

VÀNG THỬ LỬA

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC
GIỮA NĂM 2025

Thực hiện: **Khối Phân tích PHS**
Email: **rsd@phs.vn**
Tháng 07/2025



MỤC LỤC

Trang

Tổng quan kinh tế toàn cầu	<u>3</u>
Kinh tế việt Nam 6 tháng đầu năm	<u>13</u>
Triển vọng kinh tế H2.2025	<u>19</u>
Thị trường chứng khoán Việt Nam	<u>35</u>
Danh mục cổ phiếu khuyến nghị 👍	<u>48</u>
Ngân hàng	<u>51</u>
Dịch vụ phi hàng không	<u>63</u>
Dược phẩm	<u>71</u>
Bán lẻ	<u>87</u>
Xây dựng Hạ tầng	<u>106</u>
Cảng biển & Logistic	<u>114</u>
Thực phẩm đồ uống	<u>125</u>
Cao su	<u>130</u>
Thép	<u>147</u>
Điện	<u>159</u>
Bất động sản	<u>178</u>



TỔNG QUAN KINH TẾ TOÀN CẦU

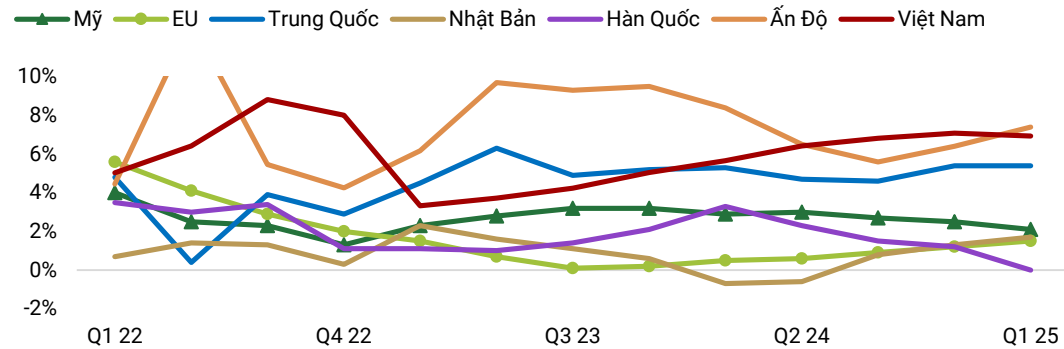
TRONG VÙNG NHIỀU ĐỘNG

- ❖ **Hạ triển vọng tăng trưởng toàn cầu:** Tăng trưởng GDP toàn cầu cải thiện trong quý 1 (trừ Hàn Quốc), nhưng đối mặt nguy cơ suy yếu do căng thẳng thuế quan và xung đột Trung Đông gia tăng. Các tổ chức tài chính lớn đã hạ dự báo tăng trưởng GDP cho Mỹ, Trung Quốc và EU trong năm 2025-2026.
- ❖ **Căng thẳng địa chính trị gia tăng:** Cục diện địa chính trị ngày càng phức tạp, cả trên chiến trường và trong nội bộ các nền kinh tế lớn, gây biến động mạnh trên các thị trường tài chính, thể hiện rõ ở giá dầu, vàng và tiền mã hóa tăng mạnh.
- ❖ **Đồng USD yếu đi:** USD-Index đã giảm gần 11% trong 6 tháng đầu năm. Kinh tế Mỹ tiếp tục phát tín hiệu kém tích cực với tăng trưởng yếu, thâm hụt ngân sách cao, khiến đồng USD sụt giảm đáng kể và mất vai trò trú ẩn an toàn.
- ❖ **Sự thận trọng của Fed:** NHTW Mỹ vẫn duy trì quan điểm thận trọng về lãi suất với việc giữ nguyên lãi suất điều hành trong nửa đầu năm 2025, bất chấp các NHTW khác liên tục cắt giảm lãi suất. PHS dự báo Fed chỉ cắt giảm lãi suất một lần vào cuối quý III/2025
- ❖ **Rủi ro địa chính trị, chiến tranh thương mại, luồng vốn dịch chuyển và sự thận trọng trong chính sách tiền tệ** sẽ chi phối thị trường tài chính thời gian tới.



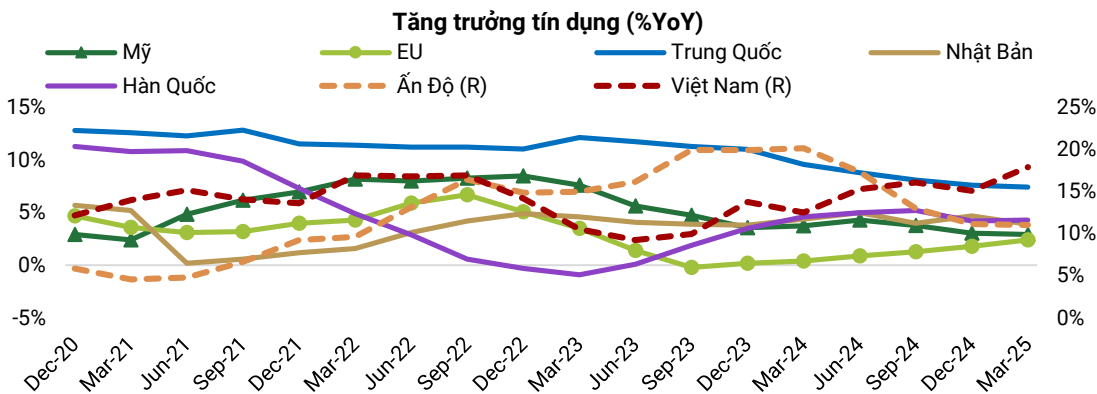
Tăng trưởng GDP toàn cầu ghi nhận cải thiện trong quý 1 (ngoại trừ Hàn Quốc), nhưng đang đối mặt với rủi ro suy yếu do căng thẳng thuế quan leo thang và xung đột tại Trung Đông ngày càng phức tạp.

GDP (%YoY)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tăng trưởng tín dụng yếu cho thấy sự phục hồi tiêu dùng và sức khỏe kinh tế vẫn chưa hoàn chỉnh; doanh nghiệp vẫn thận trọng trong việc mở rộng do bất ổn chính trị và thương mại ngày càng gia tăng.



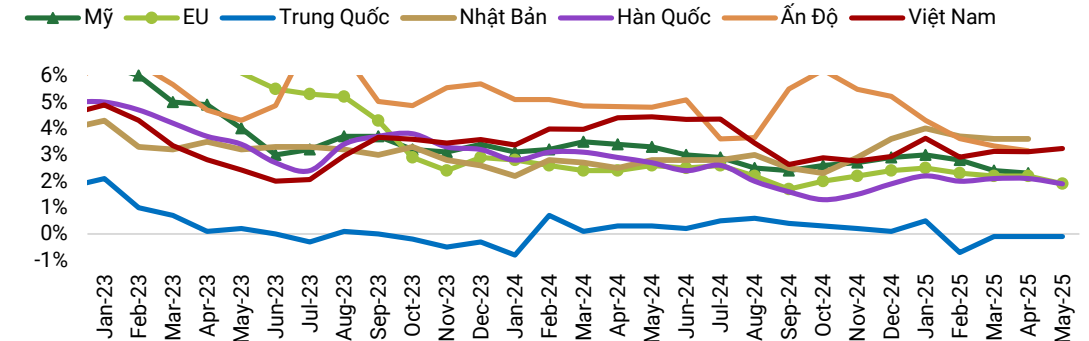
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG 1H2025

Suy yếu kinh tế toàn cầu: Xu hướng đã được dự báo

Trong khi lạm phát toàn cầu đang hạ nhiệt và Trung Quốc tiếp tục rơi vào tình trạng giảm phát kéo dài, giá dầu tăng trở lại do bất ổn Trung Đông và hiệu ứng nền cao dần suy yếu có thể làm gia tăng rủi ro lạm phát, gây trở ngại cho kế hoạch cắt giảm lãi suất.

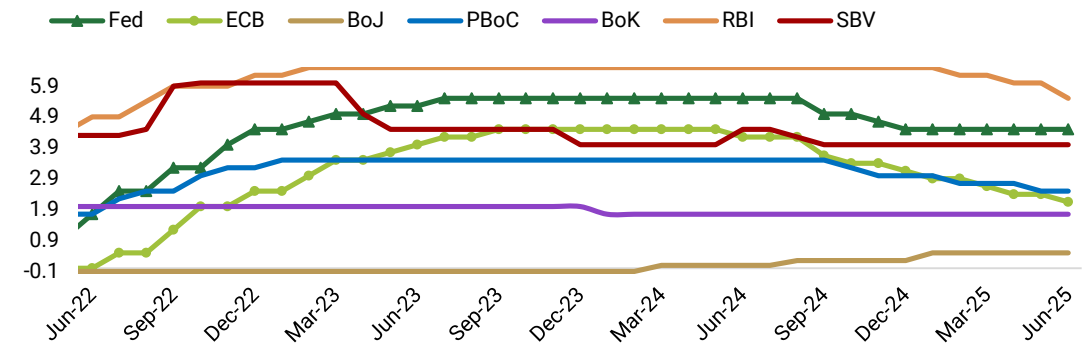
Lạm phát (%YoY)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Qua đó, Fed vẫn duy trì quan điểm thận trọng về lãi suất với việc giữ nguyên lãi suất điều hành trong nửa đầu năm 2025, bất chấp các NHTW khác liên tục cắt giảm lãi suất, đặc biệt trong bối cảnh thuế quan có thể khiến lạm phát gia tăng tại Mỹ.

Lãi suất chính sách



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG 1H2025

Với thuế quan trở thành tâm điểm trên các mặt báo...

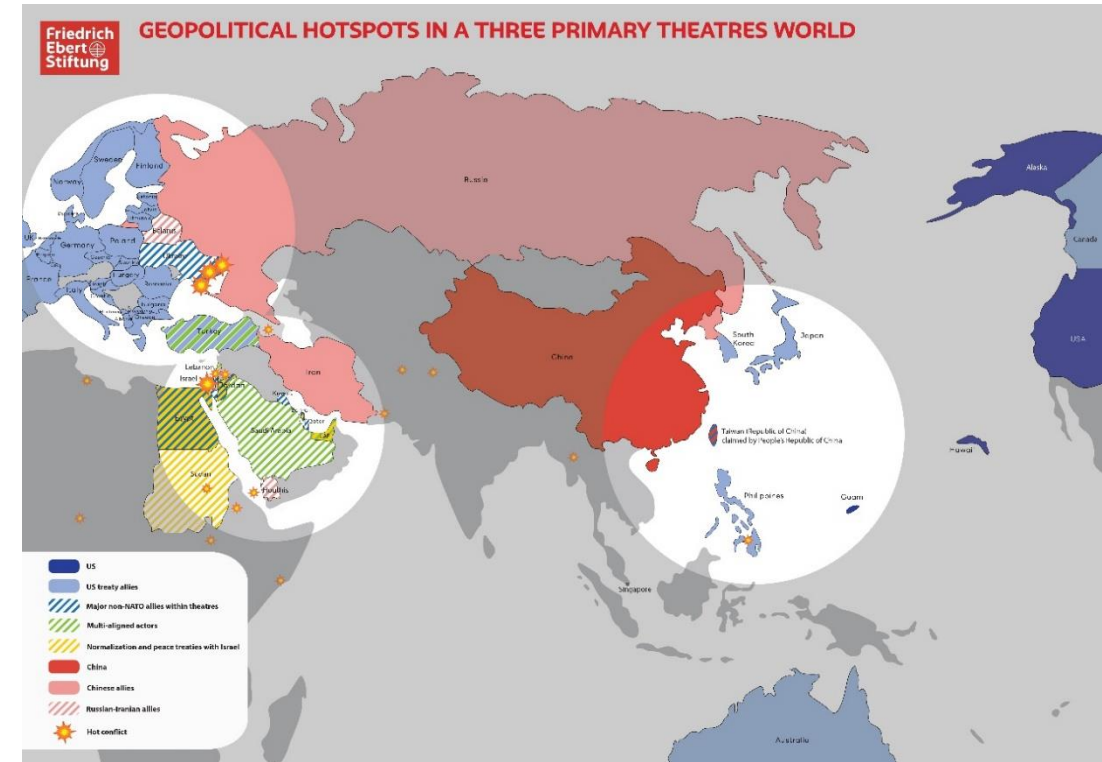
Các cuộc đàm phán thương mại đang tiến sát đến hạn chót, tuy nhiên hiện mới chỉ có Anh, Trung Quốc & Việt Nam đạt được thỏa thuận chính thức; trong khi các quốc gia khác đã có tiến triển nhưng vẫn chưa có thỏa thuận cuối cùng, thậm chí vẫn đang chịu “đòn” rắn đê

Quốc gia	Thị phần xuất khẩu sang Mỹ	Mức thuế quan thông báo vào Ngày Giải phóng	Mức thuế quan “tạm” hiện tại	Mức thuế quan công bố ngày 07/07
Liên minh Châu Âu (EU)	18.5%	20%	10%	
Trung Quốc	13.4%	34%	30%	
Nhật Bản	4.5%	24%	10%	25% ▲
Việt Nam	4.2%	46%	20%	
Hàn Quốc	4.0%	25%	10%	25% ■
Đài Loan	3.6%	32%	10%	
Ấn Độ	2.7%	26%	10%	
Vương quốc Anh	2.1%	10%	10%	
Thụy Sĩ	1.9%	31%	10%	
Thái Lan	1.9%	36%	10%	36% ■
Malaysia	1.6%	24%	10%	25% ▲
Indonesia	<1%	32%	10%	32% ■
Campuchia	< 1%	49%	10%	36% ▼
Bangladesh	< 1%	37%	10%	35% ▼

Nguồn: PHS tổng hợp tại 03/07/2025, các nước tô màu xanh là những nước được công bố đạt thỏa thuận với Mỹ

- ❖ Tính đến hiện tại (07/07/2025), chỉ mới có 03 quốc gia ghi nhận đạt được thỏa thuận với phía Mỹ gồm Anh, Trung Quốc và Việt Nam, trong đó Trung Quốc chỉ mới đạt được khung thỏa thuận và còn cần thảo luận thêm để hoàn tất thỏa thuận cụ thể.
- ❖ Những diễn biến gần đây trong chính sách thuế quan của chính quyền Trump tiếp tục tạo ra mức độ bất định lớn cho thị trường, thậm chí Trump vẫn tỏ ra khó nể với một số đối tác lớn (và thậm chí là đồng minh thân cận) như Nhật Bản, EU, Canada,...
- ❖ Mới đây nhất vào ngày 06/07/2025, Bộ trưởng Bộ Tài chính Mỹ Scott Bessent cho biết các mức thuế quan công bố vào tháng 4 sẽ có hiệu lực trở lại vào ngày **01/08/2025** đối với những quốc gia chưa đạt được thỏa thuận với chính quyền Tổng thống Donald Trump. Theo ông Bessent, hơn 100 "quốc gia nhỏ" chưa tiếp cận Mỹ để ký kết các thỏa thuận thương mại. Qua đó, điều này cũng đồng nghĩa các quốc gia đối tác sẽ có thêm 3 tuần (so với thời hạn cũ 09/07/2025) để đàm phán với Mỹ.
- ❖ **Trump đã chính thức gửi thông báo rằng Thư thuế quan của Mỹ và/hoặc Thỏa thuận với một số quốc gia trên khắp thế giới vào ngày 07/07/2025, đáng chú ý là mức thuế quan mới không khác biệt so với số công bố vào ngày 02/04, điều này tiếp tục tạo áp lực đến các quốc gia đang tiến hành đàm phán với phía Mỹ.**
- ❖ Trong khi đó, thực tế sau khi đạt được thỏa thuận thương mại được công bố bởi Tổng thống Trump vẫn còn cần thêm rất nhiều thời gian để đi vào chi tiết cụ thể, đơn cử như Vương quốc Anh dù là quốc gia đầu tiên đạt được thỏa thuận và đã gần 2 tháng kể từ ngày công bố vẫn chưa đi đến các điều khoản cụ thể cuối cùng cho từng ngành hàng. Vì vậy chúng tôi cho rằng bất ổn về thương mại vẫn còn tiếp diễn, ít nhất đến hết nhiệm kỳ của ông Trump.

Các điểm nóng địa chính trị trên toàn cầu (tính đến tháng 6/2025)



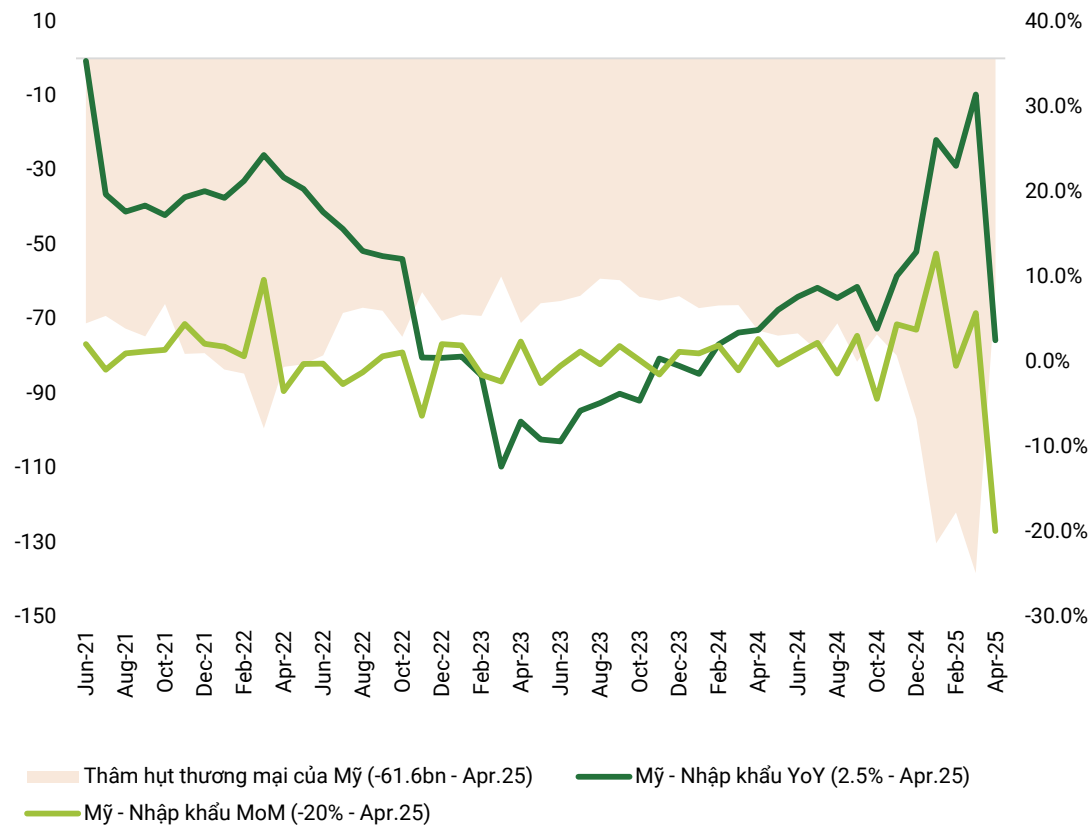
Nguồn: Friedrich Ebert Stiftung, PHS tổng hợp

- Bản đồ cho thấy bức tranh địa chính trị toàn cầu đang trở nên ngày càng phức tạp và mở rộng về phạm vi. Trái ngược với cam kết “kết thúc chiến tranh Nga–Ukraine trong 24 giờ” của ông Trump, các cuộc xung đột tại Đông Âu và nhiều điểm nóng khác ở Trung Đông vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Căng thẳng leo thang giữa Israel và Iran đang tiềm ẩn nguy cơ lan rộng toàn cầu; cộng đồng quốc tế chia rẽ sâu sắc khi Trung Quốc và Nga lên án Israel, trong khi Mỹ tiếp tục khẳng định sự ủng hộ, thậm chí chính thức tham chiến bằng việc thả bom vào Iran.
- Đồng thời, nhiều quốc gia châu Âu đang tăng mạnh chi tiêu quốc phòng, phản ánh tâm lý thận trọng cao độ trong bối cảnh bất ổn ngày càng gia tăng.
- Không chỉ ở chiến trường, các nền kinh tế lớn cũng đang đối mặt với những chia rẽ nội bộ ngày càng sâu sắc:
 - Hàn Quốc vừa thay đổi tổng thống trong bối cảnh tranh cãi dữ dội;
 - Đức đối mặt với khủng hoảng trong Chính phủ liên minh;
 - Nhật Bản vẫn bất ổn cả về chính trị lẫn kinh tế.
 - Nội bộ Thái Lan đang đối mặt với sự chia rẽ sâu sắc.
 - Tại Mỹ, các cố vấn Chính phủ đã tạo ra làn sóng tranh cãi trên nhiều mặt trận. Những bất đồng về thâm hụt ngân sách ngày càng gay gắt. Việc Elon Musk rút khỏi Chính phủ và thậm chí thành lập Đảng mới với tên gọi **“American Party”** đang gây ra sự biến động lớn trên thị trường và càng làm nổi bật tình trạng bất ổn nội bộ trong chính quyền Trump.
- Những yếu tố trên được dự báo sẽ tiếp tục tác động rộng đến chính sách kinh tế vĩ mô và làm gia tăng biến động trên các thị trường tài chính toàn cầu – như đã thấy gần đây qua các đợt tăng mạnh của giá dầu, vàng và tiền mã hóa.

Trong bối cảnh căng thẳng thuế quan, hoạt động thương mại của Mỹ đã suy yếu rõ rệt, kèm theo đó là sự sụt giảm trong sản xuất và vận hành kinh doanh đang dần bộc lộ.

Nghiên cứu từ PIIE cho thấy nguồn thu từ thuế quan không đủ bù đắp cho các đợt cắt giảm thuế doanh nghiệp thời kỳ Trump; thâm hụt ngân sách của Mỹ hiện đã lên tới 1,4 nghìn tỷ USD – mức cao nhất trong vòng bốn năm qua.

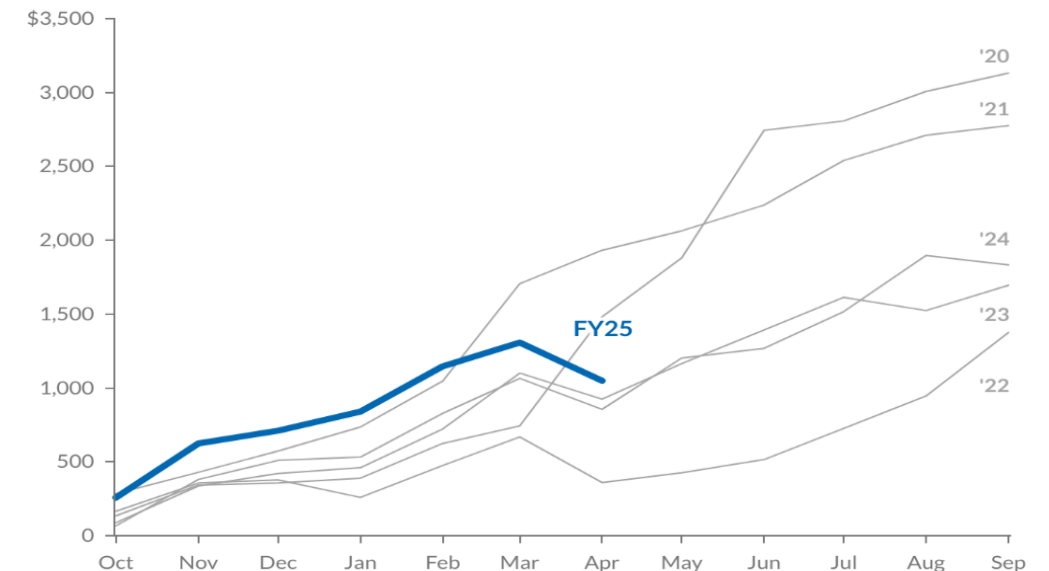
Thâm hụt thương mại của Mỹ (Tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

The FY25 deficit is tracking above last year through seven months

Cumulative Federal Budget Deficit (Billions of \$)



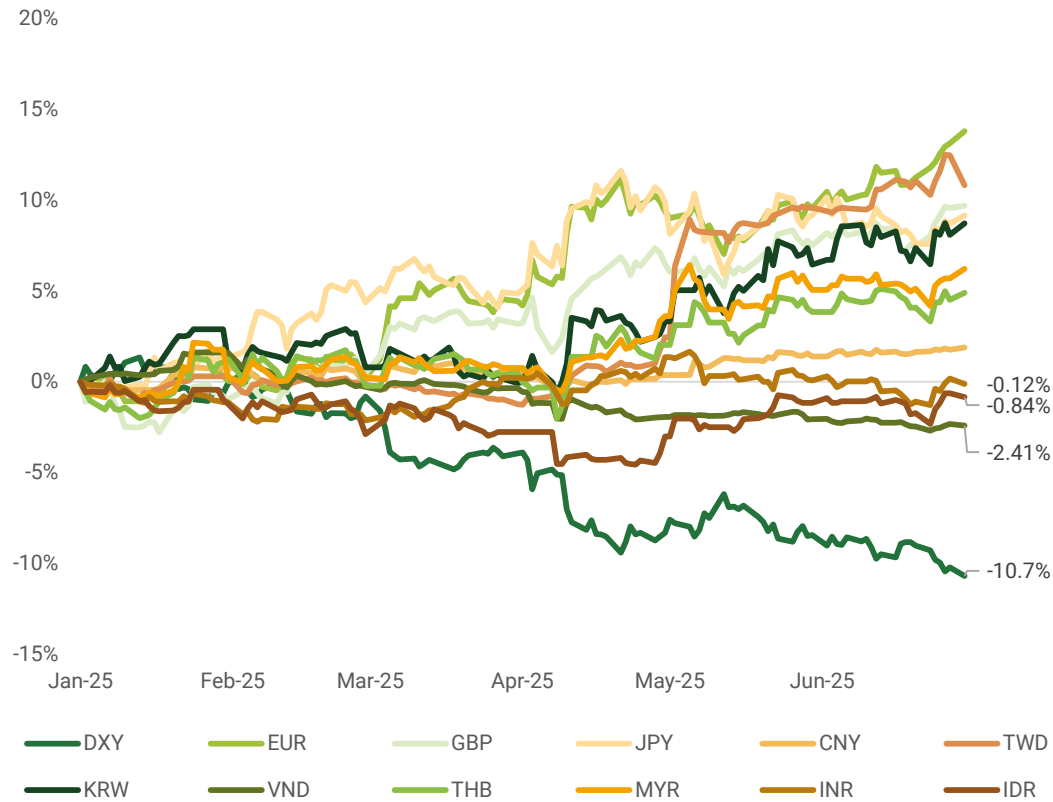
Source: Department of the Treasury

Note: The federal fiscal year begins on October 1 and ends on September 30; it is designated by the calendar year in which it ends.

Nguồn: PIIE

Nền kinh tế nội địa Mỹ tiếp tục phát ra những tín hiệu kém tích cực, đặc biệt là triển vọng tăng trưởng yếu và thâm hụt tài khóa ở mức cao. Do đó, dù Cục Dự trữ Liên bang (FED) vẫn duy trì lãi suất ở mức cao, đồng USD vẫn ghi nhận mức giảm đáng kể so với các đồng tiền chủ chốt khác.

Hiệu suất của một số đồng tiền so với USD



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp
Dữ liệu tính đến ngày 30/06/2025

NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG 1H2025

Đồng USD suy yếu

Lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ (UST) cũng đã tăng. Việc giá trái phiếu Mỹ và chỉ số DXY cùng suy yếu (lợi suất TPCP Mỹ tăng & DXY giảm) là điều khá hiếm gặp, cho thấy vị thế “quyền lực mềm” của Mỹ đang suy giảm và đồng USD không còn được xem là nơi trú ẩn an toàn giữa lúc thị trường tài chính đầy biến động.

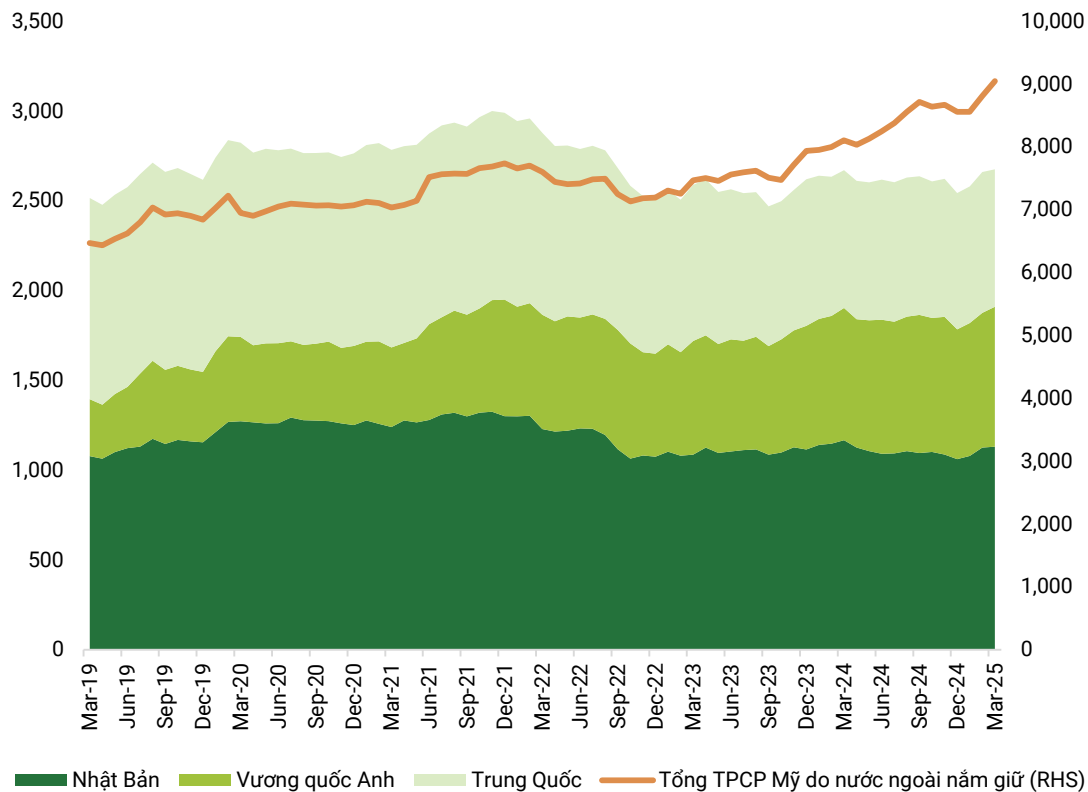
Chỉ số USD (DXY) & Lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm (%)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp
Dữ liệu tính đến ngày 30/06/2025

Các chủ nợ lớn của Mỹ như Nhật, Trung và thậm chí cả Fed đang giảm nắm giữ TPCP Mỹ. Xu hướng này không chỉ được sử dụng như một công cụ đòn bẩy trong đàm phán thuế quan, mà còn bắt nguồn từ nội tại kinh tế Mỹ khi tình trạng thâm hụt tài khóa cao và sức hấp dẫn suy giảm của trái phiếu Mỹ trong bối cảnh một trật tự thế giới đa cực đang dần hình thành.

Nắm giữ trái phiếu Chính phủ Mỹ bởi nhà đầu tư nước ngoài (Tỷ USD)



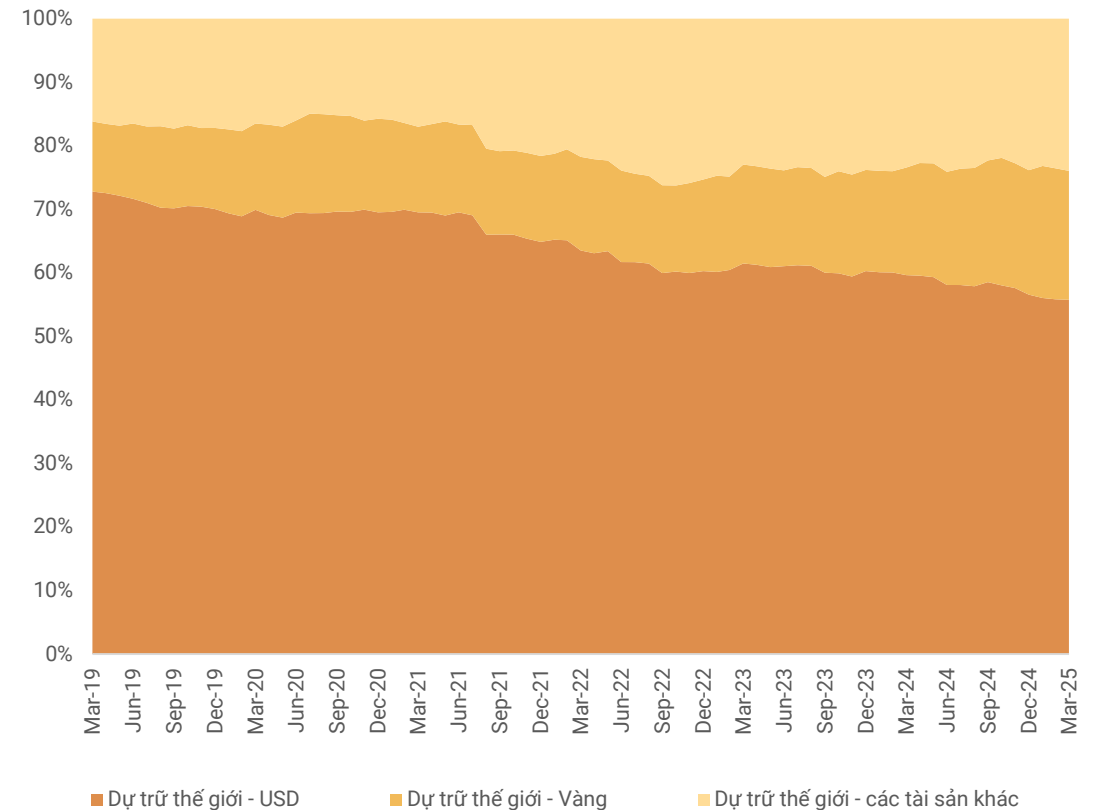
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG 1H2025

Sự suy giảm tính hấp dẫn của các tài sản tài chính Mỹ

Xét trên khung thời gian rộng hơn, xu hướng này đã diễn ra trong vài năm gần đây. Mặc dù USD vẫn là tài sản dự trữ lớn nhất thế giới, nhưng tỷ trọng của nó trong tổng dự trữ toàn cầu đang giảm dần, trong khi vàng lại đang tăng lên đáng kể.

Cơ cấu dự trữ toàn cầu theo lớp tài sản (%)



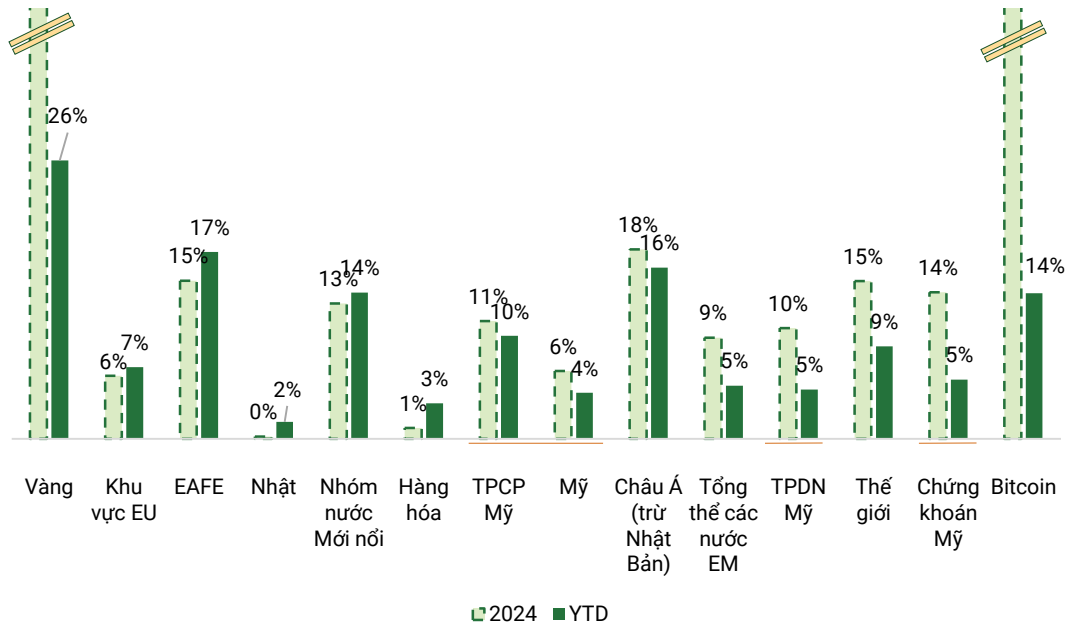
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG 1H2025

Sự suy giảm tính hấp dẫn của các tài sản tài chính Mỹ

Thị trường Mỹ hoạt động kém hơn so với các thị trường và loại tài sản khác, ghi nhận dòng vốn rút ròng liên tục – trái ngược với cùng kỳ năm 2024.

Tỷ suất lợi nhuận của các thị trường



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp
Dữ liệu tính đến ngày 30/06/2025

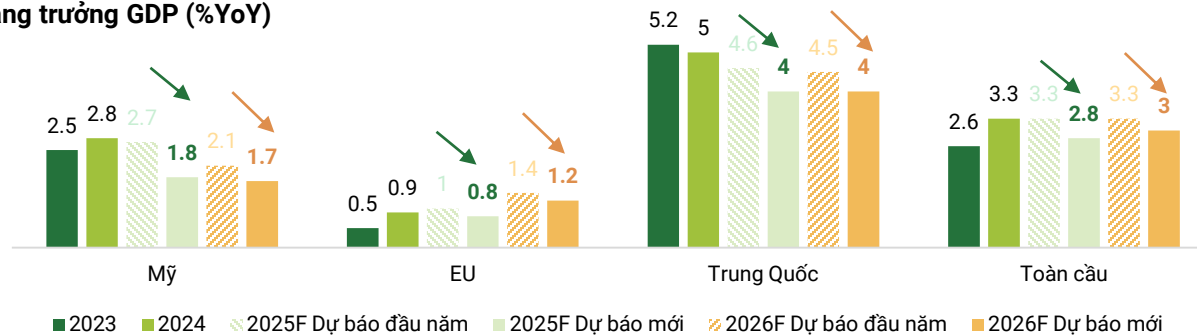
Trong bối cảnh chính trị biến động và các thay đổi trong chính sách thuế quan, phần lớn thị trường chứng khoán chỉ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn.

Chỉ số chứng khoán	YoY	YTD
VN-Index	10%	9%
Nikkei 225 Index	2%	1%
Shanghai Composite Index	16%	3%
KOSPI Index	10%	28%
Dow Jones	13%	4%
S&P 500	14%	5%
CAC	2%	4%
SET Index	-16%	-22%
FTSE Bursa	-4%	-7%
TAIEX Index	-3%	-3%
PCOMP Index	-1%	-3%
Nifty 500	5%	5%
Jakarta Composite Index	-2%	-2%

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Mặc dù các quốc gia đang có sự khác biệt trong xu hướng lạm phát và chính sách lãi suất – với một số nước tăng, một số cắt giảm và số khác giữ nguyên lãi suất – nhưng tất cả đều cùng chia sẻ một triển vọng chung: tăng trưởng kinh tế đang suy yếu. Các tổ chức tài chính lớn đã hạ dự báo tăng trưởng GDP cho các nền kinh tế chủ chốt bao gồm Mỹ, Trung Quốc và Liên minh châu Âu cho cả năm tài khóa 2025 và 2026.

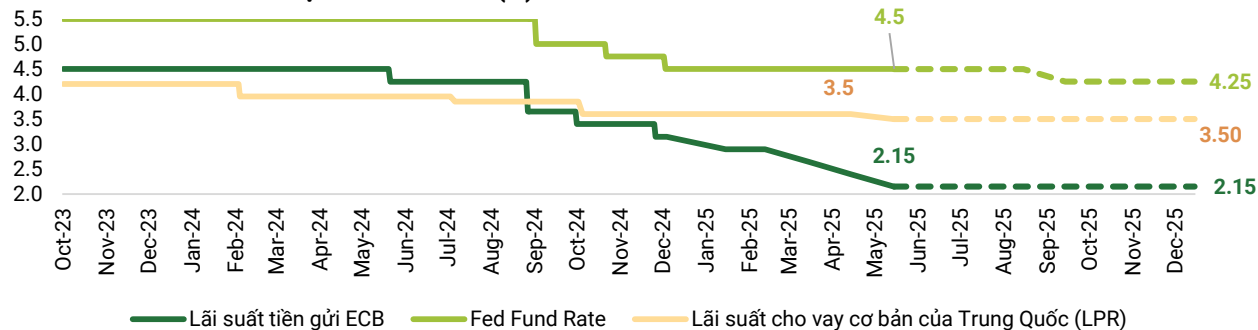
Tăng trưởng GDP (%YoY)



Nguồn: IMF, PHS tổng hợp

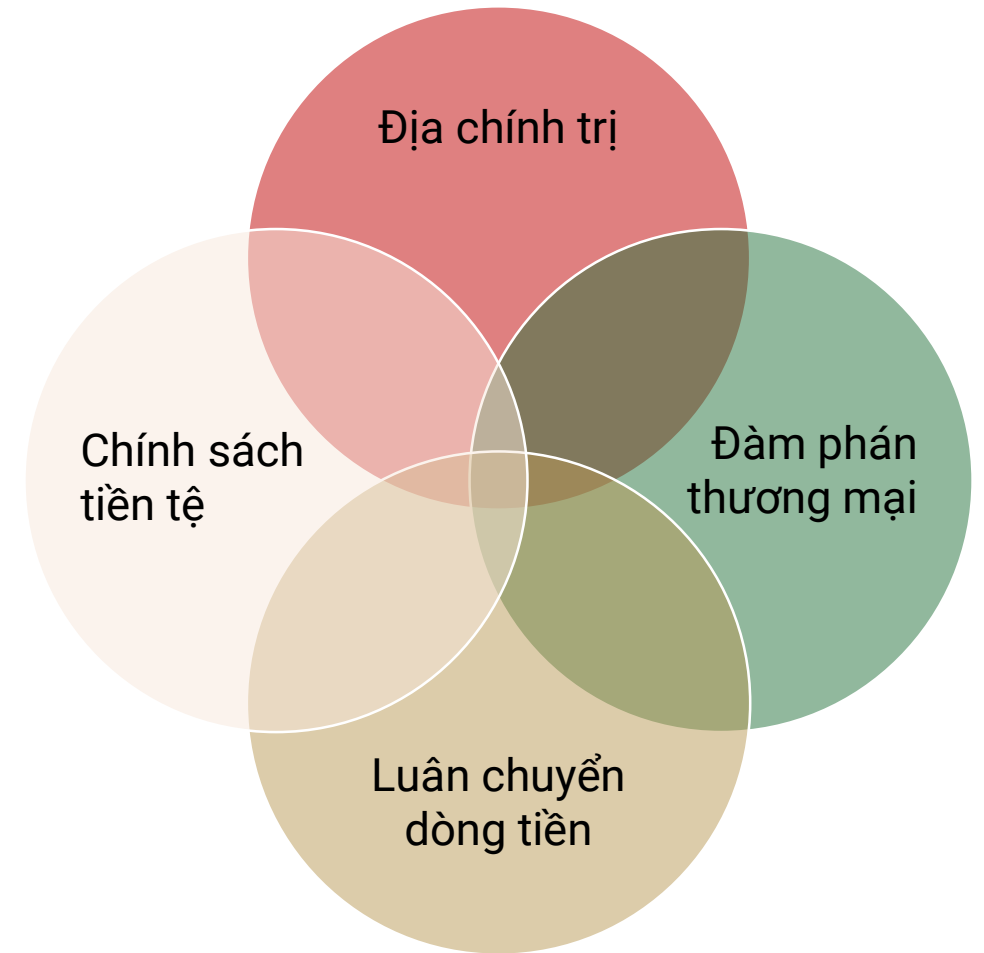
Chúng tôi kỳ vọng FED có thể sẽ cắt giảm lãi suất một lần trong năm 2025, có khả năng vào cuối quý 3. Trong khi đó, các ngân hàng trung ương lớn khác như ECB, PBoC và BoE đã tiếp tục hạ lãi suất và triển khai nhiều chính sách hỗ trợ khác nhau. Tuy nhiên, các nhà hoạch định chính sách toàn cầu nhiều khả năng sẽ thận trọng hơn với lãi suất trong phần còn lại của năm, đặc biệt nếu giá dầu tiếp tục tăng.

Lãi suất chính sách của một số NHTW lớn (%)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp & dự phóng

KÌ VỌNG ĐIỀU GÌ Chuẩn bị cho biến động gia tăng



Nguồn: PHS tổng hợp

- Những diễn biến tại Trung Đông cùng với các cuộc xung đột đang tiếp diễn (Nga–Ukraine, Biển Đông,...) và nội tại chính các quốc gia tiếp tục làm gia tăng rủi ro địa chính trị toàn cầu.
- Mặc dù không phải là yếu tố mới, rủi ro này vẫn là mối lo ngại thường trực – đặc biệt trong bối cảnh thế giới ngày càng đa cực, nơi bất kỳ sự thiếu kiềm chế nào cũng có thể kích hoạt kịch bản tồi tệ nhất: suy thoái toàn cầu.
- Trong bối cảnh đó, *các tài sản trú ẩn an toàn như vàng, đồng JPY (đặc biệt khi BoJ đang dần tăng lãi suất), CHF hoặc thậm chí Bitcoin có khả năng tiếp tục thu hút dòng tiền.*

Rủi ro chính trị



- Cho đến nay, chỉ mới có 03 quốc gia đạt được thỏa thuận thương mại với Mỹ gồm Anh, Trung Quốc và Việt Nam. Tuy nhiên, phần lớn chỉ mới ở mức thỏa thuận khung, chi tiết ảnh hưởng vẫn còn trong tiến trình đàm phán.
- Mức độ bất định vẫn ở mức cao, thậm chí sau khi thời hạn được gia hạn thêm 02 tuần đến 01/08/2025, cho thấy phía Mỹ đang chưa hài lòng với nhiều đối tác khác. Thực tế, rủi ro vẫn tồn tại ngay cả khi đạt được một thỏa thuận.
- Điều này khuyến khích xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng, nhưng có thể *gây tác động tiêu cực đến thị trường tài chính trong ngắn hạn.*

Chiến tranh thương mại



- Không chỉ dòng FDI, mà cả dòng vốn danh mục và các dòng đầu tư khác cũng đang có xu hướng tiếp tục đa dạng hóa vị thế.
- Xu hướng này được thúc đẩy bởi các yếu tố như xu hướng giảm lãi suất, triển vọng kinh tế ảm đạm tại các nền kinh tế lớn, rủi ro chính trị và thuế quan gia tăng, cùng với sự suy yếu của đồng USD.
- Những yếu tố này đang đẩy nhanh quá trình tái phân bổ dòng vốn, và theo quan điểm của PHS, *các thị trường mới nổi (EMs) có thể hưởng lợi ở một mức độ nhất định.*

Dịch chuyển dòng tiền



- Chính sách tiền tệ có thể sẽ kém thuận lợi hơn kỳ vọng, đặc biệt khi bất ổn chính trị khiến giá hàng hóa và lợi suất trái phiếu tăng, *tạo ra biến động lớn trên thị trường.*
- Tuy nhiên, xu hướng chính vẫn là các NHTW có khả năng tiếp tục cắt giảm lãi suất, qua đó tạo lực đỡ cho các tài sản tài chính.

Chính sách tiền tệ



KINH TẾ VIỆT NAM 6 THÁNG ĐẦU NĂM

VỮNG VÀNG TRƯỚC SÓNG GIÓ

- ❖ **Tăng trưởng vững vàng:** Kinh tế Việt Nam duy trì tăng trưởng 6,93% trong quý 1 và 7.96% trong quý 2 - mức cao nhất trong vòng 20 năm qua, qua đó, ước tính GDP đạt 7.52% trong nửa đầu năm 2025 với lạm phát thấp, tạo điều kiện cho chính sách nới lỏng tiếp tục được áp dụng.
- ❖ **Tận dụng thời gian hoãn thuế:** Việc hoãn áp thuế giúp thúc đẩy xuất nhập khẩu, tạo thêm thời gian mở rộng đối tác và thu hút FDI, với cả vốn đăng ký và giải ngân đạt mức cao nhất nhiều năm.
- ❖ **Tiêu dùng phục hồi:** Bán lẻ tăng trưởng mạnh mẽ 9.3% dẫn dắt bởi doanh thu dịch vụ - nhất là du lịch, đồng thời, tiêu dùng hàng hóa vẫn cao và được hỗ trợ bởi các chính sách kích cầu.
- ❖ **Đầu tư công bứt tốc:** Tiến độ giải ngân đầu tư công được cải thiện rõ rệt, góp phần tăng khả năng chống chịu nội tại trước bất ổn toàn cầu.
- ❖ **Rủi ro tỷ giá hiện hữu:** Tỷ giá USD/VND đã tăng khoảng 2% từ đầu năm bất chấp USD thế giới đang giảm giá mạnh. Điều này có thể gây khó khăn cho NHNN trong việc thúc đẩy chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.



Lãi suất
chỉ từ

10.1%

Không giới hạn
hạn mức vay

Từ 02/06/2025
đến 30/09/2025

THAM GIA NGAY >



1900 25 23 58



www.phs.vn

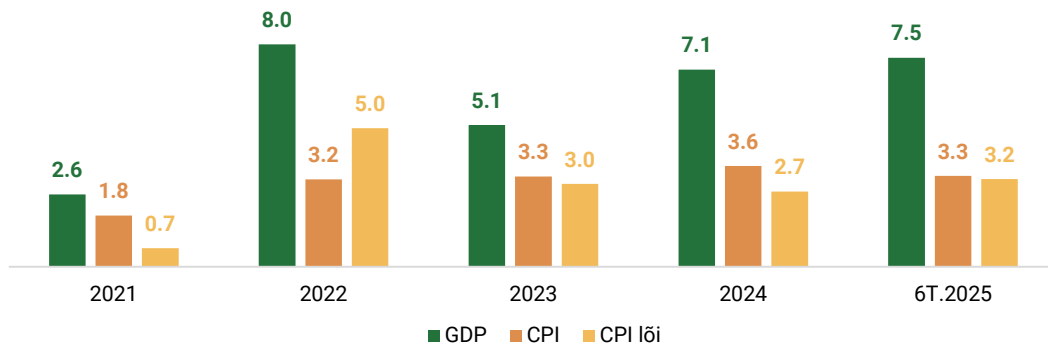


support@phs.vn

VIO - HÈ RỰC RỠ
GIAO DỊCH
HẾT CỠ

Mặc dù đối mặt với nhiều thách thức, kinh tế Việt Nam vẫn duy trì mức tăng trưởng vững chắc 7.5% trong nửa đầu năm 2025 với lạm phát thấp tạo điều kiện để Chính phủ và NHNN tiếp tục theo đuổi chính sách nới lỏng.

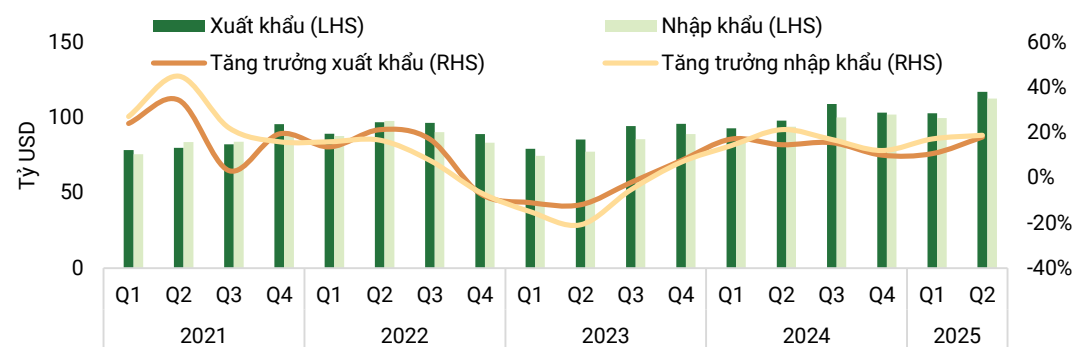
Tăng trưởng GDP & CPI (%)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hoạt động thương mại liên tục lập kỷ lục mới với tốc độ tăng trưởng hai chữ số, đưa tổng kim ngạch thương mại lên gần 190% GDP. Việc hoãn áp thuế đã thúc đẩy mạnh mẽ cả xuất khẩu và nhập khẩu, tạo thêm thời gian để Việt Nam mở rộng tìm kiếm các đối tác mới.

Hoạt động xuất nhập khẩu



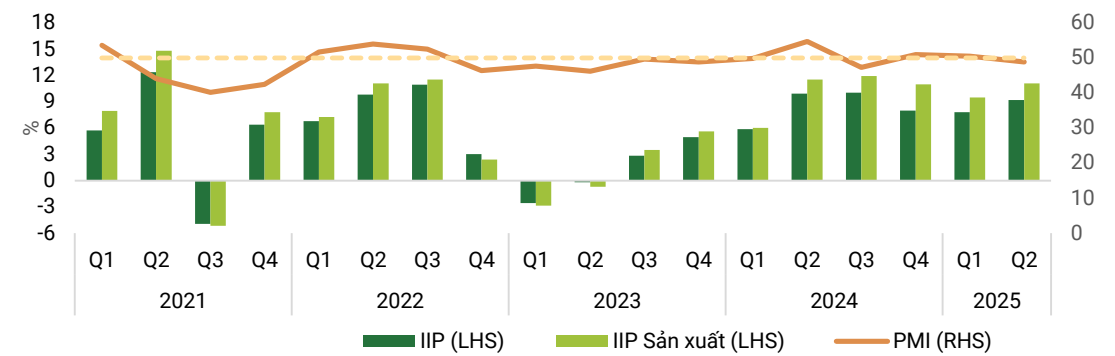
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

KINH TẾ VIỆT NAM 1H2025

Vững vàng giữa làn sóng nghịch cảnh toàn cầu

Chỉ số PMI phản ánh sự suy yếu kéo dài do rủi ro kinh tế và tình trạng thiếu đơn hàng gây ra bởi sự bất định trong chính sách thuế quan. Tuy nhiên, việc hoãn áp thuế đã thúc đẩy mạnh mẽ sản xuất nội địa phục hồi, góp phần hỗ trợ tăng trưởng GDP quý 2.

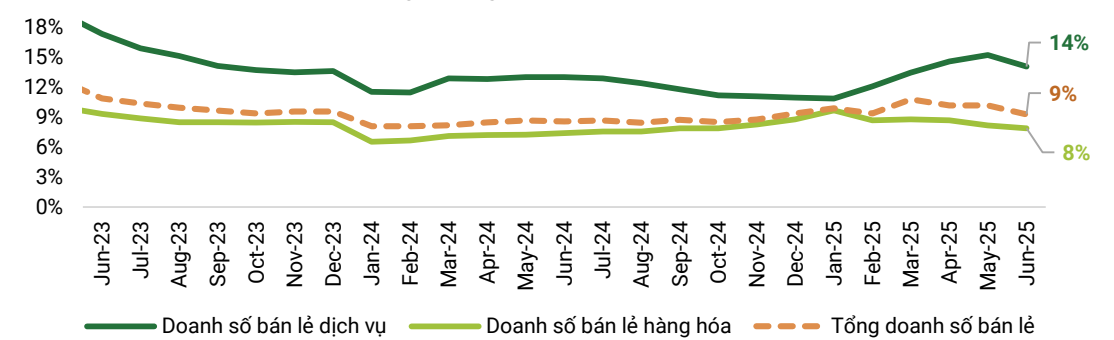
Lĩnh vực sản xuất



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

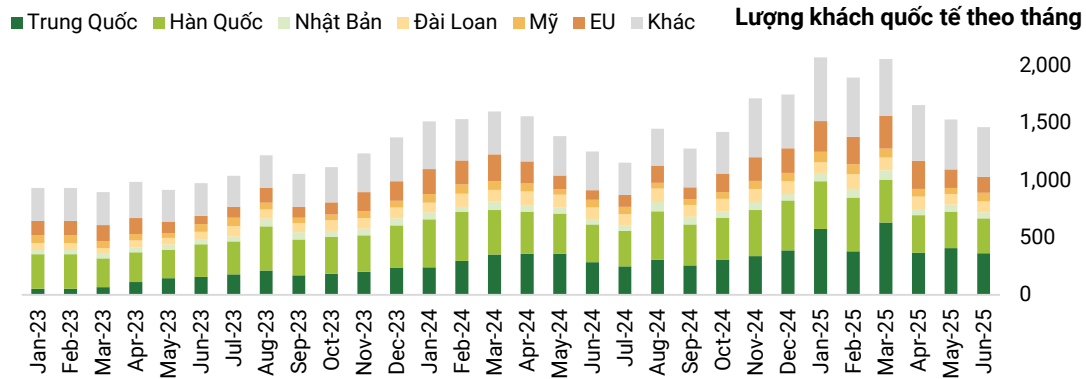
Doanh thu bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh (+9.3% YoY trong 6T2025), với doanh thu dịch vụ - đặc biệt là từ du lịch - tăng trưởng nổi bật. Tiêu dùng hàng hóa cũng duy trì ở mức cao và dự kiến tiếp tục cải thiện, được hỗ trợ bởi các chính sách kích cầu tiêu dùng mạnh mẽ.

Tăng trưởng doanh số bán lẻ



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

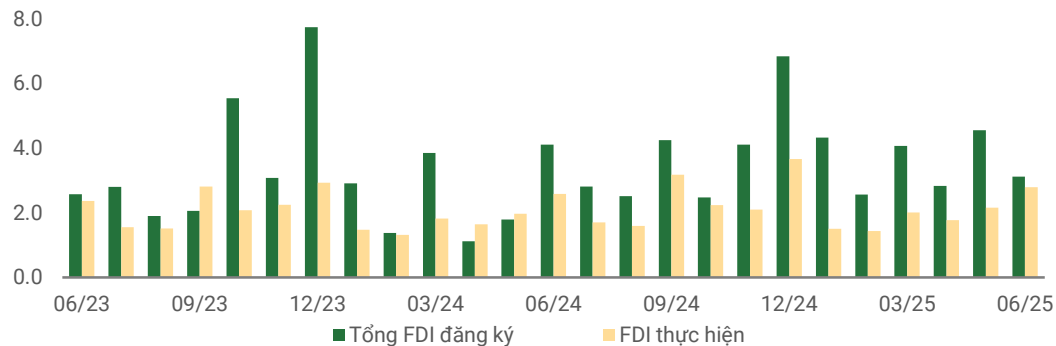
Trong 6 tháng đầu năm 2025, lượng khách quốc tế đến Việt Nam vẫn tăng 21% so với năm 2024. Đáng chú ý, lượng khách du lịch từ Nga, EU, Trung Quốc và các nước ASEAN phục hồi mạnh mẽ, giúp bù đắp cho sự sụt giảm của khách du lịch Hàn Quốc.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Trong tháng 6, vốn FDI thực hiện đạt 2.8 tỷ USD – mức cao nhất từ đầu năm đến nay và tăng 8% so với cùng kỳ năm trước. Đồng thời, vốn FDI đăng ký cũng đã phục hồi sau thời điểm “ngàn ngại” trong tháng 4. Diễn biến này là một trong những yếu tố then chốt củng cố niềm tin của chúng tôi vào triển vọng kinh tế dài hạn của Việt Nam.

Dòng vốn FDI theo tháng (tỷ USD)

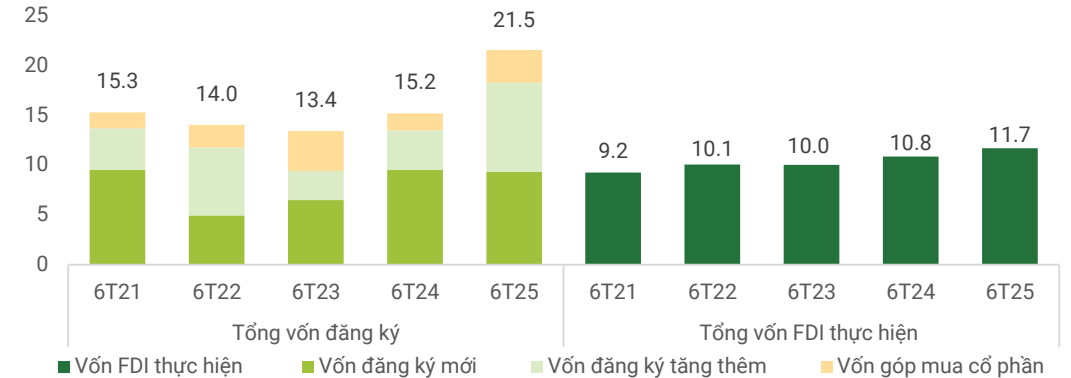


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

KINH TẾ VIỆT NAM 1H2025

Vững vàng giữa làn sóng nghịch cảnh toàn cầu

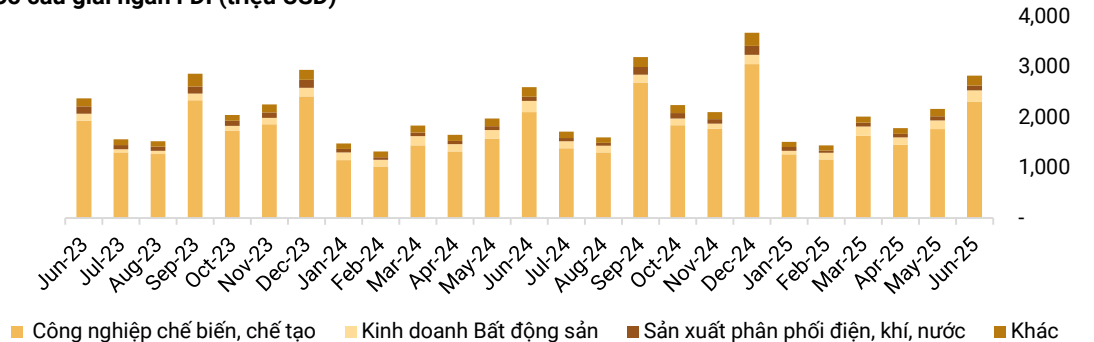
Sau khi việc hoãn áp thuế được công bố, dòng vốn FDI vào Việt Nam đã bùng nổ, với cả vốn đăng ký và vốn giải ngân đều đạt mức cao nhất trong nhiều năm. Sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng toàn cầu đã bắt đầu và được kỳ vọng sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Xét kỹ hơn, phần lớn vốn FDI giải ngân ghi nhận mức cao nhất trong 5 năm qua, tiếp tục đổ vào lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo. Bên cạnh đó, ngành năng lượng cũng thu hút sự quan tâm đáng kể, đặc biệt sau khi Quy hoạch điện VIII được phê duyệt vào tháng 4/2025.

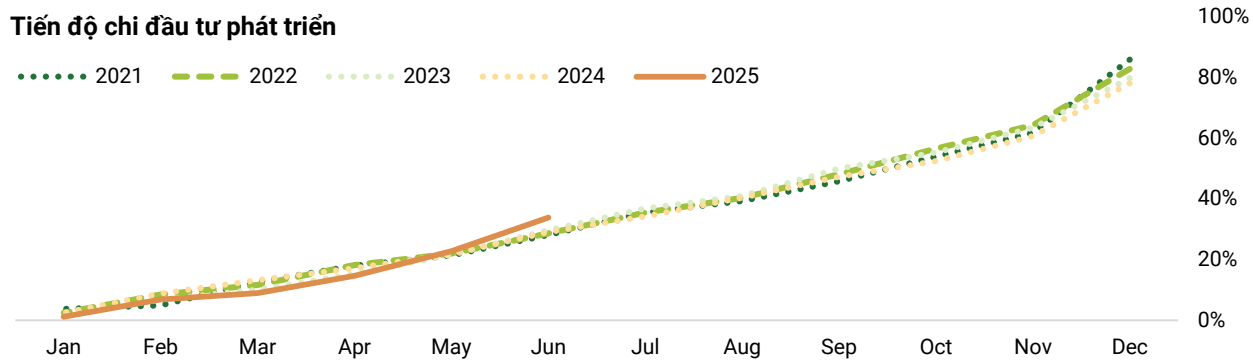
Cơ cấu giải ngân FDI (triệu USD)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Sau giai đoạn đầu triển khai có phần chậm, tiến độ giải ngân đã cải thiện đáng kể. Khi bất ổn toàn cầu ngày càng gia tăng, việc củng cố năng lực nội tại trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân sẽ tiếp tục tăng tốc khi quá trình hợp nhất giữa các tỉnh, thành phố được đẩy mạnh.

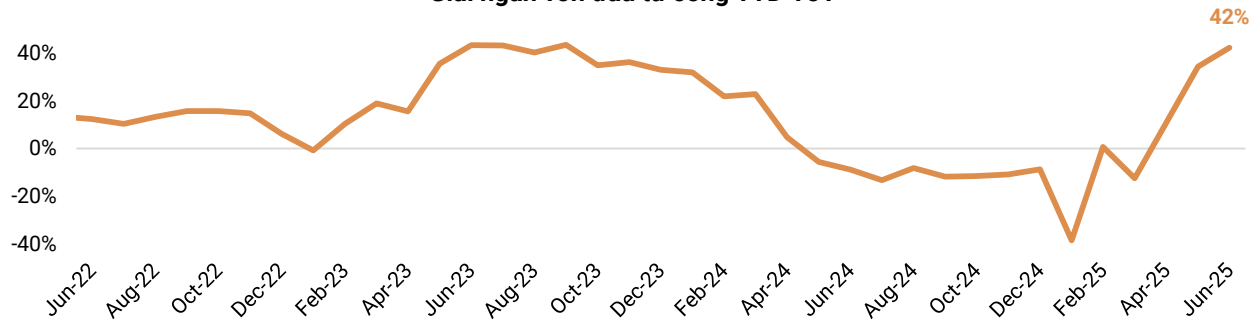
Tiến độ chi đầu tư phát triển



Nguồn: GSO, MOF, PHS tổng hợp

Bất chấp những diễn biến bất lợi trên toàn cầu, bao gồm căng thẳng thuế quan và địa chính trị, Chính phủ vẫn kiên định với mục tiêu tăng trưởng 8% trong năm 2025 và hoàn thành 100% kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công trong năm nay. Con số này tương đương mức tăng hơn 60% so với mức giải ngân trong năm 2024, mang lại nguồn lực tài chính lớn cho nền kinh tế.

Giải ngân vốn đầu tư công YTD YoY



Nguồn: GSO, MOF, PHS tổng hợp

KINH TẾ VIỆT NAM 1H2025

Vững vàng giữa làn sóng nghịch cảnh toàn cầu

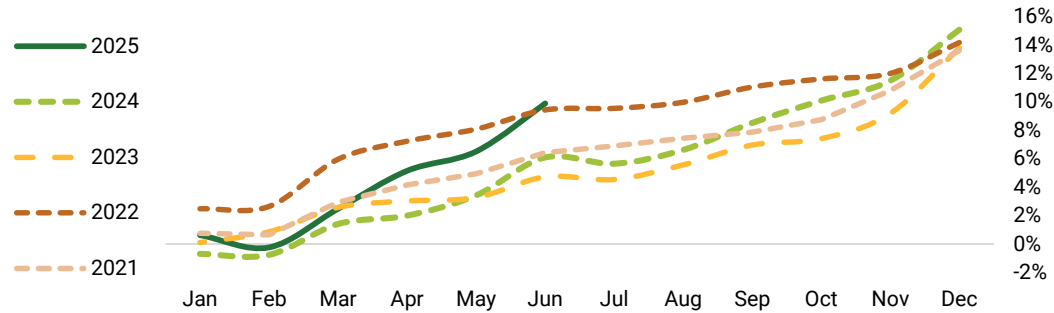
Nghân sách Nhà nước tiếp tục ghi nhận thặng dư, dù thấp hơn một chút so với tháng trước. Đáng chú ý, chúng tôi ghi nhận sự cải thiện rõ rệt trong tốc độ giải ngân vốn đầu tư công.

	6T2025	%Kế hoạch	%YoY	2025 Kế hoạch
Thu ngân sách Nhà nước	1,332,300	67.7%	28.3%	1,966,839
- Thuế và phí	1,158,400	69.4%	33.3%	1,668,356
- Từ dầu thô	24,600	46.3%	-16.7%	53,200
- Từ xuất nhập khẩu	148,700	63.3%	6.5%	235,000
Chi ngân sách Nhà nước	1,102,100	43.2%	27.0%	2,633,258
- Chi đầu tư và phát triển	268,100	33.9%	42.3%	875,027
- Chi trả lãi	55,700	50.4%	-0.3%	110,547
- Chi thường xuyên	776,000	49.5%	40.8%	1,554,677
Cán cân ngân sách	230,200			-666,419

Nguồn: GSO, MOF, PHS tổng hợp

Tăng trưởng tín dụng đã đạt cao nhất trong 5 năm. Với mặt bằng lãi suất thấp, điều kiện kinh doanh được cải thiện và các nút thắt thị trường bất động sản dần được gỡ bỏ, chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng có thể đạt 15–16% trong năm 2025F.

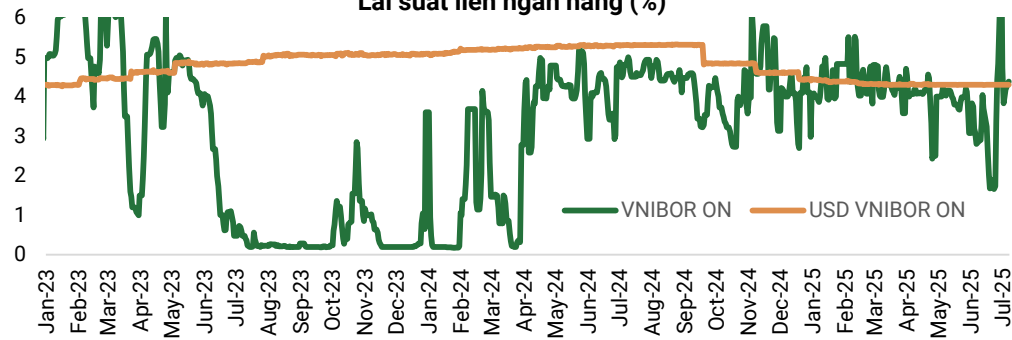
Tăng trưởng tín dụng (YTD)



Nguồn: NHNN, PHS tổng hợp

Theo quan điểm của chúng tôi, một trong những nguyên nhân chính khiến tỷ giá vẫn duy trì ở mức cao là do mặt bằng lãi suất VND tương đối thấp (cả trên thị trường dân cư và liên ngân hàng), trong bối cảnh Ngân hàng Nhà nước tiếp tục theo đuổi chính sách tiền tệ hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Lãi suất liên ngân hàng (%)



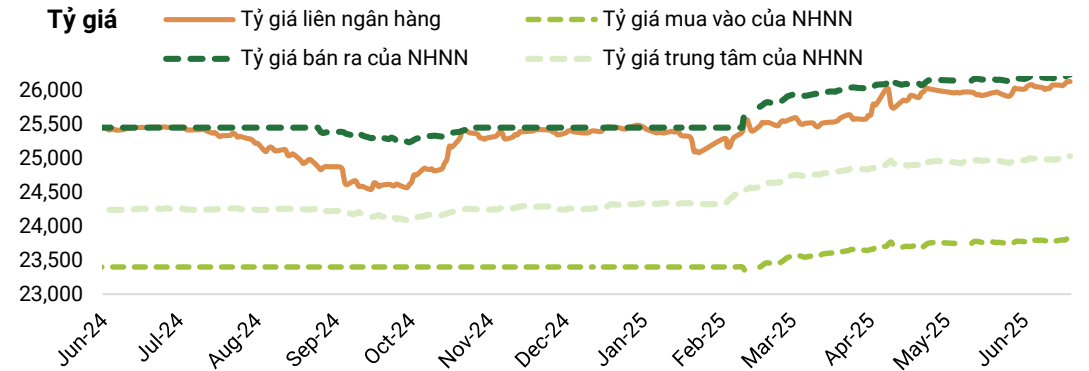
Nguồn: Refinitiv, PHS tổng hợp

KINH TẾ VIỆT NAM 1H2025

Vững vàng giữa làn sóng nghịch cảnh toàn cầu

Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng trước những biến động từ chính quyền Trump. Tỷ giá USD/VND đã tăng khoảng 2% từ đầu năm đến nay, tiến gần mức giá bán ra của NHNN. Trong khi nhiều đồng tiền trong khu vực đã mạnh lên so với USD, thì VND lại suy yếu.

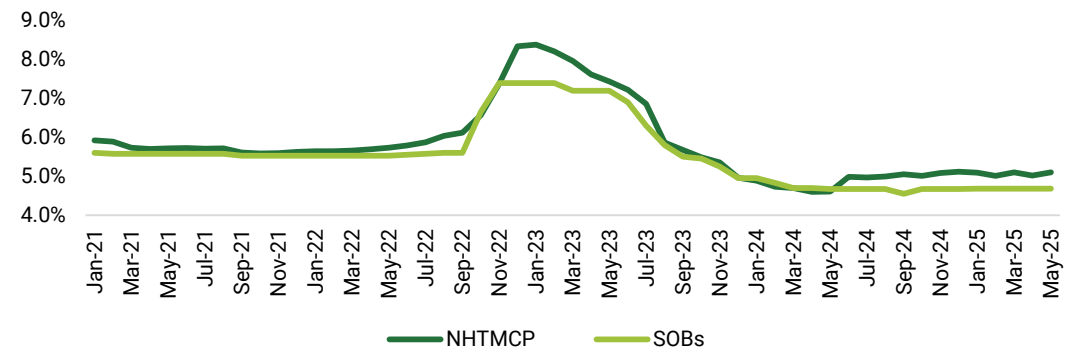
Tỷ giá



Nguồn: Refinitiv, PHS tổng hợp

Tăng trưởng huy động, dù có cải thiện, vẫn chậm hơn so với tín dụng. Lãi suất tiền gửi tiếp tục ở mức thấp, tuy nhiên đã xuất hiện sự phân hóa giữa NHQD và NHTMCP, khi cạnh tranh huy động ngày càng gay gắt giữa lúc tín dụng tăng nhanh. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động có thể tăng nhẹ khoảng 0.2–0.4% trong nửa cuối năm 2025.

Lãi suất tiền gửi (12 tháng)



Nguồn: PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG KINH TẾ H2.2025

TỪ QUYẾT TÂM TỚI HÀNH ĐỘNG

- ❖ **Kết quả đàm phán thuế quan tích cực:** Mức thuế 20% mà Mỹ công bố áp cho Việt Nam theo PHS là khá tích cực, hỗ trợ xuất khẩu và thu hút FDI, đặc biệt là khi sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng toàn cầu được kỳ vọng sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới.
- ❖ **Đổi mới trong tư tưởng & chính sách:** Việt Nam đẩy mạnh đổi mới với trọng tâm phát triển tư nhân, thúc đẩy sáng tạo qua Nghị quyết 68 và tinh giản bộ máy nhà nước, kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng 7.5–8.5% giai đoạn 2026–2030.
- ❖ **Dự báo kinh tế tích cực:** PHS dự báo GDP năm 2025 có thể tăng trên 8% nhờ giải ngân đầu tư công và kích cầu tiêu dùng nội địa.
- ❖ **Rủi ro cần lưu ý:** Rủi ro bất ổn địa chính trị toàn cầu vẫn sẽ là bao trùm gây ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam, nhất là khi độ mở kinh tế đang ngày càng lớn.



PHÁI SINH ẢO

KINH NGHIỆM THẬT



①

CHINH PHỤC PHÁI SINH – KHAI PHÁ TIỀM NĂNG



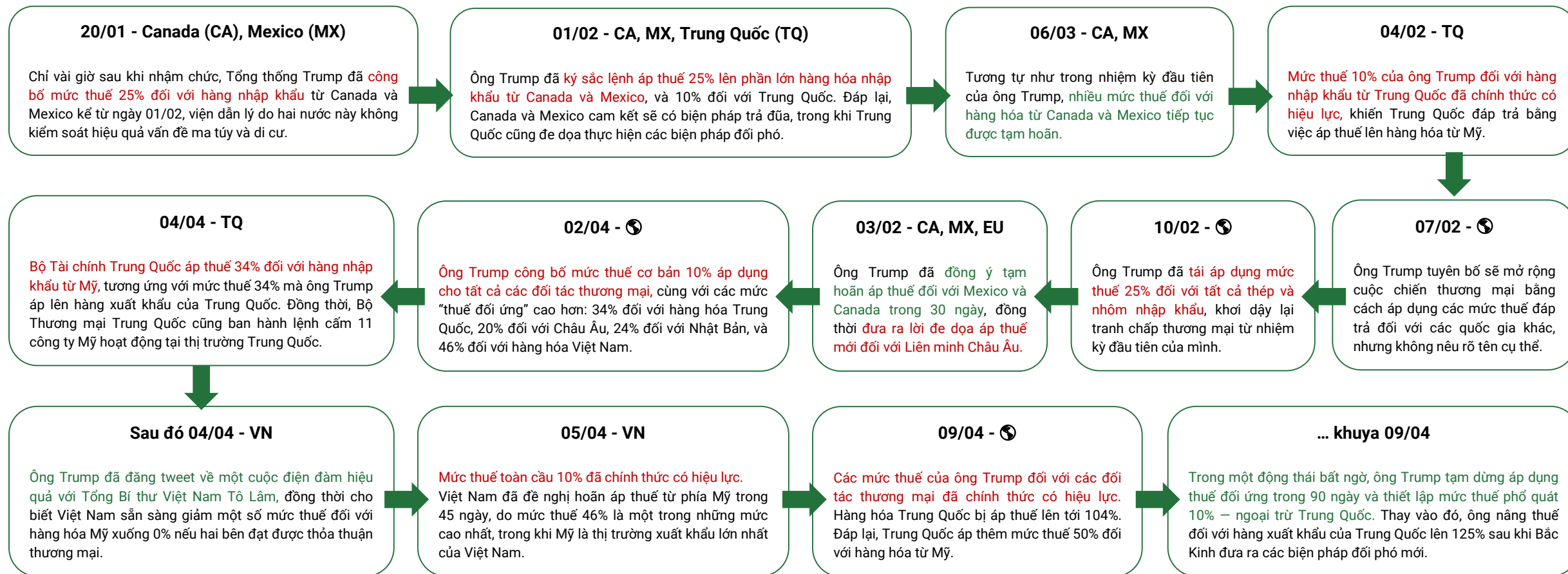
THỬ NGHIỆM CHIẾN LƯỢC – KHÔNG LO MẤT VỐN



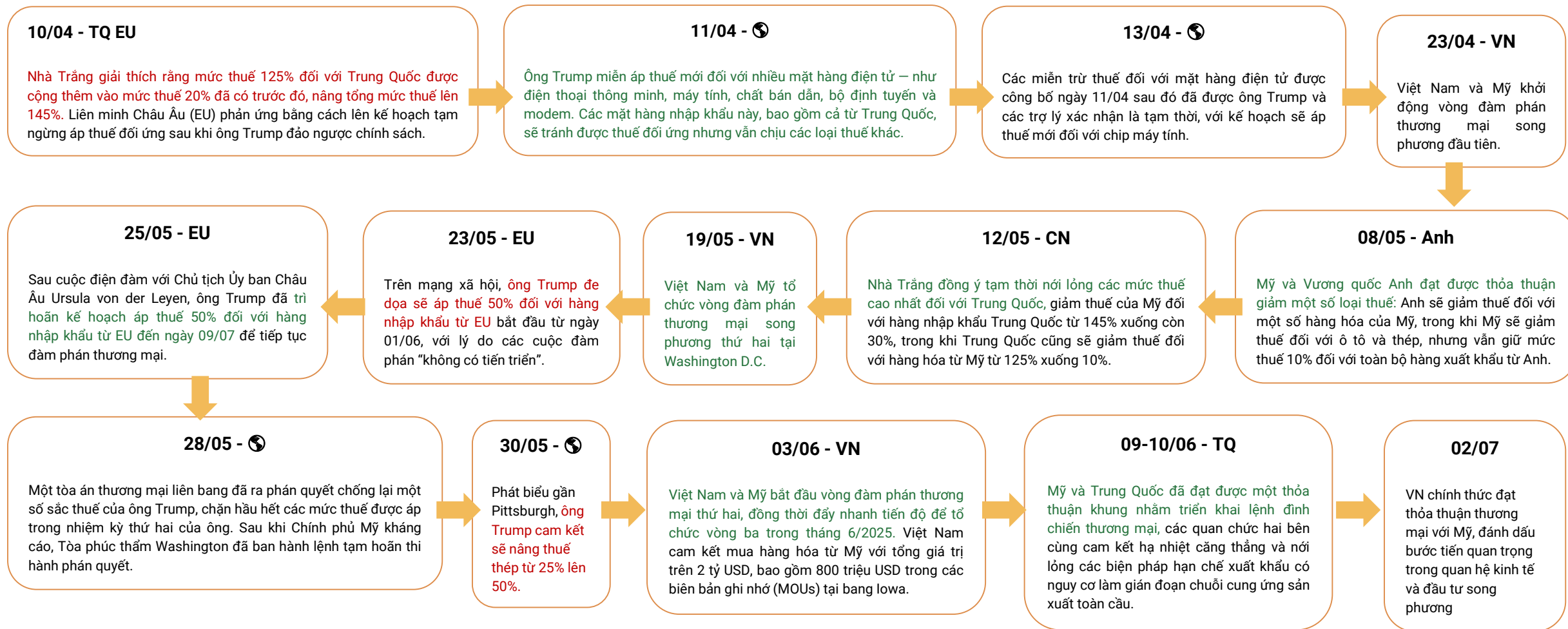
DỮ LIỆU REAL-TIME - CẬP NHẬT NHANH CHÓNG

TRẢI NGHIỆM NGAY





Nguồn: The New York Times, PHS tổng hợp



Nguồn: The New York Times, PHS tổng hợp

Ngày 04/04, cuộc điện đàm đầu tiên giữa Tổng Bí thư Tô Lâm và Tổng thống Trump mở ra nhiều hy vọng cho quá trình đàm phán giữa hai nước cũng như thể hiện tính chủ động của các lãnh đạo Việt Nam trong việc đạt được thỏa thuận với phía Mỹ.



Donald J. Trump

@realDonaldTrump

Just had a very productive call with To Lam, General Secretary of the Communist Party of Vietnam, who told me that Vietnam wants to cut their Tariffs down to ZERO if they are able to make an agreement with the U.S. I thanked him on behalf of our Country, and said I look forward to a meeting in the near future.



3.77k ReTruths 19.8k Likes

Apr 04, 2025 at 10:01 PM

THỎA THUẬN MANG TÍNH BƯỚC NGOẶT GIỮA VIỆT NAM & MỸ

20% & 40%

Sau 03 vòng đàm phán kỹ thuật ròng rã nhiều tháng, tối 02/07, Tổng thống Trump chính thức công bố về thỏa thuận đạt được với Việt Nam cũng từ cuộc điện đàm với Tổng Bí thư Tô Lâm, chính thức "chốt deal" mức thuế quan 20% với Việt Nam, bước tiến lớn so với con số 46% ban đầu.



Donald J. Trump

@realDonaldTrump

I just made a Trade Deal with Vietnam.
Details to follow!

496 ReTruths 2.11k Likes 7/2/25, 7:55 PM



Donald J. Trump

@realDonaldTrump

It is my Great Honor to announce that I have just made a Trade Deal with the Socialist Republic of Vietnam after speaking with To Lam, the Highly Respected General Secretary of the Communist Party of Vietnam. It will be a Great Deal of Cooperation between our two Countries. The Terms are that Vietnam will pay the United States a 20% Tariff on any and all goods sent into our Territory, and a 40% Tariff on any Transshipping. In return, Vietnam will do something that they have never done before, give the United States of America TOTAL ACCESS to their Markets for Trade. In other words, they will "OPEN THEIR MARKET TO THE UNITED STATES," meaning that, we will be able to sell our product into Vietnam at ZERO Tariff. It is my opinion that the SUV or, as it is sometimes referred to, Large Engine Vehicle, which does so well in the United States, will be a wonderful addition to the various product lines within Vietnam. Dealing with General Secretary To Lam, which I did personally, was an absolute pleasure. Thank you for your attention to this matter!

3.24k ReTruths 15.9k Likes

Jul 02, 2025, 9:44 PM

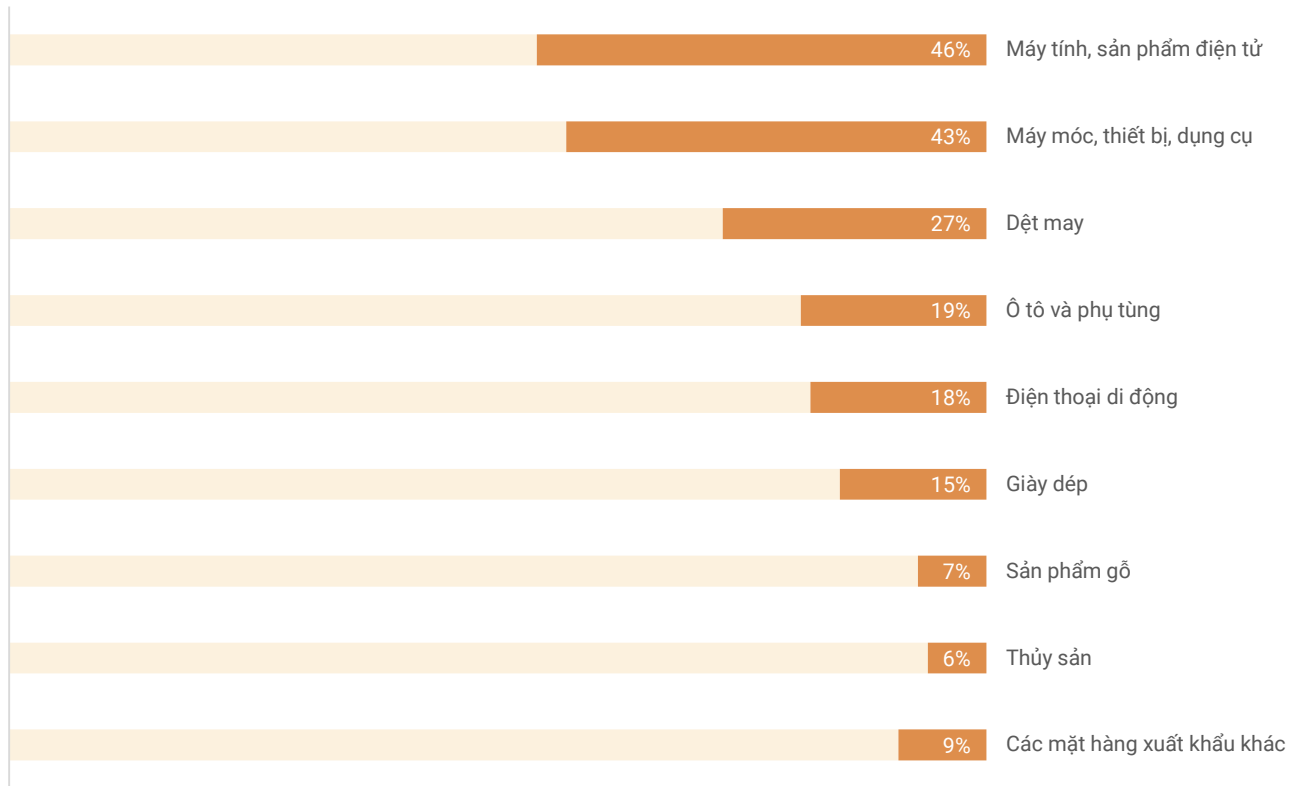
THỎA THUẬN MANG TÍNH BƯỚC NGOẶT GIỮA VIỆT NAM & MỸ

Các hàng hóa Việt Nam xuất đi Mỹ tương đối an toàn với thuế quan

Một điều kiện tiên quyết được phía Mỹ đưa ra là giảm sự phụ thuộc vào Trung Quốc, đi kèm với yêu cầu nghiêm ngặt hơn về truy xuất nguồn gốc xuất xứ. Các ngành có tỷ lệ nhập khẩu nguyên vật liệu từ Trung Quốc cao bao gồm: điện tử (46%), máy móc (43%) và dệt may (27%). Ngược lại, sản phẩm gỗ chỉ có 7% nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc, do đó được xếp vào nhóm tương đối an toàn. Tuy nhiên, điều này cũng sẽ khiến các nhà đầu tư FDI gia tăng sản xuất tại Việt Nam để thúc đẩy tỷ lệ nội địa hóa, trên thực tế xu hướng này đã diễn ra từ 2018 đến nay.

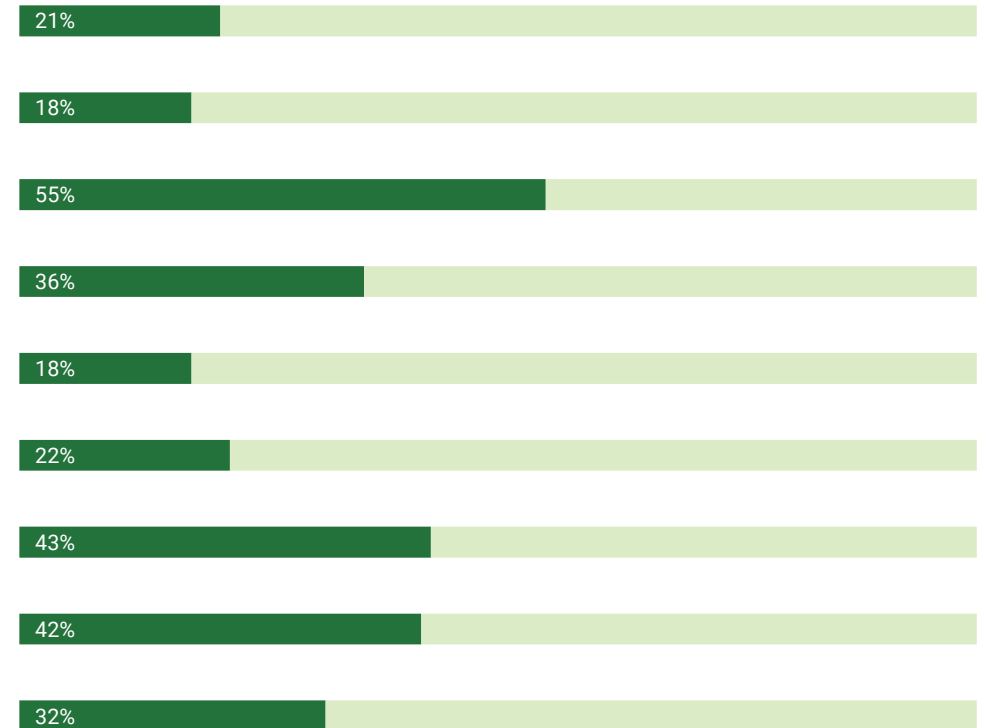
% Nhập khẩu nguyên liệu thô và thành phẩm theo ngành hàng

■ Nhập khẩu từ các nước khác ■ Nhập khẩu từ Trung Quốc



% Xuất khẩu theo ngành hàng

■ Xuất khẩu sang Mỹ ■ Xuất khẩu sang các nước khác



Nguồn: PHS tổng hợp

Ngoài việc dỡ bỏ hàng rào thuế quan với Mỹ, các vấn đề phi thuế quan khác (đặc biệt là chống gian lận xuất xứ hàng hóa) cũng là các yêu cầu mà chính quyền Trump quan tâm.

Yêu cầu từ phía Mỹ	Phản hồi từ phía Việt Nam
Giảm phụ thuộc vào linh kiện công nghiệp từ Trung Quốc	Tăng cường kiểm soát quy tắc xuất xứ; siết chặt hoạt động trung chuyển hàng hóa Trung Quốc qua Việt Nam.
Tăng cường giám sát chuỗi cung ứng	Siết chặt thực thi chống gian lận thương mại và trung chuyển bất hợp pháp.
Đưa ra cam kết nhập khẩu cụ thể (không chỉ là lời hứa)	Ký các Biên bản ghi nhớ (MoUs) nhập khẩu hơn 2 tỷ USD nông sản Mỹ (ví dụ: ngô, đậu nành, thịt); riêng bang Iowa đạt 800 triệu USD.
Giảm thuế và rào cản phi thuế đối với hàng hóa Mỹ	Cam kết giảm thuế nhập khẩu LNG, ethanol, ô tô; bãi bỏ một số yêu cầu cấp phép (ví dụ: đối với sản phẩm Starlink).
Cải cách cơ cấu: công nhận nền kinh tế thị trường, bảo vệ sở hữu trí tuệ, minh bạch pháp lý	Đề nghị Mỹ công nhận Việt Nam là nền kinh tế thị trường; cam kết tăng cường thực thi quyền sở hữu trí tuệ và minh bạch quy định.
Cải thiện điều kiện đầu tư cho doanh nghiệp Mỹ	Ký kết các thỏa thuận trong lĩnh vực hàng không, năng lượng và hạ tầng; khuyến khích dòng vốn FDI từ Mỹ với sự hỗ trợ chính sách.

THỎA THUẬN MANG TÍNH BƯỚC NGOẶT GIỮA VIỆT NAM & MỸ

Kỳ vọng sự chuyển dịch chuỗi cung ứng sẽ diễn ra nhanh hơn

Trên thực tế, xu hướng mở rộng & dịch chuyển chuỗi cung ứng qua Việt Nam không chỉ theo chiều ngang mà đã phát triển khá mạnh mẽ theo chiều dọc ở các ngành điện tử/công nghệ cao trong thời gian qua khi nhu cầu đa dạng hóa chuỗi cung ứng ngày càng gia tăng.

Lĩnh vực/ Dịch vụ cung ứng	Nhà cung ứng/ DN điện tử	Apple	Microsoft	HP	Lenovo	LG	DELL	SAMSUNG
Vi mạch và cấu phần điện tử	Intel							
Màn hình / Tấm nền	LG Display							
Lắp ráp hoàn chỉnh (ATP)	Hon Hai							
Lắp ráp hoàn chỉnh (ATP)	Luxshare Precision							
Vi mạch và cấu phần điện tử	Samsung Electronic							
Màn hình / Tấm nền	Samsung Display							
Màn hình / Tấm nền	Sharp							
Lắp ráp hoàn chỉnh (ATP)	Pegatron							
Lắp ráp hoàn chỉnh (ATP)	Goertek							
Màn hình / Tấm nền	BOE							
Vi mạch và cấu phần điện tử	SK Hynix							
Vi mạch và cấu phần điện tử	Kioxia							
Vi mạch và cấu phần điện tử	TSMC							

Chú thích: Nhà cung ứng có nhà máy tại Việt Nam Nhà cung ứng chưa có nhà máy tại Việt Nam Nhà cung ứng cung cấp các dịch vụ cho các DN điện tử

Nguồn: PHS tổng hợp

THỎA THUẬN MANG TÍNH BƯỚC NGOẶT GIỮA VIỆT NAM & MỸ

Lợi thế từ đa dạng hóa thị trường giúp Việt Nam gia tăng thu hút vốn FDI

Song song với các cuộc đàm phán với Mỹ, Việt Nam cũng đang tích cực tìm kiếm và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu nhằm giảm sự phụ thuộc vào Mỹ. Đáng chú ý, việc gia nhập khối BRICS mở ra cơ hội tiếp cận các thị trường mới cho hàng hóa Việt Nam, từ đó góp phần giảm thiểu tác động tiêu cực từ các chính sách thuế quan như dưới thời chính quyền Trump.

CÁC LOẠI HIỆP ĐỊNH QUỐC GIA	HIỆP ĐỊNH THƯƠNG MẠI TỰ DO ĐA PHƯƠNG				HIỆP ĐỊNH THƯƠNG MẠI TỰ DO SONG PHƯƠNG							
	08 FTAs ASEAN (*)	CPTPP (12 <u>nước</u>)	EUROZONE (27 <u>nước</u>)	VN-EAEU (6 <u>nước</u>)	ANH	NHẬT BẢN	CHI-LÊ	ẤN ĐỘ	NEWZEALAND	ÚC	KHÁC	
 17 FTAs VIỆT NAM												03 FTAs – UAE: <u>Hàn Quốc</u> ; <u>Israel</u>
 17 FTAs MALAYSIA											03 FTAs - <u>Pakistan</u> ; <u>Thổ Nhĩ Kỳ</u> ; <u>EFTA</u>	
 14 FTAs THÁI LAN											01 FTAs <u>với EFTA</u>	
 14 FTAs INDONESIA											02 FTAs <u>với Pakistan</u> ; <u>EFTA</u>	
 13 FTAs PHILIPPINES												03 FTAs - <u>EFTA Pakistan</u> ; <u>Korea</u>

Nguồn: PHS tổng hợp

THỎA THUẬN MANG TÍNH BƯỚC NGOẶT GIỮA VIỆT NAM & MỸ

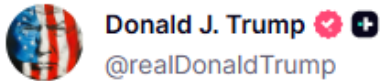
Các quốc gia “đối thủ” gặp nhiều bất lợi khi đối diện con số cao hơn

Ngày 04/04, cuộc điện đàm đầu tiên giữa Tổng Bí thư Tô Lâm và Tổng thống Trump mở ra nhiều hy vọng cho quá trình đàm phán giữa hai nước cũng như thể hiện tính chủ động của các lãnh đạo Việt Nam trong việc đạt được thỏa thuận với phía Mỹ.



Bessent: Tariffs will ‘boomerang’ back to April levels by Aug. 1 for countries without deals

PUBLISHED SUN, JUL 6 2025-11:57 AM EDT | UPDATED SUN, JUL 6 2025-7:13 PM EDT

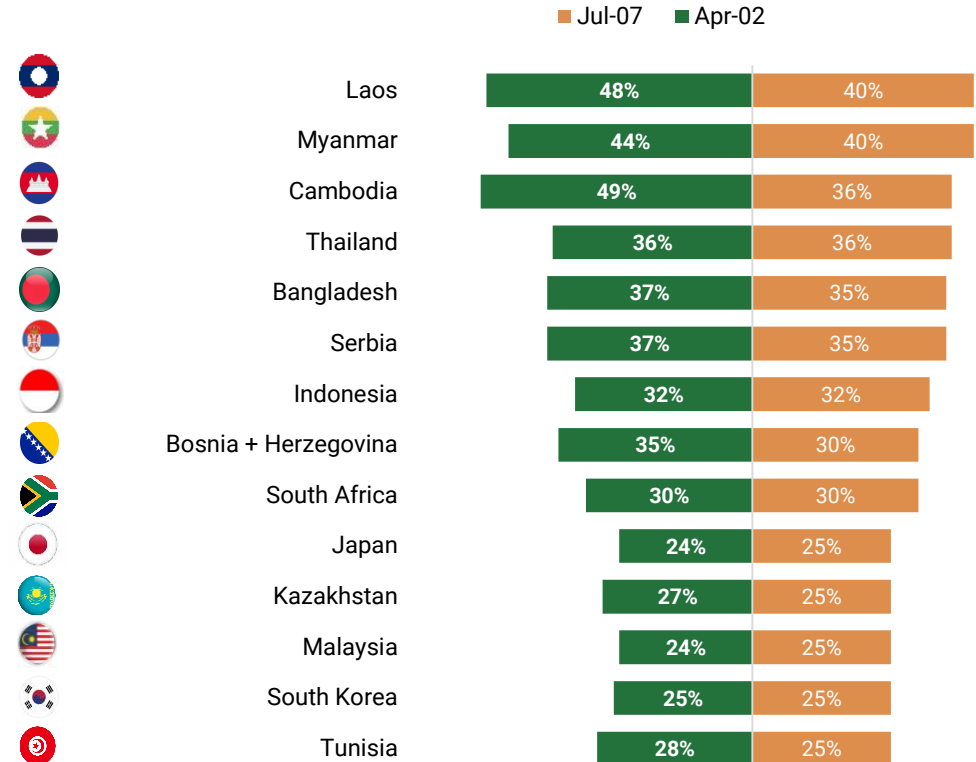


I am pleased to announce that the UNITED STATES TARIFF Letters, and/or Deals, with various Countries from around the World, will be delivered starting 12:00 P.M. (Eastern), Monday, July 7th. Thank you for your attention to this matter! DONALD J. TRUMP, President of The United States of America.

3.81k ReTruths 16.3k Likes

Jul 07, 2025, 9:12 AM

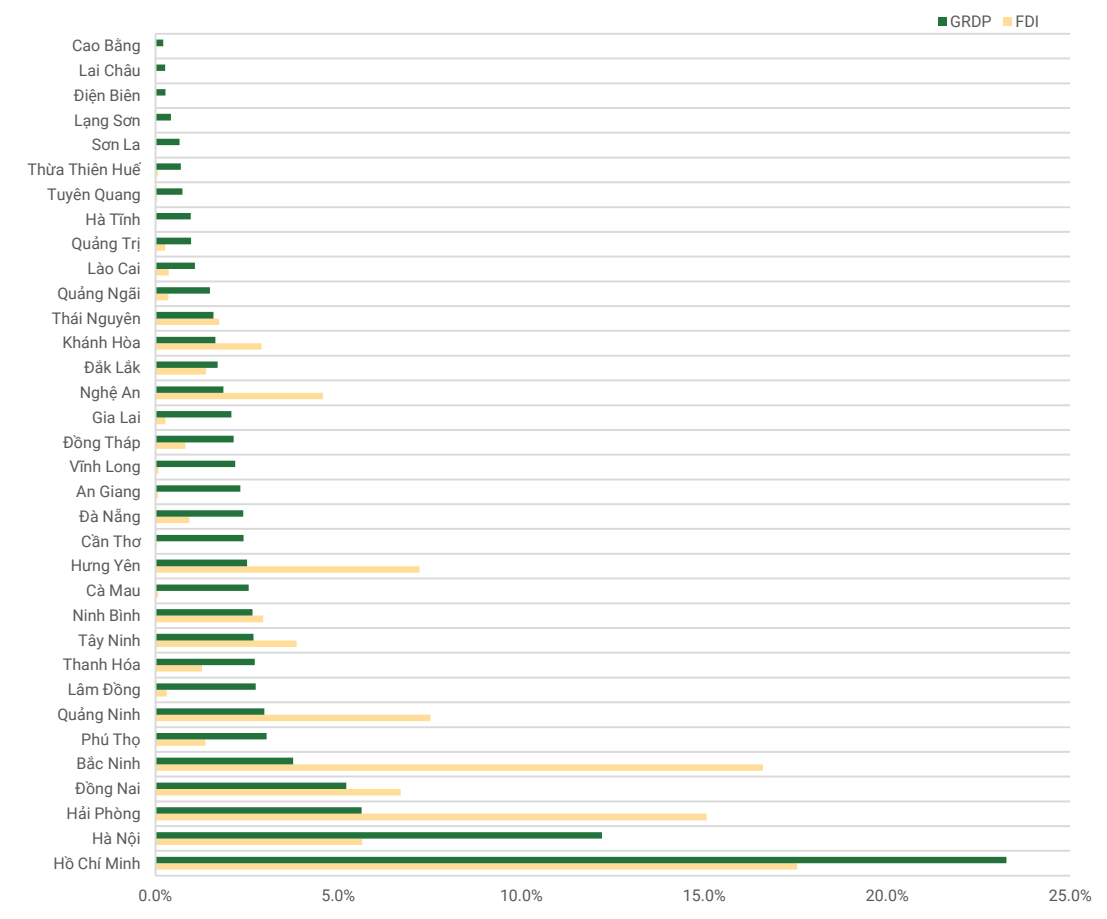
So sánh thuế đối ứng mới mà Trump công bố 07/07 vs 02/04/2025



Nguồn: Truth Social, CNBC, PHS tổng hợp

Quốc hội đã chính thức thông qua quyết định mang tính lịch sử, giảm số lượng tỉnh thành từ 63 xuống 34 tỉnh thành phố, đồng thời tinh gọn ở cả cấp Đảng, Quốc hội, Nhà nước lẫn Chính phủ.

Việc tinh gọn bộ máy Nhà nước cũng góp phần thúc đẩy quá trình ra quyết định và triển khai chính sách nhanh hơn, đồng thời tiết kiệm chi phí – từ đó có thể tái phân bổ nguồn lực cho đầu tư vào công nghệ và hạ tầng, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.



Nguồn: PHS tổng hợp

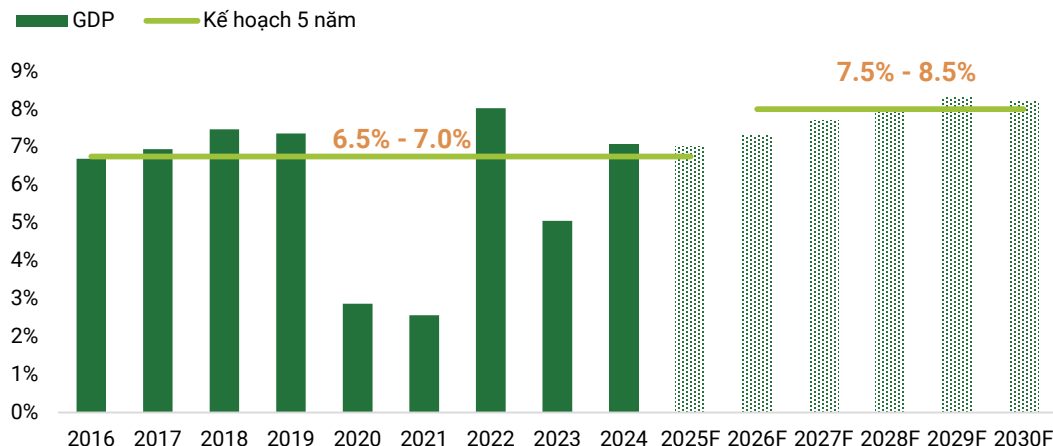
	Trước sáp nhập	Sau sáp nhập (dự kiến)	Thay đổi	Mốc thời gian đáng chú ý
Số bộ/cơ quan ngang bộ	18 bộ, 4 cơ quan ngang bộ	14 bộ, 3 cơ quan ngang bộ	Giảm 5 bộ, 1 cơ quan (27%)	01/03/2025: Bộ máy mới bắt đầu vận hành
Số tỉnh/thành phố	63 tỉnh/thành phố (58 tỉnh, 5 thành phố trực thuộc TW)	34 tỉnh/thành phố (28 tỉnh, 6 thành phố trực thuộc TW)	Giảm 29 đơn vị (46%)	12/06/2025: Phê duyệt 30/08/2025: Hoàn tất
Số xã/phường/thị trấn	10,035 đơn vị	3,321 đơn vị (gồm 13 khu vực đặc biệt)	Giảm 6,714 đơn vị (66,91%)	30/06/2025: Hoàn tất cơ cấu lại cấp xã
Cấp hành chính	3 cấp (tỉnh, huyện, xã)	2 cấp (tỉnh, xã)	Bãi bỏ cấp huyện	30/06/2025: Quốc hội sửa đổi Hiến pháp và các luật liên quan
Giảm biên chế công chức	~2 triệu công chức	Giảm 15 – 20% (~300.000 – 400.000 người)		20/01/2025: Hoàn tất
Ngân sách Nhà nước (tổng, nghìn tỷ VND)	65% tổng chi thường xuyên, tương đương hơn 700,000 tỷ VND mỗi năm	Theo Bộ Nội vụ, tổng chi phí tiết kiệm từ lương và chi hành chính ước tính khoảng 190,500 tỷ VND trong giai đoạn 2026–2030, nhờ cắt giảm cán bộ cấp tỉnh, cấp huyện, cấp xã và lực lượng không chuyên trách.		

Nguồn: PHS tổng hợp

Lĩnh vực trọng tâm	Điểm nổi bật chính	Mục tiêu đặt ra
Công nhận vai trò	Xác định kinh tế tư nhân là “động lực quan trọng nhất” của nền kinh tế quốc dân, xóa bỏ định kiến kéo dài.	(N/A)
Phát triển doanh nghiệp	Mục tiêu nâng số lượng doanh nghiệp lên 2 triệu vào năm 2030 và 3 triệu vào năm 2045, khuyến khích chuyển đổi từ hộ kinh doanh.	20 doanh nghiệp/1.000 người dân; 20 doanh nghiệp tham gia chuỗi giá trị toàn cầu.
Đóng góp kinh tế	Mục tiêu đóng góp 55–58% GDP, 35–40% thu ngân sách Nhà nước, và 84–85% việc làm vào năm 2030; >60% GDP vào năm 2045.	Tốc độ tăng trưởng hằng năm 10–12%, tăng năng suất lao động 8,5–9,5%.
Tiếp cận vốn	Cải thiện khả năng tiếp cận tín dụng dựa trên dòng tiền, ưu đãi lãi suất và các quỹ bảo lãnh theo cơ chế thị trường.	Bình đẳng trong tiếp cận vốn cho doanh nghiệp tư nhân.
Đất đai và tài nguyên	Dành quỹ đất cho doanh nghiệp tư nhân trong các khu công nghiệp, hoàn thiện cơ sở dữ liệu đất đai toàn quốc trước năm 2025 và thúc đẩy giao dịch trực tuyến.	Phân bổ tài nguyên minh bạch.
Ưu đãi thuế	Miễn thuế 3 năm, bãi bỏ phí cấp giấy phép kinh doanh, và cho phép khấu trừ thuế 200% đối với chi phí R&D.	Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ, siêu nhỏ và đổi mới sáng tạo.
Công nghệ và đổi mới	Thúc đẩy R&D, AI, blockchain, dữ liệu lớn, thương mại điện tử, fintech và y tế thông minh thông qua khung thử nghiệm pháp lý (sandbox).	Hội nhập vào chuỗi giá trị toàn cầu.
Cải cách thể chế	Xóa bỏ cơ chế “xin–cho”, bảo đảm quyền sở hữu tài sản và ưu tiên giải pháp kinh tế thay vì hình sự trong tranh chấp kinh doanh.	Môi trường cạnh tranh minh bạch, công bằng.

Mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng của Chính phủ cho năm 2025 và giai đoạn 2026–2030

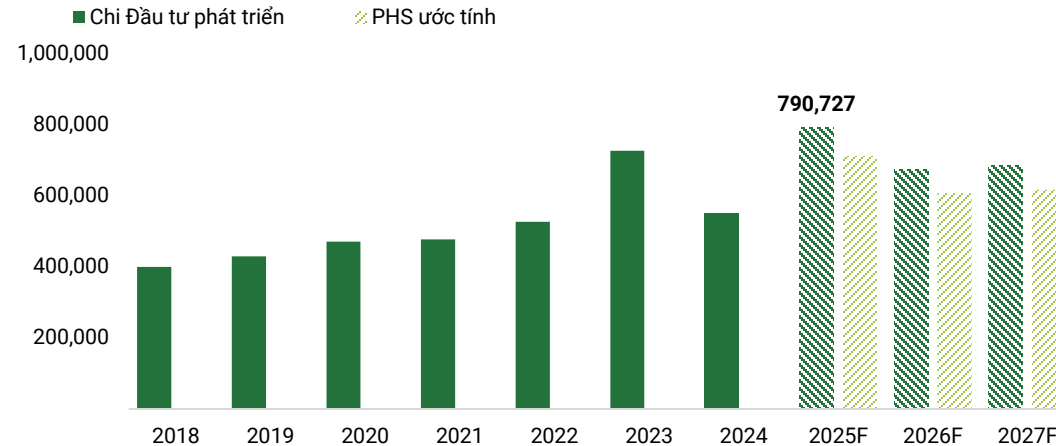
GDP (%YoY)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Khung thể chế được cải thiện, cùng với nhiều dự án trọng điểm dự kiến hoàn thành trong năm 2025, đang đặt nền móng cho mục tiêu giải ngân đầu tư công ở mức cao.

Chi đầu tư công (Tỷ VND)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Bất chấp rủi ro thuế quan gia tăng, Chính phủ vẫn kiên định theo đuổi mục tiêu tăng trưởng GDP 8% cho năm 2025, thể hiện quyết tâm mạnh mẽ trong việc khai thác tối đa nội lực quốc gia. Quyết tâm này thể hiện rõ qua từng chính sách và sáng kiến thực tiễn. Đầu tư công đang được ưu tiên và đẩy mạnh với tốc độ chưa từng có, đặc biệt sau khi bộ máy Nhà nước được tinh gọn. Các dự án hạ tầng lớn như cao tốc Bắc–Nam giai đoạn 2 và Cảng hàng không quốc tế Long Thành đang được thúc đẩy nhằm tạo nền tảng vững chắc cho những bước đột phá kinh tế dài hạn.
- Cùng lúc, khu vực kinh tế tư nhân đang được trao quyền trở thành động lực tăng trưởng trung tâm, nổi bật là Nghị quyết 68 của Bộ Chính trị – một chính sách cột mốc khẳng định rõ vai trò then chốt của doanh nghiệp tư nhân trong phát triển kinh tế, đồng thời đưa ra khung chính sách cụ thể và lộ trình rõ ràng để thúc đẩy khu vực này phát triển mạnh mẽ. Việc giao cho tư nhân đầu tư dự án đường sắt cao tốc Bắc–Nam là minh chứng rõ ràng cho tư duy phát triển đột phá và tiến bộ.
- Ngoài ra, Chính phủ cũng chỉ đạo Ngân hàng Nhà nước duy trì mặt bằng lãi suất ổn định – một biện pháp kích cầu trực tiếp đối với tiêu dùng trong nước, vốn chiếm hơn 60% GDP. Việc thúc đẩy cầu nội địa không chỉ tạo ra một nền tảng vững chắc giúp nền kinh tế chống chịu tốt hơn trước các cú sốc bên ngoài, mà còn mở ra dư địa lớn cho doanh nghiệp mở rộng và phát triển ngay tại thị trường nội địa.

Mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng của Chính phủ cho năm 2025 và giai đoạn 2026–2030

Dự án	Dự án thành phần	Tiến độ	Tổng vốn đầu tư (tỷ VND)	Ước tính năm triển khai	Năm hoàn thành
11 dự án thành phần thuộc tuyến cao tốc Bắc – Nam (Giai đoạn 1)	Cam Lộ - La Sơn	Hoàn thành	7,700	9/2019	12/2022
	Cao Bồ - Mai Sơn	Hoàn thành	1,600	12/2019	2/2022
	Cầu Mỹ Thuận 2	Hoàn thành	5,000	8/2020	12/2023
	Mai Sơn – Quốc lộ 45	Hoàn thành	12,920	9/2020	4/2023
	Vĩnh Hảo – Phan Thiết	Hoàn thành	10,853	9/2020	5/2023
	Phan Thiết – Dầu Giây	Hoàn thành	14,360	9/2020	4/2023
	Nha Trang – Cam Lâm	Hoàn thành	7,615	9/2021	5/2023
	Nghi Sơn – Diễn Châu	Hoàn thành	8,380	9/2021	9/2023
	Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	Hoàn thành	6,330	7/2021	9/2023
	Diễn Châu – Bãi Vọt	Hoàn thành	13,340	5/2021	6/2024
	Cam Lâm – Vĩnh Hảo	Hoàn thành	13,690	9/2021	4/2024

Nguồn: PHS tổng hợp

Dự án	Các dự án thành phần	Tiến độ	Tổng vốn đầu tư (Tỷ VND)	Năm thực hiện dự kiến	Năm hoàn thành	Tiến độ dự án
Đường cao tốc Bắc - Nam (Giai đoạn 2)	Bãi Vọt - Hàm Nghi	Hoàn thành	7,634	Th1-23	Th4-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 90%.
	Hàm Nghi - Vũng Áng	Hoàn thành	9,734	Th1-23	Th4-25	
	Vũng Áng - Bùng	Đang thực hiện	12,547	Th1-23	Th6-25	
	Bùng - Vân Ninh	Hoàn thành	9,361	Th1-23	Th4-25	
	Vân Ninh - Cam Lộ	Đang thực hiện	9,919	Th1-23	Th10-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 83%.
	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	Đang thực hiện	20,469	Th1-23	Th12-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 60%.
	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	Đang thực hiện	12,401	Th1-23	Th9-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 70%.
	Quy Nhơn - Chí Thạnh	Đang thực hiện	14,802	Th1-23	Th9-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 70%.
	Chí Thạnh - Vân Phong	Đang thực hiện	10,773	Th1-23	Th12-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 68%.
	Vân Phong - Nha Trang	Đang thực hiện	11,808	Th1-23	Th6-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 91%.
Một số dự án trọng điểm (Giai đoạn 2026-2030)	Cần Thơ - Hậu Giang	Đang thực hiện	10,370	Th1-23	Th12-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 68%.
	Hậu Giang - Cà Mau	Đang thực hiện	17,152	Th1-23	Th12-25	Tiến độ ước tính: Hoàn thành 55%.
	a. Giao thông đường bộ					
	TP.HCM - Mộc Bài (giai đoạn 1)	Đang thực hiện	19,617	2025	2027	Chính sách đầu tư được phê duyệt.
	Quy Nhơn - Pleiku - Lệ Thanh	Đang thực hiện	43,500	2025	2030	Đang trình Quốc hội.
	Quảng Ngãi - Kon Tum	Đang thực hiện	44,300	2026	2028	Dự kiến được phê duyệt năm 2025.
	Vành đai 4 - TP.HCM (giai đoạn 1)	Đang thực hiện	120,413	2026	2029	Chờ Quốc hội phê duyệt. Dự kiến chọn nhà đầu tư năm 2026.
	Hà Tiên - Rạch Giá - Bạc Liêu	Đang thực hiện	80,836	2026	2030	Báo cáo nghiên cứu tiền khả thi cơ bản hoàn thành.
	Đức Hòa - Mỹ An	Đang thực hiện	29,000	2026	2030	Chờ phê duyệt.
	Định Ba - Cao Lãnh	Đang thực hiện	21,856	2026	2030	Đang được đề xuất.
	b. Đường sắt					
	Đường cao tốc Bắc - Nam	Đang thực hiện	1,713	2026	2035	Đang thực hiện các thủ tục.
	Thủ Thiêm - Long Thành	Đang thực hiện	84,000	2026	2039	Chờ Quốc hội phê duyệt.
	TP.HCM - Cần Thơ	Đang thực hiện	181,700	2026	2035	Dự kiến trình Quốc hội năm 2025.
Cảng hàng không quốc tế Long Thành (Giai đoạn 1)		Đang thực hiện	109,112	Th1-21	2026	Ước tính các gói thầu chính (chiếm khoảng 50% tổng giá trị dự án, như các gói 4.7, 4.8, 4.9, 5.10 và 6.12) có tiến độ thi công trung bình khoảng 30%. (Thủ tướng thúc đẩy hoàn thành trước 12/2025)
Vành đai 3 (TP.HCM)		Đang thực hiện	75,378	Th6-23	Th6-26	Tiến độ thực hiện ước tính chỉ khoảng 11%.
Vành đai 4 (Hà Nội)		Đang thực hiện	85,813	Th6-23	2026	Tiến độ thực hiện ước tính khoảng 52%, cơ bản vẫn đúng tiến độ kế hoạch. (Thủ tướng thúc đẩy hoàn thành trước 12/2025)
Các tuyến cao tốc: Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, Biên Hòa - Vũng Tàu, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột		Đang thực hiện	78,227	2023	2026	

Nguồn: PHS tổng hợp



Vietnam is calling!

- ❖ Một trong những rủi ro lớn nhất mà chúng tôi quan ngại là sự bất định về thuế quan bên cạnh rủi ro tỷ giá. Tuy nhiên, phần nào đó lo ngại này đã được giảm bớt sau khi ông Trump công bố mức thuế 20% đối với hàng hóa xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ. Dù các điều khoản chi tiết vẫn cần thời gian để được hoàn thiện và mức thuế 40% áp dụng cho hàng transshipment vẫn còn là ẩn số, nhưng nhìn chung, chúng tôi đánh giá kết quả này mang nhiều yếu tố tích cực hơn tiêu cực.
 - ❖ Theo thông tin từ phía Mỹ, mức thuế 20% này có thể được hiểu là mức "all-in" cho vòng điều chỉnh lần này (không bao gồm các loại thuế theo ngành). So với các quốc gia cạnh tranh trong khu vực về thu hút FDI, đây là mức thuế tương đối ưu đãi đối với Việt Nam.
 - ❖ Mặc dù mức thuế dành cho các nước như Thái Lan, Malaysia,... có thể sẽ được điều chỉnh trong trường hợp họ có nhượng bộ thêm với Mỹ, hoặc sẽ tiếp tục tăng nếu căng thẳng leo thang và chưa có thông tin về thuế áp cho Ấn Độ, nhưng mức 10% có thể xem là ngưỡng tối thiểu mà các bên có thể đạt được trong đàm phán. Nhìn vào các yếu tố cạnh tranh khác ngoài vấn đề thuế quan, Việt Nam hoàn toàn có năng lực cạnh tranh nhờ vào lợi thế về nguồn nhân lực, chi phí (nhân công, xây dựng, v.v.), chính sách hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ, và đặc biệt là khả năng tiếp cận đa dạng thị trường thông qua hệ thống các FTA và vị thế đối tác chiến lược của nhiều nền kinh tế lớn.
 - ❖ Có thể thấy, rủi ro bất định về thương mại đã phần nào giảm nhiệt. Trong khi đó, PHS đánh giá cao triển vọng của kinh tế Việt Nam dựa trên các nền tảng nội tại mạnh mẽ, đặc biệt khi "bộ tứ" Nghị quyết 57, 59, 66, 68 đang định hình các trụ cột phát triển sâu rộng cho nền kinh tế, bao gồm: phát triển khoa học công nghệ, hội nhập quốc tế chuyên sâu, cải cách thi hành pháp luật, và tập trung phát triển kinh tế tư nhân. Đây là bước ngoặt quan trọng, đánh dấu sự chuyển biến rõ rệt từ tư duy chiến lược đến hành động cụ thể trong định hướng phát triển kinh tế Việt Nam.
- ⇒ **Chúng tôi cho rằng, tất cả những yếu tố này sẽ tạo nền tảng vững chắc để Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong trung và dài hạn, nâng cao chất lượng tăng trưởng và hướng tới mục tiêu trở thành quốc gia có thu nhập cao vào năm 2045. Trong ngắn hạn, PHS tin tưởng mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trong năm 2025 là hoàn toàn khả thi, với động lực chủ yếu đến từ đầu tư công, tiêu dùng nội địa và thương mại.**

Nguồn: PHS tổng hợp

Chỉ báo	KH 2025 của Chính phủ	6T/2025	PHS 2025F
GDP (%YoY)*	> 8.0%	7.52%	7 - 8%
CPI bình quân (%YoY)	4.5-5.0%	3.27%	3.5 - 4.0%
Tỷ lệ thất nghiệp khu vực thành thị	<4%	2.44%	3.5%
Tăng trưởng tín dụng	16%	+9.9% (30/06/2025)	17 - 18%
Tỷ lệ giải ngân so với kế hoạch	95%	33%	90%
Tăng trưởng nhập khẩu (YTD YoY)		+17.9%	18 - 20%
Tăng trưởng xuất khẩu (YTD YoY)		+14.4%	15 - 18%
Tăng trưởng sản xuất công nghiệp (IIP)		+9.2%	8 - 10%
Tăng trưởng bán lẻ		+9.3%	8.5 - 9%
Vốn giải ngân FDI (% YoY)		8%	8 - 10%

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

- ❖ Căng thẳng thương mại đè nặng tâm lý thị trường nhưng chứng khoán Việt Nam đã vượt qua và củng cố trên mốc tâm lý 1400 điểm. Nhóm cổ phiếu trụ lớn dẫn dắt đà tăng, cùng với đà bán ròng của khối ngoại có dấu hiệu giảm bớt từ tháng 5/2025.
- ❖ Quy mô dự nợ cho vay margin tiếp tục mở rộng.
- ❖ Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường vẫn tích cực. Theo đó, P/E dự phóng cho năm 2025 ước tính vào khoảng 12,5 lần.
- ❖ FTSE dự kiến sẽ chính thức nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam trong đợt đánh giá thường niên vào tháng 9/2025.
- ❖ Chúng tôi kỳ vọng VN-Index duy trì ổn định trên mốc 1400 - 1500 điểm trong kịch bản cơ sở & có thể đạt 1,600 điểm trong kịch bản tích cực khi tăng trưởng GDP & EPS ở mức cao. Trong trường hợp biến động bất lợi trên thị trường thế giới, chúng tôi dự báo chỉ số có thể lùi về vùng 1,300 điểm.



MỞ TÀI KHOẢN KÝ QUỸ

CẤP NGAY HẠN MỨC

1 tỷ



 Không cần thủ tục

 Tự động kích hoạt

 Áp dụng từ 20/03/2025



 **MỞ TÀI KHOẢN NGAY**

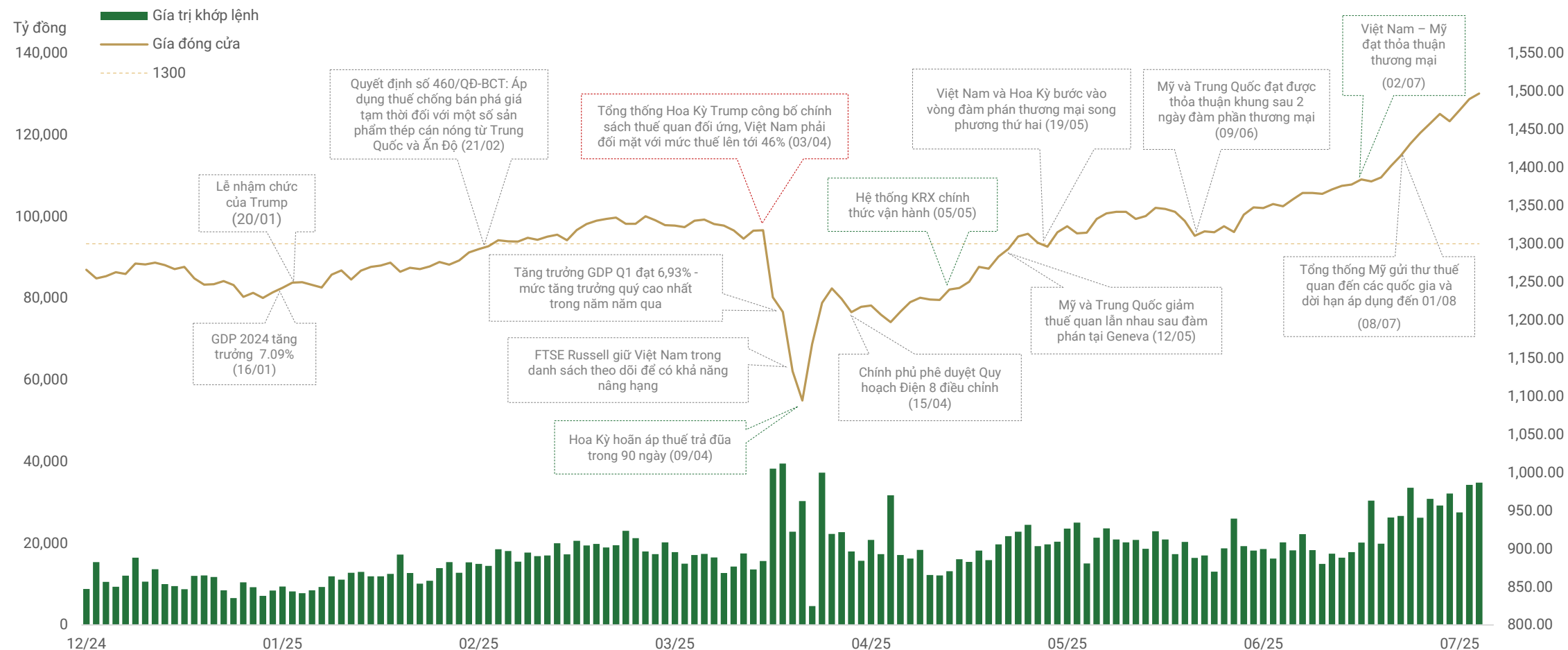
 1900 25 23 58

 www.phs.vn

 support@phs.vn

Thị trường chứng khoán Việt Nam tăng trưởng tốt trong quý 1 thúc đẩy chinh phục thành công ngưỡng tâm lý 1300 điểm. Tuy nhiên, đà tăng chậm lại và thị trường giảm mạnh vào đầu tháng 4 khi căng thẳng thương mại leo thang. Tuy nhiên, xu hướng nhanh chóng đảo ngược, chỉ số xóa bỏ hoàn toàn đà giảm và một lần nữa giao dịch giữ trên mức 1300 điểm.

Biến động giá VN-Index nửa đầu năm 2025



Nguồn: PHS tổng hợp

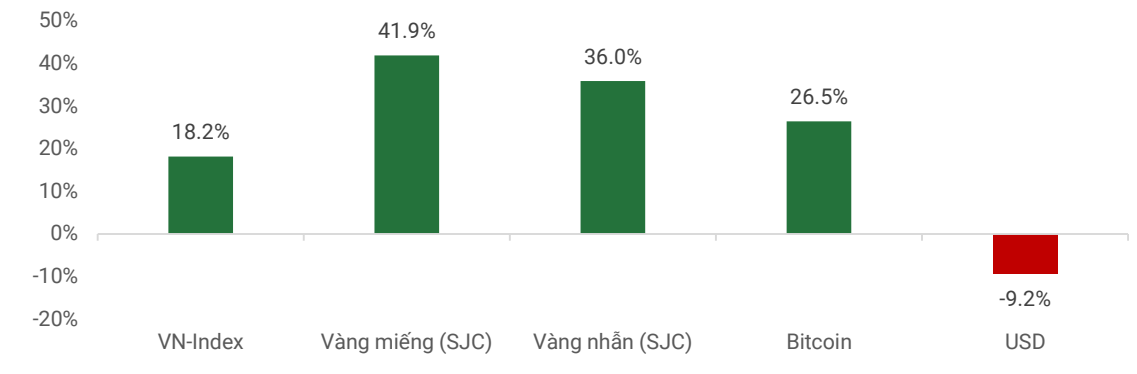
Diễn biến của VN-Index đầu năm 2025 tương đối tích cực so với các thị trường châu Á khác, ngoại trừ Hàn Quốc ghi nhận mức tăng mạnh do dư địa phục hồi lớn sau đợt giảm mạnh năm 2024 – số liệu tính đến ngày 18/07/2025

Chỉ số	2025 (YTD)	2025 (YoY)
 VN-Index	18.2%	17.5%
 Nikkei 225 Index	-0.2%	-0.8%
 Shanghai Composite Index	5.5%	18.7%
 KOSPI Index	32.9%	12.9%
 Dow Jones	4.2%	9.0%
 S&P 500	7.1%	13.6%
 DAX	22.0%	32.3%
 SET Index	-13.8%	-8.9%
 FTSE Malay EMAS	-8.4%	-11.6%
 TAIEX Index	1.5%	-0.1%
 PCOMP Index	-3.4%	-6.0%
 Nifty 50	5.6%	0.7%
 Jakarta Composite Index	3.3%	-0.1%

Nguồn: PHS tổng hợp

[Quay lại mục lục](#)

Vàng và Bitcoin tiếp tục hoạt động tốt hơn trong bối cảnh đồng đô la Mỹ suy yếu dữ liệu tính đến ngày 18/07/2025 (YTD)



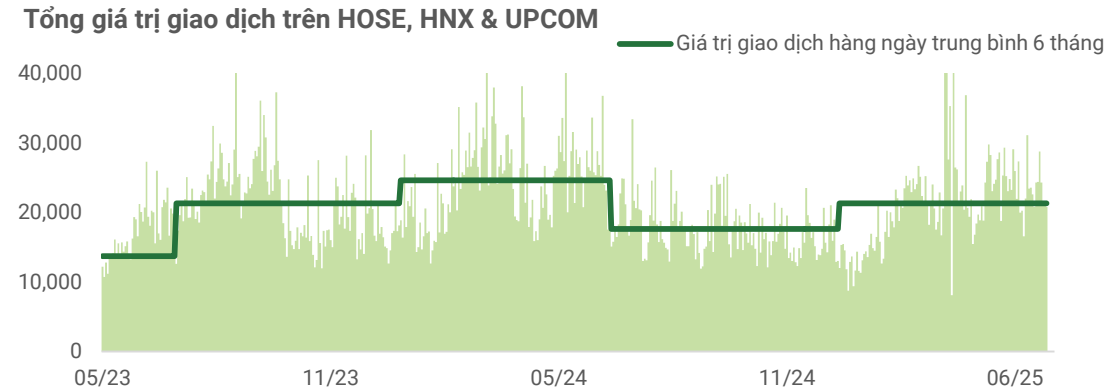
Nguồn: PHS dự phóng

- VN-Index duy trì đà tăng mạnh và giao dịch sôi động vào đầu năm, giúp thị trường vượt qua mốc 1.300 điểm thành công. Tuy nhiên, tâm lý trở nên thận trọng hơn khi căng thẳng thương mại leo thang. Tình hình lên đến đỉnh điểm vào đầu tháng 4 khi Tổng thống Hoa Kỳ Trump công bố mức thuế đối ứng và Việt Nam nằm trong số các quốc gia chịu mức thuế cao 46%, gây ra đợt bán tháo trên diện rộng. Chứng khoán Việt Nam hoạt động kém hơn so với các thị trường cùng khu vực vào tháng 4 nhưng sau đó đã phục hồi mạnh mẽ, xóa bỏ hoàn toàn mức giảm trước đó và lần nữa củng cố trên mức 1.300 điểm để tiến tới vượt mốc 1400 điểm, dẫn đến hiệu suất chung được cải thiện.
- Trong bối cảnh đồng USD suy yếu, cùng với bất ổn kinh tế và căng thẳng địa chính trị dai dẳng, Vàng và Bitcoin nổi lên như những lựa chọn đầu tư thay thế. Các thị trường chứng khoán lớn đang ngày càng trở nên phân hóa, với sự tập trung hơn vào các câu chuyện riêng. Điển hình, cổ phiếu châu Âu cho thấy hiệu suất vượt trội, đặc biệt là DAX của Đức. Việc cắt giảm lãi suất của Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã cung cấp hỗ trợ quan trọng, cùng với các gói kích thích kinh tế, đặc biệt là về cơ sở hạ tầng và quốc phòng.
- Vốn tiếp tục chảy mạnh ra khỏi Thái Lan, khiến đây trở thành thị trường hoạt động kém nhất trong khu vực. Trong khi đó, sự ổn định của thị trường chứng khoán Việt Nam phản ánh nội tại vững chắc, bất chấp áp lực bán liên tục từ các nhà đầu tư nước ngoài.

NHÌN LẠI NỬA ĐẦU NĂM 2025

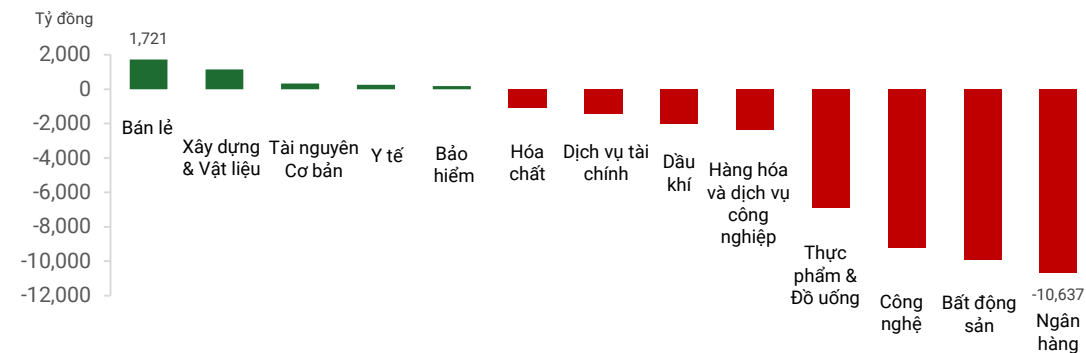
Khối ngoại vẫn tiếp tục bán ròng, nhưng tốc độ đã có dấu hiệu chậm lại kể từ tháng 5

Giá trị giao dịch bình quân ngày trên cả 3 sàn trong nửa đầu năm 2025 có dấu hiệu phục hồi, đạt trên 21.000 tỷ đồng, tăng 20% so với nửa cuối năm 2024. (Dữ liệu đến 30/06/2025)



Nguồn: FiinproX, PHS tổng hợp

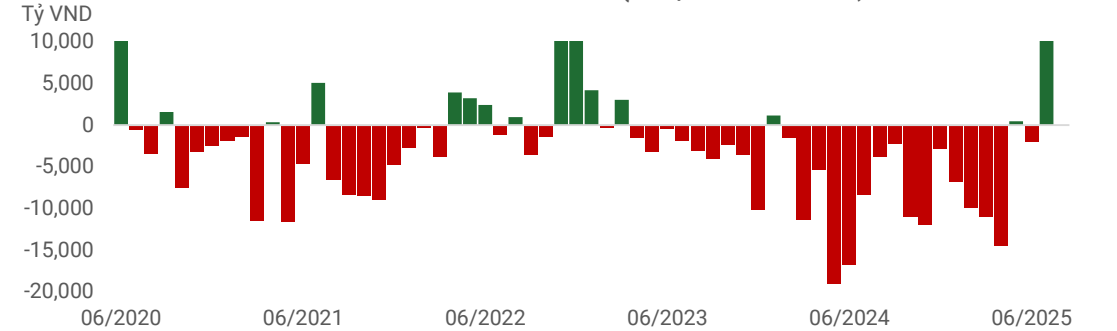
Dòng vốn rút ra diễn ra ở hầu hết các ngành trên cả hai sàn HOSE và HNX. Giá trị bán ròng cao hơn đáng kể so với giá trị mua ròng. (Dữ liệu đến 30/06/2025)



Nguồn: FiinProX, PHS tổng hợp

Nhà đầu tư nước ngoài duy trì đà bán ròng mạnh kể từ giữa năm 2024. Tuy nhiên, khối ngoại đã ghi nhận mua ròng lần đầu tiên trong năm 2025 vào tháng 5.

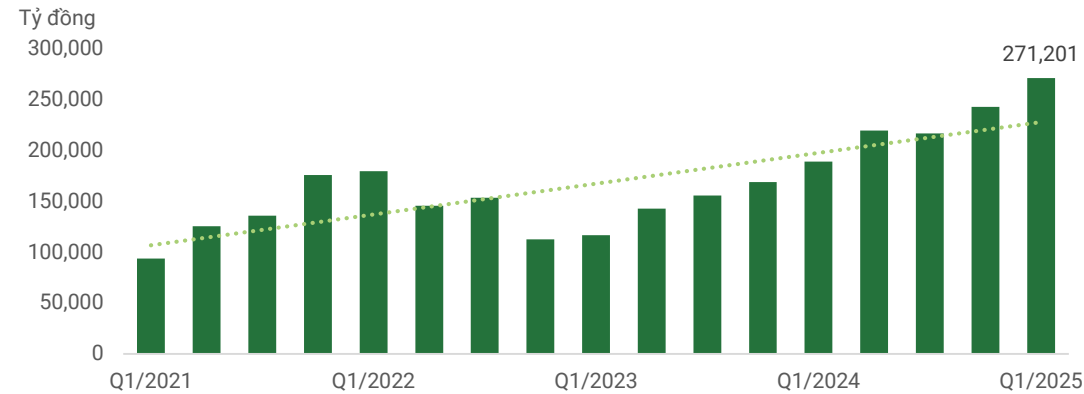
Mua/bán ròng hàng tháng của NĐT nước ngoài trên HOSE, HNX & UPCOM
(Dữ liệu đến 18/07/2025)



Nguồn: FiinproX, PHS tổng hợp

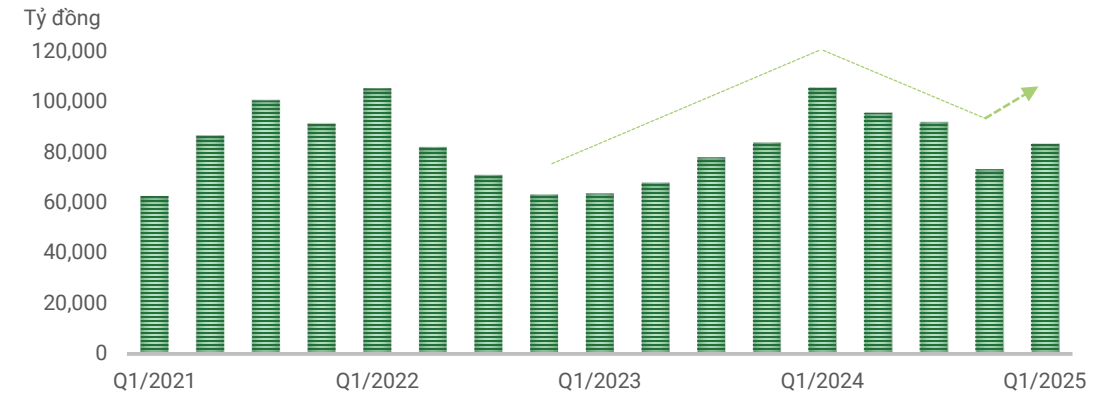
- Động thái dịch chuyển từ bán ròng sang mua ròng của khối ngoại trong tháng 5 đã tạo nên sự lạc quan đáng kể. Tuy có bán ròng nhẹ trở lại trong tháng 6, nhưng dòng vốn tiếp tục đổ vào mạnh mẽ đầu tháng 7. Động thái này không chỉ diễn ra trên thị trường chứng khoán Việt Nam mà còn trên khắp các thị trường mới nổi khác của châu Á. Với dấu hiệu được quan sát trong giai đoạn từ cuối tháng 4 đến đầu tháng 5.
- Trên sàn HOSE và HNX, khối ngoại tập trung bán ròng vào các ngành Ngân hàng, Bất động sản, Công nghệ, Thực phẩm & Đồ uống. Ngược lại, hoạt động mua ròng được ghi nhận ở các ngành Bán lẻ, Xây dựng & Vật liệu, Tài nguyên Cơ bản, Y tế.
- Trên sàn HOSE, khối ngoại ghi nhận giá trị mua ròng cao nhất ở MWG, NVL, VIX, HPG và EIB, trong khi các cổ phiếu bán ròng nhiều nhất là FPT, VIC, VHM, VCB và VNM.

Quy mô Dư nợ cho vay ký quỹ toàn thị trường tiếp tục mở rộng



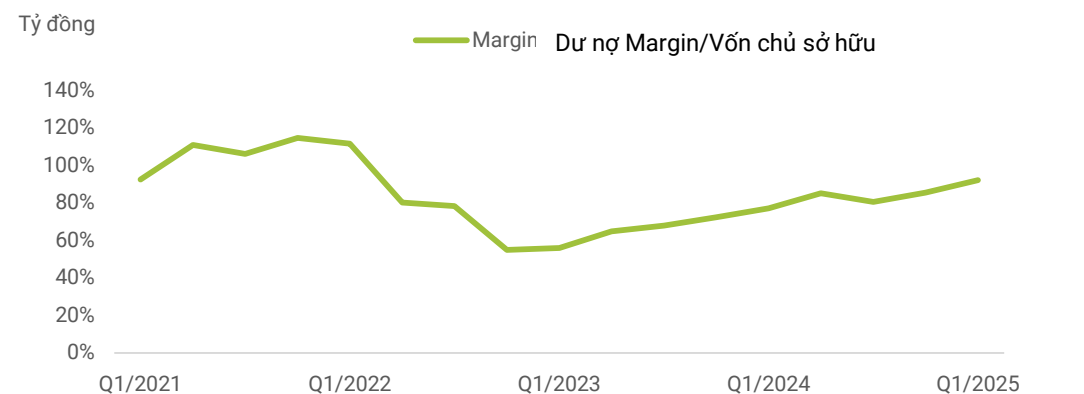
Nguồn: FiinProX, PHS tổng hợp

Tiền gửi nhà đầu tư tại công ty chứng khoán tăng trở lại trong Quý 1/2025



Nguồn: FiinProX, PHS tổng hợp

Dư nợ margin/vốn chủ sở hữu tiếp tục tăng

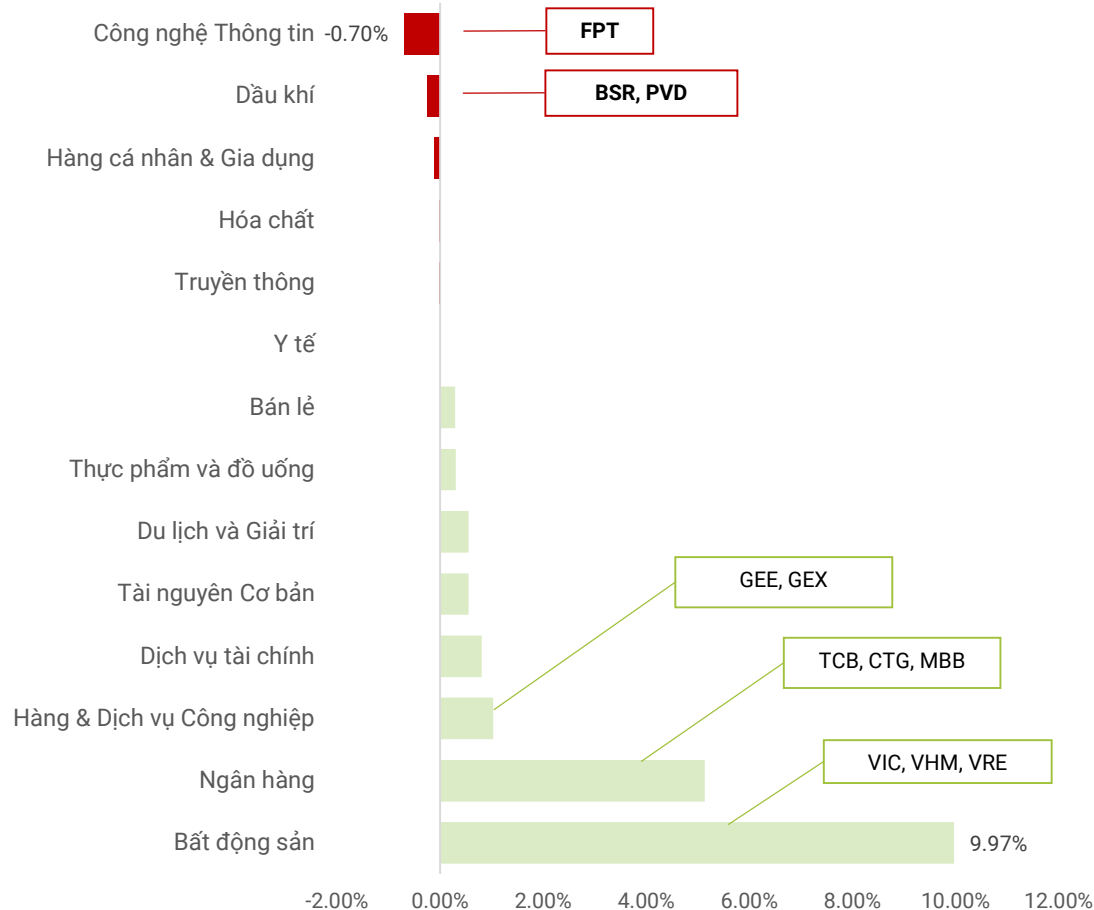


Nguồn: FiinProX, PHS tổng hợp

- Quy mô dư nợ ký quỹ trên thị trường tiếp tục mở rộng. Mặc dù tỷ lệ Dư nợ ký quỹ/Vốn chủ sở hữu vẫn chưa đạt đỉnh trong quá khứ, do các công ty chứng khoán đã tăng vốn mạnh, nhưng vẫn tiềm ẩn rủi ro nếu xuất hiện áp lực bán tháo đồng thời. Hiệu ứng domino có thể xảy ra, với tình trạng "dư bán sàn" được ghi nhận vào đầu tháng 4 khi Tổng thống Trump công bố mức thuế đối ứng.
- Tiền gửi của khách hàng có dấu hiệu phục hồi trong quý 1, phù hợp với sự tăng trưởng về giá trị giao dịch. Điều này cho thấy khi tâm lý ổn định, thị trường chứng khoán vẫn là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn.

Nhóm cổ phiếu Vingroup đóng góp lớn nhất vào sự tăng trưởng của thị trường nói chung và đà tăng của ngành Bất động sản nói riêng, bên cạnh nhóm Gelex cũng góp thêm lực đẩy.

Tác động đến VN-Index theo ngành (YTD), dữ liệu đến ngày 18/07/2025



Nguồn: PHS tổng hợp

NHÌN LẠI NỬA ĐẦU NĂM 2025

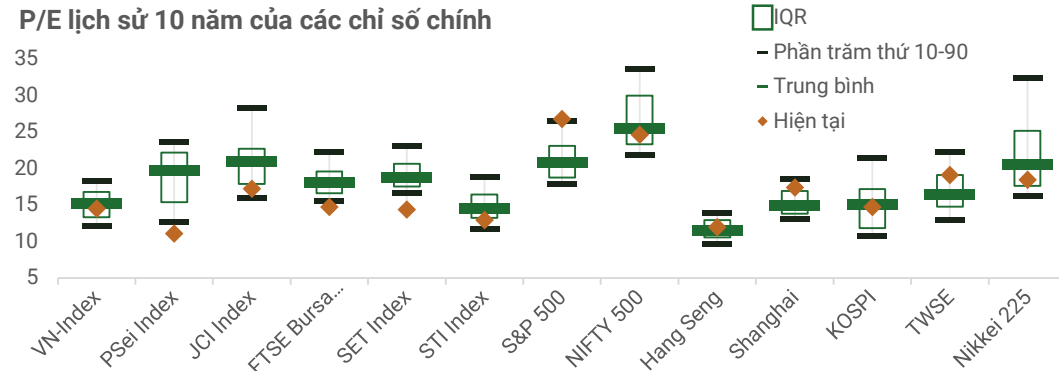
Cổ phiếu vốn hóa lớn là động lực thúc đẩy thị trường tăng giá

Kết quả kinh doanh của các công ty trong Quý 1/2025

Ngành	Doanh thu thuần/ Thu nhập thuần (%YoY)	Lợi nhuận sau thuế (%YoY)
Ô tô & Phụ tùng	27%	-29%
Ngân hàng	9%	14%
Tài nguyên Cơ bản	4%	21%
Hóa chất	24%	41%
Xây dựng & Vật liệu	8%	1%
Dịch vụ Tài chính	5%	-8%
Thực phẩm & đồ uống	1%	1%
Dược phẩm	5%	-5%
Hàng hóa & Dịch vụ Công nghiệp	15%	5%
Bảo hiểm	6%	6%
Truyền thông	1165%	8911%
Dầu khí	0.1%	-57%
Hàng hóa Cá nhân & Gia dụng	-6%	23%
Bất động sản	136%	20%
Bán lẻ	12%	73%
Công nghệ	21%	41%
Viễn thông	21%	-62%
Du lịch & giải trí	6%	-18%
Tiện ích	8%	41%
Toàn thị trường	18%	23%

Nguồn: PHS tổng hợp

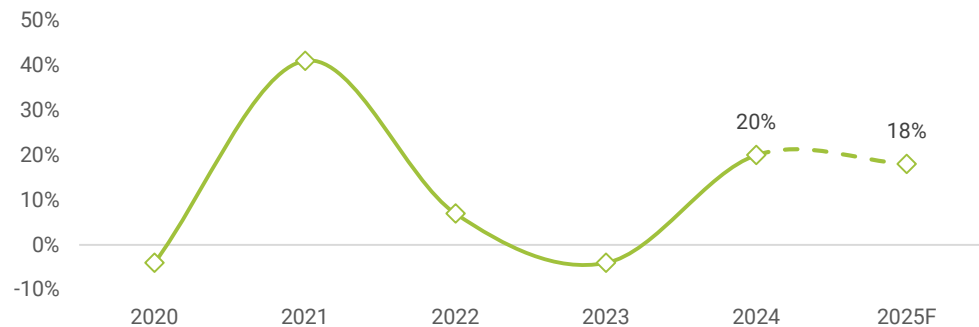
Thị trường chứng khoán Việt Nam có mức định giá khá hấp dẫn (số liệu tính đến ngày 21/07/2025)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Thu nhập chung của thị trường dự kiến sẽ duy trì tăng trưởng ổn định

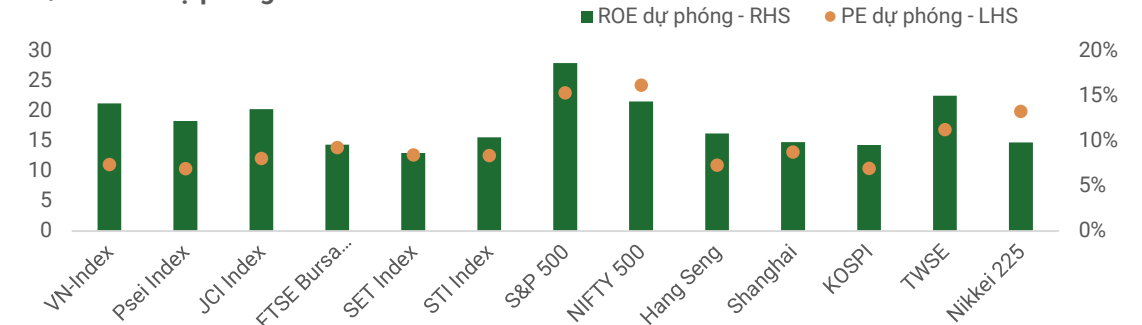
Tăng trưởng LNST (%YoY) của thị trường chứng khoán Việt Nam



Nguồn: PHS dự phóng

... và lợi nhuận ẩn tượng

P/E & ROE dự phóng năm 2025 của các chỉ số chính

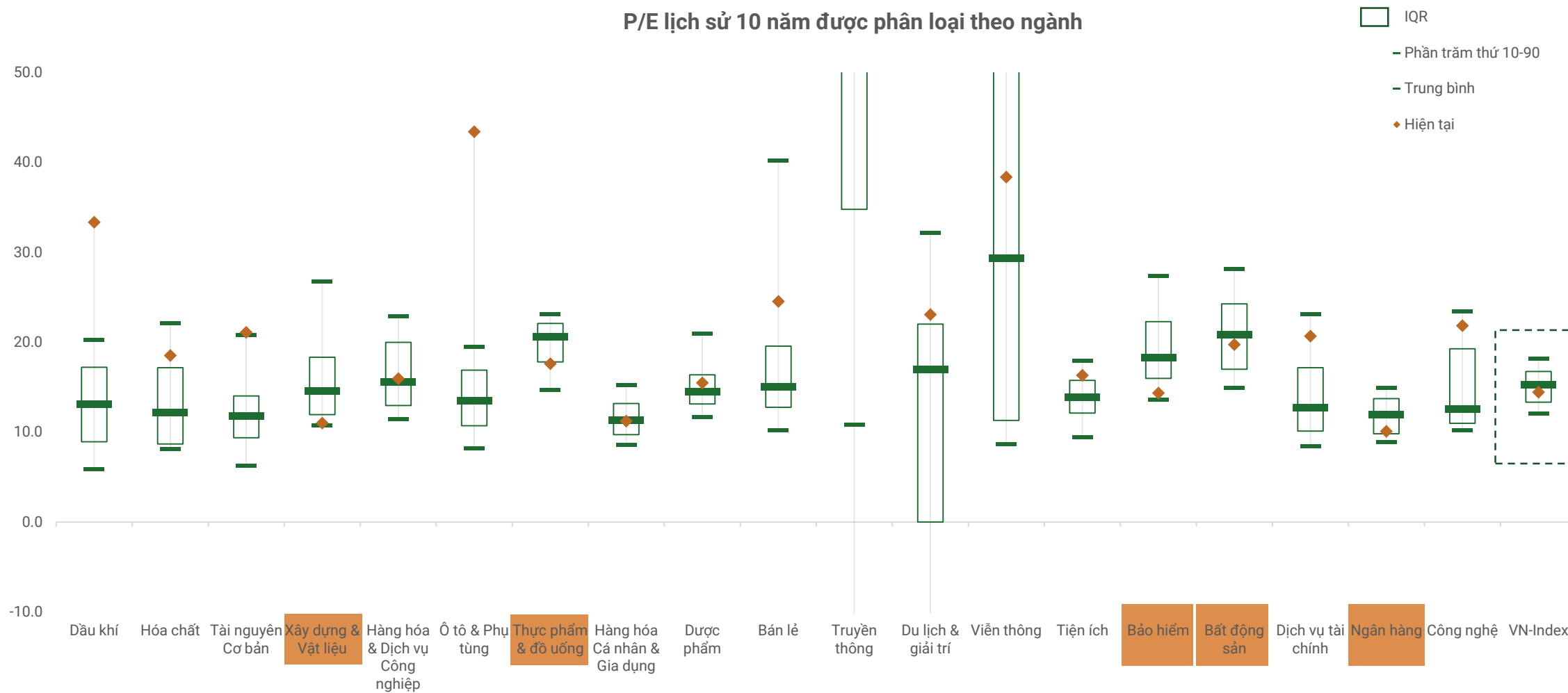


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt vào khoảng 14.5x, khá hấp dẫn so với các thị trường mới nổi khác trong ASEAN và một số thị trường phát triển trên toàn cầu. Bất chấp căng thẳng địa chính trị gia tăng và bất ổn kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam đã chứng minh mức tăng trưởng GDP mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm 2025.
- Nhờ khả năng thích ứng và quản lý chính sách linh hoạt của Chính phủ, chúng tôi dự báo thu nhập chung của thị trường có thể tăng 15 - 18% vào năm 2025, sau mức tăng 20% vào năm 2024, vẫn duy trì đà tăng mà không trải qua đợt điều chỉnh đáng kể. Do đó, tỷ lệ P/E dự phóng cho năm 2025 ước tính vào khoảng 12.5 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 10 năm là gần 15 lần.

Một số nhóm ngành hiện đang giao dịch ở mức định giá thấp (Dữ liệu tính đến ngày 21/07/2025)

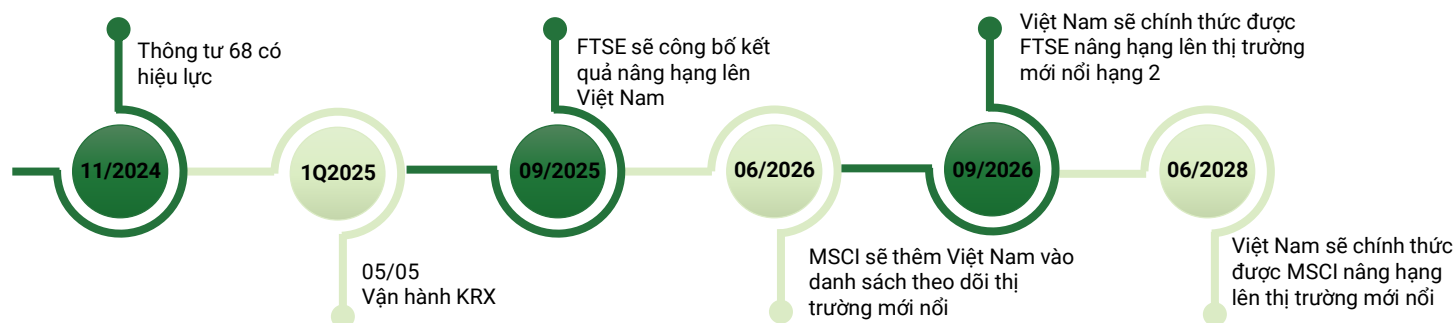
P/E lịch sử 10 năm được phân loại theo ngành



Nguồn: FiinProX, PHS tổng hợp

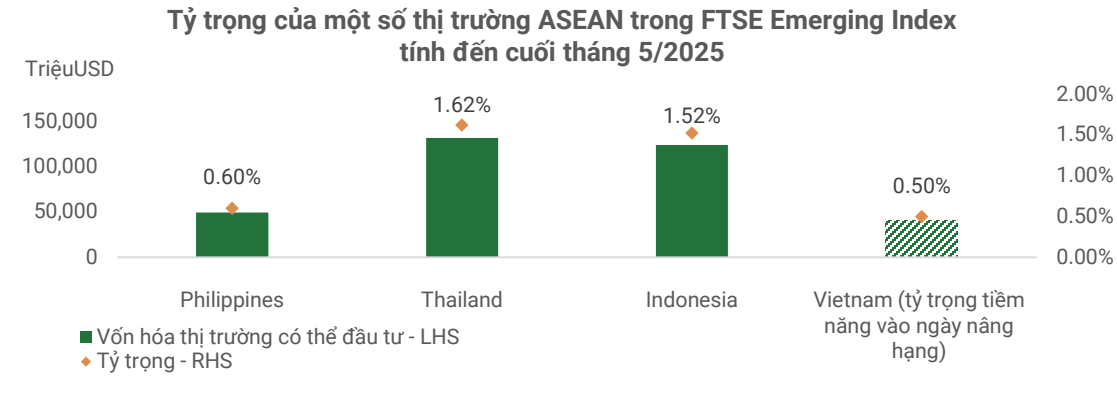
- Ngày 18/5/2025, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã ban hành Thông tư số 03/2025/TT-NHNN ngày 29/4/2025 quy định về việc mở và sử dụng tài khoản VND để thực hiện hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài. Theo đó, Bộ Tài chính đã phối hợp với Ngân hàng Nhà nước thay thế Thông tư số 05/2014/TT-NHNN nhằm hiện thực hóa mục tiêu nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong 9 nhóm giải pháp và lộ trình mà Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đề xuất vào tháng 3/2025, cơ quan quản lý đã thực hiện được 7/9 giải pháp. Hai giải pháp còn lại là triển khai OTA và CCP. Việc vận hành chính thức mô hình Đối tác trung tâm (CCP) được coi là biện pháp bền vững để đáp ứng tiêu chí nâng hạng của FTSE.
- Trong đợt đánh giá tháng 3, FTSE vẫn giữ Việt Nam trong danh sách theo dõi nâng hạng từ Thị trường cận biên lên Thị trường mới nổi thứ cấp. Theo dự báo của PHS, FTSE dự kiến sẽ chính thức nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam trong đợt đánh giá thường niên vào tháng 9/2025. Chúng tôi kỳ vọng hệ thống KRX đã đi vào hoạt động từ ngày 5/5/2025 sẽ hỗ trợ ổn định thị trường và đưa ra các sản phẩm mới thu hút nhà đầu tư.
- Thông tư 68 nêu lộ trình công bố thông tin bằng tiếng Anh cho các công ty đại chúng lớn. Quy định này liên quan đến tiêu chí nâng hạng của MSCI. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn còn nhiều yêu cầu khác chưa đáp ứng được. Chính phủ phải rà soát, bổ sung các quy định mới, đặc biệt là tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa để MSCI xem xét nâng hạng. Vì đây là quy định cần thiết nên việc rà soát sẽ mất thời gian. Theo chúng tôi, Việt Nam có thể được MSCI đưa vào danh sách theo dõi để nâng hạng trong đợt đánh giá vào tháng 6/2026. Việc nâng hạng có thể diễn ra ít nhất hai năm sau khi Việt Nam được đưa vào danh sách theo dõi.

Lộ trình tái phân loại thị trường chứng khoán Việt Nam



Nguồn: PHS dự báo

Nhờ câu chuyện nâng hạng, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ thu hút được nguồn vốn đầu tư nước ngoài từ các quỹ ETF và quỹ chủ động theo dõi FTSE Emerging market



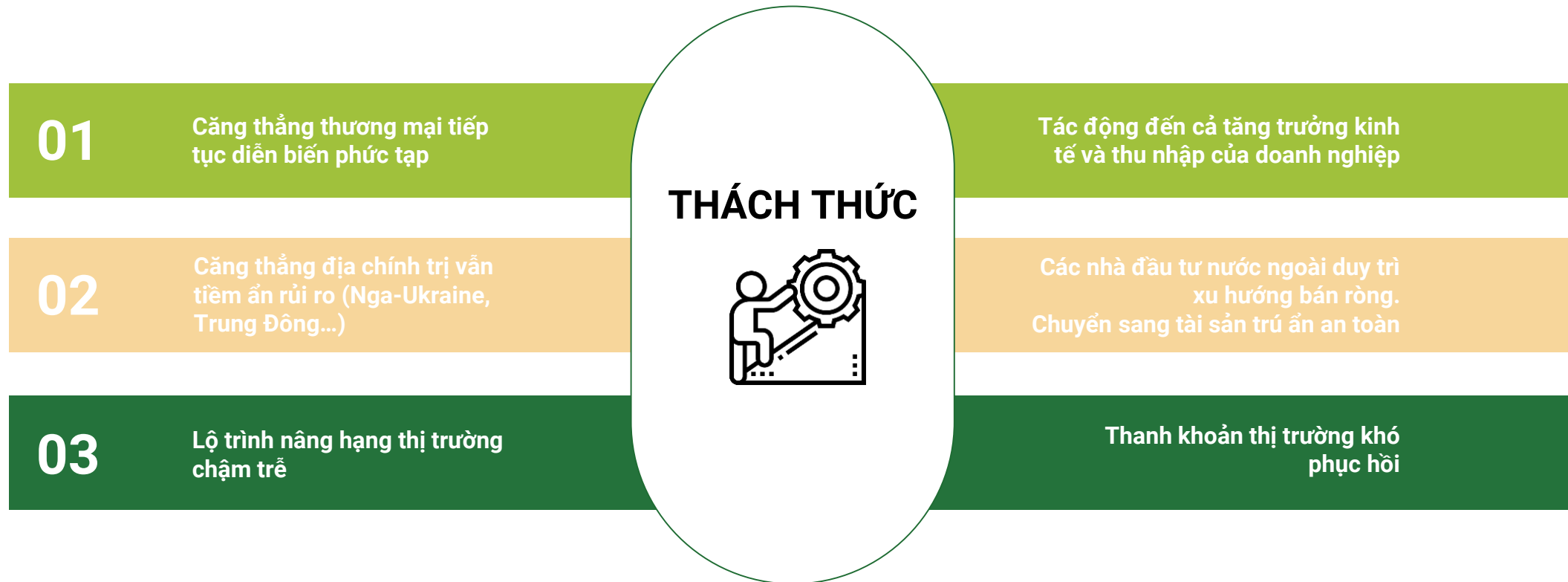
Nguồn: PHS dự báo

- Các ETF theo dõi chỉ số FTSE Emerging Market có quy mô nhỏ hơn nhiều so với MSCI. Do đó, tác động của dòng vốn ETF chảy vào từ câu chuyện nâng cấp này sẽ là rất nhỏ. Thay vào đó, chúng tôi kỳ vọng rằng câu chuyện này sẽ thúc đẩy sự tự tin của các nhà đầu tư cá nhân trong nước, từ đó làm tăng thanh khoản của thị trường chứng khoán.
- Tại thời điểm nâng cấp chính thức, chúng tôi dự đoán cổ phiếu Việt Nam có thể chiếm khoảng 0,5% Chỉ số FTSE Emerging, tương ứng với dòng vốn ròng chảy vào khoảng 600 triệu đô la Mỹ từ các ETF theo dõi chỉ số thị trường FTSE. Vốn quỹ chủ động sẽ đến sớm hơn để tận dụng xu hướng này.

Cổ phiếu kỳ vọng hưởng lợi cho câu chuyện nâng hạng (Dữ liệu tính đến ngày 18/07/2025)

Mã	Ngành ICB	Vốn hóa thị trường (Triệu USD)
VIC	Đầu tư và dịch vụ bất động sản	18,067
VHM	Đầu tư và dịch vụ bất động sản	15,657
HPG	Công nghiệp	7,893
VCB	Ngân hàng	20,537
MSN	Sản xuất thực phẩm	4,518
VNM	Sản xuất thực phẩm	4,996
SSI	Dịch vụ ngân hàng đầu tư và môi giới	2,490
VRE	Bán lẻ	2,657
STB	Ngân hàng	3,758
VCI	Dịch vụ ngân hàng đầu tư và môi giới	1,196

Nguồn: PHS dự phóng



VN-Index scenario

Kịch bản thị trường nửa cuối năm



Nguồn: PHS tổng hợp

DANH MỤC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ



BÊN NGOÀI

- Đàm phán thuế quan tích cực, xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ
- Dịch chuyển dòng vốn vào nhóm thị trường mới nổi
- DXY tiếp tục suy yếu.

NỘI TẠI

- Thúc đẩy đầu tư công
- Chính sách hỗ trợ kinh tế tư nhân & đổi mới công nghệ
- Ổn định mặt bằng lãi suất

THỊ TRƯỜNG

- Thị trường Bất động sản được tháo dỡ nút thắt, tạo động lực tích cực cho nhóm cổ phiếu này
- Triển vọng nâng hạng thị trường
- Khối ngoại quay lại mua ròng
- Định giá thị trường ở mức hấp dẫn

Ngân hàng	MCK	Khuyến nghị	Giá hợp lý	Upside*	Tăng trưởng LNST-CDTS	P/E TTM	P/E 25F	P/B TTM	P/B 25F
Ngân hàng	EVF	TĂNG TỶ TRỌNG	14,400	12%	70%	12.3	8.1	1.0	0.8
	MBB	TĂNG TỶ TRỌNG	30,200	12%	11%	6.7	6.3	1.4	1.1
	TCB	NẮM GIỮ	36,650	3%	49%	11.8	6.3	1.7	1.3
Dược phẩm	DBD	MUA	68,000	24%	17%	17.8	18.3	3.0	2.9
Hạ tầng xây dựng	VCG	TĂNG TỶ TRỌNG	26,200	12%	242%	25.5	4.1	1.8	0.9
Thực phẩm đồ uống	VNM	TĂNG TỶ TRỌNG	69,500	16%	3%	14.3	12.1	3.7	3.5
	SAB	MUA	59,900	26%	5%	14.8	13.4	2.5	2.8
Cao su/ Khu công nghiệp	DRI	MUA	18,000	33%	46%	6.9	6.0	1.5	1.4
	TRC	MUA	94,500	33%	13%	6.9	5.5	1.0	1.0
	PHR	TĂNG TỶ TRỌNG	72,800	17%	31%	17.5	12.5	2.2	1.8
	DPR	NẮM GIỮ	43,500	3%	6%	13.4	12.1	1.5	1.3

* So với giá đóng cửa ngày 21/07/2025

NGÂN HÀNG

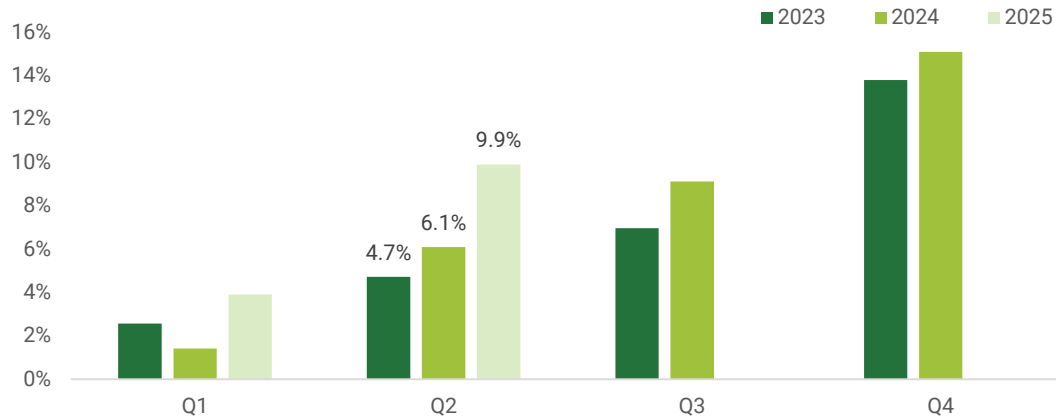
TÍN DỤNG BÙNG NỔ, BIÊN LÃI THU HẸP

- Tổng quan ngành
- Triển vọng
- Định giá và khuyến nghị



Các ngân hàng đã chủ động đẩy nhanh tăng trưởng tín dụng theo chỉ đạo của NHNN. Tính đến hết quý 2/2025, tín dụng tăng 9.9%YTD, là mức cao nhất trong nhiều năm

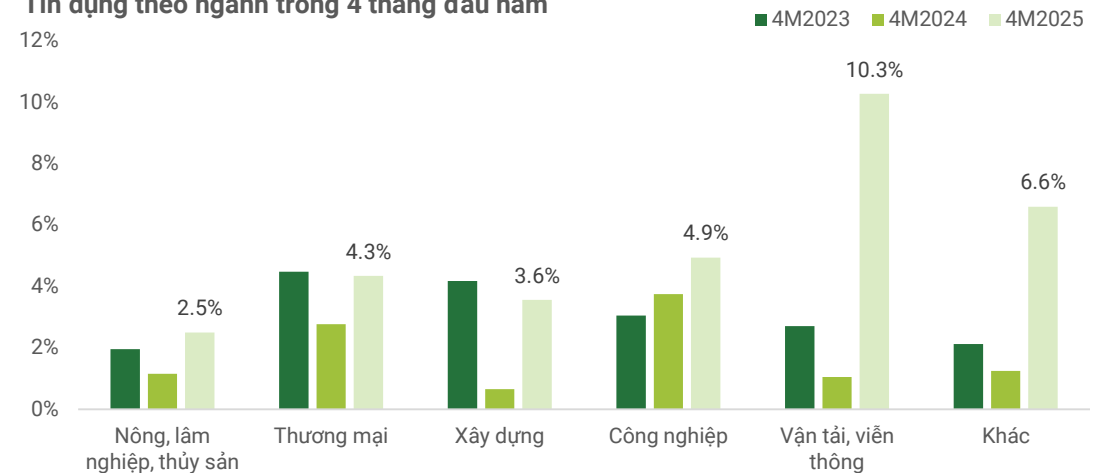
Tăng trưởng tín dụng (YTD)



Nguồn: SBV, PHS tổng hợp

Tín dụng được phân bổ rộng rãi đến nhiều lĩnh vực khác nhau, trong đó tăng trưởng mạnh mẽ nhất là lĩnh vực giao thông vận tải, viễn thông và các lĩnh vực khác.

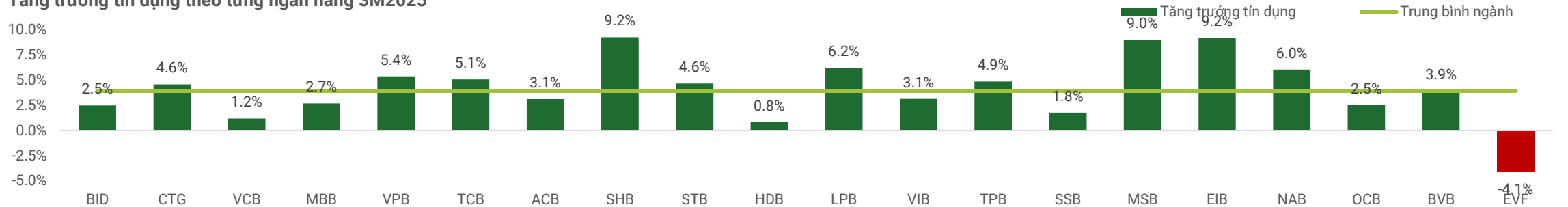
Tín dụng theo ngành trong 4 tháng đầu năm



Nguồn: SBV, PHS tổng hợp

Nhóm NHTM nhà nước ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng vừa phải, trong khi một số NHTM tư nhân như SHB, LPB, MSB và EIB cho thấy tốc độ tăng trưởng tín dụng vượt trội so với mức trung bình của ngành. Điều này đến từ các chiến lược cho vay chủ động trong các lĩnh vực rủi ro cao hơn, bao gồm bất động sản, cho vay ký quỹ và cho vay dịch vụ cộng đồng.

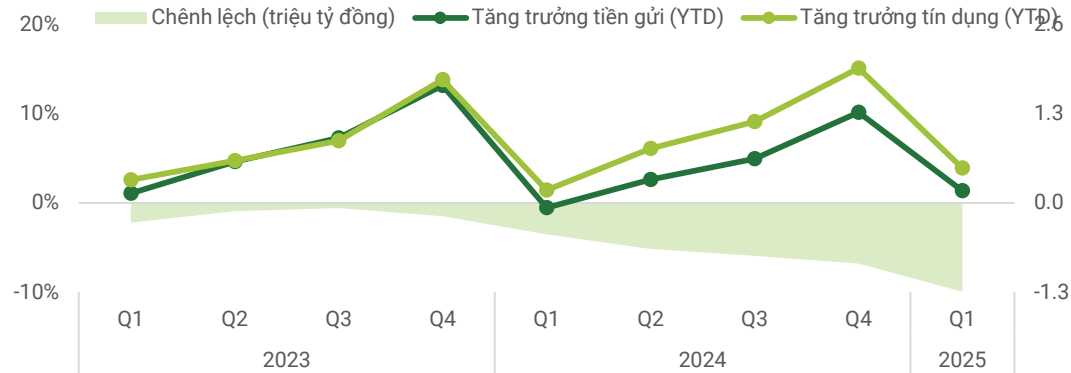
Tăng trưởng tín dụng theo từng ngân hàng 3M2025



Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

Tăng trưởng tiền gửi vẫn ở mức thấp khi mà kênh tiền gửi truyền thống không thực sự hấp dẫn và dòng tiền chảy vào các kênh đầu tư thay thế như vàng, bất động sản và chứng khoán

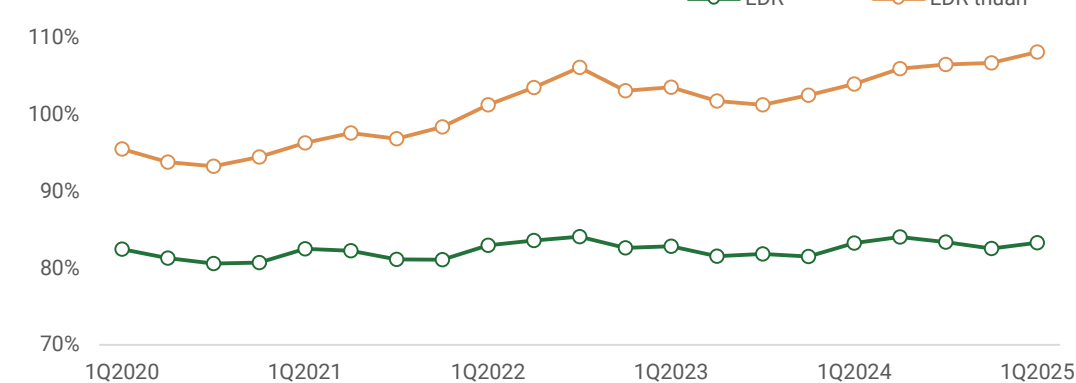
Tương quan tín dụng và huy động theo quý



Nguồn: SBV, PHS tổng hợp

Kết quả là, LDR thuần tiếp tục tăng lên mức cao kỷ lục

LDR theo quý



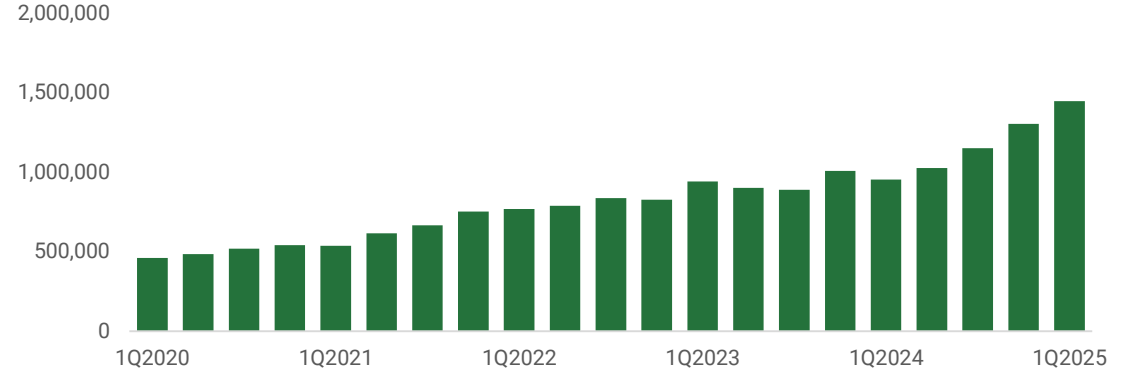
Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

TỔNG QUAN NGÀNH

Tăng trưởng huy động

Chênh lệch lớn giữa tăng trưởng tín dụng và tiền gửi khiến lãi suất tiền gửi khó giảm thêm. Để đáp ứng nhu cầu vốn, nhiều ngân hàng đã phải huy động vốn thông qua kênh phát hành giấy tờ có giá

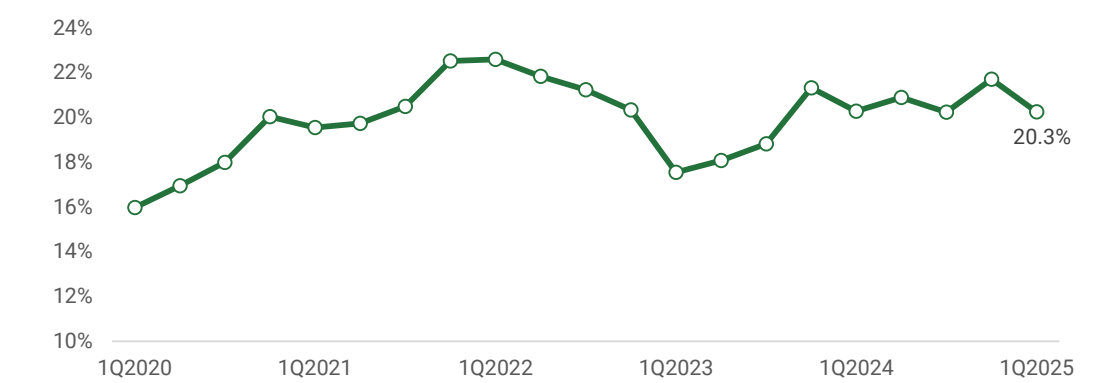
Quy mô trái phiếu và giấy tờ có giá phát hành (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

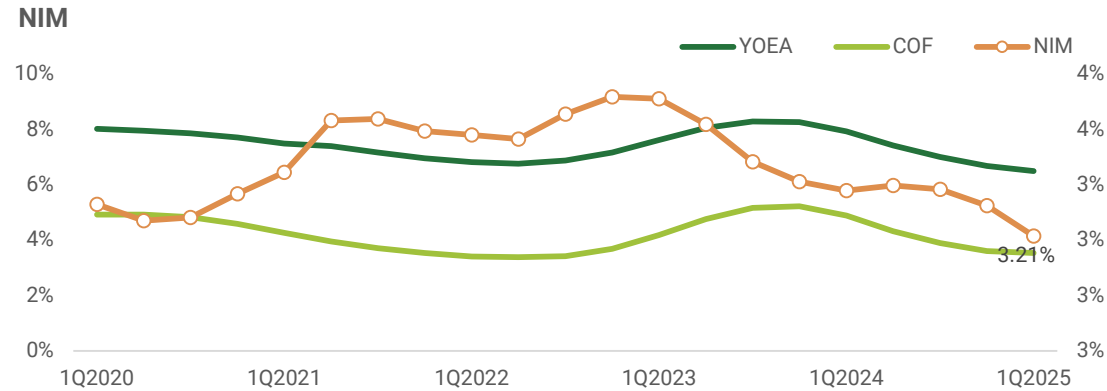
Trong khi đó, CASA tại hầu hết các ngân hàng có xu hướng giảm trong quý 1 do các yếu tố mùa vụ

Tỷ lệ CASA theo quý



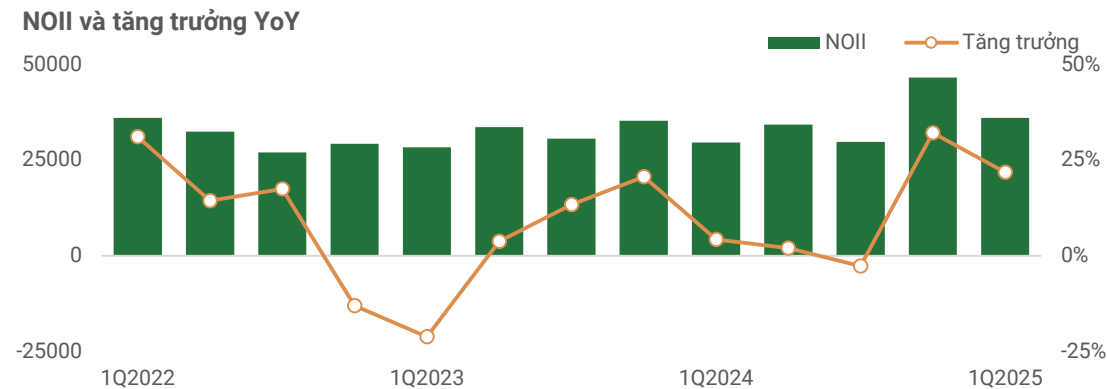
Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

NIM thu hẹp ở hầu hết các ngân hàng do lợi suất trên tài sản sinh lời (YOEА) giảm mạnh hơn chi phí vốn (COF)



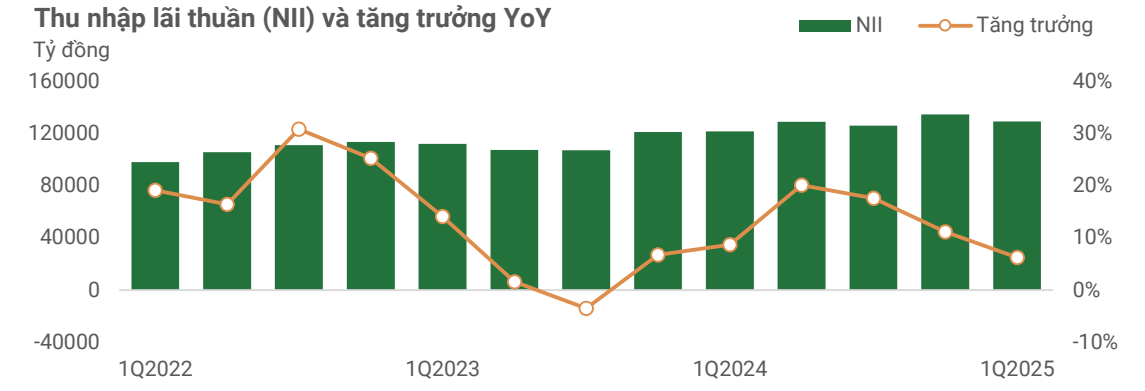
Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

Thu nhập ngoài lãi (NOII) tăng 22%YoY khi mảng bancassurance ổn định sau giai đoạn suy thoái vào năm 2024. Hơn nữa, mức tăng trưởng mạnh mẽ trong giao dịch ngoại hối và chứng khoán, cùng với việc triển khai nhanh chóng các dịch vụ kỹ thuật số và dịch vụ thẻ tín dụng, đã giúp cho thu nhập ngoài lãi duy trì tăng trưởng hai chữ số trong hai quý liên tiếp



Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

Điều này đã gây áp lực lên thu nhập lãi thuần (NII). NII trong quý 1 chỉ tăng 6.3%YoY và giảm 4%QoQ.

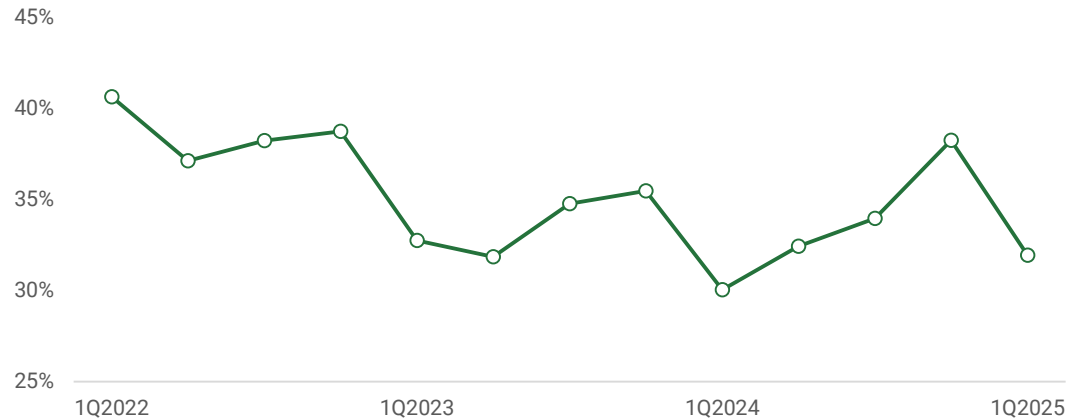


Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

- Việc triển khai các gói cho vay ưu đãi nhằm kích thích tăng trưởng tín dụng, theo chỉ đạo của Chính phủ, đã khiến mặt bằng lợi suất trên tài sản sinh lời (YOEА) của các ngân hàng tiếp tục giảm.
- Trong khi đó, lãi suất huy động giảm không nhiều, thậm chí có thời điểm nhích tăng nhẹ do cạnh tranh gay gắt trên thị trường tiền gửi. Tỷ lệ CASA giảm cũng đặt ra thách thức cho các ngân hàng trong việc thu hút nguồn vốn chi phí thấp.
- NIM của các ngân hàng niêm yết trong danh mục theo dõi của chúng tôi giảm 11 điểm cơ bản xuống còn 3.21%, đánh dấu mức thấp nhất trong 5 năm qua.

Nhiều ngân hàng đã thực hiện cắt giảm nhân sự đáng kể trong quý 1/2025 để giảm chi phí hoạt động. Bên cạnh đó, việc thay thế các quầy giao dịch truyền thống bằng các giải pháp ngân hàng số đã trở thành xu hướng tất yếu nhằm tối ưu hóa chi phí

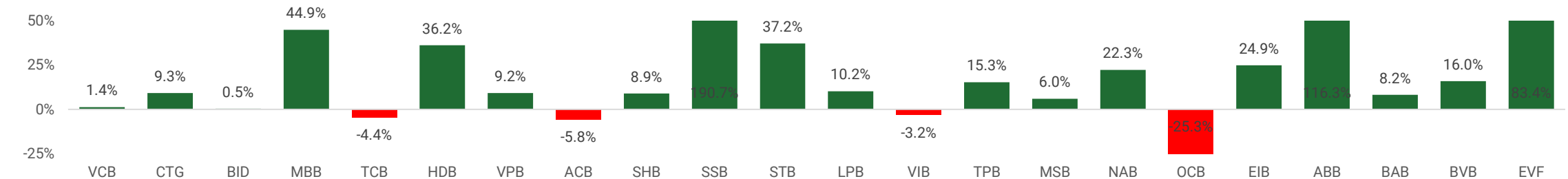
CIR



Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận lại phân hóa đáng kể giữa các nhóm ngân hàng. Cụ thể, các NHTM nhà nước (SOCB) như VCB, BID và CTG tăng trưởng lợi nhuận chậm hơn do tập trung vào trích lập dự phòng để củng cố chất lượng tài sản. Tỷ lệ NIM tại các SOB cũng chịu áp lực do Chính phủ ưu tiên phân bổ các gói hỗ trợ cho các ngân hàng này. Trong khi đó, các NHTM tư nhân là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của ngành, được thúc đẩy bởi hoạt động cho vay mạnh mẽ, đặc biệt đối với các khoản cho vay có rủi ro cao hơn như bất động sản.

Tăng trưởng LNST-CĐTS của một số ngân hàng niêm yết



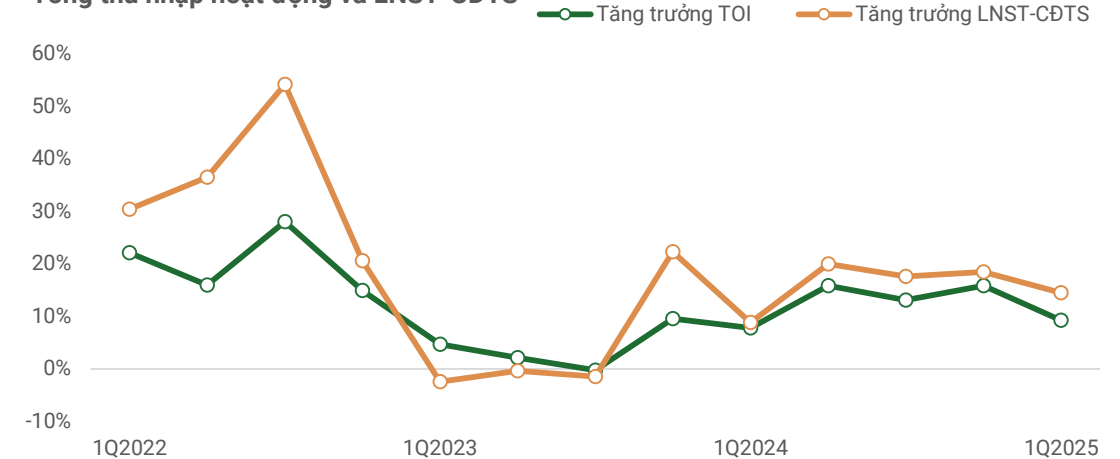
Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

TỔNG QUAN

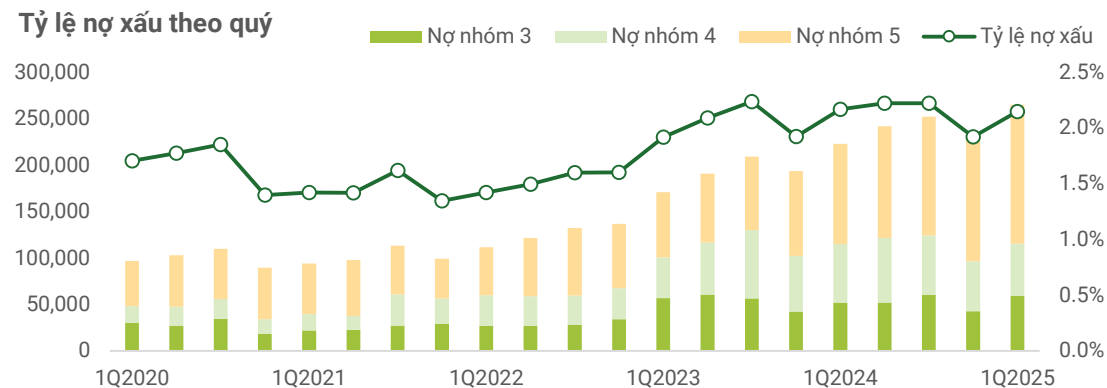
Khả năng sinh lời (tt)

Việc giảm chi phí hoạt động và chi phí dự phòng đã phần nào bù đắp được khoản lỗ do NIM bị nén. Nhờ đó, lợi nhuận của các ngân hàng trong quý I vẫn duy trì mức tăng trưởng hai chữ số.

Tổng thu nhập hoạt động và LNST-CĐTS



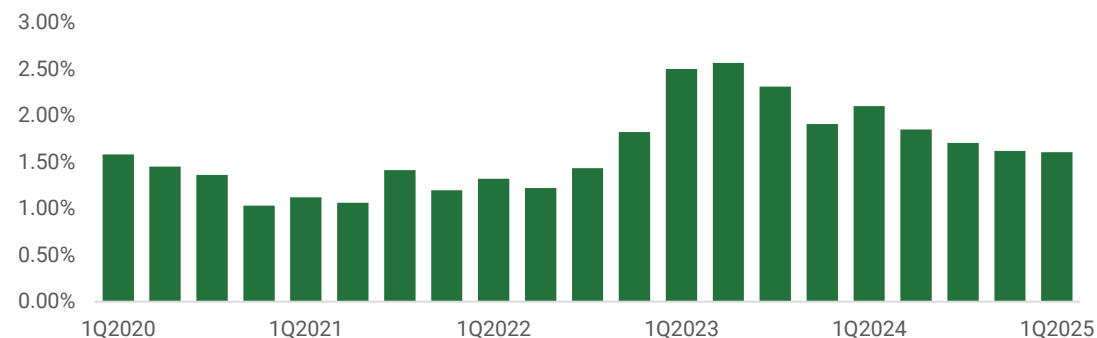
Tỷ lệ nợ xấu tăng trở lại khi Thông tư 02 hết hiệu lực, tập trung vào nợ mất khả năng thanh toán (nợ nhóm 5)



Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

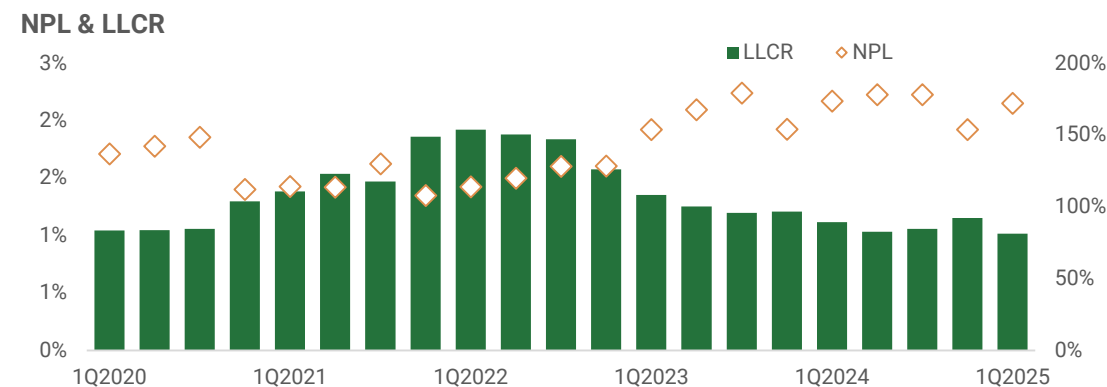
Tỷ lệ cần chú ý (Nợ nhóm 2) có xu hướng giảm, cho thấy rủi ro hình thành nợ xấu mới trong ngắn hạn thấp hơn

Tỷ lệ nợ cần chú ý (Nợ nhóm 2) trên tổng dư nợ



Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) giảm xuống mức thấp nhất trong nhiều năm



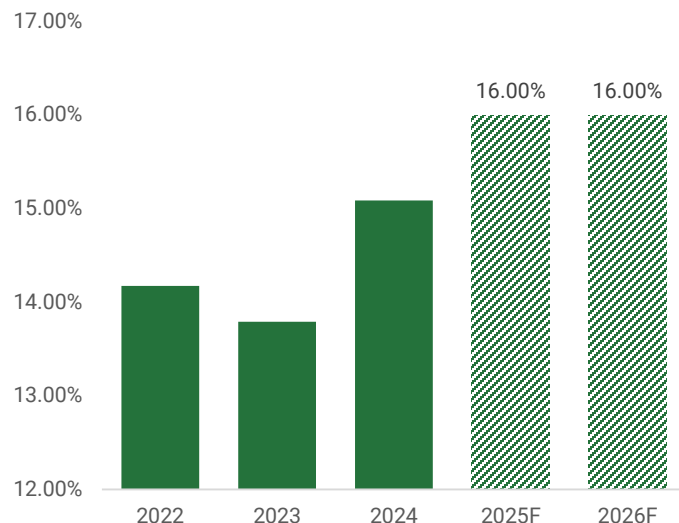
Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

- Các ngân hàng niêm yết ghi nhận tổng quy mô nợ xấu đạt 265 nghìn tỷ đồng trong quý 1/2025, tăng 16% so với cuối năm 2024, đẩy tỷ lệ nợ xấu của toàn ngành lên 2.1%. Con số này phản ánh các khoản nợ được tái cơ cấu sau khi Thông tư 02 hết hiệu lực.
- Mặc dù vậy, tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLCR đã giảm. Chúng tôi cho rằng một số ngân hàng đã chủ động trích lập dự phòng trước cho các khoản nợ xấu này. Do đó, sau khi tái cơ cấu các khoản nợ này, các ngân hàng đã giảm bớt áp lực trích lập dự phòng mới, qua đó hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.

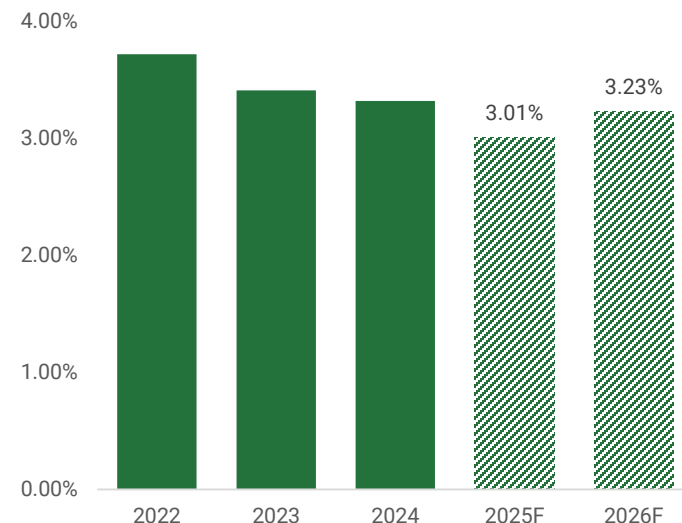
Kết quả kinh doanh của các ngân hàng trong danh sách theo dõi của chúng tôi

Ticker	NPBT (VNDbn)	%YoY	% year plan	Credit growth	Deposit growth	CASA ratio	LDR	ROE	NIM	+/- vs 1Q24	CIR	NPL	+/- vs 1Q24	LLCR	
BID	7,413	0.3%		2%	1%	18%	85%	18.2%	2.22%	-0.32%	35%	1.89%	0.39%	97%	
CTG	6,823	9.9%		5%	1%	24%	85%	17.9%	2.76%	-0.14%	28%	1.55%	0.21%	137%	
VCB	10,860	1.3%		25%	1%	0%	33%	83%	17.6%	2.77%	-0.30%	34%	1.03%	-0.20%	216%
MBB	8,386	44.7%		26%	3%	1%	35%	84%	22.6%	4.17%	-0.30%	30%	1.84%	-0.64%	75%
VPB	5,015	19.9%		20%	5%	14%	13%	101%	11.5%	5.79%	0.44%	23%	4.74%	-0.09%	47%
TCB	7,236	-7.2%		23%	5%	0%	34%	87%	14.7%	3.97%	-0.10%	33%	1.17%	0.04%	114%
ACB	4,597	-6.0%		20%	3%	2%	21%	81%	20.4%	3.38%	-0.45%	33%	1.48%	0.03%	72%
SHB	4,371	8.8%		30%	9%	6%	7%	81%	16.6%	3.16%	-0.19%	24%	2.87%	-0.15%	59%
STB	3,674	38.4%		25%	5%	3%	17%	84%	20.4%	3.51%	-0.01%	49%	2.51%	0.23%	75%
HDB	5,355	33.0%		25%	1%	6%	10%	73%	25.8%	5.11%	0.16%	34%	2.37%	0.13%	53%
LPB	3,175	10.0%		21%	6%	4%	7%	81%	23.7%	3.25%	-0.01%	29%	1.73%	0.34%	75%
VIB	2,421	-3.2%		22%	3%	2%	15%	82%	17.4%	3.41%	-1.14%	36%	3.79%	0.19%	39%
TPB	2,109	15.3%		23%	5%	-4%	19%	83%	16.9%	3.46%	-0.58%	36%	2.27%	0.04%	57%
MSB	1,631	6.6%		20%	9%	5%	23%	82%	15.5%	3.50%	-0.37%	38%	2.57%	-0.61%	60%
OCB	893	-26.5%		17%	3%	6%	15%	74%	9.4%	3.44%	-0.05%	39%	3.91%	1.04%	35%
NAB	1,225	22.5%		25%	6%	11%	6%	76%	20.4%	3.51%	0.13%	42%	2.49%	-0.18%	52%
EIB	832	25.8%		16%	9%	5%	14%	86%	14.0%	2.65%	0.16%	41%	2.59%	-0.27%	39%
BVB	80	15.7%		15%	4%	5%	6%	72%	5.2%	2.44%	0.35%	58%	3.43%	-0.47%	45%
EVF	306	86.0%		32%	-4%	11%	0%	131%	7.5%	2.92%	0.70%	7%	1.66%	0.09%	66%

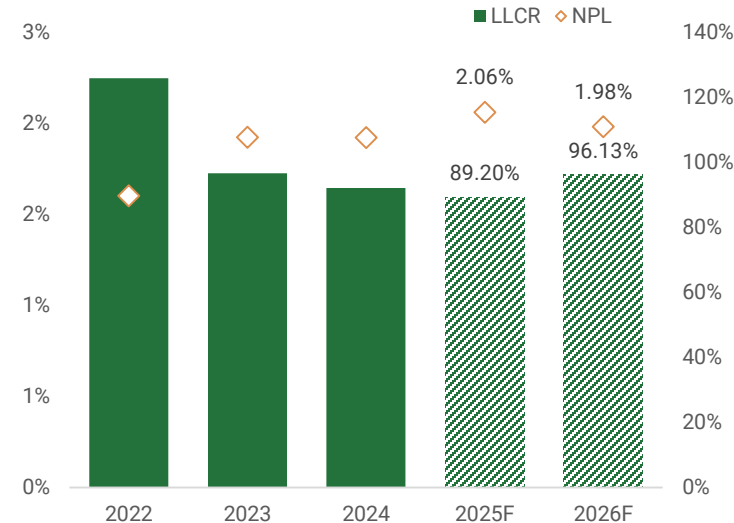
Nguồn: BCTC của các NH, PHS tổng hợp

Tăng trưởng tín dụng duy trì mạnh mẽ
Tăng trưởng tín dụng


Nguồn: PHS dự phóng

NIM ngân hàng sẽ vẫn chịu áp lực
NIM


Nguồn: PHS dự phóng

Chất lượng tài sản sẽ được cải thiện
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và bao phủ nợ xấu (LLCR)


Nguồn: PHS dự phóng

- Bất chấp tác động của chính sách thuế quan của Mỹ, chúng tôi tin rằng tín dụng toàn nền kinh tế trong năm 2025 có thể tăng trưởng 16% YoY. Thậm chí tín dụng có thể tăng cao hơn khi SBV đang xem xét vấn đề gỡ trần tín dụng. Và mức tăng trưởng tín dụng cao sẽ được duy trì trong những năm tới. Theo quan điểm của chúng tôi, NIM của ngành ngân hàng có thể sẽ tiếp tục chịu áp lực trong thời gian tới. Mặt bằng lãi suất huy động sẽ có xu hướng nhích lên khi các ngân hàng cần vốn để đẩy mạnh cho vay. Đồng thời, việc cạnh tranh cho vay giữa các ngân hàng sẽ khiến tỷ suất sinh lãi trên tài sản bị ảnh hưởng. Chúng tôi dự báo NIM sẽ chạm đáy ở mức 3.01% vào cuối năm 2025 nhưng sẽ phục hồi trở lại trong năm 2026 khi các gói cho vay ưu đãi kết thúc và mặt bằng lãi suất cho vay sẽ tăng trở lại.
- Trong bối cảnh NIM toàn ngành bị thu hẹp, chúng tôi nhận thấy một số ngân hàng như TCB, MBB và VPB có thể duy trì NIM ổn định, hoặc thậm chí cải thiện được NIM nhờ tỷ lệ CASA cao (35-40%) và tập trung vào cho vay bất động sản và cho vay tiêu dùng có tỷ suất sinh lời cao. Trong khi đó, các ngân hàng có chất lượng tài sản kém hơn sẽ phải đối mặt với những thách thức từ việc thị phần CASA giảm và chi phí huy động tăng, buộc họ phải cạnh tranh thông qua lãi suất huy động cao hơn.
- Quốc hội mới đây đã thông qua việc luật hóa Nghị quyết 42. Đây được xem là chìa khóa quan trọng để việc xử lý nợ xấu của ngân hàng trở nên minh bạch và hiệu quả hơn. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng sẽ sớm tạo đỉnh và giảm trở lại vào cuối năm 2025. Đặc biệt, một số ngân hàng có tỷ lệ trích lập dự phòng cao có thể sẽ được hoàn nhập dự phòng và qua đó lợi nhuận ghi nhận tăng trưởng đột biến.

Sau đợt điều chỉnh về dưới -1 lần độ lệch chuẩn so với mức trung bình 10 năm, nhóm ngân hàng đã có diễn biến tăng giá ấn tượng, góp phần và đà phục hồi mạnh mẽ của VN-Index

P/B lịch sử của nhóm ngân hàng

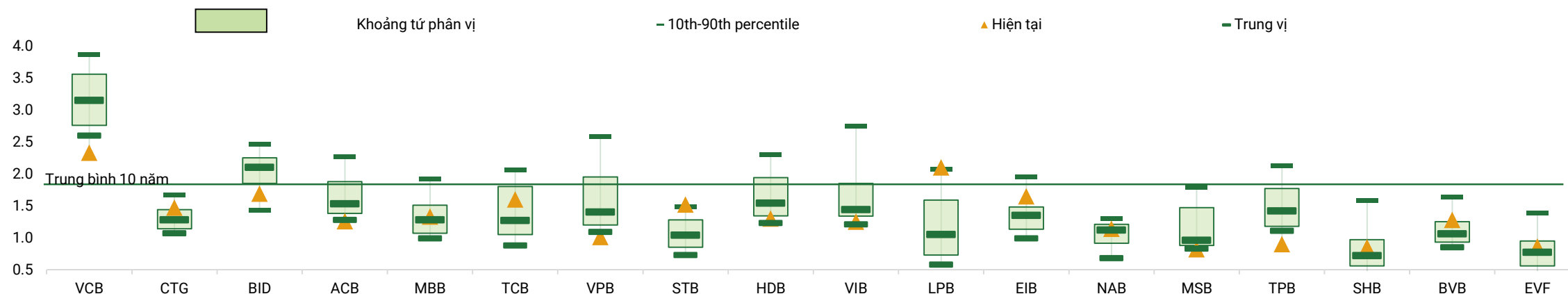


Nguồn: PHS tổng hợp

- Hệ số P/B hiện tại của ngành đang ở mức xấp xỉ 1.5 lần, vẫn thấp hơn mức trung bình 10 năm là 1.82 lần. Do đó, nhóm ngân hàng vẫn là một trong những nhóm ngành tiềm năng để đầu tư trong nửa cuối năm 2025. Bên cạnh đó, một số ngân hàng còn có những câu chuyện riêng, kỳ vọng sẽ có thể thu hút được dòng tiền tham gia.

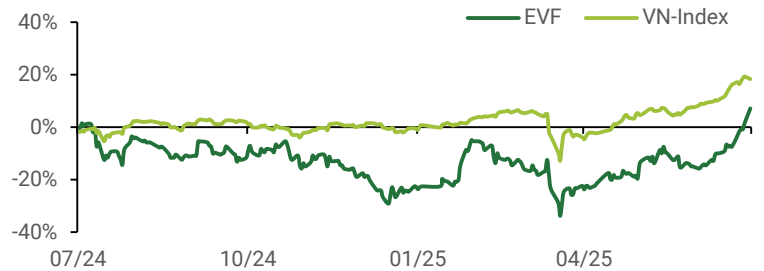
- 1) Định giá thấp so với trung bình ngành hoặc so với lịch sử (VCB, ACB, HDB, VIB, MSB, TPB).
- 2) NIM có thể sớm cải thiện nhờ tăng trưởng mạnh mẽ trong cho vay tiêu dùng và bất động sản (TCB, MBB, VPB).
- 3) Nới room ngoại (HDB), chào bán riêng lẻ (BID, VCB), đấu giá cổ phần (STB).
- 4) Hưởng lợi từ câu chuyện nâng hạng và thu hút dòng vốn nước ngoài thông qua các ETF theo dõi chỉ số thị trường mới nổi FTSE (VCB, STB, EIB, SHB, NAB).

P/B của nhóm ngân hàng có sự phân hóa mạnh



Nguồn: PHS tổng hợp

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	9,773
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	761
Free float (%)	100%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	16,347,182
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	13,703
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	7,940

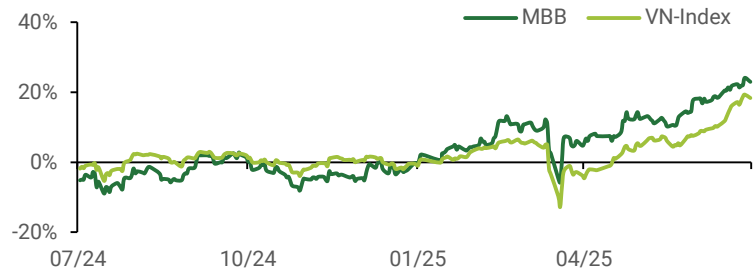
Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng LNST-CĐTS	70.8%	70.3%	7.4%
NIM (%)	2.92%	3.42%	3.32%
Tăng trưởng tín dụng (%)	39.93%	20.00%	15.00%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.79%	1.21%	1.19%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)	134.90%	70.46%	71.12%

Điểm nhấn đầu tư

- Mô hình kinh doanh độc đáo và công ty tài chính duy nhất niêm yết: EVF tạo sự khác biệt so với các công ty tài chính khác nhờ khả năng cung cấp đầy đủ các dịch vụ tài chính với độ bao phủ thường thấy ở các ngân hàng thương mại. Bên cạnh đó, EVF cũng là công ty tài chính duy nhất niêm yết trên sàn với mô hình kinh doanh tích hợp.
- Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh: EVF là công ty tài chính/ ngân hàng niêm yết duy nhất duy trì liên tục được tốc độ tăng trưởng tín dụng khoảng 40% trong 4 năm qua. NII năm 2024 tăng trưởng vượt trội (+103.7% so với cùng kỳ) cùng với lợi nhuận trước thuế tăng mạnh (+71.9% YoY) nhờ biên lãi ròng (NIM) hồi phục. Dự báo lợi nhuận ròng năm 2025 đạt khoảng 955 tỷ VNĐ (+70% YoY), tiếp tục duy trì tăng trưởng tín dụng vững chắc ở mức 20%. Riêng quý 1/2025, EVF ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 306 tỷ VNĐ (+83% YoY), tương ứng 31.8% kế hoạch lợi nhuận cả năm theo nghị quyết ĐHĐCĐ (960 tỷ VNĐ). NIM đạt 3.2%. Chi phí hoạt động giảm đáng kể nhờ hoàn nhập dự phòng liên quan đến tài sản dài hạn, góp phần cải thiện hiệu quả vận hành. Đồng thời, EVF cũng quản lý tốt ngân sách chi trả lương từ năm 2023 đến nay.
- Bảng cân đối kế toán được quản lý hiệu quả: tại cuối 2024, EVF ghi nhận tỷ lệ nợ xấu (NPL) thấp nhất thị trường ở mức 0.8%, so với mức trung bình 2.3% của các ngân hàng hàng đầu và 2.2% tại các ngân hàng thương mại còn lại. Đồng thời, EVF duy trì tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) cao nhất trong cả hai nhóm.
- Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi áp dụng phương pháp P/B so sánh theo ROE, ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu EVF ở mức 14.400 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng với PB Forward là 0.8x. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG với tiềm năng tăng giá 12.1%.

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	1,144	1,094	1,502	2,022	2,299	2,750
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	366	328	561	955	1,026	1,297
EPS (VND)	995	849	704	1,256	1,349	1,706
BVPS (VND)	12,348	12,007	11,843	13,098	14,436	16,128
ROE (%)	8.79%	5.13%	6.42%	10.07%	9.80%	11.16%
ROA (%)	0.98%	0.72%	1.03%	1.5%	1.4%	1.5%

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	164,456
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	6,102
Free float (%)	55%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	23,991,380
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	27,650
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	19,305

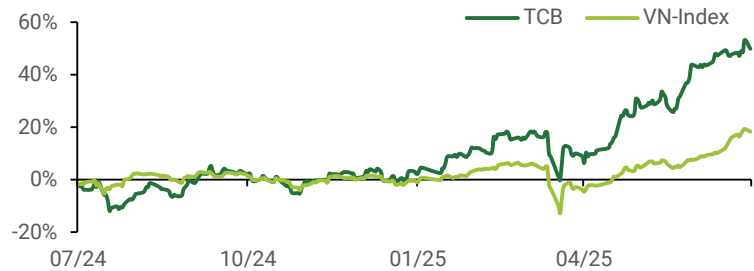
Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng LNST-CĐTS	9.5%	11.0%	24.2%
NIM (%)	4.07%	4.07%	4.10%
Tăng trưởng tín dụng (%)	27.1%	24.0%	23.9%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.62%	1.59%	1.30%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)	92.2%	93.5%	105.9%

Điểm nhấn đầu tư

- Hệ sinh thái vững mạnh: MBB, với tệp khách hàng với quy mô gần 30 triệu người, tận dụng được mạng lưới công ty con rộng lớn và quan hệ đối tác viễn thông để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, bán chéo và chuyển đổi số trong các hoạt động kinh doanh của mình. Ngân hàng duy trì danh mục tín dụng cân bằng giữa các phân khúc bán lẻ và doanh nghiệp.
- Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng duy trì trên 20% trong những năm tới: Mặc dù tăng trưởng tín dụng trong quý 1/2025 chỉ đạt 2.7% - thấp hơn mức trung bình của ngành, cũng như thấp hơn cùng kỳ năm ngoái - MBB có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong các quý tới. Tăng trưởng tín dụng cả năm dự kiến đạt 24%, được thúc đẩy bởi cho vay bất động sản và bán lẻ. Nhờ được NHNN nới room tín dụng sau khi nhận sáp nhập OceanBank, MBB dự kiến sẽ duy trì mức tăng trưởng tín dụng cao trong những năm tiếp theo.
- Khả năng sinh lời vẫn mạnh mẽ: Mặc dù NIM của toàn ngành dự kiến suy giảm trong năm 2025, chúng tôi cho rằng NIM của MBB sẽ giữ ổn định ở mức 4.07%, tương đương với mức năm 2024, nhờ lợi thế CASA dồi dào. ROE có thể giảm nhẹ xuống 19.5% khi ngân hàng gia tăng trích lập dự phòng để duy trì được chất lượng tài sản.
- Câu chuyện về bán vốn nước ngoài: Nghị định số 69/2025/NĐ-CP ban hành cho phép MBB có thể nâng trần room ngoại lên mức 49%. Trong bối cảnh đã kín room như hiện tại, MBB hoàn toàn có cơ sở để chào bán cổ phần mới cho các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài. Điều này sẽ giúp tăng cường nguồn lực cho ngân hàng, đồng thời có thể tác động tích cực đến giá cổ phiếu trên thị trường nếu giá chào bán cao hơn.
- Rủi ro: khả năng nợ xấu tăng cao nếu thị trường bất động sản phục hồi chậm.
- Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi áp dụng phương pháp P/B so sánh theo ROE, ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MBB ở mức 30,200 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng với PB Forward là 1.3x. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với tiềm năng tăng giá 12.1%.

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	45,593	47,306	55,413	64,413	76,149	89,170
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	18,155	21,054	22,951	25,580	31,790	37,738
EPS (VND)	3,856	3,966	4,265	3,120	3,370	3,476
BVPS (VND)	17,559	18,548	22,060	17,445	18,523	19,584
ROE (%)	24.6%	23.5%	21.2%	19.5%	20.0%	19.5%
ROA (%)	2.6%	2.5%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	250,449
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	7,064
Free float (%)	65%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	25,196,693
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	36,500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	20,850

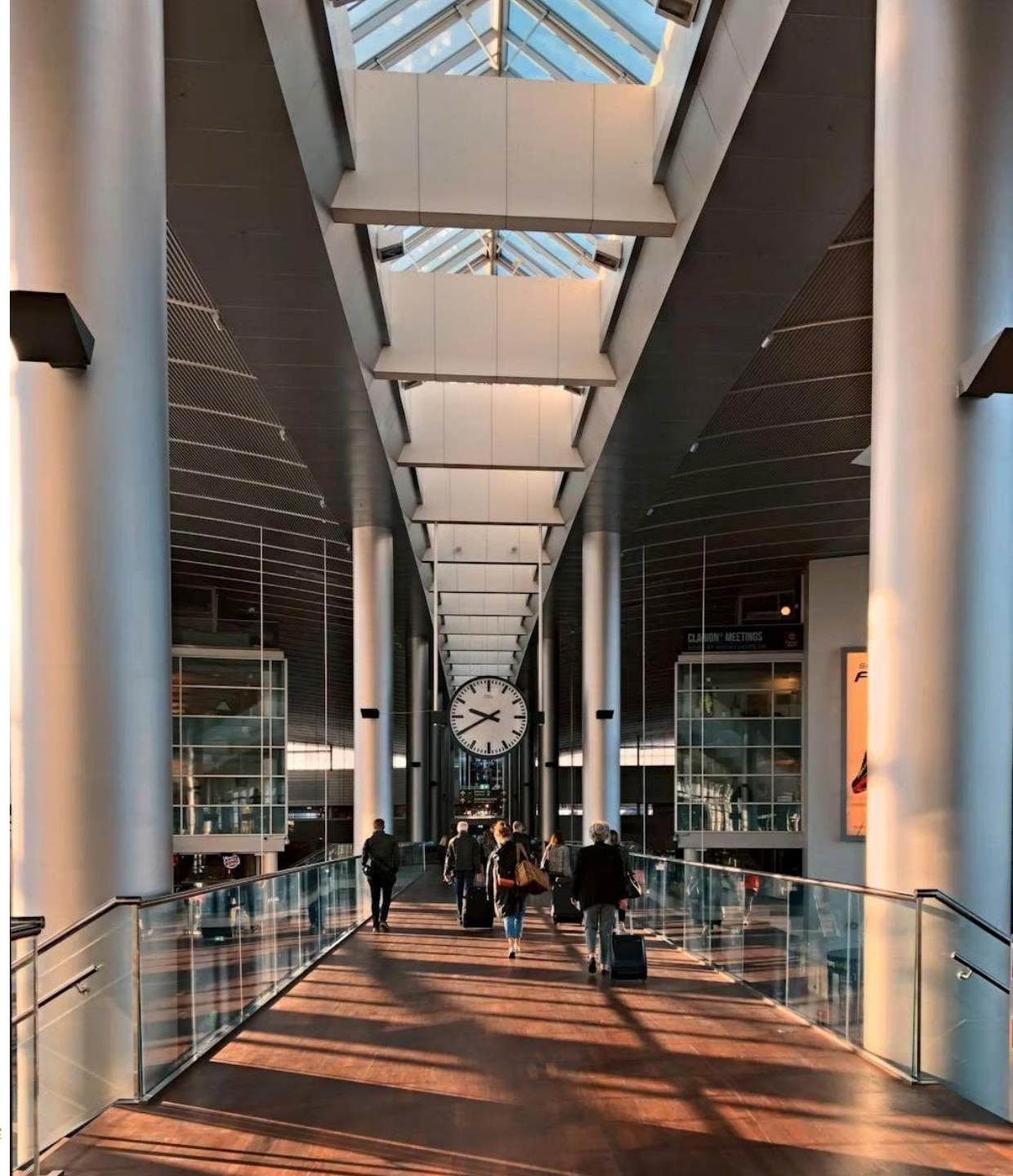
Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng LNST-CĐTS	19.5%	48.6%	-5.4%
NIM (%)	4.21%	3.99%	4.09%
Tăng trưởng tín dụng (%)	21.8%	18.5%	17.5%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.12%	1.08%	0.97%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)	113.9%	116.9%	123.9%

Điểm nhấn đầu tư

- TCB tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu về chi phí huy động vốn nhờ tỷ lệ CASA vượt trội. Lợi thế này cho phép TCB có thể đảm bảo biên lãi ròng (NIM) ổn định. Chúng tôi ước tính NIM của ngân hàng sẽ chỉ giảm nhẹ xuống còn 3.99% vào cuối năm 2025 trước khi phục hồi dần trong những năm tiếp theo. TCB đi đầu trong công cuộc chuyển đổi số với sản phẩm Sinh lời tự động 2.0, qua đó TCB gặt hái được thành quả với tiền gửi khách hàng tăng đến 21.5%YoY vào cuối quý 1/2025.
- Chất lượng tài sản lành mạnh với các khoản nợ xấu được kiểm soát. Danh mục cho vay của TCB tập trung vào các tài sản thế chấp có giá trị cao. TCB cũng là một trong những ngân hàng có CAR và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất trong ngành, tạo dư địa thúc đẩy tăng trưởng cho vay.
- Kế hoạch IPO TCBS vào cuối năm 2025 sẽ là câu chuyện hứa hẹn: Chúng tôi cho rằng với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu vượt trội so với ngành (khoảng 15%), TCBS có thể định giá ở mức P/B tối thiểu là 2.5 lần, cao hơn so với định giá của một số công ty chứng khoán khác như SSI (1.8x), VCI (2.0x), VND (1.3x), HCM (2.2x). Qua đó, TCBS có thể giao dịch ở mức vốn hóa gần 80 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi giả định rằng TCB có thể chào bán khoảng 10% cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài. Từ đó, ngân hàng có thể thu về gần 8,000 tỷ đồng thu nhập tài chính và ROE năm 2025 có thể tăng lên đến 19.9%. Còn trong trường hợp TCB không thực hiện bán cổ phần, khoản đầu tư của TCB vào TCBS có thể được định giá lại theo giá thị trường và TCB có thể được chấp nhận giao dịch ở mức P/B cao hơn. Tuy nhiên, về mặt bản chất thì việc đánh giá lại này có thể không làm tăng tài sản của TCB trên bảng cân đối kế toán.
- Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi áp dụng phương pháp P/B so sánh theo ROE, ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TCB ở mức 36,650 VND/cổ phiếu, tương ứng với PB Forward là 1.4x. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ với tiềm năng tăng giá 3.4%.

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	40,527	40,061	46,990	60,705	60,755	71,430
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	25,568	22,888	27,538	39,995	38,126	45,727
EPS (VND)	5,729	5,111	3,046	4,514	3,713	3,877
BVPS (VND)	32,248	37,364	20,940	24,404	24,933	25,558
ROE (%)	19.5%	14.7%	15.4%	19.9%	16.1%	16.4%
ROA (%)	3.2%	2.3%	2.4%	3.1%	2.5%	2.6%

DỊCH VỤ PHI HÀNG KHÔNG



NGÀNH DỊCH VỤ PHI HÀNG KHÔNG: HƯỞNG LỢI TỪ TRIỂN VỌNG NGÀNH DU LỊCH

Ngành dịch vụ phi hàng không thúc đẩy mạnh mẽ bởi du lịch

BEST DESTINATIONS IN ASIA, 2025

1	Bali	15	Seoul
2	Hanoi	16	Agra
3	Bangkok	17	Colombo
4	Hoi An	18	Phnom Penh
5	Siem Reap	19	Kuala Lumpur
6	Phuket	20	Hong Kong
7	Kathmandu	21	Jakarta
8	New Delhi	22	Pokhara
9	Maldives	23	Luzon
10	Ho Chi Minh City	24	Flores
11	Singapore	25	Beijing
12	Jaipur		
13	Chiang Mai		
14	Kyoto		

Source: Tripadvisor, Travelers' Choice Awards Best of the Best 2025

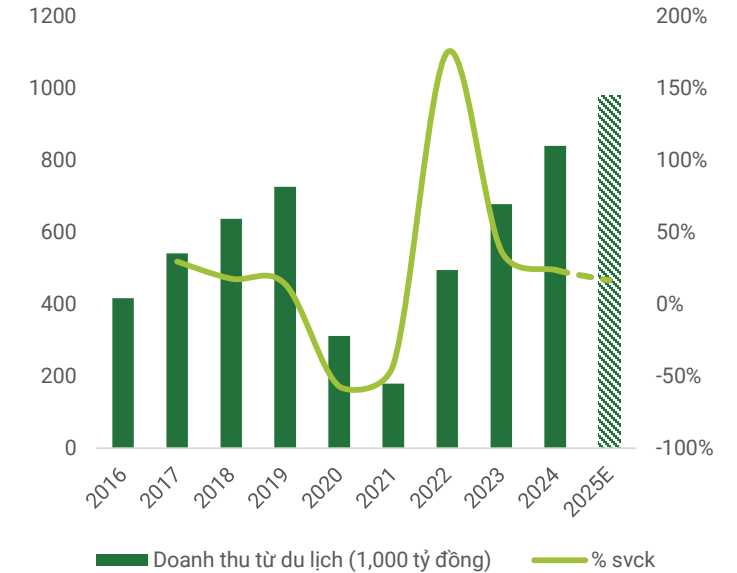
Nguồn: Tripadvisor

Chúng tôi dự phóng khách du lịch nước ngoài và nội địa tăng trưởng lần lượt 22%/13% svck in 2025



Nguồn: Tổng Cục du lịch Việt Nam, PHS

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ du lịch tăng từ 16.7%-25% svck to 1,000-1,050 tỷ đồng trong 2025



Nguồn: Tổng Cục du lịch Việt Nam, PHS

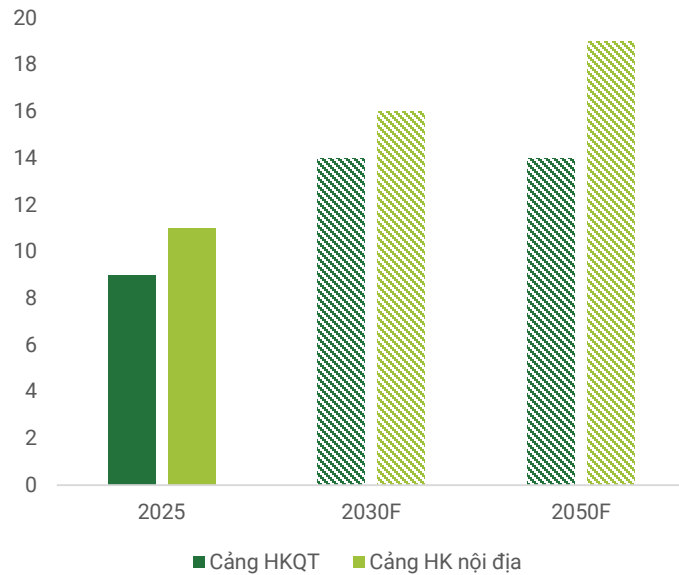
Việt Nam có những lợi thế bền vững để phát triển du lịch

- Cảnh quan thiên nhiên tuyệt đẹp và di sản văn hóa phong phú
- Du lịch văn hóa của Việt Nam có tiềm năng phát triển to lớn
- Ẩm thực đặc sắc – lợi thế vàng của du lịch Việt Nam
- Chi phí du lịch thuộc hàng cạnh tranh nhất trong khu vực

Ngành du lịch Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ấn tượng

- Các đổi mới trong quảng bá và vận hành du lịch được kỳ vọng sẽ phát huy hiệu quả
- Du lịch quốc tế đến Việt Nam đã phục hồi hoàn toàn
- Khách du lịch quốc tế ngày càng quan tâm đến du lịch Việt Nam
- Du khách nội địa chi tiêu nhiều hơn cho du lịch
- Chính phủ đặt mục tiêu phát triển du lịch thành ngành kinh tế mũi nhọn
- Doanh thu từ du lịch được dự báo sẽ tăng trưởng ấn tượng

The Master plan for the development of the National Airport System for the 2021-2030 period and a vision to 2050



Nguồn: Decision No. 648/QĐ-TTg dated June 7, 2023

Airlines expand routes to new markets

Các hãng hàng không lớn	Khai thác đường bay năm 2024	Kế hoạch khai thác thêm đường bay năm 2025
Vietnam Airlines	Đang vận hành gần 100 đường bay nội địa và quốc tế kết nối tới hơn 1,150 điểm đến trên toàn cầu của liên minh SkyTeam. Năm 2024 Vietnam Airline mở 5 đường bay quốc tế đến Paris (Pháp), London (Anh), Munich (Đức), New York (Mỹ), Los Angeles (Mỹ), Ấn Độ and Manila (Philippines) trong 2024.	Vietnam Airlines đã đặt ra mục tiêu đầy tham vọng cho năm 2025, hướng tới vận hành hơn 156.000 chuyến bay và phục vụ hơn 25 triệu lượt hành khách, tương ứng với mức tăng 12% svck. Năm 2025, Vietnam Airline dự kiến mở mới 14 đường bay quốc tế Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, UAE, Nga, Ý...
VietJet Air	Vietjet Air là hãng hàng không có nhiều đường bay nhất VN với hơn 168 đường bay. Năm 2024, Vietjet Air dẫn đầu trong việc mở thêm nhiều đường bay quốc tế, với 7 đường bay trong nước và 12 đường bay quốc tế đưa thị phần vận chuyển khách nội địa lên 46% và thị phần vận chuyển khách quốc tế 25%. Hãng cũng hoàn thành mục tiêu nhận 10 tàu bay mới và đạt mốc sở hữu 115 tàu bay.	Năm 2025, hãng dự kiến mở đường bay đến thị trường châu Âu (Moscow and New Zealand) và châu Mỹ. Phát triển thêm các tuyến bay quốc tế tới Ấn Độ, Nhật bản, Hàn Quốc và Châu Âu, với các điểm đến như Moscow và Paris. VietJet cũng mở rộng các chuyến bay trong nước, bao gồm các đường bay mới tới các thành phố du lịch lớn và các khu vực chưa được khai thác hết
Bamboo Airways	Là hãng hàng không lớn thứ 3 tại Việt nam Bamboo Airways cũng đang nỗ lực mở rộng các tuyến quốc tế tới các thị trường tiềm năng như Singapore, Nhật Bản, và Hàn Quốc. Hãng hàng không này cũng đang phát triển các chuyến bay dài đến Châu Âu.	Bamboo Airways hiện đang nghiên cứu để mở lại các đường bay quốc tế mà hãng đã từng khai thác trước khi tái cơ cấu vào cuối năm 2024 và nửa đầu 2025, trước mắt sẽ tập trung vào các thị trường đường bay có dung lượng lớn như Thái Lan, Đài Loan (Trung Quốc), Hàn Quốc...

Nguồn: PHS tổng hợp

Mở rộng công suất hàng không để đáp ứng nhu cầu gia tăng

Việt Nam hiện có 22 sân bay phục vụ 101,1 triệu lượt hành khách mỗi năm. Tuy nhiên, 70% số sân bay này – bao gồm các trung tâm quan trọng như Nội Bài, Đà Nẵng, Tân Sơn Nhất, Cam Ranh và Phú Quốc – đều đang quá tải. Chính phủ đã triển khai kế hoạch mở rộng để nâng tổng công suất lên 246,35 triệu lượt hành khách mỗi năm.

Các hãng hàng không mở rộng đường bay đến các thị trường mới

Các hãng hàng không lớn của Việt Nam như Vietnam Airlines, VietJet Air và Bamboo Airways liên tục mở rộng mạng lưới bay cả trong nước và quốc tế.

Cải thiện hạ tầng giao thông trong nước giúp việc đi lại dễ dàng hơn

Việt Nam đặt mục tiêu nâng cấp và mở rộng hệ thống giao thông công cộng tại các thành phố lớn. Các dự án này nhằm cải thiện hạ tầng, giảm ùn tắc, góp phần nâng cao trải nghiệm của khách du lịch.

NGÀNH DỊCH VỤ PHI HÀNG KHÔNG: HƯỞNG LỢI TỪ TRIỂN VỌNG NGÀNH DU LỊCH

Mức độ cạnh tranh trong ngành phi hàng không Việt Nam ở mức trung bình – cao

Các doanh nghiệp hoạt động trong ngành dịch vụ phi hàng không tại Việt Nam

Doanh nghiệp	Mã chứng khoán	Địa bàn kinh doanh	Ngành nghề kinh doanh chính	Đối thủ cạnh tranh trực tiếp
CTCP Xuất nhập khẩu Hàng không	HNX: ARM	Cảng HKQT Nội Bài và Tân Sơn Nhất	- Nhập khẩu và phân phối phụ tùng máy bay, các thiết bị mặt đất tại sân bay, các sản phẩm phục vụ trên máy bay. - Đại lý cho các hãng hàng không, ...	SGN
CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn	HSX: SGN	Cảng HKQT Tân Sơn Nhất	- Khai thác kết cấu hạ tầng, trang thiết bị ngành hàng không và sân bay. - Cung ứng dịch vụ bảo dưỡng máy bay. - Đại lý cho các hãng hàng không	ARM
CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco	HSX: AST	Cảng HKQT Nội Bài, Phú Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh, Tân Sơn Nhất, Phú Quốc; Cảng HK Vân Đồn	- Kinh doanh hàng lưu niệm và hàng miễn thuế. - Cung cấp dịch vụ nhà hàng, phòng chờ hạng sang, dịch vụ khách sạn, dịch vụ quảng cáo. - Sản xuất cung cấp suất ăn hàng không.	SAS, NCS, MAS
CTCP Dịch vụ Hàng không sân bay Tân Sơn Nhất	UpCoM: SAS	Cảng HKQT Cam Ranh, Tân Sơn Nhất, Phú Quốc	- Kinh doanh hàng lưu niệm và hàng miễn thuế. - Cung cấp dịch vụ nhà hàng, phòng chờ hạng sang, khu nghỉ dưỡng cao cấp. - Vận chuyển hành khách và xuất khẩu hàng hóa.	AST, CIA
CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng	HNX: MAS	Cảng HKQT Phú Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh	- Kinh doanh hàng miễn thuế, - Cung cấp dịch vụ nhà hàng, khách sạn - Vận tải hành khách, quảng cáo - Cung cấp suất ăn hàng không	AST
CTCP Suất ăn hàng không Nội Bài	UpCoM: NCS	Cảng HKQT Nội Bài và Cát Bi	- Chuyên cung cấp suất ăn tại Cảng hàng không quốc tế Nội Bài (Hà Nội) và Cảng hàng không quốc tế Cát Bi (Hải Phòng)	
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài	HSX: NCT	Cảng HKQT Nội Bài	- Cung cấp dịch vụ phục vụ hàng hóa, xử lý hàng hóa, lưu kho và dịch vụ khác cho hơn 30 hãng hàng không trong và ngoài nước tại sân bay Nội Bài	
CTCP Dịch vụ Sân bay Quốc tế Cam Ranh	HNX: CIA	Cảng HKQT Cam Ranh	- Kinh doanh hàng miễn thuế, phòng chờ hạng sang và F&B tại sân bay	SAS, AST

Nguồn: PHS tổng hợp

Việt Nam hiện có 22 sân bay, bao gồm 10 sân bay quốc tế và 12 sân bay nội địa. Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV), với 95,4% vốn nhà nước, là đơn vị duy nhất quản lý, đầu tư và vận hành 21 trong số các sân bay này – ngoại trừ sân bay Vân Đồn, sân bay tư nhân đầu tiên của Việt Nam, được xây dựng và vận hành bởi Tập đoàn Sun Group. Do đó, tất cả dịch vụ phi hàng không tại các sân bay này được tổ chức thông qua đấu thầu do ACV quản lý.

Ngành dịch vụ phi hàng không tại Việt Nam chủ yếu do một vài công ty lớn, có nhiều năm kinh nghiệm và chuyên môn đảm nhiệm."

NGÀNH DỊCH VỤ PHI HÀNG KHÔNG: HƯỞNG LỢI TỪ TRIỂN VỌNG NGÀNH DU LỊCH

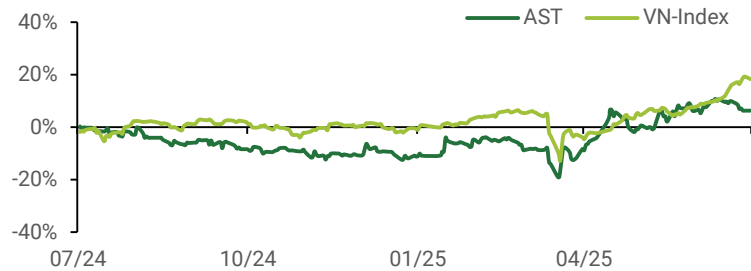
Mức độ cạnh tranh trong ngành phi hàng không Việt Nam ở mức trung bình – cao

Áp lực cạnh tranh trung bình – cao của các doanh nghiệp trong ngành dịch vụ phi hàng không

5 áp lực cạnh tranh	Mức độ cạnh tranh	Ghi chú
Đối thủ hiện tại	Cao	- Số lượng đơn vị bán lẻ cạnh tranh tại sân bay lớn như SAS, NCS, và thương hiệu quốc tế Tập đoàn DFG
Sản phẩm/Dịch vụ thay thế	Trung bình - Cao	- Hàng miễn thuế, quà lưu niệm khách hàng có nhiều sự lựa chọn thay thế, nhưng suất ăn trên máy bay và phòng chờ có ít sự lựa chọn thay thế hơn. - Tuy nhiên, hàng hóa tại sân bay có thể mua được ở bên ngoài với mức giá rẻ hơn - Hàng lưu niệm và hàng miễn thuế không có sự khác biệt lớn
Đe dọa gia nhập mới	Trung bình	- Tiêu chuẩn về an toàn, an ninh và chất lượng dịch vụ yêu cầu rất nghiêm ngặt đặc biệt đối với dịch vụ suất ăn và dịch vụ mặt đất. - Số lượng mặt bằng có hạn, lợi thế đàm phán khi thuê địa điểm của các đơn vị mới thấp hơn so với các đơn vị có vị thế trong ngành - Chi phí đầu tư cao hơn so với các cửa hàng ngoài sân bay bao gồm chi phí thuê mặt bằng, lương nhân viên, an ninh, bảo trì cửa hàng, chi phí logistics
Sức mạnh người mua	Cao	- Tính trung thành thấp - Khách hàng có nhiều sự lựa chọn đối với dịch vụ hàng lưu niệm và hàng miễn thuế - Khách hàng thường ít nhạy cảm về giá
Sức mạnh người bán	Cao	- Không nhiều nhà cung cấp xuất ăn hàng không đạt tiêu chuẩn để cung cấp dịch vụ đạt yêu cầu về chất lượng, số lượng và thời gian giao hàng

Nguồn: PHS tổng hợp

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	2,871
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	45
Free float (%)	35%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	28,400
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	68,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	44,880

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	149	178	188
Tăng trưởng EPS (%)	28.5%	24.4%	5.5%
Tăng trưởng BVPS (%)	4.1%	13.1%	4.9%
Biên lợi nhuận gộp (%)	61.1%	61.3%	61.3%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	19.4%	20.0%	20.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần (%)	11.2%	11.9%	12.0%

Điểm nhấn đầu tư

Vị thế dẫn đầu trong mảng dịch vụ phi hàng không

AST là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực dịch vụ phi hàng không, với mạng lưới bán lẻ lớn nhất tại các sân bay quốc tế trên toàn quốc. Cung cấp danh mục dịch vụ đa dạng, AST liên tục vượt trội so với các đối thủ về doanh thu và lợi nhuận.

Tận dụng đà tăng trưởng của ngành du lịch Việt Nam

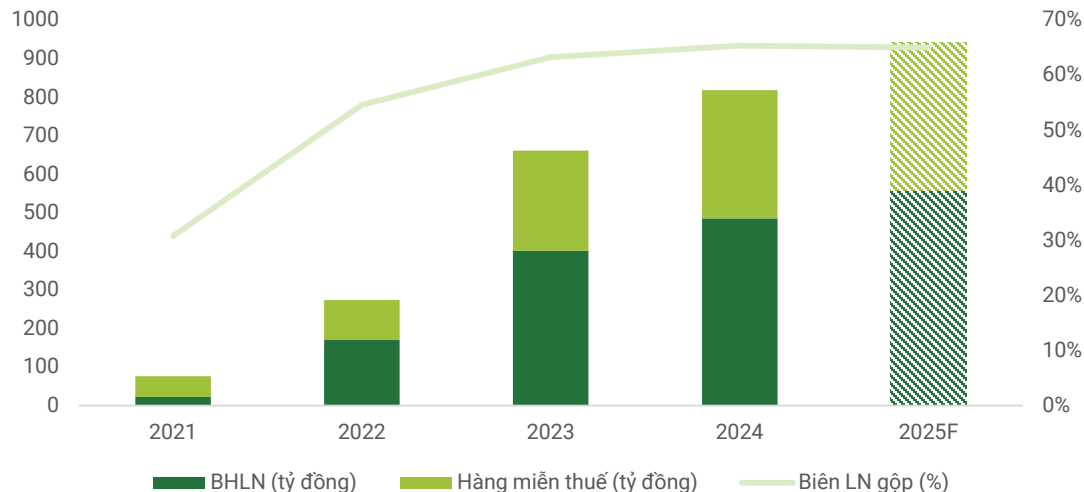
Với việc du lịch được xác định là động lực kinh tế chủ chốt, Chính phủ đang tích cực đầu tư phát triển hạ tầng, thúc đẩy đổi mới sáng tạo và đa dạng hóa sản phẩm nhằm nâng cao trải nghiệm du khách. Dự kiến, Việt Nam sẽ đón 21 triệu lượt khách quốc tế (+22% svck) và 120 triệu lượt khách nội địa (+13.6% svck) trong năm 2025, qua đó thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ cho các dịch vụ phi hàng không.

Dịch vụ suất ăn trên máy bay sẽ đóng góp nhiều hơn vào lợi nhuận

Công ty Vinacs Long Thành – công ty con của Vinacs – sẽ đầu tư và vận hành nhà máy suất ăn hàng không thứ hai tại sân bay quốc tế Long Thành. Dự án này được kỳ vọng sẽ gia tăng lợi nhuận khi sân bay chính thức đi vào hoạt động.

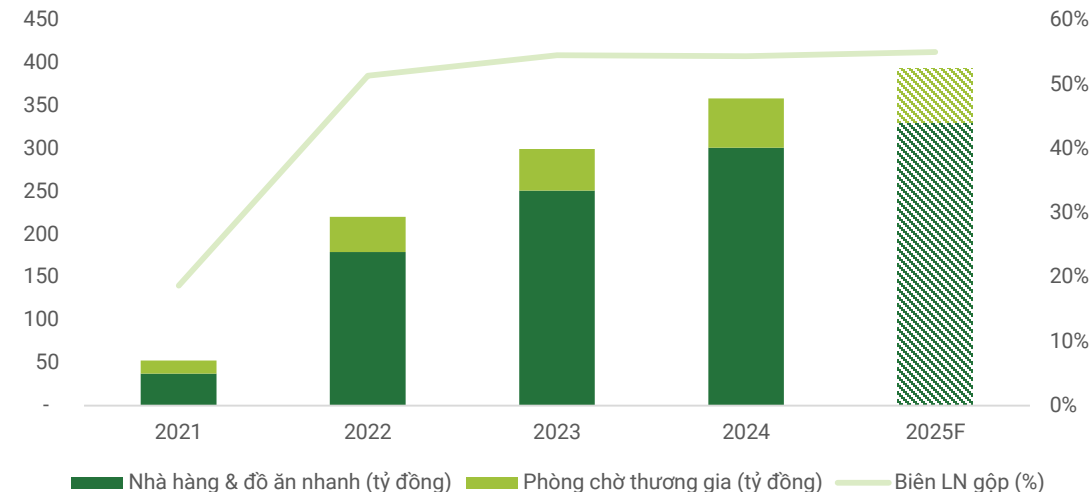
Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	604	1,100	1,330	1,494	1,565
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	34	151	202	237	250
EPS (VND/cổ phiếu)	495	2,473	3,179	3,955	4,172
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	8,769.5	11,230.4	11,695.9	13,222.3	13,866.7
ROE (%)	5.9%	22.9%	28.2%	29.9%	30.1%
ROA (%)	4.0%	15.2%	17.4%	20.7%	20.5%
P/E (x)	110.6	20.1	18.6	16.5	16.5
P/B (x)	6.5	4.76	5.1	5.0	4.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	2.24%	5.02%	7.6%	7.6%

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng bán lẻ của AST tăng 15% svck đạt 941 tỷ đồng năm 2025



Nguồn: AST, PHS

Doanh thu nhà hàng & đồ ăn nhanh và phòng chờ thương gia tăng 20%/18% svck đạt 301/58 tỷ trong 2025



Nguồn : AST, PHS

Lượng hành khách gia tăng dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng mạnh trong các mảng bán hàng lưu niệm, miễn thuế và dịch vụ ăn uống nhanh tại các sân bay.

Chúng tôi dự báo doanh thu bán lẻ tại sân bay của AST sẽ tăng 15% so với cùng kỳ, đạt 941 tỷ đồng trong năm 2025. Trong đó:

- Bán hàng lưu niệm đóng góp 559 tỷ đồng (chiếm 59%)
- Bán hàng miễn thuế đóng góp 333 tỷ đồng (chiếm 41%)

Doanh thu từ nhà hàng và đồ ăn nhanh dự kiến tăng 20% YoY, đạt 301 tỷ đồng, doanh thu dịch vụ phòng chờ VIP dự kiến tăng 18% YoY, đạt 58 tỷ đồng

Các mảng kinh doanh tại sân bay sẽ tiếp tục đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của công ty nhờ biên lợi nhuận vượt trội. Dự kiến trong năm 2025:

- Biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ duy trì ở mức 65%
- Biên lợi nhuận gộp mảng nhà hàng duy trì ở mức 55%

Mở rộng công suất tại Cảng hàng không Quốc tế Long Thành

- Công suất: 20,000 suất/ngày
- Khởi công: 19/02/2025
- Dự kiến đưa vào sử dụng: Tháng 6/2026
- Vị trí: Nằm trong khu vực E-09 (Khu số 02) tại Cảng hàng không quốc tế Long Thành.
Cách trung tâm TP. Hồ Chí Minh khoảng 35 km về hướng Đông.
Cách Cảng HKQT Tân Sơn Nhất khoảng 40 km.
Cách thành phố Biên Hòa (Đồng Nai) 30 km về hướng Đông Nam.
Khu nhà sản xuất chính có tổng diện tích 15.850 m² (2 tầng nổi và 1 tầng hầm) được bố trí toàn bộ dây chuyền sản xuất, máy móc thiết bị để chế biến suất ăn bao gồm tất cả các công đoạn từ nhập hàng, thu hồi, rửa, lưu kho, chế biến suất ăn, kho bảo quản, kho hàng hóa cho tới khu xuất hàng.

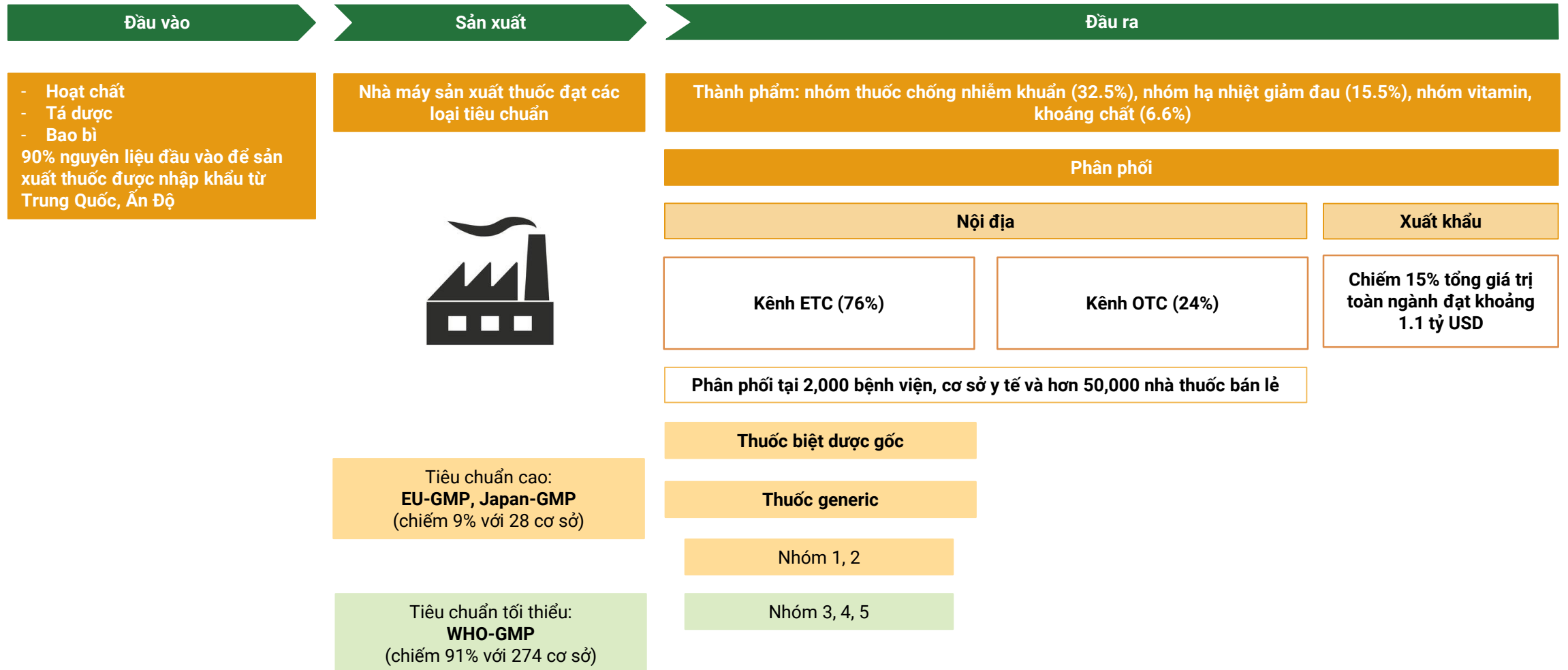
Mới đây, công ty TNHH Suất ăn hàng không Vinacs Long Thành (Vinacs Long Thành), công ty con của Vinacs, đã ký kết với Cục Hàng không Việt Nam hợp đồng Dự án đầu tư xây dựng và kinh doanh dịch vụ cung cấp suất ăn hàng không số 2 tại Cảng hàng không Quốc tế Long Thành. Vinacs Long Thành sẽ trở thành nhà đầu tư cho một trong hai dự án suất ăn hàng không tại Cảng hàng không Quốc tế Long Thành. Chúng tôi kỳ vọng mảng suất ăn trên máy bay sẽ đóng góp nhiều hơn vào lợi nhuận của AST khi Cảng hàng không Quốc tế Long Thành đi vào hoạt động năm 2026.

NGÀNH DƯỢC PHẨM

Nền tảng vững chắc

- Tổng quan ngành Dược phẩm Việt Nam
- Cơ hội tăng trưởng 2H2025
- Định giá và khuyến nghị





STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (Tỷ đồng)	% Tăng trưởng doanh thu (% YoY)									% Tăng trưởng NPAT-MI (% YoY)								
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
1	DHG	HOSE	14,055.20	15.4%	3.0%	-5.4%	15.4%	2.4%	-4.1%	-3.4%	-5.0%	-5.1%	41.4%	12.3%	-36.7%	10.5%	-38.4%	-26.9%	-6.1%	-21.4%	19.8%
2	IMP	HOSE	7,492.54	52.5%	24.0%	11.7%	9.2%	2.5%	17.6%	16.7%	7.2%	21.0%	48.0%	70.9%	24.9%	-8.4%	-20.4%	-17.3%	3.9%	66.7%	20.3%
3	DVN	UPCoM	5,756.49	16.0%	-6.6%	-11.2%	7.9%	-2.8%	15.8%	-4.0%	-10.6%	4.0%	150.0%	-1415.1%	74.4%	119.2%	-17.9%	68.2%	31.3%	-55.0%	-10.0%
4	DBD	HOSE	5,304.50	6.4%	22.9%	4.4%	-4.4%	0.5%	4.6%	5.2%	7.5%	14.9%	33.7%	25.1%	24.5%	-25.3%	-1.9%	-2.8%	11.6%	2.9%	20.6%
5	TRA	HOSE	3,258.01	-0.8%	-12.4%	-4.7%	0.7%	-11.6%	19.9%	-2.1%	5.4%	1.4%	-12.6%	-3.8%	-9.0%	38.2%	-26.0%	-6.8%	-41.5%	48.7%	-22.7%
6	DMC	HOSE	2,292.01	12.9%	0.2%	11.4%	7.8%	3.4%	15.5%	0.7%	21.7%	11.9%	5.1%	-1.8%	-9.2%	-18.5%	24.1%	9.2%	-26.5%	32.9%	14.8%
7	DTP	UPCoM	2,259.08	94.7%	59.2%	25.6%	15.3%	21.6%	16.1%	4.7%	22.7%	16.0%	575.1%	316.3%	18.3%	32.1%	48.8%	31.8%	-4.7%	-8.9%	1.5%
8	DCL	HOSE	1,979.41	8.9%	23.9%	6.1%	12.8%	17.4%	9.4%	-9.1%	31.2%	22.3%	12.3%	-31.0%	-98.0%	-34.0%	51.8%	-37.4%	145.7%	-34.4%	13.0%
9	OPC	HOSE	1,482.78	-47.9%	23.3%	-20.1%	7.9%	11.6%	-18.3%	-12.8%	4.4%	-4.8%	-27.8%	28.6%	-15.4%	-32.8%	10.0%	-40.4%	-28.7%	24.0%	-24.8%
10	FIT	HOSE	1,454.91	-6.0%	-40.5%	6.4%	19.7%	21.9%	20.9%	-13.1%	18.4%	26.0%	1464.2%	-1537.1%	-1089.7%	1008.9%	-74.3%	-117.6%	-114.5%	-87.4%	-70.1%
11	DP3	HNX	1,244.85	-5.5%	-19.0%	-15.8%	-21.9%	-13.4%	1.5%	4.5%	18.6%	-11.3%	9.4%	6.7%	15.8%	24.0%	-9.1%	-12.3%	12.9%	-0.9%	8.3%
12	PMC	HNX	1,137.64	-11.6%	-3.2%	20.2%	4.3%	-1.9%	32.3%	-16.0%	3.6%	24.1%	-18.0%	6.4%	1.9%	7.4%	-3.0%	5.4%	3.5%	-20.0%	54.4%
Trung bình				11.3%	6.2%	2.4%	6.2%	4.3%	10.9%	-2.4%	10.4%	10.0%	190.1%	-210.2%	-91.5%	93.4%	-4.7%	-12.2%	-1.1%	-4.4%	2.1%
Trung vị				7.7%	1.6%	5.3%	7.9%	2.5%	15.6%	-2.8%	7.4%	13.4%	23.0%	6.6%	-3.6%	9.0%	-6.0%	-9.5%	-0.6%	-4.9%	10.6%

Nguồn: PHS tổng hợp

- Hầu hết các công ty dược đều ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong quý 1/2025. Trong đó, IMP, DBD và DCL ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội so với cùng kỳ năm trước, lần lượt là 21.0%, 14.9% và 22.3% YoY.
- Kể từ đầu năm 2025, kênh OTC đã ghi nhận sự phục hồi rõ nét và trở thành động lực tăng trưởng của toàn ngành dược. Đáng chú ý, các chiến dịch điều tra và xử lý thuốc giả gần đây do Chính phủ thực hiện đã góp phần củng cố niềm tin người tiêu dùng, thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm chính ngạch qua kênh OTC.

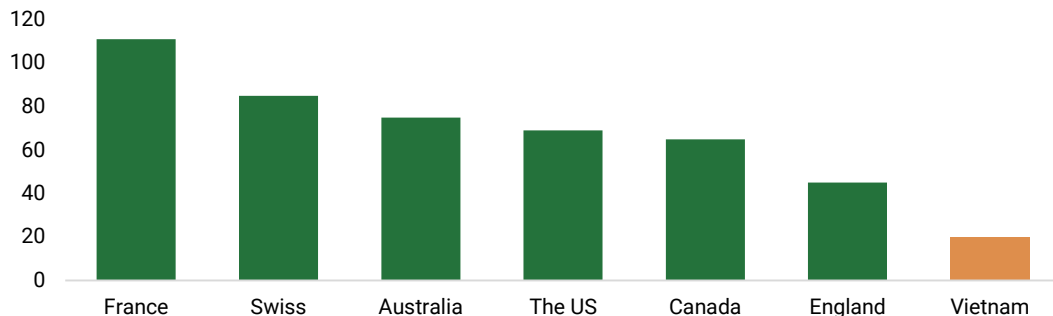
STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Biên lợi nhuận gộp									Biên lợi nhuận ròng								
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
1	DHG	HOSE	12,917.71	50.0%	48.7%	46.8%	42.6%	40.7%	45.0%	43.4%	45.7%	47.5%	29.4%	22.8%	15.1%	17.0%	17.7%	17.4%	14.7%	14.1%	22.3%
2	IMP	HOSE	7,946.86	48.2%	43.9%	38.8%	33.8%	36.8%	38.8%	38.3%	40.7%	39.5%	16.2%	18.1%	14.9%	11.9%	12.6%	12.7%	13.3%	18.5%	12.5%
3	DVN	UPCoM	5,691.56	11.1%	10.5%	12.6%	9.1%	12.9%	10.1%	10.6%	9.9%	11.1%	9.0%	11.9%	4.6%	4.7%	7.9%	16.9%	6.5%	2.3%	6.9%
4	DBD	HOSE	5,164.17	50.0%	49.7%	48.5%	45.5%	49.1%	49.2%	49.5%	45.3%	51.7%	17.9%	18.0%	16.3%	13.3%	17.5%	16.7%	17.3%	12.7%	18.4%
5	TRA	HOSE	2,897.39	55.7%	59.9%	51.8%	50.0%	55.7%	50.7%	53.0%	51.6%	51.6%	12.8%	15.2%	12.2%	9.7%	11.0%	11.7%	7.8%	13.2%	8.6%
6	DMC	HOSE	2,153.10	19.5%	23.2%	20.7%	23.1%	23.3%	23.1%	16.3%	24.6%	20.5%	8.1%	11.9%	10.0%	12.3%	9.8%	11.3%	7.3%	13.5%	10.0%
7	DTP	UPCoM	2,648.58	50.8%	53.9%	54.7%	58.2%	56.1%	53.3%	50.3%	51.5%	51.9%	16.8%	18.9%	24.9%	15.0%	20.5%	21.4%	22.6%	11.1%	18.0%
8	DCL	HOSE	2,085.32	21.6%	16.3%	13.5%	21.0%	22.8%	14.1%	15.0%	12.9%	23.6%	6.2%	6.9%	0.3%	7.4%	8.0%	4.0%	0.7%	3.7%	7.4%
9	OPC	HOSE	1,518.01	44.2%	41.8%	44.3%	40.3%	47.1%	38.7%	40.1%	40.7%	43.3%	14.7%	14.2%	14.2%	7.5%	15.1%	10.4%	11.6%	9.2%	11.5%
10	FIT	HOSE	1,556.89	17.5%	20.2%	19.3%	21.9%	22.9%	20.1%	22.3%	17.1%	24.6%	61.6%	-44.8%	-34.5%	8.6%	17.6%	11.2%	7.0%	3.6%	7.3%
11	DP3	HNX	1,128.75	69.2%	68.4%	70.9%	66.5%	68.2%	66.5%	64.2%	65.5%	66.2%	20.2%	31.3%	20.7%	51.6%	21.3%	27.1%	22.4%	43.1%	26.0%
12	PMC	HNX	1,026.58	35.5%	37.6%	32.3%	35.7%	35.4%	36.6%	39.7%	38.4%	43.5%	14.7%	22.1%	14.2%	18.7%	14.5%	17.6%	17.5%	14.4%	18.1%
Average				39.4%	39.5%	37.9%	37.3%	39.3%	37.2%	36.9%	37.0%	39.6%	19.0%	12.2%	9.4%	14.8%	14.5%	14.9%	12.4%	13.3%	13.9%
Median				46.2%	42.9%	41.5%	38.0%	38.7%	38.7%	39.9%	40.7%	43.4%	15.5%	16.6%	14.2%	12.1%	14.8%	14.7%	12.5%	12.9%	12.0%

Nguồn: PHS tổng hợp

- IMP ghi nhận biên lợi nhuận giảm trong 2 năm gần đây do chi phí khấu hao từ nhà máy mới IMP4.
- DBD, TRA, DP3 là những cái tên đáng chú ý ghi nhận biên lợi nhuận vượt trội hơn so với ngành nhờ:
 - DBD sở hữu danh mục thuốc dẫn đầu ngành với 65% tỷ trọng doanh thu thuộc về nhóm thuốc chống ung thư, dung dịch thẩm phân và thuốc kháng sinh mang lại biên lợi nhuận hấp dẫn
 - TRA và DP3 chuyên sản xuất thuốc đông dược có nguồn gốc từ nguyên liệu thiên nhiên, ít bị tác động bởi nguồn nguyên liệu hóa dược nhập khẩu

Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới với thời gian chuyển đổi từ giai đoạn già hóa dân số sang dân số già chỉ mất khoảng 20 năm

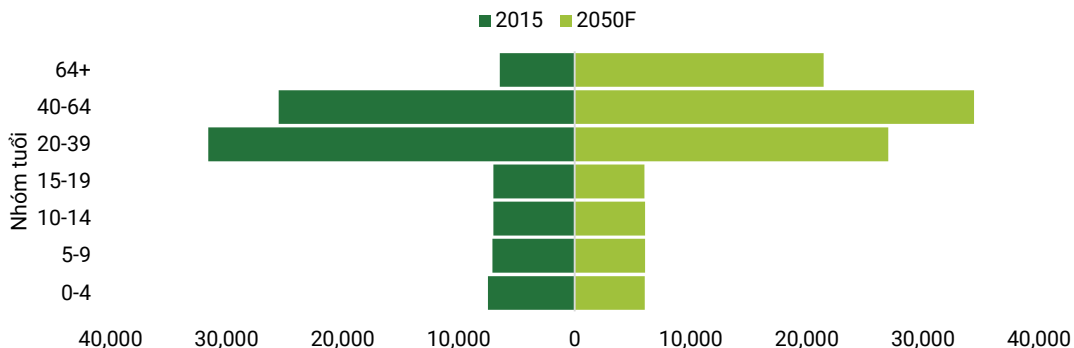
Thời gian chuyển từ giai đoạn già hóa dân số sang dân số già (năm)



Nguồn: Bộ Y tế, PHS tổng hợp

Tỷ lệ người cao tuổi gia tăng thúc đẩy nhu cầu về thuốc điều trị bệnh mạn tính

Tháp dân số Việt Nam 2015 – 2050F (1000 người)



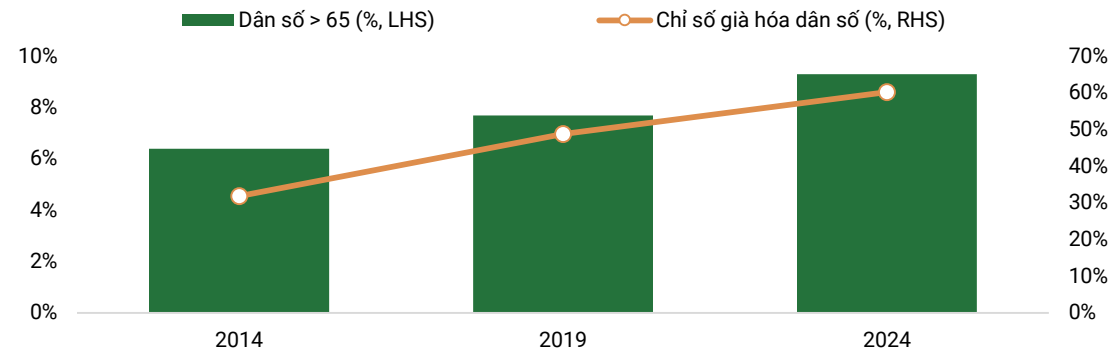
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2H2025

Già hóa dân số tạo ra nhu cầu cấp thiết về chăm sóc sức khỏe

Tại Việt Nam, chỉ số già hóa dân số tăng nhanh trong 10 năm trở lại đây và có xu hướng tiếp tục tăng trong những năm tiếp theo. Người cao tuổi thường phải điều trị lâu dài, sử dụng nhiều loại thuốc để kiểm soát bệnh mãn tính, giảm đau

Chỉ số già hóa dân số tại Việt Nam

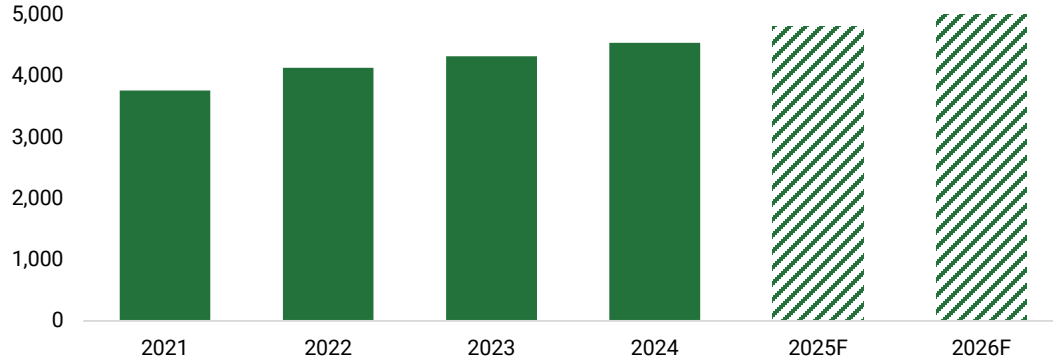


Nguồn: GSO 2024, PHS ước tính

- Theo Tổng cục Dân số - Kế hoạch hóa gia đình, xu hướng “già hóa dân số” tại Việt Nam đang diễn ra nhanh chóng. Theo dự báo của GSO, đến năm 2030, tỷ lệ người dân trên 60 tuổi sẽ vào khoảng 18 triệu người, tăng gần 4 triệu người so với năm 2024, đặt ra nhu cầu cấp thiết về chăm sóc sức khỏe và dược phẩm cho người cao tuổi.
- Tại Việt Nam, người trên 60 tuổi trung bình mắc từ 3 đến 4 bệnh mạn tính, trong khi người từ 80 tuổi trở lên có thể mắc tới 6 bệnh. Điều này dẫn đến chi phí chăm sóc y tế cho người cao tuổi cao gấp 7 - 10 lần so với người trẻ tuổi, làm tăng đáng kể gánh nặng tài chính cho hệ thống y tế và gia đình.
- Ngoài ra, Theo Bộ Y tế, tại Việt Nam, ước tính mỗi năm số ca tử vong do bệnh mạn tính chiếm đến 84% tổng số ca tử vong, chủ yếu là do bệnh tim mạch, ung thư, tiểu đường và bệnh phổi tắc nghẽn mạn tính. Trong bối cảnh này, chi tiêu cho dược phẩm tại Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh.

Mức sống người dân Việt Nam đã dần cải thiện với GDP bình quân đầu người có thể tăng lên mức 7,500 USD vào năm 2030F với tốc độ tăng trưởng GDP toàn quốc dự kiến đạt 7%/năm

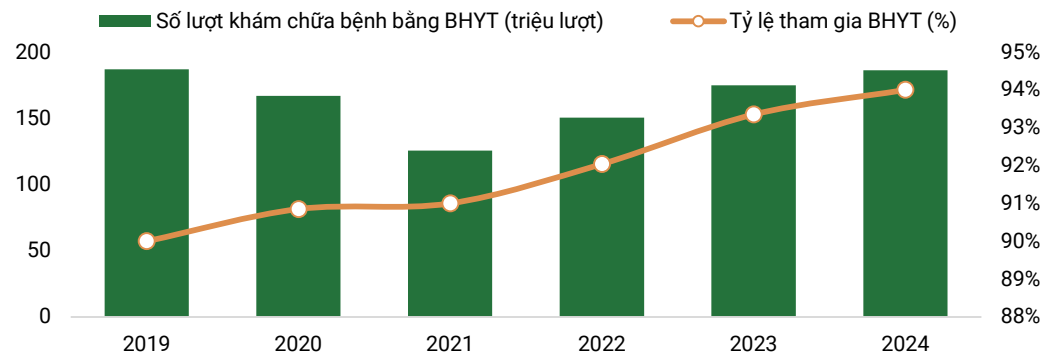
GDP bình quân đầu người tại Việt Nam (USD/người)



Nguồn: IMF, PHS tổng hợp

Tỷ lệ người dân tham gia BHYT tự nguyện tăng dần qua các năm và đang tiệm cận mục tiêu BHYT toàn dân

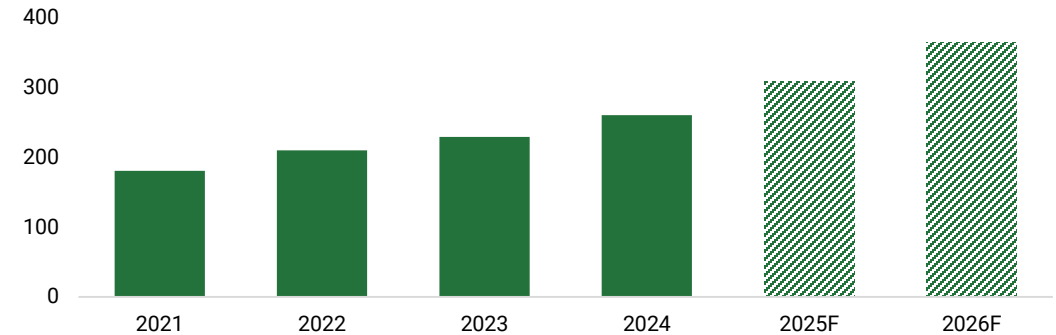
Tỷ lệ tham gia BHYT tại Việt Nam



Nguồn: Bảo hiểm xã hội Việt Nam, PHS tổng hợp

Nhờ đó, người dân Việt Nam sẽ có khả năng chi trả dễ dàng hơn cho các dịch vụ y tế cá nhân, như bảo hiểm sức khỏe, khám bệnh định kỳ và các loại thuốc cần thiết

Chi tiêu y tế bình quân đầu người tại Việt Nam



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

- Theo IMF, GDP bình quân đầu người Việt Nam năm 2025F dự kiến đạt 4,647 USD/người, tăng lên từ mức 3,550 USD/người vào năm 2020, cho thấy mức sống của người dân đang dần cải thiện. Dự báo đến năm 2030, GDP bình quân đầu người có thể tăng lên mức 7,500 USD với tốc độ tăng trưởng GDP toàn quốc dự kiến đạt 7% mỗi năm. Nhờ đó, người dân Việt Nam sẽ có khả năng chi trả dễ dàng hơn cho các dịch vụ y tế.
- Ngoài ra, sau giai đoạn đại dịch Covid-19, nhu cầu chăm sóc sức khỏe của người dân Việt Nam đã có sự gia tăng đáng kể. Cụ thể, theo Bảo hiểm xã hội Việt Nam, số lượt khám chữa bệnh bằng Bảo hiểm Y tế tăng mạnh từ mức 125.6 triệu lượt vào năm 2021 lên mức 186.2 triệu lượt vào năm 2024. Sự gia tăng này phản ánh sự chuyển dịch ngày càng tăng từ việc mua thuốc không kê đơn sang sử dụng thuốc theo toa được bảo hiểm chi trả nhằm giảm chi phí cho người bệnh. Do đó, kênh ETC đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi tỷ lệ tham gia bảo hiểm y tế ngày càng tăng.

Quyết định 1165/QĐ-TTg năm 2023 phê duyệt Chiến lược quốc gia phát triển ngành Dược Việt Nam giai đoạn đến năm 2030 và tầm nhìn đến năm 2045 ban hành tháng 10/2023:

- **70%** giá trị thị trường đến từ thuốc sản xuất trong nước
- **20%** cơ sở sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP, PICs-GMP hoặc tương đương

Những nỗ lực cải thiện khuôn khổ pháp lý cho ngành Dược, giải quyết các thách thức trong đấu thầu thuốc bệnh viện, giải quyết các vấn đề trong chuỗi cung ứng dược phẩm mở ra cơ hội cho ngành Dược

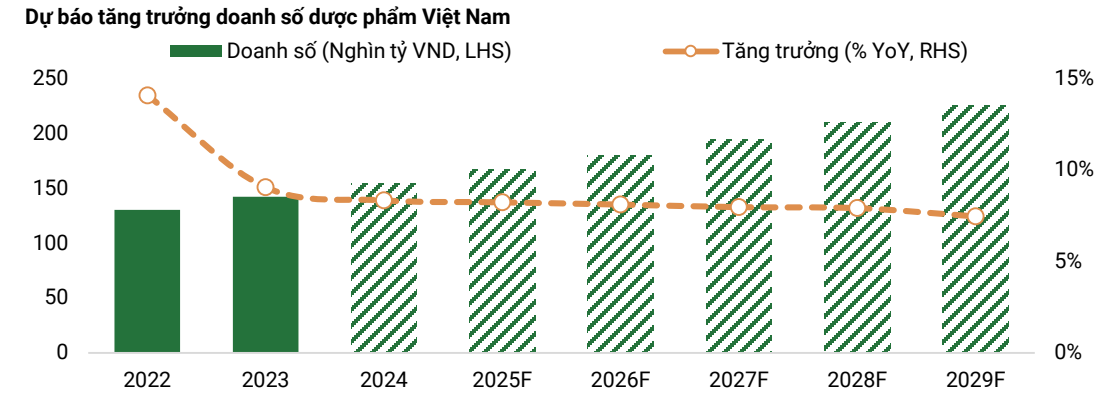
Văn bản	Nội dung	Nhận xét
Luật Dược sửa đổi 44/2024/QH15	Sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Dược: - Đơn giản hóa thủ tục đăng ký lưu hành thuốc, ưu đãi, ưu tiên đối với thuốc có giá trị cao, thuốc có hàm lượng công nghệ cao, thuốc first generic, thuốc tương đương sinh học - Cho phép loại hình kinh doanh thuốc kênh thương mại điện tử có hiệu lực từ 01/07/2025	Trong thời gian tới, Chính phủ sẽ tập trung đẩy mạnh các chính sách khuyến khích nâng cao năng lực sản xuất và trình độ phát triển của ngành dược phẩm trong nước. Các công ty có khả năng đầu tư vào R&D sẽ được hưởng lợi. Ngoài ra, việc hợp pháp hóa kênh phân phối mới như thương mại điện tử dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng ở kênh OTC, vốn đã chịu nhiều áp lực trong 2 năm qua.
Thông tư 07/2024/TT-BYT	Tạo ra một khung pháp lý trong đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập	Quy định về đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập đưa ra tiêu chuẩn về dây chuyền sản xuất khi tham gia vào các nhóm đấu thầu tạo lợi thế quan trọng cho các doanh nghiệp dược phẩm nội địa nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất cao tham gia đấu thầu vào nhóm có giá trị cao hơn
Thông tư 03/2024/TT-BYT	Ban hành danh mục 93 thuốc có ít nhất 03 hãng trong nước sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc đáp ứng nguyên tắc, tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP và đáp ứng tiêu chí kỹ thuật theo quy định của Bộ Y tế và về chất lượng, giá, khả năng cung cấp	Tạo điều kiện thuận lợi hơn cho nhà đầu tư mua sắm đối với các thuốc sản xuất trong nước, đồng thời thúc đẩy ngành công nghiệp sản xuất thuốc tại Việt Nam.

Nguồn: PHS tổng hợp

Văn bản	Nội dung	Nhận xét
Nghị định số 24/2024/NĐ-CP (02/2024)	Ưu đãi cho sản phẩm có nguồn gốc sản xuất tại Việt Nam	Thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất trong nước
Luật Bảo hiểm y tế sửa đổi, số 51/2024/QH15 (11/2024)	Quyền lợi mở rộng phạm vi bảo hiểm cho người tham gia bảo hiểm y tế	Giúp thúc đẩy tăng trưởng kênh ETC
Luật Đấu thầu số 22/2023/QH15	Quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động đấu thầu: Chỉ chào thầu thuốc xuất xứ trong nước khi có ít nhất 03 hãng trong nước sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc đáp ứng nguyên tắc, tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP và đáp ứng tiêu chí kỹ thuật theo quy định của Bộ Y tế và về chất lượng, giá, khả năng cung cấp	Gia tăng tính cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất thuốc trong nước sở hữu dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương
Quyết định 376/QĐ-TTg	Đặt ra mục tiêu tăng tỷ lệ sử dụng thuốc sản xuất nội địa đạt 75% vào năm 2025 và 80% vào năm 2030	Góp phần thúc đẩy tăng trưởng cho các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trong nước
Thông báo 176-TB/VPTW (25/4/2025)	Chính phủ đặt mục tiêu đến năm 2030, người dân được khám sức khỏe định kỳ miễn phí ít nhất 1 lần/năm, tiến tới bảo hiểm y tế toàn dân miễn phí (Tổng Bí thư Tô Lâm)	Hứa hẹn nhu cầu lớn về thuốc kê đơn qua kênh bệnh viện

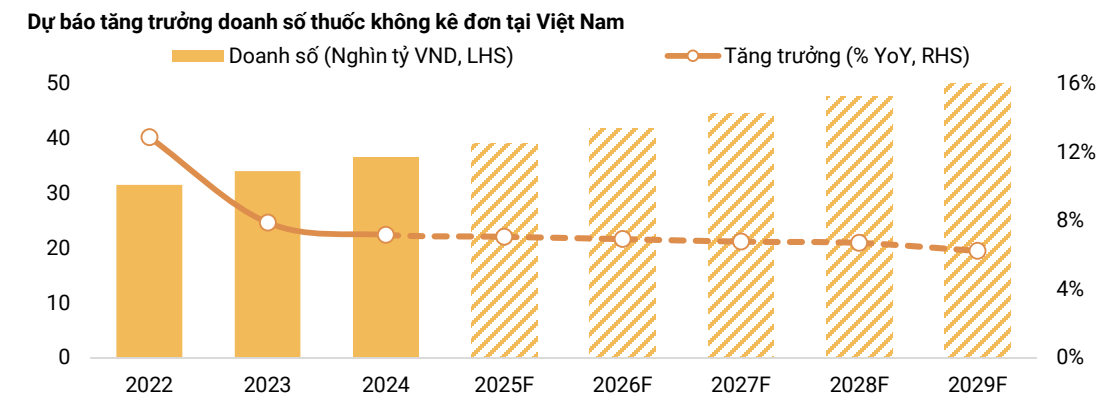
Nguồn: PHS tổng hợp

Theo BMI, ngành dược phẩm Việt Nam dự kiến tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép trong vòng 10 năm đạt 7.6%/năm



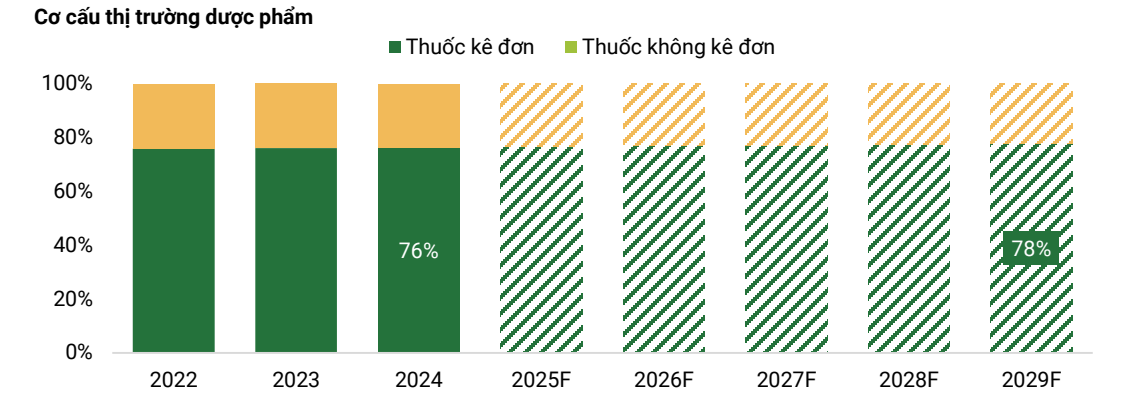
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Quy mô thị trường thuốc OTC dự kiến tăng trưởng chậm hơn do thị trường đã bão hòa và cạnh tranh cao tại các nhà thuốc bán lẻ



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Thuốc kê đơn tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu ngành dược



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

- Theo BMI, doanh số bán thuốc kênh OTC được kỳ vọng tăng trưởng chậm hơn so với thuốc kê đơn, dự kiến đạt 50 nghìn tỷ VND vào năm 2029F với tốc độ tăng trưởng kép đạt 6.1%/năm nhờ:

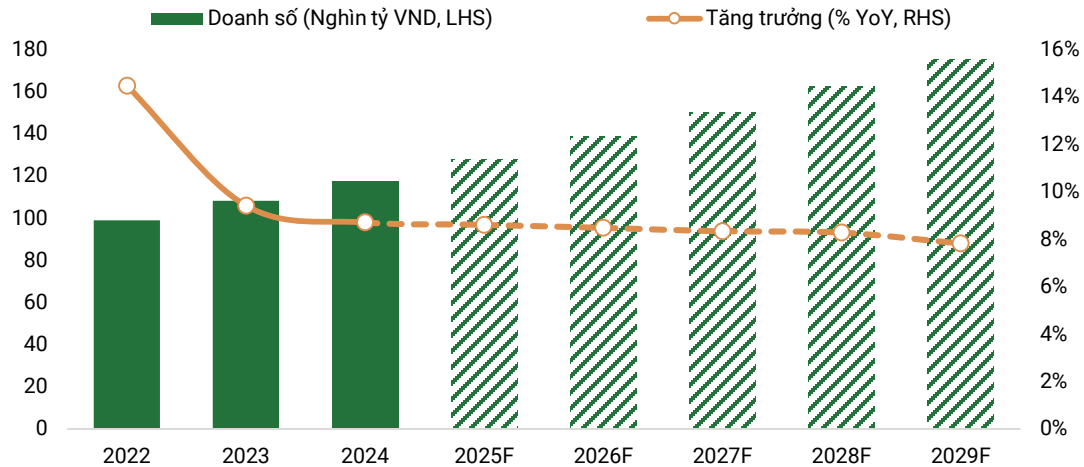
- Nhóm sản phẩm vitamins, thực phẩm chức năng, dinh dưỡng thể thao có triển vọng tốt
- Sự mở rộng của các chuỗi nhà thuốc như Long Châu, Pharmacity, An Khang, Phương Hoàng... góp phần củng cố chuỗi cung ứng
- Lệnh Dược sửa đổi có hiệu lực từ 01/07/2025 cho phép kinh doanh thuốc trên sàn thương mại điện tử thúc đẩy doanh số bán thuốc không kê đơn.
- Những cuộc điều tra gần đây về thuốc giả của cơ quan chức năng sẽ tạo động lực cho các doanh nghiệp dược trong nước đẩy mạnh tăng trưởng kênh OTC

- Tuy nhiên, thị trường thuốc không kê đơn có thể bị cản trở bởi:

- Nhu cầu thuốc kê đơn ngày càng tăng do mở rộng phạm vi bảo hiểm y tế.

Theo BMI, quy mô thị trường thuốc kê đơn được dự báo tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép đạt 7.7%/năm

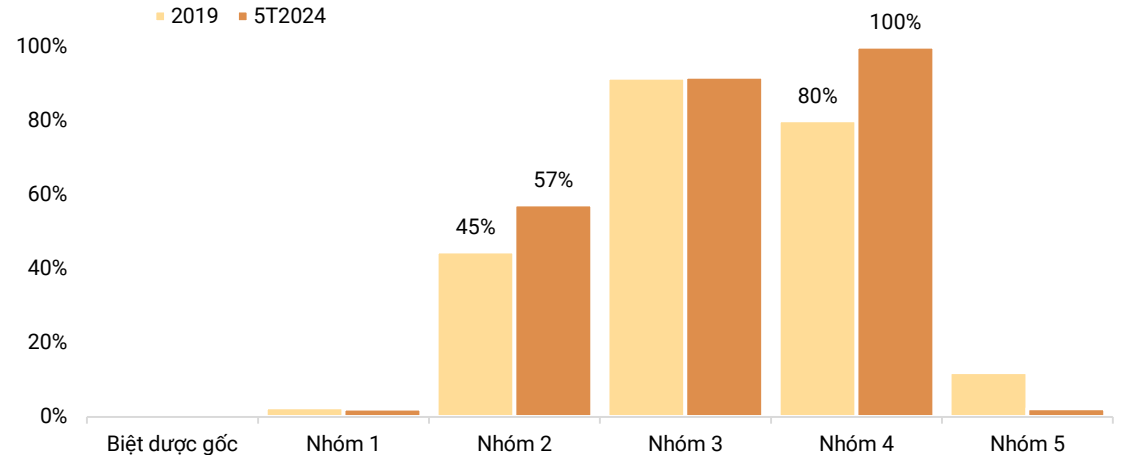
Dự báo tăng trưởng thuốc kê đơn tại Việt Nam



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Cuộc đua nâng cấp lên tiêu chuẩn sản xuất thuốc EU-GMP và các chính sách ưu tiên thuốc nội địa tạo cơ hội cho thuốc sản xuất trong nước còn nhiều dư địa để tăng trưởng tại nhóm 1 và nhóm 2

Tỷ lệ trúng thầu thuốc nội địa tại kênh bệnh viện năm 2019 và 5T2024



Nguồn: DAV, PHS tổng hợp

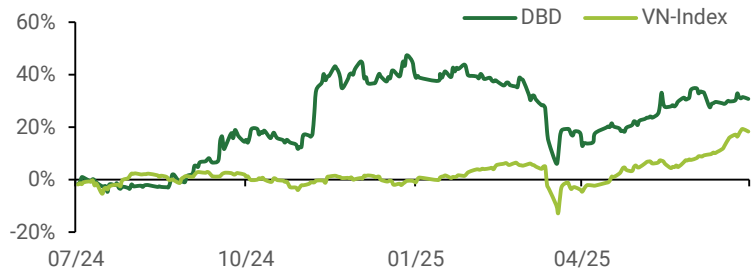
- Theo dữ liệu từ BMI, kênh ETC sẽ là động lực tăng trưởng chính của ngành dược phẩm Việt Nam với doanh số bán thuốc kê đơn dự kiến đạt 175 nghìn tỷ đồng vào năm 2029F với tốc độ tăng trưởng kép trong vòng 10 năm là 7.7%/năm nhờ:
 - Nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng tăng nhờ các yếu tố nhân khẩu học như già hóa dân số, tỷ lệ mắc bệnh mạn tính tăng, gia tăng bao phủ bảo hiểm y tế, gia tăng thu nhập;
 - Nỗ lực hoàn thiện khuôn khổ pháp lý ngành dược của Chính phủ thông qua các thông tư chính sách tháo gỡ khó khăn trong đấu thầu thuốc kênh bệnh viện, ưu tiên sử dụng thuốc nội;
 - Sự phát triển về cơ sở hạ tầng của các cơ sở y tế.
- Theo đó, thuốc kê đơn sẽ chiếm thị phần ngày càng tăng trên toàn thị trường, tăng dần từ mức 76% vào năm 2024 lên mức 78% vào năm 2029F.

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 21/7 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
DƯỢC PHẨM	DBD	2,027	17.3%	321	16.5%	2,310	14.0%	362	13.0%	68,000	55,000	18.3	2.9	24%	MUA
	IMP	2,650	20.2%	412	28.6%	3,009	13.6%	487	18.1%	55,000	52,000	20.3	3.2	6%	NẮM GIỮ

Chúng tôi chọn DBD dựa trên những triển vọng:

- (1) Quan điểm tích cực về ngành dược phẩm Việt Nam nhờ các yếu tố về nhân khẩu học, gia tăng thu nhập thúc đẩy nhu cầu về thuốc cùng các chính sách của Chính phủ ưu tiên sử dụng thuốc nội địa
- (2) DBD có lợi thế tăng trưởng bền vững và dài hạn nhờ danh mục sản phẩm dẫn đầu ngành (thuốc chống ung thư, dung dịch thẩm phân và thuốc kháng sinh) cùng kế hoạch xây dựng 2 nhà máy mới đạt chuẩn EU-GMP, góp phần tham gia đấu thầu tại kênh bệnh viện ở nhóm có giá trị cao

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	5,145
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	93.6
Free float (%)	83%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	247,092
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	62,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	39,500

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	290	325	335
Tăng trưởng EPS (%)	2.3%	19.1%	13.0%
Tăng trưởng BVPS (%)	-7.2%	5.7%	7.5%
Biên lợi nhuận gộp (%)	48.2%	48.8%	49.3%
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	20.7%	22.4%	23.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần (%)	15.9%	15.8%	15.7%

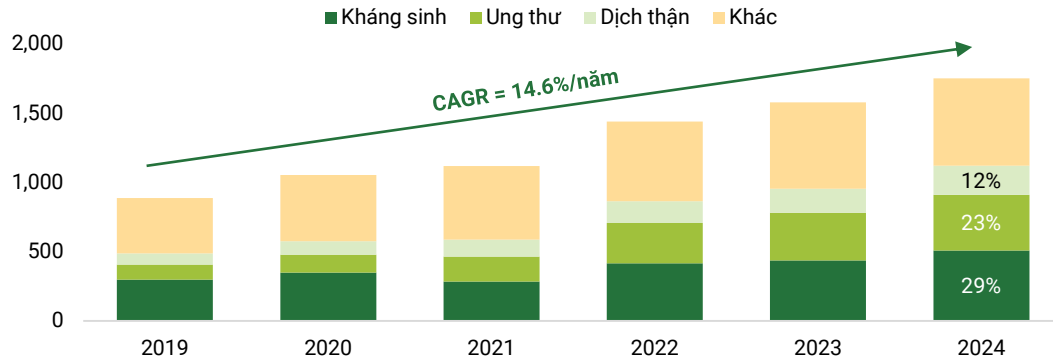
Điểm nhấn đầu tư

- **Thuốc viên ung thư điều trị trúng đích mở ra cơ hội tăng trưởng vượt trội cho DBD:** Công ty đang lên kế hoạch xin cấp phép lưu hành (visa) cho hơn 26 loại thuốc viên ung thư điều trị trúng đích mới. Trong đó, công ty đã gửi hồ sơ lên Cục Quản lý Dược từ tháng 10/2024 cho 04 sản phẩm, kỳ vọng sẽ được cấp phép vào đầu Q3/2025 và thương mại hóa từ năm 2026. Tại thị trường Việt Nam, thuốc viên điều trị ung thư trúng đích chiếm khoảng 45% thị trường thuốc ung thư nhưng toàn bộ phân khúc này được chi phối bởi các sản phẩm nhập khẩu đắt tiền mà hiếm khi được Bảo hiểm Y tế chi trả - tạo ra gánh nặng tài chính đáng kể cho bệnh nhân. Việc DBD được cấp phép và thương mại hóa nhóm thuốc này đánh dấu cột mốc quan trọng cho ngành dược phẩm Việt Nam, giúp DBD giành được lợi thế cạnh tranh với thuốc ngoại nhờ sở hữu lợi thế sản xuất theo tiêu chuẩn cao và giá thành thấp hơn khoảng 30–50%. Điều này không chỉ giúp giảm chi phí điều trị cho bệnh nhân mà còn mở ra dư địa tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu và lợi nhuận cho DBD.
- **Nâng cấp nhà máy ung thư lên tiêu chuẩn EU-GMP tạo lợi thế tăng trưởng bền vững và dài hạn tại kênh ETC:** DBD đang trong quá trình xét duyệt nâng cấp dây chuyền sản xuất thuốc viên và thuốc tiêm điều trị ung thư lên tiêu chuẩn EU-GMP, kỳ vọng được phê duyệt vào năm 2028. Đây là bước đi chiến lược nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh của DBD tại kênh đấu thầu thuốc bệnh viện. Hiện nay, thuốc ung thư sản xuất trong nước chủ yếu tham gia đấu thầu ở Nhóm 4, trong đó DBD chiếm đến 65% thị phần. Việc đạt chứng nhận EU-GMP sẽ mở ra cơ hội cho DBD tham gia đấu thầu vào Nhóm 1 và 2 – nơi tập trung nhiều sản phẩm nhập khẩu với biên lợi nhuận cao hơn. Nhờ lợi thế về giá thành thấp hơn so với thuốc nhập khẩu và các chính sách của Chính phủ ưu tiên sử dụng thuốc nội địa, việc nâng cấp đạt chuẩn EU-GMP sẽ là nền tảng quan trọng giúp DBD mở rộng thị phần, gia tăng biên lợi nhuận và duy trì tăng trưởng dài hạn trong kênh ETC.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,559	1,555	1,652	1,728	2,027	2,310
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	189	244	269	275	321	362
EPS (VND/cổ phiếu)	2,173	2,799	3,092	2,587	3,014	3,404
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	19,797	18,097	19,134	17,748	18,762	20,166
ROE (%)	17.8%	19.5%	19.3%	17.8%	18.8%	19.9%
ROA (%)	12.6%	14.1%	13.9%	12.9%	13.0%	12.3%
P/E (x)	14.0	10.7	14.0	22.8	18.3	16.2
P/B (x)	1.5	1.7	2.3	3.2	2.9	2.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	71%	0%	79%	66%	59%

Doanh thu DBD ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép vượt bậc, đạt 14.6%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024. Trong đó, thuốc kháng sinh, điều trị ung thư và dung dịch thẩm phân là 3 nhóm sản phẩm chính của DBD, chiếm 64% tổng tỷ trọng doanh thu năm 2024

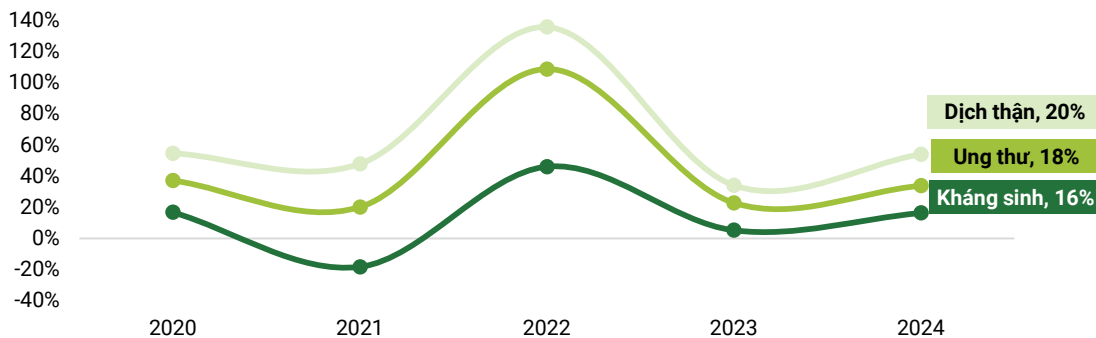
Doanh thu hàng sản xuất của DBD qua các năm (Tỷ VND)



Nguồn: DBD, PHS tổng hợp

Các dòng sản phẩm kháng sinh, điều trị ung thư và dung dịch thẩm phân đều chứng kiến mức tăng trưởng ấn tượng trên 2 chữ số trong giai đoạn 2019-2024 (CAGR lần lượt đạt 11.2%, 30.3%, 20.6%)

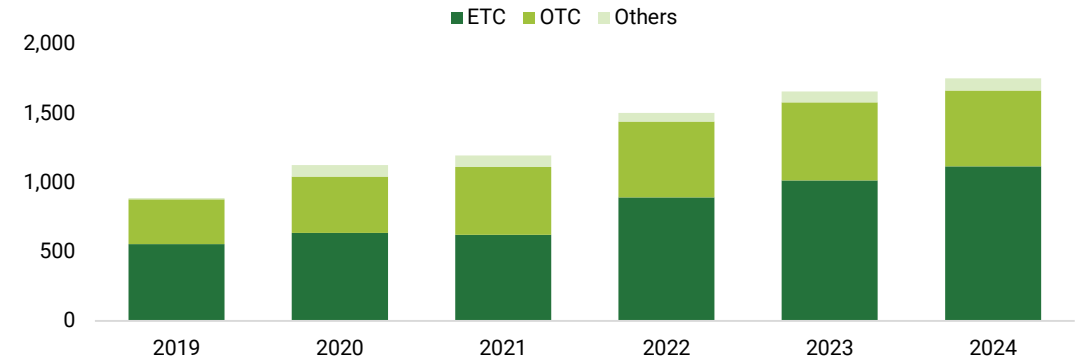
Tốc độ tăng trưởng YoY các dòng sản phẩm



Nguồn: DBD, PHS tổng hợp

Tỷ trọng doanh thu kênh ETC tăng trưởng nhanh chóng, từ mức 59% (2019) lên mức 64% (2024)

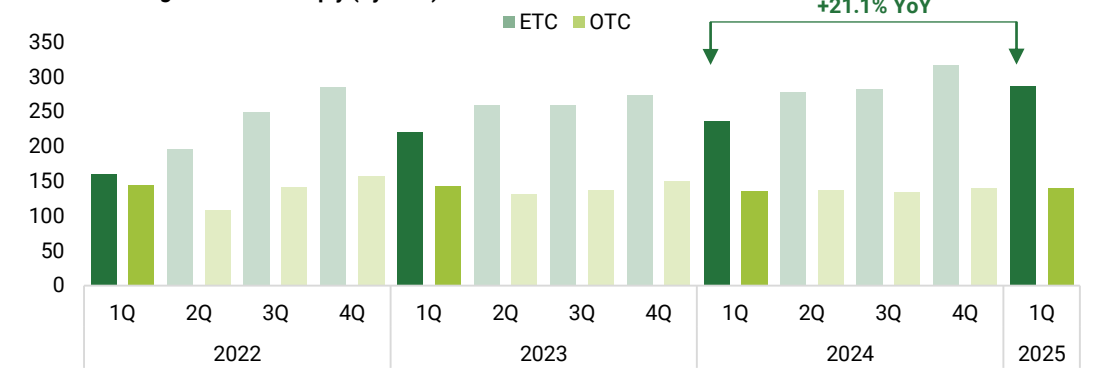
Doanh thu hàng sản xuất của DBD qua các năm (Tỷ VND)



Nguồn: DBD, PHS tổng hợp

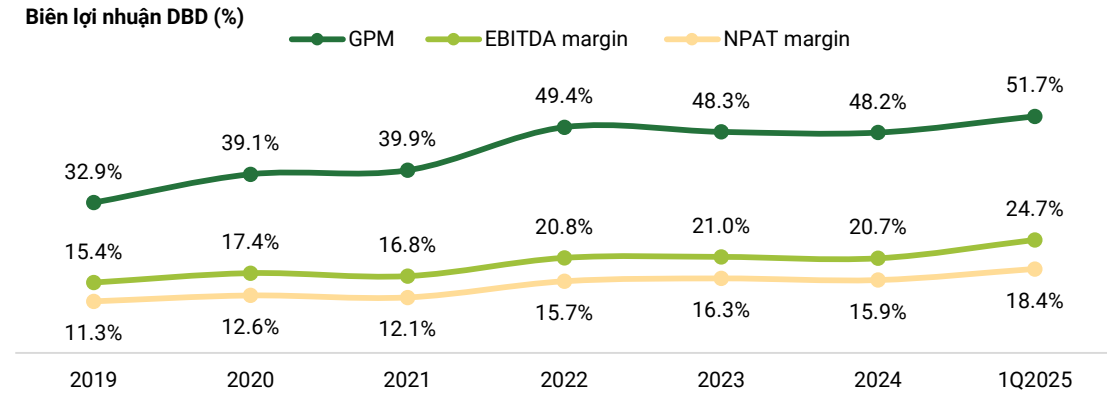
Doanh thu của DBD có tính thời vụ cao, có xu hướng tăng dần về các tháng cuối năm. Trong đó doanh thu Q1/2025 tăng trưởng tích cực (+14.9% YoY)

Doanh thu hàng sản xuất theo quý (Tỷ VND)



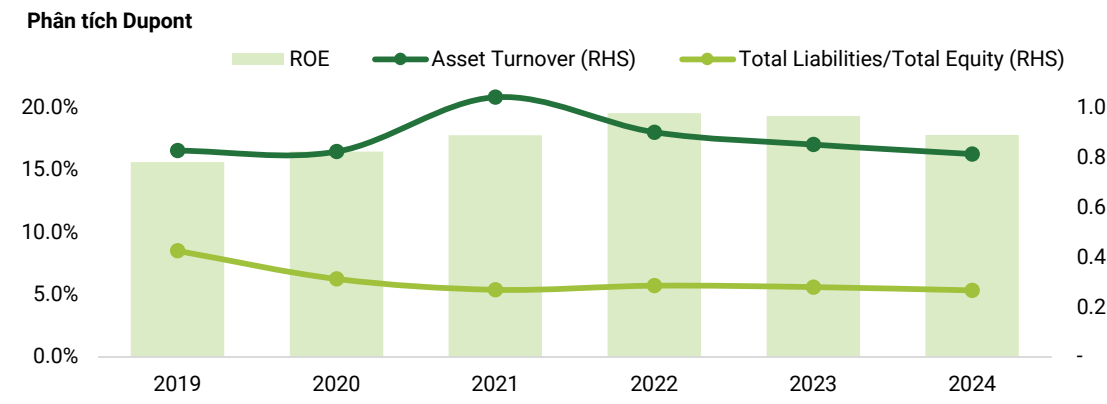
Nguồn: DBD, PHS tổng hợp

Biên lợi nhuận của DBD liên quan chặt chẽ đến khả năng đăng ký lưu hành các dòng sản phẩm mới, có thể thấy qua sự tăng vọt của biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2019 - 2022



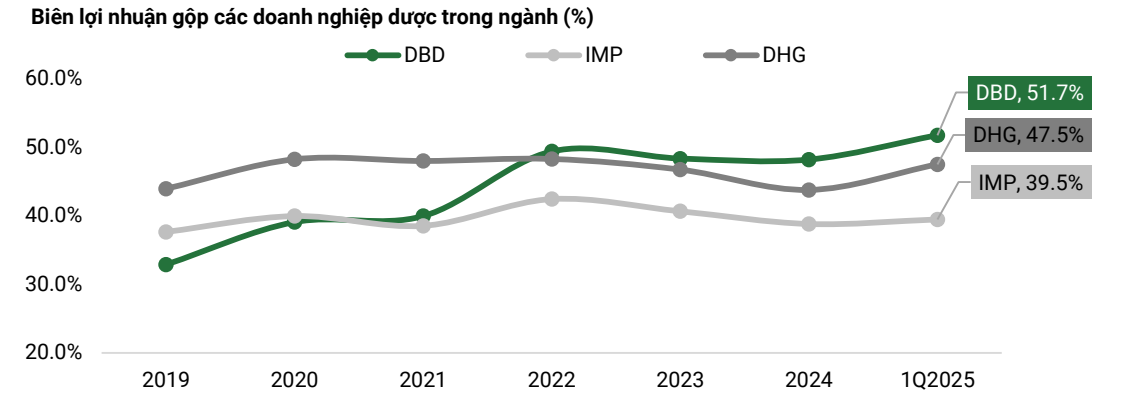
Nguồn: DBD, PHS tổng hợp

Việc dây chuyền sản xuất thuốc ung thư viên, trung tâm QA, QC và nhà máy thuốc vô trùng chưa đi vào hoạt động đã khiến vòng quay tài sản tạm thời giảm, gây áp lực lên xu hướng ROE



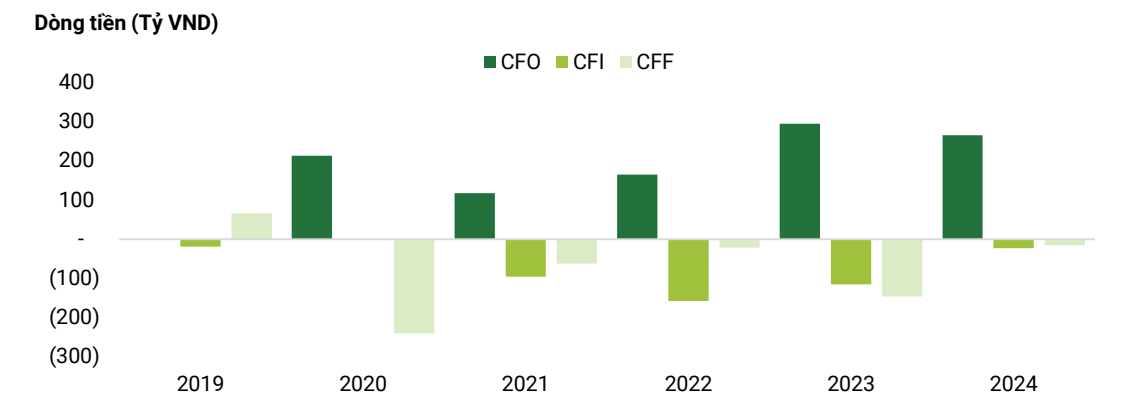
Nguồn: DBD, PHS tổng hợp

Khả năng R&D nổi bật kèm theo sản phẩm thuốc chống ung thư trong cơ cấu doanh thu đã giúp DBD có biên lợi nhuận gộp vượt trội so với các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

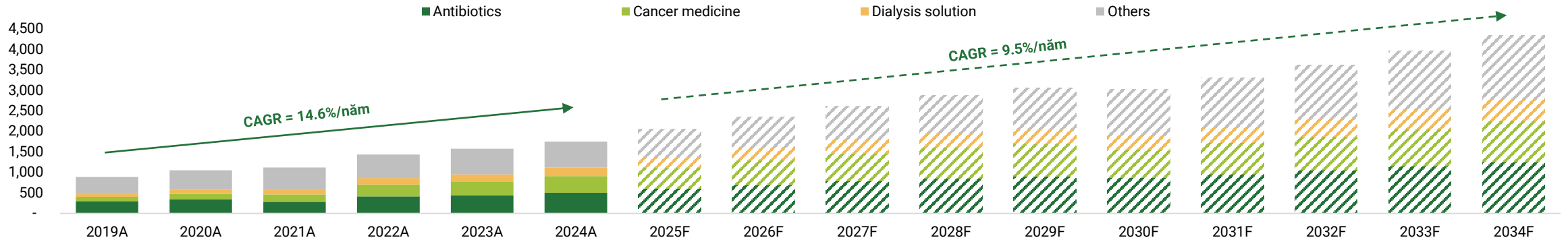
Dòng tiền của doanh nghiệp liên tục được cải thiện qua các năm nhờ vào khả năng quản lý vốn lưu động



Nguồn: DBD, PHS tổng hợp

Chúng tôi dự phóng hầu hết các dòng sản phẩm trong danh mục thuốc tự sản xuất đạt CAGR là 9.5%/năm từ năm 2024 – 2034F (cao hơn một chút so với dự báo 7.6%/năm của BMI, nhờ các sản phẩm mới được cấp phép lưu hành và năng suất gia tăng từ các nhà máy mới)

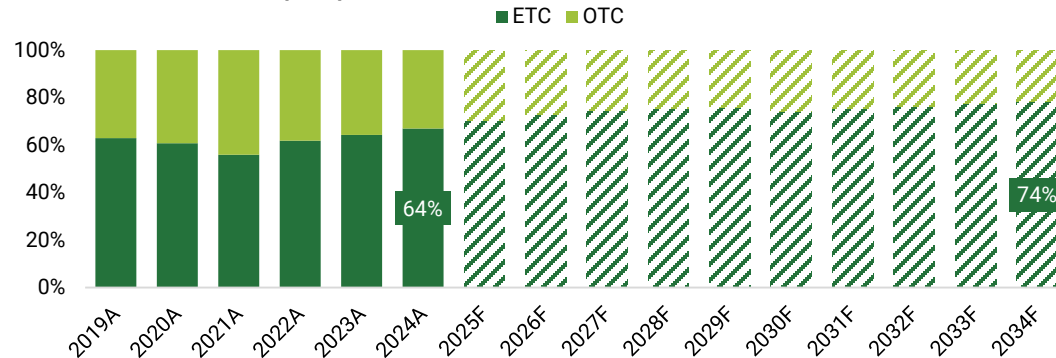
Dự phóng doanh thu hàng sản xuất theo danh mục sản phẩm (Tỷ VND)



Nguồn: PHS dự phóng

ETC vẫn là kênh phân phối chủ đạo của DBD. Ngoài ra, việc siết chặt thị trường thuốc giả cũng góp phần gia tăng tính cạnh tranh của DBD tại kênh OTC

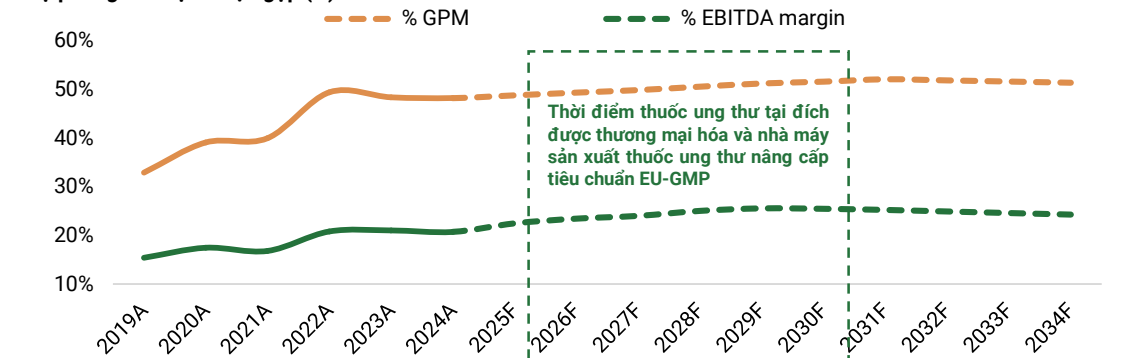
Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối



Nguồn: PHS dự phóng

Sự gia tăng về biên lợi nhuận gộp trong năm 2025F – 2030F là nhờ sản phẩm thuốc ung thư viên điều trị đích được cấp phép lưu hành – có biên lợi nhuận cao hơn trong những năm đầu. Ngoài ra, việc đạt chứng nhận EU-GMP cho nhà máy ung thư từ năm 2028 giúp DBD tham gia đấu thầu nhóm 1, 2 có giá trị cao hơn, giúp tăng biên lợi nhuận tổng thể

Dự phóng biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: PHS dự phóng

So sánh các thương vụ M&A của các doanh nghiệp dược phẩm Việt Nam

Target company	DOMESCO (HSX: DMC)	TRAPHACO (HSX: TRA)	HAU GIANG PHARMACEUTICAL (HSX: DHG)	Average
Transaction Date	Dec-17	Dec-17	Apr-19	
Financial data as of	Dec-16	Dec-17	Dec-18	
Total deal size (VND bn)	2,270.76	2,352.96	2,472.00	
Total transacted number of shares	17,950,629	16,628,674	20,600,000	
Price per share (VND)	126,500	141,500	120,000	
Number of outstanding shares	34,727,470	41,453,673	130,746,100	
EPS (VND)	4,856.00	5,351.00	4,445	
EBITDA (VND bn)	216.61	325.23	759.00	
Enterprise value (VND bn)	4,300.71	5,741.86	16,171.60	
P/E	26.1x	26.4x	27.0x	26.5x
EV/EBITDA	19.9x	17.1x	21.3x	19.6x
P/E adj for Controlling Premium (=0.8x of transaction price)	20.8x	26.4x	21.6x	23.0x
EV/EBITDA adj for Controlling Premium (=0.8x of transaction price)	15.9x	17.7x	17.0x	17.0x

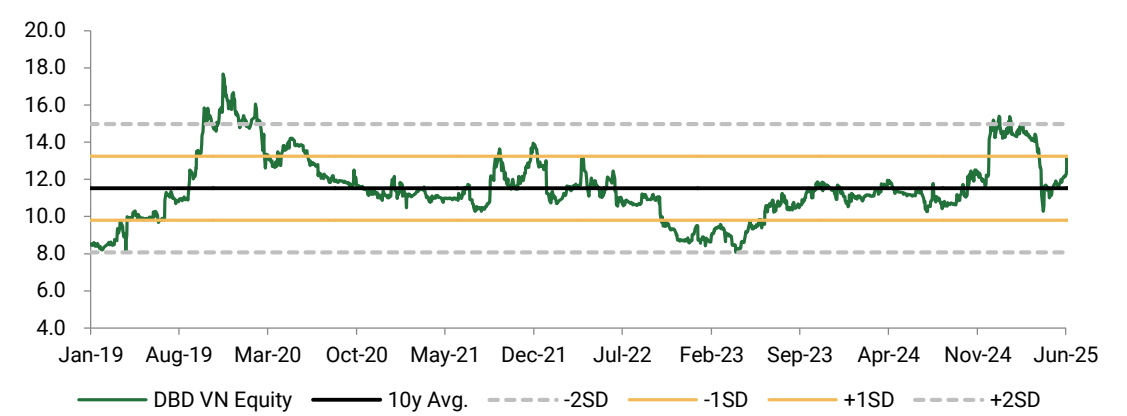
Nguồn: PHS tổng hợp

Định giá P/E lịch sử của DBD



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Định giá EV/EBITDA lịch sử của DBD



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

NGÀNH BÁN LẺ

Các mảng màu đan xen

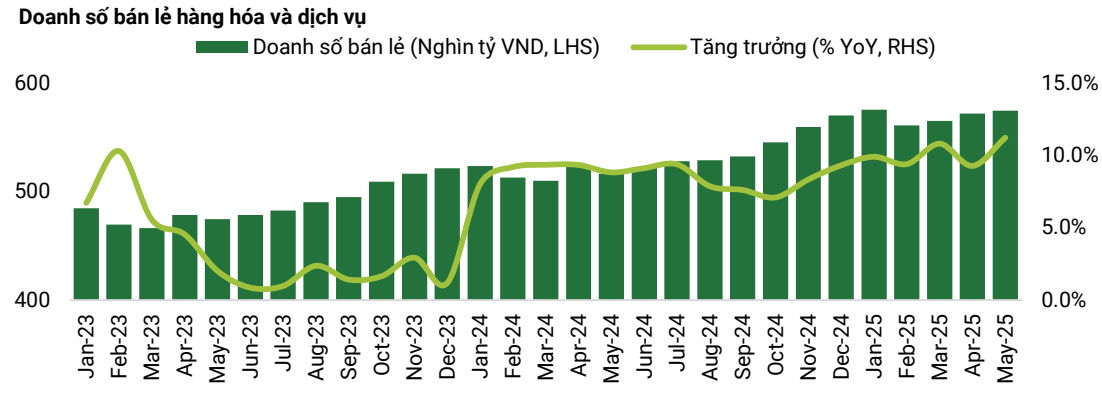
- Tổng quan ngành bán lẻ
- Triển vọng ngành 2H2025
- Định giá và khuyến nghị



TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ

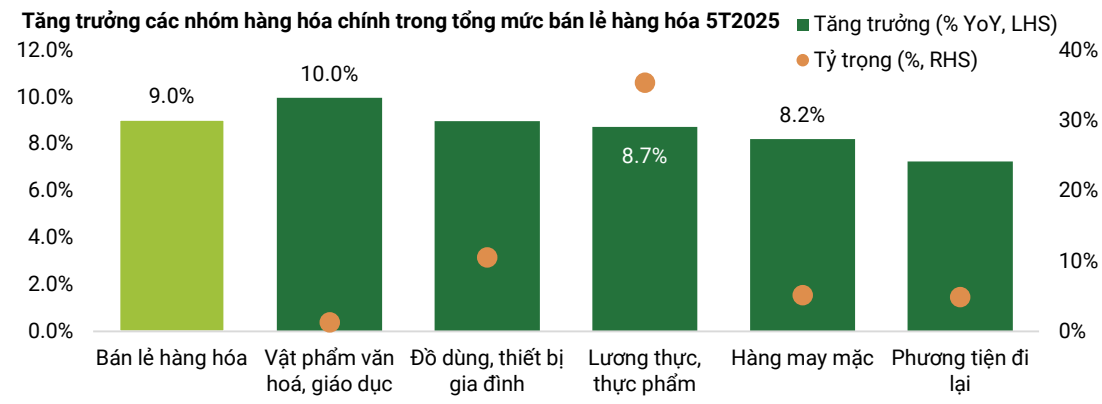
Nhu cầu tiêu dùng, du lịch của người dân trong các kỳ nghỉ lễ đóng góp tích cực cho tăng trưởng ngành bán lẻ

Tiêu dùng trong nước đang được thúc đẩy mạnh mẽ: lũy kế 5T2025, tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 10.1% YoY



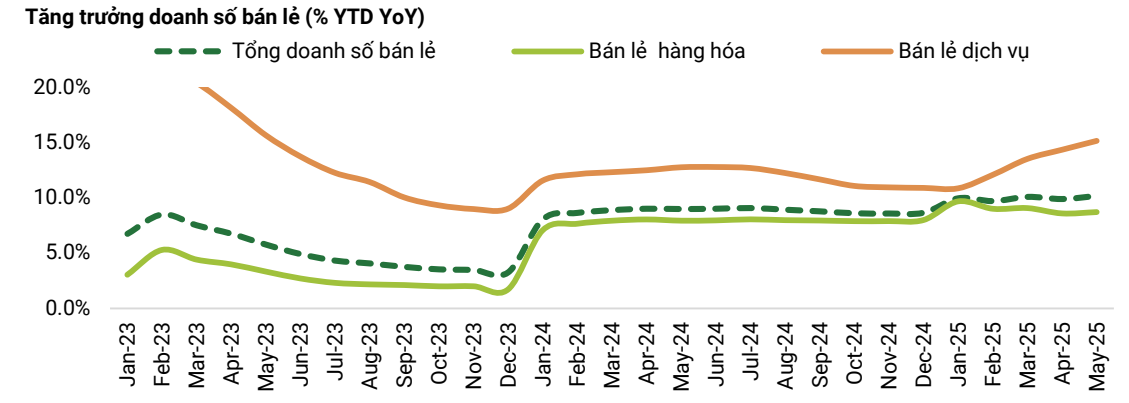
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Doanh số bán lẻ hàng hóa trong 5T25 tăng 8.7% YoY đạt 2,182 nghìn tỷ đồng, chiếm 77% tổng doanh số bán lẻ. Trong đó, nhóm nhu yếu phẩm (lương thực, hàng may mặc, giáo dục) tăng trưởng khá tốt svck



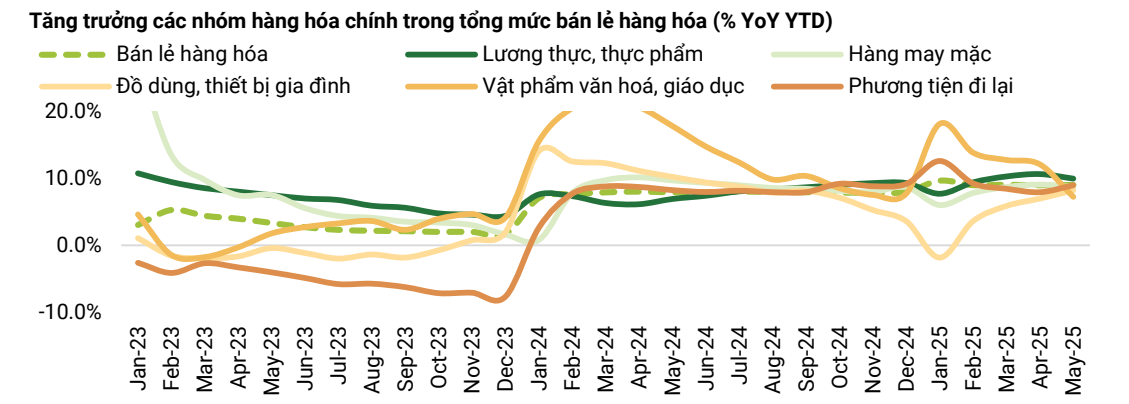
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Nhìn chung, doanh số bán lẻ nhóm ngành dịch vụ ghi nhận tốc độ tăng trưởng tích cực hơn nhiều so với tăng trưởng bán lẻ hàng hóa



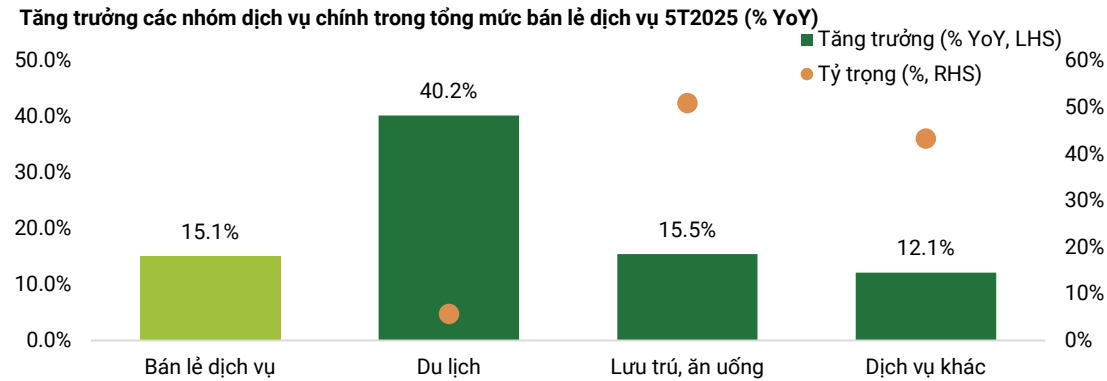
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Từ đầu năm 2024 đến nay, hầu hết các nhóm ngành trong tổng mức bán lẻ hàng hóa đều ghi nhận mức tăng trưởng dương



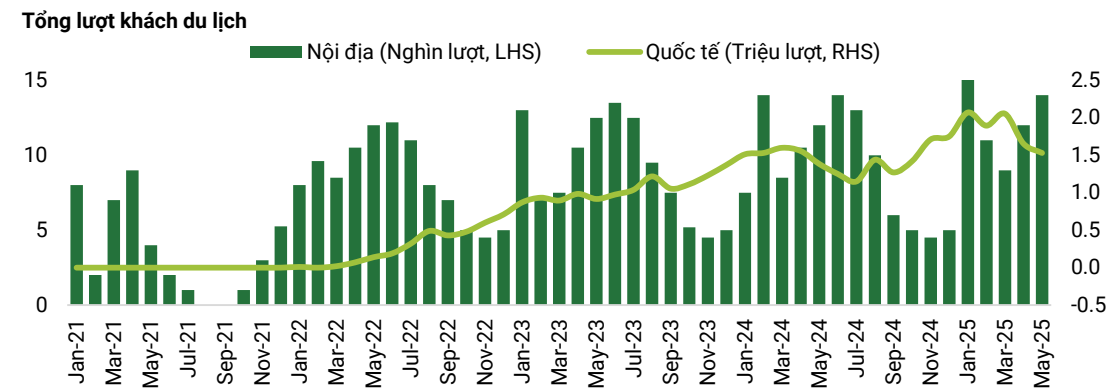
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Doanh số bán lẻ nhóm dịch vụ trong 5T25 tăng 15.1% YoY đạt 668 nghìn tỷ đồng, chiếm 23% tổng mức bán lẻ, tiếp tục giữ vai trò là trụ cột tăng trưởng chính cho ngành bán lẻ



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Lượng khách quốc tế trong 4T25 tăng 21.4% YoY đạt 9.2 triệu lượt. Tuy nhiên, riêng trong tháng 4/2025, con số này sụt giảm 19.5% MoM, đánh dấu tháng cuối cùng của mùa cao điểm khách quốc tế trong năm (kéo dài từ tháng 9 – tháng 3,4 năm sau)

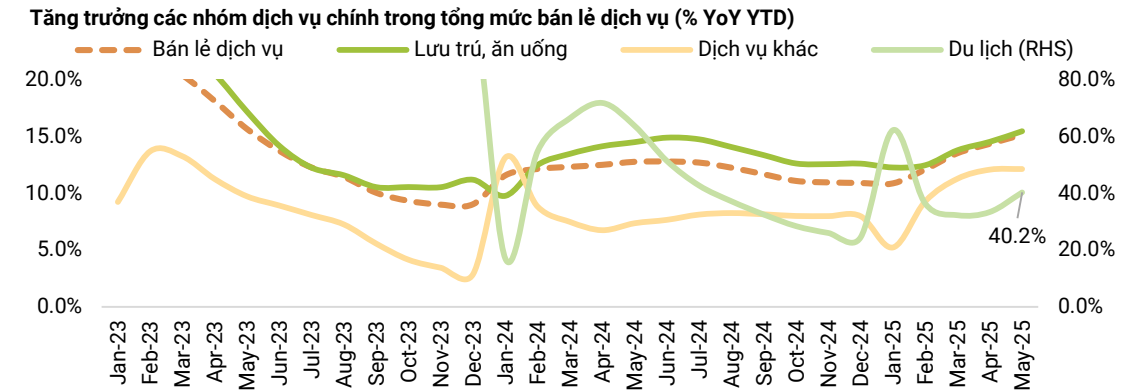


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ

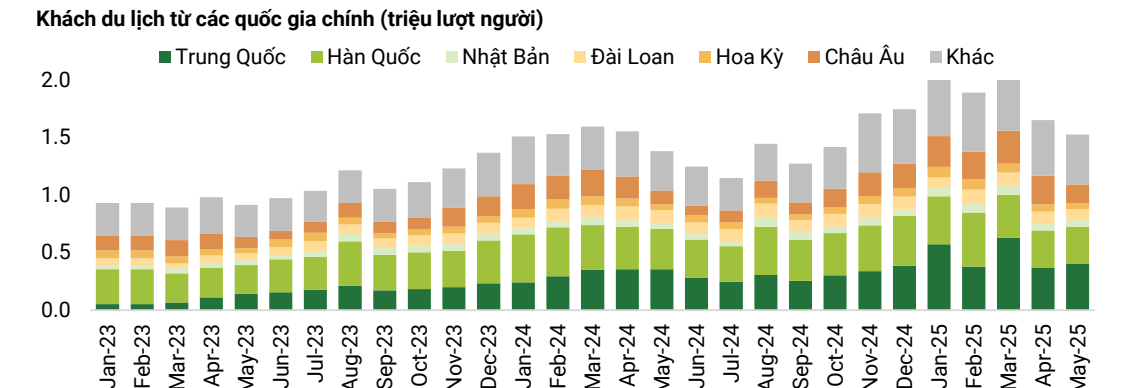
Tăng trưởng bán lẻ dịch vụ đang là trụ cột cho ngành bán lẻ

Doanh số nhóm du lịch tăng trưởng mạnh mẽ svck nhờ nhu cầu du lịch của người dân tăng cao trong các ngày lễ, Tết và đặc biệt là đại lễ kỷ niệm 50 năm ngày Giải phóng miền Nam, thống nhất đất nước



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Sau chuyến thăm của Chủ tịch Trung Quốc Tập Cận Bình vào tháng 4/2025, chúng tôi kỳ vọng trao đổi văn hóa du lịch giữa Việt Nam và Trung Quốc sẽ có nhiều triển



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	% Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ (% YoY)									% Tăng trưởng LNST – CĐTTS so với cùng kỳ (% YoY)								
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
1	MWG	HOSE	95,686.98	-25.7%	-14.2%	-5.4%	2.7%	16.2%	15.8%	12.7%	10.0%	14.8%	-98.5%	-98.5%	-95.7%	-85.4%	4143.4%	6635.0%	1965.5%	838.4%	71.3%
2	PNJ	HOSE	27,809.60	-3.4%	-17.4%	-6.1%	17.6%	28.6%	42.9%	3.1%	-12.1%	-23.5%	3.8%	-8.0%	0.4%	35.5%	-1.4%	26.9%	-14.8%	15.7%	-8.1%
3	FRT	HOSE	23,215.70	-0.4%	15.4%	6.8%	2.7%	16.6%	28.8%	26.0%	31.7%	29.1%	-103.1%	-568.2%	-124.9%	-206.7%	-863.9%	-112.2%	-768.3%	-210.1%	333.3%
4	DGW	HOSE	7,309.28	-43.5%	-6.4%	-10.8%	19.0%	25.9%	9.0%	15.0%	20.8%	10.7%	-62.3%	-39.4%	-43.2%	-42.5%	16.5%	7.3%	18.9%	56.7%	14.6%
5	PET	HOSE	2,449.27	-11.8%	30.9%	-6.6%	-7.3%	0.5%	-0.1%	32.9%	2.6%	-5.9%	-52.0%	-73.8%	-20.7%	4184.7%	7.8%	709.2%	15.3%	59.9%	2.6%
6	PSD	HNX	575.29	-17.2%	-8.5%	-36.6%	-17.9%	-21.2%	-8.3%	-8.6%	-23.4%	-7.8%	-40.3%	-84.5%	-60.5%	71.8%	-8.8%	252.9%	119.4%	-20.7%	10.2%
Trung bình				-17.0%	0.0%	-9.8%	2.8%	11.1%	14.7%	13.5%	5.0%	2.9%	-58.7%	-145.4%	-57.4%	659.6%	548.9%	1253.2%	222.7%	123.3%	70.6%
Trung vị				-14.5%	-7.5%	-6.4%	2.7%	16.4%	12.4%	13.9%	6.3%	2.4%	-57.2%	-79.1%	-51.8%	-3.5%	3.2%	139.9%	17.1%	36.2%	12.4%

Nguồn: PHS tổng hợp

Trong Q1/2025, các doanh nghiệp ngành bán lẻ tiếp tục ghi nhận hiệu suất kinh doanh tăng trưởng khá tốt so với cùng kỳ. Trong đó:

- MWG ghi nhận tăng trưởng ở cả nhóm ngành ICT/CE và bách hóa, lần lượt là 11% YoY và 21% YoY (số liệu 4T2025). Đối với mảng bách hóa, sau 4 tháng đầu năm, công ty đã mở mới 359 cửa hàng, các cửa hàng mới mở đã có tổng lợi nhuận hoạt động dương sau khi trừ các chi phí vận hành trực tiếp ở cấp độ cửa hàng.
- DGW cũng ghi nhận mức tăng trưởng 2 chữ số ở hầu hết các ngành hàng. Tuy nhiên, nhóm điện thoại di động và thiết bị bảo hộ (Achison) ghi nhận mức tăng trưởng kém tích cực, chủ yếu do người dân giảm chi tiêu vào các sản phẩm không thiết yếu và thị trường sản xuất công nghiệp chậm lại.
- PNJ, doanh nghiệp bán lẻ trang sức, ghi nhận kết quả kinh doanh kém tích cực hơn so với mặt bằng chung ngành bán lẻ trong bối cảnh giá vàng tăng mạnh từ đầu năm. Xu hướng người dân nắm giữ vàng tiếp tục khiến nguồn cung vốn đã khan hiếm từ nửa cuối năm 2024 càng thêm hạn chế.

Mức tăng trưởng tiếp tục lan rộng sang Q1/2025, tuy nhiên có sự phân hóa trong các ngành hàng

STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Biên lợi nhuận gộp									Biên lợi nhuận ròng								
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
1	MWG	HOSE	95,686.98	19.2%	18.5%	18.7%	19.7%	21.3%	21.4%	20.2%	19.1%	19.9%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	2.9%	3.4%	2.4%	2.5%	4.3%
2	PNJ	HOSE	27,809.60	19.4%	18.2%	17.3%	17.9%	17.1%	15.6%	17.5%	20.9%	21.3%	7.6%	5.1%	3.7%	6.5%	5.9%	4.5%	3.0%	8.5%	7.0%
3	FRT	HOSE	23,215.70	15.3%	15.1%	16.7%	17.5%	20.0%	19.6%	18.2%	18.1%	19.9%	0.0%	-3.0%	-0.2%	-1.2%	0.7%	0.5%	1.6%	1.2%	1.8%
4	DGW	HOSE	7,309.28	6.6%	8.6%	7.1%	10.7%	7.8%	9.3%	9.7%	10.4%	8.7%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.7%	1.9%	2.5%	1.9%
5	PET	HOSE	2,449.27	4.3%	3.0%	4.6%	3.7%	3.9%	5.0%	4.6%	5.2%	4.8%	0.9%	0.1%	1.2%	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%	1.3%	1.1%
6	PSD	HNX	575.29	4.8%	4.5%	4.0%	4.1%	4.4%	5.2%	5.2%	7.9%	4.9%	1.2%	0.3%	0.8%	1.3%	1.4%	1.2%	1.8%	1.4%	1.6%
Trung bình				11.6%	11.3%	11.4%	12.3%	12.4%	12.7%	12.6%	13.6%	13.2%	2.0%	0.7%	1.3%	1.6%	2.3%	2.1%	2.0%	2.9%	3.0%
Trung vị				10.9%	11.8%	11.9%	14.1%	12.4%	12.4%	13.6%	14.2%	14.3%	1.1%	0.2%	1.0%	1.1%	1.6%	1.5%	1.9%	1.9%	1.9%

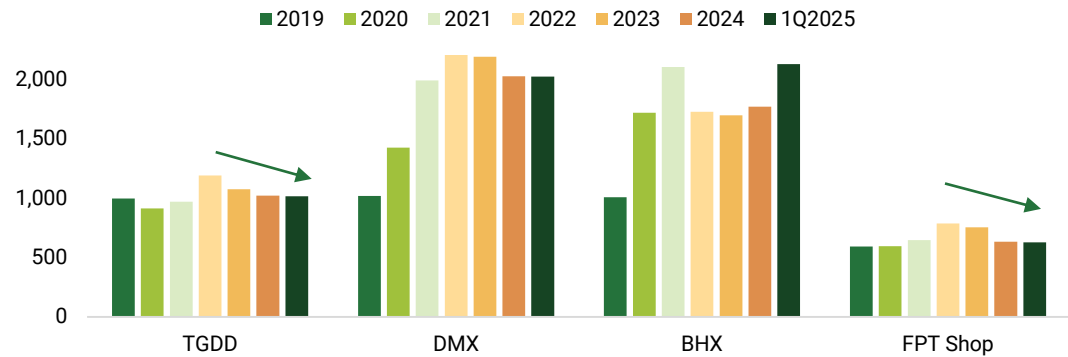
Nguồn: PHS tổng hợp

- Kết quả của PNJ trong Q1/2025 là tương đối ấn tượng khi vẫn có thể duy trì biên lợi nhuận trong thời điểm ngành kim hoàn có nhiều biến động, chủ yếu nhờ sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu. Cụ thể, PNJ tăng tỷ trọng mảng bán lẻ trang sức (50.5% Q1/2024 lên 69.3% Q1/2025) có biên lợi nhuận gộp cao và hạ tỷ trọng mảng vàng miếng có biên lợi nhuận thấp.
- Chiến lược tái cơ cấu mạng lưới cửa hàng giúp MWG tối ưu chi phí vận hành, nhờ đó, biên lợi nhuận được cải thiện nhiều trong các quý gần đây.

Chiến lược tái cơ cấu mạng lưới cửa hàng các chuỗi bán lẻ mang lại hiệu quả về mặt hiệu suất hoạt động

Hầu hết các chuỗi bán lẻ ICT/CE đều thực hiện chiến lược tái cơ cấu mạng lưới cửa hàng xuyên suốt 3 năm qua. Sau khi báo lãi lần đầu vào Q2/2024, Bách Hóa Xanh nhanh chóng mở rộng mạng lưới cửa hàng nhằm thúc đẩy tăng trưởng về doanh thu

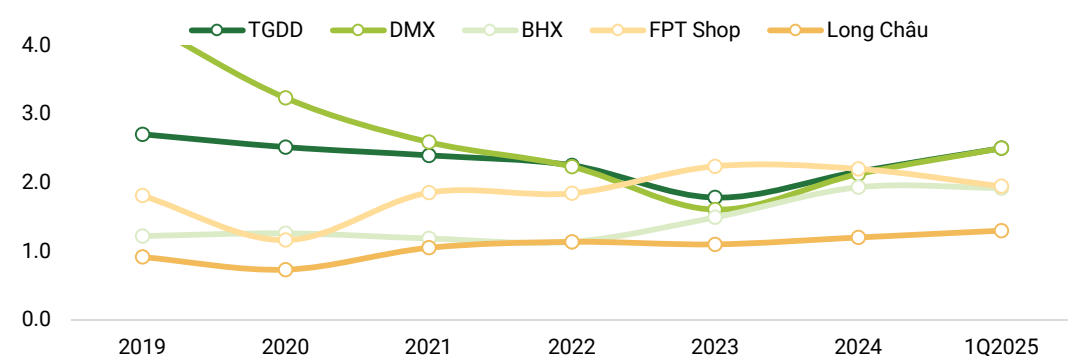
Số lượng cửa hàng các chuỗi bán lẻ ICT/CE và bách hóa



Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp và ước tính

Chiến lược tái cấu trúc mạng lưới cửa hàng bước đầu đã mang lại hiệu quả cho các chuỗi bán lẻ của MWG, trong khi đó, FPT Shop vẫn đang chật vật tìm hướng đi cho riêng mình

Doanh thu/cửa hàng/tháng các chuỗi bán lẻ (Tỷ VND)

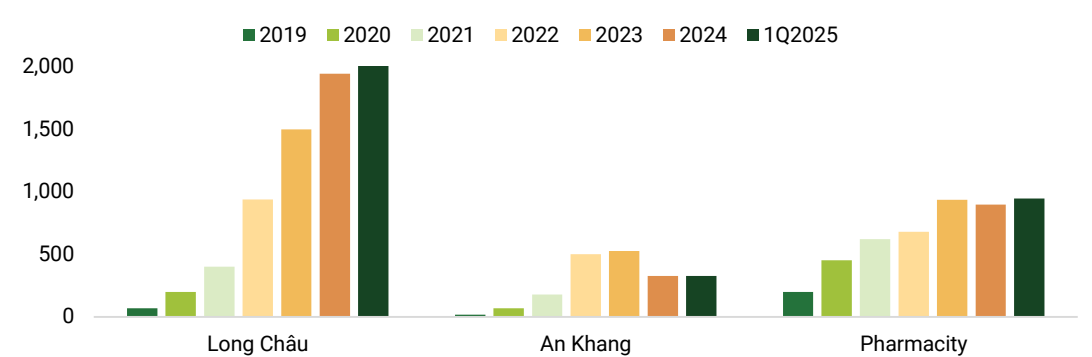


Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp và ước tính

TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ

An Khang và Pharmacy hụt hơi hơn so với Long Châu

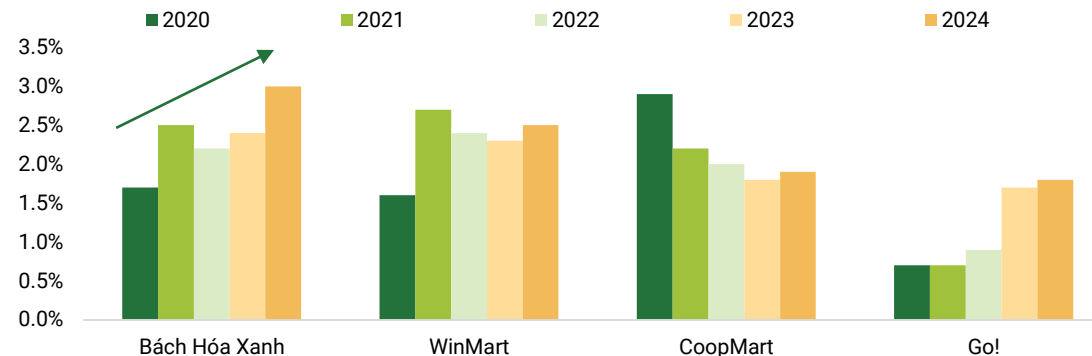
Số lượng cửa hàng các chuỗi bán lẻ dược phẩm



Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp và ước tính

Thị phần của BHX đã tăng từ mức 1.7% năm 2020 lên 3.0% vào năm 2024, phản ánh hiệu quả rõ nét từ chiến lược tái cấu trúc và mở rộng mạng lưới cửa hàng một cách có chọn lọc

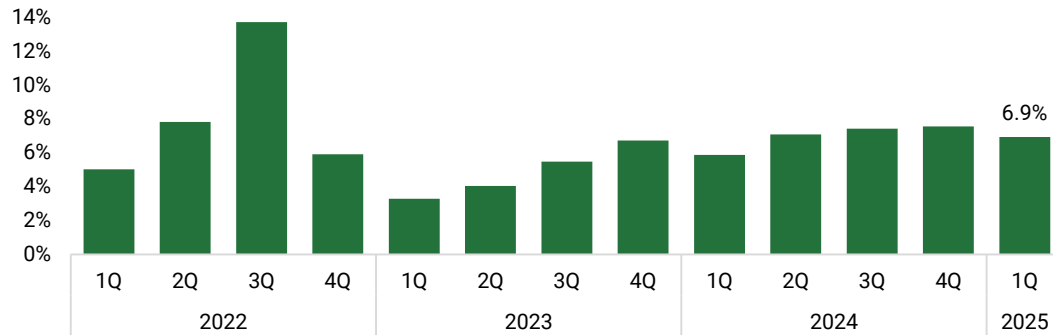
Thị phần một số chuỗi bán lẻ bách hóa



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng GDP Q1/2025 tăng 6.93% svck - mức tăng cao nhất so với Q1 giai đoạn 2020 – 2025, tuy nhiên vẫn chưa chạm đến mục tiêu tham vọng trên 7.7% (hướng tới 8% cho cả năm 2025) được đề ra tại Nghị quyết số 25 ban hành ngày 05/02/2025

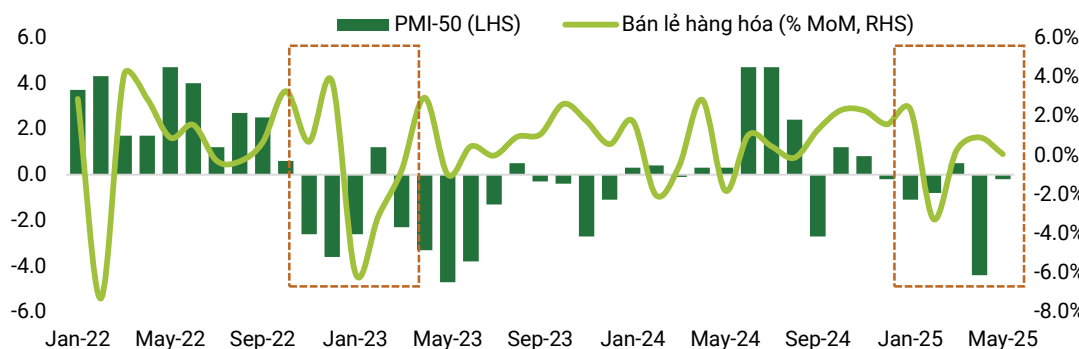
Tốc độ tăng trưởng GDP (%)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Cuộc chiến thuế quan khiến điều kiện sản xuất thu hẹp, phản ánh khó khăn đang dần lộ diện: chỉ số PMI tháng 4-5/2025 giảm xuống 45.6/49.8 điểm, đáng chú ý là sự sụt giảm mạnh mẽ ở lượng đơn hàng mới và hoạt động mua hàng. Qua đó làm gia tăng rủi ro sụt giảm về tổng mức bán lẻ thời gian tới

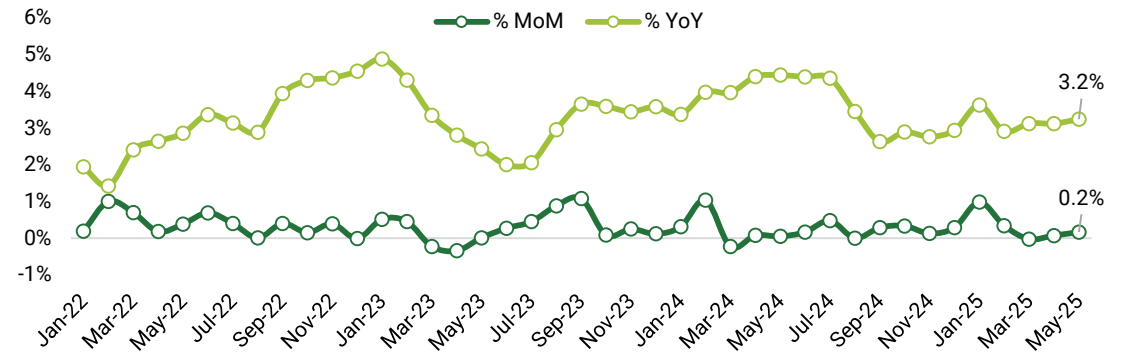
Tương quan PMI và tổng mức bán lẻ hàng hóa



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Lạm phát tiếp tục ổn định trong tháng 5 và được kỳ vọng sẽ duy trì quanh mức 4.0% bình quân cả năm 2025

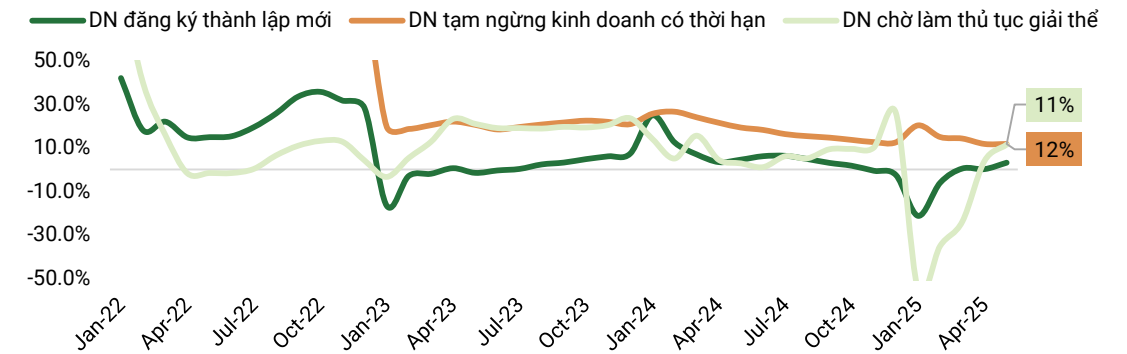
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

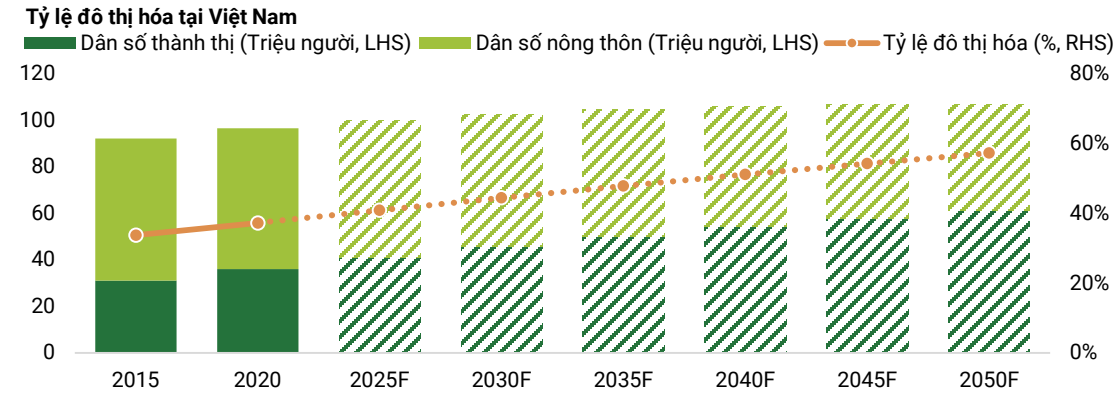
Trong khi chờ đợi kết quả đàm phán cuối cùng, niềm tin kinh doanh của các doanh nghiệp có phần yếu đi kể từ tháng 4. Trong dài hạn, Nghị quyết số 68-NQ/TW về phát triển kinh tế tư nhân được Bộ Chính trị ban hành ngày 04/05/2025 sẽ là động lực quan trọng nhất của nền kinh tế, mở ra nhiều cơ hội lớn cho các doanh nghiệp trong nước

% YTD YoY - Các chỉ tiêu doanh nghiệp (DN)



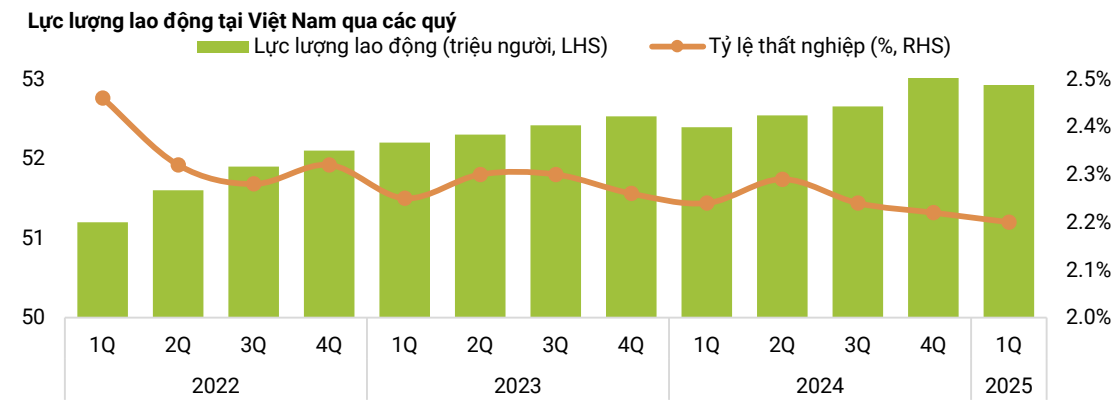
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Đô thị hóa là yếu tố đóng góp quan trọng vào mức tăng trưởng thu nhập, góp phần thúc đẩy lối sống tiện nghi, hiện đại



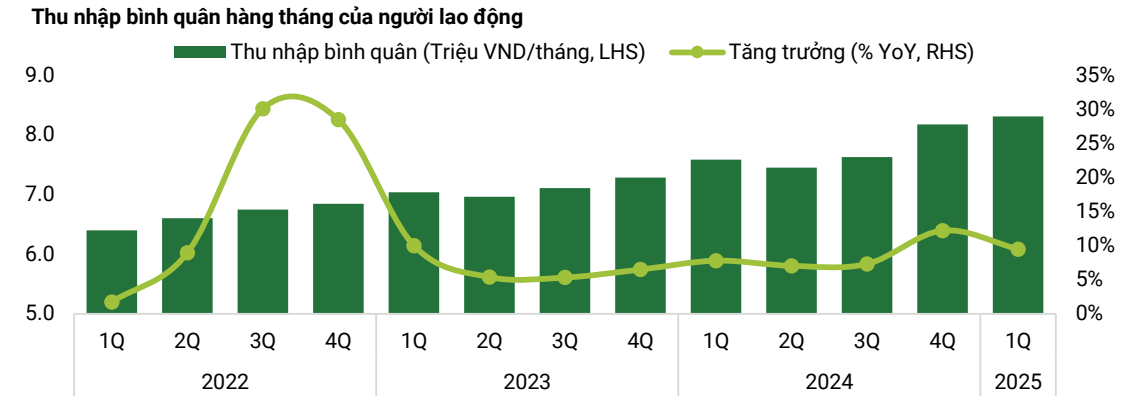
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Dù tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục xu hướng giảm và sự tăng trưởng thu nhập của người lao động tạo sức mua tốt hơn, chúng tôi lo ngại xu hướng thắt chặt thị trường lao động sẽ là rủi ro đối với triển vọng tiêu dùng trong thời gian tới



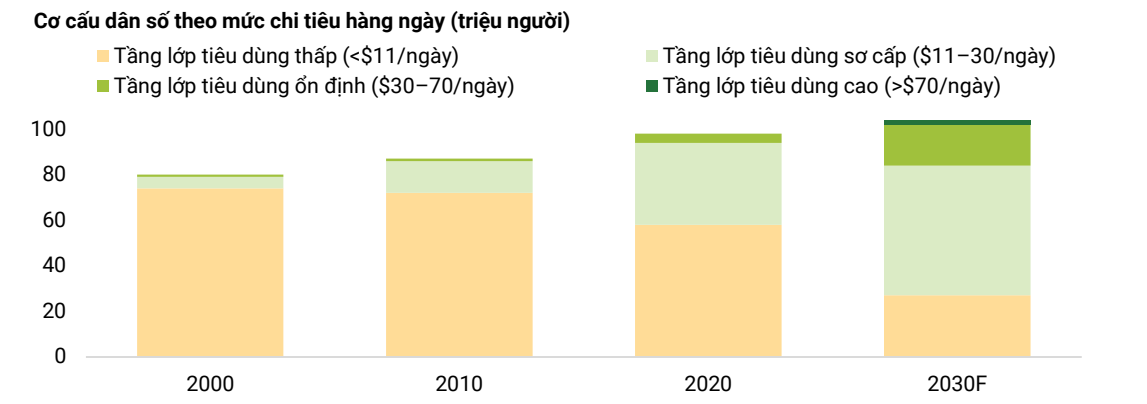
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Thu nhập bình quân hàng tháng của người lao động liên tục được cải thiện, thúc đẩy nhu cầu chi tiêu



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tại Việt Nam, trong dài hạn, hai tầng lớp tiêu dùng cao (>\$30/ngày) đang tăng nhanh và có thể chiếm đến 20% dân số đến năm 2030F



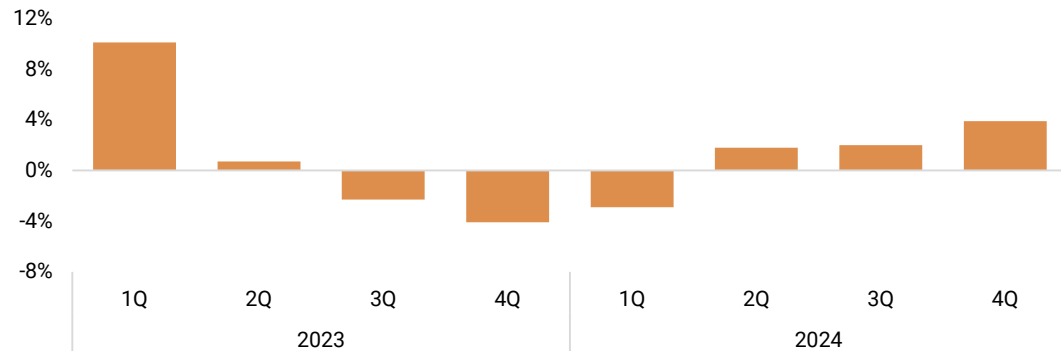
Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

Document	Content	Comment
Quyết định 1568/QĐ-BCT (tháng 6/2025)	Kế hoạch tổng thể phát triển thương mại điện tử quốc gia giai đoạn 2026 - 2030, với một số mục tiêu chính: - 70% dân số trưởng thành tham gia mua sắm trực tuyến - Doanh số bán lẻ thương mại điện tử tăng trưởng 20 - 30%/năm, chiếm 20% tổng mức bán lẻ hàng hóa quốc gia - 70% doanh nghiệp ứng dụng thương mại điện tử - 100% giao dịch có hóa đơn điện tử; 80% giao dịch thanh toán không dùng tiền mặt	Tạo nền tảng cho sự phát triển mạnh mẽ của thương mại điện tử Việt Nam trong giai đoạn tới
Nghị định 117/2025/NĐ-CP (tháng 7/2025)	Quy định về quản lý thuế đối với hoạt động kinh doanh trên nền tảng thương mại điện tử: từ ngày 01/07/2025, các sàn giao dịch thương mại điện tử sẽ phải khấu trừ và nộp thuế thay cho hộ kinh doanh và cá nhân bán hàng trên nền tảng	Thị trường thương mại điện tử chuyển đổi theo hướng minh bạch, chuyên nghiệp, gia tăng cạnh tranh và thị phần cho doanh nghiệp tuân thủ thuế. Ngược lại, nhà bán hàng không minh bạch mất lợi thế về giá, thu hẹp thị phần.
Dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chất lượng sản phẩm, hàng hóa	sSa đổi, bổ sung một số điều Luật Chất lượng sản phẩm, hàng hóa năm 2006 để tháo gỡ ngay những điểm nghẽn ghi nhận trong 17 năm triển khai thực hiện để bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng, bảo đảm chất lượng hàng hóa, sản phẩm, dịch vụ	Tạo niềm tin cho người tiêu dùng, nâng cao sức cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất trong nước và các doanh nghiệp phân phối chính ngạch
Dự thảo Nghị định 24/2012/NĐ-CP	Đề xuất xóa bỏ độc quyền của Nhà nước trong sản xuất vàng miếng, cho phép doanh nghiệp, ngân hàng đủ điều kiện được nhập khẩu vàng nguyên liệu, sản xuất vàng miếng, chế tác vàng trang sức mỹ nghệ	Giúp thị trường vàng trong nước vận hành minh bạch, hiệu quả, giúp các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực vàng trang sức giải quyết nhu cầu về nguồn nguyên liệu dùng trong chế tác, vốn đã bị thiếu hụt lớn trong thời gian qua

Nguồn: PHS tổng hợp

Theo dữ liệu từ Nielsen, ngành hàng tiêu dùng nhanh đã ghi nhận dấu hiệu phục hồi từ Q2/2024, chủ yếu nhờ sự đóng góp của các mặt hàng thiết yếu như thực phẩm, nước giải khát và bia

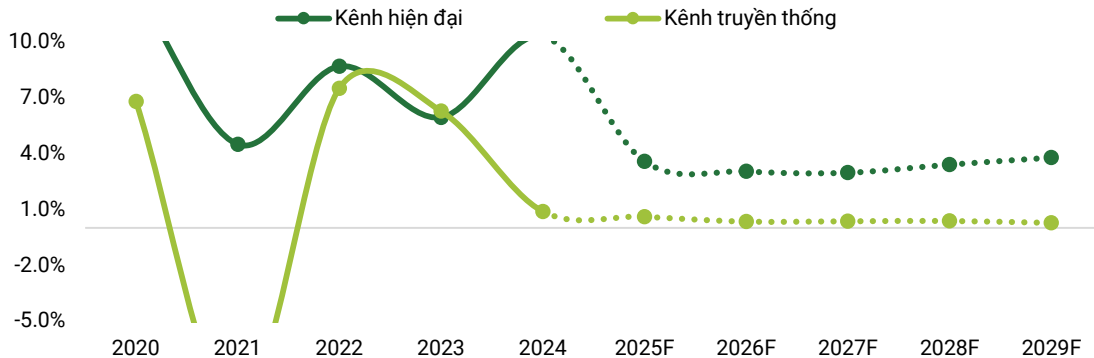
Tốc độ tăng trưởng ngành FMCG tại Việt Nam



Nguồn: NielsenIQ, PHS tổng hợp

Theo Euromonitor dự báo, doanh số bán lẻ kênh hiện đại tại Việt Nam sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng kép CAGR 3.3%/năm trong giai đoạn 2024–2029F, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng khiêm tốn 0.4%/năm của kênh truyền thống

Dự báo tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng của các nhà bán lẻ bách hóa theo kênh (%)



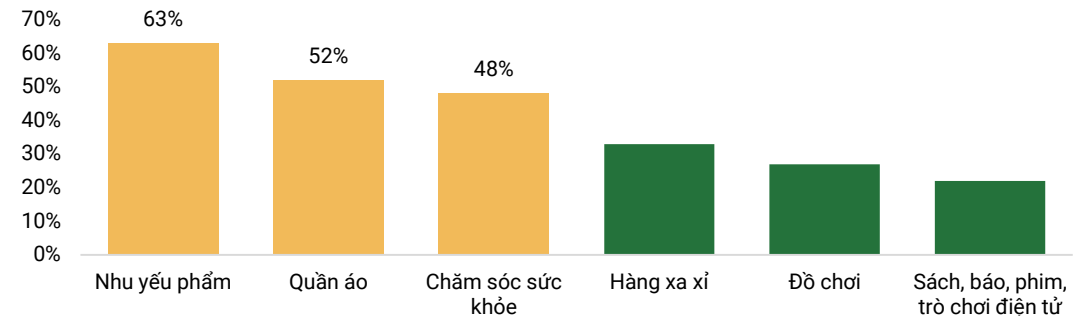
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH BÁN LẺ 2H2025

Ngành hàng tiêu dùng – xu hướng mua sắm đa kênh

Xu hướng tiêu dùng vẫn sẽ ưu tiên các mặt hàng thiết yếu như nhu yếu phẩm, quần áo và chăm sóc sức khỏe khi sự khó khăn của nền kinh tế là hiện hữu

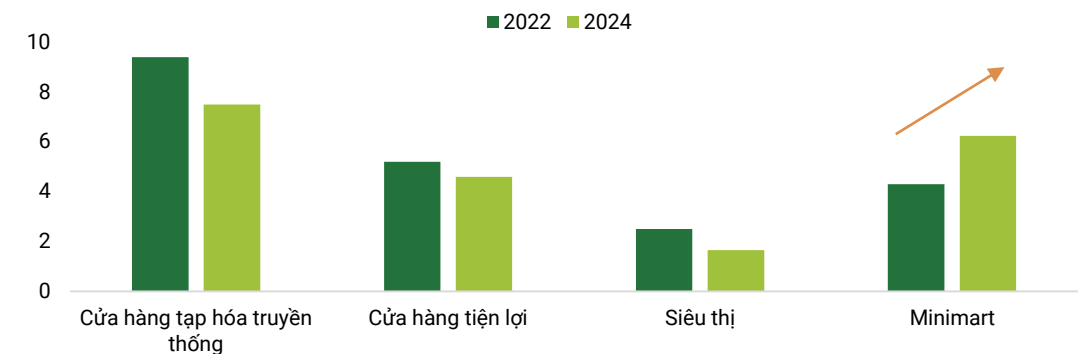
Khảo sát sự ưu tiên của người tiêu dùng Việt Nam theo các mặt hàng



Nguồn: PwC, PHS tổng hợp

Một khảo sát của NielsenIQ cho thấy thói quen tiêu dùng hiện đại đang có sự chuyển dịch rõ rệt: người tiêu dùng ngày càng ưu tiên lựa chọn các cửa hàng minimart nhờ vào sự tiện lợi, nhanh chóng và khả năng đáp ứng đầy đủ các nhu cầu mua sắm hàng ngày

Chuyển dịch trong thói quen tiêu dùng (số lần đến/tháng)

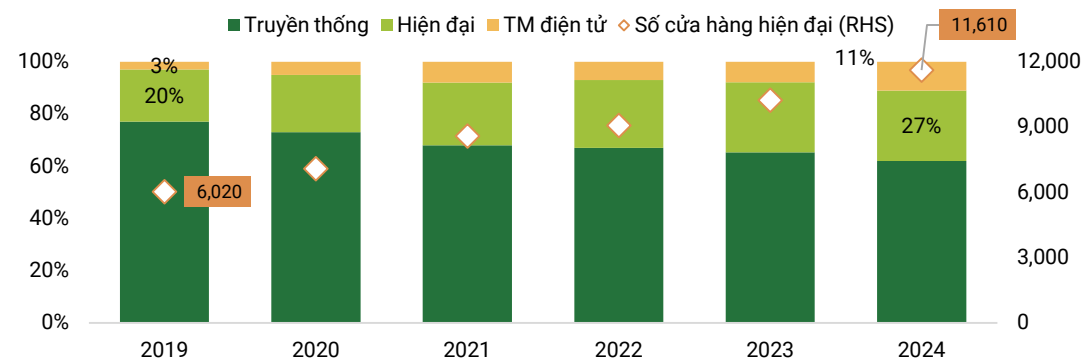


Nguồn: NielsenIQ, PHS tổng hợp

Xu hướng mua sắm đa kênh và sự bùng nổ của kênh thương mại điện tử

Bán lẻ đa kênh là xu hướng tất yếu và quan trọng nhất: kênh bán lẻ hiện đại và thương mại điện tử đang mở rộng nhanh chóng, phản ánh rõ xu hướng tiêu dùng dịch chuyển sang các hình thức mua sắm tiện lợi, linh hoạt và số hóa

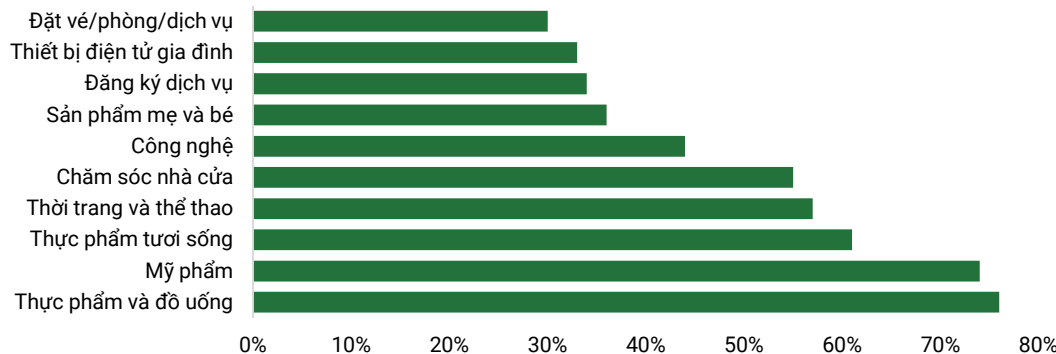
Cơ cấu doanh số bán lẻ theo kênh và số lượng cửa hàng hiện đại tự phục vụ



Nguồn: Cimigo, PHS tổng hợp

Người tiêu dùng số Việt Nam tập trung mua các mặt hàng thiết yếu như thực phẩm, đồ uống, mỹ phẩm tại kênh mua sắm trực tuyến. Các dịp khuyến mãi giảm sâu, voucher miễn phí vận chuyển của sàn, chính sách đổi trả thuận tiện và hình thức tương tác trực tiếp với người bán/người nổi tiếng qua kênh livestream đã thúc đẩy nhu cầu mua sắm trực tuyến

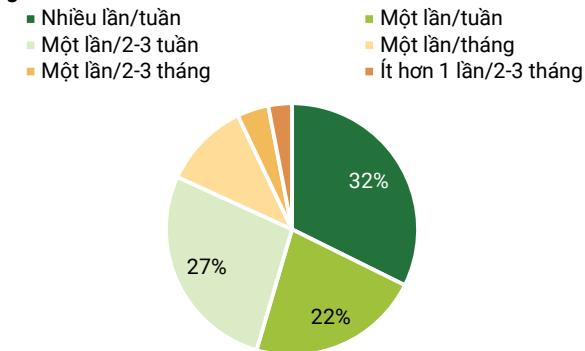
Khảo sát các sản phẩm phổ biến kênh mua sắm trực tuyến năm 2024



Nguồn: NielsenIQ, PHS tổng hợp

Theo khảo sát NielsenIQ, người tiêu dùng Việt Nam hiện có tần suất mua sắm trực tuyến trung bình gần 4 lần mỗi tháng và dành 8.2 giờ mỗi tuần cho hoạt động này – cao gần gấp đôi so với tần suất đến siêu thị hàng tháng

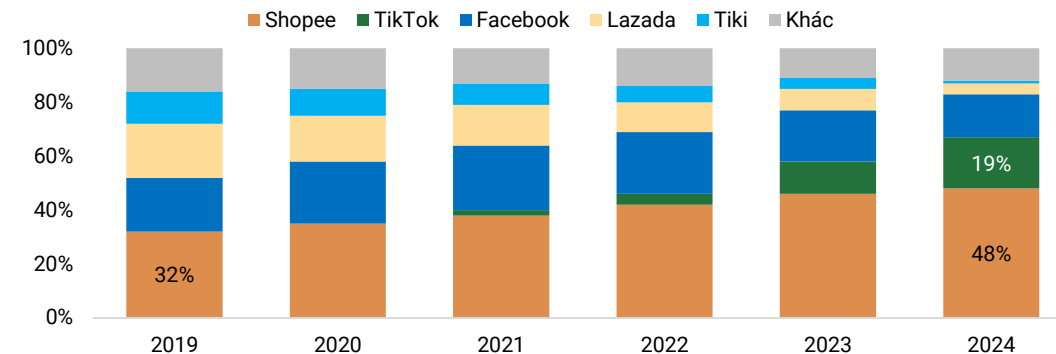
Khảo sát tần suất mua hàng online



Nguồn: AppotaPay, PHS tổng hợp

Shopee dẫn đầu thị trường thương mại điện tử nhiều năm liền, trong khi TikTok cũng đang nhanh chóng vươn lên. Cả 2 sàn này đang chiếm lấy thị phần mà Lazada, Tiki đánh mất

Thị phần của các nền tảng thương mại điện tử (% theo doanh số)

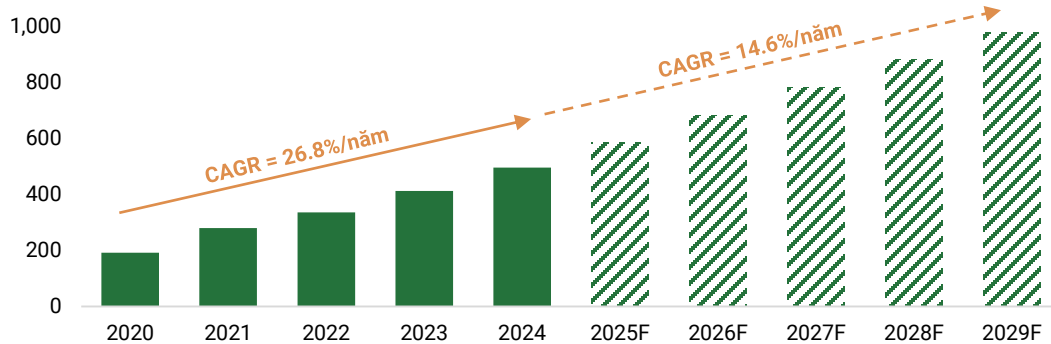


Nguồn: Cimigo, PHS tổng hợp

Xu hướng mua sắm đa kênh và sự bùng nổ của kênh thương mại điện tử

Theo dự báo của Euromonitor, quy mô thị trường bán lẻ kênh thương mại điện tử dự kiến đạt hơn 900 nghìn tỷ đồng vào năm 2029F (CAGR = 14.6%/năm)

Quy mô thị trường bán lẻ kênh thương mại điện tử Việt Nam (Nghìn tỷ VND)

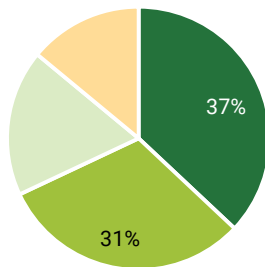


Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Phương thức thanh toán điện tử đang chiếm ưu thế: ứng dụng ngân hàng số và ví điện tử được người tiêu dùng Việt Nam ưa thích nhất bởi sự tiện lợi, nhanh chóng

Các phương thức thanh toán phổ biến năm 2024

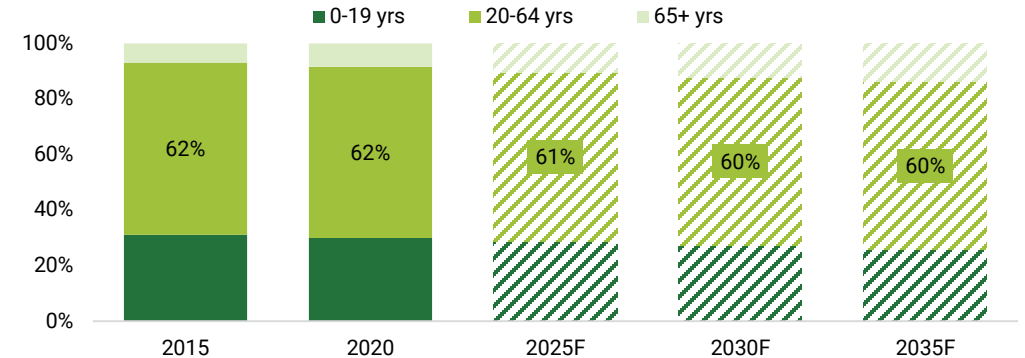
■ Ứng dụng ngân hàng ■ Ví điện tử ■ Thẻ ngân hàng ■ Tiền mặt



Nguồn: Cimigo, PHS tổng hợp

Cơ cấu nhân khẩu học thuận lợi: nhóm độ tuổi lao động (20-64 tuổi) chiếm đến 60%, trong đó lực lượng tiêu dùng trẻ (20-39 tuổi) chiếm đến 30%, thúc đẩy sự phát triển của các mô hình phân phối đa kênh

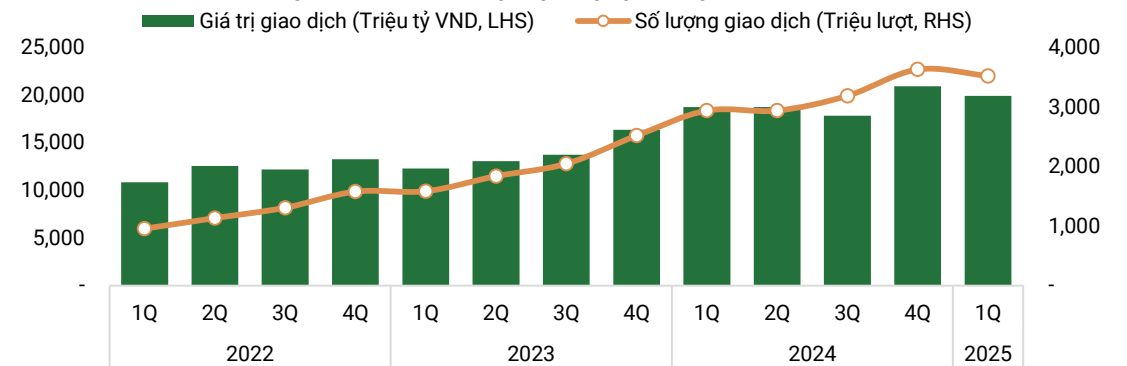
Cơ cấu dân số theo độ tuổi



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Xu hướng dịch chuyển sang thanh toán không dùng tiền mặt đang diễn ra mạnh mẽ, góp phần thúc đẩy hoạt động bán lẻ trên các nền tảng thương mại điện tử

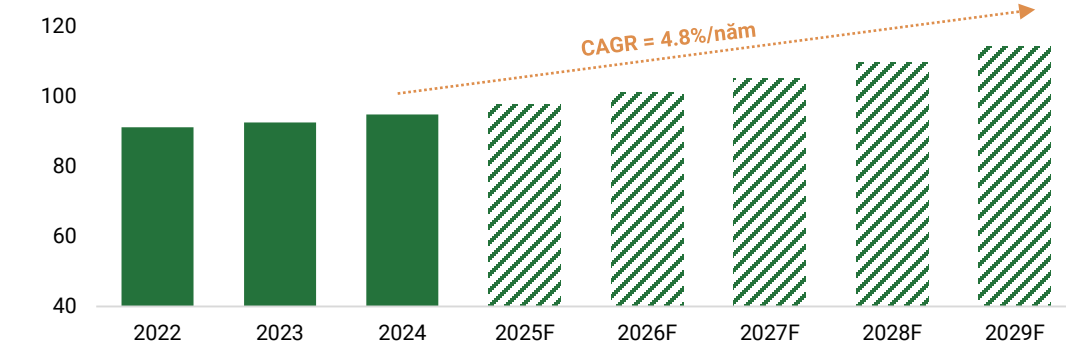
Giá trị thanh toán và số lượng lượt thanh toán bằng ứng dụng ngân hàng



Nguồn: SBV, PHS tổng hợp

Thị trường hàng gia dụng tại Việt Nam đang chứng kiến mức tăng trưởng liên tục với quy mô ước tính đạt khoảng 114 nghìn tỷ đồng đến năm 2029F, theo Euromonitor

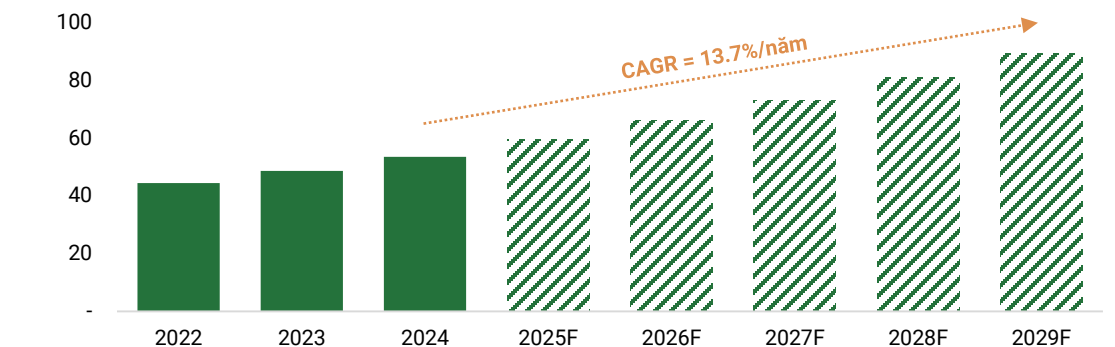
Quy mô thị trường thiết bị gia dụng Việt Nam (Nghìn tỷ VND)



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Hiện nay, trung bình mỗi hộ gia đình Việt Nam chỉ khoảng 8,4 triệu đồng cho các thiết bị gia dụng, con số này được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR 13.7%/năm trong vòng 5 năm tới

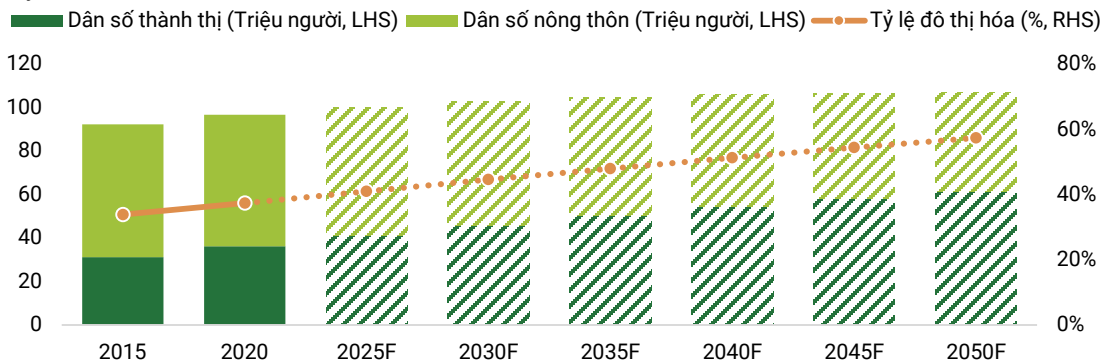
Chi tiêu hộ gia đình VN cho thiết bị gia dụng (Nghìn tỷ VND)



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Quá trình đô thị hóa nhanh chóng góp phần định hình lối sống tiện nghi, hiện đại, thúc đẩy xu hướng tiêu dùng ưu tiên các sản phẩm tiện ích phục vụ sinh hoạt hằng ngày

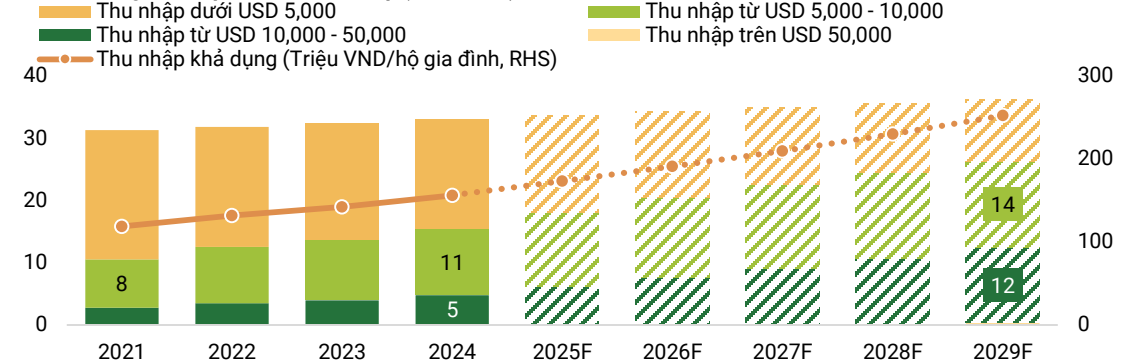
Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Thu nhập hộ gia đình cải thiện cùng với sự gia tăng của tầng lớp trung lưu đang góp phần thúc đẩy chi tiêu nhiều hơn cho các sản phẩm đồ gia dụng

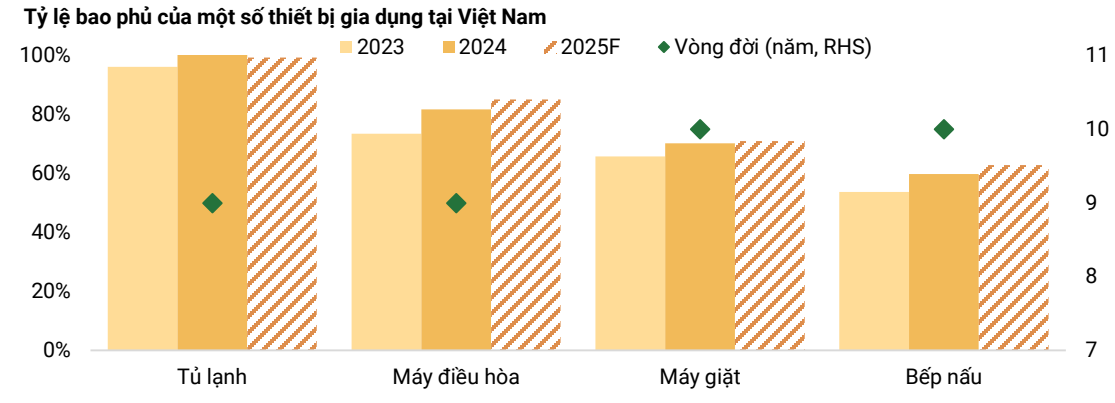
Cơ cấu hộ gia đình phân theo thu nhập (Triệu HGD)



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

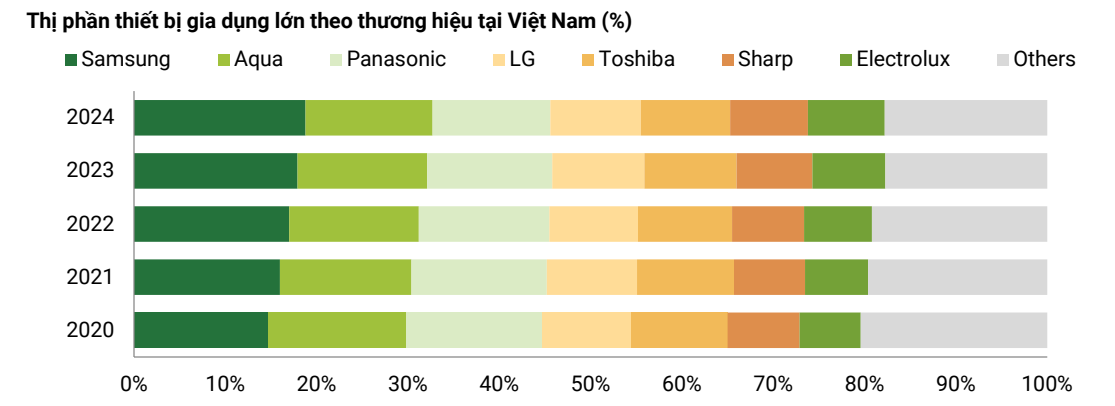
Ngành điện máy, hàng gia dụng – đầy tiềm năng nhưng không dễ thở

Mức tăng trưởng của thiết bị gia dụng lớn dự kiến chậm hơn so với thiết bị nhỏ, do giá trị sản phẩm cao, vòng đời dài (thường từ 8–10 năm), và tần suất thay thế thấp



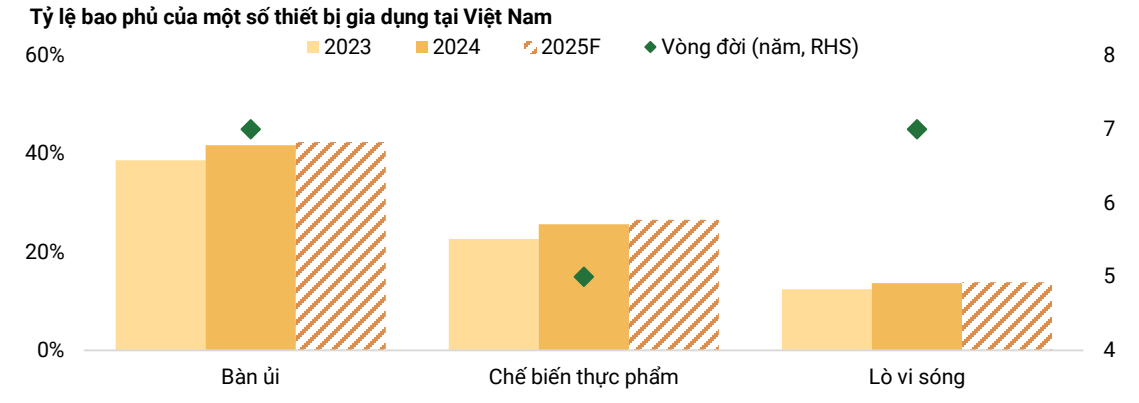
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Phân khúc thiết bị gia dụng lớn hiện đang được thống lĩnh bởi các thương hiệu lâu năm như Samsung, Aqua, Panasonic – những tên tuổi đã hiện diện và định hình thị trường Việt Nam từ sớm. Các thương hiệu mới gia nhập thị trường sẽ gặp nhiều thách thức trong việc xây dựng thương hiệu, thiết lập mạng lưới phân phối, giành được lòng tin của người tiêu dùng



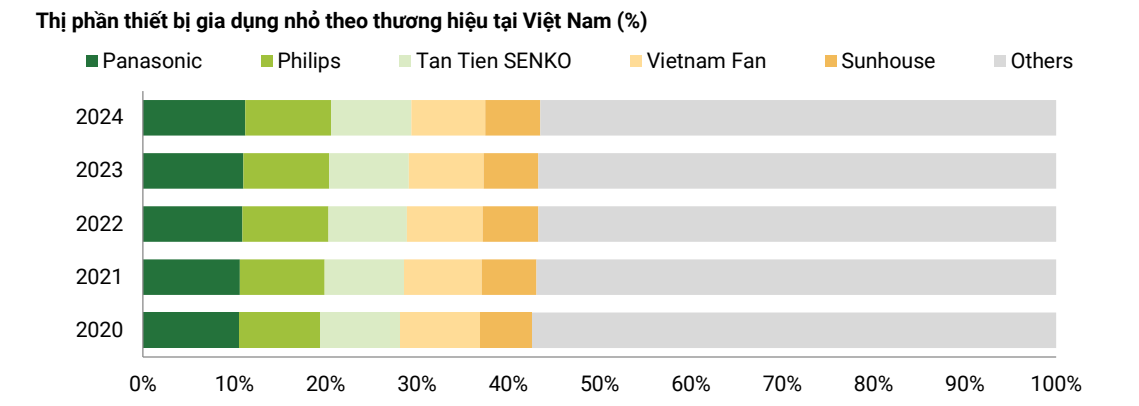
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Tỷ lệ bao phủ thiết bị gia dụng nhỏ, thiết bị nhà bếp vẫn còn thấp. Đồng thời, với đặc điểm giá thành và tuổi thọ sản phẩm thấp, người tiêu dùng có hướng thay thế thường xuyên hơn nhằm sở hữu những mẫu mã có công nghệ mới, tiên tiến



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

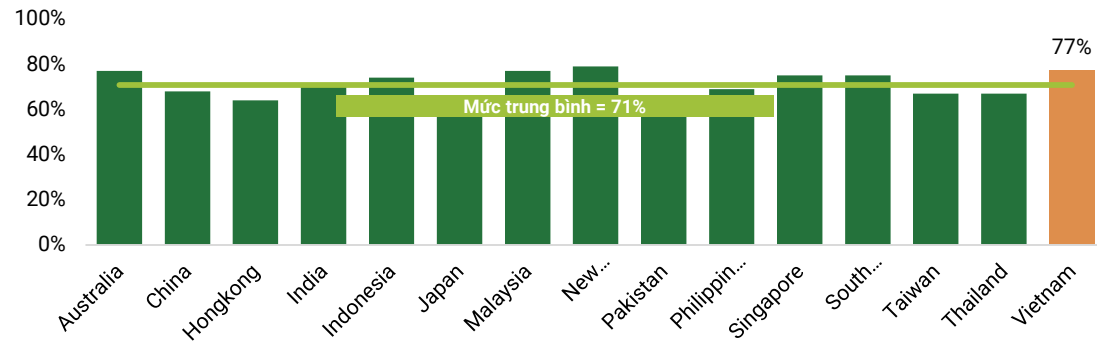
Trong khi đó, thị trường thiết bị gia dụng nhỏ hiện còn khá phân mảnh và vẫn còn dư địa để thâm nhập, tuy nhiên mức độ cạnh tranh được đánh giá là rất cao, được quyết định bởi uy tín thương hiệu, công năng sản phẩm đi kèm với giá cả



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

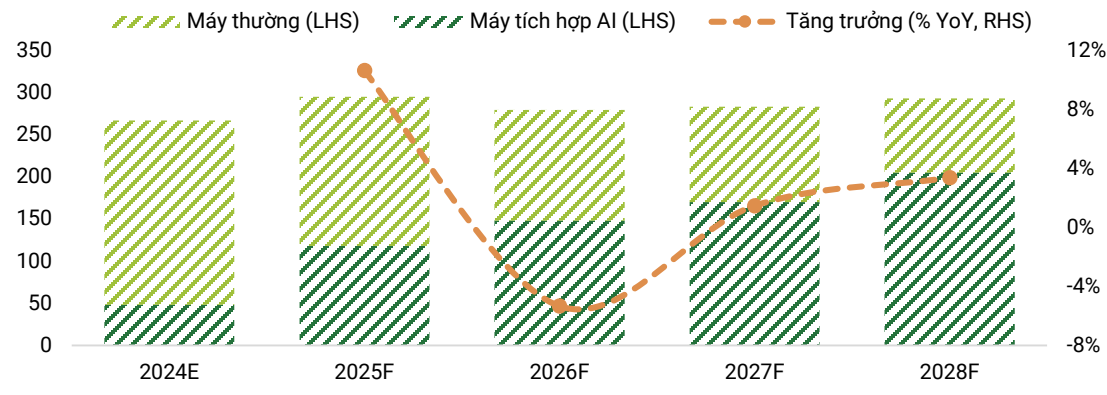
Tính đến năm 2023, tỷ lệ sở hữu máy tính xách tay tại Việt Nam đã cao hơn so với mức trung bình của khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, phản ánh dư địa tăng trưởng có thể chậm lại trong thời gian tới

Tỷ lệ sở hữu máy tính xách tay các quốc gia khu vực Châu Á – Thái Bình Dương năm 2023



Nguồn: Statista, PHS tổng hợp

Xu hướng phổ biến máy tính tích hợp AI đang diễn ra mạnh mẽ trên toàn cầu và được kỳ vọng sẽ sớm lan rộng tại thị trường Việt Nam, góp phần thúc đẩy nhu cầu nâng cấp thiết bị công nghệ trong nhóm người tiêu dùng cá nhân và doanh nghiệp



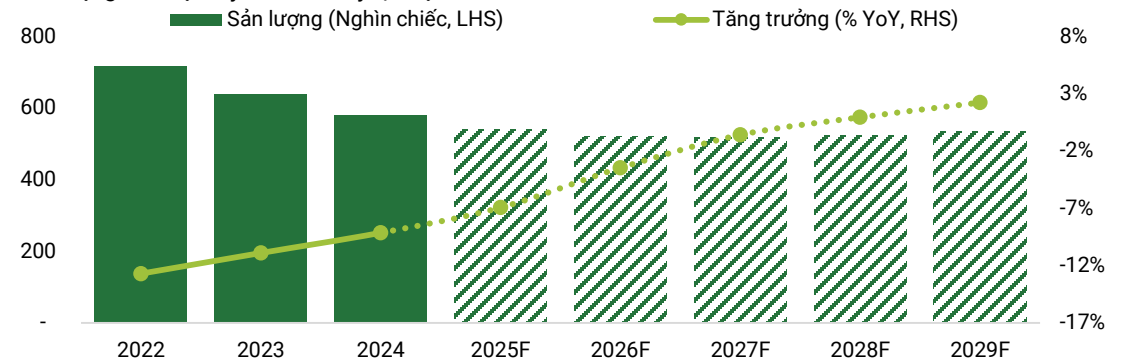
Nguồn: Canalys, PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH BÁN LẺ 2H2025

Ngành ICT – tốc độ tăng trưởng tiếp tục chậm lại

Trong bối cảnh bức tranh nền kinh tế còn nhiều điều chưa chắc chắn, xu hướng người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu là một rủi ro đáng kể đối với nhóm ngành ICT

Sản lượng tiêu thụ máy tính xách tay tại Việt Nam

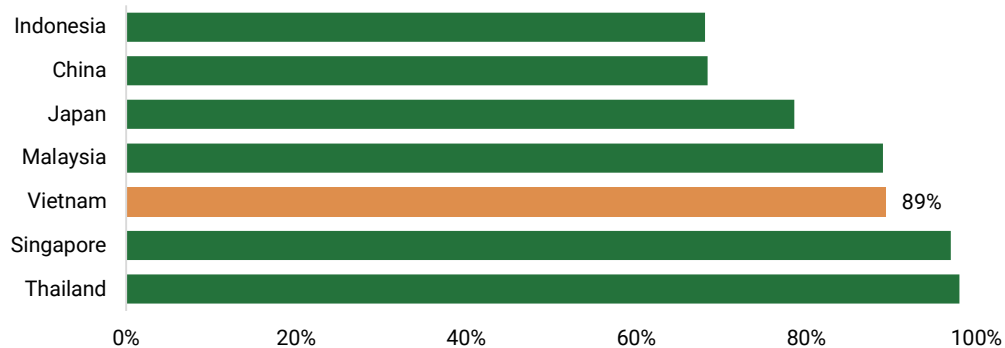


Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

- Xu hướng tiêu thụ máy tính xách tay tại Việt Nam nhìn chung khá tương đồng với thế giới, liên tục sụt giảm kể từ năm 2021 đến nay do (1) người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu khi nền kinh tế suy yếu; và (2) nhu cầu nâng cấp thiết bị chậm lại khi đã tiêu thụ bùng nổ trong đại dịch Covid-19, trong khi vòng đời trung bình của MTXT chỉ kéo dài từ 2 – 4 năm.
- Tại Việt Nam, Asus, Dell, HP và Lenovo đang thống lĩnh thị trường với tổng thị phần đạt gần 75%.
- Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng mức sụt giảm về sản lượng tiêu thụ MTXT tại Việt Nam sẽ thu hẹp lại svck, được hỗ trợ bởi: (1) bước vào chu kỳ nâng cấp thiết bị đối với người dùng mua máy vào giai đoạn 2020 – 2021 và Windows 10 ngưng hỗ trợ từ tháng 10/2025; và (2) các dòng máy tính xách tay tích hợp AI có giá bán cao hơn dần phổ biến.

Theo số liệu từ Bộ TT&TT, tính đến năm 2024, tỷ lệ bao phủ điện thoại thông minh đã đạt đến 89.4%, cho thấy thị trường điện thoại đang tiến gần đến ngưỡng bão hòa

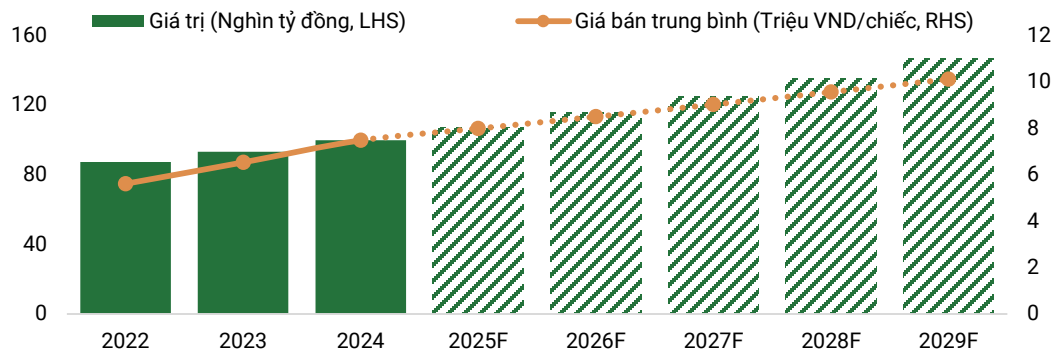
Tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh tại một số quốc gia khu vực Châu Á năm 2024



Nguồn: Statista, Bộ TT&TT, PHS tổng hợp và ước tính

Xu hướng cao cấp hóa tại Việt Nam ngày càng rõ nét: giá bán trung bình của điện thoại ngày càng tăng trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa duy trì xu hướng giảm

Quy mô, giá bán trung bình điện thoại thông minh Việt Nam



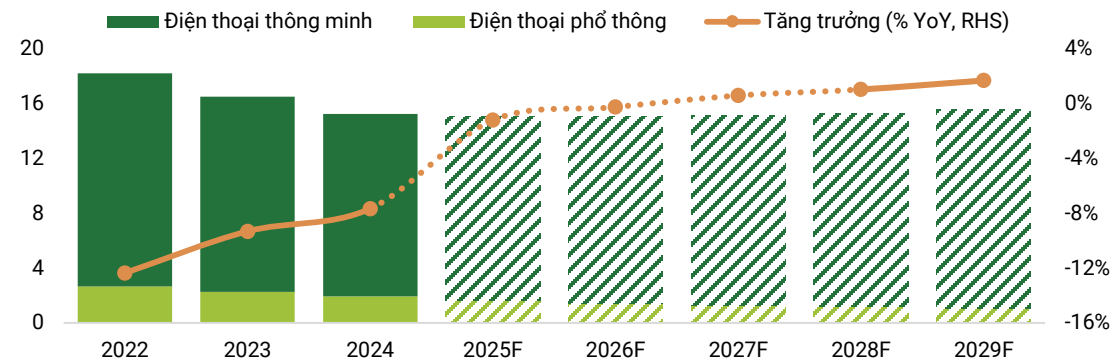
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH BÁN LẺ 2H2025

Ngành ICT – tốc độ tăng trưởng tiếp tục chậm lại

Trong bối cảnh bức tranh nền kinh tế còn nhiều điều chưa chắc chắn, xu hướng người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu là một rủi ro đáng kể đối với nhóm ngành ICT

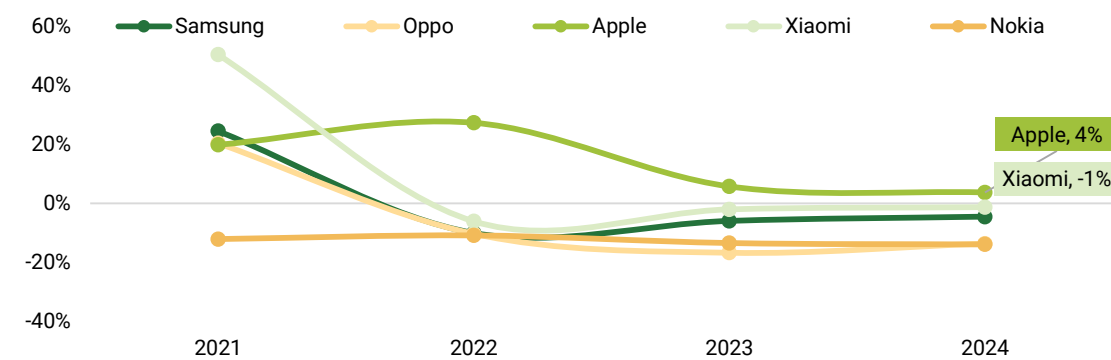
Xu hướng tiêu thụ ĐTDĐ tại Việt Nam (Triệu chiếc)



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Apple iPhone là thương hiệu duy nhất ghi nhận mức tăng trưởng dương liên tục trong bốn năm qua, phản ánh rõ xu hướng cao cấp hóa nhờ sức hút thương hiệu mạnh mẽ và hệ sinh thái sản phẩm đồng bộ

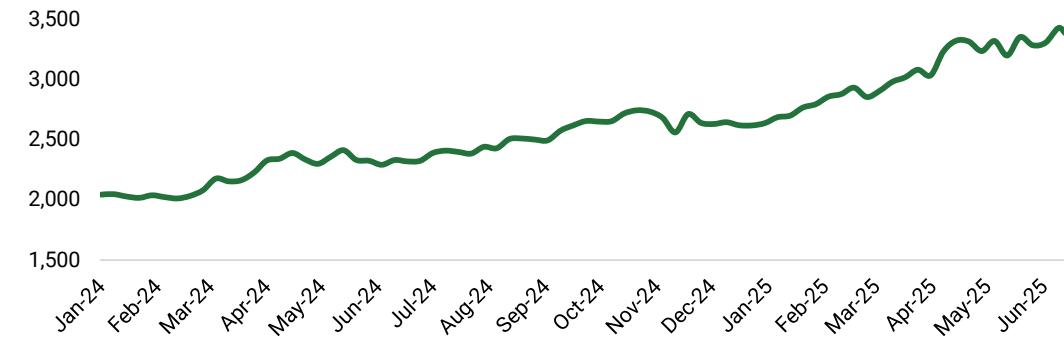
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ theo từng thương hiệu điện thoại (% YoY)



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp và ước tính

Giá vàng vẫn chịu áp lực từ nhiều yếu tố địa chính trị và kinh tế: căng thẳng leo thang ở Trung Đông, chiến tranh thương mại do chính sách thuế mới của Hoa Kỳ và triển vọng kinh tế toàn cầu suy yếu

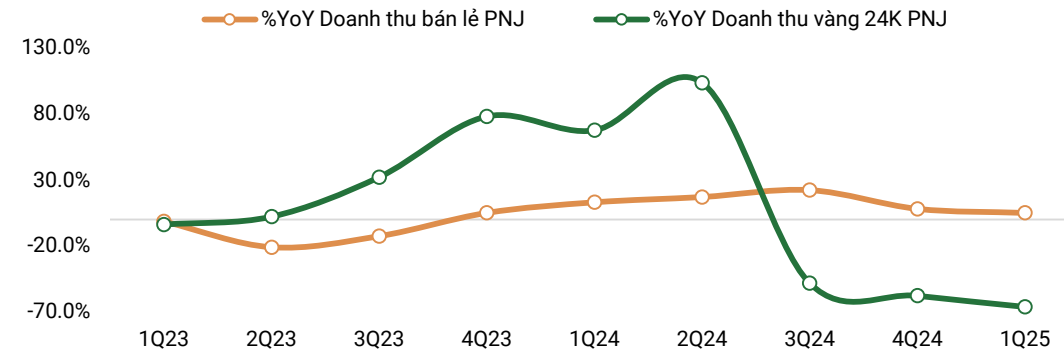
XAU/USD – Giá vàng giao ngay (USD/oz)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Nguồn cung vàng khan hiếm dẫn đến thị trường giao dịch vàng 24K trầm lắng. Tuy nhiên, việc sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP (bỏ độc quyền sản xuất vàng miếng của Nhà nước, cho phép các công ty, ngân hàng đủ điều kiện nhập khẩu nguyên liệu vàng, sản xuất vàng miếng) mang lại khuôn khổ quản lý thị trường vàng linh hoạt, minh bạch và hiệu quả hơn

% YoY Doanh thu bán lẻ và vàng 24K của PNJ



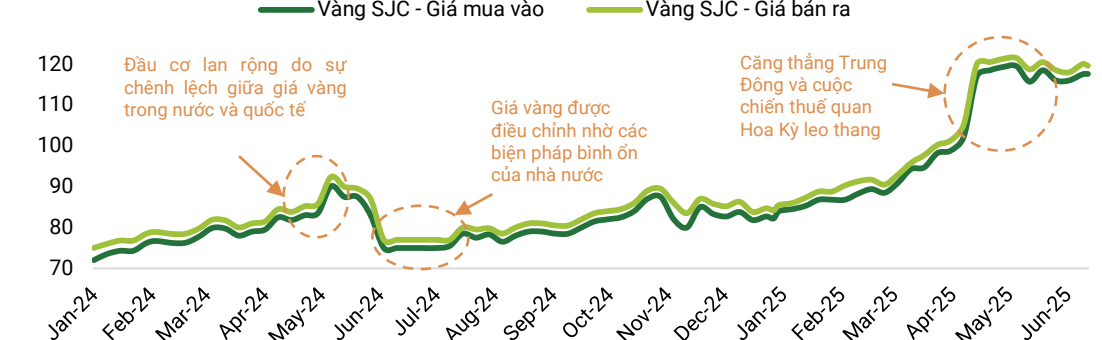
Nguồn: PNJ, PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH BÁN LẺ 2H2025

Ngành trang sức - kỳ vọng về các nút thắt đang dần được tháo gỡ

Tương tự xu hướng giá vàng thế giới, giá vàng SJC đã tăng liên tục kể từ đầu năm

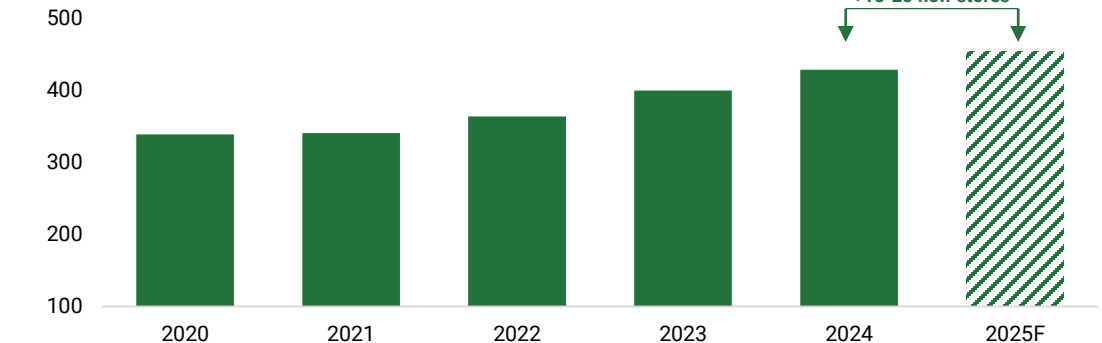
Giá vàng miếng SJC (Triệu VND/lượng)



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

PNJ sẽ là công ty đầu tiên hưởng lợi nhờ lợi thế về giá trị thương hiệu và quy mô dẫn đầu ngành trang sức tại Việt Nam

Kế hoạch mở cửa hàng mới của PNJ

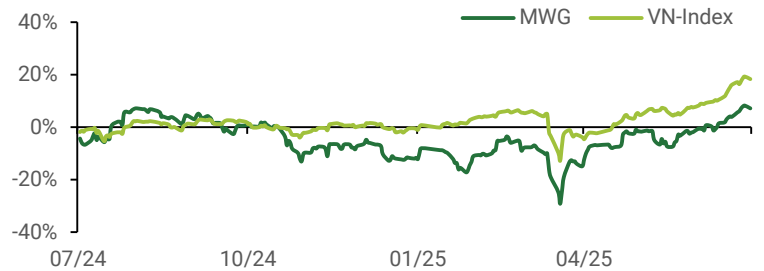


Nguồn: PNJ, PHS tổng hợp

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					Khuyến nghị
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 21/7 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
BÁN LẺ	MWG	152,456	13.5%	5,079	36.1%	162,123	6.3%	6,219	22.4%	68,400	70,000	18.6	3.0	-2%	GIẢM TỶ TRỌNG

- Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành bán lẻ trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam tiềm ẩn nhiều yếu tố khó đoán định, do chịu ảnh hưởng bởi cuộc chiến thuế quan của Hoa Kỳ hồi tháng 4/2025. Trong đó, thị trường bán lẻ sẽ ghi nhận sự phân hóa rõ nét giữa các ngành hàng: nhóm sản phẩm thiết yếu như thực phẩm, chăm sóc sức khỏe giữ mức tăng trưởng ổn định, trong khi nhóm sản phẩm không thiết yếu như ICT chịu áp lực suy giảm do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu và độ bao phủ đang đạt gần đến mức bão hòa.
- Xu hướng mua sắm đa kênh: kênh thương mại hiện đại và kênh thương mại điện tử sẽ là động lực quan trọng cho tăng trưởng ngành bán lẻ nội địa, nhờ cơ cấu nhân khẩu học thuận lợi (tầng lớp tiêu dùng trẻ chiếm 30% dân số), xu hướng dịch chuyển thanh toán không tiền mặt diễn ra mạnh mẽ, khả năng tiếp cận người tiêu dùng nhanh chóng và phù hợp với xu hướng tiêu dùng số hóa.
- Ngành hàng gia dụng là mảnh đất màu mỡ với tiềm năng tăng trưởng lớn, nhờ vào xu hướng nâng cao chất lượng cuộc sống, tốc độ đô thị hóa nhanh chóng cùng với sự gia tăng tầng lớp trung lưu. Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh trong ngành cũng rất khốc liệt do sự hiện diện lâu đời và vị thế vững chắc của các thương hiệu lớn trên thị trường.
- Trong dài hạn, các chính sách mới của Nhà nước nêu trên sẽ là yếu tố then chốt thúc đẩy tiêu dùng trong nước, bảo vệ doanh nghiệp sản xuất và phân phối trong nước.
- Do đó, chúng tôi chọn MWG vì:
 - MWG sở hữu lợi thế về phân phối đa kênh và tiềm năng tăng trưởng tích cực từ Bách Hóa Xanh.
 - DGW là nhà bán buôn hàng đầu tại Việt Nam với nhiều năm kinh nghiệm về dịch vụ phát triển thị trường và phân phối các dòng sản phẩm như ICT/CE, đồ gia dụng và thiết bị văn phòng. Với lợi thế mạnh mẽ về dịch vụ phát triển thị trường và mạng lưới phân phối rộng khắp, chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng trưởng trong các phân khúc đồ gia dụng và thiết bị văn phòng sẽ đóng góp tích cực vào tăng trưởng chung của công ty.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	103,503
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	1,478.93
Free float (%)	83%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	9,148,830
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	72,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	46,250

Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	3,879	5,317	6,305
Tăng trưởng EPS (%)	2113.9%	34.8%	21.0%
Tăng trưởng BVPS (%)	17.5%	15.1%	16.3%
Biên lợi nhuận gộp (%)	20.5%	20.6%	20.7%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	3.0%	3.7%	4.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần (%)	2.8%	3.3%	3.8%

Điểm nhấn đầu tư

- **Hưởng lợi từ xu hướng mua sắm online:** MWG là nhà bán lẻ duy nhất tại Việt Nam sở hữu hệ sinh thái bán lẻ khép kín, bao gồm chuỗi cửa hàng vật lý, kênh thương mại điện tử, hệ thống kho vận – giao nhận và dịch vụ hậu mãi do công ty tự vận hành. Từ tháng 5/2025, MWG đã ra mắt sàn thương mại điện tử MWG Shop, tích hợp đa dạng sản phẩm từ các chuỗi bán lẻ chủ lực như Thegioididong.com, Điện Máy Xanh, TopZone và AVAKids. Tháng 6/2025, Bộ Công Thương ban hành Quyết định 1568/QĐ-BCT phê duyệt Kế hoạch tổng thể phát triển thương mại điện tử quốc gia giai đoạn 2026 - 2030, với các mục tiêu: 70% người trưởng thành mua sắm trực tuyến, doanh số thương mại điện tử tăng trưởng 20–30%/năm... Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng MWG sẽ hưởng lợi lớn nhờ tận dụng hiệu quả xu hướng mua sắm online, vừa giảm chi phí vận hành, tối ưu quản lý hàng tồn kho, vừa thúc đẩy doanh thu online cho cả nhóm hàng thiết yếu và công nghệ.
- **Bách Hóa Xanh gặt hái thành quả:** Nhu cầu chi tiêu cho hàng thiết yếu tiếp tục là động lực chính cho ngành bán lẻ bách hóa. Giai đoạn 2020–2024, BHX đã gia tăng thị phần từ 1.7% lên 3.0% trên toàn ngành bán lẻ bách hóa nhờ chiến lược tái cấu trúc hiệu quả và mở rộng mạng lưới có chọn lọc. Sau khi đạt điểm hòa vốn và bắt đầu có lãi từ tháng 6/2024, BHX đặt mục tiêu mở thêm 200 – 400 cửa hàng và thúc đẩy kênh online trong năm 2025, kỳ vọng đóng góp tích cực cho tăng trưởng của MWG. Tính đến cuối tháng 4/2025, công ty đã mở mới 359 cửa hàng Bách Hóa Xanh, các cửa hàng mới mở đã có tổng lợi nhuận hoạt động dương sau khi trừ các chi phí vận hành trực tiếp ở cấp độ cửa hàng. Năm 2025F/26F, chúng tôi dự báo doanh thu của BHX sẽ tăng trưởng 28.6%/7.9% YoY, được hỗ trợ bởi 400/100 cửa hàng mới mở mỗi năm. Doanh thu/cửa hàng/tháng dự kiến tăng trưởng 3%/năm, tương đương với mức tăng trưởng toàn ngành.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	122,958	133,405	118,280	134,341	152,456	162,123
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	4,899	4,100	168	3,722	5,079	6,219
EPS (VND/cổ phiếu)	3,400	2,810	115	2,546	3,433	4,154
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	28,545	16,329	15,944	18,734	21,570	25,095
ROE (%)	24.1%	17.1%	0.7%	13.3%	15.6%	16.2%
ROA (%)	7.8%	7.3%	0.3%	5.3%	6.6%	7.7%
P/E (x)	35.0	15.3	369.2	24.0	18.6	15.4
P/B (x)	4.2	2.6	2.7	3.3	3.0	2.6
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	29.4%	17.8%	434.8%	39.3%	14.6%	12.2%

NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG

ĐẢM BẢO KHỐI LƯỢNG CÔNG VIỆC

- TỔNG QUAN NGÀNH XÂY DỰNG
- TRIỂN VỌNG TRONG 2025
- ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ



				Tăng trưởng doanh thu (%YoY)					Tăng trưởng LNST-CĐTS (%YoY)				
Tên công ty	Mã	Sàn giao dịch	Vốn hóa (tỷ đồng)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
VINACONEX	VCG	HOSE	13,408	96%	35%	-38%	12%	25%	2782%	-13%	-23%	96%	-72%
Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV	HOSE	5,946	40%	28%	33%	18%	17%	32%	16%	3%	127%	52%
Trung bình				68%	31%	-3%	15%	21%	1407%	1%	-10%	111%	-10%
Trung vị				68%	31%	-3%	15%	21%	1407%	1%	-10%	111%	-10%

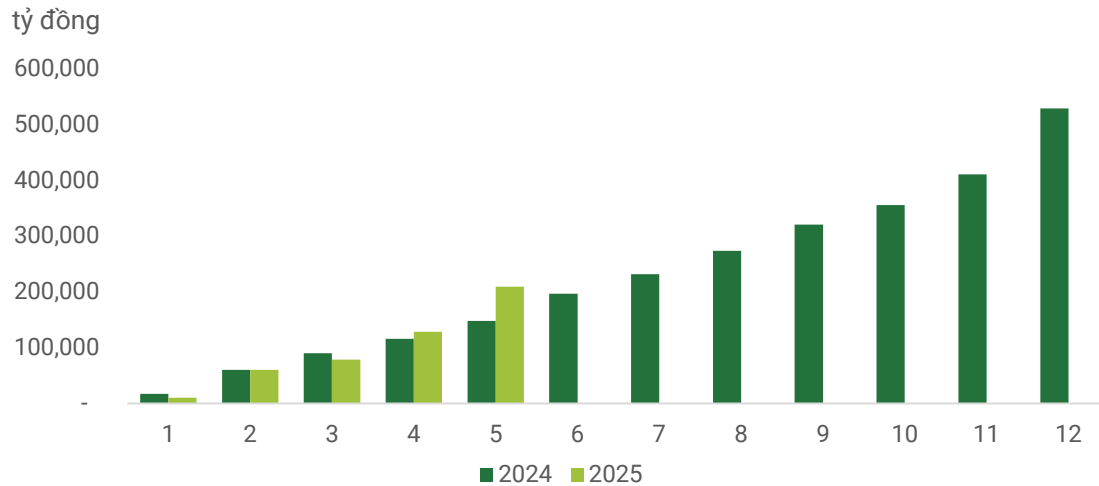
Trong 3 tháng đầu năm 2025, các doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng có sự phân hóa về kết quả kinh doanh như sau. Chi tiết như sau:

- VCG ghi nhận NPATMI giảm mạnh -72%YoY chủ yếu do giảm mạnh -71%YoY doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản.
- NPATMI của HHV đạt kết quả khả quan với mức tăng trưởng +52%YoY, điều này chủ yếu đến từ (i) hồi phục biên lợi nhuận gộp (+3.6 bsp YoY) của mảng kinh doanh BOT và (ii) lợi nhuận đóng góp của các công ty liên kết cải thiện +121%YoY.

TỔNG QUAN NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG

Lũy kế giải ngân vốn đầu tư công 5T2025 bắt đầu ghi nhận dấu hiệu tích cực

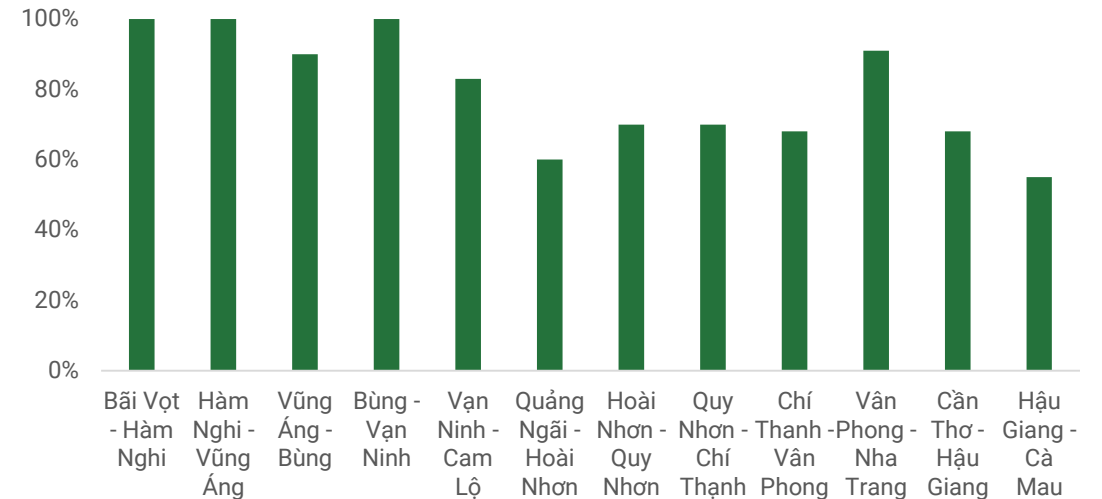
Tiến độ giải ngân đầu tư công lũy kế 5T2025 cao hơn so với cùng kỳ +41%YoY



Nguồn: PHS tổng hợp

- Xu hướng giải ngân vốn đầu tư công tháng 4 và 5/2025 cho thấy những dấu hiệu tích cực. Cụ thể, trong 5 tháng đầu năm, số vốn đầu tư công giải ngân đạt khoảng gần 209.600 tỷ đồng, đạt tỉ lệ khoảng 24,3% so với kế hoạch đề ra, cao hơn so với cùng kỳ khoảng 41%.
- Hoạt động giải ngân có những dấu hiệu cải thiện tích cực chủ yếu đến từ việc sửa đổi các điều luật, qua đó giúp đẩy nhanh tiến độ thi công

Tiến độ thi công các dự án cao tốc Bắc – Nam đang được đẩy mạnh hoàn thành với tỷ lệ bình quân các dự án thực hiện khoảng 80% tính tới tháng 4/2025.



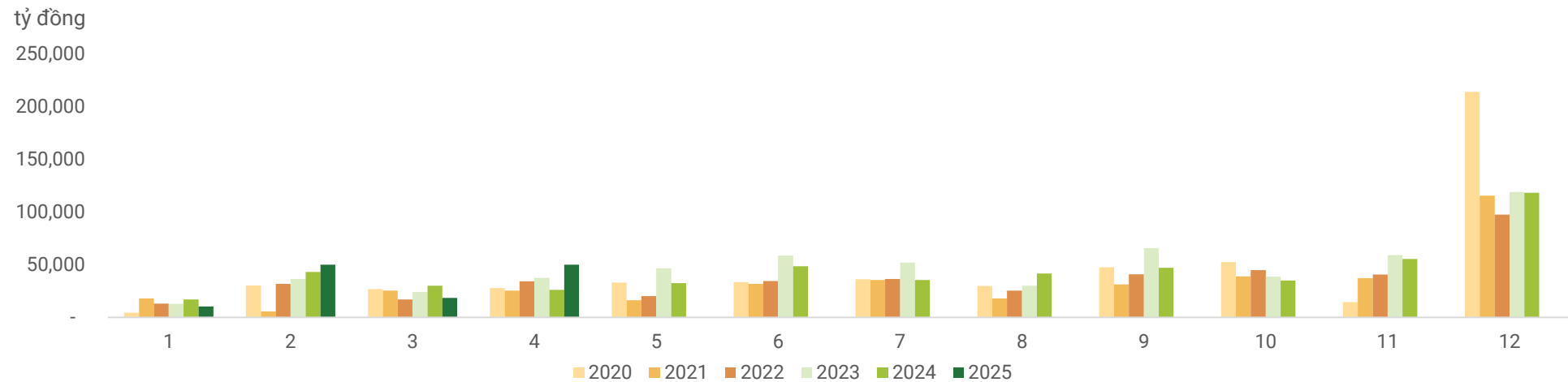
Nguồn: PHS tổng hợp

Phần lớn các công trình trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam đang bước vào giai đoạn hoàn thành khi mặt bằng chung các dự án hoàn thành khoảng 80%. Theo đó, dự kiến các dự án kỳ vọng sẽ hoàn thành giai đoạn 1 trong cuối năm 2025.

Ngắn hạn: Hoạt động giải ngân trong tháng 5/2025 tăng trưởng mạnh mẽ giúp duy trì kỳ vọng về hoàn thành tiến độ giải ngân trong 2025

- Theo quan sát, chúng tôi nhận thấy thông thường hoạt động giải ngân sẽ tập trung vào nửa cuối năm thay vì ở đầu năm. Cùng với sự chỉ đạo và hỗ trợ của Chính phủ trong công tác đẩy mạnh triển khai dự án xây dựng hạ tầng, chúng tôi kỳ vọng hoạt động giải ngân trong các tháng còn lại của năm 2025 sẽ tiếp tục đà tăng trưởng
- Bên cạnh đó, trong bối cảnh bất định về thuế quan, chúng tôi kỳ vọng hoạt động đẩy mạnh đầu tư công để có thể hoàn thành kế hoạch đề ra. Qua đó, hoạt động đầu tư công kỳ vọng sẽ trở thành trụ cột chính trong việc dẫn dắt tăng trưởng trong 2025.

Thông thường tỷ lệ giải ngân trong nửa cuối năm sẽ được đẩy mạnh do áp lực giải ngân theo kế hoạch đề ra



Nguồn: PHS tổng hợp

Một số các dự án trọng điểm trong giai đoạn 2026 – 2030

STT	Tên dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian dự kiến	Tiến độ
Đường sắt				
1	Cao tốc Bắc - Nam	1,713	2026 - 2035	Đang hoàn thành thủ tục
2	Thủ Thiêm - Long Thành	84,000	2026 - 2030	Đang chờ Quốc hội phê duyệt
3	HCM - Cần Thơ	181,700	2027 - 2035	Dự kiến trình Quốc hội trong 2025
Đường bộ				
1	TP.HCM –Mộc Bài (giai đoạn 1)	19,617	2025 - 2027	Đã phê duyệt chủ trương dự án đầu tư
2	Quy Nhơn –Pleiku –Lệ Thanh	43,500	2025 - 2030	Đang trình Quốc hội
3	Nội Bài –Bắc Ninh	2,800	2025 - 2030	Nâng cấp lên 4 làn xe. Đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư
4	Bắc Kạn –Cao Bằng	10,000	2026 - 2027	Đang khẩn trương giải phóng mặt bằng
5	Quảng Ngãi –Kon Tum	44,300	2026 - 2028	Dự kiến phê duyệt trong 2025
6	Vành đai 4 - HCM (giai đoạn 1)	120,413	2026 - 2029	Đang chờ Quốc hội phê duyệt. Dự kiến lựa chọn nhà đầu tư trong 2026
7	Hà Tiên - Rạch Giá - Bạc Liêu	80,836	2026 - 2030	Cơ bản hoàn thành báo cáo nghiên cứu tiền khả thi
8	Đức Hòa - Mỹ An	29,000	2026 - 2030	Đang chờ phê duyệt
9	Trà Vinh - Hồng Ngự	5,866	2026 - 2030	Đang chờ phê duyệt
10	Định Bà - Cao Lãnh	21,856	2026 - 2030	Đang đề xuất

Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 chủ yếu tập trung vào các dự án lớn, quan trọng cấp quốc gia: Theo Chỉ thị số 25/CTTTg của Thủ tướng Chính phủ về việc xây dựng kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026–2030, chúng tôi nhận thấy có 2 trọng tâm đáng chú ý như sau:

- Phân bổ vốn sẽ ưu tiên cho các dự án quan trọng quốc gia như đường cao tốc, đường sắt tốc độ cao và đường sắt đô thị;
- Số lượng dự án sử dụng vốn ngân sách trung ương trong giai đoạn 2026–2030 sẽ giảm 15%–20% so với giai đoạn 2021–2025, nhằm tránh dàn trải nguồn lực. Từ định hướng này, chúng tôi nhận thấy trong giai đoạn tới, đầu tư công sẽ đặt trọng tâm vào việc nâng cao chất lượng dự án và đẩy nhanh tiến độ triển khai các công trình hạ tầng quy mô lớn.

=> Qua đó, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có năng lực thi công tốt sẽ được hưởng lợi, nhờ đó giúp đảm bảo khối lượng công việc trong trung và dài hạn.

Nguồn: PHS tổng hợp

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	Giá đóng cửa ngày 21/07/2025	P/E	P/B	Tăng/giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
XÂY DỰNG HẠ TẦNG	VCG	15,466	20.2%	1,147	23.8%	16,985	9.8%	1,275	11.1%	26,200	23,350	11.5	1.1	12%	TĂNG TỶ TRỌNG
	HHV	3,729	12.7%	460	13.6%	4,220	13.2%	523	13.8%	12,600	12,850	11.6	0.5	-2%	GIẢM TỶ TRỌNG

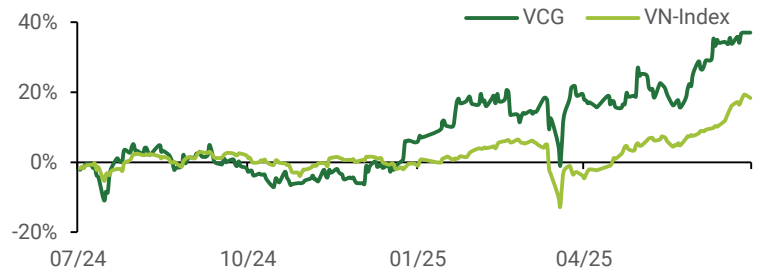
Chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm xây dựng hạ tầng dựa trên:

- (1) Đầu tư công kỳ vọng là một trong những yếu tố nội tại quan trọng giúp dẫn dắt tăng trưởng trong 2025 khi động lực tăng trưởng từ bên ngoài vẫn đang bỏ ngỏ do rủi ro về thuế quan bị áp với mức cao vẫn chưa được tháo gỡ hoàn toàn
- (2) Áp lực đẩy mạnh giải ngân đầu tư công bởi năm 2025 là năm cuối trong kế hoạch 5 năm trung hạn 2021 – 2025.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VCG chủ yếu đến từ:

- (1) Khối lượng backlog còn lại lớn giúp hỗ trợ tăng trưởng so với cùng kỳ
- (2) Riêng đối với VCG, doanh thu được đóng góp thêm các dự án bất động sản với biên lợi nhuận gộp cao
- (3) Diễn biến giá cổ phiếu có xu hướng biến động cùng chiều với hoạt động giải ngân đầu tư công

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	646
Free float (%)	53%
Vốn hóa (tỷ VND)	15,095
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	11,887,324
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	24,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	16,400

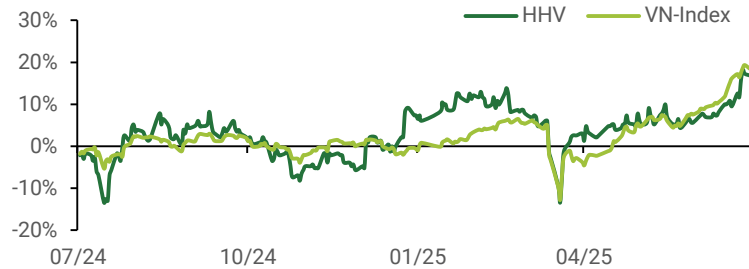
Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	N/A	1,204	1,467
Tăng trưởng EPS (%)	N/A	5,275	2,159
Tăng trưởng BVPS (%)	N/A	18,791	20,903
Biên lợi nhuận gộp (%)	N/A	15%	16%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	N/A	12%	12%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	N/A	25%	9%

Điểm nhấn đầu tư

- **Doanh nghiệp xây dựng đầu ngành được hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy đầu tư công.** Nhờ đó, góp phần duy trì đà tăng trưởng khối lượng backlog trong giai đoạn 2025F – 2026F: Khối lượng backlog còn lại cho 2025F – 2026F tương đối lớn – ước tính cao gấp 1.8 lần doanh thu bình quân giai đoạn 2023 – 2024, tương đương với khoảng 15.5 ngàn tỷ đồng, với điểm rơi doanh thu chủ yếu trong năm 2025F. Đồng thời, mỗi năm khối lượng backlog ký mới của VCG ước đạt khoảng 10 – 11 ngàn tỷ đồng với thời gian thi công kéo dài bình quân khoảng 2 – 3 năm. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần mảng xây lắp năm 2025F và 2026F đạt lần lượt là 11.2 ngàn tỷ đồng (+21%YoY) và 11.7 ngàn tỷ đồng (+5%YoY).
- **Mảng bất động sản tiếp tục ghi nhận đóng góp doanh thu từ 4 dự án trong 2025.** Trong 2025, VCG kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu của 4 dự án, gồm Green Diamond, TTTM chợ Mơ, KĐT Đại lộ Hòa Bình và KĐT Vinaconex Móng Cái. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng bất động sản nhà ở và thương mại trong 2025F đạt khoảng 1.6 ngàn tỷ đồng (+50%YoY).
- **Đẩy mạnh đầu tư công kỳ vọng hỗ trợ tâm lý thị trường tích cực trong thời gian tới:** Chúng tôi nhận thấy đa số cổ phiếu thuộc nhóm ngành này sẽ phụ thuộc phần lớn vào diễn biến tình hình của chính sách đầu tư công. Trong 2025, chúng tôi nhận thấy có những nét tương đồng so với giai đoạn 2020 trước đó khi mà nhà nước tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm cuối trong kế hoạch 5 năm trung hạn. Đồng thời, việc tháo gỡ nút thắt trong các điều khoản về luật đầu tư trong năm 2025 kỳ vọng tạo yếu tố tâm lý tích cực trong lĩnh vực này.
- **Hoạt động thoái vốn VCR kỳ vọng hỗ trợ kết quả kinh doanh 2025F:** Chúng tôi ước tính giá trị thương vụ chuyển nhượng vốn VCR. Chúng tôi kỳ vọng phần giá trị chuyển nhượng còn lại sẽ được thực hiện trong 2025 nhờ triển vọng kinh doanh của dự án Cát Bà trong trung và dài hạn khi thị trường bất động sản đang bước vào pha hồi phục. Theo đó, chúng tôi ước tính dự án mang về khoảng 2.9 ngàn tỷ đồng, góp phần thúc đẩy kết quả kinh doanh trong 2025 ước tính tăng +242%YoY.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	5,749	8,453	12,704	12,870	15,448	16,355
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	520	931	396	1,108	3,794	1,553
EPS (VND/cổ phiếu)	893	1,610	755	1,548	5,275	2,159
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	14,987	14,111	13,569	13,633	18,791	20,903
ROE (%)	5.2%	7.9%	3.9%	8.3%	21%	8%
ROA (%)	1.3%	2.4%	1.3%	3.1%	9%	4%
P/E (x)	25.7	14.3	30.4	14.2	4.1	10.0
P/B (x)	1.3	1.1	1.2	1.2	0.9	0.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	3%	-

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	497
Free float (%)	84%
Vốn hóa (tỷ VND)	6,392
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	9,037,875
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	13,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	10,000

Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTTS của thị trường (Tỷ VND)	N/A	430	519
Tăng trưởng EPS (%)	N/A	13.6%	13.8%
Tăng trưởng BVPS (%)	N/A	4.7%	5.1%
Biên lợi nhuận gộp (%)	N/A	39.4%	38.3%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	N/A	37.2%	36.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	N/A	14.4%	14.5%

Điểm nhấn đầu tư

- **Doanh thu trong 2025F ước tính tăng trưởng +23%YoY được dẫn dắt chính bởi hoạt động xây lắp nhờ khối lượng backlog lớn:** Với ước tính khối lượng backlog xây dựng cho năm 2025 - 2027 đạt khoảng 3.8 ngàn tỷ đồng – cao hơn gấp 3.5 lần doanh thu bình quân giai đoạn 2023 – 2024. Qua đó, giúp đẩy mạnh khối lượng công việc cũng như là doanh thu, với phần lớn điểm rơi lợi nhuận dự kiến sẽ rơi vào giai đoạn 2025 – 2026, nhờ các dự án đã bước vào hạng mục thi công chính. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu xây dựng cho năm 2025F đạt 1.4 ngàn tỷ đồng (+23%YoY)
- **LNST-CĐTTS ước tính cải thiện +14%YoY nhờ hiệu quả kinh doanh trong 2025 giúp bù đắp được chi phí lãi vay:** Chúng tôi dự phóng LNST-CĐTTS năm 2025F ước tính đạt 460 tỷ đồng (+14%YoY) chủ yếu đến từ lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính cải thiện và đạt khoảng 1.3 ngàn tỷ đồng (+9%YoY), qua đó giúp bù đắp được chi phí lãi vay ước đạt khoảng 856 tỷ đồng (+5%YoY).
- **Diễn biến cổ phiếu có xu hướng biến động theo tình hình tăng trưởng hoạt động giải ngân đầu tư công:** Chúng tôi nhận thấy hoạt động giải ngân đầu tư công có những nét tương đồng so với giai đoạn 2020 trước đó khi mà nhà nước tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm cuối trong kế hoạch 5 năm trung hạn. Đồng thời, việc tháo gỡ nút thắt trong các điều khoản về luật đầu tư trong năm 2025 kỳ vọng tạo yếu tố tâm lý tích cực trong lĩnh vực này.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024AP	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,861	2,095	2,686	3,308	3,729	4,220
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	291	297	364	473	537	612
EPS (VND/cổ phiếu)	1,006	858	978	937	1,064	1,211
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	24,339	23,320	22,760	21,845	22,870	24,036
ROE (%)	3.5%	3.2%	3.7%	3.7%	4.0%	4.4%
ROA (%)	0.8%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
P/E (x)	17.3	15.2	12.8	13.3	11.6	10.2
P/B (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	3%	2%	0%	0%	0%	0%

NGÀNH CẢNG BIỂN & LOGISTICS

CÒN NHIỀU BẤT ĐỊNH

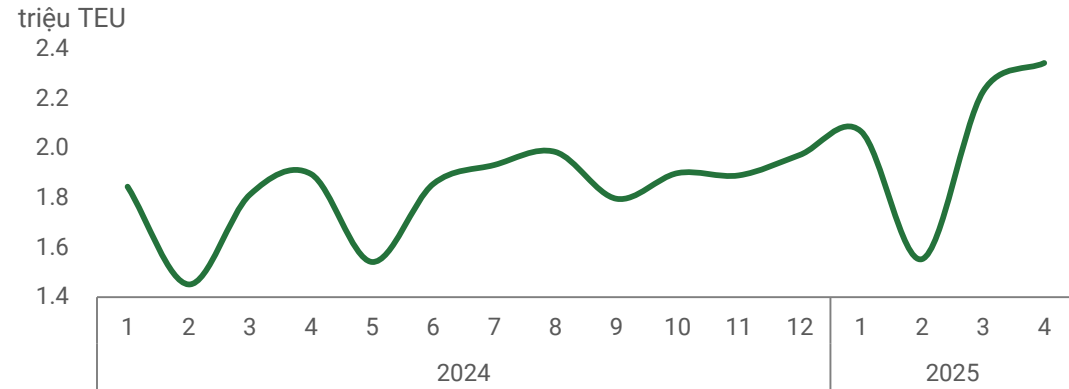
- TỔNG QUAN NGÀNH
- TRIỂN VỌNG TRONG 2025



				Tăng trưởng doanh thu (%YoY)					Tăng trưởng LNST-CĐTS (%YoY)				
Tên công ty	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Gemadep	GMD	HOSE	24,833	11%	26%	27%	37%	27%	177%	-80%	32%	101%	-28%
Viconship	VSC	HOSE	6,739	27%	34%	27%	24%	16%	55%	241%	66%	278%	80%
Cảng Hải Phòng	PHP	UPCoM	12,340	13%	27%	18%	23%	2%	-7%	-5%	162%	45%	3%
Cảng Sài Gòn	SGP	UPCoM	5,890	20%	39%	5%	8%	1%	111%	-34%	-88%	-42%	120%
Trung bình				18%	31%	19%	23%	12%	84%	31%	43%	95%	44%
Trung vị				16%	31%	23%	23%	9%	83%	-19%	49%	73%	42%

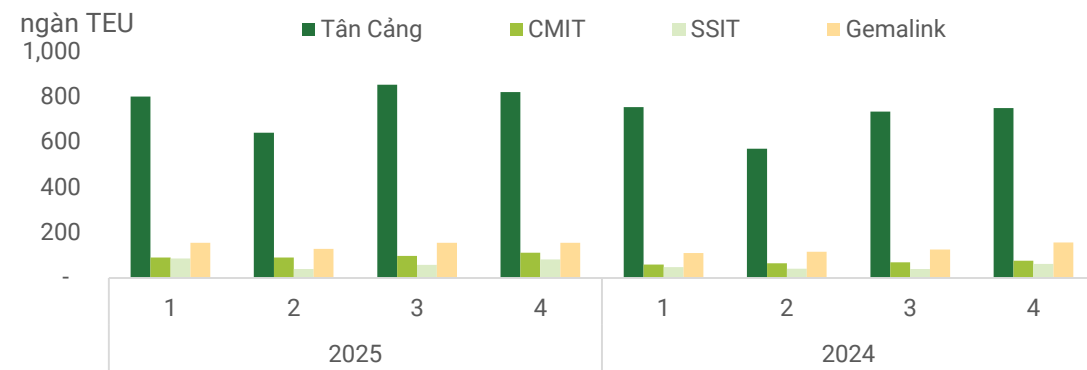
Trong 3 tháng đầu năm 2025, hoạt động kinh doanh nhóm khai thác cảng nhìn chung tương đối tích cực với bình quân tăng trưởng NPATMI trong Q1/2025 ghi nhận mức tăng +44%YoY. Riêng đối với GMD, NPATMI Q1/2025 ghi nhận giảm mạnh -28%YoY chủ yếu đến từ trong Q1/2025 không còn ghi nhận lợi nhuận bất thường, nếu loại trừ lợi nhuận bất thường ghi nhận trong Q1/2024, chúng tôi ước tính NPATMI Q1/2025 của GMD cải thiện mạnh khoảng +39%YoY. Nguyên nhân chủ yếu dẫn dắt nhóm doanh nghiệp ngành cảng ghi nhận mức tăng trưởng khả quan chủ yếu đến từ sản lượng tiếp tục tăng trưởng trên mức nền cao của cùng kỳ.

Sản lượng khai thác cảng trong 4T2025 tiếp tục tăng trưởng trên mức nền cao của cùng kỳ, tương đương với mức tăng +17%YoY...



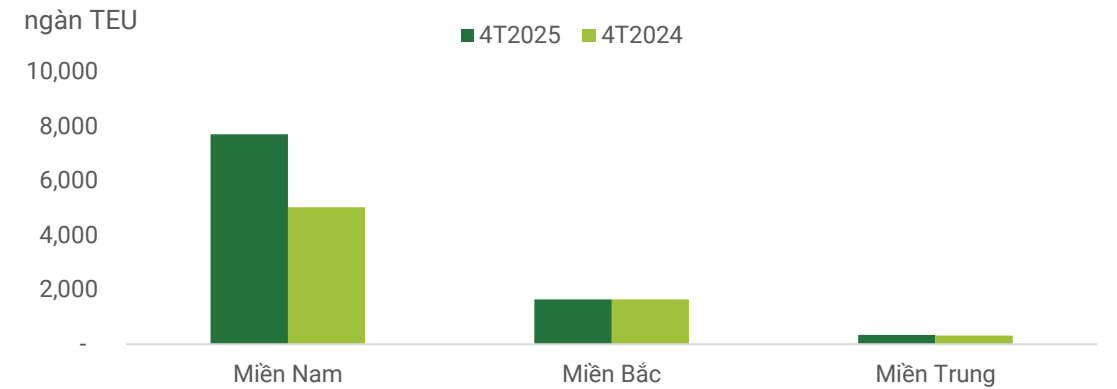
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Các cảng tại phía Nam (khu vực Hồ Chí Minh và Bà Rịa – Vũng Tàu) đều duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ đóng góp từ các tuyến tàu mới và nhu cầu tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng



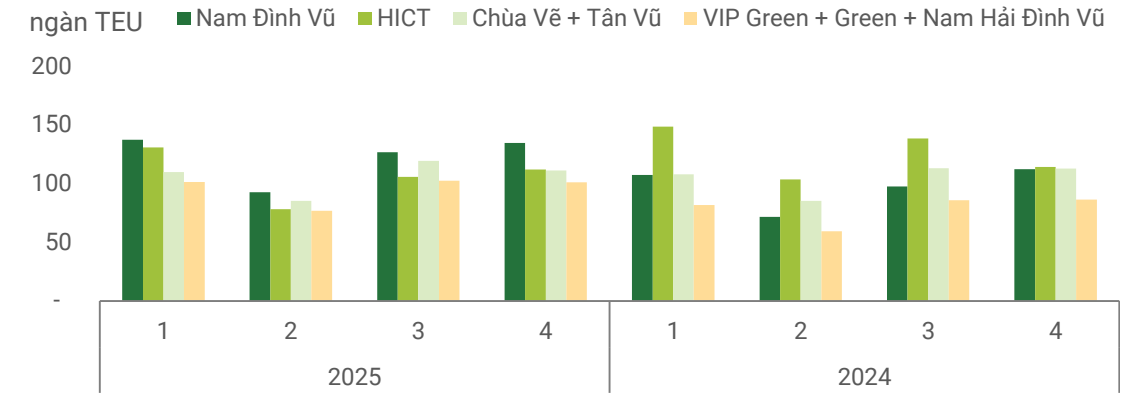
Nguồn: PHS tổng hợp

... được dẫn dắt bởi hoạt động khai thác cảng tại phía Nam với mức tăng +53%YoY



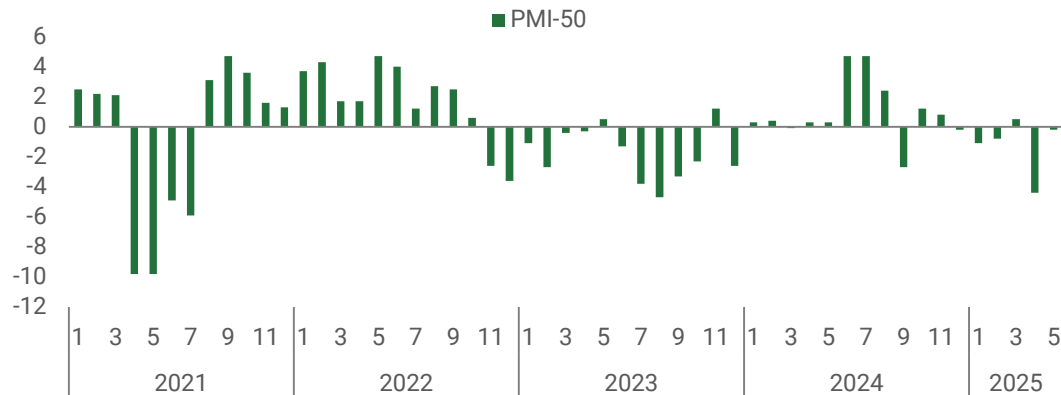
Nguồn: PHS tổng hợp

Các cảng tại phía Bắc có sự phân hóa về mặt tăng trưởng sản lượng khi một số doanh nghiệp nắm bắt cơ hội cải thiện sản lượng nhờ (i) cải thiện khả năng tàu vào làm hàng (ii) hợp nhất kinh doanh trong bối cảnh ngành 4T2025 ở phía Bắc vẫn duy trì đi ngang



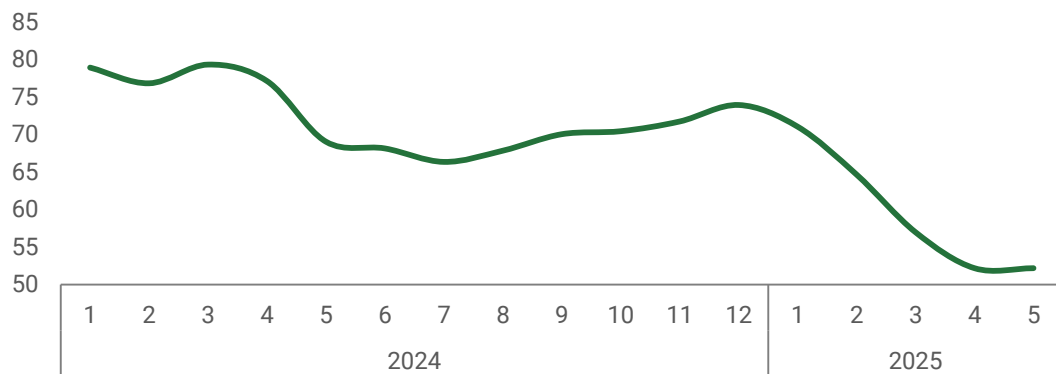
Nguồn: PHS tổng hợp

Chỉ số PMI Việt Nam trong tháng 5.2025 mặc dù vẫn dưới 50 điểm, nhưng chúng tôi nhận các điều kiện về sản xuất kinh doanh trong tháng 5.2025 đã dần ổn định trở lại so với tháng trước đó



Nguồn: PHS tổng hợp

Tuy nhiên, về phía cầu, hiện chỉ số tâm lý tiêu dùng tại Mỹ đang ở mức thấp so với cùng kỳ. Điều này cho thấy hoạt động tiêu dùng của người dân vẫn chưa được cải thiện tích cực.

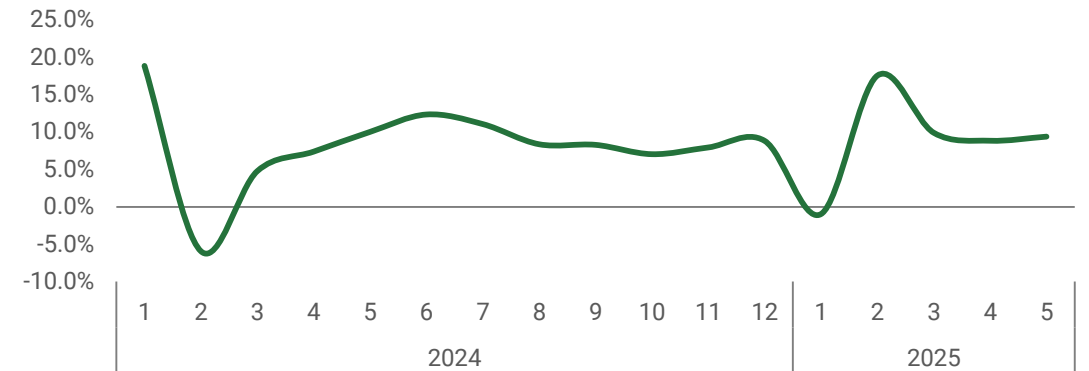


Nguồn: PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG

Triển vọng vẫn còn đang bỏ ngỏ bởi tác động của thuế quan

Chỉ số IIP trong tháng 5/2025 tăng 9.5% cho thấy hồi phục nhu cầu sản xuất. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu đến từ áp lực giải phóng hàng tồn kho để đáp ứng nhu cầu tái hàng trước của các doanh nghiệp



Nguồn: PHS tổng hợp

- Mặc dù các chỉ số liên quan đến sản xuất tại Việt Nam cho thấy nhiều dấu hiệu cải thiện trong tháng 5.2025 so với tháng trước đó. Nhưng chúng tôi cho rằng rủi ro thuế quan vẫn là yếu tố bất ngờ và mang tính trọng yếu cho các doanh nghiệp hoạt động khai thác cảng trong nửa cuối năm 2025, sau khi kết thúc đợt tái hàng trước vào trong Q2/2025.
- Bên cạnh đó, sản lượng năm 2024 được xem là thiết lập một mức nền cao trong khi nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ hiện nay vẫn còn chưa thực sự hồi phục bởi lo ngại về thuế quan. Điều này sẽ tạo áp lực lên hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2025, khi mà hầu hết các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam phần lớn là các mặt hàng không thiết yếu và có thể chịu rủi ro áp thuế cao

Vì vậy, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng kinh doanh của các nhóm ngành khai thác cảng.

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	Giá đóng cửa ngày 21/07/2025	P/E	P/B	Tăng/giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
CẢNG	GMD	5,172	7%	1,326	-9%	5,525	7%	1,355	2%	62,600	57,000	17.2	1.8	10%	TĂNG TỶ TRỌNG
	VSC	2,898	4%	308	-8%	3,055	5%	329	7%	17,900	18,150	21.1	1.2	-1%	GIẢM TỶ TRỌNG

Chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành cảng dựa trên rủi ro thuế quan vẫn là yếu tố tiềm tàng và trọng yếu của ngành (đặc biệt trong giai đoạn nửa cuối năm 2025 khi thời điểm thuế quan 10% sẽ kết thúc vào 08/07/2025. Qua đó, hoạt động tải hàng trước cũng sẽ có xu hướng dần hạ nhiệt) cũng như là áp lực tăng trưởng trên mức nền cao trong năm 2024.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu GMD chủ yếu đến từ:

- (1) Giá cổ phiếu đang được chiết khấu sâu, hiện GMD đang được giao dịch tại vùng EV/EBITDA 12.5x lần – thấp hơn so với EV/EBITDA bình quân 5 năm khoảng 11.6x lần
- (2) Trong ngắn hạn, hoạt động tải hàng trước trong Q2/2025 sẽ là yếu tố chính giúp hỗ trợ kết quả kinh doanh tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong Q2/2025.
- (3) Doanh nghiệp cảng biển tư nhân với vị thế đầu ngành và chất lượng tài sản tốt với ROA và ROE cao hơn so với mặt bằng chung của ngành.

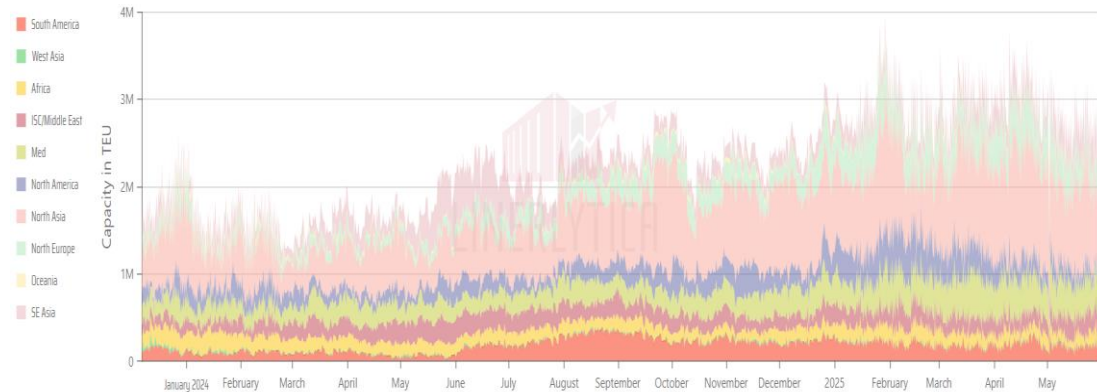
				Tăng trưởng doanh thu (%YoY)					Tăng trưởng LNST-CĐTS (%YoY)				
Tên công ty	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Vận tải Dầu khí PVTTrans	PVT	HOSE	8,482	13%	24%	41%	15%	19%	11%	27%	-7%	46%	-9%
Vận tải và Xếp dỡ Hải An	HAH	HOSE	9,028	-21%	7%	55%	66%	82%	-63%	-50%	15%	89%	345%
Vận tải Phương Đông Việt	PDV	UPCoM	906	53%	76%	109%	4%	-16%	-71%	7%	247%	811%	-90%
Trung bình				15%	36%	69%	28%	28%	-41%	-5%	85%	315%	82%
Trung vị				13%	24%	55%	15%	19%	-63%	7%	15%	89%	-9%

Nhìn chung nhóm vận tải container và vận tải hàng dầu có sự phân hóa về kết quả kinh doanh rõ rệt. Chi tiết như sau:

- Nhóm vận tải container (HAH) ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan chủ yếu nhờ vào cải thiện (i) số ngày cho thuê tăng nhờ đóng góp từ các tàu mới (ii) mặt bằng giá cước cho thuê định hạn được cải thiện so với cùng kỳ.
- Nhóm vận tải dầu (PVT, PDV) ghi nhận kết quả kém khả quan chủ yếu do giá cước tàu dầu thành phẩm đang duy trì đà giảm trong khi các hợp đồng đã đến hạn tái ký.

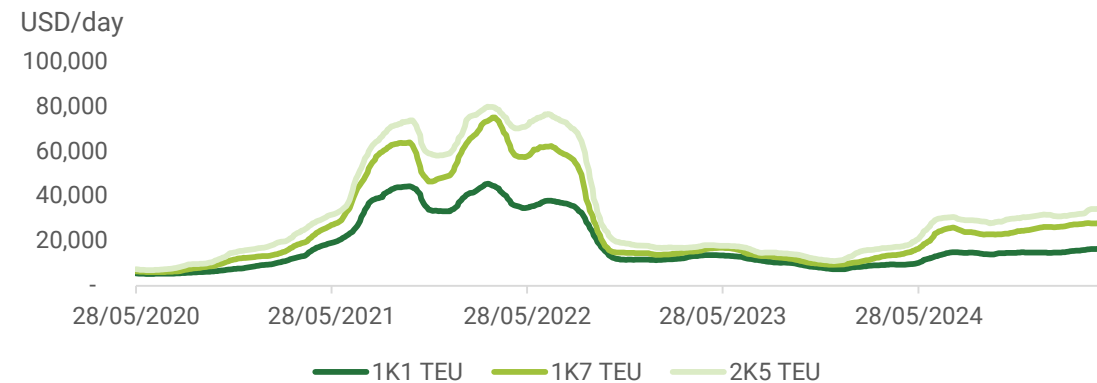
Diễn biến đơn xen trái chiều giữa các loại giá cước vận chuyển container

Tình hình kẹt cảng container tại các khu vực cảng lớn do hoạt động tải trước hàng đang diễn ra



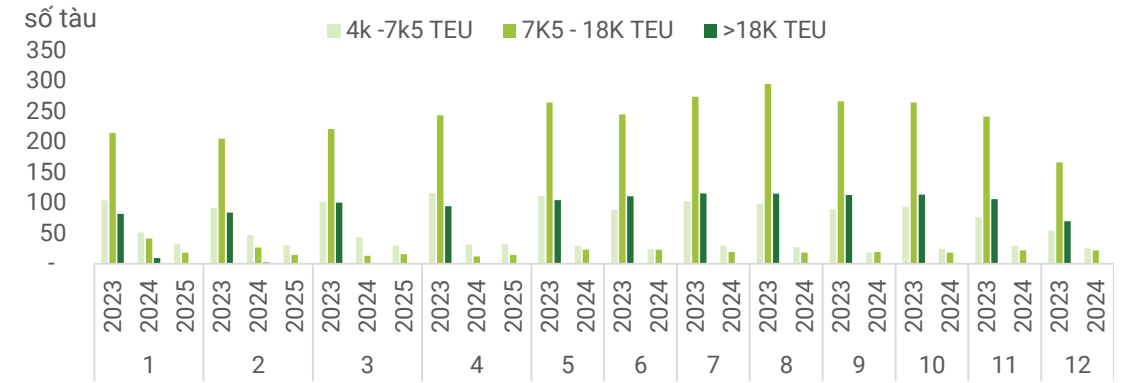
Nguồn: PHS tổng hợp

Giá cước cho thuê định hạn duy trì xu hướng tăng nhờ diễn biến phức tạp từ thuế quan



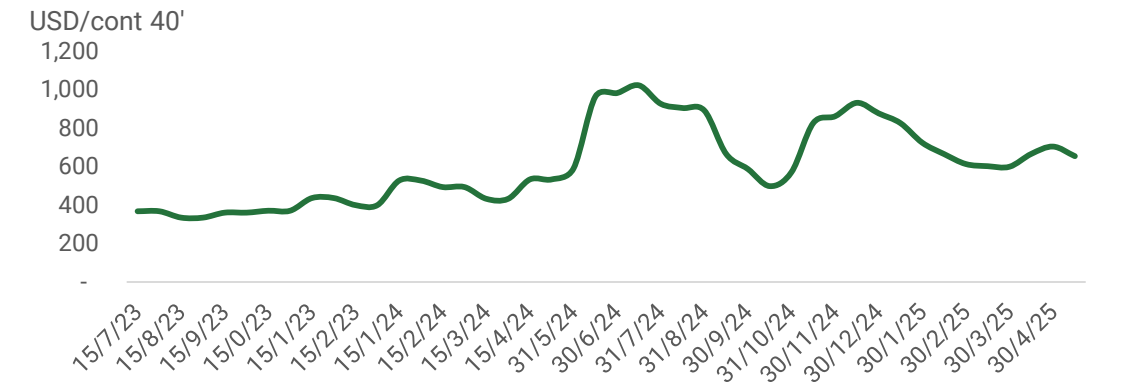
Nguồn: PHS tổng hợp

Tình hình tàu container kích cỡ trung bình đến kích cỡ lớn di chuyển qua kênh đào Suez trong 2025 chưa có dấu hiệu cải thiện. Do đó, dự kiến việc định tuyến về lại kênh Suez vẫn tiếp tục gặp khó khăn trong 2025.



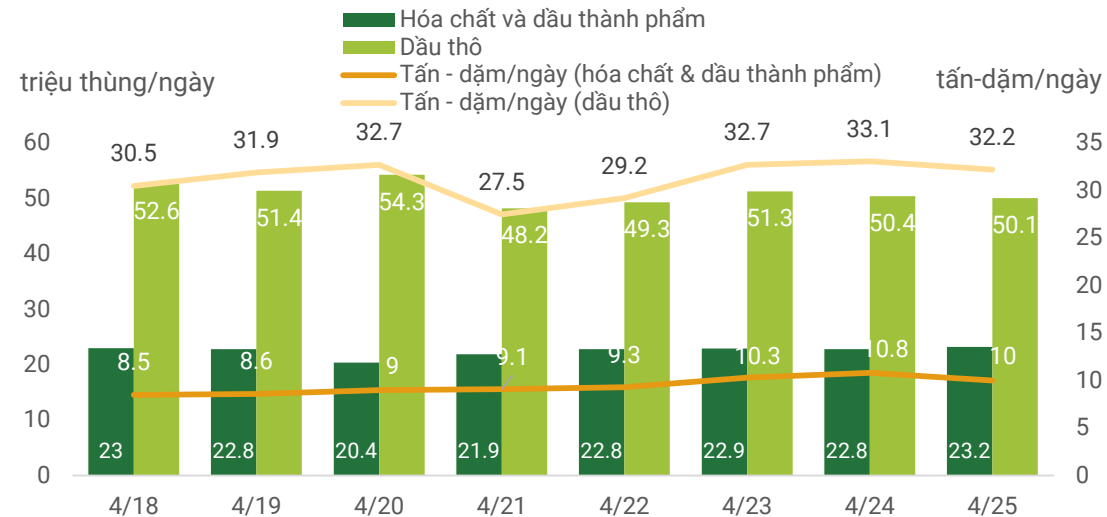
Nguồn: PHS tổng hợp

Giá cước vận chuyển container giao ngay tại khu vực Nội Á duy trì xu hướng giảm so với cùng kỳ. Theo Drewry, dự kiến mặt bằng giá cước giao ngay tại Nội Á vẫn tiếp tục duy trì mức ổn định trong thời gian tới



Nguồn: PHS tổng hợp

Nhu cầu tấn dậm tiếp tục duy trì trên mức nền cao do ảnh hưởng từ đối hướng ở khu vực Biển Đỏ.



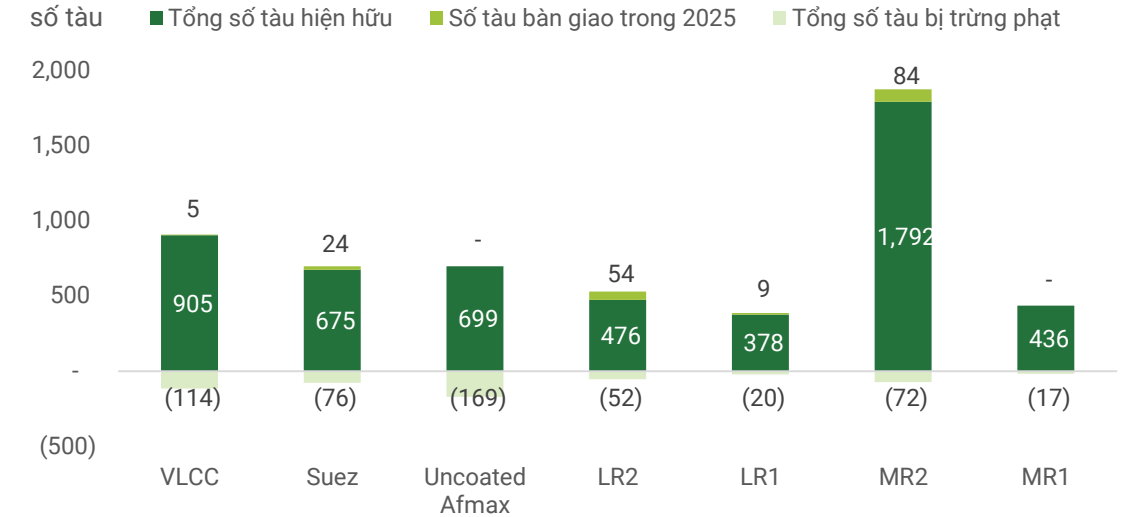
Nguồn: PHS tổng hợp

- Khối lượng hàng hóa cho dầu thành phẩm và hóa chất đã tăng nhẹ với mức tăng đều đặn. Trong tháng 4/2025, khối lượng vận chuyển dầu hóa chất và thành phẩm đạt mức cao nhất trong tám năm. Đồng thời, nhu cầu tấn-dậm cũng duy trì ở mức cao, mặc dù thấp hơn năm 2024 - năm chịu ảnh hưởng lớn bởi việc đối hướng tàu từ Biển Đỏ.
- Ngược lại, khối lượng vận chuyển dầu thô đã giảm so với hầu hết các năm trước. Tuy nhiên, quyết định gần đây của OPEC+ về việc tăng sản lượng hàng tháng thứ hai liên tiếp. Dự kiến sẽ hỗ trợ giá tàu chở dầu thô trong ngắn hạn, với những tác động lan tỏa tích cực đến thị trường tàu chở sản phẩm trong trung hạn.

TỔNG QUAN NGÀNH LOGISTICS

Giá cước tàu dầu được thúc đẩy bởi nhu cầu tấn dậm được duy trì ở mức cao bởi bất ổn địa chính trị

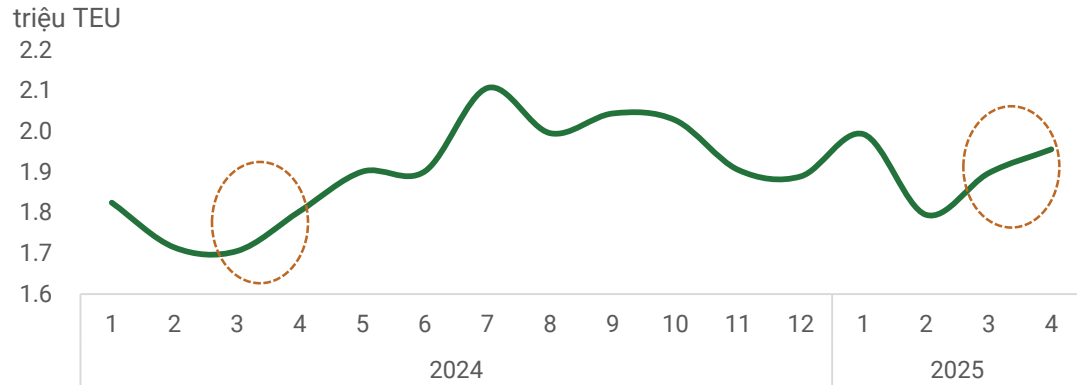
Các lệnh trừng phạt của OFAC làm siết chặt nguồn cung tàu dầu thô vốn có số lượng đóng mới bàn giao hạn chế trong năm 2025.



Nguồn: PHS tổng hợp

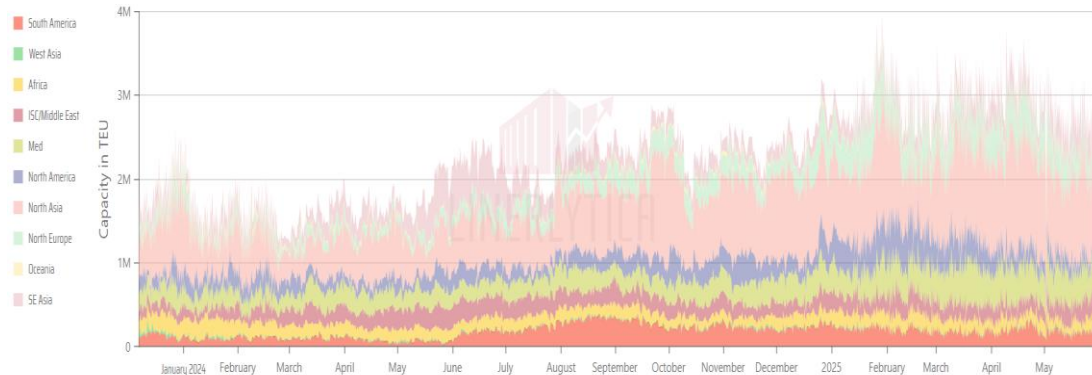
- Kể từ đầu năm 2025, OFAC đã bắt đầu áp đặt lệnh trừng phạt đối với các tàu chở dầu. Tính tới hết tháng 4/2025, tổng số đội tàu chở dầu bị trừng phạt ước tính chiếm khoảng 10% tổng số đội tàu hiện hữu.

Mùa cao điểm nhập hàng tại các cảng biển lớn ở Mỹ (chiếm hơn 80% sản lượng nhập khẩu container vào Mỹ) đến sớm trong tháng 3 và 4.2025 do áp lực tải hàng trước khi thuế quan mới có hiệu lực sau ngày 8/7/2025.



Nguồn: PHS tổng hợp

Tình hình kẹt cảng hiện nay tại các khu vực đang ở mức cao so với cùng kỳ. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng giá cước vận chuyển container trong ngắn hạn vẫn tiếp tục duy trì đà tăng nhờ hưởng lợi từ diễn biến nói trên.

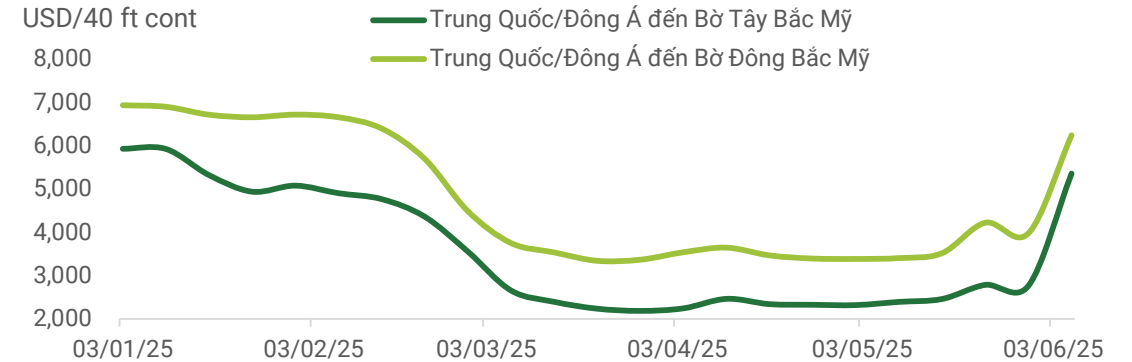


Nguồn: PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH LOGISTICS

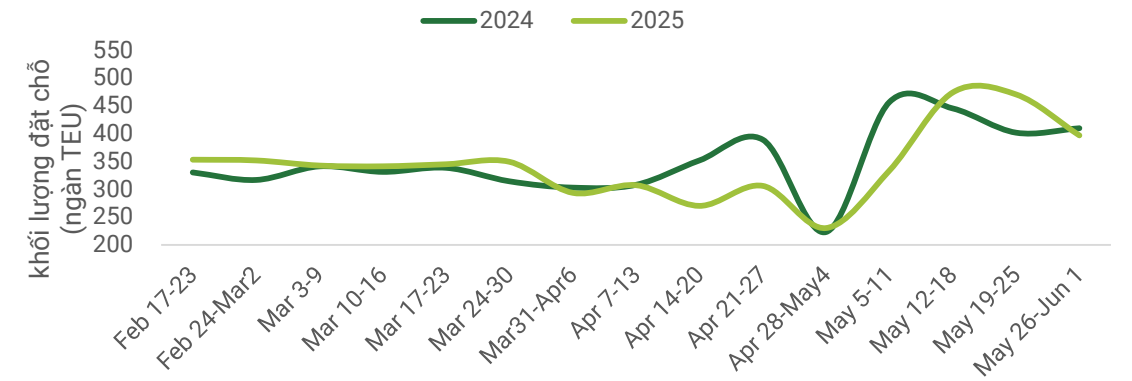
Vận tải container phụ thuộc nhiều vào tình hình thuế quan

Giá cước giao ngay đến bờ Tây và bờ Đông Bắc Mỹ tăng đột ngột trong tháng 6/2025, phản ánh nhu cầu đặt chỗ cao của các nhà xuất khẩu, để đưa hàng từ Châu Á sang Bắc Mỹ



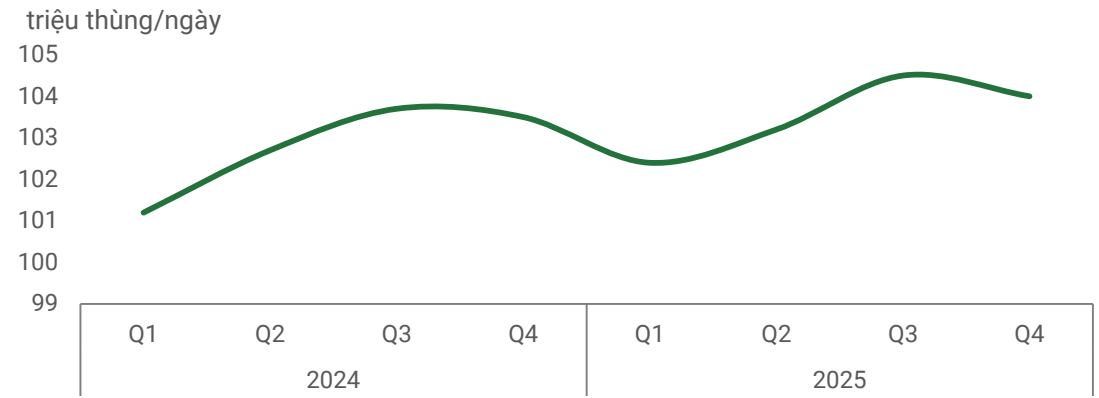
Nguồn: Tradingeconomics, PHS tổng hợp

Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy số lượng đặt chỗ trong cuối tháng



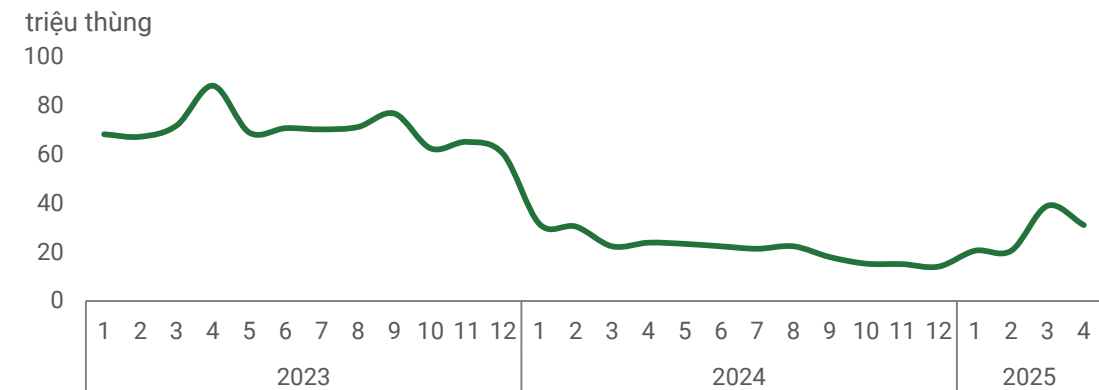
Nguồn: PHS tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ dầu trên toàn cầu vẫn duy trì xu hướng tăng với, động lực tăng trưởng chính đến từ Trung Quốc



Nguồn: IEA, PHS tổng hợp

Mặc dù số lượng các tàu dầu thành phẩm qua kênh Suez 4T2025 đã hồi phục so với năm 2024 nhưng vẫn còn thấp hơn so với giai đoạn 2023. Điều này cho thấy tình hình di chuyển qua kênh Suez vẫn chưa nhiều dấu hiệu khả quan trong các tháng tiếp theo trong năm 2025



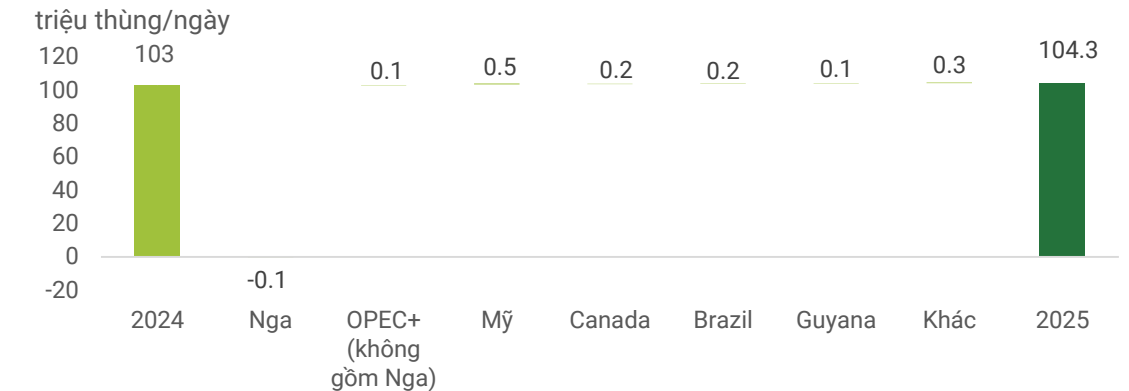
Nguồn: PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH LOGISTICS

Vận tải hàng dầu phụ thuộc chính vào

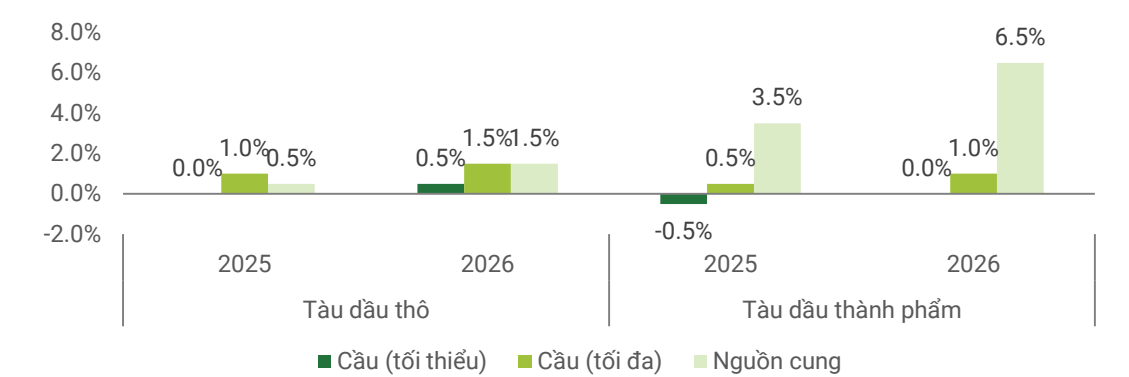
nhu cầu sử dụng năng lượng và diễn biến địa chính trị

Về phía nguồn cung, nguồn cung dầu trong 2025 ước tính tăng nhẹ khoảng +1%YoY, với sự đóng góp chính đến từ Mỹ với hơn 500 triệu thùng/ngày.



Nguồn: IEA, PHS tổng hợp

Theo BIMCO, dự kiến giá cước tàu dầu thô vẫn được neo ở mức cao nhờ nguồn cung hạn chế trong khi giá cước vận chuyển tàu dầu thành phẩm dự kiến giảm bởi nhu cầu vẫn chưa bắt kịp được tốc độ tăng trưởng của nguồn cung



Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	Giá đóng cửa ngày 21/07/2025	P/E	P/B	Tăng/giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
VẬN TẢI BIỂN	HAH	5,200	30%	926	42%	5,512	6%	1,011	9%	65,600	69,500	11.2	1.5	-6%	GIẢM TỶ TRỌNG
	PVT	12,854	10%	1,015	-7%	14,612	14%	1,101	8%	18,900	18,050	10.7	0.9	5%	NĂM GIỮ

Chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng nhóm vận tải biển gồm vận tải biển trong dựa trên:

(1) **Đối với nhóm vận tải container:** Chúng tôi cho rằng tình hình giá cước sẽ có xu hướng giảm trong nửa cuối 2025 chủ yếu đến từ nhu cầu vận chuyển hạ nhiệt khi kết thúc giai đoạn tải hàng mạnh mẽ trong Q2/2025 để giảm thiểu rủi ro thuế quan có thể bị áp ở mức cao sau ngày 08/07/2025.

(2) **Đối với nhóm vận tải hàng dầu:** Triển vọng đan xen về giá cước đối với nhóm tàu dầu thô và dầu thành phẩm/hóa chất. Trong đó:

- Tàu vận chuyển dầu thô: Giá cước cho thuê kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mặt bằng cao nhờ hưởng lợi từ việc (i) ảnh hưởng do OFAC trừng phạt các tàu chở dầu thô và (ii) nguồn cung tàu dầu thô trong 2025 vẫn còn đang thắt chặt
- Tàu vận chuyển dầu thành phẩm: Chúng tôi cho rằng giá cước cho thuê có xu hướng chủ yếu đến từ (i) nguồn cung tăng trưởng mạnh mẽ trong 2025F với mức tăng dự kiến khoảng +3.5%YoY trong khi nhu cầu dự kiến giảm hoặc tăng nhẹ trong khoảng -0.5%YoY đến +0.5%YoY.
- Tàu vận chuyển hóa chất: Xu hướng vận chuyển tàu hóa chất kỳ vọng duy trì đi ngang so với cùng kỳ nhờ vào nhu cầu ổn định của thị trường mảng hóa chất.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với PVT chủ yếu đến từ:

- Doanh thu ước tính hồi phục nhẹ +10%YoY chủ yếu đến từ nhờ vào đóng góp từ đội tàu mới phản ánh đầy đủ hơn trong 2025 giúp hỗ trợ một phần cho giá cước tàu dầu thành phẩm suy yếu
- Biên lợi nhuận bị thu hẹp bởi gia tăng khấu hao từ hoạt động đầu tư tàu mới và giá cước tàu dầu thành phẩm dự kiến giảm.

THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG

Thay đổi để tăng trưởng

- Ngành sữa
- Ngành bia
- Định giá và khuyến nghị



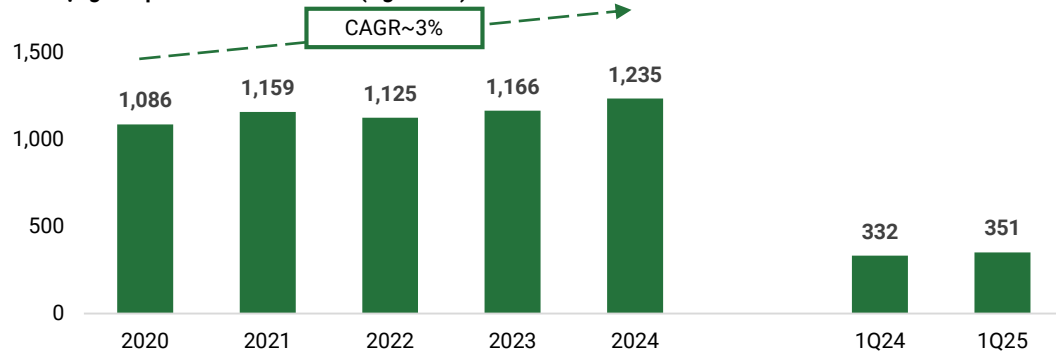
Việc tập trung phát triển các sản phẩm từ sữa đặc trưng đã giúp các thương hiệu vừa và nhỏ nâng cao khả năng cạnh tranh thị phần trong những năm qua...

Thị phần các thương hiệu	2020	2024	2024/2020 %Change	2024/2023 %Change
Vinamilk	43.7%	39.5%	-4.2%	-0.2%
Friesland Campina	11.0%	9.7%	-1.3%	-0.4%
TH	7.1%	8.0%	0.9%	0.1%
Nestlé	7.0%	7.3%	0.3%	0.0%
Abbott	5.5%	5.9%	0.4%	0.1%
IDP	2.0%	3.1%	1.1%	0.2%
Others	23.7%	26.5%	2.8%	0.2%

Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Các vấn đề về vốn, điều kiện khí hậu và quỹ đất thuê vẫn là những rào cản lớn đối với việc mở rộng quy mô chăn nuôi và gia tăng năng suất sữa tươi nguyên liệu trong nước...

Sản lượng sản phẩm chăn nuôi - Sữa (Nghìn tấn)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG 2025 – NGÀNH SỮA

Chủ động thích ứng là chìa khóa để thành công

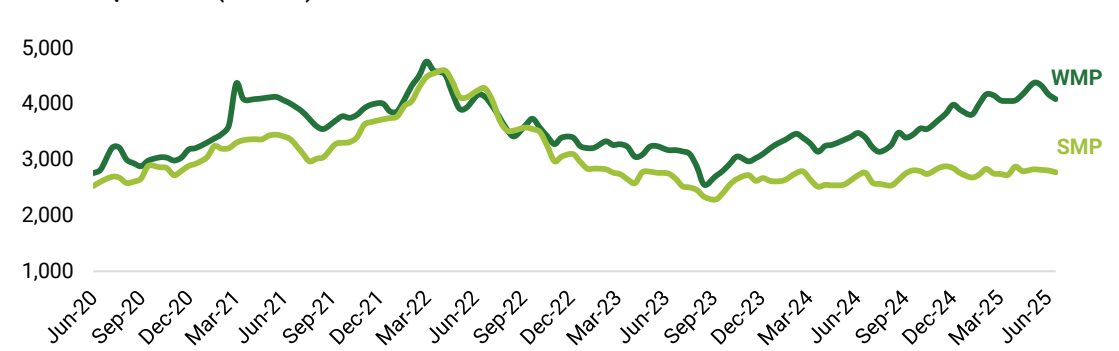
...Điều này đã thúc đẩy thương hiệu dẫn đầu như Vinamilk thực hiện những thay đổi mạnh mẽ trong gần 2 năm qua – từ thương hiệu, sản phẩm, đến phân phối – nhằm củng cố thị phần trên thị trường nội địa vốn đã bão hòa

Doanh thu thuần	DTT 2020 (Tỷ VND)	DTT2024 (Tỷ VND)	FY20-24 CAGR	2024/2023 YoY
Vinamilk	59,636	61,783	0.9%	2.3%
Nestlé	15,423	21,999	9.3%	15.6%
TH True Milk	5,519	11,133	19.2%	22.8%
Nutifood	9,196	9,527	0.9%	13.3%
IDP	3,836	7,658	18.9%	15.1%

Nguồn: FiinGate, PHS tổng hợp

Vì vậy, trong bối cảnh sữa bò nguyên liệu toàn cầu thu hẹp do tác động của biến đổi khí hậu, áp lực chi phí đầu vào đối với các doanh nghiệp sữa nội địa vẫn sẽ gia tăng. Doanh nghiệp cần đẩy mạnh tìm kiếm, mở rộng nguồn sữa nguyên liệu trong và ngoài nước

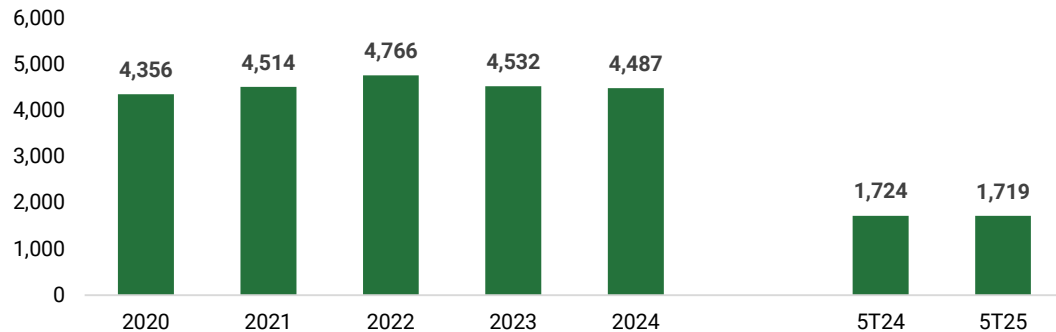
Giá sữa bột đầu vào (USD/MT)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Kể từ đỉnh 2022 (sau khi nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội từ 4Q21), sản xuất bia trong nước vẫn chưa có dấu hiệu tăng trưởng trở lại, từ góc độ các nhà sản xuất, có thể nhận thấy triển vọng tiêu thụ bia trong nước đã chững lại...

Sản lượng sản phẩm công nghiệp - Bia (Triệu lít)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Với nền tảng vững chắc về hệ thống bán hàng và quy trình sản xuất, Sabeco có thể kiểm soát tốt chi phí sản xuất trong năm nay, khi xu hướng trái chiều giữa giá nhôm và giá đại mạch nhiều khả năng sẽ bù trừ lẫn nhau

MM-YYYY	%YoY – Average aluminum price	%YoY - Average imported barley price	%YoY - Average imported malt price
10-2024	18%	-19%	-18%
11-2024	17%	-6%	-17%
12-2024	16%	2%	-17%
01-2025	17%	4%	-12%
02-2025	21%	-27%	-20%
03-2025	19%	-23%	-16%
04-2025	-5%	-13%	-28%

Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG 2025 – NGÀNH BIA

Cạnh tranh gay gắt, bảo vệ thị phần

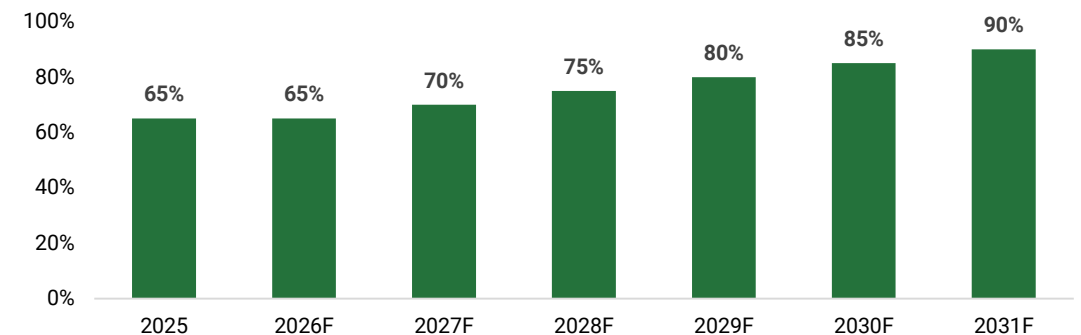
Trong khi đó, bia từ thương hiệu ngoại như Heineken, Carlsberg, Sapporo ngày càng thâm nhập sâu vào thị trường Việt Nam, áp lực thương hiệu nội địa như Sabeco phải gia tăng cạnh tranh – từ phát triển sản phẩm ở phân khúc mới đến nâng tầm nhận diện thương hiệu

Thị phần các thương hiệu	2019	2024	2024/2019 %Change	2024/2023 %Change
Heineken	36.2%	42.6%	6.4%	-0.8%
Sabeco	40.9%	35.2%	-5.7%	1.0%
Carlsberg	4.8%	7.9%	3.1%	0.1%
Habeco	9.8%	7.6%	-2.2%	0.1%
Others	8.3%	6.7%	-1.6%	-0.4%

Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

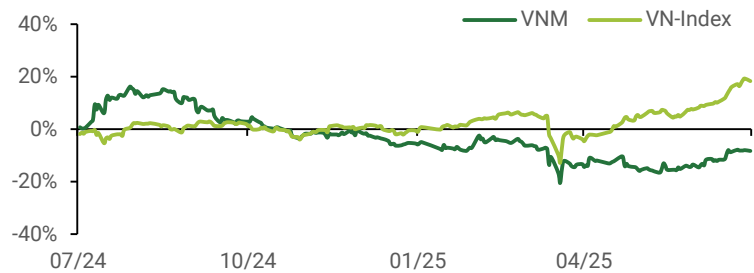
Gần đây, Quốc hội đã chính thức thông qua Luật Thuế Tiêu thụ Đặc biệt (sửa đổi), trong đó xác định lộ trình thuế đối với mặt hàng bia cho giai đoạn 2026–2031F. Chúng tôi cho rằng lộ trình này sẽ thúc đẩy sự dịch chuyển tiêu dùng theo hướng có lợi hơn cho phân khúc bia phổ thông – vốn là thế mạnh của Sabeco

Biểu thuế tiêu thụ đặc biệt mới - Bia



Nguồn: MoF, PHS tổng hợp

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	2,089.95
Free float (%)	40%
Vốn hóa (tỷ VND)	125,397
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	4,497,643
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	70,570
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	49,640

Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	9,392	9,600	9,900
Tăng trưởng EPS (%)	6%	3%	2%
Tăng trưởng BVPS (%)	2%	5%	6%
Biên lợi nhuận gộp (%)	44.6%	44.8%	44.9%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	16.8%	16.5%	16.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	15.2%	15.3%	15.2%

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi kì vọng VNM sẽ giữ được thị phần trong năm 2025F:

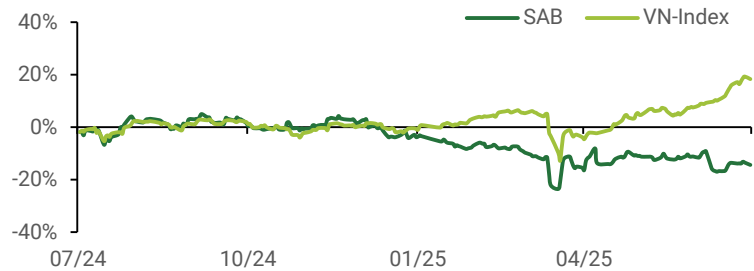
- Nhờ vào những bước đi mạnh mẽ trong việc phát triển danh mục sản phẩm : (1) hoàn thành chiến lược tái định vị với 125 sản phẩm và bao bì, (2) mở rộng thị phần ở phân khúc cao cấp (dòng sữa nước Greenfarm), phân khúc người cao tuổi (sữa bột), và trong 3Q25 sẽ công bố tái định vị thương hiệu Sữa Mộc Châu (HOSE: MCM).
- Trước những nỗi lo chính sách thuế mới của nhiều hộ kinh doanh, kênh phân phối truyền thống của VNM (các đại lý nhỏ lẻ, cửa hàng tạp hóa,..) có thể sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn. Tuy nhiên, VNM đã chủ động củng cố kênh phân phối hiện đại (điển hình là chuỗi cửa hàng Giác Mơ Sữa Việt từ 1Q25), chúng tôi tin rằng VNM có thể linh hoạt giữ được thị phần trong bối cảnh mới.
- Trong bối cảnh các vụ truy quét sữa giả, không rõ nguồn gốc ngày càng quyết liệt (ước tính các vụ đã truy quét từ đầu năm khoảng 7,200 tỷ VND). Chúng tôi tin rằng người mua sẽ càng chọn lọc hơn, qua đó tạo động lực tăng trưởng mạnh mẽ hơn cho mảng sữa bột của VNM trong các quý tới, nhờ có thương hiệu và chất lượng dinh dưỡng đã được đảm bảo.

Giá NVL được kì vọng tiếp tục neo cao hơn 2024, công ty cũng đã trữ hàng từ 3-6 tháng tùy mặt hàng, xu hướng tăng giá bán dự kiến sẽ tiếp tục trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng, **biên LNG 2025 của VNM trong kịch bản cơ sở sẽ giảm 20 bps YoY.**

Dựa vào kế hoạch LNST 2025F, tỷ suất cổ tức của VNM ước tính đạt 7.0%, đây là mức hấp dẫn hơn so với mức lãi suất tiết kiệm trung bình 12 tháng là 4.7% của bốn ngân hàng quốc doanh.

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	59,956	60,369	61,783	63,697	65,244	66,908
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	8,578	9,019	9,453	9,718	9,923	10,164
EPS (VND/cổ phiếu)	4,075	4,246	4,494	4,650	4,748	4,863
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	15,702	16,759	17,309	18,108	19,006	20,020
ROE (%)	33.0%	27.3%	29.3%	30.2%	29.3%	28.4%
ROA (%)	18.0%	17.8%	17.6%	17.4%	17.2%	17.0%
P/E (x)	18.0	16.8	13.8	12.1	11.8	11.5
P/B (x)	5.1	4.6	4.2	3.5	3.3	3.1
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	52%	30%	39%	39%	39%	39%

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	1,282
Free float (%)	11%
Vốn hóa (tỷ VND)	61,178
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,422,640
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	53,116
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	40,074

Chỉ số tài chính	2025F	2026F	2027F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	4,750	4,800	4,900
Tăng trưởng EPS (%)	3%	2%	1%
Tăng trưởng BVPS (%)	-3%	-2%	-2%
Biên lợi nhuận gộp (%)	29.3%	29.1%	28.9%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	13.8%	13.3%	12.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	14.2%	13.8%	13.3%

Điểm nhấn đầu tư

- **Chúng tôi kì vọng thị phần bia của SAB đi ngang trong năm 2025F:** nhờ sự chuyển dịch xu hướng tiêu dùng sang các phân khúc bia giá vừa phải hơn. Điều này đặc biệt có lợi cho SAB trên kênh off-trade (siêu thị, cửa hàng tiện lợi, tạp hóa), nơi công ty đã thiết lập vị thế vững chắc với dòng bia phổ thông như Saigon Lager, 333, Saigon Export.
- Bên cạnh đó, SAB đang triển khai chiến lược **cao cấp hóa danh mục sản phẩm hiện tại** với các dòng bia như Bia Saigon Chill, 333 Pilsner và Bia Saigon Special. Để bảo vệ thị phần trong phân khúc này, chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí bán hàng sẽ tăng 4 bsp YoY trong năm 2025F cho hoạt động quảng bá và phân phối.
- **Biên lợi nhuận mỏng bia kì vọng sẽ tăng 0.3 bsp YoY trong năm 2025F** nhờ (1) ảnh hưởng từ hợp nhất sabibeco (UPCoM: SBB) và (2) giá đại mạch đã được chốt cho cả năm (-15% YoY cho đại mạch và -16% YoY cho mạch nha tại 1Q25) sẽ bù đắp được giá nhôm (+19% YoY tại 1Q25) đang trong xu hướng tăng được chốt đến hết 3Q25.
- **Lợi suất cổ tức (trong kịch bản cơ sở) được ước tính ở mức 8.1%**, cao hơn đáng kể so với mức lãi suất tiết kiệm trung bình 12 tháng là 4.7% của bốn ngân hàng quốc doanh.
- SAB hiện đang giao dịch ở mức P/E 15.4x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 21.9x. Với tiềm năng ROE quay trở lại quanh mức 20%, **SAB đang có cơ hội re-rate định giá, tạo mức upside hấp dẫn trong trung hạn.**

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	34,979	30,461	31,872	33,233	34,886	36,548
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	5,500	4,255	4,495	4,716	4,819	4,852
EPS (VND/cổ phiếu)	7,983	3,132	3,376	3,493	3,569	3,594
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	38,346	19,871	19,053	18,547	18,116	17,710
ROE (%)	22.6%	17.0%	18.6%	20.8%	21.8%	22.5%
ROA (%)	16.9%	12.4%	13.3%	14.2%	14.8%	14.9%
P/E (x)	19.5	19.2	16.5	13.4	13.2	13.1
P/B (x)	4.4	3.2	2.9	2.8	2.9	2.9
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	55%	35%	50%	45%	40%	40%

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

“THỜI VÀNG TRẮNG LẤP LÁNH GIỮA LỚP BỤI THUẾ QUAN”

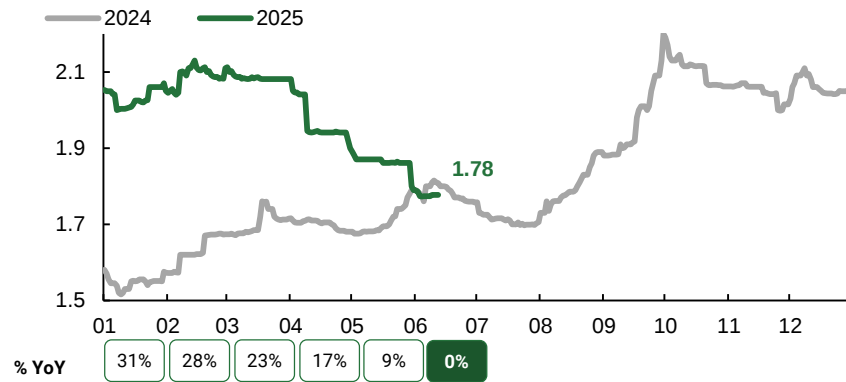
- 1. Giá bán cao su Việt Nam không quá tiêu cực như quan ngại của thị trường** – Trong kịch bản tiêu cực nhất khi SVR10 còn 1.5 USD/kg (39.3 triệu VND/tấn), dự phóng mảng kinh doanh cao su vẫn duy trì hoạt động liên tục với mức biên gộp trên 15% FY25/26.
- 2. Cao su thiên nhiên được miễn thuế đối ứng từ Hoa Kỳ** - Dự báo thị trường tiêu thụ không ảnh hưởng từ cuộc chiến này.
- 3. Cuộc chiến thuế quan toàn cầu lĩnh vực lốp xe có thể mở ra cơ hội mới cho ngành công nghiệp cao su Việt Nam**
- 4. Câu chuyện chuyển đổi đất dự kiến sẽ được đẩy mạnh từ năm 2025** - tạo nguồn thu nhập đột biến, đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành



Ước tính giá SVR10 Việt Nam 2Q25 vẫn cao hơn cùng kỳ 8% YoY, nối tiếp đà tăng 27% YoY trong 1Q25

Giá SVR10 tại T06/25 mặc dù suy giảm nhưng vẫn duy trì ở kịch bản cơ sở quanh mức 1.8 USD/kg trong 1H25

Diễn biến giá SVR 10 từ 2024 đến nay (USD/kg)



Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 13/06/2025

- Dữ liệu giá bán thực tế cho thấy tăng trưởng của các doanh nghiệp cao su sẽ tiếp tục được giữ vững 2Q25 và khả năng duy trì đến hết 3Q25. Nhờ vào giá bán các sản phẩm hiện vẫn đang cao hơn cùng kỳ bình quân từ 10% - 15%. Trường hợp giá bán cao su tiếp tục giữ ở mức 1.8 USD/kg như hiện tại cho đến hết tháng 08/2025 trước khi vào vụ thu mua cao điểm từ tháng 09/2025, giá các sản phẩm cao su vẫn đang cao hơn từ 3% - 10% tùy thuộc vào loại sản phẩm.
- CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR) ghi nhận giá bán bình quân các sản phẩm cao su (SVR CV50, SVR CV60, SVR10) 05/2025 cao hơn 17.6% so với cùng kỳ với giá bán bình quân tháng 05 đạt 52.37 triệu VND/tấn – Theo báo cáo sản xuất kinh doanh tháng 05/2025. Trong đó, giá bán nội tiêu đạt 52.8 triệu VND/tấn (+16% YoY, tương đương 2.01 USD/kg) và giá bán xuất khẩu đạt 49.93 triệu VND/tấn (+14.2% YoY, tương đương 1.94 USD/kg).
- Đối với thị trường xuất khẩu giá xuất khẩu bình quân tháng 05/2025 vẫn giữ được tăng trưởng 12.7% YoY so với cùng kỳ đạt 1.796 USD/kg, mặc dù ghi nhận xu hướng giảm giá so với tháng trước đó (-7.4% MoM) kể từ thời điểm Hoa Kỳ công bố thuế quan từ tháng 04/2025

Bảng 1: Dữ liệu giá xuất khẩu các sản phẩm cao su tại Việt Nam đến 05/25 – Trường hợp duy trì mức giá hiện tại, các sản phẩm cao su vẫn đang cao hơn cùng kỳ từ 3% - 10% cho đến tháng 08/2025, trước khi vào vụ thu mua từ 09/2025

Thông tin sản phẩm		Đơn giá xuất khẩu năm 2025 (USD/kg)				Đơn giá xuất khẩu năm 2024 (USD/kg)			
Sản phẩm	Tỷ trọng xuất khẩu	03/2025	04/2025	05/2025 (*)	% MoM 05.25/04.25	05/2024	Bình quân 06 – 08/24	% YoY 05.25/ 05.24	% YoY 05.25/ (06-08/24)
Hỗn hợp cao su thiên nhiên và cao su nhân tạo	55.5%	1.987	1.898	-	-	1,483	1,656	-	-
Latex	12.6%	1.524	1.448	1.301	-10.1%	1,199	1,257	+8%	+3%
SVR 3L	7.3%	2.185	2.150	1.930	-10.3%	1,711	1,849	+13%	+4%
SVR 10	11.6%	1.972	1.977	1.764	-10.8%	1,611	1,685	+10%	+5%
SVR CV60	4.4%	2.280	2.267	2.100	-7.4%	1,805	1,914	+16%	+10%
RSS 3	2.7%	2.223	2.130	2.050	-3.7%	1,789	1,927	+15%	+6%

Nguồn: (*) Agromonitor, Cổng thông tin điện tử Bộ Công Thương, PHS tổng hợp và ước tính

Trong kịch bản tiêu cực nhất, dự phóng mảng kinh doanh cao su vẫn duy trì biên gộp trên 15%

- 1.3 - 1.4 USD/kg đang là vùng giá thấp nhất đối với sản phẩm SVR10 kể từ đại dịch COVID-19 gây gián đoạn chuỗi cung ứng và giai đoạn nền kinh tế toàn cầu bất ổn từ cuối 2022 – 2023.
- Trong bối cảnh hiện tại, chúng tôi dự phóng vùng giá 1.5 USD/kg (~39.3 triệu VND/tấn, tỷ giá USD/VND 26,200) sẽ là kịch bản tiêu cực nhất cho ngành cao su thiên nhiên Việt Nam với nhu cầu tiêu thụ mặt hàng này vẫn đang được duy trì trong khi nguồn cung toàn cầu khó có khả năng được bổ sung mạnh mẽ như các giai đoạn trước. Cụ thể:
 - Nhu cầu sử dụng cao su thiên nhiên trong nước được giữ vững và dự phóng tăng trưởng trên CAGR 10% 2024 – 2027 với loạt nhà máy lắp đi vào hoạt động từ 2025
 - Thị trường sẫm lốp duy trì ổn định, dù phải đối mặt với các rào cản thuế quan (sắc thuế Mục 232 đối với phụ tùng tại Hoa Kỳ, Châu Âu đang điều tra chống bán phá giá lốp xe từ Trung Quốc)
 - Nguồn cung toàn cầu khó có khả năng bổ sung mạnh mẽ như giai đoạn trước, do (i) Sản lượng của Bờ Biển Ngà (quốc gia đã vượt Việt Nam để đứng thứ 3 thế giới về sản lượng cao su với CAGR 20% giai đoạn 2018–2023) đã đạt ngưỡng khai thác tối đa, dự báo tăng trưởng nhẹ 1–3% mỗi năm; (ii) Dự báo hiện tượng La Niña với xác suất 40% sẽ xảy ra vào nửa cuối 2025–2026, ảnh hưởng đến nguồn cung trong mùa thu hoạch và thu mua cao điểm; (iii) Quy định EUDR chính thức có hiệu lực từ cuối 2025 sẽ siết chặt tiêu chuẩn đầu vào đối với các sản phẩm cao su.

Diễn biến giá cao su SVR10 từ năm 2020 đến hiện tại

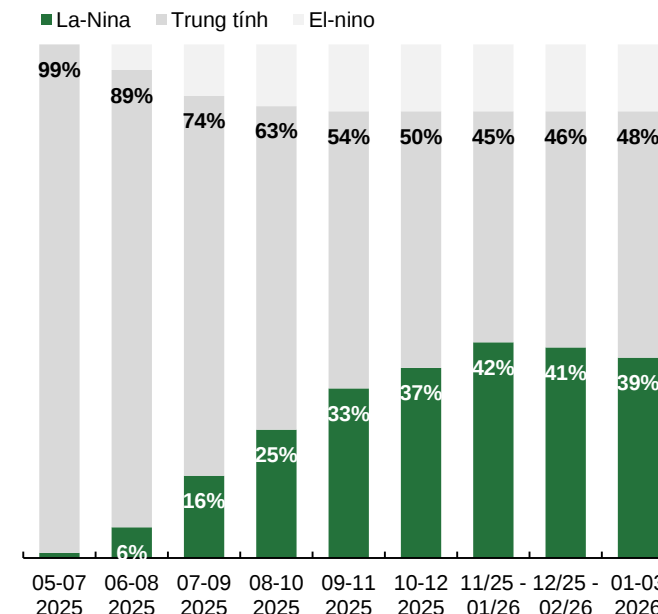
Tỷ lệ tiêu thụ mỗi quý (%)	20%	10%	35%	35%	100%
Giá SVR10 (USD/kg)	1Q	2Q	3Q	4Q	Giá trung bình theo trọng số
2020A	1.49	1.18	1.30	1.59	1.43
2021A	1.67	1.68	1.69	1.75	1.71
2022A	1.79	1.70	1.59	1.37	1.56
2023A	1.44	1.39	1.35	1.48	1.42
2024A	1.63	1.73	1.93	2.07	1.86
2025A	2.07	1.87	-	-	-

Phân tích độ nhạy giá trung bình theo trọng số SVR10	Giá SVR10 trong 3Q25					
	1.40	1.50	1.60	1.70	1.80	1.90
Giá SVR10 trong 4Q25	1.58	1.62	1.65	1.69	1.72	1.76
1.40	1.62	1.65	1.69	1.72	1.76	1.79
1.50	1.65	1.69	1.72	1.76	1.79	1.83
1.60	1.69	1.72	1.76	1.79	1.83	1.86
1.70	1.72	1.76	1.79	1.83	1.86	1.90
1.80	1.76	1.79	1.83	1.86	1.90	1.93
1.90	1.76	1.79	1.83	1.86	1.90	1.93

Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính

La-nina có thể làm bất lợi mùa vụ khai thác chính

Khả năng diễn ra các hình thái thời tiết 3Q25 – 1Q26



Nguồn: NOAA, PHS Tổng hợp, Dữ liệu tháng 06

Nhu cầu tiêu thụ toàn cầu được dự phóng +1.3% YoY

Tăng trưởng tiêu thụ/nguồn cung cao su thiên nhiên

- % Tăng trưởng nguồn cung toàn cầu
- % Tăng trưởng nhu cầu toàn cầu



Nguồn: ANRPC báo cáo tháng 05, PHS tổng hợp

Trong kịch bản tiêu cực nhất, dự phóng mảng kinh doanh cao su vẫn duy trì biên gộp trên 15%

- **Kịch bản tiêu cực nhất** thì các doanh nghiệp niêm yết vẫn ghi nhận được **biên lợi nhuận gộp mảng cao su trên 15%** với (i) giá bán bình quân các doanh nghiệp niêm yết biến động theo giá SVR10 và giá vốn dao động từ 28-35 triệu VND/ tấn và tùy theo chính sách trả lương hàng năm và vùng địa lý; (ii) VND trượt giá so với USD giảm bớt tác động giảm giá bán SVR10. Nếu quy đổi tỷ giá 1.5 USD/kg thời điểm hiện tại, giá trị đang tương đương với 1.65 USD/kg tại cuối năm 2022 và 1.61 USD/kg tại cuối năm 2023;
- **Tăng trưởng của PHR, TRC ngoài lĩnh vực cao su thiên nhiên**, còn được hưởng lợi từ thu nhập bồi thường từ các dự án chuyển đổi khu công nghiệp, công trình hạ tầng giao thông từ năm nay

Giá bán bình quân của doanh nghiệp niêm yết sát theo biến động giá SVR10 – Theo quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng giá SVR10 sẽ dao động trên mức 1.7 USD/kg từ quý 3/2025

	Dữ liệu năm			Dữ liệu dự phóng với các kịch bản					
	22A	23A	24A	Tiêu cực (1.5 USD/kg từ 3Q25)		Cơ sở (1.7 USD/kg từ 3Q25)		Tích cực (1.9 USD/kg từ 3Q25)	
				25F	26F	25F	26F	25F	26F
SVR10	1.56	1.42	1.86	1.65	1.50	1.79	1.70	1.93	1.90
% YoY	-8.2%	-9.3%	+31.2%	-11.3%	-9.1%	-3.8%	-5.0%	+3.7%	-1.6%
Giá bán cao su bình quân DN niêm yết FY22-FY24 (USD/kg) & Dự phóng FY25-FY26 theo giá SVR10 (triệu VND/ tấn)									
GVR (*)	1.51	1.22	1.73	43.2 triệu VND/ tấn	39.8 triệu VND/ tấn	46.9 triệu VND/ tấn 45.1 triệu VND/ tấn		50.6 triệu VND/ tấn	50.4 triệu VND/ tấn
PHR	1.58	1.37	1.78						
DPR	1.58	1.38	1.88						
TRC	1.58	1.36	1.81						
DRI	1.58	1.42	1.82						
Biên lợi nhuận gộp (%) các doanh nghiệp niêm yết – Mảng kinh doanh cao su thiên nhiên									
PHR	15.4%	14.6%	22.6%	19.1%	18.0%	20.8%	20.5%	22.3%	22.9%
DPR (*)	19.7%	14.6%	27.8%	24.2%	22.4%	25.8%	24.9%	28.1%	28.0%
TRC	20.4%	20.4%	36.4%	26.5%	23.3%	29.3%	27.8%	31.8%	31.5%
DRI	40.9%	35.9%	40.2%	43.3%	37.7%	43.8%	41.1%	44.2%	43.8%
Tăng trưởng (%) EPS các doanh nghiệp niêm yết									
PHR	+86.3%	-30.3%	-25.8%	+13.4%	+79.3%	+30.6%	+71.6%	+47.4%	+66.3%
DPR	-41.5%	-59.0%	+25.5%	-0.7%	-25.9%	+6.2%	-21.8%	+15.9%	-17.6%
TRC	-22.4%	-10.4%	+227%	-3.0%	+50.3%	+13.1%	+48.2%	+29.2%	+46.9%
DRI	-3.9%	-8.8%	+48%	+38.8%	-28.0%	+46.0%	-13.4%	+53.0%	+0.0%

Cao su thiên nhiên không áp dụng thuế đối ứng từ Hoa Kỳ và bị ảnh hưởng gián tiếp từ ngành sấm lốp

Tổng hợp các sắc thuế áp dụng lên ngành sấm lốp từ Hoa Kỳ công bố cho đến ngày 13/06/2025

Loại lốp xe/ nguyên liệu sản xuất lốp	Thuế đối ứng	Sắc thuế lĩnh vực ô tô – Hiệu lực từ 03/05/2025	Thuế MFN/ Thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp (AD/CD)	Các loại thuế quan khác với Trung Quốc
Loại sấm & lốp xe				
Các loại sấm & Lốp xe ô tô con (*)	- Không áp dụng	- Tất cả quốc gia, trừ (**): 25% - (**) Canada & Mexico: 0% đối với các sản phẩm từ thuộc Hiệp định USMCA cho đến khi có thông báo mới	- MFN: 3.4% - 4% - AD & CD: 6.2% - 101.84% (Sản phẩm từ Việt Nam, Thái Lan, Hàn Quốc, Đài Loan, Trung Quốc)	- IEEPA China/ Hong Kong: 25% - Thuế quan Mục 301 (từ 2018): Tỷ lệ thuế tùy thuộc sản phẩm
Các loại sấm & Lốp xe tải và xe buýt (*)	- Không áp dụng	- Tất cả quốc gia, trừ (**): 25% - (**) Canada & Mexico: 0% đối với các sản phẩm từ thuộc Hiệp định USMCA cho đến khi có thông báo mới	- MFN: 3.4% - 4% - AD & CD: 12.4% - 66.3% (Sản phẩm từ Thái Lan và Trung Quốc)	
Các loại sấm lốp khác nằm ngoài mục (*)	- Sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc: 145% (Từ 09/04/25); 30% (Từ 14/05/2025) - Các quốc gia khác 10% từ 05/04/25. Sau 09/07/25 sẽ có áp dụng mức thuế cụ thể cho từng quốc gia.	- Không áp dụng	- MFN & AD & CD: Tỷ lệ tùy thuộc sản phẩm	

Nguyên liệu sản xuất sấm lốp				
Cao su thiên nhiên	- Không áp dụng	- Không áp dụng	- MFN: 0%	- IEEPA China/ Hong Kong: 25% - Thuế quan Mục 301 (từ 2018): Tỷ lệ thuế tùy thuộc sản phẩm
Thép và nhôm	- Không áp dụng với các mặt hàng thuộc Sắc thuế mục 232 – Nhôm và Thép (50%)	- Không áp dụng lên với sắc thuế Mục 232 – Nhôm và Thép (25%)	- MFN & AD & CD: Tỷ lệ tùy thuộc sản phẩm	
Các loại nguyên liệu khác	- Sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc: 145% (Từ 09/04/25); 30% (Từ 14/05/2025) - Các quốc gia khác 10% từ 05/04/25. Sau 09/07/25 sẽ có áp dụng mức thuế cụ thể cho từng quốc gia.	- Không áp dụng	- MFN & AD & CD: Tỷ lệ tùy thuộc sản phẩm	

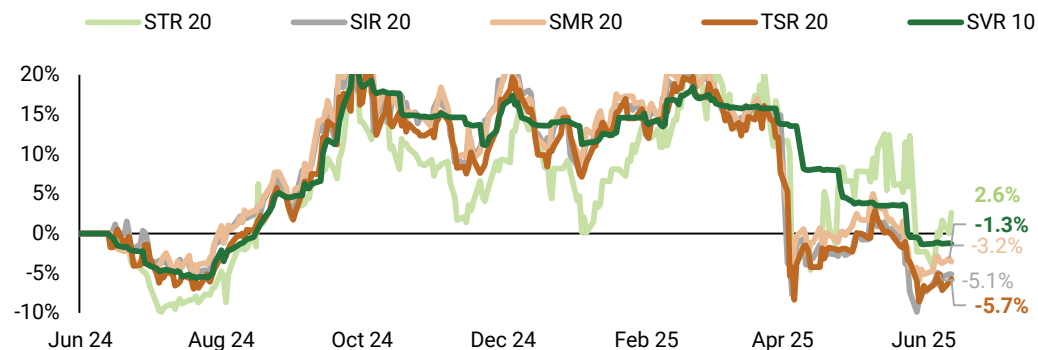
Nguồn: Công bố từ Nhà Trắng, PHS tổng hợp, (*) Bao gồm các sản phẩm 4011.10.10; 4011.10.50; 4011.20.10; 4012.19.40; 4012.19.80; 4012.20.60; 4013.10.0010 và 4013.10.0020

Cao su thiên nhiên không áp dụng thuế đối ứng từ Hoa Kỳ và bị ảnh hưởng gián tiếp từ ngành sắt thép

Thị trường cao su các nước Đông Nam Á diễn biến trái chiều với sự sụt giảm mạnh từ Indonesia và Malaysia (ảnh hưởng đến giá hợp đồng tương lai SGX STR20)

Xuất khẩu cao su của Việt Nam chủ yếu tại thị phần Trung Quốc và nhu cầu nội địa cũng đang tăng ~10% mỗi năm với sự chuyển dịch các nhà sản xuất lốp xe

Biến động giá cao su thiên nhiên tại các thị trường DNA (USD/kg)

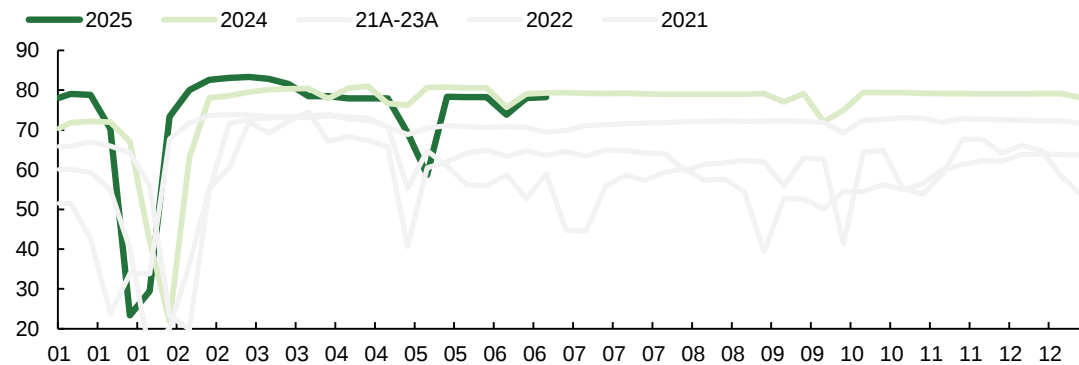


Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 06/06/2025

Sau kỳ nghỉ lễ lao động dài 05 ngày, các nhà máy lốp Trung Quốc đã trở lại sản xuất ở mức cao nhất 05 năm qua, cho thấy thuế quan hiện đang không ảnh hưởng đến lĩnh vực này

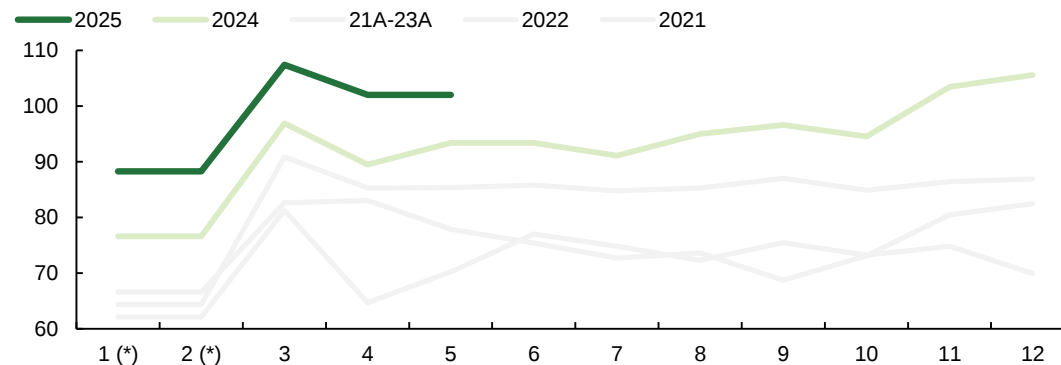
Sản lượng lốp Trung Quốc tiếp tục duy trì ở mức 102 triệu lốp/tháng. Trong khi sản lượng xuất khẩu sang Hoa Kỳ chỉ đóng góp 2.1% trong cơ cấu sản xuất hàng năm

Tỷ lệ hoạt động % của nhà máy lốp xe Trung Quốc



Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 19/06/2025

Sản lượng lốp xe Trung Quốc sản xuất (triệu lốp)



Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc, PHS tổng hợp, (*) Tháng 01 và 02 là trung bình 2T

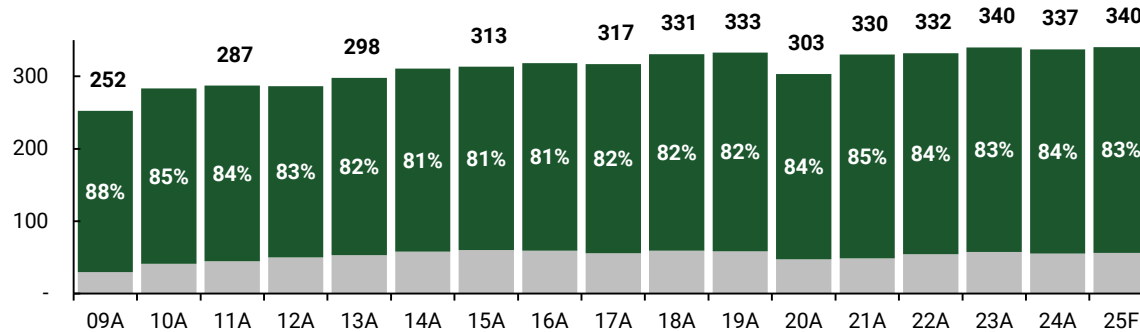
NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

Cao su thiên nhiên không áp dụng thuế đối ứng từ Hoa Kỳ và bị ảnh hưởng gián tiếp từ ngành sắt thép

Thị trường lốp xe thay thế tại Hoa Kỳ được dự báo +0.8% YoY với 284 triệu lốp FY25, khi hoạt động giao thông tại Hoa Kỳ đã về mức trước COVID-19. Trên 60% sản lượng được phân phối bởi sản phẩm nhập khẩu từ Thái Lan (#1), Việt Nam (#2), Mexico (#3), Trung Quốc (#4), Canada (#5)

Tiêu thụ lốp xe hàng năm tại Hoa Kỳ (Triệu lốp)

■ Lốp thay thế (RT) ■ Lốp nguyên gốc (OE)

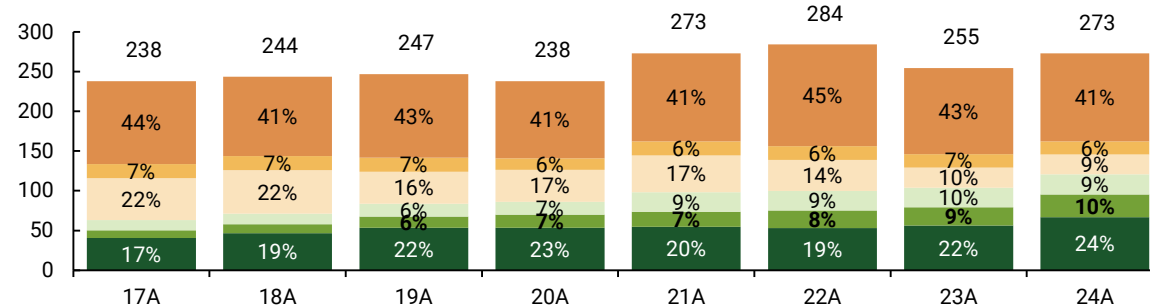


Nguồn: USTMA, PHS tổng hợp

Thái Lan, Mexico và Việt Nam dành được thị phần xuất khẩu từ Trung Quốc sau cuộc thương chiến đầu tiên

Sản lượng lốp xe nhập khẩu tại Hoa Kỳ (Triệu lốp)

■ Thailand ■ Viet Nam ■ Mexico ■ China ■ Canada ■ RoW

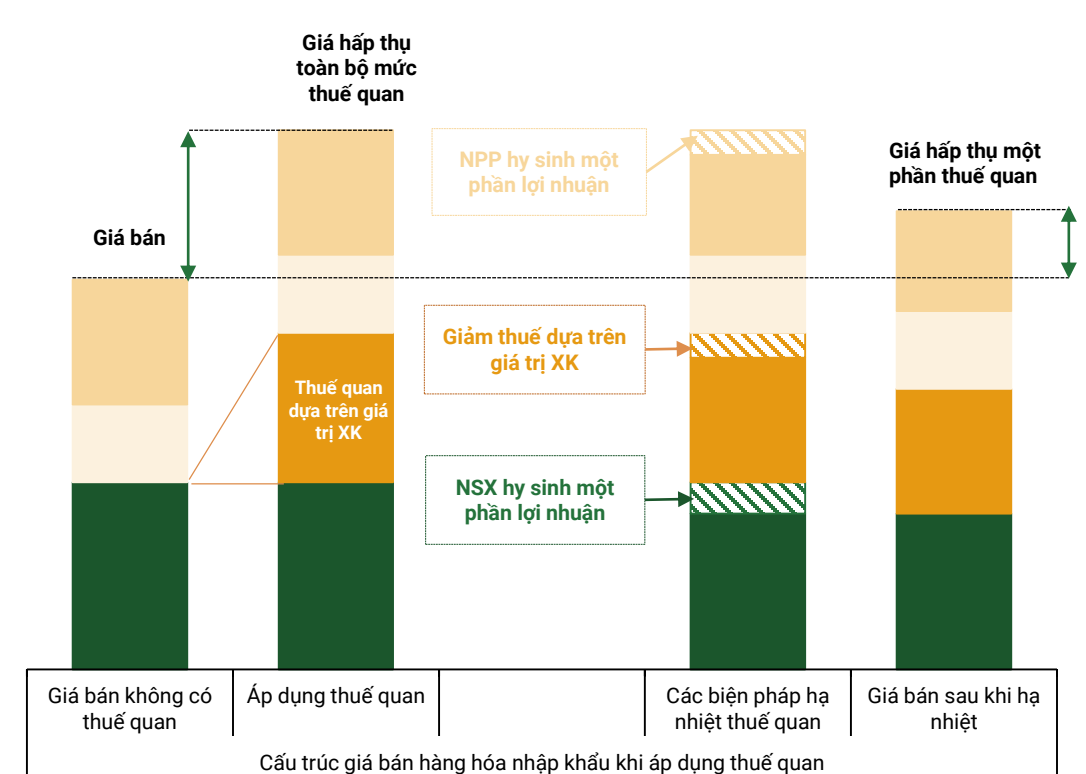


Nguồn: USTMA, PHS tổng hợp

Giá bán tới người tiêu dùng sẽ không tăng theo tỷ lệ thuế tương ứng, mà còn phải xem xét (1) Đơn giá nhập khẩu vào thị trường; (2) Cấu trúc giá vốn hàng bán của các nhà phân phối; (3) Tỷ lệ chấp nhận chia sẻ thuế quan đến từ nhà sản xuất và đơn vị bán hàng

Các trường hợp giá bán sản phẩm nhập khẩu khi áp thuế quan

■ Giá trị xuất khẩu từ NSX ■ Thuế quan ■ Chi phí hoạt động & bán hàng của NPP ■ Lợi nhuận NPP



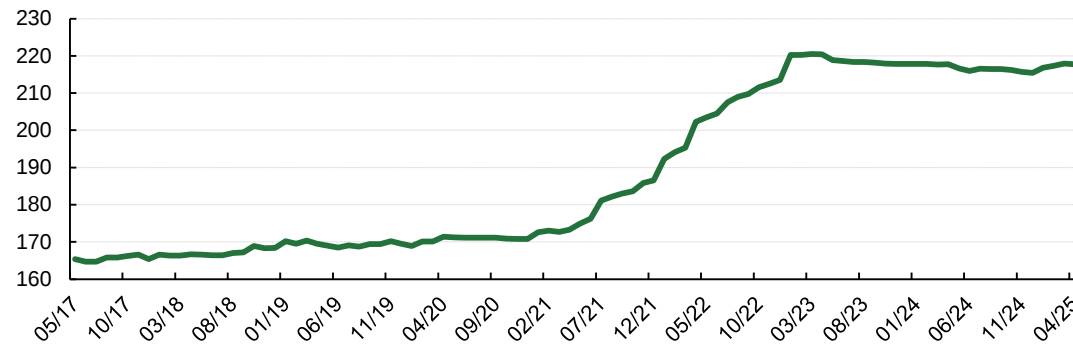
Nguồn: PHS tổng hợp

Báo cáo chiến lược | 136

Cao su thiên nhiên không áp dụng thuế đối ứng từ Hoa Kỳ và bị ảnh hưởng gián tiếp từ ngành sắt thép

Các nhà sản xuất tại Mỹ cũng có khả năng chịu áp lực chi phí sản xuất tăng mạnh với các nguyên liệu nhập khẩu ngoài cao su thiên nhiên bị áp các mức thuế trên 25% sau tháng 07/2025. Chỉ số PPI các nhà sản xuất tiếp tục neo cao cho thấy áp lực chi phí vẫn đang hiện hữu với các nhà sản xuất lốp xe khi chỉ số giá vẫn neo cao dành cho các nhà phân phối

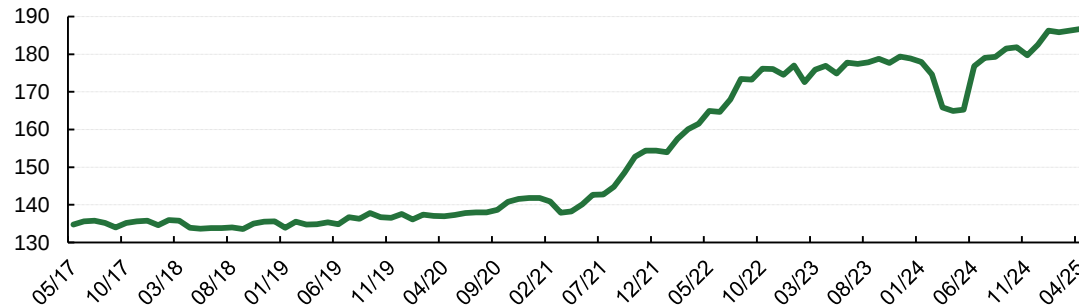
PPI lĩnh vực sản xuất lốp xe (Index 1981 = 100)



Nguồn: U.S. Bureau of Labor Statistics, PHS tổng hợp

Mức tăng PPI đại lý lốp xe phản ánh xu hướng giá bán hiện đang tăng đều đặn do đơn giá từ nhà sản xuất hoặc Đơn giá nhập khẩu bình quân lốp xe 1Q25 +1.4% QoQ; +1.5% YoY) cao

PPI Tire Dealers (Index 2003 = 100)

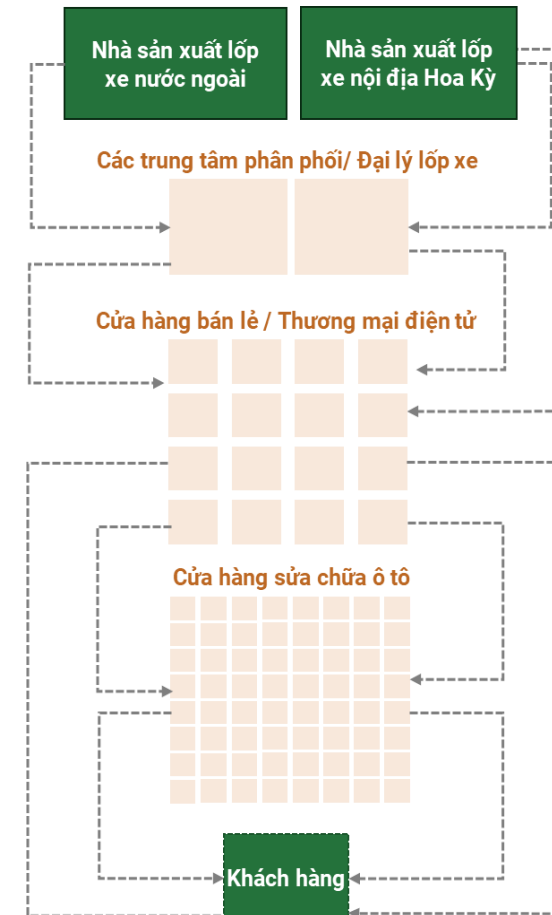


Nguồn: U.S. Bureau of Labor Statistics, PHS tổng hợp

[Quay lại mục lục](#)

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

Chuỗi giá trị phân phối lốp xe tại Hoa Kỳ - Trong bối cảnh thị trường tăng giá bán, các nhà phân phối và bán lẻ sẽ quan tâm về việc giữ chân và tăng sức mua người tiêu dùng để tối ưu lợi nhuận. Khi đó sản phẩm cùng phân khúc với chi phí đầu vào hấp dẫn hơn (nhập khẩu) được ưu tiên lựa chọn để có thể hưởng nhiều ưu đãi hơn



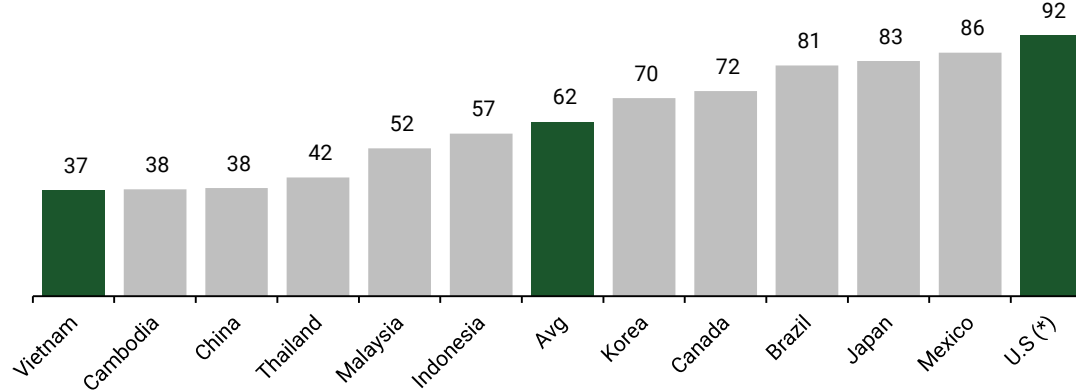
Nguồn: PHS tổng hợp

Báo cáo chiến lược | 137

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

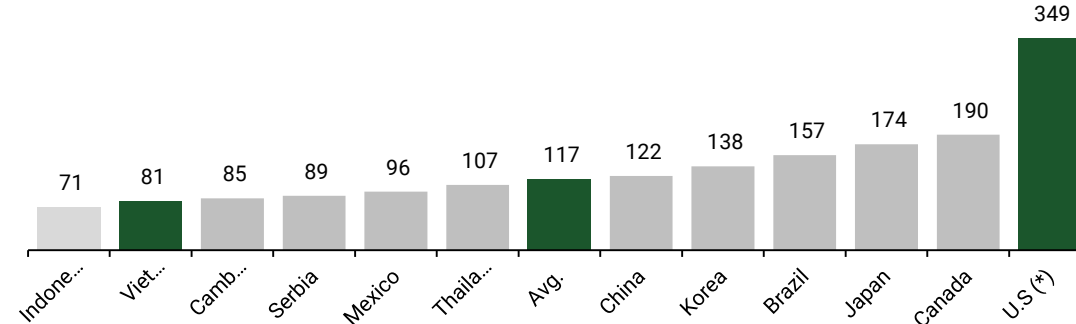
Các trường hợp tác động giá bán tăng thêm khi áp dụng thuế quan 25% đến từ (1) Tỷ trọng chi phí trong cấu trúc giá bán từ nhà phân phối; (2) Tỷ lệ chấp nhận hy sinh lợi nhuận từ cả nhà cung cấp và nhà phân phối. Giá trị nhập khẩu trong cấu trúc giá bán nhà phân phối chiếm tỷ trọng càng nhỏ thì tác động từ thuế quan càng thấp

Đơn giá nhập khẩu 4011.10 Hoa Kỳ (USD/lốp) - FY24



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Đối với lớp xe buýt và tải (4011.20), năm 2024 các doanh nghiệp lớp sản xuất nội địa có đơn giá sản xuất bình quân (281 USD/lớp) và giá bán bình quân (349 USD/lớp)

Đơn giá nhập khẩu 4011.20 Hoa Kỳ (USD/lốp) - FY24

Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

[Quay lại mục lục](#)

Tỷ trọng cấu trúc giá bán từ nhà phân phối		Tỷ lệ chấp thuận hy sinh lợi nhuận đồng thời từ nhà cung cấp và nhà phân phối										
Giá trị nhập khẩu	Chi phí & lợi nhuận NPP	-10%	-9%	-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%
20%	80%							0.8%	1.9%	2.9%	4.0%	5.0%
25%	75%						0.9%	2.0%	3.1%	4.1%	5.2%	6.3%
30%	70%				0.0%	1.1%	2.1%	3.2%	4.3%	5.4%	6.4%	7.5%
35%	65%			0.1%	1.1%	2.2%	3.3%	4.4%	5.5%	6.6%	7.7%	8.7%
40%	60%		0.1%	1.2%	2.3%	3.4%	4.5%	5.6%	6.7%	7.8%	8.9%	10.0%
45%	55%	0.1%	1.2%	2.4%	3.5%	4.6%	5.7%	6.8%	7.9%	9.0%	10.1%	11.3%
50%	50%	1.3%	2.4%	3.5%	4.6%	5.8%	6.9%	8.0%	9.1%	10.3%	11.4%	12.5%
55%	45%	2.4%	3.5%	4.7%	5.8%	6.9%	8.1%	9.2%	10.3%	11.5%	12.6%	13.8%
60%	40%	3.5%	4.7%	5.8%	7.0%	8.1%	9.3%	10.4%	11.6%	12.7%	13.9%	15.0%
70%	30%	5.8%	6.9%	8.1%	9.3%	10.5%	11.6%	12.8%	14.0%	15.2%	16.3%	17.5%
80%	20%	8.0%	9.2%	10.4%	11.6%	12.8%	14.0%	15.2%	16.4%	17.6%	18.8%	20.0%

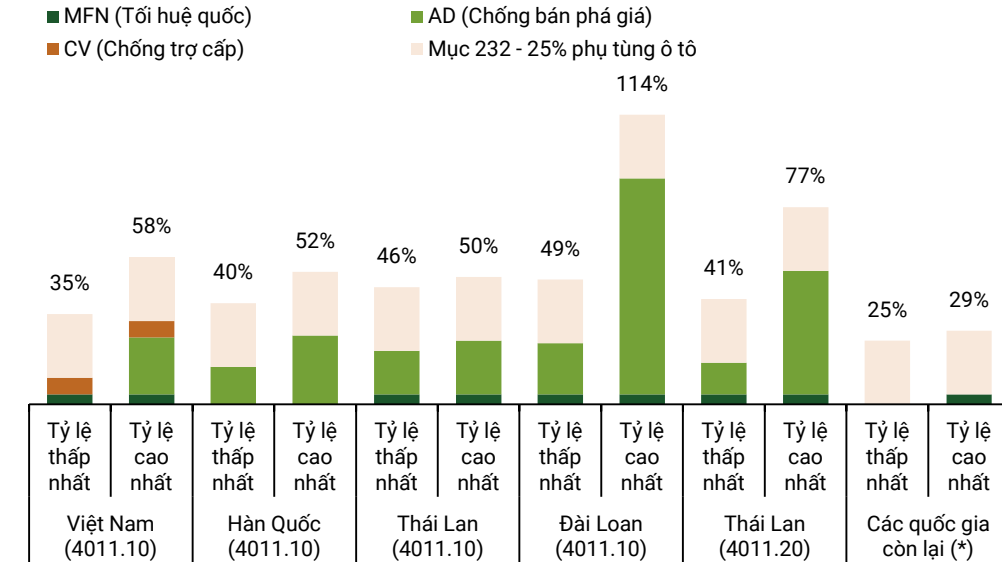
Nguồn: PHS tổng hợp

Báo cáo chiến lược | 138

Cuộc chiến thuế quan toàn cầu có thể mở ra nhiều cơ hội hơn cho ngành công nghiệp cao su Việt Nam

Thuế quan lĩnh vực lốp xe (4011.10 & 4011.20) tại Hoa Kỳ ban hành từ 2021 đến nay

% Tỷ lệ thuế nhập khẩu các loại lốp xe tại Hoa Kỳ



Mặc dù 2021, Hoa Kỳ công bố mức thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp loại lốp xe ô tô (4011.10) với Việt Nam có tỷ lệ lên tới 22%, phần lớn các doanh nghiệp sản xuất lốp trọng yếu như Sailun Group, Kenda Rubber Vietnam, Bridgestone Tire Manufacutring, Kumho Tire, Yokohama Rubber Co., chỉ chịu mức thuế là 0%.

Chúng tôi cho rằng việc hưởng được mức thuế nhập khẩu cạnh tranh hơn các đối thủ cũng giúp cho các doanh nghiệp này gia tăng sản lượng xuất khẩu sang Hoa Kỳ trong giai đoạn 2021- 2024, đây cũng chính là các doanh nghiệp xuất khẩu chủ yếu sang Hoa Kỳ tại Việt Nam.

Tổng kết về tác động của thuế đối ứng Hoa Kỳ với ngành công nghiệp cao su tại Việt Nam

Doanh nghiệp sản xuất lốp tại Việt Nam có thể gia tăng thâm nhập vào Hoa Kỳ nhờ vào lợi thế chi phí và mức áp thuế nằm trong nhóm thấp:

- Sau khi Hoa Kỳ áp mức thuế đồng bộ 25% lên các quốc gia xuất khẩu lốp xe, mức thuế đối với phần lớn doanh nghiệp Việt Nam chỉ cao hơn 6%-10% so với mức thấp nhất hiện hành (*). Chênh lệch này hoàn toàn có thể được bù đắp nhờ lợi thế về chi phí cạnh tranh. Vì vậy xuất khẩu được nhận định sẽ tiếp tục duy trì, đơn cử như chia sẻ từ Sailun.
- Đối với phân khúc lốp xe tải (mã HS 4011.20), việc Thái Lan bị áp thuế chống bán phá giá từ 12%-48% kể từ năm 2024 đã nâng tổng thuế suất lên 41%-77%, mở ra cơ hội thâm nhập thị trường Mỹ cho các nhà sản xuất đến từ Việt Nam, với mức thuế tổng là 29%, thấp hơn 12%-48% với Thái Lan. Đây được xem là yếu tố hỗ trợ tích cực, góp phần giúp doanh nghiệp như (HSX: CSM) ghi nhận đơn hàng gia tăng thêm 600.000 sản phẩm xuất khẩu sang Hoa Kỳ trong bối cảnh thuế quan hiện nay

Tổng kết lại, chúng tôi đánh giá sự kiện Hoa Kỳ áp dụng thuế đối ứng và mức thuế 25% lên lĩnh vực lốp xe sẽ không ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng kinh doanh lĩnh vực lốp xe và nhu cầu tiêu thụ cao su tại Việt Nam khi:

- Cao su tự nhiên nằm trong danh mục Hoa Kỳ miễn thuế nhập khẩu và thuế đối ứng, nhằm đảm bảo ổn định cho chuỗi cung ứng ngành ô tô.
- Đối với thị trường xuất khẩu cao su chủ lực của Việt Nam là Trung Quốc, đến cuối 05/25, các nhà máy lốp xe tại đây vẫn duy trì tỷ lệ hoạt động cao nhất 05 năm đảm bảo nhu cầu nhập khẩu cao su từ Việt Nam chưa bị ảnh hưởng bởi các yếu tố thuế quan và bất định kinh tế toàn cầu.
- Đối với ngành săm lốp, ngược lại với những lo ngại tiêu cực về thuế quan ban đầu, các doanh nghiệp săm lốp tại Việt Nam vẫn đang hoạt động ổn định và thậm chí có thể tăng được thị phần tại thị trường Hoa Kỳ nhờ lợi thế cạnh tranh và mức thuế thuộc nhóm thấp so với các nước xuất khẩu khác. Vì vậy tiêu thụ cao su nội địa vẫn có thể được đảm bảo

Cuộc chiến thuế quan toàn cầu có thể mở ra nhiều cơ hội hơn cho ngành công nghiệp cao su Việt Nam

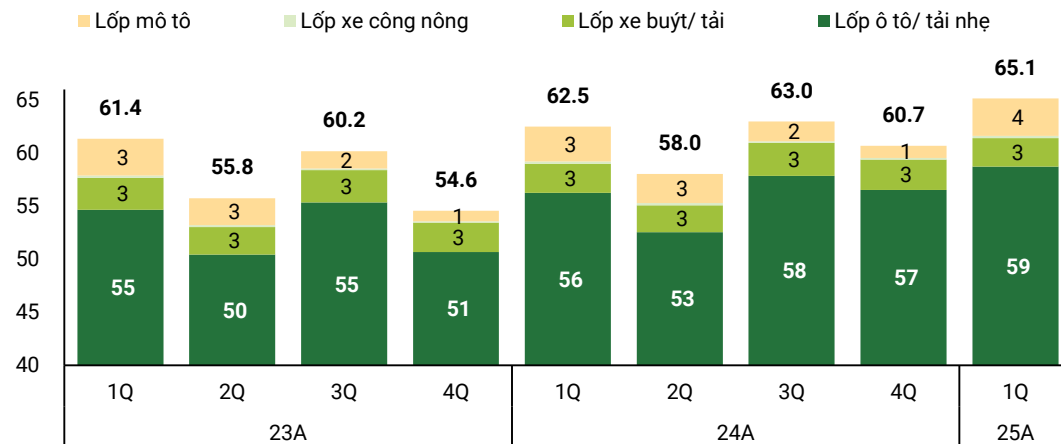
Thị trường lốp xe tại châu Âu, tương tự như thị trường Hoa Kỳ, hiện cũng đang ghi nhận tăng trưởng tiêu thụ với xu hướng di chuyển của người tiêu dùng cũng chỉ vừa mới quay trở lại trước mức đại dịch COVID-19:

- Báo cáo của ETRMA về dữ liệu thị trường lốp xe thay thế trong 1Q25, phân khúc lốp ô tô và tải nhẹ tiếp tục tăng trưởng +3% YoY, nối tiếp mức tăng trưởng +8% YoY được ghi nhận trong 2H24.
- Sản lượng tiêu thụ đã đạt về gần mức tiêu thụ trong 1Q19, trước thời điểm đại dịch COVID-19 diễn ra. Theo ETRMA, thị trường lốp xe tiêu thụ có mức độ tương quan cao với quãng đường di chuyển của các phương tiện. Trên khắp châu Âu, số dặm di chuyển của các loại xe đã tăng 1.5% YoY, gần như ngang bằng với hiệu suất trước đại dịch

Sự phục hồi hoàn toàn cho nhu cầu đi lại tại Châu Âu được dự báo sẽ diễn ra kể từ năm 2026-2027. Điều này cũng cho thấy tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ lốp xe (Yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng duy trì và tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên) vẫn còn hiện hữu ở các thị trường lớn như EU, Hoa Kỳ.

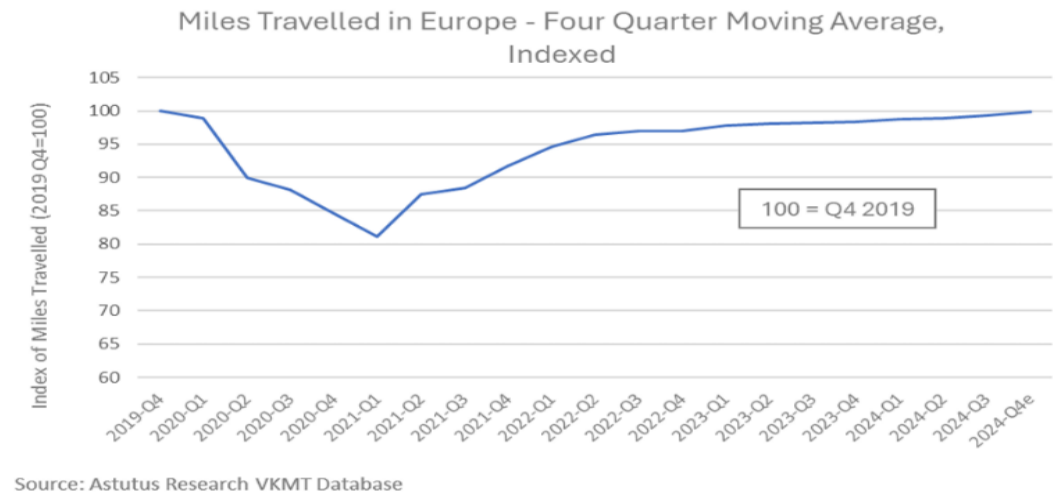
Nhu cầu đi lại phục hồi đã giúp cho tiêu thụ lốp thay thế duy trì tăng trưởng tại châu Âu

Tiêu thụ lốp xe thay thế tại châu Âu (triệu sản phẩm)



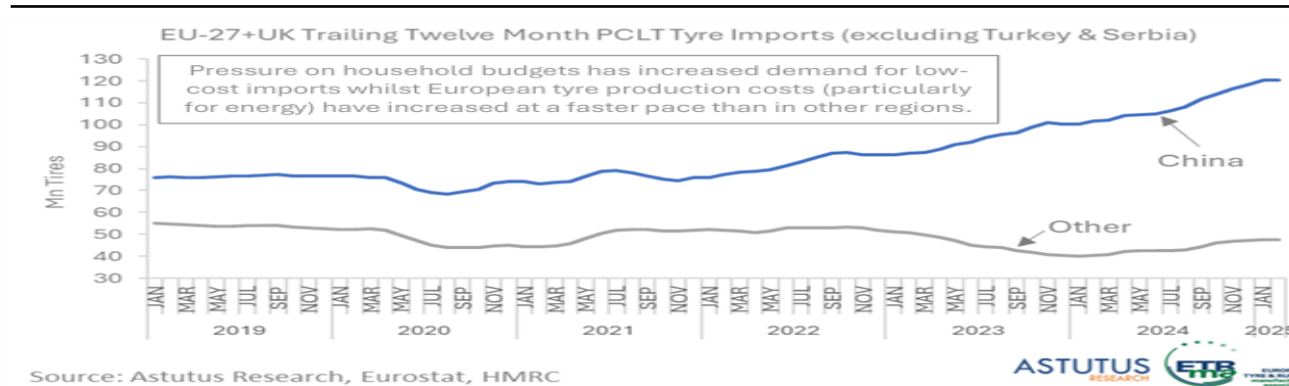
Nguồn: Báo cáo quý 1/2025 ETRMA, PHS tổng hợp

Quãng đường các phương tiện di chuyển tại châu Âu đã trở về thời điểm trước đại dịch



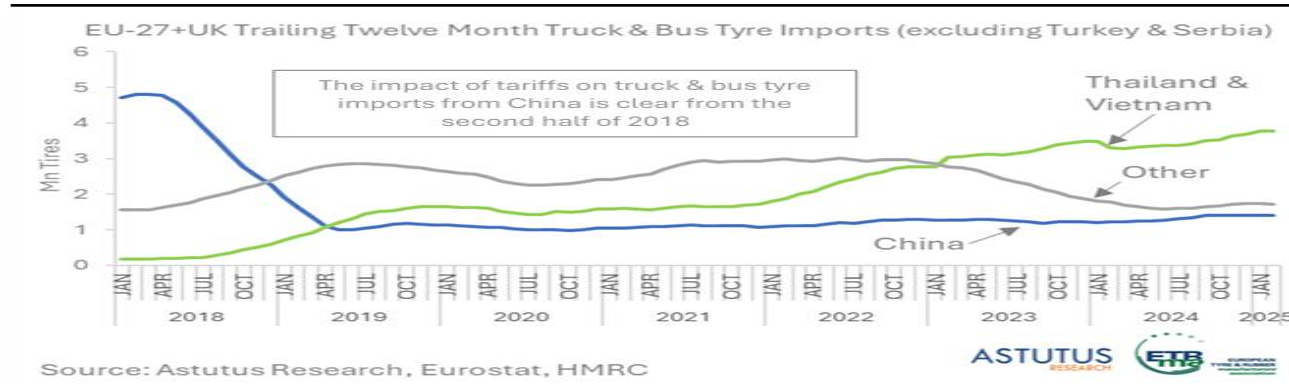
Nguồn: Báo cáo quý 1/2025 ETRMA, PHS tổng hợp

Nhập khẩu lốp xe ô tô/ tải tại châu Âu từ năm 2019 đến 2T25



Nguồn: Báo cáo quý 1/2025 ETRMA, PHS tổng hợp

Sau khi Trung Quốc bị áp thuế CBPG năm 2018, Việt Nam và Thái Lan đang chiếm lĩnh phân khúc này tại EU



Nguồn: Báo cáo quý 1/2025 ETRMA, PHS tổng hợp

Thị trường châu Âu cũng đang bị thâm nhập từ các nhà sản xuất lốp xe có chi phí thấp, đặc biệt từ Trung Quốc khi áp lực chi tiêu hộ gia đình tăng cao đã làm cho người tiêu dùng có xu hướng lựa chọn lốp xe có giá cả hợp lý. Năm 2024 châu Âu nhập khẩu 165 triệu lốp xe ô tô/ tải (+17%) trong đó 72% đến từ Trung Quốc với 118 triệu lốp (+18% YoY). Xu hướng này tiếp tục trong 2T25 với tăng trưởng +12% YoY

Ngày 21/05/2025, Ủy ban châu Âu (EC) đã khởi xướng cuộc điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm lốp xe du lịch và xe tải nhẹ nhập khẩu từ Trung Quốc, sau khi nhận được đơn khiếu nại từ ngành công nghiệp lốp xe trong:

- ❑ Thời hạn điều tra sẽ kéo dài trong 14 tháng, trong trường hợp có đủ bằng chứng sơ bộ, các biện pháp tạm thời có thể được triển khai sau 08 tháng.
- ❑ Như vậy khả năng lốp xe từ Trung Quốc sẽ có thể bị áp thuế trong khoảng thời gian từ tháng 01/2026 - 07/2026, trùng với khoảng thời gian áp dụng đạo luật chống phá rừng EUDR, có hiệu lực bắt đầu từ 31/12/2025. Trước đó vào tháng 01/2025, EU đã tiếp tục gia hạn thời gian áp dụng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với lốp xe buýt từ Trung Quốc đã được ban hành vào 05/18.

Chúng tôi cho rằng việc EU áp thuế chống bán phá giá sẽ tiếp tục thúc đẩy làn sóng dịch chuyển đầu tư các nhà máy sản xuất lốp xe sang Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh EU sẽ bắt đầu áp dụng Quy định EUDR từ năm 2026.

Quốc gia	FTA	Phân loại rủi ro chuẩn EUDR
Việt Nam	EVFTA	Rủi ro thấp (Low-risk)
Thailand	Không có	Rủi ro thấp (Low-risk)
Bờ Biển Ngà	EPA	Rủi ro tiêu chuẩn (Standard risk)
Indonesia, Malaysia, Cambodia	Không có	Rủi ro tiêu chuẩn (Standard risk)

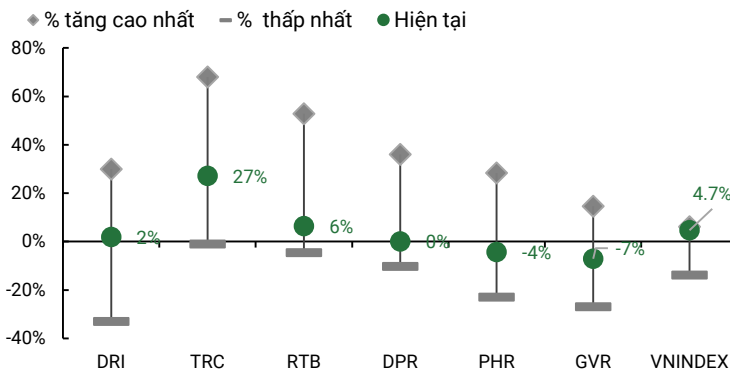
Bảng tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị ngành cao su thiên nhiên

Mã	Sàn	Giá hiện tại (*) (VND/cp)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng/ giảm (%)	% Tăng trưởng EPS			% Tăng trưởng BVPS			P/E			P/B			% ROE		
						2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
PHR	HSX	62,300	Tăng tỷ trọng	72,800	16.9%	-25.8%	25.4%	144.1%	2.6%	10.4%	25.0%	15.6	14.9	6.0	2.1	2.0	1.6	12.5%	14.2%	29.7%
DPR	HSX	42,300	Năm giữ	43,500	2.8%	25.5%	6.2%	-21.8%	5.5%	3.9%	1.9%	12.3	11.9	14.4	1.4	1.4	1.4	7.4%	11.9%	9.5%
TRC	HSX	71,000	Mua	94,700	33.4%	227.4%	15.3%	18.4%	13.7%	8.7%	8.4%	7.2	7.8	6.7	1.0	0.9	0.9	12.5%	13.0%	14.0%
DRI	UpCOM	13,590	Mua	18,000	32.5%	48.0%	46.0%	-13.4%	9.8%	15.7%	6.0%	6.5	5.9	6.8	1.4	1.4	1.3	19.5%	25.2%	19.8%

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp và dự phóng, (*) Giá đóng cửa tại ngày 21/07/2025

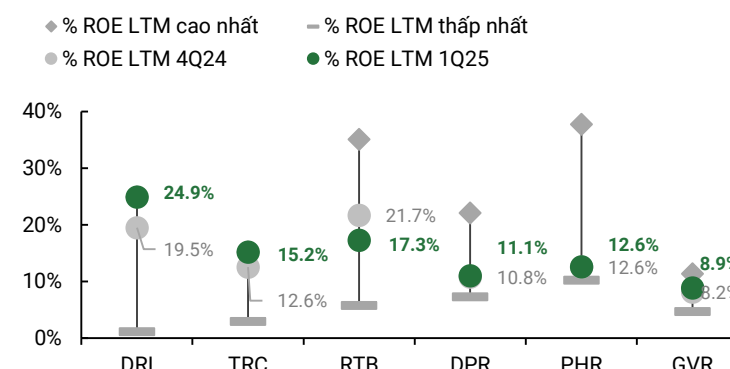
Các doanh nghiệp trong ngành phục hồi yếu sau khi bị điều chỉnh mạnh từ tác động thuế quan tháng 04/2025 đến nay

Biến động giá các cổ phiếu từ 02/01/25 - 06/06/25



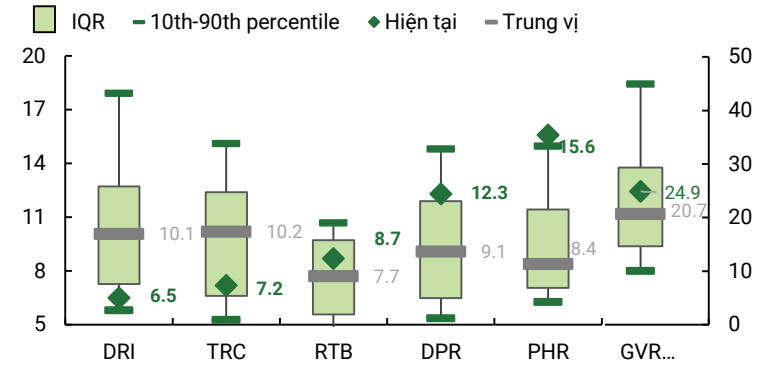
Tỷ suất % ROE LTM 1Q25 của TRC và DRI thiết lập mức cao nhất kể từ khi niêm yết đến hiện tại

% Tỷ suất ROE (LTM) từ 1Q14/(Niêm yết) - 1Q25

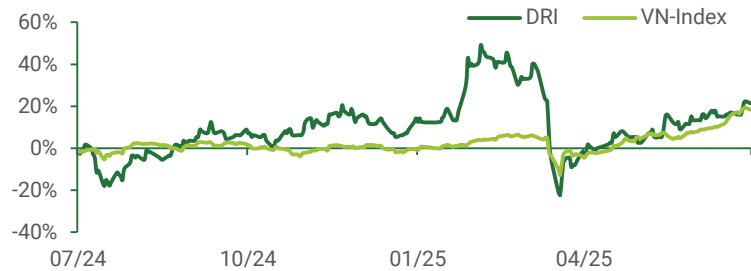


Các doanh nghiệp thuần cao su vẫn còn dư địa tăng trưởng về mặt định giá xét theo P/E trung vị ngành ở mức 10.0x

Định giá P/E trượt từ 2014/(niêm yết) - nay



Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	995
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	73.2
Free float (%)	54%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,308,775
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	16,700
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	8,700

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	n/a	n/a	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	48.0%	46.0%	-13.4%
Tăng trưởng BVPS (%)	9.8%	15.7%	6.0%
Biên lợi nhuận gộp (%)	40.2%	43.8%	41.1%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	26.5%	30.8%	28.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	23.4%	24.9%	23.4%

Luận điểm đầu tư

1. Lợi nhuận đạt mức cao nhất kể từ khi niêm yết: Dự phóng LNST-CĐTS giai đoạn 25F – 27F sẽ tăng trưởng lần lượt là +46% /(-13.4%) / +5.0% YoY và duy trì trên 130 tỷ VND đến từ các giả định sau:

- Sản lượng khai thác và tiêu thụ: Sau khi có các biện pháp quản trị vấn đề trộm cắp mủ tại Lào, kỳ vọng sản lượng sẽ trở về mức 12,000-13,000 tấn từ FY25-FY27 với với sản lượng dự phóng 12.8/12.9/13.1 nghìn tấn (+20%/+1%/+1% YoY).
- Giá bán bình quân duy trì 1.7 USD/kg - Tăng trưởng giai đoạn FY25F – FY27F ghi nhận +6.1%/(-10.4%)/+0% YoY.

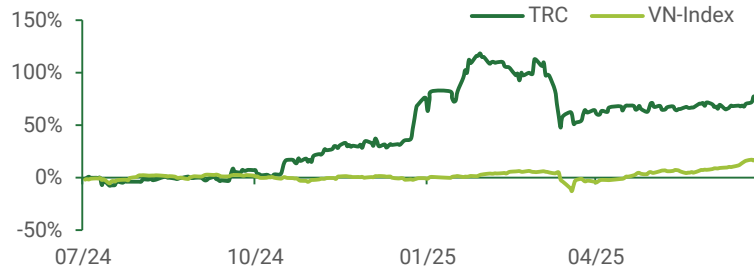
2. Cổ tức tiền mặt với tỷ suất cổ tức hấp dẫn từ 8.5%-10%/năm: Không còn áp lực nợ vay và dòng tiền đều từ hoạt động kinh doanh, dự phóng tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt trên lợi nhuận đạt 60% mỗi năm, cho phép DRI chia cổ tức từ 1,100-1,300 VND/cổ phiếu giai đoạn FY25-FY27, tương ứng với tỷ suất 8.5-10%/năm.

(*) Dư địa tăng trưởng mạnh hơn sẽ mở ra đối với DRI trong các trường hợp:

- Sản lượng tiêu thụ và khai thác có tiềm năng trở về mức bình quân từ 14,000 – 15,000 tấn /năm như trong giai đoạn 20A – 23A: khi công ty xử lý hoàn thiện các vấn đề tồn đọng về lao động, trộm cắp.
- Giá bán bình quân cao hơn dự phóng nhờ vào thị trường xuất khẩu với các sản phẩm đạt chuẩn EUDR và DRI có thể mở rộng thị phần tại Hoa Kỳ (10% sản lượng DRI) khi cao su thiên nhiên là sản phẩm không bị áp thuế đối ứng tại đây.
- Gia tăng thu nhập khác từ thanh lý vườn cây cao su: Theo kế hoạch DRI dự kiến thanh lý hơn 700ha diện tích cao su để tái canh cho niên độ mới giai đoạn FY25 – FY27, đây là hoạt động mang lại biên lợi nhuận gộp cao, góp phần tăng lợi nhuận.

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	496.8	443.5	471.1	639.3	589.9	607.8
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	80.8	73.7	109.0	159.1	137.8	144.7
EPS (VND/cổ phiếu)	1,103.5	1,006.4	1,489.3	2,173.9	1,883.0	1,976.6
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	7,738.9	7,275.5	7,985.7	9,237.8	9,794.7	10,619.8
ROE (%)	12.69%	13.41%	19.52%	25.24%	19.79%	19.36%
ROA (%)	8.97%	10.46%	16.10%	20.71%	16.62%	16.42%
P/E (x)	7.2	13.6	9.7	5.98	6.90	6.58
P/B (x)	1.0	1.7	1.6	1.41	1.33	1.22
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	300.0	600.0	900.0	1,300.0	1,100.0	1,100.0

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	2,068
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	29.125
Free float (%)	40%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	179,661
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	87,400
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	36,200

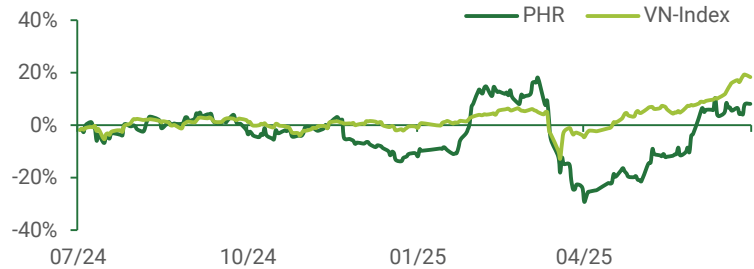
Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	n/a	n/a	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	227.4%	13.1%	48.2%
Tăng trưởng BVPS (%)	13.7%	6.1%	10.9%
Biên lợi nhuận gộp (%)	36.4%	29.3%	27.8%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	28.5%	21.9%	20.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	40.1%	34.7%	53.5%

Luận điểm đầu tư

- Doanh thu và lợi nhuận gộp của TRC giai đoạn 2024A – 2027F đạt CAGR lần lượt là 11.7% và 2.7% với biên lợi nhuận gộp được duy trì ở mức 28% đến từ** (i) Tổng sản lượng khai thác và tiêu thụ của TRC được dự báo tăng trưởng CAGR 7.3% giai đoạn 2024A – 2027F đến từ vườn cây trưởng thành từ Campuchia; (ii) ASP trên 47 triệu VND/tấn (+2.2% /-4.3% / +1.1% YoY).
 - Hiệu quả hoạt động vượt trội nhờ chi phí thấp:** (i) Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu trung bình chỉ 1.3% trong giai đoạn FY20–FY24, thuộc nhóm thấp nhất ngành (ii) Ưu đãi về thuế với lĩnh vực cao su thiên nhiên tại Tây Ninh chỉ 10% so với 20% các doanh nghiệp cùng ngành; (iii) Vườn cây tại Campuchia trong giai đoạn được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp.
 - Tỷ suất lợi tức giai đoạn 25F-27F hấp dẫn đạt 7.6%/11.2%/10.0% đến từ tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt dự phóng duy trì 60%**
 - Gia tăng thu nhập từ đền bù đất:** Dự án Khu công nghiệp Hiệp Thành – Giai đoạn 1 (495 ha) đã được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào tháng 12/2024. Chúng tôi dự phóng TRC sẽ tiến hành bàn giao đất và ghi nhận thu nhập từ đền bù từ cuối năm 2025, với phương án đền bù thậm trọng 1 tỷ VND/ha, chia thành hai đợt thực hiện trong năm 2026–2027.
- (*) **Dur địa tăng trưởng mạnh hơn sẽ mở ra đối với TRC khi:** (i) Tiến độ đền bù được đẩy nhanh và đơn giá đền bù thực tế cao hơn giả định (Giả định bồi thường 0.5 tỷ /ha); (ii) Trong trung hạn (2026–2030), Tây Ninh sẽ phát triển Khu công nghiệp Thạnh Đức (2,765 ha) trên quỹ đất thuộc Nông trường Gò Dầu của TRC có thể mang lại khoản thu nhập bất thường lên trên 2,700 tỷ VND cho doanh nghiệp này.

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	523.5	562.7	744.1	899.3	909.3	1,037.5
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	75.4	67.6	221.3	250.2	370.7	332.8
EPS (VND/cổ phiếu)	2,514.2	2,253.0	7,376.2	8,339.1	12,358.1	11,093.1
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	54,193.7	56,676.8	64,438.8	68,383.9	75,832.2	79,506.6
ROE (%)	4.8%	4.2%	12.5%	12.9%	17.7%	14.7%
ROA (%)	3.8%	3.4%	10.6%	11.1%	15.3%	12.8%
P/E (x)	18.8	36.3	9.0	8.19	5.53	6.16
P/B (x)	0.6	1.0	1.1	1.0	0.90	0.86
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	1,900.0	900.0	2,500.0	5,000.0	7,400.0	6,600.0

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	8,442
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	135
Free float (%)	35%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	703,980
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	68,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	40,850

Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	n/a	n/a	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	-25.8%	30.6%	71.6%
Tăng trưởng BVPS (%)	2.6%	11.0%	15.5%
Biên lợi nhuận gộp (%)	25.9%	22.7%	22.5%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	15.5%	12.3%	12.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	29.6%	38.2%	67.6%

Luận điểm đầu tư

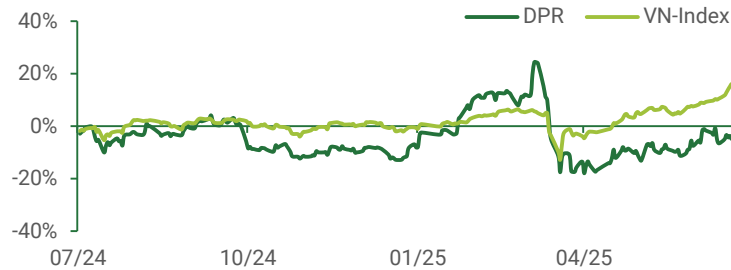
1. Lợi nhuận từ Công ty liên kết với án dự án Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 và thu nhập hàng năm từ VSIP III đóng góp bình quân 200 tỷ VND cho PHR FY2025 - 2027:

- **UpCom: NTC (PHR sở hữu 32.85%)** đã đưa vào hoạt động dự án khu công nghiệp NTC 2 mở rộng từ 4Q24, với 87ha đã được ký MOUs chúng tôi thận trọng ước tính mỗi năm NTC sẽ có thể bàn giao 25ha với giá thuê bình quân 120 USD/m2. Ngoài ra, dự án này được ghi nhận theo phương pháp hạch toán một lần sẽ giúp đẩy mạnh lợi nhuận của NTC từ 2025 với dự phóng lợi nhuận giai đoạn FY25-27 ghi nhận 456-508 tỷ VND (+56%/+6%/+6% YoY).
- **Ước tính PHR sẽ nhận được 4 tỷ/ha với 10ha được bàn giao mỗi năm theo thỏa thuận PHR nhận được 20% lợi nhuận gộp từ VSIP III khi cho thuê đất khách hàng với giá trị tối thiểu 1.2 tỷ /ha.** Theo tìm hiểu, giai đoạn 1 (200ha) đã được ký kết các hợp đồng thuê với khách hàng và VSIP đã được cấp giấy chứng nhận đầu tư giai đoạn 2 (800 ha) từ tháng 01/2025, trong năm 2023-2024, VSIP chỉ mới ghi nhận 44.8ha thuộc dự án LEGO cho PHR với giá trị đền bù ước tính là 3.1 tỷ/ha .

2. Dự án Khu công nghiệp Bắc Tân Uyên 1 – Dự kiến khởi công từ tháng 09/2025 – dự phóng mang về tối thiểu 1,400 tỷ VND cho PHR với đơn giá đền bù ước tính 1.5 tỷ/ha và 0.3 tỷ/ha cho thanh lý vườn cây. Dự án này đã được phê duyệt quy hoạch 1/5,000 và chấp thuận chủ đầu tư từ tỉnh Bình Dương và đang được Thaco hoàn tất các thủ tục để khởi công vào tháng 09/2025. Chúng tôi cho rằng việc giải phóng mặt bằng sẽ bắt đầu trong năm nay và giải ngân đền bù từ năm 2026.

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,708.6	1,351.0	1,633.1	1,647.4	1,600.1	1,625.9
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	889.4	619.7	460.0	600.8	1,031.0	830.8
EPS (VND/cổ phiếu)	6,564.2	4,573.5	3,395.2	4,434.2	7,608.7	6,131.2
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	24,266.5	26,908.3	27,604.2	30,647.2	35,392.1	36,669.0
ROE (%)	28.3%	17.9%	12.5%	15.2%	23.0%	17.0%
ROA (%)	15.0%	10.6%	8.0%	10.2%	16.2%	12.2%
P/E (x)	7.93	12.34	14.93	12.47	7.27	9.02
P/B (x)	2.05	1.98	1.84	1.80	1.56	1.51
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	3,950	3,000	1,350	2,700.0	4,700.0	3,800.0

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	3,675
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	86.9
Free float (%)	45%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	963,134
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	52,500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	34,650

Chỉ số tài chính	2024A	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	n/a	n/a	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	25.5%	6.2%	-21.8%
Tăng trưởng BVPS (%)	5.5%	3.9%	1.9%
Biên lợi nhuận gộp (%)	31.8%	33.1%	29.0%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	18.8%	22.9%	18.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	26.5%	25.6%	22.1%

Luận điểm đầu tư

1. Mảng kinh doanh cốt lõi duy trì với GPM 25% đến từ ngành công nghiệp cao su phát triển tại Bình Phước từ FY25-FY27:

- Dự phóng tổng sản lượng cao su tiêu thụ của DPR duy trì ở 21,000 tấn (+5.8%/+1.0%/1.0% YoY) nhờ vào nhu cầu cao su thiên tại Bình Phước bắt đầu tăng cao từ năm 2025 với hoạt động của nhà máy lốp xe Hao Hua giai đoạn 1 (14.4 triệu lốp xe), dự kiến tiêu thụ 97 nghìn tấn cao su tại đây (25% sản lượng cao su hàng năm tại Bình Phước). Năm 2026, giai đoạn 2 (10 triệu lốp) đi vào hoạt động sẽ tăng nhu cầu tiêu thụ thêm ~60 nghìn tấn mỗi năm tại đây
- Dự phóng giá bán cao su bình quân ở mức 45-46 triệu VND (-2.0% YoY/-4.3% YoY/+1.1% YoY) giai đoạn FY25-FY27 nhờ vào (i) nhu cầu nội tiêu tăng với khả năng cung cấp các sản phẩm mủ khối chất lượng đảm bảo; (ii) cung cấp các sản phẩm cho thị trường EU với toàn bộ diện tích tại Bình Phước của DPR được cấp chứng nhận FSC/PEFC.

2. Cổ tức tiền mặt ổn định với dự phóng tỷ suất cổ tức giai đoạn FY24 – FY27 là 5.35%/năm: Chúng tôi dự phóng DPR có thể chi trả cổ tức 1,500 VND/cổ phiếu giai đoạn FY25 – FY27 với cơ sở sau: (i) Lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn trong 10 năm qua; (ii) Triển vọng kinh doanh khả quan và sức khỏe tài chính tốt: Tại cuối quý 1/2025, DPR không còn dư nợ vay và đang sở hữu gần 1,825 tỷ VND tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (chiếm 41% tổng tài sản DPR).

*** Rủi ro tăng giá:** Tỉnh Bình Phước đang đẩy nhanh tiến độ thực hiện các dự án cao tốc. đường liên tỉnh đến Bình Dương và vùng Tây Nguyên đi qua rừng cao su của DPR, vì thiếu thông tin chúng tôi chưa đánh giá dữ liệu này trong mô hình dự phóng.

Dự phóng KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,210.7	1,041.1	1,224.5	1,330.3	1,244.4	1,269.5
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	252.3	208.8	262.0	278.1	217.5	219.6
EPS (VND/cổ phiếu)	5,867.3	2,403.6	3,015.4	3,201.3	2,503.7	2,527.0
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	51,016.0	53,218.2	27,103.8	29,719.2	30,277.1	31,276.7
ROE (%)	21.6%	11.3%	9.0%	11.0%	8.3%	8.2%
ROA (%)	12.1%	7.2%	6.0%	7.5%	5.8%	5.7%
P/E (x)	6.1	6.3	19.6	12.06	15.42	15.27
P/B (x)	1.0	0.6	1.4	1.30	1.27	1.23
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	3,500.0	3,000.0	1,500.0	1,900.0	1,500.0	1,500.0

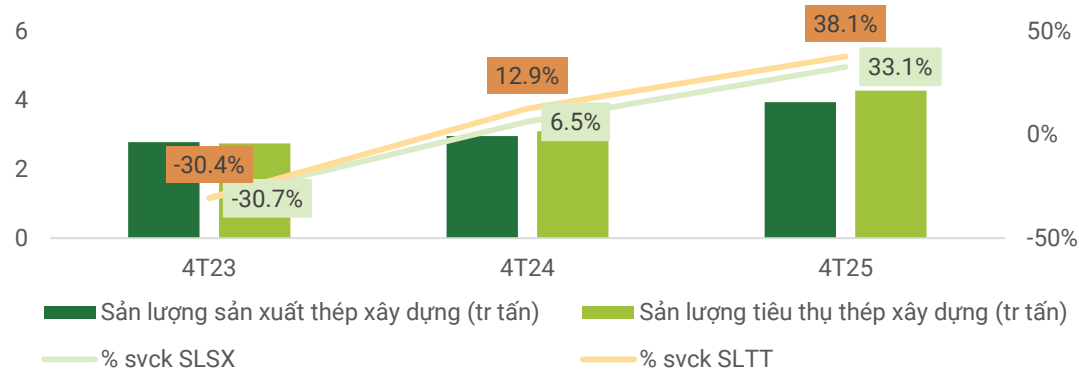
THÉP

NỘI ĐỊA – THỊ TRƯỜNG THEN CHỐT

- Tổng quan ngành thép
- Triển vọng ngành thép 2H25
- Định giá và khuyến nghị

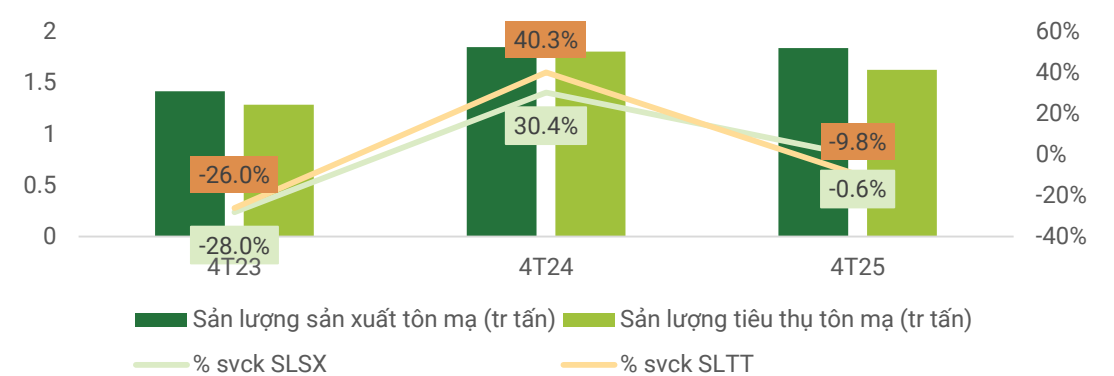


Sản lượng và tiêu thụ thép xây dựng trong 4T25 đã tăng lần lượt 33.1% và 38.1% svck



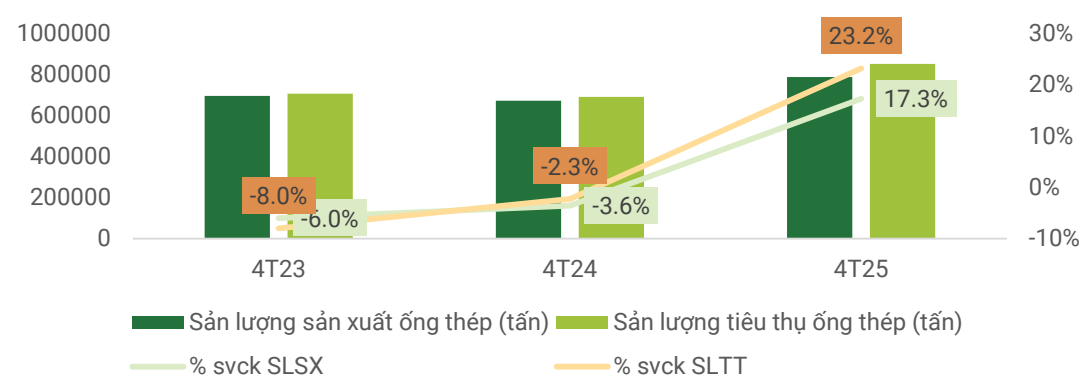
Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Sản lượng và tiêu thụ thép mạ trong 4T25 giảm lần lượt 0.6% và 9.8% svck



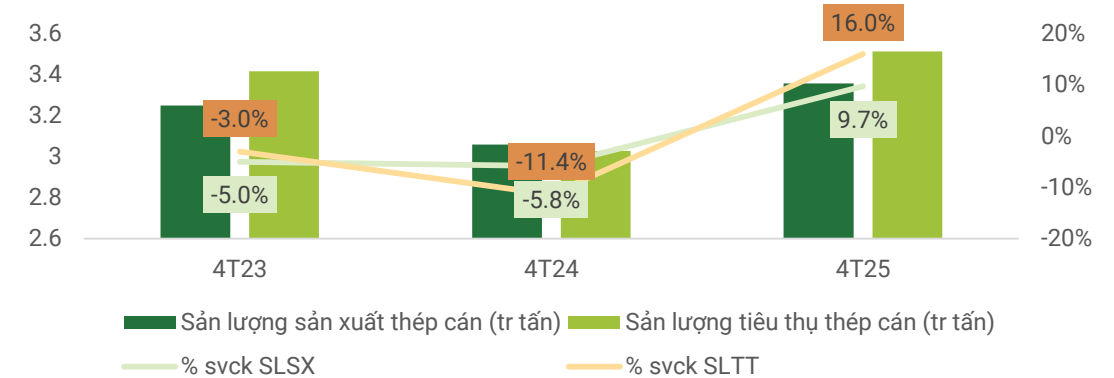
Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Sản lượng và tiêu thụ ống thép trong 4T25 tăng lần lượt 17.3% và 23.2% svck



Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

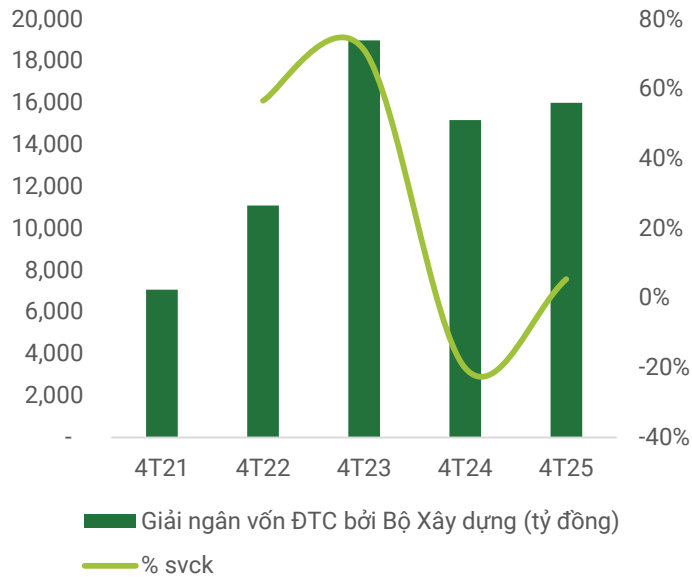
Sản lượng và tiêu thụ thép cuộn trong 4T25 tăng lần lượt 17.3% và 23.2% svck



Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

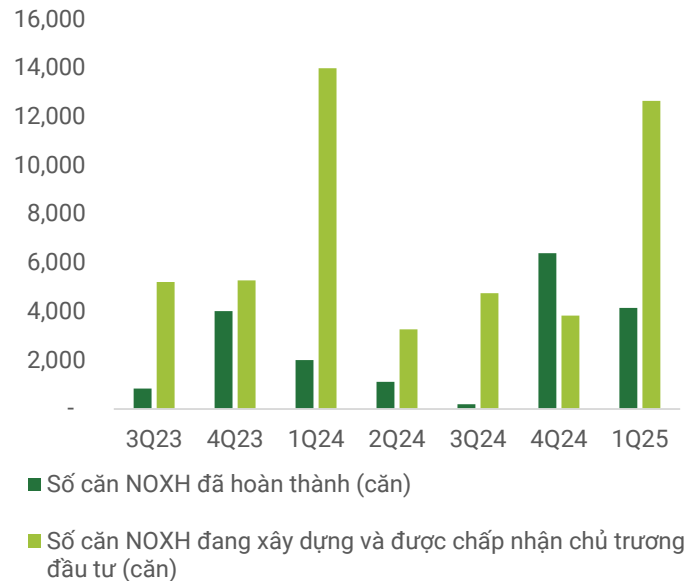
...được hỗ trợ bởi tiến độ giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh và sự phát triển của bất động sản nhà ở

Lũy kế 4T25, vốn đầu tư công ước giải ngân đạt 199 nghìn tỷ đồng, tương đương 22% kế hoạch cả năm.



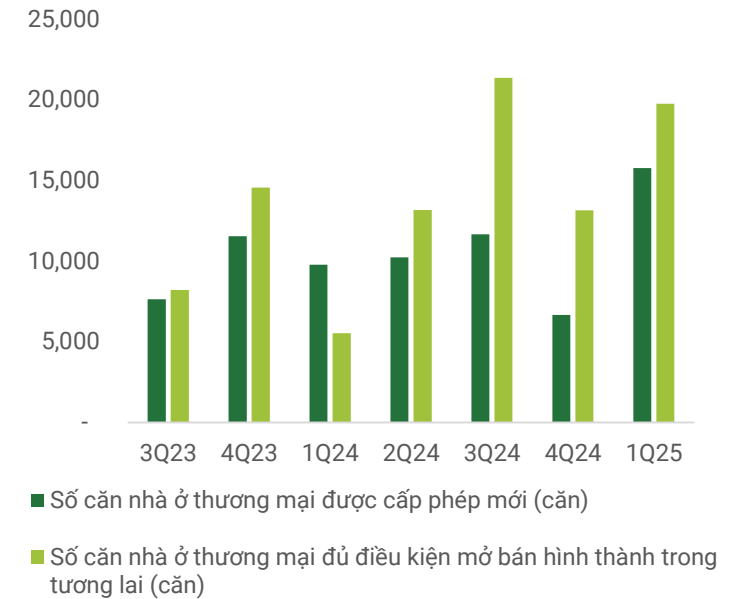
Nguồn: TCTK

Tính đến Q1/25, cả nước đã hoàn thành 11 dự án nhà ở xã hội (4.155 căn), hoàn thành 4.14% chỉ tiêu do Thủ tướng Chính phủ đề ra



Nguồn: Bộ Xây dựng

The number of newly licensed commercial housing units and the number of units eligible for sales increased in 1Q25



Nguồn: Bộ Xây dựng

- Tiêu thụ thép trong nước ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, bao gồm thép xây dựng, ống thép và thép cuộn.
- Nhu cầu thép được thúc đẩy bởi giải ngân đầu tư công và nhu cầu xây dựng nhà ở dân cư.
- Giải ngân đầu tư công trong 4T25 ước đạt 199 nghìn tỷ đồng, tương đương 22% kế hoạch cả năm.
- Số lượng dự án nhà ở thương mại được cấp phép mới và số lượng căn hộ đủ điều kiện mở bán trong Q1/25 đều tăng.
- Trong Q1/25, cả nước đã hoàn thành 11 dự án nhà ở xã hội với 4,155 căn hộ, đạt khoảng 4.14% mục tiêu của Thủ tướng Chính phủ.
- Giấy phép xây dựng đã được cấp cho 12.650 căn hộ nhà ở xã hội.

STT	Mã cổ phiếu	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Biên LN gộp (%)									Biên LNST (%)								
				Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
1	HPG	HSX	172,699	6.3%	10.8%	12.6%	13.0%	13.5%	13.3%	13.9%	12.7%	14.4%	1.5%	4.9%	7.0%	8.6%	9.3%	8.4%	8.9%	8.1%	8.9%
2	HSG	HSX	10,308	13.4%	10.3%	13.3%	10.5%	12.1%	12.3%	8.5%	11.8%	12.7%	3.7%	0.2%	5.4%	1.1%	3.5%	2.5%	N/A	1.6%	2.4%
3	NKG	HSX	5,863	3.1%	9.0%	4.8%	6.1%	10.7%	9.0%	8.7%	6.7%	6.4%	N/A	2.3%	0.6%	0.5%	2.8%	3.9%	1.2%	0.4%	1.6%
4	GDA	UpCoM	2,227	0.0%	6.6%	5.2%	6.7%	8.5%	9.1%	7.2%	4.7%	7.1%	0.0%	2.6%	1.5%	0.4%	2.3%	2.9%	1.0%	0.5%	1.6%
5	TVN	UpCoM	4,967	4.6%	1.3%	2.2%	4.1%	4.0%	3.1%	1.6%	4.4%	3.8%	0.8%	N/A	N/A	N/A	0.5%	1.9%	N/A	1.6%	1.8%

STT	Mã cổ phiếu	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu (% svck)									Tăng trưởng LNST (% svck)								
				Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
1	HPG	HSX	172,699	-39.7%	-21.2%	-16.5%	33.1%	16.0%	34.1%	19.2%	0.3%	21.9%	-95.2%	-63.8%	N/A	N/A	622.2%	127.3%	50.8%	-5.5%	16.5%
2	HSG	HSX	10,308	-44.9%	-29.0%	2.1%	14.6%	32.5%	25.4%	24.7%	12.7%	-8.6%	N/A	-94.7%	N/A	N/A	24.7%	1832.5%	N/A	60.2%	-35.6%
3	NKG	HSX	5,863	-38.8%	-23.6%	-3.7%	3.7%	20.9%	2.9%	21.7%	0.2%	-22.7%	N/A	-37.8%	N/A	N/A	N/A	75.2%	174.1%	-18.0%	-56.4%
4	GDA	UpCoM	2,227	-37.6%	-29.2%	-2.8%	6.6%	4.1%	25.0%	26.3%	-15.9%	-3.0%	-60.1%	-2.6%	N/A	N/A	16.9%	39.8%	-10.0%	8.3%	-34.3%
5	TVN	UpCoM	4,967	-31.8%	-29.4%	-7.5%	0.3%	-9.9%	50.0%	9.4%	21.1%	33.5%	-61.1%	N/A	N/A	N/A	-43.7%	N/A	N/A	N/A	162.2%

Kết quả kinh doanh của các công ty thép trong quý 1 bị ảnh hưởng bởi một số yếu tố chính:

- Nhu cầu suy yếu tại các thị trường xuất khẩu
- Giá thép toàn cầu giảm, ảnh hưởng đến cả doanh thu và lợi nhuận

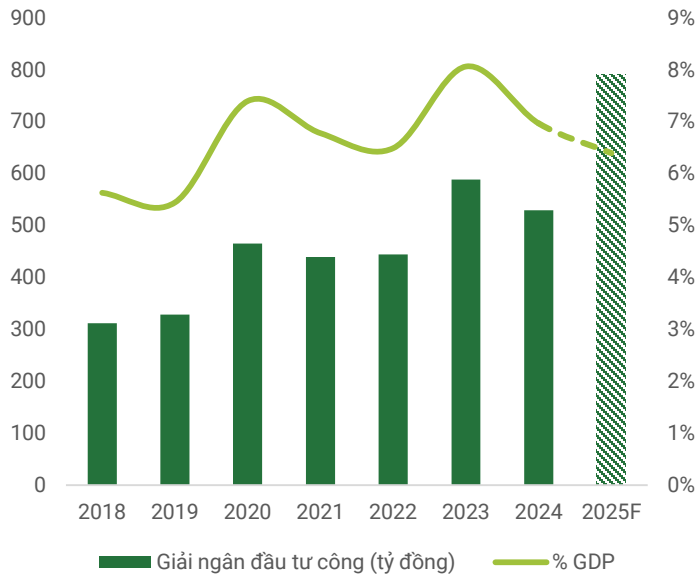
Các doanh nghiệp thép có tỷ trọng doanh thu xuất khẩu cao chịu tác động tiêu cực từ thuế chống bán phá giá (ADD)

HSG, NKG và GDA đã tạm ngừng xuất khẩu sang Mỹ từ tháng 9/2024 do ảnh hưởng của thuế chống bán phá giá. Hiện các công ty này vẫn tiếp tục xuất khẩu sang các thị trường khác như ASEAN và EU. Tuy nhiên, trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt từ thép Trung Quốc, các doanh nghiệp xuất khẩu thép Việt Nam đang gặp nhiều khó khăn hơn trong việc duy trì năng lực cạnh tranh tại các thị trường như ASEAN và EU so với trước đây.

Trong 4T25 sản lượng tiêu thụ thép mạ của: HSG giảm 14% svck, còn 444.560 tấn, NKG giảm 10%, svck còn 270.000 tấn, GDA giảm 4,3%, svck còn 273.388 tấn

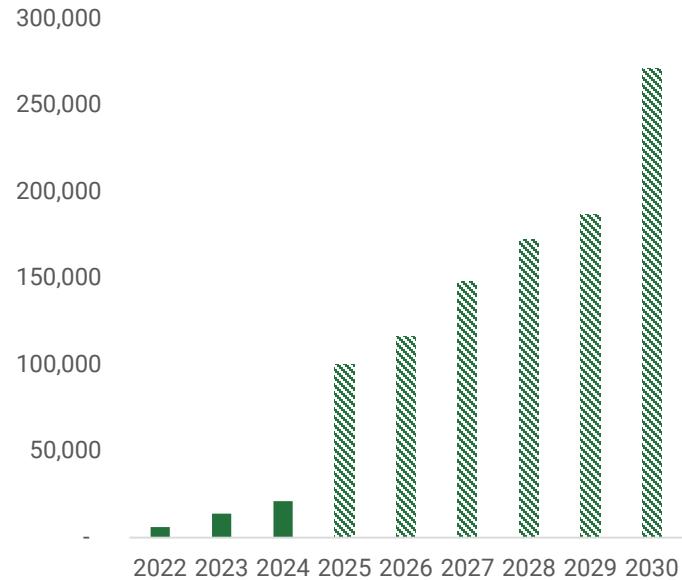
Trong khi đó, các công ty có tỷ trọng xuất khẩu thấp như HPG không bị ảnh hưởng đáng kể.

Quốc hội đã phê duyệt kế hoạch giải ngân đầu tư công kỷ lục 791 nghìn tỷ đồng, tương đương 6.4% GDP năm 2025



Nguồn: TCTK

Chính phủ Việt Nam đã đặt mục tiêu phát triển 1 triệu căn nhà ở xã hội vào năm 2030



Nguồn: Bộ Xây dựng

Các dự án quốc gia dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026

Các dự án	TMĐT (tỷ đồng)	Bắt đầu xây dựng	Dự kiến hoàn thành
Sân bay Quốc tế Long Thành GD1	109,112	2022	2025
Đường vành đai 3 (TP.HCM)	75,378	2023	2026
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	85,813	2023	2025
Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, Biên Hòa - Vũng Tàu, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	78,227	2023	2026

Nguồn: Bộ Xây dựng

- Quốc hội Việt Nam đã thông qua kế hoạch phân bổ đầu tư công kỷ lục trị giá 791 nghìn tỷ đồng**

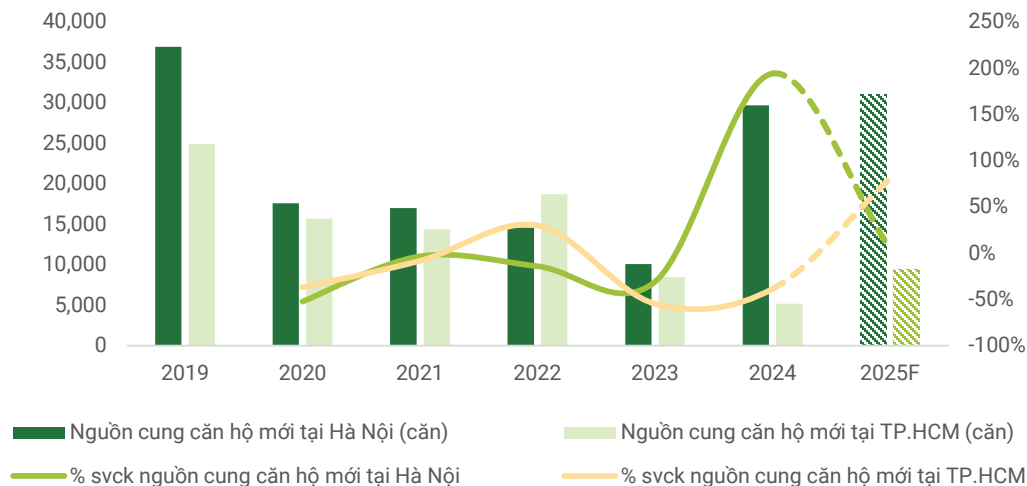
Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân 100% vốn đầu tư công trong năm 2025, với phần lớn được phân bổ cho các dự án xây dựng hạ tầng.

- Chính phủ đặt mục tiêu phát triển 1 triệu căn nhà ở xã hội vào năm 2030**

Theo Quyết định số 444/QĐ-TTg ngày 27 tháng 2 năm 2025, Chính phủ giao các địa phương hoàn thành 999.445 căn nhà ở xã hội trong giai đoạn 2025–2030. Trong đó, Hà Nội cần hoàn thành gần 45.000 căn, TP. Hồ Chí Minh gần 67.000 căn, và Bình Dương 84.855 căn. Tính đến nay, đã có 103 dự án hoàn thành, cung cấp 66.755 căn; 140 dự án đã khởi công xây dựng (124.352 căn) và 414 dự án (406.045 căn) đã được phê duyệt đầu tư.

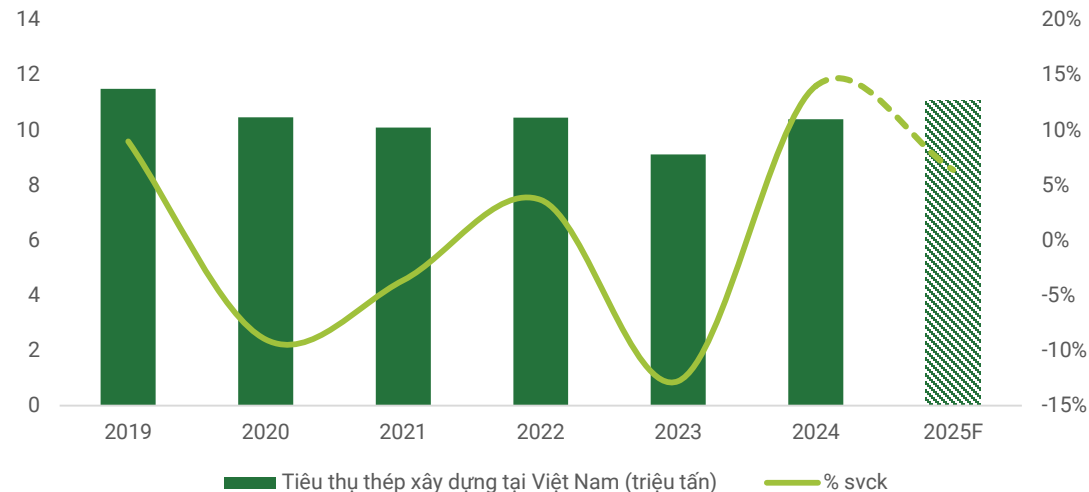
Trong năm 2025, Chính phủ giao chỉ tiêu cụ thể hàng năm cho từng địa phương, bao gồm: Bắc Ninh: 10.686 căn, Hải Phòng: 10.158 căn, Bình Dương: 8.247 căn, Hà Nội: 4.670 căn, và TP. Hồ Chí Minh: 2.874 căn. Trong quý 1 năm 2025, cả nước đã hoàn thành 11 dự án nhà ở xã hội với 4.155 căn, đạt 4,14% so với mục tiêu năm do Thủ tướng giao. Giấy phép xây dựng đã được cấp cho 12.650 căn

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội sẽ cải thiện nhẹ và tại TP.HCM sẽ cải thiện đáng kể vào năm 2025



Nguồn: CBRE

VSA dự phóng tiêu thụ thép tại Việt Nam tăng 6.4% svck, đạt 21.6 triệu tấn trong năm 2025



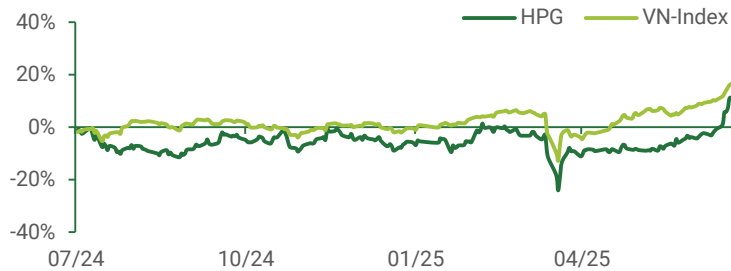
Nguồn: VSA, PHS

- Nguồn cung bất động sản dự kiến sẽ tăng tại Hà Nội và TP.HCM, điều này cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép.

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội sẽ cải thiện nhẹ và tại TP.HCM sẽ cải thiện đáng kể vào năm 2025 nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi hơn khi các rào cản pháp lý được giải quyết.

- Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) dự báo tiêu thụ thép tại Việt Nam sẽ phục hồi tăng 6.4% svck, đạt 21.6 triệu tấn vào năm 2025.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	201,097
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	7,675
Free float (triệu cp)	56%
Giao dịch bình quân 3 tháng (cổ phiếu)	32,701,757
Giá đóng cửa cao nhất trong 52 tuần (đồng/cp)	26,200
Giá đóng cửa thấp nhất trong 52 tuần (đồng/cp)	17,749

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
LN ròng (tỷ đồng)	12,020	15,486	20,558
Tăng trưởng EPS (%)	85.1%	7.4%	32.0%
Tăng trưởng BVPS (%)	11.3%	-7.8%	9.4%
Biên LN gộp (%)	13.3%	14.7%	16.5%
Biên EBIT (%)	11.5%	12.0%	13.9%
Biên LN ròng (%)	8.7%	8.9%	10.3%

Luận điểm đầu tư

▪ Tiêu thụ thép được thúc đẩy bởi nhu cầu xây dựng nội địa

Trong năm 2025, nhu cầu thép tại Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng, được thúc đẩy bởi đầu tư công mạnh mẽ vào các dự án hạ tầng như cao tốc, sân bay. Ngoài ra, nhu cầu xây dựng nhà ở (NOXH, NOTM) cải thiện khi các rào cản pháp lý được tháo gỡ và môi trường kinh doanh cải thiện, kỳ vọng cũng thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép trong nước.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Hòa Phát tăng 8% svck, đạt 4.7 triệu tấn trong năm 2025, tương đương 81% tổng công suất. Sản lượng tiêu thụ HRC dự kiến sẽ tăng mạnh 50% svck, đạt hơn 4.4 triệu tấn, tương đương 84% tổng công suất sau khi Dung Quất 2 Phân kỳ 1 đi vào hoạt động vào Q1/25.

▪ Biên lợi nhuận cải thiện nhờ kỳ vọng giá bán nội địa tạo đáy và chi phí đầu vào giảm

Giá thép kỳ vọng sẽ tăng khoảng 4% svck trong năm 2025 nhờ nhu cầu nội địa mạnh mẽ, tuy nhiên vẫn chịu áp lực từ giá thép thế giới. Chi phí nguyên vật liệu đầu vào đang ở mức thấp (quặng sắt, than cốc và thép phế liệu) sẽ hỗ trợ thêm cho biên lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng sẽ biên lợi nhuận của Hòa Phát sẽ cải thiện 1.4 điểm % lên 14.7% trong 2025.

▪ Nắm bắt cơ hội từ dự án đường sắt Bắc - Nam

Chủ tịch Trần Đình Long khẳng định Hòa Phát sẽ cung cấp đủ 10 triệu tấn thép cho các dự án đường sắt trọng điểm, đặc biệt cao tốc Bắc – Nam, với chất lượng cao và giá cạnh tranh. Nếu trở thành nhà cung cấp chính, HPG sẽ có bước ngoặt lớn, nâng tầm năng lực phục vụ hạ tầng quốc gia và khu vực.

Dự phóng	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	141,409	118,953	138,855	175,394	199,548
LNST (tỷ đồng)	8,444	6,800	12,020	15,487	20,439
EPS (đồng/cp)	1,452	1,117	2,067	2,232	2,946
BVPS (đồng/cp)	16,511	17,674	19,666	18,135	19,848
ROE (%)	8.8%	6.7%	10.5%	12.3%	14.8%
ROA (%)	5.0%	3.6%	5.4%	6.4%	8.1%
P/E (x)	19.19x	22.59x	14.15x	12x	12x
P/B (x)	1.7x	1.5x	1.5x	1.6x	1.6x
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0	2%

HPG: Tăng trưởng doanh thu đến từ tăng nhu cầu thép trong nước

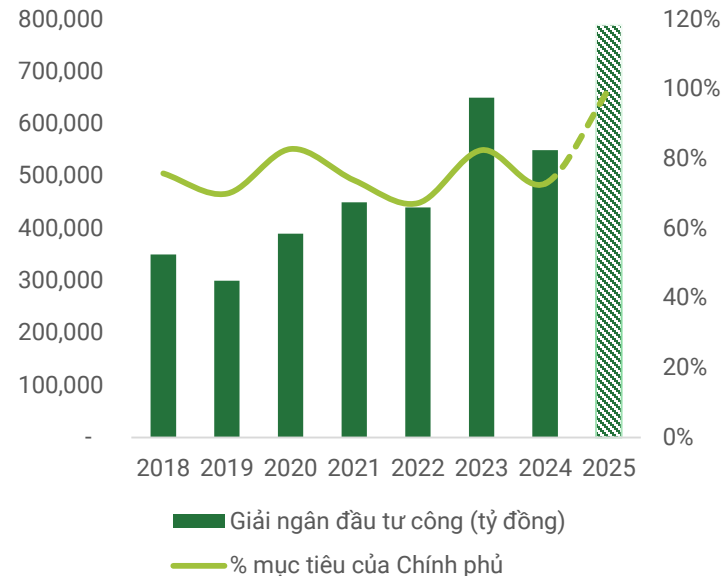
Nhu cầu xây dựng nội địa thúc đẩy nhu cầu thép

Quốc hội đã lên kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công kỷ lục lên tới 791 nghìn tỷ đồng



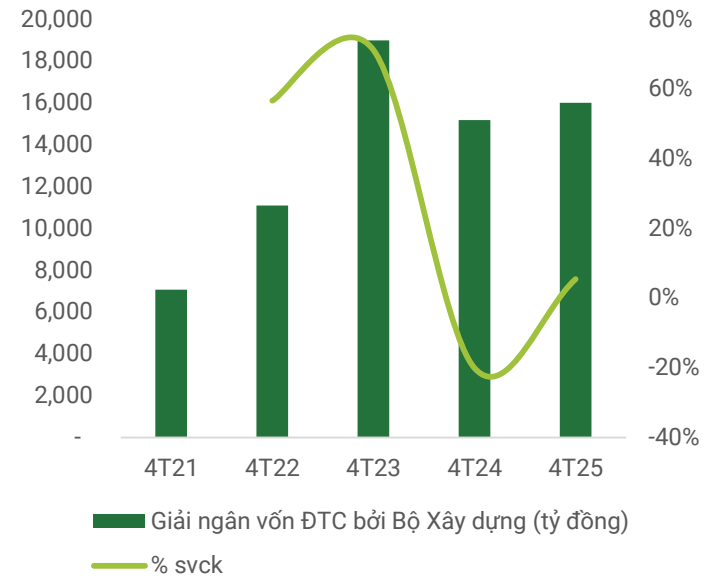
Nguồn: GSO

Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân 100% vốn đầu tư công trong năm 2025



Nguồn: Gov.

Lũy kế 4T25, vốn đầu tư công ước giải ngân đạt 199 nghìn tỷ đồng, tương đương 22% kế hoạch cả năm.



Nguồn: GSO

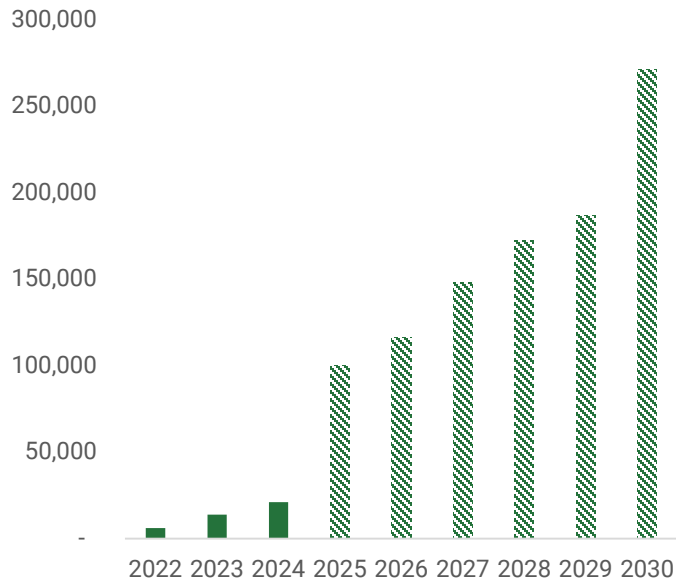
▪ Giải ngân đầu tư công thúc đẩy tiêu thụ thép trong nước

- Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân 100% vốn đầu tư công trong năm 2025. Lũy kế 4T25, vốn đầu tư công ước giải ngân đạt 199 nghìn tỷ đồng, tương đương 22% kế hoạch năm. Trong đó, Bộ Xây dựng ước giải ngân 16,014 tỷ đồng, tăng 5.5% svck.
- Các dự án đầu tư công trọng điểm như cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2, sân bay quốc tế Long Thành, và các tuyến đường vành đai tại TP.HCM và Hà Nội đang được triển khai tích cực. Điều này tạo ra nhu cầu tiêu thụ thép mạnh mẽ trong năm 2025. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng thép thô tăng 9.1% svck, đạt 5,81 triệu tấn; thép thành phẩm tăng 6.0%, đạt 7.5 triệu tấn. Tổng sản lượng tiêu thụ thép trong Q1/25 tăng 12% svck, đạt 7.5 triệu tấn.
- Ngoài ra, Bộ Công Thương đã áp dụng biện pháp phòng vệ thương mại tạm thời đối với một số loại thép nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Ấn Độ, được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tiêu thụ thép trong nước.

HPG: Tăng trưởng doanh thu đến từ tăng nhu cầu thép trong nước

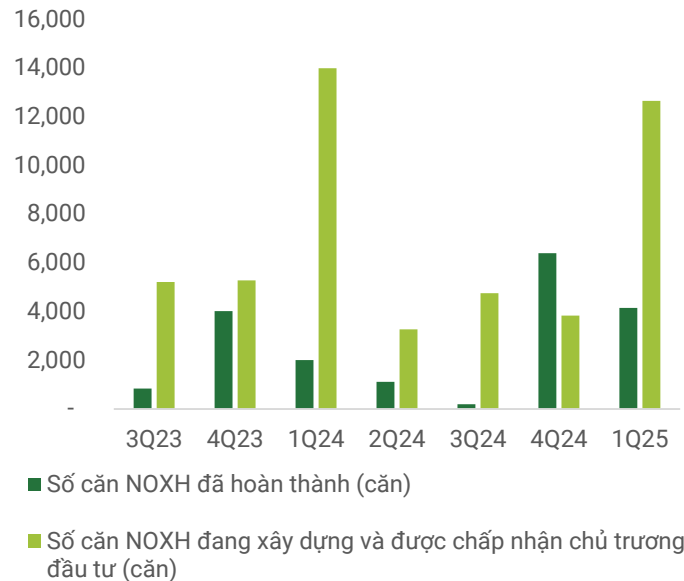
Nhu cầu xây dựng nội địa thúc đẩy nhu cầu thép

Chính phủ giao chỉ tiêu cho các địa phương hoàn thành 999.445 căn nhà ở xã hội trong giai đoạn 2025–2030



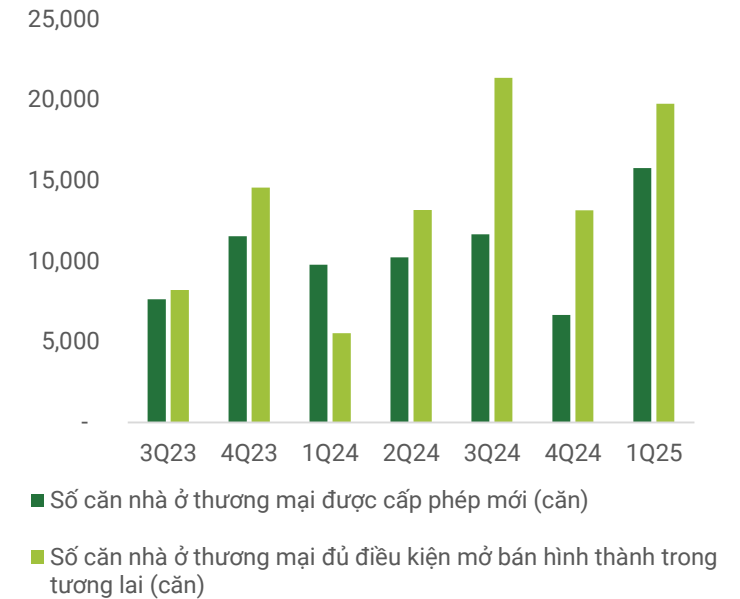
Nguồn: Quyết định số 444/QĐ-TTg ngày 27/02/2025

Tính đến Q1/25, cả nước đã hoàn thành 11 dự án nhà ở xã hội (4.155 căn), hoàn thành 4.14% chỉ tiêu do Thủ tướng Chính phủ đề ra



Nguồn: Bộ Xây dựng

The number of newly licensed commercial housing units and the number of units eligible for sales increased in 1Q25



Nguồn: Bộ Xây dựng

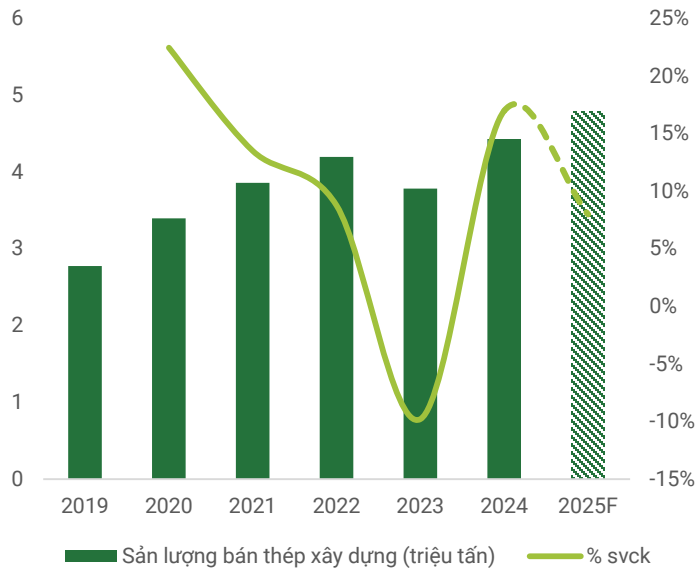
▪ Nhu cầu xây dựng nhà ở cũng thúc đẩy tiêu thụ thép nội địa

- Theo Quyết định số 444/QĐ-TTg ngày 27 tháng 2 năm 2025, Chính phủ giao chỉ tiêu cho các địa phương hoàn thành 999.445 căn nhà ở xã hội trong giai đoạn 2025–2030. Trong đó, Hà Nội hoàn thành gần 45.000 căn, TP.HCM gần 67.000 căn, và Bình Dương 84.855 căn. Tính đến nay, đã có 103 dự án được hoàn thành, cung cấp 66.755 căn (~6.7%); 140 dự án đang được triển khai xây dựng (124.352 căn) và 414 dự án (406.045 căn) đã được chấp thuận chủ trương đầu tư.
- Năm 2025, Chính phủ giao chỉ tiêu cụ thể cho từng địa phương, bao gồm: Bắc Ninh: 10.686 căn, Hải Phòng: 10.158 căn, Bình Dương: 8.247 căn, Hà Nội: 4.670 căn và TP.HCM: 2.874 căn. Tính đến Q1/25, cả nước đã hoàn thành 11 dự án nhà ở xã hội (4.155 căn), hoàn thành 4.14% chỉ tiêu do Thủ tướng Chính phủ đề ra. Số căn được cấp phép xây dựng là 12.650 căn.
- Chúng tôi cho rằng nhu cầu xây dựng trong nước năm 2025 là rất cao, bao gồm cả phân khúc nhà ở thương mại và nhà ở xã hội, qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép trong nước.

HPG: Tăng trưởng doanh thu đến từ tăng nhu cầu thép trong nước

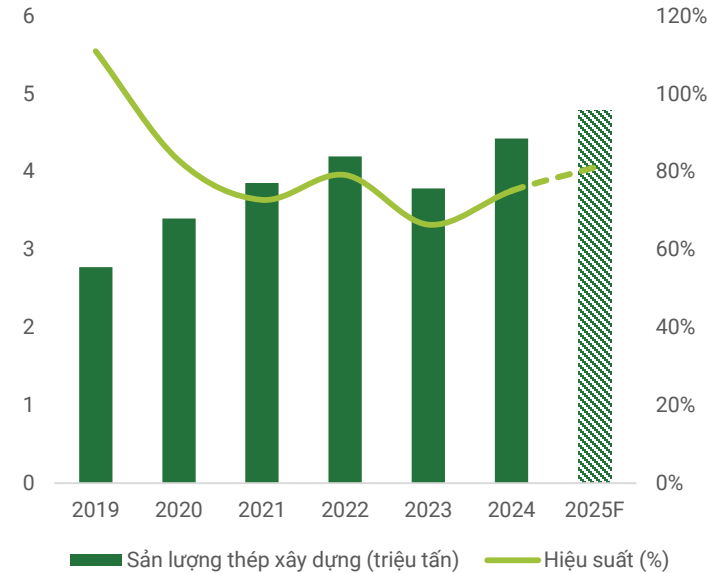
Nhu cầu xây dựng nội địa thúc đẩy nhu cầu thép

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG sẽ tăng 8% svck, đạt 4.7 triệu tấn trong năm 2025...



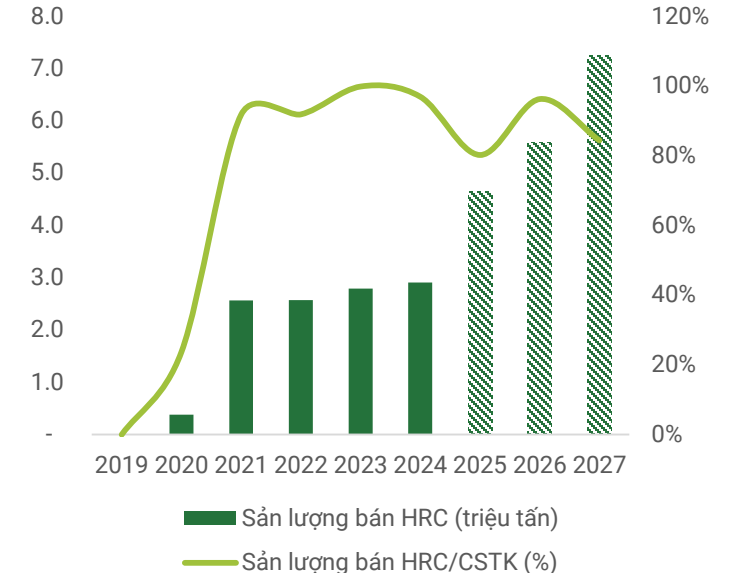
Nguồn: HPG, PHS

... tương đương 81% CSTK



Nguồn: HPG, PHS

Sản lượng tiêu thụ HRC dự kiến sẽ tăng mạnh 50% svck, đạt hơn 4.4 triệu tấn, tương đương 84% tổng CSTK



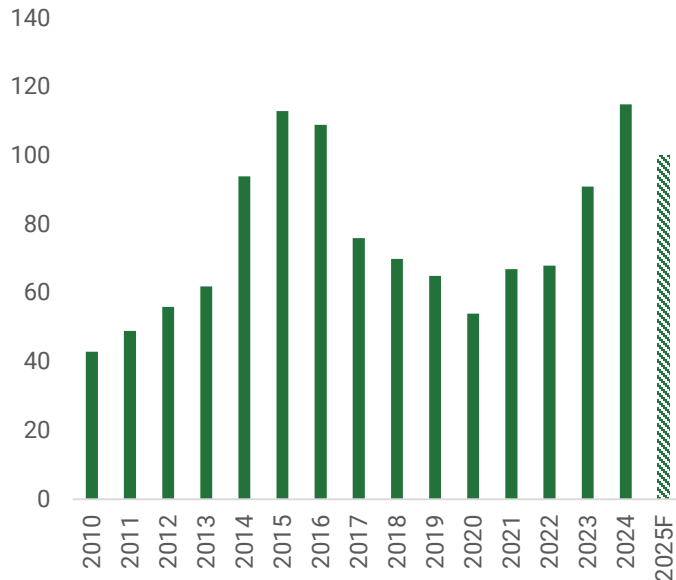
Nguồn: HPG, PHS

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Hòa Phát (HPG) sẽ tăng 8% svck, đạt 4.7 triệu tấn trong năm 2025, tương đương 81% tổng công suất.
- Sản lượng tiêu thụ HRC dự kiến sẽ tăng mạnh 50% svck, đạt hơn 4.4 triệu tấn, tương đương 84% tổng công suất sau khi Dung Quất 2 Phần kỳ 1 đi vào hoạt động. Tại ĐHĐCĐ năm 2025, Hòa Phát ước tính nhu cầu HRC tại Việt Nam vào khoảng 10 triệu tấn mỗi năm, với tốc độ tăng trưởng hàng năm chậm lại còn khoảng 3–5% do xu hướng phòng vệ thương mại toàn cầu. Tuy nhiên, thị phần lớn do Trung Quốc để lại, cùng với đầu tư công mạnh mẽ và sự phục hồi của thị trường bất động sản, sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu trong nước.
- **Cập nhật tiến độ dự án Dung Quất 2 – phù hợp với dự phóng của chúng tôi:** Giai đoạn 1 của dự án đã bắt đầu cho ra sản phẩm trong Q1/25, và giai đoạn 2 đã hoàn thành 50% khối lượng thị công và dự kiến sẽ hoàn thành trong Q4/25. Khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động hoàn toàn, tổng công suất thép thô của Hòa Phát sẽ nâng lên khoảng 15 triệu tấn/năm, trong đó riêng HRC có thể đạt 8,6 triệu tấn/năm,

HPG: Tăng trưởng doanh thu đến từ tăng nhu cầu thép trong nước

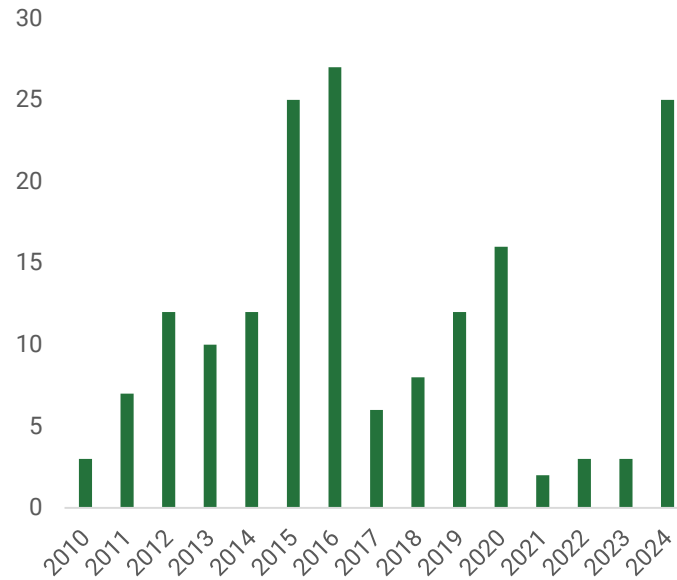
Biên LN cải thiện nhờ giá bán nội địa phục hồi và chi phí sản xuất thấp

Xuất khẩu thép của Trung Quốc có thể giảm trong năm 2025 do các rào cản thương mại gia tăng



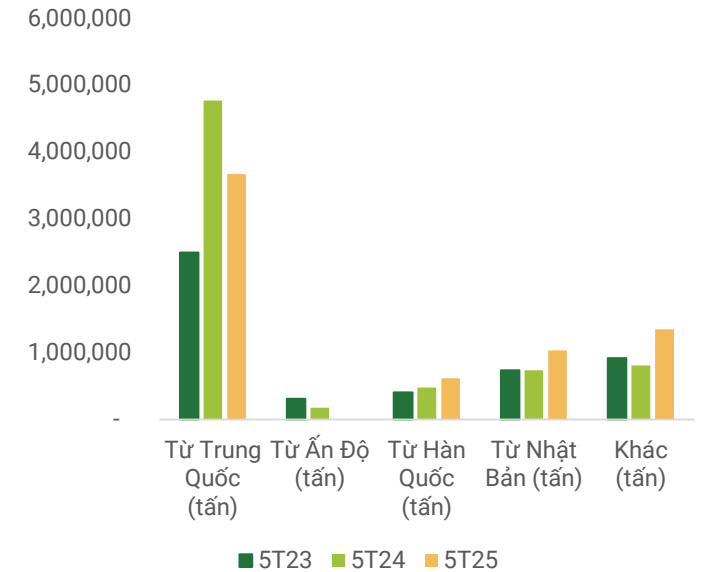
Nguồn: Bộ Thương mại và Tổng cục Hải quan Trung Quốc

Số vụ điều tra CBPG với thép nhập khẩu từ Trung Quốc đã lên tới 41 vụ kể từ đầu 2024 đến nay



Nguồn: Bộ Thương mại và Tổng cục Hải quan Trung Quốc

Nhập khẩu thép của Việt Nam đi ngang svck, mặc dù các biện pháp phòng vệ thương mại đã được áp dụng



Nguồn: GSO

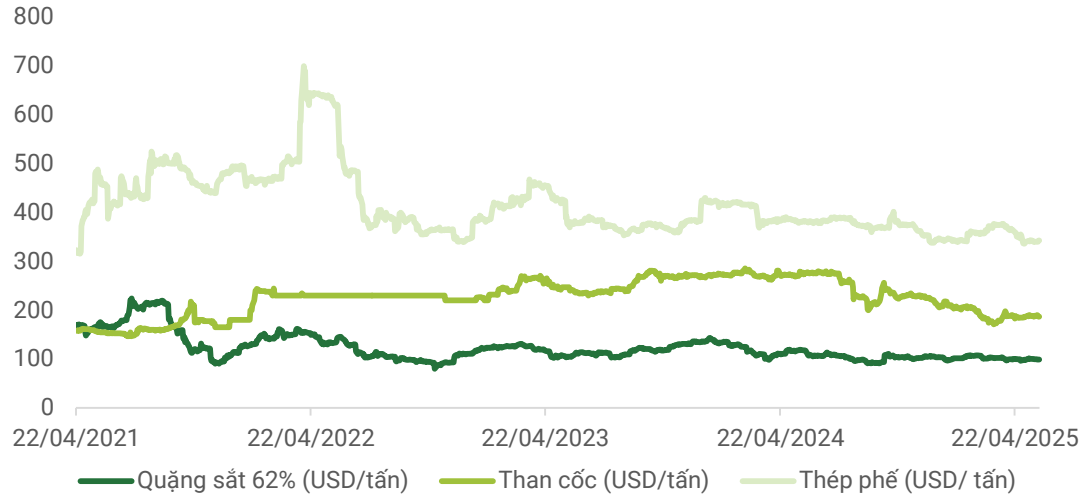
▪ Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu thép gây áp lực lên giá thép thế giới

- Xuất khẩu thép của Trung Quốc có thể giảm trong năm 2025 do các rào cản thương mại gia tăng, ngành thép của Trung Quốc phải đối mặt với 41 vụ kiện thương mại kể từ đầu 2024 đến nay, hầu hết là các vụ kiện CBPG do các quốc gia ở khu vực Châu Á - Thái Bình Dương và Mỹ Latinh khởi xướng. Tuy nhiên, theo số lượng từ Tổng cục Hải quan Trung Quốc sản lượng xuất khẩu thép 4T/25 tăng 9% svck đạt 38.9 triệu tấn. Giá thép xuất khẩu trung bình giảm 10.5% svck xuống 703 USD/tấn.
- Nhiều nhà xuất khẩu Trung Quốc đang cố gắng bán các loại thép cuộn khổ rộng (1.800–2.000mm), hiện chưa bị áp thuế chống bán phá giá tại Việt Nam và một số quốc gia bằng cách giảm giá mạnh để duy trì sức cạnh tranh hoặc thay đổi xuất xứ hàng hoá sử dụng các nước thứ ba để né thuế phòng vệ thương mại.
- Trước tình hình đó, Bộ Công Thương đang tăng cường kiểm tra và truy xuất nguồn gốc đối với các sản phẩm thép nhập khẩu. Ngày 28/4/2025, Bộ Công Thương đã ban hành quyết định bổ sung Công ty Win Faith Trading Ltd. vào danh sách các doanh nghiệp bị áp thuế chống bán phá giá 27,83%. Một phiên tham vấn công khai với các bên liên quan được lên lịch vào sáng ngày 4/6/2025 để xem xét chính sách thuế phù hợp. Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) đã kiến nghị siết chặt công tác kiểm tra nhằm ngăn chặn hành vi gian lận thuế liên quan đến thép cuộn cán nóng (HRC) từ Trung Quốc.

HPG: Tăng trưởng doanh thu đến từ tăng nhu cầu thép trong nước

Biên LN cải thiện nhờ giá bán nội địa phục hồi và chi phí sản xuất thấp

Giá nguyên vật liệu hiện đang ở mức thấp do kỳ vọng về sự suy giảm nhu cầu sản xuất thép toàn cầu

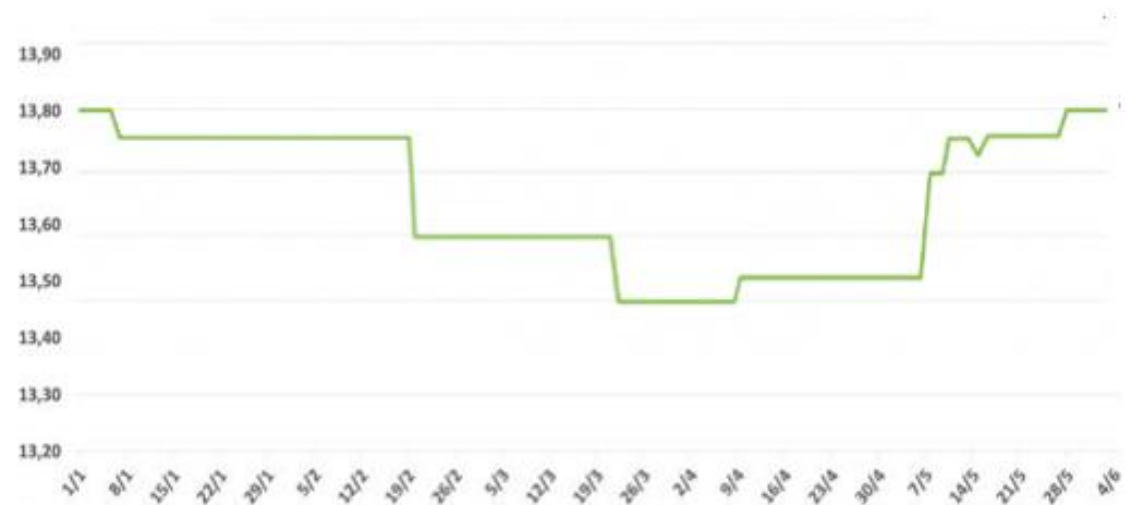


Nguồn: Bloomberg

Quốc gia bị điều tra	Mã vụ việc	Loại thép	Thuế CBPG	Ngày áp dụng	Thời hạn (ngày)
Ấn Độ, Trung Quốc	AD20	HRC	19.38%-27.83%	08/03/2025	120
China, Korea	AD19	Tôn mạ	15.67%-37.13%	16/04/2025	120
Malaysia, Thailand, China	AD17	Cáp thép dự ứng lực	9.79%-28%	29/01/2025	N/A
China, Korea	AD04	Tôn mạ màu	0%-34.27%	24/10/2024	5 năm

Nguồn: Bộ Công thương

Giá thép xây dựng của Hòa Phát đã có dấu hiệu tạo đáy, được hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa mạnh mẽ (triệu đồng/tấn)



Nguồn: VSA

Giá thép trong nước dự kiến sẽ tăng nhẹ 4% svck trong năm 2025 nhờ nhu cầu nội địa mạnh mẽ, tuy nhiên vẫn chịu áp lực từ thép xuất khẩu Trung Quốc.

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm (quặng sắt, than cốc và thép phế liệu) sẽ tiếp tục hỗ trợ biên lợi nhuận, trong bối cảnh sản lượng thép của Trung Quốc có xu hướng chững lại.

Giá bán cao hơn cùng với chi phí đầu vào thấp hơn được kỳ vọng sẽ cải thiện lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện thêm 1.4/1.8 điểm %, lên 14.7%/16.5% trong năm 2025/2026.

NGÀNH ĐIỆN

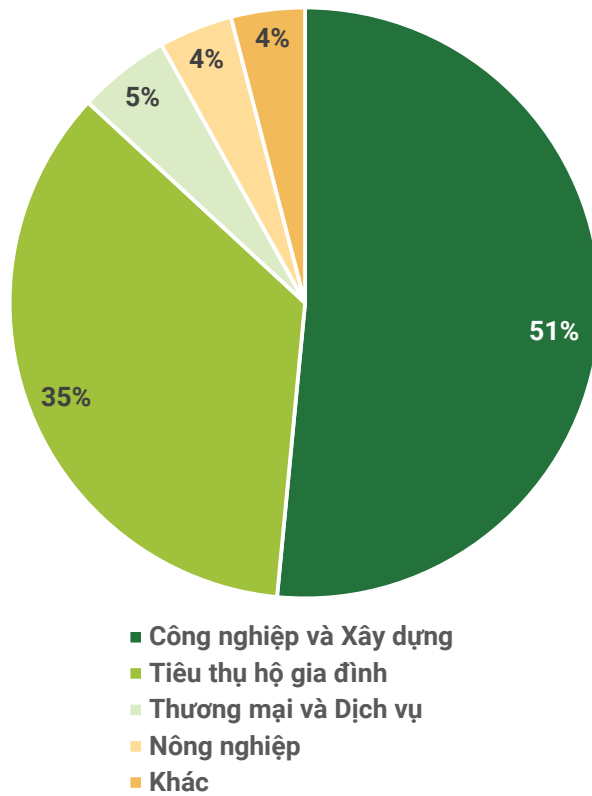
Thắp Sáng Tương Lai: Sự Chuyển Mình Của Ngành Năng Lượng



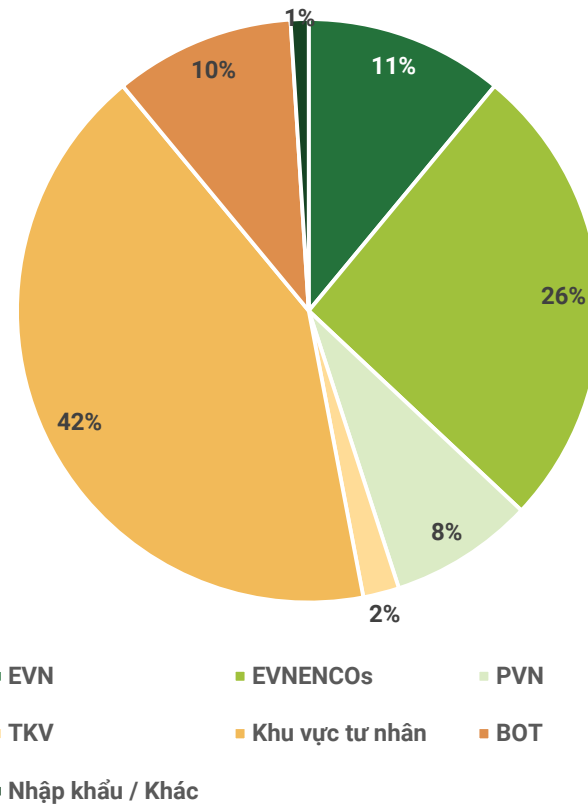
- ❑ Luật Điện lực 2024 và Kế hoạch Phát triển Điện lực VIII (“PDP8”) sửa đổi đã cơ bản định hướng lại ngành điện lực Việt Nam theo hướng năng lượng tái tạo, đặt ra các mục tiêu rõ ràng cho điện gió trên bờ, ngoài khơi và điện mặt trời. Các chính sách ưu đãi đầu tư – như miễn thuế – đã tạo ra một môi trường đặc biệt thuận lợi cho các dự án năng lượng sạch mới. Các biện pháp này được thiết kế để thu hút vốn tư nhân vào thị trường và đẩy nhanh quá trình phát triển dự án.
- ❑ Nghị định 58/2025 thiết lập khuôn khổ pháp lý cho việc phát triển điện gió ngoài khơi và cho phép Thỏa thuận Mua Bán Điện Trực Tiếp (DPPA), cho phép các nhà sản xuất điện tư nhân bán điện trực tiếp cho khách hàng. Việc ra mắt thị trường carbon của Việt Nam vào năm 2025 bổ sung thêm một nguồn doanh thu mới từ việc giảm phát thải, tiếp tục củng cố hiệu quả kinh tế của dự án. Cùng với đó, những biện pháp được thiết kế nhằm thu hút nguồn vốn tư nhân vào thị trường và đẩy nhanh tiến độ phát triển các dự án.
- ❑ Quan hệ Đối tác Chuyển dịch Năng lượng Công bằng (JETP) trị giá 15,5 tỷ USD – do Liên minh châu Âu và Hoa Kỳ dẫn dắt – đang huy động nguồn vốn quốc tế cho các dự án điện gió, điện mặt trời và hạ tầng lưới điện tại Việt Nam. Sự hỗ trợ nổi bật này góp phần giảm thiểu rủi ro đầu tư và cung cấp nguồn vốn thiết yếu cho quá trình chuyển đổi năng lượng của quốc gia. JETP thể hiện cam kết mạnh mẽ trong việc đồng hành cùng Việt Nam trên hành trình chuyển dịch sang năng lượng sạch.
- ❑ Do đó, Luật Điện lực 2024, điều chỉnh PDP8 và khung DPPA đánh dấu bước chuyển quyết liệt mang định hướng thị trường và đa dạng hơn. Bằng cách phá vỡ mô hình độc quyền truyền thống, DPPA mở đường cho các mô hình kinh doanh trực tiếp giữa nhà sản xuất – người tiêu dùng. Các doanh nghiệp nhanh chóng thích nghi—đầu tư vào năng lượng tái tạo và xây dựng năng lực thương mại—sẽ giành được lợi thế cạnh tranh, trong khi các nhà sản xuất điện truyền thống phải đối mặt với áp lực ngày càng tăng để khử carbon hoặc định vị lại trong thị trường đang phát triển.

Tăng cường tham gia của khu vực tư nhân và nhu cầu dẫn dắt bởi công nghiệp

Cơ cấu tiêu thụ điện năm 2024 (%)



Các thành phần kinh tế sản xuất điện năm 2024



□ Cơ cấu phát điện của Việt Nam năm 2024 cho thấy sự dịch chuyển đáng kể trong vai trò của các chủ thể kinh tế khác nhau. **Các đơn vị tư nhân hiện chiếm 42% tổng sản lượng điện; Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) và các Tổng công ty Phát điện nhà nước (EVNENCOS) chiếm 37%;** trong khi các đơn vị BOT (Xây dựng – Vận hành – Chuyển giao) đóng góp 10%. Tổng cộng, **các khu vực tư nhân và BOT chiếm 52% tổng sản lượng** – vượt qua mức thị phần 40,3% của EVN và các công ty con – phản ánh rõ xu hướng giảm dần thể độc quyền của nhà nước và gia tăng sự tham gia của khu vực tư nhân trong sản xuất điện.

□ Nhu cầu điện của Việt Nam năm 2024 chủ yếu phân bổ vào các ngành kinh tế trọng điểm. Ngành **Công nghiệp và Xây dựng chiếm tỷ trọng lớn nhất – 51% tổng tiêu thụ điện tiêu thụ.** Điều này phản ánh đặc điểm cấu trúc quan trọng của nền kinh tế Việt Nam, **khi quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa đang diễn ra nhanh chóng.**

Nguồn: EVN, PHS tổng hợp

[Quay lại mục lục](#)

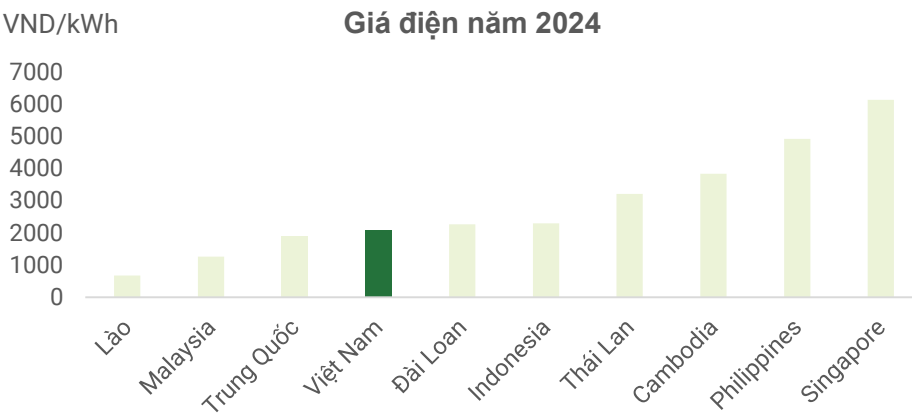
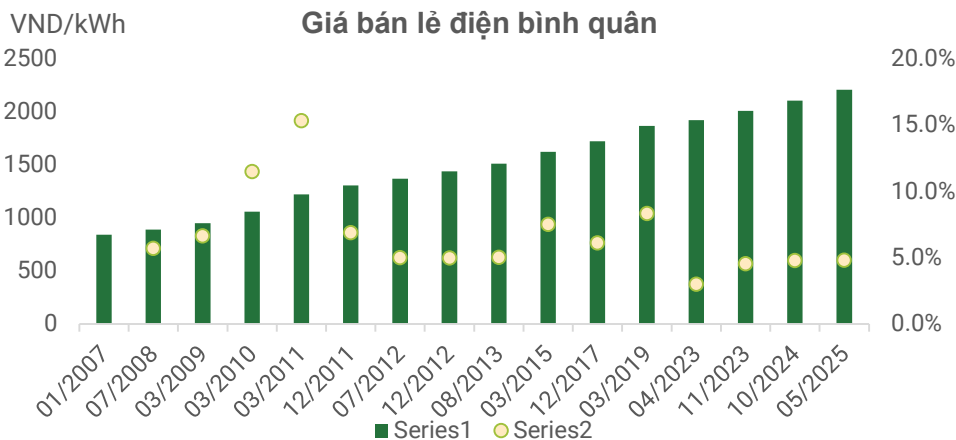
- ❑ Nhu cầu điện của Việt Nam dự kiến sẽ tăng khoảng 12,2% trong năm 2025 – **tương đương thêm 336 tỷ kWh** – chủ yếu do **mức tiêu dùng tăng trưởng đạt 10,5–13%**. Sự tăng trưởng đặc biệt mạnh mẽ này ngụ ý rằng cần phải mở rộng công suất nhanh chóng để tránh tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong tương lai gần.
- ❑ Tuy nhiên, nguồn cung chưa theo kịp nhu cầu kể từ năm 2021: **thủy điện – nguồn điện chi phí thấp - chỉ có thể đáp ứng khoảng 25% sản lượng** vào năm 2025, trong khi **75% còn lại phải đến từ than đá, khí, dầu và các nguồn tái tạo có chi phí cao hơn**. Tại khu vực miền **Bắc** – trung tâm công nghiệp của Việt Nam – đỉnh công suất đã **tăng 17% kể từ năm 2024**, và tình trạng cắt điện luân phiên đã bắt đầu xảy ra trong các đợt nắng nóng.
- ❑ Hệ thống lưới điện cũng bị quá tải, không thể xử lý ổn định sản lượng điện năng lượng tái tạo nếu không có khoảng **14 tỷ USD nâng cấp lưới điện vào năm 2030**. Các hệ thống lưu trữ năng lượng quy mô lớn được coi là cần thiết để làm mượt biến động và ổn định cơ cấu nguồn cung ngày càng đa dạng.
- ❑ Sự mất cân đối giữa nhu cầu tăng vọt (tăng trưởng 10,5–13%) và nguồn cung bị giới hạn – đặc biệt là phụ thuộc vào các nguồn nhiệt điện có chi phí sản xuất cao và lưới điện chưa sẵn sàng cho nguồn cung từ năng lượng tái tạo – **tạo ra thiếu hụt cơ cấu và các sự cố mất điện định kỳ**. Tình trạng thiếu hụt này sẽ tiếp tục thúc đẩy **việc tăng giá bán lẻ điện cũng như việc đầu tư vào công suất mới**, đặc biệt là năng lượng tái tạo và các kho lưu trữ. Các nhà máy phát điện có công suất tăng thêm hoặc có công nghệ lưu trữ tiên tiến sẽ có nhiều lợi thế để tối ưu tỷ lệ bán điện cao, trong bối cảnh rủi ro cắt giảm thu mua năng lượng tái tạo vẫn còn khi các nút thắt về lưới điện chưa được giải quyết triệt để.

Chỉ số	2025	2026-2030	2030
Mục tiêu tăng trưởng GDP	8%	2 chữ số (10%+)	-
Tăng trưởng nhu cầu điện hàng năm dự báo	10.5–16%/ năm	12-16% hàng năm	-
Sản lượng điện thương phẩm dự báo	337.5 tỷ kWh	-	478.1 tỷ kWh
Công suất quốc gia dự báo đạt đỉnh	54.510 MW	-	89.655 - 99.934 MW
Công suất bổ sung cần thiết (2025)	2.200 - 2.500 MW	-	-
Ước tính hụt điện (2023–2025)	27,7 tỷ kWh	-	-

Nguồn: EVN, Bộ Công Thương, PHS thu thập và tổng hợp.

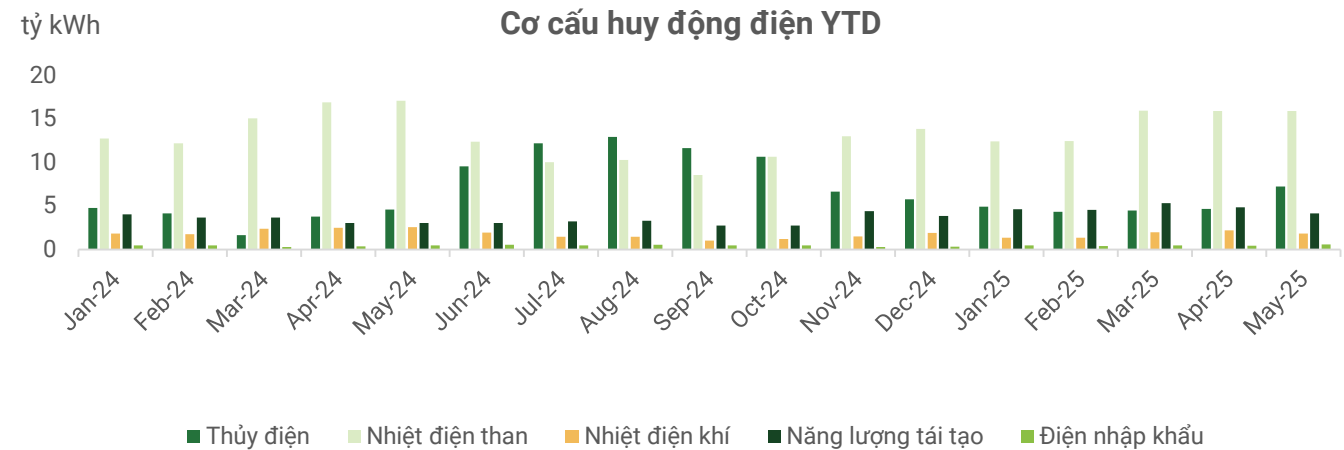
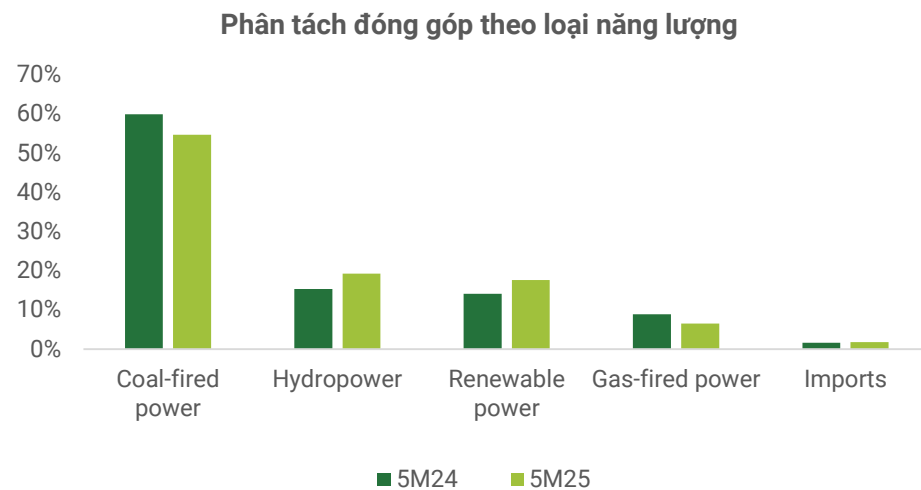
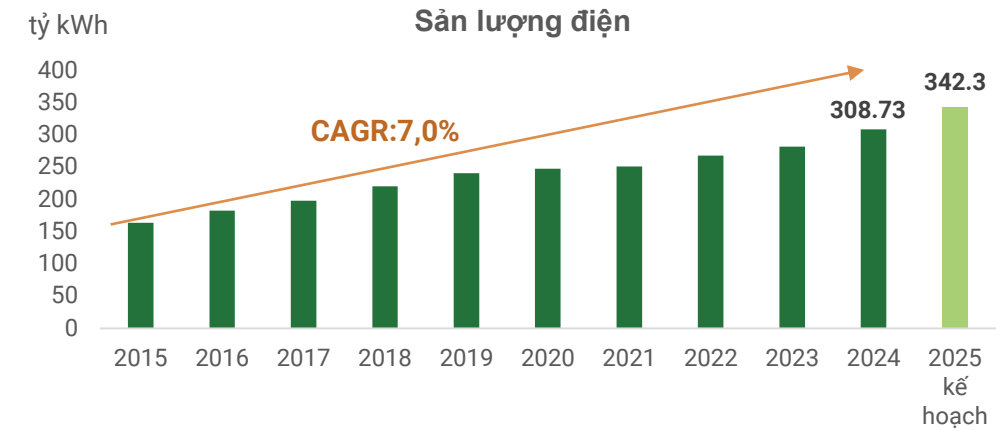
- Năm 2025, nhu cầu điện dự kiến tăng lên đến 12,2%, với tổng sản lượng phát điện ước đạt trên 347,5 tỷ kWh và công suất tối đa dự báo ở mức 54.510 MW. Bộ Công Thương đã phê duyệt kế hoạch chi tiết về cung cấp điện cho năm 2025 và các tháng cao điểm của mùa khô. Mục tiêu sản lượng điện thương phẩm được đặt ở 337,5 tỷ kWh vào năm 2025 và 478,1 tỷ kWh vào năm 2030, cho thấy một lộ trình tăng trưởng bền vững, dài hạn cho ngành.
- Các nhà phân tích ước tính cứ mỗi 1% tăng trưởng GDP thì tiêu thụ điện sẽ tăng khoảng 1,5%. Do đó, căn cứ vào mục tiêu tăng trưởng của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tiêu thụ điện trong năm 2025 được dự báo tăng 10,5–11,25%, tương đương cần bổ sung thêm 2.200–2.500 MW công suất. Đồng thời, mức thiếu hụt điện ước khoảng 27,7 tỷ kWh trong giai đoạn 2023–2025 càng nhấn mạnh nhu cầu cấp bách về đầu tư mở rộng công suất mới.

- ❑ Giá bán lẻ điện bình quân của Việt Nam đã có xu hướng tăng liên tục trong hai thập kỷ qua. Từ khoảng **860 đồng/kWh vào đầu năm 2007**, giá đã tăng dần lên khoảng **2.400 đồng/kWh tính đến tháng 5 năm 2025**. Những đợt điều chỉnh giá lớn diễn ra vào giai đoạn 2010–2011 và một lần nữa từ **2017 đến 2023**, phản ánh áp lực chi phí tăng cao và các thay đổi quy định.
- ❑ Mặc dù các chi phí đầu vào có lúc biến động, chính phủ đã từng bước điều chỉnh biểu giá để đảm bảo tính bền vững của ngành năng lượng. Xu hướng này cho thấy Việt Nam đang chuyển dịch sang cơ chế giá điện thị trường hơn, nhằm khuyến khích đầu tư và phát triển cơ sở hạ tầng điện lực.
- ❑ Tính đến năm 2024, **giá bán lẻ điện bình quân của Việt Nam** ở mức vừa phải so với các quốc gia trong khu vực. Với mức giá vào khoảng **2.000 đồng/kWh**, giá điện Việt Nam **thấp hơn so với Đài Loan, Thái Lan, Campuchia, Philippines và Singapore, nhưng cao hơn so với Lào, Malaysia và Trung Quốc**.
- ❑ Điều này phản ánh nỗ lực của Việt Nam trong việc cân bằng giữa **giá điện cho người tiêu dùng và tình hình tài chính cho nhà sản xuất**, đồng thời giữ được tính cạnh tranh để thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài.
- ❑ Mặc dù chi phí phát điện và cơ sở hạ tầng ngày càng tăng, giá điện tại Việt Nam vẫn **tương đối cạnh tranh**, đây là yếu tố then chốt hỗ trợ tăng trưởng công nghiệp và nền kinh tế xuất khẩu của đất nước.



Nguồn: EVN, PHS tổng hợp

- Giữa bối cảnh nhu cầu điện tăng trưởng với tốc độ kép hàng năm (CAGR) khoảng 7% kể từ năm 2015, sản lượng điện toàn quốc năm 2024 dự báo đạt khoảng 305,6 tỷ kWh, đánh dấu mức tăng đáng kể so với các năm trước. Tính đến **10 tháng đầu năm 2024**, sản lượng thực tế đã **đạt 258,6 tỷ kWh**, hoàn thành trên 84% mục tiêu cả năm.
- Về cơ cấu phát điện, thủy điện và nhiệt điện than tiếp tục là nguồn cung cấp chính, đặc biệt trong các giai đoạn thời tiết nóng và khô. Điện khí và các nguồn năng lượng tái tạo khác đóng vai trò bổ sung, trong khi nhập khẩu điện vẫn ở mức tối thiểu. Cơ cấu điều độ hiện tại phản ánh sự linh hoạt của hệ thống trong việc ứng phó với điều kiện thời tiết, biến động giá nhiên liệu và đặc điểm thủy văn trong suốt cả năm.



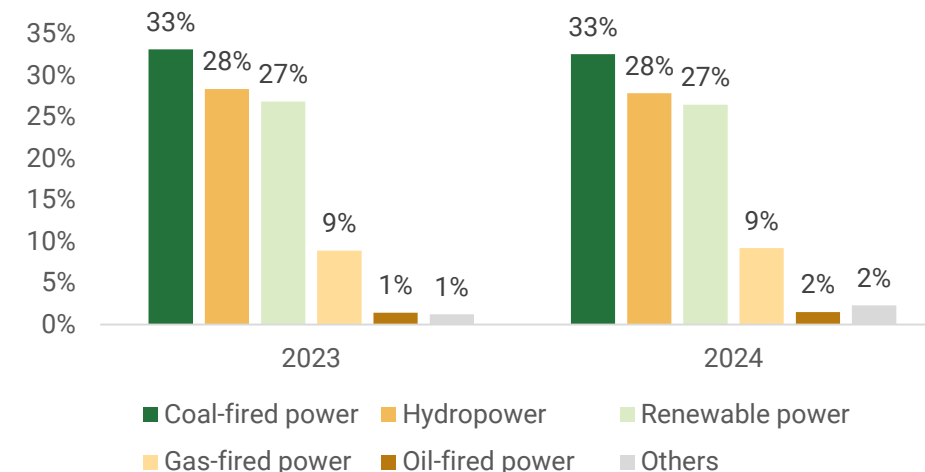
Nguồn : NSMO, EVN, PHS tổng hợp

- ❑ **Điện than** với tỷ trọng áp đảo và có phần **tăng nhẹ (34%)** trong cơ cấu năng lượng của Việt Nam, cho thấy vai trò quan trọng liên tục của nó trong việc đáp ứng nhu cầu điện của quốc gia. Mặc dù hiện tại ổn định, ngành điện than **đang đối mặt với những thách thức đáng kể về dài hạn** từ các nỗ lực khử carbon toàn cầu và cam kết của Việt Nam đối với năng lượng sạch theo Quy hoạch Phát triển Điện lực VIII (PDP8).
- ❑ **Thủy điện** duy trì một tỷ trọng **mạnh mẽ và ổn định 28%**, nhấn mạnh vai trò của nó như một nguồn năng lượng ổn định, có thể điều độ và sạch cho lưới điện Việt Nam. Sự tăng trưởng của ngành này phần lớn bị giới hạn do hầu hết các địa điểm thủy điện quy mô lớn khả thi đã được phát triển. Việc mở rộng trong tương lai chủ yếu đến từ các **dự án nhỏ hơn hoặc tối ưu hóa các cơ sở hiện có**, cho thấy sự tăng trưởng tăng dần hơn là bùng nổ đối với các doanh nghiệp niêm yết.

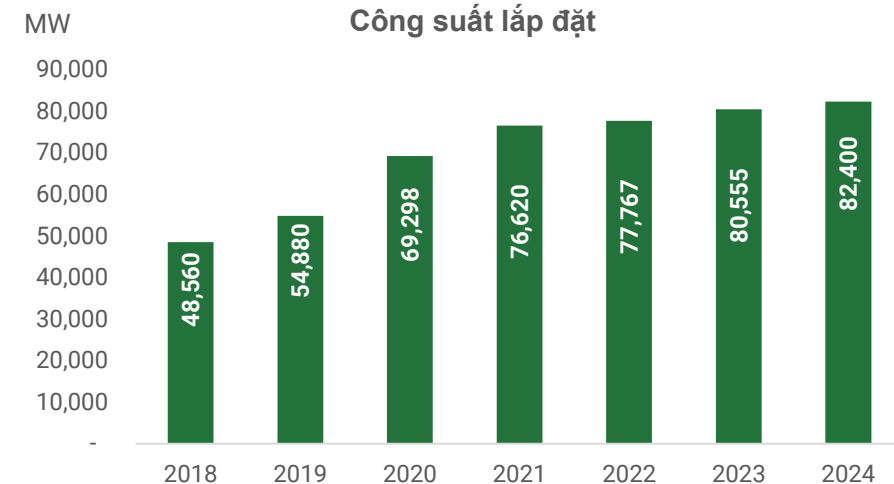
- ❑ Công suất lắp đặt điện toàn quốc của Việt Nam đã tăng trưởng ổn định trong bảy năm qua, từ **48.560 MW năm 2018** lên **82.400 MW năm 2024**. Điều này tương đương mức tăng gần **70%**, nhờ nỗ lực mở rộng cơ sở hạ tầng năng lượng để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng tăng.

- ❑ Đáng chú ý, mức tăng công suất lớn nhất hàng năm diễn ra trong giai đoạn **2019–2020 và 2020–2021**, thể hiện các giai đoạn mở rộng công suất trọng điểm. Mặc dù tốc độ tăng trưởng có phần chững lại trong những năm gần đây, xu hướng vẫn tiếp tục tăng, cho thấy **cam kết không ngừng** của Việt Nam trong việc mở rộng công suất phát điện.

Phân tách công suất lắp đặt



Công suất lắp đặt



Nguồn: EVN, PHS tổng hợp

Nguồn điện	Mục tiêu công suất 2030 (MW)	Mục tiêu công suất 2050 (MW)
Tổng công suất lắp đặt	183.291 - 236.363	850.000 - 880.000
Thủy điện	33.294 - 34.667	40.624
Thủy điện tích năng	2.400 - 6.000	20.691 - 21.327
Nhiệt điện than	31.055	-
Nhiệt điện khí / LNG	10.861 – 14.930 (khí nội địa) + 22.524 (LNG)	124.374 (khí, LNG và các nguồn linh hoạt)
Điện hạt nhân	4.000 - 6.400 (2030-2035)	8.000 (tối thiểu) / 9.800
Nguồn điện linh hoạt	2.000 - 3.000	21.333 - 38.641
Điện nhập khẩu	9.360 - 12.100	14.688
Tỷ trọng năng lượng tái tạo (không tính thủy điện)	28 - 36%	74 - 75%
Điện mặt trời (mái nhà & tập trung)	46.459 - 73.416	293.088 – 295.646 / 512.000 (kịch bản Net-Zero)
Điện gió (trên bờ & ven bờ)	26.066 - 38.029	96.645
Điện gió ngoài khơi (tiêu thụ nội địa)	6.000 - 17.032 (2030-2035)	113.503 - 139.097 / 138.639
Điện gió ngoài khơi (xuất khẩu năng lượng mới)	15.000 (2035)	240.000

Kế hoạch Phát triển Điện lực VIII (PDP8) sửa đổi vạch ra một sự gia tăng đáng kể về **công suất phát điện**, bổ sung thêm từ **27.747–80.819 MW so với PDP8 ban đầu**. Sự mở rộng đáng kể này nhấn mạnh quy mô của các dự án sắp tới.

Mục tiêu tổng công suất phát điện lắp đặt được đặt ra là **183.291–236.363 MW** vào năm 2030, với tầm nhìn dài hạn đạt **850.000–880.000 MW vào năm 2050**, phản ánh tiềm năng tăng trưởng to lớn trong dài hạn.

Kế hoạch này cũng nhằm mục tiêu mở rộng đáng kể lưới điện quốc gia, hướng tới tổng chiều dài đường dây truyền tải khoảng **60.000 km vào năm 2030**, đặc biệt chú trọng phát triển các đường dây truyền tải **220kV và 500kV**. Điều này là rất quan trọng để tích hợp các nguồn năng lượng mới và đảm bảo cung cấp điện ổn định.

PDP8 được coi là một **“bước đột phá”** trong ngành năng lượng, phản ánh cam kết mạnh mẽ của Việt Nam trong việc từng bước loại bỏ sản xuất điện từ than và khí đốt, đồng thời đẩy nhanh việc áp dụng năng lượng tái tạo để đạt được mục tiêu **phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050**.

Nguồn: PDP8, PHS thu thập và tổng hợp.

[Quay lại mục lục](#)

- ❑ **Luật Điện lực 2024 được điều chỉnh** và các nghị định kèm theo không chỉ là những cập nhật hành chính; chúng là các **công cụ chính sách chiến lược** được thiết kế rõ ràng để mở khóa và tạo điều kiện thuận lợi cho đầu tư của **khu vực tư nhân** bằng cách **cung cấp các quy định minh bạch, ổn định hơn**, giảm bớt sự độc quyền của EVN và tích cực thúc đẩy cạnh tranh. Điều này đánh dấu sự thay đổi cơ bản trong cách tiếp cận của Chính phủ đối với sự phát triển ngành, trực tiếp giải quyết những rào cản lâu nay đối với nguồn vốn tư nhân.
- ❑ Luật sửa đổi hướng tới “**giảm độc quyền và tăng cường cạnh tranh**” cũng như “**thiết lập một khuôn khổ cho phép sự tham gia mạnh mẽ hơn của khu vực tư nhân trong sản xuất, phân phối và kinh doanh điện**”. Điều này là bước ngoặt quan trọng so với mô hình truyền thống do Nhà nước chi phối, khiến ngành điện ngày càng hấp dẫn các nhà đầu tư tư nhân tìm kiếm tính minh bạch, cơ hội tiếp cận công bằng và sân chơi bình đẳng.
- ❑ **Nghị định 58/2025/NĐ-CP**, tập trung vào “**Năng lượng tái tạo 2.0**”, khẳng định cam kết mạnh mẽ trong phát triển năng lượng xanh do **khu vực tư nhân dẫn dắt**, đồng thời **vạch ra lộ trình đầu tư rõ ràng**.
- ❑ Hơn nữa, lộ trình chuyển đổi sang **thị trường bán buôn và bán lẻ điện cạnh tranh** sẽ **thay đổi căn bản** bức tranh ngành điện Việt Nam. Sự chuyển đổi này sẽ **thúc đẩy hiệu quả cao hơn, khuyến khích đổi mới trong phát điện và phân phối**, đồng thời mang đến các khả năng định giá linh hoạt hơn, qua đó tạo ra **cơ hội doanh thu mới cho những nhà sản xuất và nhà cung cấp dịch vụ năng lượng nhạy bén, hiệu quả**.
- ❑ Việc chuyển sang thị trường cạnh tranh có nghĩa là các công ty điện lực sẽ không còn vận hành hoàn toàn theo hợp đồng giá cố định hay thực hiện điều chỉnh bắt buộc của Nhà nước. Điều này tạo động lực mạnh mẽ để **tối ưu hóa chi phí vận hành, ứng dụng các công nghệ tiên tiến** (ví dụ quản lý lưới thông minh, lưu trữ năng lượng để giảm thiểu sự không ổn định của nguồn tái tạo) và đa dạng hóa dịch vụ. Những doanh nghiệp có khả năng thích ứng nhanh với **môi trường thị trường tự do hóa này**—như **POW, NT2 và REE**—sẽ ở vị thế thuận lợi để tận dụng cơ hội từ một thị trường năng động hơn, có thể đem lại **lợi nhuận cao hơn** và góp phần tạo dựng **một ngành điện vững mạnh hơn**. Đồng thời, nó mở ra cơ hội cho các mô hình kinh doanh mới trong dịch vụ và giao dịch năng lượng.



Bảng 1. Các dự án nhà máy điện

Dự án	Công suất (MW)	Tổng vốn đầu tư (ước tính của PHS)	Khởi công	Hoàn thành
LNG Quảng Trạch II	1,500	2,12 tỷ USD	Q3 2025	2030
LNG Thái Bình	1,500	2,00 tỷ USD	Q3 2025	2030
Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận	4,000	Chưa có ước tính	N/A	2030
LNG Nhơn Trạch 3	Tổng 1,624	1,4 tỷ USD	Q1 2022	Q1 2025
LNG Nhơn Trạch 4			Q1 2022	Q4 2025

Nguồn: Quyết định 768/QĐ-TTg năm 2025, EVN, Ủy ban nhân dân các tỉnh, tổng hợp bởi PHS

- ❑ Việc tập trung vào các dự án khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) phản ánh chiến lược **đa dạng hóa nguồn nhiên liệu** và **giảm phụ thuộc vào than đá** của Việt Nam, nhưng đồng thời cũng đặt ra thách thức về nguồn cung khí đốt. Việc phát triển các nhà máy điện chạy bằng LNG đòi hỏi chính sách rõ ràng nhằm thu hẹp tỷ trọng than trong quá trình chuyển dịch sang nhiên liệu sạch hơn. LNG được coi là “nhiên liệu cầu nối” trong quá trình chuyển đổi này.
- ❑ Tuy nhiên, việc phụ thuộc vào **LNG nhập khẩu** (từ Hoa Kỳ, Australia, Qatar, Malaysia) làm tăng rủi ro biến động giá nhiên liệu và bất ổn về an ninh cung ứng toàn cầu. Đồng thời, trữ lượng khí nội địa ngày càng suy giảm, càng làm tăng mức độ phụ thuộc vào nhập khẩu. Do đó, Việt Nam cần ký kết các hợp đồng mua LNG dài hạn và đa dạng hóa để đảm bảo nguồn cung ổn định.
- ❑ Bên cạnh việc bổ sung công suất LNG mới, việc mở rộng thủy điện và các nhà máy nhiệt điện than vẫn rất quan trọng trong ngắn hạn, **khí truyền thống vẫn rất quan trọng trong ngắn hạn** để đảm bảo an ninh nguồn cung. Mặc dù chuyển dịch năng lượng là ưu tiên, nhưng **nhu cầu điện tăng vọt**—dự kiến tăng trưởng đạt **10,5–13%** trong năm 2025—buộc Việt Nam phải **tận dụng tối đa cả các nhà máy hiện hữu và đang xây dựng để tránh thiếu hụt**.
- ❑ Điều này cho thấy quá trình chuyển dịch sang năng lượng sạch là một quá trình phức tạp và tốn thời gian. Trong khi năng lượng tái tạo và hạt nhân là mục tiêu dài hạn, các nguồn truyền thống vẫn sẽ là trụ cột thiết yếu để giữ ổn định hệ thống trong giai đoạn chuyển tiếp, đặc biệt khi các dự án tái tạo quy mô lớn tiếp tục đối mặt với nút thắt về lưới điện và chính sách.

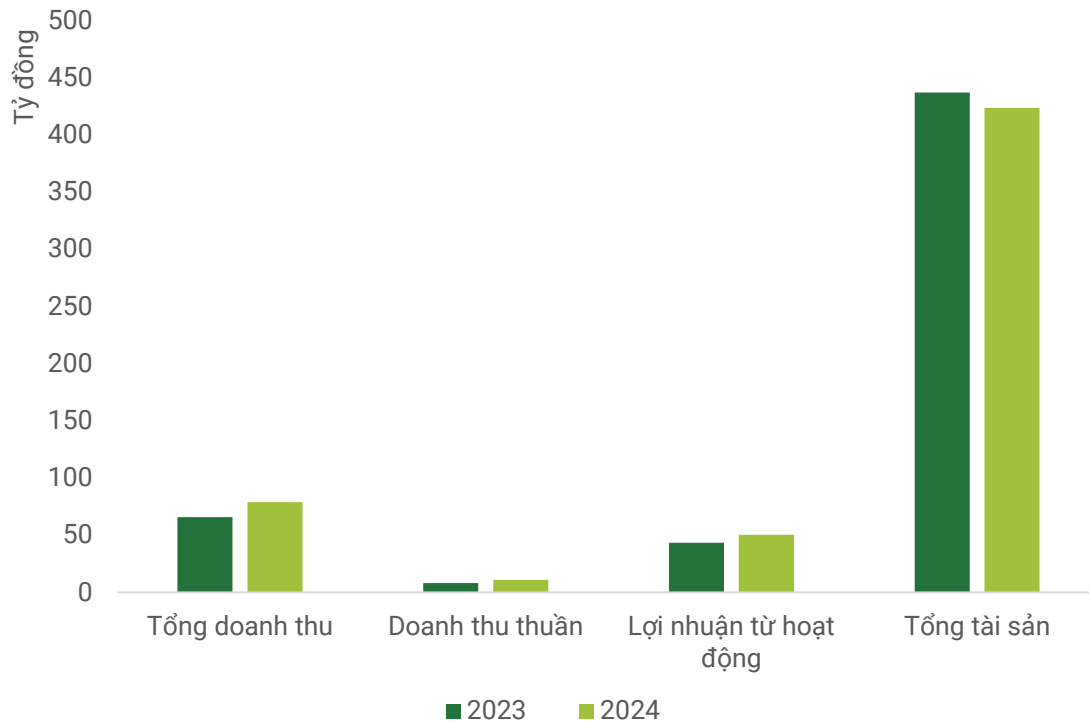
Bảng 2. Các dự án đường dây truyền tải điện

Project	Chiều dài (km)	Khởi công	Hoàn thành	Tổng vốn đầu tư
Đường dây 500 kV Lào Cai – Vĩnh Yên	229	Q1 2025	Dec 2025	US\$ 294 million
Đường dây 500 kV Monsoon – Thanh Mỹ	44,71 (trong lãnh thổ Việt Nam)	Q3 2023	Jan 2025	US\$ 43 million – Vietnam portion
Đường dây 220 kV Đô Lương – Nam Cẩm	37	Q1 2025	2025	US\$ 22 million

Nguồn: Quyết định 768/QĐ-TTg năm 2025, EVN, Ủy ban nhân dân các tỉnh, tổng hợp bởi PHS

- ❑ Việc đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng truyền tải là giải pháp then chốt để giải quyết nút thắt công suất và đảm bảo an ninh năng lượng các khu vực. Nhiều dự án đường dây truyền tải quy mô lớn đang được **đẩy nhanh tiến độ** và dự kiến hoàn thành trong năm 2025.
- ❑ Những dự án này trực tiếp khắc phục tình trạng nghẽn lưới – đặc biệt là khả năng truyền tải điện từ các nguồn phát ở miền Trung và miền Nam ra miền Bắc, cũng như điện nhập khẩu từ Lào. Nghẽn lưới là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng thiếu điện cục bộ dù công suất lắp đặt đã rất lớn.
- ❑ Việc ưu tiên đẩy nhanh các dự án truyền tải thể hiện sự thấu hiểu vai trò then chốt của cơ sở hạ tầng trong việc tích hợp hiệu quả các nguồn điện mới (đặc biệt là năng lượng tái tạo) và đảm bảo an ninh điện quốc gia. Thành công của các dự án này sẽ tạo nền tảng cho việc khai thác tối đa công suất và phát triển các dự án phát điện mới trong tương lai.

Kết quả tài chính của EVN



Nguồn: Báo cáo Thường niên 2024 của EVN.

□ Tình hình tài chính được phục hồi: EVN đang chuyển hóa thành các hoạt động đầu tư rất cụ thể. Chỉ trong quý 1 2025, EVN và các đơn vị thành viên đã khởi công 37 dự án mới và hoàn thành đóng điện 57 công trình lưới điện từ 110 kV đến 500 kV, bao gồm **1 dự án 500 kV, 4 dự án 220 kV và 52 dự án 110 kV**.

□ Hơn nữa, việc **Quốc hội phê duyệt cơ chế đặc biệt cho các dự án điện hạt nhân ở Ninh Thuận** đã tạo ra báo hiệu một lộ trình rõ ràng cho các khoản đầu tư quy mô lớn trong tương lai.

□ Trong năm 2024, tổng vốn đầu tư của EVN giải ngân đạt gần 113 nghìn tỷ đồng, **vượt 110,8% so với kế hoạch**, thể hiện năng lực huy động và triển khai vốn rất mạnh mẽ.

□ Việc lợi nhuận và năng lực đầu tư của EVN được nâng cao đáng kể chính là tín hiệu tích cực mạnh mẽ cho toàn ngành điện Việt Nam.

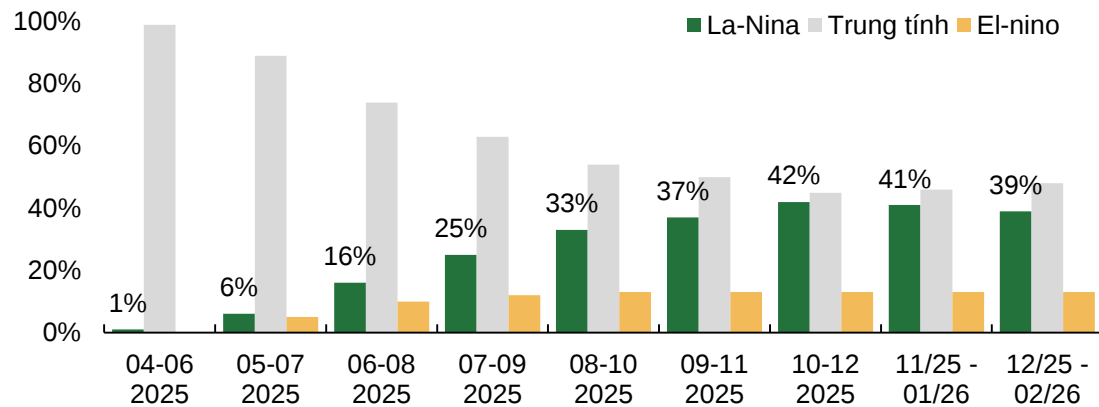
Cơ hội từ chiến lược đẩy mạnh đầu tư của EVN

- Doanh thu ổn định cho EPC và nhà cung cấp: Khối lượng dự án tăng mạnh tạo sức cầu lớn về thi công và thiết bị điện, đem lại lợi ích cho các doanh nghiệp niêm yết như PC1, SJE, TV2 và GELEX Electric.
- Nâng cấp năng lực và công nghệ: Các dự án quy mô lớn giúp các công ty EPC cải thiện năng lực thi công và tiếp cận công nghệ tiên tiến trong lưới điện và năng lượng tái tạo (PC1, TV2).
- Triển vọng lợi nhuận tích cực: Dòng tiền ổn định từ các hợp đồng với EVN cùng tâm lý ngành được cải thiện có thể hỗ trợ tăng giá cổ phiếu và củng cố niềm tin của nhà đầu tư.
- Thúc đẩy năng lượng tái tạo & công nghệ lưới thông minh: Mở rộng lưới truyền tải tạo điều kiện thuận lợi cho việc tích hợp năng lượng tái tạo, tạo đà tăng trưởng cho các doanh nghiệp như GEG, REE, BCG Energy và các nhà cung cấp công nghệ năng lượng.
- Cơ hội rộng mở cho cổ phiếu hạ tầng và năng lượng: Chiến lược đầu tư mạnh mẽ và sự phục hồi tài chính của EVN là tín hiệu tích cực cho các công ty hạ tầng điện, thiết bị và năng lượng tái tạo niêm yết trên sàn.



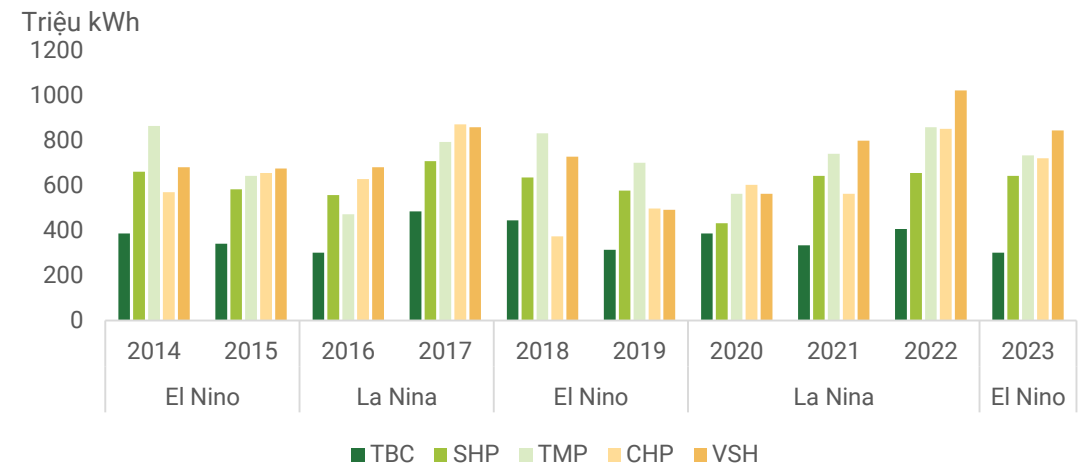
- ❑ **Thủy điện:** Triển vọng thủy điện là tích cực nhờ dự báo điều kiện La Niña thuận lợi. Điều này sẽ **cải thiện hiệu suất vận hành** sau một năm 2024 đầy thách thức do El Niño gây ra.
- ❑ **Nhà máy nhiệt điện than và khí:** Các nhà máy than và khí có thể bị EVN điều chỉnh ở mức thấp hơn bởi ưu tiên được dành cho thủy điện và năng lượng tái tạo. Chi phí nhiên liệu đầu vào cao tiếp tục là thách thức lớn, gây áp lực lên biên lợi nhuận của phân khúc này.
- ❑ **Năng lượng tái tạo:**
 - ❑ Ngắn hạn: Triển vọng có phần tích cực, nhưng vẫn chịu hạn chế bởi khung pháp lý hiện hành. Những thách thức chủ yếu bao gồm việc rà soát và điều chỉnh chính sách giá FIT (giá bán điện cố định), làm dấy lên lo ngại về nguy cơ phá sản của một số dự án đã vận hành. Ngoài ra, tình trạng tắc nghẽn lưới; chi phí năng lượng tăng cao; phí và biểu giá truyền tải không rõ ràng; cùng với sự không chắc chắn về khả năng liệu các dự án được hỗ trợ FIT có được tham gia DPPA hay không. Việc thiếu vắng bảo lãnh của chính phủ (GGU) tiếp tục tạo rào cản tài chính cho dự án mới.
 - ❑ Dài hạn: Duy trì sự lạc quan, phù hợp với mục tiêu của Quy hoạch Phát triển Điện VIII (PDP8). DP8 đặt mục tiêu tăng tỷ trọng năng lượng tái tạo lên 39,2% vào năm 2030 và 71,5% vào năm 2050. Luật Điện lực 2024 mở rộng định nghĩa năng lượng tái tạo và ưu tiên phát triển điện gió ngoài khơi. Cơ chế DPPA mới dự kiến sẽ xúc tác đầu tư, nhất là từ các nhà đầu tư nước ngoài. Tiềm năng năng lượng mặt trời rộng lớn của Việt Nam (1.646 GW) và tài nguyên gió—bờ biển dài cùng tốc độ gió ổn định—cung cấp một nền tảng vững chắc cho quá trình chuyển đổi xanh này.

Xác suất ENSO chính thức của NOAA CPC (tính đến ngày 25/05)



Nguồn: ENSO

Sản lượng thủy điện tại một số nhà máy



Nguồn: Companies' public information

- ❑ Theo các dự báo ENSO công bố vào tháng 9 và tháng 11 năm 2024, hiện tượng La Niña đang dần suy yếu, trong khi **điều kiện trung tính được dự báo sẽ chiếm ưu thế đáng kể từ đầu đến giữa năm 2025**, với xác suất vượt mức 80% vào tháng 3 và tháng 4.
- ❑ Những điều kiện thời tiết ổn định này chính là “cánh gió xuôi” mạnh mẽ cho ngành điện—đặc biệt là thủy điện. Với lượng mưa và lưu lượng sông dòng chảy ổn định, các nhà máy thủy điện có thể phát điện với **sản lượng lớn** đồng thời giữ **chi phí sản xuất ở mức thấp**. Sự kết hợp giữa sản lượng điện lớn và chi phí cạnh tranh thấp trực tiếp chuyển thành **tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ** cho các doanh nghiệp thủy điện. Các **công ty niêm yết như REE** đang ở vị thế rất thuận lợi để hưởng lợi từ môi trường này.

Phân loại	Mã	Doanh thu 2023	Doanh thu 2024	%	Lợi nhuận gộp 2023	Lợi nhuận gộp 2024	%	Lợi nhuận hoạt động 2023	Lợi nhuận hoạt động 2024	%	Lãi ròng 2023	Lãi ròng 2024	%
Thủy điện	VSH	2,572	1,825	-29%	1,205	457	-62%	1,165	425	-64%	994	448	-55%
	TMP	854	764	-11%	420	318	-24%	380	278	-27%	460	355	-23%
	SJD	431	423	-2%	188	190	+1%	161	175	+9%	130	143	+10%
	SBA	376	264	-30%	148	97	-35%	134	85	-36%	175	114	-35%
	SHP	661	628	-5%	244	207	-15%	228	189	-17%	275	296	+8%
Điện khí	BTP	780	357	-54%	16	17	+5%	-9	-10	-20%	72	43	-40%
	NT2	6,386	5,944	-7%	282	-36	-113%	227	-95	-142%	473	83	-82%
Điện than	NBP	942	1,161	+23%	45	21	-54%	21	-1	-107%	9	-13	-252%
	PPC	5,814	7,681	+32%	35	166	+369%	-40	69	+273%	380	427	+12%
	HND	11,443	11,036	-4%	689	549	-20%	622	473	-24%	441	259	-41%
	QTP	12,058	11,908	-1%	540	610	+13%	473	536	+13%	612	619	+1%
Đa nguồn	GEG	2,163	2,325	+7%	868	867	0%	757	762	+1%	143	92	-36%
	POW	28,329	30,180	+7%	2,704	1,948	-28%	1,436	1,073	-25%	1,283	1,346	+5%
	REE	4,801	4,240	-12%	—	—	—	—	—	—	1,315	1,007	-23%

Báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty

Thủy điện

Trong năm 2024, các công ty thủy điện có hiệu suất hoạt động có sự phân hóa. Những doanh nghiệp như VSH, TMP, SBA và BTP đều ghi nhận doanh thu và lợi nhuận lao dốc mạnh—doanh thu của VSH giảm 29% và lợi nhuận sau thuế giảm 55%, trong khi BTP chứng kiến doanh thu “bốc hơi” 54% và lợi nhuận sau thuế giảm 40%. Ngược lại, SJD vẫn duy trì mức tăng khiêm tốn cả về doanh thu (+9%) và lợi nhuận sau thuế (+10%), còn SHP chỉ giảm nhẹ doanh thu nhưng vẫn tăng 8% lợi nhuận sau thuế. Sự phân hóa này cho thấy bên cạnh biến động thời tiết chung, còn có những yếu tố khác tác động mạnh đến kết quả kinh doanh.

Nguyên nhân chính là “điều kiện thủy văn bất lợi”, khiến sản lượng phát điện bị hạn chế và buộc một số nhà máy (ví dụ Thác Bà) phải hoàn tiền cho EVN khi sản lượng thấp hơn định mức phân bổ. Dù nửa cuối 2024 chuyển từ El Niño sang La Niña đã đem lại lượng mưa cao hơn, các quy định hạn chế tối ưu hoá điều độ tiếp tục giới hạn tiềm năng doanh thu. Đây là rủi ro chính sách quan trọng: lợi nhuận thủy điện không chỉ phụ thuộc vào nguồn nước mà còn vào thoả thuận điều độ và khả năng tiếp cận thị trường do EVN cấp phép.

Nhà máy điện khí

Đại diện tiêu biểu là NT2, chịu tổn thất lợi nhuận nghiêm trọng trong 2024: dù doanh thu chỉ giảm 7%, nhưng lợi nhuận gộp “bay hơi” 113% và lợi nhuận sau thuế giảm tới 82%. Khoảng cách lớn này phản ánh biên lợi nhuận bị siết chặt bởi chi phí nhiên liệu tăng vọt.

Giá năng lượng sơ cấp cho khí tự nhiên đã tăng đáng kể trong nửa đầu năm 2024/2025—do thời tiết lạnh và các yếu tố địa chính trị—trực tiếp làm tăng chi phí mua sắm. Với việc nhiên liệu chiếm khoảng 83% chi phí phát điện và nhập khẩu LNG được định giá bằng USD, sự mất giá của đồng Việt Nam tiếp tục làm tăng thêm áp lực chi phí. Việc biên lợi nhuận của NT2 bị co lại nghiêm trọng nhấn mạnh tính dễ bị tổn thương của các nhà máy điện khí đối với biến động giá hàng hóa toàn cầu và biến động tiền tệ, đặc biệt khi các hợp đồng mua bán điện (PPA) thiếu cơ chế bù đắp toàn bộ chi phí hoặc nguồn cung khí đốt trong nước không đủ hoặc đắt đỏ.

Phân tích hiệu suất theo phân khúc

Nhà máy nhiệt điện than: Trong năm 2024, nhiệt điện than cho thấy bức tranh phân hóa. PPC nổi bật với tăng trưởng ấn tượng ở tất cả các chỉ tiêu lợi nhuận (doanh thu +32%, lợi nhuận gộp +369%, lợi nhuận sau thuế +12%), trong khi NBP và HND gặp khó khăn lớn (NBP: doanh thu +23% nhưng lợi nhuận sau thuế giảm 252%; HND: doanh thu -4%, lợi nhuận sau thuế -41%). QTP và GEG tương đối ổn định hoặc chỉ biến động nhẹ.

Than vẫn chiếm khoảng 44% tổng công suất phát điện của Việt Nam và tiếp tục là nguồn năng lượng có chi phí cao. Nhu cầu than toàn cầu tăng trong năm 2024, cùng với nhập khẩu than của các nước ASEAN tăng lên. Sự khác biệt về hiệu suất phản ánh các yếu tố như loại hợp đồng mua than (nội địa so với nhập khẩu; dài hạn so với giao ngay), chất lượng nhiên liệu, hiệu suất vận hành nhà máy (tuổi đời, thời gian bảo trì) và điều khoản trong PPA (thanh toán công suất, cam kết điều độ). Kết quả mạnh mẽ của PPC có lẽ nhờ các hợp đồng mua than dài hạn với điều kiện ưu đãi và quản trị chi phí tốt, trong khi NBP và HND có thể đã phải đối mặt với các điều khoản mua sắm bất lợi hoặc gián đoạn hoạt động. Các nhà đầu tư cần xem xét kỹ lưỡng chuỗi cung ứng nhiên liệu, KPI vận hành và các điều khoản hợp đồng của từng nhà máy—và tính đến định hướng chính sách dài hạn về việc loại bỏ dần than—khi đánh giá rủi ro và lợi nhuận thực sự.

Các công ty điện đa ngành: POW (nhà máy điện đa dạng nguồn): doanh thu tăng 7% trong năm 2024 nhưng lợi nhuận gộp giảm 28% và lợi nhuận hoạt động giảm 25%, dù lợi nhuận sau thuế vẫn dương, tăng 5%. REE: doanh thu giảm 12% và lợi nhuận sau thuế giảm 23%.

Các công ty đa dạng vận hành một hỗn hợp các nguồn (ví dụ: than, thủy điện, năng lượng tái tạo). Việc biên lợi nhuận của POW bị xói mòn mặc dù doanh thu tăng cho thấy chi phí hoạt động tăng cao đã bù đắp cho các khoản tăng. Lợi nhuận ròng dương cho thấy thu nhập ngoài hoạt động hoặc lợi ích thuế đã giảm nhẹ tác động. Sự sụt giảm của REE ngụ ý rằng việc đa dạng hóa đơn thuần không giúp một công ty miễn nhiễm khỏi những khó khăn riêng của từng phân khúc. Mặc dù đa dạng hóa có thể làm giảm sự biến động trong dài hạn, chúng ta cần phân tích từng loại tài sản trong các danh mục đầu tư này. Cách các công ty này chuyển hướng sang các nguồn năng lượng tái tạo được ưu tiên trong PDP8 sẽ rất quan trọng đối với khả năng sinh lời trong tương lai của họ.

BẤT ĐỘNG SẢN

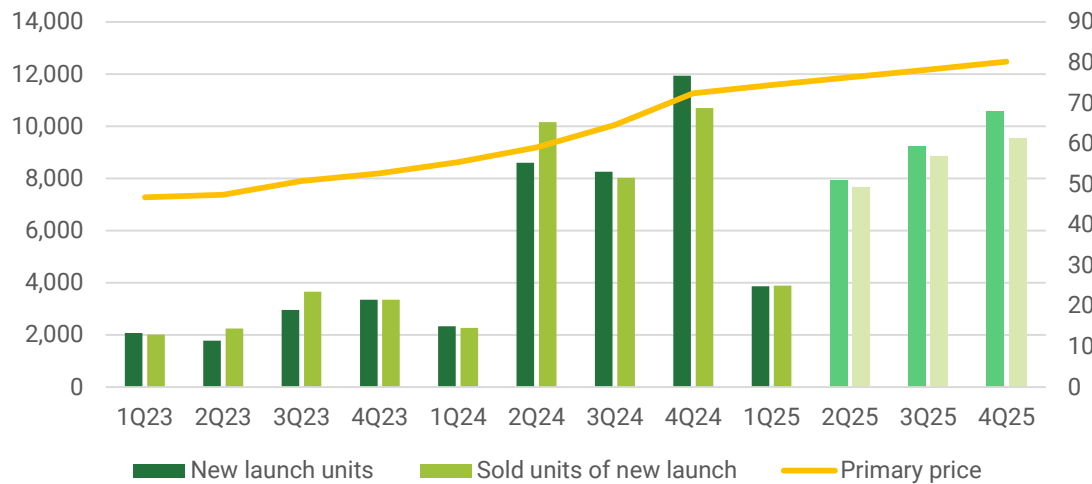
Bứt phá giới hạn: Tái định hình thị trường bất động sản Việt Nam



PHÂN KHÚC CĂN HỘ: HẠ NHIỆT NHƯNG ĐANG LẤY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

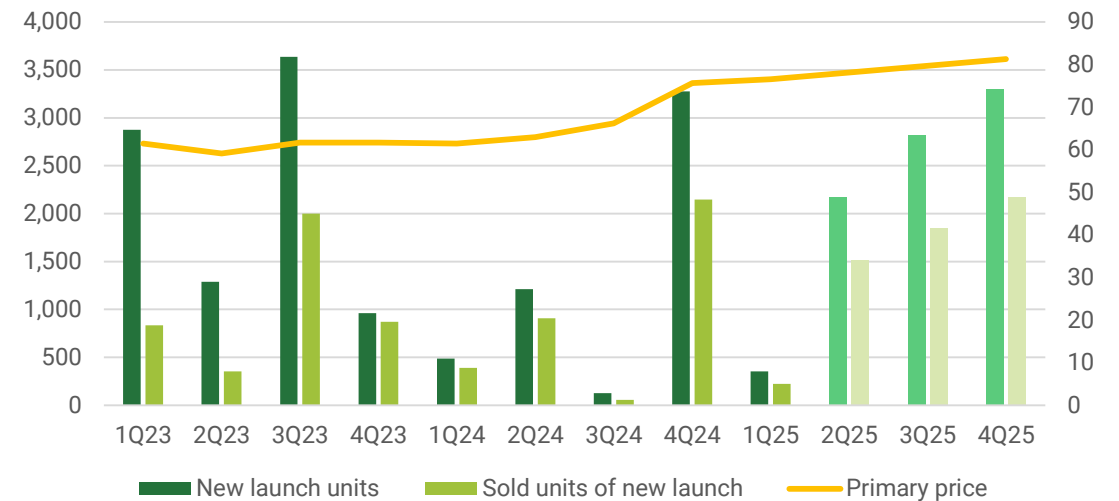
	Thị trường bất động sản Hà Nội	Thị trường bất động sản TP.HCM
Nguồn cung	1Q25: 3,920 căn (-67% QoQ, +70% YoY)	1Q25: 350 căn (-90% QoQ, -36% YoY)
Đã bán	1Q25: 3,950 căn (-63% QoQ, +72% YoY)	1Q25: 520 căn (-85% QoQ, -17% YoY)
Giá bán ban đầu	Sơ cấp: Trung bình ~75 tr/m² (+3% QoQ, +34% YoY) Thứ cấp: Trung bình ~50 tr/m² (+3% QoQ, +20% YoY)	Sơ cấp: Trung bình ~77 tr/m² (+0.6% QoQ, +24% YoY) Thứ cấp: Trung bình ~51 tr/m² (+4.2% QoQ, +13% YoY)
Triển vọng	Có thể thấy, đợt tăng giá mạnh trong quý 4/2024 do việc tính thêm phí sử dụng đất cao hơn đã làm suy yếu sức mua trong quý 1/2025. Giá căn hộ sơ cấp và thứ cấp vẫn duy trì ở mức cao tại cả hai miền Nam Bắc, tuy nhiên tổng số giao dịch đã giảm rõ rệt. Đà chứng lại này một phần phản ánh nguồn cung mới trong quý 1/2025 tại Hà Nội và TP.HCM giảm mạnh (lần lượt là 67% và 90% so với quý trước). Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy một điểm sáng tại thị trường thứ cấp trong tháng 4 và tháng 5 năm 2025, khi “con sốt đất” ở các tỉnh vùng ven dần hạ nhiệt sau làn sóng sáp nhập hành chính. Dòng tiền đầu tư đang quay trở lại các sản phẩm có tính thanh khoản cao, pháp lý rõ ràng, và có thể sử dụng ngay – như các căn hộ đã hoàn thiện. Chúng tôi cũng tin rằng nhu cầu ở thực từ người dùng cuối vẫn ở mức cao, đặc biệt là từ các gia đình trẻ đang tìm kiếm nhà ở tại các khu đô thị được quy hoạch đầy đủ hạ tầng và tiện ích tại các thành phố lớn.	

Thị trường căn hộ tại Hà Nội (theo quý)



Nguồn: CBRE, PHS thu thập và dự phóng

Thị trường căn hộ HCM (theo quý)

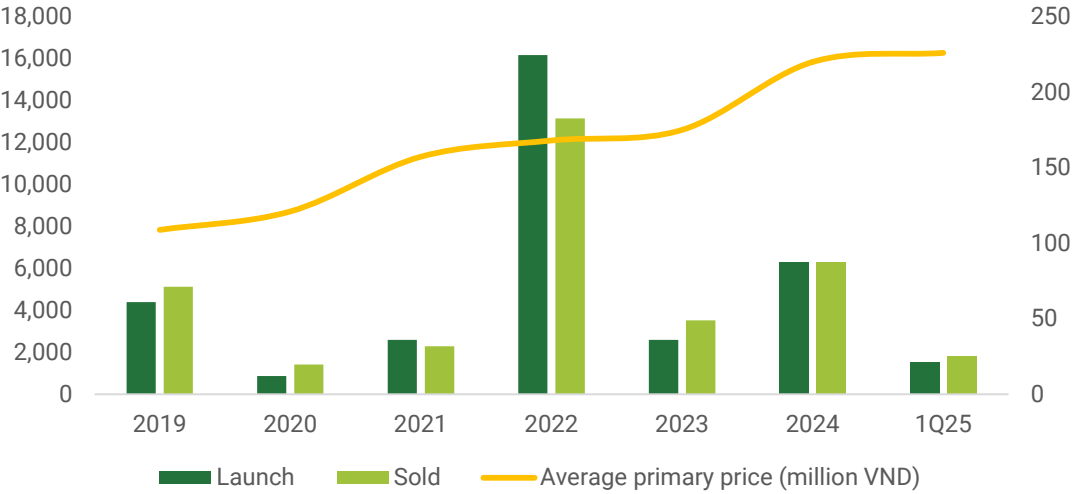


Nguồn: CBRE, PHS thu thập và dự phóng

PHÂN KHÚC BẤT ĐỘNG SẢN LIỀN THỔ: GIÁ TIẾP TỤC TĂNG

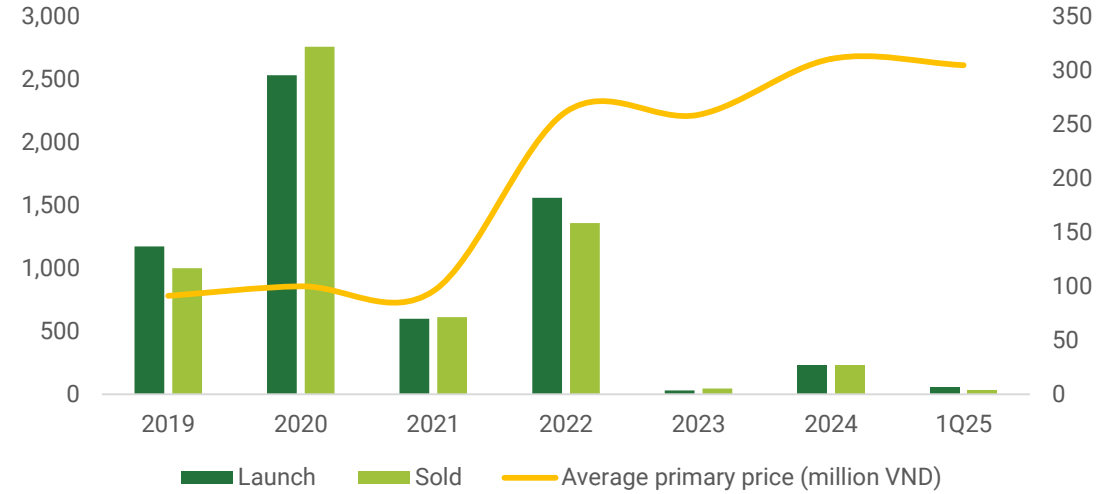
	Thị trường BĐS Hà Nội	Thị trường BĐS HCM
Nguồn cung	1Q25: 1,505 căn (-46% QoQ, +66% YoY)	1Q25: 58 căn (+9% QoQ, Không có nguồn cung mới trong 1Q24)
Đã bán	1Q25: 1,830 căn (-32% QoQ, +358% YoY)	1Q25: 31 căn (-14% QoQ, +343% YoY)
Giá trung bình	Trung bình ~ 226 tr/m2 (+3% QoQ, +17% YoY)	Trung bình ~ 305 tr/m2 (-1.3% QoQ, +12% YoY)
Triển vọng	Thị trường bất động sản Hà Nội được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2025 nhờ làn sóng các dự án đô thị mới được triển khai. Ngược lại, TP. Hồ Chí Minh nhiều khả năng sẽ tiếp tục đối mặt với tình trạng nguồn cung bất động sản mới bị hạn chế. Giá bán lần đầu (sơ cấp) và nguồn cung mới tại cả hai thành phố được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong nửa cuối năm 2025, nhờ kỳ vọng phục hồi được hỗ trợ bởi những cải thiện về hạ tầng và cải cách pháp lý. Cụ thể, nhờ Nghị quyết số 170 & 171/2024/QH15, có hiệu lực từ ngày 01/04/2025, các chủ đầu tư bất động sản có thể tham gia các cơ chế thí điểm nhằm tháo gỡ các vướng mắc liên quan đến đất đai và pháp lý trong lĩnh vực bất động sản. Các nghị quyết này cho phép doanh nghiệp triển khai dự án nhà ở thương mại thông qua hình thức thỏa thuận quyền sử dụng đất, ngay cả khi khu đất ban đầu không được phân loại là đất ở. Đồng thời, Chính phủ được trao quyền xem xét và xử lý các khó khăn pháp lý hiện hữu để tiếp tục triển khai các dự án đang tạm dừng hoặc chậm tiến độ, với điều kiện các dự án này không vi phạm quy hoạch chung của địa phương. Những thay đổi này được kỳ vọng sẽ giúp khơi thông nguồn cung và tạo động lực mới cho thị trường bất động sản trong thời gian tới.	

Thị trường BĐS tại Hà Nội (theo năm)



Nguồn: CBRE, PHS thu thập và dự phóng

Thị trường BĐS HCM (theo năm)



Nguồn: CBRE, PHS thu thập và dự phóng

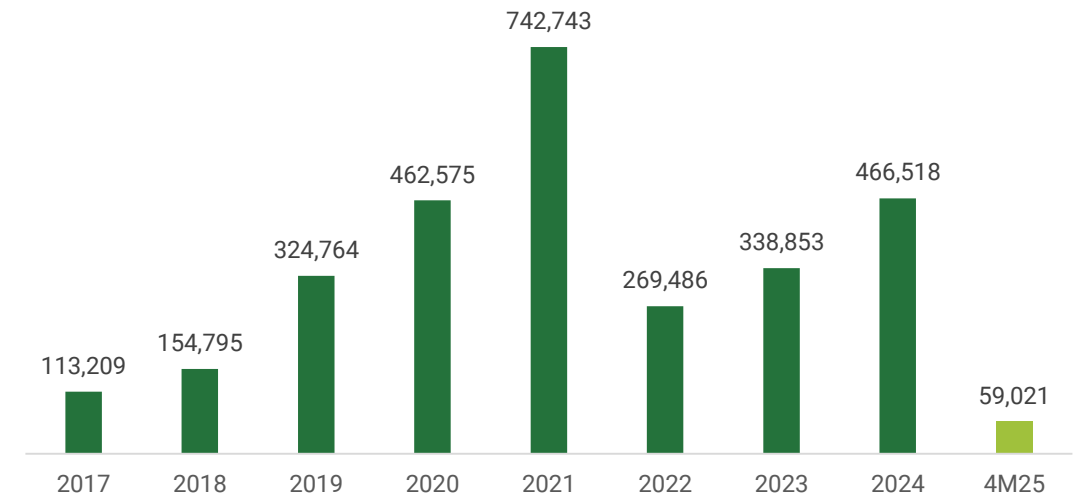
- Theo Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), không có doanh nghiệp bất động sản (BDS) nào phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong quý 1/2025. Trong giai đoạn này, chỉ có hai nhóm ngành ngân hàng và chứng khoán thành công phát hành, với giá trị lần lượt đạt 12,8 nghìn tỷ đồng và 5,8 nghìn tỷ đồng.
- Tuy nhiên, thị trường trở nên sôi động trong tháng 4 khi ghi nhận 19 đợt phát hành trái phiếu riêng lẻ với tổng giá trị 30.067 tỷ đồng, cùng với 2 đợt phát hành công khai trị giá 4.000 tỷ đồng. Đáng chú ý, nhóm doanh nghiệp BDS đã dẫn đầu làn sóng này, đóng góp 12 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ trọng lớn trong tổng giá trị phát hành.
- Trong tháng 4, các doanh nghiệp đã mua lại trước hạn 10,318 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp, giảm 20% so với cùng kỳ năm 2024. Lũy kế 4 tháng đầu năm 2025, con số này đạt 53,4 nghìn tỷ đồng. Theo số liệu từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (được Bộ Xây dựng trích dẫn), tính đến cuối tháng 3/2025, dư nợ tín dụng BDS đã vượt mốc 1,56 triệu tỷ đồng, tăng hơn 260.000 tỷ đồng chỉ trong 3 tháng. Đà tăng mạnh này phản ánh cam kết của Chính phủ trong việc điều tiết dòng vốn vào lĩnh vực BDS, nhằm phục vụ nhu cầu thực về nhà ở, đặc biệt là nhà ở xã hội và nhà ở giá rẻ cho người thu nhập thấp.
- Dù đã phát hành trái phiếu doanh nghiệp chưa thực sự lan tỏa trên diện rộng, xu hướng gia tăng sử dụng trái phiếu để tái cơ cấu nợ và xử lý nghĩa vụ tài chính quá hạn đang dần khẳng định lại vai trò của kênh trái phiếu doanh nghiệp như một công cụ huy động vốn trung và dài hạn quan trọng đối với lĩnh vực BDS.

Các chủ đầu tư bất động sản tiếp tục huy động vốn thông qua cả kênh trái phiếu và cổ phiếu nhằm đón đầu đà phục hồi của thị trường.

Tổ chức phát hành	Công cụ	Giá trị (tỷ VND)	Trạng thái
Vingroup JSC	Trái phiếu	17,000	Dự kiến
HDC	Trái phiếu	1,000	Dự kiến
Novaland (NVL)	Trái phiếu chuyển đổi	Không cân bố	Dự kiến
Nam Long (NLG)	Cổ phiếu	2,502	Dự kiến
CDC	Cổ phiếu	242	Dự kiến
An Gia (AGG)	Cổ phiếu	406	Dự kiến
TTC Land	Trái phiếu	3,000	Đã phát hành
OLECO NQ	Trái phiếu	490	Đã phát hành
Vingroup JSC	Trái phiếu	13,000	Đã phát hành
VPI	Trái phiếu	190	Đã phát hành
Van Huong	Trái phiếu	1,914	Đã phát hành

Nguồn: VIS credit rating

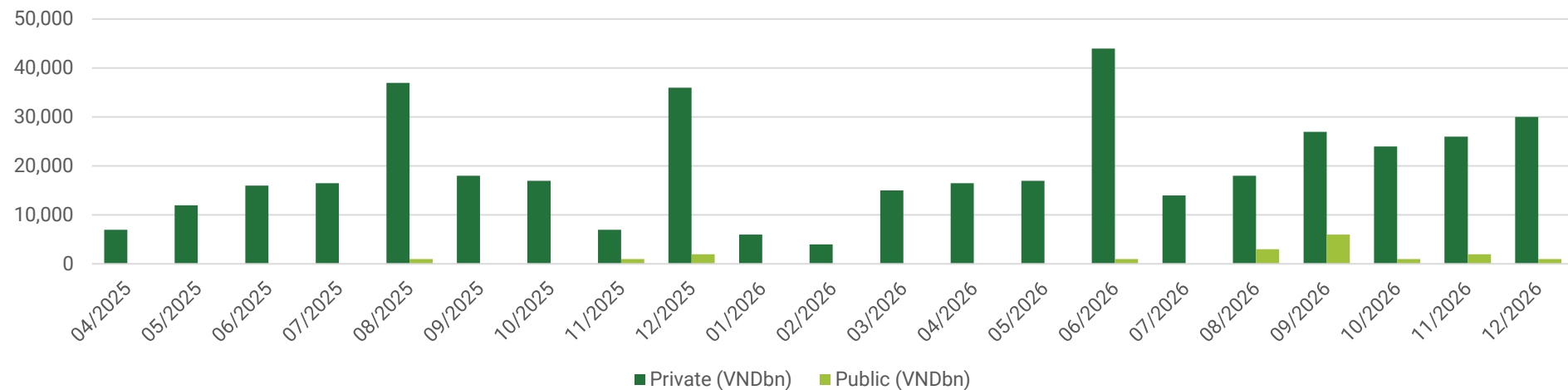
Giá trị phát hành TPDN (theo năm)



Nguồn: VBMA

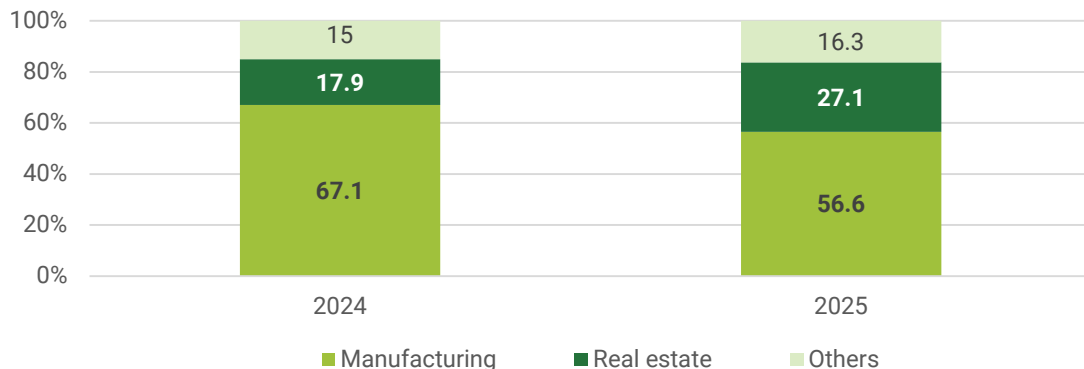
- Theo Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), ngành bất động sản được dự báo sẽ có giá trị trái phiếu đáo hạn lớn nhất trong năm 2025, với tổng số hơn 130 nghìn tỷ đồng, chiếm 64% tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong năm. Đáng chú ý, trong số này, có hơn 62 nghìn tỷ đồng là trái phiếu đã được gia hạn và sẽ đáo hạn trong năm 2025, chiếm 30,6% tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ đáo hạn trong năm. Áp lực đáo hạn trái phiếu dự kiến sẽ tăng lên đáng kể vào nửa cuối năm 2025, khi hơn 65% tổng giá trị đáo hạn tập trung vào hai quý cuối năm.
- Trong 8 tháng còn lại của năm 2025, ước tính có khoảng 163 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp sẽ đáo hạn, trong đó trái phiếu bất động sản chiếm khoảng 86 nghìn tỷ đồng, tương đương 53%. Liên quan đến những bất thường trên thị trường, hai mã trái phiếu đã bị báo cáo chậm thanh toán lãi trong tháng 4, với tổng giá trị 10,3 tỷ đồng.

Giá trị đáo hạn của trái phiếu doanh nghiệp (tỷ VND).



Nguồn: VBMA, HNX, PHS

5M24 vs 5M25 FDI Inflow breakdown by percentage



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

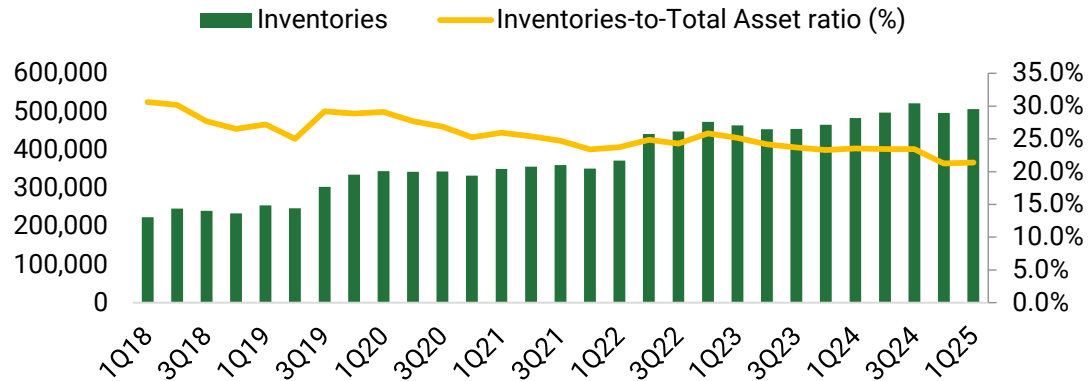
- FDI vào Việt Nam tăng mạnh: Bất động sản dẫn đầu thu hút vốn ngoạiTheo báo cáo mới nhất từ Cục Đầu tư nước ngoài (Bộ Kế hoạch và Đầu tư), tính đến cuối tháng 5 năm 2025, tổng vốn đăng ký mới, điều chỉnh và góp vốn/mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt khoảng 18,4 tỷ USD, tăng 51,1% so với cùng kỳ năm trước. Vốn FDI giải ngân ước đạt 8,9 tỷ USD, tăng 7,9% so với cùng kỳ.
- Ngành bất động sản đứng thứ hai về thu hút vốn đầu tư, với tổng vốn đăng ký đạt 4,99 tỷ USD, chiếm 27,1% tổng dòng vốn FDI – con số này gấp hơn hai lần so với 5 tháng đầu năm 2024. Đây là một con số rất đáng chú ý, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh thương mại và các biện pháp thuế quan đối ứng trên toàn cầu vẫn đang diễn ra.

DÒNG VỐN FDI VẪN MẠNH

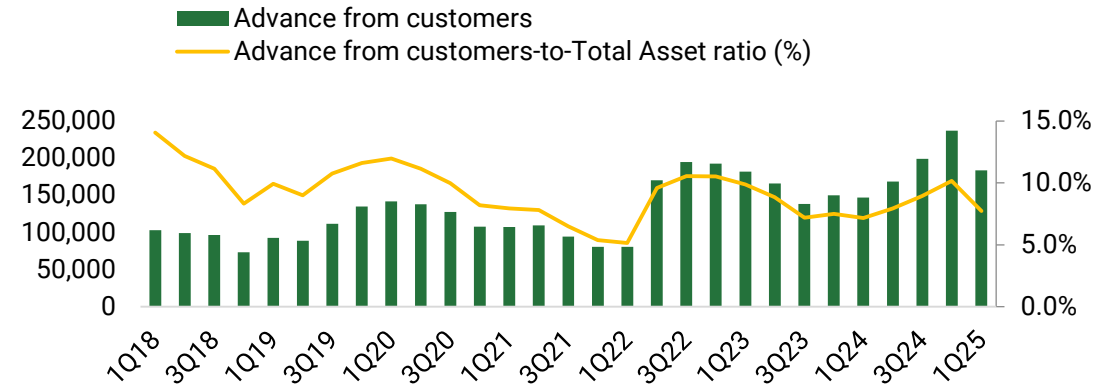
Bối cảnh M&A trong lĩnh vực bất động sản được dự báo sẽ duy trì đà sôi động trong năm 2025.

- Thị trường M&A bất động sản Việt Nam: Kỳ vọng bùng nổ cuối năm 2025Theo Hiệp hội Bất động sản Việt Nam (VNREA), các luật mới như Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản, có hiệu lực gần đây, được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể các giao dịch M&A liên quan đến chuyển nhượng dự án. Điều này sẽ giúp gỡ bỏ khó khăn cho cả bên bán và bên mua, đặc biệt tập trung tại khu vực phía Nam như TP. Hồ Chí Minh.
- Phần lớn quỹ đất sẵn sàng chuyển nhượng được dự báo sẽ đến từ TP. Hồ Chí Minh, nơi chính quyền đã công bố kế hoạch tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho hàng trăm dự án bất động sản trong năm nay. Nhiều chủ đầu tư đã bắt đầu đưa các dự án này ra thị trường.
- Đáng chú ý, nhiều nguồn cung mới sẽ xuất hiện do hàng loạt dự án của Tập đoàn Vạn Thịnh Phát dự kiến sẽ sớm được thanh lý. Điều này được kỳ vọng sẽ trở thành đòn bẩy lớn – hay “điểm bùng nổ” – cho hoạt động M&A trong nửa cuối năm.
- Ngoài ra, theo DKRA, trước đây người mua trong thị trường M&A chủ yếu là các tập đoàn lớn. Tuy nhiên, bức tranh hiện tại đang chứng kiến sự nổi lên của các “tay chơi mới”. Những doanh nghiệp này thường có tiềm lực tài chính ổn định, kế hoạch bài bản và chiến lược phát triển rõ ràng. Họ thường bắt đầu với các dự án ở khu vực vùng ven, sau đó từng bước mở rộng vào TP. Hồ Chí Minh.
- Xu hướng này không chỉ giới hạn ở các nhà đầu tư trong nước. Theo Cushman & Wakefield, 15 năm trước, vốn FDI (đầu tư trực tiếp nước ngoài) trong lĩnh vực bất động sản chủ yếu tập trung vào phân khúc nhà ở cao cấp, do các tên tuổi lớn như Keppel Land và CapitaLand dẫn dắt. Hiện nay, thị trường đã đón nhận làn sóng nhà đầu tư mới, bao gồm Lotte Group, GS, Sumitomo và Hong Kong Land, cho thấy bức tranh đầu tư ngày càng rộng mở và cạnh tranh hơn.

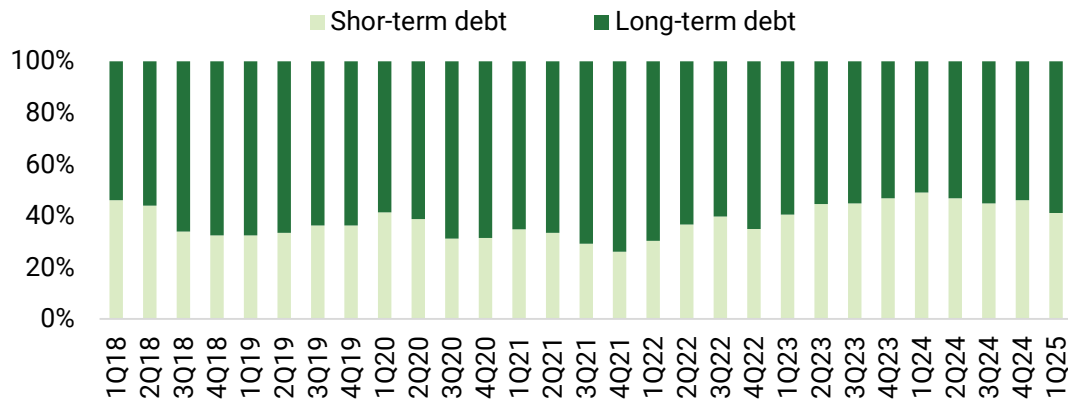
Tồn kho đã phục hồi kể từ quý 4/2022 và tiếp tục tăng tốc trong quý 1/2025, khi các chủ đầu tư dần quay trở lại thị trường.



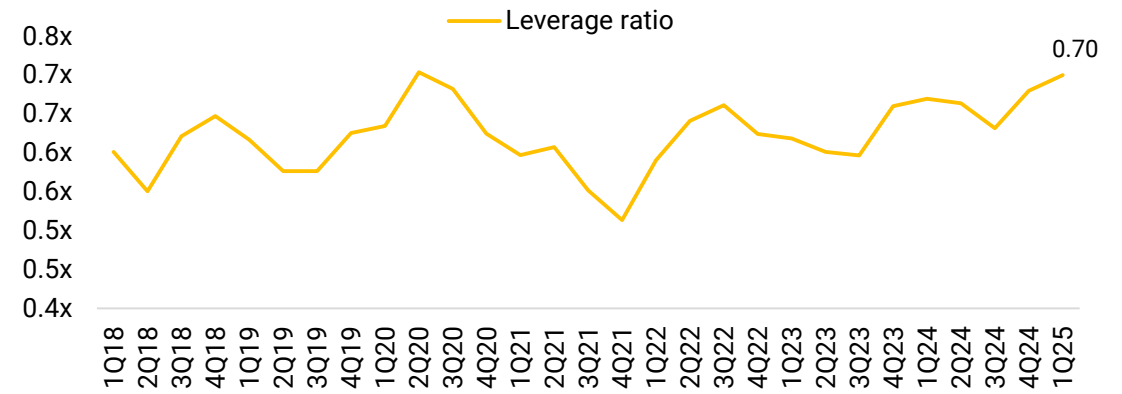
Tổng giá trị bán trước (pre-sale balances) ghi nhận sụt giảm nhẹ trong 1Q25, cho thấy dấu hiệu nhu cầu đang chậm lại do giá bán đã tăng quá nhanh vào cuối năm 2024.



Khi các dự án mới được triển khai và dòng vốn vay mới từ ngân hàng được giải ngân, tỷ trọng nợ dài hạn tiếp tục tăng, giúp giảm áp lực thanh khoản ngắn hạn.



Tỷ lệ đòn bẩy đang tăng trở lại – phản ánh niềm tin của các chủ đầu tư BĐS vào đà phục hồi của thị trường trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026.



- Trong năm 2024 (số liệu thực tế), chúng tôi ghi nhận những dấu hiệu phục hồi rõ nét: doanh số bán trước bùng nổ khi khoản người mua trả trước tăng đáng kể, trong khi lượng hàng tồn kho chỉ tăng nhẹ. Tỷ lệ đòn bẩy cũng tăng nhẹ, và đa số các yếu tố vĩ mô đều hỗ trợ thị trường. Lãi suất thấp, hạ tầng được đẩy nhanh, cùng với hệ thống quy định và pháp luật minh bạch, thông suốt hơn (sẽ góp phần khơi thông nguồn cung mới, đáp ứng đúng nhu cầu thị trường đang gia tăng) là những yếu tố then chốt, hỗ trợ cả phía cung và cầu.
- Trong quý 1/2025, sự phục hồi của thị trường bất động sản đã được phản ánh qua kết quả kinh doanh được công bố. Dù các số liệu hiện tại vẫn chưa được kiểm toán, doanh thu của phần lớn doanh nghiệp đã ghi nhận mức tăng đáng kể so với quý 1/2024.
- Với điều kiện vĩ mô cải thiện và hiệu quả kinh doanh dần phục hồi rõ nét, PHS cho rằng ngành bất động sản sẽ là một trong những trọng tâm đầu tư hấp dẫn nhất trong nửa cuối năm 2025.

Bảng: Doanh thu và lợi nhuận của các công ty niêm yết hàng đầu trong 1Q25

STT	Mã CK	Sàn	Vốn hóa (Tỷ VND)	% YTD	Doanh thu 1Q25 (VND bn)	% YoY	LN gộp 1Q25 (Tỷ VND)	% YoY	LN ròng 1Q25 (VND bn)	% YoY	Biên LN gộp	Biên LN ròng	TTM ROE %	TTM ROA %	Tổng dư nợ / vốn chủ
1	VHM	HOSE	318,735	94%	15,698	91%	5,158	191%	2,652	193%	33%	17%	17%	6%	39%
2	VRE	HOSE	62,489	60%	2,131	-5%	1,202	-4%	1,177	9%	56%	55%	10%	8%	11%
3	NVL	HOSE	27,594	38%	1,778	155%	646	240%	-476	-21%	36%	-27%	-18%	-3%	121%
4	KDH	HOSE	29,728	-19%	710	113%	307	76%	119	86%	43%	17%	5%	3%	38%
5	PDR	HOSE	15,514	-14%	438	170%	175	9%	51	-4%	40%	12%	1%	1%	48%
6	DIG	HOSE	10,408	-10%	153	31180%	29	-158%	-45	-63%	19%	-30%	3%	1%	42%
7	NLG	HOSE	14,864	6%	1,291	531%	413	377%	110	-269%	32%	9%	7%	2%	49%
8	IJC	HOSE	4,797	-8%	150	-8%	86	5%	45	16%	57%	30%	7%	5%	22%

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu theo 3/06/2025

- Như đã đề cập trong báo cáo trước, chúng tôi kỳ vọng khoản người mua trả tiền trước và hàng tồn kho sẽ là cơ sở để các doanh nghiệp bất động sản triển khai dự án và ghi nhận lợi nhuận trong năm 2025. Tính đến quý 1/2025, VHM và NVL vẫn là hai doanh nghiệp có giá trị người mua trả tiền trước cao nhất.
- Như đã nêu, Nghị quyết 170 & 171/2024/QH15 có hiệu lực sẽ giúp các chủ đầu tư đang gặp khó khăn như NVL được tham gia cơ chế thí điểm tháo gỡ vướng mắc pháp lý, cụ thể tại các dự án Novaworld Phan Thiết và Aqua City (tỉnh Đồng Nai). NVL kỳ vọng quy hoạch 1/500 sẽ được phê duyệt vào tháng 7/2025. Nếu đạt được cột mốc này, dòng tiền sẽ bắt đầu quay trở lại do người mua sẽ phải thanh toán các đợt tiếp theo để tiến hành nhận bàn giao.
- Tính đến cuối năm 2024, NVL vẫn còn khoảng 98 nghìn tỷ đồng phải thu từ các căn đã bán trước đó. Theo NVL, ước tính sẽ thu được khoảng 13,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, và phần lớn còn lại sẽ thu trong năm 2026.
- Ngoài ra, có khả năng khoản tiền sử dụng đất đã nộp trước đây cho dự án Lakeview City sẽ được khấu trừ. Tuy nhiên, số tiền cụ thể vẫn chưa được công bố, nhưng được kỳ vọng sẽ thấp hơn đáng kể so với con số đã ghi nhận là 5.176 tỷ đồng.

Tóm tắt chỉ tiêu tài chính của các công ty niêm yết hàng đầu (cập nhật đến quý 1 năm 2025).

Mã CK	Hàng tồn kho	Doanh thu chưa thực hiện	Người mua trả trước	Tổng tài sản	(HTK + Doanh thu chưa thực hiện) / TTS	Khách hàng trả trước /HTK
	(VND bn)	(VND bn)	(VND bn)	(VND bn)	%	%
VHM	55,673	836	49,210	561,504	10.1%	88.4%
VRE	274	222	156	55,947	0.9%	57.0%
NVL	148,639	74	18,273	234,807	63.3%	12.3%
KDH	22,404	33	1,315	30,202	74.3%	5.9%
PDR	14,038	0	27	23,094	60.8%	0.2%
DIG	9,086	237	2,589	18,910	49.3%	28.5%
NLG	17,543	324	2,279	28,763	62.1%	13.0%
IJC	3,700	30	8	7,838	47.6%	0.2%

Nguồn: BCTC của các công ty, PHS tổng hợp

- Vì thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng ưu tiên các doanh nghiệp có động lực tăng trưởng lợi nhuận, chúng tôi tin rằng các công ty có dự án đang triển khai hoặc sẵn sàng bàn giao trong năm 2025 sẽ tiếp tục thu hút sự quan tâm và dòng tiền từ nhà đầu tư.
- Đối với trường hợp đang bị định giá thấp, chúng tôi lựa chọn CEO Group khi công ty đang nắm giữ quỹ đất lớn tại các khu vực được Chính phủ ưu tiên phát triển như Phú Quốc, Rạch Giá và Vân Đồn. Hiện tại, CEO sở hữu: 450 ha tại Bãi Trường, Dương Tơ, Phú Quốc; 300 ha tại Vân Đồn (Sonasea Vân Đồn Harbor City); hơn 80 ha tại Rạch Giá, cùng nhiều quỹ đất chiến lược khác tại Hà Nội và Hà Nam. Điều này giúp CEO Group trở thành một trong số ít các doanh nghiệp bất động sản hội tụ được hai tiêu chí đầu tư quan trọng: quỹ đất chiến lược và nền tảng tài chính ổn định.
- Tuy nhiên, cần lưu ý rằng kế hoạch kinh doanh năm 2025 của CEO được đặt ra khá thận trọng. Hơn nữa, phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng (hospitality) thường có độ trễ nhất định so với quá trình phục hồi chung của toàn ngành.

Các công ty BĐS niêm yết có dự án mở mới trong 2025

Mã CK	Dự án	Vị trí	Quy mô	Tiến độ
TCH	Hoang Huy Commerce Tower H2	Hai Phong	3 ha	Dự kiến mở bán vào tháng 6/2025
	Hoang Huy New City II	Hai Phong	49.5 ha	
	Hoang Huy Green River	Hai Phong	32.5 ha	Giai đoạn đầu đã được triển khai từ tháng 4/2025
DXG	The Prive (trước đây là Gem Riverside)	District 2, Thu Duc, HCMC	>3,100 căn	Dự kiến mở bán vào tháng 6/2025
KDH	The Gladia	Thu Duc City (old District 9)	5.8 ha	Dự kiến mở bán trong quý 3/2025
PDR	Binh Duong Tower	Binh Duong	4.5 ha	Dự kiến mở bán trong quý 2/2025
	Bac Ha Thanh	Binh Dinh	38 ha	Đang mở bán
VHM	Green City	Long An	197 ha	Dự kiến khởi động dự án từ cuối năm 2025
	Dương Kinh – Kiến Thụy	Hai Phong	241 ha	
NLG	Southgate	Long An	N/a	
	Izumi	Dong Nai	170 ha	Các giai đoạn mới sẽ được công bố từ quý 3/2025
	Paragon	Dong Nai	45 ha	
	VSIP Hai Phong	Hai Phong	25 ha	

1H25 – Tổng quan:

- Trong 6 tháng đầu năm 2025, câu chuyện sáp nhập các tỉnh được xem là yếu tố có tác động lớn nhất, khiến giá đất tăng nóng trên toàn quốc. Tuy nhiên, sau giai đoạn tăng mạnh ngắn ngủi, giá nhà đất tăng cao đã khiến cả người mua để ở thật và nhà đầu tư chia lô bán nền tại Hà Nội và TP.HCM trở nên thận trọng hơn.
- Trong bối cảnh này, căn hộ có tính thanh khoản cao, pháp lý minh bạch và có thể dọn vào ở ngay trở nên hấp dẫn hơn đối với những người có nhu cầu ở thực. Chúng tôi nhận thấy nhu cầu đang dần phục hồi, đặc biệt trong nhóm gia đình trẻ đang tìm kiếm nơi an cư tại các khu đô thị được quy hoạch đồng bộ, hạ tầng hoàn thiện và đầy đủ tiện ích ở các thành phố lớn.
- Phân khúc trung và cao cấp tiếp tục chiếm ưu thế trong nguồn cung tại TP.HCM và Hà Nội. Điều này là do quỹ đất ngày càng hạn chế và chi phí bồi thường, phát triển dự án cao. Trên thực tế, đây là phân khúc chiếm phần lớn nguồn cung mới trong những năm gần đây tại hai đô thị lớn này. Đặc biệt, trong năm 2024 và quý 1/2025, TP.HCM không có nguồn cung mới thuộc phân khúc nhà ở giá rẻ.
- **Triển vọng ngành:**
 - Khi khung pháp lý mới bắt đầu có hiệu lực và giúp khơi thông thêm nguồn cung, chúng tôi kỳ vọng giá bán lần đầu sẽ chứng lại phần nào, nhưng vẫn tiếp tục xu hướng tăng. Điều này một phần đến từ việc Chính phủ vẫn ưu tiên tăng trưởng GDP hơn là kiểm soát lạm phát, từ đó thúc đẩy tâm lý người dân đầu tư vào tài sản như một kênh để phòng ngừa lạm phát.
 - Trong nửa cuối năm 2025, nguồn cung tại TP.HCM chủ yếu đến từ các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu, không có dự án mới được triển khai. Tương tự TP.HCM, khu vực phía Bắc cũng đang có xu hướng dịch chuyển khỏi trung tâm Hà Nội, với dòng dịch chuyển rõ rệt hướng ra phía Đông và Tây thành phố. Cả Hà Nội và TP.HCM đều duy trì tỷ lệ hấp thụ ở mức cao.
 - Hạ tầng được đẩy mạnh đầu tư – đặc biệt là các tuyến cao tốc kết nối và đường vành đai – là động lực then chốt hỗ trợ xu hướng dịch chuyển này. Yếu tố hạ tầng cũng giúp gia tăng sức hấp dẫn của dự án, đặc biệt khi nhiều doanh nghiệp đã nhanh chóng nắm bắt làn sóng hạ tầng này bằng cách tích lũy quỹ đất và phát triển dự án gần các công trình giao thông trọng điểm.
 - Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản đang cho thấy tín hiệu cải thiện tích cực, khi doanh số bán hàng tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025 nhờ các dự án mới được tung ra thị trường. Bên cạnh đó, sự phục hồi của khoản tiền người mua trả trước (pre-sale balance) cũng phản ánh sự gia tăng của nhu cầu và triển vọng kinh doanh tích cực trong giai đoạn 2025 – 2026. Điều này cho thấy thị trường đang ấm dần lên thông qua tỷ lệ hấp thụ được cải thiện rõ rệt.

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng**. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 08 Hoàng Văn Thái, phường Tân Mỹ, TP.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479 Fax: (+84-28) 5 413 5472

Hỗ trợ khách hàng: 1900 25 23 58 Hỗ trợ đặt lệnh: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby, 81-83-83B-85 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP.HCM
Điện thoại: (84-28) 3 535 6060
Fax: (84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4, D&D Tower, 458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ, TP. HCM
Điện thoại: (84-28) 3 820 8068
Fax: (84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend, 251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa, TP.HCM
Điện thoại: (84-28) 3 813 2401
Fax: (84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Thanh Xuân, Hà Nội.
Điện thoại: (84-24) 6 250 9999
Fax: (84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải Phòng
Điện thoại: (84-225) 384 1810
Fax: (84-225) 384 1801

THANK
YOU

