



TÁI CẤU TRÚC – THÔNG DÒNG VỐN ĐÓN SÓNG MỚI



MỤC LỤC



1

Động lực vĩ mô
& Định hướng chính sách

Tiền tệ

Tài khóa

Thể chế

ESG

2

Ngành - Cổ phiếu tiềm năng

Ngân hàng

Bán lẻ

Xây dựng công

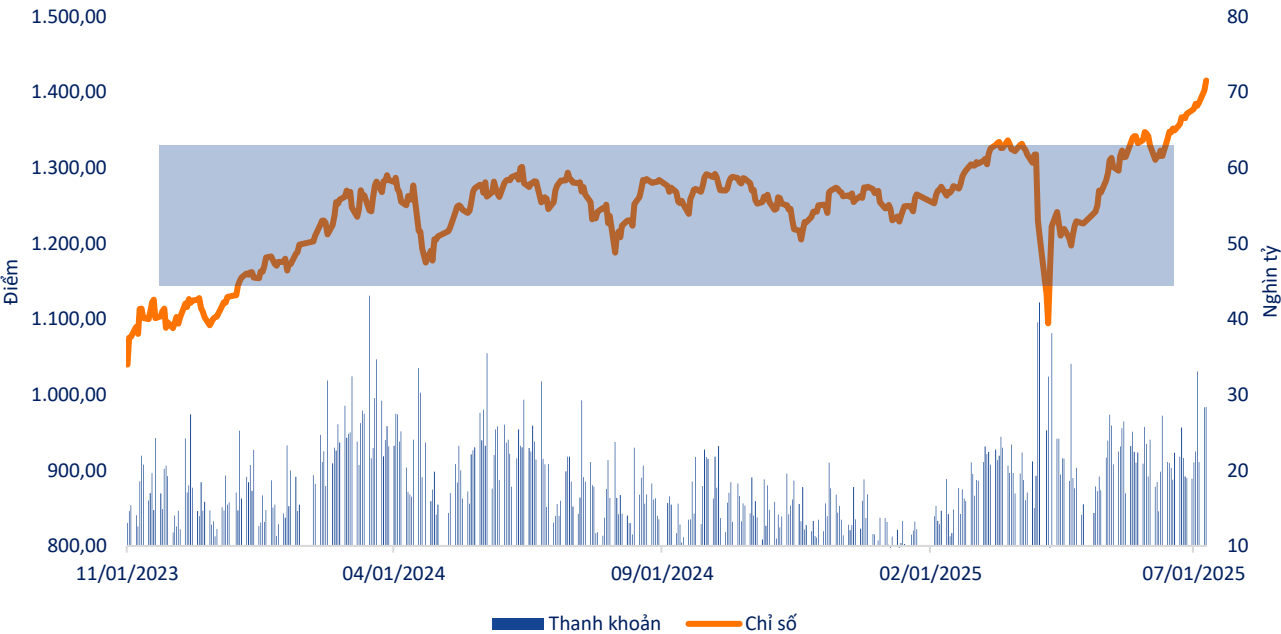
Bất động sản

Chứng khoán

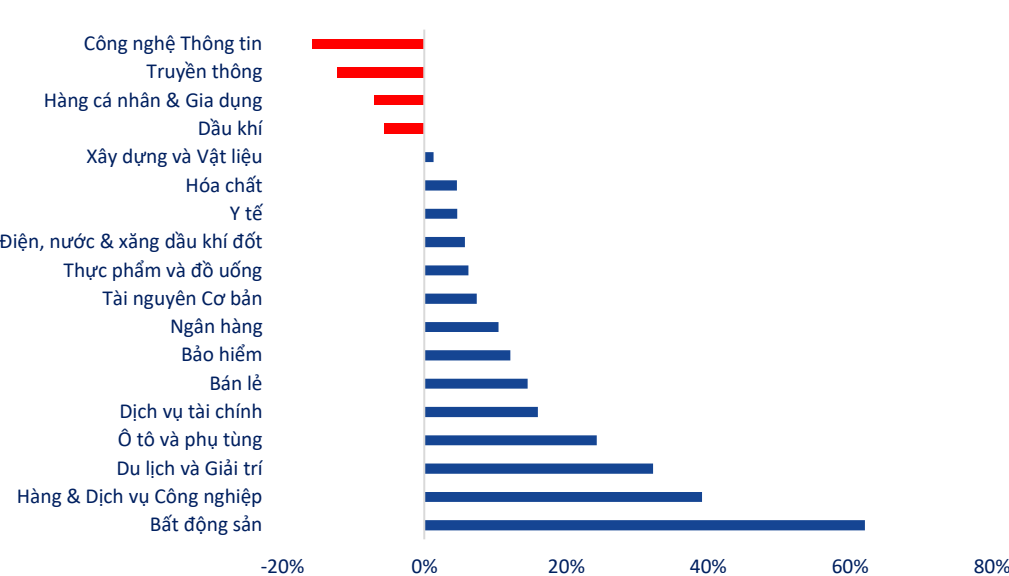
Vượt qua căng thẳng Thuế quan - Bứt thoát vùng tích lũy biên lớn 1.160 - 1.350

- *Thị trường*: chính thức xác nhận vượt vùng tích lũy 1.340 - 1.350 vào xu hướng tăng là điểm nhấn lớn nhất của VN-Index trong nửa đầu 2025.
- *Dòng tiền*: Thanh khoản thị trường tăng mạnh lên 21-22 nghìn tỷ/phần, tăng 5% so với năm trước.
- *Biến động giá*: Nhiều nhóm ngành tăng giá mạnh mẽ trong đó mạnh nhất là BĐS với mức tăng bình quân lên đến hơn 60%.
- Các tổ chức nước ngoài bán ròng mạnh 38,72 nghìn tỷ trong 4 tháng đầu năm 2025, tiếp nối xu hướng bán ròng 2025. Nhưng sang đến tháng 5, tháng 6, đà bán ròng đã giảm hẳn và có dấu hiệu mua ròng trở lại vào tháng 7.

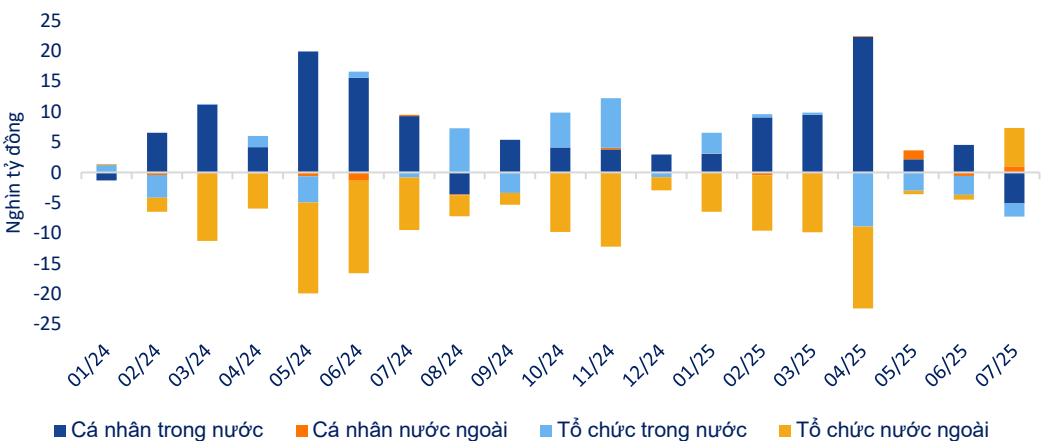
Biến động của VN-Index từ vùng đáy 2023-nay



Biến động các ngành trong 1H2025



Phân loại nhà đầu tư từ 2024-nay



1

...

ĐỘNG LỰC VĨ MÔ & ĐỊNH HƯỚNG CHÍNH SÁCH



I. XU HƯỚNG KINH TẾ

1. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG TRONG BIÊN ĐỘ

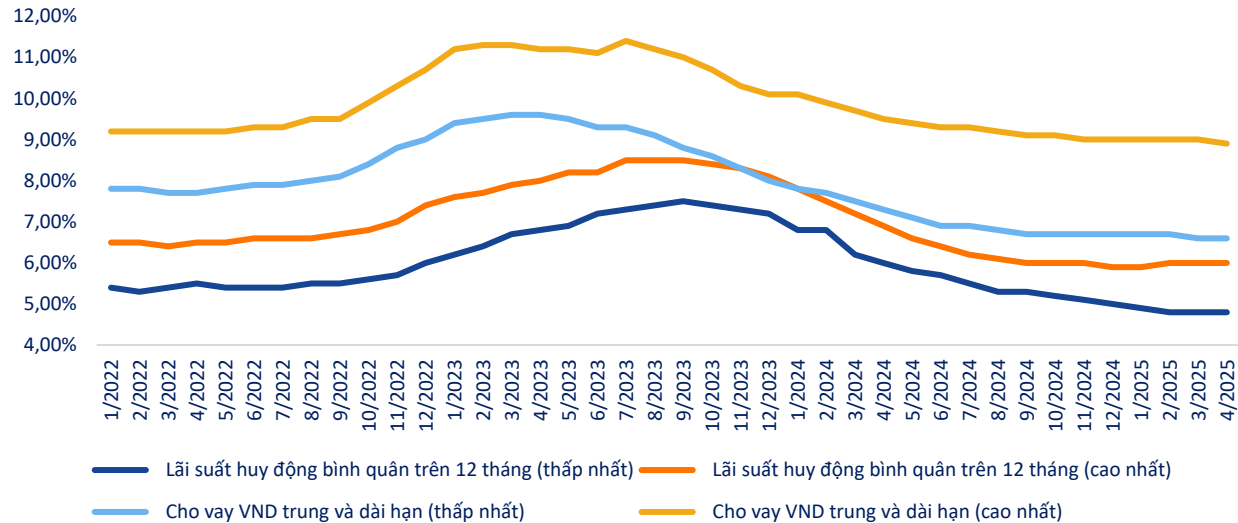
a. Giữ mặt bằng lãi suất thấp

Năm 2025, Chính phủ đặt mục tiêu quyết tâm cao đạt tăng trưởng kinh tế 8%, tăng trưởng tín dụng 16%. Trong bối cảnh kinh tế thế giới còn nhiều bất ổn: căng thẳng thương mại toàn cầu trước những chính sách thay đổi liên tục của tổng thống Donald Trump, bất ổn địa chính trị... Việt Nam là một nước có nền kinh tế mở nên sẽ bị ảnh hưởng ở nhiều khía cạnh. **Để đạt được mục tiêu 8%, động lực chính sẽ cần đến từ nội lực của nền kinh tế trong nước, đẩy mạnh đầu tư công và tiêu dùng.** Tín dụng là một trụ cột quan trọng trong việc phát triển kinh tế, hỗ trợ khu vực doanh nghiệp và người tiêu dùng, từ đó tạo đòn bẩy cho các lĩnh vực khác.

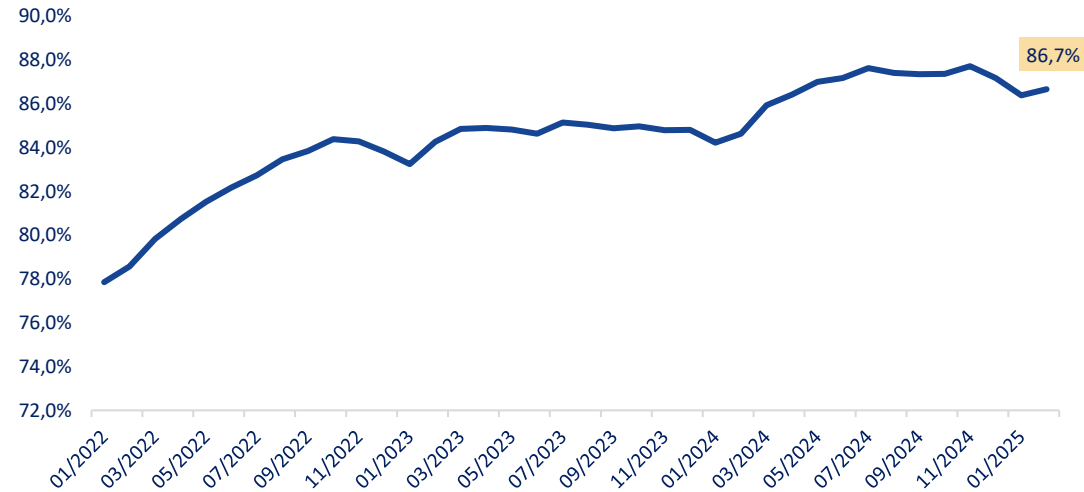
Từ đầu năm đến nay, lãi suất huy động và cho vay vẫn nằm trong mặt bằng thấp. Lãi suất huy động trung bình từ 4 - 5%, so với cuối 2024 là 7 - 8%. Lãi suất cho vay bình quân trung dài hạn cũng quanh mức 6 – 8% với vay tín chấp, tương đương so với mức đại dịch. Đây là mức rất hợp lý để đảm bảo hỗ trợ nền kinh tế.

=> VFS cho rằng môi trường lãi suất thấp này sẽ tiếp tục duy trì từ giờ đến cuối 2025, lãi suất huy động trung bình từ 4 – 5% và cho vay từ 7 – 8% để tiếp tục đóng vai trò là trụ cột kinh tế. Tuy nhiên, dư địa giảm lãi suất cho vay là không còn do: (1) Lãi suất huy động khó giảm do tín dụng/M2 vẫn đang ở ngưỡng cao tiệm cận 90% gây áp lực về mặt thanh khoản (2) Áp lực từ tỷ giá do đồng VNĐ đang mất giá so với đồng USD, gây ảnh hưởng đến dòng vốn ngoại.

Lãi suất huy động và cho vay



Tín dụng/M2



I. XU HƯỚNG KINH TẾ

1. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG TRONG BIÊN ĐỘ

b. Tăng trưởng tín dụng có chọn lọc, hướng dòng vốn vào khu vực sản xuất – kinh doanh thực chất

Tính đến nửa cuối tháng 5/2025, tín dụng toàn nền kinh tế tăng 5,59%, cao hơn đáng kể so với mức 2,41% cùng kỳ năm 2024, đây là mức tăng kỷ lục trong 5 tháng đầu năm. Mặc dù đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức cao, nhưng NHNN đặt định hướng rõ ràng **tăng trưởng tín dụng có chọn lọc**. Việc tăng trưởng tín dụng có chọn lọc được thể hiện qua 2 hướng:

(1) Nói thêm room tín dụng sớm cho một số ngân hàng thương mại có năng lực tốt. Những ngân hàng có lợi thế cạnh tranh, chất lượng tín dụng tốt sẽ được ưu tiên tăng room tín dụng như VCB, TCB, MBB...

⇒ Tạo ra môi trường cạnh tranh công bằng, giảm tối thiểu rủi ro hệ thống.

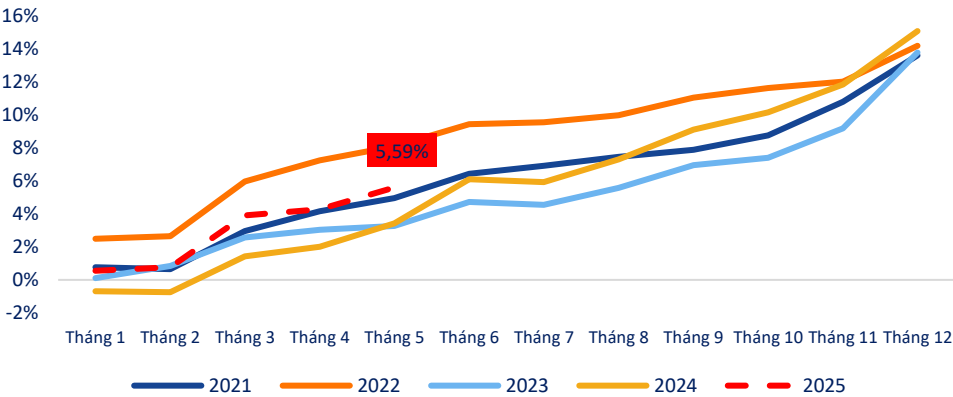
(2) Ưu tiên cho vay tiêu dùng, sản xuất, công nghiệp chế biến – chế tạo.

⇒ Tạo ra dòng vốn vào hoạt động kinh doanh thực tế, tạo ra giá trị gia tăng thực và bền vững thay vì vào các lĩnh vực rủi ro cao như bất động sản, chứng khoán, tiêu dùng không thiết yếu.

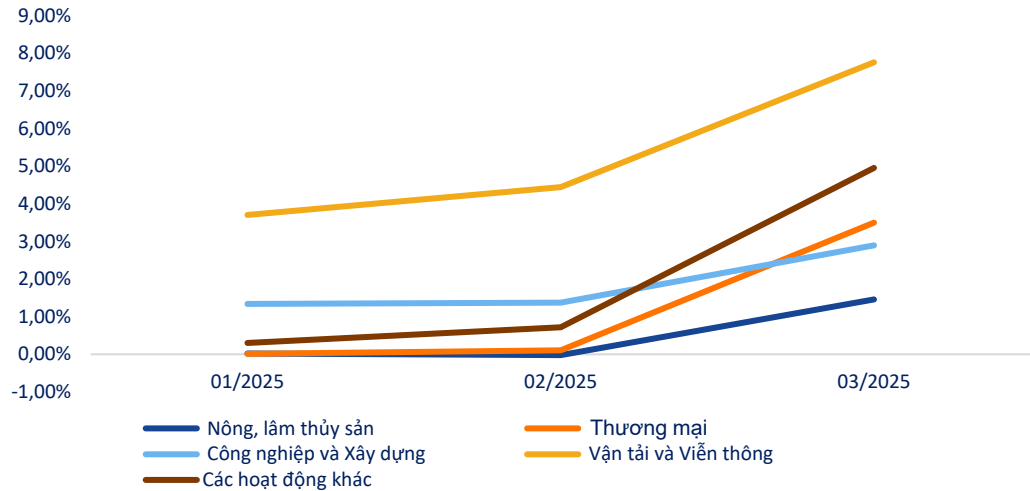
⇒ VFS cho rằng đây sẽ tiếp tục là định hướng chính trong nửa cuối 2025 với mục tiêu:

- Hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ: Tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn, thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp trong bối cảnh điều kiện cho vay vốn của ngân hàng lớn còn khắt khe.
- Phát triển các ngành công nghiệp chủ lực: Đầu tư vào các ngành có tiềm năng phát triển, nâng cao nội lực nền kinh tế.

Tăng trưởng tín dụng



Tăng trưởng tín dụng theo nhóm ngành



1. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG TRONG BIÊN ĐỘ

c. Mở rộng tái cấp vốn ưu đãi

Quyết tâm tăng trưởng kinh tế còn thể hiện qua một loạt gói tín dụng lớn. Nhiều gói mở rộng tái cấp vốn đã được ban hành trong cuối 2024, đầu 2025 và sẽ đẩy mạnh triển khai vào trong nửa cuối 2025 như: gói tín dụng 500 nghìn tỷ, gói tín dụng nhà ở xã hội 120 nghìn tỷ, gói tín dụng hỗ trợ ngành nông, lâm thủy sản 100 nghìn tỷ,... Các gói này đều hướng đến mục tiêu NHNN không bơm tiền đại trà, mà dùng tái cấp vốn như công cụ định hướng tín dụng, ưu tiên tín dụng mục tiêu. Hướng đến những tác dụng như sau:

(1) Dễ dàng vay vốn mua nhà ở xã hội, nhà ở cho công nhân, góp phần ổn định an sinh và kích thích tiêu dùng.

(2) Tạo điều kiện duy trì hoạt động sản xuất – kinh doanh, đầu tư mở rộng, đặc biệt trong các lĩnh vực ưu tiên.

=> Đưa tiền đến những cá nhân, doanh nghiệp, lĩnh vực thực sự cần, từ đó kích thích tổng cầu nội địa một cách bền vững.

STT	Thời gian triển khai	Tên chương trình	Quy mô ước tính	Mục tiêu chính	Đối tượng hưởng lợi	Hình thức tái cấp vốn
1	Triển khai từ tháng 04/2025	Gói tín dụng cho hạ tầng, công nghệ	500.000 tỷ đồng	Cho khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số và hạ tầng chiến lược (giao thông, điện lực, hạ tầng số...).	Doanh nghiệp đầu tư vào lĩnh vực hạ tầng, công nghệ, xuất khẩu chiến lược	Từ nguồn vốn của 21 ngân hàng với lãi suất thấp hơn ít nhất 1%
2	Bắt đầu từ quý II/2023, tiếp tục triển khai mạnh trong 2024–2025	Gói tín dụng nhà ở xã hội	145.000 tỷ đồng	Hỗ trợ nhà ở cho công nhân, người thu nhập thấp	Người mua nhà xã hội, chủ đầu tư dự án xã hội	9 ngân hàng đăng ký cho vay nhà ở xã hội
3	Triển khai từ tháng 04/2025	Gói tín dụng với lĩnh vực nông, lâm, thủy sản	100.000 tỷ đồng	Thúc đẩy hoạt động sản xuất, xuất khẩu	Khách hàng có dự án/phương án phục vụ hoạt động sản xuất, kinh doanh lĩnh vực nông, lâm, thủy sản	Tái cấp vốn định hướng ngành
4	Bắt đầu từ cuối năm 2023, mở rộng trong 2024–2025	Gói vay qua NH Chính sách Xã hội	30.000 tỷ đồng	Mua/sửa nhà ở vùng khó khăn	Hộ dân nghèo, dân tộc thiểu số	Vốn trái phiếu Chính phủ, ngân sách địa phương cấp bù; lãi suất khoảng 3 – 4%/năm
5	Đang nghiên cứu từ 4/2025	Gói tín dụng cho vay đối với người trẻ tuổi có nhu cầu mua nhà		Hỗ trợ người trẻ có nhu cầu mua nhà ở thương mại lần đầu	Người trẻ từ 35 tuổi trở xuống	Một số ngân hàng đang thí điểm; kỳ vọng lãi suất 4 – 5%/năm

I. XU HƯỚNG KINH TẾ

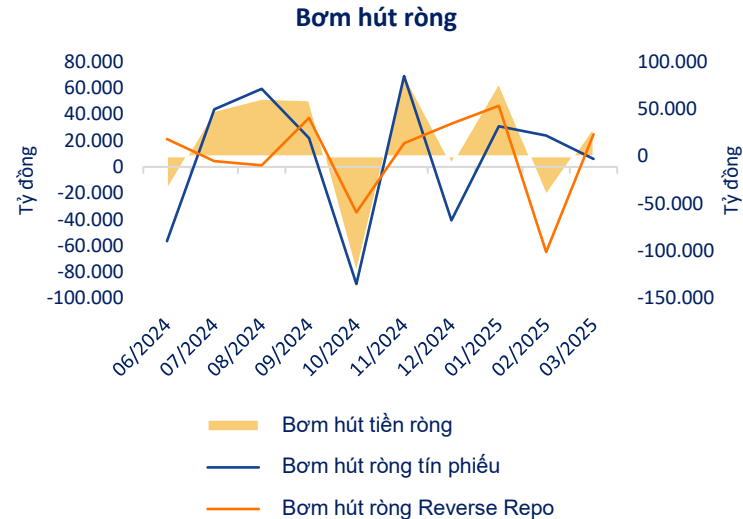
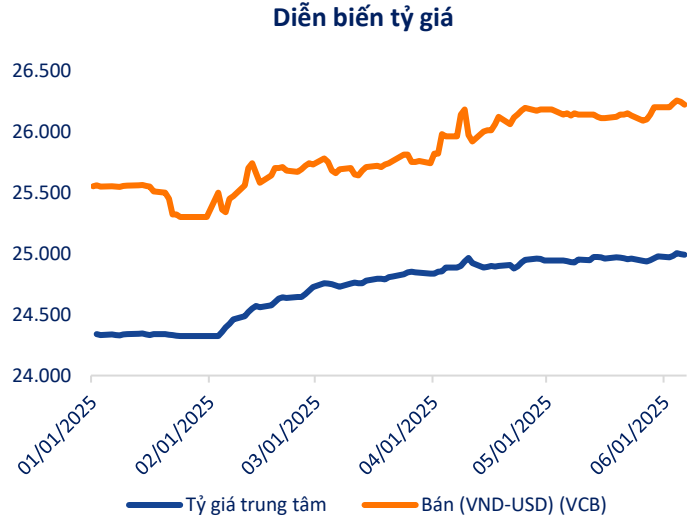
1. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG TRONG BIÊN ĐỘ

d. Điều hành tỷ giá linh hoạt, chấp nhận mất giá 3 - 4%

Tỷ giá vẫn đang biến động theo hướng khó lường hơn đặc biệt là từ bên ngoài: USD tiếp tục mạnh lên do Fed giữ lãi suất cao; đồng tiền nhiều quốc gia châu Á mất giá mạnh trong 2024–2025 (JPY, KRW, THB...). **Tính đến hết tháng 5/2025, tỷ giá vẫn đang trong xu hướng tăng nhẹ từ đầu năm đến nay, tỷ giá bán ra tại VCB đã tăng 2,6% so với đầu năm.**

Điểm tích cực là lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát, dự trữ ngoại hối ổn định. Cùng với đó, NHNN đã sử dụng linh hoạt các công cụ bơm hút tiền để bình ổn tỷ giá và đảm bảo thanh khoản hệ thống => Giúp cho tỷ giá vẫn trong tầm kiểm soát.

=> VFS cho rằng tỷ VNĐ sẽ mất giá 3-4% đến cuối năm 2025, đây là mức có thể chấp nhận được trong bối cảnh khó lường mà vẫn đảm bảo được sự ổn định kinh tế.



Như vậy, Chính phủ đang thể hiện rõ quyết tâm đạt mục tiêu tăng trưởng 8% trong năm nay thông qua việc phối hợp linh hoạt nhiều chính sách trên nhiều công cụ khác nhau nhằm kích thích tổng cầu nội địa, bất chấp bối cảnh quốc tế còn nhiều bất ổn. Một số kết quả bước đầu cho thấy những chính sách này đã phát huy hiệu quả nhất định:

- **Tăng trưởng tín dụng** trong 5 tháng đầu năm đạt mức cao gấp 2,5 lần cùng kỳ 2024, phản ánh dòng vốn đang được đẩy mạnh vào nền kinh tế thực, đặc biệt là các lĩnh vực ưu tiên.
- **Tỷ giá** được điều hành linh hoạt, biến động trong vùng kiểm soát cho phép, qua đó vừa hỗ trợ xuất khẩu vừa ổn định tâm lý thị trường.
- **Chính sách phối hợp hài hòa** giữa Ngân hàng Nhà nước và Bộ Tài chính đã tạo ra sự đồng thuận trong điều hành vĩ mô: chính sách tiền tệ theo hướng nới lỏng có điều kiện, trong khi tài khóa được thúc đẩy mạnh mẽ qua đầu tư công, hỗ trợ lãi suất và miễn giảm thuế phí cho doanh nghiệp.
- **Các kênh đầu tư ngoài tiền gửi**, như chứng khoán, trái phiếu doanh nghiệp, bất động sản... đang dần lấy lại sức hút nhờ môi trường lãi suất thấp và kỳ vọng tăng trưởng kinh tế mạnh, từ đó giúp dòng vốn trong nền kinh tế được phân bổ hiệu quả hơn.

Kỳ vọng rằng trong 6 tháng cuối năm, những xu hướng này sẽ tiếp tục được củng cố và thúc đẩy mạnh mẽ. Mục tiêu không chỉ là tăng trưởng về số lượng, mà còn là tạo đà phục hồi bền vững cho cả sản xuất, tiêu dùng và đầu tư, hướng tới hoàn thành các chỉ tiêu trong năm cuối của kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2021–2025.

I. XU HƯỚNG KINH TẾ

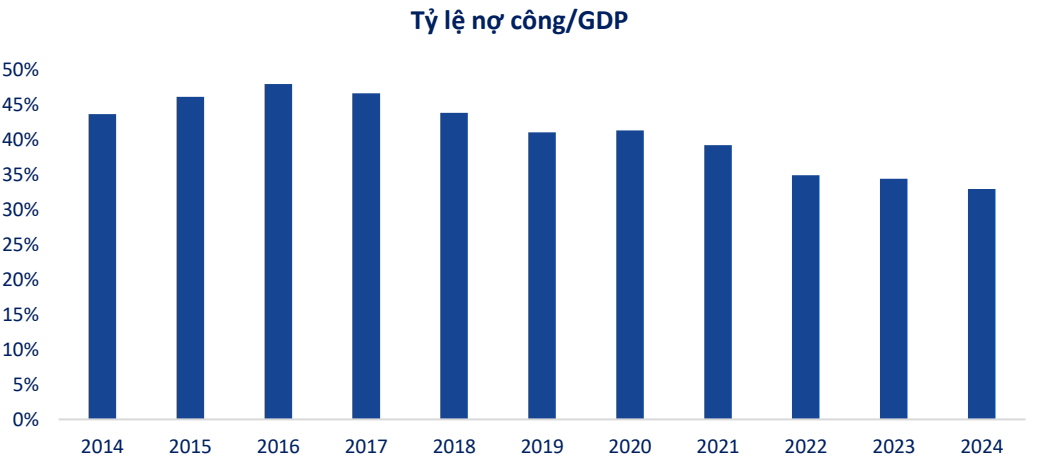
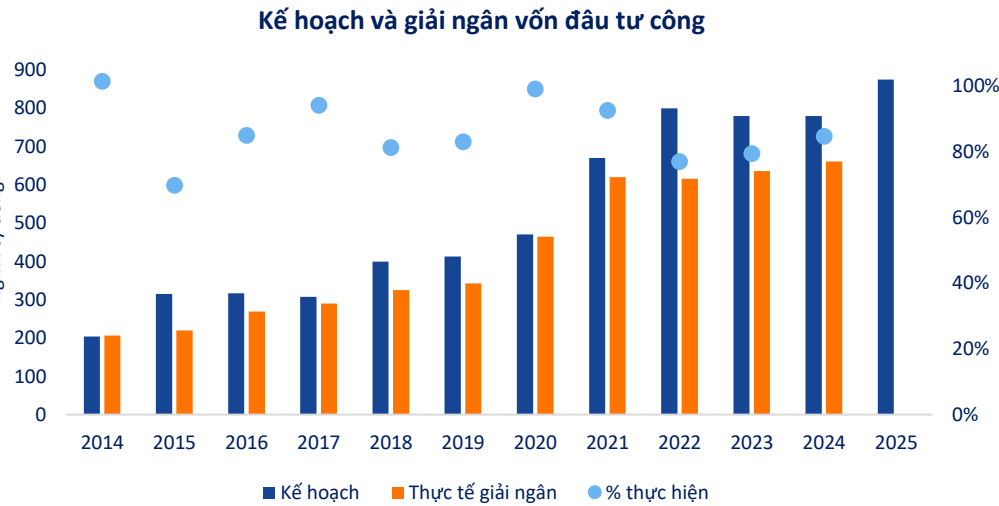
2. DUY TRÌ CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA MỞ RỘNG

a. Dự báo tăng trưởng giải ngân vốn đầu tư công đạt 20% trong năm 2025

Lũy kế 5 tháng đầu năm 2025, Bộ Tài chính ước tính giá trị giải ngân đầu tư công đạt 199,3 tỷ đồng, cao hơn 11,6% svck và hoàn thành 24,1% kế hoạch Thủ tướng giao. Đáng chú ý, giải ngân vốn đầu tư công có xu hướng tăng rõ nét trong 3 tháng gần đây. Cụ thể, lũy kế giải ngân đến hết tháng 2 đạt 5,43%, tháng 3 đạt 9,72% và tháng 4 đạt 15,9% kế hoạch. Điều này cho thấy sự quyết liệt của Chính phủ trong việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công.

Trong các tháng còn lại của năm 2025, chúng tôi nhận thấy dư địa giải ngân còn khá lớn so với mục tiêu 875 nghìn tỷ đồng chỉ cho đầu tư công (+37,7% svck). Trong đó, tập trung vào các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông với các dự án trọng điểm Quốc gia như đường cao tốc Bắc - Nam, Cảng hàng không quốc tế Long Thành, đường sắt cao tốc Bắc - Nam...Do đó, chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân vốn đầu tư công sẽ duy trì xu hướng tăng trưởng trong các tháng cuối năm nhờ:

- 1) **Năm 2025 là năm cuối của chu kỳ đầu tư công 2021 - 2025.** Một số dự án chiến lược như cao tốc Bắc - Nam, sân bay Long Thành GĐ1 dự kiến sẽ hoàn thành trong năm nay. Vì vậy, kỳ vọng mức tăng trưởng đầu tư công có thể đạt khoảng 20% svck (tương tự năm 2020), hoàn thành trên 90% kế hoạch.
- 2) **Những vướng mắc pháp lý được tháo gỡ** khi Chính phủ ban hành Luật Đầu tư công sửa đổi. Trong đó, có việc đơn giản hóa trình tự thủ tục, đặc biệt trong các khâu thẩm định, phê duyệt và thanh toán. Những quy định này giúp rút ngắn thời gian triển khai dự án. Từ đó, đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công tại các bộ ngành và địa phương.
- 3) **Tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam duy trì xu hướng giảm** từ 41,3% năm 2020 xuống 32,9% năm 2024, thấp hơn nhiều so với mức trần quy định là 60% và thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 50% của các nước khác trong khu vực Đông Nam Á. Năm 2025, Chính phủ dự kiến vay 815,3 nghìn tỷ đồng, nâng tỷ lệ nợ công/GDP lên 36% - 37%. Do đó, chúng tôi thấy rằng Chính phủ sẽ còn nhiều dư địa để đẩy mạnh chi cho xây dựng cơ sở hạ tầng.



I. XU HƯỚNG KINH TẾ

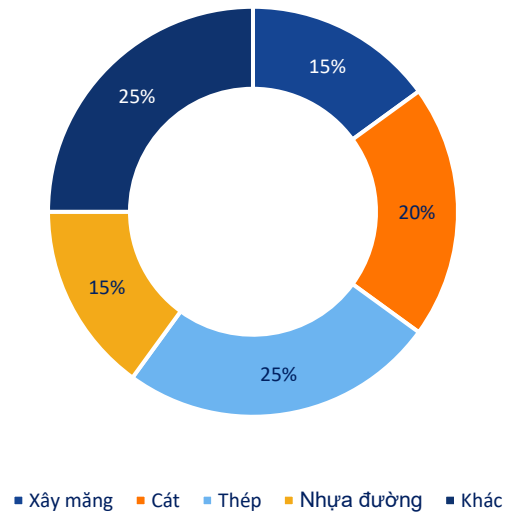
2. DUY TRÌ CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA MỞ RỘNG

b. Đẩy mạnh đầu tư công tạo hiệu ứng lan tỏa trong chuỗi xây dựng - VLXD

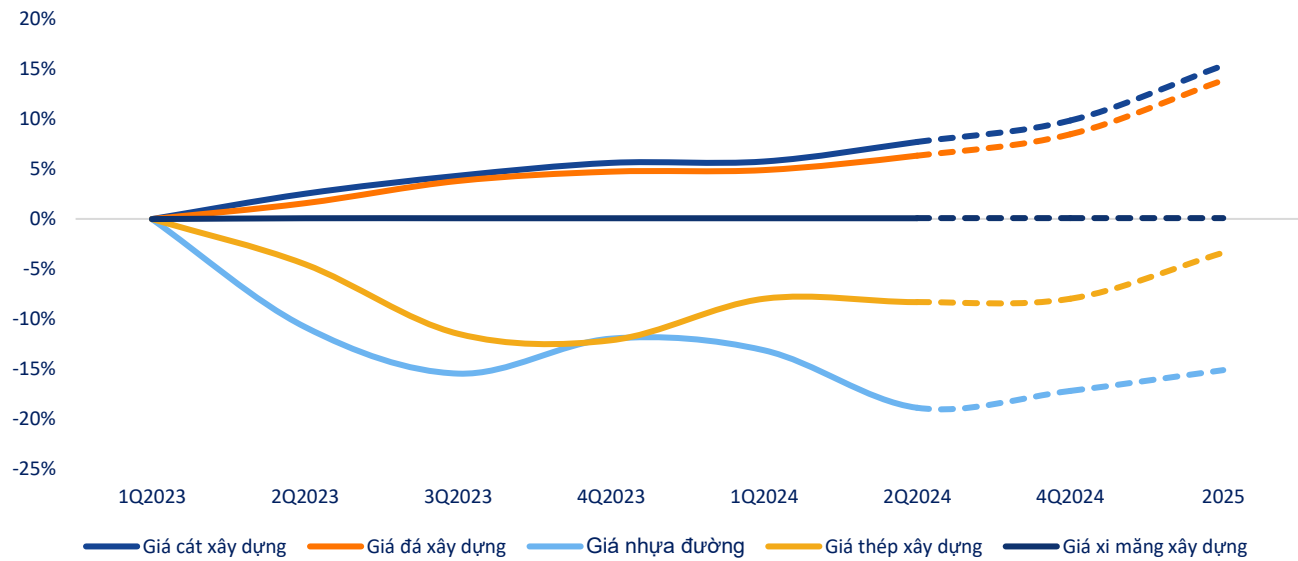
Các doanh nghiệp ngành xây dựng sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công. Trong đó, động lực tăng trưởng đến từ khối lượng backlog gia tăng cũng như các công ty có thể đẩy nhanh tiến độ hoàn thành dự án và ghi nhận doanh thu. Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp (1) đang thi công các dự án trọng điểm quốc gia. (2) Doanh nghiệp có kinh nghiệm dày dặn về chuyên môn và công nghệ thi công các dự án lớn sẽ có lợi thế trong việc đấu thầu các dự án đặc thù, đòi hỏi kỹ thuật cao.

Đối với các doanh nghiệp VLXD, việc tăng tốc thi công các dự án sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng các loại vật liệu chính như cát, xi măng, nhựa đường, thép...Theo thống kê của Bộ Xây dựng, nhu cầu sử dụng xi măng, cát và nhựa đường trong năm 2025 tăng lần lượt 3%, 7% và 8% svck. Bên cạnh đó, nhu cầu sử dụng thép cũng dự kiến sẽ tăng mạnh trong năm nay. Với sức cầu cải thiện, chúng tôi cho rằng giá VLXD sẽ duy trì xu hướng tăng trong 2H2025.

Tỷ trọng VLXD trong chi phí xây dựng



Diễn biến giá trung bình các loại vật liệu xây dựng giai đoạn 2023 - 2025



I. XU HƯỚNG KINH TẾ

2. DUY TRÌ CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA MỞ RỘNG

c. Nhiều chính sách thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

Kể từ đầu năm, Chính phủ đã ban hành nhiều quy định hướng đến mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong đó, tập trung vào việc giảm thuế và hỗ trợ khả năng tiếp cận vốn vay của doanh nghiệp SME. Một số nội dung nổi bật bao gồm:

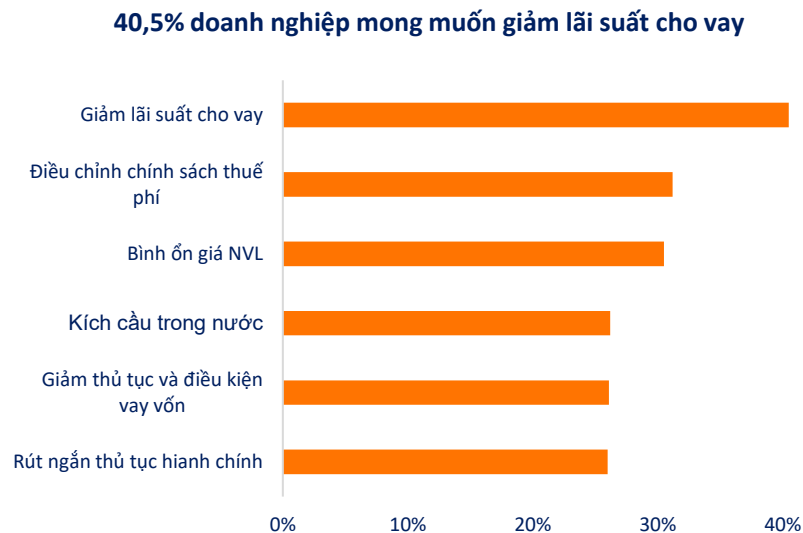
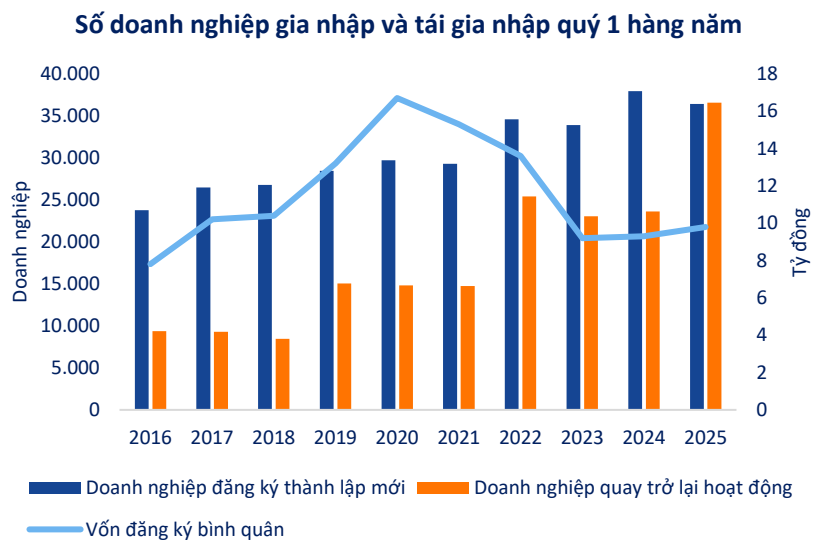
Chính sách	Nội dung	Đánh giá
Nghị quyết 198	Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp cho doanh nghiệp nhỏ và vừa trong 03 năm kể từ ngày được cấp giấy phép lần đầu.	Hỗ trợ doanh nghiệp thông qua việc giảm chi phí. Khuyến khích các công ty khởi nghiệp sáng tạo
	Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong thời hạn 02 năm và giảm 50% số thuế phải nộp trong 04 năm tiếp với các công ty khởi nghiệp	
	Doanh nghiệp được hỗ trợ 2% lãi suất khi thực hiện dự án xanh tuần hoàn và áp dụng khung tiêu chuẩn môi trường, xã hội, quản trị (ESG).	- Hỗ trợ nguồn vốn cho doanh nghiệp vừa và nhỏ khi thực hiện đầu tư các dự án xanh trong bối cảnh phần lớn các doanh nghiệp SME đều gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn ngân hàng do quy mô nhỏ, năng lực tài chính hạn chế và thiếu tài sản đảm bảo. - Tạo tiềm năng tăng trưởng giải ngân vốn tín dụng xanh của các định chế tài chính như ngân hàng, công ty tài chính...nhờ giảm chi phí vốn cho vay với các dự án ESG khi được nhà nước hỗ trợ lãi suất.
Giảm thuế VAT	Tiếp tục miễn giảm thuế VAT đến hết 31/12/2025.	- Góp phần giảm giá thành hàng hóa, kích thích tiêu dùng nội địa. Từ đó, giải quyết khó khăn của phần lớn doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng bởi nhu cầu thị trường thấp.
Luật thuế TNDN sửa đổi	- Thuế suất 10% trong 15 năm sẽ áp dụng cho đầu tư dự án mới với một số ngành nghề ứng dụng công nghệ cao, đầu tư mạo hiểm, năng lượng sạch, bảo vệ môi trường.. - Thuế suất 10% với thu nhập doanh nghiệp thuộc ngành nghề nông, lâm nghiệp, giáo dục. - Thuế suất 17% trong thời gian 10 năm đối với dự án đầu tư mới thuộc ngành, nghề ưu đãi quy định với ngành sản xuất thép cao cấp; sản xuất sản phẩm tiết kiệm năng lượng...	- Giảm chi phí hoạt động cho doanh nghiệp - Thúc đẩy vốn đầu tư vào các ngành mũi nhọn như công nghệ cao, năng lượng sạch...Đồng thời, thể hiện định hướng của Chính phủ trong việc chuyển dịch cơ cấu kinh tế sang các ngành tạo ra giá trị gia tăng cao. - Hỗ trợ khu vực nông nghiệp, công nghiệp chế tạo và các lĩnh vực xã hội.

I. XU HƯỚNG KINH TẾ

2. DUY TRÌ CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA MỞ RỘNG

c. Nhiều chính sách thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

- Bơm vốn cho nền kinh tế:** Bộ Tài chính ước tính tổng số thu ngân sách nhà nước 6 tháng cuối năm sẽ giảm khoảng 39.540 tỷ đồng do áp dụng chính sách giảm thuế VAT. Qua đó, đẩy số tiền này vào lưu thông.
- Tạo niềm tin cho doanh nghiệp:** Trong Q1/2025, số doanh nghiệp đăng ký thành lập mới đạt 36.400 doanh nghiệp. Tuy giảm 4,0% so với cùng kỳ năm trước nhưng gấp 1,2 lần số doanh nghiệp thành lập mới trung bình của quý I các năm trong giai đoạn 2017-2023 (29,9 nghìn doanh nghiệp). Vốn đăng ký bình quân một doanh nghiệp thành lập mới trong quý đạt 9,8 tỷ đồng, tăng 5,5% so với cùng kỳ năm 2024 (9,3 tỷ đồng), Bên cạnh đó, các doanh nghiệp đang hoạt động đăng ký tăng thêm vốn với tổng số vốn đạt hơn 1 triệu tỷ đồng, gấp hơn 3,2 lần cùng kỳ năm 2024. Mặt khác, tổng số doanh nghiệp quay trở lại hoạt động trên cả nước trong quý I năm 2025 đạt hơn 36,5 nghìn doanh nghiệp, tăng 58,4% so với cùng kỳ. Tính chung 5 tháng đầu năm, xu hướng tăng trưởng về số lượng doanh nghiệp đăng ký mới vẫn được duy trì khi cả nước có 111,8 nghìn doanh nghiệp đăng ký thành lập mới và quay trở lại hoạt động, tăng 11,3% so với cùng kỳ.. Những con số trên là minh chứng cho hiệu quả hỗ trợ của các chính sách trong thời gian qua. Đồng thời, phản ánh niềm tin và sự kỳ vọng của các doanh nghiệp vào triển vọng kinh tế cũng như hiệu quả các chính sách của Chính phủ.



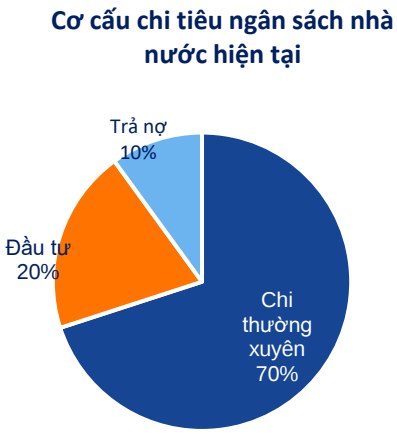
I. XU HƯỚNG KINH TẾ

3. CẢI CÁCH THỂ CHẾ - NỀN TẢNG CHO KỶ NGUYÊN PHÁT TRIỂN MỚI

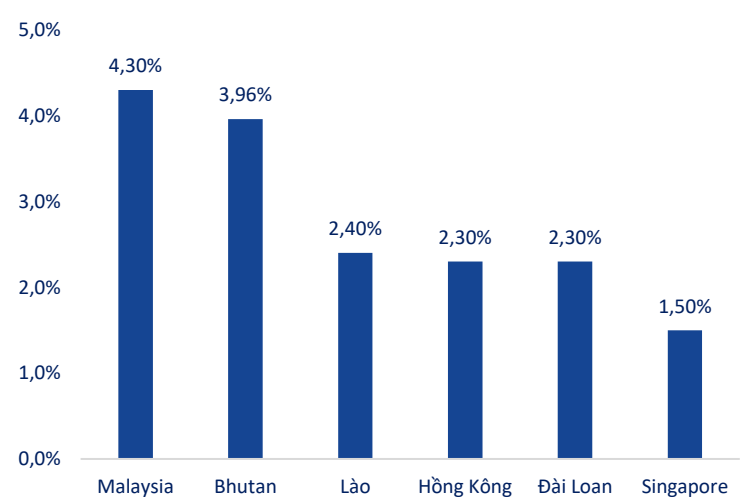
a. Cải cách thể chế

Bộ máy cũ cồng kềnh, chồng chéo, thiếu hiệu quả

- Tỷ trọng chi ngân sách không hiệu quả:* Trước đó vào 2017, khi chưa có kế hoạch cắt giảm biên chế, Việt Nam là nước đông công chức, viên chức nhất Đông Nam Á với tỷ lệ công viên chức trên dân số là 4,8% (8,3% nếu tính cả đối tượng nghỉ hưu). Con số này đang được giảm đáng kể trong những năm trở lại đây nhưng vẫn chưa đạt mốc yêu cầu dưới 2%. Điều này khiến cho chi tiêu thường xuyên hiện tại vẫn ở mức khá cao, đạt 70% ngân sách chi tiêu (đã giảm đáng kể từ số 90% năm 2017).
- Bộ máy cồng kềnh, hiệu suất thấp:* Cơ cấu tổ chức chồng chéo, nhiều đầu mối, dẫn đến gia tăng chi phí và trì trệ trong xử lý công việc. VD gần nhất là về vấn đề xăng dầu, Bộ Công thương quản lý về điều hành giá, nguồn cung, dự trữ hàng hóa trong khi Bộ Tài chính thì trích lập quỹ bình ổn giá, quyết định chi phí, thuế. Điều này dẫn đến hệ quả là vào năm 2022–2023, hai bộ “đá bóng trách nhiệm” cho nhau trong vấn đề thiếu hụt xăng dầu. Bộ Công Thương cho rằng do chi phí định mức thấp (do Bộ Tài chính quy định), còn Bộ Tài chính lại nói do Bộ Công Thương không đảm bảo nguồn cung.
- Phân mảnh hành chính:* Các tỉnh/thành có quy mô nhỏ, năng lực kinh tế hạn chế, gây chia cắt nguồn lực đầu tư công, giảm hiệu quả sử dụng vốn và gây trùng lặp trong quản lý. Nếu so với các nước có dân số và diện tích cao hơn như Mỹ và Trung thì các đơn vị hành chính đều đang khá cồng kềnh và mang tính phân mảnh



Tỷ lệ công viên chức trên dân số của một vài nước



Bộ máy hành chính của các nước lớn so với Việt Nam

Quốc gia	Diện tích (km²)	Dân số (ước tính 2024)	Cấp hành chính chính	Số lượng đơn vị hành chính cấp tỉnh/TW	Tổ chức bộ máy trung ương (ước tính)	Mô hình
Singapore	~728	~5,9 triệu	1 cấp chính phủ	Không chia cấp tỉnh, có 5 CDCs, 28 GRCs	Chỉ ~16 bộ	Quản lý tập trung, mô hình được coi là hiệu quả nhất thế giới
Nhật Bản	~377.975	~124 triệu	3 cấp: quốc gia - tỉnh - xã/phường	47 tỉnh/thành phố trực thuộc trung ương	13 bộ + 2 văn phòng chính phủ	Cải cách sớm, bộ máy ổn định.
Trung Quốc	~9.600.000	~1,4 tỷ	4 cấp: TW- tỉnh - địa cấp - huyện/xã	34 đơn vị cấp tỉnh	21 bộ + 5 cơ quan ngang bộ đặc thù	Có tính tập quyền cao nhưng đã mạnh tay tinh gọn bộ máy
Việt Nam	~331.212	~100 triệu	3 cấp: TW - tỉnh - huyện - xã	63 tỉnh/thành phố	18 bộ, 4 cơ quan ngang bộ	Bộ máy phân mảnh, đang cải cách.
Mỹ	~9.834.000	~335 triệu	3 cấp: Liên bang – bang – địa phương	50 bang + DC	15 bộ + hàng chục cơ quan độc lập	Mô hình liên bang, quyền lực chia sẻ với các bang

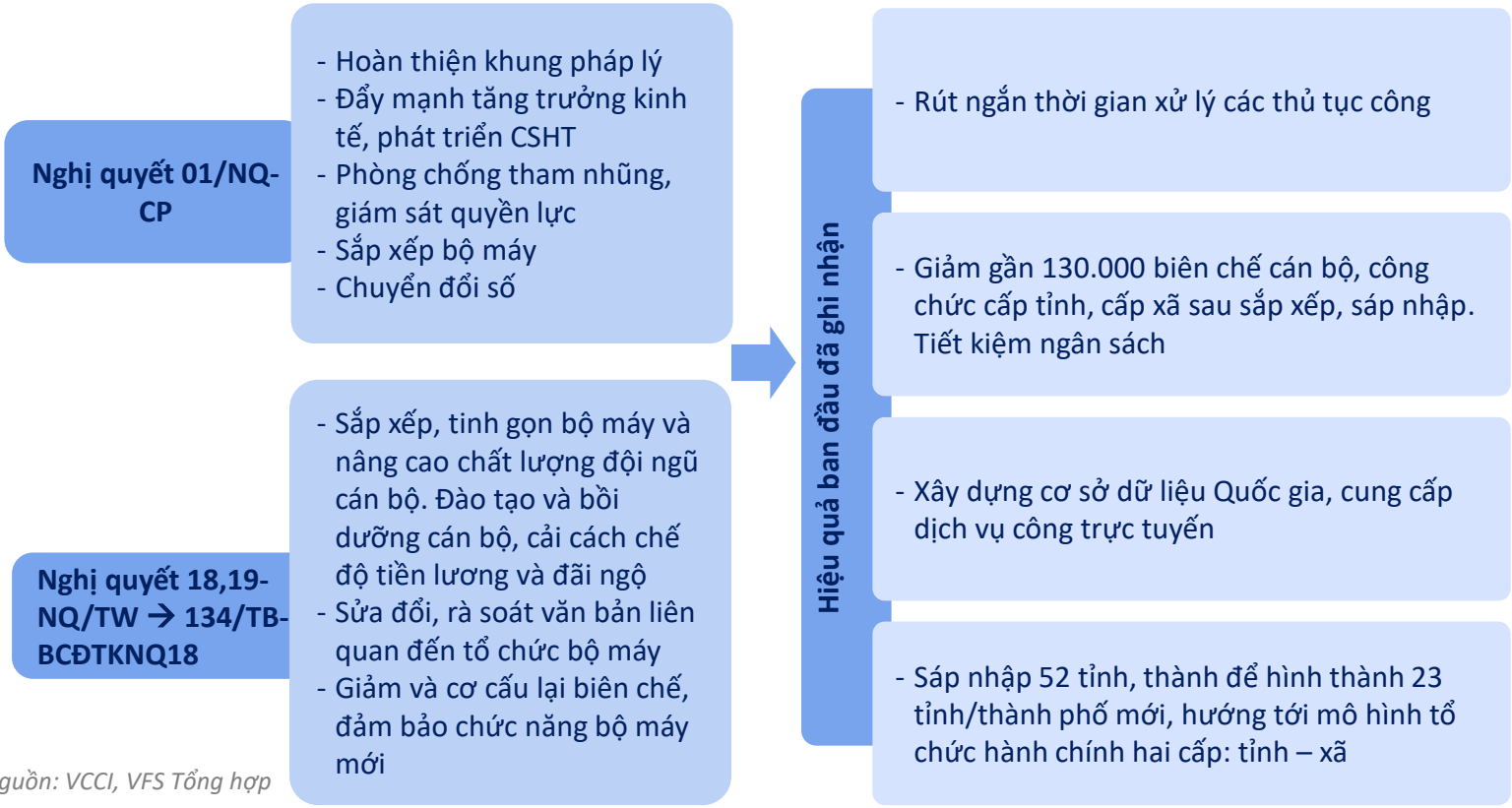
I. XU HƯỚNG KINH TẾ

3. CẢI CÁCH THỂ CHẾ - NỀN TẢNG CHO KỶ NGUYÊN PHÁT TRIỂN MỚI

a. Cải cách thể chế

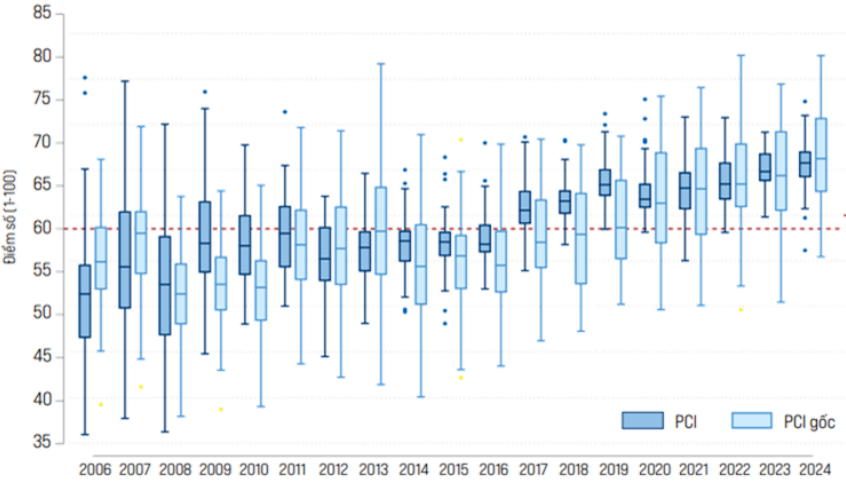
Trọng tâm cải cách

- Từ năm 2017, Trung ương đã ban hành hai nghị quyết trọng điểm: NQ18 về tinh gọn bộ máy và NQ19 về nâng cao chất lượng đội ngũ cán bộ. Đây là hai trụ cột trong công cuộc cải cách hành chính toàn diện: tổ chức gọn – con người mạnh. Cùng với đó là một loạt các nghị quyết 37-NQ/TW (2018), 653/2019/UBTVQH14 được ban hành để thu gọn lại các đơn vị hành chính từ cấp xã huyện và mở rộng lên cấp tỉnh. Từ đầu 2025, cải cách bước vào giai đoạn quyết liệt hơn, thời điểm chốt thể chế và chuyển sang hành động sau một quá trình chuẩn bị kéo dài gần 7 năm.



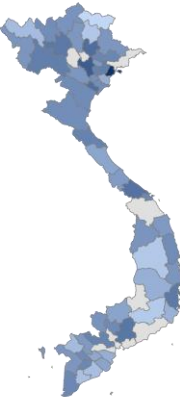
Nguồn: VCCI, VFS Tổng hợp

Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (PCI) qua các năm



* PCI cải thiện mạnh từ 2017 cho tới nay. Điều này cho thấy sự cố gắng đáng kể trong nỗ lực cải thiện môi trường đầu tư kinh doanh trong năm vừa qua trên toàn quốc.

Chỉ số cải cách hành chính (PAR) năm 2024



- PAR Index tăng đều qua từng năm nhờ cải cách hành chính toàn diện và hiện đại.
- Năm 2024 là mốc đột phá, với điểm trung bình cao nhất (+1,39 dpt yoy, đạt 88,37%), phân bố đồng đều ở cấp tỉnh và bộ. 63/63 địa phương đạt trên 80%, là năm thứ hai liên tiếp đạt được điều này.
- Việt Nam đã tạo được bước tiến đáng kể trong cải cách thể chế, chuyển đổi số và tăng cường năng lực phục vụ xã hội.

I. XU HƯỚNG KINH TẾ

3. CẢI CÁCH THỂ CHẾ - NỀN TẢNG CHO KỶ NGUYÊN PHÁT TRIỂN MỚI

b. Tạo tiền đề, cơ hội để kinh tế tư nhân phát triển

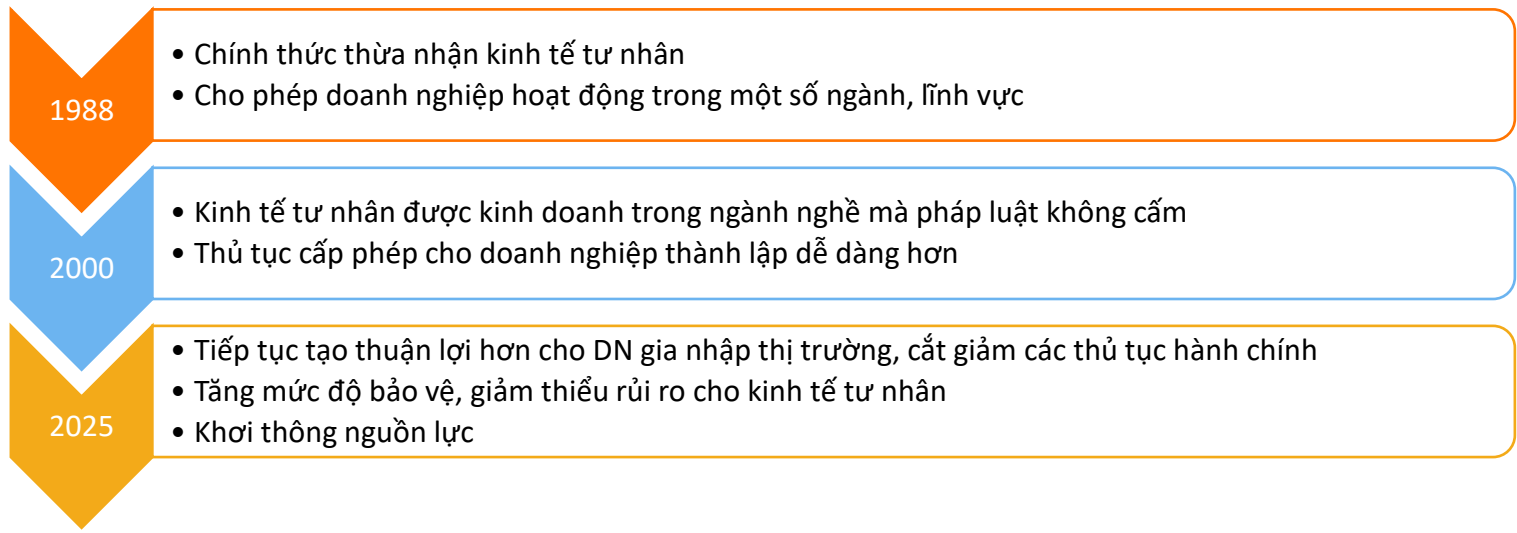
Lấy kinh tế tư nhân làm trọng tâm

Kinh tế tư nhân được xác định là trụ cột quan trọng, đóng góp khoảng 51% GDP, gần 60% vốn đầu tư toàn xã hội và tạo hơn 40 triệu việc làm. Chỉ cần đầu tư của kinh tế tư nhân tăng 1% sẽ mang lại mức tăng về giá trị tuyệt đối tương đương với việc đầu tư công phải tăng 2,5% và đầu tư nước ngoài phải tăng 3,5%. Trước vai trò ngày càng lớn này, Nhà nước đẩy nhanh thể chế hóa chính sách hỗ trợ. Chỉ sau 11 ngày từ Nghị quyết 68, Nghị quyết 198/QH15 được thông qua, cho thấy quyết tâm hành động nhanh, tránh khoảng trống pháp lý và kịp thời tạo nền tảng cho khu vực tư nhân phát triển.

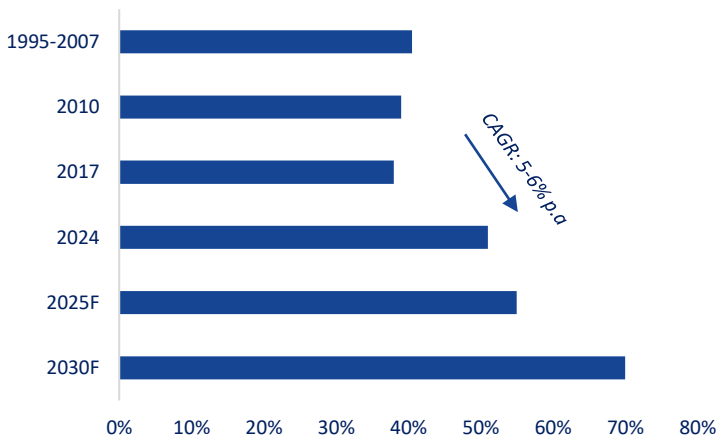
3 trọng tâm phát triển của nghị quyết 68:

- Tiếp tục tạo thuận lợi hơn cho DN gia nhập thị trường, cắt giảm các thủ tục hành chính: cắt giảm 30% thời gian và chi phí; loại bỏ nhiều điều kiện không cần thiết trong thủ tục doanh nghiệp; bãi bỏ 18 điều luật liên quan đăng ký hộ kinh doanh, cho phép cấp xã giải quyết hồ sơ
- Tăng mức độ bảo vệ, giảm thiểu rủi ro cho kinh tế tư nhân: Giảm tình trạng thanh kiểm tra quá mức; cơ chế hậu kiểm và tự chịu trách nhiệm; bảo vệ rủi ro trong kinh doanh chính đáng, không bị xử lý hình sự nếu hành vi không mang tính vụ lợi cá nhân hay gian lận có chủ đích
- Khơi thông nguồn lực: sửa, bổ sung các quy định về quy hoạch, đấu giá, cho thuê đất; đẩy mạnh chấm điểm tín dụng để mở rộng tiếp cận vốn tín chấp; cải thiện hạ tầng cứng (CSHT, logistic) và mềm (dữ liệu số); khuyến khích hợp tác công – tư (PPP)

Lịch sử phát triển kinh tế tư nhân và bước ngoặt của nghị quyết 68



Tỷ trọng kinh tế tư nhân trên GDP qua các thời kỳ và kỳ vọng



I. XU HƯỚNG KINH TẾ

3. CẢI CÁCH THỂ CHẾ - NỀN TẢNG CHO KỶ NGUYÊN PHÁT TRIỂN MỚI

b. Tạo tiền đề, cơ hội để kinh tế tư nhân phát triển

Nâng hạng thị trường chứng khoán – Đòn bẩy thu hút vốn quốc tế

Khu vực kinh tế tư nhân đang phát triển mạnh mẽ với gần 1 triệu doanh nghiệp, đóng góp ngày càng lớn vào GDP, đòi hỏi một hệ thống huy động vốn hiệu quả, minh bạch và có chiều sâu. Trong bối cảnh đó, thị trường chứng khoán giữ vai trò then chốt trong việc cung cấp vốn trung – dài hạn cho doanh nghiệp, đặc biệt là DNNVV và doanh nghiệp đổi mới sáng tạo.

Nghị quyết Bộ Chính trị ngày 4/5/2025 về phát triển kinh tế tư nhân đặt mục tiêu đến năm 2030 cả nước có 2 triệu doanh nghiệp, trong đó ít nhất 20 doanh nghiệp lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu. Để đạt được mục tiêu này, việc nâng hạng thị trường chứng khoán từ cận biên lên mới nổi sẽ là đòn bẩy quan trọng, giúp doanh nghiệp tiếp cận vốn thuận lợi hơn, thúc đẩy tăng trưởng và từng bước hoàn thiện thể chế kinh tế.

Vai trò của việc nâng hạng đối với phát triển kinh tế tư nhân và định hướng phát triển chung

Tiếp cận nguồn vốn rẻ

- Phần bù rủi ro (Erf) đối với các cổ phiếu thị trường VN sẽ thấp hơn → Chi phí vốn giảm, có thể phát hành cổ phiếu và trái phiếu với lãi suất thấp hơn

Thúc đẩy hoạt động IPO

- Các doanh nghiệp kỳ lân và DNNVV dễ dàng IPO khi kỳ vọng vào giá tốt và thanh khoản cao. Thúc đẩy cổ phần hóa DN nhà nước
- Tại vị thế mới, các cty dễ dàng thu hút sự chú ý từ các quỹ đầu tư
- Cải thiện môi trường huy động vốn và sản phẩm của thị trường

Phù hợp với định hướng phát triển chung

- Việc nâng hạng đòi hỏi phải tuân thủ tiêu chuẩn quốc tế, giúp thúc đẩy cải cách hành chính, pháp lý, và tổ chức nhà nước hiệu quả hơn
- Nâng cao vị thế của Việt Nam trong thị trường Quốc tế, giúp tăng tính gắn kết với thị trường tài chính thế giới

Cập nhật tình hình nâng hạng – các nút thắt đang dần được tháo gỡ

1. Hệ thống	Ngày 5/5/2025, Việt Nam chính thức áp dụng hệ thống giao dịch từ Korea Exchange (KRX)
2. Loại bỏ pre-funding	Tháng 11/2024, Thông tư 68/2024/TT-BTC cho phép nhà đầu tư tổ chức nước ngoài đặt lệnh mà không cần ký quỹ trước
3. Omnibus account & CCP	Việt Nam đang triển khai mô hình omnibus account (tài khoản tập trung), với mục tiêu hoàn thiện trước tháng 8/2025, phục vụ tiêu chí về thanh toán (CCP)

Một vài ví dụ về các nước sau khi nâng hạng thành công



* Tính từ trái qua phải, trên xuống dưới: Giá trị vốn chủ sở hữu của sàn Saudi; Thanh khoản của TTCK Quota; TTCK Kuwait; Phân loại thanh khoản của KSE. Nguồn: Dragon Capital

I. XU HƯỚNG KINH TẾ

4. THÚC ĐẨY CHUYỂN ĐỔI XANH – XÃ HỘI - BỀN VỮNG (ESG)

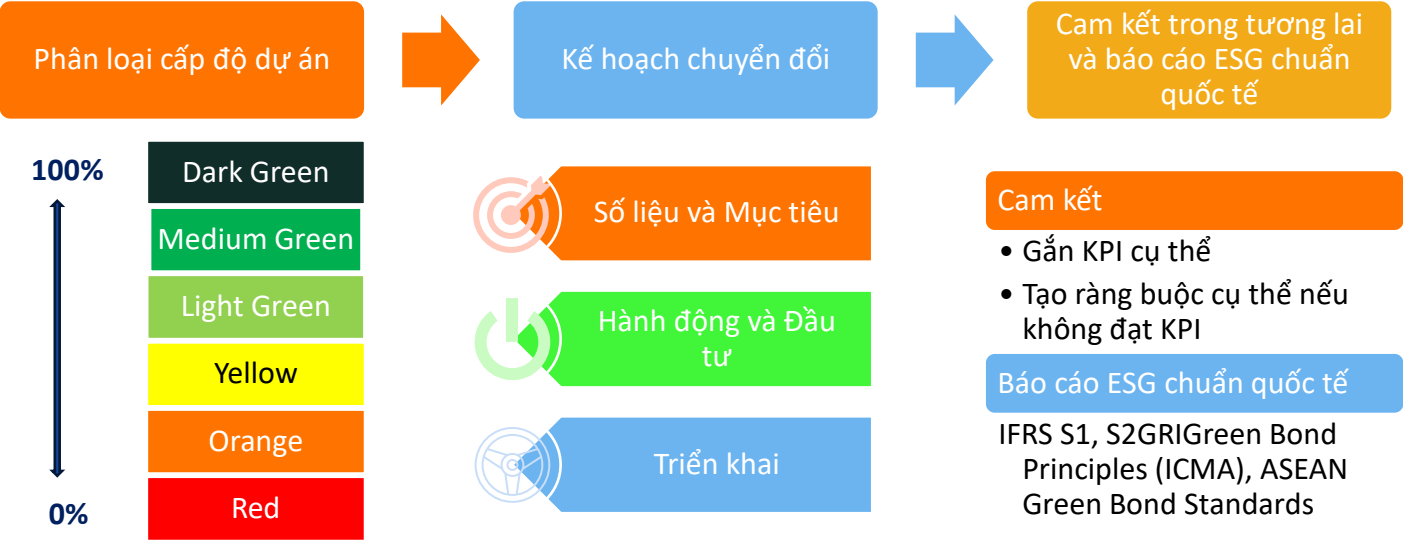
Xu hướng xanh toàn cầu

- Theo tổ chức S&P kiến Trái phiếu Khí hậu, tổng giá trị trái phiếu xanh, xã hội và bền vững (GSS) phát hành năm 2024 ước đạt 1,1 nghìn tỷ USD, tăng 12% so với năm 2023 và dự kiến giữ vững mức 1.000 tỷ USD, theo S&P Global Ratings
- Thị trường đang di chuyển từ "dán nhãn xanh" sang "tác động thực chất", nghĩa là đòi hỏi cao hơn về việc sử dụng vốn minh bạch và các tác động đo lường được (VD: giảm bao nhiêu CO2, tiết kiệm bao nhiêu năng lượng) và cam kết chuyển đổi dài hạn, gắn KPI ESG.
- Các tiêu chuẩn quốc tế ngày càng sàng lọc chặt

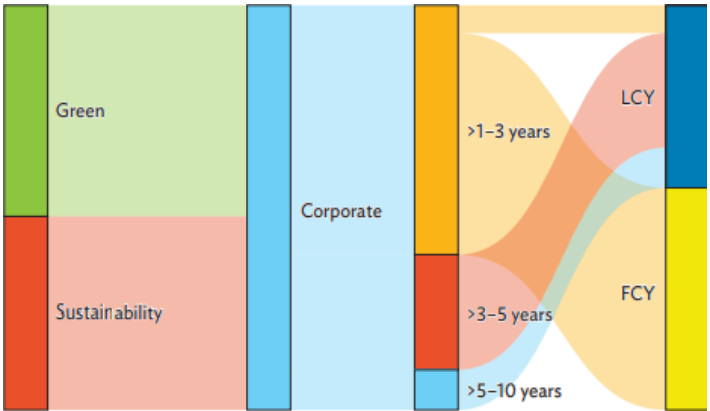
Thực trạng tại Việt Nam

- Việt Nam là nước có tiềm năng lớn cho ESG khi mà cơ cấu sản xuất điện hiện tại vẫn đang bị phụ thuộc nhiều vào than đá (34,9%) và khí đốt (1,8%).
- Tính đến Q1/2025, tổng giá trị trái phiếu bền vững đang lưu hành tại Việt Nam đạt khoảng 1,1 tỷ USD, nằm trong nhóm nhỏ nhất so với các thị trường trái phiếu bền vững tại Đông Á mới nổi, chỉ chiếm 0,2% tổng giá trị toàn khu vực. Trong đó, trái phiếu bền vững phát hành bằng ngoại tệ chiếm tỷ trọng 54,8% tổng giá trị. Phần lớn trái phiếu bền vững tại Việt Nam tập trung ở nhóm kỳ hạn ngắn từ 1 đến 3 năm, chiếm 61,7% tổng số lượng. Điều này khiến kỳ hạn bình quân theo quy mô chỉ đạt 2,7 năm, thuộc nhóm ngắn nhất trong các thị trường trái phiếu bền vững trong khu vực.
- Việt Nam chưa có hệ thống phân loại kinh tế (taxonomy) hoàn chỉnh về chuyển dịch (transition activities) như Hồng Kông, Singapore, Indonesia...

Khung xây dựng CTA về yêu cầu tham gia thị trường vốn xanh

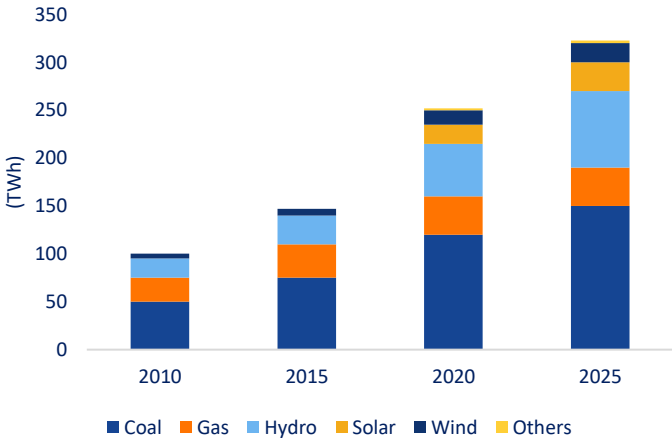


Trái phiếu bền vững đang lưu hành vào cuối quý 1/2025



FCY = foreign currency, LCY = local currency.
Source: AsianBondsOnline calculations based on Bloomberg LP data.

Điện than vẫn còn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu



Dự báo lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn 2025 sẽ tăng trưởng 19% yoy với VN-Index kỳ vọng đạt 1.500 điểm

Trong nửa đầu năm 2025, trong bối cảnh nền kinh tế có sự chuyển biến về mặt vĩ mô trong nước và ngoài nước thì kết quả kinh doanh của các nhóm ngành cũng có sự phân hóa nhẹ. Bất động sản được coi là nhóm hồi phục mạnh mẽ và rõ rệt nhất, đặt biệt là các doanh nghiệp lớn có quy mô vốn và dự án được hạch toán lợi nhuận trong 2025. Bên cạnh đó, nhóm ngân hàng vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh khi tín dụng tiếp tục là động lực lớn. Ở chiều ngược lại, nhóm dầu khí vẫn đang loay hoay bài toán chi phí khi giá dầu liên tục giảm. Nhóm công nghệ-viễn thông không còn tăng khi có một năm 2024 bùng nổ.

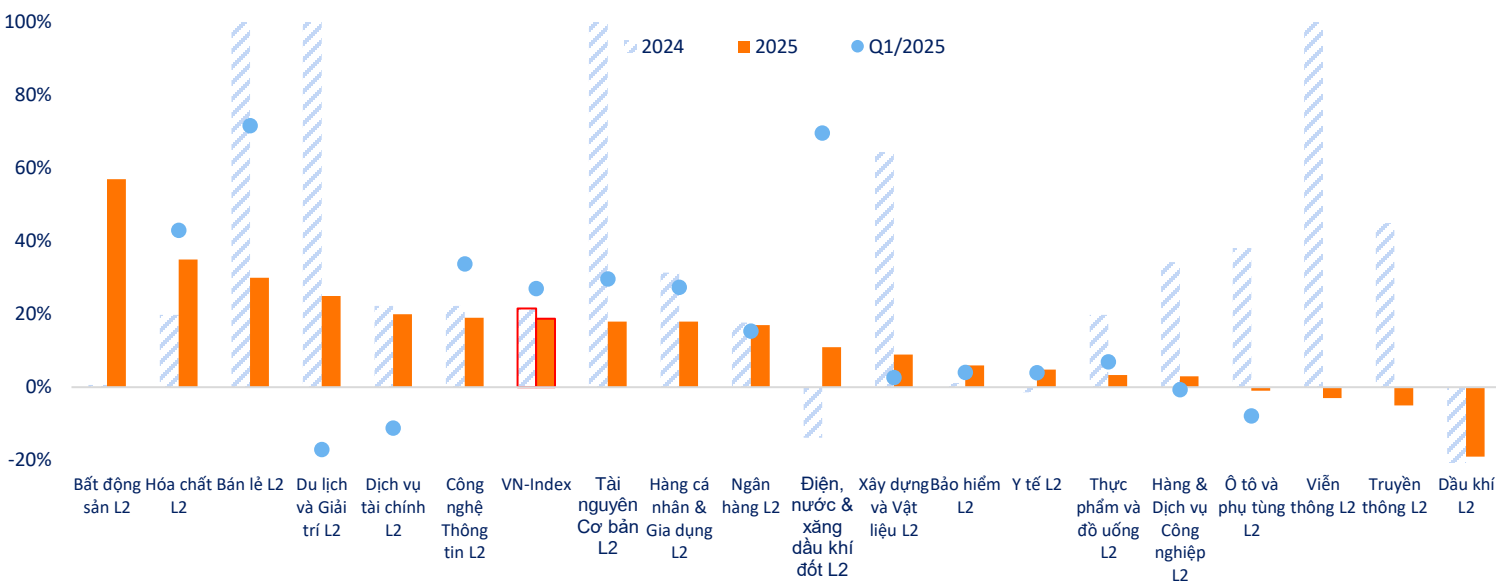
Dự phóng cả năm 2025, tăng trưởng LNST của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán đạt 19% yoy. Trong đó, nhóm BĐS, bán lẻ và ngân hàng vẫn là những nhóm ngành tăng trưởng tốt và đều đặn. Nhóm xuất nhập khẩu không còn được hưởng lợi mạnh như Q1/2025 mà cũng sẽ bị ảnh hưởng bởi hàng rào thuế quan khiến lợi nhuận giảm nhẹ so với Q1/2025 nhưng vẫn tăng so với cùng kỳ.



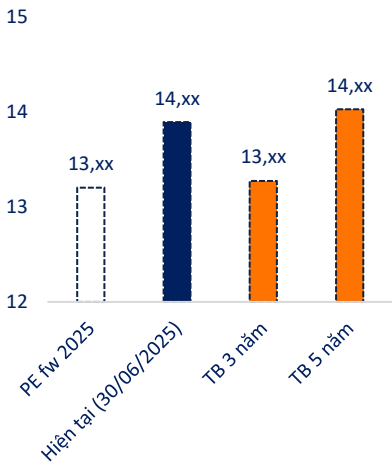
Tăng trưởng LNST của các DN trên sàn ước đạt 19% yoy
PE fw 2025 của VN-Index là 13,xx lần
VN-Index sẽ dao động trong vùng 1.300 – 1.500 điểm

Dự phóng tăng trưởng LNST 2025 của các doanh nghiệp niêm yết

Nguồn: Fiin ProX, VFS tổng hợp



PE và PE fw 2025 của VN-Index so sánh với các mức trung bình 3 năm và 5 năm



Chỉ số PE cơ bản VN-Index trong 2023-nay



Nguồn: Fiin ProX

Dự báo xu hướng dòng tiền và các nhóm ngành theo dõi

Xu hướng kinh tế	Câu chuyện -->Tác động	Các ngành
Tăng tốc giải ngân Đầu tư công	- Hoạt động đầu tư công sẽ là trọng tâm với kế hoạch vốn triển khai cho năm 2025 là khoảng 790 nghìn tỷ đồng (+20,2% yoy).	Xây dựng hạ tầng
	- Những sửa đổi về hành lang pháp lý (Luật đầu tư công sửa đổi), tình hình giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ đạt con số cao, tạo ra động lực tăng trưởng cho ngành xây dựng hạ tầng và vật liệu xây dựng.	Vật liệu xây dựng
Trump 2.0, Xuất nhập khẩu	- Mỹ đánh thuế 20% đối với mặt hàng gốc Việt (thấp tương đối so với các quốc gia khác) và 40% đối với mặt hàng trung chuyển - Tỷ giá tăng do đồng đô la Mỹ mạnh khi Việt Nam khó có thể xuất siêu - Lấy thị phần từ các nước bị đánh thuế cao vào thị trường Mỹ - Xuất nhập khẩu tiếp tục tăng cao nhờ nhu cầu hồi phục cũng như hưởng lợi từ sự biến động vĩ mô tại các thị trường lớn như Trung Quốc và Mỹ - Giá cả hàng hóa leo thang, áp lực cạnh tranh hàng hóa đối với các nước khác	Nông sản thuần Việt (gạo, café, cao su)
		BDS Khu công nghiệp
		Logistic
		Dệt may, thủy sản, phân bón - hóa chất
ESG	- Việt Nam là nước có tiềm năng lớn cho ESG khi mà cơ cấu sản xuất điện hiện tại vẫn đang bị phụ thuộc nhiều vào than đá (34,9%) và khí đốt (1,8%).	Điện tái tạo, Xây dựng điện
Chính sách tiền tệ hỗ trợ tăng trưởng/ chính sách tài khóa mở rộng, Cải cách thể chế, tập trung vào phát triển doanh nghiệp	- Tăng trưởng tín dụng: kỳ vọng đạt mức cao 16 – 17% nhờ XNK và đầu tư công tăng trưởng, chính sách tiền tệ nới lỏng toàn cầu Các chính sách kỳ vọng sẽ hỗ trợ cải thiện chất lượng tài sản ngân hàng (Nghị quyết 42; Dự thảo Thông tư về mua bán và xử lý nợ)	Ngân hàng
	- Lãi suất cho vay ổn định ở mức thấp giúp mở rộng khả năng vay vốn, đẩy mạnh tháo gỡ vướng mắc pháp lý, cơ cấu lại bộ máy hành chính	Bất động sản
Kích thích phát triển kinh tế, cải cách thể chế	Chính phủ chủ động trong việc đưa ra các chính sách kích thích tiêu dùng: (Chỉ thị số 08/CT-BCT ngày 4/4/2025; Nghị quyết về giảm thuế GTGT,...) Tái cấu trúc thị trường bán lẻ theo hướng chất lượng, minh bạch, chuyên nghiệp hóa (các chính sách thuế, hóa đơn điện tử)	Bán lẻ
Nâng hạng thị trường chứng khoán	- Nâng hạng - Đòn bẩy thu hút vốn quốc tế (Kỳ vọng thị trường Việt Nam được quyết định nâng hạng vào tháng 9/2025)	Chứng khoán

2

...

NGÀNH - CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Triển vọng nửa cuối 2025

Tăng trưởng tín dụng cao hưởng lợi từ vĩ mô

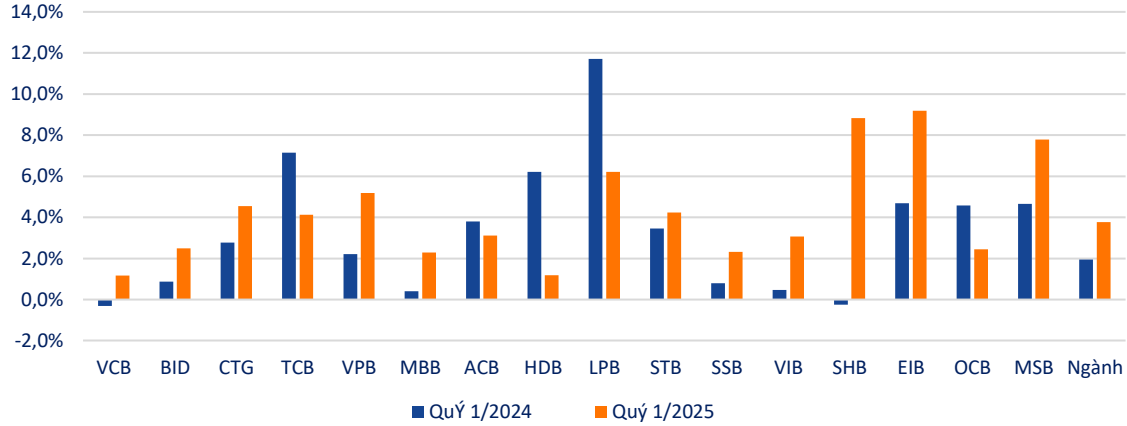
Dự báo tín dụng năm 2025 có thể đạt mục tiêu 16% trong kịch bản cơ sở và trong kịch bản tích cực có thể đạt 17% - 18% nhờ vào:

- (1) Chính phủ rất quyết tâm với mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8%, để đạt được mức này sẽ có sự đóng góp chủ yếu từ nội lực kinh tế trong nước => Đòi hỏi sự hỗ trợ mạnh mẽ từ chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ
- (2) Nghị quyết 68 thể hiện rõ ý chí phát triển kinh tế tư nhân => tạo điều kiện vay vốn cho doanh nghiệp
- (3) Sự phục hồi trong nhiều nhóm ngành đặc biệt là nhóm bất động sản (chiếm 40% trong tổng cơ cấu tín dụng), giá BĐS tăng cùng một loạt các dự án được đẩy mạnh triển khai ở cả Hà Nội, TP HCM và nhiều tỉnh thành khác sẽ đẩy thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.
- (4) Tăng trưởng tín dụng 5 tháng đầu năm rất tích cực, tính đến gần cuối tháng 5 đạt 5,59% cao hơn rất nhiều so với cùng kỳ 2024 chỉ đạt 2,41%, gần 900 nghìn tỷ được đẩy ra nền kinh tế cho thấy những biện pháp hỗ trợ đang phát huy một cách hiệu quả.

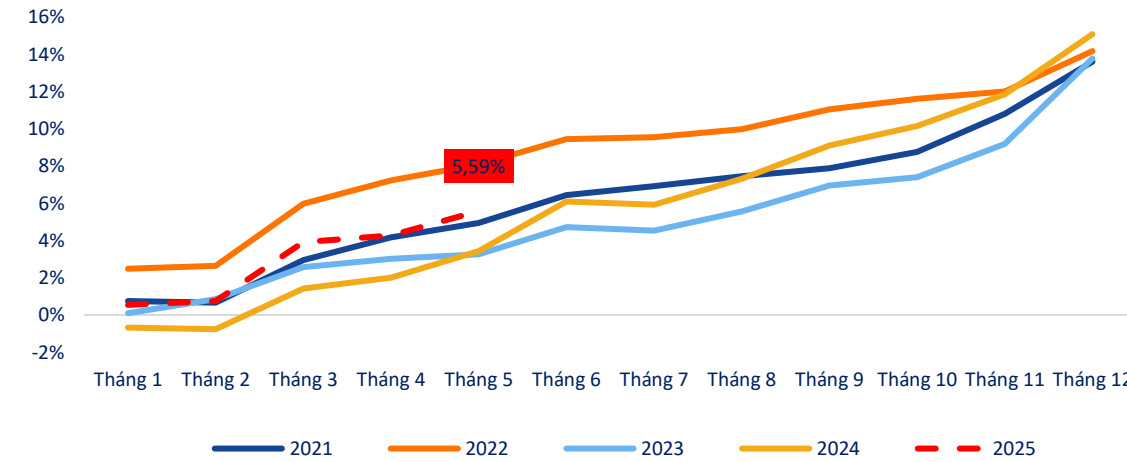
Tính đến hết quý 1/2025, động lực tăng trưởng chủ yếu vẫn đến từ khách hàng doanh nghiệp SME trong khi tăng trưởng nhóm KHCN vẫn ở mức thấp. Có thể thấy rõ qua tăng trưởng của một số ngân hàng bán lẻ như VPB, VIB... Tăng trưởng cho vay khách hàng doanh nghiệp VPB là 8,6% trong khi tăng trưởng KHCN là 1,1%. Tương tự VIB tăng trưởng KHDN là 10% và tăng trưởng KHCN là 1,1%.

=> VFS cho rằng cho vay khách hàng doanh nghiệp sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng của các ngân hàng tập trung vào các lĩnh vực sản xuất, bất động sản, xây dựng, vận tải,... hưởng lợi từ chính sách của Chính phủ và đẩy mạnh đầu tư công. Bên cạnh đó, VFS kỳ vọng cho vay khách hàng cá nhân với động lực chính là cho vay mua nhà cũng sẽ cải thiện nhẹ vào cuối năm.

Tăng trưởng tín dụng



Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Fiin ProX, VFS tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Triển vọng nửa cuối 2025

Tuy nhiên, sẽ có sự cạnh tranh gay gắt và phân hóa giữa các ngân hàng, lợi nhuận ngành bị co hẹp

Sự cạnh tranh trong nhóm ngân hàng đang ngày càng gay gắt, làm cho biên lợi nhuận ngày càng co hẹp. NIM của ngành ngân hàng vẫn đang trong xu hướng giảm 4 năm liên tiếp và xuống mức thấp nhất trong 5 năm gần đây còn 3,2%. Nguyên nhân do:

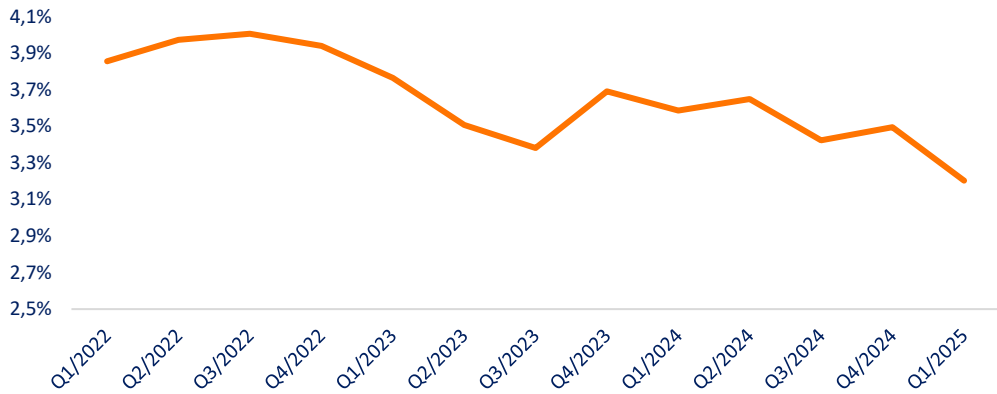
- (1) Nhu cầu của khách hàng ngày càng đa dạng và công nghệ phát triển mạnh mẽ, các ngân hàng mong muốn mở rộng thị phần, thu hút thêm khách hàng mới bằng nhiều hình thức khác nhau => tạo ra một cuộc đua gay gắt, trong đó đáng kể nhất là cuộc đua về lãi suất và phí.
- (2) Trong bối cảnh NHNN điều hành chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng, các ngân hàng giảm lãi suất cho vay để kích cầu tín dụng. Tuy nhiên tăng trưởng huy động chậm hơn tín dụng, áp lực tỷ giá nên không có nhiều dư địa hạ lãi suất huy động.
- (3) Các ngân hàng lớn và nhỏ đều đẩy mạnh đầu tư, nghiên cứu chuyển đổi số, ra mắt sản phẩm miễn phí/chiết khấu cao để giữ chân và thu hút khách hàng.

VFS cho rằng điều này sẽ tạo ra một số xu hướng mới:

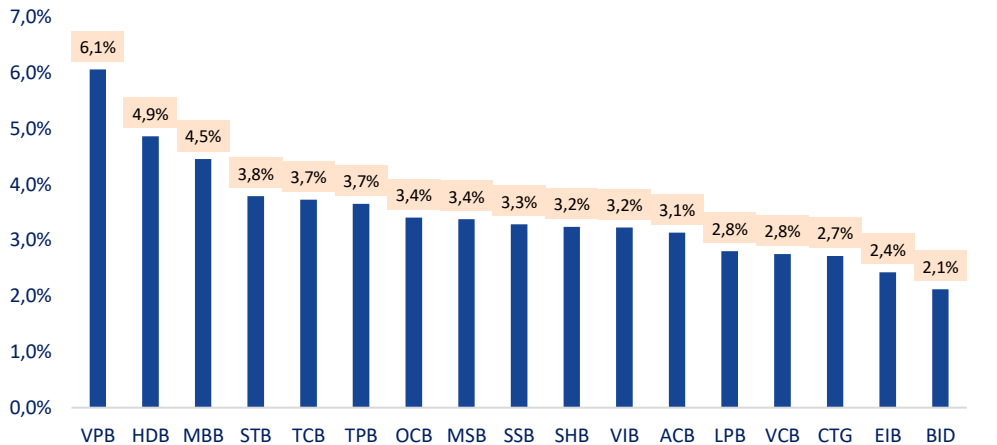
- (1) Đầu tư mạnh vào công nghệ – ngân hàng số: tự động hóa quy trình, mục tiêu giữ chân khách hàng với chi phí thấp hơn và tăng hiệu quả vận hành. **Các ngân hàng như TCB, MBB, TPB,... đang đi đầu trong xu hướng này.**
- (2) Tăng tính chuyên môn hóa theo phân khúc khách hàng giúp ngân hàng giữ được lợi thế riêng.
- (3) Phát triển thêm những sản phẩm mới để thu hút tiền gửi: **Ví dụ như chương trình Sinh lời tự động của TCB...**

Như vậy, sẽ tạo ra sự phân hóa ngày càng mạnh, những ngân hàng có lợi thế cạnh tranh, có nguồn lực sẽ ngày càng khẳng định vị thế và dẫn khoảng cách xa so với các ngân hàng nhỏ.

Nim trung bình ngành



NIM quý 1/2025



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Triển vọng nửa cuối 2025

Chất lượng tài sản suy giảm trong quý 1 nhưng kỳ vọng sẽ tích cực hơn trong nửa cuối 2025

Chất lượng tài sản của các ngân hàng sau khi cải thiện trong quý 4/2024, hiện đang có dấu hiệu suy yếu trong quý 1 khi tỷ lệ nợ xấu toàn ngành là 2,15% tăng so với quý 4/2024 là 1,92%, nợ nhóm 2 cũng bật tăng. Nguyên nhân chính do kết thúc chính sách giãn nợ do Thông tư 02 và những khó khăn liên tiếp xảy ra gây hiệu ứng xấu lên doanh nghiệp. Cùng với đó, bộ đệm vốn mỏng dần khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu của toàn ngành giảm còn 80,4% so với 91,4% vào cuối 2024 cho thấy các ngân hàng chưa quá chú tâm vào trích lập nợ xấu, sẽ gây áp lực trích lập dự phòng trong những quý tới.

Tuy nhiên, một số các chính sách kỳ vọng sẽ hỗ trợ cải thiện chất lượng tài sản ngân hàng

1. Luật hóa các quy định trong Nghị quyết 42: trao quyền cho các tổ chức tín dụng được thu giữ tài sản đảm bảo trong trường hợp khách hàng vi phạm nghĩa vụ nợ.

=> Giúp tăng hiệu quả xử lý nợ xấu, hỗ trợ cải thiện chất lượng tài sản từ đó ngân hàng giảm áp lực trích lập dự phòng rủi ro, từ đó tăng khả năng cung cấp tín dụng.

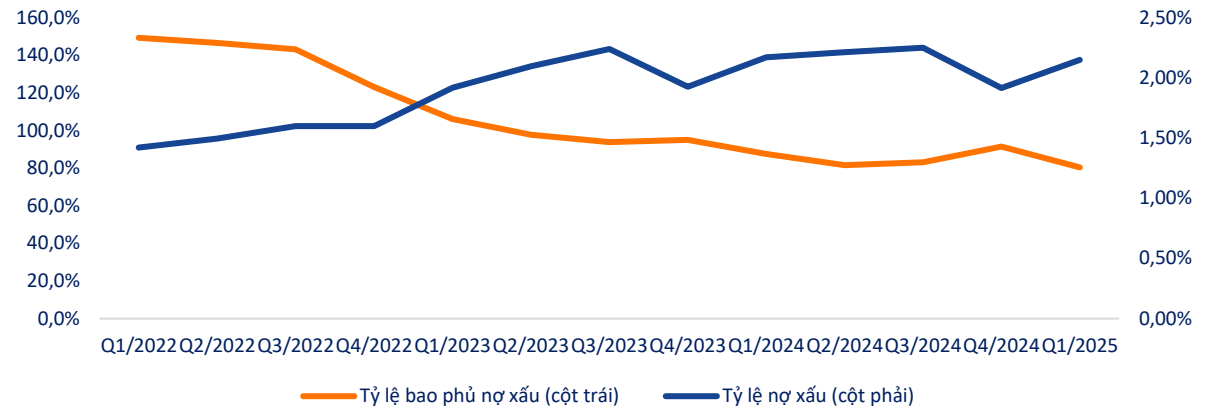
=> Những ngân hàng cho vay bán lẻ (MBB, VIB, VPB...) và những ngân hàng đang trong quá trình nhận chuyển giao xử lý ngân hàng yếu kém (VCB, MBB, VPB, HDB) sẽ được hưởng lợi.

2. Dự thảo Thông tư về mua bán và xử lý nợ: Cho phép công ty quản lý nợ xử lý tài sản đảm bảo.

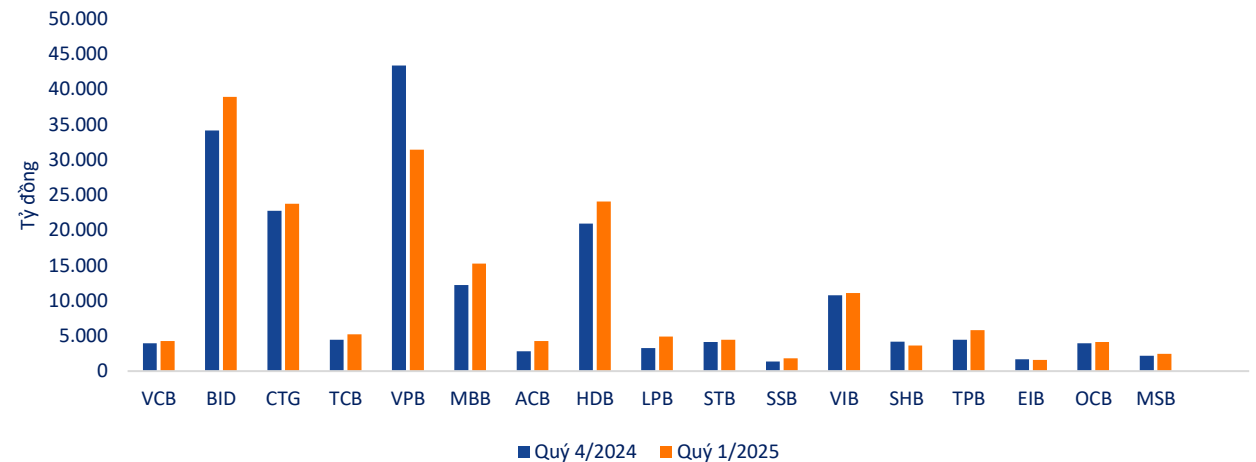
=> Giúp tăng khả năng thu hồi nợ.

Những biện pháp này là cần thiết trong bối cảnh áp lực nợ xấu đang gia tăng, kỳ vọng giúp cải thiện nợ xấu của hệ thống ngân hàng từ giờ đến cuối năm 2025.

Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu



Nợ nhóm 2 tăng nhẹ ở 1 số ngân hàng

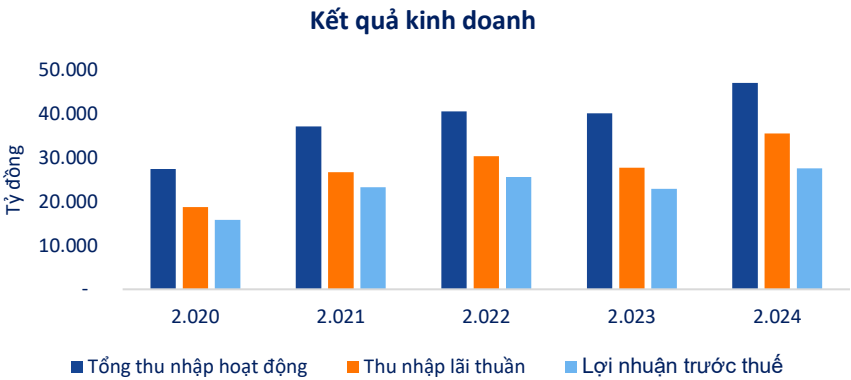


II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

TCB Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam

Giá hiện tại	34.000 VNĐ
Thị giá vốn	239.851 tỷ
CP tự do	7.064 triệu
EPS	3.013
P/B	1,58



Kết quả kinh doanh

Quý 1/2025, TCB lần lượt đạt 11.611 tỷ thu nhập hoạt động (-5,3%yoy) và 7.236 tỷ LNTT (-7,5% yoy), tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận giảm do mức nền cao trong năm 2024 và NIM sụt giảm nhẹ theo xu hướng chung của ngành. Tăng trưởng tín dụng đạt 4,1% động lực đến chủ yếu từ cho vay bất động sản nhờ thị trường bất động sản hồi phục.

Điểm nhấn đầu tư

- **Tăng trưởng tín dụng trong 2025 dự báo trên 22% cùng với NIM duy trì vị trí đầu ngành** nhờ vào (1) NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng chung toàn ngành là 16% (2) Áp lực nợ xấu giảm, hiệu quả hoạt động vượt trội so với ngành, tỷ lệ an toàn vốn cao trong 2024 giúp TCB có nhiều dư địa trong việc xin cấp thêm hạn mức tín dụng (3) Cho vay BĐS tích cực trong bối cảnh thị trường BĐS đang trong đà hồi phục.
- **Chất lượng tài sản được cải thiện mạnh mẽ giảm áp lực trích lập dự phòng** (1) thị trường bất động sản hồi phục giúp giảm áp lực cho các khách hàng được phản ánh thông qua nợ nhóm 2 cũng đang có xu hướng giảm (2) chính sách flexible pricing (lãi suất và điều kiện vay được đánh giá theo mức độ rủi ro của khách hàng) giúp kiểm soát nợ xấu hiệu quả, giảm rủi ro tín dụng.
- **TCBS dự kiến IPO chào bán 231 triệu cổ phần, nâng vốn điều lệ lên hơn 23 nghìn tỷ VNĐ**, giúp TCB được định giá lại tài sản.

Rủi ro

- Nhu cầu bán lẻ bất động sản chậm lại gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ của TCB.

Định giá

Ước tính năm 2025, TCB lần lượt đạt 55,6 nghìn tỷ tổng thu nhập hoạt động (+21%yoy) và 33,8 tỷ LNST (+23%yoy).

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **38.000 VNĐ/cổ phiếu**.

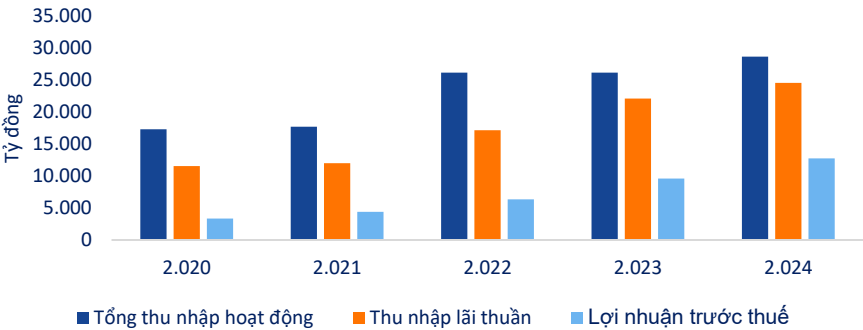
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

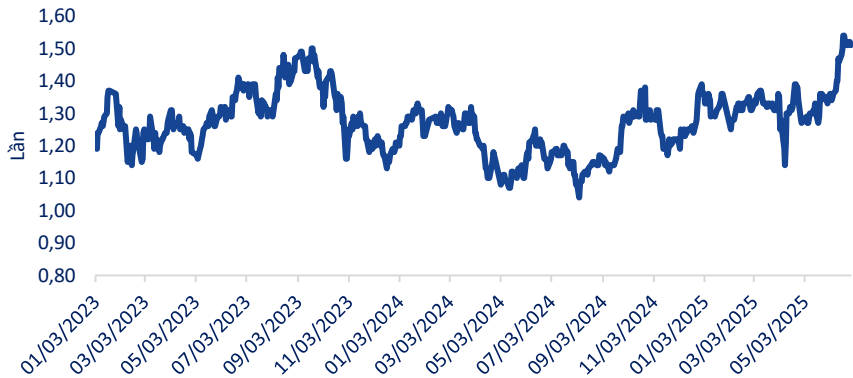
STB Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín

Giá hiện tại	46.500 VNĐ
Thị giá vốn	87.379 tỷ
CP tự do	1.885 triệu
EPS	5.767
P/B	1,51

Kết quả kinh doanh



P/B



Kết quả kinh doanh

Quý 1/2025 STB lần lượt đạt 7.794 tỷ đồng thu nhập hoạt động (+13,41%yoy) và 3.674 tỷ LNTT (+38%yoy), lợi nhuận tăng trưởng mạnh do giảm chi phí dự phòng rủi ro. Trong đó, tăng trưởng tín dụng đạt 4,2% cao hơn so với trung bình ngành.

Điểm nhấn đầu tư

- **Động lực tăng trưởng đến từ thu tiền đấu giá KCN Phong Phú và 32,5% cổ phần của Trầm Bê:** (1) Đối với khoản nợ 5.134 tỷ được đảm bảo bằng khu công nghiệp Phong Phú, hiện nay STB đã đấu giá thành công trị giá 7.934 tỷ và đã thu được 1.587 tỷ. Phần còn lại dự kiến sẽ tiếp tục thu trong năm 2025. (2) Đối với 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê tương ứng với 586 triệu cổ phiếu. Hiện nay STB đã trình phương án lên NHNN và đang chờ NHNN phê duyệt. Nếu đấu giá thành công có thể hạch toán được lợi nhuận lớn và đem đến dòng tiền dồi dào, cùng với đó sẽ có thêm sự có mặt của cổ đông mới và đem đến làn gió mới cho STB. STB có thể bắt đầu trả cổ tức và được đẩy mạnh tín dụng, tập trung vào phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi.
- **Kỳ vọng bắt đầu tập trung phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi, cải thiện biên lãi thuần khi đang trong những bước cuối cùng của Đề án tái cơ cấu.**

Rủi ro

- Chậm trễ trong quá trình thu KCN Phong Phú và bán đấu giá cổ phần STB.

Định giá

Ước tính năm 2025, STB lần lượt đạt 32.235 tỷ tổng thu nhập hoạt động và 14.782 tỷ LNST. Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **50.000 VNĐ/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: MUA

VPB Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng

Giá hiện tại	18.500 VNĐ
Thị giá vốn	146.777 tỷ
CP tự do	7.933 triệu
EPS	2.030
P/E	1,01

Kết quả kinh doanh

Quý 1/2025, VPB lần lượt đạt 15.566 tỷ thu nhập hoạt động (+18%yoy) và 5.021 tỷ lợi nhuận trước thuế (+20%yoy). Tăng trưởng tín dụng đạt 5,2% với động lực đến từ khối khách hàng doanh nghiệp tăng 8,6% chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất ô tô và khoa học công nghệ. Khối khách hàng cá nhân tăng trưởng nhẹ 1,1% đến từ cho vay mua nhà. NIM dù giảm nhẹ so với quý 4/2024 nhưng vẫn ở mức cao nhất ngành đạt 6,06% do là ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao.

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng cao đạt 23 – 24% tính đến hết 2025 nhờ vào:** (1) có lợi thế mở rộng room tín dụng do nhận chuyển giao Gpbank (2) là một trong những ngân hàng được hưởng lợi lớn nhất khi Luật hóa nghị quyết 42 do phân khúc khách hàng.
- Là ngân hàng duy trì NIM cao nhất ngành đạt hơn 6% nhờ vào:** (1) Lãi suất cho vay cao cùng với điều kiện cho vay dễ dàng hơn so với các ngân hàng top đầu, tập trung vào mảng bản lẻ khi tệp khách hàng cá nhân và SME chiếm đến 48% và 50% trong cơ cấu cho vay. Cùng với đó công ty con là FE credit cũng có khẩu vị rủi ro rất cao, (2) Chi phí vốn thấp tận dụng được lợi thế về đối tác SMBC.
- Định giá rẻ với P/B hiện đang quanh 1:** thấp hơn nhiều so với trung bình ngành trong kịch bản VPB kiểm soát được chất lượng tài sản.

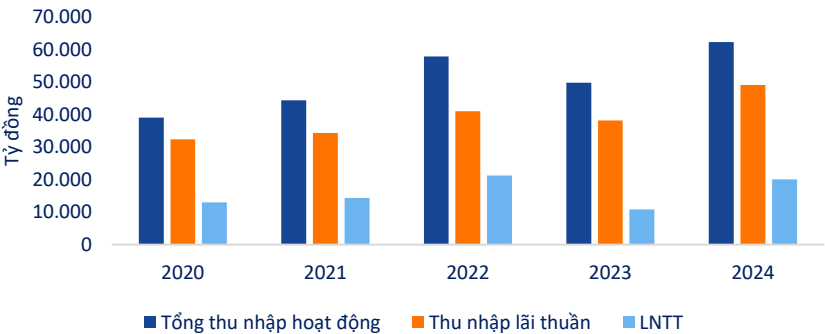
Rủi ro

- Rủi ro nợ xấu sẽ gây áp lực lên trích lập nợ phòng do khẩu vị rủi ro cao

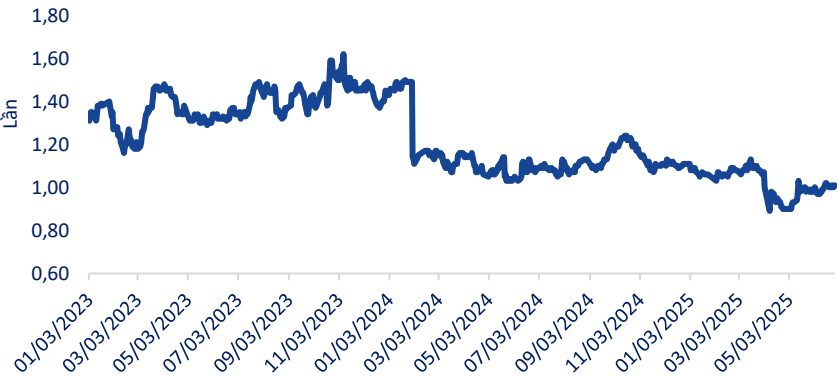
Định giá

Ước tính năm 2025, VPB lần lượt đạt 67.812 tỷ tổng thu nhập hoạt động và 22.312 tỷ LNST. Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **24.000 VND/cổ phiếu**.

Kết quả kinh doanh



P/B



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH BÁN LẺ

Triển vọng nửa cuối 2025

Nhu cầu tiêu thụ ổn định hưởng lợi từ vĩ mô

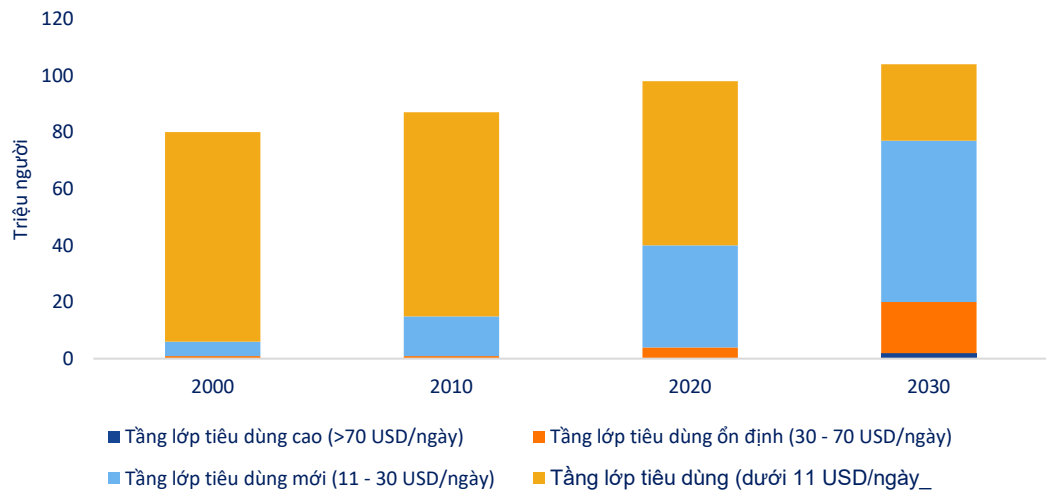
Trong bối cảnh thị trường hàng hóa thế giới còn nhiều bất ổn, thị trường nội địa Việt Nam là trụ cột tăng trưởng cho nền kinh tế. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ quay trở về mức tăng trưởng cao từ 8 – 10% yoy, tiêu dùng 5 tháng đầu năm 2025 ước đạt 2.851,4 nghìn tỷ đồng, tăng 9,7% so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm 2024 tăng 8,8%).

Chính phủ chủ động trong việc đưa ra các chính sách kích thích tiêu dùng:

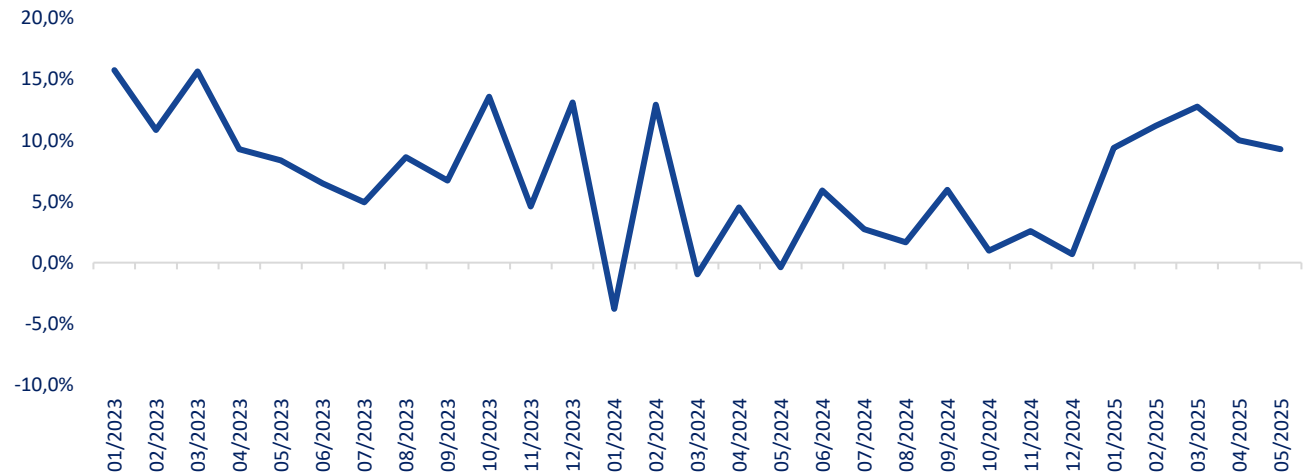
- (1) Ban hành Chỉ thị số 08/CT-BCT ngày 4/4/2025 tiếp tục đẩy mạnh phát triển thị trường trong nước, kích cầu tiêu dùng.
- (2) Ngày 17/6/2025, Quốc hội khóa XV chính thức thông qua Nghị quyết về giảm thuế GTGT (GTGT) có hiệu lực từ ngày 1/7/2025 đến hết ngày 31/12/2026, đồng thời mở rộng phạm vi và bổ sung thêm nhiều đối tượng được giảm 2% thuế GTGT
- (3) Một loạt chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa mở rộng kích thích tăng trưởng và chi tiêu trong nước.

Bên cạnh đó, tầng lớp trung lưu tăng lên, tiêu dùng đang ngày càng gia tăng theo mức chi tiêu hàng ngày. Báo cáo của Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội công bố hồi đầu năm nay cũng ghi nhận tầng lớp trung lưu (có mức chi tiêu bình quân đầu người từ 11-110 USD/ngày) đang hình thành nhanh chóng ở các đô thị lớn, hiện chiếm khoảng 13% dân số và sẽ tăng lên đến 26% vào năm 2026. Dự báo trong 25 năm tới, một nửa dân số nước ta sẽ gia nhập tầng lớp trung lưu. Đây là động lực tăng trưởng cho ngành bán lẻ trong cả ngắn, trung và dài hạn.

Dân số VN theo mức chi tiêu/ngày



Tổng mức bán lẻ hàng hóa (Lũy kế so với cùng kỳ %)



2. NGÀNH BÁN LẺ

Triển vọng nửa cuối 2025

Tái cấu trúc thị trường bán lẻ theo hướng chất lượng, minh bạch, chuyên nghiệp hóa

Xử lý nghiêm vấn đề hàng giả hàng nhái: trong đầu năm 2025, liên tục đẩy mạnh truy quét, xử lý triệt để nạn buôn lậu, gian lận thương mại, thuốc giả, thực phẩm giả... Tổng cộng có hơn 34.000 vụ vi phạm đã bị phát hiện, hơn 1.100 vụ liên quan sở hữu trí tuệ, gần 1.400 vụ bị khởi tố hình sự và hơn 2.100 đối tượng bị bắt giữ. Điều này tạo ra một làn gió mới và xu hướng mới cho ngành bán lẻ:

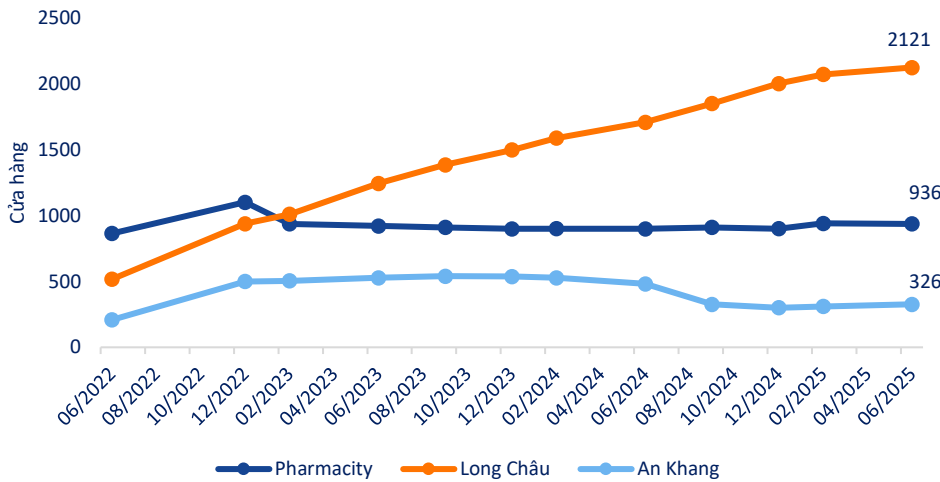
- (1) Các nguồn hàng không rõ nguồn gốc, giá rẻ bị loại bỏ hoặc hạn chế mạnh.
- (2) Niềm tin tăng lên với kênh bán chính thống, những cửa hàng có thương hiệu và uy tín, sẵn sàng trả giá cao hơn để mua đúng hàng.

Chính sách thuế và hóa đơn điện tử: Nghị định 70/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 01/06/2025, sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 123/2020/NĐ-CP về hóa đơn, chứng từ. Nghị định này tập trung vào việc quy định về hóa đơn điện tử, Các hộ kinh doanh có doanh thu trên 1 tỷ đồng/năm bắt buộc phải sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền và kết nối dữ liệu với cơ quan thuế. Bên cạnh đó, thay vì nộp thuế khoán, các hộ sẽ phải kê khai và nộp thuế trên doanh thu thực tế. Trường hợp có doanh thu trên 100 triệu đồng thì thuộc đối tượng phải chịu thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập cá nhân.

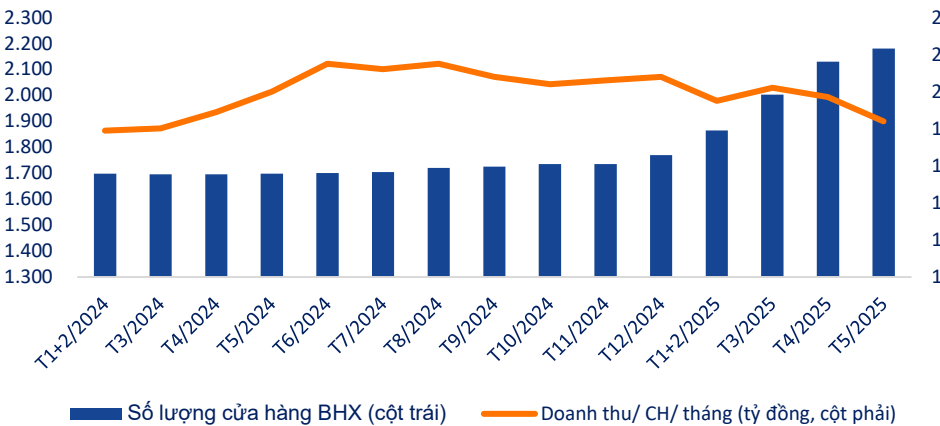
Như vậy, đây là một bước tái cấu trúc thị trường bán lẻ, phân phối và tiêu dùng theo hướng chuyên nghiệp hóa. Áp lực tăng lên với người bán nhỏ lẻ, không có pháp nhân bao gồm: khó khăn trong việc đảm bảo sự minh bạch và đảm bảo quy định của pháp luật, tăng giá vốn giảm biên lợi nhuận => dẫn đến việc làm giảm sức cạnh tranh, buộc phải rút lui hoặc phải chuyển sang mô hình chuyên nghiệp.

=> Những doanh nghiệp có chuỗi như MWG, FRT, MSN, DGW đảm bảo được uy tín, sẽ được tăng thêm sức cạnh tranh, mở rộng thị phần sẽ ngày càng được hưởng lợi trong xu hướng trung và dài hạn.

Số lượng cửa hàng thuốc



Bách Hóa Xanh

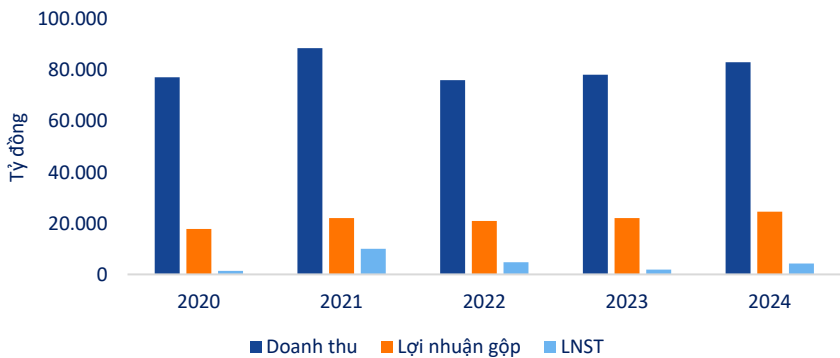


II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

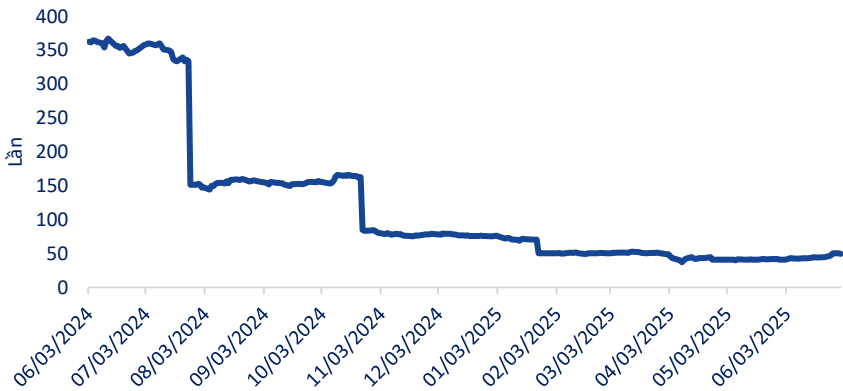
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

MSN	CTCP Tập đoàn Masan
Giá hiện tại	76.800 VNĐ
Thị giá vốn	110.465 tỷ
CP tự do	1.438 triệu
EPS	1.518
P/E	50

Kết quả kinh doanh



P/E



Kết quả kinh doanh

Quý 1/2025, MSN lần lượt đạt 18.896 tỷ doanh thu (+0,2% yoy) và 983 tỷ LNST (+105,3% yoy). Doanh thu chỉ tăng nhẹ do MSN thực hiện thoái vốn H.C. Starck, các mảng còn lại đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu tích cực: doanh thu MCH đạt 7.489 tỷ (+13,8%yoy), doanh thu WCM đạt 8785 tỷ (+10,4% yoy), doanh thu MML đạt 2.070 tỷ (+20,3% yoy) và doanh thu MHT đạt 1.393 (-54,9% yoy) sụt giảm do phần thoái vốn HCS

Điểm nhấn đầu tư

- **MCH (Masan Consumer) tăng trưởng đều 10 – 12% với biên lợi nhuận gộp lên đến gần 50%, là động lực đóng góp chính lợi nhuận trong tập đoàn** nhờ vào một loạt những lợi thế cạnh tranh và chiến lược hiệu quả như (1) Sở hữu các thương hiệu quốc dân có độ nhận diện cao, quen thuộc với người tiêu dùng (2) Hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước với hơn 300.000 điểm bán truyền thống, 6.000 điểm bán hiện đại (3) Tìm kiếm thêm sự tăng trưởng đến từ phát triển các sản phẩm mới, đẩy mạnh tìm kiếm xuất khẩu sang các thị trường mới ở Đông Nam Á, Trung Quốc...
- **WCM (Wincommerce) tìm ra công thức thành công, bắt đầu đem đến dòng tiền dương, đẩy mạnh việc mở mới cửa hàng** nhờ vào cải tạo hệ thống và nâng cao hiệu quả vận hành, ưu tiên tăng trưởng lợi nhuận hơn là mở rộng số lượng. Dự kiến mở mới 500 – 600 cửa hàng trong 2025.
- **MML (Masan MEATLife) tập trung mảng thịt chế biến giúp nâng cao biên lợi nhuận**, hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng quan tâm đến các sản phẩm thịt chất lượng, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng.

Rủi ro

- Việc mở rộng hoạt động sang nhiều lĩnh vực và đầu tư dàn trải khiến Masan gặp khó khăn trong việc kiểm soát hiệu quả kinh doanh và làm giảm tính minh bạch số liệu tài chính.

Định giá

Ước tính năm 2025, MWG lần lượt đạt 92,1 nghìn tỷ tổng doanh thu (+10,77%yoy) và 6.261 tỷ LNST (+45.56%yoy).

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **84.000 VND/cổ phiếu**.

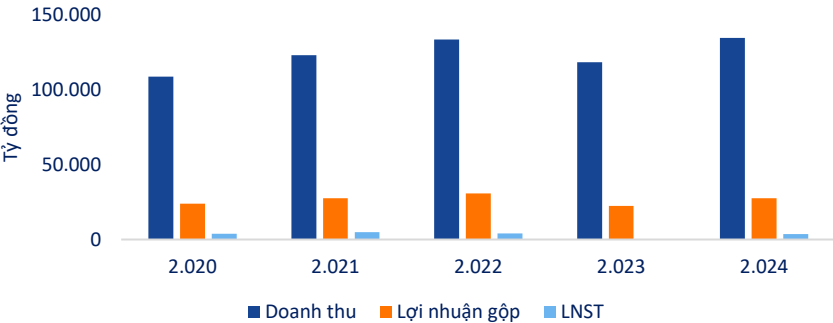
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

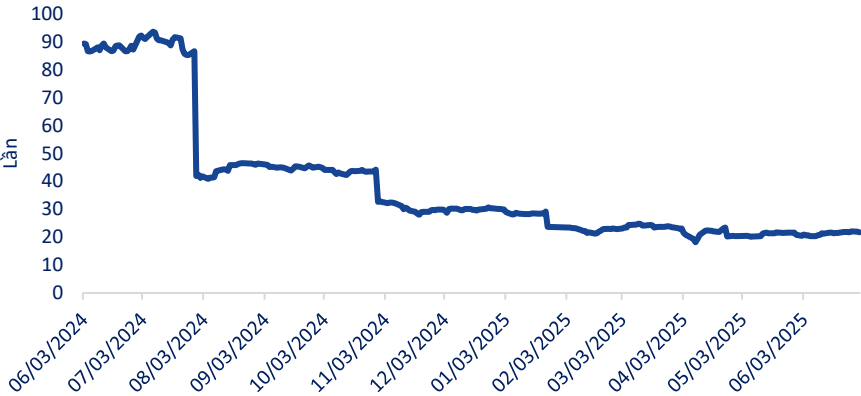
MWG CTCP Đầu tư Thế giới Di động

Giá hiện tại	65.500 VNĐ
Thị giá vốn	96.848 tỷ
CP tự do	1.478 triệu
EPS	2.976
P/E	22

Kết quả kinh doanh



P/E



Kết quả kinh doanh

Doanh thu quý 1/2025 tăng trưởng 14,8% đến từ: Chuỗi ĐMX và TGDD đạt 24,2 nghìn tỷ doanh thu (+14%yoy) nhờ vào việc liên tục mở rộng thị phần, mô hình kinh doanh tối ưu hơn sau cơ cấu. Chuỗi BHX đạt hơn 11 nghìn tỷ (+20%yoy), mở mới 232 cửa hàng, chính thức thành công tiến ra miền Trung với hơn 100 cửa hàng. Chuỗi An Khang, Erablue và Avakids cũng có những chuyển biến tích cực.

Điểm nhấn đầu tư

- **Tốc độ mở mới BHX nhanh hơn dự kiến và doanh thu/cửa hàng duy trì đều quanh mốc 2 tỷ/ cửa hàng/tháng.** BHX đang nghiên cứu kế hoạch tiến ra Hà Nội.
- **MWG đang tái cơ cấu hiệu quả, kiểm soát tốt các loại chi phí:** Doanh thu/ cửa hàng của TGDD và ĐMX quý 1/2025 tăng hơn 15% so với cùng kỳ nhờ vào nhu cầu hồi phục và thị phần tăng lên sau cuộc chiến giá rẻ cuối 2023 và đầu 2024.
- **Các chuỗi khác có diễn biến tích cực hơn:** An Khang đang tiến dần đến lộ trình hòa vốn, Avakids và Erable đều đã đạt lợi nhuận ở cấp độ công ty.

Rủi ro

- Việc mở rộng BHX sang miền Trung và miền Bắc khó khăn hơn dự kiến do sự khác biệt về địa lý.

Định giá

Chúng tôi điều chỉnh so với báo cáo trước doanh thu và lợi nhuận ước tính của MWG lần lượt đạt 172 nghìn tỷ (+28,3%yoy) và 5.723 tỷ VNĐ (+53,7%yoy)
Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **75.000 VNĐ/cổ phiếu.**

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

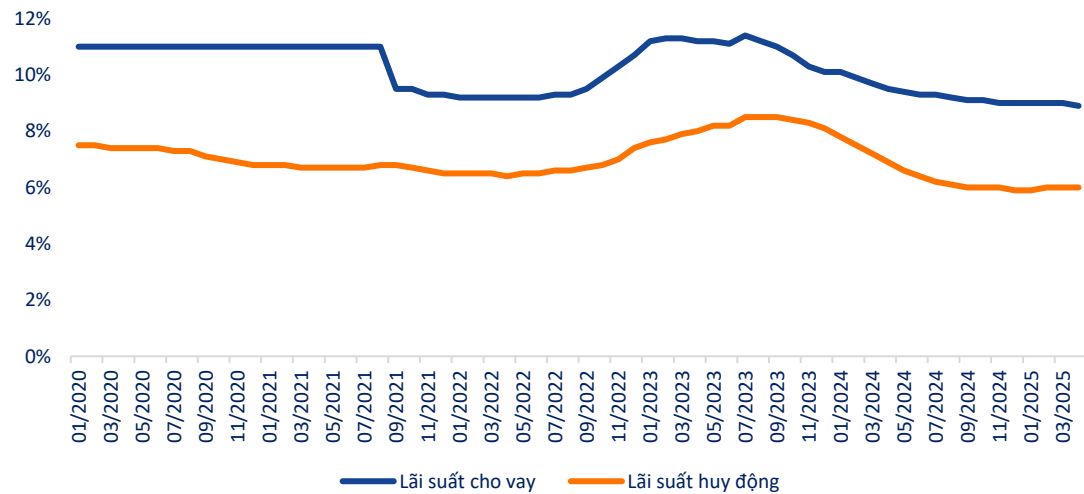
3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Những khó khăn của ngành BĐS trong giai đoạn 2022 – 2023 đã và đang được tháo gỡ mạnh mẽ

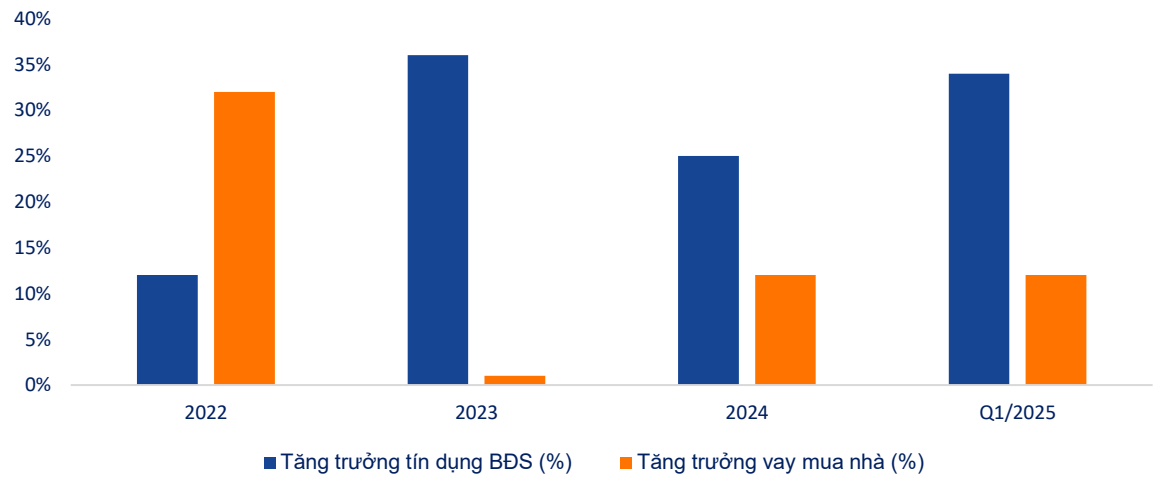
Lãi suất cho vay ổn định ở mức thấp giúp mở rộng khả năng vay vốn. Kể từ đầu năm 2025, lãi suất cho vay dài hạn bình quân của các ngân hàng duy trì quanh mức 7,8%/năm, thấp hơn so mức 9,5% trong thời kỳ dịch Covid-19 (2020 – 2021). Tăng trưởng dư nợ cho vay mua nhà duy trì ổn định ở mức 12% svck. Bên cạnh đó, Chính phủ và các ngân hàng thương mại cũng thực hiện các giải pháp để đẩy mạnh tín dụng BĐS, cả ở phía doanh nghiệp cũng như người mua nhà. Đáng chú ý, có thể kể đến gói ưu đãi cho vay mua nhà ở xã hội dành cho người dưới 35 tuổi. Mặt khác, lãi suất huy động tại các ngân hàng cũng không có nhiều biến động kể từ đầu năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho sẽ được duy trì ổn định ở mức thấp trong 6 tháng cuối năm. Điều này sẽ giúp mở rộng khả năng tiếp cận nguồn vốn ngân hàng của chủ đầu tư, cũng như thúc đẩy nhu cầu của người mua nhà.

Nhiều nút thắt về pháp lý được tháo gỡ. Kể từ năm 2024, Chính phủ đã ban hành nhiều quy định nhằm tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản. Trong đó, tập trung vào việc sửa đổi, bổ sung 2 bộ luật lớn là Luật Đất đai và Luật Kinh doanh bất động sản. Bên cạnh đó, hai nghị định quan trọng ban hành ngày 1/4/2025 đã góp phần tháo gỡ các nút thắt pháp lý tồn tại lâu nay: Nghị định 76/2025/NĐ-CP hướng dẫn cụ thể cách tính tiền sử dụng đất, giúp tháo gỡ vướng mắc cho các dự án chậm tiến độ. Nghị định 75/2025/NĐ-CP cũng cho phép cấp phép dự án nhà ở thương mại nằm trên đất không phải đất ở, tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất, đẩy nhanh quá trình xây dựng và thương mại hóa dự án. Chúng tôi kỳ vọng những chính sách này khi đi vào thực tiễn sẽ là động lực thúc đẩy sự phát triển của thị trường bất động sản trong dài hạn.

Lãi suất huy động và cho vay ổn định ở mức thấp



Tổng dư nợ tín dụng bất động sản tăng mạnh 34% so với cùng kỳ năm 2024



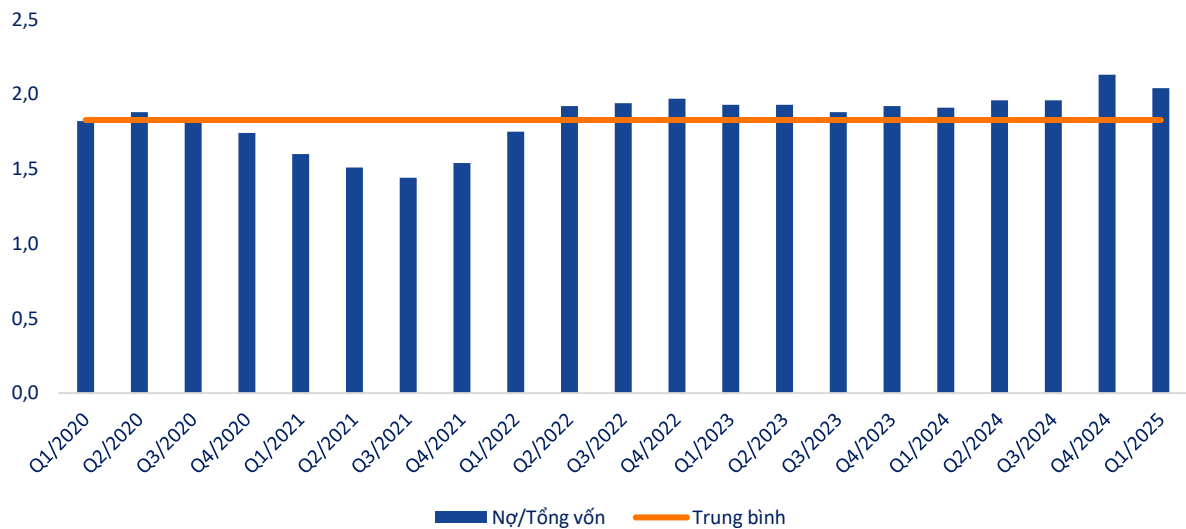
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

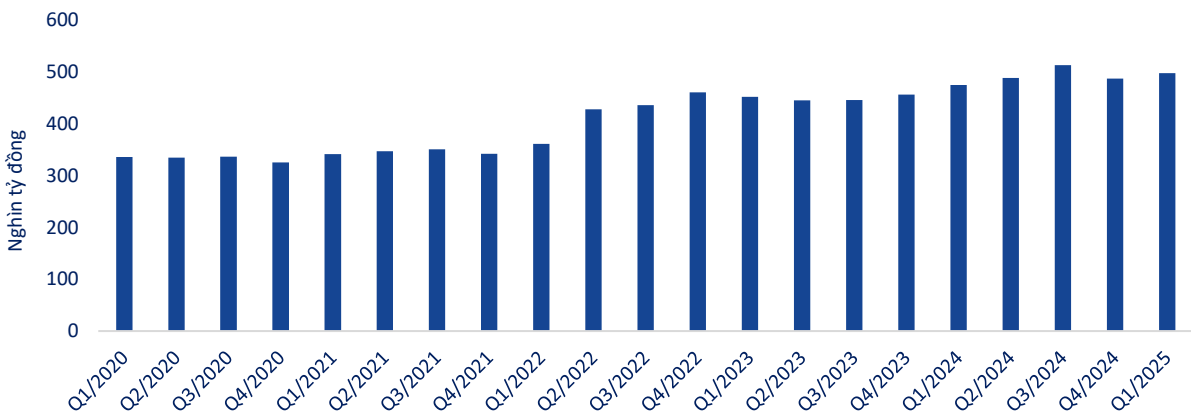
Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy có xu hướng cải thiện khi các doanh nghiệp đẩy mạnh triển khai dự án

Tổng số nợ vay của các doanh nghiệp bất động sản đã tăng liên tục kể từ Q2/2024 và đạt 543,7 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025 (+7,5% so với đầu năm và +15,4% svck). Bên cạnh đó, tỷ lệ tổng nợ/tổng vốn của ngành bất động sản đã cải thiện rõ nét kể từ quý 4/2024 lên mức 2,11 lần, cao nhất trong vòng 5 năm. Sang Q1/2025, mặc dù tỷ lệ này giảm nhẹ về mức 2,04 lần nhưng vẫn cao hơn so với mức 1,83 lần trung bình 5 năm gần nhất. Thêm vào đó, tỷ trọng nợ vay dài hạn/tổng nợ vay có xu hướng tăng kể từ Q4/2023. Điều này thể hiện nỗ lực huy động vốn của các doanh nghiệp để đầu tư phát triển dự án, dẫn đến lượng hàng tồn kho của ngành BĐS trong Q1 đạt 498,2 nghìn tỷ đồng (+4,8% svck). Trong đó, tăng trưởng nợ chủ yếu thuộc về các chủ đầu tư lớn như VHM, DXG, KDH để xây dựng dự án tại khu vực trung tâm các đô thị lớn.

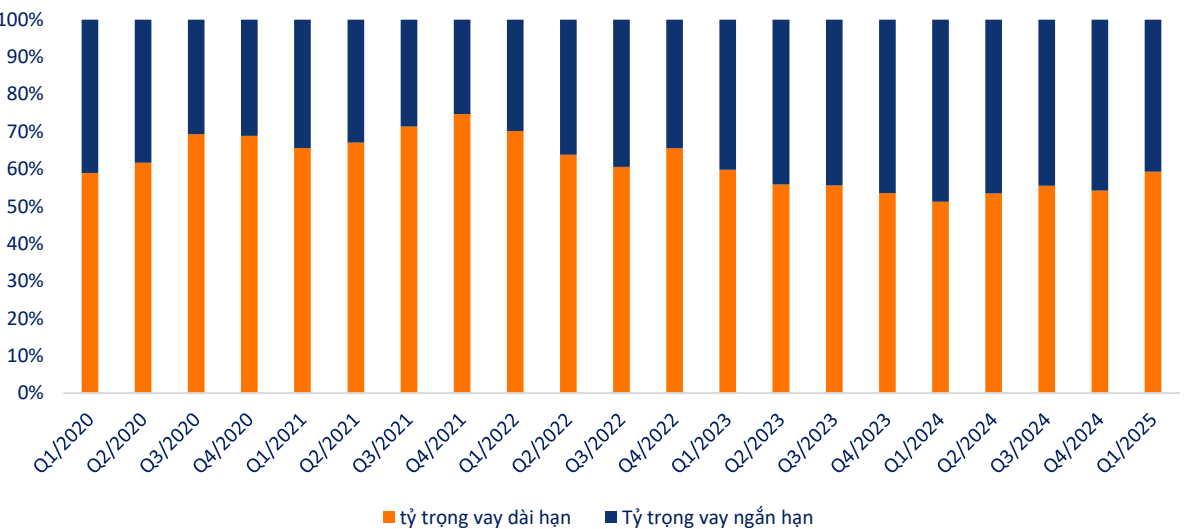
Hệ số nợ/tổng vốn có xu hướng tăng trở lại kể từ Q4/2024



Giá trị hàng tồn kho ngành bất động sản



Cơ cấu nợ vay của ngành bất động sản



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

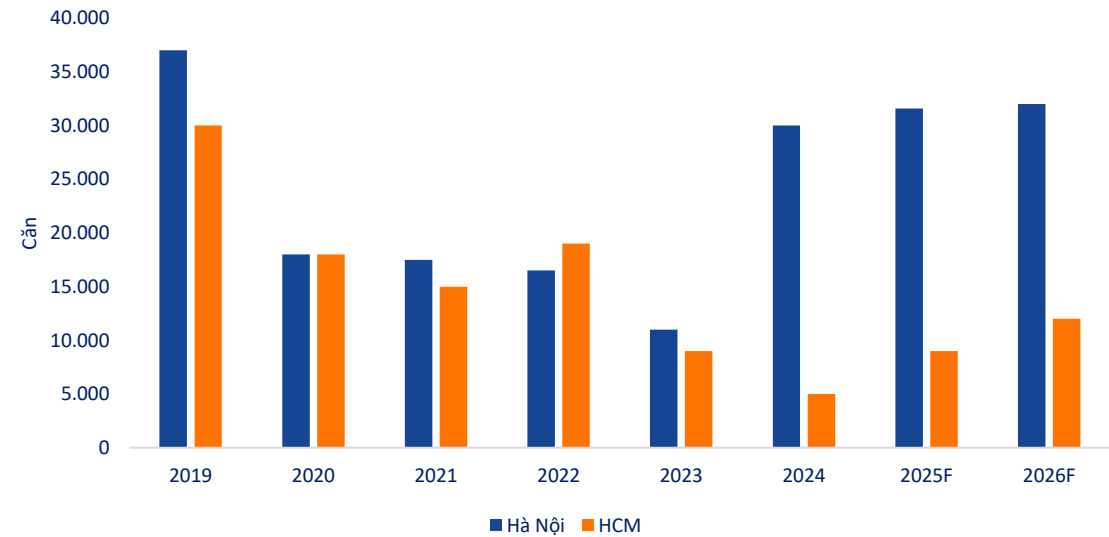
3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Dự báo nguồn cung và giá bán duy trì xu hướng tăng

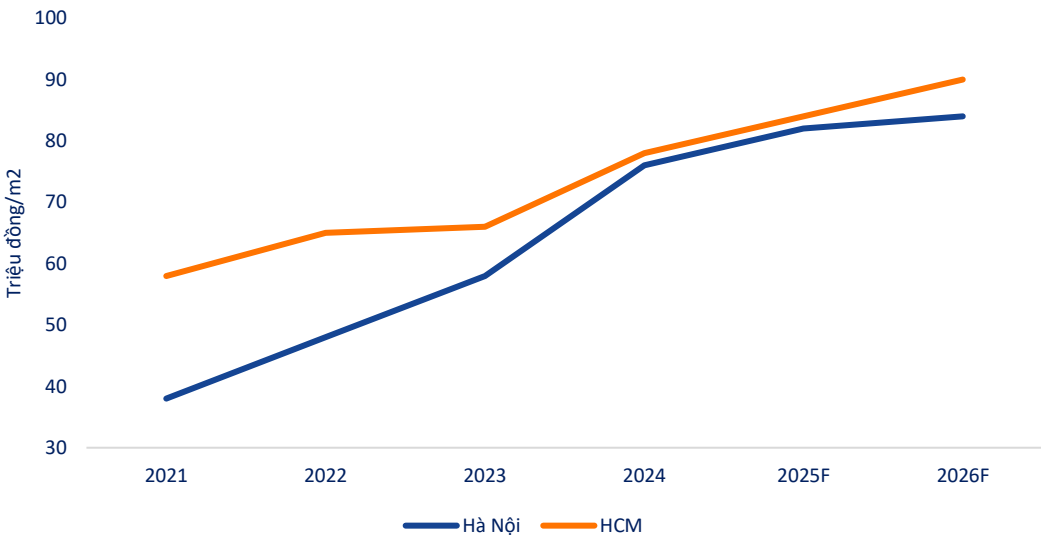
Trong năm 2025, nguồn cung bất động sản sẽ duy trì đà hồi phục. Theo dự báo của CBRE, sau khi phục hồi mạnh trong năm 2024, nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và HCM có thể đạt lần lượt 31.700 và 9.000 căn hộ, tăng nhẹ so với mức nền cao của năm trước và chủ yếu là các dự án thuộc phân khúc trung và cao cấp. Động lực thúc đẩy nguồn cung tại 2 thị trường lớn này đến từ việc nhiều dự án được tháo gỡ vướng mắc pháp lý cũng như được đẩy mạnh mở bán để đón đầu cơ hội hồi phục của thị trường. Trong đó, chúng tôi cho rằng phần lớn các dự án được đẩy mạnh mở bán kể từ Q2 -Q3 đến từ các chủ đầu tư lớn như VHM, KDH, DXG, Capitaland...

Về mặt bằng giá, giá bán căn hộ sơ cấp tại thị trường Hà Nội và HCM được dự báo có thể tăng khoảng 8% so với năm 2024 khi nhu cầu nhà ở tại 2 đại đô thị vẫn ở mức cao so với nguồn cung. Mặt khác, trong bối cảnh giá bán căn hộ tại các đô thị tăng liên tục và vượt quá ngân sách của đa số người mua nhà, cùng với mật độ dân số trong khu vực nội thành ngày càng cao, chúng tôi cho rằng dòng tiền sẽ chuyển dịch sự quan tâm sang các tỉnh lân cận của Hà Nội và HCM như Hưng Yên, Bắc Ninh, Bình Dương... Từ đó, thúc đẩy giá bán tại các khu vực này.

Nguồn cung căn hộ tại HN và HCM



Giá bán sơ cấp tại HN và HCM



3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Việc đẩy mạnh mở bán dự án mới sẽ giúp KQKD tăng trưởng tích cực

Trong giai đoạn 2025 - 2026, nhiều doanh nghiệp bất động sản đã có kế hoạch đẩy mạnh mở bán và bàn giao dự án trong bối cảnh thị trường duy trì tín hiệu hồi phục. Điều này sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng tích cực về doanh thu và lợi nhuận. Trong đó, các dự án có pháp lý rõ ràng, vị trí đẹp gần trung tâm thành phố lớn như Hà Nội và HCM sẽ ghi nhận tỷ lệ hấp thu cao. Trong đó:

- Nhóm doanh nghiệp duy trì xu hướng tăng trưởng KQKD gồm VHM, NLG, KDH, DXG do mở bán các dự án mới. Đồng thời, tiếp tục ghi nhận doanh thu từ bàn giao các dự án trước đó.
- Nhóm doanh nghiệp có KQKD hồi phục từ đáy gồm NVL và PDR nhờ tiến hành mở bán các dự án trọng điểm sau khi được tháo gỡ vướng mắc về thủ tục pháp lý.

Một số dự án được mở bán, bàn giao trong giai đoạn 2025 - 2026

CDT	Dự án	Vị trí	Mở bán	Bàn giao	Tiến độ
VHM	Vinhomes Dương Kinh	Hải Phòng	Q2/2025	2026	Dự kiến 5.000 sản phẩm thấp tầng
	Vinhomes Green City	Long An	2025	2028	Đang GPMB
KDH	Emeria và Clarira	HCM	Q3/2025	2027	Dự kiến mở 226 căn thấp tầng Quý 3/2025
	Solina	HCM	2025	2026	Dự kiến mở bán 218 sản phẩm thấp tầng cuối năm 2025
NLG	Mizuki Park	HCM	2024	2025	Tiếp tục mở bán
	Cần Thơ	Cần Thơ	Q4/2024	2026	Đã mở bán Quý 4/2024 500 sản phẩm (gồm nhà phố và đất nền)
PDR	Bắc Hà Thanh	Bình Định	Q4/2024	2025 - 2026	Đã bán hết 627 sản phẩm giai đoạn 1. Dự kiến mở bán 800 sản phẩm giai đoạn tiếp theo.
	Thuận An 1,2	Bình Dương	Q2/2025	2026	Đang hoàn thiện pháp lý, chuẩn bị mở bán 2025
DXG	The Privie	HCM	Q2/2025	2025 - 2026	Đã có GPXD vào tháng 9/2024, đang thu hồi 300 căn với khách cũ để tái mở bán. Quý 2/2025 mở bán mới
	Gem Sky World	Đồng Nai	2025	2025	Dự kiến mở bán khoảng 700 sản phẩm trong năm 2025
NTL	Chung cư No11	Hà Nội	Q3/2025	2026	Đang hoàn thiện pháp lý, dự kiến mở bán cuối 2025 - đầu 2026
HDG	Ha Do Charm Villas	Hà Nội	2025	2027	Dự kiến mở bán Quý 2/2025 với 108 sản phẩm thấp tầng
HDC	The Light City 1	Vũng Tàu	2025	2026	Đã mở bán và bàn giao các lô LK 2,4,5,7,9 còn lại của dự án
TCH	Hoang Huy New City	Hải Phòng	2025	2026 – 2027	Đã mở bán và dự kiến bàn giao cuối năm 2026 - 2027
	Hoàng Huy Green City	Hải Phòng	Q1/2025	2025	Đã mở bán và dự kiến bàn giao cuối năm 2025

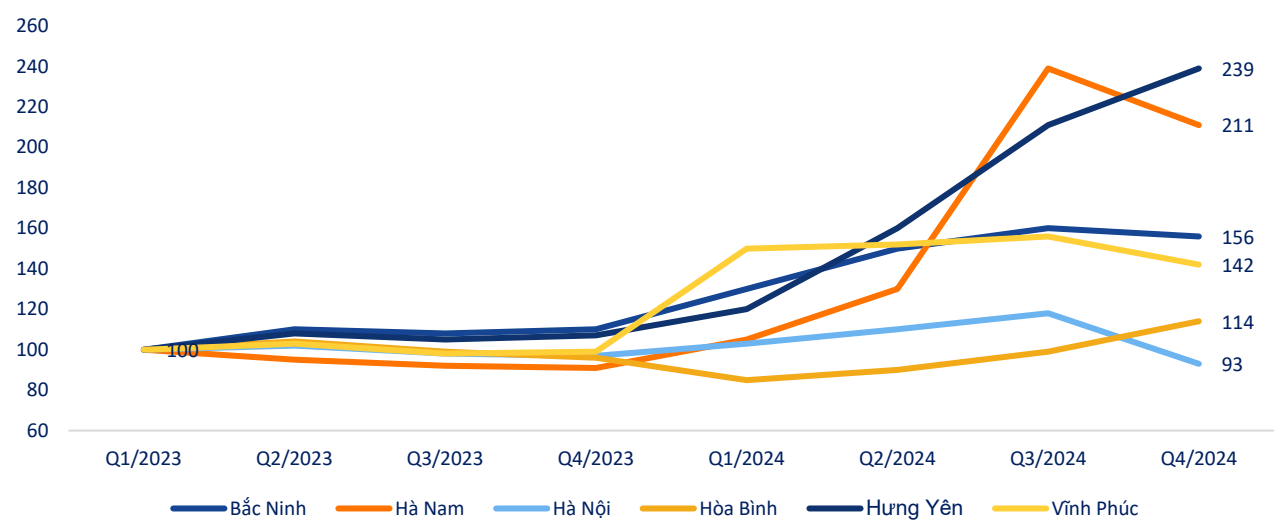
3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Sáp nhập tỉnh thành có thể thúc đẩy nhu cầu và giá BĐS các tỉnh vùng ven

Ngày 12/06 vừa qua, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết sắp xếp đơn vị hành chính cấp tỉnh, cả nước còn 34 tỉnh, thành. Theo đó, 11 tỉnh, thành phố không thực hiện sắp xếp và 52 tỉnh, thành sắp xếp thành 23 tỉnh, thành mới. Các tỉnh, thành hình thành sau sắp xếp chính thức hoạt động từ 01/07. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá việc sáp nhập tỉnh thành có thể tác động tích cực đến thị trường bất động sản. Cụ thể:

- 1) Sáp nhập tỉnh thành giúp mở rộng diện tích, thuận tiện trong việc quy hoạch đồng bộ các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông. Từ đó, tạo tiền đề để hình thành các vùng kinh tế trọng điểm mới. Điều này sẽ là động lực để nâng giá trị bất động sản và thúc đẩy dòng vốn đầu tư vào các dự án mới, tạo nguồn cung cho thị trường.
- 2) Việc đẩy mạnh xây dựng cơ sở hạ tầng, tăng tính kết nối giữa các tỉnh thành mới sau sáp nhập cũng khiến giá đất tại các tỉnh vùng ven đô thị lớn được hưởng lợi. Mặt khác, giá đất vùng ven cũng được thúc đẩy bởi giá bất động sản nội đô tăng liên tục và quỹ đất ngày càng khan hiếm. Theo số liệu của batdongsan.com, các tỉnh vùng ven Hà Nội như Hưng Yên, Hà Nam nằm trong top đầu cả nước về mức độ quan tâm. Bên cạnh đó, Bình Dương và Vũng Tàu cũng chứng kiến mức độ quan tâm gia tăng lần lượt là 49% và 42%. Điều này cho thấy xu hướng chuyển dịch khỏi khu vực nội đô để tìm đến những khu vực có giá cả phù hợp cũng như tỷ suất sinh lời tốt hơn.

Mức độ quan tâm của các tỉnh vùng ven có xu hướng hồi phục



Hà Nam và Hưng Yên có mức độ quan tâm đứng đầu cả nước

Xếp hạng	Tỉnh/thành
1	Hà Nam
2	Hưng Yên
3	Bắc Ninh
10	Vĩnh Phúc
11	Phú Thọ
17	Hà Nội
19	Hòa Bình

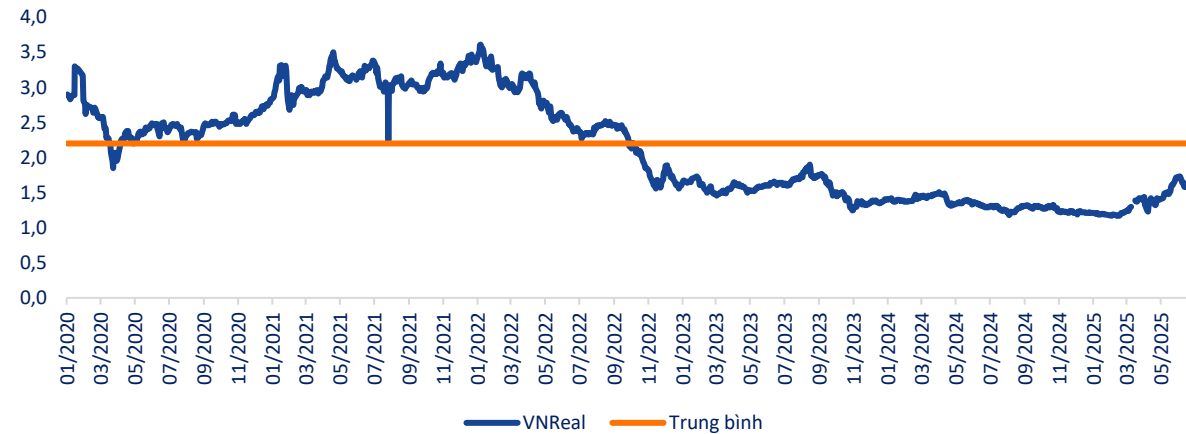
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

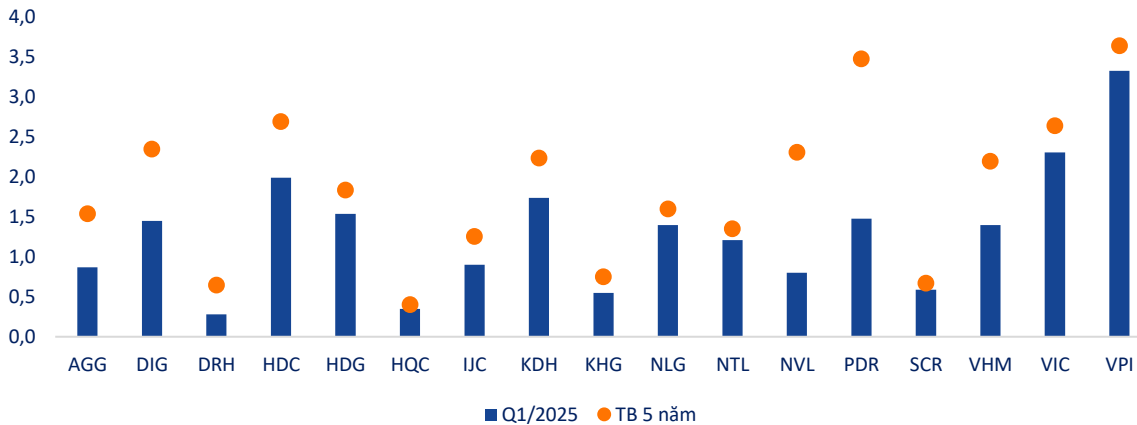
Định giá ngành bất động sản đang tương đối thấp

Ngành BĐS đang giao dịch ở mức P/B là 1,6x, thấp hơn so với mức 2,2x trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng định giá của nhóm BĐS vẫn còn tương đối thấp so với những triển vọng tăng trưởng của ngành về việc được hỗ trợ tháo gỡ vướng mắc pháp lý, cũng như đẩy mạnh đầu tư, mở bán dự án để tận dụng bối cảnh hồi phục của thị trường. Bên cạnh đó, từ đầu năm đến nay, chỉ số ngành BĐS VN-Real đã tăng trưởng mạnh hơn so với VN-Index, lần lượt là 37% và 6,2% YTD. Điều này phản ánh kỳ vọng tích cực của thị trường đối với triển vọng ngành bất động sản. Với mặt bằng định giá ngành bất động sản còn tương đối thấp, dòng tiền có thể tìm đến những cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt và tỷ lệ rủi ro/lợi nhuận hợp lý. Trong đó, nhiều cổ phiếu có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận từ mở bán/bàn giao các dự án trong 1 - 2 năm tới đang giao dịch ở P/B thấp hơn trung bình 5 năm. Đây là cơ hội để nhà đầu tư có thể tìm kiếm những cổ phiếu tốt để giải ngân cho hoạt động đầu tư dài hạn.

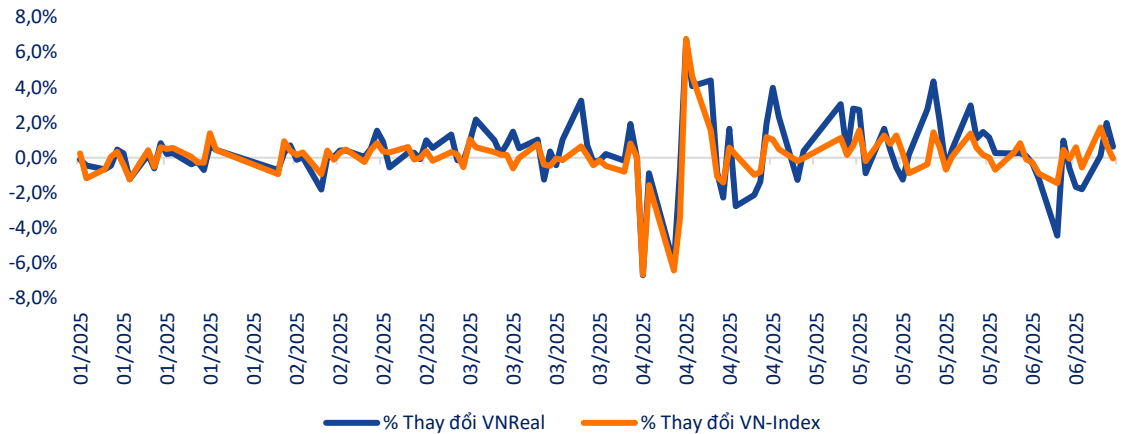
P/B ngành BĐS



Nhiều cổ phiếu BĐS đang giao dịch ở P/B tương đối thấp



Biến động chỉ số VNReal và VN-Index



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

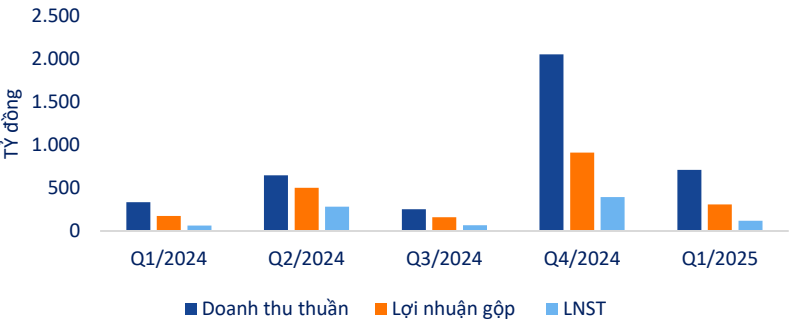
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

KDH

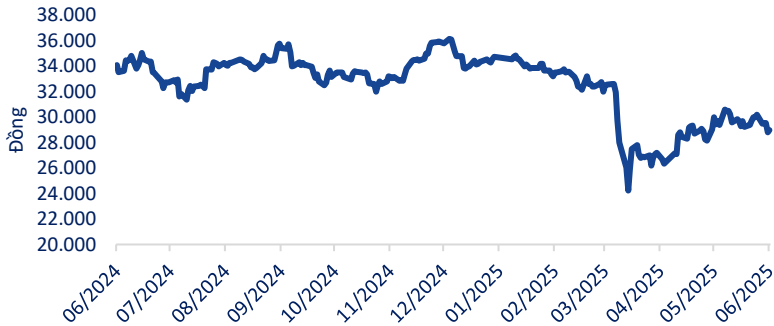
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền

Giá hiện tại	29.000 VNĐ
Thị giá vốn	29.424,2 tỷ
CP tự do	1.011.1 triệu
EPS	859
P/E	33.89

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Q1/2025, KDH ghi nhận doanh thu thuần 709,8 tỷ đồng (+112,6% svck). Trong đó, đóng góp lớn nhất đến từ việc bàn giao phần còn lại của dự án The Privia. Biên lợi nhuận gộp đạt 43%, thấp hơn so với mức 52% cùng kỳdo dự án The Privia có biên lợi nhuận gộp khá thaaso. Trong kỳ, KDH ghi nhận lợi nhuận sau thuế 118,6 tỷ đồng (+85,5% svck). Như vậy, công ty đã hoàn thành 18,6% kế hoạch doanh thu và 11,8% kế hoạch LNST.

Điểm nhấn đầu tư

- Cụm dự án The Foresta là động lực tăng trưởng chính cho giai đoạn 2025 - 2026.** Phân khu thấp tầng The Clarita đã hoàn thiện 95% và dự kiến mở bán vào Q2/2025. Với mức giá chào bán dao động từ 200 triệu - 250 triệu đồng/m², VFS dự phóng rằng dự án The Clarita sẽ đóng góp khoảng 8.800 tỷ đồng doanh thu và 4.660 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2026.
- Các dự án gối đầu đều là các ví trí vàng tại TP. Hồ Chí Minh,** tạo tiềm năng tăng trưởng dài hạn. Dự án The Solina được đẩy mạnh đầu tư và kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng tiếp theo, qua đó sẽ mang lại 5.500 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn 2026 – 2027. Bên cạnh đó, KDH đang sở hữu quỹ đất vàng với 600ha bất động sản nhà ở và 100ha khu công nghiệp tại TP. Hồ Chí Minh, đều đang có tiến triển tốt về pháp lý và tiến độ thi công, được kỳ vọng sẽ sớm tạo ra dòng tiền cho doanh nghiệp.

Rủi ro

- Dự án The Clarita mở bán muộn hơn dự kiến và giá bán thấp hơn mức giá kỳ vọng là 250 triệu đồng/m²
- Rủi ro chậm trễ trong việc xin giấy phép xây dựng cho dự án The Solina khiến cho việc mở bán lùi lại sang năm 2027.

Định giá

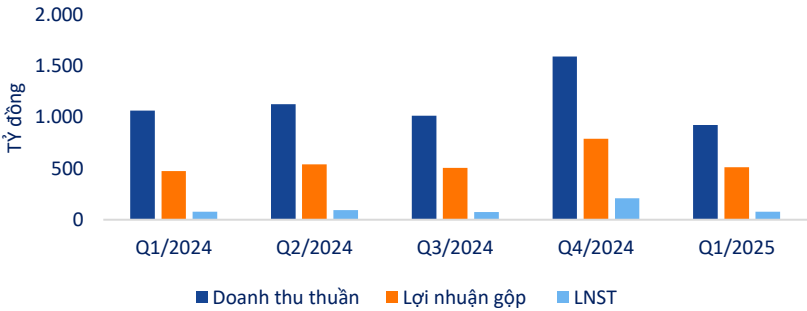
Năm 2025, ước tính **doanh thu và LNST của KDH lần lượt đạt 5.312,92 tỷ đồng (+62,05% svck) và 1.710,76 tỷ đồng (+113,03% vck).**
Ước tính giá trị hợp lý của KDH là khoảng **39.900 đồng/cổ phiếu.**

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

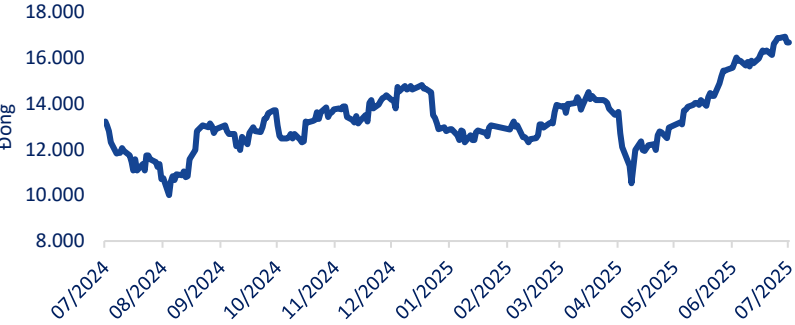
KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

DXG	CTCP Tập đoàn Đất Xanh
Giá hiện tại	16.650 VNĐ
Thị giá vốn	17.321 tỷ
CP tự do	1.018,8 triệu
EPS	310
P/E	54,91

Kết quả kinh doanh



Diễn biến giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Q1/2025, DXG ghi nhận doanh thu thuần 925 tỷ đồng (-13% svck) nhờ bàn giao các sản phẩm thấp tầng và shophouse tại dự án Gem Skyworld. Bên cạnh đó, doanh thu mảng môi giới duy trì đà hồi phục nhờ lượng giao dịch cải thiện. Lợi nhuận cao từ các sản phẩm nhà thấp tầng giúp biên lãi gộp Q1 đạt 55%, cao hơn đáng kể so với mức 44% cùng kỳ. Bên cạnh đó, chi phí SG&A đi ngang svck giúp LNST tăng nhẹ 1%, đạt 78,5 tỷ đồng.

Điểm nhấn đầu tư

- Dự án Gem Skyworld sẽ là động lực chính trong năm 2025** khi DXG có thể ghi nhận doanh thu từ 400 lô đất đã bán rên tổng số 800 lô đã bán tại phân khu Sapphire Parkview.
- Dự án The Prive có thể ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao** khi nằm tại quận 2, trung tâm của HCM. đây là khu vực có lượng giao dịch sôi động do đang được phát triển đồng bộ về những tiện ích cao cấp.
- Các dự án gối đầu sẽ đóng góp vào tăng trưởng dài hạn.** DXG sở hữu loạt dự án tại Bình Dương bao gồm: Opal Luxury, DXH Parkview và DXH Park City. Chúng tôi đánh giá các dự án này sau khi hoàn thiện thủ tục pháp lý sẽ đóng góp lớn vào dòng tiền của DXG trong bối cảnh giá BĐS tại Bình Dương có thể được hưởng lợi từ việc sáp nhập và dòng tiền đầu tư có xu hướng chuyển dịch sang csac tỉnh vùng ven, nơi có giá cả hợp lý và tỷ suất sinh lời cao hơn so với khu vực nội thành.

Rủi ro

- Tỷ lệ hấp thụ tại các dự án thấp hơn kỳ vọng và áp lực thanh toán trái phiếu có thể ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty.

Định giá

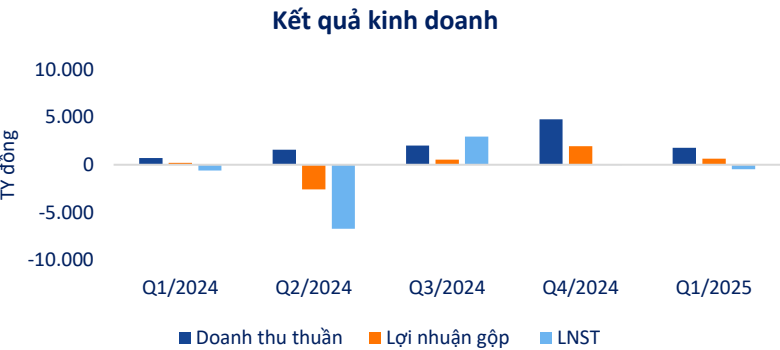
Năm 2025, ước tính doanh thu và LNST của DXG lần lượt đạt 5.310 tỷ đồng (+10,7% svck) và 521,4 tỷ đồng (+15% vck).

Ước tính giá trị hợp lý của DXG là khoảng **22.300 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa Ốc No Va
Giá hiện tại	15.100 VNĐ
Thị giá vốn	29.544,1 tỷ
CP tự do	1.950.1 triệu
EPS	-3.241
P/E	-4.67



Kết quả kinh doanh

Q1/2025, NVL ghi nhận doanh thu thuần 1.778 tỷ đồng (+155% svck) đến từ việc bàn giao các 256 căn hộ rải rác tại nhiều dự án như NovaWorld Phan Thiết, NovaWorld Hồ Tràm, AquaCity, Sunrise Riverside, Palm City...Lợi nhuận gộp cũng tăng trưởng ấn tượng 240% svck, đạt 646 tỷ đồng. Tuy nhiên, chi phí bồi thường vi phạm hợp đồng và chi phí lãi từ hợp tác đầu tư tăng lần lượt 27,8% và 70% khiến NVL tiếp tục lỗ ròng 443 tỷ đồng.

Điểm nhấn đầu tư

- Khởi thông pháp lý các dự án lớn.** Hai dự án trọng điểm của NVL là Aqua City và NovaWorld Phan Thiết đang trog quá trình giải quyết vướng mắc pháp lý về việc phê duyệt quy hoạch dự án cũng như điều chỉnh chủ trương đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng 2 dự án này sẽ được tháo gỡ vướng mắc trong năm 2025. Điều này sẽ giúp NVL tiếp tục triển khai dự án và thu tiền từ khách hàng hoặc bán sỉ dự án. Từ đó, cải thiện dòng tiền cũng như giảm áp lực tài chính.
- Đẩy mạnh tái cơ cấu tài chính:** Từ năm 2024, NVL liên tục hạ tỷ lệ sở huế tại các dự án như Thạnh Mỹ Lợi (8,700 tỷ đồng), Aqua City (973 tỷ đồng), NovaHill Mũi Né (1,900 tỷ đồng)...Điều này góp phần mang lại dòng tiền để thanh toán cho các lô trái phiếu trong Q1. Đồng thời, giúp NVL tiếp tục đàm phán về việc hoãn công nợ với trái chủ hoặc các chủ nợ khác.

Rủi ro

- Thời gian và giá mở bán các dự án mới thấp hơn so với kỳ vọng có thể làm thay đổi NAV cũng như định giá dự án.

Định giá

Năm 2025, ước tính **doanh thu và LNST của NVL lần lượt đạt 11.795 tỷ đồng (+30% svck) và -40 tỷ đồng (so với mức lỗ 4.394,6 tỷ đồng năm 2024)**
Ước tính giá trị hợp lý của DXG là khoảng **19.000 đồng/cổ phiếu.**

4. NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG

Nhiều dự án trọng điểm sẽ hoàn thành trong giai đoạn 2025 - 2026

Năm 2025 được coi là năm chiến lược trong việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công ở các dự án trọng điểm. Trong đó, tập trung hoàn thành 51 dự án hạ tầng giao thông. Đáng chú ý, có thể kể đến 2 dự án lớn là cao tốc Bắc - Nam và sân bay Long Thành. Cụ thể:

- Dự án sân bay Long Thành kỳ vọng sẽ hoàn thành trong năm 2025. Mặc dù các nhà thầu vẫn đang gặp khó khăn do thiếu nguyên vật liệu nhưng các dự án thành phần cơ bản đang thực hiện đúng tiến độ.
- Với dự án cao tốc Bắc - Nam, Bộ Xây dựng cho biết tính đến tháng 6, cả nước có 2.268 km đường bộ cao tốc đang triển khai thi công. Trong đó, một số dự án thành phần đã hoàn thành vượt tiến độ và đưa vào khai thác như hư Bãi Vọt - Hàm Nghi, Hàm Nghi - Vũng Áng, Bùng - Vạn Ninh...Tiến độ thi công của giai đoạn 2 đã cho thấy sự cải thiện đáng kể so với giai đoạn 1. Với tốc độ như hiện tại, kỳ vọng dự án có thể hoàn thành và thông xe toàn tuyến trong năm 2025 theo đúng kế hoạch.

Bên cạnh 2 dự án trên, một số dự án khác cũng có kế hoạch hoàn thành trong năm 2025 - 2026 như tuyến đường vành đai 4 Hà Nội, vành đai 3 HCM, dự án mở rộng nhà ga sân bay Tân Sơn Nhất... Điều này sẽ giúp các doanh nghiệp đầu tư công được hưởng lợi nhờ việc ghi nhận doanh thu từ bàn giao các dự án đã hoàn thành. Trong đó, các nhà thầu dự kiến bàn giao nhiều dự án trọng điểm trong năm 2025 như VCG, LCG, C4G có thể ghi nhận KQKD tăng trưởng tích cực.

Các dự án sẽ hoàn thành trong năm 2025 - 2026

Dự án	Quy mô (km)	Vốn đầu tư (Nghìn tỷ đồng)	Hoàn thành	Các nhà thầu niêm yết
Mở rộng nhà ga Tân Sơn Nhất, Nội Bài	-	16	2025	ACV, VCG
Cảng hàng không quốc tế Long Thành GD1	5.000	337	2026	ACV, CTD, REE, C4G, PHC, VCG, HHV, FCN
12 dự án TP Cao tốc Bắc Nam GD2	721	147	2026	VCG, C4G, HHV, DPG, G36, LCG, CC1, DPG
Vành đai 3 – TP. Hồ Chí Minh	76	75	2026	C4G, VCG, DPG, L18, HHV, HBC
Vành đai 4 – Hà Nội	113	86	2027	VCG, C4G
Đường dây 500kV Lào Cai – Vĩnh Yên	230	7,4	2025	EVN, liên danh PC1

Tiến độ một số dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam

Dự án	Giá trị đầu tư (nghìn tỷ VND)	Nhà thầu	Tiến độ
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20.469	HHV	55%
Quy Nhơn - Chí Thạnh	14.802	RCC, CC1, SDT, TTL	63%
Chí Thạnh - Vân Phong	10.773	VCG, LCG	65%
Vân Phong - Nha Trang	11.808	VCG, LCG	82%
Hậu Giang - Cà Mau	17.152	C4G	53%

Nguồn: VFS tổng hợp

4. NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG

Việc đẩy mạnh đầu tư các dự án mới sẽ đem lại nguồn việc trong dài hạn

Tháng 11/2024, Chính phủ đã phê duyệt chủ trương đầu tư dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam với tổng chiều dài khoảng 1.541 km, tốc độ thiết kế 350 km/h . Cấu trúc dự án gồm 23 ga hành khách và 5 ga hàng hóa, kết nối từ ga Ngọc Hồi (Hà Nội) đến ga Thủ Thiêm (TP.HCM), đi qua 20 tỉnh thành. Dự án được chia thành nhiều giai đoạn, với mục tiêu khởi công xây dựng trước ngày 31/12/2026. Tổng vốn đầu tư 67 tỷ USD (khoảng 17 triệu tỷ đồng). Dự án này khi đi vào triển khai sẽ đem lại khối lượng công việc lớn cho các nhà thầu xây dựng. Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh gồm (1) doanh nghiệp đã trúng thầu và có kinh nghiệm triển khai các dự án trọng điểm quốc gia. (2) Các nhà thầu có kinh nghiệm chuyên môn về triển khai các dự án đòi hỏi công nghệ cao hoặc triển khai các hạng mục thành phần của dự án như hầm, nền, móng...

Mặt khác, nhiều dự án trọng điểm đang được triển khai và dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2026 - 2027. Trong đó, có thể kể đến dự án đường vành đai 4 Hà Nội, vành đai 3 HCM, cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột...Việc thúc đẩy đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ có tác động tích cực, đem lại nguồn việc cho các nhà thầu xây dựng. Trong đó, một số doanh nghiệp có năng lực triển khai nhiều dự án như VCG, HHV đã có đủ nguồn việc đến năm 2027.

Tiến độ tổng thể dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam



Các dự án sẽ hoàn thành sau năm 2026

Dự án	Vốn đầu tư (Nghìn tỷ đồng)	Hoàn thành	Các nhà thầu
Vành đai 4 – Hà Nội	86	2027	VCG, C4G
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng – Trần Đề GD1	45	2027	TCD, CC1
Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột GD1	22	2027	LCG, CC1, HHV
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	18	2027	LCG, CC1, VCG
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	1.782	2035	Chưa chỉ định
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	200	2030	Chưa chỉ định
Điện hạt nhân Ninh Thuận	-	2035	Chưa chỉ định

Nguồn:VFS tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

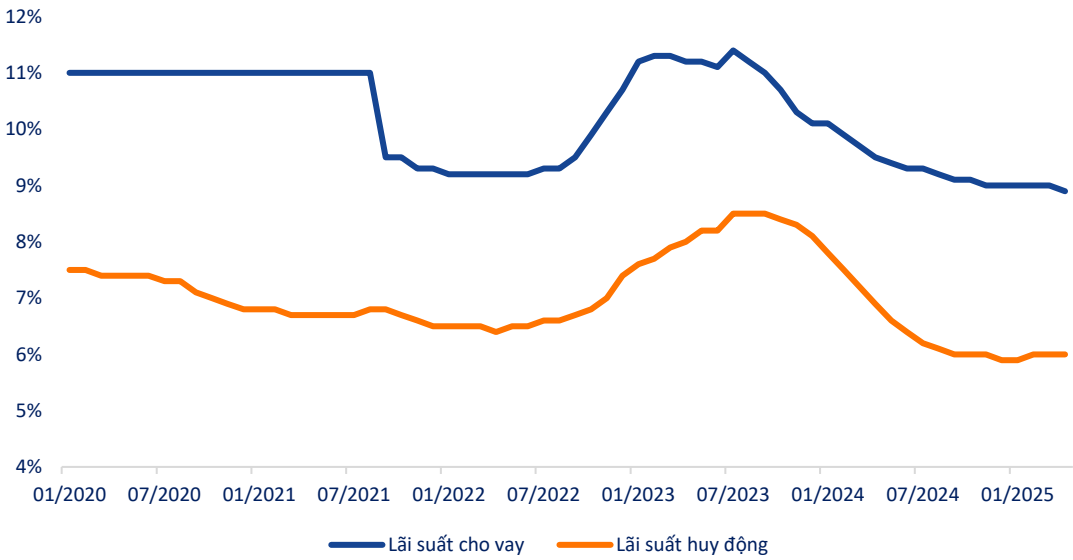
4. NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG

Khó khăn về pháp lý và chi phí lãi vay được tháo gỡ

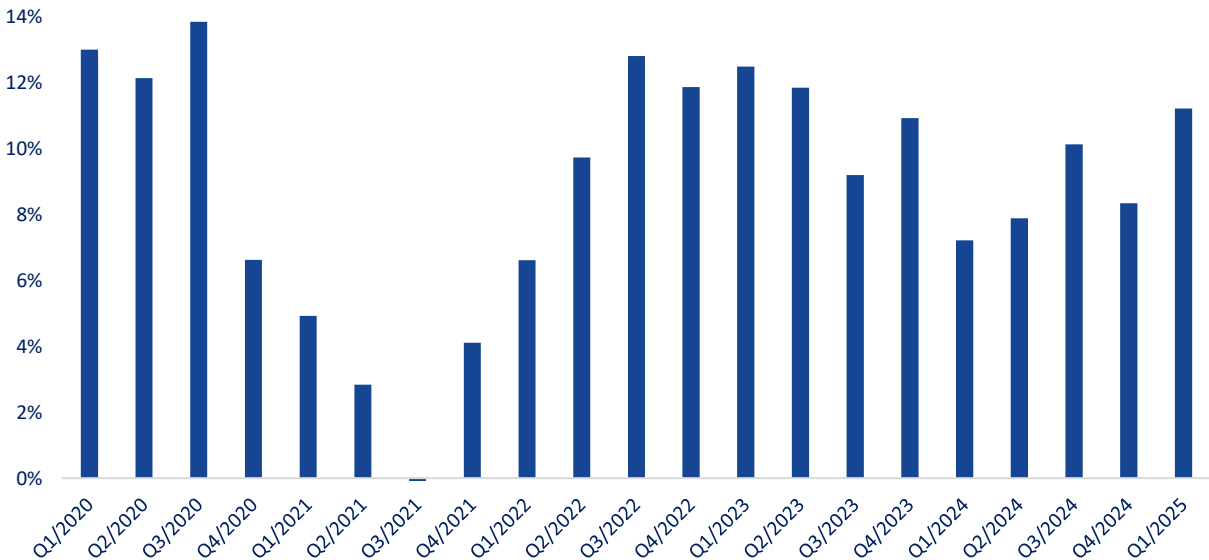
Lãi suất cho vay ổn định ở mức thấp giúp giảm áp lực chi phí lãi vay. Kể từ đầu năm 2024, lãi suất cho vay dài hạn của các ngân hàng duy trì quanh mức 9%/năm, thấp hơn so mức 10,7% trong thời kỳ dịch Covid 19. Dư nợ tín dụng ngành xây dựng Q1/2025 cũng tăng 11,2% svck và tiệm cận mức tăng trung bình 11,4% của năm 2020. Nhìn chung, mặt bằng lãi vay duy trì ổn định ở mức thấp sẽ giúp các doanh nghiệp xây dựng giảm áp lực chi trả lãi vay và tác động đáng kể đến lợi nhuận khi ngành này vốn có đặc thù thâm dụng vốn vay.

Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công sẽ được thúc đẩy thông qua việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý. Từ đầu năm 2025, Luật Đầu tư công (sửa đổi) và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều chỉnh của Luật Đầu tư theo phương thức đối tác thông tư (PPP) đã bắt đầu có hiệu lực. Trong đó, các quy định nổi bật gồm việc cho phép người đứng đầu địa phương được quyết định các dự án đầu tư có vốn dưới 10 nghìn tỷ đồng/năm. Bên cạnh đó, cho phép tách quá trình đền bù và giải phóng mặt bằng thành dự án độc lập. Mặt khác, mở rộng các lĩnh vực đầu tư PPP và nâng vốn tham gia dự án của nhà nước từ 50% lên 70%. Chúng tôi đánh giá những quy định trên sẽ tạo điều kiện đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công cũng như triển khai các dự án. Thêm vào đó, các quy định mới cũng góp phần giảm bớt áp lực tài chính cho các nhà đầu tư đặc biệt trong các giai đoạn đầu của dự án như đền bù và GPMB. Đồng thời, khuyến khích nguồn vốn tư nhân tham gia đầu tư triển khai các dự án công.

Lãi suất huy động và cho vay ổn định ở mức thấp



Tăng trưởng dư nợ tín dụng xây dựng svck



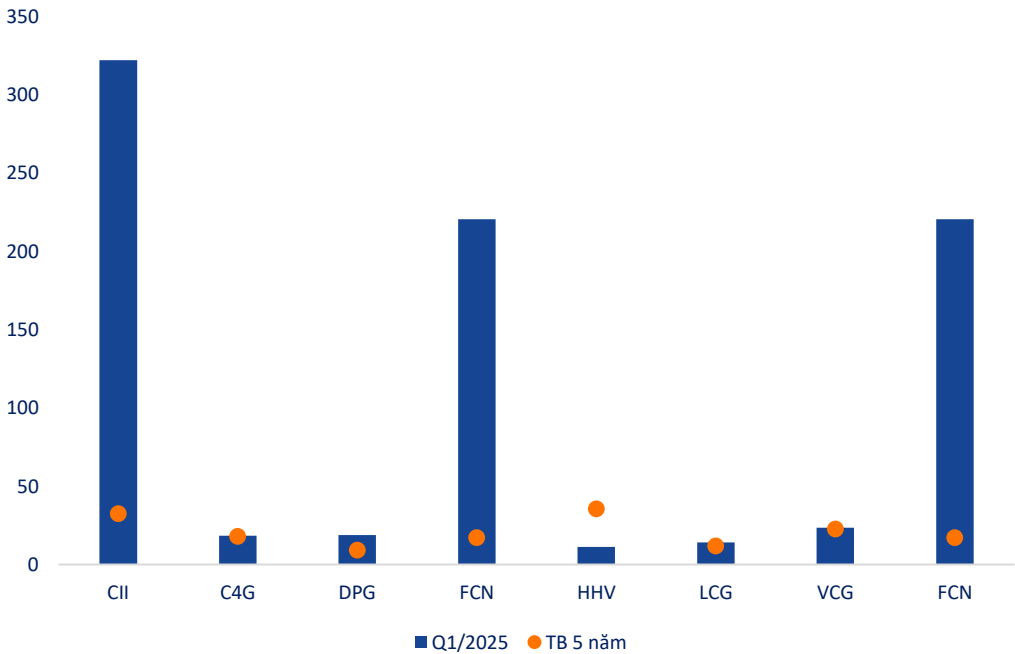
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG

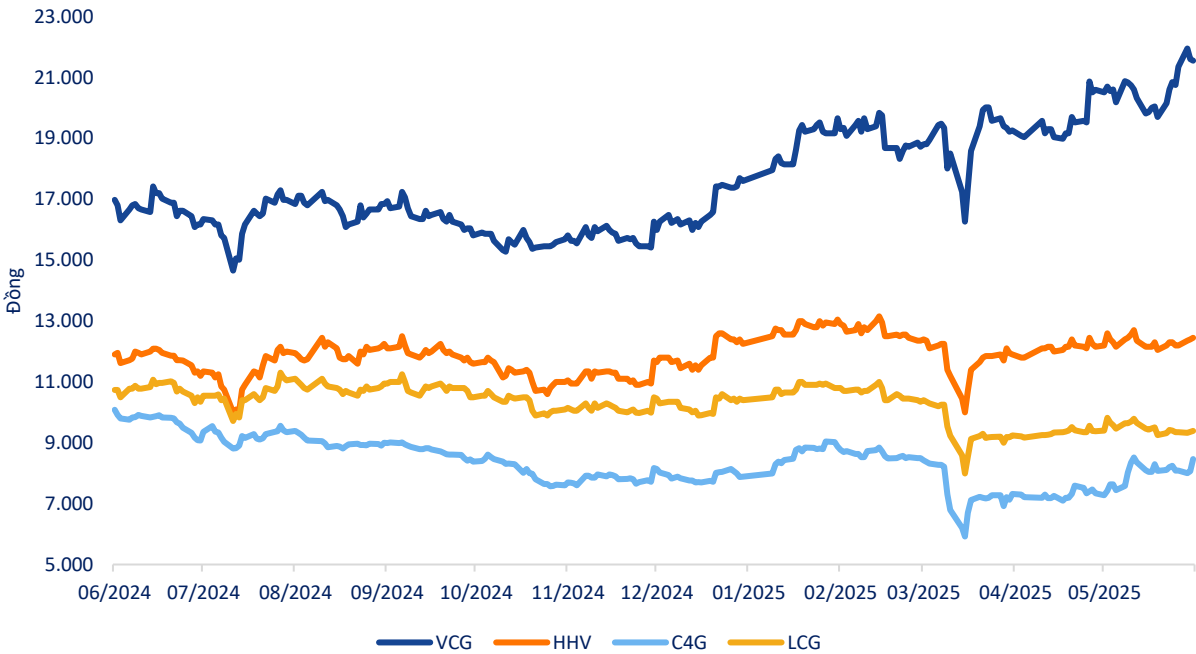
Hệ số P/E của nhiều cổ phiếu xây dựng hạ tầng có xu hướng cải thiện trong Q1/2025

Về mặt định giá, trong năm 2024, nhiều công ty xây dựng hạ tầng có hệ số P/E giảm dần từ mức khá cao của năm 2022 - 2023. Tuy nhiên hệ số này đang có xu hướng cải thiện trong Q1/2025. Bên cạnh đó, nhiều cổ phiếu đang được giao dịch ở mức P/E cao hơn trung bình 5 năm như VCG, DPG, FCN, LCG...Điều này thể hiện kỳ vọng của thị trường vào triển vọng KQKD trong bối cảnh Chính phủ quyết liệt đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công. Kể từ đầu năm 2025, diễn biến giá của các cổ phiếu xây dựng hạ tầng có sự phân hóa rõ nét. Trong khi một số cổ phiếu có hiệu suất đầu tư vượt trội so với thị trường như VCG (+34%), DPG (+55%) thì phần lớn các cổ phiếu còn lại ghi nhận hiệu suất không chênh lệch nhiều so với VN-Index. Với diễn biến dòng tiền liên tục luân chuyển giữa các nhóm ngành để tìm kiếm lợi nhuận thì thị trường có khả năng sẽ tìm đến những ngành có câu chuyện đầu tư và tỷ lệ rủi ro/lợi nhuận phù hợp. Do đó, không loại trừ khả năng nhóm xây dựng hạ tầng có thể thu hút dòng tiền trong thời gian tới.

Nhiều doanh nghiệp đang giao dịch ở P/E cao hơn trung bình 5 năm



Diễn biến giá của một số cổ phiếu xây dựng hạ tầng



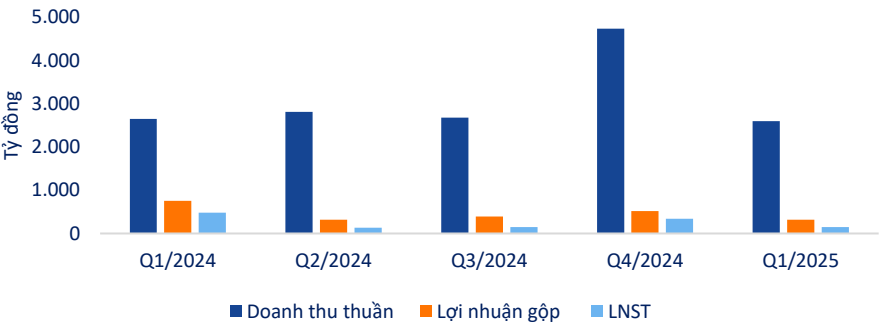
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

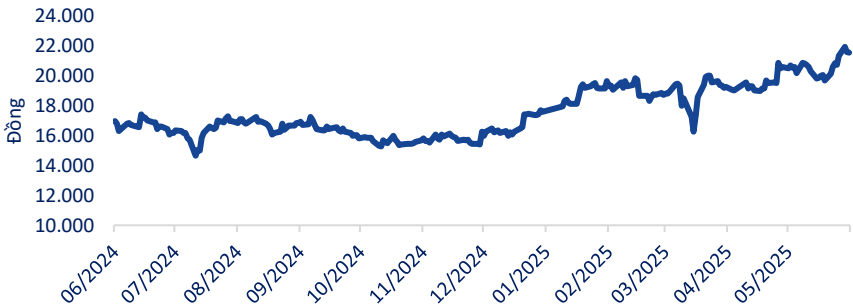
VCG Tổng CTCP XNK & Xây dựng Việt Nam

Giá hiện tại	22.000 VNĐ
Thị giá vốn	14.222,3 tỷ
CP tự do	646.4 triệu
EPS	1.019
P/E	24.11

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Q1/2025, VCG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 2.596 tỷ đồng (-2,2% svck) và 151,4 tỷ đồng (-68,6% svck). Trong khi mảng xây lắp tiếp tục tăng trưởng 46,4% svck, tương ứng 1.991 tỷ đồng thì mảng kinh doanh BĐS chỉ ghi nhận 77,4 tỷ đồng, giảm mạnh 71,3% svck đã ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD. Nguyên nhân là do trong Q1, VCG chỉ ghi nhận doanh thu từ việc bàn giao một số căn hộ còn lại thuộc dự án Diamond Tower.

Điểm nhấn đầu tư

- Xây lắp sẽ là động lực chính:** Việc trúng thầu hàng loạt dự án trọng điểm với giá trị backlog năm 2024 ước tính khoảng 25.000 tỷ đồng (+2,7 lần svck) sẽ mang lại nguồn việc ổn định cho công ty trong giai đoạn 2025 - 2027. Trong năm 2025, dự báo doanh thu mảng xây dựng đạt 11.128,6 tỷ đồng (+20% svck), nhờ đóng góp lớn từ các dự án thành phần của cao tốc Bắc - Nam được nghiệm thu.
- Doanh thu BĐS nhà ở tăng mạnh** nhờ dự án KĐT Móng Cái và KĐT Đại Lộ Hòa Bình dự kiến mở bán trong năm nay. Ngoài ra, KĐT du lịch Cát Bà Amatina gần đây đã có chuyển biến khi VCG dự kiến sẽ bán buôn một phần dự án. Ước tính trong năm 2025, mảng BĐS có thể ghi nhận doanh thu 1.660 tỷ đồng (+55% svck).
- Các KCN của VCG có nhiều lợi thế** trong bối cảnh nhiều KCN ở Hà Nội ghi nhận tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 90%. Bên cạnh đó, VCG với vai trò vừa là nhà thầu, vừa là chủ đầu tư dự án sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng KCN.

Rủi ro

- Vốn đầu tư công giải ngân chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến việc ghi nhận doanh thu các dự án xây lắp.
- Thị trường BDS nghỉ dưỡng tiếp tục trầm lắng ảnh hưởng đến kế hoạch mở bán và giá bán của KĐT Du lịch Cát Bà Amatina.

Định giá

Năm 2025, ước tính doanh thu và LNST của VCG lần lượt đạt 14.190,5 tỷ đồng (+10,3% svck) và 1.316,7 tỷ đồng (+18,8% vck). Trong đó, mảng xây lắp vẫn sẽ là động lực chính. Ước tính giá trị hợp lý của SZC là khoảng 27.200 đồng/cổ phiếu.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

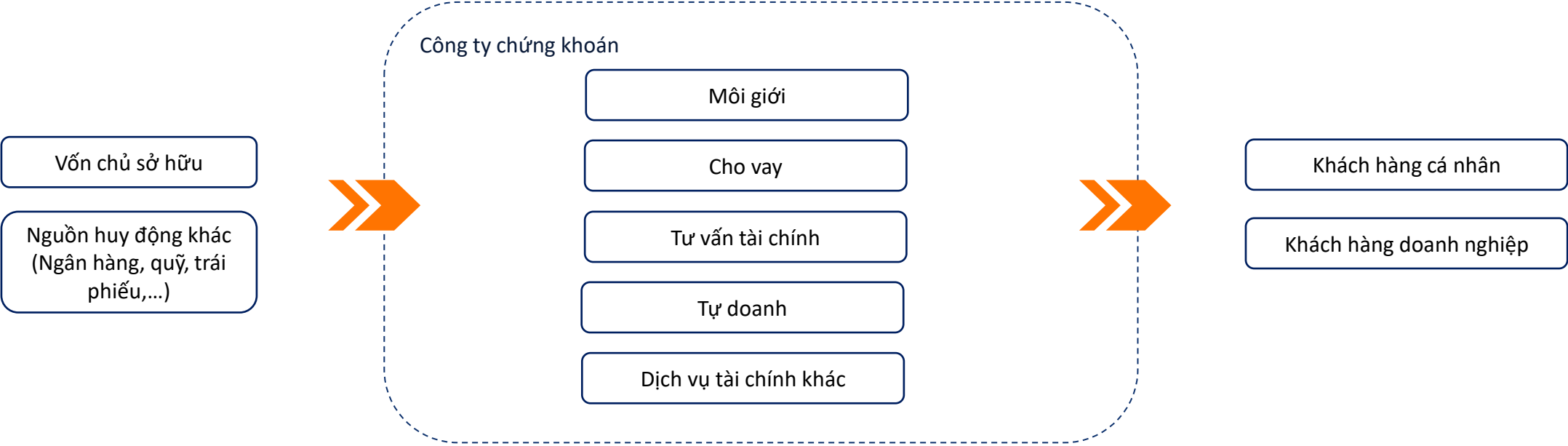
Triển vọng trong 2H2025:

- Hệ thống KRX đi vào vận hành giúp thanh khoản cải thiện và là tiền đề giúp nâng hạng thị trường. Từ đó là động lực tăng trưởng chính cho ngành chứng khoán.
- Thanh khoản thị trường được VFS dự báo sẽ dần phục hồi về cuối năm khi tâm lý nhà đầu tư ổn định trở lại, và các yếu tố vĩ mô không còn gây tác động lớn lên thị trường.
- Sự cạnh tranh gay gắt trong ngành từ phí giao dịch, lãi cho vay margin cũng như đãi ngộ dành cho môi giới, nhà đầu tư sẽ tạo áp lực lên biên lợi nhuận của các công ty chứng khoán. Các công ty có năng lực tài chính mạnh, công nghệ hiện đại và chiến lược phát triển hệ sinh thái toàn diện sẽ có ưu thế vượt trội trong cuộc cạnh tranh này.

Rủi ro:

- Biến động vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường và lãi suất cho vay margin

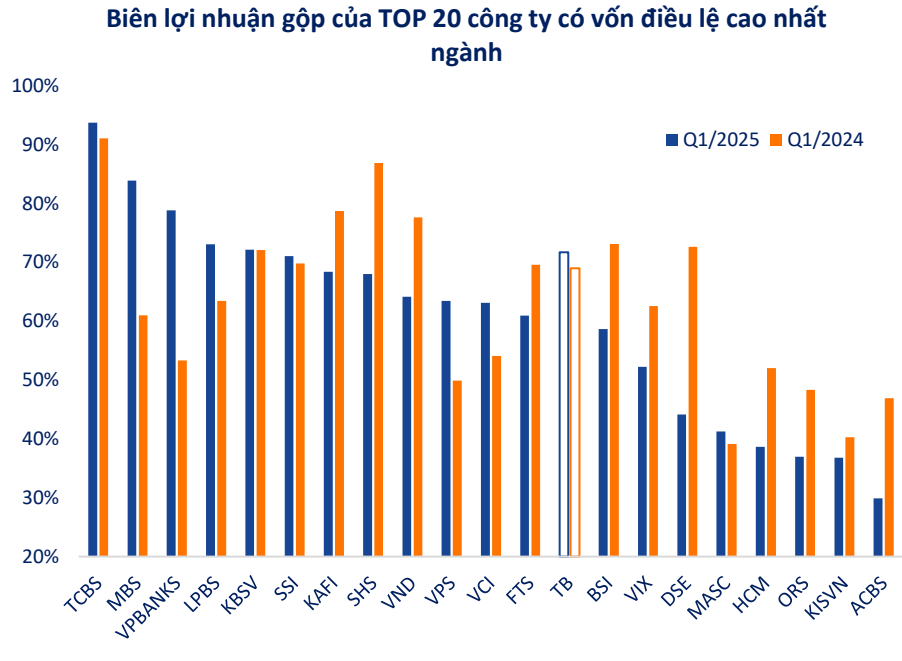
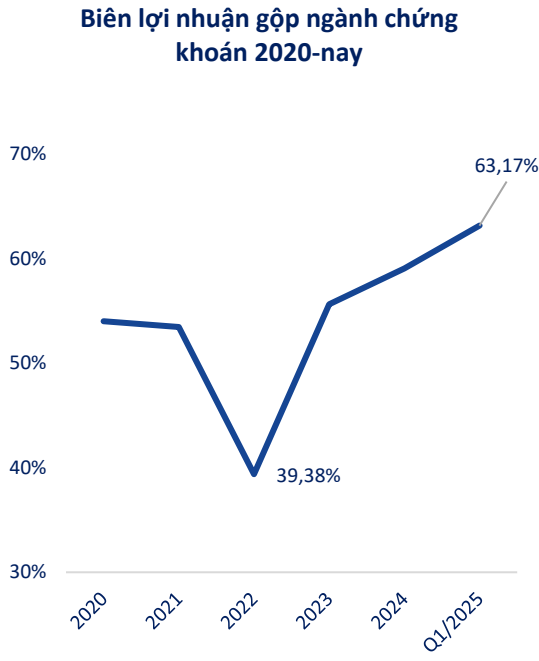
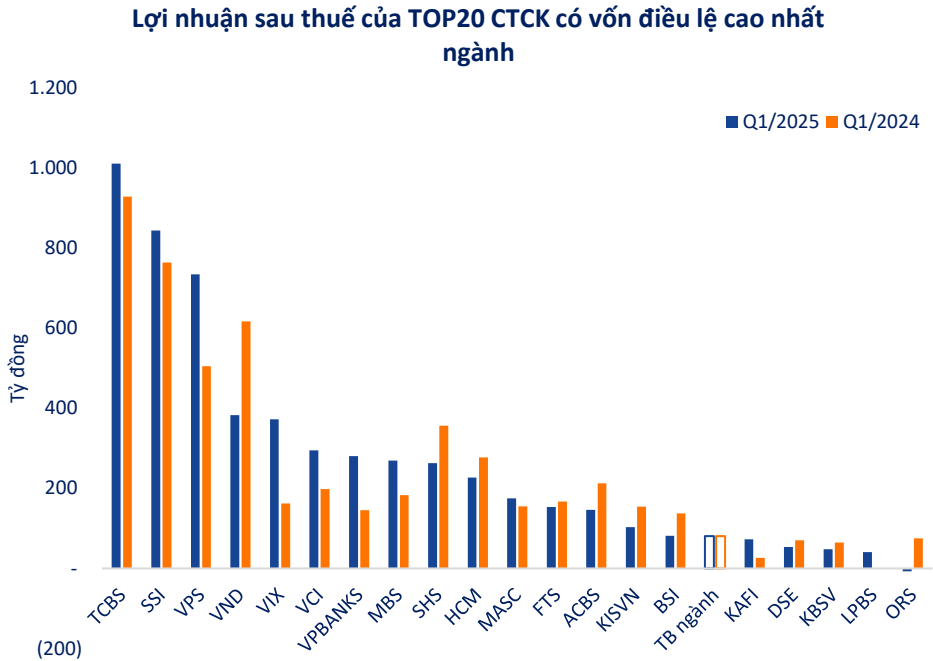
Chuỗi giá trị ngành chứng khoán:



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Cập nhật tổng quan KQKD quý 1 2025

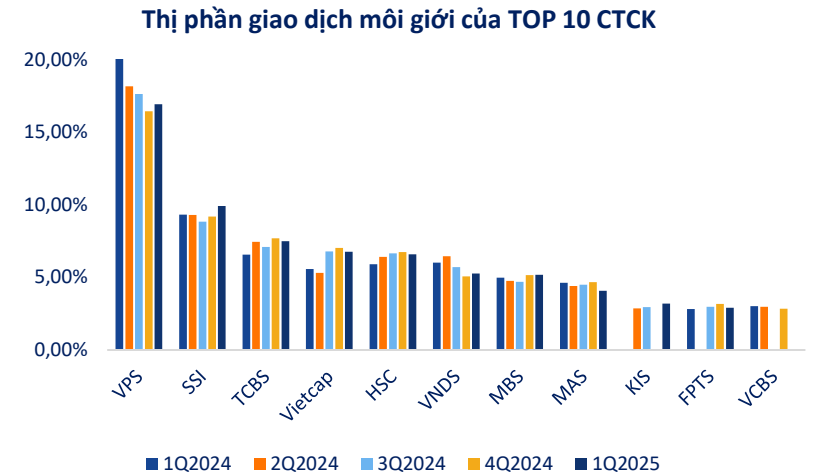
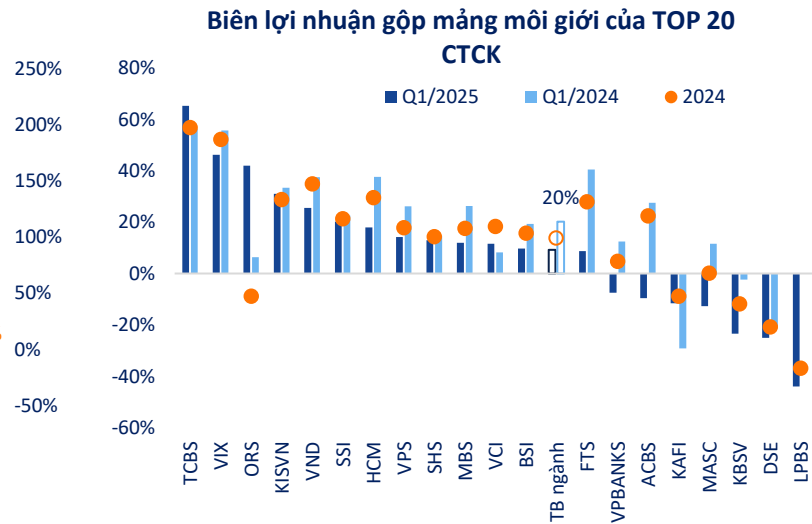
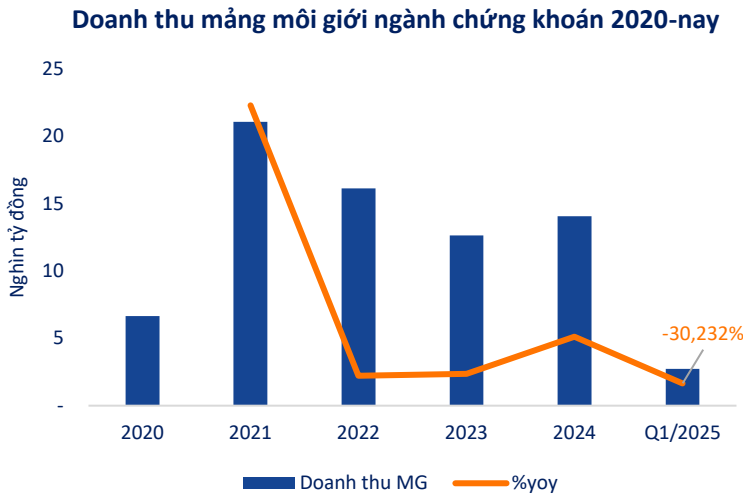


- **Lợi nhuận sau thuế toàn ngành không biến động nhiều so với cùng kỳ.** Trong Quý 1/2025, tổng lợi nhuận sau thuế của cả ngành đặt mức 6.341 tỷ đồng, giảm nhẹ 0,67% so với cùng kỳ. Nếu nhìn đồ thị lợi nhuận sau thuế của top 20 công ty có vốn điều lệ cao nhất thì hầu hết các công ty này đều có lợi nhuận tăng nhẹ. Chỉ có một vài công ty như VND, SHS, ACBS là lợi nhuận giảm nhẹ, chủ yếu là do biên lợi nhuận gộp giảm
- **Biên lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh.** Biên lợi nhuận gộp toàn ngành tiếp tục có xu hướng tăng trưởng khi đạt mức 63,17% (tăng 4,1 đpt so với năm 2024). Trong đó, TCBS vẫn là công ty có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong TOP 20 công ty có vốn điều lệ cao nhất ngành. Nhưng top những DN đã có biên cao trong Q1/2024 như SHS, VND, KBSV, BSI, DSE lại bị giảm khá mạnh trong Q1/2025. Thay vào đó là sự tăng mạnh đến từ MBS, VPBS,...

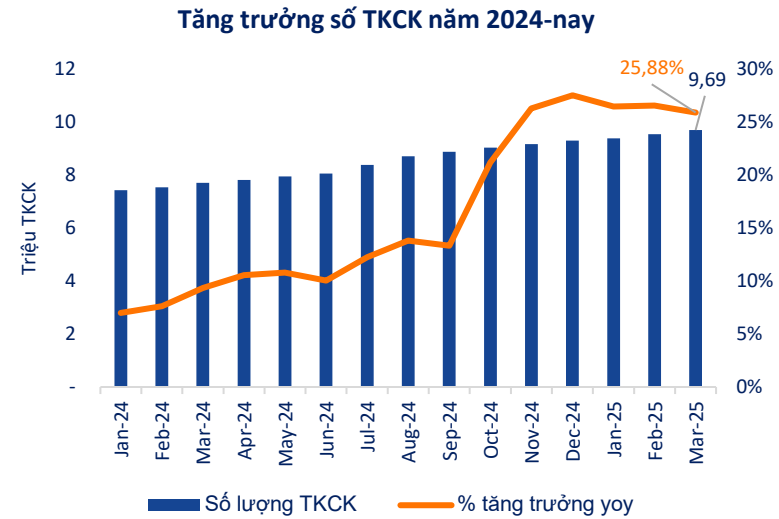
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Cập nhật KQKD Quý 1/2025 – doanh thu và biên lợi nhuận mảng môi giới giảm mạnh



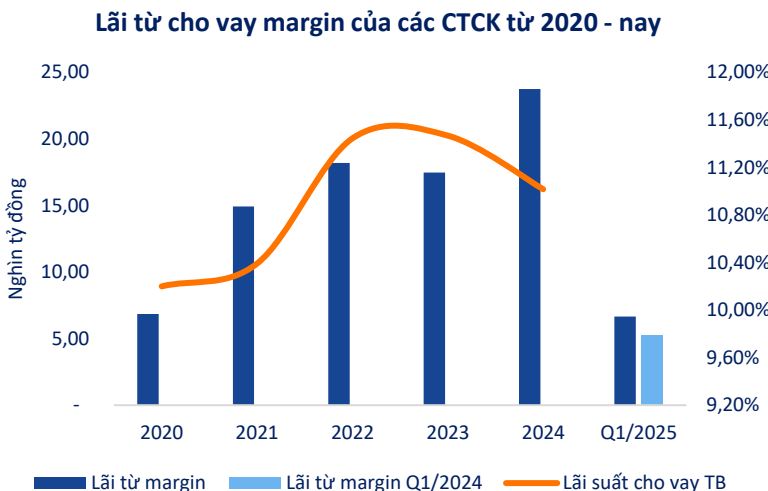
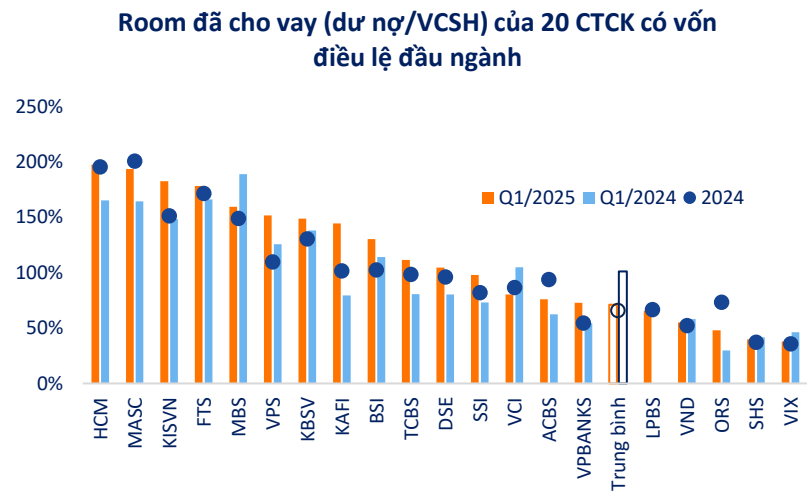
- **Doanh thu môi giới giảm mạnh:** Doanh thu môi giới Q1/2025 chỉ đạt 2,71 nghìn tỷ, giảm 30,23% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu do thanh khoản thị trường trong Q1/2025 cũng giảm tương đương 39% yoy. Điều này khiến cho doanh thu bị giảm mạnh mặc dù số tài khoản mở mới tiếp tục tăng trưởng đều trên 25% yoy.
- **Biên lợi nhuận gộp cũng giảm mạnh không kém** khi các CTCK hết cạnh tranh về phí thì bắt đầu cạnh tranh về hoa hồng trả cho cộng tác viên và khách hàng giới thiệu khách hàng ngày càng nhiều hơn. Nhiều công ty còn không tiếc trả 100% hoa hồng để thu hút môi giới và khách hàng. TCBS vẫn giữ được mức biên lợi nhuận cao nhất ngành nhờ chính sách không môi giới.
- VPS vẫn là công ty chiếm thị phần cao nhất trong top các CTCK, tuy nhiên đã có dấu hiệu của việc thị phần bị lấy mất bởi các công ty trong top 5, đặc biệt là SSI, Vietcap,... KIS và VCBS vẫn là 2 công ty chấp chơi trong top 10. Trong Q1/2025 VCBS bị trượt khỏi top 10 và thay vào đó là KIS.



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

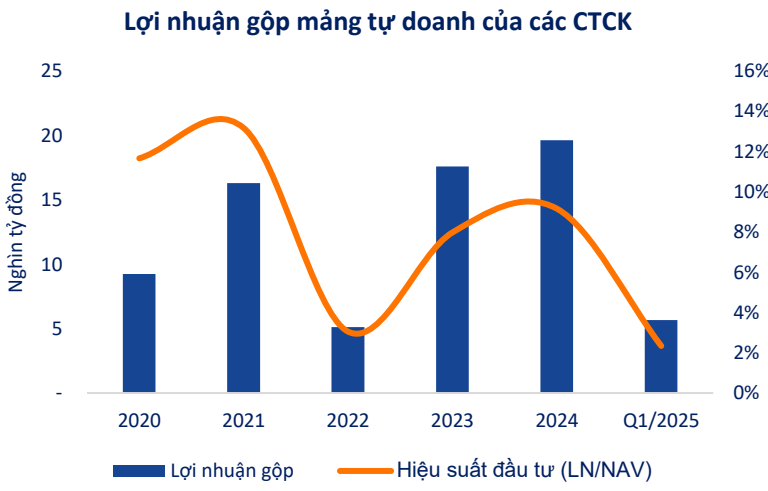
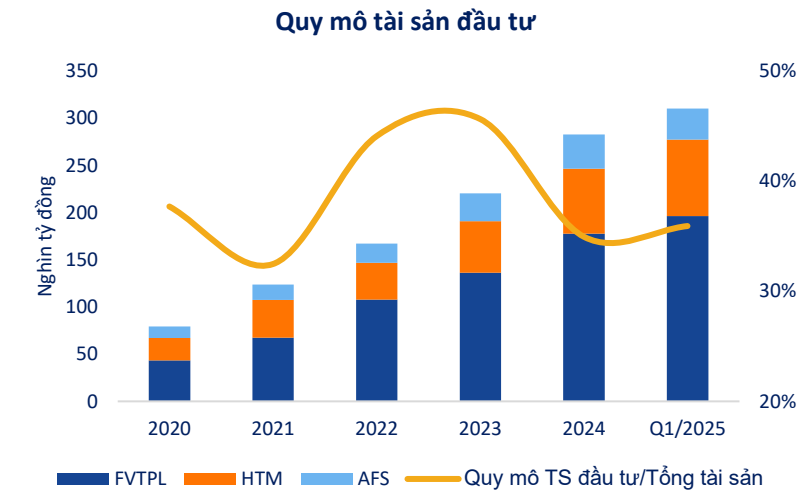
5. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Cập nhật KQKD Q1/2025 – các mảng cho vay margin và tự doanh đều tăng trưởng tích cực nhờ hoạt động tăng vốn



Mảng cho vay margin vẫn tiếp tục tăng trưởng. Trong Q1/2025, lãi từ các khoản cho vay đạt 6,66 nghìn tỷ đồng, tăng 26% yoy. Nguyên nhân chủ yếu do quy mô cho vay của các doanh nghiệp đã được mở rộng mạnh mẽ, 26/78 CTCK tăng vốn điều lệ (cộng cả các cty trả cổ tức). Trong đó, phân nửa là các cty có vốn hóa lớn với thị phần cho vay margin cao như VCI, TCBS, MBS,... Điều này khiến cho dư địa cho vay của các CTCK (toàn ngành) còn khá lớn.

Lãi suất cho vay trung bình cũng có xu hướng giảm nhẹ khi lãi cho vay trong Q1/2025 đạt 2,51% (giảm 0,2 dpt yoy). Nguyên nhân chủ yếu là việc các CTCK đang cạnh tranh mạnh mẽ khi liên tục đưa ra các gói lãi suất vay ưu đãi cho NĐT.



Mảng tự doanh mang về lợi suất cao hơn so với cùng kỳ. Q1/2025, lợi nhuận gộp mảng tự doanh đạt mức 5,67 tỷ đồng với hiệu suất đầu tư là 2,35%, cao hơn 0,05 dpt svck mặc dù đà tăng của VN-Index trong Q1/2025 chỉ đạt 7-10%, thấp hơn 3 dpt so với Q1.2024. Nguyên nhân có thể do quy mô tài sản đầu tư tăng mạnh (nhờ tăng vốn) cũng như độ tin cậy của sóng side-way trong Q1/2025 giúp hoạt động tự doanh có phần chắc chắn hơn. Ngoài ra, việc giữ nguyên tỷ trọng của loại tài sản HTM cũng một phần giúp danh mục đầu tư giữ được mức ổn định trong thời kỳ nhiều biến động về kinh tế - chính trị.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Triển vọng ngành chứng khoán 2H2025

Kì vọng thị trường Việt Nam được quyết định nâng hạng vào tháng 9/2025:

- Việc thị trường được nâng hạng kỳ vọng sẽ giúp thanh khoản thị trường được cải thiện: Điều này giúp đẩy nhanh vòng quay giao dịch của các nhà đầu tư trên thị trường. VFS kì vọng giá trị giao dịch bình quân một phiên trên tổng vốn hóa thị trường sẽ cải thiện từ 0,23% lên mức 0,3% - 0,4% (mức trung bình tại các thị trường cho phép bán chứng khoán chờ về), tương đương với mức tăng 30% - 50% so với khối lượng giao dịch trung bình 5 năm. Đa dạng hóa sản phẩm và nghiệp vụ: bán khống, các hợp đồng quyền chọn. Ngoài ra, yếu tố quan trọng giúp thị trường chứng khoán có cơ hội nâng hạng, qua đó có thể thu hút được nhiều hơn dòng vốn ngoại.

⇒ Những yếu tố trên sẽ giúp các CTCK cải thiện đang kể mảng môi giới và cho vay ký quỹ.

- Kỳ vọng về việc nâng hạng sẽ có kết quả gần nhất vào tháng 9 với tiến độ hoàn thiện hệ thống của Việt Nam đang đi đến những bước cuối cùng, chỉ còn chờ mô hình omnibus (chi tiết cập nhật tại đây).

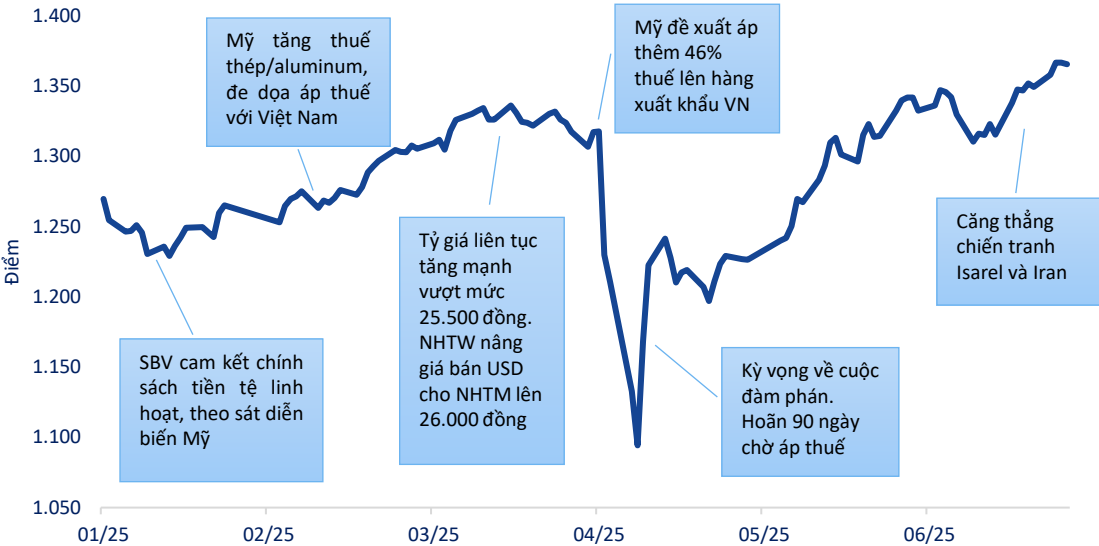
Tâm lý nhà đầu tư ổn định trở lại, và các yếu tố vĩ mô không còn gây tác động lớn lên thị trường

- Trong giai đoạn 6 tháng đầu năm, thị trường chứng khoán đã phản ánh nhiều các thông tin vĩ mô lớn, quan trọng như thuế, tỷ giá, chiến tranh địa chính trị,... Thị trường cũng đã giảm mạnh trước thông tin về thuế nhưng đã hồi phục trở lại, đặc biệt khi dòng tiền đã lan tỏa sang cả những nhóm ngành bị ảnh hưởng trực tiếp. Các thông tin khác về chiến tranh và tỷ giá hiện tại không còn khiến nhà đầu tư hoang mang lo lắng.
- Các chính sách hỗ trợ nền kinh tế cũng như công cuộc cải cách bộ máy hành chính để phục vụ cho một nền kinh tế khỏe mạnh, vươn mình phát triển, lấy kinh tế tư nhân làm trọng tâm

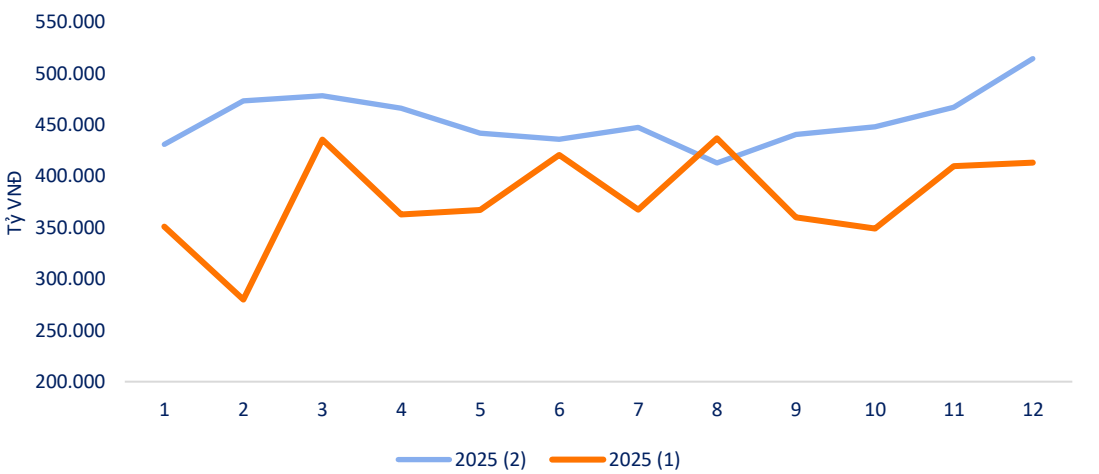
⇒ Thanh khoản thị trường được VFS dự báo sẽ dần phục hồi về cuối năm khi tâm lý nhà đầu tư ổn định trở lại, và các yếu tố vĩ mô không còn gây tác động lớn lên thị trường.

Trong BCCL 2025, VFS đã xây dựng hai kịch bản cho diễn biến thanh khoản thị trường (tham khảo hình bên cạnh, chi tiết đọc tại đây). Tại thời điểm hiện tại, thanh khoản đang đi gần hơn với kịch bản 2, cũng phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi về khả năng phục hồi thanh khoản vào cuối năm.

VN-Index 6 tháng đầu năm và những biến động quan trọng



Dự phóng thanh khoản thị trường chứng khoán năm 2025



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

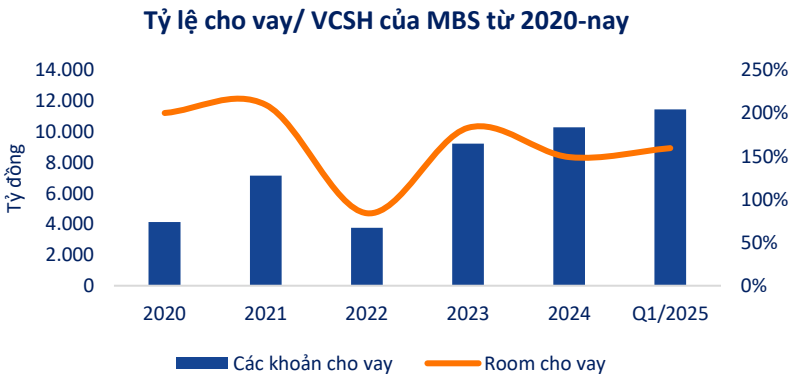
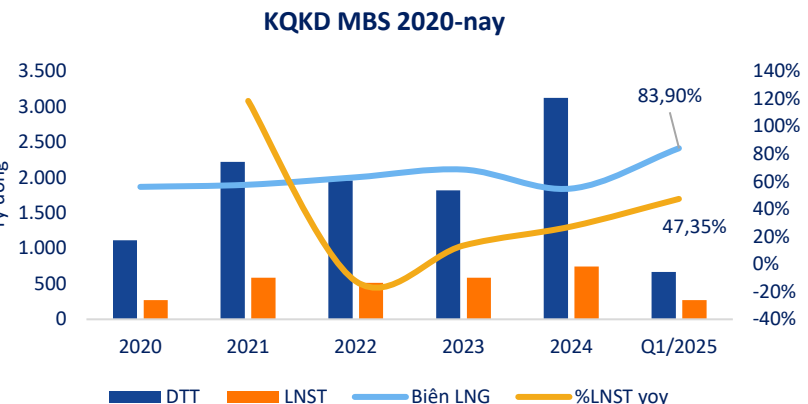
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

VFS - 2023

50

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

MBS		CTCP Chứng khoán MB	
Giá hiện tại	27.300 VNĐ		
Thị giá vốn	16.725,3 tỷ		
CP tự do	114,556 triệu		
EPS	1.071		
P/E	27,27		



Kết quả kinh doanh

Quý 1/2025, MBS đạt 668,88 tỷ doanh thu (-0,7% yoy) và 561,18 tỷ LNST (+83,89% yoy). Doanh thu giảm do mảng môi giới và mảng tự doanh giảm nhẹ. Việc doanh thu môi giới giảm là xu hướng chung toàn ngành. Mảng tự doanh mặc dù lãi không nhiều so với cùng kỳ nhưng khoản lỗ/chí phí lại thấp hơn một nửa. Cộng với nhiều chi phí các mảng khác cũng giảm đáng kể khiến cho biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên 83,9%. Điều này khiến cho mặc dù doanh thu giảm nhẹ nhưng lợi nhuận sau thuế vẫn tăng trưởng tích cực.

Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng 2024 tập trung vào những yếu tố sau:

- Mảng môi giới:** Mặc dù biên lợi nhuận mảng môi giới của MBS đang giảm nhẹ nhưng có thể thấy đây là diễn biến chung toàn ngành trước sự biến động về thanh khoản của VN-Index và cạnh tranh để giành thị phần. Điều này được bù đắp khi thị phần của MBS trong 2 quý gần đây đã tăng lên rõ rệt lên mức trên 5%, cao hơn 1% so với những quý trước đó.
- Mảng cho vay ký quỹ:** Nhờ hoạt động tăng vốn mà room cho vay của MBS đã được nới ra và tăng room cho vay. Chỉ riêng Quý 1, MBS cũng đã giải ngân thêm 11% so với đầu năm giúp cho mảng cho vay margin duy trì được xu hướng tăng theo quý từ 2024 đến nay. Ngoài ra, MBS cũng liên tục cho ra những gói lãi suất thấp và phù hợp với nhà đầu tư trading ngắn hạn. Đây cũng là sản phẩm thu hút và có tính cạnh tranh so với các CTCK có thị phần lớn trong ngành.
- Mảng tự doanh:** Danh mục tự doanh lành mạnh với tỷ trọng 64% tài sản có thu nhập cố định là trái phiếu và giấy tờ có giá và 36% cổ phiếu. Lợi suất đầu tư danh mục của MBS trong 5 năm gần luôn duy trì hiệu quả so với thị trường

Định giá

VFS định giá cổ phiếu MBS dựa trên phương pháp P/B, với P/B mục tiêu là 1,33 lần (trung vị ngành hiện tại) và BVPS hiện tại của MBS là 21.600. Từ đó giá hợp lý của cổ phiếu MBS là khoảng **28.800 VNĐ**.

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ

TCB - Khuyến nghị: Nắm giữ - Giá hiện tại: 34.9 - Giá mục tiêu: 38	STB - Khuyến nghị: Nắm giữ - Giá hiện tại: 47.8 - Giá mục tiêu: 50	VPB - Khuyến nghị: Mua mới - Giá hiện tại: 20.05 - Giá mục tiêu: 24 - Giá cutloss: 17.5	MSN - Khuyến nghị: Nắm giữ - Giá hiện tại: 75.8 - Giá mục tiêu: 84 - Giá cutloss: 68	MWG - Khuyến nghị: Nắm giữ - Giá hiện tại: 67.7 - Giá mục tiêu: 75
KDH - Khuyến nghị: Nắm giữ - Giá hiện tại: 31 - Giá mục tiêu: 39.9	DXG - Khuyến nghị: Theo dõi mua - Giá hiện tại: 17.45 - Giá mua: 16 - Giá mục tiêu: 22.3 - Giá cutloss: 15.5	NVL - Khuyến nghị: Theo dõi mua - Giá hiện tại: 15.45 - Giá mua: 14.5 - Giá mục tiêu: 19 - Giá cutloss: 13.5	VCG - Khuyến nghị: Nắm giữ - Giá hiện tại: 22.8 - Giá mục tiêu: 27.2	MBS - Khuyến nghị: Theo dõi mua - Giá hiện tại: 28.8 - Giá mua: 27 - Giá mục tiêu: 28.8 - Giá cutloss: 26

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	ngoc.le@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.