



BÁO CÁO
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ
2H2025

ĐỘC
ĐẠO

ĐỘI NGŨ THỰC HIỆN

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn

LỜI NÓI ĐẦU

Kính gửi Quý Nhà đầu tư,

Trở lại thời điểm đầu năm, khi chúng tôi gửi đến Quý vị báo cáo chiến lược mang tên **“Dám cất cánh”**, thông điệp ấy không chỉ thể hiện sự kỳ vọng về một chu kỳ tăng trưởng mới, mà còn là lời khẳng định về tinh thần sẵn sàng đổi mới tư duy, tái định vị chiến lược đầu tư, và dẫn thân trong một bối cảnh đầy biến động.

Giờ đây, sau 6 tháng, chúng ta đã thực sự dám bước lên chuyến bay ấy. Và hành trình nửa đầu năm 2025 vừa qua đã cho thấy rõ: “dám cất cánh” là chưa đủ – cần thêm bản lĩnh để thích ứng, để dẫn thân, để kiên định trong nhiễu động. Bối cảnh thế giới nhiều bất định, nhưng cũng chính từ đó, mở ra cơ hội cho những ai dám nghĩ, dám làm, chấp nhận rủi ro và tiên phong hành động – với một kế hoạch rõ ràng, có mục tiêu và sự chuẩn bị kỹ lưỡng. Đó là con đường **“độc đạo”** để bảo vệ thành quả và hướng đến sự thịnh vượng bền vững.

Trong báo cáo chiến lược 6 tháng cuối năm 2025 lần này, chúng tôi xin gửi đến Quý nhà đầu tư một bức tranh toàn diện với 4 phần nội dung cốt lõi:

- Diễn biến thị trường và vĩ mô trong nửa đầu năm 2025: Cập nhật tình hình tăng trưởng, dòng vốn, tiêu dùng và đầu tư – những yếu tố chính đang định hình nền kinh tế.
- Câu chuyện vĩ mô 12 tháng tới: Dưới hai trọng tâm “Cải cách” và “Thích ứng”, chúng tôi phân tích xu hướng chuyển mình của nền kinh tế Việt Nam và khả năng tận dụng giai đoạn tái cấu trúc toàn cầu.
- Triển vọng thị trường chứng khoán: Bao gồm điều chỉnh dự báo định giá VN-Index, EPS toàn thị trường, yếu tố thanh khoản và các rủi ro cần theo dõi.
- Chiến lược đầu tư khuyến nghị: Với thông điệp “Thanh khoản dồi dào – Tái định giá – Phân hóa theo chất lượng”, chúng tôi đề xuất các hướng đi phù hợp cho từng khẩu vị rủi ro và mục tiêu tài sản.

Trong thời điểm mà mọi thứ đang chuyển động nhanh hơn bao giờ hết, chúng tôi hiểu rằng: đầu tư không chỉ là lựa chọn cổ phiếu, mà là lựa chọn một hệ giá trị, một người đồng hành tin cậy. Rong Việt cam kết sẽ tiếp tục đồng hành cùng Quý Nhà đầu tư, cung cấp những góc nhìn khách quan, các phân tích chuyên sâu, và giải pháp phù hợp để cùng nhau tạo dựng sự thịnh vượng trong dài hạn.

Trân trọng,

Trung Tâm Phân Tích - Công ty Cổ phần chứng khoán Rong Việt

Phần I:

Nhìn lại 1H2025 – Bền Bỉ trước bất định

Tổng quan vĩ mô nửa đầu năm

Tổng quan thị trường nửa đầu năm

Phần II:

Triển vọng vĩ mô – Cải cách và thích ứng

Chủ điểm 1: Thích nghi với môi trường bất định

Chủ điểm 2: Chính sách tiền tệ Việt Nam trong xu hướng nới lỏng tiền tệ toàn cầu

Chủ điểm 3: Cải cách trong nước là động lực cho tăng trưởng trung dài hạn

Triển vọng vĩ mô 12 tháng tới

Phần III:

Triển vọng thị trường – Thanh khoản dồi dào ủng hộ tái định giá

VN Index có thể hướng đến vùng 1.513-1.758 trong 6-8 tháng tới

Dự báo EPS của VNIndex sẽ tăng trưởng 15-21% trong 2025

P/E mục tiêu kỳ vọng nằm trong vùng 13,3x - 14,7x

Câu chuyện nâng hạng thị trường và các rủi ro cần theo dõi

Phần IV:

Chiến lược & Ý tưởng đầu tư

Chiến lược đầu tư nửa cuối năm (2H2025)

5 chủ đề đầu tư 2H2025

Danh mục đầu tư khuyến nghị

Phần V:

Phụ lục thị trường

Dữ liệu thị trường trong nửa đầu năm (1H2025)

Cập nhật triển vọng lợi nhuận theo nhóm ngành trong nửa cuối năm

Hiệu suất đầu tư của danh mục chiến lược của VDSC trong 1H2025

Danh sách cổ phiếu trong rổ FSTE Vietnam Index

Danh mục phân tích của VDSC

VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG NỬA ĐẦU NĂM 2025

“Bền bỉ trước bất định”

Trong báo cáo chiến lược đầu năm 2025, chúng tôi đã lựa chọn tiêu đề “Vận hội mới” với hàm ý năm 2025 sẽ là một năm trộn lẫn cả cơ hội và thách thức. Thực tế, cơ hội và thách thức xảy ra trong nửa đầu năm đã vượt xa so với những gì chúng tôi hình dung. Dưới đây là một vài tóm lược về bức tranh vĩ mô tổng thể trong nửa đầu năm 2025:

- **Tăng trưởng trong nửa đầu năm 2025 đạt 7,5%**, mặc dù thấp hơn mục tiêu của Chính phủ nhưng đã là một mức tăng trưởng khả quan bất chấp bối cảnh đầy thách thức của vĩ mô trong nước và quốc tế. **Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi 1) làn sóng đồn đơn hàng thuế quan, 2) tăng trưởng mạnh trong đầu tư công, 3) tiêu dùng và đầu tư duy trì ổn định.**
- **Đầu tư tư nhân và nước ngoài tăng trưởng ổn định**, lần lượt 7,5% và 8,1% so với cùng kỳ.
- Trong nửa đầu năm 2025, thu hút vốn FDI đạt 21,5 tỷ USD, tăng 32,6% so với cùng kỳ. Trong đó, thu hút FDI vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo đạt 12 tỷ USD, tăng 3,9%. Điều này cho thấy **sự thận trọng của nhà đầu tư nước ngoài trong môi trường thuế quan bất định.**
- **Lạm phát trong 6T đầu năm tăng bình quân 3,3%**, tăng nhẹ so với mức 2,8% của cùng kỳ nhưng vẫn thấp hơn mục tiêu của Chính phủ. Trong khi đó, tỷ giá USDVND mất giá khoảng 3% so với cuối năm 2024.
- **Hai chỉ tiêu vĩ mô ghi nhận mức tăng vượt trội trong nửa đầu năm nay là giải ngân vốn đầu tư công (+19,8% so với cùng kỳ) và tăng trưởng tín dụng (+19,3%)** được kỳ vọng sẽ lan toả và tạo lực đẩy hỗ trợ cho nửa cuối năm.
- Cho đến hiện tại, **Việt Nam là một trong các nước có được kết quả đàm phán với Mỹ**, với mức thuế đối ứng 20% và 40% lên hàng “chuyển tải”. Điều này giúp giảm đi tính bất định đối với môi trường vĩ mô.
- **Quá trình đổi mới trong nước được tăng tốc với môi trường pháp lý, đầu tư và kinh doanh thay đổi nhanh chóng** trong nửa đầu năm là một điểm nổi bật của bức tranh vĩ mô. Tác động từ ván cược này đối với tăng trưởng sẽ dần bộc lộ rõ hơn trong thời gian tới.

	Mục tiêu 2025	Thực hiện 2024	Thực hiện Q1/25	Thực hiện Q2/25	Thực hiện 6T25
Tăng trưởng GDP	8,0%	7,1%	7,1%	8,0%	7,5%
- Nông, lâm thủy sản	3,9%	3,3%	3,8%	3,9%	3,8%
- Công nghiệp và xây dựng	9,5%	8,2%	7,6%	9,0%	8,3%
- Dịch vụ	8,1%	7,4%	7,8%	8,5%	8,1%
- Thuế và trợ cấp	6,1%	5,7%	5,0%	5,9%	5,4%
Chỉ số sản xuất công nghiệp	9,5%	8,4%	8,3%	10,3%	9,2%
Doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ	12,0%	9,0%	9,5%	9,0%	9,3%
Kim ngạch xuất nhập khẩu ¹	12,0%	15,4%	13,8%	19,8%	16,9%
Thặng dư thương mại (tỷ USD)	30	25	3,2	4,5	7,7
Sản xuất và nhập khẩu điện	13,0%	10,1%	4,0%	4,2%	3,0%
Đầu tư công ²	43,4%	-4,1%	19,8%	19,9%	19,8%
Đầu tư tư nhân	12,4%	7,7%	5,5%	8,9%	7,5%
FDI	10,5%	9,4%	7,1%	8,8%	8,1%
Lạm phát	5,0%	3,6%	3,2%	3,3%	3,3%
Tín dụng ³	16,0%	15,1%	17,9%	19,3%	19,3%
Tỷ giá USDVND ⁴	na	25.551	25.740	26.300	26.300

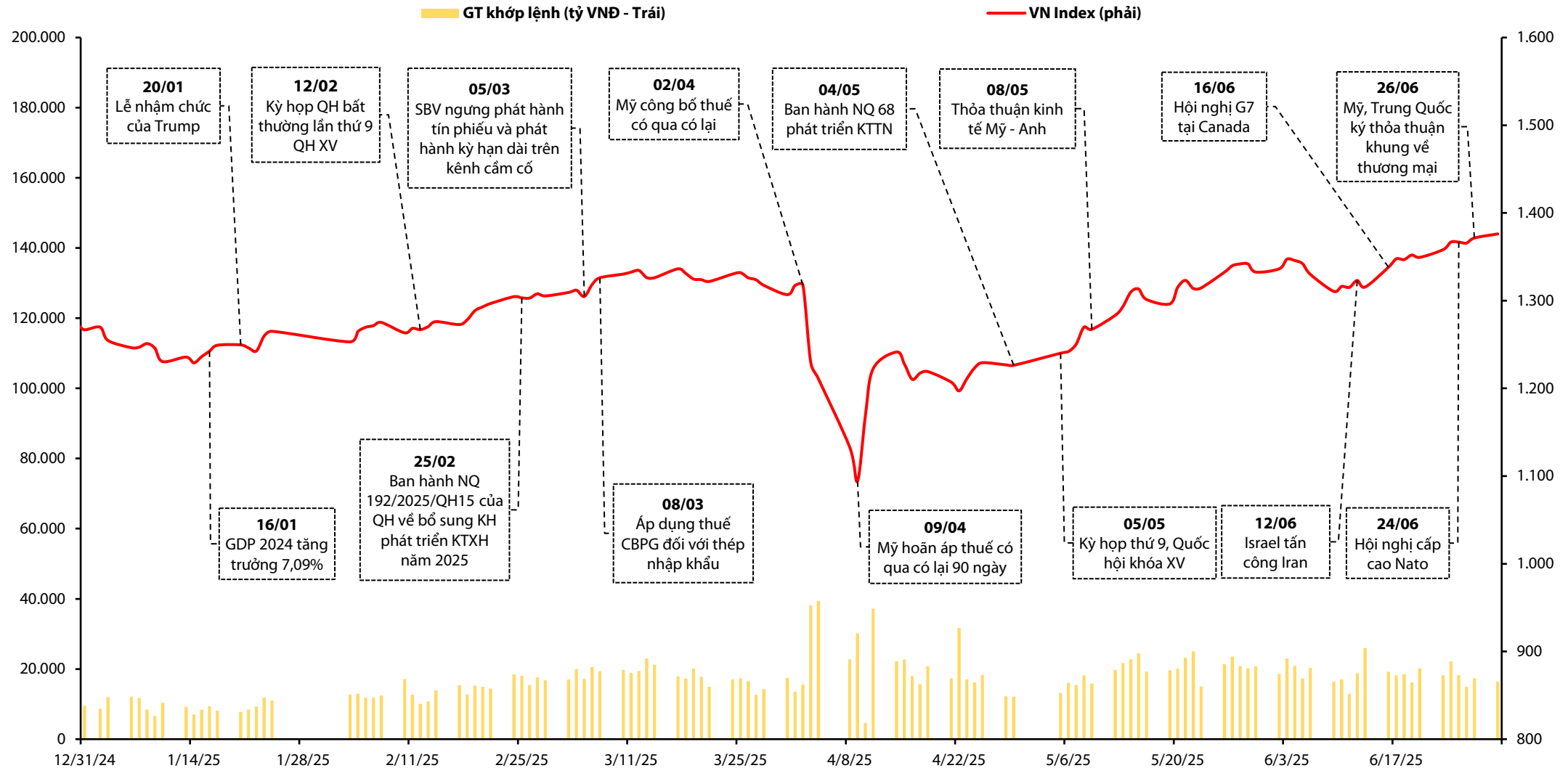
Nguồn: TCTK, NHNN, CTCK Rông Việt, ¹ xuất khẩu tăng trưởng 15,3% và nhập khẩu tăng 18,6% so với cùng kỳ trong 6T2025. ² ước tính của TCTK về vốn đầu tư thực hiện từ NSNN. Theo BTC, giải ngân vốn đầu tư công tính đến cuối tháng 6/2025 đạt hơn 281 nghìn tỷ đồng, tăng 42,7% so với cùng kỳ. ³ tính đến cuối quý. ⁴ Tỷ giá bán của VCB, cuối quý, cuối tháng và cuối năm.

Kết thúc phiên giao dịch ngày 30/06/2025, VN-Index đóng cửa tại 1.376,07 điểm, tăng 8,6% so với đầu năm, ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội so với phần lớn các thị trường khu vực. Thanh khoản bình quân trên sàn HOSE đạt 17.129 tỷ đồng/phiên (+26,3% so với H2.2024), phản ánh sự trở lại mạnh mẽ của dòng tiền đầu cơ, đặc biệt từ nhóm nhà đầu tư cá nhân. Trái ngược, HNX-Index đạt 229,22 điểm giảm nhẹ 0,8%, trong khi UpCOM Index đạt 100,84 điểm tăng 6,1% so với đầu năm. Tuy vậy, thanh khoản trên cả hai sàn đều tăng trưởng tích cực với HNX đạt 646 tỷ đồng/phiên và UpCOM đạt 1.111 tỷ đồng/phiên (-4,2% và +20,4% so với H2/2024).

Tính chung 6 tháng đầu năm, khối ngoại tiếp tục duy trì vị thế bán ròng mạnh mẽ, tổng giá trị bán ròng lên tới 39.836 tỷ đồng qua cả kênh khớp lệnh lẫn thỏa thuận, tập trung chủ yếu vào nhóm công nghệ (FPT: -9.306 tỷ), bất động sản (VIC: -6.064 tỷ, VHM: -4.323 tỷ). Động thái này chủ yếu xuất phát từ lo ngại bất định leo thang liên quan tới chính sách thương mại toàn cầu khiến cho triển vọng tăng trưởng toàn cầu chậm lại và rủi ro lạm phát có thể trở lại tại nhiều nền kinh tế lớn khiến dòng tiền ngoại chủ động cơ cấu lại danh mục, giảm tỷ trọng tại các thị trường cận biên, mới nổi như Việt Nam. Dòng tiền nội, đặc biệt là từ nhà đầu tư cá nhân, tiếp tục giữ vai trò then chốt duy trì cân bằng cung – cầu và là động lực chính giúp thị trường trụ vững. Một vài điểm nhấn thị trường trong nửa đầu năm 2025 gồm:

- Ngày 19/02/2025, Quốc hội thông qua Nghị quyết 192/2025/QH15, bổ sung kế hoạch phát triển KT-XH với mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 8% trong năm 2025. Chính phủ đặt trọng tâm vào kiểm soát lạm phát dưới 4,5%, cải cách thể chế, thúc đẩy đổi mới sáng tạo, tái cơ cấu ngành công nghiệp, nâng cao năng suất và khả năng cạnh tranh. Kết quả, GDP 6T2025 tăng 7,52%, cao nhất kể từ 2011, CPI bình quân 3,27% và lạm phát cơ bản tăng 3,16%. Đây là yếu tố then chốt củng cố niềm tin nhà đầu tư vào nền tảng vĩ mô ổn định.
- Ngày 04/05/2025, Bộ Chính trị ban hành Nghị quyết 68-NQ/TW, nâng tầm vai trò khu vực kinh tế tư nhân với mục tiêu 2 triệu doanh nghiệp hoạt động vào 2030, đóng góp trên 60% GDP vào năm 2045. Nghị quyết 68/NQ-CP và các văn bản liên quan đã tập trung vào việc giảm chi phí, mở rộng ưu đãi, khuyến khích chuyển đổi số và đổi mới sáng tạo cho doanh nghiệp vừa và nhỏ. Các biện pháp như gia hạn thuế VAT, thuế TNDN, tiền thuê đất đến hết 2025 (Nghị định 82/2025/NĐ-CP); duy trì thuế VAT ưu đãi 8% đến cuối năm 2026 là động lực trực tiếp thúc đẩy sức cầu nội địa và hỗ trợ dòng tiền doanh nghiệp.
- Chính phủ triển khai kế hoạch tái cơ cấu đơn vị hành chính, giảm số tỉnh từ 63 xuống 34 và xóa cấp huyện từ ngày 01/07/2025. Mô hình chính quyền hai cấp (tỉnh, xã) nhằm tinh gọn bộ máy, nâng hiệu quả quản lý, giảm chi phí hành chính, thúc đẩy cải thiện môi trường đầu tư, tạo thuận lợi cho doanh nghiệp tiếp cận nguồn lực. Việc sáp nhập các bộ từ 18 xuống 14 và giảm số cơ quan cấp bộ từ 4 xuống 3 kể từ 01/03/2025 cũng là nỗ lực tăng hiệu quả quản trị, giảm trùng lặp chức năng.
- Ngày 02/04/2025, Tổng thống Mỹ Donald Trump tuyên bố áp thuế đối ứng 46% đối với các nước thặng dư thương mại lớn với Mỹ, trong đó có Việt Nam. Sau nhiều vòng đàm phán, một thỏa thuận thương mại được công bố ngày 02/07/2025, giảm thuế xuống 20% cho hàng hóa Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ, đổi lại Việt Nam phải mở cửa thị trường nông sản, tăng tiêu chuẩn xuất xứ để ngăn hàng trung chuyển từ Trung Quốc (thuế lên tới 40%).
- Trong khi các NHTW lớn như ECB (cắt giảm lãi suất lần thứ 7/8 kỳ họp gần nhất, xuống 2,25%), các NHTW lớn khác đều phát tín hiệu nói lỏng để kích thích phục hồi kinh tế, thì Fed vẫn duy trì lãi suất ở 4,25%–4,5%, khẳng định lập trường độc lập, ưu tiên kiểm soát lạm phát và ổn định vĩ mô bất chấp sức ép từ Nhà Trắng. Điều này tạo ra biến động mạnh trên thị trường tỷ giá, dòng vốn toàn cầu.

VN Index, tháng 01/2025 - 06/2025



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

TRIỂN VỌNG KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

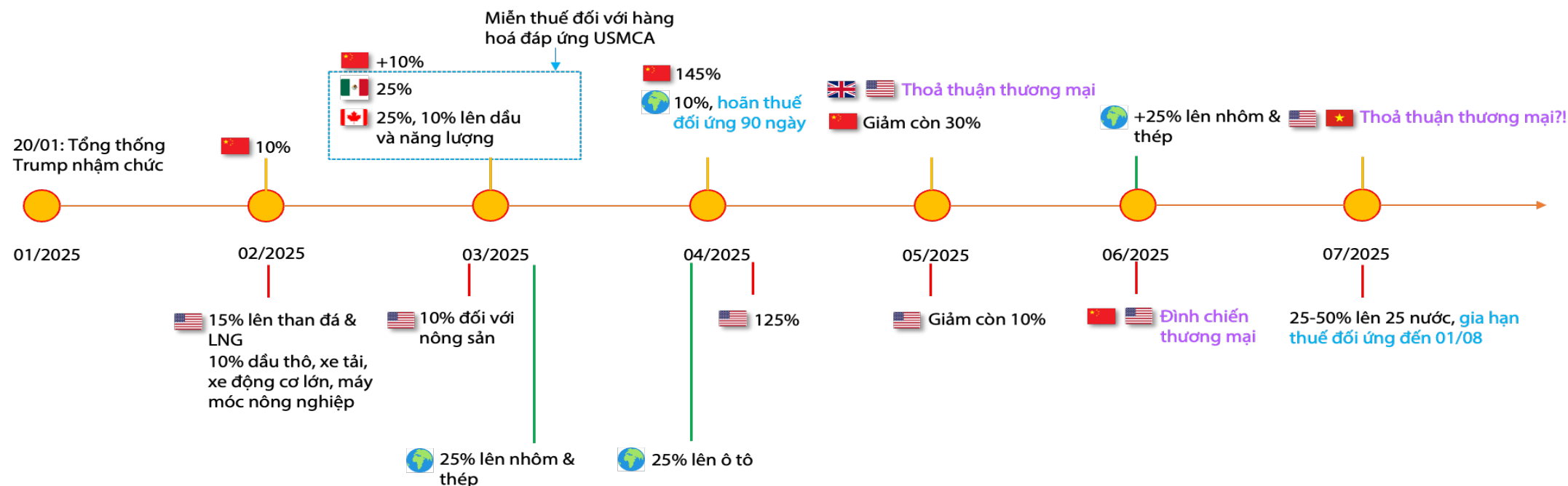
“Cải cách và thích ứng”

- Bức tranh vĩ mô trong 6-12 tháng tới của nền kinh tế Việt Nam sẽ xoay quanh hai từ khoá: “Cải cách” và “Thích ứng”, với trọng tâm là cải cách nội lực là yếu tố then chốt giúp nền kinh tế thích ứng trước sức ép bên ngoài. Trong phần viết này, chúng tôi phân tích ba chủ điểm chính trước khi đi đến những kết luận về triển vọng kinh tế gồm:
 - 1. Thích nghi với môi trường bất định:** Việc sớm chốt được thoả thuận thương mại với Mỹ giúp điều hướng môi trường vĩ mô giảm bớt đi tính bất định. Đồng thời, điểm tích cực mà chúng tôi nhận diện đối với chính sách thuế quan là động lực xuất khẩu chưa bị ảnh hưởng mạnh nhờ thời gian trì hoãn thuế đối ứng trong năm 2025 và thiếu thông tin trong việc thực thi khái niệm “hàng chuyển tải”. Dù vậy, chính sách thuế quan của Mỹ vẫn khó lường, thiếu rõ ràng đặc biệt là trong cách thức xác định khái niệm “hàng chuyển tải”.
 - 2. Chính sách tiền tệ Việt Nam trong xu hướng nới lỏng tiền tệ toàn cầu:** Trước kỳ vọng Fed sẽ cắt giảm lãi suất từ Q4/2025, NHNN Việt Nam sẽ có không gian để thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ. Vàng và cổ phiếu là các kênh tài sản có xác suất tăng giá trong các chu kỳ nới lỏng tiền tệ của Fed, đặc biệt trong bối cảnh không có suy thoái kinh tế. Trong khi đó, USD thường có xu hướng giảm, điều này sẽ phần nào giúp giảm áp lực mất giá của tiền đồng.
 - 3. Cải cách trong nước là động lực cho tăng trưởng trong trung-dài hạn:** Về bản chất, công cuộc đổi mới hiện nay nhằm mục đích nâng cao năng suất toàn xã hội, khi các động lực cũ đã dần cạn kiệt. **Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng nền kinh tế vẫn tiếp tục tăng trưởng dựa vào vốn, đặc biệt là vốn đầu tư công.** Trong khi thể chế cần thời gian để thay đổi thì **các cơ chế đặc thù hiện diện trong quá trình đổi mới có thể được xem là các lực đẩy bổ sung**, có thể triển khai nhanh và tác động sớm đến triển vọng tăng trưởng.

- **Môi trường vĩ mô được điều hướng theo hướng giảm bớt sự không chắc chắn** do Việt Nam là một trong những quốc gia đầu tiên chốt được thoả thuận thương mại với Mỹ. Tuy nhiên, tính bất định vẫn còn khi cần có thời gian để đàm phán chi tiết và làm rõ khái niệm hàng “chuyển tải”.
- **Trường hợp các nước nhận thuế đối ứng ban đầu hoặc thuế công bố gần nhất thì Việt Nam sẽ nằm ở mức thấp nhất trong khu vực châu Á.** Việc giảm lưu lượng hàng “chuyển tải” có thể gây bất lợi cho Việt Nam trong ngắn hạn, nhưng chênh lệch thuế quan dai dẳng về lâu dài có thể thúc đẩy xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng mà Việt Nam đang được hưởng lợi. Đặc biệt khi Việt Nam vẫn có mức thuế thấp hơn Trung Quốc ở những mặt hàng không được coi là “chuyển tải”.
- **Dù vậy, chúng ta vẫn chưa có cơ sở chắc chắn về mức thuế của Việt Nam trong tương quan với các nước.** Trong bối cảnh đàm phán thuế quan còn phức tạp, doanh nghiệp FDI sẽ thận trọng trong quyết định đầu tư hay dịch chuyển sản xuất.
- **Nhờ thời gian gia hạn và chủ động đàm phán, tác động trực tiếp của thuế quan lên tăng trưởng kinh tế của Việt Nam năm 2025 sẽ không quá lớn.** Đồng thời, hơn 30% giá trị xuất khẩu Việt Nam sang Mỹ đang được miễn thuế đối ứng, tác động tiềm tàng đến tổng xuất khẩu và GDP của Việt Nam sẽ thấp hơn nếu xét trên mức thuế có hiệu lực. Tuy nhiên, việc áp thuế đối với các mặt hàng này là rủi ro đối với triển vọng xuất khẩu và GDP của Việt Nam trong tương lai.
- **Kịch bản tích cực nhất đối với Việt Nam là Việt Nam có mức thuế thấp hơn các nước khác và khái niệm hàng “chuyển tải” không quá chặt.** Tuy thuộc vào khái niệm hàng “chuyển tải” trong thoả thuận chi tiết sau cùng mà quy mô GDP của Việt Nam bị ảnh hưởng có thể từ 1,4-2,0%*. Nếu nhóm hàng đang được miễn thuế đối ứng bị áp thuế 25% sau quá trình điều tra, ảnh hưởng tiềm tàng đến GDP của Việt Nam có thể lớn hơn, khoảng 2,1-2,7% GDP*.

** Các ước tính này đã đơn giản hoá tác động của chính sách thuế quan của Mỹ đối với quy mô GDP của Việt Nam. Thực tế sẽ phức tạp hơn vì mức độ ảnh hưởng sẽ phụ thuộc vào tác động trễ của chính sách, độ co giãn cầu theo giá nhập khẩu và chi tiết sau cùng của thoả thuận thương mại giữa Việt Nam và Mỹ.*

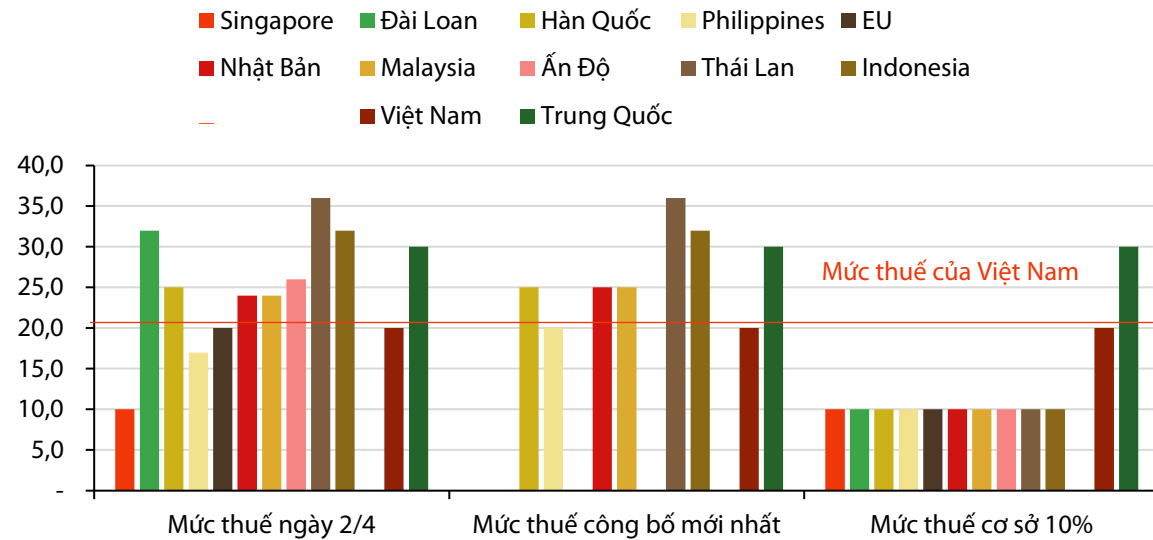
Chính sách thuế quan trong Trump 2.0



Nguồn: CTCK Rồng Việt

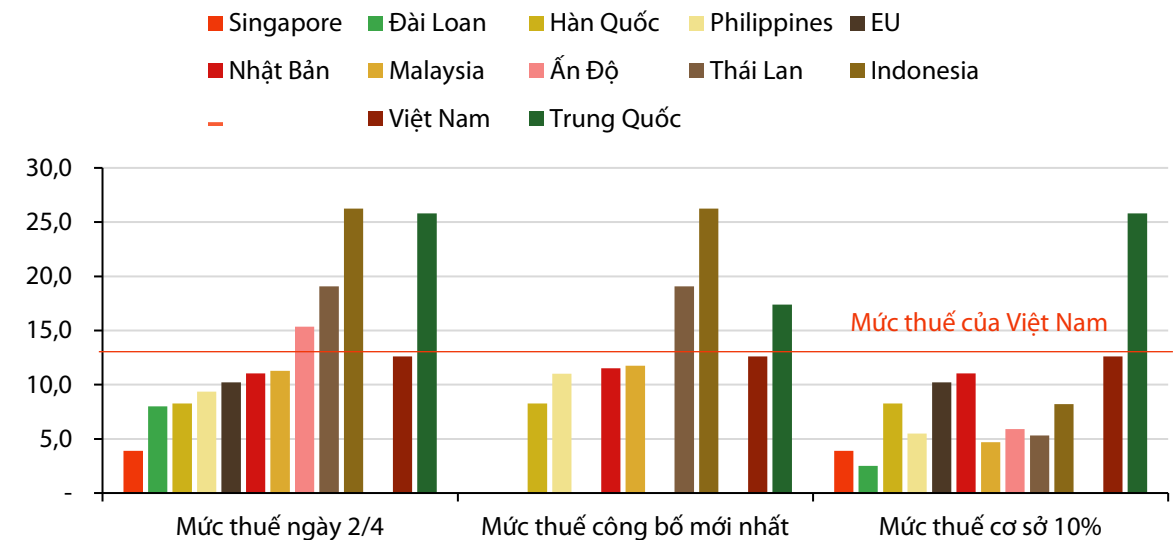
- **Mức thuế đối ứng công bố ngày 02/04 là mức đe dọa, tuy nhiên, mức 10% là mức chặn dưới.**
- **Thuế đối với mặt hàng chiến lược là không nhượng bộ** gồm nhôm, thép (50%), ô tô (25%), đồng (50%), sắp tới có thể là dược phẩm, gỗ, hàng điện tử có chất bán dẫn, một số khoáng sản quan trọng.
- Việt Nam là một trong những quốc gia đầu tiên chốt được thoả thuận thương mại với Mỹ. Tuy nhiên, thoả thuận chi tiết sẽ cần có thời gian, do đó chúng ta vẫn **chưa có thông tin đầy đủ để đánh giá tác động của chính sách thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam.**

Mức thuế công bố



Nguồn: The White House, CTCK Rồng Việt, mức thuế của Việt Nam và Trung Quốc là mức thuế đã đàm phán

Mức thuế có hiệu lực sau khi đã loại trừ hàng hoá được miễn trừ



Nguồn: Goldman Sachs, CTCK Rồng Việt, mức thuế của Việt Nam và Trung Quốc là mức thuế đã đàm phán

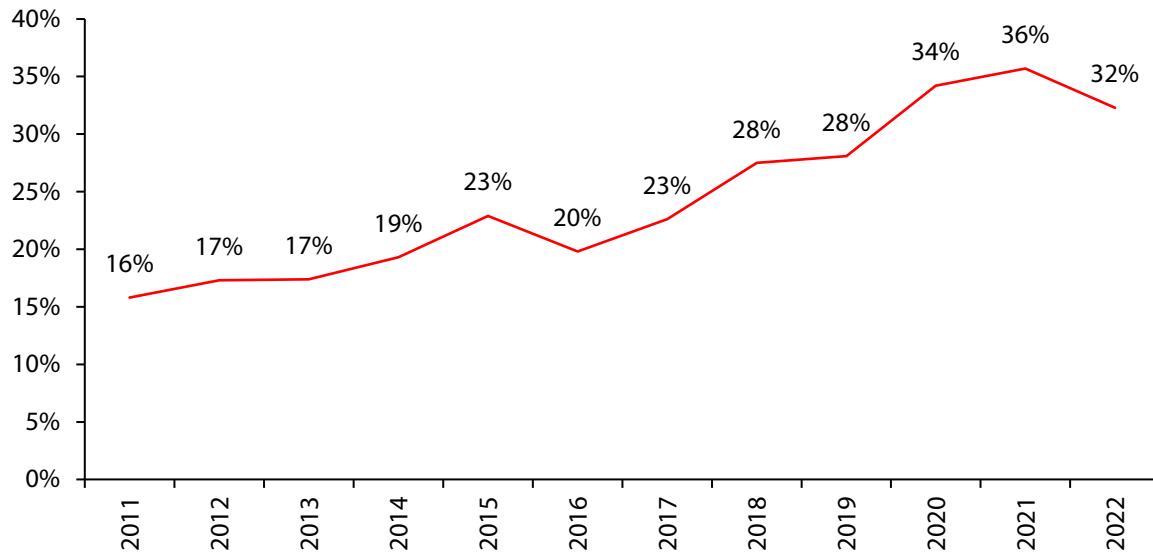
- Trường hợp các nước nhận thuế đối ứng ban đầu hoặc thuế công bố gần nhất thì **Việt Nam sẽ nằm ở mức thấp nhất trong khu vực châu Á**. Việc giảm lưu lượng hàng “chuyển tải” có thể gây bất lợi cho Việt Nam trong ngắn hạn, nhưng chênh lệch thuế quan dai dẳng về lâu dài có thể thúc đẩy xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng mà Việt Nam đang được hưởng lợi. Đặc biệt khi Việt Nam vẫn có mức thuế thấp hơn Trung Quốc ở những mặt hàng không được coi là “chuyển tải”.
- Dù vậy, chúng ta vẫn **chưa có cơ sở chắc chắn về mức thuế của Việt Nam trong tương quan với các nước**. Trong bối cảnh đàm phán thuế quan còn phức tạp, doanh nghiệp FDI sẽ thận trọng trong quyết định đầu tư hay dịch chuyển sản xuất.
- Hơn 30% hàng xuất khẩu Việt Nam đang được miễn trừ thuế đối ứng dẫn đến **mức thuế có hiệu lực thấp hơn so với mức thuế công bố**, từ đó tác động tiềm tàng đến tổng xuất khẩu và GDP của Việt Nam sẽ thấp hơn nếu xét trên mức thuế có hiệu lực.

Mức thuế của Việt Nam trong tương quan với các nước theo ngành hàng

	 Trung Quốc	 Việt Nam	 Thái Lan	 Đài Loan	 Indonesia	 Ấn Độ	 Hàn Quốc	 Malaysia	 Philippines	 Singapore
Động vật sống	55	20	36	32	32	26	25	25	20	10
Rau quả	58	20	40	34	32	28	25	26	20	10
Thực phẩm	65	25	40	41	35	32	26	32	26	10
Khoáng sản	61	20	36	32	32	26	25	25	20	10
Hoá chất/Dược phẩm	51	21	37	34	33	28	25	28	21	10
Cao su/Nhựa	58	24	37	36	33	29	25	31	20	10
Da thuộc	80	30	41	39	36	33	25	36	24	10
Gỗ	57	22	36	33	32	27	25	28	21	10
Dệt may	61	33	47	40	45	35	25	36	35	10
Giày dép	54	35	45	37	45	35	25	33	30	10
Đá quý	59	22	36	35	33	28	25	28	20	10
Kim loại	60	22	36	35	32	28	25	27	20	10
Máy móc/Điện tử	52	20	36	32	32	27	25	25	20	10
Phương tiện vận tải	65	22	36	34	33	27	25	26	20	10
Đồ chơi	43	21	36	35	32	26	25	27	20	10
Nhạc cụ	56	24	36	34	32	30	25	30	20	10
Đồ nội thất	56	20	37	33	32	28	25	25	21	10
Khác	56	21	36	33	32	27	25	25	20	10

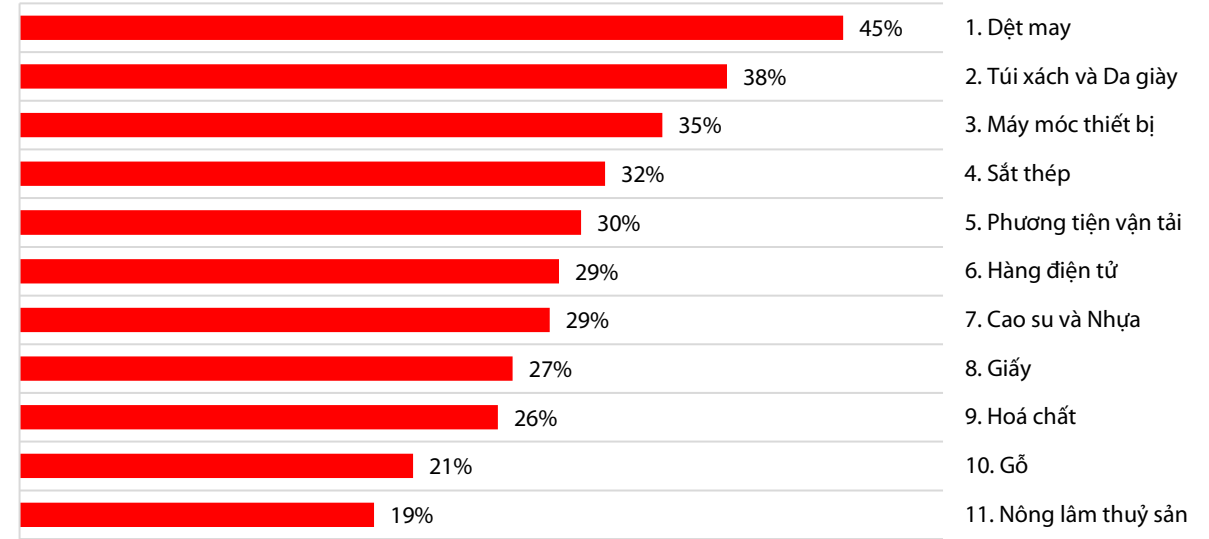
Nguồn: MUFG, CTCK Rong Việt, mức thuế trong bảng trên thuần tuý là thuế đối ứng trong công bố gần nhất, chưa xét đến việc một số hàng hoá đang được miễn trừ như máy móc/điện tử, dược phẩm, một số sản phẩm gỗ, khoáng sản và đồng.

Hàm lượng GTGT từ Trung Quốc trong xuất khẩu sang Mỹ



Nguồn: RIVA, CTCK Rồng Việt

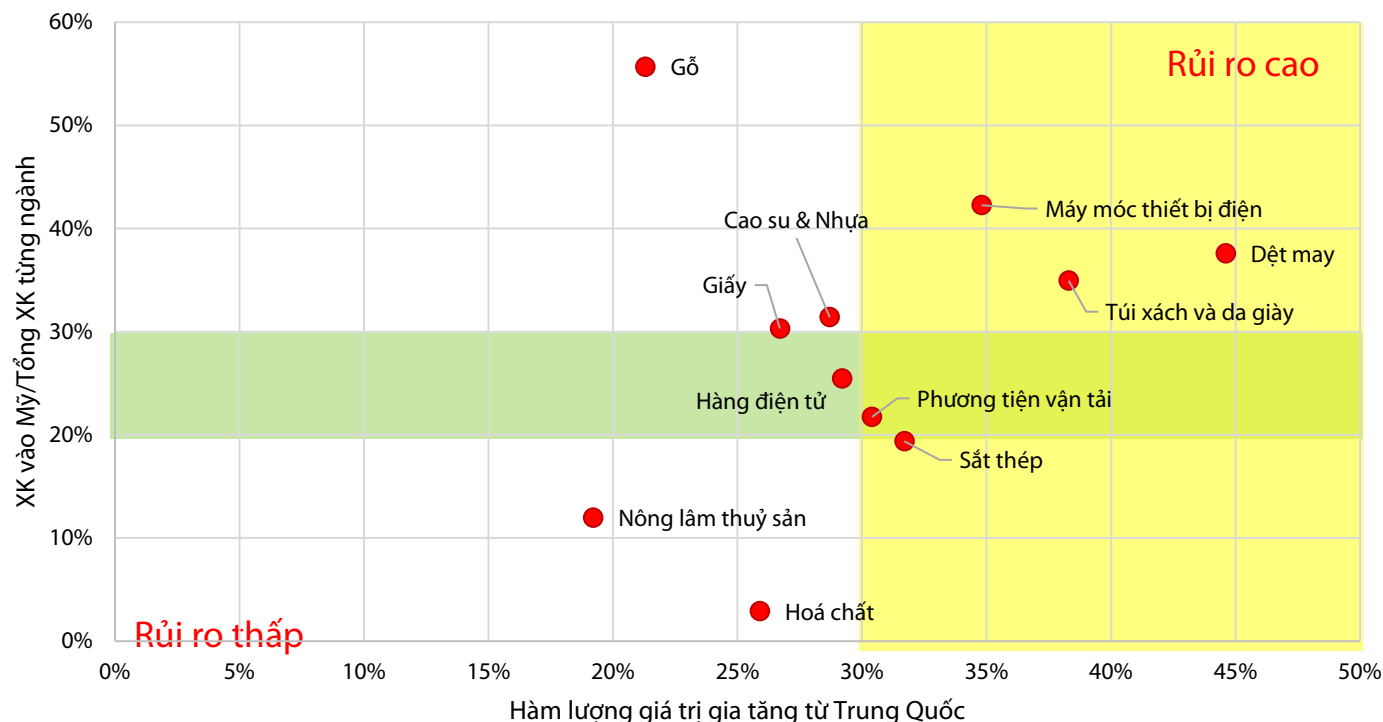
Hàm lượng GTGT từ Trung Quốc đối với từng ngành



Nguồn: RIVA, CTCK Rồng Việt

- Trong các tuyên bố thuế quan mới nhất đối với các nước khác, chính quyền Mỹ đều nhấn mạnh đến việc áp dụng mức thuế quan cao hơn đối với hàng “chuyển tải”, nhưng cũng giống như thỏa thuận với Việt Nam, cách thức định nghĩa và thực thi còn rất mơ hồ. **Chi tiết về vấn đề hàng “chuyển tải” sẽ cập nhật trong bài tiếp theo.**
- Hàm lượng GTGT từ Trung Quốc trong hàng hoá xuất khẩu sang thị trường Mỹ của Việt Nam tăng dần từ mức 23% năm 2017 lên 32% năm 2022.
- Hàng “chuyển tải” có thể được thúc đẩy bởi doanh nghiệp do Trung Quốc đầu tư, ước tính tỷ lệ hàng được coi là chuyển tải để né thuế quan có thể từ 1,8-17,5% tổng kim ngạch xuất khẩu qua Mỹ của Việt Nam năm 2021 (Iyoha, E. và cộng sự, 2024).
- Định nghĩa hàng “chuyển tải” có thể dựa vào một ngưỡng nhất định dựa trên nguồn gốc xuất xứ và các đối tác thương mại sẽ tốn chi phí và nguồn lực để tuân thủ các tiêu chuẩn này.

Mức độ rủi ro đối với mức thuế 40% theo ngành hàng



Nguồn: TCHQ, RIVA, CTCK Rồng Việt

Thị trường Mỹ được xem là trọng yếu khi tỷ trọng xuất khẩu chiếm từ 20-30% tổng xuất khẩu của mỗi ngành

Tỷ lệ nguồn gốc xuất xứ tham khảo từ hiệp định USMCA để hưởng ưu đãi thuế là 40-70% tùy loại sản phẩm, phương pháp tính và lộ trình thời gian

- Hơn 50% giá trị xuất khẩu **máy tính, điện thoại** sang Mỹ nằm trong danh mục sản phẩm có chứa chất bán dẫn đang được miễn thuế đối ứng nhưng thuộc diện có thể chịu thuế theo mục 232 trong tương lai.
- Nhóm hàng **nông nghiệp và thủy sản có rủi ro thấp nhất** do đây là nhóm hàng có tỷ trọng hàm lượng giá trị gia tăng từ Trung Quốc thấp nhất.
- Theo ngành nghề, các **ngành dệt may, túi xách và da giày** là nhóm hàng phụ thuộc nhiều vào nguyên vật liệu Trung Quốc. Tuy nhiên, đây cũng là nhóm **có sự hiện diện lớn hơn của doanh nghiệp nội** so với doanh nghiệp FDI nên kỳ vọng sẽ **giảm được rủi ro bị áp thuế 40%**.
- Nhóm máy móc thiết bị điện (chủ yếu là laptop, màn hình) là ngành dễ bị tổn thương nhất** nếu khái niệm “chuyển tải” siết chặt hàng hoá theo hướng phụ thuộc vào nguồn nguyên vật liệu Trung Quốc và doanh nghiệp do Trung Quốc đầu tư.

Dù đã có được kết quả sơ bộ về thoả thuận thương mại, tính bất định của chính sách thuế quan vẫn còn phụ thuộc vào: 1. Mức thuế của VN trong tương quan với các nước khác và 2. Khái niệm hàng “chuyển tải”. 4 khả năng được chúng tôi xem xét và tác động của chúng thể hiện trong bảng dưới đây:

	KB 1	KB 2	KB 3	KB 4
Mức thuế 20% trong tương quan với các nước khác	Thấp hơn	Cao hơn	Thấp hơn	Cao hơn
Khái niệm hàng “chuyển tải”	Chặt	Chặt	Lỏng	Lỏng
Tác động đối với xuất khẩu	Tiêu cực	Rất Tiêu cực	Không đáng kể	Tiêu cực nhẹ
Tác động đối với FDI	Tích cực ở nhóm hàng không bị coi là “chuyển tải”	Tiêu cực (dịch chuyển chuỗi cung ứng dựa trên lợi thế thuế quan)	Tích cực (tiếp tục thu hút được dòng vốn đầu tư)	Tiêu cực nhẹ (dịch chuyển chuỗi cung ứng dựa trên lợi thế thuế quan)
Tác động đối với ngành	Tiêu cực đối với nhóm hàng bị coi là “chuyển tải” Tích cực đối với ngành có tỷ lệ nội địa hoá cao	Tiêu cực đối với nhóm hàng bị coi là “chuyển tải” và các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực sang thị trường Mỹ	Tích cực	Tiêu cực nhẹ
Tác động tổng thể	Tiêu cực	Tiêu cực	Tích cực	Tiêu cực nhẹ
Rủi ro/Cơ hội	Giữ chân được dòng vốn FDI và nâng cấp/đa dạng hoá chuỗi cung ứng.	Sức ép buộc phải nâng cao tỷ lệ nội địa hoá và ngăn chặn việc chuyển tải.	Thu hút được dòng vốn FDI mới.	Nếu mức chênh lệch cao hơn là không đáng kể, VN vẫn có thể tận dụng các lợi thế khác để thu hút dòng vốn FDI.

	Kịch bản Xấu	Kịch bản Trung bình	Kịch bản Tốt
Mức thuế 20% trong tương quan với các nước khác	Thấp hơn Trung Quốc & cao hơn một số nước khác	Thấp hơn Trung Quốc & cao hơn một số nước khác	Thấp hơn Trung Quốc & cao hơn một số nước khác
Khái niệm hàng “chuyển tải”	Chặt	Trung bình	Lỏng
Ước tính thuế có hiệu lực (hiện tại)	22%	18%	15%
Quy mô GDP có thể bị ảnh hưởng (hiện tại)	2,0%	1,6%	1,4%
Ước tính thuế có hiệu lực (tiềm năng)	30%	26%	23%
Quy mô GDP có thể bị ảnh hưởng (tiềm năng)	2,7%	2,3%	2,1%

Nguồn: OECD, Tax Foundation, CTCK Rông Việt

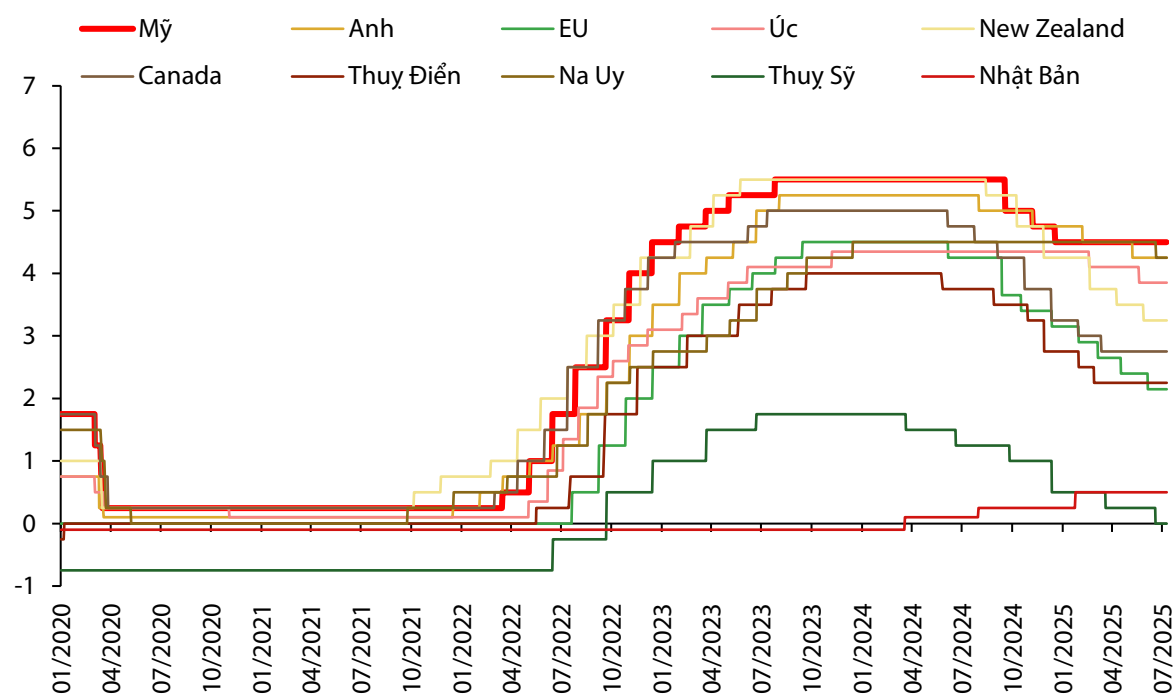
Lưu ý:

- Ước tính trên dựa trên giả định GTGT nhờ xuất khẩu vào thị trường Mỹ của Việt Nam là 12% GDP, độ co giãn của cầu theo giá nhập khẩu là -0,75, hàm ý mức thuế 20% khiến lượng nhập khẩu giảm 15%.
- Các ước tính này nhằm đơn giản hoá tác động của chính sách thuế quan của Mỹ đối với quy mô GDP của Việt Nam. Thực tế sẽ phức tạp hơn vì mức độ ảnh hưởng sẽ phụ thuộc vào tác động trực của chính sách, độ co giãn cầu theo giá nhập khẩu sẽ không phải là một số cố định mà thay đổi theo thời gian và khác biệt đối với từng ngành nghề cũng như chi tiết sau cùng của thoả thuận thương mại giữa Việt Nam và Mỹ.

- Tùy thuộc vào khái niệm hàng “chuyển tải” trong thoả thuận chi tiết sau cùng mà quy mô GDP của Việt Nam bị ảnh hưởng có thể từ 1,4-2,0%.
- Hơn 30% giá trị xuất khẩu sang Mỹ nằm trong danh mục sản phẩm được miễn thuế đối ứng gồm sản phẩm có chất bán dẫn, dược phẩm, gỗ, đồng, một số loại khoáng sản. Nếu nhóm hàng này bị áp thuế 25% sau quá trình điều tra, ảnh hưởng tiềm tàng đến GDP của Việt Nam có thể lớn hơn, khoảng 2,1-2,7% GDP.

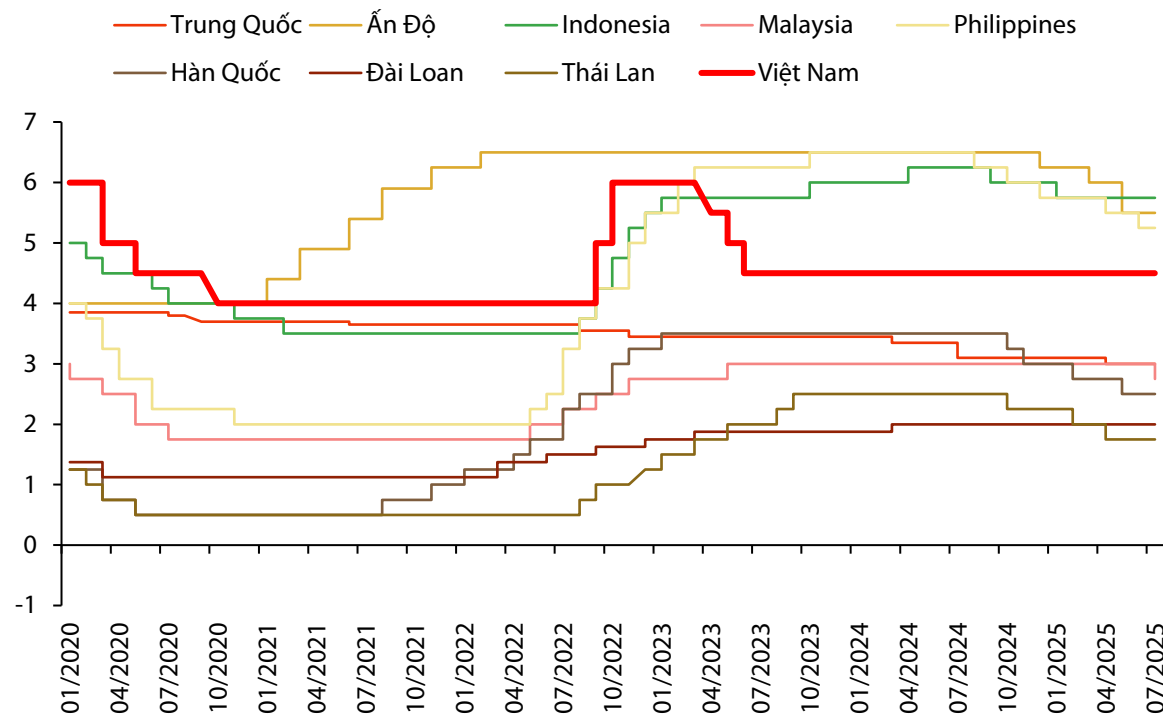
- Các NHTW đang trong chu kỳ nới lỏng tiền tệ, trừ Nhật Bản là ngoại lệ thì Fed thuộc nhóm thận trọng nhất trong chu kỳ cắt giảm lãi suất lần này. **Việc Fed cắt giảm thêm lãi suất sẽ giúp ích cho các NHTW châu Á trong việc nới lỏng thêm chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng.**
- Thị trường đang kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất vào tháng 9/2025, **điểm quan trọng cần theo dõi là tốc độ cắt giảm lãi suất trong 12 tháng tới** sẽ phụ thuộc vào tác động của thuế quan và chính sách nới lỏng tài khoá lên triển vọng lạm phát và thị trường việc làm.
- **Rủi ro giảm tính độc lập của Fed cũng là điểm cần quan tâm của chu kỳ cắt giảm lãi suất lần này** với khả năng Tổng thống Trump bổ nhiệm đồng minh chính trị làm Chủ tịch khi nhiệm kỳ của ông Jerome Powell kết thúc vào tháng 5/2026. Việc Fed kém độc lập hơn sẽ làm giảm sức hấp dẫn của đồng USD và trái phiếu Kho bạc Mỹ đối với các nhà đầu tư nước ngoài.
- **Dòng vốn đầu tư vào thị trường mới nổi được hưởng lợi từ chu kỳ nới lỏng tiền tệ lần này của Fed** dựa trên giả định đồng USD trở nên kém hấp dẫn và các tài sản định giá bằng đồng USD bị đòi hỏi một mức phần bù rủi ro cao hơn trong môi trường bất định về thuế quan và nợ công kém bền vững của Mỹ.
- Trong xu hướng giảm hiện tại của đồng USD kết hợp với ảnh hưởng từ chính sách thuế quan, chúng tôi kỳ vọng **tiền đồng có thể mất giá trong biên độ kiểm soát của NHNN trong năm 2025.**
- Mặc dù Fed có thể tiếp tục giảm lãi suất, chúng tôi cho rằng **NHNN sẽ không điều chỉnh giảm thêm lãi suất chính sách** trong năm nay mà tập trung hỗ trợ thanh khoản thông qua hoạt động trên thị trường mở và sử dụng các công cụ khác để điều tiết mức độ nới lỏng của chính sách tiền tệ.

Lãi suất chính sách của các NHTW nhóm G10 (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

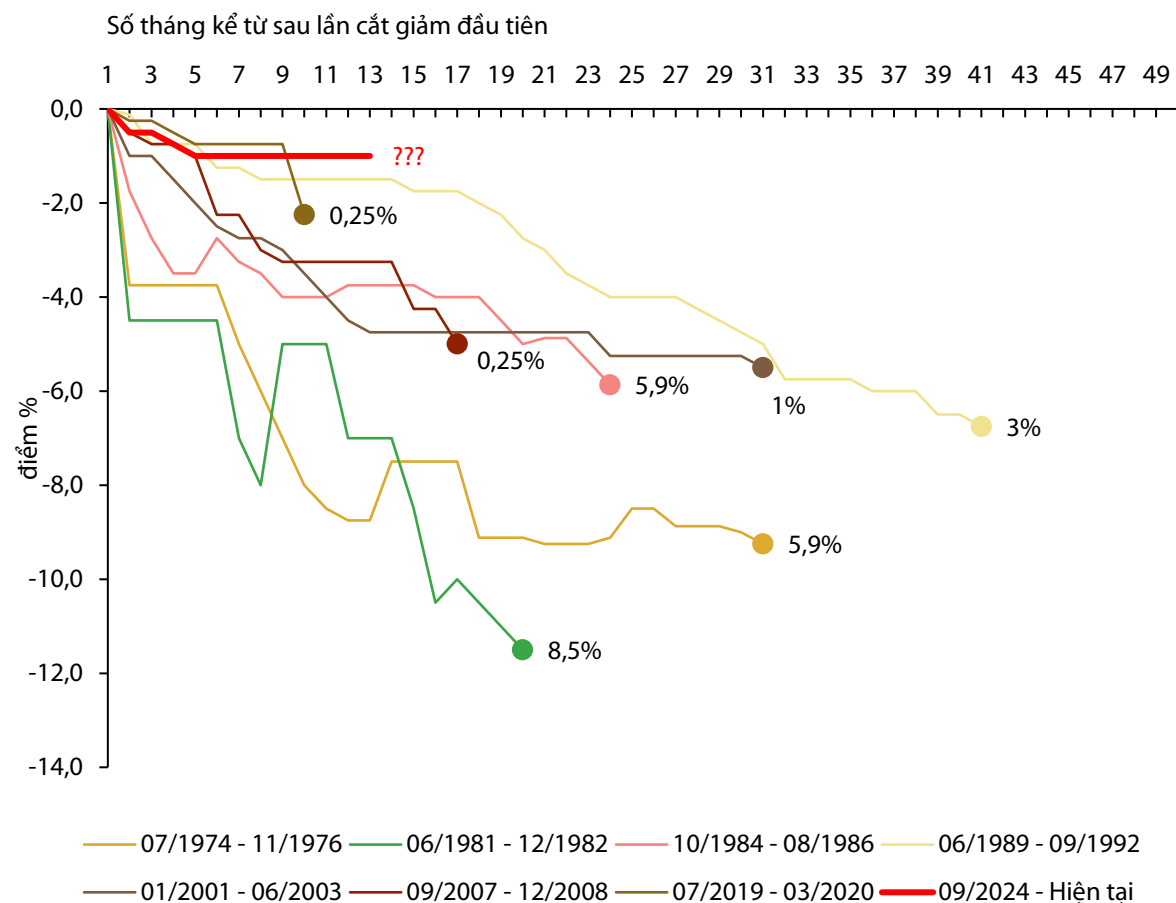
Lãi suất chính sách của các NHTW Châu Á (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Các NHTW đang trong chu kỳ nới lỏng tiền tệ, trừ Nhật Bản là ngoại lệ thì **Fed thuộc nhóm thận trọng nhất trong chu kỳ cắt giảm lãi suất lần này**. Lãi suất chính sách của Fed hiện đang ở mức cao nhất so với các nước G10. Trong khi đó, ECB gần như đã hoàn tất chu kỳ nới lỏng hiện tại với tổng mức giảm 2 điểm %.
- Thiếu vắng tín hiệu nới lỏng tiền tệ mạnh mẽ từ Fed, các NHTW châu Á vẫn đang khá dè dặt trong việc cắt giảm lãi suất. **Việc Fed cắt giảm thêm lãi suất từ quý 4/2025 sẽ giúp ích cho các NHTW châu Á trong việc nới lỏng thêm chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng.**

Các chu kỳ cắt giảm lãi suất của Fed và lãi suất cuối mỗi chu kỳ



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Thị trường đang kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất vào tháng 9/2025, **điểm quan trọng cần theo dõi là tốc độ cắt giảm lãi suất trong 12 tháng tới** sẽ phụ thuộc vào tác động của thuế quan và chính sách nới lỏng tài khoá lên triển vọng lạm phát và thị trường việc làm.
- Lãi suất chính sách cuối kỳ của Fed đang được dự báo ở mức 3,0-3,25%, cao hơn mức lãi suất cuối kỳ ở ba chu kỳ cắt giảm gần nhất, cho thấy đây không phải là một chu kỳ nới lỏng tiền tệ mạnh mẽ.
- Các chu kỳ cắt giảm lãi suất của Fed thường đi cùng với sự sụt giảm của chỉ số đồng USD** trong 12-18 tháng sau lần cắt giảm đầu tiên (xem thêm ở slide tiếp theo).
- Một biến số bổ sung của chu kỳ cắt giảm lãi suất của Fed lần này là rủi ro giảm tính độc lập của Fed** với khả năng Tổng thống Trump bổ nhiệm đồng minh chính trị làm Chủ tịch khi nhiệm kỳ của ông Jerome Powell kết thúc vào tháng 5/2026.
- Việc Fed kém độc lập hơn sẽ làm giảm sức hấp dẫn của đồng USD** và trái phiếu Kho bạc Mỹ đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

Tỷ suất sinh lời của các loại tài sản kể từ lần cắt giảm đầu tiên của Fed

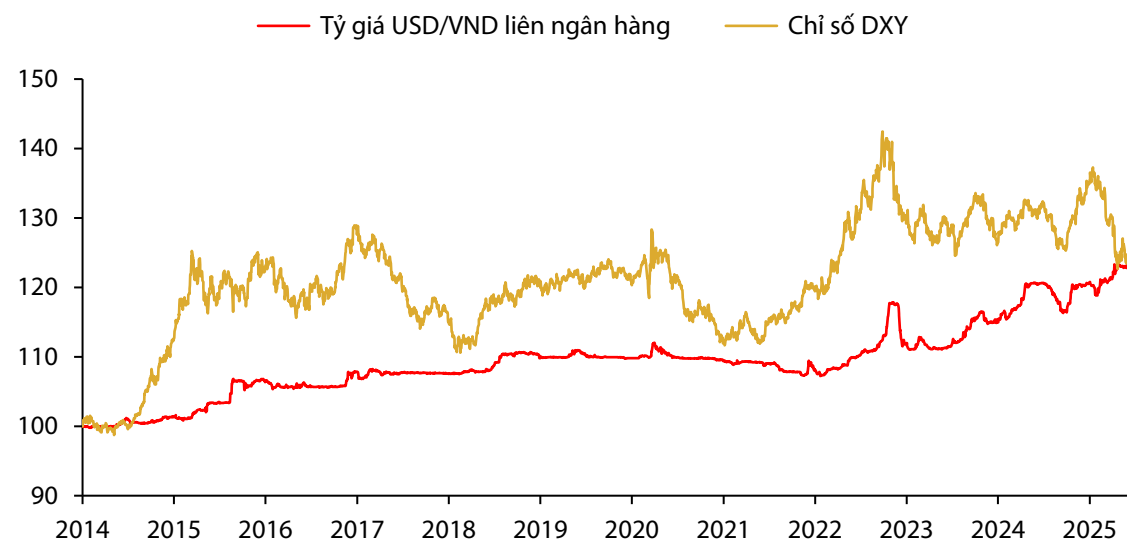
TSSL sau 12 tháng	Vàng	S&P 500	MSCI EM Index	VNIndex	DXY	Bitcoin	Hàng hoá
06/1989 - 09/1992	-2%	12%	34%	na	-4%	na	7%
01/2001 - 06/2003	3%	-24%	-30%	115%	0%	na	-17%
09/2007 - 12/2008	40%	-16%	4%	-62%	-12%	940%	35%
07/2019 - 03/2020	34%	14%	-1%	-11%	0%	12%	-16%
09/2024 - Hiện tại*	36%	14%	13%	12%	-7%	45%	7%

TSSL sau 18 tháng	Vàng	S&P 500	MSCI EM Index	VNIndex	DXY	Bitcoin	Hàng hoá
06/1989 - 09/1992	0%	4%	19%	na	-15%	na	24%
01/2001 - 06/2003	13%	-24%	-8%	72%	0%	na	-9%
09/2007 - 12/2008	31%	-41%	-45%	-71%	-1%	1009%	-33%
07/2019 - 03/2020	43%	37%	28%	17%	-7%	-10%	1%
09/2024 - Hiện tại*	36%	14%	13%	12%	-7%	45%	7%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, *10 tháng kể từ khi Fed cắt giảm lãi suất lần đầu tiên

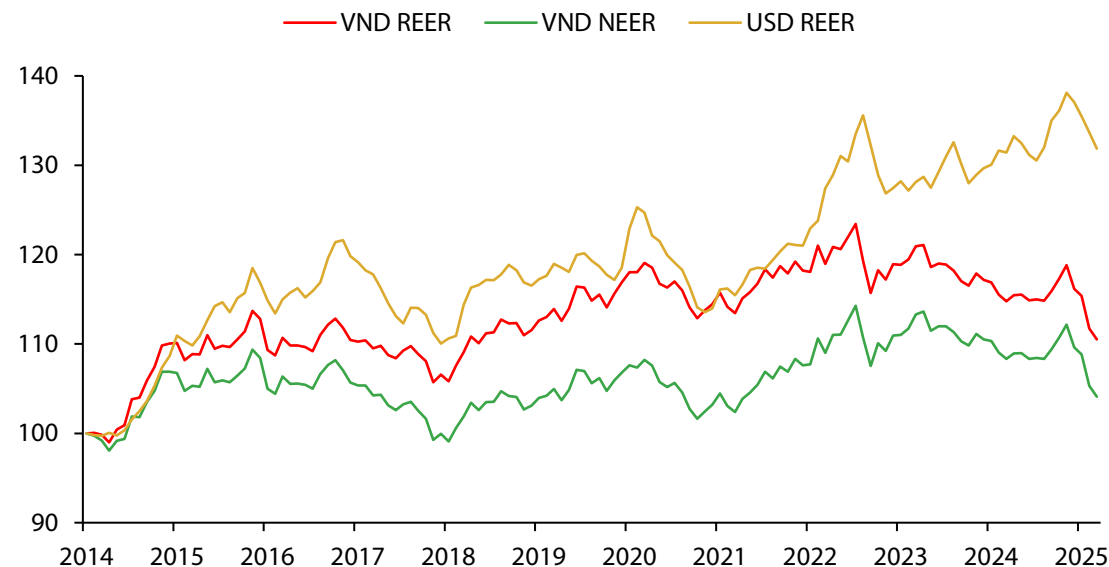
- Diễn biến tỷ suất sinh lợi các kênh đầu tư kể từ khi Fed cắt giảm lãi suất lần đầu tiên cho thấy **đồng USD thường giảm giá và vàng thường tăng giá trong các chu kỳ nới lỏng tiền tệ của Fed**. Trong chu kỳ cắt giảm lãi suất hiện tại của Fed, **tỷ suất sinh lời của thị trường cổ phiếu** (ví dụ S&P 500, MSCI EM Index và VNIndex) **đều đang ghi nhận tăng trưởng dương** sau 10 tháng kể từ lần cắt giảm lãi suất đầu tiên.
- Chúng tôi cho rằng **dòng vốn đầu tư vào thị trường mới nổi được hưởng lợi từ chu kỳ nới lỏng tiền tệ lần này của Fed** dựa trên giả định đồng USD trở nên kém hấp dẫn và các tài sản định giá bằng đồng USD bị đòi hỏi một mức phần bù rủi ro cao hơn trong môi trường bất định về thuế quan và nợ công kém bền vững của Mỹ.
- **Triển vọng nâng hạng của thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ giúp thị trường thu hút được dòng tiền đầu tư lan toả từ xu hướng này**. Tuy nhiên, quy mô dòng vốn thu hút được sẽ tùy thuộc vào mức độ rủi ro/hấp dẫn của thị trường trong tương quan với các quốc gia khác.

Tỷ giá USDVND liên ngân hàng và chỉ số DXY (2014 = 100)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

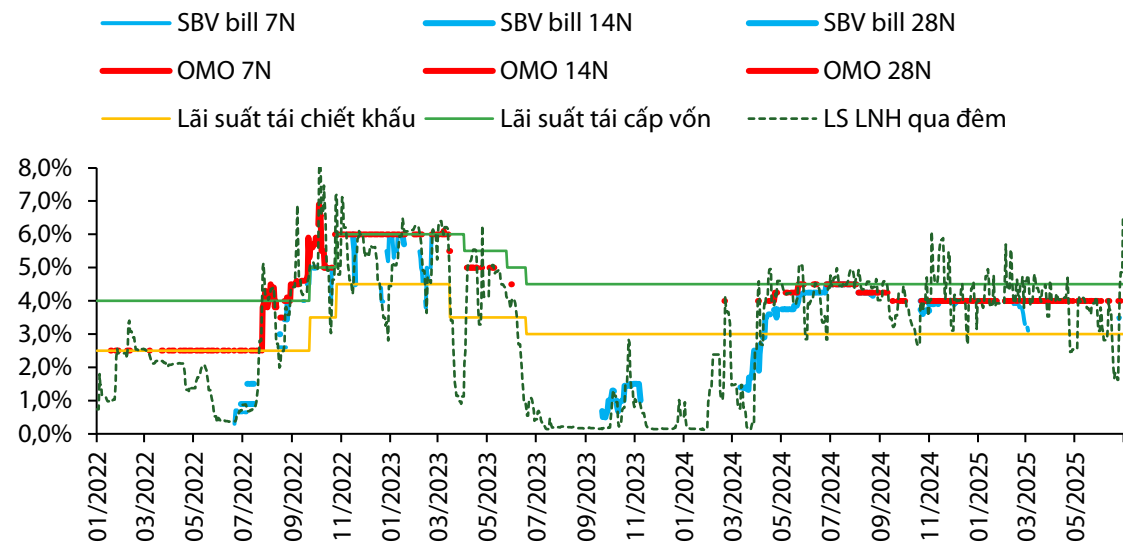
Tỷ giá có hiệu lực thực và danh nghĩa của VND (2014 = 100)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

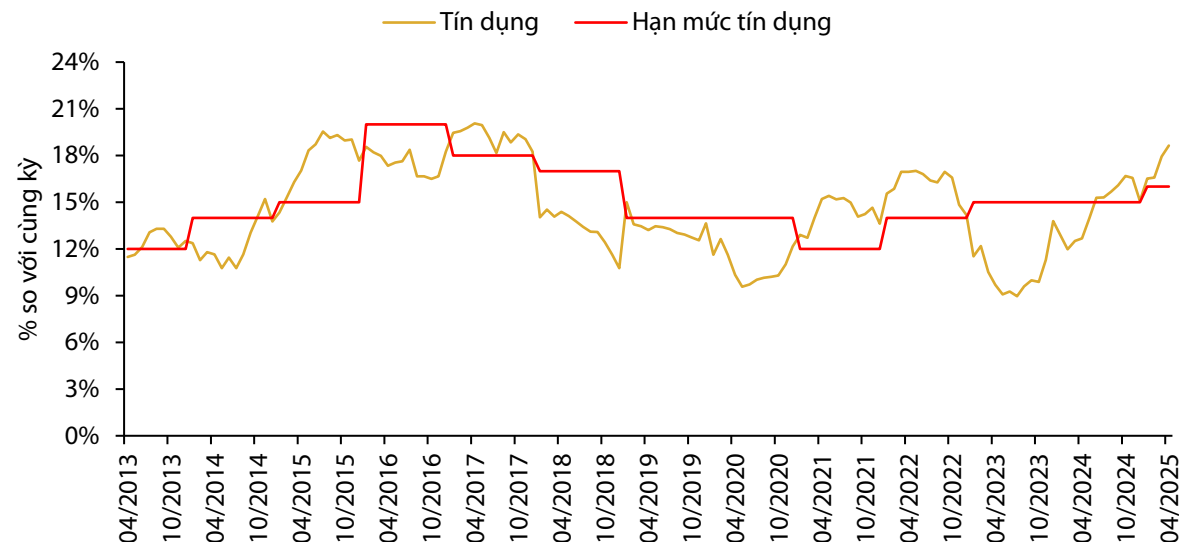
- Chỉ số DXY tăng giá thường tạo áp lực mất giá đối với tiền đồng, trái lại chỉ số DXY giảm thì tiền đồng có thể ổn định hoặc tăng giá nhẹ.
- Xét ở góc độ tỷ giá hiệu lực thực, tiền đồng đã mất giá đáng kể so với xu hướng giảm giá của đồng USD từ nửa cuối năm 2022 trở lại đây. Điều này hàm ý **áp lực mất giá của tiền đồng trong chu kỳ giảm giá của đồng USD cũng sẽ ở mức vừa phải** trừ phi xảy ra các cú sốc nội sinh (ví dụ như sự kiện SCB năm 2022) hoặc ngoại sinh (ví dụ như Việt Nam bị áp thuế cao hơn các nước khác hoặc khái niệm hàng “chuyển tải” được làm rõ hơn theo hướng không tích cực dẫn đến sự dịch chuyển dòng vốn đầu tư).
- Trong xu hướng giảm hiện tại của đồng USD kết hợp với ảnh hưởng từ chính sách thuế quan, chúng tôi kỳ vọng **tiền đồng có thể mất giá trong biên độ kiểm soát của NHNN trong năm 2025**.

Lãi suất điều hành của NHNN



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

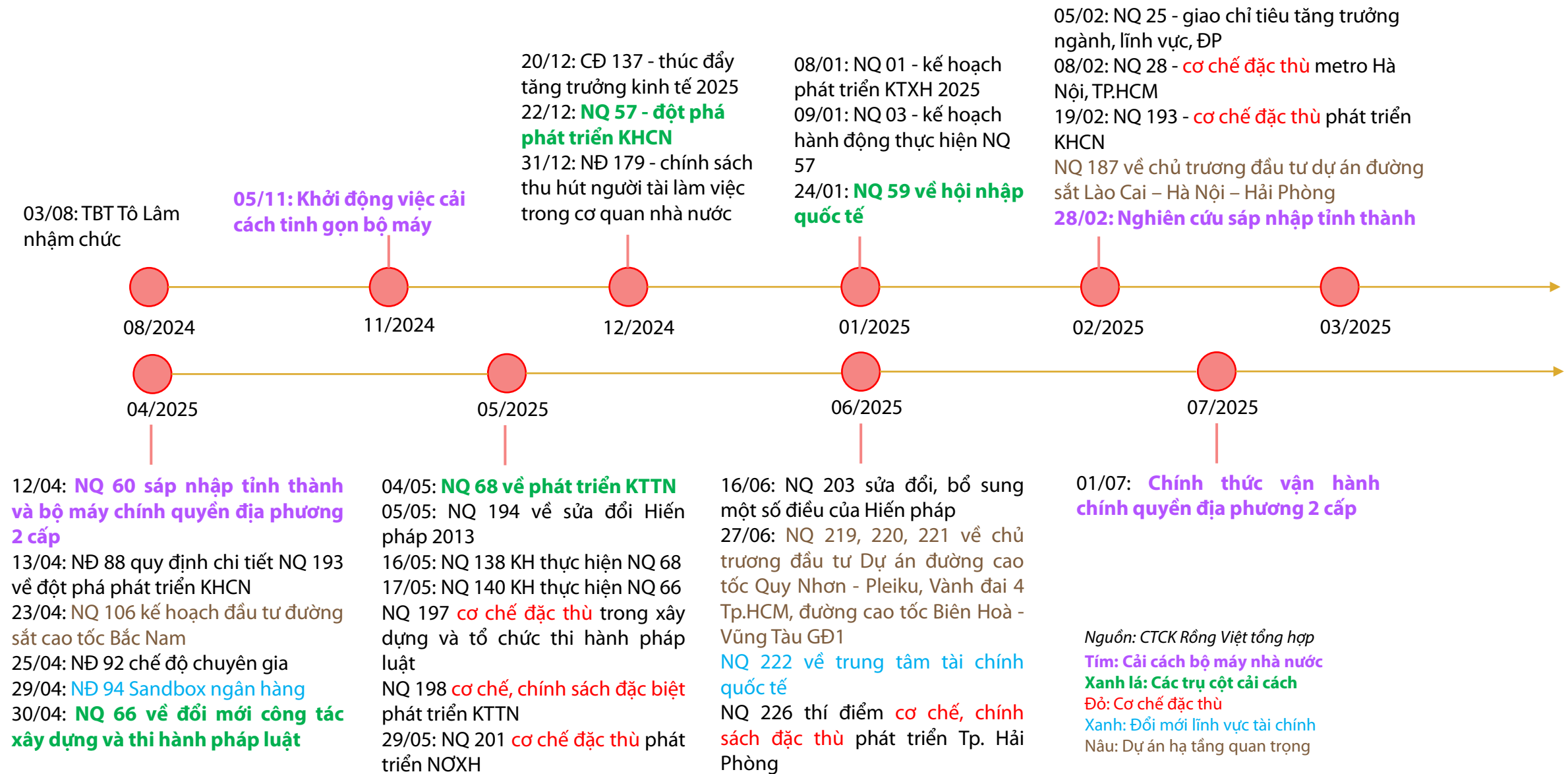
Tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng



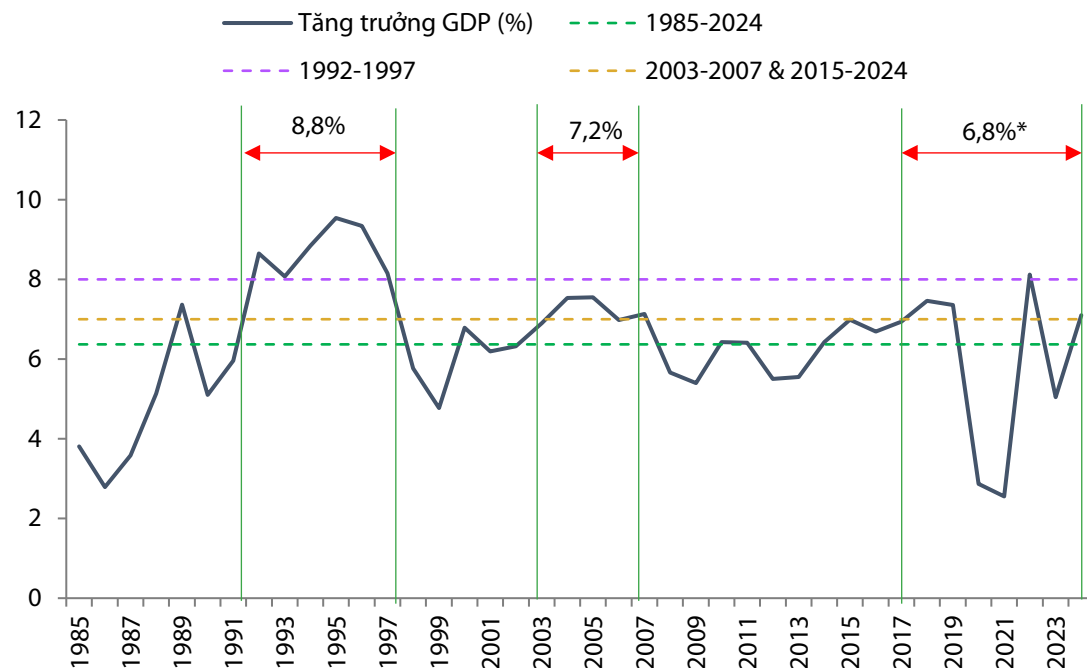
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

- Hiện tại lãi suất chính sách đang neo ở mức cao hơn 50 điểm cơ bản so với mức thấp kỷ lục của giai đoạn Covid-19. Mặc dù Fed có thể tiếp tục giảm lãi suất, chúng tôi cho rằng **NHNN sẽ không điều chỉnh giảm thêm lãi suất chính sách** trong năm nay mà tập trung hỗ trợ thanh khoản thông qua hoạt động trên thị trường mở do lãi suất trên thị trường mở và liên ngân hàng có tính truyền dẫn tốt hơn đến các biến số vĩ mô so với lãi suất chính sách.
- Bên cạnh công cụ lãi suất, NHNN cũng đang nghiên cứu **bỏ hạn mức tín dụng từ năm 2026**, song song với việc **sửa đổi về tỷ lệ an toàn vốn và quy định xếp hạng tổ chức tín dụng** nhằm cân bằng mục tiêu thúc đẩy tín dụng nhưng vẫn đảm bảo an toàn hệ thống. (Xem thêm triển vọng chính sách tiền tệ ở Triển vọng kinh tế nửa cuối năm 2025 và nửa đầu năm 2026, [trang 38](#))

- Môi trường áp lực từ bên ngoài và tham vọng trở thành nước thu nhập cao vào năm 2045 đã và đang thúc đẩy một **cuộc đổi mới rất quan trọng trong nước**. Một trong những điểm quan trọng của quá trình đổi mới lần này chính là sự nhanh chóng và sốt sắng, với sự quyết tâm chính trị từ cấp cao nhất.
- Về bản chất, **công cuộc đổi mới hiện nay nhằm mục đích nâng cao năng suất toàn xã hội, khi các động lực cũ đã dần cạn kiệt**.
- 3 trọng tâm của 4 trụ cột cải cách gồm: **1. Nâng cao đóng góp của yếu tố năng suất trong tăng trưởng; 2. Tháo gỡ những điểm nghẽn về pháp luật; 3. Khu vực kinh tế tư nhân dẫn dắt tăng trưởng**.
- **Trong ngắn hạn, nền kinh tế vẫn tiếp tục tăng trưởng dựa vào vốn, đặc biệt là vốn đầu tư công**. Theo ước tính của Worldbank, đầu tư công cần khoảng 7,3% GDP mỗi năm để Việt Nam trở thành nước có thu nhập cao vào năm 2045.
- Trong khi thể chế cần thời gian để thay đổi thì **các cơ chế đặc thù hiện diện trong quá trình đổi mới có thể được xem là các lực đẩy bổ sung**, có thể triển khai nhanh và tác động sớm.
- **Việc cải cách thể chế cần thời gian để đem lại kết quả về tăng trưởng**. Ước lượng từ một nghiên cứu năm 2023 cho thấy chỉ số PCI (một đại lượng đo lường chất lượng thể chế) khi tăng 1 điểm sẽ giúp TFP tăng thêm 1,95 điểm %.
- Chúng tôi tin rằng **cải cách mang đến nhiều cơ hội**, những khía cạnh có thể chạm tới đầu tiên của công cuộc cải cách hiện nay có thể tập trung ở lĩnh vực ngân hàng, công nghệ, bất động sản, vật liệu xây dựng, v.v...

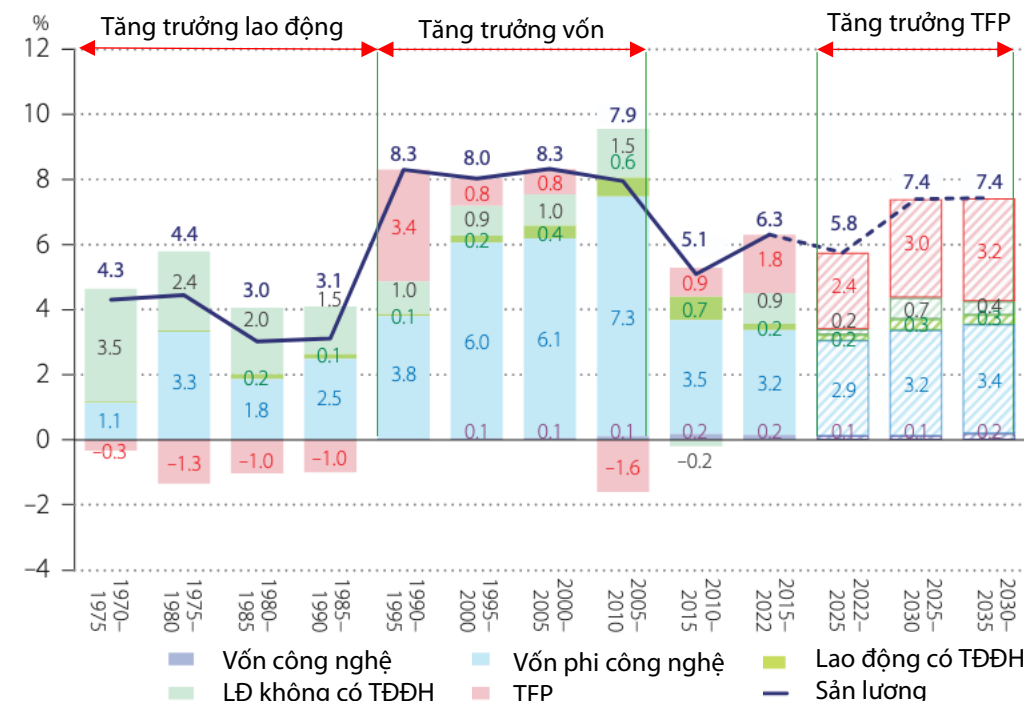


Các giai đoạn tăng trưởng GDP của Việt Nam



Nguồn: Worldbank, CTCK Rồng Việt, * loại trừ giai đoạn Covid-19

Tăng trưởng sản lượng theo vốn, lao động và TFP



Nguồn: APO, CTCK Rồng Việt

- Kể từ năm 1985 đến nay, Việt Nam ghi nhận 3 giai đoạn tăng trưởng cao với tốc độ tăng trưởng trung bình giảm dần. Tăng trưởng bình quân khoảng 8,8% trong 1992-1997 là kết quả của cải cách bắt đầu từ 1986. Tiếp đến là 7,2% trong 2003-2007, giai đoạn mở cửa thị trường gia nhập WTO. Gần đây, tăng trưởng duy trì ở mức 6,8% trong 2015-2024 nếu không xét đến thời gian bị ảnh hưởng bởi cú sốc Covid.
- Phân rã theo tăng trưởng cho thấy sau giai đoạn tăng trưởng dựa vào lao động và vốn, Việt Nam sẽ phải có một giai đoạn tăng trưởng có đóng góp của yếu tố TFP nhiều hơn. Trong cấu phần tăng trưởng, **TFP là năng suất yếu tố tổng hợp phản ánh phần tăng trưởng GDP không được giải thích bởi sự gia tăng của vốn và lao động, chẳng hạn như công nghệ, quản lý, thể chế, kỹ năng lao động, ĐMST...**

Nghị quyết 57

Tạo đột phá về khoa học công nghệ và đổi mới sáng tạo

Nghị quyết 59

Quyết sách về hội nhập quốc tế trong tình hình mới

Nghị quyết 66

Cải cách thể chế nhằm xây dựng một hệ thống pháp luật hiện đại, thực chất

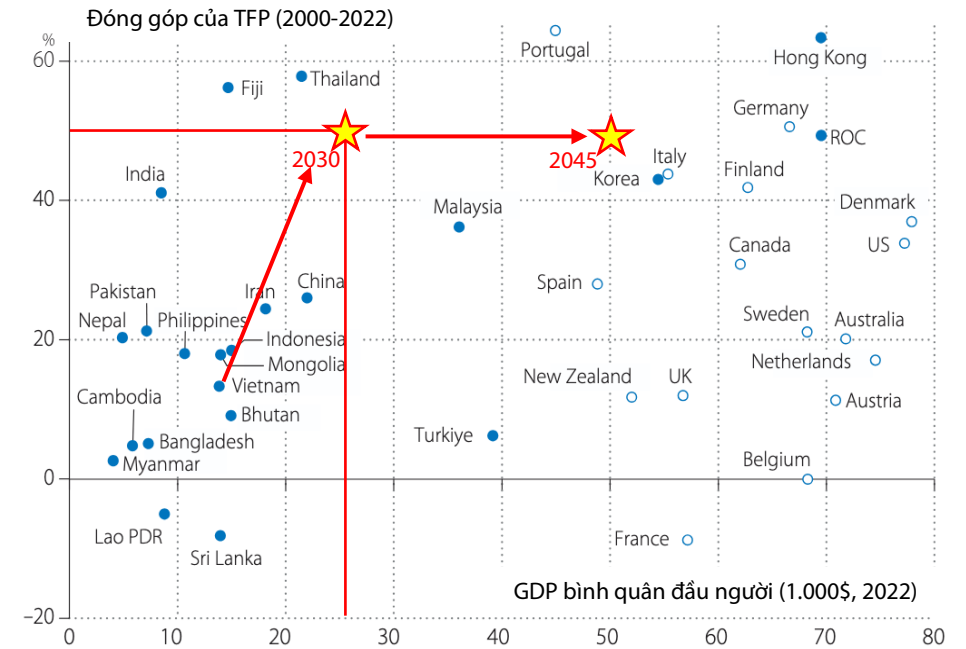
Nghị quyết 68

Phát triển kinh tế tư nhân là động lực quan trọng nhất của nền kinh tế

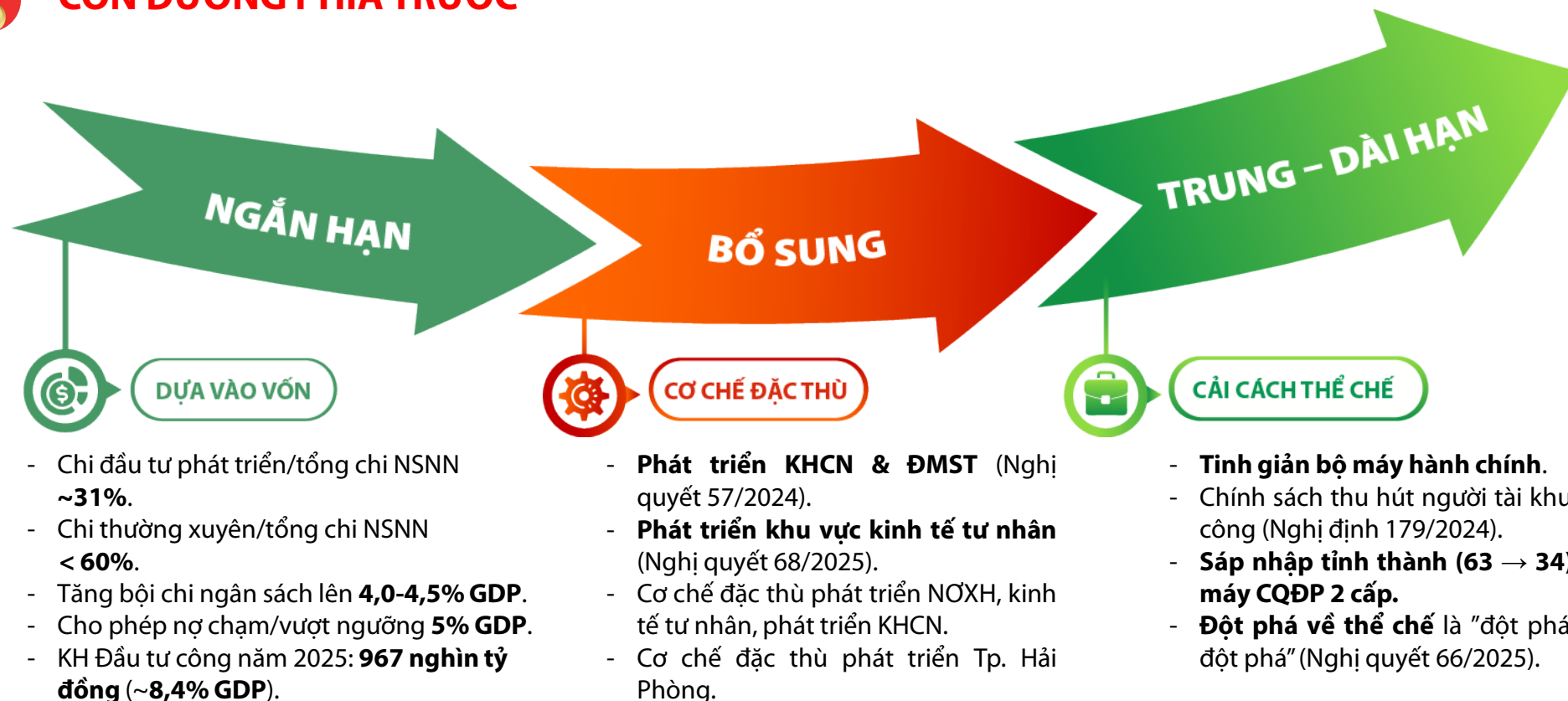
4 Nghị quyết bao hàm nhiều nội dung và mục tiêu (xem thêm Phụ lục: 4 Trụ cột của cải cách – [trang 34](#)), trong đó, chúng tôi cho rằng có 3 trọng tâm đòi hỏi cần có một bước tiến vượt bậc:

- **Nâng cao đóng góp của yếu tố năng suất trong tăng trưởng.**
- **Tháo gỡ những điểm nghẽn về pháp luật.**
- **Khu vực kinh tế tư nhân dẫn dắt tăng trưởng.**

Đóng góp của TFP và GDP bình quân đầu người



Nguồn: APO, CTCK Rồng Việt

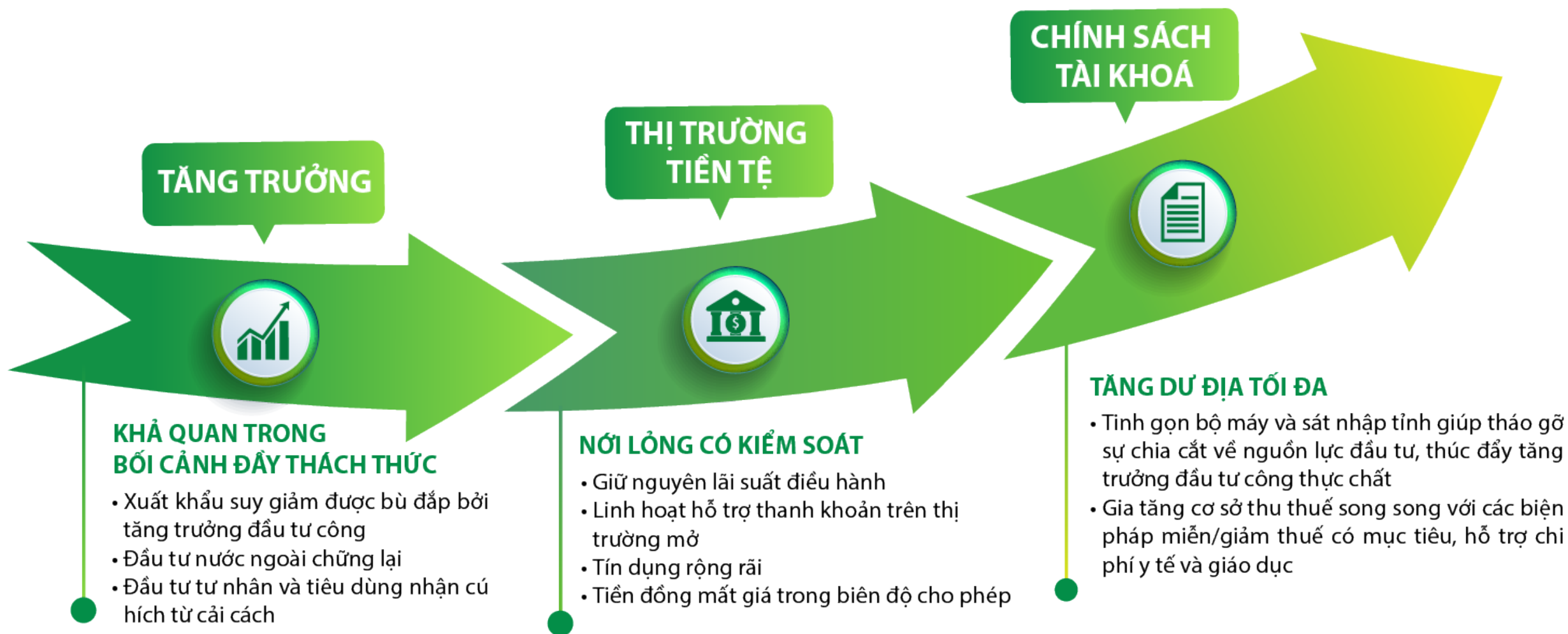


- **Trong ngắn hạn, nền kinh tế vẫn tiếp tục tăng trưởng dựa vào vốn, đặc biệt là vốn đầu tư công.** Theo ước tính của Worldbank, đầu tư công cần khoảng 7,3% GDP mỗi năm để Việt Nam trở thành nước có thu nhập cao vào năm 2045.
- Trong khi thể chế cần thời gian để thay đổi thì **các cơ chế đặc thù hiện diện trong quá trình đổi mới có thể được xem là các lực đẩy bổ sung, có thể triển khai nhanh và tác động sớm.**
- **Việc cải cách thể chế cho thấy quyết tâm mạnh mẽ từ cấp cao nhất, nhưng cần thời gian để đem lại kết quả về tăng trưởng.** Ước lượng từ một nghiên cứu năm 2023 cho thấy chỉ số PCI (một đại lượng đo lường chất lượng thể chế) khi tăng 1 điểm sẽ giúp TFP tăng thêm 1,95 điểm %.

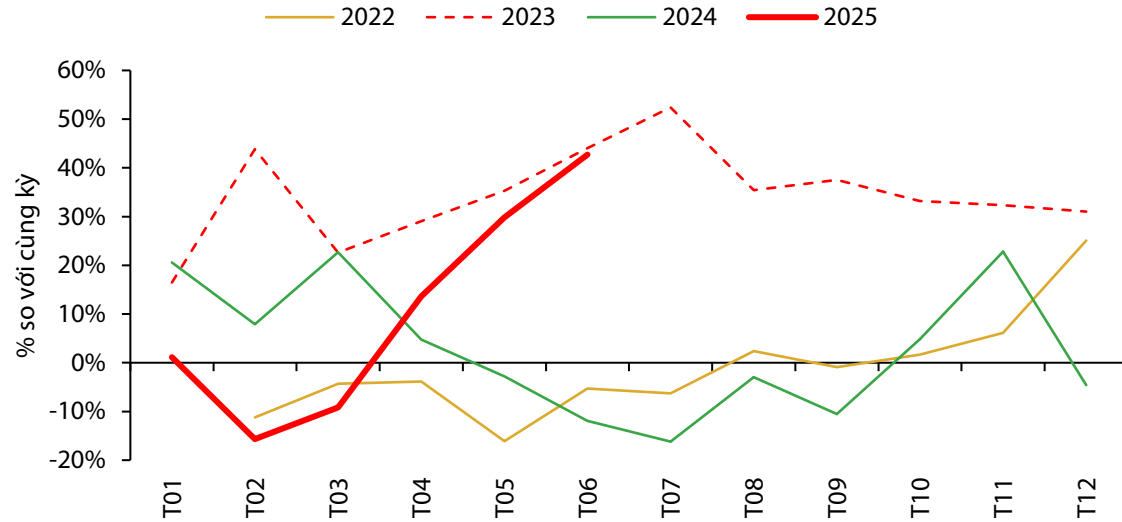
- Chúng tôi tin rằng cải cách mang đến nhiều cơ hội, các tác động liệt kê trong bảng dưới đây nhằm hình dung một cách sơ lược về những khía cạnh có thể chạm tới của công cuộc cải cách hiện nay:

	Chính sách	Tác động
Tăng trưởng dựa vào vốn	Tín dụng rộng rãi	Ngân hàng tài trợ vốn cho vay cơ sở hạ tầng, bất động sản
	Tăng tốc đầu tư công	Vật liệu xây dựng, Nhà đầu tư các dự án PPP
Cơ chế đặc thù	Kinh tế tư nhân	Doanh nghiệp tư nhân tham gia dự án PPP Doanh nghiệp vừa và nhỏ, Hộ kinh doanh
	Đổi mới sáng tạo & Khoa học công nghệ	Doanh nghiệp lĩnh vực công nghệ, chuyển đổi số
	Phát triển nhà ở xã hội	Vật liệu xây dựng, DN bất động sản có dự án nhà ở xã hội
Cải cách thể chế	Tinh giản bộ máy	Quy hoạch hạ tầng, Đầu tư tư nhân, Bất động sản, Liên kết vùng kinh tế
	Sáp nhập tỉnh thành	
	Tháo gỡ điểm nghẽn pháp lý	Niềm tin kinh doanh, đầu tư, tiêu dùng Chi phí giao dịch

- Trong nửa cuối năm 2025 và nửa đầu năm 2026, chúng tôi kỳ vọng **cú hích từ cải cách có thể bù đắp sự suy giảm tăng trưởng xuất khẩu thông qua thúc đẩy đầu tư và tiêu dùng khu vực công và tư trong nước.**
- Về tài khoá, **Chính phủ sẽ cố gắng tăng dư địa tối đa để hỗ trợ tăng trưởng**, tiết kiệm nguồn chi thông qua việc tinh gọn bộ máy và tăng cơ sở thu thuế để đáp ứng nhu cầu đầu tư.
- Cùng với việc nới các chỉ tiêu vay nợ và thâm hụt ngân sách, **để đáp ứng nhu cầu triển khai các dự án hạ tầng nhanh chóng, Chính phủ sẽ cần phải thu hút thêm nguồn lực từ khu vực tư nhân.** Chúng tôi kỳ vọng nút thắt về vốn được gỡ bỏ song hành với nút thắt về pháp lý sẽ thúc đẩy nhu cầu đầu tư tư nhân trong lĩnh vực hạ tầng, thể hiện qua sự gia tăng về quy mô và số lượng các dự án hợp tác công tư (PPP).
- Trên thị trường tiền tệ, **NHNN sẽ tiếp tục chính sách nới lỏng có kiểm soát, phần nới lỏng có thể nhiều hơn phần kiểm soát so với các năm trước** thông qua việc cung ứng thanh khoản trên thị trường mở, cho vay tái cấp vốn đối với nhóm ngân hàng tham gia tái cấu trúc ngân hàng 0 đồng và sắp tới có thể là bỏ trần tín dụng.
- Ngoài ra, **định hướng giảm lãi suất đã không còn phù hợp trong bối cảnh nhu cầu tín dụng tăng ở cả khu vực công và tư.** Thay vào đó, NHNN sẽ khuyến khích các ngân hàng tham gia **cung cấp các gói tín dụng mục tiêu có ưu đãi lãi suất** nhằm nắn dòng tín dụng đối với các ưu tiên chính sách.
- Tỷ lệ tín dụng/GDP tại thời điểm cuối tháng 6/2025 đạt xấp xỉ 142%, cao hơn tỷ lệ này của nhóm thu nhập trung bình – thấp (134%) và tương đương nhóm thu nhập trung bình – cao (143%). Trong thời gian tới, **NHNN có thể phải kiểm soát chất lượng tăng tín dụng để tránh lặp lại bài học giai đoạn 2007-2010.**

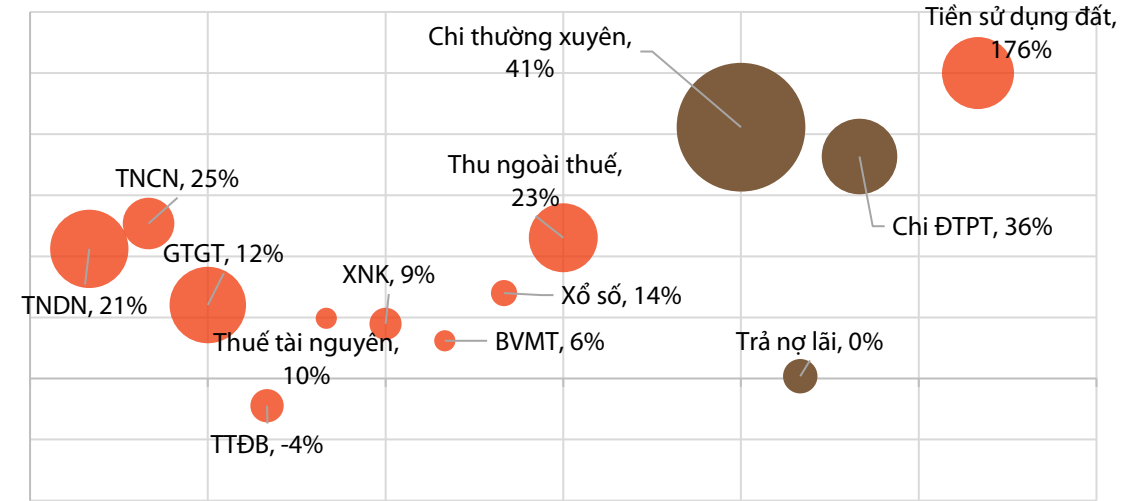


Tăng trưởng vốn đầu tư công



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

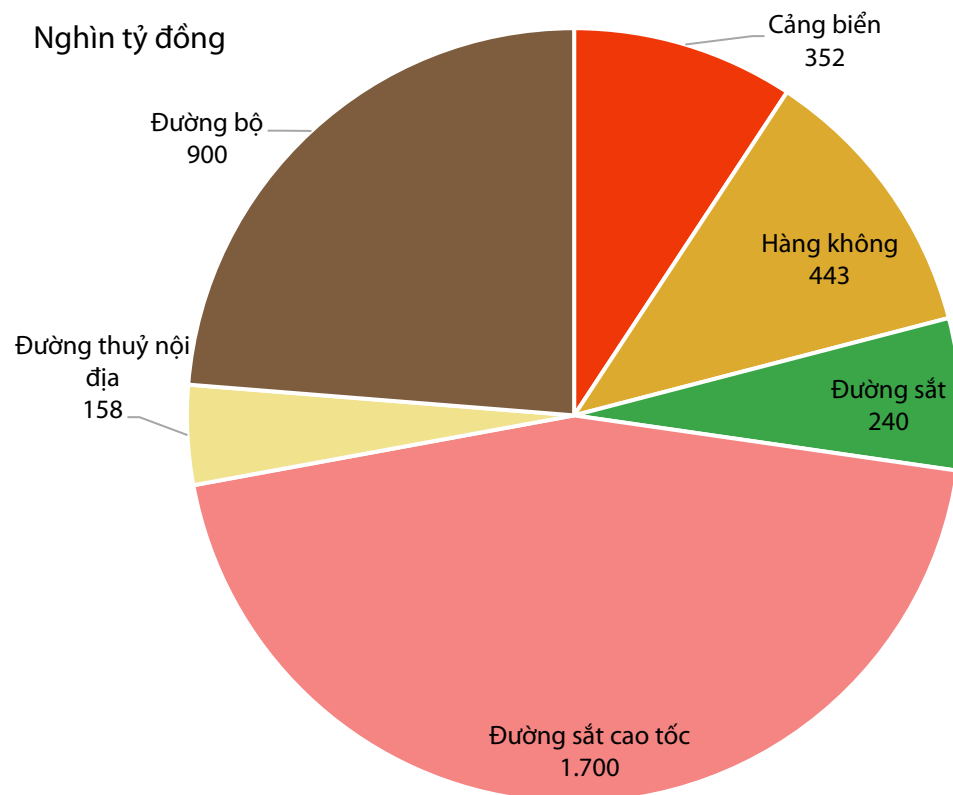
Tăng trưởng thu chi ngân sách 6T2025



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt, màu đỏ: thu ngân sách, màu nâu: chi ngân sách, kích thước hình tròn: quy mô thu/chi ngân sách

- Vốn đầu tư công năm 2025 đã được điều chỉnh tăng 22,4% so với kế hoạch ban đầu** lên 967 nghìn tỷ đồng. Về thực hiện, **vốn đầu tư công tăng tốc mạnh từ Q2/2025**, ước tính đạt 281 nghìn tỷ đồng (~29,1% tổng kế hoạch và tăng 42,7% so với cùng kỳ).
- Mặc dù thu ngân sách 6T2025 tăng 31%** so với cùng kỳ nhờ đóng góp đáng kể của thu tiền sử dụng đất, **chi thường xuyên cũng tăng khá cao (+41%)**, cao hơn rất nhiều mức tăng 15% và 6% trong năm 2024 và 2023. Theo ước tính của Bộ Nội vụ, tổng kinh phí tiết kiệm ròng từ tinh gọn bộ máy là khoảng 62 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2030. Tuy nhiên, **hiện tại ngân sách đang phải chi trả trước phần trợ cấp do tinh gọn bộ máy**.
- Nợ công tính đến cuối năm 2024 là 34,7% GDP, cách khá xa mức trần 60%** là dư địa khá lớn về mặt tài khoá. Tuy nhiên, với nhu cầu chi đầu tư cơ sở hạ tầng và tinh gọn bộ máy trong thời gian ngắn thì **để triển khai các dự án hạ tầng nhanh chóng, Chính phủ cần phải thu hút thêm nguồn lực từ khu vực tư nhân**.

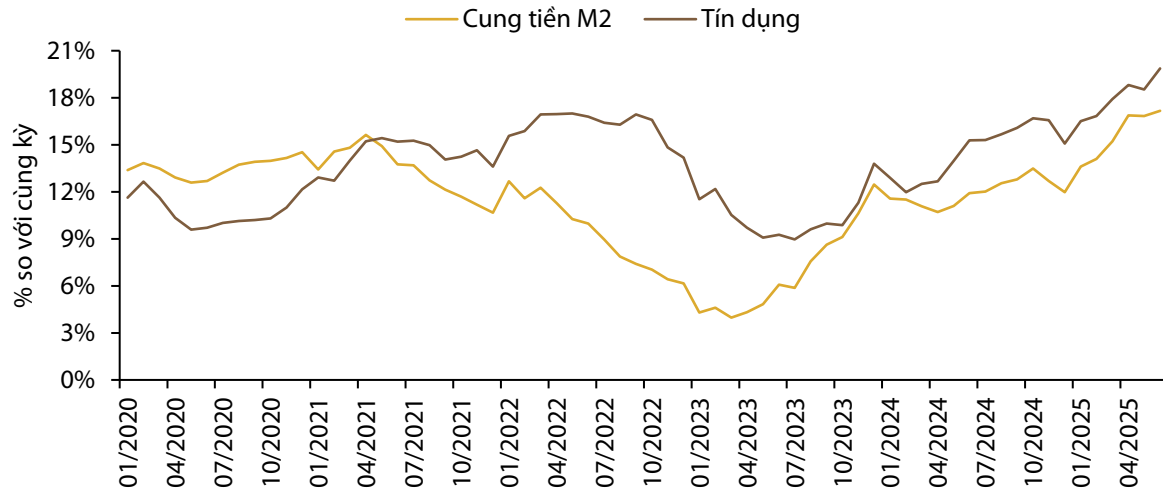
Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam đến năm 2030



Nguồn: Bộ GTVT, CTCK Rồng Việt

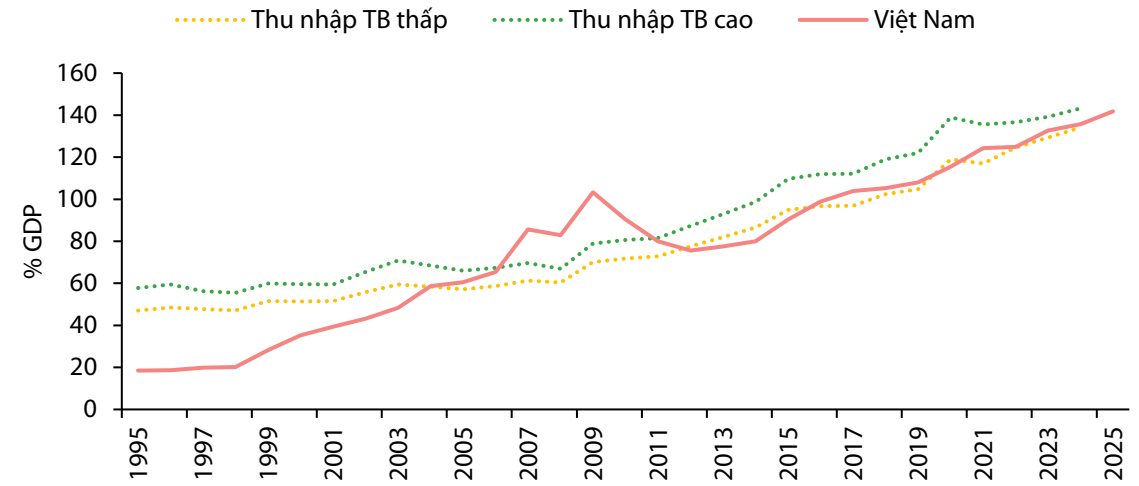
- Theo quy hoạch đầu tư đến năm 2030, nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng ước khoảng 4-5 triệu tỷ đồng (144-202 tỷ USD, tương đương 32-45% GDP năm 2024).
- Do nguồn lực ngân sách là giới hạn và năng lực quản trị còn hạn chế, **việc tạo điều kiện cho khu vực tư nhân tham gia vào các dự án hạ tầng quy mô lớn sẽ là một hướng đi tất yếu.**
- Từ đầu năm 2025 đến nay, chúng tôi nhận thấy có nhiều **tín hiệu tích cực về việc tháo gỡ pháp lý cho các dự án theo hình thức hợp tác công tư (PPP)** (Xem thêm Phụ lục Tháo gỡ nút thắt về mặt pháp lý cho các dự án PPP – [trang 35](#)). Đồng thời, **các doanh nghiệp tư nhân lớn cũng hưởng ứng với nhiều đề xuất đầu tư vào các dự án hạ tầng** (Xem thêm Phụ lục Hạ tầng cao tốc, hàng không, cảng biển – [trang 36](#)).
- Ngoài ra, các dự án PPP hạ tầng đa số tổng mức đầu tư lớn và thời gian hoàn vốn dự án kéo dài và vẫn phụ thuộc lớn vào nguồn vốn vay tín dụng. **Nút thắt về vốn được gỡ bỏ song hành với nút thắt về pháp lý sẽ thúc đẩy nhu cầu đầu tư tư nhân trong lĩnh vực hạ tầng.**

Tăng trưởng tín dụng và cung tiền



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Quy mô tín dụng/GDP Việt Nam so với nhóm nước thu nhập TB



Nguồn: NHNN, Worldbank, CTCK Rồng Việt

- Tín dụng 6T đầu năm 2025 tăng 19,4% so với cùng kỳ, cung tiền cũng tăng xấp xỉ 17% so với cùng kỳ, mức cao nhất kể từ năm 2017. Theo lĩnh vực, tăng trưởng nhóm lĩnh vực ưu tiên khởi sắc ở lĩnh vực công nghiệp hỗ trợ và công nghệ cao, dù nhóm này chiếm tỷ trọng không đáng kể. Trong khi đó, **động lực tăng trưởng tín dụng vẫn dựa nhiều vào vận tải, kinh doanh BĐS và lĩnh vực khác.**
- Chính phủ nỗ lực nắn dòng tín dụng dựa vào các gói tín dụng ưu đãi (~745 nghìn tỷ đồng).** Trong đó, trừ gói tín dụng cho lĩnh vực nông lâm thủy sản liên tục được mở rộng quy mô, tín dụng dành cho nhà ở xã hội chỉ mới giải ngân được 2,7% tổng quy mô, còn gói tín dụng cho hạ tầng và chuyển đổi số mới được triển khai gần đây. (Xem thêm Phụ lục: Tín dụng theo lĩnh vực và Gói tín dụng ưu đãi đang triển khai – Trang 42).
- Tín dụng/GDP tại thời điểm cuối tháng 6/2025 đạt xấp xỉ 142%, cao hơn nhóm thu nhập trung bình – thấp (134%) và tương đương nhóm thu nhập trung bình – cao (143%). Trong thời gian tới, **NHNN có thể phải kiểm soát chất lượng tăng tín dụng để tránh lặp lại bài học giai đoạn 2007-2010.**

			Triển vọng nửa sau năm 2025 và nửa đầu năm 2026		
	Mục tiêu 2025	Thực hiện 1H2025	Tiêu cực	Cơ sở	Tích cực
Tăng trưởng GDP	8,0%	7,5%	5,5-6,0%	~6,5%	~7,0%
Chỉ số sản xuất công nghiệp	9,5%	9,2%	5,0-6,0%	6,0-7,0%	7,0-8,0%
Doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ	12,0%	9,3%	8,0-9,0%	9,0-10,0%	12,0%
Kim ngạch xuất nhập khẩu	12,0%	16,9%	1,4%	5,5%	5,5%
- Tăng trưởng xuất khẩu		15,3%	0,0%	4,2%	4,2%
- Tăng trưởng nhập khẩu		18,6%	3,2%	7,0%	7,0%
Đầu tư công	29,9%	19,8%	~95% kế hoạch TTg 788k tỷ đồng (+16,9%)	~100% kế hoạch TTg 829k tỷ đồng (+23,0%)	~95% tổng kế hoạch 918k tỷ đồng (+36,3%)
Đầu tư tư nhân	12,4%	7,5%	7,0%	8,0%	10,0%
FDI	10,5%	8,1%	3,0-5,0%	7,0%	7,0%
Lạm phát	5,0%	3,3%	3,5-4,0%	3,5%-4,0%	4,0-4,5%
Tín dụng	16,0%	19,3%	16,0%	18,0%	20,0%
Tỷ giá	na	26.300	26.700	26.500	26.200
Lãi suất tái cấp vốn	na	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Giả định thuế quan (chưa bao gồm thuế tiềm năng đối với hàng được miễn thuế đối ứng)					
- Thuế đối ứng áp dụng từ 01/08			20%	20%	20%
- Khái niệm hàng chuyển tải			Chặt	Lỏng/Chưa có	Lỏng/Chưa có

Nguồn: NHNN, TCTK, BTC, Vietcombank, CTCK Rong Viet

Quốc gia	Thuế đối ứng	Tình hình đàm phán
Trung Quốc	30	Đình chiến thương mại sau thoả thuận ngày 11/6, đồng ý gỡ bỏ các rào cản xuất khẩu.
EU	10	Đồng ý mức thuế cơ sở 10%, tuy nhiên đang bị Mỹ đe dọa áp thuế từ 35-50%.
Việt Nam	20	Thuế đối ứng 20%, thuế đối với hàng “chuyển tải” 40%. Việt Nam áp thuế 0% đối với hàng nhập khẩu từ Mỹ.
Đài Loan	32	Cân nhắc giảm thuế đối với hàng nhập khẩu từ Mỹ, tăng nhập sản phẩm năng lượng, quốc phòng.
Nhật Bản	25	Cân nhắc giảm các rào cản phi thuế quan, tăng nhập hàng hoá Mỹ, tăng đầu tư vào Mỹ, hợp tác vấn đề kiểm soát xuất khẩu. Không nhượng bộ vấn đề thuế đối với ô tô.
Hàn Quốc	25	Cân nhắc hợp tác trong lĩnh vực đóng tàu, hạ tầng cảng, tăng đầu tư vào Mỹ, mua thêm hàng hoá Mỹ.
Ấn Độ	26	Cân nhắc giảm các rào cản thuế quan và phi thuế quan, mua thêm hàng hoá Mỹ.
Thái Lan	36	Cân nhắc mua thêm sản phẩm năng lượng và nông nghiệp của Mỹ, giảm các rào cản phi thuế quan, đầu tư vào Mỹ, kiểm soát vấn đề “chuyển tải”.
Malaysia	25	Cân nhắc giảm các rào cản phi thuế quan và mua thêm hàng hoá từ Mỹ.
Indonesia	32	Cân nhắc mua thêm các sản phẩm đậu tương và năng lượng, hợp tác đối với khoáng sản quan trọng, hạ các rào cản phi thuế quan.
Philippines	17	Tiếp tục đàm phán với Mỹ nhằm hướng tới một thoả thuận kinh tế song phương, toàn diện, hoặc nếu có thể là một hiệp định thương mại tự do (FTA).
Singapore	10	Thảo luận về việc nhượng bộ thuế đối với hàng xuất khẩu dược phẩm của quốc gia.

4 trụ cột của cải cách

1

Nghị quyết số 57-NQ/TW
ngày 22/12/2024 của Bộ Chính trị về đột phá phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia

Tạo đột phá thực sự về khoa học, công nghệ và đổi mới sáng tạo.

2

Nghị quyết số 59-NQ/TW
ngày 24/1/2025 của Bộ Chính trị về hội nhập quốc tế trong tình hình mới

Quyết sách đột phá, đánh dấu bước ngoặt lịch sử trong tiến trình hội nhập quốc tế của đất nước, xác định hội nhập là động lực chiến lược để Việt Nam vững bước vào kỷ nguyên mới.

3

Nghị quyết số 66-NQ/TW
ngày 30/4/2025 của Bộ Chính trị về đổi mới công tác xây dựng và thi hành pháp luật đáp ứng yêu cầu phát triển đất nước trong kỷ nguyên mới

Đây là lời hiệu triệu cho một cuộc cải cách thể chế sâu sắc, nhằm xây dựng một hệ thống pháp luật hiện đại, thực chất, vì nhân dân phục vụ.

4

Nghị quyết số 68-NQ/TW
ngày 4/5/2025 của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế tư nhân

Phát triển kinh tế tư nhân trở thành “một động lực quan trọng nhất” của nền kinh tế quốc gia.

Mục tiêu đến năm 2030

- Kinh tế số đạt 30% GDP (18,3%, 2024) - Năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) đóng góp trên 55% vào tăng trưởng (44,8%, 2024) - Xuất khẩu sản phẩm công nghệ cao chiếm 50% tổng giá trị hàng hoá xuất khẩu (43,0%, 2022) - Kinh phí R&D đạt 2% GDP, trong đó hơn 60% từ xã hội (0,4%, 2023)	- Nguồn nhân lực: 12 người nghiên cứu/10.000 dân, 40-50 tổ chức khoa học đạt chuẩn khu vực - Tỷ lệ DN đổi mới sáng tạo > 40% - Giao dịch không dùng tiền mặt: 80% - Dịch vụ công trực tuyến 80% sử dụng (48,8%, 2024) - Hạ tầng số hiện đại: phủ sóng 5G toàn quốc, làm chủ công nghệ AI, IoT, 5G/6G, Blockchain...	- Nằm trong 3 nước dẫn đầu ĐNÁ và 50 nước đứng đầu thế giới về năng lực cạnh tranh số - Top 3 ĐNÁ về trí tuệ nhân tạo - Có ít nhất 5 DN công nghệ số ngang tầm các nước tiên tiến
Kinh tế: - Mở rộng và đa dạng hoá thị trường, nâng cao GTGT và hàm lượng KHCN - Nâng cao năng suất, chất lượng, hiệu quả, năng lực cạnh tranh, chất lượng thu hút FDI - Nâng cao năng lực quản trị quốc gia và DN, bảo vệ môi trường, đào tạo nhân lực - Xây dựng, phát triển trung tâm tài chính khu vực và quốc tế tại VN	KHCN và ĐMST: - Chú trọng tiếp thu công nghệ và tiến tới làm chủ một số công nghệ chủ chốt - Top 40 về chỉ số ĐMST toàn cầu (44/138, 2025); Top 30 về năng lực cạnh tranh du lịch (59/119, 2024) - Trường ĐH top đầu khu vực châu Á – TBD, top 100 đại học hàng đầu thế giới	Chính trị, an ninh, quốc phòng: - Giữ vững môi trường hoà bình và cục diện đối ngoại thuận lợi Nâng cao năng lực và bản lĩnh chính trị: - Nâng cao công tác nội luật hoá và năng lực thực thi pháp luật, cam kết, thoả thuận quốc tế - Chất lượng nhân lực và năng lực hội nhập quốc tế của đội ngũ cán bộ các cấp
- Hệ thống pháp luật dân chủ, công bằng, đồng bộ, thống nhất, công khai, minh bạch, khả thi với cơ chế tổ chức thực hiện nghiêm minh, nhất quán - Bảo đảm cơ sở pháp lý cho hoạt động bình thường, liên tục, thông suốt của các cơ quan sau sắp xếp tổ chức bộ máy - Tháo gỡ vướng mắc phát sinh từ thực tiễn, mở đường cho kiến tạo phát triển	- Năm 2025, cơ bản hoàn thành việc tháo gỡ những "điểm nghẽn" do quy định pháp luật. - Năm 2027, hoàn thành việc sửa đổi, bổ sung, ban hành mới văn bản pháp luật bảo đảm cơ sở pháp lý đồng bộ cho hoạt động của bộ máy nhà nước theo mô hình chính quyền 3 cấp.	- Năm 2028, hoàn thiện hệ thống pháp luật về đầu tư, kinh doanh, góp phần đưa môi trường đầu tư của Việt Nam nằm trong nhóm 3 nước dẫn đầu ASEAN.
- Kinh tế tư nhân là một động lực quan trọng nhất của nền kinh tế quốc gia, là lực lượng tiên phong trong phát triển KHCN, ĐMST và CDS - Phần đầu có 2 triệu DN hoạt động trong nền kinh tế, 20 DN hoạt động/1000 dân. - Có ít nhất 20 DN lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu	- Tốc độ tăng trưởng bình quân: 10-12%/năm (5,5%/năm, 2019-2023); Đóng góp 55-58% GDP (52,1%, 2023), 35-40% tổng thu NSNN (30%, 2023); Giải quyết việc làm cho 84-85% tổng số lao động (82%, 2023) - Năng suất lao động bình quân tăng 8,5-9,5%/năm (6,1%, 2011-2020)	- Trình độ năng lực công nghệ, ĐMST, CDS thuộc top s3 ASEAN và top 5 châu Á.

Nguồn: CTCK Rồng Việt, màu đỏ trong ngoặc () là hiện trạng của các mục tiêu

Quy định	Chính sách	Ngày ban hành
Nghị định 71/2025 về hướng dẫn Luật đầu tư theo phương thức PPP	Rút ngắn thời gian thẩm định báo cáo nghiên cứu tiền khả thi dự án PPP	28/03/2025
	Làm rõ trình tự xác định cơ quan có thẩm quyền đối với các dự án PPP nằm trên phạm vi 2 tỉnh trở lên	
	Tháo gỡ khó khăn cho nhà đầu tư trong việc huy động vốn và thu xếp tài chính đối với tiểu dự án có sử dụng vốn đầu tư công trong PPP	
1 Luật sửa 8 Luật về lĩnh vực tài chính, trong đó có Luật Đấu thầu và Luật Đầu tư theo phương thức PPP	Cho phép nâng tỷ lệ vốn nhà nước tham gia dự án PPP lên 70% từ mức trước đây là 50% tổng mức đầu tư.	25/06/2025
	Quyết định chủ trương đầu tư và phê duyệt dự án PPP đã được phân cấp tối đa từ Thủ tướng Chính phủ xuống Bộ trưởng, Chủ tịch UBND các cấp.	
	Các cơ quan được trao quyền tự quyết định việc thành lập hội đồng thẩm định dự án hoặc không, đồng thời đơn giản hóa thủ tục quyết định chủ trương đầu tư đối với các dự án nhỏ và vừa.	
	Yêu cầu về kinh nghiệm thực hiện dự án tương tự cũng được điều chỉnh linh hoạt hơn, mở rộng trường hợp áp dụng chỉ định nhà đầu tư và lựa chọn nhà đầu tư trong các dự án PPP	
	Cho phép áp dụng các hình thức đầu tư phù hợp như đặt hàng, đấu thầu hạn chế, giao thầu trong các dự án PPP	
Nghị định 180/2025 quy định về cơ chế, chính sách PPP trong lĩnh vực phát triển KHCN, ĐMST	Mở rộng phạm vi áp dụng các hình thức hợp tác công tư, phù hợp với nhiều mô hình như PPP, Xây dựng - Chuyển giao (BT), xây dựng, kinh doanh, vận hành (BOT), Xây dựng - Chuyển giao - Kinh doanh (BTO), hợp tác liên kết sử dụng tài sản công, kể cả tài sản vô hình như dữ liệu, bản quyền công nghệ.	01/07/2025
	Các loại hình hợp tác ưu tiên trong chuyển đổi số, đào tạo nguồn nhân lực, phát triển hạ tầng số	
	Chính sách ưu đãi vượt trội dành cho các dự án khoa học công nghệ: 1. Rút ngắn thời gian thẩm định, 2. Cho phép chỉ định thầu đặc biệt, 3. Hỗ trợ 70% vốn đầu tư xây dựng hạ tầng, chia sẻ phần rủi ro doanh thu trong 3 năm đầu kinh doanh.	

I. ĐƯỜNG BỘ	TMĐT (Tỷ đồng)	Quy mô	Hoàn thành	Hình thức đầu tư
Cao tốc Bắc Nam – GĐ 2	146.985	729 km	2025	Nhà nước
Bắc Kạn – Cao Bằng	29.900	90 km	2030	
Ninh Bình – Hải Phòng	6.865	109 km	2029	
Đồng Đăng – Trà Lĩnh	23.000	115 km	2026	PPP
Vinh – Thanh Thủy	19.591	85 km	na	
Cam Lộ - Lao Bảo	13.939	70 km	na	PPP
Quy Nhơn - Pleiku	43.734	180 km	2029	Thông qua chủ trương đầu tư T6/2025
Phú Yên - ĐăkLăk	29.655	122 km	2029	PPP
Nha Trang – Liên Khương	25.058	81 km	na	PPP
Khánh Hoà – Buôn Ma Thuột	22.234	130 km	GĐ1: 08/2025	
Dầu Giây – Liên Khương	43.899	220 km	2027	
Biên Hoà – Vũng Tàu	21.551	54 km	2026	Thông qua chủ trương đầu tư T6/2025
TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây	15.337	30 km	2026	
TP.HCM – Chơn Thành	17.400	59 km	2027	PPP
Châu Đốc – Sóc Trăng – Cần Thơ	44.814	191 km	2027	
Cửa khẩu Dinh Bà – Cao Lãnh	21.856	68 km	2030	
Cao Lãnh – An Hữu	3.640	30 km	GĐ1: 2025	
Cà Mau – Đất Mũi	58.900	90 km	2028	Công trình khẩn cấp
Vành Đai 3 Hà Nội (Dự án TP 2)	5.413	15 km	2028	
Vành Đai 4 Hà Nội	85.813	102 km	2027	
Vành Đai 3 Tp.HCM	75.378	92 km	2026	
Vành Đai 4 TP.HCM	120.413	159 km	2028	Thông qua chủ trương đầu tư T6/2025
Đường Hồ Chí Minh	9.983	1.762 km	2025	

	TMĐT (Tỷ đồng)	Quy mô	Hoàn thành	Chủ đầu tư
II. ĐƯỜNG SẮT				
Đường sắt đô thị Hà Nội	70.414	25 km	2027-2031	
Đường sắt đô thị Tp.HCM	47.890	11 km	2031	
Đường sắt tốc độ cao trên trục Bắc Nam	1.713.548	1.541 km	2035	VinGroup (thông qua Vinspeed) và THACO để xuất tham gia đầu tư
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	203.231	419 km	2030	Tổng công ty Đường sắt Việt Nam
III. HÀNG KHÔNG				
Sân bay Long Thành	114.450 ¹	25 triệu HK/năm	12/2025 ²	ACV
Nhà ga T2 - Nội Bài	4.996	5 triệu HK/năm	12/2025	ACV
Nhà ga T3 – Tân Sơn Nhất	10.990	20 triệu HK/năm	04/2025	ACV
Mở rộng sân bay Phú Quốc	21.998	20 triệu HK/năm	GĐ1: 2025-2027 GĐ2: 2027-2030	Tập đoàn Sun Group
Sân bay Gia Bình	17.682	5 triệu HK/năm	GĐ1: 2025-2030	Tập đoàn Masterise
IV. CẢNG BIỂN				
Cảng Lạch Huyện bến 7, 8	12.793	1,9 triệu teus/năm	2027-2028	Tân Cảng Sài Gòn – CMA CGM
Cảng Lạch Huyện bến 9, 10, 11, 12	24.846	146,2 ha	GĐ1: 2026-2030 (bến 9, 10) GĐ2: 2031-2035 (bến 11, 12)	Thông qua chủ trương đầu tư T7/2025
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ	38.500 ³	571 ha	GĐ1: 2030	Liên danh CTCP Cảng Sài Gòn – TIL

Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt, ¹ TMĐT giai đoạn 1, TMĐT toàn bộ dự án là 336.630 tỷ đồng, ² Không bao gồm Trụ sở cơ quan hải quan thuộc dự án TP2 và các công trình khác thuộc dự án TP4,

³ TMĐT giai đoạn 1, TMĐT toàn bộ dự án là 113.531 tỷ đồng

Tín dụng các tháng đầu năm 2025 và một số gói tín dụng ưu đãi đang triển khai

	Tỷ trọng	Tăng trưởng	so với	Toàn hệ thống	Thời điểm
DNVVN	17,5%	5,7%	<	6,5%	T5/2025
Công nghiệp hỗ trợ	3,2%	15,7%	>	6,5%	T5/2025
Xuất khẩu	2,1%	2,9%	<	6,5%	T5/2025
Công nghệ cao	0,4%	17,6%	>	6,5%	T5/2025
Nông nghiệp nông thôn	23,2%	5,3%	<	6,5%	T5/2025
Nông nghiệp	6,4%	2,5%	<	5,3%	T4/2025
Công nghiệp	17,1%	4,9%	<	5,3%	T4/2025
Xây dựng	7,5%	3,6%	<	5,3%	T4/2025
Thương mại	25,5%	4,3%	<	5,3%	T4/2025
Vận tải	2,6%	10,3%	>	5,3%	T4/2025
Khác	40,9%	6,6%	>	5,3%	T4/2025
Bất động sản	21,4%	3,9%	=	3,9%	T3/2025
Kinh doanh BĐS	9,7%	7,5%	>	3,9%	T3/2025
Tiêu dùng BĐS	11,8%	1,2%	<	3,9%	T3/2025

Gói tín dụng ưu đãi	Quy mô (nghìn tỷ)	Lãi suất
Nhà ở xã hội	145.000	Chủ dự án 6,6%/năm; Người mua 6,1%/năm
Tách một phần gói tín dụng nhà ở xã hội cho người trẻ mua nhà		5 năm đầu: thấp hơn 2%, 10 năm tiếp theo: thấp hơn 1% lãi suất cho vay bình quân TDH
Nông, lâm, thủy sản	100.000	Thấp hơn tối thiểu từ 1%-2% so với mức lãi suất cho vay bình quân cùng kỳ hạn
Hạ tầng, công nghệ số	500.000	Thấp hơn tối thiểu từ 1% mỗi năm so với cho vay bình quân TDH

Nguồn: NHNN, CTCK Rong Viet

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

“Thanh khoản dồi dào ủng hộ tái định giá”

- Chúng tôi dự báo VN-Index có thể hướng đến vùng **1.513 – 1.756** trong vòng **6–8 tháng tới**, tương đương mức tăng 6%–23% so với mức đóng cửa ngày 9/7/2025.
- Chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp từ thuế quan lên tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm 2025 sẽ không quá lớn. Tăng trưởng EPS của VN-Index trong năm 2025 sẽ đạt khoảng **114–120 đồng**, tương đương mức tăng **15–22%** so với cùng kỳ năm trước. Theo phương pháp tiếp cận “top-down”, dựa trên tăng trưởng GDP, tín dụng và biên lợi nhuận, EPS ước đạt 113,8 đồng (+15,3% YoY). Trong khi đó, dữ liệu từ danh sách cổ phiếu phân tích của Rong Viet cho thấy mức tăng EPS khoảng 16,5% YoY. Với cách tiếp cận “bottom-up”, tổng hợp từ từng doanh nghiệp, tăng trưởng EPS toàn thị trường có thể đạt 21,6% YoY.
- Chúng tôi điều chỉnh vùng P/E mục tiêu cho VN-Index trong 6–8 tháng tới lên mức **13,3x–14,7x** (so với 13,5x–14,5x trước đó) nhằm phản ánh các yếu tố hỗ trợ tích cực như chính sách tài khóa – tiền tệ nới lỏng giúp duy trì lãi suất thấp, và kỳ vọng nâng hạng thị trường trong kỳ đánh giá tháng 9/2025 của FTSE. Đánh giá kỳ tháng 3/2025 của FTSE Russell cho thấy khả năng Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi là rất gần. FTSE nhấn mạnh yêu cầu cải thiện cơ chế giao dịch và mở tài khoản minh bạch, thuận tiện hơn cho nhà đầu tư nước ngoài. Để đáp ứng yêu cầu này, Chính phủ đã ban hành thêm các thông tư như 18, 03 trong năm 2025 (sau Thông tư 68/2024) và chính thức vận hành hệ thống KRX từ tháng 5/2025. Khi nâng hạng thành hiện thực, thị trường Việt Nam sẽ thu hút dòng vốn lớn từ các quỹ tham chiếu toàn cầu quy mô ~ 1 tỷ USD, góp phần cải thiện thanh khoản và định giá.
- Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn cần theo dõi các rủi ro như biến động địa chính trị, áp lực tỷ giá nếu FED trì hoãn hạ lãi suất, và sự bất định trong chính sách của chính quyền Trump. Dù vậy, chúng tôi cho rằng các rủi ro này phần lớn chỉ mang tính nguy cơ và có thể tác động tâm lý thị trường trong thời gian ngắn và khó ảnh hưởng đến nền tảng cơ bản của doanh nghiệp nếu không mang tính cấu trúc.
 - Xu hướng đa cực đang làm gia tăng bất ổn kinh tế – chính trị toàn cầu, với các rủi ro như thay đổi chính sách thuế quan, địa chính trị bất ngờ tiếp tục ảnh hưởng đến tăng trưởng và tâm lý thị trường Việt Nam. Để đánh giá tác động, cần xác định liệu rủi ro có ảnh hưởng trực tiếp đến doanh nghiệp và mang tính ngắn hạn hay cấu trúc dài hạn. Tác động này lan truyền chủ yếu qua hai kênh: (1) kênh tài chính và (2) kênh hàng hóa.
 - Nếu Fed tiếp tục trì hoãn cắt giảm lãi suất, áp lực lên điều hành chính sách tiền tệ trong nước sẽ gia tăng, nhất là khi Việt Nam đang nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng, trong khi dự trữ ngoại hối vẫn còn hạn chế.
 - Dù thuế quan của Việt Nam hiện khá thuận lợi so với nhiều quốc gia, nhưng vẫn tiềm ẩn rủi ro khi Mỹ chưa có quyết định chính thức cho một số ngành, và khả năng diễn giải bất lợi khái niệm “transshipment” ảnh hưởng đến kế hoạch sản xuất – xuất khẩu dài hạn. Thị trường cũng đang phản ứng nhạy cảm, thậm chí thái quá, trước các tuyên bố từ Trump hay các sự kiện địa chính trị lớn.

Chúng tôi dự báo **VN-Index có thể hướng đến vùng 1.513 – 1.756** trong vòng **6-8 tháng tới**, tương đương mức tăng **6%-23%** so với mức đóng cửa ngày 9/7/2025. Các giả định cơ bản trong dự báo của chúng tôi bao gồm: **P/E mục tiêu** dao động trong vùng **13,3x – 14,7x**. Trong khi đó, **EPS dự phóng** đạt khoảng **114 – 120**, tương ứng mức tăng **+15% – 22% YoY**

Dự báo kịch bản vùng biến động của VN Index trong 6-8 tháng tới

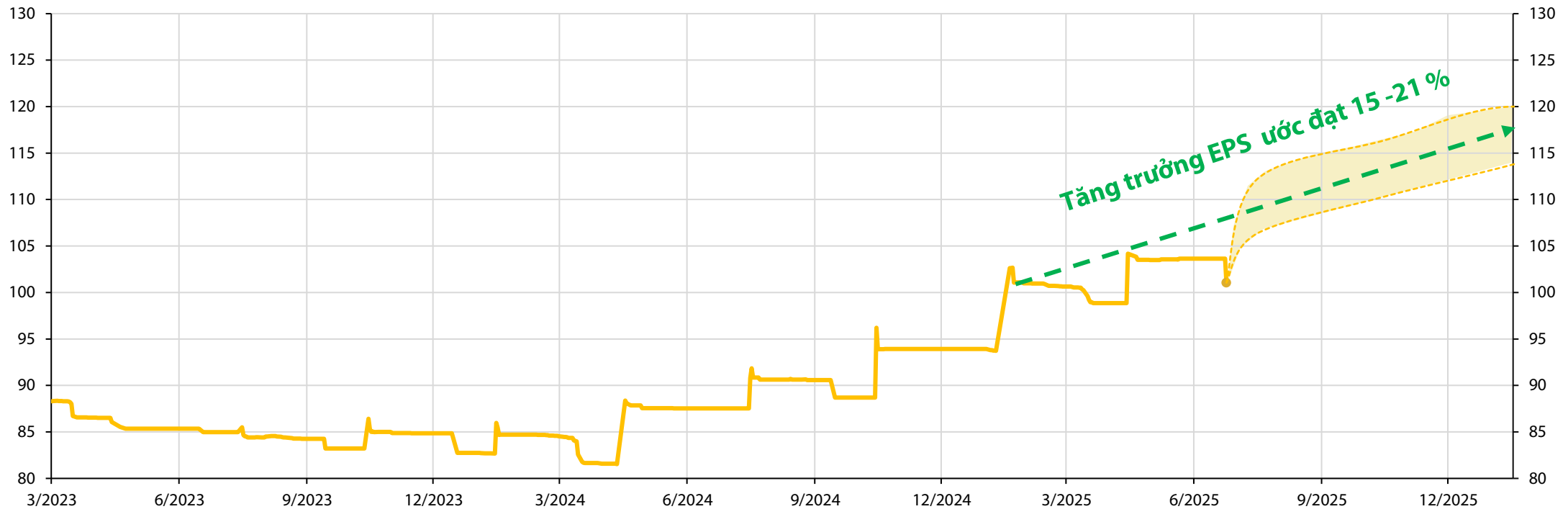


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chúng tôi dự báo tăng trưởng **EPS của VN-Index năm 2025** sẽ đạt **114–120 đồng**, tương đương mức tăng **15–21% so với cùng kỳ năm trước (YoY)**.

- Theo phương pháp tiếp cận **“top-down”**, kết hợp các yếu tố như **tăng trưởng GDP, tín dụng, vòng quay tài sản và biên lợi nhuận**, EPS 2025 được ước tính tăng **15,3% YoY**, đạt **113,8 đồng**.
- Dựa trên mẫu danh sách cổ phiếu phân tích của **Rông Việt**, tăng trưởng EPS trung bình được ước đạt **16,5% YoY**.
- Ngoài ra, theo phương pháp tiếp cận **“bottom-up”** từ dữ liệu tổng hợp từng doanh nghiệp, chúng tôi ước tính tăng trưởng EPS toàn thị trường có thể đạt **21,6% YoY** trong năm 2025.

Kịch bản dự phóng EPS trong 6-8 tháng tới dự trên góc nhìn “top-down” và “bottom up” của thị trường và của Rông Việt



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt tổng hợp

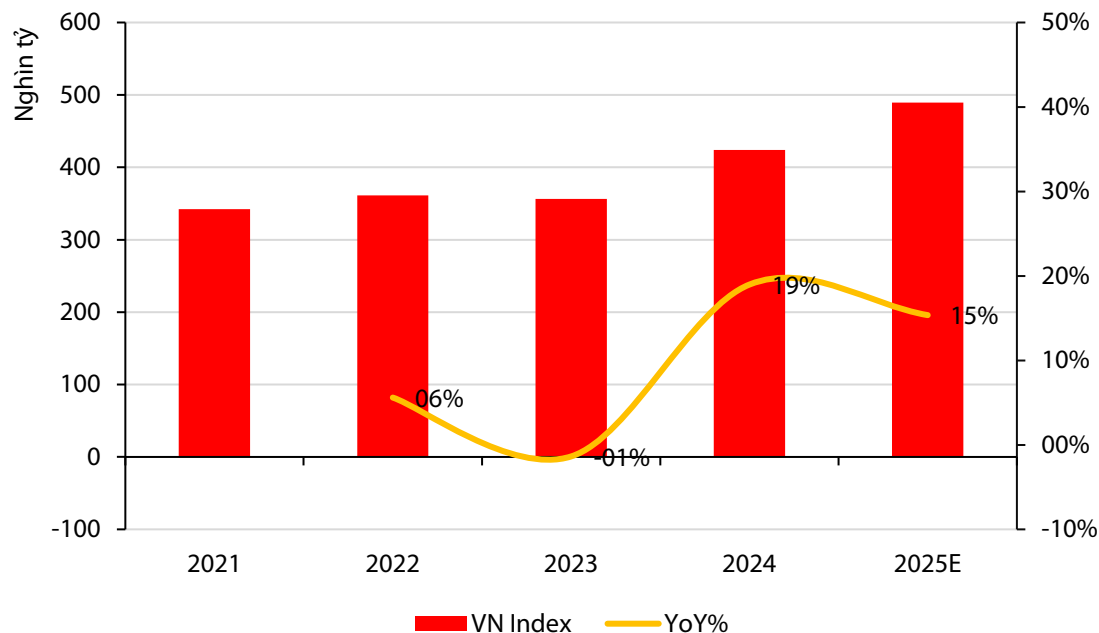
Chúng tôi cho rằng **tác động trực tiếp từ thuế quan lên tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm 2025 sẽ không quá lớn**, do môi trường vĩ mô đang được điều hành theo hướng **giảm thiểu bất định**, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam đã đạt được những bước tiến đáng kể trong **thỏa thuận thương mại với Mỹ**.

Bối cảnh toàn cầu đang chứng kiến xu hướng các quốc gia **tăng cường khai thác nội lực**, kết hợp **chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng** để hỗ trợ phục hồi kinh tế. **Việt Nam cũng không nằm ngoài quỹ đạo này**: Điều hành **chính sách tài khóa linh hoạt**, giữ **lãi suất ở mức thấp**, đồng thời đẩy mạnh **vai trò khu vực tư nhân** trong thúc đẩy đầu tư và tiêu dùng.

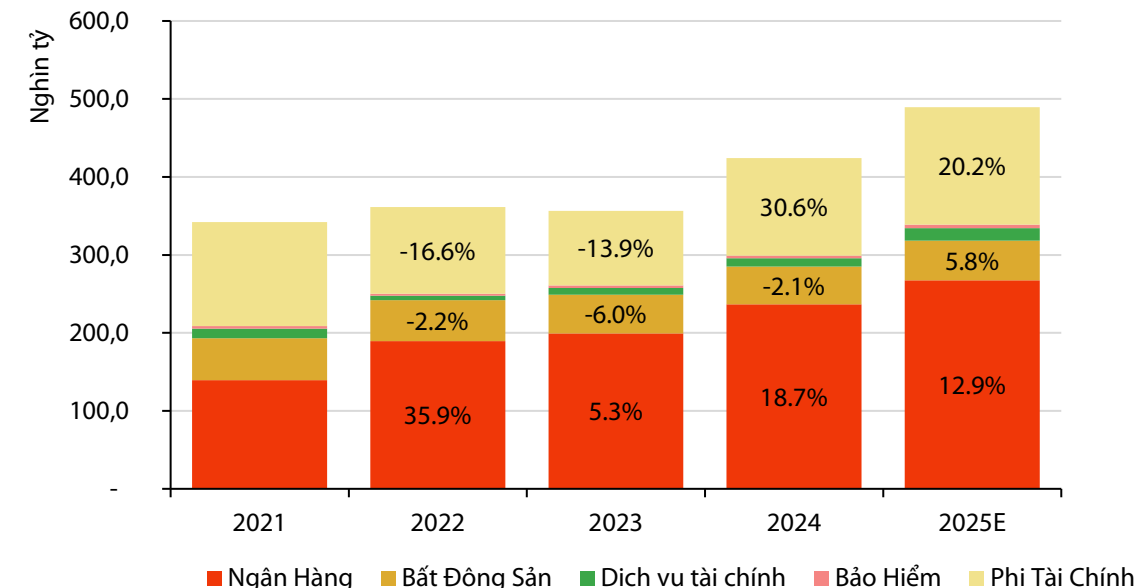
Với bức tranh đó, chúng tôi tin rằng các nhóm ngành như: **Ngân hàng, Bất động sản, Phi tài chính phục vụ thị trường nội địa** (trong bối cảnh **nhóm xuất nhập khẩu chỉ đóng góp ~ 3% vào tổng lợi nhuận thị trường**) sẽ tiếp tục là **trụ đỡ tăng trưởng lợi nhuận thị trường trong phần còn lại của năm 2025**.

Dựa trên mô hình đánh giá tương quan giữa các yếu tố như **tăng trưởng GDP, tín dụng, vòng quay tài sản và biên lợi nhuận, EPS 2025 được ước tính tăng trưởng khoảng 15,3% so với cùng kỳ**.

LNST-CTM và xu hướng tăng trưởng LNST-CTM của VN Index (2021-2025)



Quy mô LNST-CTM và tăng trưởng so với cùng kỳ của các nhóm ngành

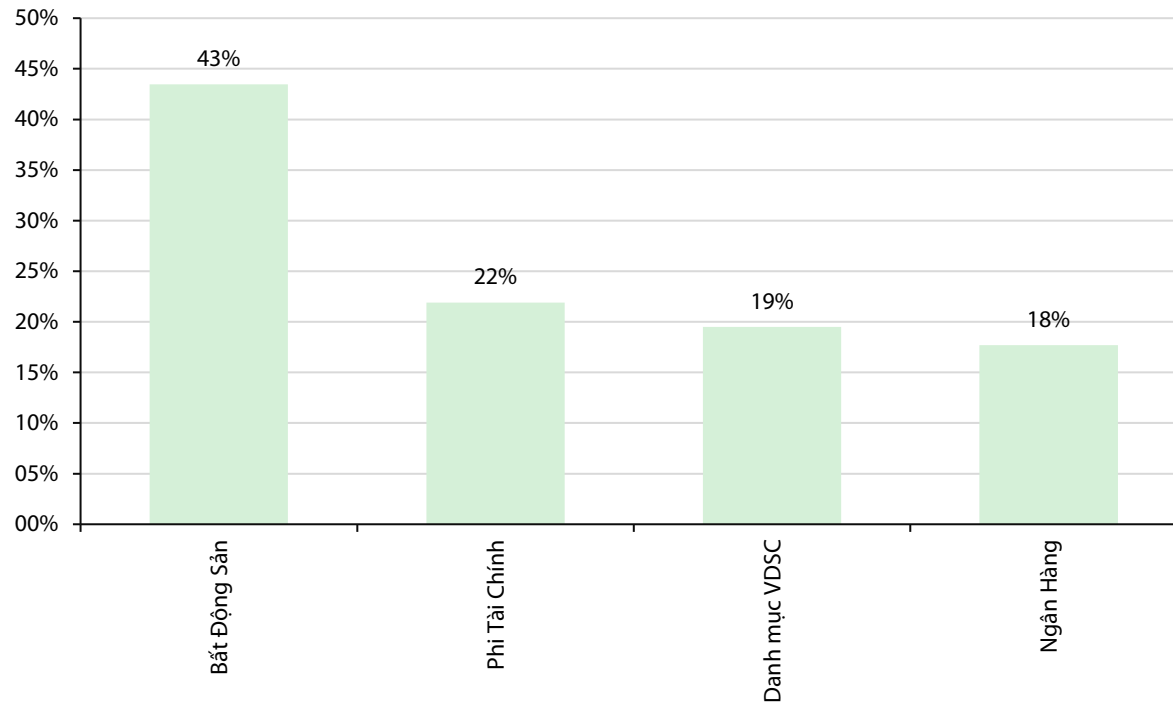


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

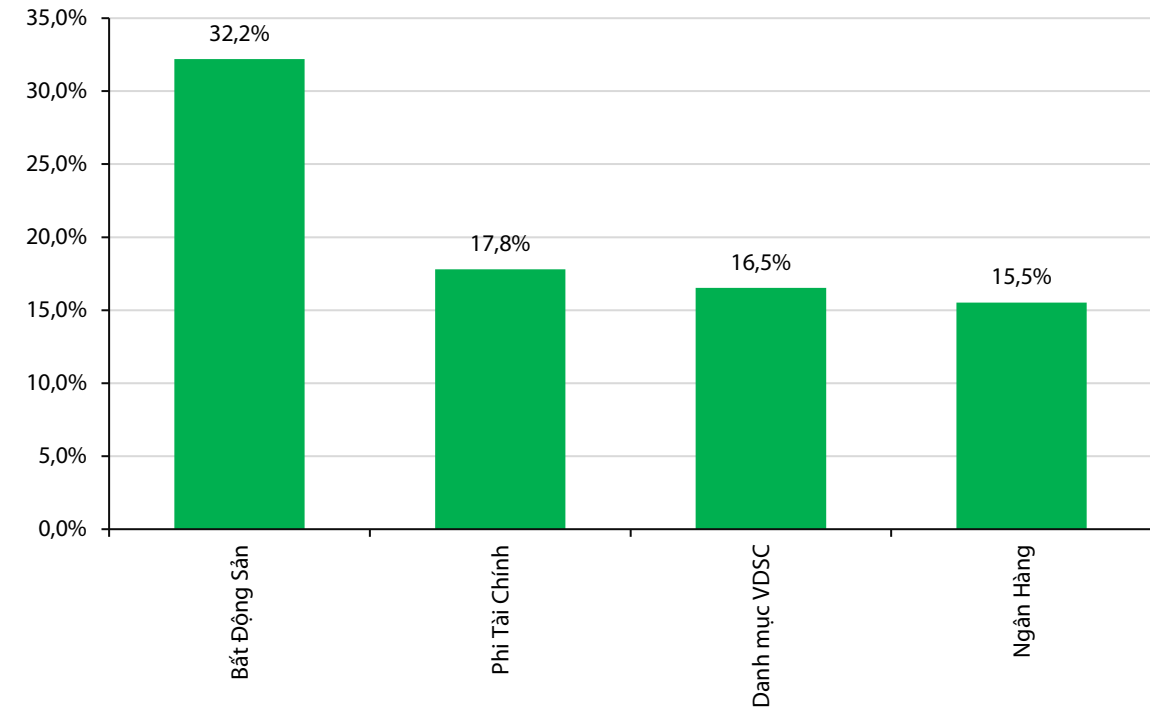
Vốn hóa danh mục phân tích của Trung tâm Phân tích Rồng Việt hiện đại diện khoảng **54% tổng vốn hóa toàn thị trường**, phản ánh mức độ bao quát và đại diện cao trong các dự báo. Theo cập nhật mới nhất, **tăng trưởng lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (LNST-CTM)** của danh mục này năm 2025 được điều chỉnh đạt **16,5% so với cùng kỳ**, thấp hơn so với dự báo hồi đầu năm. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc **ước tính lợi nhuận năm 2024 ban đầu thấp hơn so với kết quả thực tế**, khi con số thực tế đạt **17,2%**, cao hơn so với mức **15,4%** đã dùng làm cơ sở so sánh trước đó, khiến tăng trưởng năm 2025 bị điều chỉnh giảm tương đối.

Tăng trưởng LNST-CTM của các nhóm cổ phiếu trong năm 2025

Đầu năm



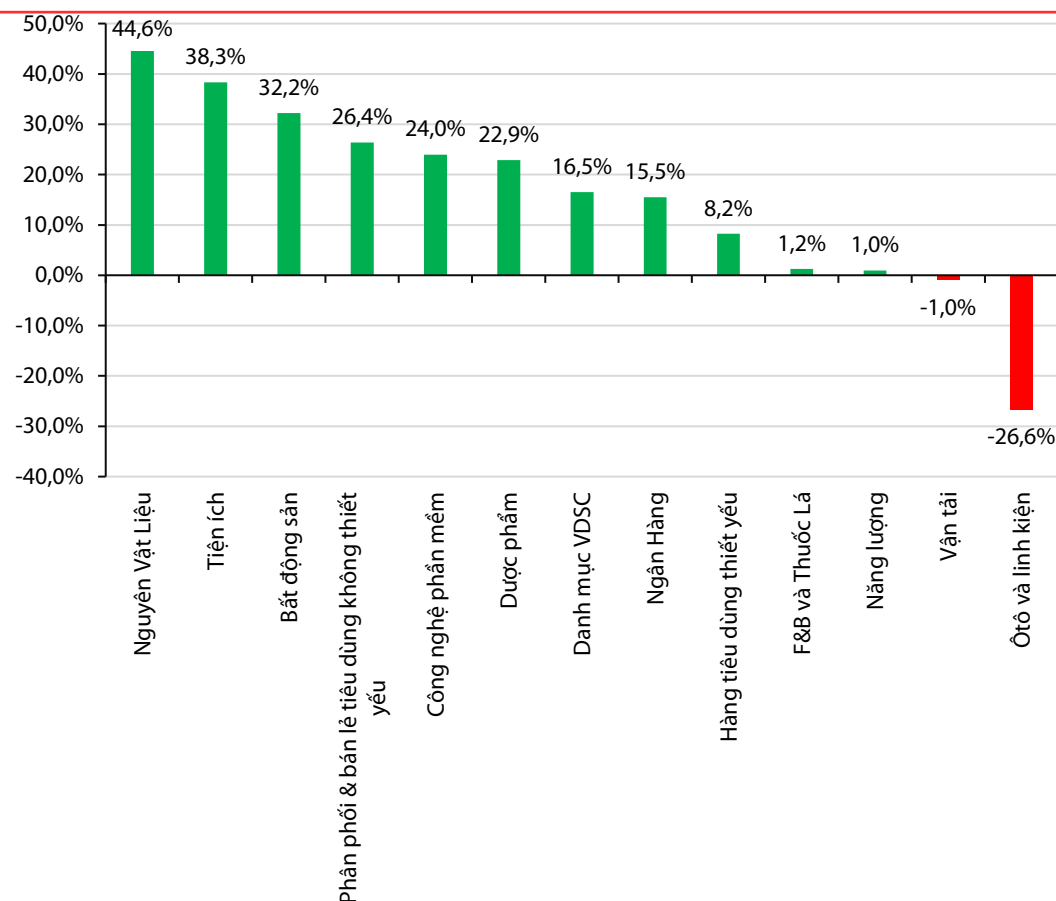
Hiện tại



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

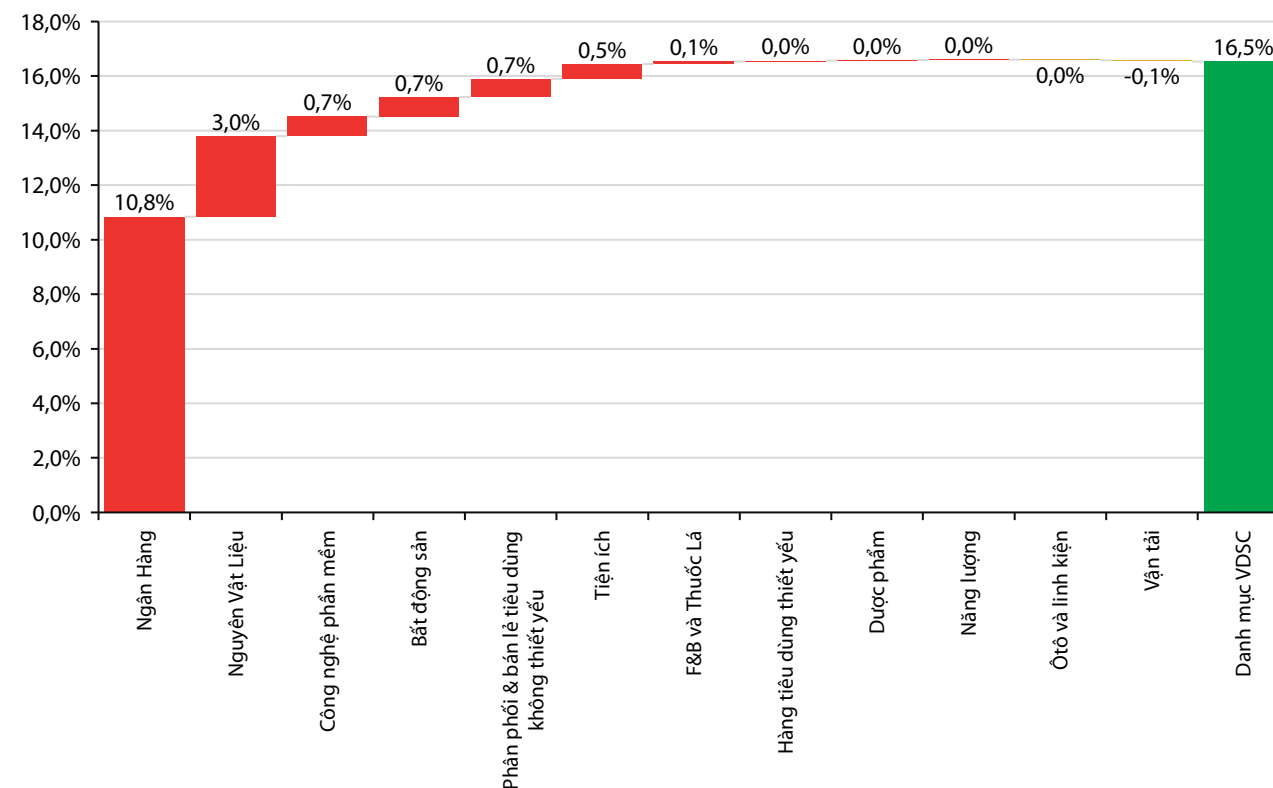
Trong bức tranh tăng trưởng lợi nhuận năm 2025, **Ngân hàng, Tiện ích, Bất động sản** và **Nguyên vật liệu** là 4 nhóm ngành nổi bật nhất. Ngành ngân hàng đóng vai trò trụ cột với mức đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng toàn thị trường, nhờ kỳ vọng nới lỏng tín dụng và giảm chi phí dự phòng. Nhóm tiện ích ghi nhận sự bứt phá mạnh mẽ khi biên lợi nhuận cải thiện rõ rệt từ nền thấp, đặc biệt là mảng điện nhờ điều kiện thủy văn và chính sách huy động của EVN thuận lợi hơn. Bất động sản được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ hoạt động bàn giao dự án và cho thuê khu công nghiệp phục hồi, cùng với dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài quay trở lại. Trong khi đó, nhóm nguyên vật liệu dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng lợi nhuận nhờ nhu cầu hồi phục và xu hướng tích cực của giá hàng hóa. Đây là những nhóm ngành đóng vai trò dẫn dắt xu hướng hồi phục lợi nhuận toàn thị trường trong năm tới. Ngoài ra, quý nhà đầu tư có thể tham khảo thêm đánh giá triển vọng các ngành các chuyên viên phân tích trong nửa cuối năm tại phần phụ lục báo cáo.

Tăng trưởng LNST-ĐDCTM của các nhóm cổ phiếu trong năm 2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

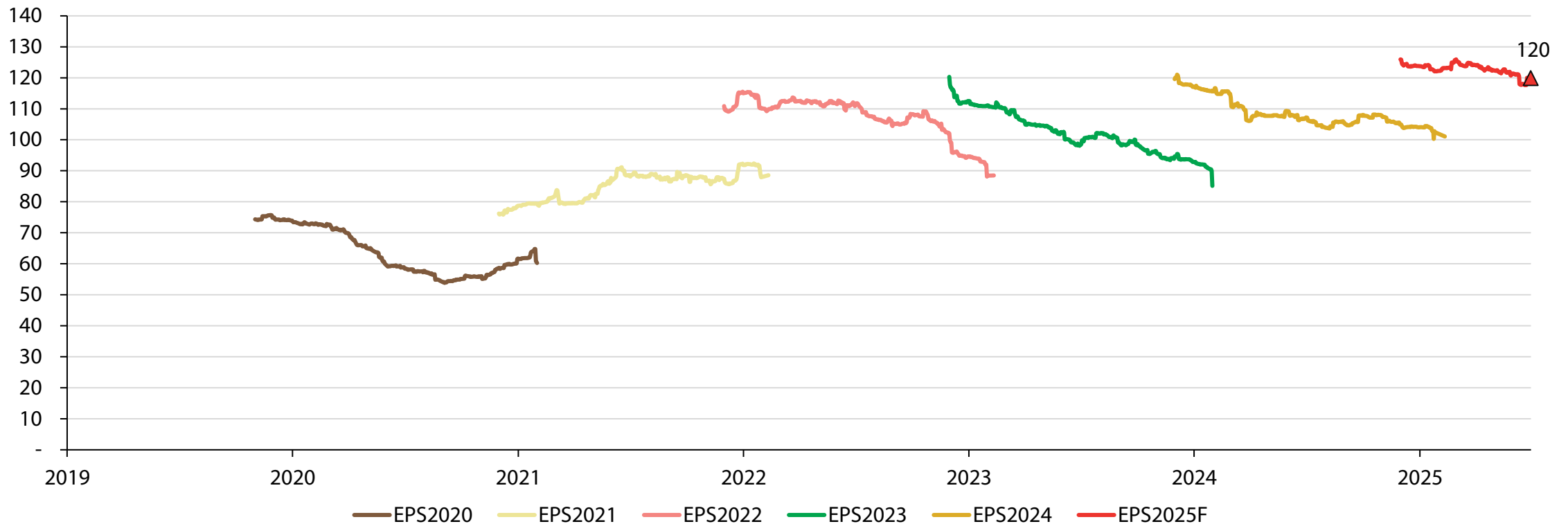
Đóng góp của các nhóm ngành vào bức tranh tăng trưởng LNST-ĐDCTM trong năm 2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Theo thống kê từ Bloomberg, EPS của VN-Index năm 2025 được tổng hợp theo phương pháp “bottom-up” từ các dự phóng của chuyên viên phân tích trên thị trường đang cho thấy **kỳ vọng tăng trưởng khoảng 21% so với cùng kỳ**, tương đương đạt mức **120 đồng/cổ phiếu**. Điểm đáng chú ý là dữ liệu dự báo EPS năm nay có xu hướng **ổn định hơn** so với các năm trước, dù vẫn tồn tại một số yếu tố bất định về môi trường kinh tế toàn cầu như rủi ro từ chính sách thuế quan.

Diễn biến sự thay đổi EPS dự phóng và kết quả thực tế của VN Index qua các năm (2020-2025E)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp, dữ liệu EPS cuối cùng của năm tương ứng đại diện cho kết quả thực tế sau khi có kết quả kinh doanh quý 4.

(*) Biểu đồ diễn biến EPS từ năm 2020 đến 2025 cho thấy các kỳ vọng thường có sự điều chỉnh giảm dần trong năm, đặc biệt giai đoạn 2022–2023 do ảnh hưởng từ kinh tế vĩ mô toàn cầu. Tuy nhiên, với năm 2025, đường EPS ước tính (màu đỏ) thể hiện xu hướng duy trì khá ổn định ở vùng cao, phản ánh sự đồng thuận của thị trường về triển vọng lợi nhuận tích cực và niềm tin vào sự phục hồi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết.

Chúng tôi điều chỉnh **vùng P/E mục tiêu cho VN-Index trong 6–8 tháng tới** lên mức rộng hơn, từ 13,5x–14,5x lên **13,3x–14,7x** so với kịch bản đưa ra từ đầu năm, nhằm phản ánh các yếu tố hỗ trợ và rủi ro mới xuất hiện.

Các yếu tố hỗ trợ chính:

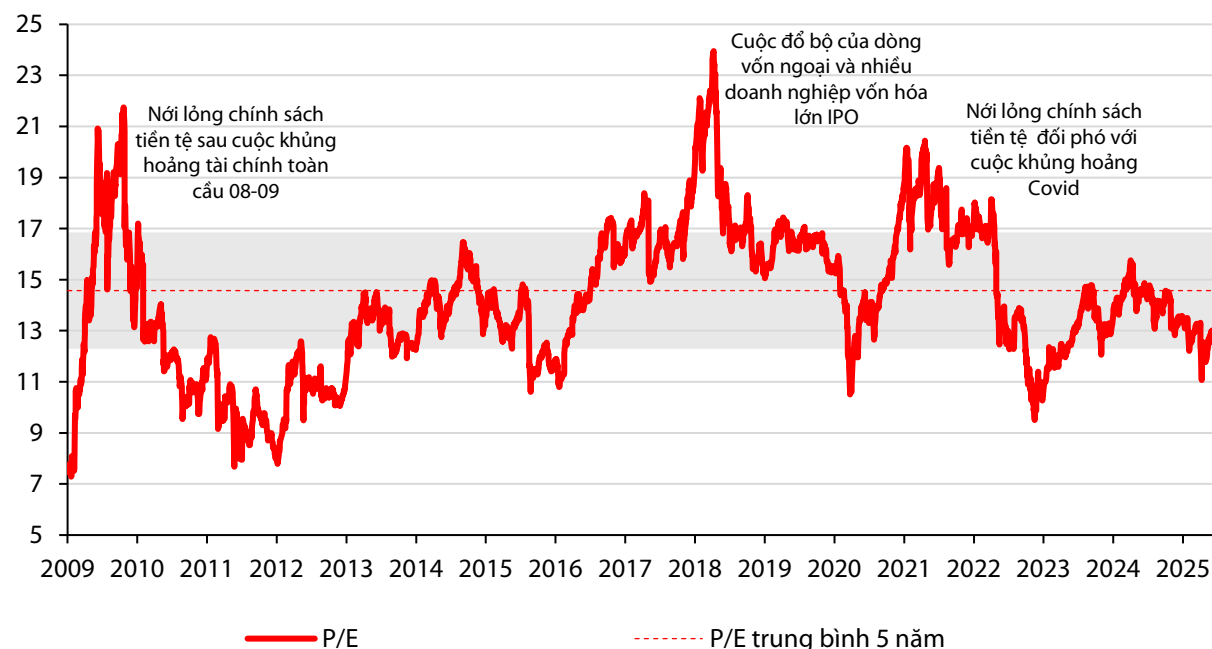
- **Chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng**, được điều hành chủ động và linh hoạt, giúp duy trì mặt bằng lãi suất thấp, tạo điều kiện thuận lợi cho thanh khoản TTCK.
- Xu hướng dòng vốn đón đầu câu chuyện nâng hạng thị trường: Việt Nam đang tiến gần tới việc được FTSE công nhận đủ điều kiện nâng hạng lên “Thị trường mới nổi thứ cấp” trong kỳ đánh giá tháng 9/2025 – yếu tố có thể thu hút mạnh dòng vốn ngoại.

Các rủi ro cần theo dõi:

- **Biến động địa chính trị toàn cầu**, xuất phát từ xu hướng phân cực chính trị, có thể dẫn tới những sự kiện bất ngờ gây ảnh hưởng đến tâm lý thị trường.
- **Rủi ro tỷ giá**: Đồng VND có thể chịu áp lực nếu FED tiếp tục trì hoãn cắt giảm lãi suất, ảnh hưởng đến định hướng chính sách tiền tệ trong nước.
- **Chính sách điều hành của chính quyền Trump** đang tiềm ẩn nhiều yếu tố bất định, có thể tạo ra phản ứng khó lường trên thị trường vốn toàn cầu.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các rủi ro trên chủ yếu là những “con gió ngược” mang tính ngắn hạn. Trừ khi xảy ra các tác động có tính chất cấu trúc và kéo dài lên nền kinh tế Việt Nam, thì các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp nhìn chung sẽ không bị ảnh hưởng đáng kể.

Lịch sử định giá P/E của VN Index (2009-2025)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp | (*) Vùng xám thể hiện biến động +/- độ lệch chuẩn so với giá trị trung bình 5 năm

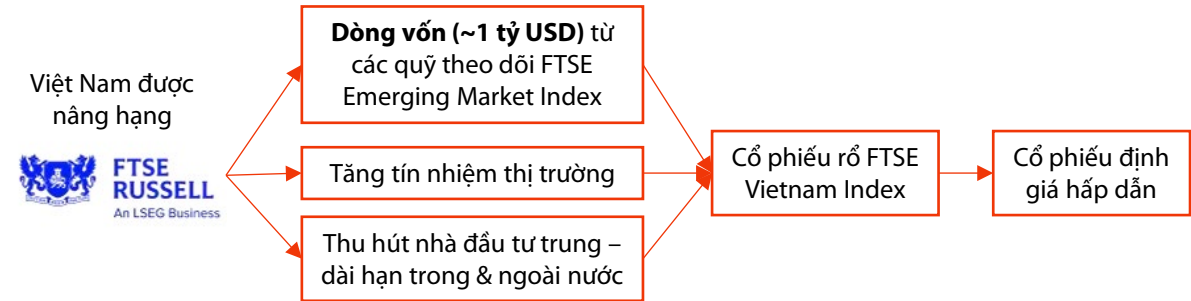
P/E mục tiêu trong 6-8 tháng tới – mở rộng vùng định giá



Kỳ đánh giá tháng 3/2025 của Russell tiếp tục cho thấy khả năng Việt Nam được nâng hạng thị trường mới nổi đã ở rất gần. FTSE đã đề xuất Việt Nam cần thiết lập các cơ chế hiệu quả hơn tạo thuận lợi cho giao dịch giữa các NĐT nước ngoài. Một trong những điểm FTSE nhấn mạnh là việc mở tài khoản giao dịch cho NĐT nước ngoài cần trở nên thuận tiện, minh bạch hơn, giúp nâng cao khả năng tiếp cận thị trường vốn Việt Nam.

Trước những yêu cầu đó, Chính phủ đã ban hành các thông tư bổ sung như Thông tư 18, Thông tư 03 trong năm 2025, sau Thông tư 68 ban hành tháng 11/2024, đồng thời chính thức đưa vào vận hành hệ thống KRX từ tháng 5/2025. Khi việc nâng hạng trở thành hiện thực, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ đón nhận dòng vốn quy mô lớn từ các quỹ ETF toàn cầu, qua đó thúc đẩy thanh khoản và cải thiện định giá.

Tác động trong kịch bản “nâng hạng lên thị trường mới nổi cận biên”



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Việt Nam đã thực hiện các thay đổi để đáp ứng với yêu cầu của FTSE Russell

Việt Nam đã thực hiện các thay đổi để đáp ứng với yêu cầu của FTSE Russell		Dự kiến sẽ thực hiện trong thời gian tới nhằm hiện thực hóa mục tiêu nâng hạng thị trường chứng khoán			
Ban hành 18/2025/TT-BTC hướng dẫn giao dịch không yêu cầu ký quỹ trước đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài có hiệu lực từ 05/05/2025 .	Vận hành hệ thống KRX từ ngày 05/05 , là điều kiện kỹ thuật để triển khai các giải pháp phức tạp hơn bao gồm: nền tảng cho mô hình CCP, vận hành mô hình đối tác bù trừ trung tâm, cơ sở để triển khai các sản phẩm mới	Ban hành 03/2025/TT-NHNN có hiệu lực từ 16/06/2025 nhằm sửa đổi các quy định về việc mở và sử dụng tài khoản vốn đầu tư gián tiếp (IICA), đơn giản hóa các thủ tục cho nhà đầu tư nước ngoài, hỗ trợ cho mô hình không ký quỹ trước.	- Dự thảo sửa đổi 155/2020/NĐ-CP, nhằm rút ngắn thời gian niêm yết chứng khoán từ 90 xuống 30 ngày; bổ sung quy định về điều kiện phát hành trái phiếu; làm rõ trách nhiệm công bố tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa của DN và bỏ quy định cho phép DN tự quyết định tỷ lệ sở hữu nước ngoài thấp hơn mức quy định. Đảm bảo vận hành trơn tru các thông tư đã ban hành (68, 18, 03) và hệ thống KRX. Thu thập bằng chứng thành công - Kinh nghiệm từ Ả Rập Xê Út và Kuwait cho thấy cần tổ chức các hội nghị xúc tiến đầu tư, đối thoại trực tiếp với FTSE Russell và các quỹ lớn, công bố “sách trắng” (hướng dẫn về môi trường đầu tư tại Việt Nam)		
Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 9

Xu hướng đa cực đang tái định hình trật tự thế giới với nhiều trung tâm quyền lực, làm gia tăng sự phức tạp và bất định trong môi trường kinh tế – chính trị toàn cầu. Các hệ lụy đi kèm gồm cạnh tranh kinh tế gay gắt hơn, bất ổn địa chính trị, và chủ nghĩa bảo hộ gia tăng. Những diễn biến như xung đột Nga–Ukraine, mở rộng BRICS hay căng thẳng Mỹ – Trung đã cho thấy rõ tốc độ thay đổi nhanh chóng của môi trường toàn cầu, buộc các quốc gia – trong đó có Việt Nam – phải thích ứng linh hoạt với các biến số khó đoán.

Chúng tôi cho rằng những rủi ro tương tự như việc thay đổi chính sách thuế quan hoặc địa chính trị bất ngờ sẽ tiếp tục là các biến số lớn ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế và tâm lý thị trường tài chính Việt Nam. Để đánh giá đúng mức độ ảnh hưởng, cần phân tích cơ chế truyền dẫn và trả lời hai câu hỏi chính:

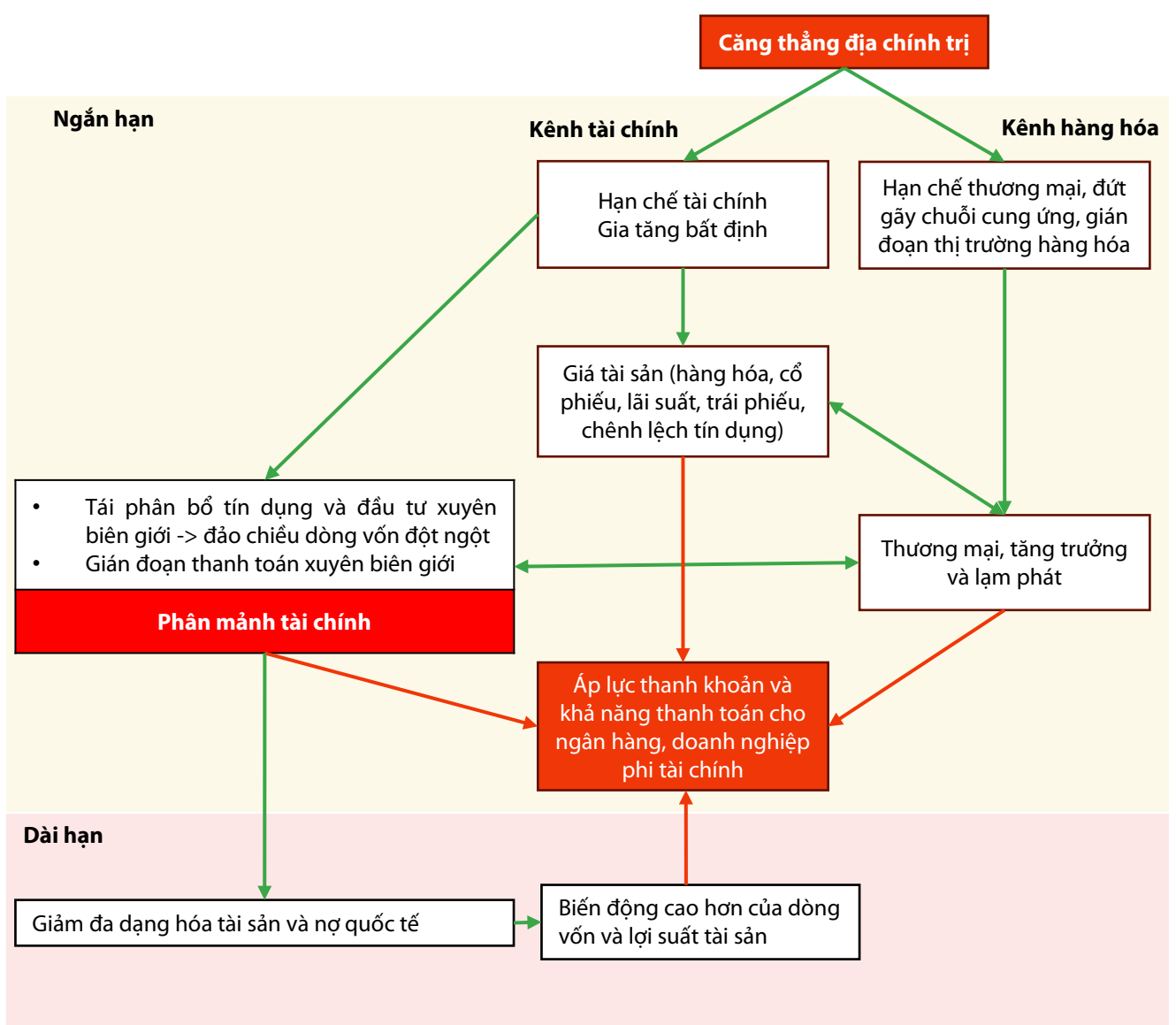
1. Rủi ro đó có ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp đến môi trường hoạt động của doanh nghiệp trong nước không?
2. Đây là “cơn gió ngược” mang tính tạm thời hay là bước ngoặt cấu trúc làm thay đổi xu hướng ngành nghề trong dài hạn?

Về tổng thể, sự biến động toàn cầu sẽ tác động lên Việt Nam qua hai kênh truyền dẫn chính gồm **(1) kênh tài chính** và **(2) kênh hàng hóa**. Có thể lấy ví dụ về chiến tranh thương mại 2.0 với chính sách thuế quan là chủ đạo để thấy những rủi ro tạo ra thách thức đối với chính sách như thế nào:

(1) Kênh tài chính: Các biện pháp áp thuế của Mỹ đang tạo ra sức ép về khả năng kéo dài thời gian duy trì mặt bằng lãi suất cao của Fed, dưới áp lực từ lạm phát và các rủi ro bên ngoài, đã làm tăng mức độ biến động của dòng vốn đầu tư quốc tế. Đối với Việt Nam, tình hình này có thể dẫn đến các tác động ngắn hạn như suy giảm dòng vốn gián tiếp (FII) và áp lực lên tỷ giá.

(2) Kênh hàng hóa: Chính sách thuế quan đối với một số nhóm ngành dự kiến của Trump chưa công bố, với việc Trung Quốc thời gian gần đây tăng cường thu tóm các mỏ nguyên liệu thô có thể khiến chuỗi cung ứng bị gián đoạn và doanh nghiệp Việt Nam khó lập kế hoạch sản xuất, xuất khẩu dài hạn.

Cách thức biến động địa chính trị có thể tác động lên thị trường tài chính và thương mại



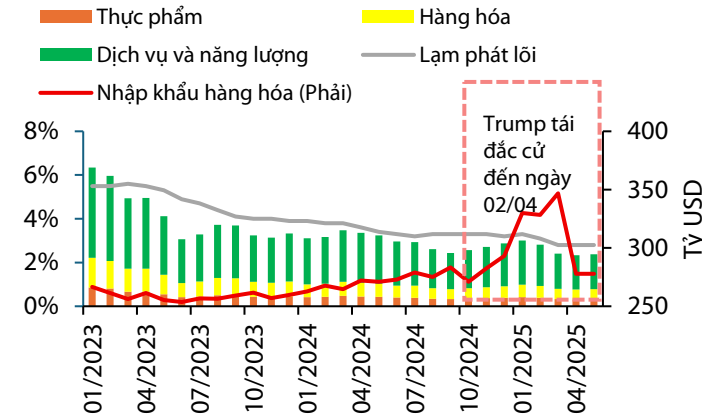
Lạm phát tại Mỹ tháng 5/2025 ở mức 2,4% svck. Tuy nhiên, tác động thực tế của thuế quan lên hàng hóa và thực phẩm Mỹ dự kiến sẽ chưa thể hiện ngay trong ngắn hạn, do hiệu ứng “front-loading” cũng như quyết định gia hạn thời điểm thực thi thuế quan sang ngày 01/08/2025.

Báo cáo việc làm tháng 6/2025 cho thấy Mỹ tạo ra 147 nghìn việc làm mới, tỷ lệ thất nghiệp giảm nhẹ xuống 4,1%, song sự sụt giảm này chủ yếu đến từ việc có tới 130 nghìn lao động rời khỏi lực lượng lao động, kéo tỷ lệ tham gia lao động xuống 62,3%, mức thấp nhất kể từ năm 2022. Thực trạng này phản ánh một trạng thái cân bằng “vào thấp, ra thấp”, khi số lượng việc làm mới tăng chậm nhưng doanh nghiệp cũng hạn chế sa thải.

Theo quy tắc Taylor, lãi suất hiện tại đang phù hợp với các biến số vĩ mô của Mỹ, làm củng cố quan điểm thận trọng của Fed. Nhiều khả năng Fed sẽ tiếp tục chờ đợi các dữ liệu kinh tế về lạm phát, chi tiêu tiêu dùng và tăng trưởng trước khi thay đổi chính sách.

Nếu Fed tiếp tục trì hoãn việc cắt giảm lãi suất trong thời gian dài hơn, điều này có thể tạo áp lực lớn lên việc điều hành chính sách tiền tệ trong nước, nhất là khi Việt Nam đang theo đuổi hướng nới lỏng lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng. Trong bối cảnh dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện không nhiều dư địa để làm bộ đệm hỗ trợ chính sách.

Hiệu ứng front-loading và gia hạn thuế mới khiến cho tác động thuế quan lên lạm phát tạm thời bị lùi lại



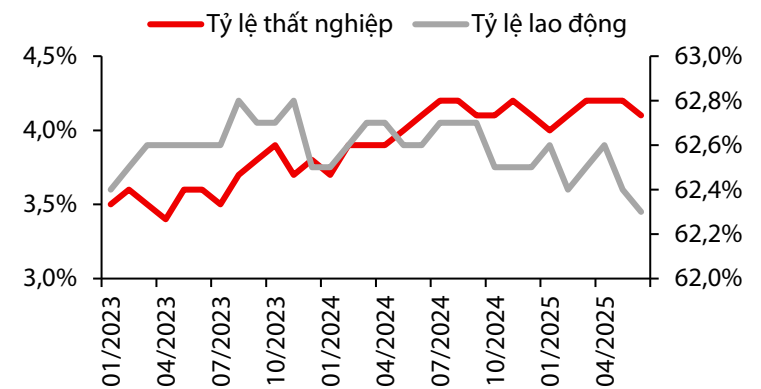
Nguồn: BEA, CTCK Rồng Việt

Lãi suất hiện tại phù hợp quy luật Taylor

		Tỷ lệ thất nghiệp									
		3,25	3,50	3,75	4,00	4,10	4,25	4,50	4,75	5,00	
PCE	1,50	3,9	3,65	3,4	3,15	3,05	2,9	2,65	2,4	2,15	
	1,75	4,28	4,03	3,77	3,53	3,43	3,27	3,02	2,77	2,52	
	2,00	4,65	4,4	4,15	3,9	3,8	3,65	3,4	3,15	2,9	
	2,25	5,03	4,78	4,53	4,28	4,18	4,03	3,77	3,52	3,27	
	2,30	5,1	4,85	4,6	4,35	4,25	4,1	3,85	3,6	3,35	
	2,50	5,4	5,15	4,9	4,65	4,55	4,4	4,15	3,9	3,65	
	2,75	5,78	5,53	5,28	5,03	4,93	4,78	4,53	4,28	4,03	
	3,00	6,15	5,9	5,65	5,4	5,3	5,15	4,9	4,65	4,4	
	3,25	6,53	6,28	6,03	5,78	5,68	5,53	5,28	5,03	4,78	

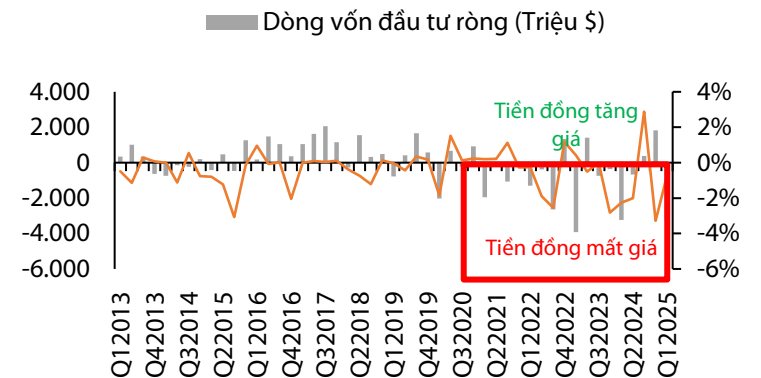
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Thị trường lao động cân bằng “vào thấp, ra thấp” thay thế cho tăng trưởng đột biến



Nguồn: BEA, CTCK Rồng Việt

FED duy trì lãi suất cao gây khó khăn điều hành chính sách vĩ mô Việt Nam



Nguồn: NHNN, VCB, CTCK Rồng Việt

Các mức thuế ngành dự kiến sẽ cao hơn thuế có qua có lại

Ngành	Ngày hiệu lực	Pháp lý	Mức thuế dự kiến
Đồng	Đang điều tra	Mục 232	50%
Chất bán dẫn và thiết bị sản xuất	Đang điều tra	Mục 232	
Khoáng sản quan trọng	Đang điều tra	Mục 232	
Gỗ và gỗ xẻ	Đang điều tra	Mục 232	
Hàng hải, hậu cần và đóng tàu	10/14/2025	Mục 301	Phí theo giai đoạn
Xe tải và phụ tùng	Đang điều tra	Mục 232	
Máy bay thương mại, động cơ và phụ tùng	Đang điều tra	Mục 232	
Dược phẩm	Đang điều tra	Mục 232	200%

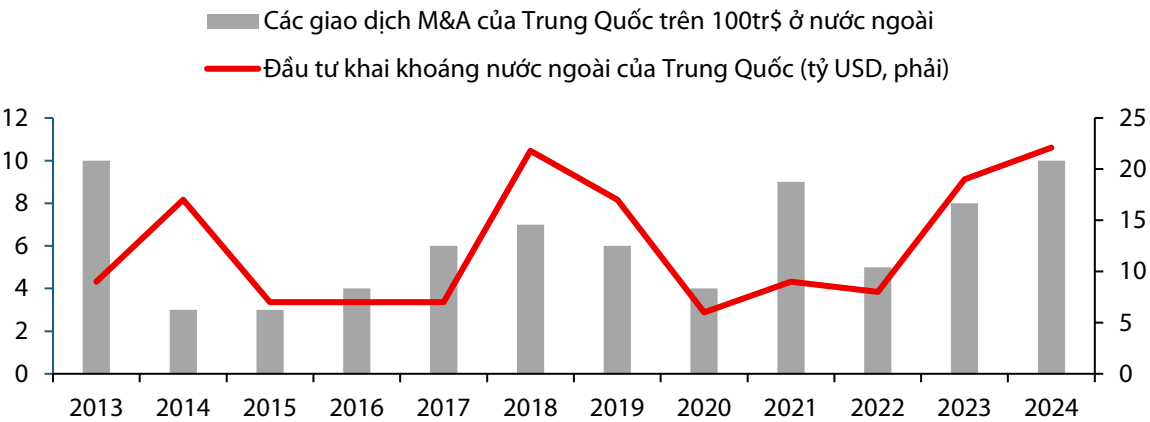
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chỉ số sợ hãi và tham lam



Nguồn: CNN, CTCK Rồng Việt. Chỉ số sợ hãi và tham lam được dùng để đánh giá biến động thị trường chứng khoán. Lý thuyết này dựa trên logic rằng nỗi sợ hãi quá mức có xu hướng kéo giá cổ phiếu xuống, và lòng tham quá mức có xu hướng gây ra tác dụng ngược lại.

Trung Quốc tích cực thu tóm các mỏ trên thế giới để bảo đảm nguồn nguyên liệu



Nguồn: Griffith Asia Institute, S&P Capital IQ CTCK Rồng Việt

Thuế quan của Việt Nam hiện tại có phần thuận lợi hơn so với quốc gia khác, tuy nhiên, vẫn tồn tại sự bất định đáng kể. Cụ thể, thuế quan của Mỹ đối với các ngành riêng biệt vẫn đang trong giai đoạn điều tra và chưa có quyết định chính thức. Đặc biệt, nếu thuật ngữ "transshipment" diễn giải theo hướng bất lợi, cùng với khả năng Trung Quốc kiểm soát chặt chẽ nguồn nguyên liệu thô, thì chuỗi cung ứng có thể bị gián đoạn và doanh nghiệp Việt Nam khó lập kế hoạch sản xuất, xuất khẩu dài hạn.

Về mặt tâm lý thị trường, ghi nhận sự nhạy cảm và phản ứng có phần thái quá trước các thông tin liên quan tới thuế quan, đặc biệt khi có phát biểu hoặc tuyên bố mới từ Trump, hoặc khi xuất hiện các sự kiện địa chính trị nóng.

Thông điệp chiến lược đầu tư của chúng tôi trong giai đoạn tới bao gồm:

- Chuẩn bị kế hoạch đầu tư bền vững
- Phù hợp để tăng tỷ trọng vào lớp tài sản cổ phiếu niêm yết
- Đa dạng hóa danh mục đầu tư
- Cân tái cơ cấu cân bằng tỷ trọng danh mục định kỳ
- Luôn luôn theo dõi và đánh giá các yếu tố rủi ro
- Nắm bắt các xu hướng và cơ hội thị trường



Chuẩn bị một kế hoạch chiến lược có thể giúp nhà đầu tư tăng khả năng thành công và giữ vững định hướng dài hạn, ngay cả trong những giai đoạn thị trường biến động. Theo đó, kế hoạch đầu tư cần tập trung chú trọng vào 1/ tính thanh khoản cho nhu cầu tài chính ngắn hạn và 2/ sự khả thi trong việc phân bổ tài sản nhằm đảm bảo mục tiêu tài chính dài hạn.

- **Tính thanh khoản** - chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư duy trì một khoản tiền đủ để chi trả cho các nhu cầu ngắn hạn, bao gồm chi tiêu, nợ đến hạn và các kế hoạch tài chính ngắn hạn. Khoản này nên được đầu tư vào tiền mặt hoặc trái phiếu ngắn hạn để đảm bảo sự ổn định trong giai đoạn thị trường biến động. Việc rút tiền theo kế hoạch và nạp lại khi thị trường suy giảm cũng có thể tạo ra hiệu quả đầu tư lâu dài.
- **Mục tiêu tài chính dài hạn** – Các tài sản rủi ro như cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, bất động sản,... thường có mức sinh lợi cao giúp cho các mục tiêu tài chính trong dài hạn khả thi hơn. Mặc dù trong ngắn hạn, nhà đầu tư có thể đối mặt với những “kỳ vọng vĩ mô” mang tính cơn gió ngược, tuy nhiên giá trị tài sản sẽ quay trở lại phản ánh đúng bản chất lợi ích mà nó mang lại khi các “neo vĩ mô” này suy yếu. Phần tài sản dùng để đáp ứng các mục tiêu tài chính trong suốt cuộc đời nên được đầu tư theo chiến lược và khung thời gian dài hạn. Chúng tôi cho rằng chiến lược này cần một danh mục đa dạng hóa tốt vào nhiều nhóm ngành nghề tiềm năng, nhằm cân bằng giữa lợi nhuận dài hạn và sự ổn định.

Thứ tự yếu tố ưu tiên trong việc lên kế hoạch đầu tư tài chính

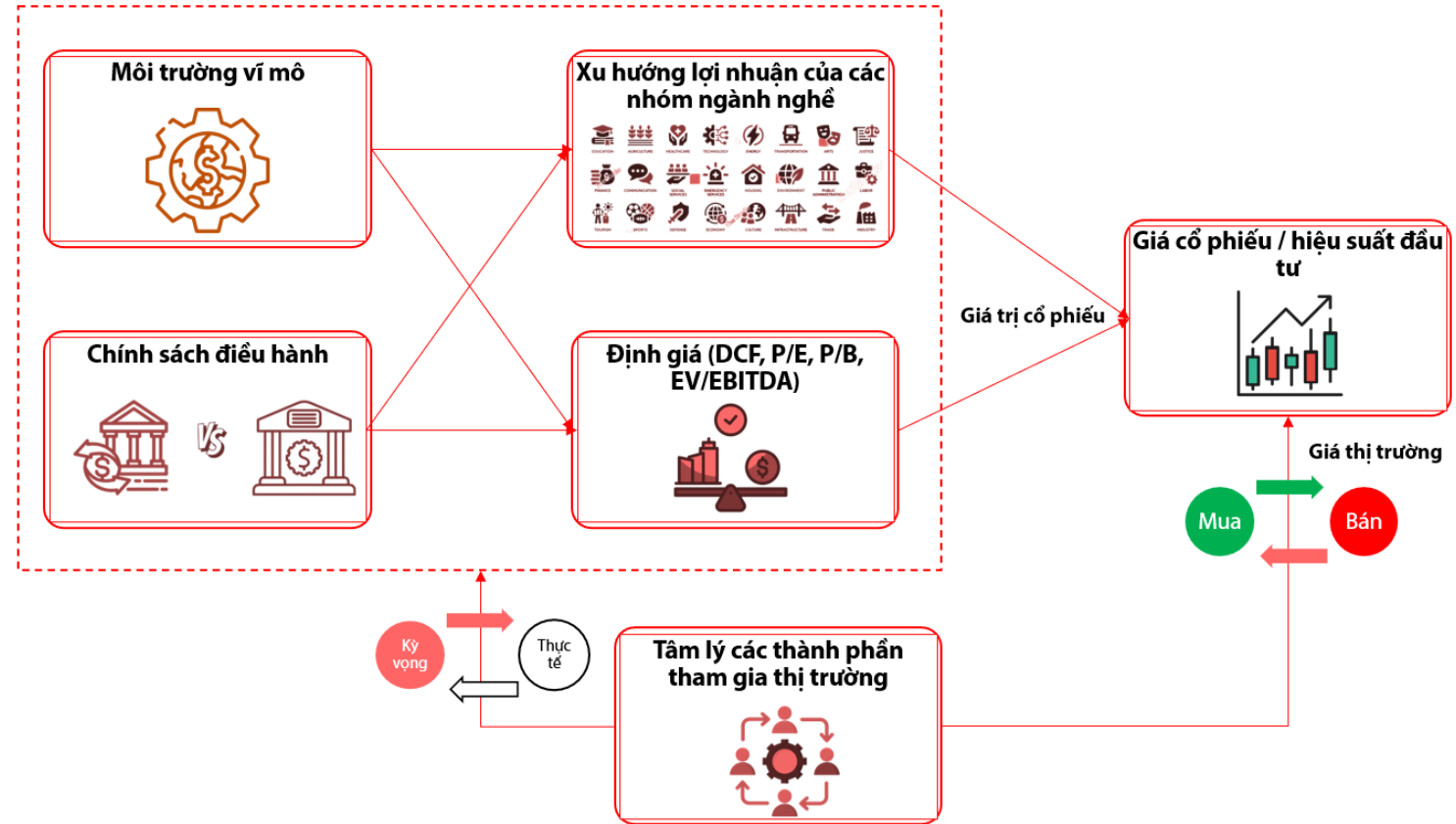


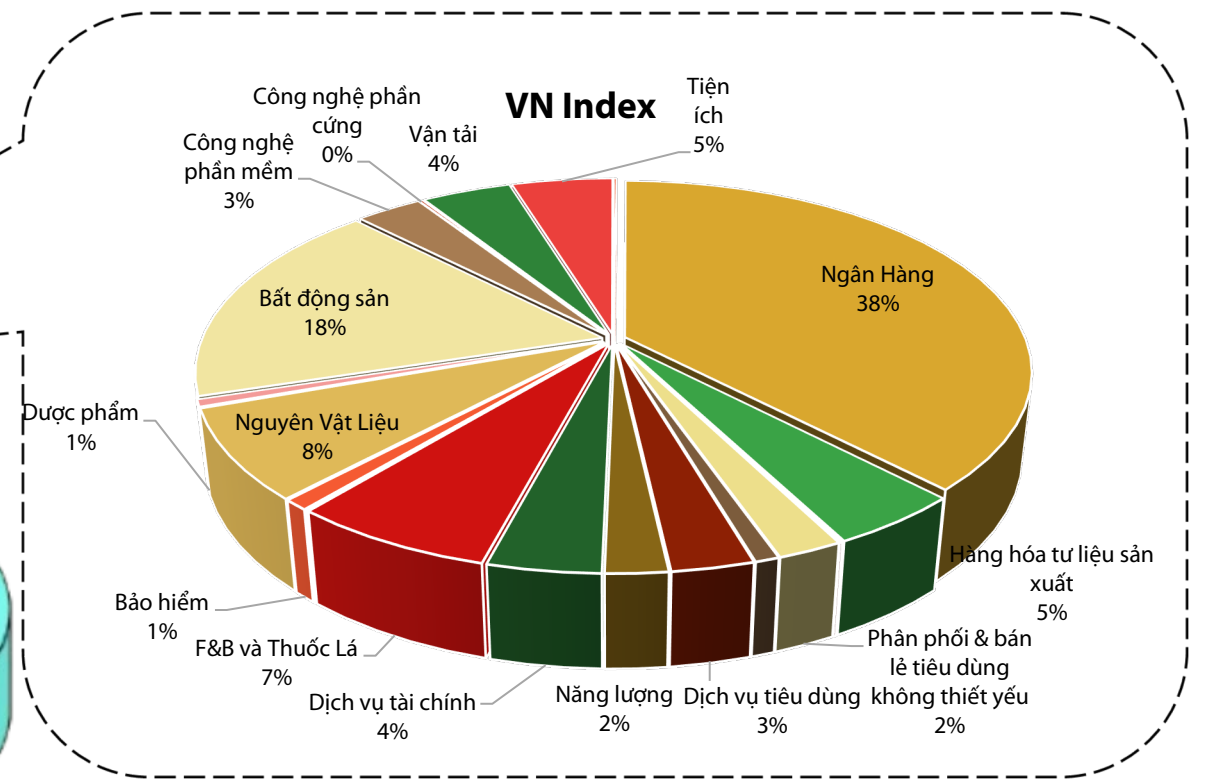
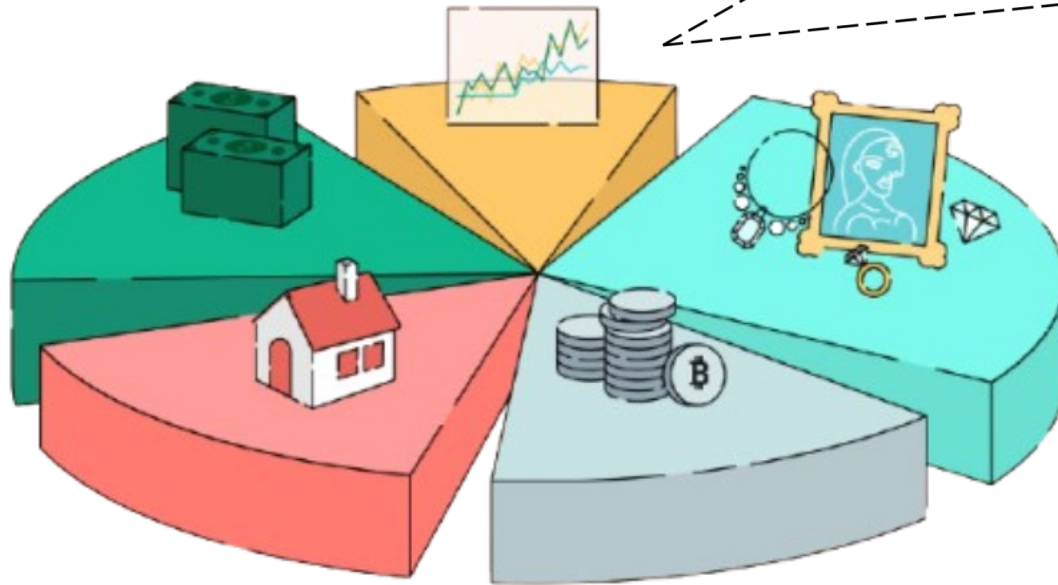
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Mặc dù môi trường vĩ mô toàn cầu còn nhiều bất định, đặc biệt do chính sách thuế quan của Mỹ, xu hướng chung của các quốc gia là tăng cường sử dụng nội lực, kết hợp chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng. Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng này khi chủ động điều hành chính sách tài khóa linh hoạt, duy trì lãi suất thấp và đẩy mạnh vai trò của khu vực tư nhân.

Thanh khoản thị trường dự kiến sẽ duy trì ở trạng thái dồi dào, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp đầu ngành bứt phá. Trong khi đó, định giá thị trường vẫn hấp dẫn so với lịch sử và tăng trưởng EPS đang cho thấy dấu hiệu cải thiện rõ nét.

Do đó, chúng tôi tiếp tục đánh giá tích cực triển vọng dài hạn của thị trường cổ phiếu và khuyến nghị nhà đầu tư xem xét tăng tỷ trọng thông qua các hình thức chủ động hoặc ủy thác qua các kênh chứng chỉ quỹ hoặc ETF.





Bên cạnh việc đa dạng hóa các nhóm tài sản, nhà đầu tư cũng nên phân bổ danh mục cổ phiếu một cách hợp lý. Việc đa dạng hóa ngành nghề giúp: **(1)** giảm rủi ro tập trung vào một ngành cụ thể, **(2)** tận dụng được các chu kỳ tăng trưởng khác nhau, và **(3)** ổn định hóa lợi nhuận khi thị trường biến động.

Một danh mục hiệu quả thường nên gồm **10–20 cổ phiếu**, vừa đủ để giảm thiểu rủi ro phi hệ thống (rủi ro riêng lẻ từng doanh nghiệp), vừa đảm bảo khả năng theo dõi, phân tích và ra quyết định chất lượng. Tuy nhiên, tùy theo **khẩu vị rủi ro** và **quy mô vốn**, nhà đầu tư có thể linh hoạt điều chỉnh số lượng cổ phiếu tăng/giảm cho phù hợp với mục tiêu và khả năng quản trị của mình.



Tái cân bằng danh mục (Rebalancing) là quá trình điều chỉnh lại tỷ trọng các tài sản khi danh mục lệch khỏi chiến lược phân bổ ban đầu, đặc biệt quan trọng với danh mục cổ phiếu niêm yết. Mục tiêu là **duy trì mức rủi ro mong muốn** và ngăn tình trạng một cổ phiếu vượt quá tỷ trọng kiểm soát – ví dụ khi cổ phiếu tăng giá mạnh làm tăng rủi ro tổng thể.

Lợi ích của việc tái cân bằng bao gồm: **quản lý rủi ro hiệu quả, tận dụng cơ hội mua thấp bán cao, duy trì kỷ luật đầu tư và hạn chế sự chi phối của một mã cổ phiếu**. Nhờ đó, nhà đầu tư có thể **tối ưu hóa hiệu quả dài hạn và giữ vững mục tiêu tài chính đã đề ra**.

Rủi ro biến động giá là một phần không thể tách rời của thị trường chứng khoán. Trong đó, **rủi ro phi hệ thống** – như biến động riêng lẻ theo ngành hoặc từng doanh nghiệp – có thể được **giảm thiểu qua việc đa dạng hóa danh mục**. Tuy nhiên, **rủi ro hệ thống (rủi ro thị trường)** lại ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường và **không thể loại bỏ chỉ bằng cách phân bổ tài sản**.

Đây là loại rủi ro gắn với các yếu tố vĩ mô như: suy thoái kinh tế, bất ổn chính trị, thay đổi chính sách, điều chỉnh lãi suất đột ngột, thiên tai hay khủng hoảng toàn cầu. Để **giảm thiểu tác động** của rủi ro này, nhà đầu tư nên:

- 1. Nhận diện sớm các yếu tố rủi ro** và theo dõi sát diễn biến;
- 2. Đánh giá xác suất và mức độ ảnh hưởng**, phân biệt giữa tác động nhất thời và sự thay đổi mang tính cấu trúc;
- 3. Chủ động chuẩn bị công cụ và chiến lược ứng phó**, như:
 - Gia tăng sức mua tại thời điểm đánh giá xác suất yếu tố rủi ro xảy ra cao.
 - Hoặc sử dụng hợp đồng tương lai để phòng ngừa rủi ro mà không cần bán hết cổ phiếu đang nắm giữ.

Rủi ro thị trường thường gây ảnh hưởng mạnh trong ngắn hạn, nhưng thị trường có xu hướng **phục hồi theo thời gian**. Vì vậy, **tầm nhìn dài hạn vào triển vọng doanh nghiệp** sẽ giúp nhà đầu tư tái cơ cấu danh mục hiệu quả hơn trong giai đoạn biến động và tránh phản ứng mang tính cảm xúc khi rủi ro chỉ mang tính cục bộ.



CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 2H2025

1

**CHỦ ĐỀ 1: NÂNG
HẠNG THỊ TRƯỜNG,
VỐN MÔI DẪN DẮT
CON SỐNG**

2

**CHỦ ĐỀ 2: NGÀNH
NGÂN HÀNG ĐÓNG
VAI TRÒ LỚN TRONG
TĂNG TRƯỞNG KINH
TẾ**

3

**CHỦ ĐỀ 3: BÁN LẺ VÀ
TIÊU DÙNG – ĐỘNG
LỰC THIẾT YẾU CỦA
NỀN KINH TẾ**

4

**CHỦ ĐỀ 4: CƠ HỘI TỪ
CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ
HẠ TẦNG TRỌNG
ĐIỂM QUỐC GIA**

5

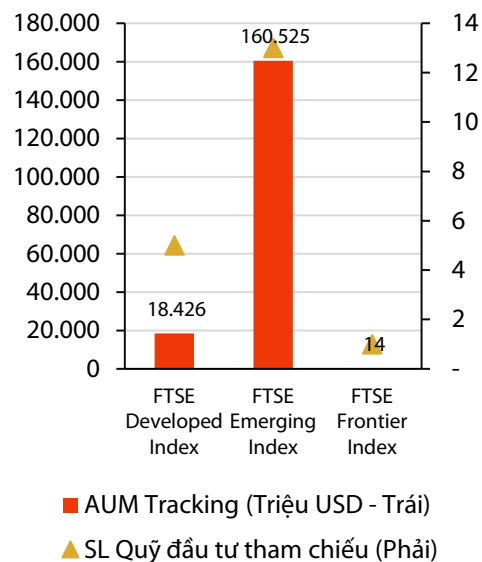
**CHỦ ĐỀ 5: ĐIỂM XOAY
CHIỀU**

Với xác suất cao Việt Nam sẽ được FTSE ghi nhận đủ điều kiện nâng hạng lên nhóm "thị trường mới nổi thứ cấp" trong kỳ đánh giá tháng 9/2025, thị trường dự kiến sẽ đón dòng vốn đón đầu từ các quỹ chỉ số theo dõi FTSE Emerging Market Index – ước tính quy mô lên tới khoảng 1 tỷ USD. Kinh nghiệm từ các thị trường từng được nâng hạng như Qatar hay Romani cho thấy, sự kiện này thường tạo hiệu ứng tích cực kéo dài nhiều tháng, không chỉ về dòng tiền mà còn về niềm tin thị trường.

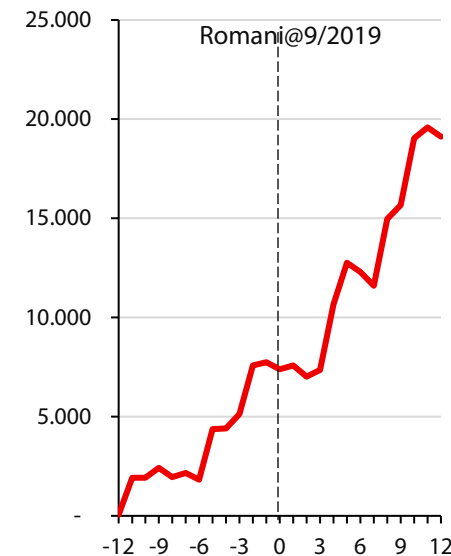
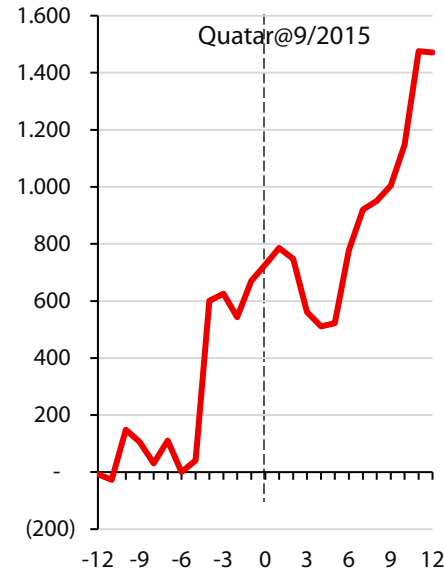
Việc được nâng hạng không chỉ giúp tăng cường độ tin nhiệm của thị trường chứng khoán Việt Nam mà còn mở rộng khả năng tiếp cận vốn quốc tế, đồng thời thu hút thêm các nhà đầu tư dài hạn từ cả trong và ngoài nước. Các công ty chứng khoán vì thế sẽ hưởng lợi kép: vừa tăng nguồn thu từ phí giao dịch, dịch vụ và lãi vay ký quỹ, vừa có cơ hội tăng lợi nhuận từ hoạt động tự doanh nhờ đón sóng dòng vốn ngoại.

Bên cạnh đó, dòng vốn từ các quỹ đầu tư thường ưu tiên giải ngân trước vào các cổ phiếu có sẵn trong rổ FTSE Vietnam Index – là nhóm được đưa vào FTSE Emerging Market Index sau nâng hạng. Sau đó, dòng tiền sẽ lan tỏa sang các cổ phiếu có định giá hấp dẫn hoặc tiềm năng tăng trưởng nổi bật – theo hiệu ứng “nước chảy về chỗ trũng”. Với chiến lược đón đầu xu hướng, nhà đầu tư có thể tham khảo danh sách các cổ phiếu trong rổ FTSE Vietnam Index trong phần phụ lục và tham khảo nhóm cổ phiếu có mức chiết khấu hấp dẫn trong danh sách cổ phiếu phân tích của chúng tôi.

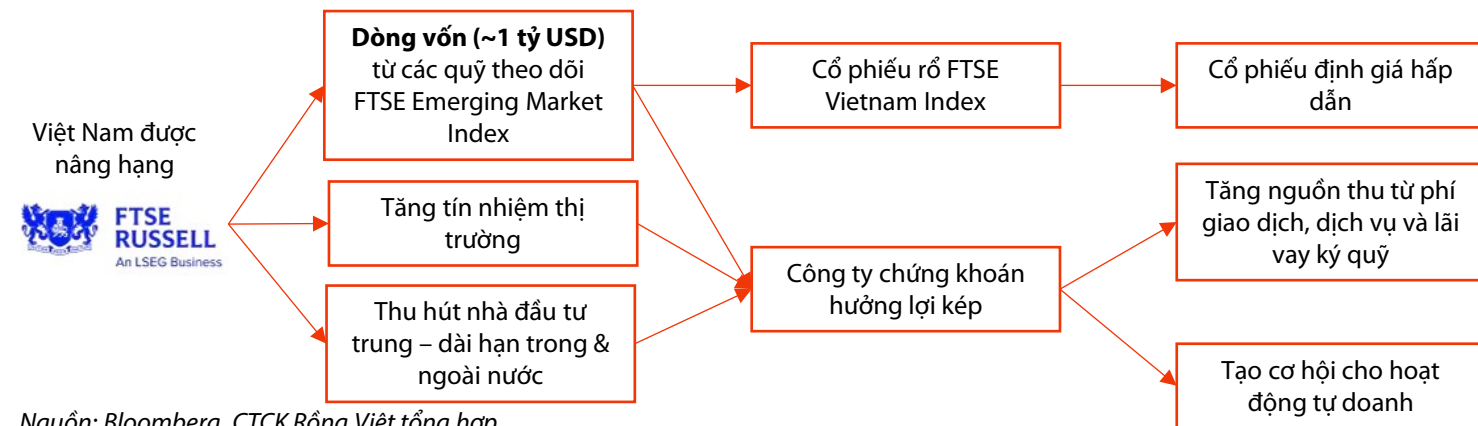
Thống kê số lượng và tổng tài sản quản lý của các quỹ đầu tư tham chiếu các chỉ số FTSE theo phân hạng thị trường



Lũy kế xu hướng dòng vốn rông vào các thị trường trước và sau 12 tháng khi được FTSE công bố đủ điều kiện nâng hạng lên thị trường “mới nổi” (Triệu USD)



Tác động trong kịch bản “nâng hạng lên thị trường mới nổi cận biên”



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Bảng: Danh sách các cổ phiếu thuộc nhóm doanh nghiệp môi giới chứng khoán có nền tảng cơ bản tốt, vị thế đầu ngành và thanh khoản cao, phù hợp để giao dịch. Trong số này, SSI và HCM được chúng tôi đánh giá là lựa chọn an toàn và hợp lý để đón đầu xu hướng, nhờ mức định giá tích lũy hấp dẫn và hiệu quả sử dụng vốn (ROE) duy trì ổn định hơn trung bình 5 năm gần đây.

Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	GTGD TB/phiên 3 tháng	Tổng doanh thu thuần @2024 (Tỷ đồng)	Cơ cấu doanh thu				%ROE	%ROE TB 5 năm	%Chênh lệch ROE so với mức trung bình	P/B hiện tại	P/B TB 5 năm	Chiết khấu/(Thặng dư) P/B so với mức trung bình
				Kinh doanh môi giới	Tự doanh	Quản lý tài sản	Ngân hàng đầu tư và khác						
SSI	53.142	579	8.711	51%	46%	2%	2%	11,33	12,29	0,96	1,92	2,17	13%
VND	27.097	358	5.349	42%	55%	0%	3%	7,97	17,42	9,45	1,35	1,80	34%
HCM	25.919	296	4.276	60%	38%	0%	1%	10,47	12,40	1,93	2,10	2,01	-4%
VCI	27.134	293	3.696	52%	46%	0%	1%	9,71	14,88	5,17	2,14	2,36	10%
BSI	10.661	53	1.419	66%	33%	0%	1%	7,17	10,00	2,83	2,08	1,79	-14%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

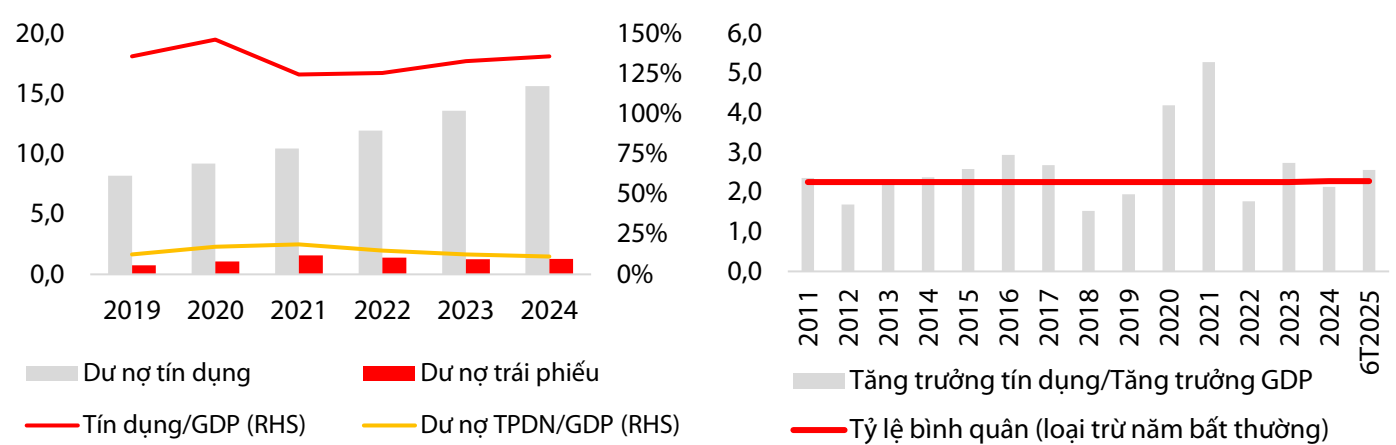
Quan điểm điều hành hướng tới tăng trưởng của Nhà nước mở ra triển vọng bứt phá cho tăng trưởng tín dụng.

- Mô hình tăng trưởng của Việt Nam vẫn sẽ phụ thuộc nhiều vào tín dụng ngân hàng do thị trường vốn cần nhiều thời gian để cải thiện, chưa kể khả năng thay đổi cơ chế hạn mức tín dụng có thể thúc đẩy hơn nữa tăng trưởng tín dụng.
- Các ngân hàng có bộ đệm vốn dày và khẩu vị rủi ro cao sẽ là những ngân hàng có khả năng mở rộng tín dụng nhanh chóng nhờ lợi thế cạnh tranh về chi phí vốn, năng lực công nghệ và hệ sinh thái bao gồm **MBB, VPB, TCB**.

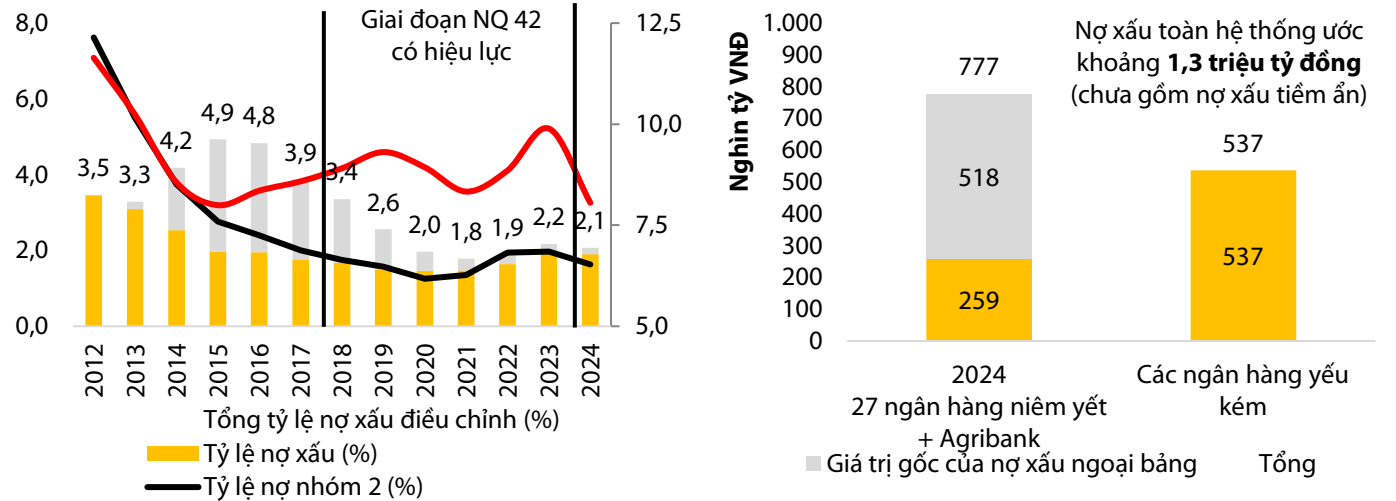
Chu kỳ xử lý nợ xấu của hệ thống ngân hàng có mối quan hệ chặt chẽ với tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ. Kỳ vọng chu kỳ nợ xấu từ 2022 dần được xử lý khi lãi suất ở mức thấp, tín dụng dồi dào, thị trường BĐS ấm dần lên kết hợp với việc luật hóa các quy định cốt lõi của Nghị quyết 42.

- Mặt bằng lãi suất ổn định có thể được duy trì trong 1-2 năm tới, dù có thể tăng nhẹ, cùng chính sách tín dụng nới lỏng, sẽ giúp các DN, đặc biệt trong lĩnh vực BĐS, dễ dàng tiếp cận vốn để phục hồi HĐKD, cũng như khả năng trả nợ của người vay.
- NQ 68 về thúc đẩy kinh tế tư nhân như một cú hích chính sách, trong đó có định hướng tháo gỡ các vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS, đảm bảo cho quá trình phục hồi của thị trường này. Điều này, kết hợp với việc luật hóa quy định về thu giữ TSBĐ từ NQ 42, hiệu quả xử lý nợ xấu sẽ được nâng cao đáng kể từ năm 2026. Sau khi dòng vốn tín dụng bị mắc kẹt ở nợ xấu được khơi thông, khả năng cung ứng vốn với chi phí thấp của hệ thống ngân hàng lại được củng cố.
- Các ngân hàng tiêu biểu: **VPB, MBB, VIB, OCB**.

Tín dụng - kênh huy động vốn chính của nền kinh tế - dự báo sẽ bắt đầu quá trình tăng trưởng mạnh mẽ để hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng kinh tế



Hiệu quả xử lý nợ xấu sẽ được nâng cao khi nền kinh tế bước vào pha tăng trưởng, và ngược lại, cũng giúp quá trình tăng trưởng bền vững hơn khi khơi thông dòng vốn tín dụng mắc kẹt ở các khoản nợ xấu



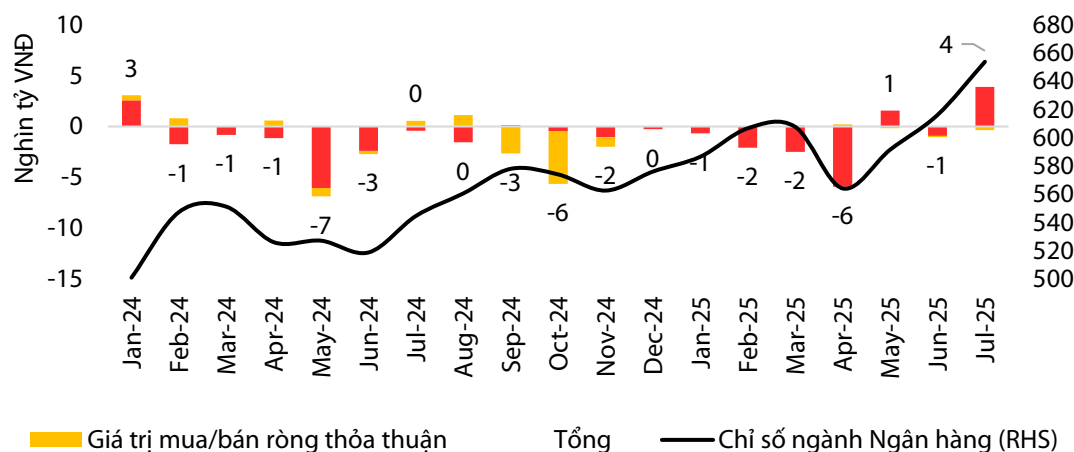
Nguồn: BCTC các ngân hàng, SBV, GSO, CTCK Rồng Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

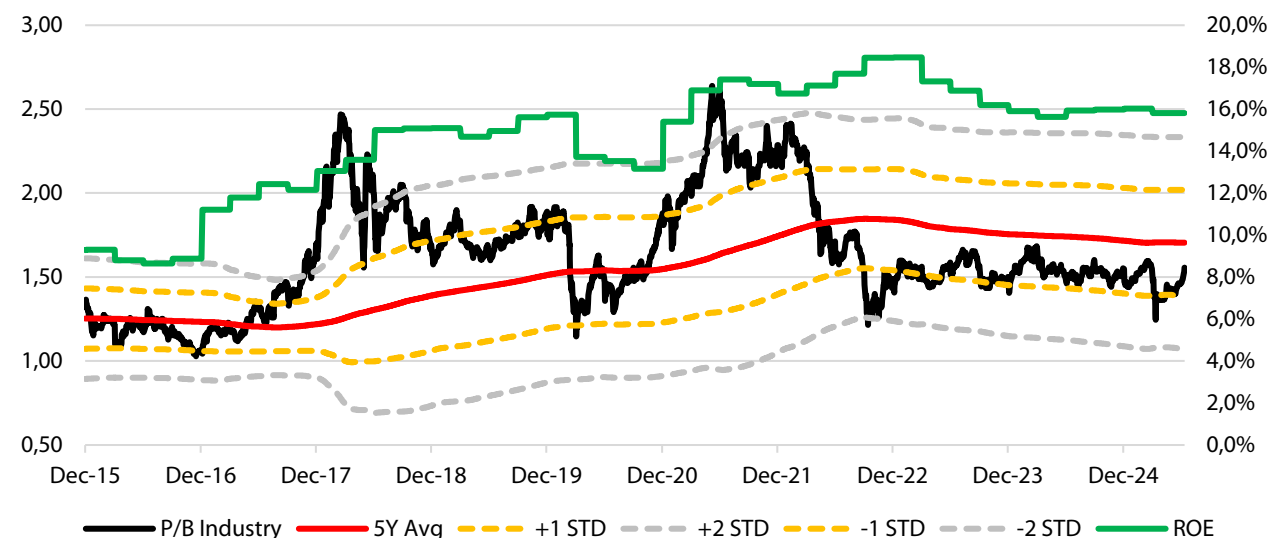
Định giá chưa phản ánh triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế và ngành ngân hàng, tiềm năng cải thiện chất lượng tài sản và câu chuyện nâng hạng thị trường.

- Ngành Ngân hàng vẫn đang được định giá P/B ở mức khá thấp (1,5x) và chưa có nhiều thay đổi trong khoảng 3 năm trở lại đây.
- Trong chu kỳ tăng trưởng sau suy thoái của nền kinh tế lần trước (2016-2019), lợi nhuận ngành Ngân hàng đã tăng trưởng kép với tốc độ 36%, và tỷ lệ nợ xấu nội bảng (gồm TP VAMC) giảm dần từ 4,8% về 2,6%. Lúc này định giá ngành Ngân hàng dao động từ 1,6x-1,9x. Với triển vọng tăng trưởng tích cực hơn của nền kinh tế trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố căn bản như tăng trưởng lợi nhuận, ROE, và chất lượng tài sản sẽ có những cải thiện mang tính cấu trúc, giúp định giá của ngành trở về mức bình quân 1,7-1,8x.
- Triển vọng nâng hạng TTCK sẽ là chất xúc tác đáng chú ý cho những cổ phiếu Ngân hàng có tỷ trọng cao trong 2 rổ chỉ số của FTSE và còn room cho tỷ lệ sở hữu nước ngoài ví dụ như **VCB, VPB**.

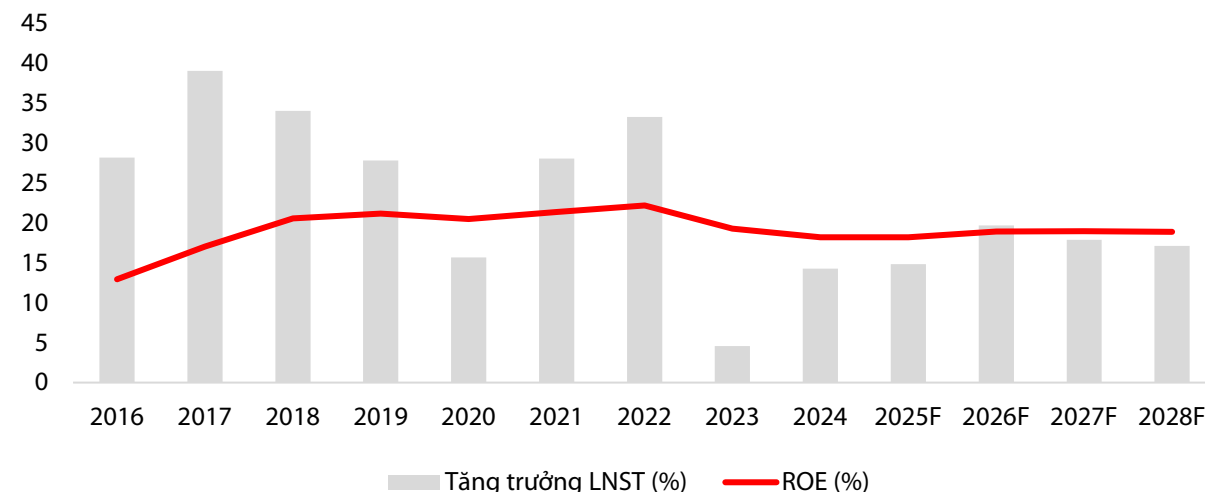
Khối ngoại mua ròng mạnh cổ phiếu Ngân hàng trong T7/2025



Định giá P/B ngành Ngân hàng vẫn đang ở dưới mức trung bình 5Y



Tăng trưởng lợi nhuận kép 2025F-28F ngành Ngân hàng đạt 18% và ROE 19%



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rông Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Mã	Giá mục tiêu (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Cổ tức 12T (VNĐ)	Thị giá (*) (VNĐ)	Tổng TNHĐ YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2025F	
CTG	48.300	7%	0	45.000	7	9	20	28	19,0	19,6	1,6	1,4	Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ “làm sạch” bằng cân đối kế toán một cách sâu rộng tới giai đoạn cuối và đưa chi phí tín dụng dự phóng từ 2025F-28F giảm về mức 1,1%. Tăng trưởng kép của tín dụng là 14% trong giai đoạn 2025F-28F khi trong môi trường chính sách hướng tới thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ. Các yếu tố này cùng với việc đẩy mạnh quá trình thu hồi nợ xấu ngoại bảng được kỳ vọng giúp CTG có tăng trưởng kép LN 17% và ROE 19%, củng cố quá trình tái định giá đang diễn ra ở ngân hàng này.
MBB	31.500	20%	300	26.600	14	22	10	25	20,7	22,0	1,4	1,3	Chúng tôi kỳ vọng MBB sẽ đạt tăng trưởng tín dụng cao 26%/25% trong 2025F/26F nhờ hạn mức tín dụng cao sau khi tham gia nhận CGBB Ocean Bank. MBB có thể tối ưu hóa hạn mức này với những lợi thế về chi phí vốn, nhờ nền tảng ngân hàng số vững chắc và hệ sinh thái khách hàng lớn và đa dạng (gồm các tổ chức, doanh nghiệp lớn và cá nhân, đặc biệt trong lĩnh vực quân đội). Chúng tôi đánh giá cao sự đầu tư mạnh mẽ của MBB vào nền tảng ngân hàng số, với một trong các mục tiêu là triển khai các sản phẩm vay trực tuyến nhanh chóng và tiện lợi.
VPB	22.800	16%	500	20.050	11	15	29	14	13,3	13,8	1,1	1,0	FE Credit sau hai năm tái cấu trúc đã đạt được một số kết quả khả quan về lợi nhuận và chất lượng tài sản. Tại ngân hàng mẹ, nợ xấu được dự báo sẽ cải thiện trong nửa cuối năm khi Novaland đã hỗ trợ trong vấn đề hoàn thiện pháp lý ở các dự án quan trọng. Hai yếu tố trên được kỳ vọng giúp CP tín dụng ròng bình quân được kiểm soát ở mức 1,9% trong 3 năm tới. Kết hợp với dự phóng tăng trưởng kép 3 năm của tín dụng 23%, đánh đổi với NIM bình quân thấp hơn 20bps so với giai đoạn 2021-24 do sức ép cạnh tranh, dự phóng tăng trưởng kép LN 2025F-28F đạt 22%.
VCB	73.000	19%	0	61.500	9	13	9	12	17,0	16,8	2,5	2,3	Với định giá P/B trượt hiện tại ở ngưỡng - 2 độ lệch chuẩn (2,3x) và ở mức thấp nhất trong vòng 10 năm, chúng tôi tin rằng tiềm năng cải thiện định giá của VCB là rất hấp dẫn khi xét đến (1) triển vọng tăng trưởng tích cực hơn trong trung hạn (CAGR 2025F-28F của LNTT: 15%) chủ yếu dựa trên sự phục hồi về NIM về mức gần 3% nhờ sức hấp thụ vốn của nền kinh tế cải thiện và (2) rủi ro bất định từ thuế đối ứng giảm dần trong thời gian dự phóng. Ngoài ra, triển vọng nâng hạng thị trường chứng khoán cũng là chất xúc tác cho giá cổ phiếu VCB khi VCB là ngân hàng còn room cho khối ngoại có tỷ trọng cao nhất trong 2 chỉ số của FTSE phản ánh TTCK Việt Nam.

Nguồn: CTCK Rông Việt | (*): Giá đóng cửa ngày 9/7/2025

Trong ngắn-trung hạn, câu chuyện “hợp nhất thị phần vào các ông lớn” sẽ là tâm điểm trong bối cảnh tiêu dùng âm ỉ (tăng trưởng 1 chữ số chủ yếu nhờ giá bán) bởi ảnh hưởng của lạm phát hàng hóa, bất định thuế quan và những xáo trộn tạm thời ở cấu trúc doanh nghiệp/ bộ máy công theo định hướng Chính phủ, xu hướng AI hóa. Cụ thể:

- Chuyển đổi thói quen tiêu dùng từ truyền thống sang hiện đại trong các mô hình bán lẻ. Cổ phiếu tiêu biểu: **MWG, FRT, MSN**.
- Bổ sung nhãn hàng/ngành hàng tiềm năng dựa trên kinh nghiệm vận hành mô hình SX/phân phối trước đó. Cổ phiếu tiêu biểu: **MSN, DGW, HAX**.
- Hưởng lợi khi thị trường “hàng giả - hàng lậu”, vốn có quy mô rất lớn, đang bị “kiểm soát chặt” dần theo thời gian. Cổ phiếu tiêu biểu: **QNS, FRT**.

Một vài cổ phiếu như **MWG, MSN, FRT, DGW** còn hưởng lợi kép từ việc tối ưu chi phí cao thông qua tinh gọn hệ thống cửa hàng, lợi thế quy mô gia tăng và hiệu quả trong việc thâm nhập vào ngành hàng biên cao hơn.

Trong dài hạn, chúng tôi dự kiến những yếu tố vĩ mô sẽ tích cực hơn cho tiêu dùng bán lẻ so với 4 năm hậu Covid-19, qua đó hỗ trợ “neo” mức tăng trưởng tốt cho các ông lớn bán lẻ/tiêu dùng sau khi hết dư địa tăng trưởng từ câu chuyện giạt thị phần trước đó. Nhờ vào:

- Thúc đẩy kinh tế tư nhân theo tinh thần Nghị quyết 68.
- Thị trường bất động sản ấm dần lên, đặc biệt cho nửa cuối 2025. Lưu ý, tài sản trong dân bị mắc kẹt đáng kể ở thị trường bất động sản các năm gần đây, do đó việc tháo gỡ thị trường này tốt sẽ giúp lưu thông dòng tiền trong dân nhanh hơn, hỗ trợ cho cả tâm lý tiêu dùng và thu nhập khả dụng.
- Ảnh hưởng của chính sách tài khóa - tiền tệ mạnh hơn khi tâm lý tiêu dùng cải thiện (lãi suất cho vay thấp, tăng lương cơ bản khối Nhà nước, duy trì thuế VAT 8%).

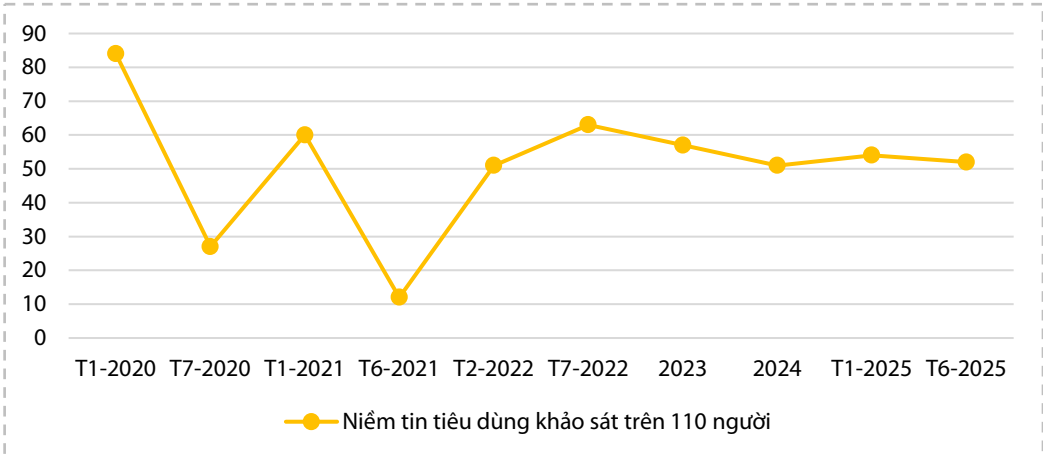
Câu chuyện tăng trưởng thị phần phân hóa giữa các ông lớn, liên quan chặt chẽ đến **độ hiệu quả các chính sách cạnh tranh về**

Cốt lõi sản phẩm		Công suất sản xuất			Hệ thống phân phối	
Thương hiệu	Sản phẩm	2020	2021	2022	2023	2024
QNS	Sữa hạt	72.9%	78.1%	78.3%	77.4%	83.2%
VNM	Sữa các loại	43.7%	42.8%	40.8%	39.7%	39.5%
SAB	Bia	38.6%	38.4%	34.3%	34.5%	35.5%
	Gia vị	40.5%	47.8%	40.6%	46.8%	49.1%
MCH	Thực phẩm tiện lợi	22.5%	24.2%	20.5%	22.7%	25.1%
	Cà phê	18.8%	19.9%	17.1%	18.0%	18.5%

Giá bán		Dịch vụ		Tính đa dạng trong SP		Hệ thống phân phối/bán lẻ
Thương hiệu	Sản phẩm	2020	2021	2022	2023	2024
HAX	Ô tô	0,9%	0,8%	0,8%	0,6%	1,3%
DGW	Điện thoại di động	7,7%	9,4%	9,8%	8,4%	10,1%
	MTXT & MTB	28,0%	39,4%	30,8%	27,7%	30,5%
	Hàng gia dụng			0,8%	1,6%	2,0%
FRT	Thiết bị CNTT-TT	12,9%	14,1%	14,8%	13,0%	12,4%
	Dược phẩm	1,5%	4,4%	8,3%	12,5%	17,7%
PNJ	Trang sức	16,9%	16,0%	18,4%	20,4%	21,5%
	Thiết bị CNTT-TT	28,2%	24,0%	25,4%	23,2%	25,7%
MWG	Điện máy	56,0%	62,4%	63,2%	60,5%	60,5%
	Bách hóa	1,7%	2,5%	2,2%	2,4%	3,0%

Nguồn: Euromonitor, GFK, VAMA, IQVIA, CTCK Rồng Việt ước tính & tổng hợp

Trong ngắn hạn, thu nhập và niềm tin tiêu dùng vẫn chưa có nhiều khởi sắc do nhiều bất ổn vĩ mô và lạm phát giá



Trong dài hạn, thu nhập và niềm tin tiêu dùng kỳ vọng được mở khóa tăng trưởng nhờ thúc đẩy kinh tế tư nhân ở vận hội Việt Nam mới thời gian tới, nhưng cần thời gian thực thi

	2020-24	2026-30
Tăng trưởng GDP hằng năm	5,13%	8-10%
Tổng số lượng doanh nghiệp cuối kỳ	940.078	2.000.000
Số lượng doanh nghiệp mới thành lập hằng năm	36.294	211.984
Năng suất lao động bình quân	7,1%	8,5-9,5%
% tầng lớp trung lưu	26%	55%
Thu nhập khả dụng (đô/người)	4.180	7.500

Nguồn: Nghị quyết 68, PwC, CTCK Rong Việt tổng hợp

Ngắn hạn (GĐ 2023-24)			Dài hạn		
Tiểu ngành bán lẻ	Động lực tăng trưởng	Mức độ tăng trưởng	Động lực tăng trưởng	Mức độ tăng trưởng	Ghi chú
Bách hóa	Giá bán	Thấp (1-3%)	Giá bán	Trung bình (3-5%)	Xu hướng cao cấp hóa sản phẩm hướng tới sức khỏe
Thiết bị CNTT-TT	Giá bán	Thấp (1-3%)	Giá bán	Trung bình (3-5%)	Xu hướng sử dụng sản phẩm giá trị cao, đa tính năng value-for-money (Apple, Mi)
Dược phẩm	Sản lượng	Trung bình (7-9%)	Sản lượng	Trung bình (7-8%)	Bình ổn
Điện máy lớn	Sản lượng	Trung bình (5-10%)	Sản lượng & giá bán	Cao (10-15%)	Gia tăng tỷ lệ thâm nhập trong hộ gia đình, thay vì 1 thành 2-3 điện máy lớn trong nhà nhờ tầng lớp trung lưu tăng nhanh
Hàng gia dụng nhỏ	Sản lượng	Cao (10-30%)	Sản lượng	Cao (10-30%)	Gia tăng nhanh tỷ lệ thâm nhập nhờ tiện ích cao và giá bán phù hợp thu nhập
Ô tô	Sản lượng	Thấp (0-2%)	Sản lượng	Cao (10% trở lên)	Tầng lớp trung lưu tăng nhanh cùng tốc độ đô thị hóa cao hơn (cải thiện hạ tầng giao thông)
Trang sức	Sản lượng	Thấp(1-5%)	Sản lượng	Trung bình (8-12%)	Tầng lớp trung lưu tăng nhanh

Các chủ điểm đầu tư

- ✓ Lợi nhuận ổn định và định giá ở mức hấp dẫn. Cổ phiếu quan tâm: VNM.
- ✓ Câu chuyện mở rộng lợi nhuận hấp dẫn nhưng cũng nhiều rủi ro trong dài hạn – high risk high rewards. Cổ phiếu quan tâm: MSN, MWG, DGW, FRT.
- ✓ Tiềm năng từ xu hướng “siết chặt hàng lậu”. Cổ phiếu quan tâm: QNS, FRT.
- ✓ Tái định giá nhờ nâng hạng thị trường. Cổ phiếu hưởng lợi: VNM, MSN.
- ✓ Cổ tức tiền mặt hấp dẫn (trên 7%/năm) và triển vọng thu hẹp lợi nhuận đã phản ánh vào giá. Cổ phiếu quan tâm: SAB, QNS, VNM.
- ✓ Câu chuyện riêng cho lợi nhuận đột biến nhờ bán tài sản. Cổ phiếu quan tâm: HAX.

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Mã cổ phiếu	Giá thị trường (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (*) (đồng)	PE (x)		EVEBITDA (x)		Tỷ suất cổ tức (%)	
				2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
MSN	75.800	TÍCH LŨY	83.000	9.5%	47,7	30,3	14,7	13,0	0
QNS	48.500	TÍCH LŨY	56.100	15.7%	7,3	8,0	7,3	7,1	8,5
VNM	60.200	TÍCH LŨY	68.900	14.5%	13,6	16,3	9,7	10,7	7,9
MWG	67.700	TÍCH LŨY	75.300	11.2%	18,4	16,5	15,7	14,4	1,7
HAX	15.350	TÍCH LŨY	17.200	12.1%	16,7	15,7	9,3	8,8	6,1
SAB	47.650	TÍCH LŨY	54.100	13.5%	14,5	15,1	11,8	12,0	10,2
FRT	186.800	QUAN SÁT	N.A	N.A	35,8	28,0	17,9	14,9	-
DGW	44.200	TRUNG LẬP	41.800	N.A	18,5	12,8	19,0	10,9	1,3
PNJ	82.800	TRUNG LẬP	80.000	0%	14,1	12,6	9,0	9,0	2,4

Nguồn: CTCK Rong Việt. (*) Giá mục tiêu đã bao gồm cổ tức tiền mặt 1 năm tới.

Hạ tầng là yếu tố then chốt trong chiến lược tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi cho rằng các cải cách hiện nay sẽ giúp Việt Nam đẩy nhanh tiến trình hiện đại hóa hạ tầng – một nhu cầu đã bị dồn nén suốt nhiều năm. Điều này sẽ tạo nền tảng đưa Việt Nam tiến gần hơn tới mục tiêu trở thành quốc gia thu nhập cao. Trong chủ đề này, chúng tôi tập trung vào các tiểu điểm sau:

1. Đẩy mạnh các dự án hạ tầng giao thông:

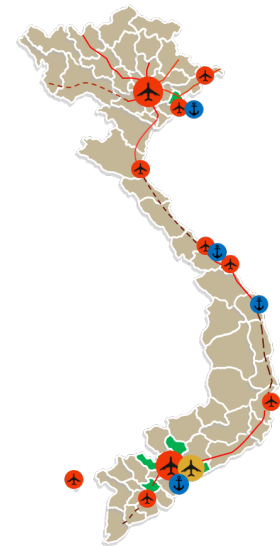
- Xu hướng và quy mô đầu tư vào hạ tầng giao thông tại Việt Nam năm 2025 tăng đáng kể so với các năm trước, với kế hoạch đầu tư công cho giao thông đạt khoảng 87 nghìn tỷ đồng, cao hơn mức 75,481 nghìn tỷ đồng của năm 2024, tăng 15,3% svck. Năm 2025, dự kiến sẽ khởi công 19 dự án giao thông quan trọng. Đồng thời, 50 dự án dự kiến hoàn thành, nâng tổng chiều dài đường cao tốc lên gần 2.021 km. Để phát triển hạ tầng giao thông đến năm 2030, Việt Nam cần hơn 200 tỷ USD.
- Các mô hình kinh doanh như xây dựng hạ tầng, vật liệu sẽ là các ngành hưởng lợi trực tiếp từ việc thực hiện dự án. Những nguyên vật liệu chính có thể kể đến gồm cát (san lấp mặt bằng,...), đá (xây dựng đường sá, công trình), thép xây dựng (công trình cầu, đường, nhà ga); và các dự án đẩy mạnh hoạt động xây dựng sẽ hỗ trợ cho sản lượng tiêu thụ nguyên vật liệu, đặc biệt cho các doanh nghiệp có quy mô dẫn đầu ngành
- Trong khi đó, các dự án khu công nghiệp, các công ty logistics và vận tải sẽ được hưởng lợi gián tiếp nhờ lưu lượng hoạt động sẽ tăng lên. Ngoài ra, phát triển hạ tầng sẽ là tiền đề cho việc phát triển các dự án BĐS dân dụng; khi hạ tầng giúp mở rộng không gian đô thị, kết nối giữa các khu vực, thu hút người dân và tăng tỷ lệ đô thị hóa
- Cổ phiếu được lựa chọn bao gồm: Hưởng lợi trực tiếp là các cổ phiếu nhóm nguyên vật liệu (HPG); ngoài ra các ngành hưởng lợi gián tiếp có thể kể đến gồm BĐS (KBC, SIP, KDH, NLG)

Các mô hình kinh doanh hưởng lợi từ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm



Hệ thống hạ tầng tại Việt Nam (phát triển trong giai đoạn 2025-2026)

- Cao tốc – đã hoàn thành
- - - Cao tốc – đang xây dựng
- ✈ Sân bay Quốc tế - hiện hữu
- ✈ Sân bay Quốc tế - đang xây dựng
- ⚓ Cảng nước sâu – hiện hữu



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư - Đẩy mạnh các dự án hạ tầng giao thông

Mã	Hình thức hưởng lợi	Giá mục tiêu (đồng)	Cổ tức 12 tháng tới (đồng)	Thị giá (đồng)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (Bao gồm cổ tức)	Tăng trưởng doanh thu 2025 (%)	Tăng trưởng LNST-CĐM 2025(%)	ROA 2025 (%)	ROE 2025 (%)	P/E 2025 (x)	P/B 2025 (x)	12M EV/EBITDA (x)	Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
HPG	Trực tiếp	28.200	0	24.750	14%	30,11	55,57	7,40	14,20	11,07	1,44	11,25	HPG là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trong lĩnh vực thép xây dựng; ngoài ra với việc DQ02 đưa vào hoạt động (cũng việc áp thuế CBPG để bảo vệ nền sản xuất trong nước) giúp doanh nghiệp lấy được thị phần của thép nhập khẩu (chủ yếu từ Trung Quốc). Với kỳ vọng phát triển hệ thống đường sắt cao tốc (đi cùng nhu cầu thép chuyên dụng) thì HPG dự kiến đưa nhà máy sản xuất thép ray cao tốc vào hoạt động trong giai đoạn 2027-2028, giúp đón đầu làn sóng đầu tư.
KBC	Gián tiếp	34.600	0	27.750	25%	73,32	238,14	3,00	6,50	2,32	1,08	19,73	Các KCN của doanh nghiệp (Tràng Duệ, Kim Thành) và KĐT quy mô lớn (Tràng Cát) tập trung tại Hải Phòng – trọng điểm phát triển hạ tầng tại miền Bắc trong giai đoạn 2025-2026.
SIP	Gián tiếp	76.700	1.000	70.900	10%	-1,25	-1,55	5,00	23,00	29,47	2,76	9,23	KCN Phước Đông (KCN quy mô lớn nhất) nằm gần cao tốc Mộc Bài – Tp.HCM, giúp kết nối trọng điểm kinh tế miền Nam và thị trường Campuchia. Ngoài ra các KCN khác (Lê Minh Xuân 03, Lộc An Bình Sơn) cũng nằm gần các khu vực đang được thúc đẩy phát triển hạ tầng (vành đai 03, sân bay Long Thành).
KDH	Gián tiếp	42.777	0	31.000	38%	126,65	37,63	8,09	12,79	5,17	1,43	27,64	Các KĐT lớn của doanh nghiệp (Gladia, Solina, Phong Phú, Tân Tạo) hưởng lợi từ sự phát triển hệ thống đường vành đai 02,03 tại Tp.HCM; tốc độ đô thị hóa tăng lên đi cùng với nhu cầu nhà ở tại các khu đô thị được quy hoạch bài bản.
NLG	Gián tiếp	38.220	0	39.750	-4%	-18,33	-32,06	0,93	3,14	4,52	1,69	11,37	Các KĐT lớn của doanh nghiệp (Waterpoint, Izumi) hưởng lợi từ sự phát triển hệ thống hạ tầng kết nối Tp.HCM với các tỉnh lân cận (Đồng Nai, Long An); tốc độ đô thị hóa tăng lên đi cùng với nhu cầu nhà ở tại các khu đô thị được quy hoạch bài bản.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

2. Mở rộng công suất điện – nhu cầu cấp thiết

Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế trung bình khoảng 10%/năm trong giai đoạn 2026–2030, quy hoạch điện VIII Điều chỉnh dự kiến tăng trưởng sản lượng điện sẽ ở mức CAGR 7–9%. Do vậy, việc đầu tư phát triển hạ tầng năng lượng trở thành yêu cầu cấp thiết. Trong đó, hai nhóm cơ sở hạ tầng sẽ được tập trung phát triển gồm:

Xây dựng nhà máy NLTT để mở rộng công suất hệ thống điện

- Tổng công suất lắp đặt điện dự kiến đạt 183 nghìn MW (*), tương đương CAGR 12%, vào năm 2030. Nhóm năng lượng tái tạo chiếm khoảng 45% tổng công suất lắp đặt, với công suất điện gió và điện mặt trời dự kiến đạt CAGR lần lượt là 27% và 16%.
- Hướng đến xuất khẩu NLTT (Điện gió ngoài khơi) cho các nước trong khu vực như Malaysia và Singapore, công suất xuất khẩu dự kiến 5.000 - 10.000 MW vào năm 2030.
- Nhu cầu phát triển công suất mới ở mức cao sẽ mở ra dư địa lớn cho các chủ đầu tư có kinh nghiệm trong mảng NLTT, đặc biệt là những doanh nghiệp đã và đang vận hành nhà máy như **REE**, **HDG** và **GEG**.

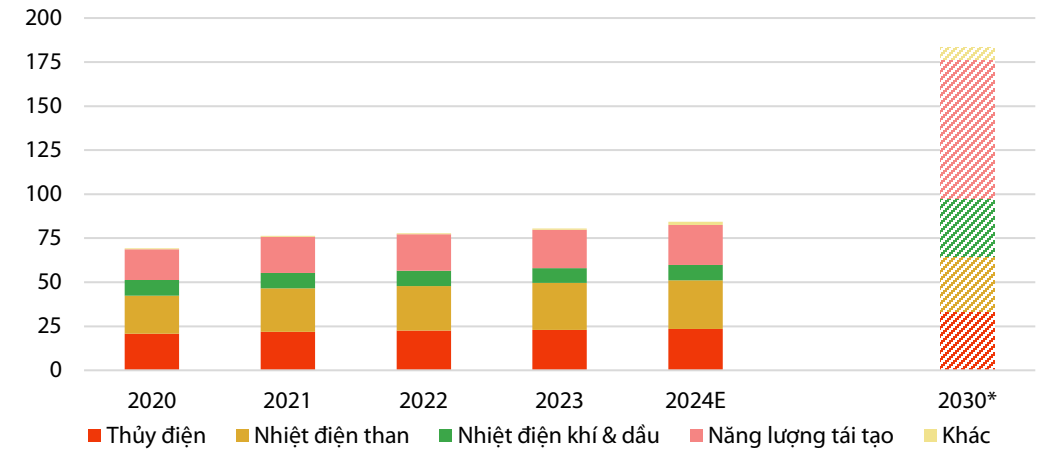
Mở rộng, nâng cấp mạng lưới truyền tải điện thông minh

- Mở rộng và nâng cấp lưới điện quốc gia thành lưới điện thông minh, nhằm đảm bảo nguồn cung từ các trung tâm NLTT miền trung (Bình Thuận, Ninh Thuận,...) cho các trung tâm sản xuất công nghiệp ở miền Bắc và miền Nam.
- Đến 2030, kế hoạch bao gồm xây mới và nâng cấp 14.000 km đường dây 500kV, 21.000 km đường dây 220kV, cùng với việc mở rộng công suất các trạm biến áp 500kV và 220kV lên lần lượt 105.000 MVA và 123.000 MVA.
- Các công trình lưới điện thông minh cần nhà thầu có chuyên môn kỹ thuật và kinh nghiệm xây dựng. **PC1** có thể là doanh nghiệp được hưởng lợi trong xu hướng này.

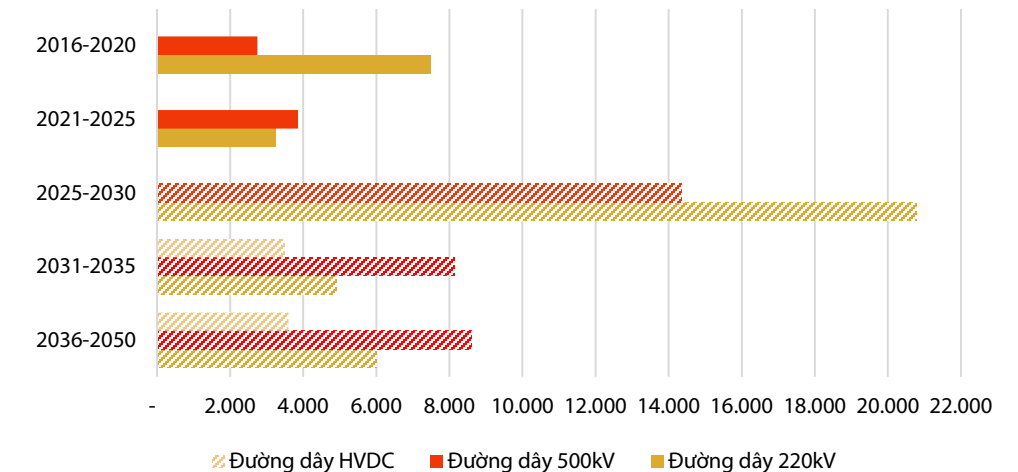
(*): Dựa trên kịch bản cơ sở - Quy hoạch điện VIII Điều chỉnh

(**): HVDC: Đường điện cao áp một chiều

Tổng công suất lắp đặt hệ thống điện (nghìn MW), phân loại theo nguồn điện



Mục tiêu xây dựng lưới điện truyền tải 220kv, 500kv và HVDC(**) (km) trong các giai đoạn



Nguồn: EVN, Quy hoạch Điện VIII Điều chỉnh, CTCK Rồng Việt

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư - Sự cấp thiết đầu tư mở rộng công suất cung cấp điện

Mã	Mảng kinh doanh hưởng lợi	Giá mục tiêu (đồng)	Cổ tức 12 tháng tới (đồng)	Thị giá (đồng) (*)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (gồm cổ tức)	Tăng trưởng doanh thu 2025(%)	Tăng trưởng LNST-CĐM 2025 (%)	ROA 2025 (%)	ROE 2025 (%)	P/E 2025	P/B 2025	12M EV/EBITDA	Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
REE	NLTT	84.300	1.000	67.500	26%	10,56	21,75	6,17	11,71	11,01	1,53	11,05	Thủy điện: Sản lượng thủy điện kỳ vọng cải thiện sau khi đưa vào vận hành nhà máy Thác Bà 2 (19MW) từ tháng 4/2025. Trong năm 2026, Công ty tiếp tục mở rộng quy mô khi dự kiến hoàn thành thêm dự án Trà Khúc 2 (30MW). Bên cạnh đó, điều kiện thời tiết ổn định nhờ chu kỳ ENSO trung tính trong giai đoạn 2H2025–1H2026 sẽ hỗ trợ duy trì sản lượng thủy điện ổn định. Năng Lượng Tái tạo: Dự kiến đưa dự án điện gió Duyên Hải (48MW) vào vận hành thương mại trong 4Q2025, qua đó gia tăng đóng góp từ điện gió trong cơ cấu sản lượng. Ngoài ra, công ty đang theo đuổi thêm 3 dự án điện gió khác tại Trà Vinh với tổng công suất 344MW, thể hiện rõ định hướng phát triển dài hạn của REE tập trung vào lĩnh vực năng lượng tái tạo.
GEG	NLTT	17.300	0	16.450	5%	28,97	522,56	4,69	12,48	2,62	1,21	7,81	Dự án Tân Phú Đông 1 đã được phê duyệt giá bán điện chính thức ở mức 1.813 đồng/kWh, gần gấp đôi so với mức giá chuyển tiếp trước đây, giúp hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp của Công ty. Dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49MW) dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2025, qua đó nâng tổng công suất điện mặt trời của GEG thêm 23% so với công suất hiện tại. Dự án điện gió ngoài khơi Tân Thành (100MW) đã nhận được chủ trương đầu tư vào tháng 6/2025 và được kỳ vọng sẽ hoàn thành vào năm 2028, đánh dấu bước tiến chiến lược của GEG vào lĩnh vực điện gió ngoài khơi.
PC1	Xây dựng điện	26.500	0	22.450	18%	-9,26	12,53	5,52	8,00	8,61	1,24	7,33	Xây lắp EPC: Chúng tôi cho rằng khối lượng công việc của PC1 sẽ tăng đáng kể nhờ vào: (1) mục tiêu mở rộng mạng lưới điện được đặt ra trong QHD8DC; (2) NLTT đã có khung giá cụ thể, là cơ sở để các NĐT triển khai nhà máy mới; (3) được giao làm tổng thầu EPC cho dự án điện gió Camarines Sur (58MW) tại Phillipine. Năng lượng: PC1 có kế hoạch mở rộng nguồn công suất với các dự án, 2 dự án thủy điện Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW).

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt | (*) Giá đóng cửa tại ngày 09/07/2025

3.Mở rộng hạ tầng năng lượng quốc gia

Đầu tư phát triển hạ tầng khí và LNG được xem là chiến lược trọng tâm trong tiến trình hiện đại hóa ngành năng lượng Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu điện tăng trưởng nhanh và áp lực chuyển dịch năng lượng trở nên rõ ràng hơn sau cam kết Net Zero. Trong giai đoạn 2025 - 2030, tăng trưởng điện thương phẩm dự báo đạt 7 - 9%/năm, trong khi nguồn khí nội địa đang bước vào giai đoạn suy giảm sản lượng. Trước áp lực đảm bảo an ninh năng lượng và kiểm soát phát thải, các chính sách như Quy hoạch điện VIII và Quy hoạch phát triển ngành khí đã xác lập rõ định hướng phát triển hệ thống điện khí và hạ tầng LNG nhập khẩu.

Dự án Lô B – Ô Môn được xem là trụ cột hạ tầng khí nội địa, với tổng vốn đầu tư ước tính 12 tỷ USD, chia thành ba hợp phần:

- Thượng nguồn - Khai thác khí tại mỏ Lô B
- Trung nguồn - Hệ thống đường ống ~430 km
- Hạ nguồn - Bốn nhà máy điện khí tại Ô Môn với tổng công suất khoảng 3,8 GW

Mốc FID được thông qua năm 2024, hướng tới vận hành thương mại từ 2027. Khi hoàn thành, dự án dự kiến sẽ cung cấp khoảng 5 tỷ m³ khí/năm, tương đương 25% nhu cầu khí cho phát điện quốc gia.

Khí LNG nhập khẩu sẽ đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu năng lượng, đặc biệt ở khu vực phía Nam – nơi thiếu nguồn khí tại chỗ. Các dự án như Thị Vải LNG GĐ2 (3 triệu tấn/năm), Sơn Mỹ LNG GĐ1 (3,6 triệu tấn/năm), cùng các dự án Long An, Vũng Áng... hiện đang triển khai theo PDP8, với mục tiêu đạt 22 - 24 GW công suất điện khí LNG và nhập khẩu 14 - 22 triệu tấn LNG/năm vào 2030.

Bên cạnh đó, hạ tầng phụ trợ như kho cảng, trạm nén, cảng biển khí – điện, cùng hệ thống kho vận LNG cũng đang dần hình thành để hỗ trợ chuỗi cung ứng năng lượng sạch.

Các doanh nghiệp hoạt động trong chuỗi giá trị khí – LNG và dịch vụ hạ tầng sẽ là nhóm hưởng lợi như **PVS, PVT, PVD**, và **GAS**.

Các ý tưởng đầu tư từ hoạt động mở rộng hạ tầng năng lượng quốc gia

Chủ đề	Công việc chủ yếu	Doanh nghiệp hưởng lợi
EPC khí & LNG	Giàn khoan, giàn xử lý, đường ống, kho cảng LNG	PVS
Midstream & vận hành khí	Vận hành ống dẫn khí, kho LNG, trạm nén khí	GAS
Logistics & vận tải LNG	Vận chuyển LNG, terminal logistics	PVT
Dịch vụ hỗ trợ năng lượng	Dịch vụ khoan, vận hành điện khí, bảo dưỡng kho cảng, dịch vụ kỹ thuật	PVS, PVD

Một số dự án Dầu khí tại Việt Nam

Tên dự án	Vốn đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng	2025	2026	2027
Kinh Ngư Trắng	650	6,26 triệu m ³ dầu + 2,16 tỷ m ³ khí	Tháng 6/2025: Bộ Công Thương đang thúc đẩy làm việc lại với ExxonMobil		
Lô B – Ô Môn	12.000	107 tỷ m ³ khí			
Cá Voi Xanh	10.000	150 tỷ m ³ khí			
Sư Tử Trắng GĐ 2B	1.300	17 tỷ m ³ khí + 74 triệu thùng dầu/condensate	Chờ phê duyệt FS từ PVN & MOIT		
Nam Du – U Minh	N/A	5,6 tỷ m ³ khí			
Lạc Đà Vàng	693	100 - 113 triệu thùng dầu			
Thiên Nga – Hải Âu	349	7,43 tỷ m ³ khí	Đang thăm dò		
Kèn Bầu	N/A	200-250 tỷ m ³ khí			
Bảo Vàng – Báo Đen	1.321	57,88 tỷ m ³			

Một số dự án kho cảng LNG tại Việt Nam

Tên dự án	Vốn đầu tư (triệu USD)	Công suất thiết kế (triệu tấn/năm)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Thị Vải LNG - GĐ2	335	3	Thực hiện FS					
Sơn Mỹ LNG - GĐ1	1.400	3,6	Hoàn tất FS, đang GPMB					
Long An LNG	3.100	1,5 - 3	Hoàn tất FS, hoàn tất GPMB					
Vũng Áng LNG	N/A	1 – 3	Khảo sát, Pre-FS					

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư - Mở rộng hạ tầng năng lượng quốc gia

Mã	Mảng kinh doanh hưởng lợi	Giá mục tiêu	Cổ tức 12 tháng tới	Thị giá (*)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (gồm cổ tức)	Tăng trưởng doanh thu 2025(%)	Tăng trưởng LNST-CĐM 2025(%)	ROA 2025 (%)	ROE 2025 (%)	P/E 2025 (x)	P/B 2025 (x)	12M EV/EBITD A (x)	Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
PVS	Xây lắp EPC công trình dầu khí	38.500	1.000	32.800	20%	37,23	14,95	3,80	9,50	7,90	1,10	10,75	Trong 6 tháng cuối năm 2025, tăng trưởng doanh thu được kỳ vọng tiếp tục đến từ mảng Cơ khí & Xây lắp (M&C), nhờ tiến độ triển khai ổn định tại các dự án trọng điểm. Đến T5/2025, dự án Lạc Đà Vàng ghi nhận tiến độ thực hiện khoảng 25 – 30% khối lượng, trong khi các gói thầu EPCI#1 và EPCI#2 thuộc dự án Lô B – Ô Môn đạt lần lượt 22% và 47%. Đặc biệt, dù gói EPC#3 từng bị tạm hoãn do vướng mắc về giải phóng mặt bằng, song tiến độ tại tỉnh An Giang đã đạt 89% tính đến đầu tháng 7, tạo điều kiện để liên doanh PVS – Lilama 18 chính thức khởi công lắp đặt đường ống. Diễn biến này cho thấy sự quyết liệt trong triển khai, nhằm đảm bảo tiến độ “dòng khí đầu tiên” dự kiến vào tháng 8/2027. Kỳ vọng HĐKD sẽ khởi sắc trong nửa cuối năm nhờ sản lượng tăng và nhu cầu tấn-dậm cải thiện, dù giá cước vẫn thấp hơn giai đoạn 2023 – 2024. Một số phân khúc ghi nhận diễn biến tích cực: tàu dầu thô có thể phục hồi từ Q3 khi nhu cầu từ Trung Quốc và Ấn Độ tăng; tàu hóa chất ổn định nhờ nguồn cung hạn chế; tàu LPG, đặc biệt là nhóm VLGC, cho thấy tín hiệu hồi phục rõ rệt từ tháng 5. Yếu tố địa chính trị tại Trung Đông – dù tạm lắng – vẫn là biến số cần theo dõi. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi rằng căng thẳng tại đây chưa thể chấm dứt hoàn toàn, giá cước toàn cầu theo đó khó có thể giảm sâu hơn. Ngoài ra, PVT có thể ghi nhận thu nhập bất thường khoảng 4 triệu USD trong Q3 – Q4 từ thanh lý tàu hóa chất Neptune. Triển vọng trung - dài hạn tích cực nhờ chiến lược đầu tư đội tàu mới hiệu quả, tập trung vào các phân khúc chủ lực để nâng cao năng lực vận hành và giảm rủi ro từ biến động thị trường. Kỳ vọng hoạt động khả quan hơn từ T9/2025 khi giàn PVD VIII chính thức đưa vào vận hành. Đồng thời, công ty tiếp tục khai thác giàn Hakuryu-11 (T1–T4) và BORR-THOR (T5 – T10) cho các chương trình khoan trong nước. Trong bối cảnh nhu cầu khoan trong nước tăng, PVD có kế hoạch thuê bổ sung 1 – 2 giàn vào cuối Q3, đầu Q4 để đáp ứng tiến độ dự án. PVD kỳ vọng lượng giàn khoan dư thừa toàn cầu sẽ đạt đỉnh vào tháng 9 năm nay và sau đó dần thu hẹp. Một yếu tố quan trọng đóng góp vào xu hướng này là khả năng Aramco được phép nối lại các hoạt động khoan, từ đó kéo theo nhu cầu sử dụng giàn khoan tăng lên đáng kể. Điều này sẽ giúp tái cân bằng cung – cầu, tạo điều kiện thuận lợi cho giá thuê ngày phục hồi trong giai đoạn 2025 – 2026. Trên cơ sở đó, PVD kỳ vọng thị trường khoan có thể bắt đầu phục hồi từ cuối năm nay.
PVT	Logistics & vận tải dầu khí	19.900	1.000	18.000	16%	4,80	-7,45	4,90	12,10	15,07	1,01	3,46	
PVD	Dịch vụ khoan	23.500	500	20.400	18%	-4,25	-7,31	2,60	3,90	4,57	0,69	6,29	

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Chúng tôi cho rằng các cơ hội đầu tư tiềm năng còn đến đến từ những yếu tố tạo ra điểm bùng phát về mặt kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Những dòng thu nhập mới mang tính chất điều đặn hay những khoản ghi nhận một lần đủ lớn hoàn toàn có thể tạo ra giá trị lợi ích cho cổ đông. Trong chủ đề này chúng tôi gợi ý hai tiêu điểm như sau:

Tiểu điểm 1: Tháo gỡ các điểm nghẽn cơ chế và pháp lý

• **Ngành Bất động sản: Vấn đề pháp lý dần được tháo gỡ – tạo nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng mới**

- ✓ Ngành bất động sản thời gian qua gặp nhiều vướng mắc pháp lý khiến tiến độ dự án bị đình trệ, làm giảm hiệu quả đầu tư và cản trở dòng vốn tín dụng chảy vào thị trường. Tuy nhiên, nhiều điểm nghẽn lớn đang được giải quyết đồng bộ, tạo nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng mới. Các vấn đề nổi bật gồm:
 1. Quy hoạch chậm hoặc bị điều chỉnh nhiều lần, nay đã được phê duyệt đồng loạt tại các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội, Quảng Nam, Đồng Nai...
 2. Khó khăn trong giải phóng mặt bằng và xác định nghĩa vụ tài chính (như tiền sử dụng đất), nay được tháo gỡ nhờ bảng giá đất sát thị trường và thủ tục định giá – đền bù – điều chỉnh quy hoạch được thực hiện song song.
 3. Vướng mắc pháp lý tại các dự án không có đất ở cũng được tháo gỡ với cơ chế thí điểm tại Hà Nội, Bình Dương, Bắc Ninh – nơi các dự án nhà ở công nhân trên đất công nghiệp đã được triển khai.
 4. Các thủ tục hành chính đang được cắt giảm, như miễn giấy phép xây dựng cho dự án đã có quy hoạch 1/500 và thiết kế PCCC hợp lệ, hay thúc đẩy tiến độ cấp sổ hồng.

*Việc các vấn đề pháp lý được xử lý đồng bộ và toàn diện sẽ giúp rút ngắn thời gian triển khai dự án, giảm chi phí tài chính, giải phóng dòng vốn đầu tư bị “giam” tại đất đai chưa phát triển, và tăng tốc độ ghi nhận doanh thu/lợi nhuận. Các doanh nghiệp có dự án quy mô lớn, pháp lý đã tương đối hoàn thiện sẽ là những bên hưởng lợi rõ rệt trong chu kỳ hồi phục sắp tới. Cổ phiếu hưởng lợi mà nhà đầu tư có thể tham khảo: **HDG**.*

• **Ngành Điện: Rào cản cơ chế và khung pháp lý làm chậm đầu tư và sự vận hành hiệu quả – kỳ vọng được gỡ nút thắt để khơi thông tiềm năng**

- ✓ Ngành điện hiện đối mặt với hai rào cản pháp lý lớn làm chậm tiến độ đầu tư và ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả vận hành của các doanh nghiệp:
 1. Chưa có cơ chế DPPA rõ ràng: Hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) – một trong những công cụ then chốt để phát triển năng lượng tái tạo – vẫn chưa được cụ thể hóa về mặt pháp lý, khiến các nhà đầu tư như REE và GEG gặp nhiều khó khăn khi đàm phán giá và điều kiện hợp tác với khách hàng tiêu thụ điện. Việc thiếu nền tảng pháp lý khiến các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) chậm tiến độ, biên lợi nhuận kém hấp dẫn và khó thu hút vốn. Tuy nhiên, nếu cơ chế này được ban hành, các doanh nghiệp sẽ có cơ sở vững chắc để xúc tiến đầu tư, xác lập giá điện cạnh tranh và tiếp cận trực tiếp các khách hàng tiêu thụ lớn, từ đó mở rộng quy mô và biên lợi nhuận.
 2. Thiếu quy chế về giá LNG nhập khẩu: Trong khi nhiều nhà máy điện khí như NT3-4 (POW), Phú Mỹ 2.2, Phú Mỹ 3 (PGV) đã chuyển sang dùng LNG, thì chưa có quy định rõ ràng về cơ chế tính giá LNG và các chi phí liên quan (kho bãi, tái hóa khí...), khiến doanh nghiệp khó dự báo chi phí, lập kế hoạch tài chính và ra quyết định đầu tư dài hạn. Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến các nhà máy như NT2, vốn đang muốn chuyển đổi từ khí đốt truyền thống sang LNG. Kỳ vọng đặt vào việc PV GAS ký các hợp đồng mua LNG dài hạn với các đối tác lớn như Hoa Kỳ, Qatar..., qua đó tạo nguồn cung ổn định, giảm thuộc giá giao ngay (spot) biến động, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp và hiệu quả vận hành trong trung – dài hạn.
- ✓ Cổ phiếu hưởng lợi mà nhà đầu tư có thể tham khảo bao gồm : **REE, GEG, NT2, POW, PGV**.

- **Ngành Ngân Hàng: Luật hóa ba trụ cột quan trọng từ Nghị quyết 42 – Kỳ vọng tạo bút phá về xử lý nợ xấu**

Ba quy định cốt lõi của Nghị quyết 42 được đưa vào Luật các TCTD sửa đổi gồm:

1. Quyền thu giữ tài sản bảo đảm (TSBĐ),
2. Kê biên tài sản của bên phải thi hành án nếu tài sản đó đang là TSBĐ cho khoản nợ xấu,
3. Hoàn trả TSBĐ là vật chứng trong vụ án hình sự.

Trong đó, quy định về thu giữ TSBĐ được đánh giá là có tác động quan trọng nhất. Quy định này sẽ giúp rút ngắn đáng kể thời gian xử lý TSBĐ, khi ngân hàng không còn phải thông qua thủ tục tố tụng phức tạp nếu khách hàng không hợp tác. Đồng thời, điều này cũng nâng cao ý thức trả nợ và phối hợp bàn giao tài sản của khách hàng vay. Hiệu ứng tích cực từ chính sách mới dự kiến sẽ phản ánh rõ trên báo cáo tài chính ngân hàng trong vòng 6–12 tháng sau khi luật có hiệu lực (15/10/2025).

*Tác động tích cực từ khung pháp lý mới, kết hợp với sự phục hồi của thị trường bất động sản, được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện để ngành ngân hàng ghi nhận các nguồn lợi nhuận đáng kể từ: (1) Thu hồi nợ xấu ngoại bảng, (2) Hoàn nhập lãi đã thoái thu, hoàn nhập dự phòng rủi ro nợ xấu nội bảng, và (3) Giảm chi phí vốn nhờ khơi thông dòng tiền bị “mắc kẹt” trong các khoản nợ xấu. Cổ phiếu hưởng lợi mà nhà đầu tư có thể tham khảo bao gồm: **VIB, VPB**.*

Tiểu điểm 2: Lợi nhuận đột biến từ bán/ thanh lý tài sản

- Lợi nhuận một lần (one-off) có thể tạo giá trị tạm thời cho cổ đông thông qua việc gia tăng lợi nhuận kế toán, cải thiện EPS và hỗ trợ định giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Đồng thời, nếu có dòng tiền thực, doanh nghiệp có thể dùng để trả nợ, chia cổ tức, mua cổ phiếu quỹ hoặc tái đầu tư, qua đó nâng cao giá trị dài hạn. Ngoài ra, các khoản này cũng phản ánh nỗ lực tái cấu trúc và tối ưu hóa tài sản.
- Trong tiểu điểm này các cổ phiếu mà nhà đầu tư có thể tham khảo bao gồm: **HAX, PHR, NLG, SHB, VCG**.

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư - Tháo gỡ các điểm nghẽn cơ chế và pháp lý

Mã	Lĩnh vực	Giá mục tiêu (Đồng)	Cổ tức 12 tháng tới (Đồng)	Thị giá (*)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (gồm cổ tức)	LNST YoY% 2025F	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	12M EV/EBITDA (x)	Chú thích liên quan chủ đề đầu tư
HDG	BDS - NLTT	28.200	500	25.700	12%	88%	15,50	9,41	1,31	8,84	Trong năm 2025, HDG đang tích cực tham gia thí điểm mô hình phát triển nhà ở thương mại trên quỹ đất khác thông qua quyền sử dụng đất. Các dự án đang nộp hồ sơ bao gồm: Green Lane (Q.8), Minh Long (TP. Thủ Đức) và Phan Đình Giót (Thanh Xuân, Hà Nội) – trong đó dự án tại Hà Nội đã chính thức vào danh sách. Doanh nghiệp kỳ vọng sẽ hoàn tất các thủ tục giao đất, xin giấy phép và triển khai đầu tư từ năm 2026 trở đi.
REE	NLTT	84.300	1.000	67.500	26%	28%	12,00	10,7	1,51	11,05	Nếu DPPA được cụ thể hóa, REE và GEG sẽ được hưởng lợi nhờ: - Khung pháp lý minh bạch giúp đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án mới. - Giá bán điện và đối tác mua điện rõ ràng, ổn định hơn, từ đó cải thiện khả năng sinh lời. - Thu hút thêm khách hàng công nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp có nhu cầu sử dụng điện xanh và ổn định lâu dài.
GEG	NLTT	17.300	0	16.450	5%	523%	12,48	2,62	1,21	7,81	
NT2	Điện khí	20.900	1.000	19.750	11%	490%	9,55	1,979	1,27	5,11	Các doanh nghiệp điện khí kỳ vọng rào cản LNG sẽ được tháo gỡ trong ngắn hạn, sau khi PV GAS hoàn thành ký kết các hợp đồng mua LNG dài hạn với các đối tác lớn như Mỹ và Qatar. Việc ổn định nguồn cung và giảm phụ thuộc vào giá LNG giao ngay sẽ: - Hạn chế rủi ro biến động chi phí nhiên liệu, - Tăng tính chủ động trong vận hành nhà máy, và - Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp điện khí được kỳ vọng sẽ cải thiện trong trung – dài hạn, nhờ triển vọng giá LNG giảm dần khi nguồn cung toàn cầu ngày càng mở rộng.
POW	Điện khí	14.800	0	13.550	9%	-13%	6,77	2,575	0,87	10,52	Các ngân hàng có tỷ trọng bán lẻ lớn như VIB (VIB: 80% dư nợ từ cho vay bán lẻ, đồng thời 66% danh mục tài sản thế chấp là các BĐS đã có giấy chứng nhận sở hữu) và VPB sẽ hưởng lợi rõ rệt hơn nhờ: - Các khoản vay cá nhân thường có TSBĐ là BĐS đã có GCNQSDĐ, ô tô,... có tính thanh khoản cao. - Thời gian và nguồn lực xử lý nợ được rút ngắn đáng kể do đặc thù nợ nhỏ, phân tán theo địa lý.
VIB	Ngân Hàng	21.900	700	19.150	18%	17%	18,71	18,06	1,18	10,52	
VPB	Ngân Hàng	22.800	500	20.050	16%	29%	13,26	11,41	1,03	10,52	

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt.

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư - Điều bất ngờ từ những khoản ghi nhận lợi ích đột biến

Mã	Vốn hóa (Tỷ Đồng)	LNST-CTM (Tỷ đồng)	% Lũy kế tỷ suất cổ tức 12 tháng	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa @09/07	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (Bao gồm cổ tức)	ROE	P/E	P/B	EV/EBIT DA	Chú thích liên quan chủ đề đầu tư
HAX	1.649	125	6,51	17.200	15.350	12%	7,90	9,30	1,39	9,12	Tháng 7/2025, HAX được ĐHĐCĐ thông qua chủ trương chuyển nhượng lô đất mặt tiền đường Võ Văn Kiệt có diện tích 6.282,6 m ² với giá tối thiểu 180 triệu đồng/m ² , tương đương giá trị giao dịch ít nhất 1.131 tỷ đồng (hơn 35% tổng tài sản công ty). Nếu lô đất được chuyển nhượng thành công, HAX không chỉ ghi nhận lợi nhuận đột biến (ước tính khoảng 320–600 tỷ đồng, tùy giá bán thực tế) mà còn mang lại dòng tiền lớn cho doanh nghiệp.
PHR	8.320	460	4,89	64.300	61.500	5%	18,27	12,69	2,04	16,20	PHR và Thadico Bình Dương đang tiến hành xác định giá trị đền bù tại dự án Bắc Tân Uyên 1, với kế hoạch hoàn tất và triển khai dự án trong năm 2025. Theo chia sẻ từ phía PHR, mức giá đền bù dự kiến sẽ không thấp hơn 2,5 tỷ đồng/ha – tương đương với mức mà công ty từng nhận tại các dự án NTC3 và VSIP III. Theo đó, thu nhập đền bù ước tính khoảng ~1.965 tỷ đồng.
NLG	15.287	518	1,26	38.220	39.750	-4%	3,14	4,52	1,69	11,37	Chuyển nhượng 15% dự án Izumi, sau khi đánh giá lại với ước tính doanh thu tài chính ghi nhận ~336 tỷ đồng.
VCG(*)	14.933	927	3,21	n.a	22.800	n.a	7,39	25,66	1,80	15,88	Ngày 30/06/2025, VCG đã ban hành Nghị quyết HĐQT số 1439/2025/QĐ-HĐQT phê duyệt việc chuyển nhượng toàn bộ vốn góp tại CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinaconex (Vinaconex ITC- VCR). Tổng số cổ phần được chuyển nhượng là 107,1 triệu cổ phiếu, với giá tối thiểu 48.000 đồng/cp, tương ứng tổng giá trị thu về ít nhất 5.140,8 tỷ đồng. Tính tới cuối quý 1/2025, giá trị khoản đầu tư ghi nhận theo giá gốc là 1.629 tỷ đồng, tổng khoản lỗ lũy kế của VCR 545 tỷ đồng. Như vậy, giá vốn đầu tư ước tính vào VCR khoảng 1.351 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế dự kiến ghi nhận ít nhất 3.790 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế ước tính 3.032 tỷ đồng, tương ứng EPS tăng thêm 5.065 đồng/cp.

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rộng Việt. (*) là các cổ phiếu nằm ngoài danh mục phân tích các hệ số được tính trên giá trị lũy kế 12 tháng.

Chiến lược lựa chọn cổ phiếu và phân bổ danh mục đầu tư

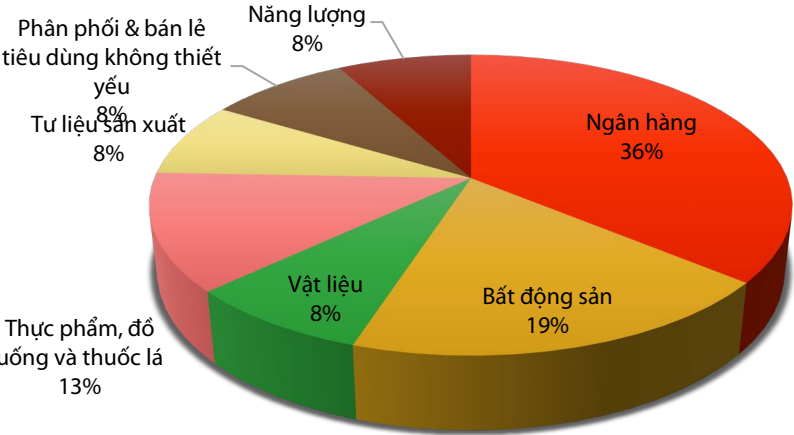
Chúng tôi ưu tiên nhóm ngân hàng – kênh dẫn vốn chủ lực của nền kinh tế – với tỷ trọng tương đương thị trường, tập trung vào 4 cổ phiếu có tiềm năng tăng tốc trong nửa cuối năm gồm: **VCB, CTG, VPB, MBB**.

Tiếp theo là nhóm bất động sản, ưu tiên các doanh nghiệp sở hữu quỹ dự án tại các thành phố cấp 1 (miền Bắc và Nam), nằm gần các trục hạ tầng chiến lược, hưởng lợi từ xu hướng đô thị hóa – công nghiệp hóa vùng ven. Chúng tôi chọn **KBC** và **KDH** cho nhóm này.

Đối với nhóm bán lẻ và hàng tiêu dùng, chúng tôi duy trì tỷ trọng với các cổ phiếu thiết yếu, mang tính phòng thủ và ổn định trong chu kỳ kinh tế: **SAB, MWG, MSN, QNS**.

Cuối cùng, chúng tôi đánh giá **HPG, REE** và **PVS** vẫn chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng tăng trưởng từ xu thế mở rộng hạ tầng công nghiệp và các dự án năng lượng quy mô lớn – là nhóm cổ phiếu đáng cân nhắc cho trung – dài hạn

Tỷ trọng các nhóm ngành được phân bổ trong danh mục chiến lược

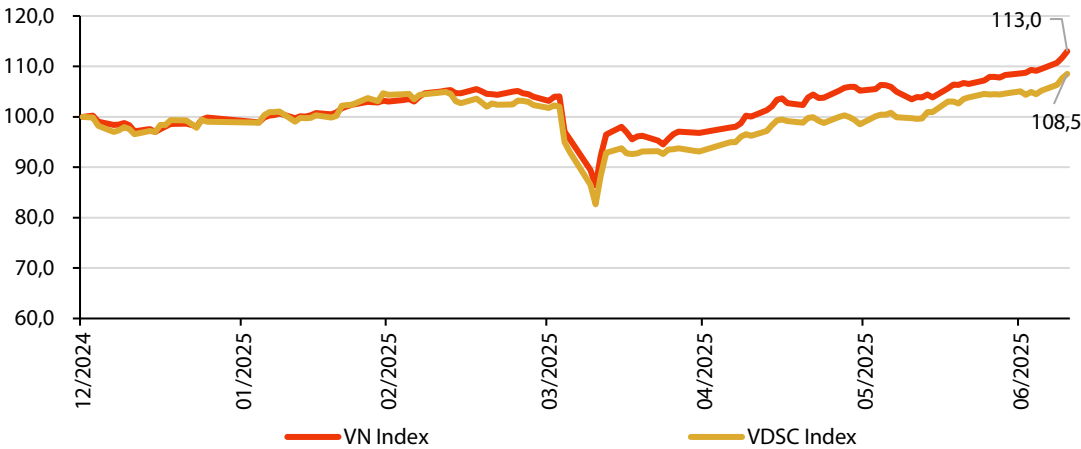


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt tổng hợp.

Danh sách các cổ phiếu lựa chọn cho danh mục đầu tư chiến lược

Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Cổ tức	Giá đóng cửa	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng	P/E 2025F	LNST YoY% 2025F	P/B 2025F	ROE% 2025F	Tỷ trọng
KDH	42.777	0	31.000	38%	28,13	38%	1,43	12,79	9,5%
REE	84.300	1.000	67.500	26%	14,37	28%	1,51	12,00	8,0%
KBC	34.600	0	27.750	25%	18,14	238%	1,08	6,50	9,5%
QNS	56.100	3.500	48.500	23%	8,14	-8%	1,64	20,20	3,1%
PVS	38.500	1.000	32.800	20%	12,75	15%	1,10	9,50	8,0%
MBB	31.500	300	26.600	20%	6,52	10%	1,27	20,70	8,0%
VCB	73.000	0	61.500	19%	13,88	9%	2,26	17,04	9,0%
VPB	22.800	500	20.050	16%	7,79	29%	1,03	13,26	12,0%
HPG	28.200	0	24.750	14%	10,16	56%	1,44	14,20	8,0%
SAB	49.100	5.000	47.650	14%	15,89	-11%	2,73	17,20	2,1%
MWG	75.300	1.000	67.700	13%	19,17	40%	4,30	16,20	8,4%
MSN	83.000	0	75.800	9%	33,60	62%	2,61	7,40	7,4%
CTG	48.300	0	45.000	7%	7,92	20%	1,40	19,01	7,0%

Tương quan hiệu suất đầu tư giữa VN Index và danh mục của VDSC kể từ đầu năm (12/31/2024=100)



MUA: 37%

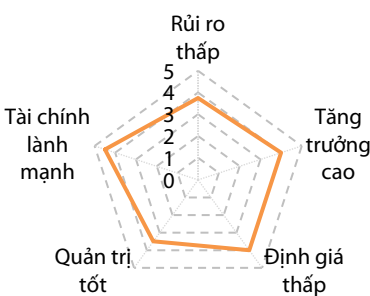
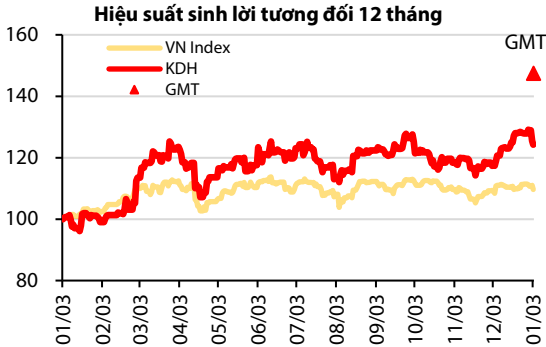
GTT: 31.000

GMT: 42.600

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (triệu \$)	27.097
SLCPĐLH (triệu CP)	799
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	3.445
GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)	121
SH NĐTNN còn lại (%)	11,1
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	25,09 – 38,95

Doanh thu (tỷ đồng)	2.093	4.523	4.440
LNST (tỷ đồng)	717	1.058	885
ROA (%)	3,4	4,0	5,3
ROE (%)	6,2	6,8	8,3
EPS (đồng)	831	979	819
GTSS (đồng)	19.427	19.668	21.243
EPS (đồng)	831	979	819
P/E (x)	49,7	42,2	50,4
P/B (x)	2,1	2,1	1,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự án Gladia đã hoàn tất giấy phép bán hàng, dự kiến có thể bắt đầu mở bán và ghi nhận doanh thu ngay trong Q3/2025

- Tính đến tháng 7/2025, KDH đã hoàn thiện phần cảnh quan cho toàn dự án và được cấp giấy phép bán hàng cho cả hai phân khu Clarita và Emeria. Dự án với tổng hơn 200 sản phẩm thấp tầng bao gồm các loại hình: Nhà liền kề, Biệt thự đơn lập/ song lập/ tứ lập, với giá bán dự kiến trên 250 triệu đồng/m².
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng KDH có thể bán được 60% đối với phân khu Clarita (96 căn) và 40% đối với phân khu Emeria (24 căn) trong năm 2025, với giá trị bán hàng ước đạt 6.025 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng giá trị bàn giao trong năm 2025 sẽ mang về 5.600 tỷ đồng doanh thu cho KDH trong năm 2025.
- Với những giả định trên, chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh của KDH trong năm 2025 sẽ tăng trưởng nhờ bàn giao The Privia, mở bán và bàn giao dự án Gladia. Theo đó, doanh thu ước đạt 7.431 tỷ đồng (+127% YoY) và LNST-CĐM ước đạt 1.115 tỷ đồng (+38% YoY), đến từ các dự án trọng điểm: 1/ The Privia đóng góp hơn 1.500 tỷ đồng, tương đương giá trị của 40% số sản phẩm còn lại của dự án và 20 sản phẩm shophouses, 2/ The Gladia (Clarita & Emeria) kỳ vọng đóng góp 5.600 tỷ đồng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

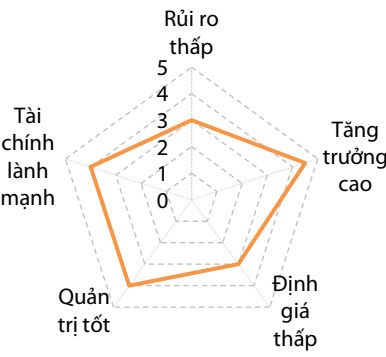
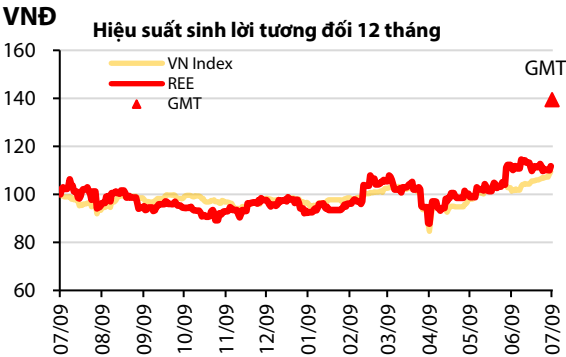
- Tiến độ hoàn thiện pháp lý và mức độ hấp thụ sản phẩm thấp hơn kỳ vọng, ảnh hưởng đến dòng tiền tương lai của doanh nghiệp.

MUA: +24,2%

GTT: 67.500

GMT: 83.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU



Ngành Điện

Vốn hóa (tỷ đồng) 36,562

SLCPĐLH (triệu CP) 542

KLBQ 3 tháng (nghìn CP) 951

GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) 60

SH NĐTNN còn lại (%) 0.0

BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) 49,65 - 70,7

TÀI CHÍNH	2024A	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.384	9.284	8.885
LNST (tỷ đồng)	1.994	2.544	2.323
ROA (%)	6,7	6,7	5,8
ROE (%)	10,7	12,0	10,2
EPS (đồng)	4.234	5.348	4.932
GTSS (đồng)	40.126	44.841	48.451
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	13,9	12,6	13,7
P/B (x)	1,5	1,5	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD năm 2025 tăng trưởng nhờ động lực chính từ (1) sản lượng thủy điện tăng cao và (2) mảng BĐS và cho thuê văn phòng.

Mảng điện: Sản lượng hồi phục do chu kỳ thủy điện quay lại, tăng trưởng công suất với các nhà máy mới

- Dự phóng doanh thu mảng điện 4.905 tỷ VNĐ (+28% YoY), lợi nhuận gộp 2.630 tỷ VNĐ (+63% YoY).
- Chúng tôi giả định mảng điện ghi nhận sản lượng hợp nhất 3,5 tỷ kWh (+26% YoY), trong đó mảng thủy điện đóng góp 2,9 tỷ kWh (+33% YoY) nhờ chu kỳ La Nina – Trung tính tạo ra điều kiện thủy văn thuận lợi cho mảng thủy điện
- Ngoài ra, REE vẫn sẽ tiếp tục tăng công suất mảng thủy điện với các dự án NMĐ Trà Khúc 2 (30MW), Thác Bà 2 (19MW) và điện gió Duyên Hải 2 (48MW), dự kiến đi vào vận hành năm 2025-2026 và giúp REE tăng thêm 8% tổng công suất (đã điều chỉnh cho tỷ lệ sở hữu và không bao gồm công suất nhiệt điện than).

Mảng BĐS & cho thuê văn phòng: Đóng góp nhiều hơn từ văn phòng Etown 6 trong năm 2025 và ghi nhận bàn giao dự án BĐS The Light Square Thái Bình.

- Dự phóng doanh thu toàn phân khúc đạt 1.770 tỷ VNĐ (+41% YoY), lợi nhuận gộp 1.011 tỷ VNĐ (+21% YoY).
- Mảng cho thuê văn phòng ước tính ghi nhận doanh thu 1.275 tỷ VNĐ (+17% YoY) và lợi nhuận gộp 872 tỷ VNĐ (+15% YoY).
- Chúng tôi giả định dự án văn phòng Etown 6 (diện tích thương phẩm 36.780m2; tương ứng 25% diện tích sàn cho thuê hiện tại) sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy 38% trong năm 2025, và lấp đầy hoàn toàn từ năm 2027.
- Mảng BĐS sẽ ghi nhận doanh thu 495 tỷ VNĐ (+200% YoY) và bắt đầu ghi nhận lợi nhuận gộp 193 tỷ VNĐ từ việc bàn giao 30 căn biệt thự dự án The Light Square giai đoạn 1.

RỦI RO TIỀM TÀNG

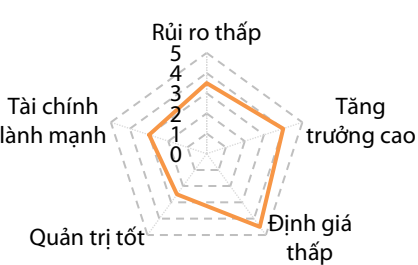
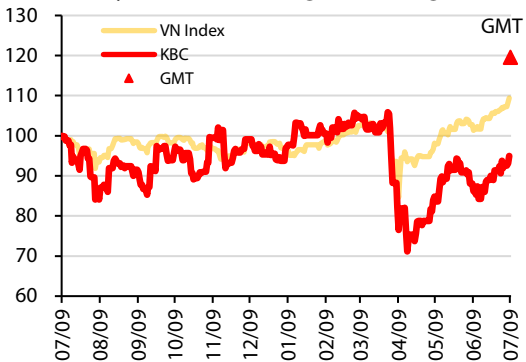
- Lưu lượng nước mưa về hồ thấp hơn dự kiến, hạn chế sản lượng của mảng thủy điện.
- Nhu cầu thuê văn phòng của dự án Etown 6 thấp hơn kỳ vọng .

MUA: 25%

GTT: 27.700

GMT: 34.600

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	26,134
SLCPĐLH (triệu CP)	942
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	8,455
GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)	207
SH NĐTNN còn lại (%)	30.1
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	20,05 - 31,3

TÀI CHÍNH

	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,776	4,811	12,278
LNST-CĐM (tỷ đồng)	426	1,441	3,047
ROA (%)	1.1	3.0	5.8
ROE (%)	2.3	6.5	11.0
EPS (đồng)	555	1,417	2,994
GTSS (đồng)	24,234	25,593	28,587
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	49.0	19.6	9.3
P/B (x)	1.1	1.1	1.0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bất động sản KCN hồi phục trong năm 2025 – từ lợi thế quỹ đất và hạ tầng

- KBC là một trong những công ty KCN niêm yết có quy mô lớn, với các dự án nằm tại các thị trường cấp I ở cả miền Bắc và miền Nam với tổng diện tích ~2.700ha, bao gồm: 1/ Miền Bắc có Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL, 300ha), Trảng Duệ 03 (TD03, 621ha) và Kim Thành (234ha); 2/ Miền Nam có Tân Phú Trung (TPT, 543ha), Tân Tập (654ha) và Lộc Giang (466ha).
- Trong nửa sau năm 2025, khi chính sách thuế quan đã tương đối rõ ràng, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể đẩy mạnh việc phát triển và cho thuê tại các KCN, với tổng diện tích cho thuê cho cả năm 2025 có thể đạt 140ha (+180%YoY), trong đó doanh thu 2H2025 phần nhiều từ việc cho thuê 30ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh. Cho năm 2026, với lợi thế về quỹ đất (đã tập trung GPMB trong giai đoạn 2023-2024) và hạ tầng đang phát triển (đặc biệt tại khu vực miền Bắc như Hải Phòng), chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê đất KCN sẽ tương đối khả quan và đạt 160ha (+14%YoY, với đóng góp từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Trảng Duệ 03)

BDS dân dụng - Đóng góp tích cực từ Khu đô thị Trảng Cát

- Khu đô thị Trảng Cát (585ha, Hải Phòng) đã hoàn thành đóng tiền sử dụng đất trong 2025 và sẽ mang lại doanh thu đáng kể cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026 trở về sau. Cho năm 2026, chúng tôi ước tính dự án sẽ đóng góp 5,3 nghìn tỷ đồng doanh thu (tương ứng đóng góp 40% tổng doanh thu) cho KBC.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ pháp lý chậm hơn kỳ vọng, khiến việc ghi nhận doanh thu từ cho thuê đất KCN thấp hơn kỳ vọng
- Chính sách thuế quan thay đổi, làm giảm triển vọng cho thuê đất của doanh nghiệp

TÍCH LŨY 15,7%

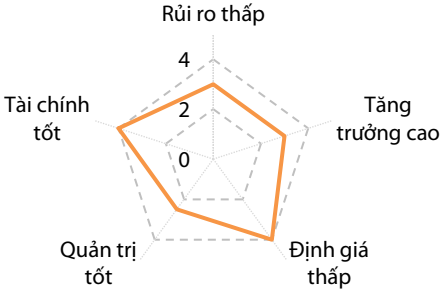
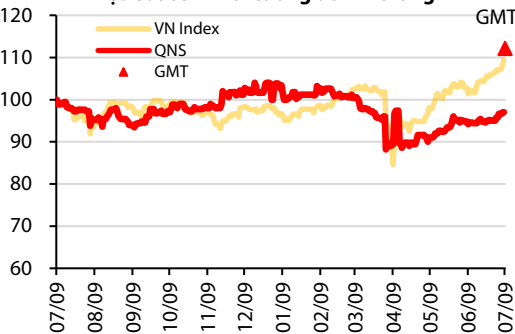
GTT: 48.500

GMT: 56.100

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Thực phẩm và đồ uống	Doanh thu (tỷ đồng)	10.243	10.123	10.946
Vốn hóa (triệu \$)	17.831	LNST (tỷ đồng)	2.377	2.190	2.212
SLCPĐLH (triệu CP)	368	ROA (%)	17,2	14,9	13,6
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	406	ROE (%)	23,8	20,2	18,7
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	18	EPS (đồng)	6.467	5.957	6.018
SH NĐTNN còn lại (%)	35,4	GTSS (đồng)	27.206	29.560	32.259
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	43,5 - 52,3	Cổ tức tiền mặt (đồng)	4.000	3.400	3.600
		P/E (x)	7,7	8,1	8,1
		P/B (x)	1,8	1,6	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bệ đỡ “sữa đậu nành” vững chắc qua từng năm

- QNS vẫn tiếp tục giữ tăng trưởng YoY tốt cho mảng sữa đậu nành (tăng trưởng LN, dự kiến +20,7% YoY) mặc cho thị phần ở mức “cao” (trên 80%). Điều này cho thấy cốt lõi sản phẩm “Fami” và các biến đổi cao cấp “FamiGold & Greensoy” phù hợp thị hiếu tiêu dùng trong bối cảnh cạnh tranh lớn.

Khả năng “ra sản lượng đúng kế hoạch” ở một mức giá đường trên 18.000 đồng/kg sẽ quyết định triển vọng tăng trưởng lợi nhuận QNS

- QNS sẽ đẩy mạnh sản lượng đường đầu ra ở các quý tới để phù hợp với kế hoạch sản xuất – kinh doanh, nhất là khi doanh nghiệp đã mở rộng vùng trồng và tăng hiệu suất ép mía ở vụ 24-25 này. Tuy nhiên, đánh đổi sản lượng là khả năng suy giảm giá đường thời gian tới, đặc biệt khi cạnh tranh đường lậu vẫn tăng và các nhà máy đường đều có một mùa vụ 24-25 tốt.
- Miếng bánh “đường lậu” (28% tiêu thụ đường Việt Nam) là mảnh đất màu mỡ cho các DN nội địa như QNS trong kịch bản Chính Phủ siết chặt “hàng giả, hàng lậu” hiệu quả thời gian tới. Điều này phù hợp với kế hoạch mở rộng vùng trồng tham vọng các năm tới và luôn cam kết theo chương trình bảo hộ nông dân của Chính phủ khi giữ giá mía thu mua cao (1,12 triệu đồng/tấn) thời gian qua. Tuy nhiên, đường lậu là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu trung hạn thay vì ngắn hạn do yếu tố này khó được siết chặt ngay lập tức.

Tỷ suất cổ tức tiền mặt cao phù hợp cho NĐT có khẩu vị rủi ro thấp

- QNS có tỷ suất cổ tức dao động trong khoảng 6,3 - 11,0%/năm trong 5 năm gần đây. Tỷ suất cổ tức tiền dự kiến 12 tháng tới là 8,5%, cao hơn lãi suất tiền gửi (5,0%/năm).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sự thâm nhập mạnh mẽ hơn của đường lỏng siro ngô (chiếm 8% tiêu thụ đường Việt Nam chỉ trong 2 năm)
- Độ hiệu quả trong siết chặt đường lậu từ Chính Phủ ở mức thấp

MUA: 20,4%

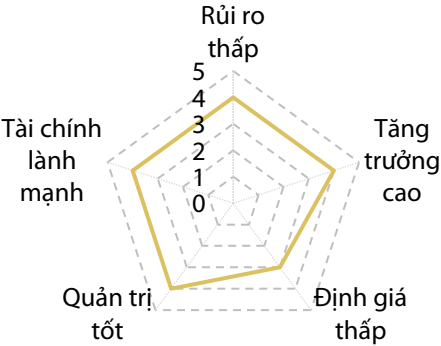
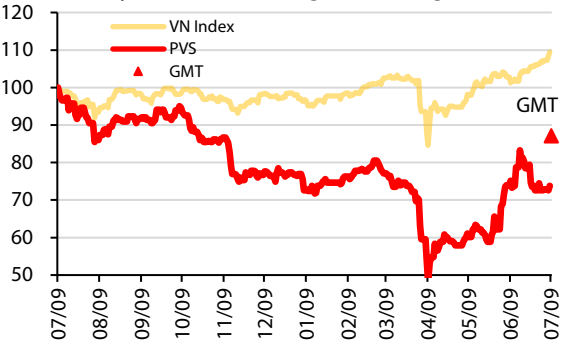
GTT: 32.800

GMT: 38.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu CP)
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Dầu khí
15,677
478
6,296
188
29.4
21,4 - 44,4

Doanh thu (tỷ đồng)	23.770	32.620	39.478
LNST (tỷ đồng)	1.070	1.230	1.145
ROA (%)	3,1%	3,4%	2,9%
ROE (%)	7,9%	8,7%	7,7%
EPS (đồng)	1.923	2.317	2.155
GTSS (đồng)	28.388	29.741	30.933
Cổ tức tiền mặt (đồng)	793	956	956
P/E (x)	17,6	14,1	15,2
P/B (x)	1,1	1,1	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi cho rằng, hoạt động kinh doanh của Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) sẽ tiếp tục khởi sắc trong nửa cuối năm 2025, khi khối lượng thi công tại các dự án trọng điểm tiếp tục được đẩy mạnh, đặc biệt là tại các dự án dầu khí ngoài khơi như Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng.

Các dự án trọng điểm đang ghi nhận tiến độ triển khai khả quan, tạo nền tảng tăng trưởng doanh thu cho mảng M&C

Tính đến cuối tháng 5/2025, dự án Lạc Đà Vàng – tổ hợp khai thác dầu khí ngoài khơi có tổng vốn đầu tư hơn 1,2 tỷ USD – đã ghi nhận tiến độ chế tạo từ 25 – 30%. Đối với chuỗi dự án Lô B – Ô Môn, các gói thầu EPCI chính do PVS thực hiện đều có chuyển biến tích cực: gói EPCI#1 đạt 22%, EPCI#2 đạt 47%, trong khi gói EPC#3 – dù từng gặp vướng mắc trong công tác giải phóng mặt bằng – hiện đã đạt 89% tại tỉnh An Giang, cho thấy kỳ vọng hoàn tất bàn giao và triển khai thi công trong Q3 là hoàn toàn khả thi.

Dự án điện gió ngoài khơi Greater Changhua 2b & 4 (CHW2204) tại Đài Loan đã hoàn thành 33 chân đế tua-bin gió từ tháng 2/2025 và đã hoàn tất bàn giao trong tháng 6 vừa rồi.

Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ đạt doanh thu 32.620 tỷ đồng (+37% YoY), LNSTCĐM đạt 1.230 tỷ đồng (+15% YoY) với động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng M&C, trong khi các mảng kinh doanh còn lại kỳ vọng duy trì đà ổn định. Chúng tôi ước tính PVS sẽ ghi nhận doanh thu 937 triệu USD từ các dự án M&C, trong đó các dự án ngoài khơi đóng góp hơn 96% doanh thu M&C, bao gồm các dự án trọng điểm như Lô B - Ô Môn, Lạc Đà Vàng, dự án điện gió ngoài khơi (Greater Changhua và Bantical Phase 2).

Trong giai đoạn 2025-2030, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ bước vào một giai đoạn tăng trưởng ổn định và tích cực với tốc độ tăng trưởng kép doanh thu và LNST-CĐM lần lượt là 10,7% và 8,5% nhờ lượng backlog M&C hấp dẫn và sự tăng trưởng từ các mảng kinh doanh phụ trợ cùng pha với hoạt động M&C.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

Tiến độ hoặc khối lượng công việc thực hiện không đạt kỳ vọng là rủi ro giảm giá của cổ phiếu.

MUA: 19%

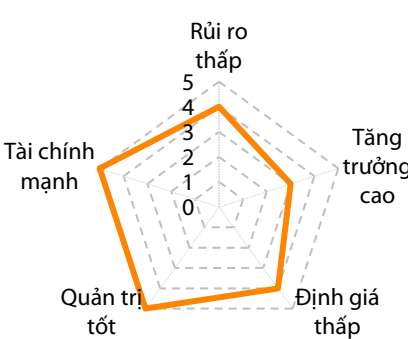
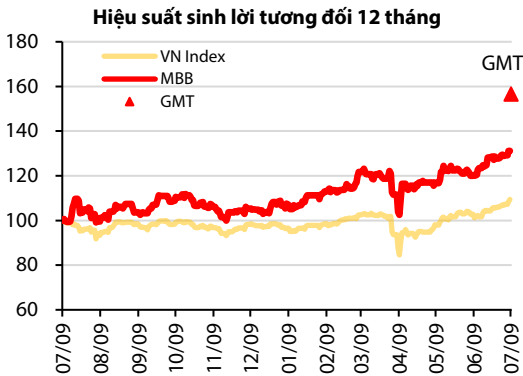
GTT: 26.600

GMT: 31.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	162.320
SLCPĐLH (triệu CP)	6.102
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	24.807
GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)	602
SH NĐTNN còn lại (%)	0,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	19,45 - 26,8

TN hoạt động (tỷ đồng)	55.413	63.272	77.291
LNST-CĐM (tỷ đồng)	22.634	24.877	31.151
ROAA (%)	2,2	2,0	2,0
ROAE (%)	22,1	20,7	22,0
EPS (đồng)	3.709	3.757	4.704
GTSS (đồng)	18.378	21.012	25.345
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	300	300
P/E (x)	5,9	7,1	5,7
P/B (x)	1,2	1,3	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng mạnh mẽ trên lợi thế vững chắc về chi phí vốn, quy mô và năng lực công nghệ.

- Chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng của MBB với mức dự phóng tăng trưởng kép lợi nhuận 19% giai đoạn 2025F-28F.
- Động lực tăng trưởng chính đến từ khả năng tăng trưởng quy mô nhanh chóng nhờ phát huy các lợi thế cạnh tranh về chi phí vốn, mô hình tập đoàn tài chính toàn diện và nền tảng ngân hàng số vững chắc để tối ưu hóa hạn mức tín dụng cao sau khi nhận chuyển giao bắt buộc Ocean Bank.
- Chúng tôi cũng kỳ vọng NIM của MBB ít bị ảnh hưởng hơn so với các NHTMCP khác trong bối cảnh cạnh tranh hiện nay nhờ vào tập khách hàng lớn, đa dạng, trung thành và đang tăng trưởng giúp củng cố lợi thế về CASA kiểm soát tốt hơn chi phí vốn, chưa kể khả năng có thể tham gia đấu thầu tiền gửi KBNN khi tỷ lệ sở hữu của nhóm cổ đông nhà nước được nâng lên trên 50% sau MBB khi thực hiện kế hoạch mua cổ phiếu quỹ và phát hành riêng lẻ.

Chất lượng tài sản được duy trì bất chấp mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao. Rủi ro nợ xấu tiềm ẩn từ các khách hàng lớn với tình hình tài chính còn khó khăn như NVL, Trung Nam sẽ giảm thiểu khi các vướng mắc pháp lý dự án đã và đang dần được giải quyết, phần nào được thể hiện qua kế hoạch hạ tỷ lệ NPL tối đa xuống 1,7% trong năm nay, khi tỷ lệ NPL đã là 1,67% tại 1Q25. Chúng tôi tin rằng các rủi ro tín dụng ở nhóm KH DN lớn là trong tầm kiểm soát của MBB khi tín dụng tăng trưởng vượt trội.

Định giá hấp dẫn. MBB hiện đang được định giá P.B 2025F/26F ở mức 1,3x/1,0x là tương đối hấp dẫn trong nhóm các NHTMCP lớn khi xét đến ROE ở mức 21-22%, cao nhất danh mục các ngân hàng theo dõi. Kế hoạch mua cổ phiếu quỹ nói trên và giảm tỷ lệ sở hữu tại MCredit qua bán hoặc IPO sẽ là các chất xúc tác cho định giá của MBB.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Cuộc chiến thuế quan trở nên khó lường và tiêu cực hơn kỳ vọng khiến nợ xấu và NIM diễn biến tiêu cực hơn kỳ vọng.

MUA: 19%

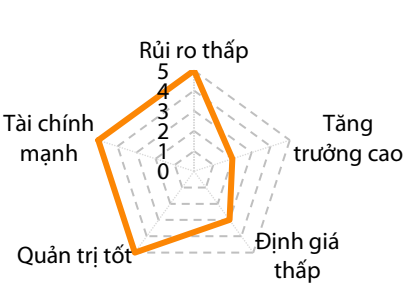
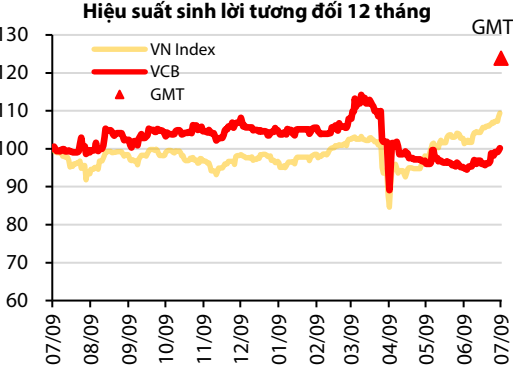
GTT: 61.500

GMT: 73.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	513.874
SLCPĐLH (triệu CP)	8.356
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	4.438
GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)	256
SH NĐTNN còn lại (%)	4,6
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	52 - 68,6

TN hoạt động (tỷ đồng)	68.578	75.015	84.791
LNST-CĐM (tỷ đồng)	33.831	37.021	41.433
ROA (%)	1,7	1,7	1,7
ROE (%)	18,7	17,0	16,8
EPS (đồng)	3.742	3.638	4.071
GTSS (đồng)	23.811	27.196	31.264
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	16,3	16,9	15,1
P/B (x)	2,6	2,3	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng vừa phải trong năm 2025 nhưng sẽ dẫn tăng tốc khi nền kinh tế bước vào giai đoạn phát triển mới

- Chúng tôi tin rằng triển vọng tăng trưởng tại VCB sẽ tích cực hơn trong trung hạn (CAGR 2025F-28F của LNTT: 15%) chủ yếu dựa trên sự phục hồi về NIM về mức gần 3% nhờ sức hấp thụ vốn của nền kinh tế cải thiện và (2) rủi ro bất định từ thuế đối ứng giảm dần trong thời gian dự phóng.
- Cho năm 2025F, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng đạt 13% (sau khi bán nợ cho VCBNEo), NIM cải thiện 10bps lên 3,0% và LNTT tăng trưởng 23% YoY.

Cải thiện sức mạnh về vốn nhờ khả năng được duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và tiềm năng từ thương vụ phát hành riêng lẻ.

- VCB có thể sẽ được SBV và Bộ Tài chính tạo điều kiện để tăng vốn từ nguồn lợi nhuận để lại (chia cổ tức bằng cổ phiếu) trong các năm tới để củng cố tỷ lệ CAR hướng tới Basel 3.
- VCB sẽ tái triển khai phát hành riêng lẻ cho NĐTNN với tỷ lệ 6,5% cổ phần (đã được phê duyệt từ 2019 và tạm hoãn trong lần họp bất thường cuối 2024) sau khi hoàn thành phát hành cổ phiếu để trả cổ tức từ phần lợi nhuận giữ lại đến hết 2018 và năm 2021. Lần phát hành riêng lẻ gần nhất (T1/2019) cho GIC và Mizuho, định giá P.B ước tính của thương vụ là 2,8 lần.

Triển vọng tái định giá hấp dẫn.

- Định giá của VCB đang dao động trong vùng thấp của định giá 10 năm, với định giá P/B trượt hiện tại ở ngưỡng - 2 độ lệch chuẩn (2,3x), hàm ý rủi ro giảm giá rất hạn chế.
- Trong khi chúng tôi kỳ vọng sự tăng tốc về tăng trưởng lợi nhuận là động lực tái định giá trong trung hạn, VCB có thể hưởng lợi từ quá trình nâng hạng TTCK Việt Nam khi VCB là ngân hàng còn room cho khối ngoại có tỷ trọng cao nhất trong 2 chỉ số của FTSE phản ánh TTCK Việt Nam, hàm ý nhiều khả năng VCB được bổ sung vào rổ chỉ số thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Mức tăng của NIM có thể thấp hơn kỳ vọng dẫn tới tăng trưởng lợi nhuận không đạt kỳ vọng.

TÍCH LŨY: 16%

GTT: 20.050

GMT: 22,800

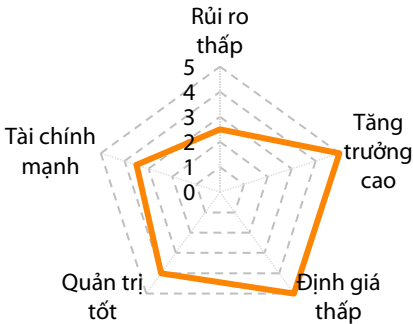
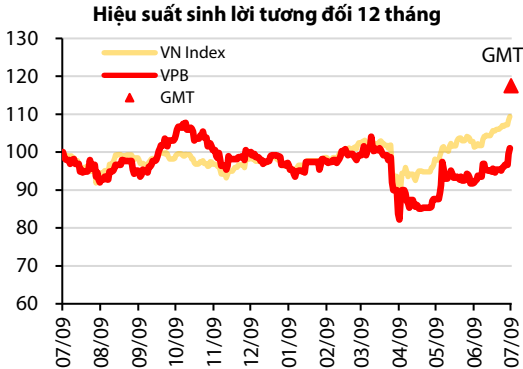
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A

2025F

2026F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	159.075
SLCPĐLH (triệu CP)	7.934
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	28.044
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	507
SH NĐTNN còn lại (%)	4,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	15,15 - 21,05

TN hoạt động (tỷ đồng)	62.255	69.037	79.197
LNST-CĐM (tỷ đồng)	15.779	20.429	23.376
ROA (%)	1,8	2,0	1,9
ROE (%)	11,4	13,3	13,8
EPS (đồng)	1.989	2.575	2.946
GTSS (đồng)	17.886	19.517	21.681
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	500	500
P/E (x)	9,7	7,8	6,8
P/B (x)	1,1	1,0	0,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi kỳ vọng vào khả năng kiểm soát chi phí tín dụng và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ sẽ thúc đẩy triển vọng tăng trưởng kép của lợi nhuận trong trung hạn.

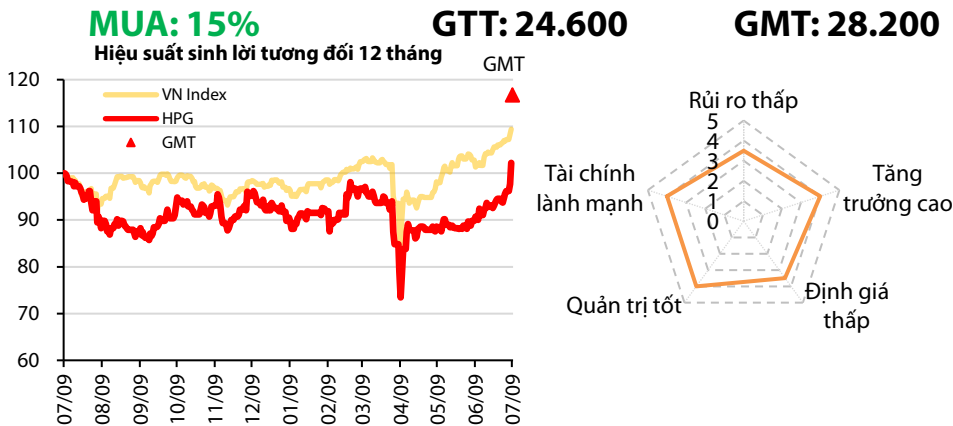
- Chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng của VPB với mức dự phóng tăng trưởng kép lợi nhuận 22% giai đoạn 2025F-28F. Động lực tăng trưởng chính gồm:
- (1)** tối ưu hóa hạn mức tăng trưởng tín dụng cao sau khi nhận chuyển giao bắt buộc GP Bank. Chúng tôi tin rằng sẽ tận dụng hạn mức tín dụng được cấp tốt hơn so với năm 2024 với tăng trưởng khoảng 24% cho năm 2025F/26F, và có thể đánh đổi với NIM sẽ thấp hơn so với giai đoạn trước, ở mức 4,5%, giảm 20 bps so với năm 2024.
- (2)** Hạ chi phí tín dụng. Chúng tôi dự phóng nợ xấu hình thành ròng của VPB tạo đỉnh trong năm 2025 khi kỳ vọng nhìn thấy những tiến triển về chất lượng tài sản trong các năm tới dựa trên quá trình hồi phục của thị trường BĐS và những điều chỉnh lành mạnh về hoạt động tại FE Credit. CP tín dụng thấp hơn trong 2025F với CP ròng tại ngân hàng mẹ dưới 2% và hợp nhất dưới 3%, giảm lần lượt 40bps và 80 bps YoY. Về dài hạn, CP tín dụng hợp nhất dự phóng giảm dần từ về 4,9% năm 2023 xuống 3% vào năm 2028F.

Hoàn thiện hơn nữa mô hình tập đoàn tài chính, từng bước xây dựng nguồn thu nhập ngoài lãi ổn định. VPB đã sở hữu công ty TCTD FE Credit, CTCK VPBankS và công ty Bảo hiểm phi nhân thọ OPES và đang xây dựng kế hoạch góp vốn, thành lập công ty bảo hiểm nhân thọ, tham gia vào thị trường vẫn còn nhiều tiềm năng với tỷ lệ thâm nhập thấp.

Định giá rẻ và có nhiều dư địa cải thiện trong tương lai. Tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn nêu trên, kết hợp với giả định chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn, sẽ giúp hiệu quả hoạt động ROE dự phóng cải thiện dần lên mức 18% vào 2030F. Cùng với sự cải thiện của chất lượng tài sản với khẩu vị rủi ro điều chỉnh, dư địa cải thiện về định giá của VPB là khá hấp dẫn khi P/B 2025F hiện tại là 1,0x.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Quá trình tháo gỡ pháp lý cho các dự án BĐS phía Nam chậm hơn kỳ vọng khiến nợ xấu bán lẻ tăng cao hơn dự phóng và NIM thấp hơn kỳ vọng trước áp lực tăng trưởng tín dụng cao trong bối cảnh tín dụng bán lẻ chưa phục hồi đồng đều giữa các sản phẩm..



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	189,968
SLCPĐLH (triệu CP)	7,675
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	33,474
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	723
SH NĐTNN còn lại (%)	22.7
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	17,75 - 25,1

TÀI CHÍNH

	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	138,855	180,667	218,673
LNST - CDM (tỷ đồng)	12,019	18,699	24,574
ROA (%)	5.4	7.4	8.8
ROE (%)	10.5	14.2	16.3
EPS (đồng)	1,766	2,290	3,010
GTSS (đồng)	14,899	17,189	19,698
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	500
P/E (x)	13.5	10.7	8.1
P/B (x)	1.6	1.4	1.2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sản lượng và biên lợi nhuận phục hồi, giúp HPG ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong giai đoạn 2025-2026

- Dung Quất 02 (02 giai đoạn, với công suất 5,6 triệu tấn HRC/năm) vận hành thương mại trong quý 1/2025; và với lợi thế về giá thành và các biện pháp phòng vệ thương mại, sẽ giúp công ty lấy được thị phần các thép nhập khẩu. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 1 sẽ hoạt động với 70% công suất, tương ứng với sản lượng HRC trong năm 2025 của HPG có thể đạt 4,9 triệu tấn (+69%YoY), trong đó sản lượng nội địa đạt 3,9 triệu tấn (đáp ứng ~30% tổng nhu cầu).
- Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của HPG lần lượt đạt 180 nghìn tỷ (+30% YoY) và 219 nghìn tỷ (+21%), đến từ: 1/ Nhu cầu nội địa hỗ trợ cho sản lượng thép xây dựng, 2/sản lượng HRC tăng trưởng nhờ đưa DQ02 vào hoạt động. Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp 2025-2026 có thể đạt 16% khi: 1/ nhà máy DQ02 có chi phí sản xuất tối ưu hơn DQ10 (lượng than cốc tiêu thụ giảm 15%), 2/ Giá thành phẩm (đặc biệt là HRC) sẽ hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn nửa sau 2025 (áp lực từ thị trường Trung Quốc kỳ vọng hạ nhiệt). Lợi nhuận sau thuế của HPG 2025-2026 lần lượt đạt 18,7 nghìn tỷ đồng (+56%YoY) và 24,6 nghìn tỷ đồng (+31%YoY), tương ứng HPG đang giao dịch ở P/E forward 25-26 ở 9,0x; cho thấy giá thị trường chưa phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.

Triển vọng dài hạn từ nhà máy sản xuất thép ray cho đường sắt cao tốc

- Phát triển hạ tầng – đặc biệt là hệ thống đường sắt cao tốc – là xu thế phát triển trong trung hạn và là yếu tố thúc đẩy nhu cầu thép xây dựng của Việt Nam, trong bối cảnh chính phủ muốn tăng phát triển liên kết vùng. HPG với khả năng triển khai thép cường độ cao (từ DQ02) và các chính sách ưu tiên sử dụng nguyên liệu trong nước, sẽ tập trung đầu tư cho nhà máy sản xuất thép ray trong giai đoạn 2026-2027, đem lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biến động giá thành phẩm (thép thanh, HRC) lớn hơn kỳ vọng

TÍCH LŨY 13,5%

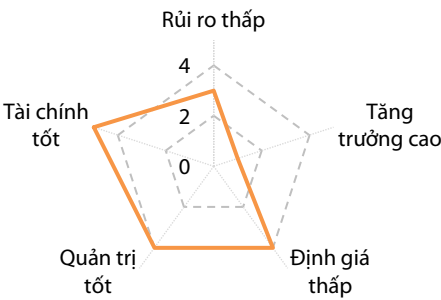
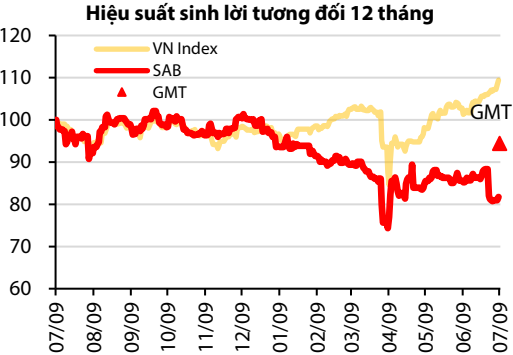
GTT: 47.650

GMT: 54.100

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Thực phẩm và đồ uống	Doanh thu (tỷ đồng)	31.782	26.965	27.316
Vốn hóa (triệu \$)	61.114	LNST (tỷ đồng)	4.330	3.845	3.732
SLCPĐLH (triệu CP)	1.283	ROA (%)	13,3	12,6	12,4
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1.276	ROE (%)	18,4	17,2	17,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	62	EPS (đồng)	3.291	2.998	2.910
SH NĐTNN còn lại (%)	39,2	GTSS (đồng)	18.150	17.437	17.049
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	41,5 - 58,8	Cổ tức tiền mặt (đồng)	5.000	5.000	5.000
		P/E (x)	16,9	15,9	16,4
		P/B (x)	3,1	2,7	2,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi nhận thấy bức tranh xám về tăng trưởng doanh thu của SAB trong trung dài hạn

- Các chính sách của Việt Nam, 2025 là năm đầu tiên triển khai Nghị định 168, siết chặt thêm hành vi tiêu thụ bia rượu kênh chủ lực (on-trade), vốn đã nhạy cảm từ Nghị định 100/2019/ND-CP trước đó. Trong T6-2025, Quốc hội cũng thông qua lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt với rượu, bia từ 65% hiện tại lên 90% trong giai đoạn 2027-30. Đây được xem là “định hướng giảm chi tiêu rượu bia đầu người ở mức cao của Việt Nam so với thế giới” thời gian tới của Chính Phủ, ảnh hưởng tiêu cực đến quy mô miếng bánh ngành.
- Tình mùa vụ, với riêng 2025, chúng tôi nhận thấy một yếu tố bất lợi khác cho doanh thu SAB là tính mùa vụ không ủng hộ (tết sớm 2025 ở T1 và tết trễ 2026 ở T2).

Tuy nhiên, sự sụt giảm doanh thu dự kiến được bù đắp bởi cải thiện biên lợi nhuận thông qua chi phí đầu vào rẻ hơn (giá mạch nha ở mức thấp hơn đáng kể so với thời điểm “chốt dự trữ gần nhất” của SAB – T5-T9/2022) và tiết giảm CPBH/Doanh thu thuần trong nỗ lực chuyển dịch kênh bán hàng dần từ ontrade sang offtrade

Điểm nhấn đầu tư chủ yếu ở mức chia cổ tức tiền mặt ngày càng tăng cao

- SAB có động thái gia tăng tỷ lệ chia cổ tức (payout ratio) mạnh dần từ sau Covid-19 (thời điểm ngành bia bắt đầu ảm đạm) với 60-120%, với nguồn lấy từ LNST của Công ty hoặc cắt giảm các khoản LN giữ lại (liên quan tới Đầu tư tài chính ngắn hạn, theo quan điểm chúng tôi)
- Do tập đoàn Thaibev thực hiện thương vụ M&A Sabeco năm 2017 theo phương thức leverage buy-out, được tài trợ bởi khoản vay 4,8 tỷ đô từ 5 ngân hàng Thái, với lãi suất 2,4-3,0%/năm, nên việc triển vọng tăng trưởng LNST của ngành bia gặp khó khiến Thaibev có nhiều động lực hơn trong việc tăng tỷ lệ chia cổ tức.
- SAB phù hợp với phương pháp đầu tư cổ tức (tỷ suất cổ tức 10,4%/năm) và đầu tư cổ phiếu bị định giá thấp sau những đợt sụt giảm mạnh của thị trường, đặc biệt khi giá thị trường SAB dần dịch chuyển về mức hợp lý (48.000đ/cổ phiếu), phản ánh những yếu tố tiêu cực của năm 2025.

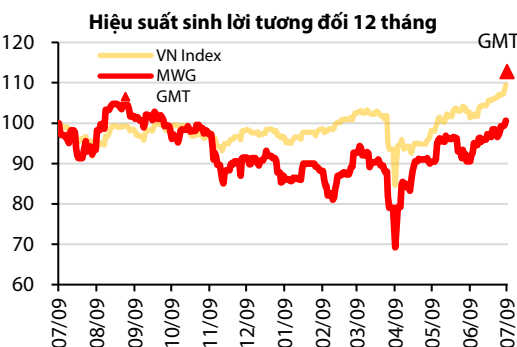
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ: SAB sụt giảm thị phần trước Heneiken và Habeco mạnh hơn kỳ vọng.

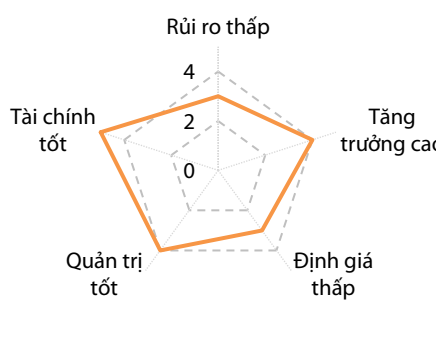
TÍCH LŨY 11,2%

GTT: 67.700

GMT: 75.300

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (triệu \$)	100.102
SLCPĐLH (triệu CP)	1.479
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	8.351
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)	509
SH NHĐTNN còn lại (%)	2,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	45,75 - 70,8

TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)	134.341	147.515	157.178
LNST (tỷ đồng)	3.722	5.223	5.830
ROA (%)	5,3	6,9	7,4
ROE (%)	13,4	16,2	15,6
EPS (đồng)	2.546	3.318	3.721
GTSS (đồng)	18.987	15.741	18.968
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	24,0	20,4	18,2
P/B (x)	3,2	4,3	3,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khôi phục thị phần ngành bán lẻ điện tử dựa trên hệ thống cửa hàng tinh gọn hơn trước giúp gia tăng cả doanh thu và biên lợi nhuận tốt

- Xây dựng lại chiến lược thu hút khách hàng, bám sát hai tôn chỉ về “**tiết kiệm ví tiền khách hàng**” như trả góp 0%, tăng chiết khấu, giảm giá và “**dịch vụ hậu mãi ưu đãi**” như lắp đặt, vệ sinh miễn phí, nhanh chóng, được xem là "alpha" so với các nhà bán lẻ non trẻ/nền tảng thương mại điện tử, vốn đã suy giảm về các chương trình chiết khấu, giảm giá, phí sản rẻ từ 2024.
- Tăng liên kết với hãng cung cấp tiềm năng (familyship, điển hình Apple), cụ thể TGDĐ&ĐMX muốn trực tiếp phân phối với số lượng lớn sản phẩm, gia tăng sản phẩm độc quyền đi kèm cam kết đảm bảo đầu ra, thay vì thông qua nhà phân phối B2B như trước. Do đó, MWG sẽ hưởng trọn tăng trưởng thị phần của hãng như trường hợp Apple tại Q1-2025.
- Hệ thống cửa hàng tinh gọn (-224 CH YoY), gồm chủ yếu các CH cũ, gần hết khấu hao (tiết kiệm 236 tỷ đồng/quý), giá thuê tốt, đi kèm việc giảm số lượng nhân viên/cửa hàng (10 xuống 3), giúp tiết kiệm định phí mỗi cửa hàng. Do đó, lợi thế quy mô càng lớn, biên lợi nhuận TGDĐ&ĐMX càng gia tăng (biên EBIT đạt 6,1%, +110bps YoY ở Q1-2025)

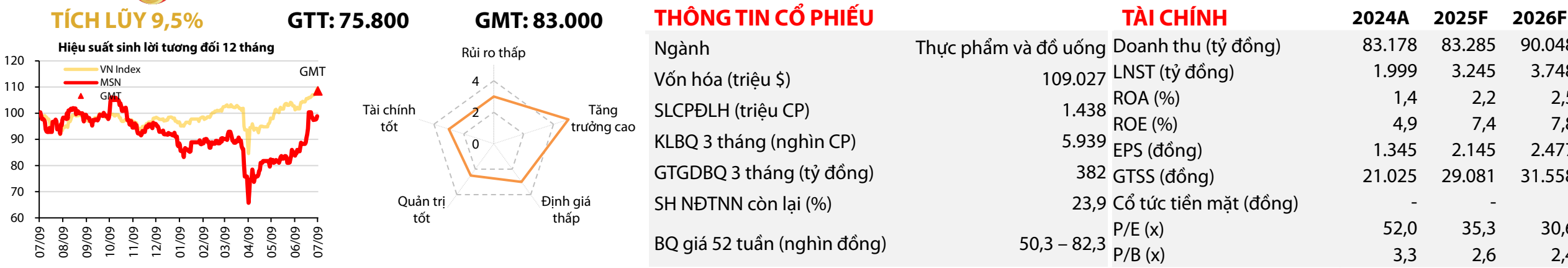
Trông chờ vào câu chuyện BHX khôi phục biên LN sau khi lượng lớn cửa hàng mở mới ở H1-2025 hoạt động ổn định từ H2-2025

- Mảng bán lẻ bách hóa dự kiến dần phục hồi về doanh thu mỗi cửa hàng trung bình và biên LN từ 0,3% lên 0,5-0,7% trong các quý tới sau khi ~205/510 cửa hàng mở mới ở miền Trung (cập nhật tới hết T5-2025) đi vào ổn định dần sau nửa đầu năm - giai đoạn khai trương với nhiều chính sách ưu đãi và traffic mua hàng chưa cao.

Hoạt động đầu tư tài chính ngắn hạn gia tăng (+32,0% YoY) đi kèm mức lãi suất cao 8-9%, kéo theo lợi nhuận từ HĐ tài chính gia tăng, hỗ trợ KQKD chung của MWG.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- BHX chưa có lãi do doanh thu dưới điểm hòa vốn (1,5 tỷ/tháng), lưu lượng khách thấp, thói quen mua sắm truyền thống ở miền Trung. Cần linh hoạt chọn SKUs, tối ưu chi phí, chọn vị trí đông dân (Đà Nẵng, Huế, Hội An) để giảm rủi ro.



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các mảng kinh doanh trụ cột “hái tiền” của MSN tiếp tục hoạt động bền bỉ như MCH & TCB

- Trụ cột lâu năm MCH (MSN chiếm 66,0%) duy trì tăng trưởng ổn định trong lợi nhuận đóng góp cho MSN (+2,7% YoY năm 2025) dựa trên thế mạnh về “R&D hợp thời tiêu dùng” ở các mảng chủ lực gia vị và thực phẩm tiện lợi cùng năng lực chi chiết khấu bao phủ hệ thống phân phối tăng nhận diện tốt cho các SKUs mới.
- Mảng phi tiêu dùng – TCB (MSN chiếm 19,9%), ngoài việc tăng trưởng bền bỉ (16,0% YoY năm 2025) nhờ hệ sinh thái khách hàng toàn diện và đặc thù trong lĩnh vực BĐS, việc định giá tăng của riêng Ngân hàng này thời gian qua hỗ trợ cho tăng định giá chung MSN.

Các mảng mới chuyển sang pha kinh doanh “sinh lời” từ 2025 như MML, WCM trong khi MSR giảm lỗ sau thương vụ thoái vốn H.C. Starck

- Các mảng mới đều chính thức có lời từ Q3-2024: MML (giá thịt heo tăng +30,0% YoY, chuyển dịch sang phân khúc có biên LN tốt hơn – thịt chế biến so với thịt trang trại), WCM (tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ LFL 6-12% YoY từ Q1-2024 tới nay, quản lý thất thoát/hủy hàng tồn kho nhờ cải tạo các hình thức cửa hàng phù hợp với nhu cầu cụ thể của nhân khẩu học/địa lý và quản lý chuỗi cung ứng tốt hơn)
- Riêng MSR, thương vụ bán 100% vốn tại H.C. Starck Holding (diễn ra vào T12/2024, đây là mảng lỗ lớn của MSR, 300-400 tỷ đồng hằng năm) cộng hưởng cùng giá đầu ra kim loại đồng, vonfram và hoạt động nổ mìn ổn định từ Q2 giúp MSR giảm lỗ -57% YoY trong đóng góp chung lợi nhuận MSN.

Chi phí tài chính lớn (~8.000 tỷ đồng/năm) dự kiến giảm dần qua các năm về mức (6-7.000 tỷ đồng/năm) từ 2025 nhờ sắp xếp giữa các khoản đặt cọc cho bên thứ ba (phải thu khác) và nhận đặt cọc phải trả bên thứ ba (phải trả khác), giúp MSN “tháo tã” để tìm thấy tăng trưởng cao hơn trong trung hạn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Những lo ngại về các khoản thoái vốn từ SK Group khiến giá cổ phiếu chưa thể mở van “tăng trưởng” hợp kỳ vọng.

TÍCH LŨY: 7%

GTT: 45.000

GMT: 48.300

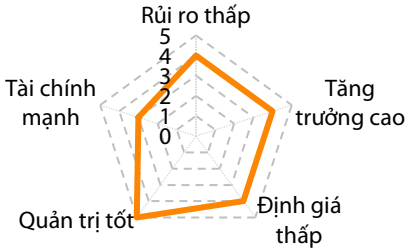
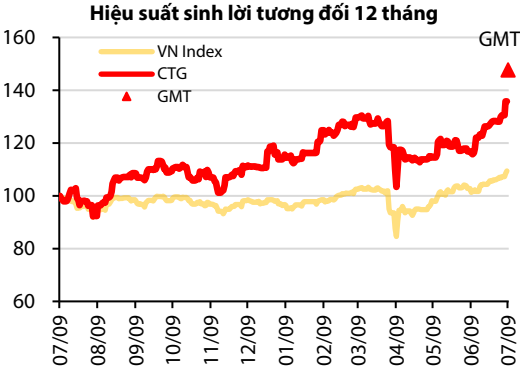
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A

2025F

2026F



Ngành	Ngân hàng	TN hoạt động (tỷ đồng)	81.909	87.773	95.867
Vốn hóa (tỷ đồng)	241.650	LNST-CĐM (tỷ đồng)	25.342	30.501	38.927
SLCPĐLH (triệu CP)	5.370	ROA (%)	1,1	1,2	1,3
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	7.719	ROE (%)	18,6	19,0	19,6
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)	301	EPS (đồng)	4.719	4.980	6.356
SH NĐTNN còn lại (%)	3,1	GTSS (đồng)	27.742	32.243	38.560
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	29,95 - 45,2	Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
		P/E (x)	8,0	9,0	7,1
		P/B (x)	1,4	1,4	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng lợi nhuận cao và ổn định nhờ kiểm soát tốt chi phí tín dụng sau thời gian dài thực thi chiến lược tài chính thận trọng

- CTG đã triển khai các biện pháp mạnh mẽ trong việc trích lập dự phòng rủi ro tín dụng với chi phí tín dụng bình quân là 1,9% từ 2021-2024 nhằm dọn dẹp các khoản nợ tiềm ẩn nhiều rủi ro phát sinh nợ xấu trong quá khứ. Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ “làm sạch” bằng cân đối kế toán một cách sâu rộng tới giai đoạn cuối và đưa chi phí tín dụng dự phóng bình quân của CTG từ 2025F-28F có thể giảm về mức 1,1% nhờ mặt bằng tỷ lệ nợ xấu giảm, đồng thời đẩy mạnh quá trình thu hồi nợ xấu ngoại bảng.
- Tăng trưởng kép của tín dụng là 14% trong giai đoạn 2025F-28F khi trong môi trường chính sách hướng tới thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ.
- Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực, với tăng trưởng kép LNTT 2025F-28F đạt 18%.

Xứng đáng với mặt bằng định giá cao hơn nhờ hiệu quả hoạt động cùng chất lượng tài sản trong xu hướng cải thiện, cùng các lợi thế đặc thù của ngân hàng quốc doanh như chi phí vốn, quy mô thị phần, thương hiệu.

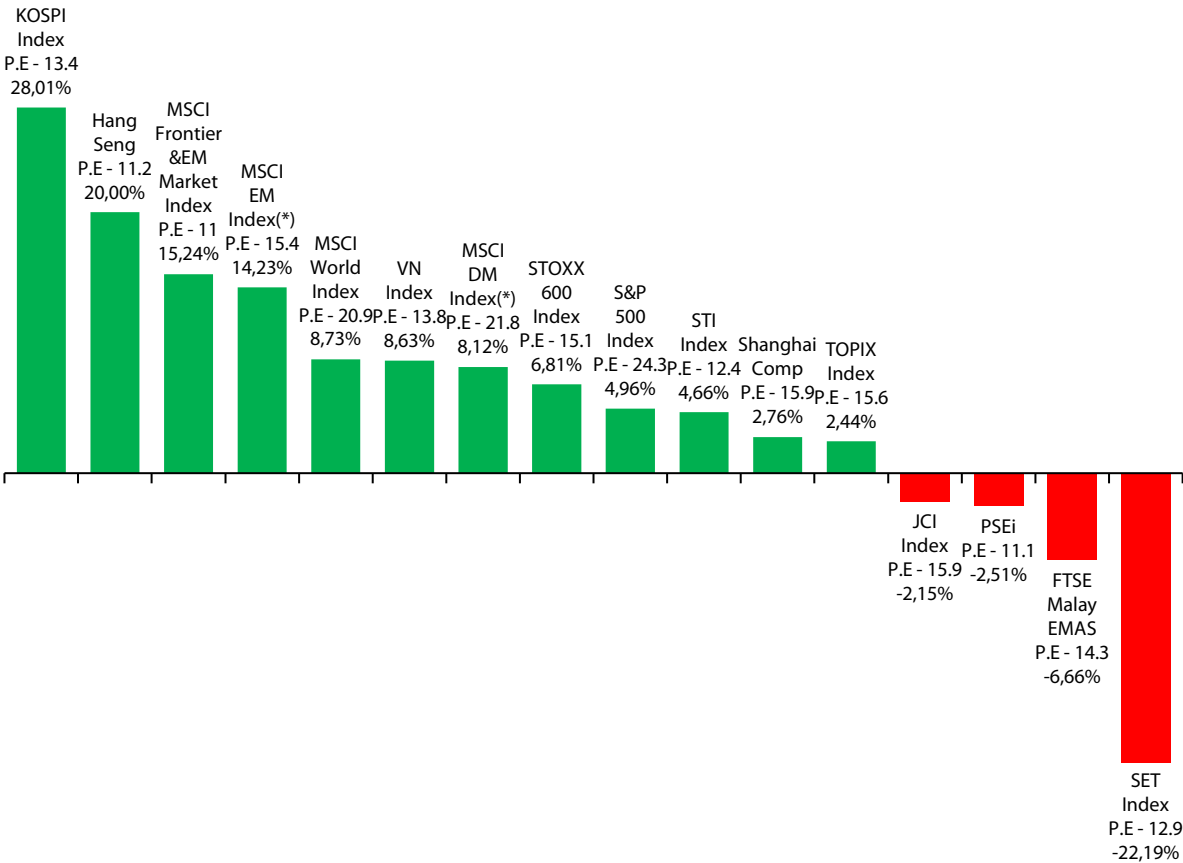
- Tỷ lệ nợ xấu dự phóng được kiểm soát dưới 1,2% trong giai đoạn 2025F-28F và bộ đệm dự phòng được củng cố lên lên 160%.
- Hiệu quả hoạt động ROE sẽ tăng cường lên mức 20% vào 2028F nhờ với đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ.
- Các yếu tố trên cùng với lợi thế về quy mô sẽ mang lại nhiều cơ hội tái định giá cho CTG, khi P.B 2025F hiện tại chỉ là 1,4 lần, chiết khấu sâu so với hai ngân hàng quốc doanh còn lại là BID (1,8x) và VCB (2,5x).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- CP tín dụng cao hơn dự kiến, khiến các kỳ vọng về tăng trưởng thu nhập và tái định giá cần nhiều thời gian hơn để hiện thực hóa.

PHỤ LỤC DỮ LIỆU THỊ TRƯỜNG

Hầu hết các thị trường chứng khoán đều chứng kiến sự tăng trưởng tích cực kể từ đầu năm. Việt Nam trở thành điểm sáng của khu vực Đông Nam Á khi chỉ số VNIndex tăng 8,63% khi các thị trường khác của khu vực giảm điểm



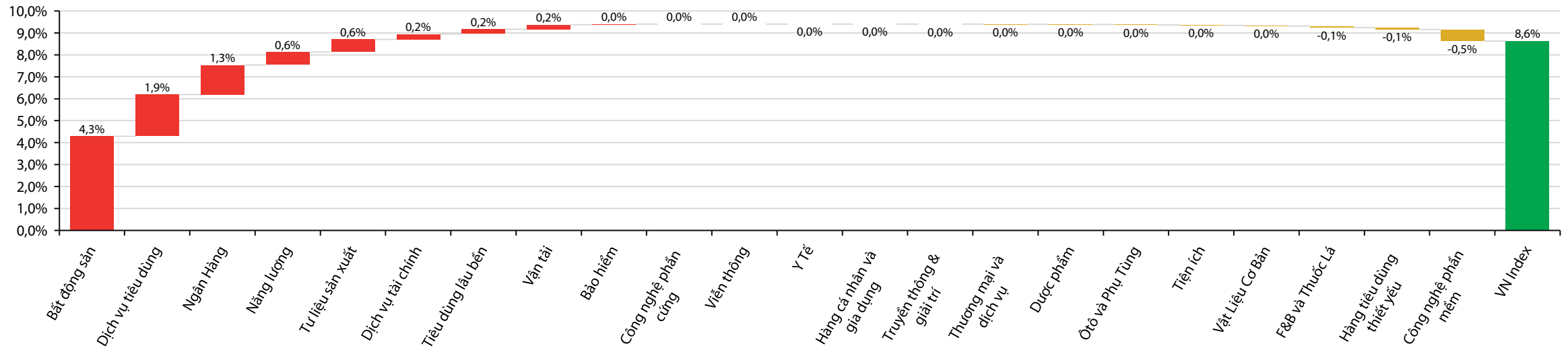
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.
(*)DM: Thị trường phát triển
EM: Thị trường đang phát triển

Thanh khoản thị trường gia tăng tích cực từ cuối Quý 1.2025 góp phần làm tăng thanh khoản VNIndex 26,3% so với H2.2024

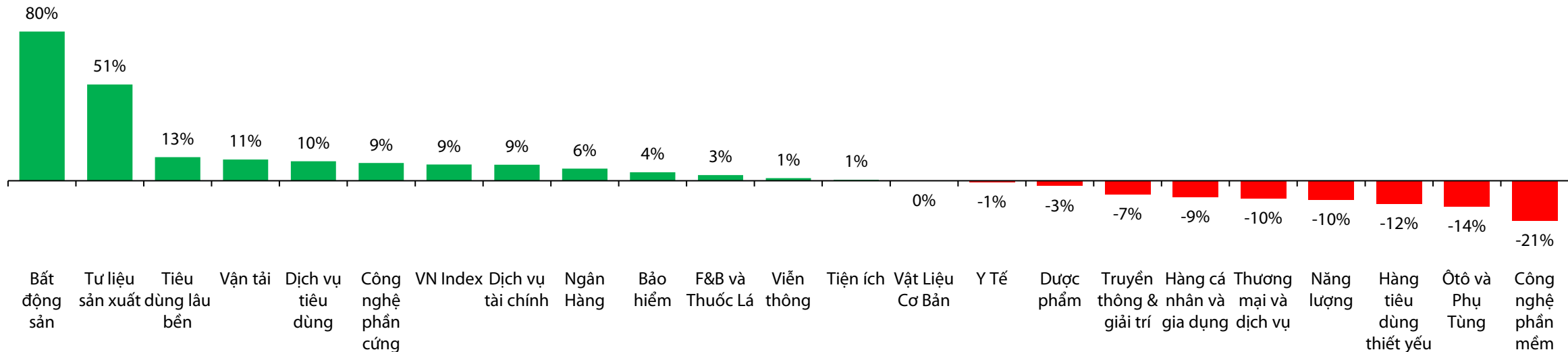
	VN Index	Upcom	HNX Index
06/2025	18.610	492	1.594
05/2025	19.810	520	1.162
04/2025	21.285	722	1.203
03/2025	18.084	663	1.012
02/2025	14.270	907	959
01/2025	9.442	566	643
H12025	17.129	646	1.111
H22024	13.561	675	922
H12024	19.312	829	1.725
H22023	16.578	702	1.843
H12023	10.200	467	1.220
H22022	11.225	542	1.203
H12022	19.816	1.361	2.381
H22021	22.767	1.891	3.191
H12021	17.059	1.080	2.604
H22020	6.641	394	693
H12020	3.656	219	493
H22019	3.035	197	285
H12019	2.805	210	361

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

Hiệu suất đầu tư của các nhóm ngành kể từ đầu năm 2025



Đóng góp của các nhóm ngành vào mức tăng của thị trường chung trong năm 2025



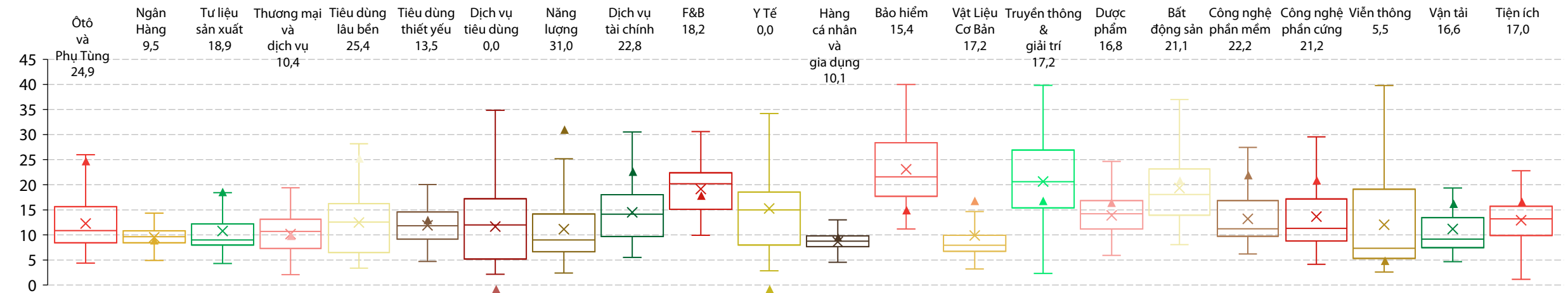
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Nhóm cổ phiếu được phân loại theo ngành cấp 2 chuẩn ICB. Dữ liệu ngày 30/06/2025

Dòng tiền quay trở lại ở hầu hết các nhóm ngành, nổi bật là ngân hàng và dịch vụ tài chính so với các nhóm khác và thị trường chung

Tỷ đồng/phiên	Thanh khoản trung bình phiên theo quý của 12 Quý liên kế											
	2H2019	1H2020	2H2020	1H2021	2H2021	1H2022	2H2022	1H2023	2H2023	1H2024	2H2024	1H2025
Ngân Hàng	428	748	1.857	5.376	4.800	3.445	2.059	2.156	2.668	3.950	3.166	4.380
Bất động sản	501	594	1.037	2.704	4.163	3.334	1.759	1.616	3.275	2.712	1.898	2.452
Dịch vụ tài chính	78	132	325	1.349	2.580	1.518	1.373	1.405	2.648	2.765	1.521	2.340
Tư liệu sản xuất	224	261	765	1.291	2.558	2.867	1.366	1.416	2.410	2.479	1.315	1.792
Nguyên vật liệu	285	496	1.218	2.484	3.718	3.029	1.718	1.409	2.018	2.311	1.613	1.672
F&B và Thuốc Lá	239	402	655	1.061	1.526	1.331	1.009	762	1.173	1.594	1.140	1.244
Vận tải	135	120	187	366	742	893	382	409	729	1.017	676	910
Công nghệ phần mềm	91	99	106	209	252	242	117	69	213	552	666	802
Tiêu dùng lâu bền	100	130	135	202	303	408	348	196	467	664	595	540
Năng lượng	81	108	147	435	414	461	244	196	308	381	232	295
Tiện ích	91	118	206	355	507	548	281	198	205	279	224	235
Tiêu dùng thiết yếu	76	91	132	197	315	372	159	134	195	305	247	186
Công nghệ phần cứng	15	14	26	36	67	89	58	54	103	134	74	63
Truyền thông & giải trí	3	2	1	8	13	17	5	1	6	14	28	49
Dược phẩm	13	17	15	26	35	18	7	11	15	16	38	45
Bảo hiểm	19	33	61	92	133	144	90	39	38	45	40	43
Oto và phụ tùng	10	15	21	54	78	34	15	8	12	52	35	42
Dịch vụ tiêu dùng	15	11	11	11	20	19	3	8	6	2	1	30
Y Tế	2	3	4	13	73	59	13	10	8	15	18	13
Viễn thông	0	0	0	3	9	6	1	0	1	1	1	2
Hàng gia dụng	0	4	5	6	2	0	1	1	0	2	2	1
VN Index	3.035	3.656	6.641	17.059	22.767	19.816	11.225	10.200	16.578	19.312	13.561	17.135

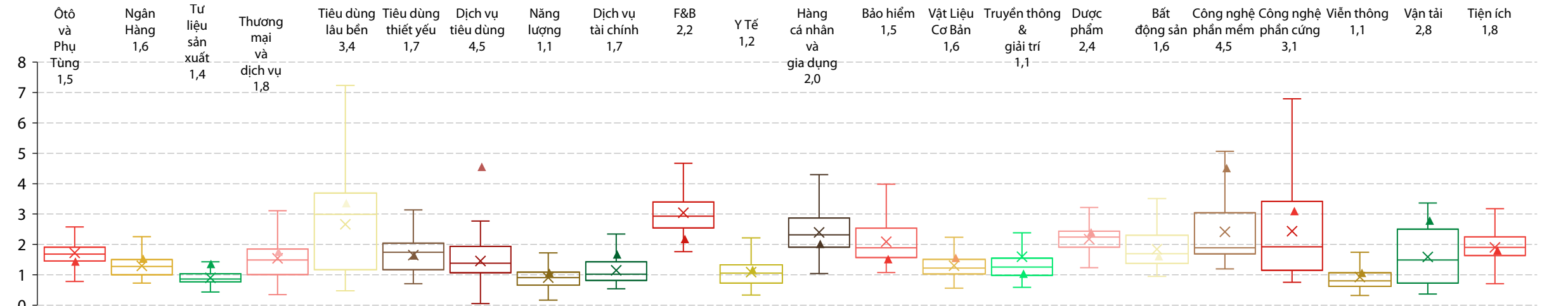
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

P/E theo ngành (2019-2025)



X:P/E trung bình 5 năm , ▲: P/E hiện tại
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

P/B theo ngành (2019-2025)



X:P/B trung bình 5 năm , ▲: P/B hiện tại
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
Nguyên Vật Liệu	BFC,								Ngành Phân bón: Tăng trưởng nhờ giá bán và chính sách thuế VAT hỗ trợ - Giá bán phân bón tiếp tục ở mức cao, là động lực chính cho tăng trưởng, trong đó phân Lân tăng mạnh nhất, kể đến là Ure và NPK. - Sản lượng NPK tăng nhanh nhất do được người dân ưu tiên dùng thay thế một phần phân đơn, nhờ giá tăng chậm hơn. - Luật thuế VAT có hiệu lực giúp tiết kiệm chi phí, phân Ure hưởng lợi nhiều nhất, sau đó đến Lân và NPK. Ngành Thép: Hồi phục nhờ nhu cầu nội địa và giá bán cải thiện - Sản lượng thép nội địa tăng hai chữ số, hưởng lợi từ xây dựng dân dụng và đầu tư công. - Giá bán thép phục hồi khoảng 8% nhờ nhu cầu trong nước tăng, đồng thời áp lực cạnh tranh từ Trung Quốc giảm. - HPG dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành, nhờ: - DQ02 vận hành đạt 70% công suất - Biên lợi nhuận cải thiện, tối ưu nguyên liệu - Được ưu tiên cung cấp thép cho dự án đường sắt cao tốc (là yếu tố hỗ trợ về mặt thông tin) - Cổ phiếu HPG đang giao dịch ở mức P/E forward 9,0x, hấp dẫn so với vị thế đầu ngành Ngành Cao su: Giá bán duy trì cao do nguồn cung thắt chặt - Nguồn cung toàn cầu thiếu hụt (Indo, Malay, Việt Nam giảm sản lượng) - Tồn kho tại các nước tiêu thụ lớn giảm 15% từ đầu năm - Nhu cầu từ ngành lốp xe phục hồi tích cực - Tâm lý thị trường cải thiện khi căng thẳng thương mại Mỹ – Trung hạ nhiệt - Giá có thể giảm nhẹ trong mùa khai thác cao điểm nhưng vẫn cao hơn cùng kỳ năm 2024. Doanh nghiệp tiêu biểu: DPR: Kỳ vọng duy trì sản lượng cao, giá bán bình quân năm 2025 đạt ~47 triệu đồng/tấn. PHR: Kỳ vọng giá bán bình quân ~45 triệu đồng/tấn, đồng thời có thể nhận tiền đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên 1 (Thaco) trong 2H2025.
	BMP,								
	DCM,								
	DPM,								
	DPR,	57%	45%	85%	12,0	1,4	12,3	8,0%	
	GDA,								
	HPG,								
	HSG,								
	NKG,								
	PHR								

Nguồn: CTCK Rong Viet tổng hợp

Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
GEG, NT2, Tiện ích PC1, POW, REE									Thủy điện: Sản lượng giảm nhẹ so với mức nền cao 2H2024 Sản lượng giảm YoY: Trong 2H2025, chu kỳ ENSO đã chuyển sang pha Trung tính, tạo điều kiện thủy văn ổn định và ít khả năng xảy ra mưa lớn kéo dài như cùng kỳ 2H2024. Điều này khiến sản lượng thủy điện có thể giảm nhẹ so với mức tăng đột biến của năm trước. Giá bán thủy điện chưa bị ảnh hưởng: Mặc dù giá điện thị trường toàn phần (FMP) giảm mạnh do (1) sản lượng thủy điện ổn định và (2) giá nhiên liệu than nhập khẩu giảm, nhưng giá bán điện của các nhà máy thủy điện ít bị ảnh hưởng vì khoảng 95% sản lượng được bán theo hợp đồng dài hạn (Pc). Chúng tôi cho rằng giá hợp đồng của các nhà máy thủy điện sẽ tiệm cận với giá thị trường trong 2H2025. Nhiệt điện: Điện than được ưu tiên, điện khí tiếp tục gặp khó Than được ưu tiên huy động: Trong 2H2025, nhiệt điện than có thể được ưu tiên huy động nhờ (1) sản lượng thủy điện giảm nhẹ so với nền cao 2H2024 và (2) giá than nhập khẩu giảm mạnh giúp giảm chi phí phát điện. Giá nhiên liệu thấp cũng góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của các nhà máy điện than. Điện khí chịu áp lực chi phí: Các nhà máy điện khí tiếp tục gặp khó do giá nhiên liệu đầu vào duy trì đà tăng và nguồn cung khí suy giảm. Tình trạng thiếu khí có thể buộc nhiều nhà máy chuyển sang sử dụng dầu, gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp, nhất là trong bối cảnh giá FMP sụt giảm. Năng lượng tái tạo: Tăng trưởng nhờ mở rộng và chính sách hỗ trợ - Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ việc mở rộng công suất lắp đặt và đầu tư dự án mới. - Bộ Công Thương đã xác định khung giá bán cho từng loại hình năng lượng tái tạo trong 1H2025, tạo nền tảng triển khai dự án. - Chính sách DPPA được áp dụng, cho phép nhà máy năng lượng tái tạo bán điện trực tiếp cho khách hàng công nghiệp. POW: Tăng trưởng mạnh về doanh thu và sản lượng nhưng biên lợi nhuận vẫn chịu áp lực - Doanh thu 2H2025 ước tăng 60% YoY, sản lượng phát điện tăng 37% YoY nhờ: - NMĐ Nhơn Trạch 3 – 4 đi vào vận hành - Nhiệt điện được huy động mạnh hơn do thủy điện giảm - Tỷ lệ alpha tối thiểu tăng lên 80% (+10 điểm % YoY) - Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp vẫn bị ảnh hưởng bởi chi phí khí và LNG cao. REE: Tăng trưởng đồng đều ở nhiều mảng - Dự kiến tăng trưởng nhờ: - Mảng M&E hồi phục, backlog đạt 5.556 tỷ đồng - Ghi nhận doanh thu từ bán nhà thấp tầng tại The LightSquare - Mảng cho thuê văn phòng cải thiện tại Etown 6 - Dự án gió Duyên Hải (V1-4, Trà Vinh) sẽ vận hành trong 4Q2025, bổ sung khoảng 150 triệu kWh/năm. PC1: Bứt phá từ mảng EPC nhờ Quy hoạch điện VIII - Tăng trưởng chủ yếu từ mảng EPC, với backlog tăng 63% YoY - Hưởng lợi từ chính sách mở rộng lưới điện trong Quy hoạch điện VIII điều chỉnh
		13%	38%	-50%	14,4	1,2	9,5	2,6%	

Nguồn: CTCK Rong Viet tổng hợp

Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
Bất động sản	HDG,								KCN: Động lực đến từ bàn giao đất và kết quả đàm phán thuế quan Ngành khu công nghiệp (KCN) dự kiến tăng trưởng tích cực trong nửa cuối 2025 nhờ: - Một số doanh nghiệp như KBC, IDC bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê đất, trái ngược với cùng kỳ 2024 không ghi nhận. - Kết quả đàm phán thuế quan Việt – Mỹ đạt mức 20%, phù hợp kỳ vọng của các doanh nghiệp FDI, hỗ trợ quá trình ký hợp đồng thuê đất. Kịch bản tích cực, KBC có thể hoàn tất chuyển nhượng 20ha đất thương phẩm tại KĐT Tràng Cát (Hải Phòng), giúp lợi nhuận vượt kỳ vọng. NTC có sẵn quỹ đất cho thuê và được kỳ vọng: (1) Ghi nhận 9ha còn lại trong 2H2025, và (2) Ký hợp đồng chính thức cho 43ha còn lại trong năm 2025
	IDC,								
	KBC,								
	KDH,	43%	32%	43%	12,3	1,6	15,1	3,5%	
	LHG,								
	NLG,								
	NTC,								
	SIP								

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
Phân phối & bán lẻ tiêu dùng không thiết yếu	DGW,								Ngành bán lẻ: Tăng trưởng lợi nhuận đến từ giành thị phần và tối ưu chi phí - Trong bối cảnh vĩ mô bất định do chính sách thuế quan và cải cách hành chính công, quy mô tiêu dùng chỉ tăng trưởng khiêm tốn (3–9% YoY), chủ yếu nhờ yếu tố giá bán, trong khi sản lượng vẫn còn ảm đạm hậu COVID-19. - Các doanh nghiệp bán lẻ vẫn ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận nhờ tiếp tục giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ (GT), được hỗ trợ bởi tâm lý chuộng hàng chính hãng và tiện lợi từ người tiêu dùng văn phòng, thế hệ Gen Z. Đồng thời, việc tối ưu chi phí vận hành giúp nhiều công ty duy trì được tăng trưởng lợi nhuận sau thuế hai chữ số, nổi bật gồm: MWG, DGW, FRT. HAX: Ấn số giao dịch đất bù cho sự suy yếu ngành xe - HAX không còn hưởng lợi từ chính sách lệ phí trước bạ giảm 50%, trong khi thị phần xe Mercedes-Benz (MBZ) sụt giảm. Tuy nhiên, giao dịch đất tiềm năng mang lại lợi nhuận đột biến >200 tỷ đồng có thể trở thành cú huych tang trưởng EPS đáng theo dõi. PNJ: Thích ứng tốt trong môi trường nhu cầu trang sức yếu - Dù nhu cầu mua sắm trang sức dự kiến phục hồi chậm trong năm 2025 do giá vàng cao và nguồn cung hạn chế, PNJ vẫn được kỳ vọng có kết quả kinh doanh khả quan nhờ: - Thay đổi cơ cấu doanh thu - Đẩy mạnh phân khúc trang sức nam - Tập trung vào sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn - Chiến lược linh hoạt này giúp PNJ vượt qua áp lực từ sự thận trọng của người tiêu dùng, vốn đang có xu hướng “tích sản, chờ thời điểm”.
	FRT,								
	HAX,	16%	26%	21%	18,6	2,9	16,1	4,9%	
	MWG,								
	PNJ								

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
Ngân Hàng	ACB,								Ngành ngân hàng: Dồn lực cho tăng trưởng tín dụng nội địa – kỳ vọng bứt phá từ chính sách, lãi suất và luật hóa NQ42 - Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều bất ổn (thuế quan, địa chính trị, chính sách tiền tệ), Việt Nam tập trung thúc đẩy tăng trưởng nội địa với tín dụng làm đòn bẩy chủ đạo nhằm hiện thực hóa mục tiêu GDP tăng 8% năm 2025. Dòng vốn sẽ ưu tiên các lĩnh vực có sức lan tỏa lớn như bất động sản, xây dựng và công nghiệp. - Riêng lĩnh vực bất động sản – từng là “điểm nghẽn lớn” – nay ghi nhận chuyển biến tích cực nhờ việc tháo gỡ pháp lý tại nhiều dự án lớn, mở đường cho dòng vốn tín dụng quy mô lớn được giải ngân hiệu quả hơn. Đây là nền tảng quan trọng để kích hoạt làn sóng tín dụng mới trong nửa cuối năm, đồng thời thúc đẩy nhu cầu vốn lan tỏa sang các ngành phụ trợ. Triển vọng lãi suất và NIM: Cân bằng giữa kích thích tăng trưởng và kiểm soát rủi ro vĩ mô Dù Ngân hàng Nhà nước được kỳ vọng tiếp tục giữ quan điểm chính sách tiền tệ nới lỏng một cách linh hoạt, song mặt bằng lãi suất trong nửa cuối năm nhiều khả năng sẽ có điều chỉnh tăng nhẹ, chủ yếu do hai nguyên nhân: - Nhu cầu huy động vốn tăng cao, nhất là khi tăng trưởng tín dụng tăng tốc về cuối năm, tạo áp lực lên mặt bằng lãi suất tiền gửi. - Tỷ giá VND đang chịu áp lực mất giá, không chỉ so với USD mà cả với nhiều đồng tiền khác trong khu vực, khiến lãi suất liên ngân hàng có thể biến động trong ngắn hạn. Điều này cũng là yếu tố kìm hãm khả năng nới lỏng sâu hơn chính sách lãi suất. Trong bối cảnh đó, khi nhu cầu tín dụng vẫn chủ yếu tập trung vào bất động sản và thiếu sự đa dạng hóa, biên lãi ròng (NIM) của các ngân hàng nhiều khả năng sẽ chỉ đi ngang so với nửa đầu năm và giảm nhẹ khoảng 10–20 điểm cơ bản so với cùng kỳ năm trước. Luật hóa Nghị quyết 42 – cú huých lớn cho chất lượng tài sản và lợi nhuận ngân hàng Một điểm sáng nổi bật của ngành ngân hàng nửa cuối 2025 là việc quy định thu giữ tài sản bảo đảm (TSBĐ) theo Nghị quyết 42 đã được luật hóa, chính thức đưa vào Luật các TCTD và có hiệu lực từ 15/10/2025. Đây được xem như “liều thuốc bổ” cho hệ thống ngân hàng với loạt tác động tích cực: - Rút ngắn thời gian xử lý TSBĐ, đặc biệt với khách hàng không hợp tác, giúp ngân hàng chủ động hơn trong thu hồi nợ xấu. - Giảm chi phí xử lý nợ xấu, nhờ không phải theo đuổi thủ tục tố tụng phức tạp tại nhiều địa phương. - Ý thức trả nợ của khách hàng cá nhân được cải thiện, từ đó nâng cao chất lượng tài sản toàn ngành. Tác động này đặc biệt có lợi cho khối ngân hàng bán lẻ, nơi phần lớn TSBĐ là bất động sản cá nhân – giúp quá trình xử lý đơn giản, minh bạch và ít tốn kém hơn so với khoản vay doanh nghiệp. Về kết quả kinh doanh, các ngân hàng được kỳ vọng sẽ tăng thu từ thu hồi nợ ngoại bảng, giảm chi phí tín dụng, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động rõ rệt từ năm 2026 trở đi. Tăng trưởng lợi nhuận và các cổ phiếu ngân hàng nổi bật LNST ngành ngân hàng được dự báo tăng 16% trong năm 2025 và tiếp tục tăng 20% trong năm 2026, nhờ ba yếu tố chính: 1/Tín dụng tăng tốc, đặc biệt ở các lĩnh vực trọng điểm, 2/Chi phí tín dụng giảm sau khi Nghị quyết 42 được luật hóa. 3/Thu nhập bất thường từ thu hồi nợ xấu và nợ ngoại bảng. Trong bối cảnh đó, CTG, MBB, VPB, VCB là những cái tên nổi bật nhờ sở hữu lợi thế về chi phí vốn thấp, nền tảng công nghệ tốt và hệ sinh thái đa dạng, giúp duy trì tăng trưởng lợi nhuận bền vững. Đặc biệt, CTG và VPB còn có dư địa lớn để giảm chi phí tín dụng, hứa hẹn đóng góp mạnh mẽ vào kết quả kinh doanh trong giai đoạn tới.
	BID,								
	CTG,								
	HDB,								
	MBB,	18%	16%	22%	7,4	1,3	18,9	56,1%	
	OCB,								
	TCB,								
	VCB,								
	VIB,								
	VPB								

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
Hàng tiêu dùng lâu bền & may mặc	MSH,								Ngành dệt may kỳ vọng âm đậm trong nửa cuối 2025 khi tác động của chính sách thuế quan dẫn ngấm vào nền kinh tế. Việc nhập hàng sớm để né thuế đã kéo mùa cao điểm đến sớm và ngắn hơn thông lệ, khiến 2H/2025 bước vào giai đoạn hạ tồn kho trước khi chu kỳ nhập hàng quay trở lại. - Việc Mỹ áp thuế tạm thời trong 90 ngày đã thúc đẩy hoạt động nhập hàng sớm (frontloading), kéo theo tồn kho cao và nguy cơ nhu cầu tiêu dùng thực tế tại Mỹ giảm trong nửa cuối năm. Bên cạnh đó, FED chưa xác lập lộ trình cắt giảm lãi suất, khiến triển vọng chi tiêu tại Mỹ thiếu chắc chắn, dù chỉ số niềm tin tiêu dùng tháng 5/2025 có cải thiện nhưng vẫn ở mức yếu. - Tại châu Âu, niềm tin kinh doanh dù giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức hỗ trợ cho nhu cầu tiêu dùng, nền kinh tế phục hồi chậm nhưng có xu hướng rõ rệt. Tuy vậy, sức mua chưa đủ mạnh để tạo ra sự bùng nổ. Trong khi đó, biên lợi nhuận ngành dệt may đi ngang hoặc giảm nhẹ, do chênh lệch thuế quan không đủ lớn để tăng giá gia công, trong khi chi phí đầu vào (vải, nhân công) tăng, gây áp lực lên lợi nhuận.
	STK,	-5%	16%	-25%	10,6	1,4	14,0	0,4%	
	TCM,								
	TNG								
F&B	ANV,								Ngành thủy sản: Kỳ vọng tăng trưởng sản lượng, cải thiện biên gộp nhờ chi phí đầu vào giảm và thay đổi cơ cấu thị trường xuất khẩu. Toàn ngành dự báo sản lượng tăng mạnh hơn giá bán do cạnh tranh gay gắt tại các thị trường chính. VHC được hưởng lợi khi Mỹ tăng tích trữ cá tra thay cá rô phi; ANV tăng sản lượng nhờ chuyển hướng xuất khẩu từ Trung Quốc sang Nam Mỹ. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ chi phí nguyên liệu (cá tra, tôm) giảm theo năm, tỷ giá tăng giúp giá bán quy đổi VND cao hơn. Việc thay đổi cơ cấu thị trường và sản phẩm, như ở ANV, cũng hỗ trợ biên lợi nhuận. Cá tra được kỳ vọng tăng trưởng tốt hơn tôm khi mà tôm đối mặt với thuế chống bán phá giá tạm thời cao tại Mỹ. Ngành thực phẩm & đồ uống: Tăng trưởng khiêm tốn, ngoại trừ điểm sáng từ MSN Ngành dự báo tăng trưởng thấp (0–5% YoY) chủ yếu nhờ yếu tố giá, trong bối cảnh độ phủ tiêu dùng bách hóa đã bão hòa và niềm tin tiêu dùng còn yếu. Doanh nghiệp kỳ vọng mở rộng từ các xu hướng mới như đồ ăn mới SKU, kênh MT, TMĐT cùng với giá đầu vào/đầu ra thuận lợi hơn. Tuy nhiên, QNS, VNM, SAB khó đạt tăng trưởng cao do chưa mở rộng được thị phần hoặc giá nguyên liệu và giá bán chưa thuận lợi. MSN là điểm nhấn nổi bật, với tăng trưởng trên 40% YoY nhờ: - Ngành hàng tiêu dùng (MCH) và công ty liên kết (TCB) đạt tăng trưởng trên 5% YoY; - Các mảng từng lỗ như MML, WCM chuyển lời nhờ thay đổi mô hình kinh doanh; - Thoái vốn H.C. Starck giúp MSR giảm lỗ, nhờ giá bán đồng và vonfram cải thiện; - Chi phí tài chính dự kiến giảm dần (từ mức 6.000–6.500 tỷ đồng/năm) nhờ tối ưu hóa các khoản phải thu/phải trả liên quan đặt cọc đầu tư.
	FMC,								
	MSN,								
	QNS,	9%	8%	5%	14,6	2,1	14,5	10,0%	
	VHC,								
	VNM,								
	SAB								

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
-------	----------	--------------------------------	---------------------------------	-------------------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------------------

Năng lượng	PVD,								Xây lắp hạ tầng dầu khí: PVS – Triển vọng tích cực từ các dự án trọng điểm Trong 6 tháng cuối năm 2025, tăng trưởng doanh thu của PVS được kỳ vọng tiếp tục đến từ mảng Cơ khí & Xây lắp (M&C), nhờ tiến độ triển khai ổn định tại các dự án trọng điểm. Tính đến tháng 5/2025, dự án Lạc Đà Vàng ghi nhận tiến độ thực hiện khoảng 25 – 30% khối lượng, trong khi các gói thầu EPCI#1 và EPCI#2 thuộc dự án Lô B – Ô Môn đạt lần lượt 22% và 47%. Đặc biệt, dù gói EPC#3 từng bị tạm hoãn do vướng mắc về giải phóng mặt bằng, song tiến độ tại tỉnh An Giang đã đạt 89% tính đến đầu tháng 7, tạo điều kiện để liên doanh PVS – Lilama 18 chính thức khởi công lắp đặt đường ống. Diễn biến này cho thấy sự quyết liệt trong triển khai, nhằm đảm bảo tiến độ “dòng khí đầu tiên” dự kiến vào tháng 8/2027.
	PVS,	20%	1%	-8%	12,7	1,0	9,5	1,1%	
	PVT								

Dịch vụ khoan: PVD – Kỳ vọng phục hồi nhờ gia tăng hoạt động khoan và xu hướng cung – cầu cải thiện

Hoạt động của PVD được kỳ vọng sôi động hơn từ tháng 9/2025 khi giàn PVD VIII chính thức đưa vào vận hành. Đồng thời, Công ty tiếp tục khai thác giàn Hakuryu-11 (T1–T4) và BORR-THOR (T5 – T10) cho các chương trình khoan trong nước. Trong bối cảnh nhu cầu khoan trong nước tăng, PVD có kế hoạch thuê bổ sung 1 – 2 giàn vào cuối quý III, đầu quý IV để đáp ứng tiến độ dự án. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, thị trường khoan dự kiến sẽ phục hồi từ cuối năm nay khi lượng giàn khoan dư thừa toàn cầu đạt đỉnh trong tháng 9 và sau đó giảm dần. Sự trở lại của các giàn thuộc Tập đoàn Aramco có thể góp phần tái cân bằng cung – cầu, hỗ trợ xu hướng hồi phục giá thuê ngày trong giai đoạn 2025 – 2026.

Vận tải dầu khí: PVT – Triển vọng cải thiện từ nhu cầu vận tải

Chúng tôi kỳ vọng HĐKD của PVT sẽ khởi sắc trong nửa cuối năm nhờ sản lượng tăng và nhu cầu tấn-dặm cải thiện, dù giá cước vẫn thấp hơn giai đoạn 2023 – 2024. Một số phân khúc ghi nhận diễn biến tích cực: tàu dầu thô có thể phục hồi từ Q3 khi nhu cầu từ Trung Quốc và Ấn Độ tăng; tàu hóa chất ổn định nhờ nguồn cung hạn chế; tàu LPG, đặc biệt là nhóm VLGC, cho thấy tín hiệu hồi phục rõ rệt từ tháng 5.

Yếu tố địa chính trị tại Trung Đông – dù tạm lắng – vẫn là biến số cần theo dõi do có thể gián tiếp hỗ trợ giá cước toàn cầu. Ngoài ra, PVT có thể ghi nhận khoản thu nhập bất thường khoảng 4 triệu USD trong Q3 – Q4 từ thanh lý tàu hóa chất Neptune. Về trung và dài hạn, triển vọng của PVT vẫn tích cực nhờ chiến lược đầu tư đội tàu mới hiệu quả, tập trung vào các phân khúc chủ lực để nâng cao năng lực vận hành và giảm rủi ro từ biến động thị trường.

Nguồn: CTCK Rong Việt tổng hợp

Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
-------	----------	--------------------------------	---------------------------------	-------------------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------------------

ACV,									
GMD,									
Vận tải HAH,	4%	1%	-7%	17,8	2,1	14,5	7,6%		
SCS,									
VSC									

1. Nhu cầu giao thương hàng hóa:

Dù khả năng mức thuế 145% được tái áp dụng sau 90 ngày là thấp, tâm lý phòng ngừa rủi ro khiến các nhà nhập khẩu vẫn đẩy mạnh gom hàng sớm. Tuy nhiên, xu hướng này mang tính ngắn hạn khi tồn kho sớm đạt mức cao, sản lượng toàn cầu tăng trong quý 2 năm tài chính 2025 (Q2-FY25) nhưng thiếu bền vững. Điều này kéo theo mùa cao điểm giao hàng đến sớm hơn thường lệ trong năm 2025. Với bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu, thuế quan cao, tồn kho đầy và sức mua yếu tại Mỹ, thị trường vận tải container được dự báo sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm. Dự báo tăng trưởng lưu lượng hàng hóa toàn cầu cả năm 2025 chỉ đạt 0–2%, thậm chí có khả năng tăng trưởng âm trong 2H2025.

2. Vận tải biển (HAH):

HAH tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định nhờ chính sách khai thác đội tàu hiệu quả, với các hợp đồng cho thuê 12 tháng ở mức giá cao cố định, đảm bảo dòng tiền ổn định. Tàu cỡ nhỏ 1.700 TEU vẫn có nhu cầu cao do sự linh hoạt và nguồn cung hạn chế, giúp giá thuê duy trì ở vùng cao. Tuy nhiên, giá cước vận tải biển nói chung có xu hướng giảm trong nửa cuối năm 2025 do lượng tàu mới tăng nhanh, trong khi nhu cầu vận chuyển chịu áp lực từ tồn kho cao và môi trường vĩ mô kém thuận lợi.

3. Cảng biển (GMD):

Sản lượng tại hai cụm cảng chính Nam Đình Vũ (NĐV) và Gemalink (GML) duy trì tích cực trong 1H2025, bất chấp cạnh tranh tại Hải Phòng và ảnh hưởng từ chính sách thuế của Mỹ. Trong 2H2025, sản lượng dự báo đi ngang nhờ chiến lược thu hút hàng từ cảng thượng nguồn và đa dạng hóa thị trường tại GML. Đồng thời, việc Việt Nam đạt thỏa thuận khung với Mỹ hỗ trợ ổn định môi trường vĩ mô. GMD cũng kỳ vọng không còn các khoản chi phí trích lập bất thường, trong khi biên lợi nhuận cải thiện nhờ mảng cho thuê tàu giá cao và xếp dỡ duy trì hiệu quả.

4. Cảng hàng hóa hàng không (SCS):

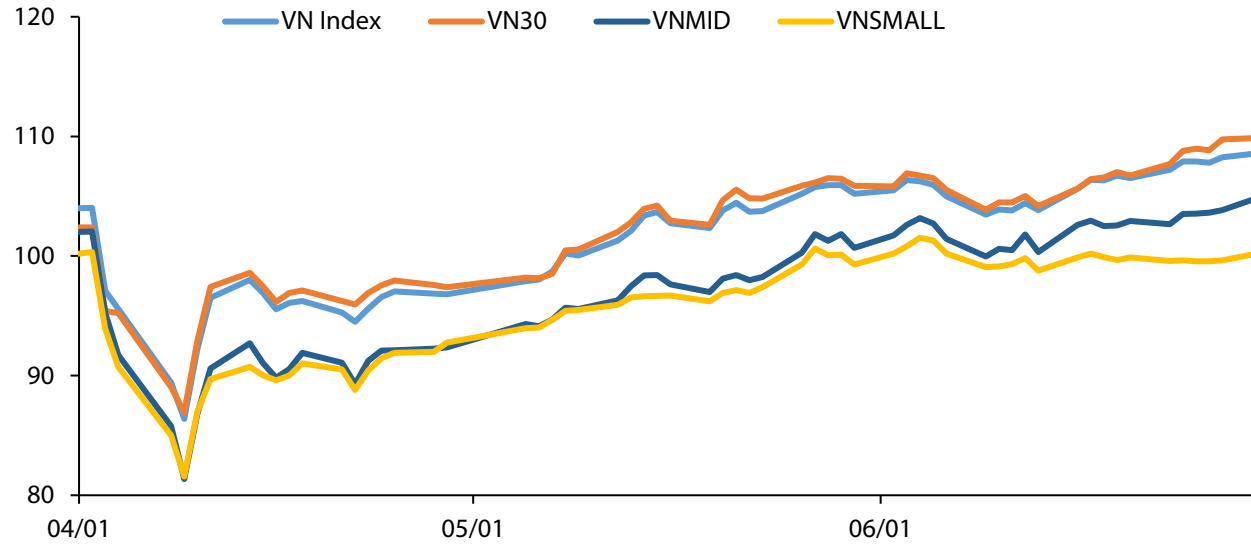
SCS ít chịu ảnh hưởng từ thuế quan do Mỹ chỉ chiếm khoảng 15% sản lượng quốc tế. Doanh thu năm 2025 dự báo tăng trưởng 10% YoY, trong khi LNST đi ngang do hết ưu đãi thuế TNDN. Cổ phiếu SCS là lựa chọn phù hợp với tiêu chí lợi suất cổ tức hấp dẫn (10%), và định giá đang thấp hơn 30% so với mức trung bình lịch sử và toàn ngành.

5. Cảng hành khách hàng không:

Sản lượng khách quốc tế tăng chậm lại từ 12% trong 1H2025 xuống 10% trong 2H2025 do khách Trung Quốc hồi phục hoàn toàn. Trong khi đó, khách nội địa được dự báo tăng trưởng 9% YoY trong 2H2025, nhờ số lượng tàu bay và tần suất bay tăng, từng bước giải quyết tình trạng cầu vượt cung.

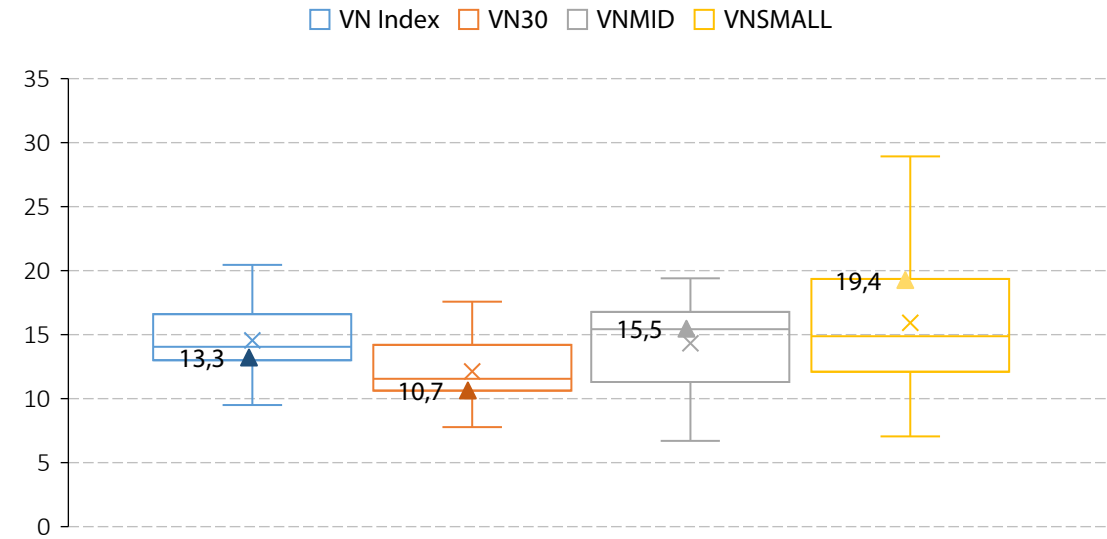
Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng 2025 (dự phóng cũ)	Tăng trưởng 2025 (dự phóng mới)	Tăng trưởng 2H2025 (ước tính)	Trung vị P/E 2025	Trung vị P/B 2025	Trung vị ROE 2025	%Tỷ trọng vốn hóa	Triển vọng ngành nửa cuối năm
Ô tô và phụ tùng	DRC	13%	-1%	12%	15,2	1,3	8,5	0,1%	Ngành sầm lộp: Triển vọng phục hồi lợi nhuận từ nửa cuối 2025 Ngành sầm lộp được kỳ vọng tăng trưởng doanh thu nhờ sản xuất công nghiệp trong nước phục hồi mạnh (dự báo tăng 7–9% YoY) cùng với điều kiện xuất khẩu sang Mỹ thuận lợi hơn. Theo đánh giá của chúng tôi, Việt Nam hiện có lợi thế thuế quan cạnh tranh hơn so với các đối thủ như Campuchia và Thái Lan – giúp nâng cao sức cạnh tranh cho doanh nghiệp nội địa. Bên cạnh đó, chi phí nguyên vật liệu đầu vào đang có diễn biến tích cực khi giá cao su hạ nhiệt so với cuối năm 2024, trong khi chi phí vận chuyển đã trở về mức bình thường . Những yếu tố này hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận , tạo điều kiện để các doanh nghiệp như DRC phục hồi lợi nhuận từ vùng đáy quý 4/2024 – quý 1/2025 . Đây là cơ sở cho kỳ vọng cải thiện kết quả kinh doanh rõ nét hơn trong nửa cuối năm nay.

Chỉ số VNMIID phục hồi tốt hơn kể từ sau ngày hoãn thuế quan



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

P/E theo nhóm vốn hóa (2019-2025)



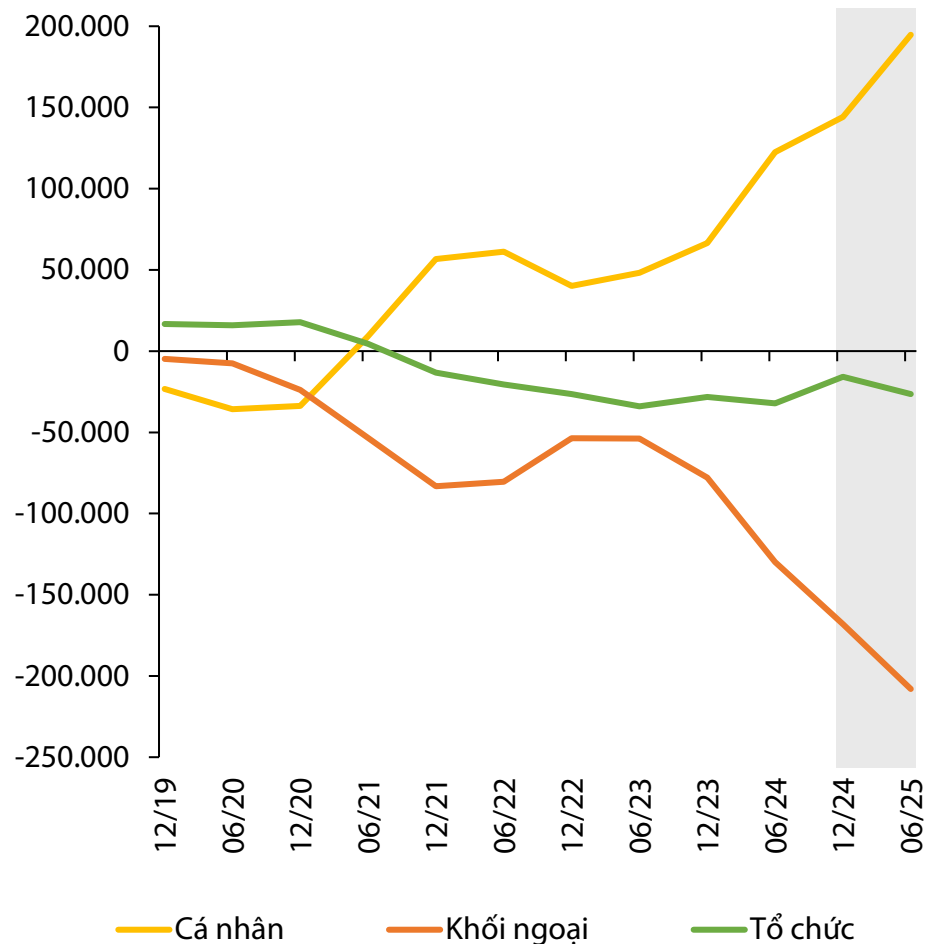
X: P/E trung bình 5 năm, ▲: P/E hiện tại
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

Thanh khoản thị trường theo nhóm vốn hóa 12 quý trước – dòng tiền lan tỏa thị trường tập trung ở nhóm vốn hóa lớn

Tỷ đồng/phần	Thanh khoản trung bình phiên											
	2H2019	1H2020	2H2020	1H2021	2H2021	1H2022	2H2022	1H2023	2H2023	1H2024	2H2024	1H2025
VN30	1.903	2.143	3.333	9.208	9.497	7.052	4.345	3.884	6.043	7.828	6.525	8.363
VNMIID	679	917	1.944	4.340	7.539	8.051	4.931	4.624	8.080	8.710	5.249	6.636
VNSMALL	287	371	830	1.786	3.703	3.376	1.517	1.383	1.758	2.008	1.450	1.612
VN Index	3.035	3.656	6.641	17.059	22.767	19.816	11.225	10.200	16.578	19.312	13.561	17.135

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

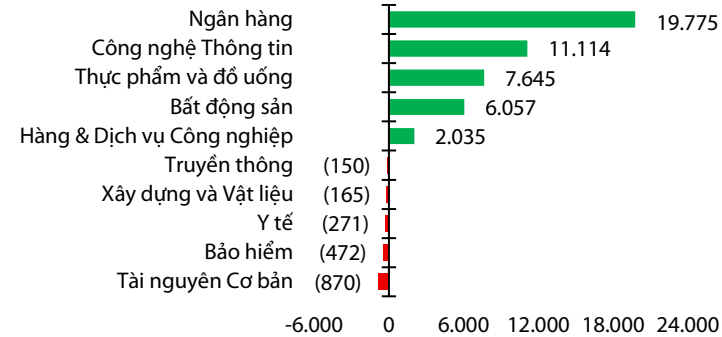
Tương quan hiệu suất thị trường theo và giao dịch giữa các nhóm nhà đầu lũy kế 12 tháng



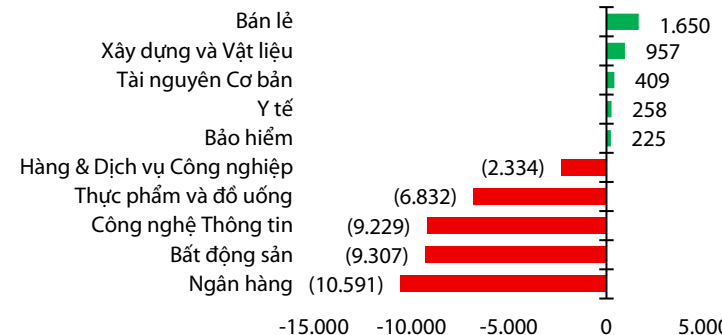
Nguồn: Fiin, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

Lũy kế giá trị mua/bán ròng trong H1.2025

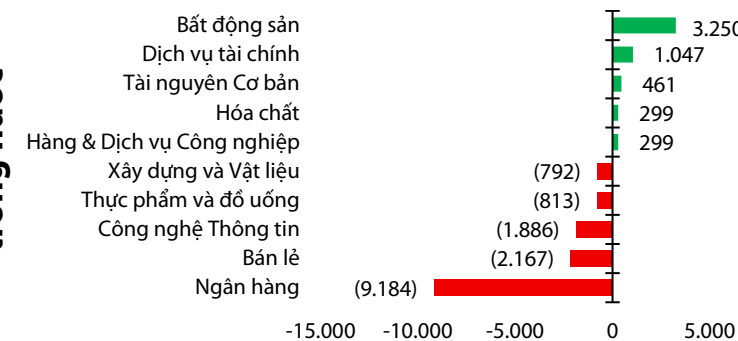
NĐT cá nhân



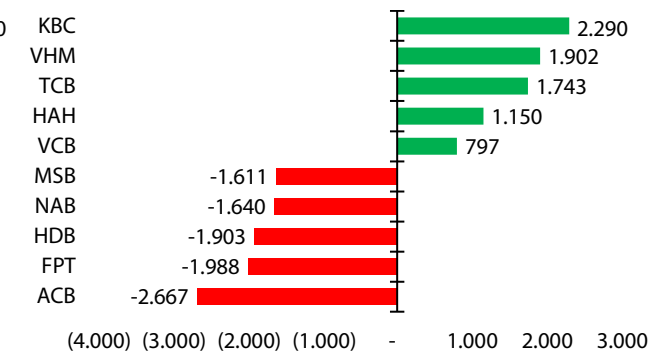
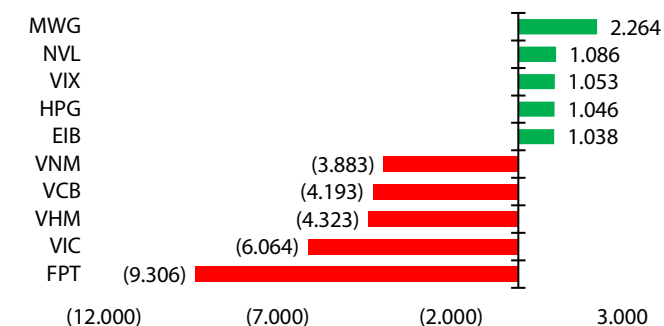
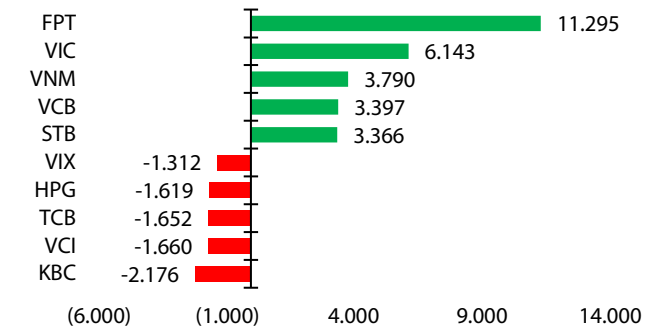
NĐT nước ngoài



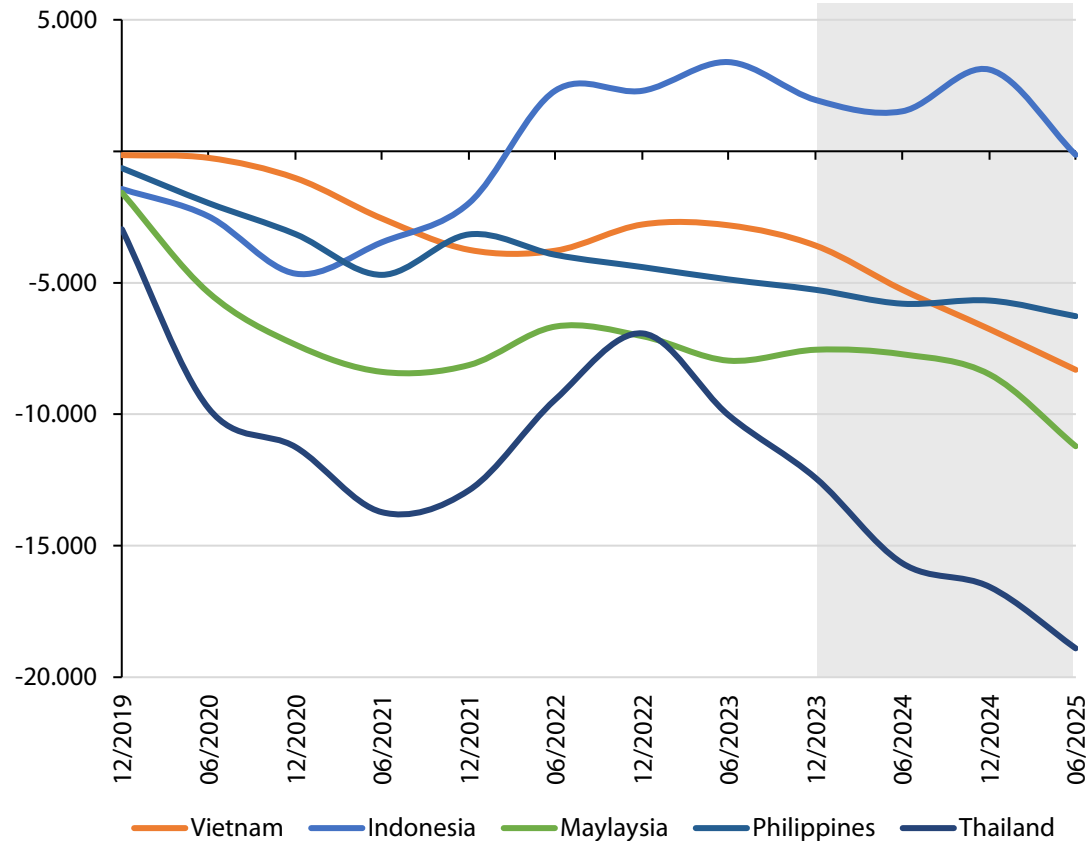
NĐT tổ chức trong nước



Top cổ phiếu GD trong H1.2025

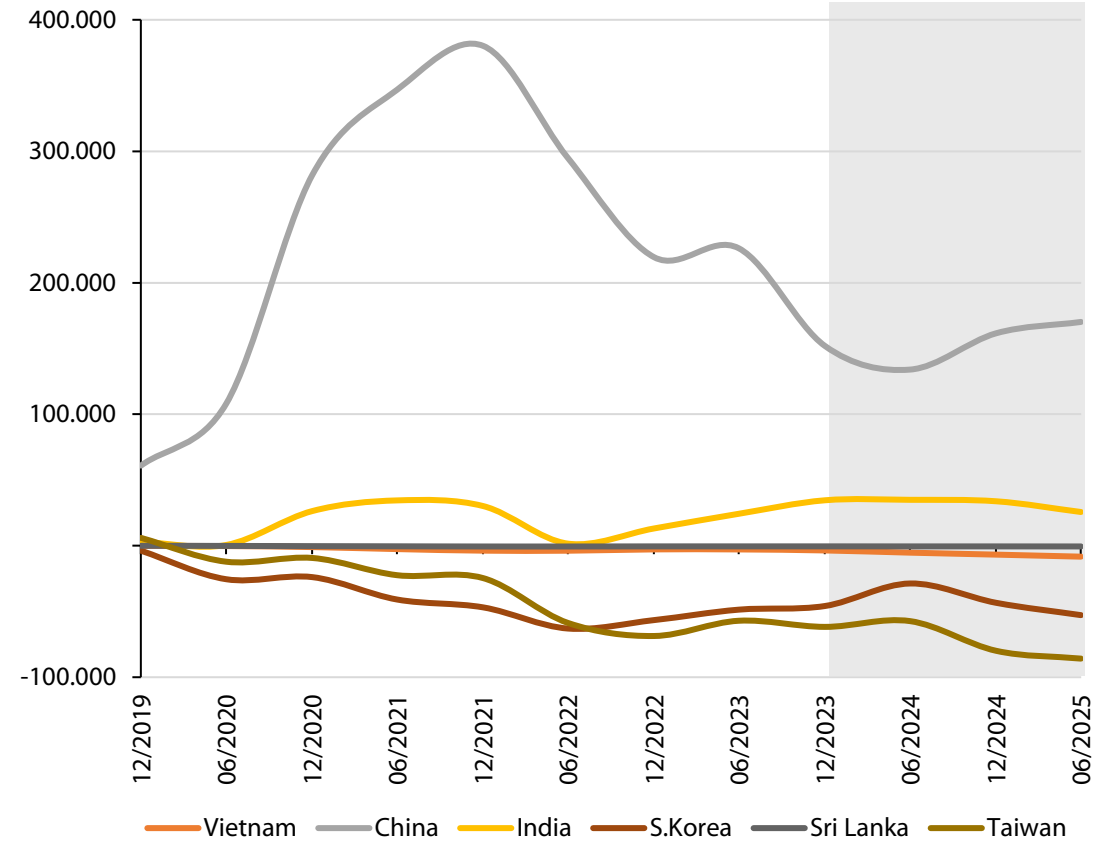


Lũy kế dòng vốn ròng 12 tháng trước (triệu USD) -Đà bán ròng của khu vực Đông Nam Á vẫn tiếp tục gia tăng



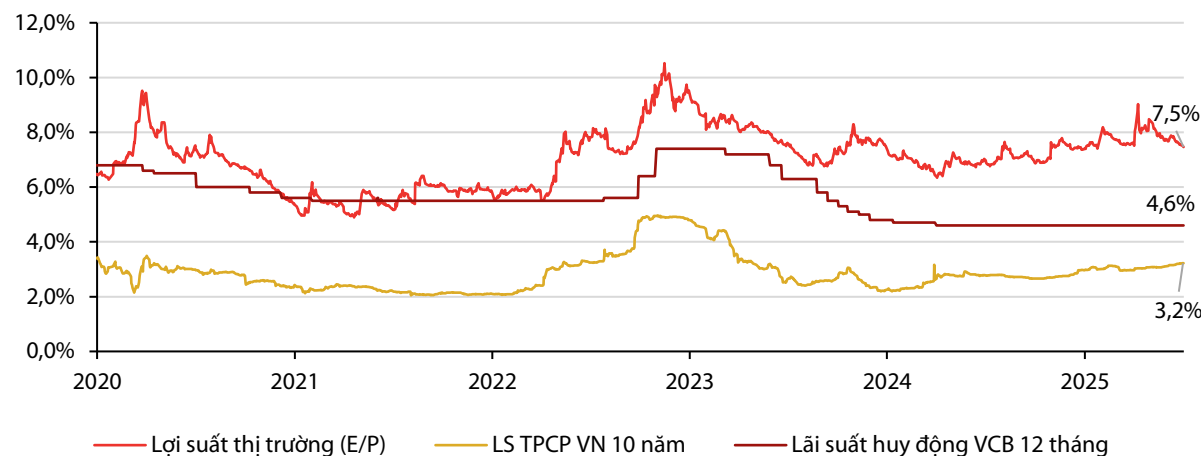
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

Lũy kế dòng vốn ròng 12 tháng trước (triệu USD) – Dòng vốn ngoại tại các thị trường châu Á cũng cho thấy đà bán ròng, riêng Trung Quốc có sự phục hồi nhẹ



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

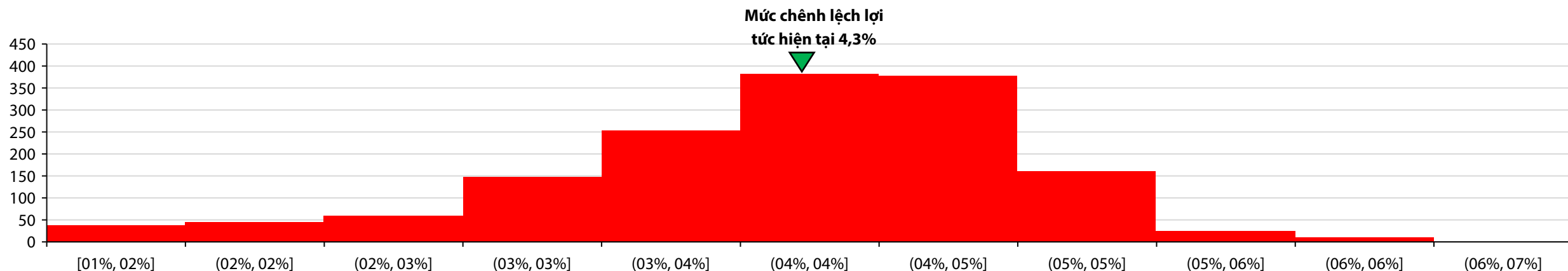
Tương quan suất sinh lời thị trường chứng khoán, lãi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm, và lãi suất huy động 12 tháng của NHTM VCB



Chênh lệch lợi tức giữa thị trường chứng khoán và lãi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm



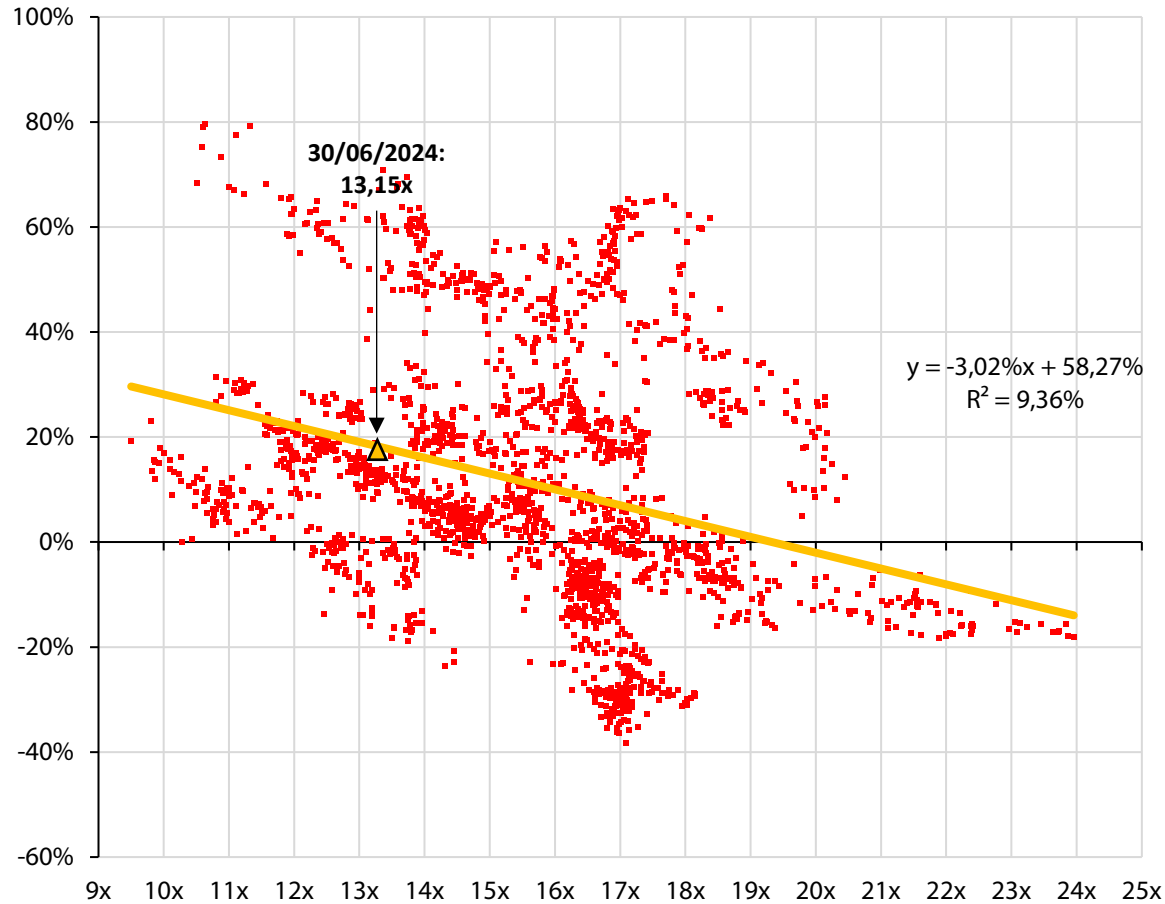
Phân phối chênh lệch lợi tức* (2019 - Hiện tại)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

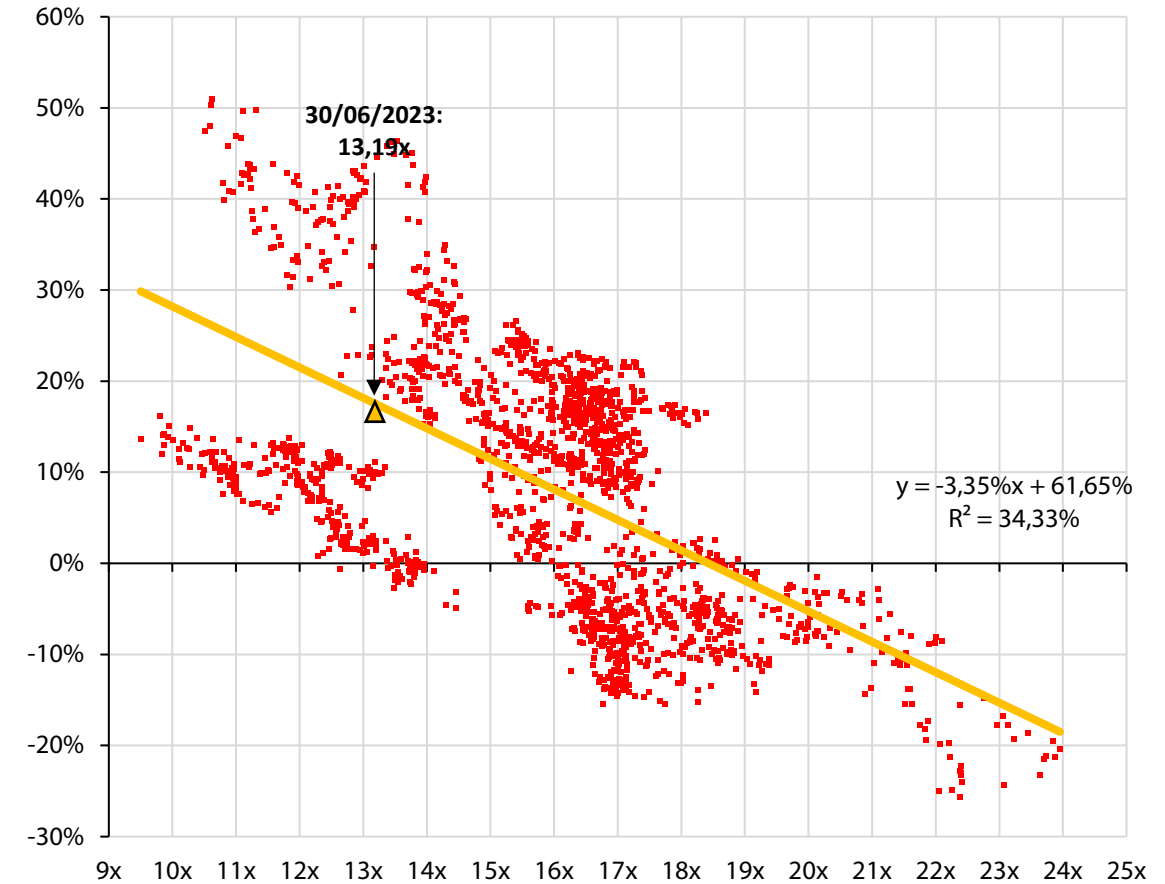
Chênh lệch lợi tức *: Chỉ số mang tính chất biểu thị cách thị trường trả giá cho phần bù rủi ro (ERP) khi đầu tư vào thị trường vốn niêm yết so với lãi suất phi rủi ro có kỳ hạn đầu tư tương đương. Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm hội đủ yếu tố đó. Đồ thị biểu diễn phân phối xác suất xảy ra của chênh lệch lợi tức trong 5 năm gần nhất. Theo thống kê, có 70% chênh lệch lợi tức biến động quanh 1 độ lệch chuẩn.

P/E của VN Index và lợi nhuận cho thời gian nắm giữ 1 năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

P/E của VN Index và lợi nhuận cho thời gian nắm giữ 2 năm



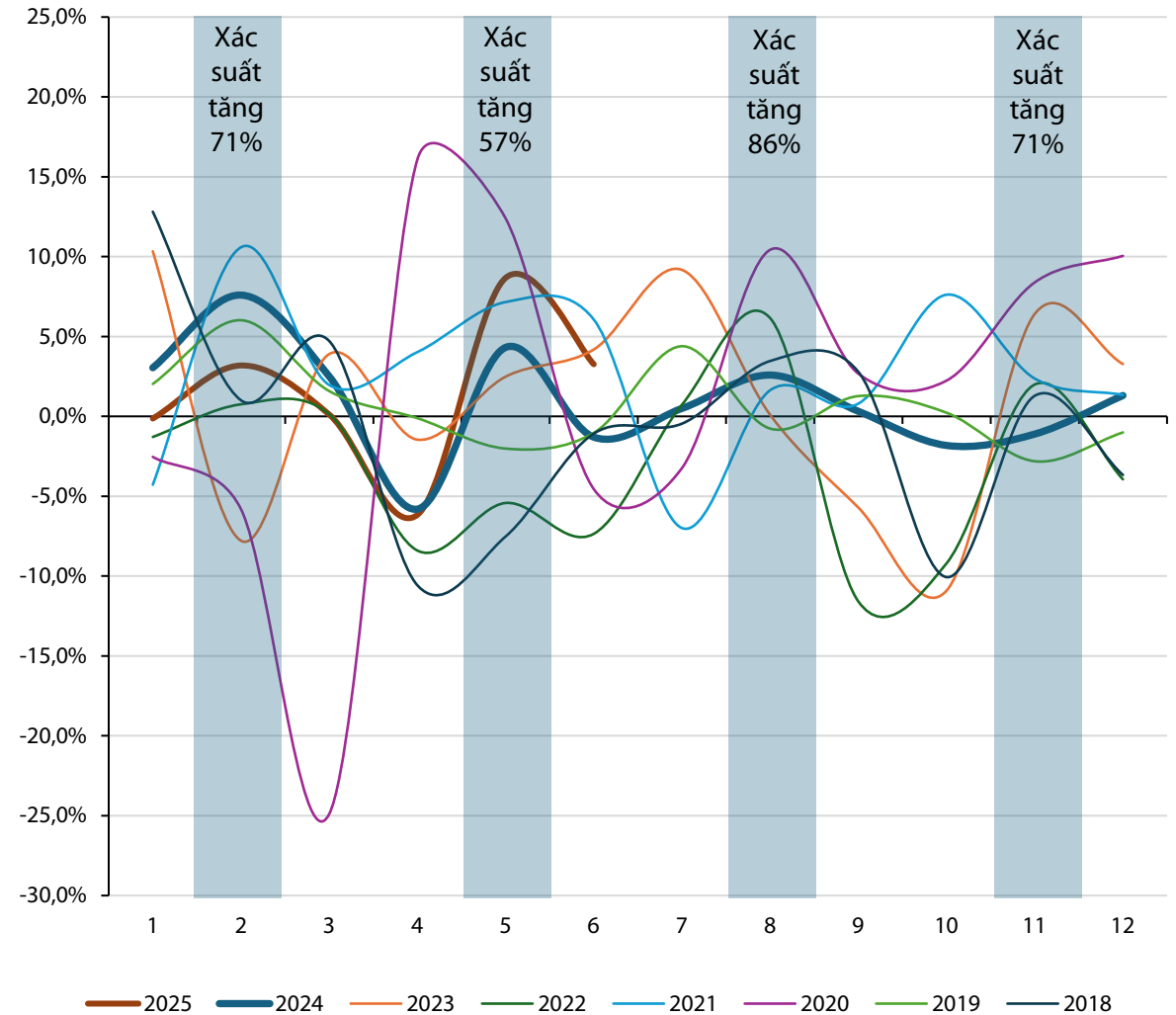
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 30/06/2025.

Lịch sử hiệu suất sinh lời theo tháng của VN Index (2009-2025)

2025	-0,1%	3,2%	0,1%	-6,2%	8,7%	3,3%						
2024	3,0%	7,6%	2,5%	-5,8%	4,3%	-1,3%	0,5%	2,6%	0,3%	-1,8%	-1,1%	1,3%
2023	10,3%	-7,8%	3,9%	-1,5%	2,5%	4,2%	9,2%	0,1%	-5,7%	-10,9%	6,4%	3,3%
2022	-1,3%	0,8%	0,1%	-8,4%	-5,4%	-7,4%	0,7%	6,1%	-11,6%	-9,2%	2,0%	-3,9%
2021	-4,3%	10,6%	2,0%	4,0%	7,2%	6,1%	-7,0%	1,6%	0,8%	7,6%	2,4%	1,3%
2020	-2,5%	-5,8%	-24,9%	16,1%	12,4%	-4,6%	-3,2%	10,4%	2,7%	2,2%	8,4%	10,0%
2019	2,0%	6,0%	1,6%	-0,1%	-2,0%	-1,0%	4,4%	-0,8%	1,3%	0,2%	-2,8%	-1,0%
2018	12,8%	1,0%	4,7%	-10,6%	-7,5%	-1,1%	-0,5%	3,5%	2,8%	-10,1%	1,3%	-3,7%
2017	4,9%	1,9%	1,6%	-0,6%	2,8%	5,2%	0,9%	-0,1%	2,8%	4,1%	13,5%	3,6%
2016	-5,8%	2,6%	0,3%	6,6%	3,4%	2,2%	3,2%	3,4%	1,6%	-1,4%	-1,6%	0,0%
2015	5,6%	2,9%	-7,0%	2,0%	1,3%	4,1%	4,7%	-9,1%	-0,4%	8,0%	-5,6%	1,0%
2014	10,3%	5,4%	0,9%	-2,3%	-2,8%	2,9%	3,1%	6,8%	-5,9%	0,3%	-5,7%	-3,7%
2013	16,0%	-1,1%	3,5%	-3,4%	9,2%	-7,2%	2,2%	-3,9%	4,2%	1,0%	2,1%	-0,6%
2012	10,4%	9,2%	4,1%	7,4%	-9,4%	-1,6%	-1,9%	-4,5%	-0,9%	-1,1%	-2,7%	9,5%
2011	5,4%	-9,6%	-0,1%	4,1%	-12,2%	2,7%	-6,2%	4,7%	0,7%	-1,6%	-9,5%	-7,7%
2010	-2,6%	3,1%	0,5%	8,6%	-6,4%	-0,1%	-2,6%	-7,9%	-0,1%	-0,4%	-0,2%	7,3%
2009	-3,9%	-19,0%	14,2%	14,6%	28,0%	8,9%	4,1%	17,1%	6,2%	1,1%	-14,1%	-1,9%
Tháng	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12

Nguồn:Bloomberg, CTCK Rông Việt tổng hợp

Biến động VN Index theo tháng (2020-2024)



Nguồn:Bloomberg, CTCK Rông Việt tổng hợp

Hiệu suất các cổ phiếu lựa chọn trong danh mục chiến lược đầu tư của VDSC kể từ đầu năm (tại ngày 9/7/2025)

Ngày điều chỉnh danh mục	CTG	ACB	VIB	HPG	HSG	KBC	SIP	KDH	REE	PVT	HAH	VCB	GEG	POW	VNM	NT2	MWG	MBB	SAB	VPB	PHR	PVS
31/12/2024	1%	-2%	5%	0%	-5%	7%	-2%	-4%	-4%	-6%	0%											
24/1/2025	9%	3%	0%	5%	9%	2%	12%	-4%	13%	2%	7%											
28/2/2025	0%	0%	-4%	-4%	-10%	3%	-5%	-3%	-1%	-7%	-1%	3%										
31/3/2025	-6%	-7%	-6%	-5%	-3%	-10%	-7%	-9%	-7%	-7%	-6%	-6%										
3/4/2025	-8%	-8%	-6%	-10%	-12%	-13%	-13%	-12%	-7%	-13%	-3%	-7%										
8/4/2025	4%	9%	5%			-1%		4%	15%			2%	20%	15%	4%	7%	24%					
5/5/2025	6%	6%				14%		8%	3%			-1%	8%	10%		1%	6%	4%	3%			
3/6/2025	12%	4%				2%		3%	7%							7%	4%	7%	1%	9%	27%	12%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt.

Cổ phiếu	%Tỷ trọng vốn hóa	Tốc độ tăng trưởng Doanh thu TB 5 năm	Tốc độ tăng trưởng LNST TB 5 năm	Tốc độ tăng trưởng Tài sản TB 5 năm	EV/ EBITDA (x)	P/E hiện tại (x)	%ROE	%ROE TB 5 năm	%Chênh lệch so với mức TB	P/B Hiện tại (x)	P/B TB 5 năm	Chiết khấu/(Thặng dư) so với mức TB	% Tỷ suất cổ tức	%Tiềm năng tăng giá	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu thị trường trung bình	Giá mục tiêu thị trường cao nhất	Giá mục tiêu thị trường thấp nhất	Sở hữu Nước ngoài còn lại (tr.cp)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)	%CP trôi nổi
HPG	12,72	16,88	9,82	17,14	11,21	15,17	11,20	18,34	7,15	1,61	1,76	9%	n.a	12%	24.700	27.756	31.667	21.667	1.676	21,8	59,0
VIC	10,83	7,77	9,54	15,69	16,02	31,70	8,00	-15,10	-23,10	2,41	2,47	3%	n.a	-6%	93.300	88.100	90.300	85.900	1.602	41,9	34,3
VHM	8,47	14,66	7,90	23,39	14,19	10,12	17,80	20,52	2,72	1,58	1,92	21%	n.a	-15%	79.200	67.538	80.800	53.000	1.619	39,4	26,5
VCB	8,27	n.a	12,73	11,27	n.a	14,52	17,94	19,52	1,58	2,41	3,08	28%	n.a	14%	59.000	66.974	74.000	52.125	660	7,9	25,2
VNM	6,65	1,87	-2,36	4,25	9,36	15,72	23,93	28,05	4,12	3,66	5,32	45%	8,4	17%	59.000	68.859	80.100	59.500	1.077	51,6	35,2
MSN	6,53	17,36	-18,49	8,69	15,30	49,24	7,96	10,26	2,29	3,54	4,94	40%	n.a	13%	75.600	85.478	101.200	62.000	1.127	78,4	46,1
SSI	5,38	n.a	25,54	22,14	20,60	17,74	11,33	12,29	0,96	1,93	2,17	13%	3,0	4%	27.050	28.266	31.800	25.898	1.179	59,8	85,0
VCI	3,20	n.a	5,61	29,71	17,86	23,32	9,71	14,88	5,17	2,14	2,36	10%	1,5	1%	37.550	37.831	40.600	35.062	507	70,1	77,0
DGC	2,81	14,15	39,43	27,36	8,60	13,27	22,46	36,16	13,71	2,79	2,99	7%	2,9	16%	102.600	118.905	128.800	102.300	129	34,0	61,7
VIX	2,62	n.a	41,64	61,83	22,36	24,97	6,88	13,94	7,06	1,41	1,35	-4%	n.a	n.a	15.150	n.a	n.a	n.a	1.271	83,0	96,9
VRE	2,62	-0,70	7,51	9,03	11,68	13,99	10,22	8,82	-1,40	1,36	1,76	29%	n.a	6%	25.800	27.407	34.500	21.800	724	31,9	39,7
VND	2,52	n.a	35,08	30,55	20,88	17,35	7,97	17,42	9,45	1,35	1,80	34%	5,6	2%	17.800	18.075	20.449	15.700	1.282	84,2	75,8
KDH	2,50	3,11	-2,40	18,37	27,06	36,23	5,21	8,39	3,18	1,75	2,17	24%	n.a	32%	30.300	40.050	42.700	37.600	151	14,9	64,1
VJC	2,34	7,32	-18,09	15,24	19,88	34,13	8,91	-9,40	-18,31	2,89	3,90	35%	n.a	-4%	95.000	91.600	91.600	91.600	102	18,8	52,5
SHB	2,30	n.a	30,98	15,40	n.a	5,99	16,76	16,35	-0,41	0,94	1,01	8%	6,7	n.a	14.150	n.a	n.a	n.a	1.049	25,8	86,5
KBC	1,75	-2,86	-14,23	22,19	19,68	16,30	6,92	7,07	0,15	1,09	1,45	33%	n.a	27%	27.500	34.823	38.300	32.117	237	25,1	70,0
FRT	1,67	19,24	8,31	19,15	24,83	56,83	24,03	10,49	-13,54	12,20	6,65	-46%	n.a	12%	186.300	208.421	242.300	189.400	23	16,7	49,1
EIB	1,65	n.a	30,88	7,43	n.a	12,79	14,19	9,95	-4,24	1,72	1,65	-4%	1,2	n.a	23.750	n.a	n.a	n.a	463	24,8	97,9
GEX	1,52	17,12	22,02	20,43	7,92	20,19	13,08	5,55	-7,53	2,48	1,63	-34%	1,2	-22%	39.500	30.955	36.100	25.810	369	40,9	69,6
VPI	1,35	-9,10	-8,29	4,42	96,15	42,96	8,54	10,93	2,39	3,36	3,48	4%	n.a	n.a	52.500	n.a	n.a	n.a	119	37,2	74,3
SIP	1,34	12,44	14,49	13,22	9,35	12,29	28,88	30,12	1,23	3,22	3,90	21%	2,4	19%	71.800	85.097	88.000	82.290	95	39,2	67,1
FTS	1,32	n.a	21,50	31,06	28,94	24,20	13,77	15,35	1,58	3,15	2,16	-31%	1,1	n.a	40.000	n.a	n.a	n.a	242	69,9	75,0
PDR	1,28	-24,73	-29,24	11,43	112,51	107,89	1,48	10,92	9,44	1,26	3,11	147%	n.a	9%	18.850	20.500	22.600	18.300	362	39,9	44,0
DXG	1,04	-3,78	-26,78	7,98	20,16	55,91	2,36	3,26	0,90	1,42	1,39	-2%	n.a	-2%	17.200	16.941	18.600	14.530	265	26,0	81,3
DPM	1,01	11,93	7,32	7,67	11,71	35,69	4,19	17,73	13,54	1,36	1,28	-6%	5,1	-4%	38.900	37.520	40.600	36.000	165	42,1	40,4
VTP	1,00	21,56	0,15	13,39	22,62	50,22	17,75	20,19	2,44	8,89	6,07	-32%	1,3	3%	119.800	123.800	123.800	123.800	52	43,0	39,1
TCH	0,93	15,84	6,25	12,11	10,37	17,98	9,17	8,83	-0,34	1,58	1,22	-23%	n.a	n.a	23.000	n.a	n.a	n.a	267	39,9	54,5
POW	0,91	-3,05	-15,18	7,48	10,49	24,64	4,02	5,27	1,25	0,97	1,02	4%	n.a	6%	13.450	14.212	15.200	12.800	1.070	45,7	20,1
PVD	0,91	14,67	28,67	0,69	6,30	16,34	4,46	1,30	-3,16	0,69	0,80	16%	n.a	11%	20.350	22.553	23.630	21.100	252	45,3	46,9
DIG	0,90	-9,27	-21,77	17,73	61,15	60,90	2,57	5,04	2,47	1,54	2,62	70%	n.a	n.a	18.500	n.a	n.a	n.a	289	44,7	78,5
VCG	0,84	6,26	6,27	8,79	15,77	25,38	7,39	0,52	-6,86	1,78	2,15	21%	3,2	5%	22.850	23.981	24.444	23.519	244	37,7	53,2
HSG	0,79	6,97	7,33	2,58	9,94	23,53	4,15	14,30	10,15	0,97	1,27	31%	2,8	-3%	17.650	17.125	18.500	13.500	254	40,9	76,1

Mã	Sàn	VHTT (Tỷ VND)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @ ngày09/07/25	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2024E		2025F		PE TTM (x)	PE 2025F (x)	PB 2025F (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- Giá 1 năm (%)	GTGDBQ 3 tháng (Tỷ VND)	SHNN còn lại (%)
							+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)							
GDA	UPCOM	2.294	33.600	20.000	68%	Mua	9,8	20,4	-11,0	-2,1	7,2	6,9	0,6	5,0	-37,1	2	31,2
KDH	HOSE	31.345	42.777	31.000	38%	Mua	0,6	0,1	126,7	37,6	37,1	28,1	1,4	0,0	-8,3	82	14,9
NTC	UPCOM	4.042	220.000	168.400	31%	Mua	56,4	-9,4	71,8	28,3	13,9	11,6	2,6	2,4	-22,6	9	0,0
FPT	HOSE	181.907	159.000	122.800	29%	Mua	19,4	21,3	22,6	24,0	21,9	18,7	4,6	1,6	-12,0	717	8,2
SCS	HOSE	6.338	85.000	66.800	27%	Mua	47,1	39,0	2,8	-5,6	8,9	9,7	4,5	10,5	-25,3	27	15,4
REE	HOSE	36.562	84.300	67.500	25%	Mua	-2,2	-8,8	10,7	27,6	17,2	14,4	1,5	1,5	16,7	62	0,0
FMC	HOSE	2.514	48.000	38.450	25%	Mua	35,9	10,8	15,5	24,3	8,8	6,6	0,8	5,2	-24,9	4	19,0
KBC	HOSE	26.134	34.600	27.750	25%	Mua	-50,6	-79,0	73,3	238,1	16,4	18,1	1,1	0,0	-2,8	186	25,2
ACV	UPCOM	206.810	113.400	95.000	19%	Tích lũy	12,6	20,5	-3,0	-0,9	19,6	20,2	2,9	0,0	-24,0	41	45,9
VCB	HOSE	513.874	73.000	61.500	19%	Tích lũy	1,3	2,4	9,4	9,4	15,1	13,9	2,3	0,0	5,4	274	7,9
MBB	HOSE	162.320	31.500	26.600	18%	Tích lũy	17,1	9,5	14,2	9,9	6,6	6,5	1,3	1,1	34,8	558	0,0
PC1	HOSE	8.029	26.500	22.450	18%	Tích lũy	29,2	237,1	-9,3	12,5	20,1	15,5	1,2	0,0	-12,6	48	35,0
PVS	HNX	15.677	38.500	32.800	17%	Tích lũy	22,7	4,2	37,2	15,0	14,3	12,7	1,1	3,0	-23,7	207	36,6
VSC	HOSE	6.252	19.500	16.700	17%	Tích lũy	27,8	267,1	4,6	-49,9	27,6	26,9	1,0	0,0	0,4	172	46,1
QNS	UPCOM	17.831	56.100	48.500	16%	Tích lũy	2,2	8,6	-1,2	-7,9	6,7	8,1	1,6	7,2	-2,0	11	40,6
HSG	HOSE	10.929	20.300	17.600	15%	Tích lũy	27,7	1.822,7	-4,9	21,4	24,2	15,6	1,0	2,8	-30,6	133	40,9
PVD	HOSE	11.340	23.500	20.400	15%	Tích lũy	60,0	18,9	-4,3	-7,3	16,3	17,6	0,7	0,0	-32,7	152	45,4
VIB	HOSE	57.050	21.900	19.150	14%	Tích lũy	-7,2	-15,9	5,3	17,2	8,1	6,8	1,2	3,7	5,2	98	0,0
HPG	HOSE	189.968	28.200	24.750	14%	Tích lũy	16,7	75,9	30,1	55,6	15,7	10,2	1,4	0,0	3,1	708	22,2
VPB	HOSE	159.075	22.800	20.050	14%	Tích lũy	25,2	57,0	10,9	29,5	9,9	7,8	1,0	2,5	5,2	550	5,4
HAX	HOSE	1.649	17.200	15.350	12%	Tích lũy	38,5	261,3	14,2	-24,8	16,1	17,5	1,4	5,2	-5,8	21	29,0
DPR	HOSE	3.510	45.200	40.400	12%	Tích lũy	17,6	35,4	1,7	-0,1	13,1	12,5	1,3	7,4	-8,5	37	46,9
MWG	HOSE	100.102	75.300	67.700	11%	Tích lũy	13,6	2.119,8	9,8	40,3	24,3	19,2	4,3	1,5	1,0	501	0,3
PVT	HOSE	8.459	19.900	18.000	11%	Tích lũy	23,6	12,6	4,8	-7,5	9,2	8,4	1,0	5,6	-22,6	59	29,7
TCM	HOSE	3.563	35.000	31.800	10%	Tích lũy	14,6	109,3	6,4	10,6	13,4	11,7	1,9	1,6	-35,0	71	0,0
HDG	HOSE	9.508	28.200	25.700	10%	Tích lũy	-5,6	-19,0	13,9	88,4	36,5	8,8	1,3	1,9	-7,6	90	29,2
MSN	HOSE	109.027	83.000	75.800	9%	Tích lũy	6,3	377,4	0,1	62,3	66,0	33,6	2,6	0,0	-0,5	388	0,0
POW	HOSE	31.732	14.800	13.550	9%	Tích lũy	7,0	7,1	30,3	-13,0	23,8	34,1	0,9	0,0	-10,0	133	45,7
VHC	HOSE	13.377	65.000	59.600	9%	Tích lũy	24,9	37,6	12,1	21,6	10,7	8,9	1,2	0,0	-18,6	81	77,7
BID	HOSE	268.216	41.600	38.200	9%	Tích lũy	11,0	14,4	4,1	15,0	11,8	9,5	1,7	0,0	-1,7	153	12,5

Mã	Sàn	VHTT (Tỷ VND)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @ ngày09/07/25	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2024E		2025F		PE TTM (x)	PE 2025F (x)	PB 2025F (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- Giá 1 năm (%)	GTGDBQ 3 tháng (Tỷ VND)	SHNN còn lại (%)
							+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)							
ACB	HOSE	115.318	24.400	22.450	9%	Tích lũy	2,3	4,6	5,1	5,2	7,0	6,5	1,2	4,5	6,5	225	0,0
HDB	HOSE	84.580	26.300	24.200	9%	Tích lũy	28,8	26,7	13,6	20,6	6,1	5,5	1,3	4,1	19,0	258	1,0
SIP	HOSE	14.927	76.700	70.900	8%	Tích lũy	16,8	25,6	-1,3	-1,5	14,3	13,0	2,8	1,4	-12,2	42	45,0
VNM	HOSE	125.815	65.100	60.200	8%	Tích lũy	2,3	5,8	-1,2	-8,0	15,9	14,6	3,8	6,3	-10,9	226	51,6
CTG	HOSE	241.650	48.300	45.000	7%	Tích lũy	15,9	26,8	7,2	20,4	9,4	7,9	1,4	0,0	38,0	288	2,7
TNG	HNX	2.562	22.300	20.900	7%	Tích lũy	9,0	44,8	1,9	7,4	8,0	7,6	1,3	3,8	-19,7	29	32,0
NT2	HOSE	5.686	20.900	19.750	6%	Tích lũy	-6,8	-82,5	16,4	490,2	21,0	13,3	1,3	5,1	-9,6	16	37,2
GEG	HOSE	5.894	17.300	16.450	5%	Tích lũy	7,5	-16,3	29,0	522,6	15,0	8,2	1,2	0,0	12,2	43	4,3
PHR	HOSE	8.333	64.300	61.500	5%	Trung lập	20,9	-24,2	4,2	52,6	17,5	11,6	2,0	1,6	-1,9	38	33,6
MSH	HOSE	4.186	38.600	37.200	4%	Trung lập	16,3	67,6	-6,0	7,2	9,4	9,5	1,8	5,4	11,6	14	43,1
IDC	HNX	15.675	49.000	47.500	3%	Trung lập	22,2	43,3	-8,1	2,4	9,6	7,7	2,5	7,4	-23,4	100	29,3
SAB	HOSE	61.114	49.100	47.650	3%	Trung lập	4,6	5,2	-15,2	-11,2	15,0	15,9	2,7	10,5	-15,5	52	41,2
DRC	HOSE	2.584	22.400	21.750	3%	Trung lập	4,0	-5,8	9,0	-26,6	13,4	15,2	1,3	3,7	-40,0	14	0,0
DCM	HOSE	18.132	34.500	34.250	1%	Trung lập	6,8	20,4	5,2	9,9	15,1	12,4	1,7	4,7	-14,6	125	44,2
TCB	HOSE	246.563	34.300	34.900	-2%	Trung lập	17,3	19,5	9,3	16,6	11,6	9,8	1,5	2,9	48,8	598	0,0
NLG	HOSE	15.307	38.220	39.750	-4%	Trung lập	1,3	-0,1	-18,3	-32,1	30,8	54,1	1,7	0,0	-9,9	119	2,7
PNJ	HOSE	27.979	79.500	82.800	-4%	Trung lập	14,1	7,3	-19,2	-4,5	14,0	13,9	1,6	2,4	-13,2	87	0,0
GMD	HOSE	25.464	58.000	60.600	-4%	Trung lập	25,6	-34,3	5,0	-1,9	23,7	17,8	2,0	3,3	-15,3	147	7,8
NKG	HOSE	6.244	13.300	13.950	-5%	Trung lập	10,8	285,8	-15,8	-4,0	13,4	14,4	0,8	0,0	-29,1	115	44,6
DPM	HOSE	15.145	36.800	38.700	-5%	Trung lập	-0,5	11,5	1,1	88,7	35,5	13,5	1,3	5,2	-0,4	128	42,1
DGW	HOSE	9.687	41.800	44.200	-5%	Giảm	17,3	25,4	13,1	17,4	20,6	18,6	2,9	1,1	-11,7	99	21,9
FRT	HOSE	25.450	169.604	186.800	-9%	Giảm	25,9	-191,9	26,1	101,5	57,0	39,8	10,0	0,0	2,1	71	16,7
IMP	HOSE	8.101	45.647	52.600	-13%	Giảm	10,6	7,1	19,7	22,9	25,9	20,6	3,4	2,1	50,9	10	27,7
BFC	HOSE	2.681	39.400	46.900	-16%	Giảm	9,0	141,5	-6,9	-2,6	7,8	7,7	1,8	3,2	14,1	54	46,3
HAH	HOSE	8.976	Under review	69.100	Under review	Under review	52,8	69,0	18,7	40,2	10,8	9,8	2,1	0,0	49,4	164	25,0
BMP	HOSE	11.780	Under review	143.900	Under review	Under review	-10,5	-4,8	15,4	9,0	10,8	10,9	4,2	8,3	46,8	25	14,3
STK	HOSE	2.590	Under review	26.800	Under review	Under review	-15,1	-47,8	19,2	35,3	55,2	41,9	1,4	0,0	-21,1	1	82,3
ANV	HOSE	6.177	Under review	23.200	Under review	Under review	10,6	15,7	-2,1	170,6	35,6	47,2	2,1	4,3	36,7	48	46,1
LHG	HOSE	1.655	Under review	33.100	Under review	Under review	7,2	10,6	10,1	42,7	10,6	6,3	0,9	5,7	-20,7	7	36,8
OCB	HOSE	31.316	Under review	12.700	Under review	Under review	5,7	-24,0	9,3	39,1	11,2	7,1	0,9	5,5	4,0	46	2,6

Nguồn: CTCK Rồng Việt.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



RONGVIET SECURITIES CORPORATION (VDSC)

**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE