Shinhan Securities

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2025

"Tự lực, tự cường"



Trung tâm Phân tích – Chứng khoán Shinhan Việt Nam
☎ (84-28) 6299-8000
✉ support@shinhan.com

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2025

Lời mở đầu

Năm 2025, kinh tế toàn cầu đối mặt với nhiều thách thức lớn, đặc biệt là biến động mạnh trong chính sách thương mại quốc tế. Việt Nam cũng không ngoại lệ, đặc biệt khi Mỹ áp thuế đối ứng lên tới 46% đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam.

Trước tình hình đó, Chính phủ Việt Nam vừa nỗ lực đàm phán với Mỹ về vấn đề thuế quan, vừa tích cực triển khai các giải pháp kinh tế nhằm duy trì tốc độ tăng trưởng. Quyết tâm này thể hiện rõ qua việc ban hành và điều chỉnh các chính sách, tạo điều kiện để Việt Nam tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu, đồng thời củng cố nội lực kinh tế như thúc đẩy đầu tư công, kích cầu tiêu dùng, hỗ trợ doanh nghiệp xuất nhập khẩu,... Chúng tôi tin rằng đây cũng là cơ hội để Việt Nam có thể tái cấu trúc nền kinh tế và thúc đẩy sự phát triển của khu vực kinh tế tư nhân.

Với sự chủ động trong chính sách và sự linh hoạt của doanh nghiệp, nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong nửa cuối năm 2025 và tự tin hoàn thành kế hoạch tăng trưởng đề ra cho năm nay.

Nhóm Phân tích
Shinhan Securities Vietnam
02/06/2025

Triển vọng kinh tế vĩ mô

Chúng tôi tin rằng kinh tế Việt Nam sẽ thích ứng với tình hình mới khi Mỹ áp thuế quan đối ứng lên các nước trên thế giới. Ở tất cả các kịch bản, mức thuế đối ứng của Mỹ có thể sẽ làm ảnh hưởng đến tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam. Dù trụ cột xuất khẩu có thể không giữ được đà tăng trưởng trong quá khứ nhưng chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế của Việt Nam vẫn sẽ tăng trưởng dựa trên sức mạnh nội tại. Với những kết quả đạt được trong 4 tháng đầu năm, chúng tôi ước tính GDP cho năm 2025 có thể đạt mức tăng trưởng trên 6%, lạm phát được kiểm soát dưới 4% và VND có thể tiếp tục mất giá thêm 2-3%.

Triển vọng thị trường chứng khoán

Bất chấp những thách thức từ bối cảnh kinh tế vĩ mô, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn đang đứng trước nhiều cơ hội lớn. Những đợt điều chỉnh sâu đã tạo ra cơ hội tích lũy cổ phiếu ở vùng định giá thấp. Một điểm sáng là dòng vốn ngoại, sau thời gian rút ròng, đang có dấu hiệu quay trở lại mạnh mẽ trong tháng 5, cho thấy sự cải thiện đáng kể. Ngoài ra, triển vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE vào tháng 9/2025 cũng là một động lực quan trọng cho thị trường.

Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán sẽ được thúc đẩy bởi sức mạnh nội tại của nền kinh tế, với ước tính tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết đạt gần 15% trong năm 2025, P/E mục tiêu ở mức 12x, tương ứng với vùng hợp lý của VNIndex là 1,380. Trong kịch bản tích cực, chúng tôi kỳ vọng VNIndex sẽ tiến đến vùng đỉnh cũ 1,500 điểm (P/E mục tiêu 13x, -1 độ lệch chuẩn so với trung bình 10 năm).

Nhóm ngành tiềm năng

Chúng tôi ưu tiên 3 nhóm cổ phiếu tiềm năng đầu tư cho nửa cuối năm 2025 như sau: (1) Nhóm xuất khẩu, (2) Nhóm "nội địa" và (3) Nhóm cổ phiếu hưởng lợi từ nâng hạng thị trường mới nổi. Đối với nhóm xuất khẩu, chúng tôi lựa chọn doanh nghiệp có những lợi thế cạnh tranh nhất định cũng như có khả năng đón đầu trong sự dịch chuyển vốn đầu tư. Đối với nhóm "nội địa", chúng tôi tập trung nhóm ngành hưởng lợi từ chính sách kích cầu nội địa, đẩy mạnh đầu tư công,.. Cuối cùng, chúng tôi ưu tiên những doanh nghiệp có vốn hóa lớn và có khả năng hấp thụ dòng vốn lớn từ khối ngoại nếu thị trường được nâng hạng.

| Mục lục |

"TỰ LỰC, TỰ CƯỜNG"

1 Triển vọng Kinh tế Vĩ mô nửa cuối năm 2025: **Thích ứng**

2 Xuất nhập khẩu: **Tăng cường nội địa hóa và đa dạng hóa thị trường**

3 Bất động sản Khu công nghiệp: **Cơ hội đi kèm thách thức**

4 Ngân hàng: **Mục tiêu thận trọng**

5 Bất động sản: **Cơ hội nổi bật**

6 Đầu tư công: **Đẩy mạnh phát triển hạ tầng**

7 Thép: **Hướng về nội địa**

8 Thực phẩm và đồ uống: **Kích thích tiêu dùng để thúc đẩy tăng trưởng**

9 Bán lẻ: **Duy trì đà tăng trưởng**

10 Điện: **Đầu tư "xanh", tăng trưởng bền**

11 Triển vọng Thị trường Chứng khoán nửa cuối năm 2025: **Trong nguy có cơ**

Kinh tế vĩ mô

Chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ thích ứng với tình hình mới khi Mỹ áp thuế quan đối ứng lên các nước trên thế giới. Trong khi tích cực đàm phán với Mỹ về vấn đề thuế quan, Chính Phủ Việt Nam đã thể hiện quyết tâm khi ban hành và chỉnh sửa những chính sách để đất nước có thể tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu và củng cố nội lực kinh tế. Kinh tế Việt Nam sẽ bền bỉ phát triển nhờ sức mạnh bên trong và những lợi thế riêng của đất nước.



Shinhan Securities

Kinh tế vĩ mô

Thích Ứng



Niên Nguyễn
☎ (84-28) 6299-8000
✉ nien.nh@shinhan.com

Phương Dương
☎ (84-28) 6299-9004
✉ phuong.nd@shinhan.com

Tiến Lê
☎ (84-28) 6299-8000
✉ tien.ld@shinhan.com

Nội dung

Kinh tế vĩ mô – Thích Ứng

Ngày 02/4/2025, tổng thống Mỹ công bố áp thuế nhập khẩu đối ứng với hơn 180 đối tác thương mại. Việt Nam phải thích ứng với những biến động kinh tế toàn cầu để tiếp tục viết tiếp câu chuyện tăng trưởng của mình. Ở phần này, 3 nội dung chính được đề cập:

1. **Đánh giá chung tác động của thuế đối ứng**

   Việt Nam và các nước Châu Á đều có chung một số vấn đề trong thương mại với Mỹ như: hạn ngạch nhập khẩu, yêu cầu giấy phép chuyên ngành, tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe, quy định về liên doanh bắt buộc trong một số lĩnh vực dịch vụ… Việc Mỹ áp thuế lên Việt Nam sẽ ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư và thương mại Việt Nam trong ngắn hạn và dài hạn.

2. **Xuất khẩu và lợi thế của Việt Nam thu hút FDI**

   Với cơ cấu xuất khẩu và FDI của Việt Nam ở hiện tại, theo đánh giá của chúng tôi, dù có bị ảnh hưởng bởi thuế đối ứng nhưng mức độ nghiêm trọng không đáng kể trong ngắn hạn.

3. **Các kịch bản tăng trưởng**

   Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kinh tế Việt Nam trên giả định các mức thuế khác nhau. Dù trụ cột xuất khẩu có thể không giữ được đà tăng trưởng trong quá khứ nhưng nền kinh tế của Việt Nam vẫn sẽ tăng trưởng dựa trên sức mạnh nội tại.

01

Đánh giá chung tác động của thuế đối ứng

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp FDI nhiều khả năng sẽ tạm thời hạn chế mở rộng hoạt động sản xuất tại Việt Nam nhằm chờ đợi một định hướng chính sách thương mại rõ ràng hơn từ phía Hoa Kỳ. Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư mới vào Việt Nam cũng có thể tăng trưởng chậm lại do môi trường đầu tư đang thiếu mức độ chắc chắn cần thiết để ra quyết định dài hạn.

Tóm tắt những vấn đề về thương mại được Mỹ đề cập

Những vấn đề chính của Việt Nam

- Dựa trên nội dung của Báo cáo "2025 National Trade Estimate Report on Foreign Trade Barriers" do Văn phòng Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR) công bố, chúng tôi nhận thấy rằng nhiều quốc gia trong khu vực châu Á – bao gồm Việt Nam, Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Philippines và Ấn Độ – đang gặp phải những rào cản thương mại tương đồng. Cụ thể, các quốc gia này đều duy trì mức thuế quan tương đối cao, đồng thời áp dụng nhiều rào cản phi thuế quan như: hạn ngạch nhập khẩu, yêu cầu giấy phép chuyên ngành, tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe, quy định về liên doanh bắt buộc trong một số lĩnh vực dịch vụ, và chính sách bảo hộ nội địa chưa minh bạch. Ngoài ra, các vấn đề về bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ và cơ chế thực thi pháp luật thương mại còn yếu cũng là những điểm chung đáng chú ý.

Những vấn đề chính của Việt Nam trong báo cáo

Vấn đề chính	Chi tiết
Thuế quan và thuế nhập khẩu	Mức thuế MFN trung bình của Việt Nam đạt 9.4% (2023), trong đó nhóm hàng nông nghiệp ở mức 17.1% – cao hơn so với nhiều đối tác. Một số sản phẩm có thuế suất cao bất thường, đặc biệt là các mặt hàng Việt Nam có năng lực sản xuất nội địa.
Rào cản phi thuế quan	Bao gồm các lệnh cấm nhập khẩu hàng tiêu dùng cũ, thiết bị mã hóa, thiết bị y tế tân trang và một số sản phẩm CNTT. Ngoài ra, vẫn còn tình trạng chồng chéo trong thủ tục thông quan, kiểm dịch thực phẩm và yêu cầu đăng ký sản phẩm.
Bảo vệ tài sản trí tuệ	Việt Nam vẫn nằm trong danh sách theo dõi (Watch List) do các vấn đề về hàng giả, vi phạm bản quyền, thiếu thực thi hình sự và hệ thống bảo hộ dữ liệu thử nghiệm dược phẩm còn yếu.
Chính sách mua sắm công và minh bạch pháp lý	Mặc dù Việt Nam đã cải thiện khuôn khổ đấu thầu công, quốc gia này vẫn chưa tham gia Hiệp định GPA và còn tồn tại tình trạng thiếu minh bạch trong quy trình ban hành chính sách do xung đột chức năng giữa các bộ ngành
Rào cản thương mại điện tử / kỹ thuật số	Các quy định về an ninh mạng, lưu trữ dữ liệu trong nước (Thông tư 13/2023, Thông tư 53/2022) và quy định về chữ ký điện tử vẫn thiếu hướng dẫn cụ thể, tạo rủi ro pháp lý cho các doanh nghiệp nước ngoài.
Rào cản về đầu tư	Việt Nam vẫn duy trì danh mục các ngành cấm hoặc hạn chế tiếp cận thị trường đối với nhà đầu tư nước ngoài, trong đó bao gồm ngân hàng, logistics, viễn thông và dịch vụ Internet. Luật Viễn thông sửa đổi mở rộng phạm vi điều chỉnh sang lĩnh vực dữ liệu, điện toán đám mây và OTT, làm gia tăng lo ngại về khả năng kiểm soát vốn ngoại trong tương lai
Môi trường	Mỹ tiếp tục giám sát việc thực thi Hiệp định Gỗ (2021) nhằm ngăn chặn sử dụng gỗ khai thác trái phép trong chuỗi cung ứng.

Nguồn: National Trade Estimate Report on Foreign Trade Barriers, Shinhan Securities Vietnam

Đánh giá tác động chung lên các nước trên thế giới

Có thể sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên các nền kinh tế trên thế giới

- Theo báo cáo "Trade Elasticities in Aggregate Models: Estimates for 191 Countries" (Devarajan, Go & Robinson, 2023), các quốc gia thu nhập cao sẽ có mức hệ số co giãn nhập khẩu cao hơn các quốc gia đang phát triển, phản ánh cấu trúc hàng hóa đa dạng và khả năng thay thế hàng hóa cao hơn. Điều này hàm ý nếu giá hàng hóa tăng thì các quốc gia có thu nhập cao sẽ giảm nhu cầu nhập khẩu mạnh (hệ số co giãn nhập khẩu = 1.4). Các quốc gia đang phát triển sẽ có hệ số co giãn thấp hơn (hệ số co giãn nhập khẩu 0.7) tức nhu cầu nhập khẩu sẽ giảm ít hơn khi giá tăng.
- Về hoạt động xuất khẩu, các quốc gia đang phát triển có mức co giãn xuất khẩu chỉ xấp xỉ 0.6 (thấp hơn đáng kể hệ số co giãn xuất khẩu 1.465 của các quốc gia thu nhập cao). Điều này cho thấy các quốc gia đang phát triển có độ linh hoạt xuất khẩu thấp hơn (khó thay thế thị trường khác hơn). Điều này cũng có nghĩa các quốc gia đang phát triển phụ thuộc vào xuất khẩu sẽ bị ảnh hưởng mạnh hơn khi bị áp thuế
- Về cơ bản, báo cáo bằng số liệu thực tế cho biết việc áp thuế khiến giá tăng sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên nhu cầu của mọi nền kinh tế (nhóm phát triển hay đang phát triển).

Ảnh hưởng đến các nền kinh tế nếu Mỹ áp thuế đối ứng



Đánh giá chung tác động lên Việt Nam

Ngắn hạn – Trung lập và Dài hạn – Phụ thuộc vào nhiều yếu tố

- Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp FDI nhiều khả năng sẽ tạm thời hạn chế mở rộng hoạt động sản xuất tại Việt Nam nhằm chờ đợi một định hướng chính sách thương mại rõ ràng hơn từ phía Hoa Kỳ. Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư mới vào Việt Nam cũng có thể tăng trưởng chậm lại do môi trường đầu tư đang thiếu mức độ chắc chắn cần thiết để ra quyết định dài hạn. Ngay cả trong bối cảnh bất định chính sách, việc dịch chuyển chuỗi cung ứng không thể thực hiện trong thời gian ngắn do rào cản về chi phí tái đầu tư, thời gian xin cấp phép và đánh giá lại môi trường đầu tư. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng FDI rút khỏi Việt Nam trong ngắn hạn là không đáng kể. Ngoài ra Việt Nam được đánh giá bởi WEF (World Economic Forum) là nước có mức ổn định chính trị cao, yếu tố này rất quan trọng trong việc đánh giá tiếp tục đầu tư vào Việt Nam trong tương lai.

- Trong dài hạn, nếu mức thuế áp dụng với hàng hóa từ Việt Nam được đàm phán và điều chỉnh về mức tương đương với mặt bằng chung của các quốc gia cạnh tranh trong khu vực như Bangladesh, Indonesia, Philippines, Thái Lan hay Campuchia. Việt Nam nhiều khả năng vẫn duy trì được sức hút đối với dòng vốn FDI trong trung và dài hạn. Điều này là nhờ vào các yếu tố nền tảng như: môi trường chính trị ổn định, vị trí chiến lược trong chuỗi cung ứng khu vực, lực lượng lao động cạnh tranh, mạng lưới FTA sâu rộng, cùng với chính sách hỗ trợ đầu tư tích cực từ Chính phủ.

- Trong trường hợp thuế nhập khẩu vào Hoa Kỳ đối với hàng hóa từ Việt Nam giữ nguyên ở mức khoảng 46%, mức chênh lệch so với các quốc gia cạnh tranh như Thái Lan, Indonesia, Philippines, Malaysia, Bangladesh và Ấn Độ sẽ dao động từ 10–20 điểm phần trăm. Sự chênh lệch đáng kể này có thể làm xói mòn lợi thế về chi phí sản xuất của Việt Nam, đặc biệt trong các ngành sử dụng nhiều lao động như dệt may, giày dép và điện tử tiêu dùng. Nếu kéo dài, điều này sẽ làm suy yếu khả năng thu hút FDI mới và có thể khiến một số dòng vốn chuyển hướng sang các nước cạnh tranh trong khu vực.

Đánh giá tác động lên Việt Nam

Ngắn hạn — **TRUNG LẬP**

Dài hạn — **TRUNG LẬP**
Nếu thuế đối ứng tương đương với các nước trong khu vực

TIÊU CỰC
Nếu bị áp mức thuế 46%

Việt Nam nhanh chóng đàm phán thương mại với Mỹ

Diễn biến đàm phán Việt Nam – Mỹ

- Việt Nam đã nhanh chóng thúc đẩy quá trình đàm phán thương mại với Mỹ. Kết quả đàm phán được kỳ vọng Việt Nam và Mỹ sẽ sớm có một thỏa thuận thương mại song phương, thúc đẩy quan hệ kinh tế – thương mại ổn định. Chúng tôi kỳ vọng một mức thuế hợp lý vào khoảng 20% sẽ được thống nhất giữa 2 nước.

Mốc thời gian	Sự kiện chính	Diễn biến
02/4/2025	Công bố thuế quan	Tổng thống Mỹ Donald Trump công bố thuế nhập khẩu đối ứng với hơn 180 đối tác thương mại. Việt Nam bị áp mức thuế 46%.
09/4/2025	Tạm dừng áp thuế trong 90 ngày	Mỹ tuyên bố tạm dừng kế hoạch áp thuế đối ứng trong 90 ngày với hơn 75 quốc gia đối tác thương mại không trả đũa Mỹ.
10/4/2025	Thống nhất tổ chức đàm phán	Phó thủ tướng Hồ Đức Phớc đã gặp Bộ trưởng Tài chính Mỹ Scott Bessent và Bộ trưởng Thương mại Mỹ Howard Lutnick. Hai bên thống nhất việc tổ chức đàm phán một thỏa thuận thương mại song phương giữa hai quốc gia.
12/4/2025	Đàm phán trực tuyến về việc đàm phán thương mại	Việt Nam thành lập Đoàn đàm phán Chính phủ về các vấn đề thương mại với Hoa Kỳ. Việt Nam và Mỹ đàm phán trực tuyến với nhau nhằm thực hiện việc đàm phán Hiệp định thương mại đối ứng Việt Nam - Hoa Kỳ theo chỉ đạo giữa lãnh đạo cấp cao hai nước.
16/5/2025	Đàm phán vòng 1	Cuộc đàm phán cấp bộ trưởng được thực hiện tại Jeju, Hàn Quốc. Đại diện Việt Nam là Bộ Công Thương Nguyễn Hồng Diên và phía Mỹ là Trưởng Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR) Jamieson Greer
19/5/2025 – 22/5/2025	Đàm phán vòng 2	Vòng đàm phán lần thứ 2 Hiệp định song phương về thương mại đối ứng giữa Việt Nam và Hoa Kỳ được tổ chức từ ngày 19-22/5/2025 tại Washington D.C, Hoa Kỳ.
Tháng 6/2025	Đàm phán vòng 3	Kỳ vọng kết thúc đàm phán sớm với kết quả tốt nhất

Nguồn: baochinhphu, Shinhan Securities Vietnam

Xuất khẩu và lợi thế của Việt Nam thu hút FDI

02

Phần lớn giá trị xuất khẩu của Việt Nam dựa vào các doanh nghiệp FDI. Thị trường đang có những lo ngại về việc dòng vốn FDI sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực khi Việt Nam bị Mỹ áp thuế. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, dù có bị ảnh hưởng nhưng mức độ nghiêm trọng không đáng kể trong ngắn hạn vì những lợi thế cạnh tranh mà Việt Nam đang có so với các nước trong cùng khu vực sẽ không bị thay đổi trong tương lai gần.

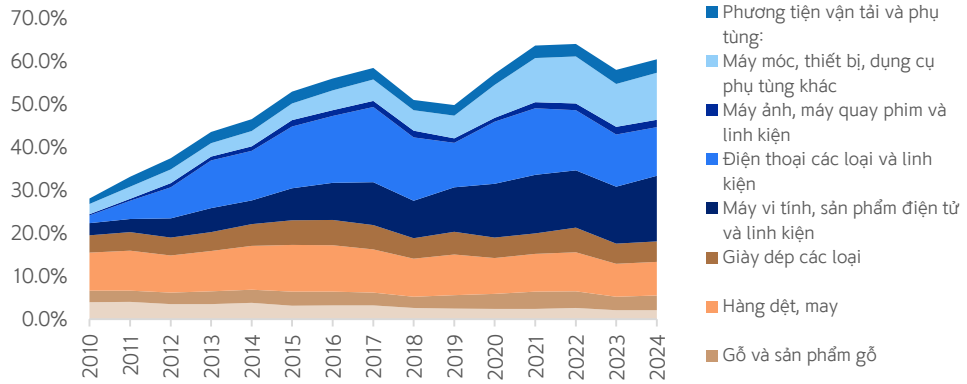
Các doanh nghiệp FDI chiếm vai trò quan trọng trong xuất khẩu Việt Nam

- Xuất khẩu đóng vai trò quan trọng đối với nền kinh tế Việt Nam. Tỷ trọng giá trị xuất khẩu trên tổng GDP năm 2024 là 85%. Các doanh nghiệp xuất khẩu đóng góp lớn vào nền kinh tế bằng cách tạo cơ hội việc làm, và nâng cao công nghệ sản xuất trong nước.

- Trước thời điểm tham gia hiệp định WTO năm 2007, các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam là nông sản, sản phẩm may mặc và thời trang. Các ngành sản xuất liên quan đến may mặc, thời trang là những ngành sản xuất thâm dụng lao động lớn, hàm lượng công nghệ thấp. Sau khi gia nhập WTO, giá trị xuất khẩu của mặt hàng có hàm lượng công nghệ cao như linh kiện điện tử đã tăng dần tỷ trọng trong tổng giá trị xuất khẩu. Đến năm 2024, giá trị xuất khẩu hàng công nghệ cao chiếm gần 50% tổng giá trị xuất khẩu. Việt Nam không chỉ xuất khẩu các mặt hàng công nghệ cao sang Mỹ mà còn sang các nước châu Á khác như Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản.

- Năm 2024, FDI chảy vào lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo chiếm 67% (tương đương với 2/3) tổng vốn FDI. Và cũng trong năm 2024, doanh nghiệp FDI chiếm 71.2% tổng giá trị xuất khẩu. Có thể nói, phần lớn giá trị xuất khẩu của Việt Nam dựa vào các doanh nghiệp FDI. Dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam đóng vai trò lớn trong phát triển kinh tế trong nước khi tập trung chủ yếu vào các ngành sản xuất công nghiệp chế tạo.

Cơ cấu giá trị xuất khẩu trên tổng GDP trong 15 năm gần nhất



Cơ cấu FDI theo nhóm ngành năm 2024



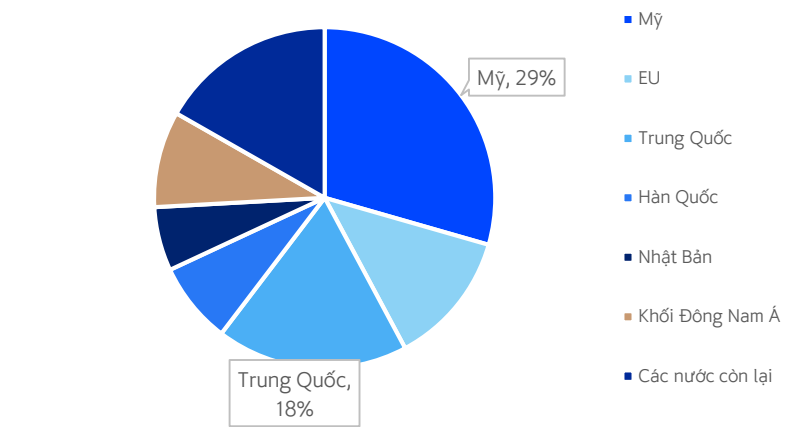
Nguồn: Fiinpro, GSO, Hải Quan Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Xuất khẩu của Việt Nam

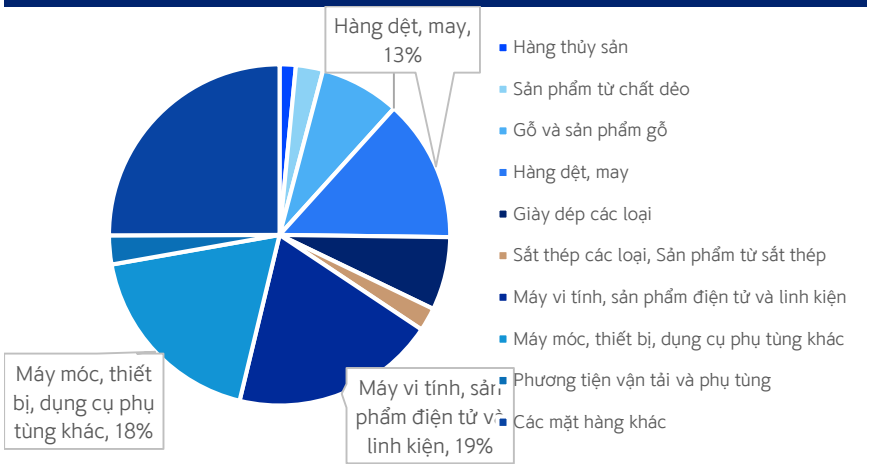
Mỹ là thị trường chính. Mặt hàng công nghệ cao là chủ lực xuất khẩu.

- Mỹ là thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam trong các năm gần đây. Năm 2024, giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ là lớn nhất với giá trị đạt 119.5 tỷ USD, chiếm 29% tổng giá trị xuất khẩu. Trung Quốc đứng thứ 2 với tỷ trọng 18%. Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ với các mặt hàng chính là các sản phẩm chế biến, chế tạo công nghệ cao. Các mặt hàng máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện chiếm 19% trong tổng giá trị hàng xuất khẩu năm 2024. Mặt hàng máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác đứng thứ 2 với tỷ trọng chiếm 18%. Ngoài ra các mặt hàng sản xuất truyền thống như hàng dệt, may chiếm tỷ trọng 13% trong tổng giá trị xuất khẩu sang Mỹ.
- Thị trường đang có những lo ngại về việc dòng vốn FDI sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực khi Việt Nam bị Mỹ áp thuế, và sẽ ảnh hưởng đến xuất khẩu. Tuy nhiên, bằng việc đánh giá lợi thế của Việt Nam so với các nước trong khu vực Châu Á, trong việc thu hút FDI của 2 nhóm xuất khẩu chính là công nghệ cao và thời trang (may mặc, dệt, giày dép), chúng tôi cho rằng Việt Nam có những lợi thế khó bị thay đổi trong thời gian ngắn 1-2 năm.

Cơ cấu xuất khẩu theo nước năm 2024



Cơ cấu xuất khẩu theo mặt hàng sang Mỹ năm 2024



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Việt Nam có những lợi thế nhất định so với các nước trong khu vực

So sánh thu hút FDI ngành công nghiệp may mặc giữa Việt Nam và các nước khác

- Theo báo cáo đánh giá khả năng cạnh tranh của các nước gia công may mặc của USFIA (Hiệp hội Ngành thời trang Mỹ), Việt Nam được đánh giá cao trong khu vực châu Á. Việt Nam có điểm đánh giá thấp hơn 2 nước Trung Quốc và Bangladesh về mặt chi phí gia công. Và Việt Nam cũng thấp hơn Trung Quốc về mặt tốc độ (vận chuyển, đáp ứng thay đổi yêu cầu – flexibility and agility) và về độ liên kết với các khâu khác trong chuỗi giá trị (vertical integration). Tuy nhiên, ở các tiêu chí còn lại, đặc biệt là các rủi ro liên quan đến lao động, chuẩn mực trách nhiệm xã hội (sử dụng lao động đúng độ tuổi, môi trường làm việc phù hợp…), địa chính trị, thì Việt Nam được đánh giá cao hơn các nước khác ở khu vực Châu Á. Chính vì thế, chúng tôi đánh giá rằng, các ngành nghề sản xuất may mặc sẽ ít bị ảnh hưởng trong lần áp thuế sắp tới, có khả năng sẽ chỉ bị mức thuế thấp nhất. Những lợi thế của Việt Nam đang có so với các nước cạnh tranh trong gia công thời trang sẽ không bị ảnh hưởng trong tương lai gần.
- Ngoài ra, đối với ngành nghề sản xuất như may mặc, giày dép, chúng tôi cho rằng, Chính Phủ Mỹ sẽ không áp một mức mức thuế cao lên các mặt hàng này vì nước Mỹ không có lợi thế chi phí sản xuất cũng như hàm lượng công nghệ yêu cầu của mặt hàng này không cao. Ở Châu Á, Việt Nam cạnh tranh với Trung Quốc, Ấn Độ, Bangladesh, Sri Lanka và Campuchia trong mảng sản xuất này.

Bảng so sánh lợi thế cạnh tranh của các nước Châu Á tham gia trong chuỗi giá trị ngành thời trang của Mỹ

Nguồn cung ứng	Tốc độ đưa ra thị trường	Giá lao động	Tốc độ đáp ứng và sự linh hoạt	Số lượng đặt hàng tối thiểu (MOQ)	Liên kết với các khâu khác trong chuỗi giá trị	Rủi ro về các quy định lao động và xã hội	Rủi ro về tuân thủ quy định về môi trường	Rủi ro địa chính trị
Trung Quốc	3.5	4.0	4.0	3.5	4.5	2.0	2.0	1.5
Việt Nam	3.0	3.5	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Bangladesh	2.0	4.0	3.0	2.5	3.0	2.5	2.5	3.0
Indonesia	2.5	3.5	3.5	3.0	2.5	3.0	2.5	3.5
Ấn Độ	2.5	3.5	3.5	3.0	4.0	2.5	2.5	3.5
Sri Lanka	2.0	3.5	3.5	3.0	2.5	3.0	3.0	3.5
Campuchia	2.5	3.5	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5	3.0

Nguồn: Hiệp hội Ngành Thời trang Mỹ (USFIA), Shinhan Securities Vietnam

Việt Nam có những lợi thế nhất định so với các nước trong khu vực

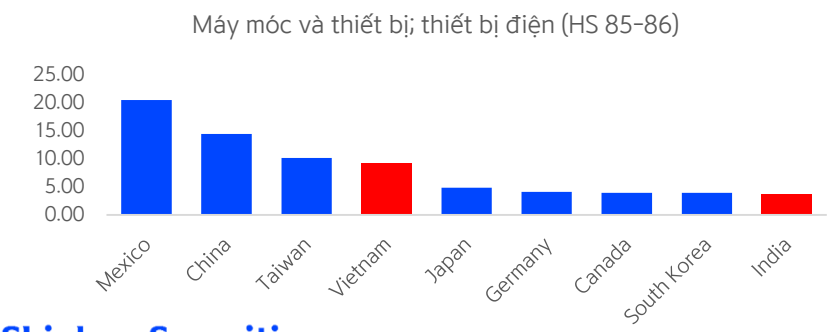
So sánh FDI ngành công nghiệp chế tạo công nghệ cao giữa Việt Nam và các nước khác

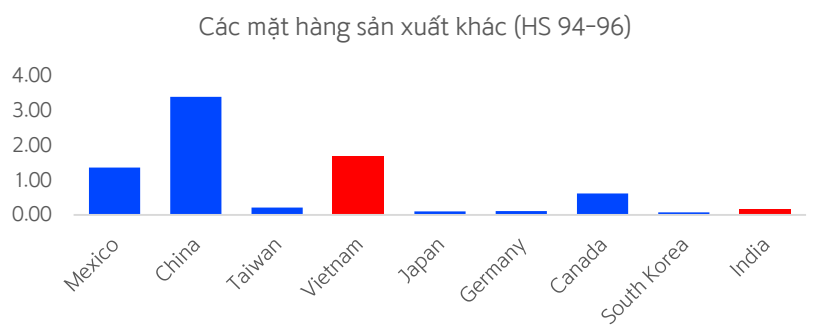
- Các nước châu Á xuất khẩu mặt hàng công nghệ cao sang Mỹ là Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Việt Nam và Ấn Độ. Việt Nam sẽ cạnh tranh với Ấn Độ để tham gia vào khâu cuối của chuỗi giá trị của mặt hàng công nghệ cao. Đó chính là các khâu như đóng gói, kiểm thử, lắp ráp… Cả Ấn Độ và Việt Nam được lựa chọn tham gia vào khâu cuối của chuỗi giá trị nhờ nguồn lao động có kỹ năng dồi dào phù hợp cho công việc. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn có một số lợi thế so với Ấn Độ về lực lượng lao động.

  - ❑ Mức lương cơ bản của Ấn Độ cũng tương đồng với Việt Nam, nhưng ở một số nơi thuộc Ấn Độ, quy định về mức lương cơ bản ở Ấn Độ phức tạp hơn Việt Nam. Điều này có thể là một rào cản mà các doanh nghiệp FDI sẽ cân nhắc. Một số bang ở Ấn Độ có quy định khác nhau về mức lương cơ bản, được phân loại theo ngành nghề, kỹ năng và vị trí địa lý trong bang đó. Ví dụ như bang Maharashtra – nơi đông dân thứ 2 của Ấn Độ có các mức lương khác nhau dành cho từng đối tượng công nhân có kỹ năng (skilled), có kỹ năng chưa hoàn chỉnh (semi-skilled), không có kỹ năng (unskilled) và từng đối tượng công nhân ở 3 vùng khác nhau (zone I, zone II, zone III) trong bang cũng sẽ có mức lương khác nhau. Thêm vào đó, công nhân ở những ngành nghề khác nhau cũng nhận có những mức lương khác biệt, như ngành kỹ sư (engineering) sẽ khác với sửa chữa máy móc.

  - ❑ Tỷ lệ biết chữ ở Việt Nam cao hơn Ấn Độ. Tỷ lệ biết chữ ở Việt Nam là 96.6% vào năm 2023 trong khi Ấn Độ là 77%. Dù có khoảng cách lớn về các chương trình giáo dục đào tạo và kỹ năng làm việc, Việt Nam vẫn là một trong những nước có nguồn lao động sản xuất có kỹ năng cao ở khu vực Châu Á.

Giá trị nhập khẩu các mặt hàng công nghiệp sản xuất công nghệ vào Mỹ trong tháng 3 năm 2025 (đơn vị: tỷ USD)



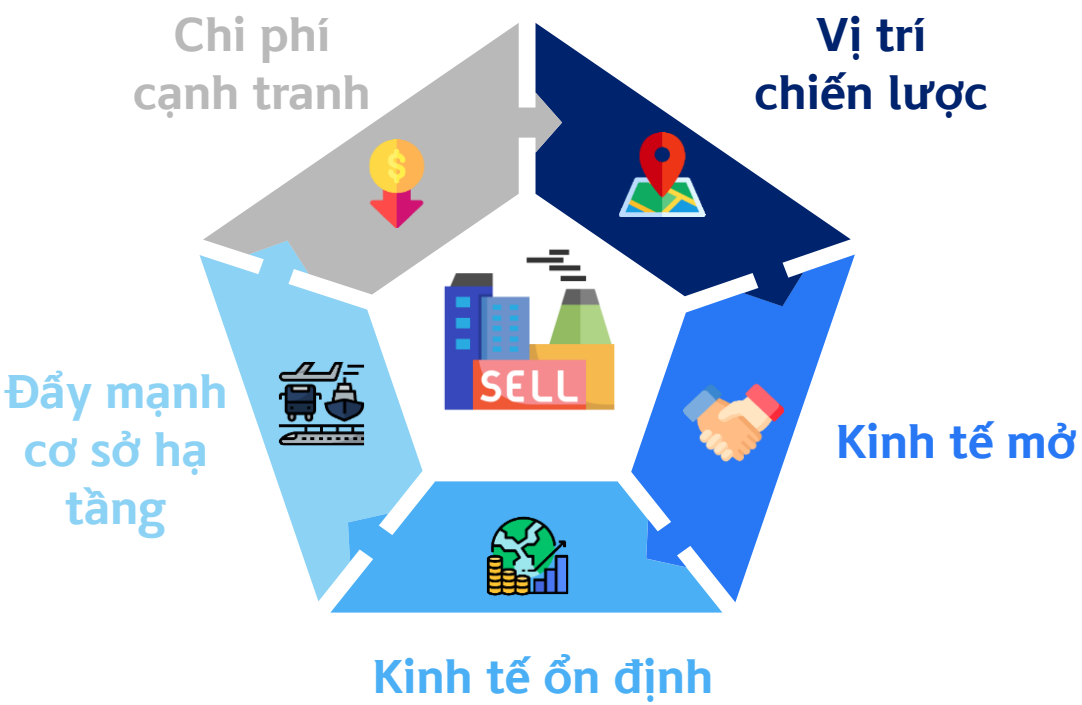


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Các yếu tố thúc đẩy nguồn vốn FDI chảy vào Việt Nam

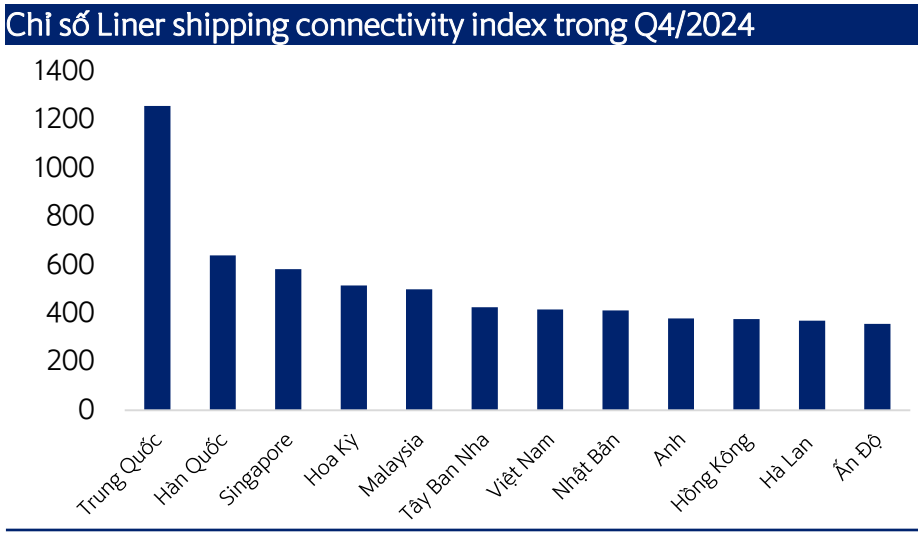
Bên cạnh việc so sánh lợi thế cụ thể ở các mặt hàng sản xuất, Việt Nam cũng có những lợi thế chung như:

- **Vị trí chiến lược**: Việt Nam sở hữu vị trí địa lý thuận lợi cho việc thúc đẩy thương mại và vận chuyển hàng hóa. Điều này tạo điều kiện để thu hút các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư và thiết lập hoạt động tại Việt Nam.
- **Kinh tế mở**: Với chiến lược trung lập, Việt Nam đã ký kết nhiều hiệp định thương mại tự do (FTA), tạo thuận lợi cho hoạt động xuất nhập khẩu. Nhờ đó, các doanh nghiệp nước ngoài có thể vận chuyển hàng hóa dễ dàng hơn trên phạm vi toàn cầu.
- **Kinh tế ổn định**: Nền kinh tế tăng trưởng tích cực cùng với môi trường chính trị ổn định là những yếu tố then chốt thúc đẩy sự phát triển của bất động sản công nghiệp.
- **Đẩy mạnh cơ sở hạ tầng**: Đường bờ biển dài, hệ thống sông ngòi dày đặc cùng với các khoản đầu tư lớn vào cơ sở hạ tầng đã hỗ trợ nền kinh tế phát triển và tạo điều kiện thuận lợi cho bất động sản công nghiệp.
- **Chi phí cạnh tranh**: Giá thuê đất công nghiệp cạnh tranh, chi phí điện thấp và nhân công giá rẻ là một trong những yếu tố hấp dẫn đối với các doanh nghiệp nước ngoài, từ đó góp phần thúc đẩy sự phát triển của bất động sản trong các khu công nghiệp.

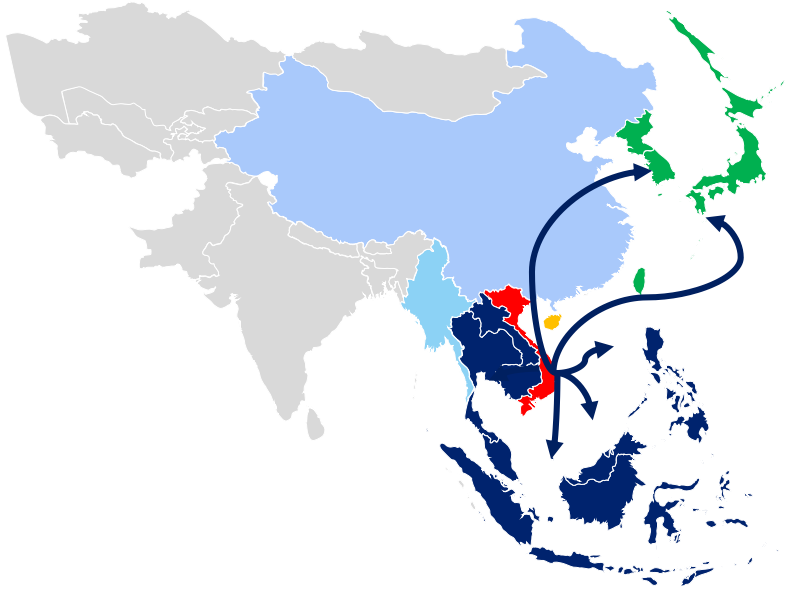


Lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút nguồn vốn FDI

Việt Nam có vị trí thuận lợi trong việc kết nối với thế giới



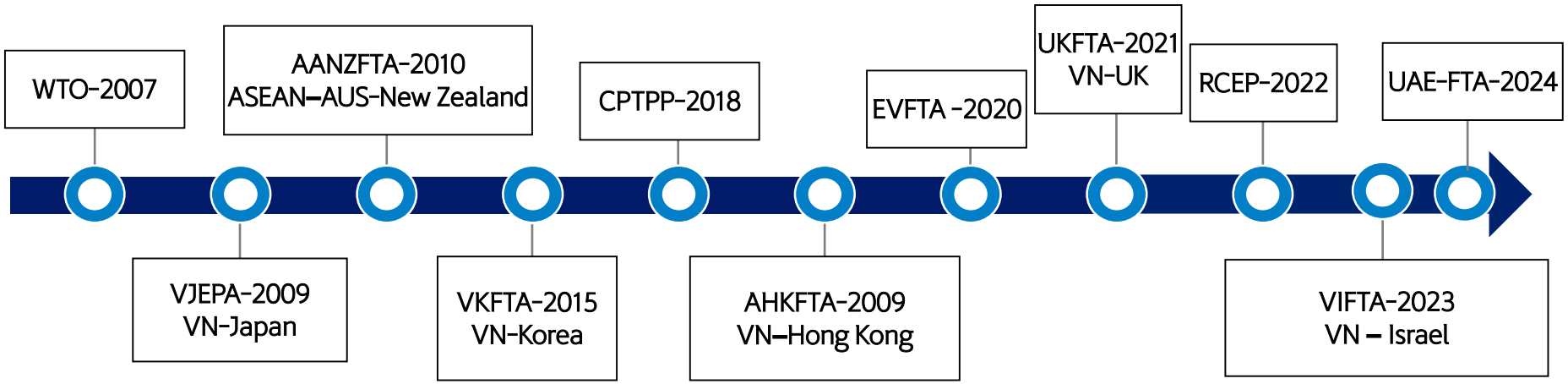
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam



- Việt Nam sở hữu vị trí địa lý chiến lược khi nằm ngay cạnh Biển Đông – một trong những tuyến đường hàng hải quốc tế quan trọng, đóng vai trò cầu nối vận chuyển hàng hóa từ châu Á đến các khu vực khác trên toàn cầu. Đặc biệt, hai tuyến hàng hải đi qua khu vực Đông Nam Á và châu Á - Thái Bình Dương hiện chiếm lần lượt 14% và 56% tổng khối lượng hàng hóa vận tải toàn thế giới. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho Việt Nam phát triển mạnh lĩnh vực vận tải biển.
- Ngoài ra, Việt Nam có đường bờ biển dài 3,260 km cùng nhiều vịnh nước sâu nằm gần tuyến hàng hải quốc tế, rất phù hợp để xây dựng và mở rộng hệ thống cảng biển nước sâu. Theo chỉ số kết nối hàng hải quốc tế (Liner Shipping Connectivity Index) do Ngân hàng Thế giới (World Bank) công bố, Việt Nam đã vươn lên vị trí thứ 7 toàn cầu vào năm 2023 (so với vị trí thứ 13 năm 2020). Những yếu tố này cho thấy Việt Nam đang ngày càng hội tụ đủ điều kiện để trở thành trung tâm trung chuyển hàng hóa quốc tế trong khu vực, đóng vai trò then chốt trong chuỗi cung ứng toàn cầu, đặc biệt là trong hoạt động logistics phục vụ các doanh nghiệp FDI.

Lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút nguồn vốn FDI

FTA mở đường cho doanh nghiệp nước ngoài vào thị trường Việt Nam

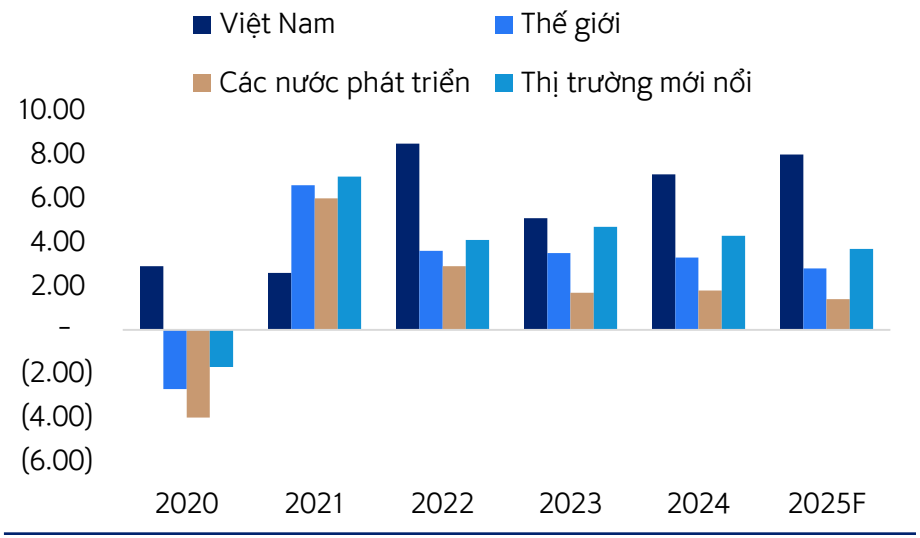


- Các hiệp định thương mại tự do hỗ trợ doanh nghiệp nước ngoài tham gia vào thị trường Việt Nam. Với chính sách mở cửa nền kinh tế, Việt Nam đã ký kết 17 hiệp định kinh tế (FTA) quan trọng, qua đó tạo ra một môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào Việt Nam.
- Khi đầu tư tại Việt Nam, các doanh nghiệp này có thể được hưởng lợi từ các chính sách ưu đãi như giảm thuế và cắt giảm các khoản phí. Đặc biệt, các hiệp định thương mại tự do (FTA) giúp giảm thuế cho các tập đoàn đa quốc gia, vốn thường xuyên phải nhập khẩu nguyên vật liệu và xuất khẩu thành phẩm trên phạm vi toàn cầu.

Lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút nguồn vốn FDI

Tăng trưởng kinh tế và môi trường đầu tư tốt thúc đẩy FDI vào Việt Nam

Tăng trưởng GDP của Việt Nam so với các nước Đông Nam Á 2020 – 2024 (%)



Nguồn: IMF, Shinhan Securities Vietnam

Đánh giá theo tiêu chí theo báo cáo Business ready 2024



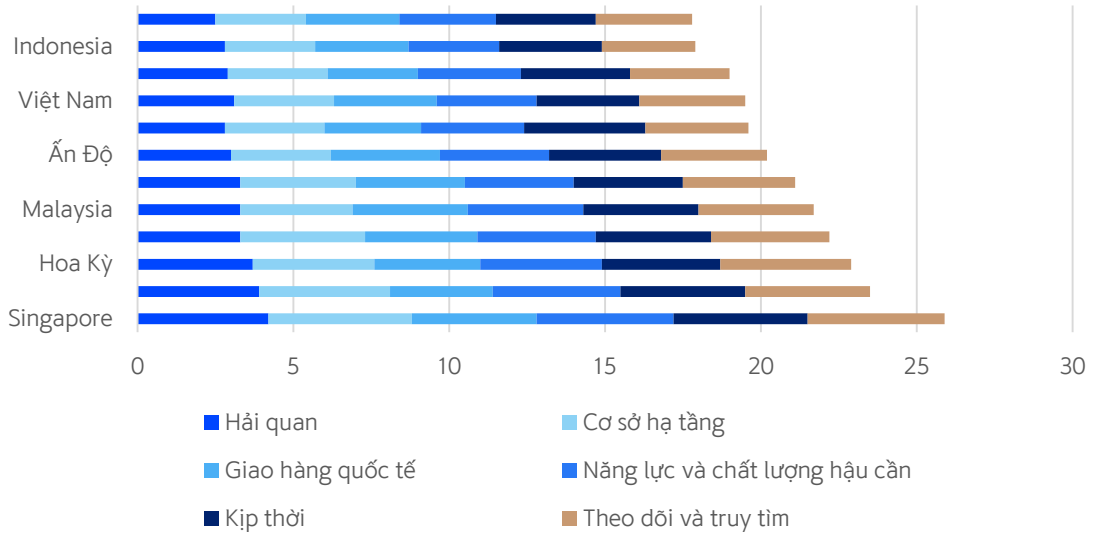
Nguồn: Worldbank, Shinhan Securities Vietnam

- Việt Nam luôn duy trì tốc độ tăng trưởng cao so với thế giới và các nước đang phát triển. Bất chấp tình hình kinh tế thế giới bất ổn vì thuế quan, trong Công điện số 47/CĐ-TTg ngày 22/4/2025 Thủ tướng Chính phủ Phạm Minh Chính vẫn quyết tâm đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 8% và một số nhiệm vụ, giải pháp trọng tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế năm 2025.
- Báo cáo Business Ready 2024 do Ngân hàng Thế giới (WB) công bố nhằm đánh giá toàn diện môi trường kinh doanh tại 50 quốc gia trên thế giới, dựa trên 10 nhóm tiêu chí cốt lõi. Báo cáo đồng thời phản ánh vị trí xếp hạng của Việt Nam theo từng tiêu chí đánh giá. Theo báo cáo Business Ready 2024, Việt đạt thứ hạng cao ở các lĩnh vực như dịch vụ tiện ích, giải quyết tranh chấp, lao động, cạnh tranh thị trường và thương mại quốc tế. Điều này cho thấy môi trường đầu tư tại Việt Nam đang ngày càng cải thiện, góp phần nâng cao khả năng thu hút các doanh nghiệp nước ngoài.

Lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút nguồn vốn FDI

Đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng thúc đẩy kết nối nền kinh tế hiệu quả hơn

Các yếu tố ảnh hưởng đến năng lực Logistic trong năm 2023



Nguồn: World Bank, Shinhan Securities Vietnam

Quốc gia	Xếp hạng	Chỉ số LPI
Singapore	1	4.3
Japan	14	3.9
United States	18	3.8
China	20	3.7
Malaysia	31	3.6
Thailand	37	3.5
India	38	3.4
Philippines	47	3.3
Vietnam	50	3.3
Brazil	51	3.2
Indonesia	63	3
Colombia	68	2.9

- Theo báo cáo Logistics Performance Index (LPI) năm 2023 do Ngân hàng Thế giới (World Bank) công bố, Việt Nam đứng thứ 50 toàn cầu về năng lực logistics với điểm số LPI đạt 3.4. Với kết quả này, Việt Nam được đánh giá có năng lực logistics tương đương với nhóm quốc gia dẫn đầu trong khu vực ASEAN. Báo cáo cũng ghi nhận xu hướng cải thiện tích cực của chỉ số LPI qua các năm, phản ánh hiệu quả từ các chính sách và nỗ lực đầu tư vào hạ tầng logistics mà Chính phủ đã triển khai trong thời gian qua.

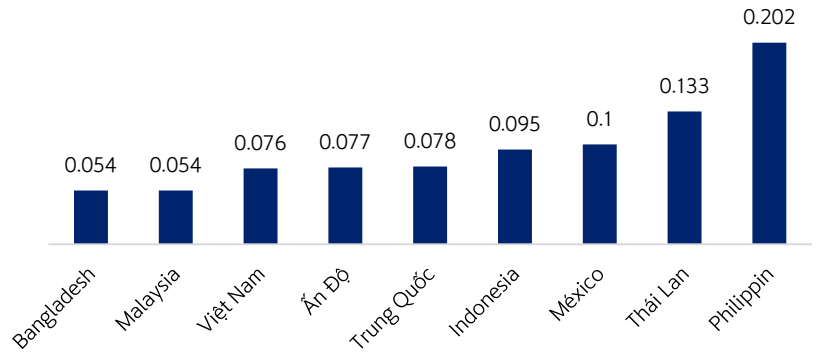
Lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút nguồn vốn FDI

Chi phí sản xuất cạnh tranh góp phần thu hút các doanh nghiệp mở rộng sản xuất tại Việt Nam

Việt Nam đang có lợi thế cạnh tranh nhờ chi phí sản xuất thấp so với nhiều quốc gia trong khu vực và thế giới.

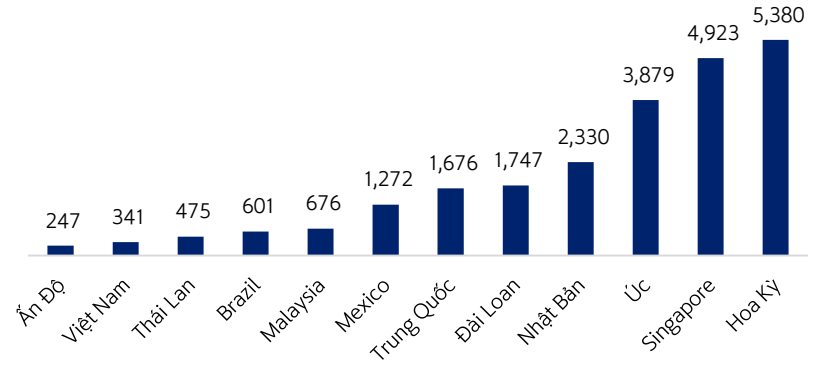
- Chi phí đất nhà xưởng , nhà kho xây sẵn và đất KCN của Việt Nam đang ở mức thấp so với các trong khu vực và trên thế giới.
- Chi phí điện tại Việt Nam cũng thuộc nhóm thấp, đặc biệt phù hợp với các ngành tiêu thụ nhiều năng lượng như các lĩnh vực về công nghệ.
- Việt Nam có lực lượng lao động dồi dào với tỷ lao dộng ở mức cao, đạt mức 69%. Bên cạnh đó chi phí lao động thấp và chất lượng lao động ngày càng gia tăng góp phần thu hút các doanh nghiệp FDI đầu tư vào Việt Nam.

Chi phí sử dụng điện năm 2024 (USD/KWh)



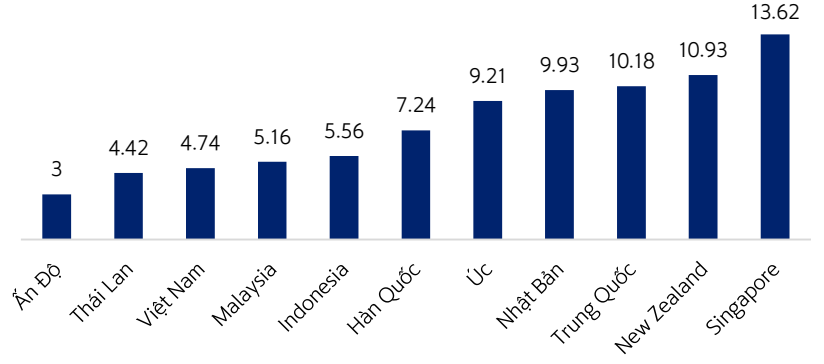
Nguồn: Trading economic, Shinhan Securities Vietnam

Chi phí lao động (USD/ tháng) năm 2024(%)



Nguồn: Trading economic, Shinhan Securities Vietnam

Chi phí thuê nhà xưởng, nhà kho xây sẵn trung bình năm 2024 (USD/m2/tháng)



Nguồn: JLL, Shinhan Securities Vietnam

Ảnh hưởng của thuế quan lên FDI

Mức độ ảnh hưởng tiêu cực sẽ không quá lớn trong ngắn hạn

- Vào ngày 12/5/2025, Mỹ và Trung Quốc đã cùng đi đến thỏa thuận tạm hoãn áp thuế lên nhau trong vòng 90 ngày. Điều này làm tăng khả năng cho các nước khác xuất khẩu hàng sang Mỹ như Việt Nam sẽ có cơ hội đàm phán được mức thuế hợp lý.
- Đối với ngành sản xuất thời trang, việc bị áp thuế có thể gây ảnh hưởng lên chi phí sản xuất tại Việt Nam so với các nước khác nhưng các yếu tố khác trong sản xuất như các dịch vụ hậu cần và môi trường đầu tư sẽ vẫn là những yếu tố sẽ giúp cho Việt Nam duy trì được dòng vốn FDI hiện tại trong lĩnh vực này. Trong trường hợp tiêu cực nhất khi Việt Nam bị mức thuế cao, ngành sản xuất của Việt Nam sẽ phải có sự chuyển dịch từ các ngành sản xuất với hàm lượng công nghệ thấp lên các ngành có hàm lượng công nghệ cao.
- Đối với ngành công nghiệp chế tạo công nghệ cao, dù dòng vốn FDI sẽ có sự dịch chuyển, có thể sẽ sang Ấn Độ. Nhưng chúng tôi cho rằng sau sự kiện đánh thuế vừa rồi, các doanh nghiệp sản xuất tại Mỹ và các nước khác sẽ không để rủi ro tập trung lớn – đặt cơ sở sản xuất công nghệ cao vào một nước. Trong ngắn hạn, Việt Nam và Ấn Độ là quốc gia có đủ khả năng để tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Các nước khác thuộc nhóm quốc gia chưa phát triển trong khu vực vẫn không có lợi thế để cạnh tranh với Việt Nam và Ấn Độ. Nhiều tập đoàn đa quốc gia cũng đang xây dựng chuỗi cung ứng của mình theo xu hướng này.
  - ❑ Để ứng phó với tình hình thuế quan hiện tại, Apple – Tập đoàn công nghệ lớn của Mỹ - cho biết phần lớn đơn hàng iPhone tại Mỹ trong Q2/2025 sẽ được làm từ Ấn Độ, và các sản phẩm khác như iPad, Mac, Apple Watch và Airpods đều sẽ được lắp ráp ở Việt Nam.
  - ❑ Sourcenext – nhà sản xuất Pocketalk, một máy phiên dịch không cần phải có kết nối internet – cũng đã quyết định thành lập một cơ sở sản xuất mới tại Việt Nam nhằm tránh thuế quan của Mỹ đối với Trung Quốc.
  - ❑ Dự án Nhà máy công nghệ cao UTI do Tập đoàn CNCTech làm chủ đầu tư, doanh nghiệp công nghệ cao hàng đầu của Hàn Quốc – một đối tác lớn của Samsung, đã khởi công nhà máy vào ngày 17/5/2025.
- Với những diễn biến hiện tại và phân tích về lợi thế của Việt Nam, chúng tôi cho rằng mức độ ảnh hưởng của thuế đối ứng của Mỹ lên Việt Nam sẽ ảnh hưởng không đáng kể lên dòng vốn FDI trong ngắn hạn, cũng như ảnh hưởng không đáng kể lên xuất khẩu Việt Nam. Tính đến ngày 15/5/2025, giá trị xuất khẩu của Việt Nam vẫn duy trì được đà tăng, ở mức 12% YoY.

03

Các kịch bản tăng trưởng

Phát triển nền kinh tế nội tại sẽ là động lực chính. Dù có bị áp những mức thuế khác nhau, trong ngắn hạn, Việt Nam sẽ đẩy mạnh đầu tư công và tiêu dùng nội địa để làm động lực thúc đẩy chính để phát triển nội lực của nền kinh tế. Về dài hạn, Việt Nam sẽ phát triển sức mạnh nội tại dựa vào sự phát triển kinh tế tư nhân. Chúng tôi dự phóng GDP dựa trên 3 kịch bản cơ sở, tiêu cực và tích cực ứng với các mức thuế mà Mỹ có thể áp lên Việt Nam. Dù là ở kịch bản tiêu cực nhất, GDP vẫn đạt được tăng trưởng dương nhờ vào nội lực kinh tế.

Linh hoạt và thích ứng ứng phó với thuế quan đối ứng

Quản lý vấn đề xuất xứ hàng hóa và Hội nhập quốc tế chủ động

- Việt Nam đối phó với thuế quan đối ứng bằng các thay đổi trong chính sách và định hướng để (1) cải thiện các vấn đề thương mại giữa Việt Nam – Mỹ và (2) tăng cường sức mạnh nền kinh tế của Việt Nam. Những điểm chính mà Việt Nam thực hiện để tăng sức mạnh nền kinh tế, đó chính là đẩy mạnh (i) hội nhập quốc tế, (ii) tiêu dùng trong nước và đầu tư công, và (iii) tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị sản xuất toàn cầu.
- Một trong những vấn đề giữa thương mại Việt Nam – Mỹ chính là quản lý về các vấn đề về xuất xứ hàng hóa. Việt Nam đã đẩy mạnh công tác quản lý về các vấn đề bản quyền, sở hữu trí tuệ và nguồn gốc xuất xứ. Ngày 21-4, Bộ Công Thương đã ban hành quyết định thu hồi quyền cấp C/O, CNM và mã số REX đã ủy quyền cho Liên đoàn Thương mại và Công nghiệp (VCCI) trước đó. Cục Thương mại điện tử và Kinh tế số sẽ đảm bảo cơ sở hạ tầng dữ liệu điện tử tại hệ thống quản lý và cấp chứng nhận xuất xứ điện tử của Bộ Công Thương. C/O, CNM và mã số REX là các chứng từ, dữ liệu quản lý để truy xuất nguồn gốc. Minh bạch các dữ liệu này sẽ chứng minh rằng hàng hóa xuất khẩu từ Việt Nam không phải là hàng chuyển tài từ Trung Quốc.
- Việt Nam cũng kỳ vọng đẩy mạnh việc hội nhập quốc tế một cách chủ động. Các doanh nghiệp Việt Nam cần phải tích cực thực hiện đa dạng hóa thị trường xuất khẩu cũng như nhập khẩu để giảm phụ thuộc vào Mỹ và Trung Quốc. Việc tận dụng triệt để các hiệp định thương mại tự do như EVFTA hay CPTPP để giảm rủi ro khi tập trung vào một thị trường.

Chiến lược thích ứng



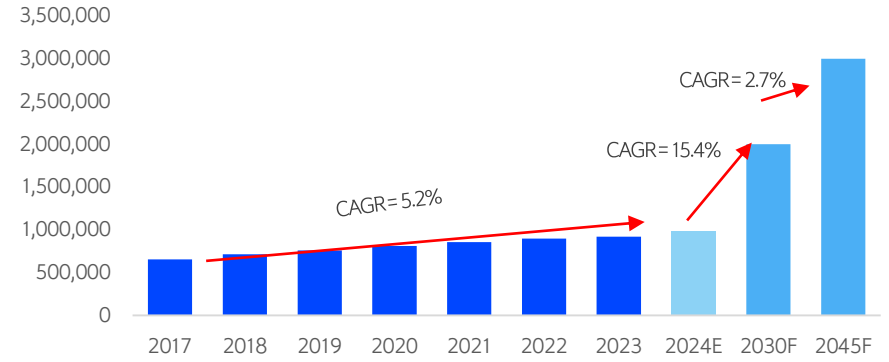
- Đẩy mạnh hội nhập quốc tế, giảm phụ thuộc vào một thị trường
- Thúc đẩy sức mạnh nội tại ngành kinh tế
- Tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị thế giới bằng cách đẩy mạnh thu hút các ngành sản xuất công nghệ cao.

Linh hoạt và thích ứng ứng phó với thuế quan đối ứng

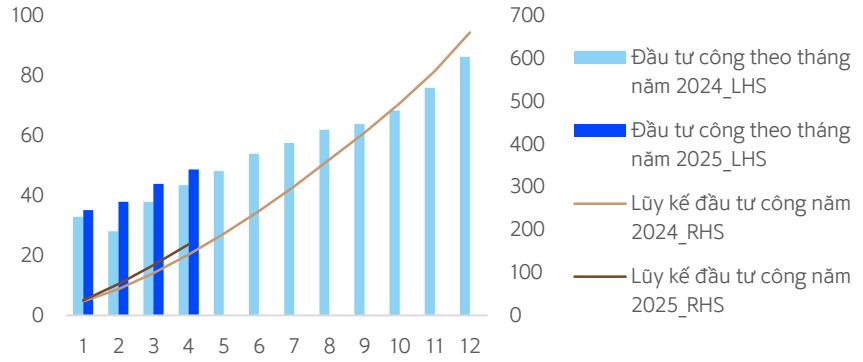
Đẩy mạnh đầu tư công và tiêu dùng nội địa. Tập trung phát triển kinh tế tư nhân.

- Với lợi thế sẵn có của quốc gia cùng với những thay đổi linh hoạt của chính sách từ Chính Phủ và chiến lược kinh doanh của khu vực doanh nghiệp, kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì được tăng trưởng mặc cho những trở ngại phía trước. Dù có bị áp những mức thuế khác nhau, trong ngắn hạn, Việt Nam sẽ đẩy mạnh đầu tư công và tiêu dùng nội địa để làm động lực thúc đẩy chính để phát triển nội lực của nền kinh tế. Về dài hạn, Việt Nam sẽ phát triển sức mạnh nội tại dựa vào sự phát triển kinh tế tư nhân.
- Tính đến tháng 4/2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 4 tăng 11.1% YoY. Lũy kế 4 tháng tăng 9.9% YoY. Tổng mức bán lẻ hàng hóa có thể đạt được mức tăng trưởng trên 9% trong năm 2025 và sẽ tiếp tục được duy trì mức cao trong năm 2026. Đầu tư công tính đến 4 tháng đầu năm 2025 ước đạt 165.6 nghìn tỷ VND, tăng 17.7% YoY.
- Ngày 04 tháng 5 năm 2025, Bộ Chính Trị đã đưa Nghị quyết về phát triển kinh tế tư nhân, trong đó đưa ra những quan điểm chỉ đạo để hướng đến những mục tiêu tham vọng với tầm nhìn đến năm 2030 và năm 2045. Mục tiêu đóng góp của khu vực tư nhân từ mức hơn 50% GDP trong hiện tại lên mức 55%-58% trong năm 2030 và 60% trong năm 2045. Mức đóng góp đó đến từ số lượng doanh nghiệp tham gia trong nền kinh tế, từ mức 0.98 triệu doanh nghiệp (SSV ước tính) đến cuối năm 2024 lên tổng số 2 triệu doanh nghiệp đến cuối năm 2030 và 3 triệu doanh nghiệp vào cuối năm 2045.

Số lượng doanh nghiệp



Đầu tư công (nghìn tỷ VND)

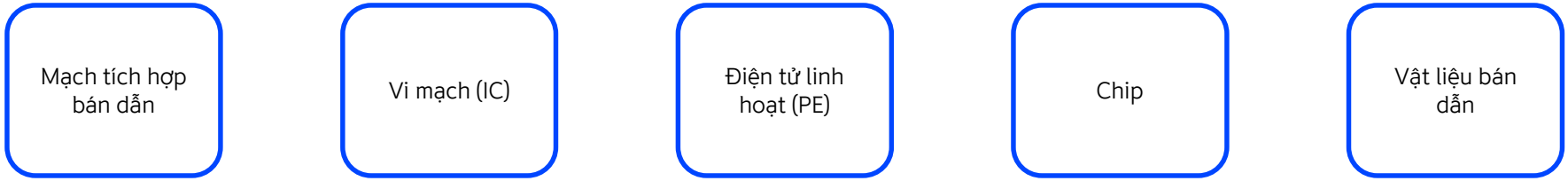


Chính sách và quản lý thích ứng để chuẩn bị cho thuế quan

Tạo điều kiện thu hút đầu tư công nghệ cao

- Nghị quyết về phát triển kinh tế tư nhân có một số điểm đáng chú ý về mặt sản xuất công nghệ. Đó chính là đặt mục tiêu đến năm 2030, Việt Nam sẽ có ít nhất 20 doanh nghiệp lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu. Ngoài ra, trình độ, năng lực công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số của Việt Nam thuộc nhóm 3 nước đứng đầu ASEAN và nhóm 5 nước đứng đầu khu vực châu Á. Để đạt được điều này, Việt Nam phải thu hút được những ngành nghề công nghệ cao đầu tư và tạo được hiệu ứng lan tỏa, chuyển giao công nghệ với các doanh nghiệp trong nước. Để thực hiện được mục tiêu tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu, bên cạnh sự thay đổi linh hoạt từ chính sách thì chúng tôi cho rằng các công ty đầu ngành đóng vai trò quan trọng trong việc tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Các công ty đầu ngành tham gia vào các ngành năng lượng sạch, bán dẫn, công nghệ thông tin sẽ là nhóm tiên phong tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Hiện tại, Việt Nam có một vài công ty nội địa tham gia vào công đoạn thiết kế vi mạch như FPT (thông qua công ty con FPT Semiconductor), Viettel (thông qua công ty con Viettel High Tech)… Chúng tôi tin rằng đây sẽ là những công ty sẽ đóng vai trò dẫn dắt.
- Ngoài ra, Quốc hội đã thông qua Luật số 57/2024/QH15, hoàn thiện hệ thống pháp luật qua hàng loạt thay đổi đột phá. Nổi bật là "Thủ tục đầu tư đặc biệt", áp dụng cho các dự án tại khu công nghiệp, khu thương mại tự do và khu kinh tế, giúp rút ngắn thời gian phê duyệt và thu hút nhà đầu tư chiến lược. Quỹ Hỗ trợ đầu tư, một điểm mới trong Luật Đầu tư, được thiết kế để thu hút các tập đoàn đa quốc gia, nhà đầu tư chiến lược. Các đầu tư trong lĩnh vực công nghệ cao mang tính chiến lược và tăng cường năng lực cạnh tranh quốc gia sẽ được ưu tiên đặc biệt và khuyến khích phát triển tối đa. Luật số 57 cũng đặt nền móng để đề xuất thành lập Trung tâm tài chính quốc tế tại TP. Hồ Chí Minh và Đà Nẵng.

Các ngành nghề được ưu tiên phát triển đầu tư



Các kịch bản đánh thuế

Dự phóng GDP dựa trên các kịch bản đánh thuế

- Các kịch bản đánh thuế xảy ra đối với Việt Nam được chia thành 3 kịch bản. Trường hợp tiêu cực là mức thuế cao mà Mỹ đã công bố ban đầu là 46%. Trường hợp thứ 2 là trường hợp tích cực khi Việt Nam chỉ chịu một mức thuế thấp nhất là 10%. Còn ở trường hợp thứ 3, là trường hợp mà chúng tôi cho rằng có khả năng xảy ra hơn, đó là một mức thuế nằm ở giữa 2 mức thấp nhất và cao nhất này là khoảng 20%. Chúng tôi gọi kịch bản này là kịch bản cơ sở.

- Ở tất cả các kịch bản, mức thuế đối ứng của Mỹ sẽ làm ảnh hưởng đến tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam. Những mức tăng trên 14% của xuất khẩu trong các năm gần đây sẽ khó được duy trì. Mức tăng cao như vậy với xuất khẩu chỉ có thể đạt được vào năm 2026F với trường hợp bị áp thuế thấp nhất. Để duy trì được mức tăng cao của nền kinh tế, kiểm soát tỷ giá và lạm phát là 2 chìa khóa quan trọng. Lạm phát được chúng tôi giả định Chính Phủ sẽ kiểm soát được dưới 4%, dù mục tiêu đặt ra là 4.5% và tỷ giá sẽ chỉ bị mất giá tối đa 3% đối với USD trong trường hợp xấu nhất nhờ vào sự điều hành linh hoạt của NHNN.

- Giả định, Việt Nam kết thúc đàm phán mức thuế vào tháng 7/2025. Thị trường sẽ cần có thời gian để hấp thụ và phản ứng với mức thuế không chỉ áp lên Việt Nam mà còn với các nước khác. Với những tăng trưởng trong 4 tháng đầu năm của nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi dự phóng rằng Việt Nam sẽ vẫn duy trì được mức tăng trưởng trong năm 2025F. Năm 2026F, Việt Nam sẽ đẩy mạnh kinh tế trong nước và hội nhập quốc tế chủ động để tiếp tục duy trì mức tăng của năm 2026F cao hơn năm 2025F.

	Kịch bản tiêu cực (46%)		Kịch bản cơ sở (20%)		Kịch bản tích cực (10%)	
Chỉ báo vĩ mô	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Tăng trưởng GDP (% YoY)	3.1	3.3	6.1	6.4	6.7	7.3
CPI (% YoY)	3.6	3.5	3.5	3.3	3.3	3.1
IIP (% YoY)	7.5	7.8	8.2	8.6	8.8	9.2
Doanh số bán lẻ (% YoY)	8.1	8.3	8.6	8.8	9.1	9.3
Tăng trưởng xuất khẩu (% YoY)	8.8	8.9	11.5	12.5	12.5	15.5
Tăng trưởng nhập khẩu (% YoY)	7.5	7.7	9.1	10.1	10.8	14.1
Vốn FDI thực hiện (tỷ USD)	19.6	20.0	25.3	27.4	26.6	28.9
Đầu tư công (nghìn tỷ VND)	714	778	714	778	714	778
Tăng trưởng tín dụng (% YoY)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Lãi suất tái cấp vốn NHNN (%)	4.50	4.50	4.50	4.25	4.50	4.00
Tỷ giá	26,500	26,800	26,300	26,500	26,200	26,300

Phụ lục – Bộ "Tứ" trụ cột – Những Nghị Quyết quan trọng

STT	Văn bản	Nội dung	Mục tiêu của Nghị Quyết	Ngày ban hành
1	Nghị quyết 57-NQ/TW	Đột phá phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia.	Đến năm 2030: • Tiềm lực, trình độ khoa học, công nghệ và đổi mới sáng tạo đạt mức tiên tiến ở nhiều lĩnh vực quan trọng, thuộc nhóm dẫn đầu trong các nước có thu nhập trung bình cao • Đóng góp của năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) vào tăng trưởng kinh tế ở mức trên 55% • Chỉ số phát triển con người (HDI) duy trì trên 0.7 • Kinh phí chi cho nghiên cứu phát triển (R&D) đạt 2% GDP, trong đó kinh phí từ xã hội chiếm hơn 60%; bố trí ít nhất 3% tổng chi ngân sách hằng năm cho phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số quốc gia và tăng dần theo yêu cầu phát triển • Hạ tầng công nghệ số tiên tiến, hiện đại, dung lượng siêu lớn, băng thông siêu rộng ngang tầm các nước tiên tiến • Quản lý nhà nước từ Trung ương đến địa phương trên môi trường số, kết nối và vận hành thông suốt giữa các cơ quan trong hệ thống chính trị	22/12/2024
2	Nghị quyết 59-NQ/TW	Hội nhập quốc tế trong tình hình mới	• Hội nhập kinh tế quốc tế • Hội nhập quốc tế về chính trị, quốc phòng, an ninh • Hội nhập quốc tế về khoa học công nghệ và đổi mới sáng tạo, văn hóa, xã hội, du lịch, môi trường, giáo dục - đào tạo, y tế và các lĩnh vực khác • Nâng cao năng lực và bản lĩnh chính trị hội nhập quốc tế	24/1/2025
3	Nghị quyết 66-NQ/TW	Đổi mới công tác xây dựng và thi hành pháp luật đáp ứng yêu cầu phá t triển đất nước trong kỷ nguyên mới	Đến năm 2030, Việt Nam có hệ thống pháp luật dân chủ, công bằng, đồng bộ, thống nhất, công khai, minh bạch, khả thi với cơ chế tổ chức thực hiện nghiêm minh, nhất quán, bảo đảm cơ sở pháp lý cho hoạt động bình thường, liên tục, thông suốt của các cơ quan sau sắp xếp tổ chức bộ máy, tháo gỡ vướng mắc phát sinh từ thực tiễn, mở đường cho kiến tạo phát triển, huy động mọi người dân và doanh nghiệp tham gia vào phát triển kinh tế - xã hội	30/4/2025
4	Nghị quyết 68-NQ/TW	Phát triển kinh tế tư nhân	Đến năm 2030: • Kinh tế tư nhân là một động lực quan trọng nhất của nền kinh tế quốc gia • Phấn đấu có 2 triệu doanh nghiệp hoạt động trong nền kinh tế, 20 doanh nghiệp hoạt động /nghìn dân. Có ít nhất 20 doanh nghiệp lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu. • Tốc độ tăng trưởng bình quân của kinh tế tư nhân đạt khoảng 10-12%/năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế; đóng góp khoảng 55-58% GDP, khoảng 35-40% tổng thu ngân sách nhà nước, giải quyết việc làm cho khoảng 84-85% tổng số lao động; năng suất lao động tăng bình quân khoảng 8.5-9.5%/năm. • Trình độ, năng lực công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số thuộc nhóm 3 nước đứng đầu ASEAN và nhóm 5 nước đứng đầu khu vực châu Á.	4/5/2025

Nguồn: Thư viện pháp luật, Báo Chính Phủ, Shinhan Securities Vietnam

Xuất khẩu

Chúng tôi lựa chọn nhóm doanh nghiệp xuất khẩu có những lợi thế cạnh tranh nhất định, có khả năng tự chủ được chuỗi cung ứng sản xuất cũng như chuyển hướng kịp thời được thị trường xuất khẩu.

Ngoài ra những nhóm doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh đặc biệt giúp duy trì thu hút đầu tư hoặc đón đầu trong sự dịch chuyển vốn đầu tư.

Một số nhóm ngành đề cập trong báo cáo như thủy sản, dệt may, logistics, bất động sản khu công nghiệp.



Shinhan Securities

Xuất nhập khẩu

Tăng nội địa hóa & Đa dạng hóa thị trường



Thảo Nguyễn
(84-28) 6299-8004
thao.np@shinhan.com

Trang Phạm
(84-28) 6299-8000
trang.pq@shinhan.com

Xuất nhập khẩu – Tăng nội địa hóa & Đa dạng hóa thị trường

Nội dung

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam Q1/2025

Trong Q1/2025, tổng kim ngạch XNK Việt Nam đạt 202.5 tỷ USD (+13% YoY). Một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực như dệt may, giày dép, máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện,… duy trì tốc độ tăng trưởng hai con số. Chúng tôi cho rằng đà tăng được củng cố bởi nhu cầu gia tăng và hiệu ứng "front-loading" trước tình hình thay đổi thuế quan.

2. Thuế đối ứng và tác động tới nhóm xuất nhập khẩu

Chúng tôi đánh giá một số nhóm ngành sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp về tác động thuế đối ứng như: dệt may, thủy sản, gỗ,… Đây là nhóm ngành có tỷ trọng xuất khẩu lớn vào thị trường Mỹ

Nhóm ảnh hưởng gián tiếp sẽ có độ trễ khi tiêu dùng sụt giảm, tăng trưởng kinh tế chậm lại như: F&B, bán lẻ, xăng dầu,…

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu

Chúng tôi đánh giá việc front-loading hàng hóa trong nửa đầu năm 2025 có thể phần nào giảm thiểu tác động tiêu cực từ thuế đối ứng mới của Mỹ đối với tình hình xuất khẩu Việt Nam trong nửa cuối năm 2025.

Trong trung và dài hạn, việc đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, nâng cao tỷ lệ nội địa hóa cũng như tận dụng hiệu quả các hiệp định thương mại sẽ là chìa khóa để tăng trưởng xuất nhập khẩu Việt Nam bền vững hơn.

01

Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam Q1/2025

Trong Q1/2025, tổng kim ngạch XNK Việt Nam đạt 202.5 tỷ USD (+13% YoY). Một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực như dệt may, giày dép, máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện,… duy trì tốc độ tăng trưởng hai con số. Chúng tôi cho rằng đà tăng được củng cố bởi nhu cầu gia tăng và hiệu ứng "front-loading" trước tình hình thay đổi thuế quan.

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam Q1/2025

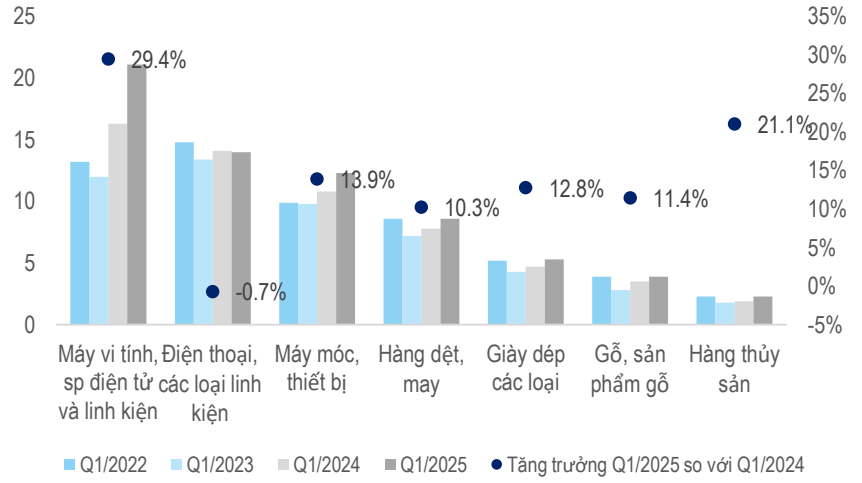
Hoạt động xuất nhập khẩu tăng tốc

Tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng của một số nhóm hàng xuất khẩu Q1/2025



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

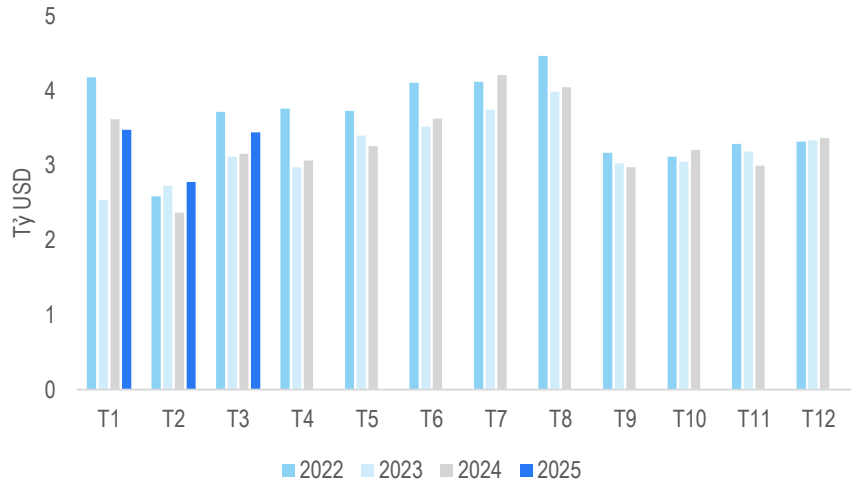
- Trong Q1/2025, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa đạt 202.5 tỷ USD, tăng 13.7% so với cùng kỳ năm trước, trong đó xuất khẩu tăng 10.6%; nhập khẩu tăng 17%, cán cân thương mại tiếp tục xuất siêu trên 3 tỷ USD. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu tháng 3 đang tăng tốc trở lại sau khởi đầu chậm hơn kỳ vọng trong 2 tháng đầu năm.

- Các mặt hàng công nghiệp xuất khẩu chủ lực tiếp tục phục hồi tốt: Gỗ và sản phẩm từ gỗ đạt 3.9 tỷ USD tăng 11.4%; hàng dệt may đạt 8.6 tỷ USD, tăng 10.3%. Kim ngạch xuất khẩu máy vi tính sản phẩm điện tử và linh kiện đạt 21.1 tỷ USD, tăng mạnh 29.4% so cùng kỳ năm trước.

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam Q1/2025

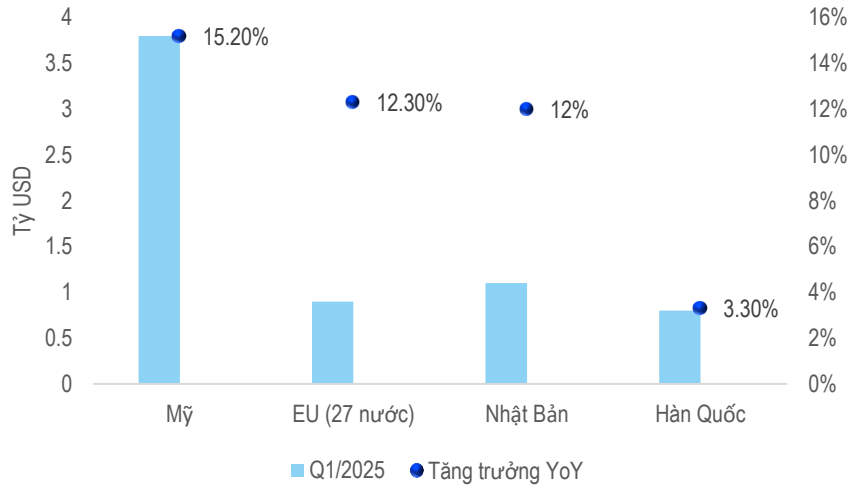
Xuất khẩu dệt may khởi đầu tích cực

Xuất khẩu dệt may trong Q1/2025



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu dệt may đến các thị trường chủ lực



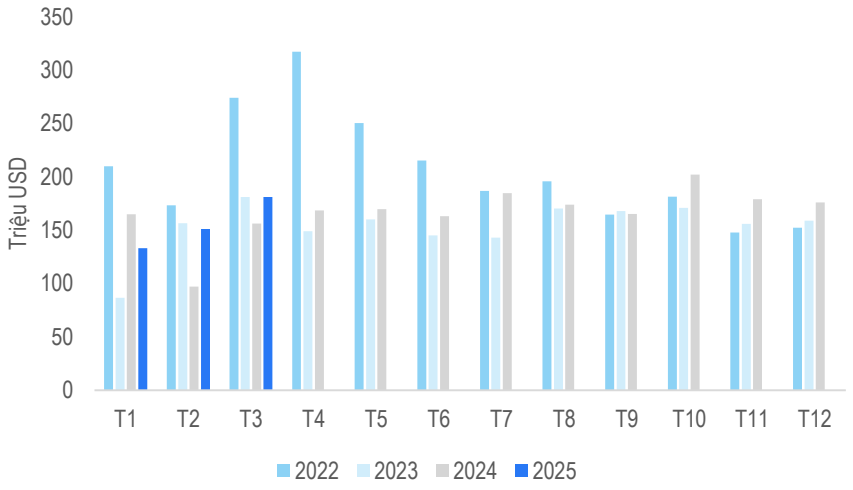
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Q1/2025, kim ngạch xuất khẩu dệt may (hàng dệt may; xơ, sợi dệt) ước đạt 9.7 tỷ USD (+9% YoY) ghi nhận tăng ở hầu hết các thị trường chính, trong đó, Mỹ tiếp tục là thị trường chủ lực với giá trị xuất khẩu đạt 3.8 tỷ USD (+15% so với cùng kỳ năm trước), chiếm 44% tổng kim ngạch xuất khẩu.
- Sự phục hồi của thị trường dệt may Việt Nam chủ yếu đến từ: (1) Xu hướng dịch chuyển đơn hàng khỏi Trung Quốc từ các thị trường chủ lực như Mỹ, EU ngày càng gia tăng; (2) Cầu tiêu dùng cải thiện rõ nét, (3) Lượng hàng tồn kho của nhiều thương hiệu thời trang lớn giảm, (4) Doanh nghiệp trong nước tận dụng tốt lợi thế của các hiệp định thương mại tự do FTA.

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam Q1/2025

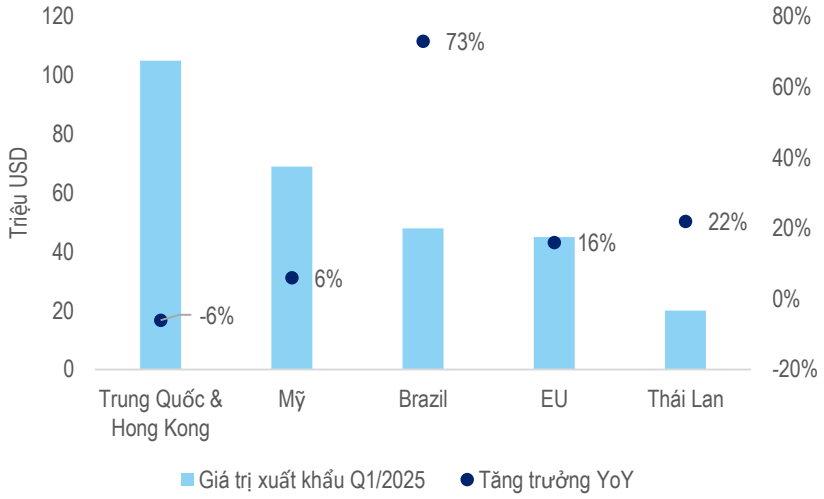
Xuất khẩu cá tra sang các thị trường chính vẫn ổn định

Xuất khẩu cá tra trong Q1/2025



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu cá tra đến các thị trường chủ lực



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

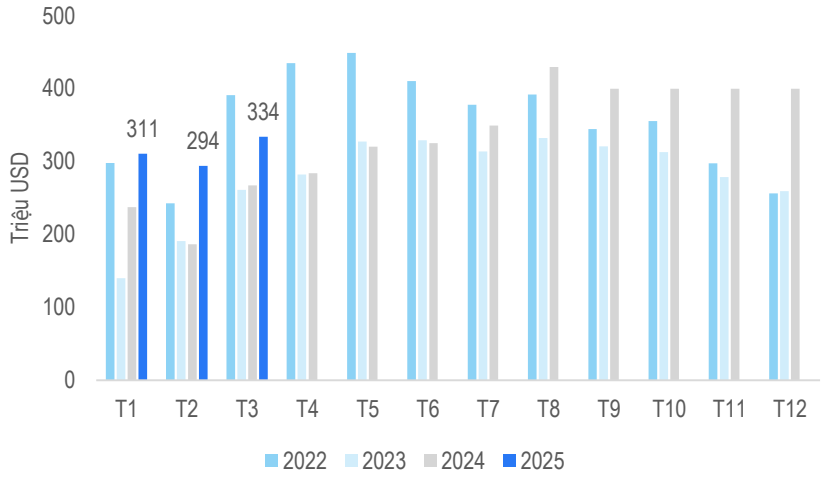
❑ Lũy kế xuất khẩu cá tra Q1/2025 đạt hơn 465 triệu USD (+13% YoY). Trong đó, xuất khẩu cá tra đã tăng tốc trong 2 tháng trở lại đây.

- Giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ đạt gần 69 triệu USD, tăng 6% YoY. Dù giá trị xuất khẩu tăng trưởng trong những tháng gần đây, hoạt động xuất khẩu sang Mỹ được nhận định sẽ chịu tác động rõ rệt từ chính sách thuế quan đối ứng
- Đáng chú ý, giá trị xuất khẩu cá tra sang Brazil đạt gần 48 triệu USD (+73% YoY) nhờ sản phẩm có giá thành hợp lý và chất lượng ổn định.
- Thái Lan vươn lên vị trí thứ 2 trong top các quốc gia nhập khẩu nhiều nhất cá tra Việt Nam tại châu Á. VASEP nhận định Thái Lan tiếp tục là một trong những thị trường tăng trưởng ổn định, với mức tiêu thụ cá tra nhập khẩu từ Việt Nam ngày càng mở rộng

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam Q1/2025

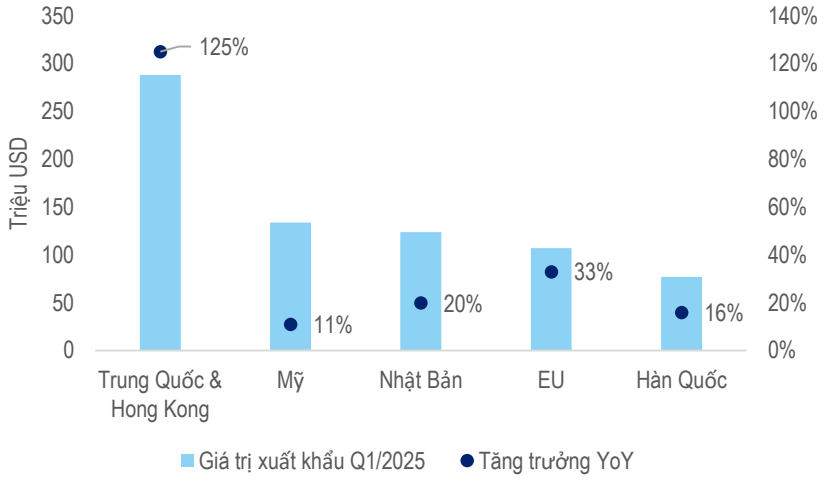
Xuất khẩu tôm tăng tốc

Xuất khẩu tôm trong Q1/2025



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu tôm đến các thị trường chủ lực



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

- Xuất khẩu tôm Việt Nam trong Q1/2025 đạt 939 triệu USD (+37% YoY). Trong đó, xuất khẩu tôm riêng tháng 3/2025 đạt 327 triệu USD, tăng 20.4% so với tháng 3/2024. Mức tăng trưởng ấn tượng này đến từ sự phục hồi nhu cầu tại nhiều thị trường lớn, đặc biệt là Trung Quốc, Mỹ, Nhật Bản và khối CPTPP.
- Thị trường Trung Quốc và Hồng Kong ghi nhận tăng trưởng mạnh nhất 125% YoY đạt 288 triệu USD trong Q1/2025 nhờ nhu cầu lớn và sự khó khăn trong sản xuất thủy sản Trung Quốc hiện nay như hạn chế về ô nhiễm môi trường, tình trạng suy giảm tài nguyên biển,…
- Thị trường EU ghi nhận mức tăng khá tốt đạt 107 triệu USD (+33% YoY), cho thấy tôm Việt Nam đang ngày càng khẳng định được chất lượng, đảm bảo được các yêu cầu cao tại thị trường EU

02

Thuế đối ứng và tác động tới nhóm xuất nhập khẩu

Chúng tôi đánh giá một số nhóm ngành sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp về tác động thuế đối ứng như: dệt may, thủy sản, gỗ,… Đây là nhóm ngành có tỷ trọng xuất khẩu lớn vào thị trường Mỹ

Nhóm ảnh hưởng gián tiếp sẽ có độ trễ khi tiêu dùng sụt giảm, tăng trưởng kinh tế chậm lại như: F&B, bán lẻ, xăng dầu,…

2. Thuế đối ứng và tác động tới nhóm xuất nhập khẩu

Nhóm ngành bị ảnh hưởng trực tiếp

Ngành	Triển vọng	Đánh giá	Một số doanh nghiệp niêm yết bị ảnh hưởng
Dệt may	Tiêu cực	Ngành dệt may bị đánh giá sẽ chịu ảnh hưởng vì hiện nay Mỹ chiếm gần 43% kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam Mức thuế đối ứng 46% đối với hàng dệt may Việt Nam không còn hấp dẫn so với mức thuế của các quốc gia cạnh tranh trực tiếp như: Trung Quốc (104%), Ấn Độ (26%), Bangladesh (37%), Mexico (25%).	Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ chiếm phần lớn trong doanh thu: MSH (80% doanh thu) , TNG (46% doanh thu), VGT (35% doanh thu), TCM (25% doanh thu)
Thủy sản	Tiêu cực	Ngành thủy sản bị đánh giá sẽ chịu ảnh hưởng vì hiện nay Mỹ chiếm gần 18% kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam Mức thuế đối ứng 46% đối với hàng thủy sản Việt Nam không còn hấp dẫn so với mức thuế của các quốc gia cạnh tranh trực tiếp như: Trung Quốc (104%), Indonesia (32%), Ấn Độ (26%), Ecuador (10%).	Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ chiếm phần lớn trong doanh thu: VHC (32% doanh thu), FMC (30% doanh thu) , MPC (25% doanh thu)
Gỗ và các sản phẩm gỗ	Tiêu cực	Ngành gỗ chịu ảnh hưởng vì hiện nay Mỹ chiếm gần 56% kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam Mức thuế đối ứng 46% đối với gỗ Việt Nam không còn hấp dẫn so với mức thuế của các quốc gia cạnh tranh trực tiếp như: Trung Quốc (104%), Canada (25%), Mexico (25%), EU (20%).	Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ chiếm phần lớn trong doanh thu: PTB (40% doanh thu), ACG (13% doanh thu)

2. Thuế đối ứng và tác động tới nhóm xuất nhập khẩu

Nhóm ngành bị ảnh hưởng gián tiếp

Ngành	Triển vọng	Đánh giá	Một số doanh nghiệp niêm yết bị ảnh hưởng
Khu công nghiệp	Tiêu cực	Mức thuế đối ứng 46% của Việt Nam có thể khiến doanh nghiệp FDI do dự trong việc mở rộng sản xuất tại Việt Nam, đặc biệt khi họ có các lựa chọn khác trong khu vực với mức thuế thấp hơn như Indonesia (32%), Ấn Độ (26%),	Các doanh nghiệp KCN như KBC, BCM, IDC, SZC, NTC, SIP, LHG, GVR có thể đối mặt với áp lực giảm nhu cầu thuê đất trong ngắn hạn
Logistics và vận tải	Trung lập	Nhóm logistics và vận tải biển phụ thuộc lớn vào tình hình xuất nhập khẩu. Khi hàng hóa Việt Nam sang Mỹ gặp rào cản thuế quan, điều này có thể làm giảm xuất khẩu hàng hóa sang Mỹ và tạo ra luồng dịch chuyển thương mại.	Các doanh nghiệp như HAH, GMD, PHP, PDN,…có thể chứng kiến sự sụt giảm sản lượng hàng hóa qua cảng.
Thép	Trung lập	Thép không nằm trong danh sách áp thuế đối ứng của Mỹ, do đó không chịu tác động trực tiếp. Song, các doanh nghiệp thép Việt Nam hiện đang phải chịu mức thuế 25% theo mục 232 và đang bị điều tra thêm về thuế CBPG và thuế CVD (đã công bố mức thuế sơ bộ). Điều này có thể làm giảm sản lượng hàng hóa xuất qua Mỹ.	Các doanh nghiệp tôn mã có tỷ trọng doanh thu từ Mỹ như GDA (22% doanh thu), NKG (10% doanh thu), HSG (7% doanh thu) có thể đối mặt với sản lượng giảm

03

Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu

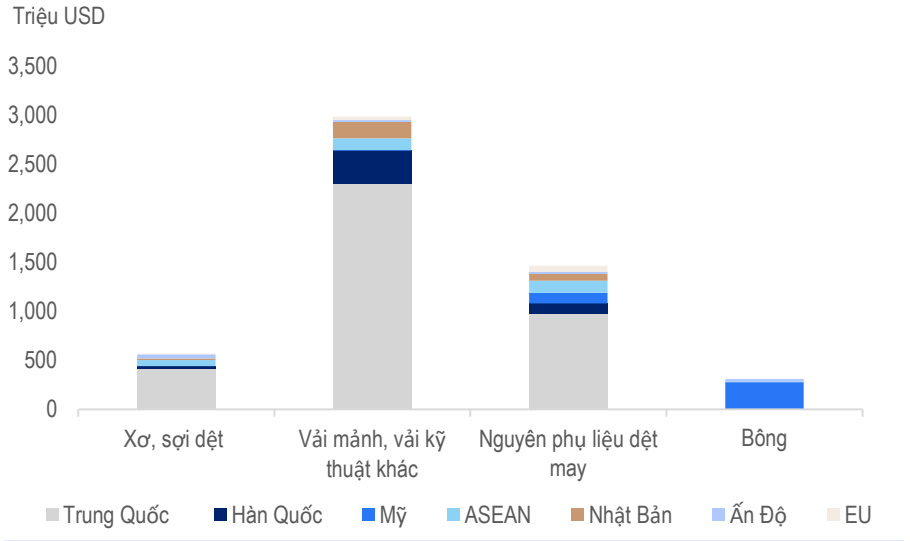
Chúng tôi đánh giá việc front-loading hàng hóa trong nửa đầu năm 2025 có thể phần nào giảm thiểu tác động tiêu cực từ thuế đối ứng mới của Mỹ đối với tình hình xuất khẩu Việt Nam trong nửa cuối năm 2025.

Trong trung và dài hạn, việc đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, nâng cao tỷ lệ nội địa hóa cũng như tận dụng hiệu quả các hiệp định thương mại sẽ là chìa khóa để tăng trưởng xuất nhập khẩu Việt Nam bền vững hơn.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

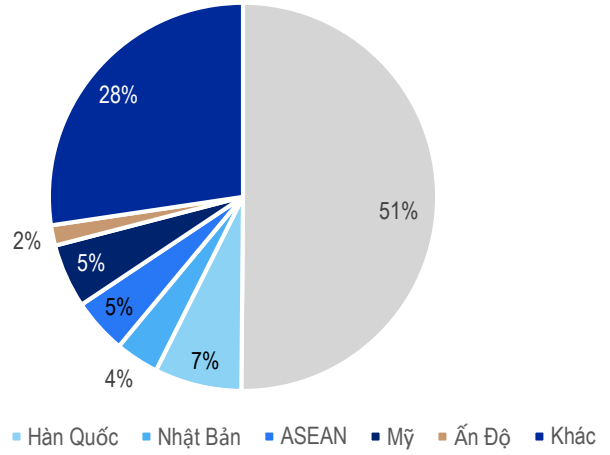
Xuất khẩu dệt may – Đa dạng hóa thị trường nhập khẩu là định hướng chiến lược lâu dài

Cơ cấu nhập khẩu nguyên phụ liệu theo quốc gia của Việt Nam



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Thị trường nhập khẩu ngành dệt may Việt Nam Q1/2025



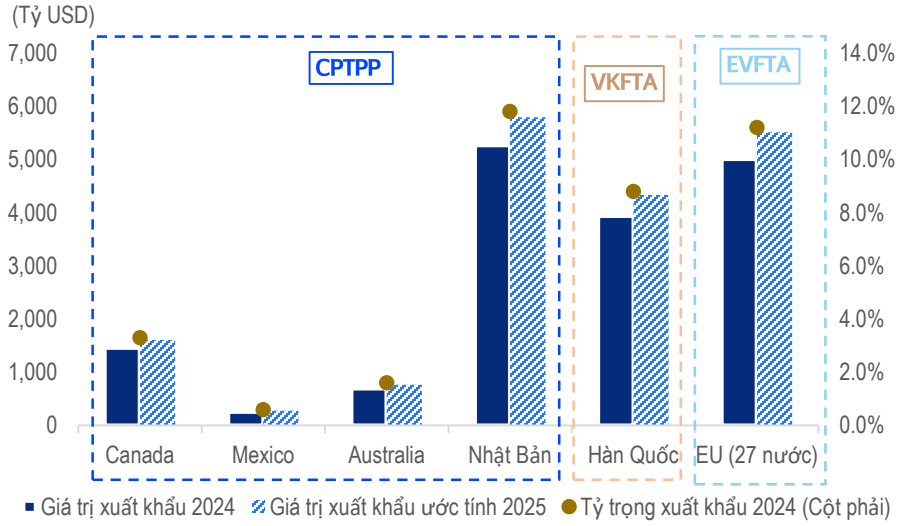
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Cơ cấu nhập khẩu nguyên liệu dệt may của Việt Nam phụ thuộc lớn vào Trung Quốc (51%), điều này làm suy giảm trong việc đáp ứng quy tắc xuất xứ trong các hiệp định thương mại tự do, ảnh hưởng đến khả năng tận dụng ưu đãi thuế quan.
- Trong bối cảnh đó, việc đa dạng hóa nguồn cung là điều cấp thiết. Chúng tôi đánh giá Ấn Độ và Hàn Quốc là hai thị trường nhập khẩu tiềm năng nhờ: (1) Hiệp định thương mại tự do AIFTA và VKFTA không chỉ giảm thiểu rào cản thuế quan mà còn tối ưu hóa thời gian thông quan, (2) Với vị thế là cường quốc sản xuất xơ sợi, đặc biệt là sợi bông và sợi tổng hợp, Ấn Độ là một đối tác cung ứng quan trọng, (3) Hàn Quốc, một trong những quốc gia dẫn đầu về vải mảnh và vải kỹ thuật, đồng thời là nhà cung cấp vải lớn thứ hai cho Việt Nam, đảm bảo nguồn cung chất lượng và đa dạng.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

Xuất khẩu dệt may – Tận dụng hiệu quả ưu đãi Hiệp định Thương mại tự do

Một số thị trường xuất khẩu dệt may tiềm năng



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Các Hiệp định Thương mại tự do của một số nước xuất khẩu dệt may lớn trên thế giới

Quốc gia	Hiệp định thương mại	Mức thuế nhập khẩu ở EU	Mức thuế nhập khẩu ở Nhật Bản	Mức thuế nhập khẩu ở Hàn Quốc	Mức thuế nhập khẩu ở Canada
Việt Nam	**EVFTA, CPTPP, RCEP, VJEPA, VKFTA, VKVFTA, …**	**0% - 5% (EVFTA)**	**0% (VJEPA)**	**0% (VKFTA)**	**0% (CPTPP)**
Trung Quốc	RCEP	12%	3.1%	0% (CKFTA)	18%
Bangladesh	EBA, GSP	0% (EBA)	0% (GSP/IEJPA)	0% (GSP – LDC)	16%
Indonesia	RCEP, CPTPP	9.6%	0% (RCEP)	0% (AKFTA – ASEAN-Korea FTA)	0% (CPTPP)
Ấn Độ	CEPA, GSP, India–UK FTA	0%	0% (CEPA)	0% (CEPA)	16%-18%

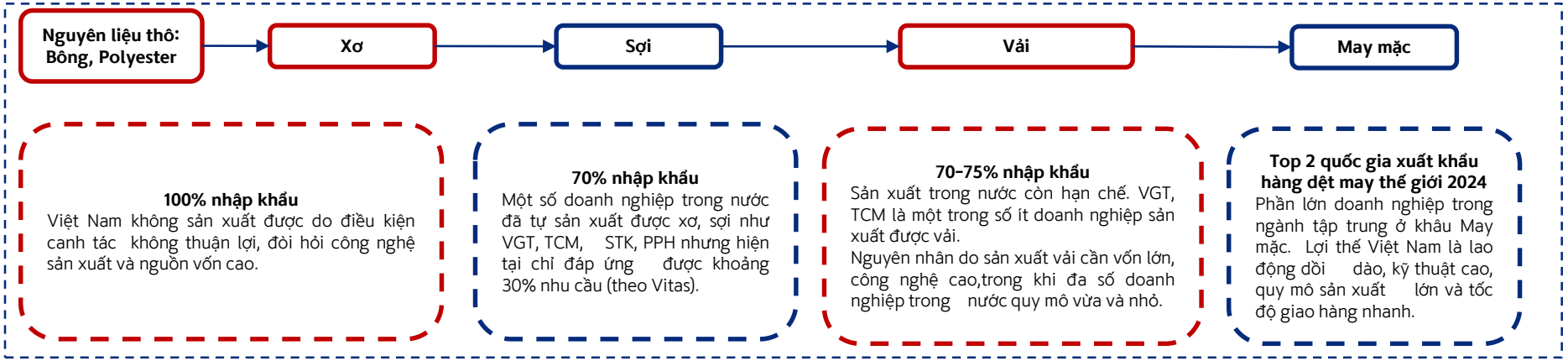
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Trước sự biến động của chính sách thuế quan Mỹ, chúng tôi kỳ vọng ngành dệt may Việt Nam sẽ khai thác hiệu quả hơn nữa các FTA hiện có để giảm sự phụ thuộc vào thị trường chủ lực Mỹ và chuyển hướng xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng như Nhật Bản, Hàn Quốc, EU, Canada,…. Các hiệp định thương mại như EVFTA (EU), VKFTA (Hàn Quốc), VJEPA (Nhật Bản) sẽ mang lại lợi thế cạnh tranh đáng kể cho hàng dệt may Việt Nam nhờ hưởng mức thuế suất 0%.
- Chúng tôi đánh giá khu vực CPTPP là một trong những thị trường tiềm năng lớn của ngành dệt may Việt Nam với thuế nhập khẩu ở mức 0% trong khi các đối thủ như Trung Quốc, Bangladesh và Ấn Độ vẫn chịu mức thuế cao.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

Xuất khẩu dệt may – Tăng cường nội địa hóa, đầu tư hoàn thiện chuỗi cung ứng trong nước

Chuỗi cung ứng ngành Dệt may Việt Nam



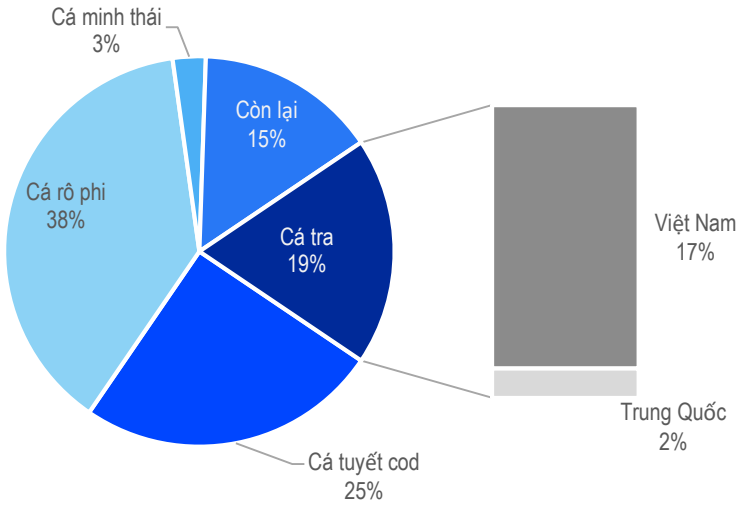
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

- Ngành dệt may Việt Nam đang đối mặt với nút thắt tại khâu nguyên phụ liệu, phần lớn vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu và năng lực sản xuất vải trong nước còn hạn chế. Điều này tạo áp lực lớn trong bối cảnh các FTA thế hệ mới yêu cầu nghiêm ngặt về nguyên tắc xuất xứ. Theo VITAS, chỉ 15–20% doanh nghiệp hiện có khả năng truy xuất nguồn gốc theo tiêu chuẩn. Do đó, nội địa hóa nguyên phụ liệu và hoàn thiện chuỗi cung ứng là xu hướng bắt buộc.
- Chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh chuyển đổi số; đầu tư, liên doanh trong khâu sản xuất vải sẽ giúp doanh nghiệp chủ động được nguồn cung, đồng thời đáp ứng yêu cầu về "xanh hóa" và xuất xứ hàng hóa từ sợi/vải trở đi trong các FTA thế hệ mới.
- Nhằm xây dựng chuỗi cung ứng nội địa vững chắc và giảm thiểu tác động từ những biến động toàn cầu, Bộ Công thương đã đề xuất xây dựng Trung tâm sản xuất, lưu trữ và kinh doanh nguyên liệu thô cho ngành dệt may và giày dép, với kỳ vọng đi vào hoạt động từ năm 2025.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

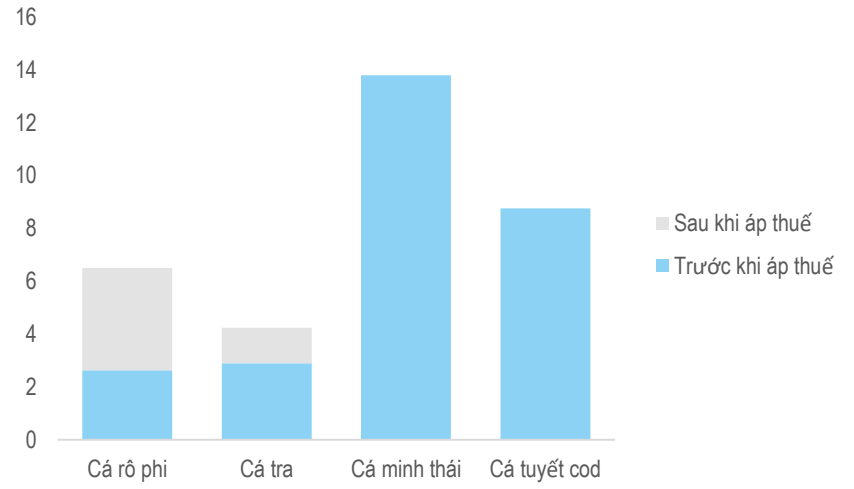
Xuất khẩu cá tra – Duy trì vị thế nhờ nguồn cung ổn định và giá thành cạnh tranh

Ước tính cơ cấu giá trị nhập khẩu cá thịt trắng của Mỹ năm 2024



Nguồn: NoAA, Shinhan Securities Vietnam

Giá bán lẻ cá thịt trắng tại thị trường Mỹ trước và sau khi chịu thuế đối ứng tối đa (USD/kg)



Nguồn: EUMOFA, Shinhan Securities Vietnam

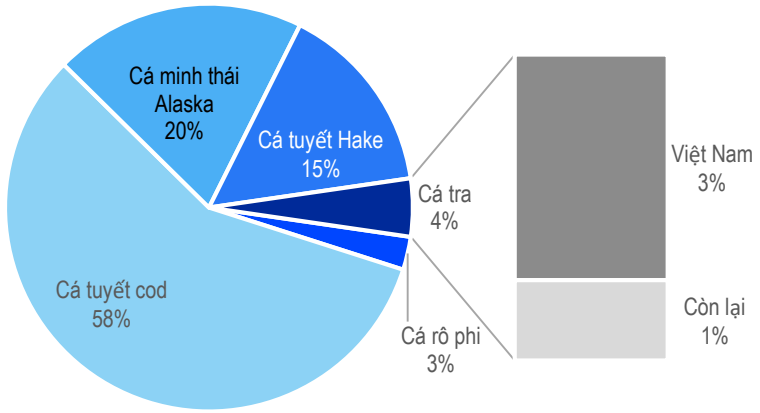
Chúng tôi đánh giá cá tra Việt Nam vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh đáng kể ở thị trường Mỹ cũng như các thị trường châu Âu nhờ nguồn cung ổn định, đa dạng sản phẩm và giá thành cạnh tranh hơn so với các loại cá thịt trắng khác.

(1) Cá tra, một loại cá thịt trắng có giá cả cạnh tranh, phù hợp với thị hiếu tiêu dùng của người Mỹ. Cá tra chiếm khoảng 13-20% thị phần cá phi lê nhập khẩu hàng năm của Mỹ. (2) Đối thủ cạnh tranh trực tiếp xuất khẩu cá tra là Trung Quốc hiện đang bị áp ở mức thuế đối ứng cao hơn Việt Nam và (3) Sản phẩm cạnh tranh trực tiếp như cá rô phi của Trung Quốc cũng chịu mức thuế cao hơn và hiện Trung Quốc cũng đang gặp khó trong vấn đề nuôi cá rô phi.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

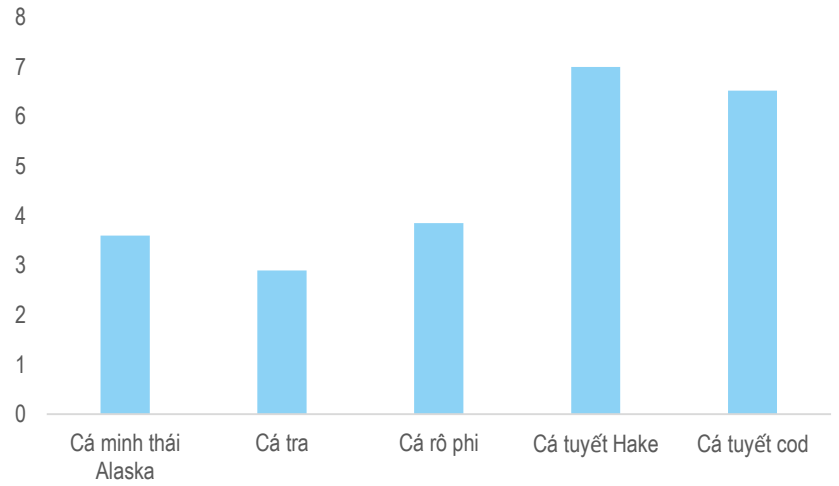
Xuất khẩu cá tra – Duy trì vị thế nhờ nguồn cung ổn định và giá thành cạnh tranh

Ước tính cơ cấu giá trị nhập khẩu cá thịt trắng của châu Âu năm 2024



Nguồn: NoAA, Shinhan Securities Vietnam

Giá bán lẻ cá thịt trắng tại thị trường châu Âu (USD/kg)



Nguồn: EUMOFA, Shinhan Securities Vietnam

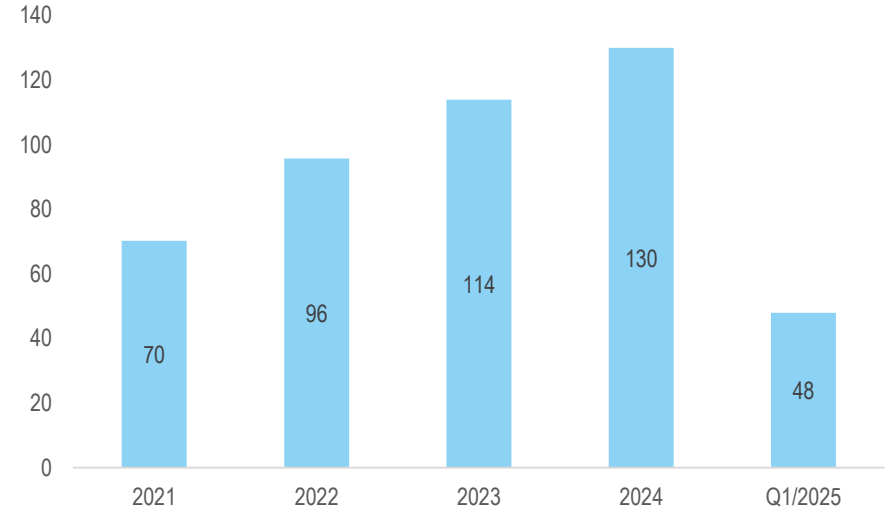
Hiện tại, Việt Nam chiếm lĩnh trong xuất khẩu cá tra sang châu Âu nhưng kim ngạch vẫn còn thấp do vị trí địa lý và tính cạnh tranh của mặt hàng này tương đối lớn. Với tiềm năng tiêu thụ lớn của thị trường EU, chúng tôi tin rằng cá tra Việt Nam vẫn có nhiều cơ hội để tăng trưởng nhờ: (1) nguồn cung ổn định, (2) có nhiều điểm tương đồng về độ chắc thịt và mùi vị so với một số loài cá thịt trắng khác cá cod, cá haddock, cá minh thái và (3) giá thành cạnh tranh.

Đặc biệt, giá cá tuyết đang có xu hướng tăng cao do hạn ngạch khai thác giảm vì tình trạng đánh bắt quá mức và khả năng phục hồi đàn cá thấp. Thêm vào đó, việc Liên minh châu Âu áp thuế 13.7% đối với cá minh thái nhập khẩu từ Nga sẽ tạo ra một khoảng trống thị trường thuận lợi cho cá tra Việt Nam, vốn đang được hưởng thuế suất 0% theo Hiệp định EVFTA.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

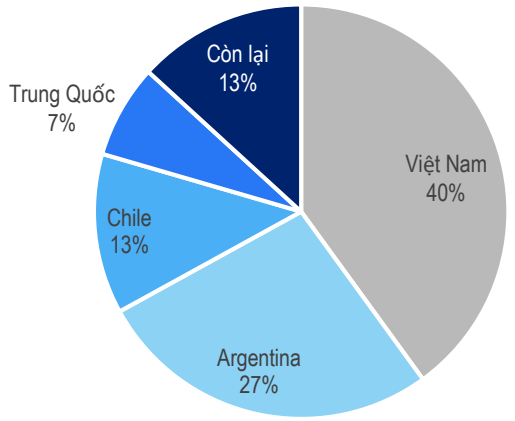
Xuất khẩu cá tra – Mở rộng thị trường xuất khẩu là chìa khóa

Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Brazil từ 2021–Q1/2025 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần cá thịt trắng nhập khẩu vào Brazil theo giá trị năm 2024



Nguồn: Trendeconomy, Shinhan Securities Vietnam

Trong Q1/2025, Brazil đã vươn lên thành thị trường đứng thứ 3 nhập khẩu cá tra Việt Nam, chỉ đứng sau Trung Quốc và Mỹ. Trước những thách thức từ thuế suất cao, chúng tôi đánh giá Brazil là điểm đến chiến lược để Việt Nam giảm phụ thuộc vào các thị trường truyền thống. Nhu cầu tiêu thụ cao, nguồn cung nội địa thiếu hụt, cùng chính sách nới lỏng tiêu chuẩn nhập khẩu mở ra cơ hội lớn cho cá tra Việt Nam.

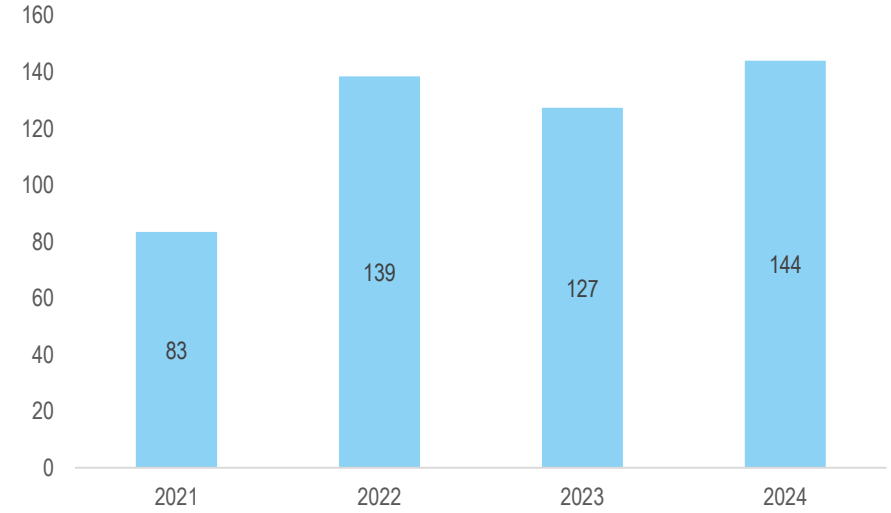
(1) Bất chấp lợi thế về bờ biển dài, nguồn nước và đa dạng sinh học biển, Brazil phải nhập khẩu 60% hải sản tiêu thụ từ các quốc gia Nam Mỹ, châu Á và châu Âu, điều này được lý giải bởi các yếu tố văn hóa và những thách thức liên quan đến giao thông.

(2) Nhu cầu thủy sản tại Brazil đang tăng lên nhờ văn hóa ẩm thực, nhất là tại các khu vực duyên hải và các đô thị lớn như São Paulo và Rio de Janeiro. Mức tiêu thụ bình quân 12 kg/người/năm, dù cao hơn Mỹ nhưng thấp hơn Nhật Bản, cho thấy dư địa tăng trưởng đáng kể.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

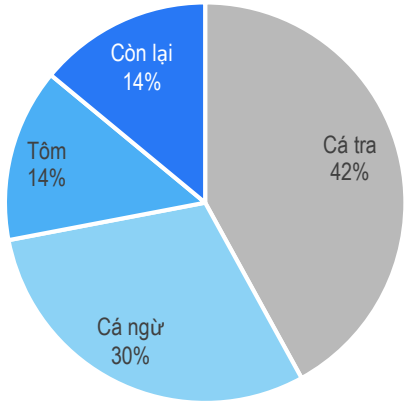
Xuất khẩu cá tra – Mở rộng thị trường xuất khẩu là chìa khóa

Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Trung Đông từ 2021–2024 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu mặt hàng thủy sản Việt Nam xuất khẩu sang Trung Đông theo giá trị năm 2024



Nguồn: Trendeconomy, Shinhan Securities Vietnam

Cá tra hiện là mặt hàng thủy sản lớn nhất của Việt Nam xuất khẩu sang Trung Đông khi chiếm tỷ trọng 40% kim ngạch xuất khẩu thủy sản năm 2024. Cá tra phile, cắt khúc và nguyên con đông lạnh tiếp tục chiếm ưu thế nhờ vào tính tiện lợi và dễ chế biến, đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của người tiêu dùng khu vực này. Trung Đông được đánh giá là một trong những thị trường tiềm năng của thủy sản Việt Nam, nhờ vào:

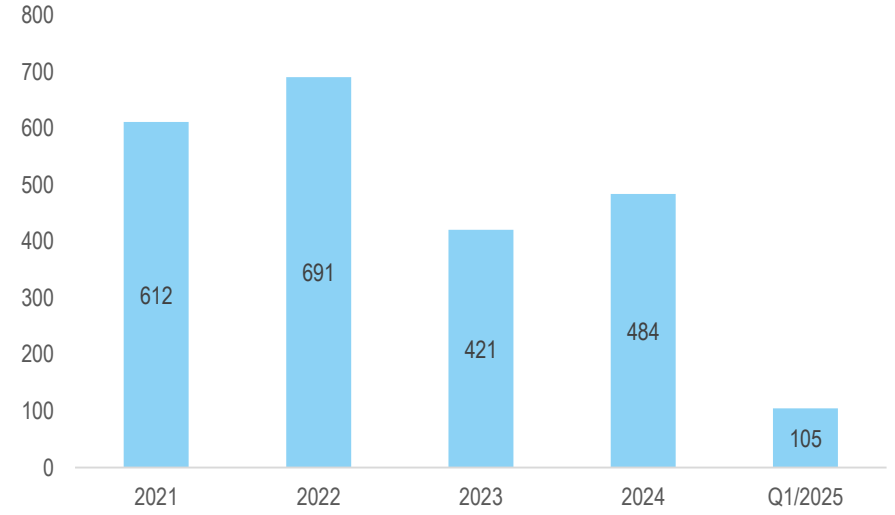
(1) Khu vực Trung Đông có hầu hết dân số theo đạo Hồi, do đó thủy hải sản đã trở thành món ăn kiêng truyền thống ở nơi đây. Trong đó, nguồn cung từ nội địa không đủ đáp ứng đủ nhu cầu và chủng loại cho người dân trong nước (Ai Cập, UAE,…). Do đó các quốc gia này buộc phải nhập khẩu thủy hải sản, trong đó có phile cá tra đông lạnh từ Việt Nam. Người tiêu dùng tại quốc gia Trung Đông này thường sử dụng những sản phẩm có giá cả phải chăng và cá tra Việt Nam đáp ứng được nhu cầu này.

(2) Khu vực Trung Đông còn là nơi tập trung, luân chuyển nguồn hàng thủy sản sang các thị trường khác ở Bắc Phi, Tây Á.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

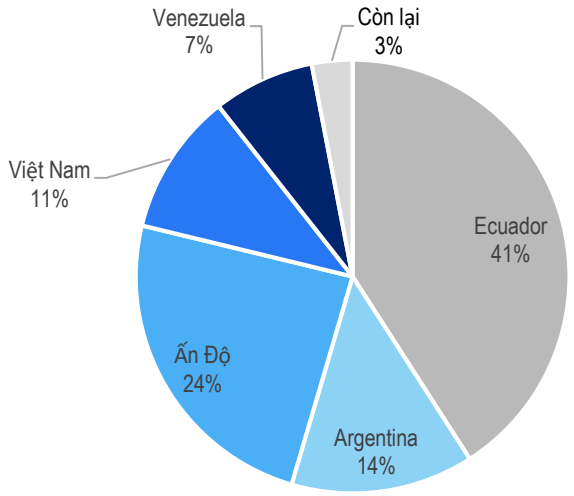
Xuất khẩu tôm – Đa dạng hóa thị trường và tăng cường chế biến sâu

Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam sang EU từ 2021–Q1/2025 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần nhập khẩu tôm của EU theo giá trị năm 2024



Nguồn: EUMOFA, Shinhan Securities Vietnam

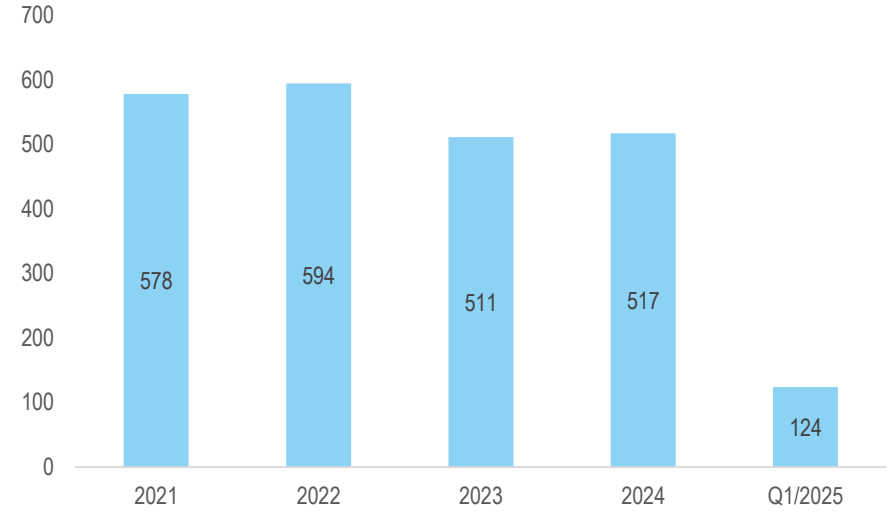
Mặc dù EU là thị trường tiêu thụ thủy sản hàng đầu thế giới, nhưng thị phần của Việt Nam tại đây khá nhỏ do những tiêu chuẩn khắt khe về chất lượng và cạnh tranh gay gắt giữa các nguồn cung khác. Chúng tôi kỳ vọng rằng việc liên tục cải thiện chất lượng sản phẩm và khai thác hiệu quả Hiệp định EVFTA, EU sẽ là một thị trường đầy hứa hẹn cho tôm xuất khẩu của Việt Nam.

EVFTA tạo ra lợi thế cạnh tranh đáng kể cho thủy sản Việt Nam thông qua ưu đãi thuế quan, giúp giá cả cạnh tranh hơn so với các nguồn cung khác. Điển hình, năm 2024 chứng kiến nhiều dòng tôm Việt Nam được hưởng thuế suất 0% khi nhập khẩu vào EU. rong khi đó, các đối thủ cạnh tranh chính như Thái Lan (chịu thuế cơ bản 12% do không có GSP (hệ thống ưu đãi chung) và FTA), Ấn Độ, Indonesia (cùng chịu thuế GSP 4.2% do không có FTA), và Ecuador (chịu thuế cơ bản 12%) đang gặp bất lợi về thuế.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

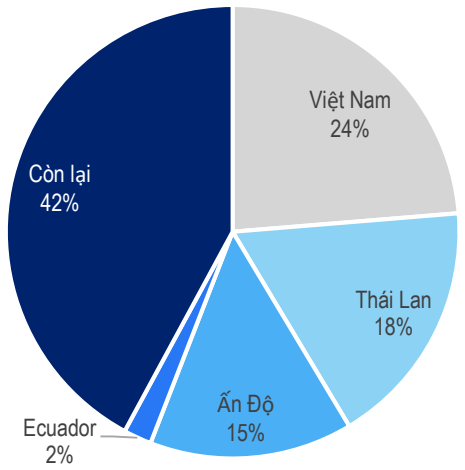
Xuất khẩu tôm – Đa dạng hóa thị trường và tăng cường chế biến sâu

Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam sang Nhật Bản từ 2021–Q1/2025 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần nhập khẩu tôm của Nhật Bản theo giá trị năm 2024



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Nhật Bản được đánh giá là thị trường mục tiêu đầy tiềm năng và phù hợp cho ngành tôm Việt Nam, giúp giảm sự phụ thuộc vào các thị trường truyền thống như Mỹ. Các sản phẩm tôm chế biến sâu của Việt Nam, bao gồm tôm bao bột, tôm chiên, tôm sushi..., vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh đáng kể tại thị trường Nhật Bản.

(1) Trong khi, tôm sơ chế giá thấp từ Ấn Độ và Ecuador đang được ưa chuộng tại các thị trường Mỹ và EU, thì Việt Nam lại có năng lực chế biến cầu kỳ, tỉ mỉ, phù hợp với nhu cầu tại thị trường Nhật Bản.

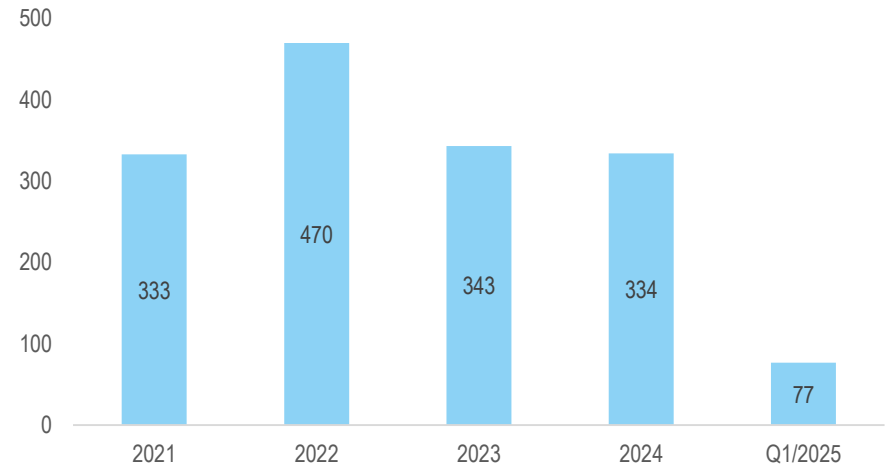
(2) Đồng thời, chi phí logistics tới Nhật Bản cũng thấp hơn so với các tuyến vận chuyển xa như Mỹ, EU, qua đó không làm tăng cao giá bán, nhờ đó việc tiêu thụ thuận lợi hơn.

(3) Ngoài ra, Nhật Bản không áp thuế chống trợ cấp (CVD) đối với tôm như Mỹ.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

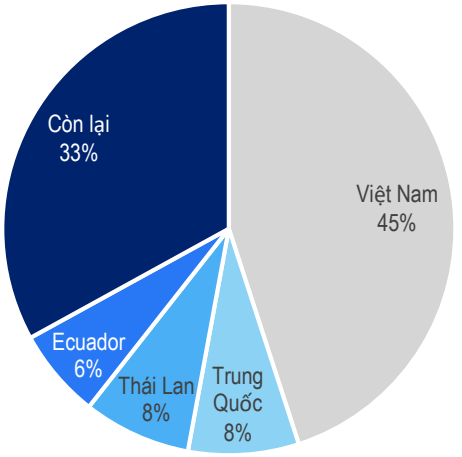
Xuất khẩu tôm – Đa dạng hóa thị trường và tăng cường chế biến sâu

Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam sang Hàn Quốc từ 2021–Q1/2025 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần nhập khẩu tôm của Hàn Quốc theo giá trị năm 2024



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Mỗi năm, Hàn Quốc nhập khẩu trên 100,000 tấn tôm với giá trị từ 800 triệu USD – 1 tỷ USD. Trong đó, tôm Việt Nam luôn chiếm thị phần cao nhất gần 50%. Chúng tôi đánh giá Hàn Quốc vẫn sẽ là thị trường tiềm năng cho xuất khẩu tôm của Việt Nam, nhờ vào:

(1) Tiết kiệm chi phi logistics nhờ lợi thế khoảng cách gần hơn so với các tuyến vận chuyển xa như Mỹ, EU.

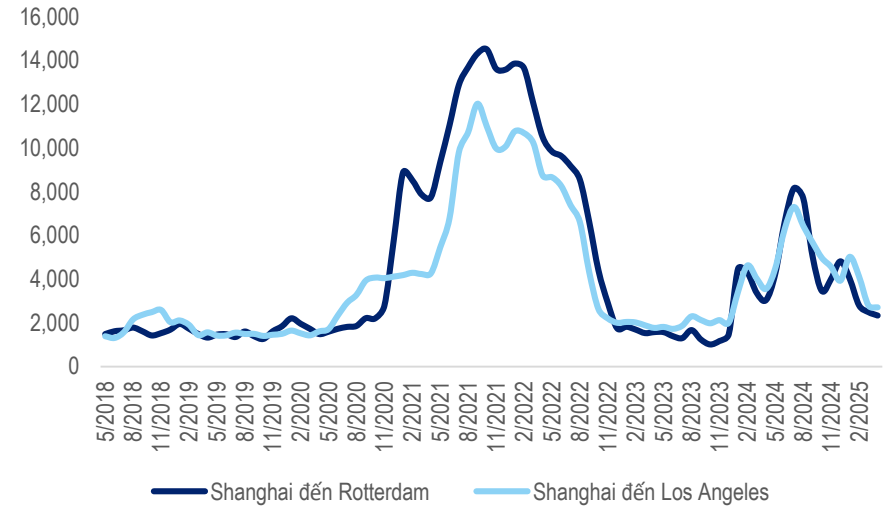
(2) Tôm Việt Nam có những lợi thế nhất định về thuế nhập khẩu so với các nguồn cung khác. Tôm Việt Nam xuất khẩu sang Hàn Quốc được hưởng ưu đãi theo Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc (VKFTA) với hạn ngạch miễn thuế đạt 150,000 tấn/năm. Lượng tôm vượt quá hạn ngạch thì chịu thuế nhập khẩu 20%. Như vậy, nhập khẩu tôm Việt Nam vào Hàn Quốc chịu mức thuế 14-20%.

Trong khi, Hàn Quốc áp dụng mức thuế nhập khẩu 0% cho tối đa 5,000 tấn tôm mỗi năm từ Thái Lan, lượng tôm vượt quá hạn ngạch này sẽ chịu mức thuế cơ bản 20%. Các nguồn cung khác không có FTA riêng biệt thường chịu mức thuế 20% như Trung Quốc, Ấn Độ, Ecuador.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

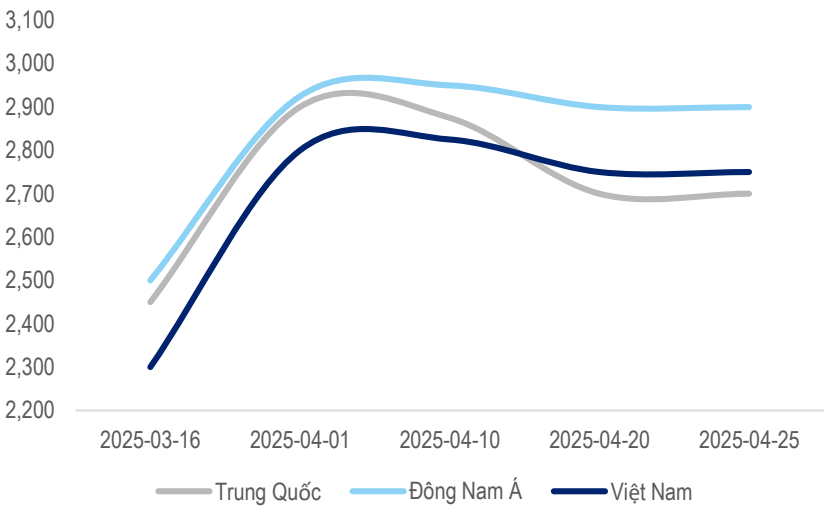
Logistics – Xoay chuyển thương mại toàn cầu

Giá cước vận tải container (USD/FEU)



Nguồn: Xeneta, Shinhan Securities Vietnam

Giá cước giao ngay trung bình đến Bờ Tây Hoa Kỳ (USD/FEU)



Nguồn: Drewry, Shinhan Securities Vietnam

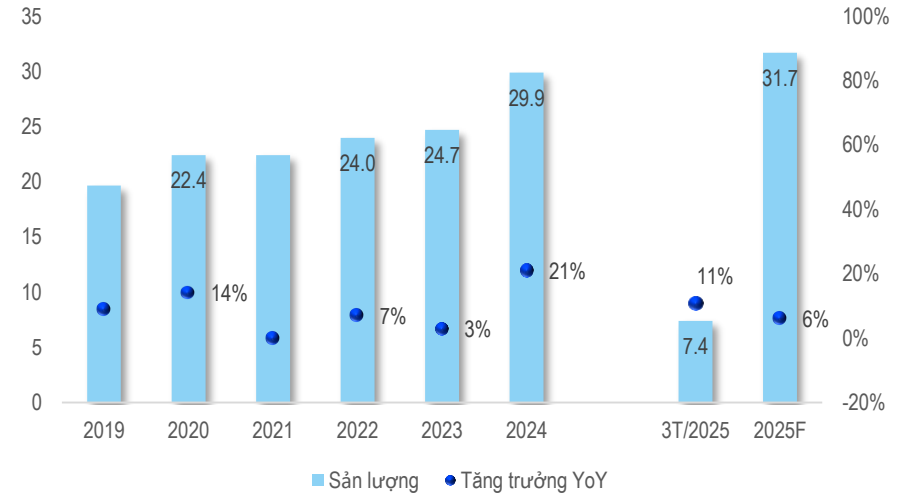
Giá cước toàn cầu nhìn chung đã giảm khoảng 30% từ đầu năm 2025 do nhu cầu biến động và công suất container tăng trở lại. Trong tháng 1/2025, khối lượng hàng hóa container toàn cầu tăng trưởng gần 6% so với cùng kỳ, trong khi công suất vận tải container lại tăng hơn gấp đôi. Một góc độ khác, tác động của cuộc chiến thương mại có thể khiến nhà xuất nhập khẩu tạm dừng hoặc hủy hoàn toàn các lô hàng. Điều này có thể làm giảm nhu cầu về công suất trên các tàu container dẫn đến giá cước sụt giảm.

Xuất hiện sự phân hóa giữa các tuyến đường vận tải. Từ giữa tháng 4 trở lại đây, giá cước vận chuyển container từ Đông Nam Á và Việt Nam đã tăng cao hơn giá cước từ Trung Quốc đến Mỹ do tình hình thuế quan. Nhu cầu hàng hóa sụt giảm từ Trung Quốc cùng với việc gấp rút đưa hàng hóa từ Việt Nam và các quốc gia đang tạm dừng áp dụng thuế quan cho thấy dấu hiệu của việc xoay chuyển thương mại toàn cầu.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

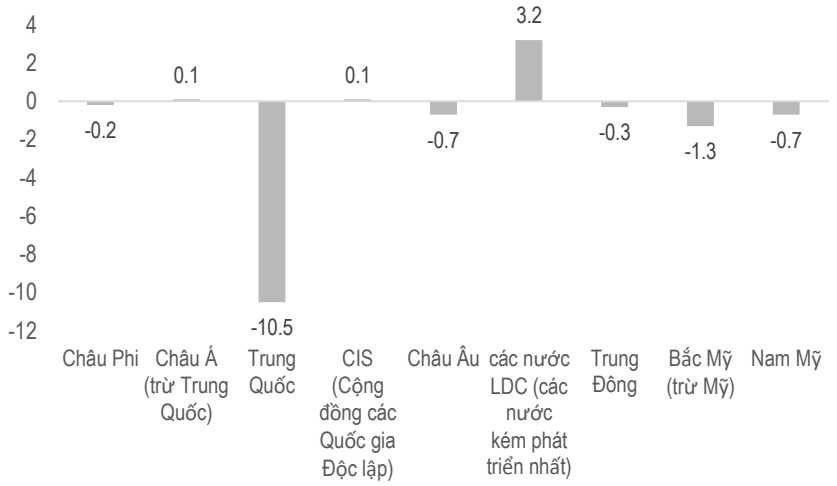
Logistics – Xoay chuyển thương mại toàn cầu

Sản lượng container Việt Nam (triệu TEU)



Nguồn: VPA, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính sự thay đổi về tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ (điểm phần trăm)



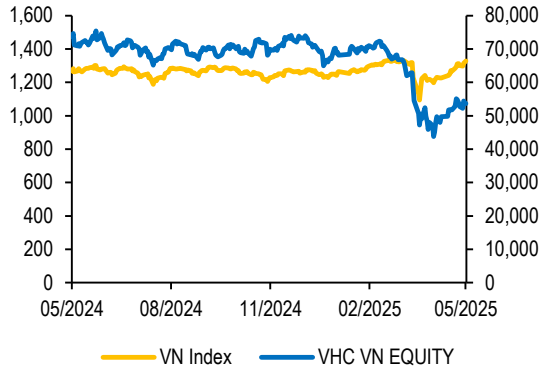
Nguồn: WTO, Shinhan Securities Vietnam

- Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá ngành logistics có thể hưởng lợi từ sự gia tăng đột biến của hàng nhập khẩu từ Mỹ "frontloading" trước khi các mức thuế quan mới được áp dụng. Ở chiều ngược lại, các doanh nghiệp trong nước cũng tăng nhập khẩu nguyên vật liệu để tích trữ. Đây cũng là yếu tố hỗ trợ cho các doanh nghiệp cảng biển và logistics.
- Trong dài hạn, việc áp dụng thuế quan cao đối với hàng hóa nhập khẩu, đặc biệt là hàng hóa từ Trung Quốc, thị trường vận tải biển có thể sẽ xuất hiện dịch chuyển luồng thương mại. Chúng tôi cho rằng các tuyến nội Á, tuyến Á-Âu sẽ trở nên sôi động khi các doanh nghiệp trong nước đa dạng hóa thị trường xuất khẩu để giảm ảnh hưởng từ thị trường Mỹ.

CTCP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**59,500 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	58,400 VND
Suất sinh lời (%)	1.8%
VNINDEX	1,340
HNXINDEX	221
Vốn hóa (tỷ VND)	13,108
SLCP lưu hành (triệu CP)	224
Tự do giao dịch (triệu CP)	112
52-tuần cao/thấp (VND)	80,300/43,750
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	66
Cổ đông lớn (%) Trương Thị Lệ Khanh	42.3
Cổ đông lớn (%) Dragon Capital	6.8

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-24.5	-25.1	-29.4
So với VNIndex(%)	-26.9	-33.3	-34.2



Tự tin đạt kế hoạch

CTCP Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp đầu ngành cá tra của Việt Nam với tỷ trọng xuất khẩu lên đến hơn 15% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra cả nước. Thị trường VHC xuất khẩu chủ yếu bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc.

Quan điểm đầu tư

- Sản lượng tự nhiên của cá thịt trắng cạnh tranh trực tiếp với cá tra giảm mạnh. Ngoài ra, tình trạng nuôi trồng cá rô phi thua lỗ ở Trung Quốc có thể mở ra cơ hội lớn để cá tra trở thành lựa chọn thay thế hấp dẫn tại thị trường Mỹ.
- Cá tra vẫn phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng Mỹ và có phần lợi thế trong các cuộc đàm phán thương mại do yếu tố khó thay thế. Ngoài ra, cá tra không có nhiều đối thủ cạnh tranh trực tiếp nên vẫn giữ được chỗ đứng trên thị trường này nhờ cá tra có thị phần cạnh tranh hơn ở Mỹ so cá minh thái của Nga (cấm nhập khẩu qua Mỹ). Ngoài ra, VHC cũng có lợi thế khi được Mỹ loại khỏi danh sách chịu thuế chống bán phá giá.
- VHC sẽ tiếp tục mở rộng hướng ra ngoài Mỹ, đặc biệt là châu Âu, nơi nhu cầu tăng do thiếu hụt cá tuyết. Cá tuyết cod bị giảm hạn ngạch do đánh bắt nhiều và khả năng tái đàn thấp nên giá bán cao ở Châu Âu, qua đó cá tra vẫn có lợi thế về thị phần riêng.

Dự phóng 2025

- Trong Q1/2025, doanh thu thuần đạt 2,647 (-7% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 211.3 tỷ đồng (+11.7% YoY). VHC chủ động điều tiết sản lượng để ứng phó giá nguyên liệu tăng, đồng thời chọn lọc đơn hàng nhằm giữ biên lợi nhuận
- Trong năm 2025, chúng tôi đánh giá VHC phải đối mặt với nhiều thách thức trước những biến động thuế quan. Tuy nhiên, ảnh hưởng của chính sách thuế của Mỹ đối với VHC sẽ không quá bi quan do (1) cá tra Việt Nam có vị trí gần như không thể thay thế trong chuỗi cung ứng thủy sản toàn cầu, đặc biệt là tại Mỹ, (2) Lợi thế từ việc sản phẩm được USDA kiểm soát chất lượng giúp tăng sức cạnh tranh, (3) VHC sẽ tiếp tục mở rộng hướng ra ngoài Mỹ, đặc biệt là châu Âu, nơi nhu cầu tăng do thiếu hụt cá tuyết.
- Rủi ro: (1) Rủi ro dịch bệnh, điều kiện thời tiết không thuận lợi cho nuôi trồng, (2) Rủi ro thiếu nguồn cung cá tra nguyên liệu, (3) Rủi ro chi phí vận chuyển tăng cao

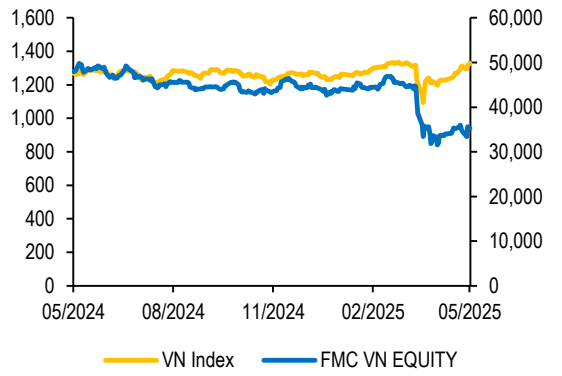
Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,054	13,231	10,039	12,535	12,741
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,199	2,254	928	1,253	1,177
LNST (tỷ VND)	1,107	2,013	974	1,311	1,203
EPS (đồng)	5,933	10,771	3,994	5,496	5,046
OPM (%)	13.2	17.0	9.2	10.0	9.2%
NPM (%)	12.2	15.2	9.5	10.5	9.4%
ROE (%)	20.0	29.6	11.7	14.6	11.7%
P/E (x)	10.5	6.5	15.1	11.5	12.5
P/B (x)	2.0	1.7	1.6	1.6	1.4

CTCP Thực phẩm Sao Ta (HOSE: FMC)

FIMEX VN
A MEMBER OF THE PAN GROUP
THE PAN GROUP

Giá mục tiêu (12 tháng)	**43,600 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	38,900 VND
Suất sinh lời (%)	12.1%
VNINDEX	1,340
HNXINDEX	221
Vốn hóa (tỷ VND)	2,543
SLCP lưu hành (triệu CP)	65
Tự do giao dịch (triệu CP)	15
52-tuần cao/thấp (VND)	53,000/32,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.1
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	5
Cổ đông lớn (%) CTCP Tập đoàn PAN	37.75
Cổ đông lớn (%) CTCP Chăn nuôi CP Việt Nam	24.9

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-24.8	-23.3	-30.2
So với VNIndex(%)	-27.2	-31.4	-35.0



Chuyển hướng thị trường kịp thời

CTCP Thực phẩm Sao ta (HoSE: FMC) là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm hàng đầu Việt Nam khi vẫn luôn giữ vững vị trí trong top 5 nhà xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam. FMC hiện tự chủ được 30% tôm nguyên liệu cùng với vùng nuôi rộng 505ha.

Quan điểm đầu tư

- Chế biến sâu giúp FMC duy trì hiệu quả kinh doanh, nâng cao giá trị sản phẩm tôm xuất khẩu trên thế giới, qua đó, duy trì được thị phần tại Nhật Bản (thị trường đòi hỏi kỹ thuật chế biến tỉ mỉ) và Mỹ (trước sức ép tôm sơ chế của Ecuador, Ấn Độ, Indonesia).
- "Sản xuất xanh" và áp dụng công nghệ trong nuôi tôm. Vùng nuôi 200 ha của FMC có chứng nhận ASC (Hội đồng Quản lý Nuôi trồng thủy sản) sẽ thuận lợi thâm nhập thị trường Tây Âu. Bên cạnh đó, áp dụng công nghệ để nâng tỷ lệ nuôi thành công và giảm giá thành chi phí sản xuất, qua đó nâng cao sức cạnh tranh so với tôm của Ecuador, Ấn Độ.
- Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu: nhờ lợi thế vùng nuôi đạt chuẩn, FMC sẽ tiếp tục đẩy mạnh các thị trường mới như Canada, và thị trường Úc

Dự phóng 2025

- Trong Q1/2025, doanh thu đạt 1,990 tỷ đồng (+36.2% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 36.3 tỷ đồng (-36.5% YoY). Nguyên nhân sụt giảm do giá tôm nguyên liệu đang ở mức cao, dẫn đến chi phí sản xuất tăng, khiến biên lợi nhuận bị thu hẹp. Một lý do khác khiến lợi nhuận quý 1 thấp là vì tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ còn lớn. Đây là thị trường có biên lợi nhuận thấp nhất trong các thị trường chính.
- Trong năm 2025, chúng tôi đánh giá FMC phải đối mặt với nhiều thách thức trước những biến động thuế quan. Tuy nhiên, ảnh hưởng của chính sách thuế của Mỹ đối với FMC sẽ không quá tiêu cực do (1) FMC đã đẩy mạnh sản xuất trong Q1/2025, FMC cũng đã xuất trước sang Mỹ để giảm thiểu rủi ro nếu chính sách thuế thay đổi sau 90 ngày, (2) FMC có lợi thế ở phân khúc chế biến sâu, (3) chiến lược đẩy mạnh các thị trường mới như Canada, Úc,..

Rủi ro: (1) Rủi ro cạnh tranh, (2) Rủi ro dịch bệnh, điều kiện thời tiết không thuận lợi cho nuôi trồng, (3) Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào, (4) Rủi ro chi phí vận chuyển tăng cao

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,199	5,702	5,087	6,913	7,372
LN từ HĐKD (tỷ VND)	265	307	292	363	329
LNST (tỷ VND)	287	321	302	423	415
EPS (đồng)	4,677	4,605	4,221	4,675	4,589
OPM (%)	5.1	5.4	5.7	5.3	4.5
NPM (%)	5.5	5.6	5.9	6.1	5.6
ROE (%)	22.4	15.7	13.9	17.1	13.8
P/E (x)	10.8	7.0	7.6	8.8	8.9
P/B (x)	1.7	1.0	0.9	1.2	1.0

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 67,000**
Giá hiện tại (27/05/2025)	VND 57,600
Suất sinh lời (%)	**16%**
VNINDEX	1,340
P/E thị trường (x)	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	4,321
SLCP đang lưu hành (triệu)	75
SLCP tự do giao dịch (triệu)	37
52 tuần cao/thấp (VND)	62,800 / 37,750
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.30
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	15
Beta (12T)	1.0
Cổ đông lớn (%) Bùi Đức Thịnh	23.9
Cổ đông lớn (%) CP Chứng khoán FPT	12.8

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	-5.9	9.3	16.6
Tg đối với VN-Index (%)	-8.3	1.4	10.9



Đón sóng hồi phục

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) là một trong những doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc xuất khẩu và chăn ga gối đệm hàng đầu Việt Nam. Với kim ngạch xuất khẩu gần 300 triệu USD/năm, MSH hiện đang nằm trong top 10 doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất Việt Nam. Mỹ là thị trường xuất khẩu chủ lực của MSH, chiếm khoảng 80% doanh thu xuất khẩu với khách hàng chính là các hãng thời trang lớn như Columbia Sportwear, Haddad Brands, G-III,.. Bên cạnh đó, MSH còn sở hữu tiềm lực lớn về năng lực sản xuất với 102 triệu sản phẩm/năm (chưa bao gồm nhà máy Xuân Trường II).

Luận điểm đầu tư:

- Trước những bất định về thuế quan từ thị trường Mỹ, chúng tôi đánh giá MSH sẽ chịu ảnh hưởng nhưng mức độ tác động thực tế không quá tiêu cực do: (1) Việt Nam vẫn có sức cạnh tranh trên thị trường Mỹ nhờ năng lực sản xuất đa dạng sản phẩm và giao hàng nhanh chóng, (2) Lượng đơn hàng gia tăng nhờ xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc, (3) MSH tiếp tục duy trì vị thế nhờ sở hữu chuỗi cung ứng ổn định, quy mô sản xuất lớn và sản phẩm chất lượng cao, chi phí sản xuất cạnh tranh nhờ ứng dụng công nghệ cao và (4) Mối quan hệ hợp tác lâu dài với các khách hàng lớn.
- Nhà máy Xuân Trường II kỳ vọng đi vào hoạt động từ năm 2025, lấp đầy công suất sau 2 năm. Qua đó kỳ vọng thu về 1,500 tỷ đồng doanh thu (+30% doanh thu, +31% công suất so với năm 2024).
- Nhà máy liên doanh tại Ai Cập dự kiến hoạt động với hơn 800 lao động và 15 dây chuyền may vào cuối năm 2025. Dự kiến đến năm 2027, quy mô sản xuất sẽ tăng lên với 45 dây chuyền may và hơn 2000 lao động.
- Cơ cấu tài chính lành mạnh với chính sách chi trả cổ tức đều đặn.

Triển vọng năm 2025:

Trong Q1/2025, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,036 tỷ đồng (+35% YoY), lợi nhuận gộp đạt 191 tỷ đồng, (+12% YoY). Doanh thu, lợi nhuận của MSH tăng trưởng tích cực nhờ sự gia tăng cả về giá bán và số lượng đơn hàng từ thị trường chủ lực Mỹ. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của MSH lần lượt đạt 5,574 tỷ đồng (+6% YoY) và 450 tỷ đồng (+2% YoY) nhờ (1) Đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc ngày càng tăng, (2) Năng suất sản xuất được cải thiện và (3) Tập trung vào mặt hàng có giá trị gia tăng cao.

Rủi ro: (1) Rủi ro nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may của Mỹ sụt giảm; (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào; (3) Rủi ro giá bán giảm, (4) Rủi ro tỷ giá tăng và (5) Rủi ro khách hàng phá sản.

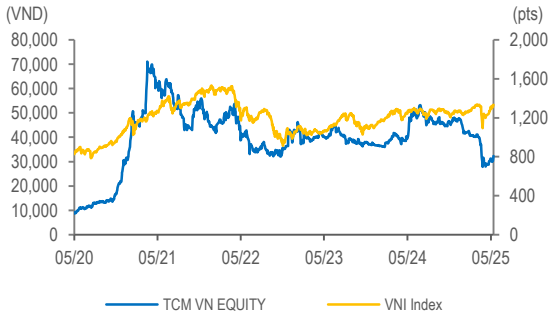
Năm	**2022**	**2023**	**2024**	**2025F**	**2026F**
Doanh thu (tỷ VND)	**5,521**	**4,542**	**5,280**	**5,574**	**6,338**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	359	187	441	442	647
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**338**	**245**	**440**	**450**	**643**
EPS (VND)	4,998	3,260	5,465	3,999	5,716
BPS (VND)	21,452	21,948	23,908	21,963	25,715
OPM (%)	6.5	4.1	8.4	7.9	10.2
NPM (%)	6.1	5.4	8.3	8.1	10.2
ROE (%)	**19.6**	**13.6**	**21.4**	**20.2**	**22.8**
PER (x)	5.7	11.1	9.5	14.3	10.0
PBR (x)	1.4	1.5	1.9	2.6	2.2
EV/EBITDA (x)	4.7	6.7	6.5	8.0	5.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HOSE: TCM)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 48,400**
Giá hiện tại (27/05/2025)	VND 34,600
Suất sinh lời (%)	**40%**
VNINDEX	1,340
P/E thị trường (x)	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	3,524
SLCP đang lưu hành (triệu)	102
SLCP tự do giao dịch (triệu)	44
52 tuần cao/thấp (VND)	54,400/27,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.71
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	62
Beta (12T)	0.8
Cổ đông lớn (%)	E-Land Asia Holdings Pte.,Ltd Singapore 47,0
	Nguyễn Văn Nghĩa 10,0

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-16.0	-26.4	-26.8
Tg đối với VN-Index (%)	-18.4	-34.1	-32.4



Shinhan Securities

Hưởng lợi trực tiếp từ Hiệp định thương mại tự do CPTPP

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HOSE: TCM) là một trong những doanh nghiệp dệt may hàng đầu Việt Nam với chuỗi sản xuất khép kín từ sợi-dệt/đan-nhuộm-may-phân phối. Mức độ liên kết các khâu trong chuỗi giá trị ở mức cao giúp TCM tự chủ được nguồn cung sợi và vải, tốc độ cung ứng sản phẩm ở mức cao và hưởng lợi trực tiếp từ các ưu đãi của hai Hiệp định thương mại tự do CPTPP và EVFTA. Thị trường Châu Á (Hàn Quốc, Nhật Bản) là thị trường chủ lực chiếm tỷ trọng lên tới hơn 40% doanh thu xuất khẩu của TCM. Với công suất thiết kế lên đến 35 triệu sản phẩm/năm, TCM nằm trong top những doanh nghiệp có năng lực sản xuất hàng dệt may lớn nhất Việt Nam.

Luận điểm đầu tư

- Cơ cấu thị trường xuất khẩu đa dạng giúp giảm thiểu rủi ro thuế quan từ Mỹ: 28% doanh thu xuất khẩu của TCM đến từ Hàn Quốc, 13% từ Nhật Bản, 8% từ thị trường EU trong khi xuất khẩu sang Mỹ chiếm 18%. Điều này giúp TCM ứng biến linh hoạt hơn trong bối cảnh thuế quan của Mỹ còn bất định.
- Là một trong số ít các doanh nghiệp tại Việt Nam sản xuất được vải, TCM hưởng lợi trực tiếp khi xuất khẩu hàng dệt may sang các thị trường thuộc khối CPTPP như Canada, Mexico. Đồng thời chúng tôi cho rằng nhu cầu vải sản xuất tại Việt Nam sẽ tăng do quy định về xuất xứ hàng dệt may ngày càng chặt chẽ. Điều này sẽ tạo mở ra cơ hội giúp TCM đẩy mạnh cung ứng vải ra thị trường, góp phần gia tăng doanh thu cho công ty.
- Dự án bất động sản TC Tower dự kiến được cấp giấy phép xây dựng vào đầu năm 2026, mở bán trong năm 2027. Qua đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong trung và dài hạn. Dự án được kỳ vọng đem lại 2,813 tỷ đồng doanh thu và 1,106 tỷ đồng lợi nhuận cho TCM.

Triển vọng năm 2025: Trong Q1/2025, TCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,011 tỷ đồng (+8% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 78 tỷ đồng, (+26% YoY). Kết quả kinh doanh tích cực nhờ mở rộng thị trường xuất khẩu, chi phí sản xuất được tối ưu và nhu cầu dệt may tại thị trường chủ lực gia tăng. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của TCM lần lượt đạt 4,428 tỷ đồng (+16% YoY) và 336 tỷ đồng (+21% YoY) nhờ (1) Mở rộng thị trường xuất khẩu sang các nước thuộc CPTPP, (2) Biên lợi nhuận cải thiện nhờ chi phí nguyên vật liệu giảm, và (3) Dự án TC Tower mang lại triển vọng tăng trưởng doanh thu trong trung, dài hạn.

Rủi ro: (1) Rủi ro nhu cầu sụt giảm; (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào; (3) Rủi ro giá bán giảm và (4) Rủi ro tỷ giá tăng

Năm	**2022**	**2023**	**2024**	**2025F**	**2026F**
Doanh thu (tỷ VND)	**4,337**	**3,325**	**3,810**	**4,428**	**4,976**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	346	185	339	401	418
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**281**	**134**	**278**	**336**	**330**
EPS (VND)	2,898	1,211	2,708	3,187	3,216
BPS (VND)	24,002	21,576	22,177	14,164	14,486
OPM (%)	8.0	5.6	8.9	9.1	8.4
NPM (%)	6.5	4.0	7.3	7.6	6.6
ROE (%)	**12.9**	**5.6**	**12.2**	**14.0**	**12.4**
PER (x)	14.7	25.9	16.9	10.9	10.8
PBR (x)	2.2	1.9	2.2	2.4	2.4
EV/EBITDA (x)	9.6	11.3	10.3	9.4	9.6

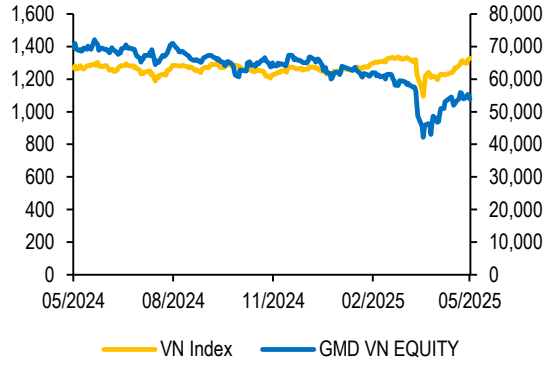
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Gemadept (HOSE: GMD)

GEMADEPT CORPORATION

Giá mục tiêu (12 tháng)	**78,000 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	59,500 VND
Suất sinh lời (%)	31.0%
VNINDEX	1,340
HNXINDEX	221
Vốn hóa (tỷ VND)	25,001
SLCP lưu hành (triệu CP)	420
Tự do giao dịch (triệu CP)	389
52-tuần cao/thấp (VND)	74,778/42,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.79
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	119
Cổ đông lớn (%) VII FUND II,L.P	13.81
Cổ đông lớn (%) SSJ Consulting VN	7.17

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-13.2	-16.1	-24.8
So với VNIndex(%)	-15.6	-24.2	-29.6



Nền tảng vững chắc

CTCP Gemadept là một trong những công ty logistic hàng đầu Việt Nam, có mạng lưới Cảng và Logistics, hệ thống hiện đại bậc nhất. Các hoạt động kinh doanh chính: Khai thác cảng; Logistic. Gemadept sở hữu tổng cộng 7 cảng biển với công suất hằng năm lên đến 5 triệu TEUs và 5 triệu tấn hàng rời.

Quan điểm đầu tư

- Chúng tôi kì vọng hoạt động xuất nhập khẩu sẽ tích cực trong năm 2025 khi nhu cầu tích trữ hàng hóa trước những biến động của chính sách thuế quan mới.
- Lợi nhuận cốt lõi kì vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ giá dịch vụ cảng kì vọng duy trì đà tăng từ 5-8%/năm. Năm 2025, chúng tôi kì vọng sản lượng GMD tăng trưởng 9.5% YoY do cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và cảng Gemalink đã hoạt động gần ở mức tối đa công suất ở năm 2024. Ngoài ra, Gemalink đang liên tục kí kết hợp tác với các hãng tàu, bổ sung thêm nhiều tuyến tàu mới, kì vọng sẽ đem đến nhiều tuyến tàu mới ghé cảng.
- Ngoài ra, cũng trong năm 2025, GMD sẽ tiến hành thủ tục pháp lý và thi công giai đoạn 3 của cảng Nam Đình Vũ và Gemalink 2A để kịp đưa vào hoạt động quý 1 và quý 3/2026, đóng góp hơn 1.4 triệu TEU công suất cho GMD từ 2026, qua đó giúp nâng công suất tăng 20% so với hiện tại.

Dự phóng 2025

- Trong Q1/2025, doanh thu đạt 1,276 tỷ đồng (+26.9% YoY), LNTT đạt 583 tỷ đồng (-17.5% YoY). Nếu loại trừ khoản thoái vốn, LNTT ước tính tăng 57% YoY, nhờ sản lượng container tăng mạnh 30% YoY.
- Năm 2025, bất chấp lo ngại từ thuế đối ứng của Mỹ, kết quả kinh doanh của GMD được kỳ vọng sẽ tăng trưởng nhờ vào (1) các tuyến dịch vụ quốc tế mới tại Gemalink, (2) sự gia tăng nhập hàng trước thời hạn áp thuế. Ngoài ra, GMD kỳ vọng sẽ được phê duyệt đề xuất tăng phí xếp dỡ từ 10% -15% tại cảng Gemalink trong Q2/2025 và việc thoái vốn khỏi mảng cao su sẽ hoàn tất trong năm nay

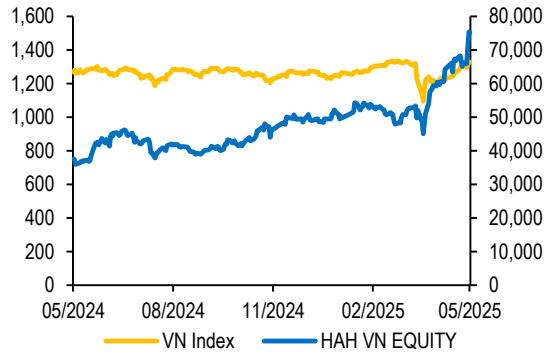
Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới và (2) Sức mua suy giảm.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,206	3,916	3,846	4,832	5,308
LN từ HĐKD (tỷ VND)	693	1,104	1,116	1,345	1,585
LNST (tỷ VND)	721	1,157	1,061	1,570	1,809
EPS (đồng)	1,869	3,054	2,366	3,410	4,278
OPM (%)	21.6	28.2	29.0	27.8%	29.9%
NPM (%)	19.1	25.4	27.6	32.5%	34.1%
ROE (%)	10.0	15.0	10.1	10.7%	11.0%
P/E (x)	33.7	20.6	26.6	18.7	14.9
P/B (x)	2.9	2.6	2.2	2.1	2.0

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HOSE: HAH)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**72,000 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	84,400 VND
Suất sinh lời (%)	N/A
VNINDEX	1,340
HNXINDEX	221
Vốn hóa (tỷ VND)	10,963
SLCP lưu hành (triệu CP)	130
Tự do giao dịch (triệu CP)	89
52-tuần cao/thấp (VND)	77,000/35,174
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.1
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	117
Cổ đông lớn (%)	CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà 16.8

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	41.4	62.1	100.4
So với VNIndex(%)	39.0	53.9	95.6



Tiếp đà thăng hoa

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An là một trong những doanh nghiệp vận tải biển hàng đầu Việt Nam. Hải An là một trong số ít công ty có chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong ngành vận tải biển. Hải An cung cấp dịch vụ đầy đủ mảng vận tải biển bao gồm các dịch vụ vận tải hàng hóa (cho các tuyến Bắc Nam và các tuyến hàng hải quốc tế), đại lý hàng hải (hợp tác với các hãng tàu quốc tế trong việc cung cấp dịch vụ vận tải), dịch vụ cảng biển (cung cấp dịch vụ cảng như đón tàu, bốc dỡ hàng hóa), dịch vụ kho bãi và dịch vụ logistic. Chuỗi giá trị hoàn chỉnh giúp Hải An hoạt động hiệu quả, góp phần tối ưu hóa chi phí.

Quan điểm đầu tư

- Chúng tôi kì vọng hoạt động xuất nhập khẩu sẽ tích cực trong năm 2025 khi Mỹ, EU đang bước vào mùa cao điểm và nhu cầu tích trữ hàng hóa trước những biến động của chính sách thuế quan mới.
- Mở rộng đội tàu giúp gia tăng công suất. HAH đã hoàn thiện bổ sung thêm 4 tàu mới trong 7T/2024 và tiếp tục thông qua kế hoạch mua tàu trong tháng 10/2024. Sau khi hoàn tất, quy mô đội tàu của HAH sẽ đạt 16 chiếc với tổng sức chở tăng thêm tới 15%, đạt 26,500 TEU.
- HAH tích cực liên doanh với các hãng tàu ZIM và ONE (dự kiến Q4/2024) để khai thác các tuyến hàng mới và gia tăng sản lượng khai thác. Hoạt động hợp tác với ZIM và ONE đã bắt đầu có lãi từ Q2/2024 và kỳ vọng lợi nhuận sẽ tiếp tục cải thiện trong những năm sau.

Dự phóng 2025

- Trong Q1/2025, HAH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,169 tỷ đồng (+66% YoY), lãi sau thuế 274 tỷ đồng (+478% YoY). HAH đã đưa 4 tàu mới vào khai thác sử dụng cùng với sản lượng và giá cước vận tải tăng.
- Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng lợi nhuận cốt lõi của HAH sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ vào (1) các tàu mới nhận trong 2024 có giá cước ở mức tốt với giá tăng khoảng 10% so với đầu năm 2024, (2) mở thêm các tuyến nội Á mới và (3) nhu cầu vận chuyển tàu container tuyến nội Á dự kiến tích cực trước những chính sách thuế quan mới.

Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới, (2) Sức mua suy giảm và (3) Chi phí nhiên liệu tăng.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,955	3,206	2,613	3,844	4,103
LN từ HĐKD (tỷ VND)	629	1,308	447	807	1,031
LNST (tỷ VND)	551	1,041	358	637	822
EPS (đồng)	9,133	11,699	3,648	4,727	6,095
OPM (%)	32.2	40.8	17.1	21.0	25.1
NPM (%)	28.2	32.5	13.7	16.6	20.0
ROE (%)	28.9	36.1	11.2	15.8	16.6
P/E (x)	5.4	4.2	13.6	11.7	9.1
P/B (x)	1.6	1.5	2.0	21.0	25.1

Shinhan Securities

Bất động sản khu công nghiệp

Cơ hội đi kèm thách thức



Lê Đức Tiến
☎(84-28) 6299-8029
✉tien.ld@shinhan.com

Nội dung

Bất động sản khu công nghiệp – Cơ hội đi kèm với thách thức

1. Cập nhật tình hình bất động sản KCN

Diện tích hấp thụ bất động sản KCN tại khu vực miền Nam và miền Bắc tiếp tục ghi nhận khả quan. Tỷ lệ lấp đầy tiếp tục duy trì ở mức cao và giá cho thuê tiếp tục tăng trưởng nhẹ trong Q1/2025.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

Đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh mẽ cùng với dòng vốn FDI không ngừng gia tăng tạo nền tảng vững chắc thúc đẩy sự phát triển của bất động sản KCN.

3. Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Doanh nghiệp bất động sản KCN có sự cải thiện trong Q1/2025 diện tích thuê đất và giá thuê gia tăng. Các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn ghi nhận tăng trưởng tích cực.

01

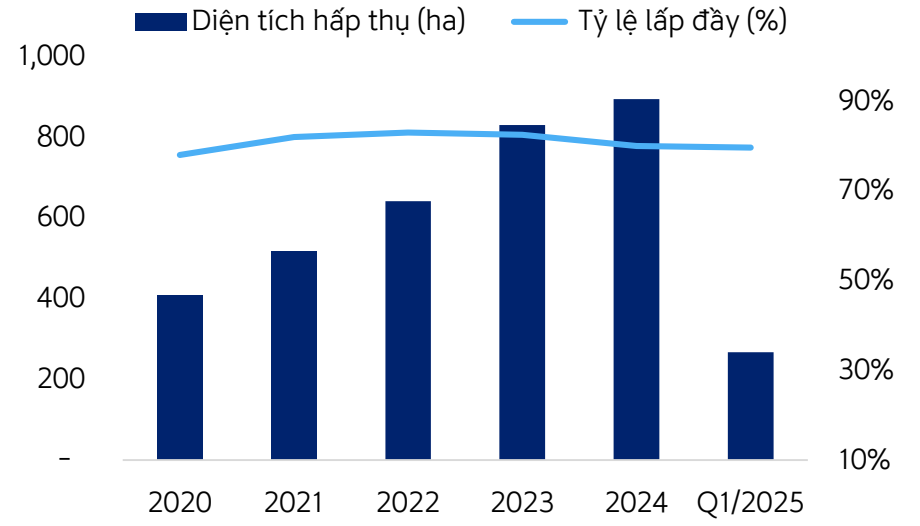
Cập nhật tình hình bất động sản KCN

Diện tích hấp thụ bất động sản KCN tại khu vực miền Nam và miền Bắc tiếp tục ghi nhận khả quan. Tỷ lệ lấp đầy tiếp tục duy trì ở mức cao và giá cho thuê tiếp tục tăng trưởng nhẹ trong Q1/2025.

1. Cập nhật tình hình bất động sản KCN

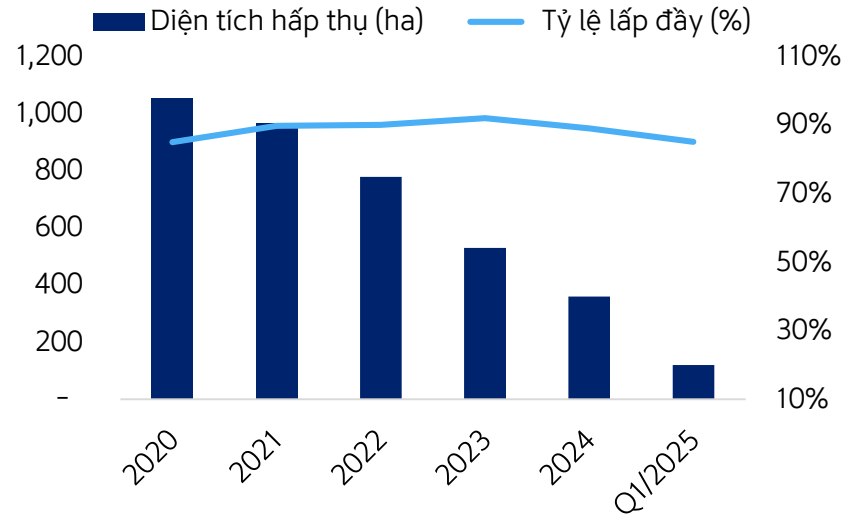
Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao với giá cho thuê có sự tăng nhẹ

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Khu Công Nghiệp từ 2020 – Q1/2025 tại miền Bắc



Nguồn: JLL, Shinhan Securities Vietnam

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp từ 2020 – Q1/2025 tại miền Nam



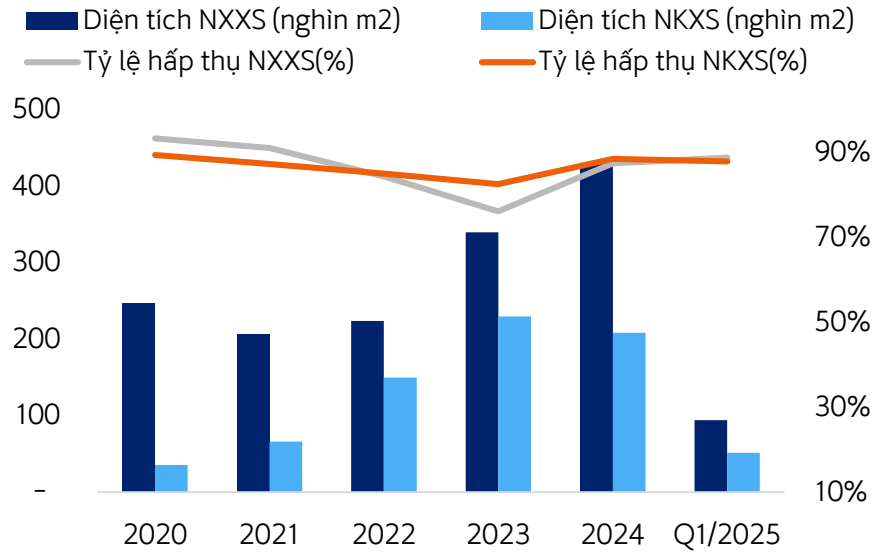
Nguồn: JLL, Shinhan Securities Vietnam

- Trong Q1/2025, khu vực miền Bắc ghi nhận diện tích hấp thụ đạt 267 ha với tỷ lệ lấp đầy đạt 79.7%. Khu vực miền Nam ghi nhận diện tích hấp thụ tăng nhẹ với tổng diện tích hấp thụ đạt hơn 120 ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 85.1%. Giá thuê trung bình khu vực miền Bắc đạt USD 134.7/m2/chu kỳ (+2% YoY), giá thuê trung bình khu vực miền Nam đạt USD 182/m2/chu kỳ (+1% YoY).
- Các tỉnh miền Bắc như Bắc Ninh, Hải Phòng tiếp tục thu hút được lượng lớn khách thuê đất khu công nghiệp với định hướng tập trung vào mảng công nghệ và điện tử. Diện tích hấp thụ ở các tỉnh miền Nam tập trung chủ yếu vào tỉnh Bình Dương, Đồng Nai và Bà Rịa – Vũng Tàu.

1. Cập nhật tình hình bất động sản KCN

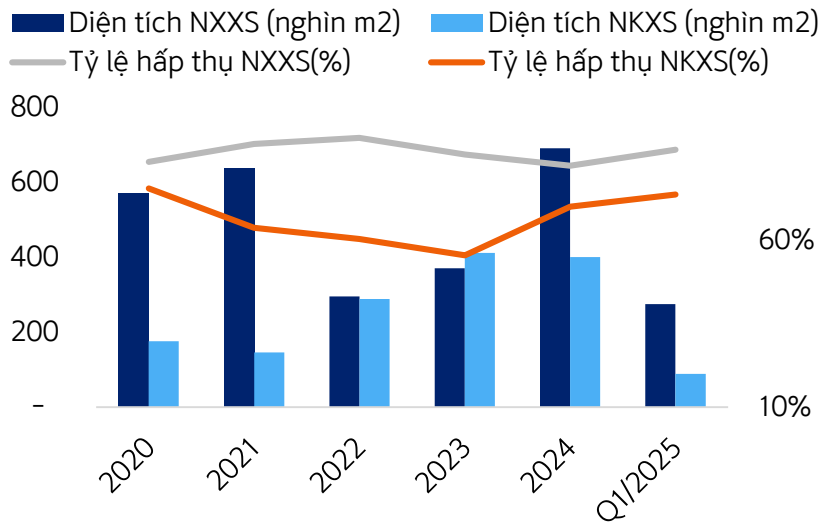
Nhu cầu thuê đối với NKXS/NXSS dùy trì ở mức cao, tỷ lệ hấp thụ tốt

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Kho/ NXXS từ 2020 – Q1/2025 tại miền Bắc



Nguồn: JLL, Shinhan Securities Vietnam

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Kho/ NXXS từ 2020 – Q1/2025 tại miền Nam



Nguồn: JLL, Shinhan Securities Vietnam

- Khu vực miền Bắc ghi nhận diện tích hấp thụ trong Q1/2025 có sự cải thiện so với cùng kỳ năm 2023 với tỷ lệ hấp thụ đạt 87.4% đối với nhà xưởng xây sẵn (NXXS) và 88.5% đối với nhà kho xây sẵn (NKXS). NXXS tại miền Bắc ghi nhận mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ, ngược lại NKXS có sự sụt giảm so với năm trước. Tại khu vực miền Nam ghi nhận hoạt động sôi nổi với diện tích hấp thụ trong 2024 tăng cao so với cùng kỳ năm 2023, với tỷ lệ hấp thụ đạt 82.5% đối NXXS và 70.2% với NKXS.
- Giá thuê NXXS và NKXS có sự gia tăng so với cùng kỳ, đối với khu vực miền Bắc, giá NXXS và NKXS lần lượt đạt USD 4.9/m2 (+2% YoY) và USD 4.7/m2 (+2.1% YoY) , trong khi đó, khu vực miền Nam ghi nhận giá NXXS và NKXS lần lượt đạt USD 5.0/m2 (+2% YoY) và USD 4.7/m2 (+5.3% YoY).

02

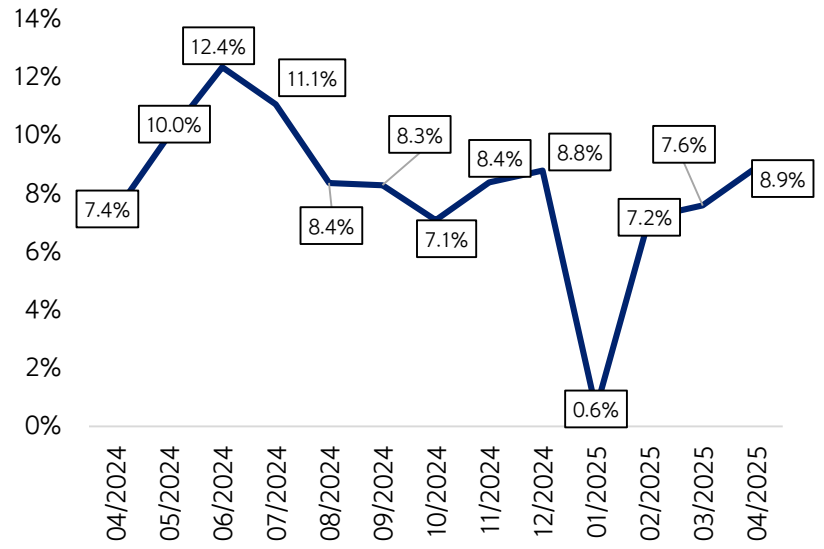
Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

Đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh mẽ cùng với dòng vốn FDI không ngừng gia tăng tạo nền tảng vững chắc thúc đẩy sự phát triển của bất động sản KCN.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

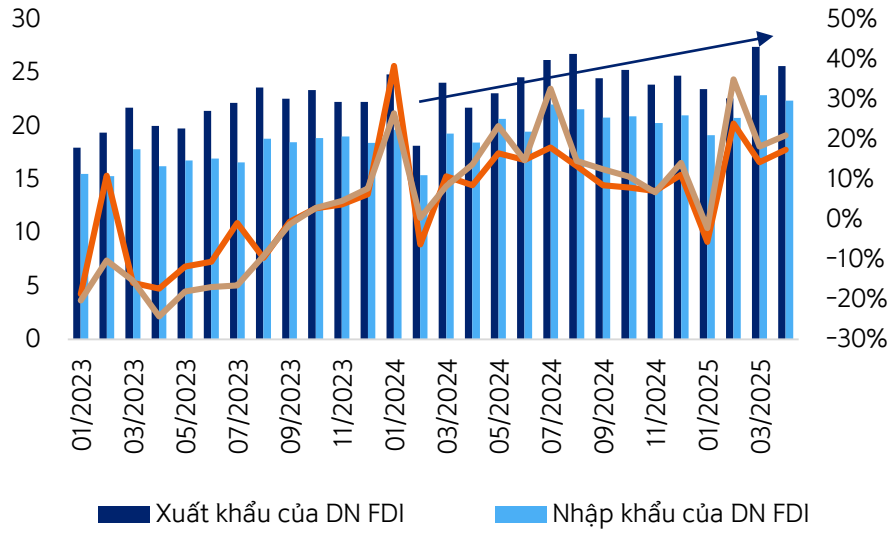
Tình hình sản xuất của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam

Chỉ số sản xuất công nghiệp – IIP 04/2024 – 04/2025 (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Xuất nhập khẩu doanh nghiệp FDI 01/2024 – 04/2024 (tỷ USD)



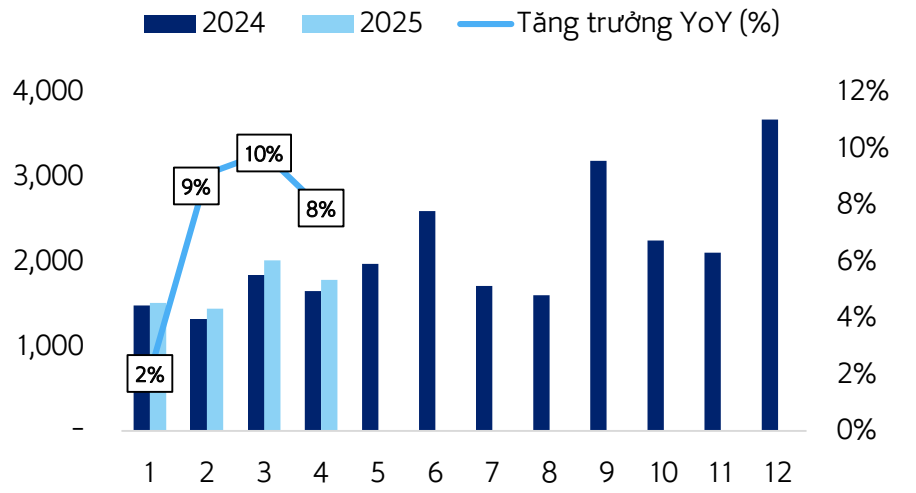
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Chỉ số sản xuất công nghiệp duy trì ổn định trong 4 tháng đầu năm 2025, bất chấp áp lực từ chiến tranh thương mại toàn cầu, phản ánh sự ổn định của hoạt động sản xuất trong nước.
- Lũy kế xuất khẩu của các doanh nghiệp FDI trong cùng kỳ đạt 99.09 tỷ USD (+11.45% YoY). Xuất nhập khẩu của doanh nghiệp FDI ghi nhận sự cải thiện rõ nét theo từng tháng, cho thấy hoạt động sản xuất – kinh doanh của khối FDI tiếp tục diễn biến tích cực. Điều này củng cố cơ sở cho xu hướng tăng trưởng dòng vốn FDI trong thời gian tới.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

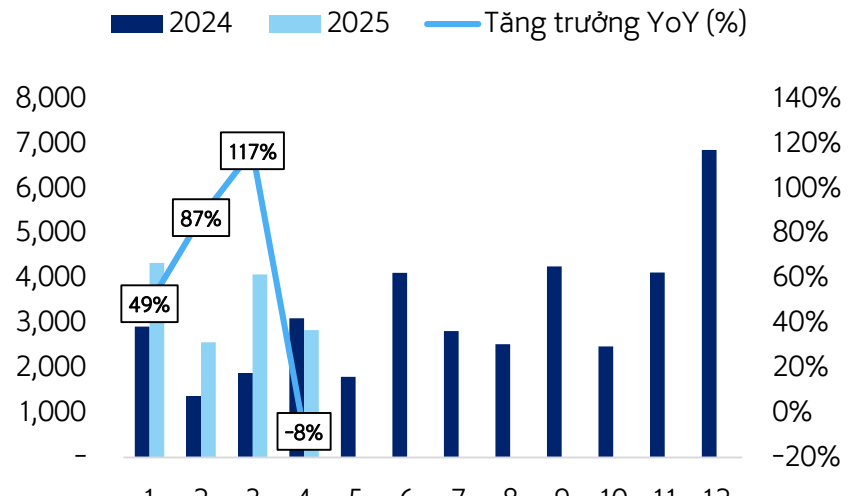
Dòng vốn FDI tiếp tục duy trì sự tích cực trong 4 tháng đầu năm 2025

Vốn FDI giải ngân năm 2024 và 4T2025 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Vốn FDI đăng ký 2024 và 4T2025 (triệu USD)



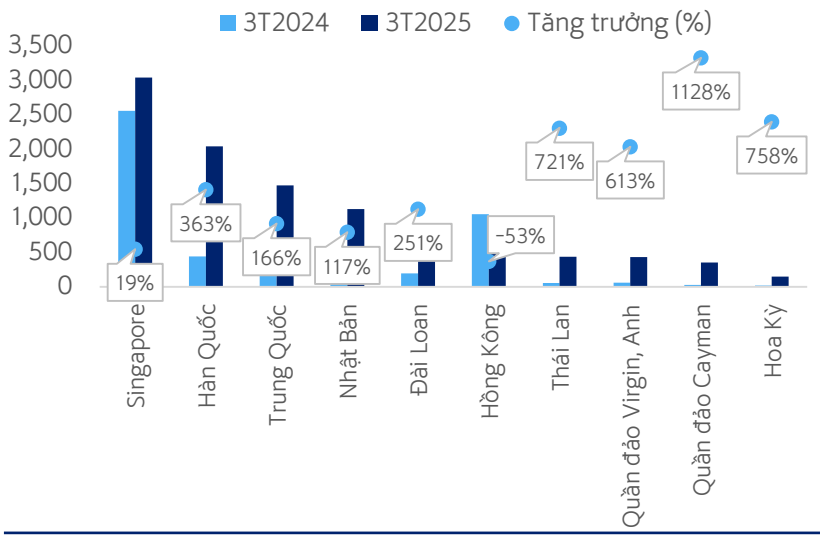
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Diễn biến dòng vốn FDI trong 4 tháng đầu năm 2025 tiếp tục cho thấy xu hướng tăng trưởng ổn định. Cụ thể, lũy kế đến hết tháng 4/2025, tổng vốn FDI đăng ký đạt 13.82 tỷ USD (+39.9% YoY), vốn FDI thực hiện đạt 6.74 tỷ USD (+7.3% YoY). Đây là mức cao nhất trong vòng 5 năm qua đối với cả vốn đăng ký và giải ngân, khẳng định Việt Nam vẫn duy trì vị thế là điểm đến hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài.
- Trong quý I/2025, mức tăng trưởng FDI chủ yếu được thúc đẩy bởi sự gia tăng mạnh từ Hàn Quốc, Trung Quốc, và Đài Loan khi vốn đăng ký từ thị trường này tăng đáng kể so với cùng kỳ năm 2024. Yếu tố chính thúc đẩy làn sóng này là việc Mỹ áp dụng chính sách thuế đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc trong 3 tháng đầu năm 2025. Tuy nhiên, sang tháng 4/2025, Mỹ mở rộng áp thuế lên toàn bộ các quốc gia có thâm hụt thương mại, dẫn đến sự thận trọng của các nhà đầu tư. Hệ quả là lượng vốn FDI đăng ký trong tháng 4 có dấu hiệu chững lại, phản ánh tâm lý dè dặt trước biến động chính sách thương mại toàn cầu.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

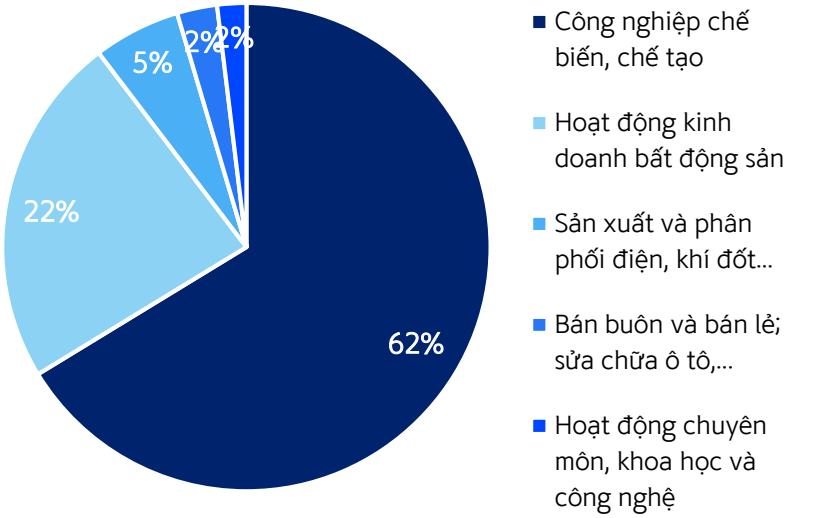
Các quốc gia Châu Á đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu nguồn vốn FDI đăng ký

Top 10 quốc gia đầu tư vào Việt Nam 3T2024 và 3T2025 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lĩnh vực nguồn vốn đầu tư FDI đăng ký 3T2025 (%)



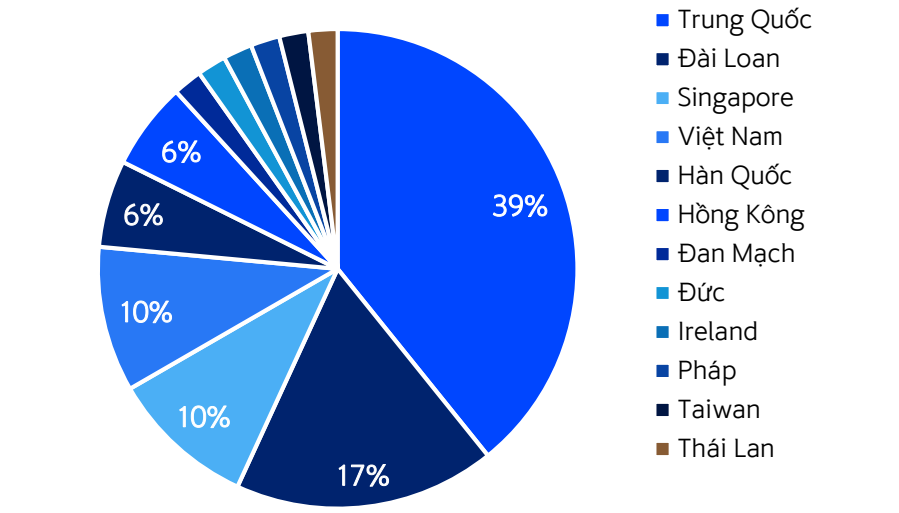
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Các nhà đầu tư đến từ Châu Á (Singapore, Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan) ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong Q1/2025. Bên cạnh đó Việt Nam cũng ghi nhận lượng vốn FDI tăng đáng kể ở một số quốc gia khác đến từ phương Tây như Anh, Mỹ.
- Lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo là lĩnh vực đầu tư chủ yếu của các doanh nghiệp nước ngoài vào Việt Nam, chiếm 62% nguồn vốn FDI đầu tư vào Việt Nam. Đáng chú ý, tổng vốn FDI đăng ký hoạt động kinh doanh bất động sản đạt USD 2,394 triệu (+51% YoY). Lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp, nhà ở và văn phòng là các lĩnh vực đang được hưởng lợi từ dòng vốn FDI.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

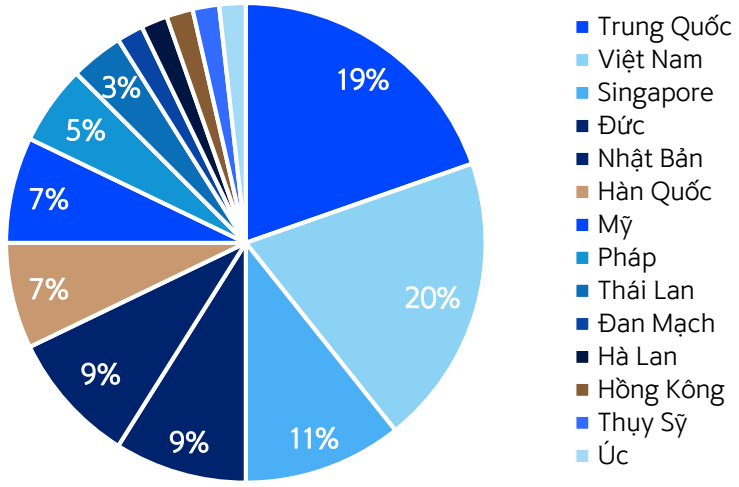
Doanh nghiệp FDI Trung Quốc tập trung chủ yếu ở miền Bắc trong khi khu vực miền Nam ghi nhận đồng đều hơn

Cơ cấu quốc gia tại KCN miền Bắc từ 2022 – 2024 (%)



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu quốc gia tại KCN miền Nam từ 2022 – 2024 (%)



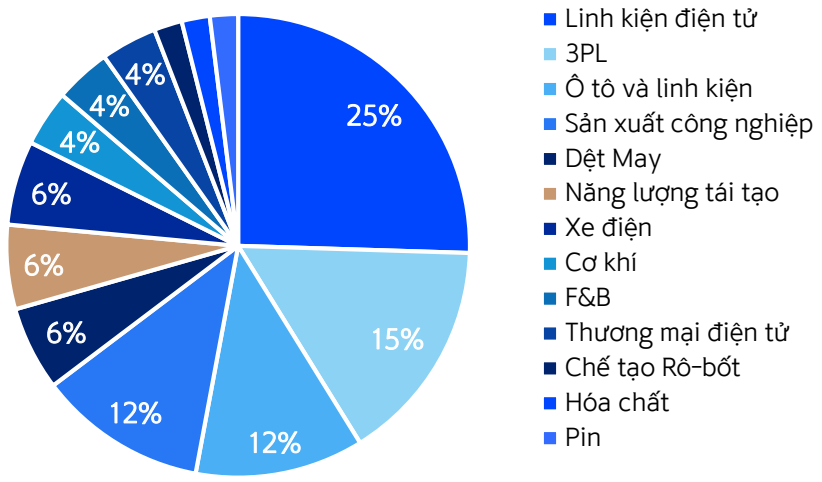
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Theo dữ liệu từ các dự án giai đoạn 2022–2024 do CBRE thống kê, các doanh nghiệp Trung Quốc chiếm khoảng 39% trong cơ cấu dòng vốn FDI tại các khu công nghiệp phía Bắc. Tỷ trọng lớn này phần lớn xuất phát từ lợi thế vị trí địa lý của khu vực phía Bắc – gần biên giới Trung Quốc – tạo điều kiện thuận lợi cho việc vận chuyển và giao thương hàng hóa. Ngoài ra, xu hướng "Trung Quốc +1" cũng là động lực chính thúc đẩy các doanh nghiệp Trung Quốc dịch chuyển một phần hoạt động sản xuất sang Việt Nam như một giải pháp giảm thiểu rủi ro chuỗi cung ứng.
- Trong khi đó, khu vực phía Nam có cơ cấu quốc gia đầu tư đa dạng hơn, với sự hiện diện nổi bật của các nhà đầu tư đến từ Mỹ và các quốc gia phương Tây. Tỷ trọng đầu tư từ các thị trường này tại miền Nam cao hơn đáng kể so với miền Bắc, cho thấy sự khác biệt về định hướng chiến lược và khả năng kết nối quốc tế của từng vùng trong việc thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

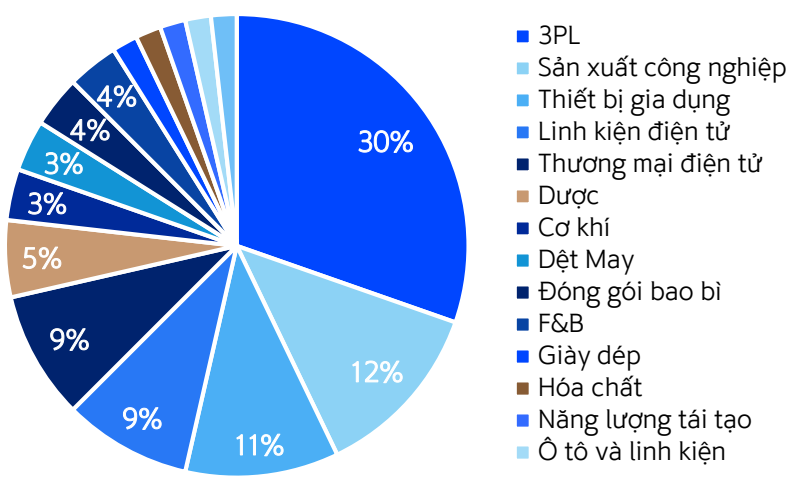
FDI Miền Bắc Ưu Tiên Công Nghệ Cao, Miền Nam Tập Trung Sản Xuất và Logistic

Cơ cấu doanh nghiệp theo ngành tại KCN miền Bắc từ 2022 – 2024 (%)



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh nghiệp theo ngành tại KCN miền Nam từ 2022 – 2024 (%)



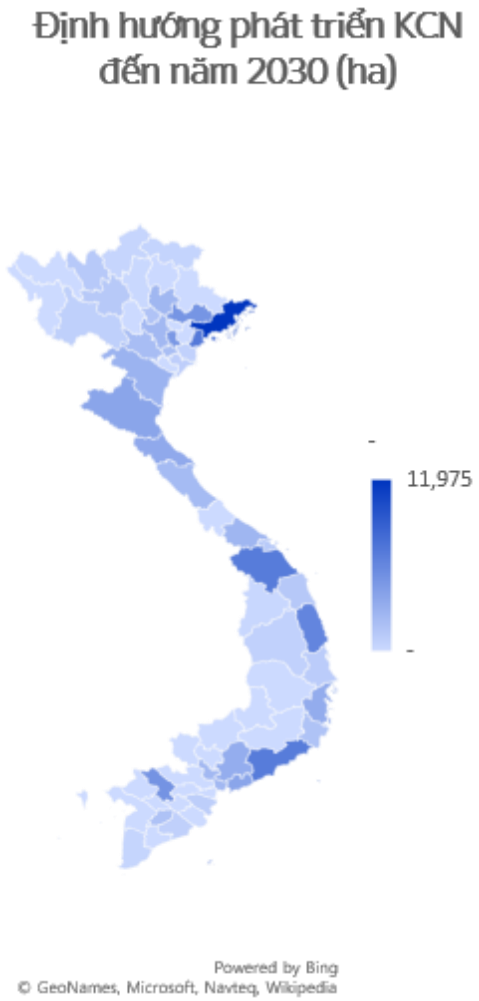
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Cơ cấu ngành nghề của doanh nghiệp FDI có sự phân hóa rõ nét giữa hai miền. Tại khu vực miền Bắc, dòng vốn FDI chủ yếu tập trung vào các lĩnh vực công nghệ cao như sản xuất linh kiện điện tử, dịch vụ logistics (3PL), công nghiệp ô tô và năng lượng tái tạo. Các dự án này phân bố tập trung tại các địa phương có hạ tầng phát triển và vị trí chiến lược như Hà Nội, Bắc Ninh và Hải Phòng – những trung tâm công nghiệp chủ chốt của khu vực.
- Ngược lại, khu vực miền Nam ghi nhận dòng vốn FDI đa dạng hơn về ngành nghề, với sự hiện diện đáng kể trong các lĩnh vực như 3PL, thương mại điện tử và các ngành sản xuất truyền thống gồm công nghiệp chế biến, dược phẩm, cơ khí và dệt may. Các hoạt động đầu tư FDI chủ yếu tập trung tại TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Long An – những địa phương có lợi thế về lao động, kết nối vùng và hạ tầng công nghiệp phát triển mạnh.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

Định hướng mở rộng KCN đến năm 2030 theo tỉnh thành

Tỉnh	Diện tích KCN
Quảng Ninh	11,975
Hải Phòng	7,034
Quảng Nam	6,855
Bình Thuận	6,852
Bình Định	6,191
Đồng Tháp	5,188
Bắc Giang	5,034
Hưng Yên	4,788
Nghệ An	3,864
Bà Rịa - Vũng Tàu	3,850
Hà Tĩnh	3,526
Khánh Hòa	3,320
Đồng Nai	3,260
Thanh Hóa	2,853
Thừa Thiên Huế	2,640
Thái Nguyên	2,574
Hà Nội	2,480
Hồ Chí Minh	2,465
...	
Tổng	108,324

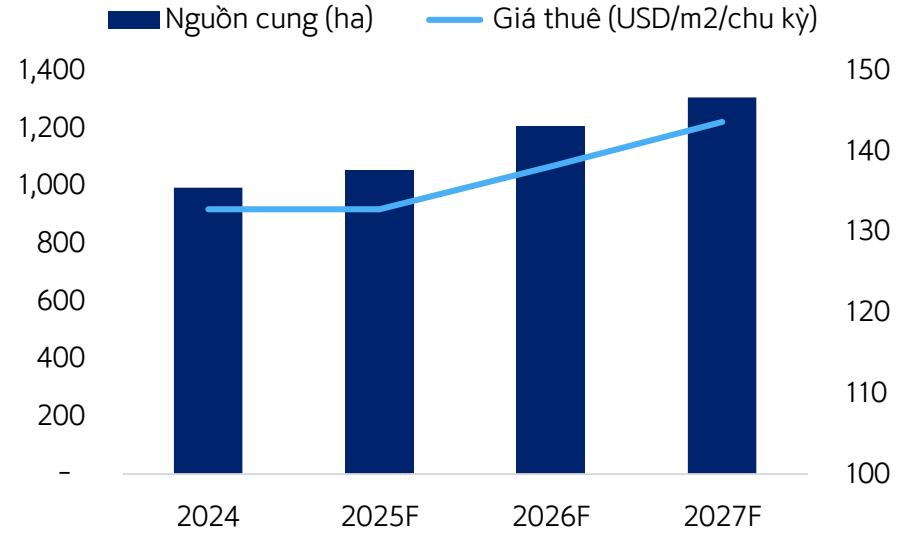


- Theo quy hoạch phát triển khu công nghiệp (KCN) đến năm 2030 được Chính phủ phê duyệt, cả nước sẽ bổ sung thêm 221 KCN mới, mở rộng 76 KCN hiện hữu và điều chỉnh quy hoạch 22 KCN, với tổng diện tích tăng thêm khoảng 108,324 ha.
- Chiến lược phát triển KCN có sự phân vùng rõ rệt theo thế mạnh từng khu vực. Tại miền Bắc, các địa phương như Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng và Quảng Ninh được quy hoạch để thu hút các ngành công nghệ cao, đặc biệt là điện tử. Khu vực miền Nam với TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai sẽ tập trung vào các ngành sản xuất thông minh, logistics và chuỗi cung ứng. Trong khi đó, miền Trung – gồm Đà Nẵng, Quảng Nam và Nghệ An – được định hướng phát triển công nghiệp hỗ trợ và khai thác lợi thế từ cảng biển.
- Đáng chú ý, các địa phương ven biển và gần cảng lớn như Quảng Ninh, Hải Phòng, Quảng Nam và Bà Rịa–Vũng Tàu sẽ là trọng điểm trong chiến lược mở rộng diện tích KCN, nhờ vào lợi thế kết nối giao thương quốc tế.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

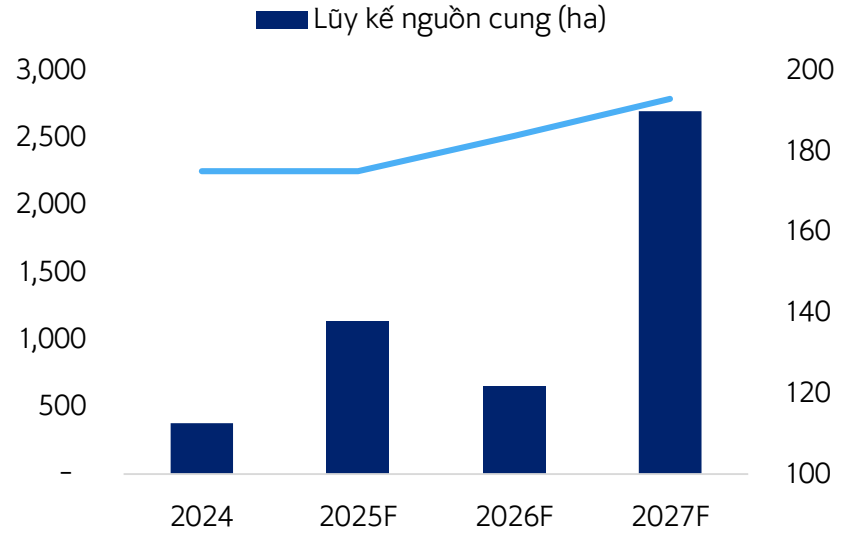
Triển vọng bất động sản KCN tiếp tục duy trì mức tăng ổn định trong tương lai

Dự phóng diện tích lũy kế và giá thuê đất KCN từ 2024 – 2027F tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng diện tích lũy kế và giá thuê đất KCN từ 2024 – 2027F tại miền Nam



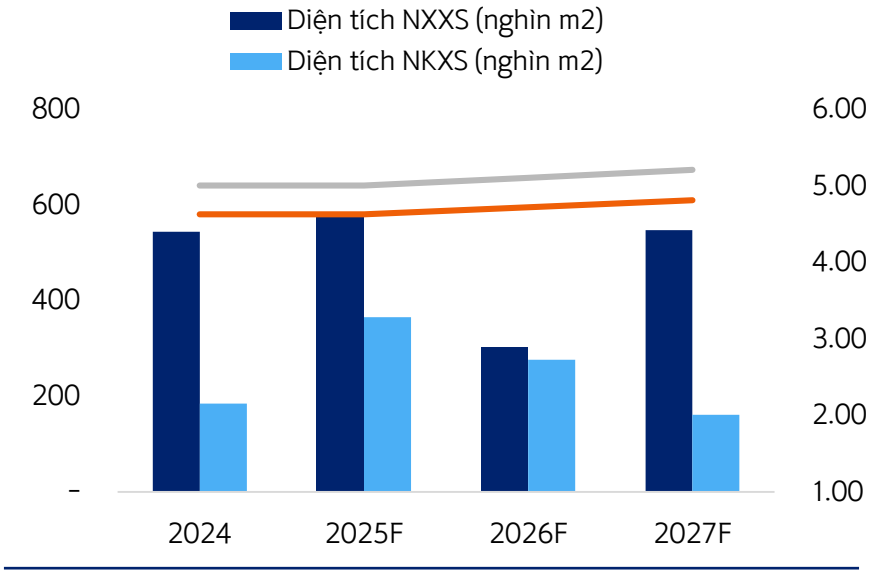
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Chúng tôi ước tính nguồn cung bất động sản KCN trong năm 2025 tại hai vùng phía Bắc và phía Nam tăng trưởng lần lượt đạt khoảng 1,000 ha và 1,100 ha. Trong đó, nguồn cung tại khu vực miền Bắc chủ yếu tập trung tại các tỉnh như Hải Phòng, Vĩnh Phúc, Hưng Yên. Đối với khu vực miền Nam nguồn cung chủ yếu sẽ nằm tại các tỉnh Bình Dương, Đồng Nai, Long An.
- Giá đất KCN được dự phóng sẽ đi ngang trong năm 2025 do những bất ổn về tình hình chiến tranh thương mại có thể khiến nhu cầu tăng trưởng chậm. Tỷ lệ lấp đầy dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao với 83% tại khu vực miền Bắc và 90% tại khu vực miền Nam.

2. Dòng vốn FDI và chiến lược phát triển KCN

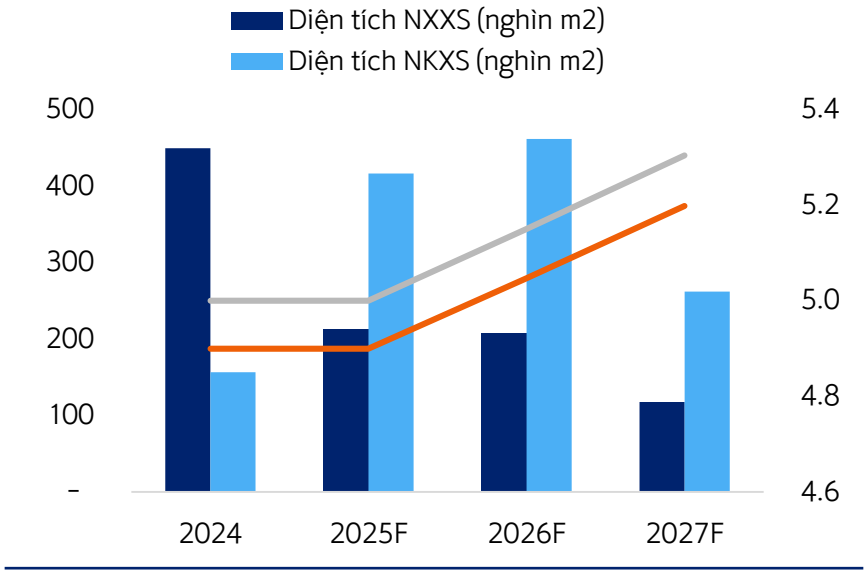
Nguồn cung NXXS và NKXS tiếp tục tăng trưởng theo nhu cầu của thị trường

Dự phóng diện tích hấp thụ và giá NXXS/NKXS 2024 – 2027F tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng diện tích hấp thụ và giá NXXS/NKXS 2024 – 202F tại miền Nam



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

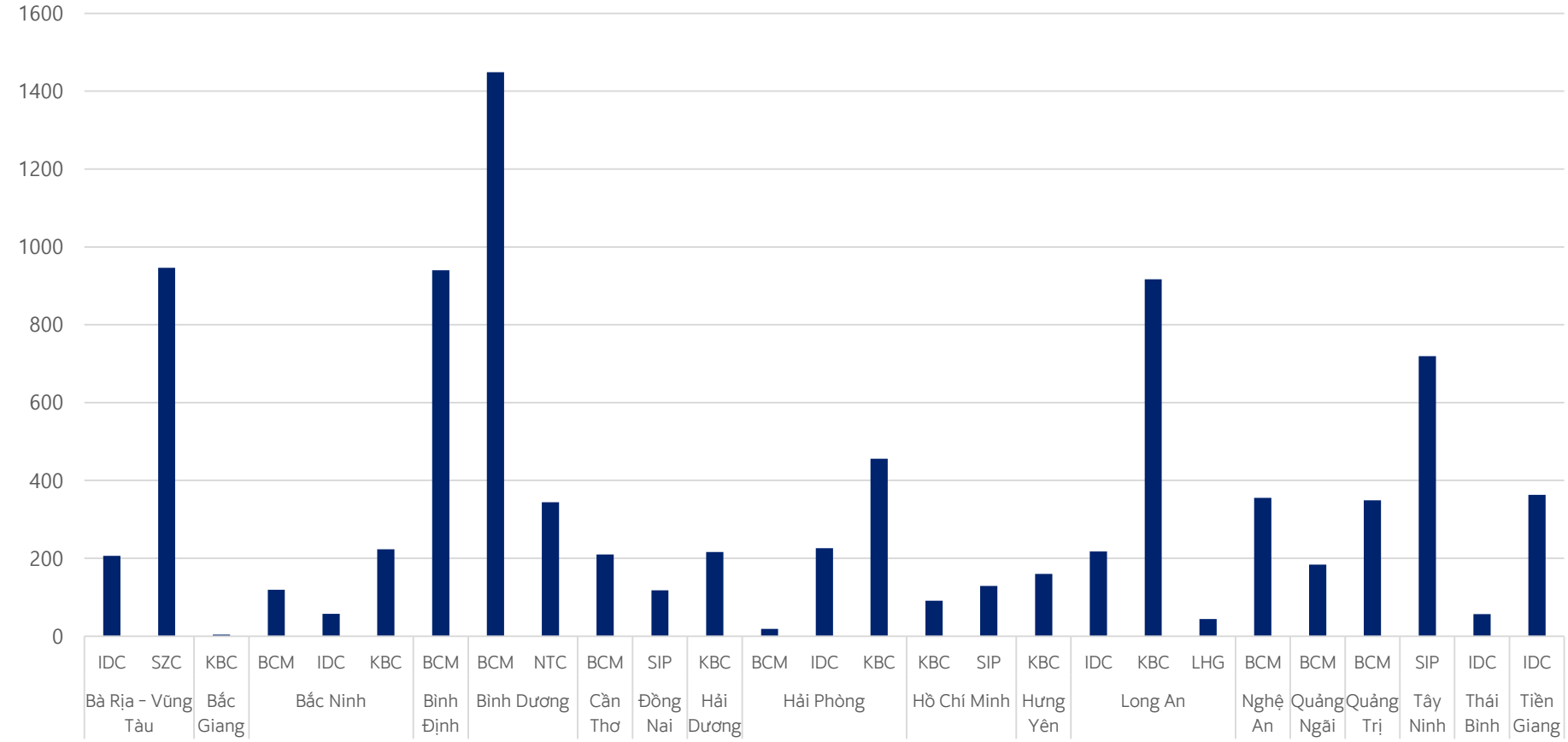
- Theo dự báo của CBRE cho giai đoạn 2025F – 2027F, nguồn cung NXXS dự kiến sẽ quanh mức 500 nghìn m2 đối với khu vực miền Bắc trong khi đó ở khu vực miền Nam dự kiến sẽ quanh mức 200 nghìn m2. Mặc khác, nguồn cung NKXS ở khu vực miền Bắc sẽ ở khoảng 300 nghìn m2, trong khi đó tại khu vực miền Nam ghi nhận quanh mức 400 nghìn m2.
- Giá thuê và tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ đi ngang trong năm 2025 do những bất ổn liên quan đến tình hình chiến tranh thương mại. Tuy nhiên bước sang năm 2026F, chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ tăng trưởng trở lại quanh mức 2% – 3%/ năm.

03 Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Doanh nghiệp bất động sản KCN có sự cải thiện trong Q1/2025 diện tích thuê đất và giá thuê gia tăng. Các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn ghi nhận tăng trưởng tích cực.

3. Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Diện tích đất sẵn sàng cho thuêcủa một số doanh nghiệp bất động sản KCN tại theo tỉnh thành (ha)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

3. Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Mã	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Dự phóng DT 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (% YoY)	Dự phóng LNST 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	ROA - TTM (%)	ROE - TTM (%)	Chỉ số thanh toán tiền mặt	D/E	P/E - TTM	P/B - TTM
BCM	61,600	77,000	25%	63,756	7,848	50%	2,034	-15%	4%	13%	0.05	1.11	26.01	3.17
KBC	27,250	34,600	27%	20,917	8,188	195%	1,433	239%	3%	7%	1.04	0.82	15.87	1.03
IDC	41,900	61,700	47%	13,827	8,363	-5%	1,899	-21%	9%	31%	0.43	0.48	8.43	2.54
SZC	35,400	46,500	31%	6,371	981	13%	348	15%	4%	12%	0.25	0.63	16.50	1.87
NTC	153,000	226,700	48%	3,701	488	33%	493	68%	5%	26%	0.08	2.09	11.84	2.97
LHG	31,500	40,000	27%	1,575	539	27%	216	15%	9%	16%	0.15	0.09	5.58	0.84
SIP	69,100	83,000	20%	14,548	8,048	3%	1,190	-7%	5%	30%	0.14	0.78	11.17	3.05

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

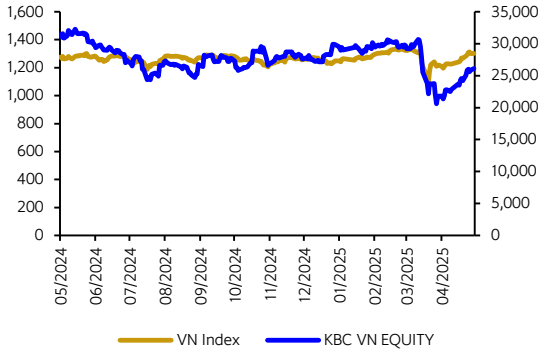
Nguồn: SSV Research, Bloomberg, Fiipro, Báo cáo công ty
Dữ liệu tại ngày 27/05/2025

- Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của các khu công nghiệp (KCN) gần cảng biển trong đó phía Bắc (Hải Phòng, Quảng Ninh) và phía Nam (Bà Rịa – Vũng Tàu), nhờ lợi thế về vị trí địa lý thuận lợi, dễ dàng kết nối với tuyến đường thương mại toàn cầu.
- Trong bối cảnh biến động liên quan đến chính sách thuế quan, các KCN có hoạt động kinh doanh đa dạng, đặc biệt là phát triển bất động sản dân cư, sẽ có khả năng chống chịu tốt hơn và tạo điểm sáng trong trường hợp phân khúc bất động sản KCN gặp khó khăn. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp sở hữu chỉ số thanh khoản tiền mặt cao cùng tỷ lệ đòn bẩy tài chính (D/E) thấp được xem là lựa chọn an toàn, phù hợp trong môi trường nhiều rủi ro biến động hiện tại.
- Chúng tôi lựa chọn KBC và SZC dựa trên các yếu tố: vị trí chiến lược, quỹ đất thương phẩm dồi dào, tiềm năng phát triển dự án dân cư bổ trợ, và nền tảng tài chính lành mạnh giúp duy trì ổn định trong dài hạn.

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HOSE: KBC)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**34,600VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	27,250VND
Suất sinh lời (%)	27%
VNINDEX	1,340
Market P/E (x)	10.7
Vốn hóa (tỷ VND)	20,917
SLCP lưu hành (triệu CP)	768
Tự do giao dịch (triệu CP)	488
52-tuần cao/thấp (VND)	32,500/20,050
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.48
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	192
Cổ đông lớn (%) Đặng Thành Tâm	18.06
Cổ đông lớn (%) CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8.11

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-13.4	-1.9	-15.3
So với VNIndex(%)	-14.4	-9.9	-17.5



Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ tháo gỡ nút thắt pháp lý

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HoSE: KBC) thành lập năm 2002 là một trong những doanh nghiệp phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. KBC có kinh nghiệm làm việc và thu hút các tập đoàn FDI hàng đầu tại Việt Nam. Hơn 90% khách hàng tại khu công nghiệp của KBC là các tập đoàn nước ngoài, đến từ các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc với các tên tuổi lớn như Canon, Foxconn, LG...

Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần Q1/2025 đạt VND 3,117 tỷ đồng cao gấp 20.5 lần so với cùng kỳ ,trong đó mảng khu công nghiệp (KCN) đạt VND 2,483 tỷ, lợi nhuận sau thuế đạt VND 849 tỷ. Diện tích đất KCN cho thuê được trong Q1/2025 68 ha, chủ yếu đến từ các hợp đồng đã ký kết ở KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Cụm công nghiệp Hưng Yên

Kết quả kinh doanh của KBC được kỳ vọng sẽ khởi sắc trong năm 2025 khi những dự án quan trọng như KCN Tràng Duệ 3 và dự án KĐT Tràng Cát đã hoàn tất thủ tục pháp lý. Chúng tôi ước tính doanh thu KBC sẽ đạt khoảng VND 8,188 tỷ (+195% YoY) trong năm 2025. Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 1,433 tỷ (+212% YoY). Chúng tôi kỳ vọng: (1) Diện tích đất cho thuê KCN sẽ đạt khoảng 157 ha trong năm 2025 với sự đóng góp chủ yếu của các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ 3 và Cụm công nghiệp Hưng Yên. (2) Mảng bất động sản KĐT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 nhờ dự án Nhà ở Xã hội Nếnh, Khu dân cư Tân Phú Trungvà dự kiến sẽ bùng nổ trong năm 2025 khi dự KĐT Tràng Cát bắt đầu tiến hành chào bán trong Q3 và Q4/2025.

Rủi ro:

(1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm;

(2) Tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ở mức cao;

(3) Dòng vốn FDI suy yếu;

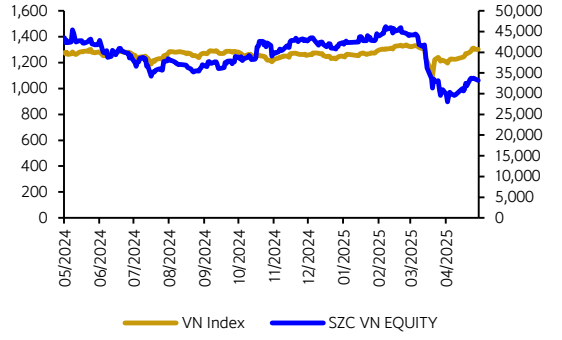
(4) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	950	5,618	2,776	8,188	14,424
LN từ HĐKD (tỷ VND)	-245	2,883	657	1,780	4,139
OPM (%)	(25.7)	51.3	23.7	21.7	28.7
LNST công ty mẹ (tỷ VND)	1,526	2,031	426	1,328	2,568
NPM (%)	160.6	36.1	15.4	16.2	17.8
EPS	1,993	2,646	555	1,730	3,345
ROE (%)	10.1	11.9	2.3	6.8	11.8
P/E (x)	12.14	12.00	49.01	15.55	8.04
P/B (x)	1.16	1.34	1.12	1.06	0.95

CTCP Sonadezi Châu Đức (HOSE: SZC)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**46,500VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	35,400 VND
Suất sinh lời (%)	31%
VNINDEX	1,340
Market P/E (x)	10.7
Vốn hóa (tỷ VND)	6,371
SLCP lưu hành (triệu CP)	180
Tự do giao dịch (triệu CP)	76
52-tuần cao/thấp (VND)	47,200/27,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.07
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	87
Cổ đông lớn (%) Tổng CTCP phát triển khu Công nghiệp	46.84
Cổ đông lớn (%) CTCP Sonadezi Long Thành	10.08

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-25.4	-15.1	-23.2
So với VNIndex(%)	-26.4	-23.1	-25.5



Hưởng lợi từ dòng vốn FDI với KCN Châu Đức

CTCP Sonadezi Châu Đức (HoSE: SZC) thành lập ngày 26/06/2007, tiền thân là Công ty Cổ phần phát triển Hạ tầng Sonadezi, SZC hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực cho thuê đất KCN, kinh doanh bất động sản và đầu tư các dự án BOT. Trong đó mảng bất động sản khu công nghiệp của SZC chiếm hơn 80% trên tổng cơ cấu doanh thu. SZC sở hữu diện tích đất rộng lớn lên đến 2,287 ha tại huyện Châu Đức, tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu, trong đó đất KCN chiếm 1,556 ha, còn lại chủ yếu dành cho khu đô thị và sân golf.

Kết quả doanh thu Q1/2025 của SZC đạt VND 414 tỷ (+93% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 126 tỷ đồng (+94% YoY). Trong đó doanh thu đến từ mảng KCN chiếm 95%, đạt VND 394 tỷ(+103% YoY). Biên lợi nhuận gộp có sự sụt giảm từ 48% trong Q1/2024 xuống mức 39% trong Q1/2025.

Với vị trí địa lý thuận lợi và giá cho thuê cạnh tranh so với khu vực, chúng tôi ước tính SZC sẽ cho thuê khoảng 40 ha trong năm 2025. Bên cạnh đó, giá thuê đất KCN của Sonadezi Châu Đức được kỳ vọng sẽ tăng trưởng từ 5% - 8% trong giai đoạn 2025 – 2028. Ngoài ra kết quả kinh doanh trong năm 2025 sẽ được đóng góp thêm nhờ dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước chào bán giai đoạn 2 (bắt đầu trong Q4/2024). Thêm vào đó dự án sân Golf bắt đầu hoạt động hoàn chỉnh và sự trở lại của dự án BOT 768 sẽ đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của SZC.

Chúng tôi dự kiến doanh thu 2025 đạt VND 981 đồng (+12% YoY), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt VND 348 tỷ (+15% YoY) .

Rủi ro:

(1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm;

(2) Dòng vốn FDI suy yếu;

(3) Vấn đề pháp lý và chi phí đền bù khu công nghiệp Châu Đức;

(3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	859	818	871	981	1,110
LN từ HĐKD (tỷ VND)	260	295	369	419	488
OPM (%)	30	36	42	42.7	43.9
LNST công ty mẹ (tỷ VND)	197	219	302	348	403
NPM (%)	23	27	35	35.5	36.3
EPS	1,197	1,410	1,616	1,934	2,238
ROE (%)	12	13	11	10.3	11.0
P/E (x)	15	26	26	17.27	14.92
P/B (x)	2	3	2	1.79	1.64

Nội địa

Chúng tôi lựa chọn những nhóm ngành hưởng lợi từ chính sách kích cầu nội địa, tiền tệ/tài khóa nới lỏng, đẩy mạnh đầu tư công, tăng tín dụng - giảm lãi suất, khơi thông pháp lý, cũng như cải thiện môi trường đầu tư

Một số nhóm ngành đề cập trong báo cáo như sau: Ngân hàng, Bất động sản, Đầu tư công, Thép, Hàng tiêu dùng



Shinhan Securities

Ngành Ngân Hàng

Mục tiêu thận trọng



Phương Nguyễn
☎ (84-28) 6299-9004
✉ phuong.nd@shinhan.com

Nội dung

1. Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết

Về vấn đề thuế quan, ban lãnh đạo các ngân hàng nhìn chung cho rằng chính sách liên quan tới mức thuế đối ứng Mỹ áp lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam sẽ ảnh hưởng không tốt lên toàn ngành nhưng vẫn sẽ bám sát kế hoạch tăng trưởng cơ sở được ĐHĐCĐ thông qua trong năm 2025

Về lợi nhuận trước thuế, các ngân hàng tiếp tục có một năm đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận thận trọng. Nhìn chung trong Q1/2025, lợi nhuận toàn ngành tăng phù hợp với kế hoạch mục tiêu. Hầu hết các ngân hàng đạt được khoảng 20-25% kế hoạch lợi nhuận cả năm

So với cuối năm 2024, dư nợ xấu cuối Q1/2025 của các ngân hàng niêm yết đã tăng gần 19%. Tỷ lệ nợ xấu tăng đáng kể từ mức 1.8% lên mức 2.05%. Đây là diễn biến mang tính mùa vụ thường xảy ra vào Q1 hằng năm nên cần phải quan sát thêm những tháng tới để xác định xu hướng rõ hơn về chất lượng tài sản

3. Triển vọng giai đoạn 2025

Chúng tôi giảm dự phóng lợi nhuận năm 2025 của nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE về quanh mức 16%. Chúng tôi cho rằng NIM sẽ khó phục hồi trong bối cảnh nhu cầu vay có thể bị ảnh hưởng gián tiếp bởi thuế quan. Ở kịch bản tiêu cực lợi nhuận của nhóm ngân hàng có thể chỉ tăng trưởng quanh mức 12% trong năm 2025.

4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngân hàng

VPB, HDB

01

Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết

Về số liệu, tăng trưởng tín dụng Q1/2025 toàn ngành vẫn đang có mức tăng tốt so với cùng kỳ. Tuy vậy, tín dụng có mức tăng giật cục vào tháng cuối quý, thể hiện nhu cầu đi vay hiện vẫn đang tập trung vào nhóm khách hàng lớn.

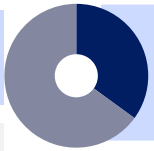
Về vấn đề thuế quan, ban lãnh đạo các ngân hàng nhìn chung cho rằng chính sách liên quan tới mức thuế đối ứng Mỹ áp lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam sẽ ảnh hưởng không tốt lên toàn ngành nhưng vẫn sẽ bám sát kế hoạch tăng trưởng cơ sở được ĐHĐCĐ thông qua trong năm 2025

1. Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết

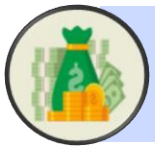
Tổng quan các ngân hàng niêm yết trên HOSE

18 ngân hàng niêm yết trên sàn giao dịch HOSE

Vietcombank, BIDV, VietinBank, TECHCOMBANK, VPBank, MB, ACB, HDBank (Cam kết lợi ích cao nhất), Sacombank, TPBank, SHB (Đối tác tin cậy, giải pháp phù hợp), VIB (Ngân hàng Quốc Tế), SeABank, EXIMBANK, MSB, OCB (Ngân Hàng Phương Đông), LienVietPostBank (NGÂN HÀNG BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT), NGÂN HÀNG NAM Á



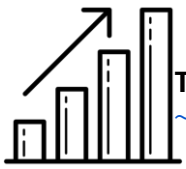
Tổng vốn hóa ngành
~40% vốn hóa thị trường



Giá trị giao dịch
~26% GTGD toàn thị trường



Khối lượng giao dịch
~35% KLGD toàn thị trường

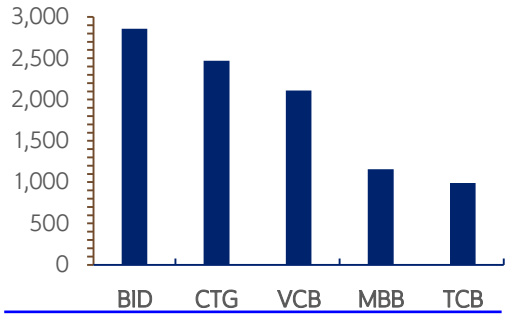


Tổng tài sản 06/05/2025
~16.23 triệu tỷ đồng



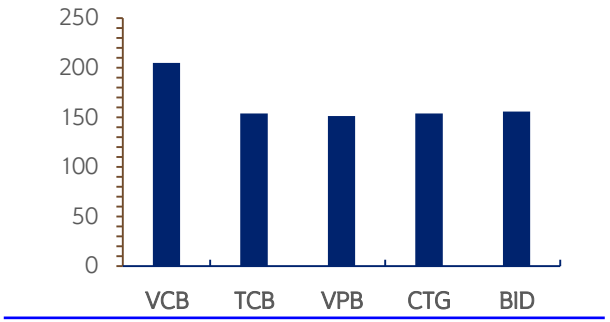
Tổng vốn chủ sở hữu 06/05/2025
~1.46 triệu tỷ đồng

Top 5 ngân hàng có tài sản lớn nhất (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Top 5 ngân hàng có vốn chủ sở hữu lớn nhất (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại Ngày 06/05/2025

Tóm tắt ĐHĐCĐ của các ngân hàng năm 2025 (1/4):

Thận trọng và ứng phó với nhiều kịch bản tăng trưởng

Tóm tắt các ý chính

- Về thuế quan, nhìn chung ban lãnh đạo tại nhóm các ngân hàng có chung nhận định mức thuế cao sẽ có ảnh hưởng không tốt đến tăng trưởng kinh tế và tăng trưởng kinh doanh của toàn ngành. Đặc biệt, nhóm khách hàng xuất khẩu ảnh hưởng trực tiếp sẽ bị ảnh hưởng, do đó ngân hàng lên kế hoạch sẽ đẩy mạnh nhóm doanh nghiệp nội địa để bù đắp nếu chính sách thuế gây bất lợi. Ban lãnh đạo cũng cho biết nếu chính sách liên quan tới mức thuế đối ứng Mỹ áp lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam không thuận lợi, tăng trưởng của toàn ngành có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu tiêu dùng toàn thị trường giảm. Các ngân hàng cũng lên kế hoạch tăng trưởng nhiều kịch bản, với kịch bản cơ sở bám sát mức tăng trưởng mục tiêu toàn ngành 15-16%.
- Lợi nhuận trước thuế được các ngân hàng niêm yết trên HOSE đặt mục tiêu tương đối thận trọng cho năm 2025, tăng trưởng khoảng 14%
- Các ngân hàng cũng nhận định rằng mặt bằng lãi suất sẽ duy trì ổn định, nhưng sự cạnh tranh quyết liệt giữa các ngân hàng có thể gây áp lực lên NIM của toàn ngành.
- Các thương vụ tăng vốn qua phát hành riêng lẻ của VCB, BID sẽ tiếp tục được thực hiện trong năm 2025.
- TCB kỳ vọng sẽ IPO công ty con TCBS năm 2025.
- STB thông qua kế hoạch mua lại công ty chứng khoán để thúc đẩy tăng trưởng mảng này. OCB cũng cho thấy định hướng đẩy mạnh mảng này, dù kế hoạch mua có thể hoãn lại tới thời điểm phù hợp hơn. Ngoài STB, MSB cũng thông qua kế hoạch sẽ mua lại một công ty chứng khoán. Xu hướng phát triển công ty chứng khoán đứng sau là ngân hàng đã diễn ra mạnh mẽ trong những năm gần đây. Năm 2024, HDB cũng đã mua 30% cổ phần của công ty chứng khoán HD hay việc tăng vốn mạnh mẽ của công ty chứng khoán Kafi, ACBS,…
- Với mặt bằng lãi suất tiền gửi duy trì mức thấp, các ngân hàng sẽ tiếp tục phải đẩy mạnh huy động qua kênh liên ngân hàng và giấy tờ có giá
- Việc luật hóa nghị quyết 42 giúp cho ngân hàng dễ dàng hơn trong công tác xử lý tài sản đảm bảo, giúp cải thiện thu nhập khác của ngân hàng
- Bất chấp nhiều bất định, chính sách cổ tức tiền mặt được duy trì ở nhiều ngân hàng trong năm 2025.

Tóm tắt ĐHĐCĐ của các ngân hàng năm 2025 (2/4):

Mã cổ phiếu	Mục tiêu kinh doanh 2025	Chính sách chia cổ tức	Tóm tắt các điểm chính tại đại hội đồng và buổi họp gặp mặt nhà đầu tư Q1/2025
VCB	Tài sản tăng 10%, dư nợ tín dụng 16.28% Nợ xấu kiểm soát dưới 1.5% Tăng trưởng LNTT khoảng 43,700 tỷ (+3.5%)	Chi tiết kế hoạch chia cổ tức chưa được công bố	- VCB cho biết ảnh hưởng của chính sách liên quan tới mức thuế đối ứng Mỹ áp lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam khá rõ rệt, do VCB đang có thị phần 20% thị phần thanh toán quốc tế, tài trợ thương mại của toàn hệ thống. Danh mục FDI của VCB chiếm hơn 20% dư nợ bán buôn (KHDN) của ngân hàng. VCB cho biết sẽ tích cực phối hợp với cơ quan quản lý để có định hướng theo từng ngành nghề, đối tượng khách hàng. VCB cho biết đã có ký kết một thỏa thuận tài trợ Vietnam Airlines mua 50 máy báy Boeing từ Mỹ. - Vietcombank tiếp tục thông qua phương án phát hành cổ phiếu riêng lẻ (6.5%). Kế hoạch này đã được ngân hàng đề ra nhiều năm nay nhưng chưa hoàn thành.
BID	Tín dụng tăng trưởng 16% Nợ xấu dưới 1.4% Tăng trưởng lợi nhuận 6-10%. LNTT riêng lẻ đạt quanh mức 32,400 tỷ đồng-33,700 tỷ đồng	Trả cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 19.9%	- Nhằm đối phó tác động thuế quan, ban lãnh đạo cho biết đã thành lập ban chỉ đạo để đối phó. Ước tính dư nợ khách hàng ảnh hưởng trực tiếp chiếm 15% tổng dư nợ của BIDV. Các ngành ảnh hưởng bao gồm thép, thủy sản, dệt may,.. Ban lãnh đạo cho biết thuế quan sẽ có tác động tiêu cực lên lợi nhuận của toàn ngành ngân hàng năm 2025 dù có đàm phán thành công để giảm mức thuế xuống. - BIDV thông qua kế hoạch chào bán riêng lẻ hoặc chào bán ra công chúng với tỷ lệ tối đa 3.84%.
CTG	Tổng tài sản tăng 8-10% Dư nợ tín dụng theo hạn mức được giao Nợ xấu dưới 1.8%	Trả cổ tức bằng cổ phiếu. Tỷ lệ chi tiết chưa được công bố	- Căng thẳng về thương mại trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam có độ mở lớn sẽ có tác động tiêu cực với hoạt động của doanh nghiệp trong nước. Nợ xấu có thể chịu áp lực gia tăng năm 2025. Tuy vậy ở kịch bản cơ sở, CTG vẫn giữ nguyên mục tiêu kinh doanh bất chấp biến động kinh tế toàn cầu. Ảnh hưởng thuế quan lên CTG theo đó sẽ không quá lớn dù cho vay doanh nghiệp FDI cao. - Về lãi suất, ngân hàng cho rằng NIM sẽ tiếp tục chịu áp lực khi cạnh tranh lãi suất gay gắt giữa các ngân hàng trong hệ thống - Về triển vọng, ngành bất động sản và xây dựng đang cho thấy sự phục hồi tương đối tích cực. Trong khi đó, ngành gỗ có thể gặp nhiều lực cản trong thời gian tới.
MBB	Tổng tài sản tăng 21.2% Tín dụng tăng 23.7% Nợ xấu kiểm soát dưới 1.7% LNTT đạt 31,712 tỷ đồng (+10%)	Trả cổ tức cổ phiếu 32%, 3% tiền mặt	- MBB cho vay bán lẻ chiếm 55% tổng dư nợ, kỳ vọng sẽ tăng lên 60%. Về tình hình thuế quan, MBB cho biết nhóm khách hàng có thị trường Mỹ chỉ chiếm 0.6% dư nợ của MBB do đó sẽ ít chịu ảnh hưởng trực tiếp. - MBB dự trù kế hoạch mua lại 100 triệu cổ phiếu quỹ, tương đương 1.6% vốn điều lệ. Đây là biện pháp giúp hỗ trợ cho thị trường, ổn định thanh khoản và tạo niềm tin cho nhà đầu tư. - MBB sẽ góp vốn vào MBV 5,000 tỷ sau khi chính thức nhận chuyển giao bắt buộc. MBB cho biết các chỉ số của MBV sẽ không hợp nhất vào BCTC của ngân hàng
TCB	Tín dụng tăng trưởng theo mức được giao Nợ xấu dưới 1.5% LNTT đạt 31,500 tỷ đồng (+14.4%)	Trả cổ tức tiền mặt 10% trước 31/12/2025	- Với câu hỏi về thị trường bất động sản, ban lãnh đạo cho biết nếu xảy ra chiến tranh thương mại, sẽ tác động đến kinh tế, ảnh hưởng đến GDP và khả năng tiêu dung. Với kế hoạch phát triển hạ tầng mạnh mẽ của Chính phủ và nhu cầu mua nhà ở của người dân lớn, ban lãnh đạo cho biết thị trường bất động sẽ tiếp tục phục hồi nhưng có thể không bứt phá như giai đoạn trước. - Về NIM, ban lãnh đạo cho biết mức độ cạnh tranh ngày một gay gắt đặc biệt với nhóm khách hàng có chất lượng tín dụng tốt -TCB hiện đang làm việc với 1-2 nhà đầu tư lớn về thương vụ IPO của TCBS. Dự kiến sẽ thực hiện trong năm 2025.

Nguồn: Tổng hợp bởi Shinhan Securities Vietnam

Tóm tắt ĐHĐCĐ của các ngân hàng năm 2025 (3/4):

Mã cổ phiếu	Mục tiêu kinh doanh 2025	Chính sách chia cổ tức	Tóm tắt các điểm chính tại đại hội đồng và buổi họp gặp mặt nhà đầu tư Q1/2025
VPB	Mục tiêu tổng tài sản tăng 23% Tỷ lệ nợ xấu riêng lẻ dưới 3% LNTT hợp nhất đạt 25,300 tỷ đồng (+26%) Fe Credit lợi nhuận đạt 1,126 tỷ đồng (+120%), VPBankS lợi nhuận đạt 2,003 tỷ đồng (+64%), OPES đạt 636 tỷ đồng (+34%)	Trả cổ tức tiền mặt 5%, dự kiến Q2 và Q3/2025	- Về tình hình thuế quan. VPB đánh giá qua 3 nhóm chính. Với lĩnh vực xuất khẩu, tỷ trọng nhóm này đang chiếm khoản 3% nên mức độ không lớn. Nhóm FDI, VPB phục vụ 500 doanh nghiệp với dư nợ cho vay 6,000 tỷ đồng nên đánh giá cũng ít ảnh hưởng. Tuy nhiên, tác động gián tiếp lên sức mua sẽ là yếu tố cần quan sát kỹ. VPB có lượng khách hàng thu nhập trung bình thấp lớn, mất đơn hàng xuất khẩu có thể ảnh hưởng đến việc làm và giảm sức mua trên thị trường. - VPB đã tiếp nhận GPBank. VPB tự tin sẽ tái cơ cấu GPBank thành công. - VPB không có kế hoạch mua cổ phiếu quỹ vì muốn tập trung nguồn lực khi tham gia tái cơ cấu GPBank, cố gắng tăng trưởng tín dụng 35%/năm trong 5 năm tới. - Việc nới room sở hữu nước ngoài lên 49% có thể giúp VPB cơ hội thêm đối tác mới, giúp hỗ trợ tăng trưởng - Sau khi có Fe Credit, OPES, VPBankS, ban lãnh đạo tham vọng bổ sung thêm công ty bảo hiểm nhân thọ và quản lý quỹ
LPB	Tổng tài sản tăng 3.5%, Dư nợ tín dụng tăng 15.8% LNTT đạt 14,868 tỷ đồng (+22.2%)	Trả cổ tức tiền mặt tỷ lệ 25%	- Về câu hỏi liên quan tới thuế quan, LPB đã họp và đưa ra các phương án ứng phó. Về dư nợ nhóm xuất nhập khẩu có ảnh hưởng tới thuế quan của Mỹ chiếm 0.3% dư nợ hệ thống. LPB đánh giá tác động trực tiếp không đáng kể - LPB có định hướng bán vốn cho nước ngoài nhưng chưa thực hiện trong năm 2025
ACB	Tăng trưởng tín dụng đạt 16% Lợi nhuận đạt 23,000 tỷ đồng (+10%)	Trả cổ tức cổ phiếu 15% và tiền mặt 10%	- ACB nhận định chính sách liên quan tới mức thuế đối ứng Mỹ áp lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam có thể tác động lên tổng cầu. Theo đó, tỷ giá, đầu tư nước ngoài, tiêu dùng sẽ bị ảnh hưởng. Tác động lên tăng trưởng tín dụng và NIM của ngành ngân hàng. Bất chấp những khó khăn, ACB kỳ vọng tăng trưởng tín dụng 16-18% cho năm 2025 nhờ sự phục hồi của nhóm khách hàng cá nhân - ACB kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ ổn định trong thời gian tới
STB	Tổng tài sản tăng trưởng 9.6%, tín dụng tăng khoảng 14% Tỷ lệ nợ xấu kiểm soát dưới 2% Lợi nhuận kỳ vọng đạt 14,650 tỷ đồng (+15%)	Chi tiết kế hoạch chia cổ tức chưa được công bố	- Về ảnh hưởng trực tiếp từ thuế quan: STB cho biết dư nợ cho vay xuất khẩu ở quanh mức 3.5%, chiếm khoảng 7% thu nhập ngân hàng. Tác động trực tiếp sẽ không đáng kể lên hoạt động ngân hàng - Khoản nợ KCN Phong Phú: STB đã thu được 1,500 tỷ đồng trong năm 2024, dự kiến sẽ thu thêm 30-40% cho năm 2025 và 2026. - Khoản nợ liên quan tới ông Trầm Bê: Khoản này được bảo đảm bằng cổ phiếu (tương đương với 32% cổ phần). Khoản nợ liên quan đã được trích lập 100% cho nợ gốc và các khoản liên quan. Phương án xử lý đang trình NHNN, bao gồm nợ đã bán cho VAMC và bán đấu giá công khai. Phương án vẫn đang chờ được phê duyệt - STB cho biết không có nhu cầu mua lại CTCK SBS.. Sẽ lựa chọn công ty phù hợp với định hướng của công ty
HDB	Tài sản tăng 28%, dư nợ tín dụng tăng 32% Nợ xấu kiểm soát dưới 1.5% LNTT đạt 21,179 tỷ đồng (+27%)	Dự kiến chính sách tương tự năm trước nhưng chưa công bố chi tiết kế hoạch trả	- Về tình hình thuế quan, Ngay khi có thông tin, HDBank đã rà soát danh mục và các khách hàng có khả năng bị ảnh hưởng từ mạnh đến trung bình. Kết quả rà soát với chính sách cân bằng quản trị rủi ro danh mục, mức độ ảnh hưởng trực tiếp là không lớn. Dư nợ của HDBank nhập khẩu ở thị trường Mỹ ở dưới 1.5% danh mục cho vay. Ban lãnh đạo cũng cho biết hệ số CAR 14.85% giúp HDB có sức chống chịu tốt hơn với biến động thị trường.
VIB	Tổng tài sản và dư nợ tín dụng tăng 22% Tỷ lệ nợ xấu dưới 3% LNTT đạt 11,020 tỷ đồng (+22%)	Trả cổ tức tiền mặt 7% và trả cổ tức cổ phiếu 14%	- CBA đã thoái vốn hoàn toàn khỏi VIB, ngân hàng cho biết sẽ tìm kiếm đối tác phù hợp hơn trong thời gian tới. Đối tác này kỳ vọng sẽ phù hợp về mặt tài chính, đem đến hỗ trợ vốn và công nghệ cho ngân hàng . – Luật hóa Nghị quyết 42 sẽ giúp ngành ngân hàng thu hồi tài sản đảm bảo nhanh hơn, qua đó cải thiện lợi nhuận toàn ngành.

Nguồn: Tổng hợp bởi Shinhan Securities Vietnam

Tóm tắt ĐHĐCĐ của các ngân hàng năm 2025 (4/4):

Mã cổ phiếu	Mục tiêu kinh doanh 2025	Chính sách trả cổ tức	Tóm tắt các điểm chính tại đại hội đồng và buổi họp gặp mặt nhà đầu tư Q1/2025
OCB	Tổng tài sản tăng 13%, dự nợ tín dụng tăng 16% LNTT đạt 5,388 tỷ đồng (+33%)	Trả cổ tức bằng cổ tức 7%	-Ban lãnh đạo cho biết chính sách về thuế quan tạo sự bất định, OCB kỳ vọng Việt Nam sẽ đàm phán thuế theo hướng có lợi. - OCB cho biết lùi kế hoạch mua OCBS do điều kiện thị trường chưa thuận lợi. Ban lãnh cho biết thị trường chứng khoán còn nhiều tiềm năng tăng trưởng khi tỷ lệ dân số tham gia thị trường còn thấp. - Cổ đông chiến lược Aozora Bank khẳng định sẽ cam kết hợp tác lâu dài (ít nhất 10 năm)
EIB	Tổng tài sản tăng 10.7% Dư nợ tín dụng tăng 16.2% LNTT đạt 5,200 tỷ đồng (+23.8%)	Không chia cổ tức	- Về tác động của thuế quan, EIB cho rằng những bất ổn có thể ảnh hưởng đến mặt bằng lãi suất theo hướng tăng lên. Dẫn đến rủi ro liên quan tới tỷ giá. Với lợi thế về mảng xuất nhập khẩu, EIB đang đánh giá kỹ lưỡng những tác động lên tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản. Ban lãnh đạo cũng cho biết, nhu cầu vốn dài hạn của ngân hàng tăng lên khiến cho cạnh tranh lãi suất gay gắt hơn. - Siết tỷ lệ sở hữu nước ngoài ở mức 6%. Ban lãnh đạo cho biết tỷ lệ ở giữ ở mức thấp nhằm ổn định cơ cấu cổ đông và thu hút nhà đầu tư chiến lược - EIB bầu HĐQT và ban kiểm soát mới cho nhiệm kỳ tới
MSB	Tổng tài sản tăng trưởng 9%, Dư nợ tín dụng tăng 20% Nợ xấu dưới 3% LNTT đạt 8,000 tỷ đồng (+16%)	Chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20%	- Về đánh giá tác động thuế quan, MSB đang quản lý danh mục một cách thận trọng. Nhóm ngành xuất khẩu chiếm 9.5% dư nợ của MSB. - MSB cho rằng tăng trưởng tín dụng 20% là hoàn toàn khả thi khi kết thúc Q1/2025, ngân hàng đã tăng trưởng 9%. - MSB đã trình thông qua việc góp vốn một công ty chứng khoán, quản lý quỹ. Ngoài ra ngân hàng cũng tiếp tục kế hoạch thoái vốn TNEX Finance
SHB	Tổng tài sản tăng 11%, Tổng dư nợ tín dụng kỳ vọng 16% Nợ xấu kiểm soát dưới 2% LNTT đạt 14,500 tỷ đồng (+25%)	Trả cổ tức tiền mặt là 5%, cổ tức cổ phiếu 15%	- Về đánh gái tác động thuế quan, SHB đánh giá tỷ trọng và mức độ ảnh hưởng không lớn. Nhưng ngân hàng cũng cho biết không xem nhẹ và đã chuẩn bị sẵn kịch bản ứng phó - Ban lãnh đạo tự tin kế hoạch tín dụng tăng 16% nhờ các lĩnh vực định hướng Chính phủ như hạ tầng, tín dụng xanh, công nghệ cao - SHB cho biết đang làm thủ tục gửi NHNN để chuyển nhượng 50% SHB Finance
TPB	Tổng tài sản tăng 8%, dự nợ tín dụng tăng 20% Nợ xấu kiểm soát dưới 2.5% LNTT đạt 9,000 tỷ đồng (+18%)	Trả cổ tức tiền mặt tỷ lệ 10% và cổ tức cổ phiếu 5%	- Về đánh gái tác động thuế quan, TPB cho biết dư nợ khách hàng xuất nhập khẩu có liên quan tới thị trường Mỹ khoảng 10,800 tỷ đồng. Trong đó doanh thu nhóm khách hàng này xuất qua Mỹ chỉ chiếm 20% tổng doanh thu. TPB đánh giá tác động trực tiếp không lớn.
NAB	Tổng tài sản tăng 10%, dư nợ tín dụng tăng khoảng 16% Nợ xấu kiểm soát dưới 2.5% LNTT của ngân hàng đạt 5,000 tỷ (+10%)	Trả cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 25%	
SSB	Tổng tài sản tăng 10%, Tăng trưởng tín dụng đạt 15% LNTT đạt 6,458 tỷ đồng (+7%)	Không chia cổ tức	

Nguồn: Tổng hợp bởi Shinhan Securities Vietnam

1.1

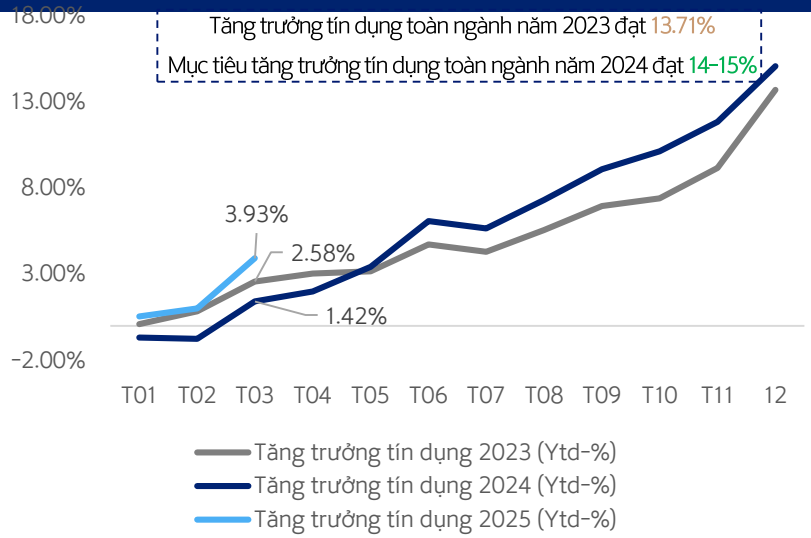
Chậm chạp trong Q1/2025

Nhìn chung, nhóm ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng khả quan hơn trong Q1/2025 nếu so với cùng kỳ Q1/2024. Về lợi nhuận trước thuế, các ngân hàng tiếp tục có một năm đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận thận trọng. Nhìn chung trong Q1/2025, lợi nhuận toàn ngành giảm nhẹ. Hầu hết các ngân hàng đạt được khoảng 20-25% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

1.1 – Chậm chạp trong Q1/2025

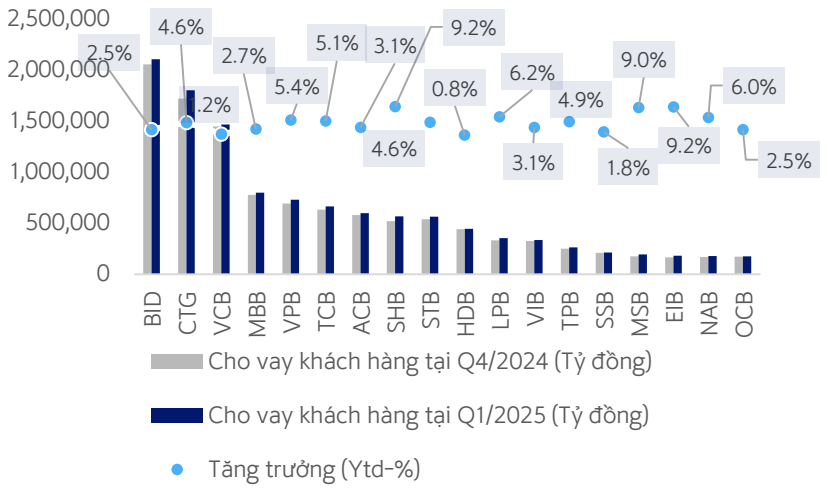
Tăng trưởng tín dụng khả quan trong Q1/2025. Nhóm SMEs vẫn tăng trưởng yếu hơn kỳ vọng

Tín dụng toàn hệ thống ngân hàng năm 2025



Nguồn: Fiinpro, SBV, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng cho vay khách hàng các ngân hàng trên HOSE Q1/2025



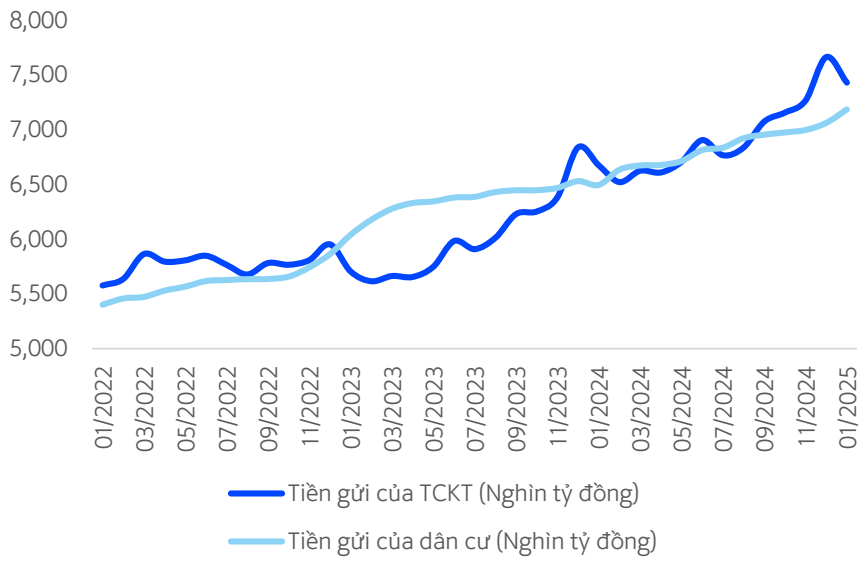
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Nhìn chung, tăng trưởng tín dụng Q1/2025 khả quan hơn cùng kỳ 2023-2024, đạt 3.93% vào cuối tháng 3. Đáng chú ý, tăng trưởng dồn phần lớn trong tháng 3, sự giật cục về tăng trưởng tín dụng vào cuối mỗi quý thường phản ánh nhu cầu tín dụng chưa thật sự phục hồi mạnh. Tín dụng tăng tập trung vào các doanh nghiệp lớn có tài sản thế chấp giá trị và lịch sử tín dụng tốt, trong khi đó các doanh nghiệp vừa và nhỏ tiếp tục gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn. Tại buổi họp mặt nhà đầu tư của ACB, ban lãnh đạo chia sẻ rằng mảng SMEs vẫn còn chậm phục hồi trong những tháng đầu năm 2025.
- Tăng trưởng tín dụng và cho vay khách hàng của các ngân hàng niêm yết trên HOSE đạt 3.8% trong Q1/2025, tương đương với mức tăng của toàn hệ thống. Các ngân hàng có mức tăng trưởng cho vay khách hàng cao nhất trong Q1/2025 có thể kể đến là SHB, MSB, EIB. Các ngân hàng còn lại tăng trưởng quanh mức trung bình ngành.

1.1 – Chậm chạp trong Q1/2025

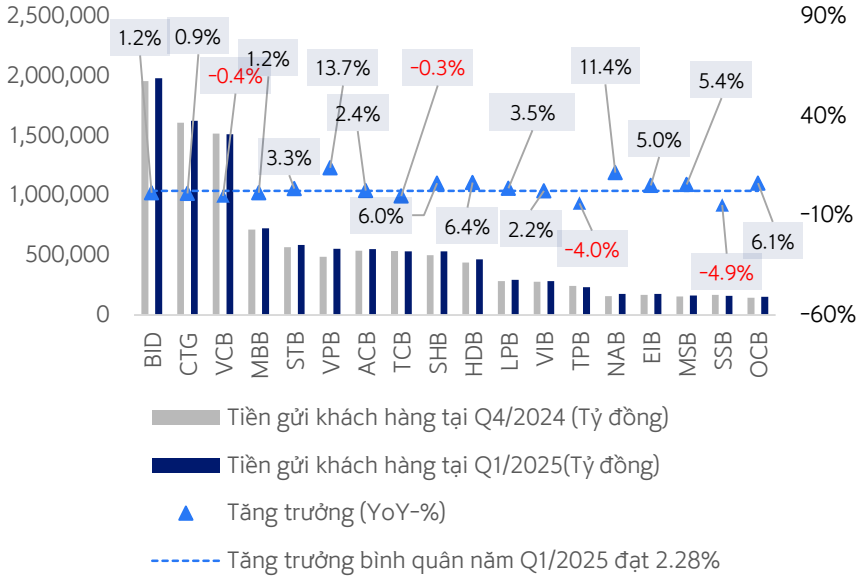
Mặt bằng lãi suất ổn định ở vùng thấp lịch sử

Tiền gửi TCKT và dân cư tăng trưởng đồng đều trong năm 2024



Nguồn: SBV, Shinhan Securities Vietnam ; Số liệu chi tiết được cập nhật chính thức trên website NHNN tới tháng 03/2025

Tăng trưởng tiền gửi khách hàng tại ngân hàng trên HOSE (%)



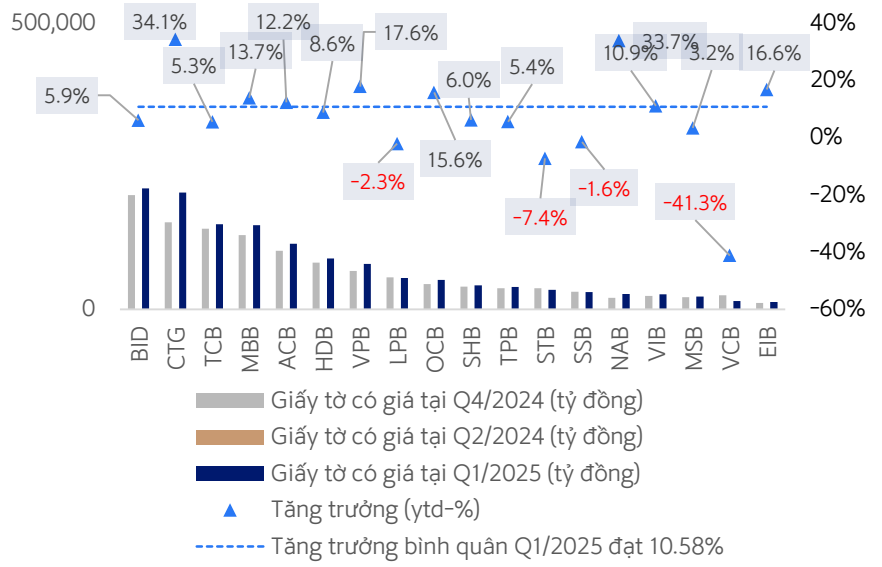
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Tăng trưởng tiền gửi khách hàng của nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE đạt mức tăng 2.28% cuối Q1/2025. Trong bối cảnh lãi suất huy động vẫn ổn định quanh mức thấp, các mức tăng trưởng huy động tiền gửi khách hàng nhìn chung tương đối chậm.
- Sự phân hóa thể hiện rõ trong Q1/2025, một số ngân hàng có mức tăng trưởng huy động âm như TPB, SSB, VCB và TCB. Trong khi đó, NAB, VPB có mức tăng trưởng huy động tiền gửi rất tích cực khi tăng trưởng hơn 10% trong Q1/2025.
- Cơ cấu tiền gửi tại hai khu vực TCKT và dân cư tương đối ổn định với ít sự thay đổi từ 2024 tới đầu 2025.

1.1 – Chậm chạp trong Q1/2025

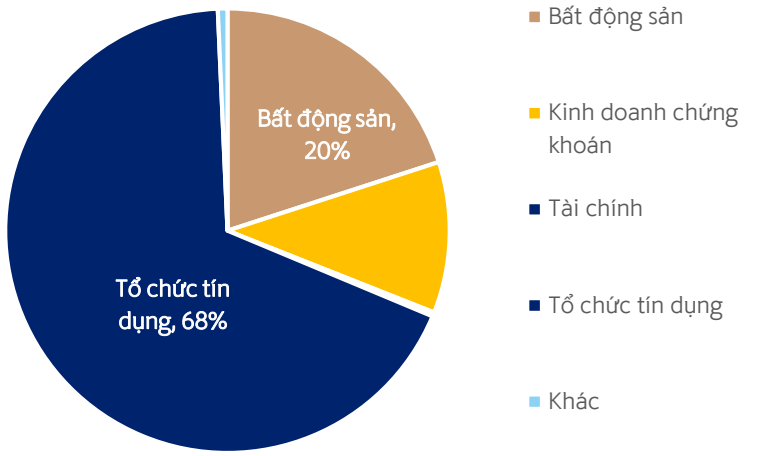
Huy động giấy tờ có giá tiếp tục là kênh huy động được ngân hàng đẩy mạnh

Giấy tờ có giá tại ngân hàng trên HOSE cuối Q1/2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng trái phiếu phát hành trong 4T/2025 (%)



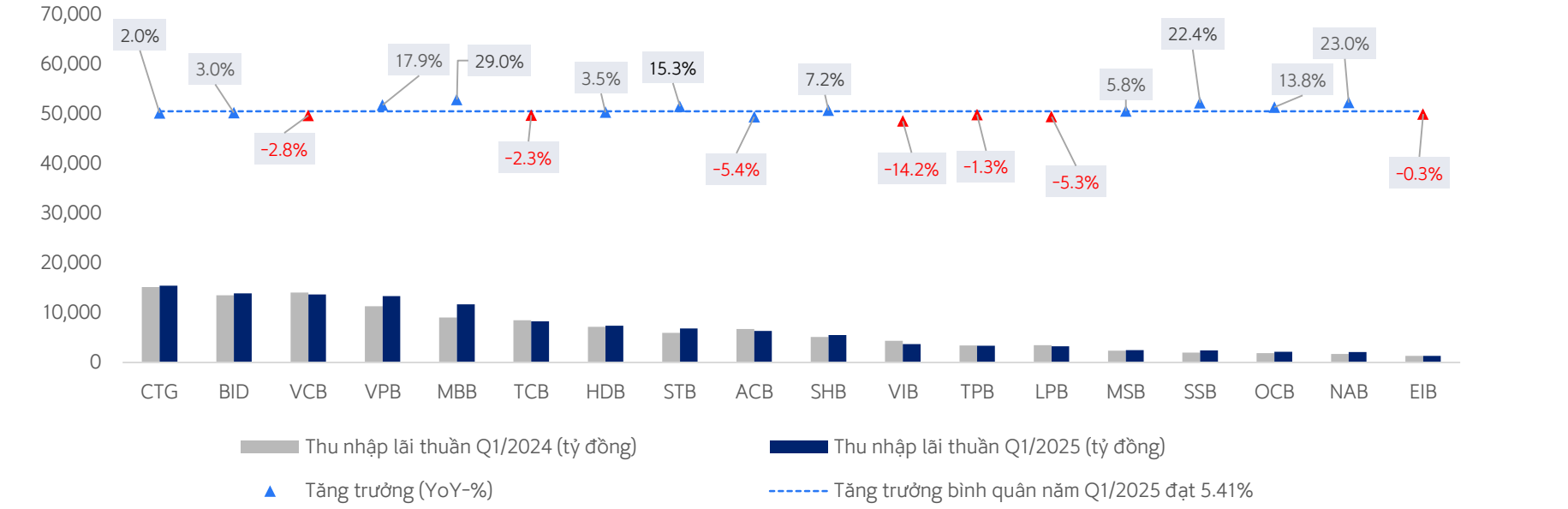
Nguồn: VBMA cuối tháng 4/2025, Shinhan Securities Vietnam

- Trái ngược với mức tăng trưởng chậm của tiền gửi khách hàng, huy động qua kênh giấy tờ có giá gồm chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu tăng trưởng khả quan hơn, đạt bình quân 10.58% cuối Q1/2025.
- Theo số liệu tổng hợp tại VBMA, tỷ trọng trái phiếu phát hành trong năm 2025 bởi tổ chức tín dụng đạt khoảng 68% tổng giá trị phát hành, tính tới thời điểm tháng 04/2025.

1.1– Chậm chạp trong Q1/2025

Tăng trưởng thu nhập lãi thuần gặp lực cản từ NIM

Thu nhập lãi thuần của các ngân hàng niêm yết trên HOSE Q1/2025



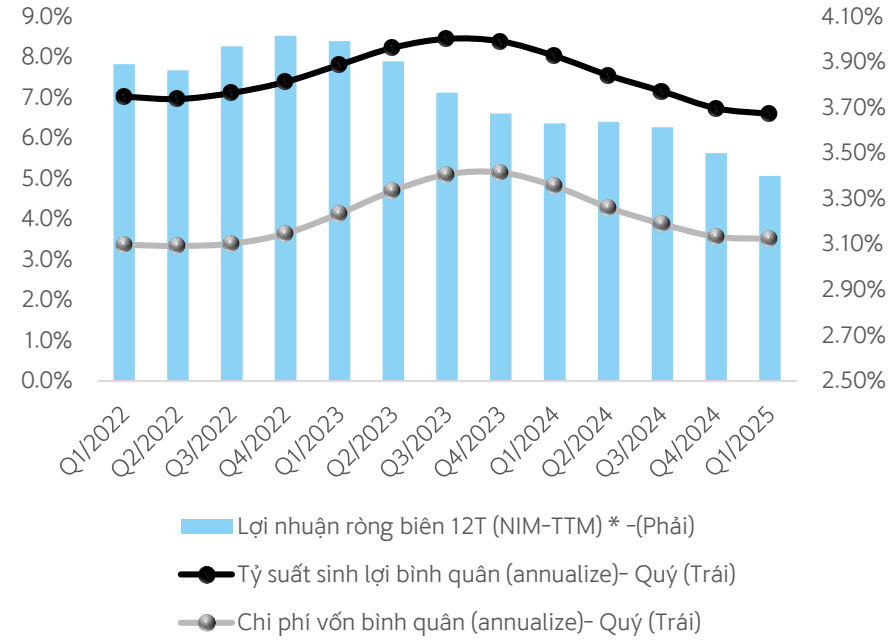
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Áp lực lãi vay cạnh tranh giữa các ngân hàng nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng đã ảnh hưởng đến tăng trưởng mảng thu nhập lãi của toàn ngành. Trong Q1/2025, thu nhập lãi thuần của các ngân hàng niêm yết trên HOSE đạt mức tăng nhẹ chỉ 5.41% so với cùng kỳ năm 2024. Mức tăng khiêm tốn này đến từ sự thu hẹp của NIM của nhiều ngân hàng.

1.1 – Chậm chạp trong Q1/2025

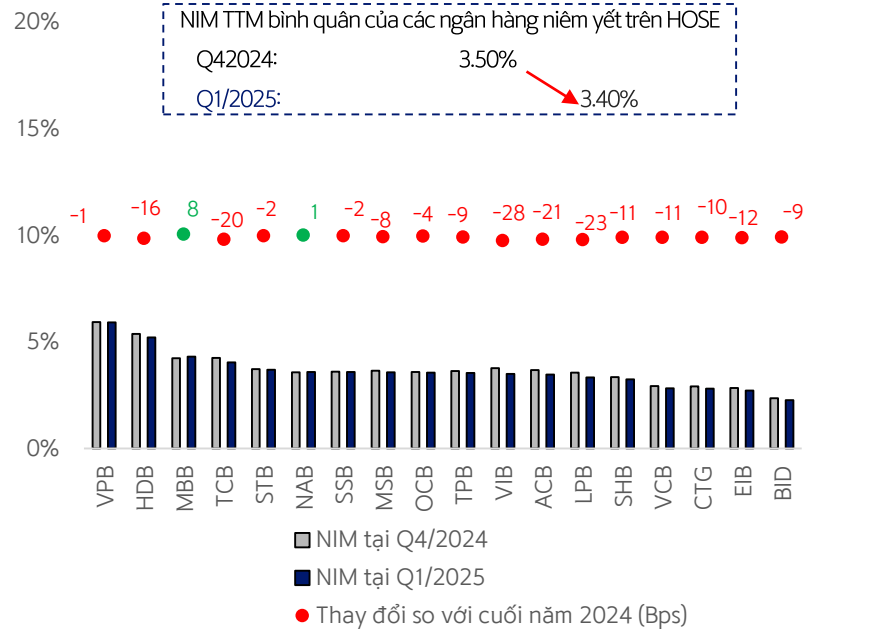
Lãi vay của toàn ngành chịu áp lực giảm

Tỷ lệ sinh lãi bình quân (IAE), Chi phí vốn bình quân (COF), Lợi nhuận ròng biên (NIM) của các ngân hàng trên HOSE 2022-2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam
* NIM TTM tính thu nhập lãi thuần 4 quý gần nhất chia cho bình quân dư nợ tài sản sinh lời bình quân 4 quý. Thay đổi so với cách tính đầu kỳ cuối kỳ trong báo cáo gần nhất.

Lợi nhuận ròng biên (NIM) – TTM



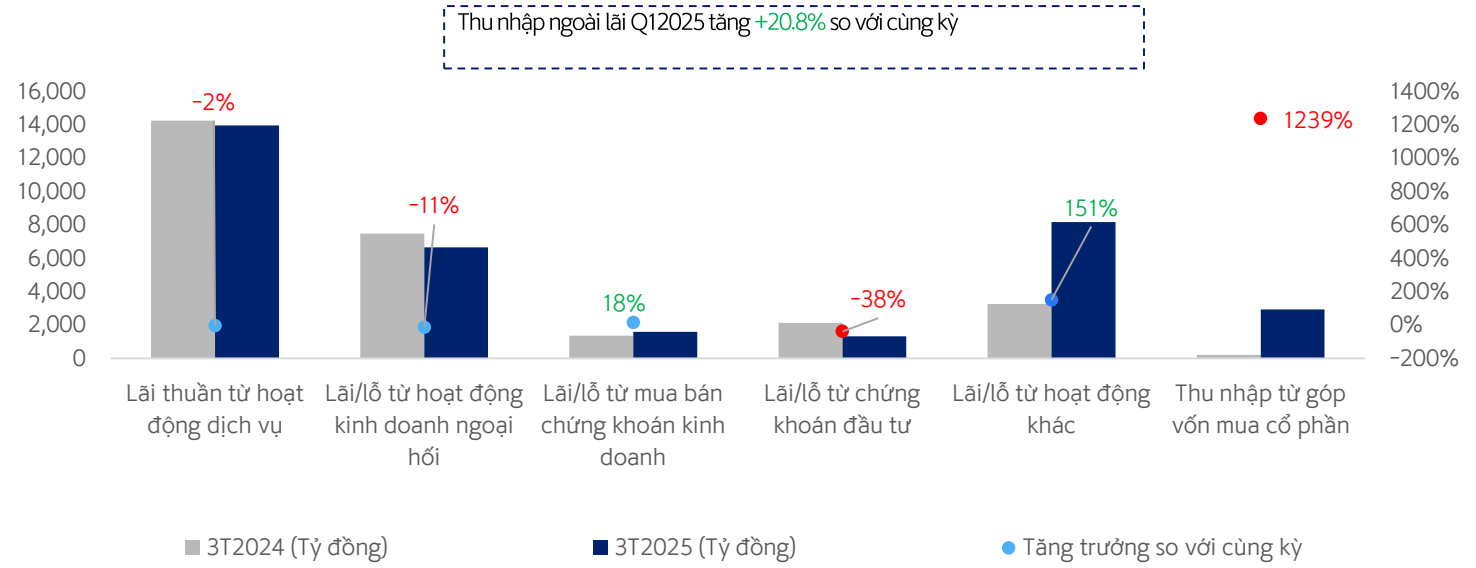
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam
* NIM TTM tính thu nhập lãi thuần 4 quý gần nhất chia cho bình quân dư nợ tài sản sinh lời bình quân 4 quý. Thay đổi so với cách tính đầu kỳ cuối kỳ trong báo cáo gần nhất.

- Trái ngược với dự báo NIM sẽ cải thiện trong năm 2025, số liệu NIM trong Q1/2025 cho thấy xu hướng giảm tiếp tục duy trì. Ngoài MBB có sự cải thiện tốt về NIM, các ngân hàng còn lại NIM đi ngang hoặc giảm trong Q1/2025.

1.1 – Chậm chạp trong Q1/2025

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng nhờ xử lý tài sản đảm bảo

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng tốt trong Q1/2025



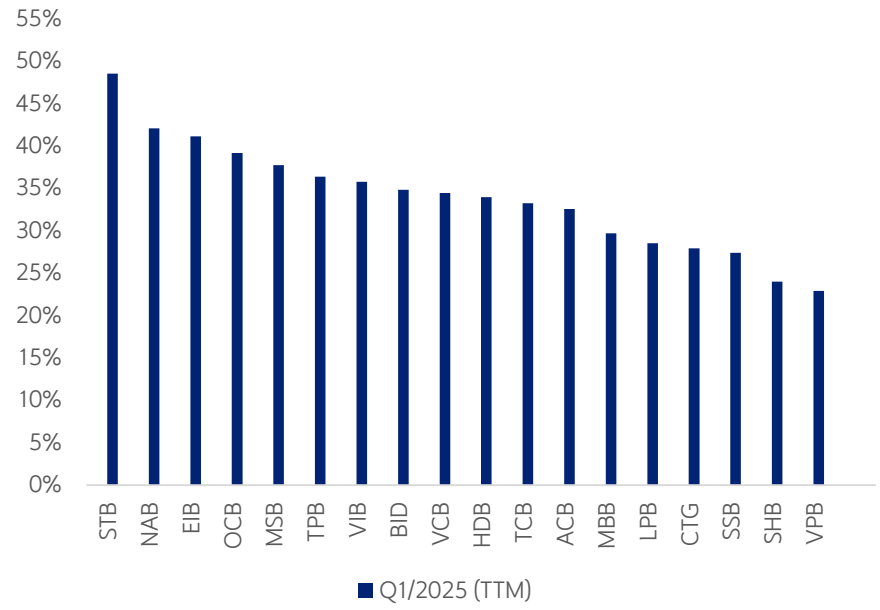
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng hơn 20% trong Q1/2025, đà tăng này được thúc đẩy bởi thu nhập hoạt động khác (chủ yếu từ xử lý tài sản đảm bảo) và thu nhập từ góp vốp mua cổ phần. Sau khi write off nợ xấu ra khỏi nội bảng, thị trường bất động sản ấm lên trong thời gian qua đã giúp ngân hàng gia tăng thu nhập khác (+151% YoY)
- Đối với phần thu nhập từ góp vốn và mua cổ phần, phần lớn đà tăng đột biến này được giải thích do SSB hoàn tất thương vụ chuyển nhượng Công ty Tài chính PTF cho AEON Financial Service. Hợp đồng chuyển nhượng này theo công bố có trị giá 4,300 tỷ đồng

1.1 – Chậm chạp trong Q1/2025

ROE tiếp tục xu hướng giảm dù chi phí được kiểm soát chặt chẽ

CIR duy trì ổn định trong năm 2025



Hiệu quả hoạt động của các ngân hàng giảm nhẹ trong 2024

MCK	ROE TTM cuối Q4/2024 (%)	ROE TTM cuối Q1/2025 (%)	Thay đổi (bps)
ACB	21.75%	20.44%	-131
BID	19.52%	18.20%	-132
CTG	18.60%	17.93%	-67
EIB	13.99%	14.04%	5
HDB	25.79%	25.82%	3
LPB	25.10%	23.67%	-143
MBB	22.09%	22.60%	51
MSB	16.21%	15.54%	-67
NAB	20.89%	20.39%	-50
OCB	10.54%	9.41%	-113
SHB	17.24%	16.61%	-63
SSB	14.75%	20.28%	553
STB	20.03%	20.40%	37
TCB	15.61%	14.73%	-88
TPB	17.26%	16.90%	-36
VCB	18.74%	17.57%	-117
VIB	18.06%	17.44%	-62
VPB	11.41%	11.54%	13
Trung vị	**18.33%**	**17.75%**	**-58**

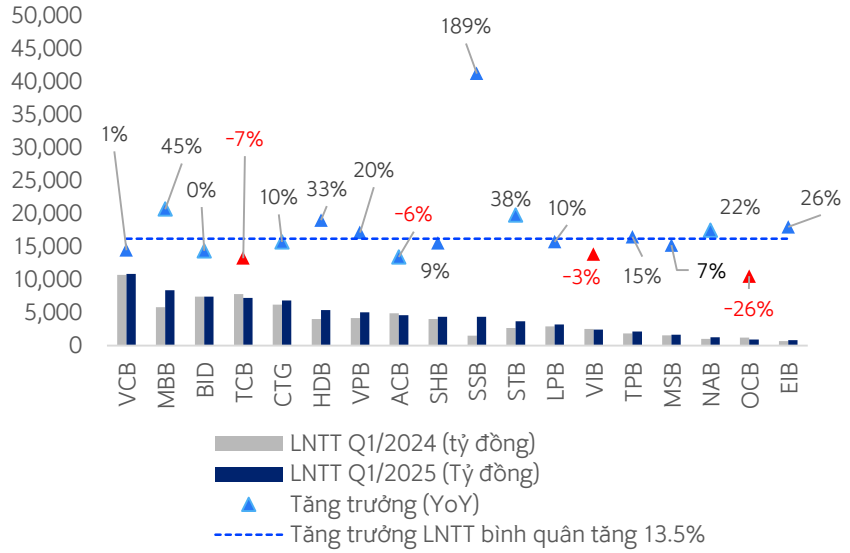
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Xu hướng kiểm soát chặt chẽ CIR, tinh giản nhân sự được các ngân hàng thực hiện mạnh mẽ trong thời điểm cuối 2024 đầu 2025. Ngân hàng có tỷ lệ chi phí/ thu nhập (CIR) cao như STB cũng cho biết xu hướng cắt giảm nhân sự sẽ tiếp tục diễn ra trong các năm tiếp theo
- Trung vị ROE cuối Q1/2025 giảm nhẹ về mức 17.75%. Xu hướng này tiếp tục duy trì sang năm thứ 3, hầu hết các ngân hàng đều giảm nhẹ về mặt hiệu quả hoạt động trong Q1/2025. Cá biệt có SSB tăng mạnh do có ghi nhận thu nhập khác từ thương vụ bán công ty; MBB là câu chuyện về cải thiện NIM và STB đang ở cuối giai đoạn tái cơ cấu.

1.1 – Chậm chạp trong Q1/2025

Lợi nhuận tăng trưởng chậm so với cùng kỳ và ngân hàng duy trì mục tiêu tăng trưởng thận trọng

LNTT của ngân hàng trong Q1/2025



LNTT so với kế hoạch mục tiêu của các ngân hàng trong năm 2025

MCK	LNTT Q12025 (Tỷ đồng)	LNTT kế hoạch 2025 (Tỷ đồng)	Thực hiện (%)
ACB	4,597	23,106	**20%**
BID*	7,413	34,224 *	**22%**
CTG*	6,823	33,987*	**20%**
EIB	832	5,185	**16%**
HDB	5,355	21,247	**25%**
LPB	3,175	14,870	**21%**
MBB	8,386	31,712	**26%**
MSB	1,631	8,008	**20%**
NAB	1,225	5,000	**24%**
OCB	893	5,328	**17%**
SHB	4,371	14,462	**30%**
SSB	4,350	6,462	**67%**
STB	3,674	14,628	**25%**
TCB	7,236	31,504	**23%**
TPB	2,109	8,968	**24%**
VCB	10,860	43,714	**25%**
VIB	2,421	10,985	**22%**
VPB	5,015	26,817	**19%**
Tổng	**340,209**	**80,366**	**24%**

Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- LNTT của các ngân hàng trong Q1/2025 tăng trưởng tương đối chậm so với cùng kỳ, khi chỉ đạt mức tăng trưởng 13.5%. Các ngân hàng có mức tăng trưởng tốt nhất bao gồm SSB, MBB, STB và HDB.
- Năm 2025, các ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận thận trọng, tính chung cho 18 ngân hàng niêm yết trên HOSE, mục tiêu tổng cộng tăng trưởng khoảng 14% cho cả năm. Trong Q1/2025, hầu hết các ngân hàng đạt được trên 20% kế hoạch năm ngoại trừ EIB, OCB và VPB (thường xuyên đặt mục tiêu tham vọng)

1.2

Chất lượng tài sản chưa có cải thiện trong Q1/2025

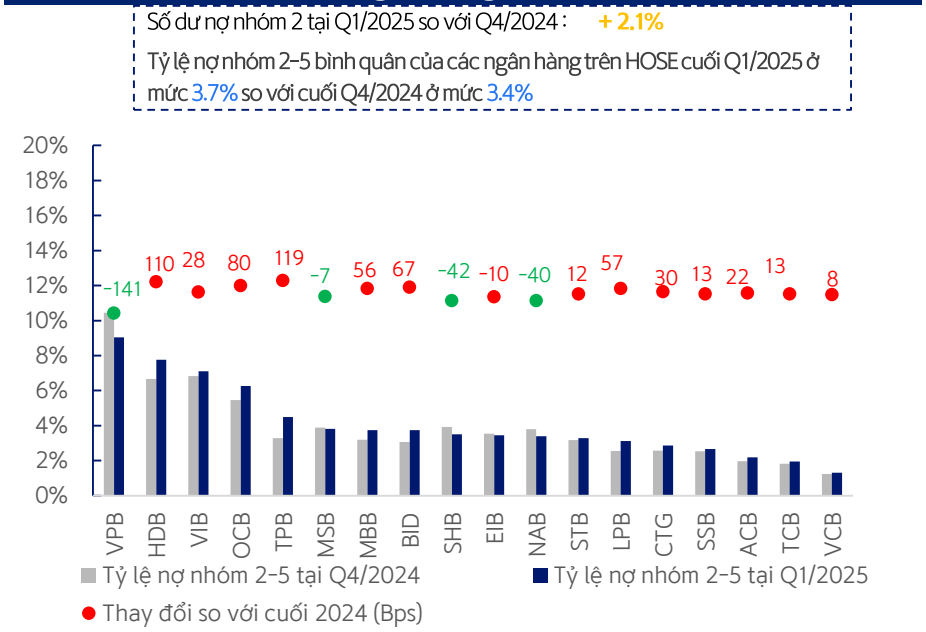
So với cuối năm 2024, dư nợ xấu cuối Q1/2025 của các ngân hàng niêm yết đã tăng gần 19%. Tỷ lệ nợ xấu tăng đáng kể từ mức 1.8% lên mức 2.05%. Đây là diễn biến mang tính mùa vụ thường xảy ra vào Q1 hằng năm nên cần phải quan sát thêm những tháng tới để xác định xu hướng rõ hơn về chất lượng tài sản

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục mỏng đi vào cuối Q1/2025. Tỷ lệ này đang ngang với mức năm 2019-2020 và thấp hơn đáng kể so với giai đoạn 2021-2022. Với tỷ lệ bao phủ mỏng đi, diễn biến không tốt từ chất lượng tài sản có thể gây áp lực mạnh lên chi phí trích lập dự phòng trong kỳ trong thời gian tới.

1.2 – Chất lượng tài sản ngân hàng tiếp tục gặp áp lực

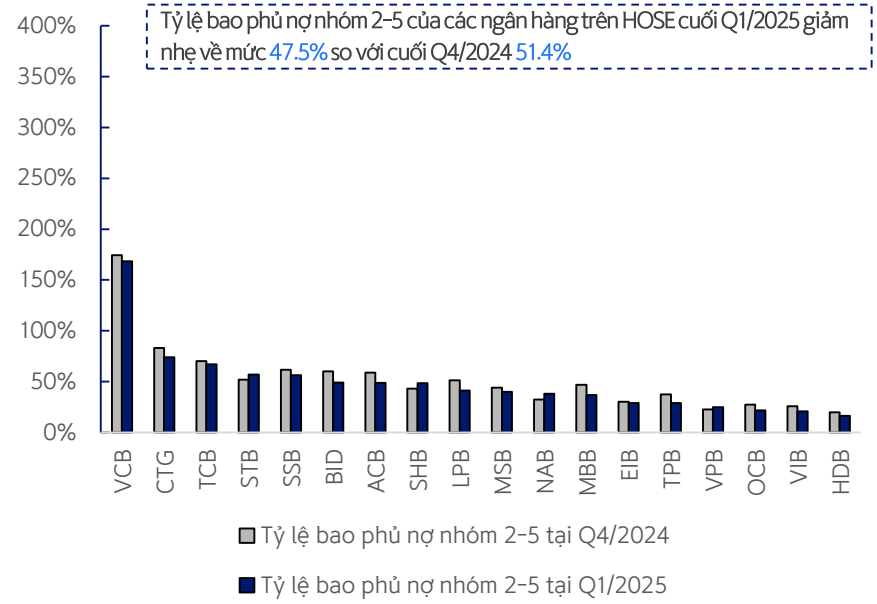
Tỷ lệ nợ quá hạn có xu hướng tăng trong Q1/2025.

Tỷ lệ nợ nhóm 2-5 tại các ngân hàng trên HOSE cuối Q1/2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 ngân hàng trên HOSE cuối Q1/2025



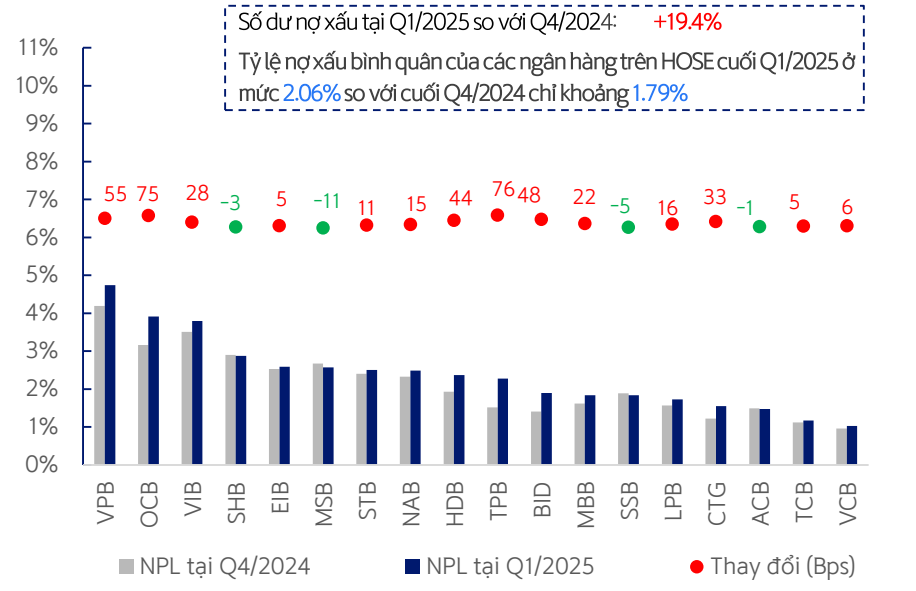
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Tỷ lệ nợ quá hạn của các ngân hàng có tăng nhẹ lên mức 3.7% vào cuối Q1/2025. Tuy vậy, đây thường là diễn biến thường thấy trong Q1 hằng năm và cần số liệu ở các quý tiếp theo để xác định xu hướng rõ rang của chất lượng tài sản trong năm 2025
- Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 giảm nhẹ từ mức 51.4% cuối năm 2024 về mức 47.5% cuối Q1/2025, nhìn chung tỷ lệ bao phủ nợ quá hạn tương đối ổn định trong những quý vừa qua.

1.2 – Chất lượng tài sản ngân hàng tiếp tục gặp áp lực

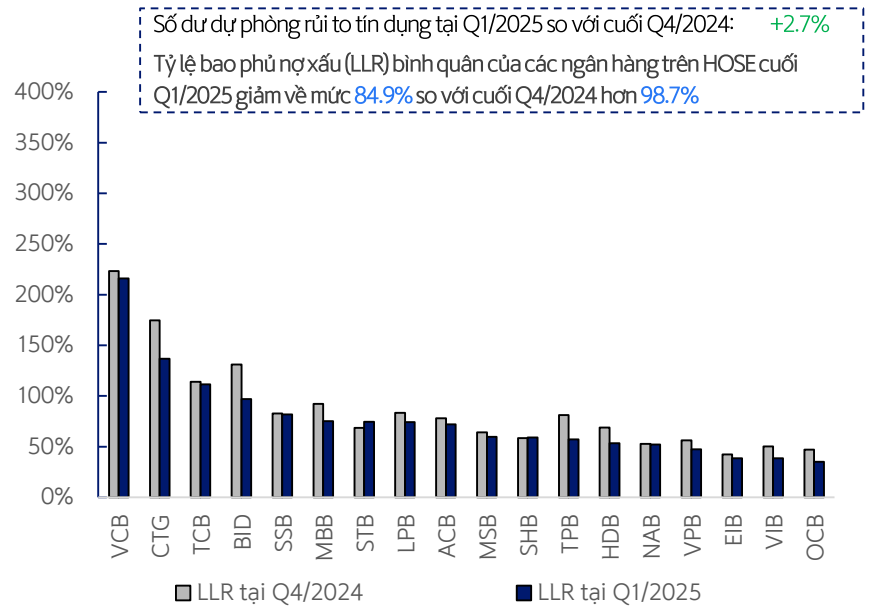
Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng tăng chủ yếu từ nhóm bán lẻ.

Nợ xấu ngân hàng trên HOSE cuối Q1/2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ngân hàng trên HOSE cuối Q1/2025



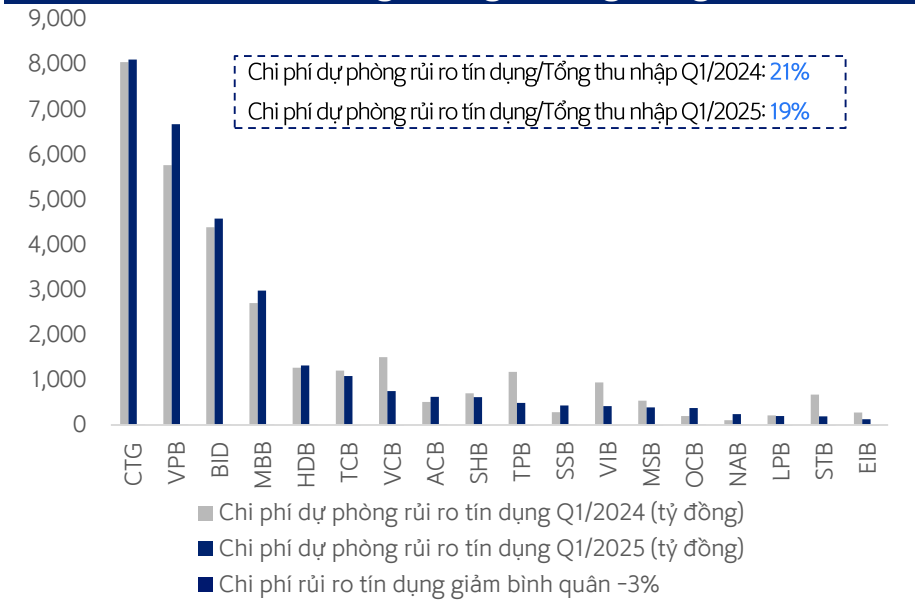
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Số dư nợ xấu cuối Q1/2025 tăng 19.4% so với cuối năm 2024. Ngoại trừ SHB, MSB và SSB giảm nhẹ tỷ lệ nợ xấu, các ngân hàng còn lại đang cho thấy xu hướng nợ xấu tăng trong quý đầu năm. Tuy vậy, xu hướng này mang tính mùa vụ vào các tháng đầu của năm tài chính.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục mỏng đi và hiện đang ở mức 84.9% cuối Q1/2025, tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục mỏng sẽ tạo áp lực trích lập dự phòng trong trường hợp chất lượng tài sản giảm sút.

1.2 – Chất lượng tài sản ngân hàng tiếp tục gặp áp lực

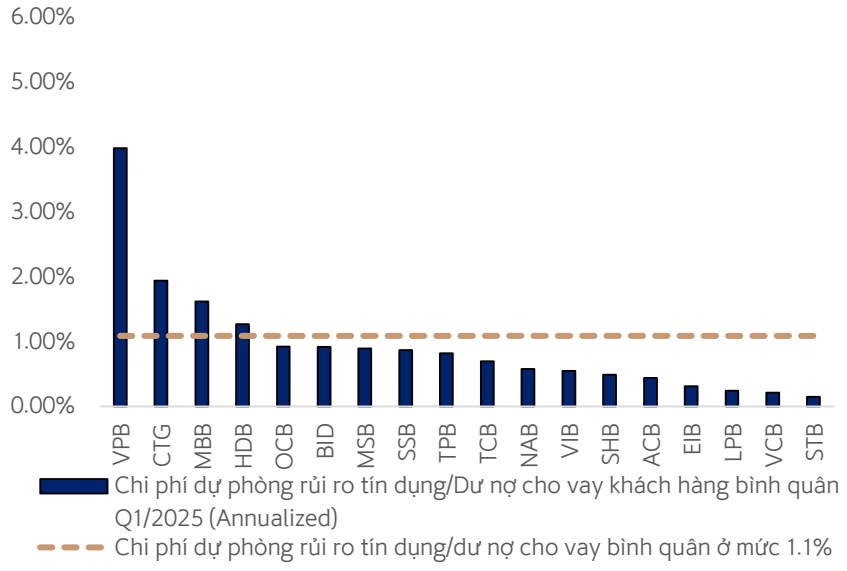
Bộ đệm dự phòng tiếp tục mỏng đi, ảnh hưởng tới khả năng phòng vệ của ngân hàng

Chi phí trích lập dự phòng của ngân hàng trong Q1/2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Chi phí trích lập dự phòng/dư nợ cho vay bình quân (%)



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Chi phí rủi ro tín dụng trên tổng thu nhập của các ngân hàng trong Q1/2025 giảm nhẹ về mức 19% cho thấy các ngân hàng đang cố gắng hạn chế ghi nhận chi phí dự phòng rủi ro để đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận
- Về chi phí trích lập dự phòng/ dư nợ cho vay khách hàng bình quân của nhóm ngân hàng trong Q1/2025, tỷ lệ bình quân của toàn ngành ở mức 1.1%. Trong đó, VPB, CTG, MBB và HDB có tỷ lệ cao hơn trung bình ngành. Với VPB thì đây là đặc thù ngân hàng cho vay tài chính tiêu dùng lớn khi so sánh với các ngân hàng khác.

1.3 Triển vọng cho giai đoạn 2025

Trái với triển vọng tích cực của chúng tôi khi chưa có tác động của chính sách liên quan tới mức thuế đối ứng Mỹ áp lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam , chúng tôi cho rằng nhóm ngân hàng sẽ tiếp tục gặp nhiều áp lực trong năm 2025. Theo đó, chúng tôi giảm dự phóng lợi nhuận năm 2025 của nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE về quanh mức 16%.

Chúng tôi cho rằng NIM sẽ khó phục hồi trong bối cảnh nhu cầu vay có thể bị ảnh hưởng gián tiếp bởi thuế quan.

Ở kịch bản tiêu cực lợi nhuận của nhóm ngân hàng có thể chỉ tăng trưởng quanh mức 12% trong năm 2025.

1.3 - Triển vọng cho giai đoạn 2025-2027

Dự báo tăng trưởng kinh tế được điều chỉnh giảm bởi nhiều tổ chức lớn

Dự phóng đồng thuận một số nền kinh tế trên thế giới cho giai đoạn 2025-2027

Chỉ số	Tăng trưởng GDP			CPI			Tỷ lệ thất nghiệp		
Quốc gia/Năm	**2025**	**2026**	**2027**	**2025**	**2026**	**2027**	**2025**	**2026**	**2027**
Vietnam	**6.5 %**	**6.3 %**	**6.3 %**	**3.5 %**	**3.5 %**	**3.7 %**	**2.2 %**	**2.2 %**	**2.0 %**
China	4.2 %	4.0 %	4.0 %	0.4 %	1.0 %	1.5 %	5.1 %	5.1 %	5.0 %
Hong Kong	2.0 %	2.2 %	2.2 %	1.8 %	1.9 %	2.0 %	3.1 %	3.0 %	3.0 %
India	6.2 %	6.3 %	6.5 %	4.6 %	4.1 %	4.5 %			
Indonesia	4.8 %	4.9 %	5.2 %	2.0 %	2.7 %	2.7 %	5.0 %	5.0 %	4.9 %
South Korea	1.2 %	1.9 %	1.9 %	2.0 %	1.9 %	1.9 %	2.9 %	3.0 %	2.8 %
Malaysia	4.6 %	4.6 %	4.7 %	2.3 %	2.3 %	2.3 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %
Phillipines	5.8 %	5.8 %	6.0 %	2.7 %	3.1 %	3.0 %	4.1 %	4.1 %	4.3 %
Singapore	2.4 %	2.1 %	2.5 %	1.3 %	1.7 %	1.6 %	2.0 %	2.1 %	2.2 %
Taiwan	2.9 %	2.5 %	2.5 %	1.9 %	1.7 %	1.8 %	3.4 %	3.4 %	3.4 %
Thailand	2.5 %	2.5 %	3.1 %	1.0 %	1.2 %	1.2 %	1.0 %	1.1 %	
USA	1.4 %	1.5 %	2.0 %	3.2 %	2.9 %	2.4 %	4.4 %	4.5 %	4.3 %
Japan	1.0 %	0.8 %	0.8 %	2.7 %	1.9 %	1.8 %	2.5 %	2.4 %	2.3 %
Euro	0.8 %	1.1 %	1.5 %	2.1 %	1.9 %	1.9 %	6.4 %	6.4 %	6.2 %
United Kingdom	0.9 %	1.2 %	1.5 %	3.0 %	2.3 %	2.0 %	4.6 %	4.7 %	4.8 %
Canada	1.2 %	1.0 %	2.0 %	2.2 %	2.1 %	2.0 %	6.8 %	6.8 %	6.5 %
Australia	1.9 %	2.3 %	2.5 %	2.5 %	2.6 %	2.5 %	4.3 %	4.3 %	4.4 %
Sweden	1.7 %	2.0 %	2.0 %	1.2 %	1.8 %	2.0 %	8.5 %	8.1 %	7.7 %
New Zealand	1.0 %	2.5 %	2.8 %	2.1 %	2.1 %	2.0 %	5.3 %	5.0 %	4.6 %
Switzerland	1.1 %	1.5 %	1.5 %	0.4 %	0.7 %	1.0 %	2.8 %	2.8 %	2.5 %
Denmark	2.6 %	1.9 %		2.0 %	1.9 %		5.2 %		
Norway	1.1 %	1.5 %	1.7 %	2.6 %	2.2 %	2.1 %	4.0 %	3.8 %	3.7 %
Germany	0.0 %	1.2 %	1.5 %	2.2 %	2.0 %	2.1 %	6.4 %	6.2 %	5.8 %
France	0.5 %	0.9 %	1.4 %	1.0 %	1.6 %	1.9 %	7.5 %	7.6 %	7.5 %
Italy	0.5 %	0.8 %	1.0 %	1.9 %	1.7 %	1.8 %	6.3 %	6.2 %	6.2 %

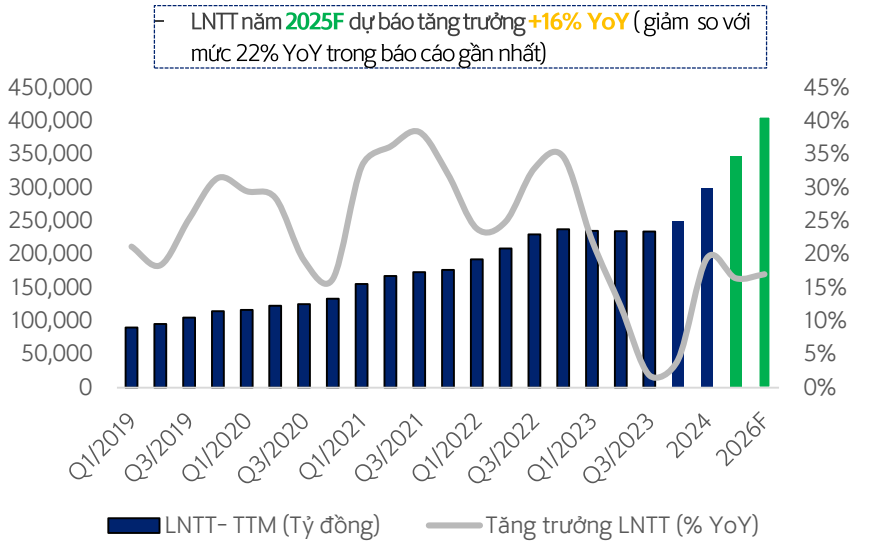
Nguồn: Bloomberg Consensus, Shinhan Securities Vietnam

- **Năm 2025,** Việt Nam đạt chỉ tiêu mức tăng trường khoảng **6.5-7%** và phấn đấu đạt tốc độ tăng trưởng **7-7.5%, 8%**. Giai đoạn 2**026-2030**, Thủ tướng kỳ vọng đạt **7.5-8.5%** mỗi năm. Nhà nước vẫn chưa có sự thay đổi nào về mục tiêu tăng trưởng này.
- Trong khi đó, IMF đã đồng loạt cắt giảm dự phóng tăng trưởng của nhiều quốc gia trên thế giới. Trong đó, Việt Nam được điều chỉnh xuống 5.2% cho năm 2025 và chỉ 4% cho năm 2026. Các tổ chức khác, dựa trên số liệu cập nhật từ Bloomberg, dự phòng Việt Nam đạt mức tăng trưởng 6.5% cho năm 2025, 6.3% cho giai đoạn 2026-2027. Nhìn chung các tổ chức thế giới có cái nhìn thận trọng hơn sau khi chính sách liên quan tới mức thuế đối ứng Mỹ áp lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam mới được Mỹ áp dụng. Tuy vậy, Việt Nam đang dẫn đầu về kỳ vọng tăng trưởng trong các năm tới.

1.3 – Triển vọng năm 2025

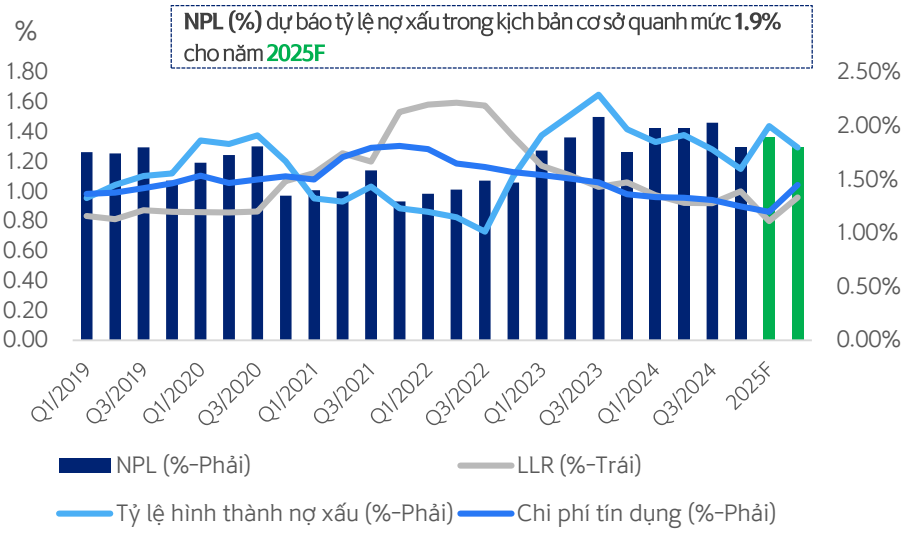
Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng lợi nhuận với nhóm ngân hàng năm 2025 về mức cơ sở 16%

Lợi nhuận trước thuế (VNDbn)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng tỷ lệ nợ xấu (NPL)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- **Giả định chính cho LNTT của 18 ngân hàng niêm yết trên HOSE:**

- NIM năm **2025F** chịu áp lực giảm nhẹ do nhu cầu đi vay nhóm bán lẻ có thể không phục hồi như kỳ vọng. Lãi suất cạnh tranh mạnh mẽ cũng là yếu tố khiến cho lãi suất đầu ra chịu áp lực. Chúng tôi giảm NIM dự phóng năm **2025F** về mức **3.36%.**
- Tăng trưởng tín dụng chúng tôi giữ nguyên mức tăng 16% cho năm **2025F**
- Ảnh hưởng gián tiếp lên nợ xấu có thể khiến tỷ lệ nợ xấu toàn ngành tiếp tục neo ở mức hiện tại, quanh **1.9%** cho năm **2025F**
- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng kỳ vọng ở mức **15%** cho năm **2025F**
- Lợi nhuận trước thuế của ngân hàng năm 2025 ở kịch bản cơ sở ở mức **16%.**
- Ở kích bản tiêu cực, tỷ lệ nợ xấu năm 2025 vượt lên mức 2.2%, ngân hàng sẽ phải gia tăng trích lập chi phí dự phòng. Khi đó lợi nhuận của ngân hàng năm **2025F** có thể chỉ đạt **12%.**

1.3 – Triển vọng năm 2025

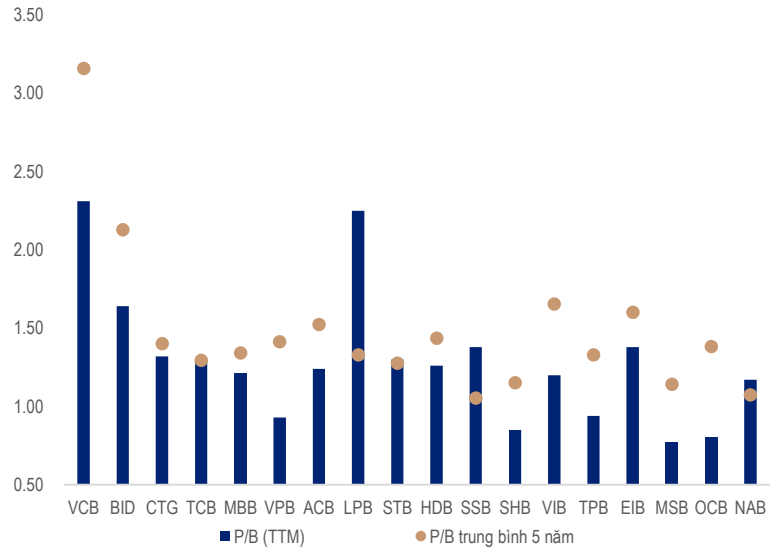
Tâm lý chưa chắc chắn về tương lai giữ cho định giá ngân hàng ở mức thấp

Định giá của các ngân hàng trên HOSE (P/B)



Nguồn: Bloomberg 25/12/2024, Shinhan Securities Vietnam

P/B của nhóm cổ phiếu ngân hàng



Nguồn: Bloomberg , Shinhan Securities Vietnam

- Định giá P/B của ngân hàng tiếp tục duy trì dưới mức trung bình 5 năm của ngành (1.8x) . Hiện tại P/B toàn ngành đang ở mức 1.5x. Lo ngại về sự suy giảm của chất lượng tài sản cùng với tăng trưởng chậm lại của kinh tế toàn cầu và kinh tế nội địa tác động lên mặt bằng định giá của ngành trong thời gian qua.
- Về mặt upside, sự rõ ràng hơn về chính sách thuế trong thời gian tới và dòng vốn đến từ việc nâng hàng có thể cải thiện mặt bằng định giá chung của thị trường Việt Nam nói chung và ngân hàng nói riêng.

02

Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngân hàng

VPB, HDB

Các ngân hàng niêm yết

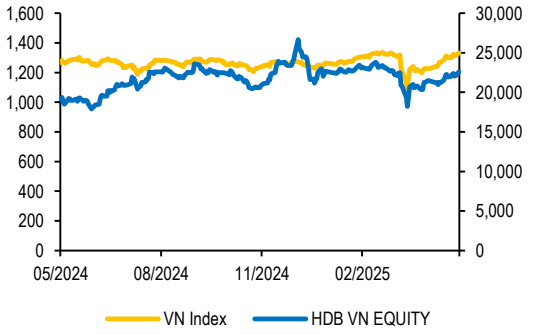
Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu cuối năm 2025 (VND)	Upside (%)	Tăng trưởng LNTT 3T/2025 (% YoY)	Tăng trưởng LNTT 2025F (% YoY)	Tài sản/Vốn CSH (x)	NIM (TTM)	NPL (%)	LLR (%)	CIR (TTM)	ROE (TTM)	P/B (TTM)	PB Forward 2025
VCB	472,931	56,600	**65,000**	**14.8%**	1%	**10%**	10.3	2.8%	1.0%	216%	34.46%	20.44%	2.31	1.8
BID	246,450	35,100	**47,000**	**33.9%**	0%	**15%**	18.3	2.2%	1.9%	97%	34.82%	18.20%	1.64	1.2
CTG	201,106	37,450	**50,000**	**33.6%**	10%	**18%**	16.0	2.8%	1.6%	137%	27.92%	17.93%	1.32	1.0
TCB	194,990	27,600	**31,800**	**15.2%**	-7%	**15%**	6.4	4.0%	1.2%	112%	33.24%	14.04%	1.29	1.0
MBB	143,403	23,500	**29,000**	**23.4%**	45%	**10%**	9.4	4.2%	1.8%	75%	29.71%	25.82%	1.21	0.9
VPB	134,877	17,000	**24,100**	**41.7%**	20%	**20%**	6.6	5.8%	4.7%	47%	22.90%	23.67%	0.93	0.8
ACB	107,870	24,150	**33,000**	**36.6%**	-6%	**11%**	10.2	3.4%	1.5%	72%	32.56%	22.60%	1.24	1.0
LPB	103,061	34,500			10%		10.9	3.3%	1.7%	74%	28.54%	15.54%	2.25	
STB	74,937	39,750	**42,000**	**5.6%**	38%	**30%**	13.1	3.5%	2.5%	75%	48.54%	20.39%	1.30	1.0
HDB	74,095	21,200	**30,900**	**45.7%**	33%	**27%**	11.7	5.1%	2.4%	53%	33.96%	9.41%	1.26	0.9
SSB	53,202	18,700			189%		8.7	3.5%	1.8%	82%	27.40%	16.61%	1.38	
SHB	52,442	12,900			9%		12.9	3.2%	2.9%	59%	23.99%	20.28%	0.85	
VIB	52,284	17,550	**21,000**	**19.6%**	-3%	**25%**	11.4	3.4%	3.8%	39%	35.76%	20.40%	1.20	0.9
TPB	37,119	14,050			15%		9.9	3.5%	2.3%	57%	36.37%	14.73%	0.94	
EIB	35,578	19,100			26%		9.8	2.7%	2.6%	39%	41.13%	16.90%	1.38	
MSB	29,380	11,300			7%		8.3	3.5%	2.6%	60%	37.72%	17.57%	0.77	
OCB	26,014	10,550			-26%		8.9	3.4%	3.9%	35%	39.16%	17.44%	0.80	
NAB	23,608	17,200			22%		13.0	3.5%	2.5%	52%	42.08%	11.54%	1.17	

Nguồn: Bloomberg cập nhật vào Ngày 11/05/2025, Chỉ số tài chính được lấy từ Fiinpro, tổng hợp bởi Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Phát triển TP. HCM (HOSE: HDB)

Giá mục tiêu (năm 2025)	**VND 30,900**
Giá hiện tại (25/05/25)	VND 22,600
Suất sinh lời (%)	36.7%
VNINDEX	1,333
PE thị trường (26F)	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	78,639
SLCP lưu hành (triệu CP)	3,495
Tự do giao dịch (triệu CP)	2,494
52-tuần cao/thấp (VND)	26,650/ 18,000
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	10.91
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	233
Sở hữu nước ngoài (%)	16.8
Cổ đông lớn (%)	Sovico 14.27

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-2.0	8.3	12.1
So với VNIndex(%)	-3.8	1.0	7.0



Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng từ khách hàng doanh nghiệp lớn

HDBank chiến lược ngân hàng bán lẻ đa năng, hướng tới khách hàng là doanh nghiệp vừa và nhỏ, khách hàng cá nhân tại các đô thị loại hai và nông thôn bằng cách phát triển các sản phẩm và dịch vụ tài chính chuyên biệt phù hợp với nhu cầu của họ. Đồng thời, HDB đang củng cố nền tảng ngân hàng điện tử để nâng cao khả năng tiếp cận đến khách hàng. Chiến lược nhắm mục tiêu này được thể hiện rõ qua thành tích ấn tượng trong thời gian qua, với mức tăng trưởng tài sản và lợi nhuận tăng trên mức 25% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2023. Chúng tôi cho rằng HDB có thể duy trì tăng trưởng khả quan trong thời gian tới và đạt mục tiêu lợi nhuận năm 2025 vượt 20,000 tỷ đồng. Dựa trên nền tảng đó, định giá cổ phiếu HDBank năm 2025 được dự báo ở mức 30,900 đồng.

Kết quả kinh doanh 3T/2025

Trong khi nhiều ngân hàng có lợi nhuận tăng trưởng chậm lại, HDB tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt trong Q1/2025. Tăng trưởng cho vay khách hàng đạt 450 tỷ đồng (+2.8% Ytd). Phần tăng trưởng chủ yếu đóng góp bởi nhóm khách hàng doanh nghiệp. Ngân hàng cho biết đang tích cực tham gia phát hành gói tín dụng xanh 3,000 tỷ đồng và 20,000 tỷ đồng chương trình hỗ trợ kinh tế, tập trung vào phát triển hạ tầng, sản xuất chất bán dẫn và công nghệ thông tin.

NIM hợp nhất giảm nhẹ về quanh mức 5.2% (từ mức 5.4% cuối 2024). Thu nhập lãi thuần đạt 7,408 tỷ đồng (+3.5% YoY).

Chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu hợp nhất đạt 2.4%.(tăng từ mức 1.93% cuối 2024), xu hướng này diễn ra ở hầu hết các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi

Thu nhập ngoài lãi của HDB quý 1 có tăng trưởng tốt giúp bù đắp cho mảng thu nhập lãi thuần. Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ, lãi từ chứng khoán kinh doanh và thu nhập khác tăng gấp đôi trong Q1/2025.

Lợi nhuận trước thuế của HDB 5,355 tỷ đồng (+28.6%), hoàn thành hơn 25% kế hoạch lợi nhuận năm 2025

Quan điểm đầu tư

- Nhờ tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém, HDB có tiềm năng tăng trưởng tín dụng ở mức cao. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tăng trưởng trên 30% cho năm 2025.
- HDB được nới room 49% và đang trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược trong thời gian tới. Nếu thương vụ thành công sẽ tác động tích cực lên kinh doanh và định giá của ngân hàng.

Dự phóng 2025

- Chúng tôi giữ nguyên dự phóng so với báo cáo gần nhất. Giả định tăng trưởng tín dụng trên 20% cho năm 2025 với động lực tăng trưởng chia đều hơn cho hai nhóm KHDN và KHCN. NIM dự kiến có thể giảm nhẹ do lãi suất cho vay tiếp tục neo ở vùng thấp. Tổng thu nhập năm 2025 dự kiến đạt mức tăng trưởng 20% YoY. Tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập CIR khoảng 33% cho năm 2025. Tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát dưới 2%. Chi phí trích lập dự phòng giảm áp lực giúp LNTT của HDB năm 2025 có thể đạt 20,963 tỷ đồng (+25% YoY).
- **Rủi ro**: 1) Kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến có thể khiến cho áp lực nợ xấu tiếp tục duy trì; 2) Thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi chậm; 3) NIM thu hẹp nếu lãi suất tiền gửi tăng nhanh

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	13,891	18,012	22,184	30,856	36,608
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	2,867	3,956	4,230	3,172	4,219
TNHĐ (tỷ VND)	16,758	21,967	26,414	34,028	40,827
LNTT (tỷ VND)	8,070	10,268	13,017	16,731	20,963
Tăng trưởng LNTT (%)	38.87%	27.21%	25.90%	25.0%	25.2%
P/E (x)	10.2	5.2	5.8	5.9	4.7
P/B (x)	2.1	1.1	1.3	1.5	1.1
ROE (%)	23.3	23.5	24.2	25.7	25.8

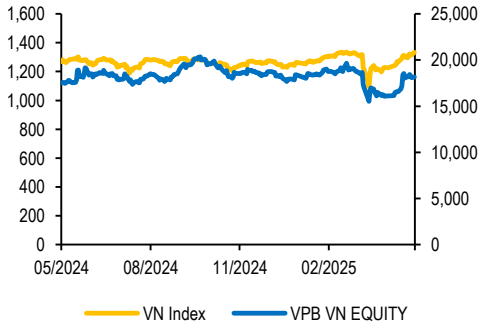
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HOSE: VPB)

Giá mục tiêu (năm 2025)	**VND 24,100**
Giá hiện tại (25/05/25)	VND 18,150
Suất sinh lời (%)	32.8%

VNINDEX	1,333
PE thị trường (26F)	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	144,001
SLCP lưu hành (triệu CP)	7,934
Tự do giao dịch (triệu CP)	7,281
52-tuần cao/thấp (VND)	21,050/ 15,750
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	21.26
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	455
Sở hữu nước ngoài (%)	24.5
Cổ đông lớn (%) Sumitomo Mitsui	15.0

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-5.7	-4.7	0.8
So với VNIndex(%)	-7.6	-12.0	-4.3



Định giá thấp và đà phục hồi khích lệ

Được thành lập vào năm 1993, VPBank là ngân hàng theo đuổi chiến lược bán lẻ hiện đại. VPB đã phát triển mạnh mẽ nhờ khả năng mở rộng mạng lưới chi nhánh và điểm giao dịch trên toàn quốc, cùng với việc phát triển các sản phẩm đa dạng. FE Credit, công ty con của VPBank, hiện đang tới cuối quá trình tái cơ cấu danh mục vay. Với vị thế dẫn đầu về tài chính tiêu dùng, FE Credit kỳ vọng sẽ tăng trưởng dương trong 2024 và phục hồi rõ nét hơn trong 2025-2028. Đầu năm 2023, VPB đã đạt được thỏa thuận bán 15% vốn điều lệ cho ngân hàng SMBC thông qua hình thức phát hành riêng lẻ. Tỷ lệ an toàn vốn cuối năm 2023 của VPB đang ở mức cao nhất trong các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam. Hai công ty con khác là VPBankS (Chứng khoán) và OPES (Bảo hiểm) cũng đang dần đóng góp nhiều hơn vào hoạt động của ngân hàng. Dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh P/B, chúng tôi ước tính giá mục tiêu 2025 của VPB ở mức 24,100 đồng/cp.

Kết quả kinh doanh 3T/2025

- VPB tăng trưởng tín dụng hợp nhất Q1/2025 đạt 5.2% (Ytd), cao hơn mức trung bình ngành. Ngân hàng tiếp tục phát huy thế mạnh từ nhóm khách hàng cá nhân với sản phẩm vay mua nhà đóng góp chủ yếu.
- Tăng trưởng huy động và giấy tờ có giá của VPB trong Q1/2025 đạt mức tăng 14.2% so với cuối 2024. Mức tăng này theo chúng tôi là cần thiết để cải thiện tính thanh khoản, các chỉ số quản trị rủi ro của ngân hàng.
- NIM của ngân hàng ổn định quanh mức 5.9%-6% trong Q1/2025 (hầu như không thay đổi so với Q4/2024). Với công ty con chuyên về tài chính tiêu dùng FE Credit, VPB tiếp tục dẫn đầu về NIM trong các ngân hàng niêm yết.
- Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất cuối Q1/2025 tăng nhẹ lên mức 4.7%. Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng mẹ dưới 3% và FE Credit ước tính quanh mức 17%.
- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng nhờ hoạt động thu hồi nợ xấu khi tăng trưởng 129% YoY.
- Lợi nhuận trước thuế hợp nhất của VPBank đạt 5.015 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ và bám sát kế hoạch trình ĐHĐCĐ thường niên. Trong đó, ngân hàng mẹ đóng góp 4.942 tỷ đồng, cùng với sự đóng góp tích cực từ các công ty con. Đặc biệt, FE CREDIT có lãi quý thứ 4 liên tiếp với doanh số giải ngân quý I tăng 17%, và VPBankS tăng lợi nhuận trước thuế 93%

Quan điểm đầu tư

- VPB sở hữu tỷ lệ CAR cao nhất, 15.7% vào cuối Q3/2024 sau khi trả cổ tức tiền mặt. Với tỷ lệ CAR cao, VPB có dư địa lớn để tăng trưởng tài sản trong tương lai. Tỷ lệ CAR cao và tăng trưởng tốt giúp VPB có thể duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt trong các năm tới.
- Sau giai đoạn tái cơ cấu, FE Credit đang cho thấy nhiều dấu hiệu khởi sắc.

Dự phóng 2025

- Các giả định chính cho năm 2025 bao gồm Tăng trưởng tín dụng hợp nhất khoảng 22%, NIM hợp nhất quanh mức 6% nhờ đóng góp từ FE Credit, NPL hợp nhất kiểm soát quanh mức 4.0-5.0%, Chi phí rủi ro tín dụng/ tổng tín dụng khoảng 4.2%, CIR hợp nhất 22-23%. LNTT của VPB hợp nhất năm 2025 dự phóng đạt 24,360 tỷđồng (+21.8% YoY). Chúng tôi hiện tại vẫn giữ nguyên các giả định chính trong báo cáo gần nhất của VPB.
- **Rủi ro :** (1) Kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến có thể khiến cho áp lực nợ xấu tiếp tục duy trì; 2) Thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi chậm; 3) FE Credit phục hồi chậm hơn dự báo

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	26,200	36,023	38,175	49,080	62,291
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,735	9,570	11,569	13,166	15,073
TNHĐ (tỷ VND)	36,934	45,593	49,743	62,246	77,364
LNTT (tỷ VND)	16,527	22,729	10,987	20,004	24,360
Tăng trưởng LNTT (%)	54.6	37.5	-48.9	68.2	21.8
P/E (x)	15.4	7.1	13.4	10.5	8.7
P/B (x)	1.8	1.0	1.1	1.0	0.93
ROE (%)	17.8	7.1	9.4	11.3	12.6

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Ngành Bất Động Sản

Cơ hội nổi bật



Ngọc Lê
(84-28) 6299-8017
ngoc.lh@shinhan.com

Kiên Trần
(84-28) 6299-7751
kien.tt@shinhan.com

Nội dung

Bất động sản – Cơ hội nổi bật

1. Cập nhật ngành bất động sản

   Bối cảnh ngành Bất động sản tiếp tục duy trì như thời điểm đầu năm với các tiêu chí tích cực như: (1) FDI vào lĩnh vực tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ và đứng thứ 2 về tỷ trọng và (2) tín dụng cho bất động sản duy trì xu hướng tăng. Bên cạnh đó, các tiêu chí tiêu cực vẫn còn tiếp diễn như: (1) cung cầu toàn thị trường tuy có tăng trưởng nhưng vẫn chưa đồng đều tại miền Nam và miền Bắc và (2) hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản kém sôi nổi, ghi nhận tăng trưởng âm về giá trị phát hành.

2. Cập nhật tình hình các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn

   Các doanh nghiệp bất động sản lớn đều đặt kế hoạch kinh doanh và mở bán mới tương đối tham vọng trong năm 2025. SSV đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch của các doanh nghiệp là khả thi dựa trên bối cảnh thị trường tích cực hơn nhiều so với cùng kỳ và một phần đã được thể hiện qua kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/2025.

3. Triển vọng ngành BĐS năm 2025

   Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan rằng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục đà hồi phục trong năm 2025, đặc biệt khi (1) hành lang pháp lý được hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung và (2) lãi suất ở mức hấp dẫn thúc đẩy nhu cầu.

4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu bất động sản

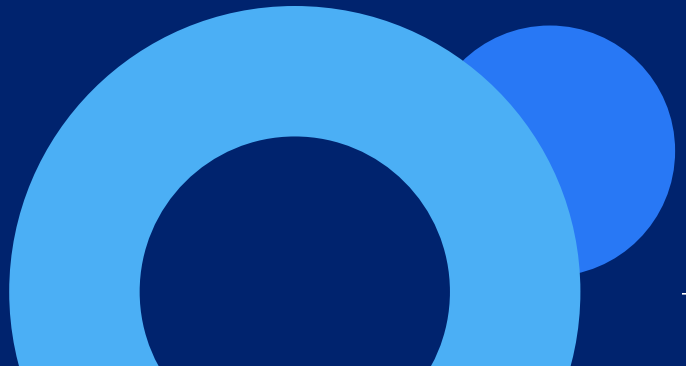
   DXG, NLG & VHM

5. Phụ lục

Cập nhật ngành Bất động sản

01

Bối cảnh ngành Bất động sản tiếp tục duy trì như thời điểm đầu năm với các tiêu chí tích cực như: (1) FDI vào lĩnh vực tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ và đứng thứ 2 về tỷ trọng và (2) tín dụng cho bất động sản duy trì xu hướng tăng. Bên cạnh đó, các tiêu chí tiêu cực vẫn còn tiếp diễn như: (1) cung cầu toàn thị trường tuy có tăng trưởng nhưng vẫn chưa đồng đều tại miền Nam và miền Bắc và (2) hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản kém sôi nổi, ghi nhận tăng trưởng âm về giá trị phát hành.

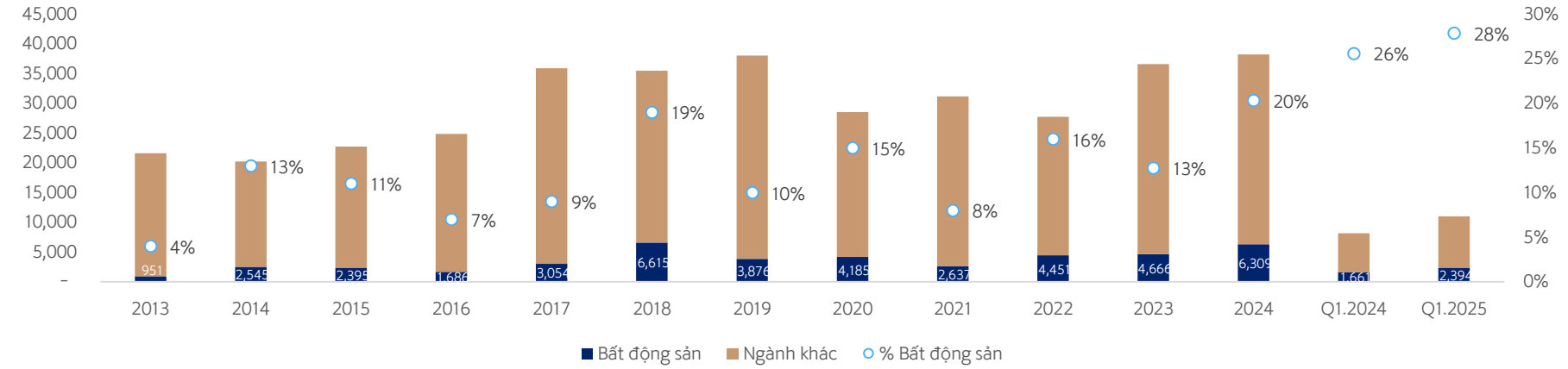


1.1 - Cập nhật ngành Bất động sản – FDI

Ngành BĐS tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI

Hoạt động kinh doanh Bất động sản tiếp tục duy trì vị thế top 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài FDI, tuy nhiên đã gia tăng tỷ trọng đáng kể lên tới **28%**, so với mức chỉ **26%** ở cùng kỳ. Xét 3 tháng đầu năm 2025, tổng vốn đầu tư Bất động sản đạt **2,394 triệu USD (+44.1% YoY)**, tương ứng với **28%** tổng vốn đầu tư đăng ký, chỉ xếp sau Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt **6,792 triệu USD**, chiếm **61.8%**.

Bất động sản tiếp tục giữ vị thế top 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài (Triệu USD)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

1.2 – Cập nhật ngành Bất động sản – Lãi suất

Mặt bằng chung lãi suất cho vay mua nhà vẫn được duy trì ở mức hấp dẫn

Theo Batdongsan.com.vn, trong 4 tháng đầu năm 2025, bên cạnh phần lớn các ngân hàng tiếp tục duy trì mức lãi suất thấp thì đã có một số ít ngân hàng thực hiện tăng nhẹ, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mặt bằng chung lãi suất ưu đãi cho vay mua nhà hiện tại vẫn đang ở mức thấp và hấp dẫn.

Các khoản vay mua nhà vẫn tiếp tục cấu trúc phổ biến theo dạng bao gồm hai mức lãi suất: (1) lãi suất vay ưu đãi và (2) lãi suất sau ưu đãi, biên độ điều chỉnh giữa 2 lãi suất đang trong khoảng **2.1%-4.3%.** Cụ thể, lãi suất ưu đãi khi vay mua nhà ở thương mại tại các ngân hàng dao động từ **5.0%-7.5%/năm**, hết thời gian ưu đãi, lãi suất rơi vào khoảng **7.1%-11.8%/năm.**

Bên cạnh duy trì mức lãi suất chung hấp dẫn, nhiều ngân hàng đã tung ra các gói vay mua nhà ưu đãi được thiết kế riêng dành cho tệp khách hàng trẻ tuổi (dưới 35 tuổi), với mức lãi suất ưu đãi cố định trong các năm đầu chỉ ở mức quanh **5.x%/năm.**

Thay đổi lãi suất vay mua nhà thương mại tại một số ngân hàng lớn

Ngân hàng	01/2024			12/2024			04/2025		
	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)
Vietcombank	6.7	70	20	5.5	70	20	6.2	70	20
Shinhan bank	6.6	70	30	7.0	70	30	6.8	70	30
Techcombank	10.5	70	35	6.7	80	35	6.7	80	35

Nguồn: Batdongsan.com.vn, Shinhan Securities Vietnam

1.3 – Cập nhật ngành Bất động sản – Tín dụng

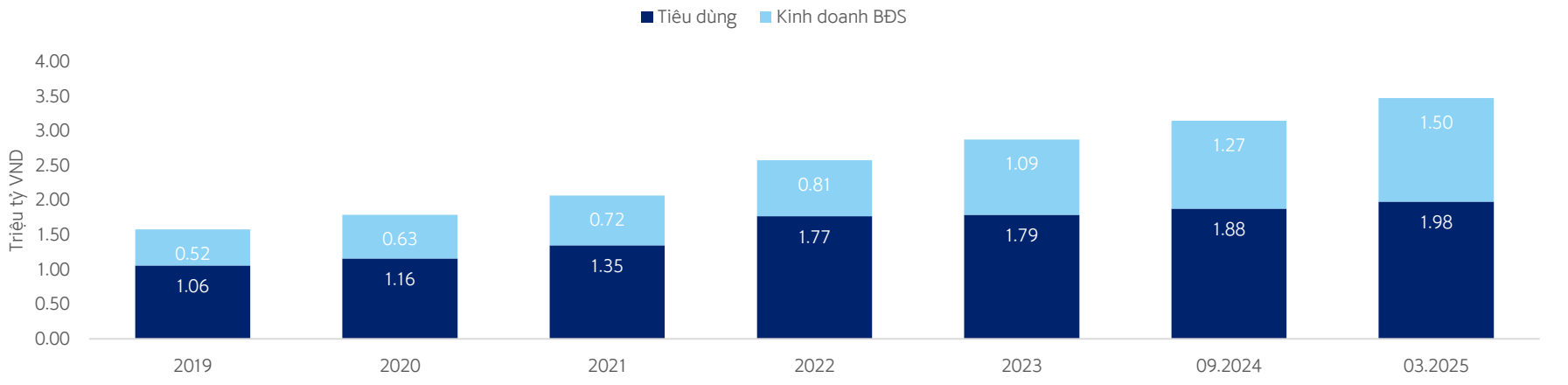
Dư nợ tín dụng cho lĩnh vực bất động sản duy trì xu hướng tăng

Tính đến hết Q1/2025, tín dụng toàn nền kinh tế đạt **16.23 triệu tỷ VND (+3.93% YTD) –** là một mức tăng trưởng tín dụng ấn tượng so với mức tăng chỉ **1.42%** ở cùng kỳ năm 2024.

Đối với dư nợ tín dụng cho lĩnh vực bất động sản, NHNN hiện chưa công bố số liệu tại thời điểm cuối năm 2024 dẫn tới việc khó đánh giá xu hướng tăng tưởng trong Q1/2025. Tuy nhiên, dựa vào số liệu ước tính từ Thống đốc NHNN cho dư nợ tín dụng bất động sản vào thời điểm tháng 03.2025 ở mức **3.48 triệu tỷ VND**, chúng ta có thể thấy xu hướng tăng vẫn tiếp tục diễn ra khi dư nợ chỉ ở mức **3.15 triệu tỷ VND** vào tháng 09/2024.

Cụ thể theo mục đích sử dụng, tín dụng cho kinh doanh bất động sản đạt **1.50 triệu tỷ VND** trong khi đó tín dụng cho tiêu dùng bất động sản **1.98 triệu tỷ VND.**

Tín dụng cho Bất động sản vẫn duy trì xu hướng tăng



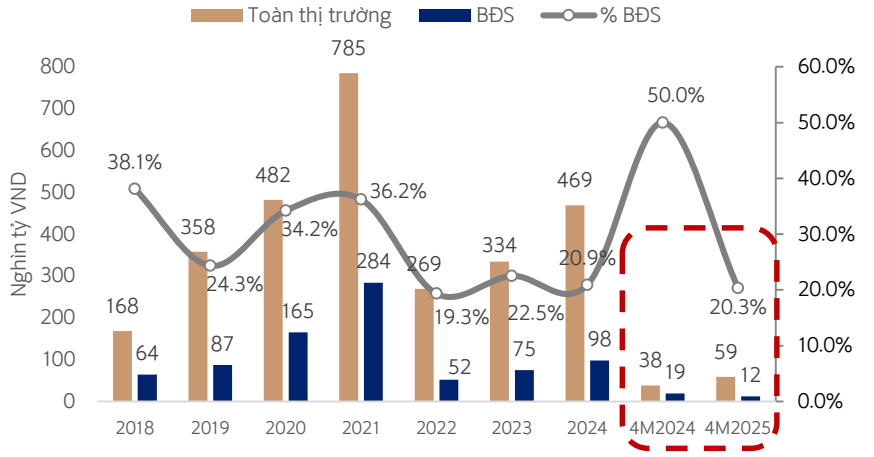
Nguồn: Bộ Xây dựng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

1.4 – Cập nhật ngành Bất động sản – Trái phiếu

Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp BĐS chưa sôi nổi

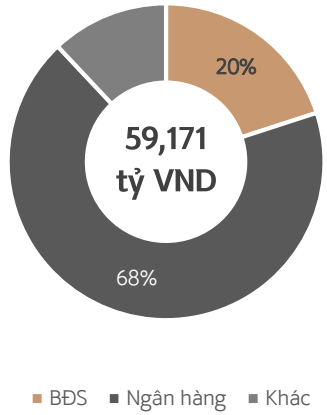
Thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong 4 tháng đầu năm 2025 tăng trưởng ấn tượng về giá trị phát hành, đặc biệt nhờ nhóm Ngân hàng. Cụ thể, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành lũy kế 4 tháng đạt **59,171 tỷ VND (+56% YoY)** trong đó ngành Ngân hàng đứng đầu, chiếm tỷ trọng **68%**, tương ứng **40,236 tỷ VND (+212% YoY)**; tuy nhiên đối với ngành Bất động sản, các doanh nghiệp chưa thực hiện phát hành sôi nổi vào giai đoạn đầu năm, dẫn tới giá trị phát hành lũy kế ghi nhận mức tăng trưởng âm **-36% YoY**, đạt **11,834 tỷ VND**.

Giá trị TPDN phát hành trong 4 tháng đầu năm 2025



Nguồn: VBMA, Shinhan Securities Vietnam

BĐS đứng thứ 2 về giá trị phát hành trong 4M2025 (%)



Nguồn: VBMA, Shinhan Securities Vietnam

1.5 – Cập nhật ngành Bất động sản – Thi hành Luật

Các Luật Bất động sản đồng loạt được thi hành nhưng việc vận dụng vẫn còn hạn chế

Trong 4 tháng đầu năm 2025, chuyển biến đáng kể về mặt pháp lý của thị trường bất động sản là việc thông qua Nghị định 75/2025/NĐ-CP và Nghị định 76/2025/NĐ-CP thúc đẩy tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho hàng trăm dự án bất động sản trì trệ tại nhiều địa phương như TP.Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Khánh Hòa. Tuy nhiên, những hạn chế đã được chúng tôi đề cập vẫn đang còn tiếp diễn, cụ thể:

Hạn chế

- Nhiều địa phương chưa ban hành đầy đủ các văn bản quy định chi tiết các Luật thuộc thẩm quyền. Điều này tạo ra sự thiếu đồng bộ trong triển khai Luật.
- Nhiều địa phương gặp vướng mắc trong ban hành bảng giá đất điều chỉnh. Do đó, CĐT phải chờ đợi tính toán tiền sử dụng đất (LUR) để thực hiện nghĩa vụ tài chính và triển khai tiếp dự án.
- Nhiều dự án vẫn chờ điều chỉnh quy hoạch hoặc quyết định liên quan đến 20% quỹ đất làm NOXH.
- Doanh nghiệp, địa phương cần thời gian để hiểu và vận dụng quy định mới.

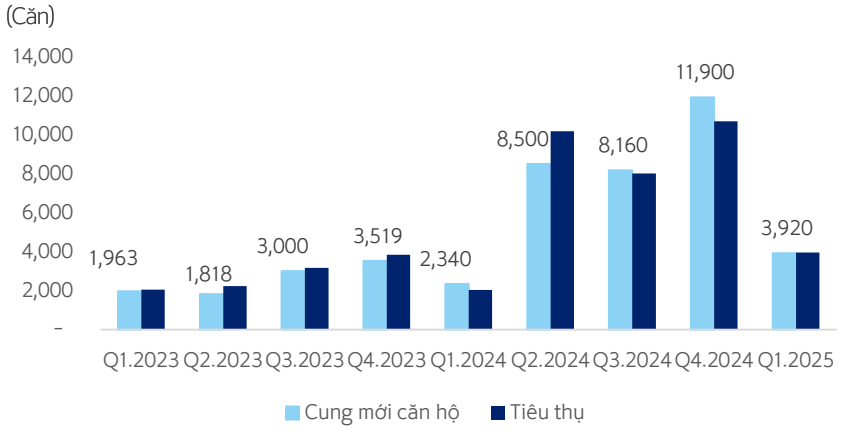
1.6 – Cập nhật ngành Bất động sản – Cung cầu

Nguồn cung mới thị trường nhà ở tại Hà Nội duy trì mức cao

Tại Hà Nội, nguồn cung mới nhà ở tuy ghi nhận sụt giảm theo quý vì yếu tố thời vụ, tuy nhiên vẫn ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ. Cụ thể, cung mới căn hộ trong Q1.2025 đạt **3,920 căn** (**tăng 68% YoY).** Cơ cấu sản phẩm vẫn duy trì tỷ trọng cao ở phân khúc cao cấp (chiếm khoảng 90% nguồn cung). Mức độ hấp thụ của thị trường vẫn tốt với khoảng **3,950 căn** được tiêu thụ **(+72% YoY).** Điều này cho thấy tâm lý tích cực của người tiêu dùng đối với triển vọng thị trường bất động sản.

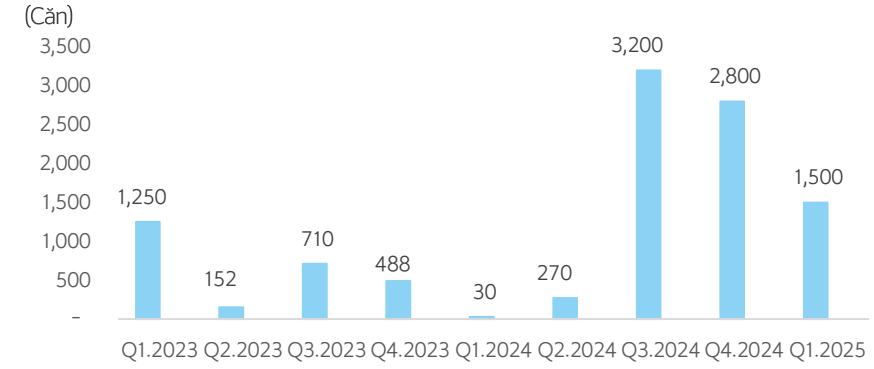
Trong khi đó, nguồn cung nhà liền thổ trong Q1.2025 đạt **1,500 căn** chủ yếu đến từ dự án Vinhomes Wonder City tại Đan Phượng. Tuy ghi nhận sụt giảm **-46% QoQ**, nhưng cung nhà liền thổ vẫn cho thấy tốc độ tăng trưởng đáng kể khi cùng kỳ chỉ ở mức **30 căn.**

Nguồn cung mới căn hộ tại Hà Nội duy trì mức cao



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung mới nhà liền thổ tại Hà Nội diễn biến tương đồng

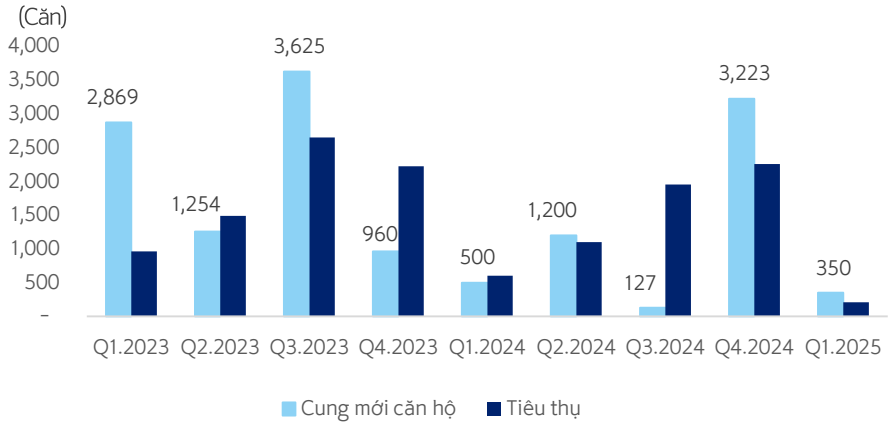


Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Ngược lại, thị trường nhà ở tại TPHCM phục hồi chậm

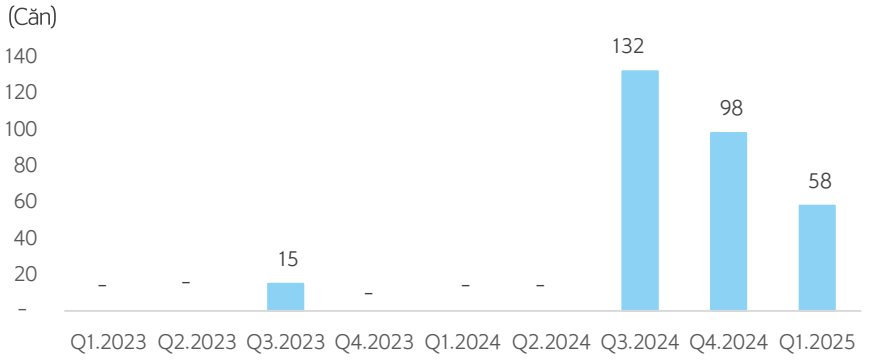
Tại TPHCM, nguồn cung mới căn hộ nhìn chung vẫn còn kém khả quan trong Q1.2025. Trong đó, tổng cung mới căn hộ chỉ đạt **350 căn (-30% YoY)**. Như vậy, ngược với xu hướng tăng cung tại thị trường miền Bắc nói chung, thị trường TPHCM trầm lắng hơn khi số lượng căn hộ mở bán trong chỉ bằng 9% thị trường Hà Nội. Tương tự đối với loại hình nhà liền thổ, nguồn cung mới trong Q1.2025 chỉ đạt **58 căn,** tuy chưa quay về mức nền cao như 2022 nhưng vẫn cho thấy tiến triển tích cực khi cùng kỳ toàn thị trường không hề có nguồn cung mới.

Nguồn cung mới căn hộ tại TPHCM phục hồi chậm



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung mới nhà liền thổ tại TPHCM quay lại



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

02

Cập nhật tình hình các doanh nghiệp niêm yết lớn

Các doanh nghiệp bất động sản lớn đều đặt kế hoạch kinh doanh và mở bán mới tương đối tham vọng trong năm 2025. SSV đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch của các doanh nghiệp là khả thi dựa trên bối cảnh thị trường tích cực hơn nhiều so với cùng kỳ và một phần đã được thể hiện qua kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/2025.

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Kết quả kinh doanh Q1/2025 của các doanh nghiệp bất động sản tăng trưởng tốt

Trong Q1/2025, các doanh nghiệp bất động sản lớn đã đạt mức tăng trưởng tốt về kết quả kinh doanh nhờ hoạt động bàn giao sản phẩm tại các dự án mở bán trước đó, trong khi ở cùng kỳ Q1/2024 thị trường tương đối khó khăn hơn. Bên cạnh đó, tình trạng triển khai pháp lý dự án và hoạt động mở bán dự án mới của các doanh nghiệp cũng ghi nhận sự tiến triển và sôi động, cụ thể:

Doanh nghiệp	Doanh thu (Tỷ VND)	Tăng/giảm YoY	Lợi nhuận thuần (Tỷ VND)	Tăng/giảm YoY	Chú thích
VHM	15,698	+91%	2,689	204%	- Chủ yếu đến từ bàn giao sản phẩm tại Vinhomes Ocean Park 2 và 3 và Vinhomes Royal Island, đồng thời ghi nhận doanh thu và thu nhập khác đến từ dự án Vinhomes Global Gate. - Doanh số bán nhà đạt 35 nghìn tỷ VND (cùng kỳ: 16.2 nghìn tỷ VND) chủ yếu đến từ Vinhomes Wonder City (28 nghìn tỷ VND) được mở bán trong 03/2025.
NLG	1,291	529%	108	N/A	- Chủ yếu đến từ bàn giao sản phẩm tại dự án Akari (582 tỷ VND) và Cần Thơ (559 tỷ VND). - Tính đến ngày 21/04/2025, doanh số bán nhà đạt 2,576 tỷ VND (+100% YoY), phần lớn đến từ đến từ mở bán các căn hộ thấp tầng tại Southgate.
DXG	925	-13%	48	54.60%	- Tăng trưởng KQKD đến từ hoạt động bàn giao bất động sản với doanh thu và biên lợi nhuận đều ghi nhận cải thiện, từ đó giúp lợi nhuận toàn doanh nghiệp tăng trưởng dương dù tổng doanh thu thuần có sự điều chỉnh giảm nhẹ, cụ thể: + Mảng doanh thu bàn giao bất động sản: Doanh thu đạt 666 tỷ VND (+18.8% YoY) với biên lợi nhuận gộp đạt 55.9% (Q1/2024: 39.4%). + Mảng môi giới: Doanh thu đạt 196 tỷ VND (+3.3% YoY) với biên lợi nhuận gộp giảm còn 61.5% (cùng kỳ: 76.9%) - Doanh nghiệp không có hoạt động mở bán mới trong Q1/2025.
KDH	710	+113%	122	92.00%	- KQKD được đóng góp chủ yếu từ hoạt động bàn giao 40% sản phẩm còn lại của dự án The Privia (20 sản phẩm cuối cùng sẽ được bàn giao trong Q2/2025). - Doanh nghiệp không có hoạt động mở bán mới trong Q1/2025.

Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Các doanh nghiệp bất động sản đặt kế hoạch 2025 đầy tham vọng

Về kế hoạch kinh doanh năm 2025, nhìn chung các doanh nghiệp bất động sản đang đặt ra kỳ vọng tương đối tích cực với mức tăng trưởng lợi nhuận đều ở mức 2 con số. Ngoài ra, về khía cạnh doanh số bán nhà cũng được các doanh nghiệp đánh giá sẽ tăng trưởng mạnh, dựa trên bối cảnh: quy trình pháp lý dần hoàn thiện hơn và nhu cầu thị trường hồi phục sau giai đoạn 2 năm khó khăn. Cụ thể về kế hoạch kinh doanh 2025 và một số thông tin quan trọng các doanh nghiệp chia sẽ trong kỳ họp ĐHĐCĐ:

Doanh nghiệp	Doanh thu (Tỷ VND)	Tăng/giảm YoY	Lợi nhuận thuần (Tỷ VND)	Tăng/giảm YoY	Chú thích
VHM	180,000	76.5%	42,000	19.8%	- Kế hoạch doanh số: 150,000 tỷ đồng – 200,000 tỷ đồng đến từ việc mở bán Wonder City – Đan Phượng (Đã mở bán 03/2025), Hậu Nghĩa – Long An và các dự án khác tùy thuộc vào tình hình thị trường. - Cơ cấu lợi nhuận sau thuế 2025: 40%-45% đến từ doanh thu chưa ghi nhận tại cuối Q4/2024, 10% từ hoạt động khác: tổng thầu, dịch vụ vận hành…, còn lại đến từ mở bán tại các dự án hiện hữu và các dự án mới.
NLG	6,794	-6.0%	701	35.0%	- Doanh số bán hàng trong năm kỳ vọng đạt 14,645 tỷ VND (gấp 2.8 lần cùng kỳ) chủ yếu đến từ các dự án trọng điểm như Southgate, Izumi City, dự án Cần Thơ 43ha và Paragon Đại Phước. - Nguồn thu và lợi nhuận chính trong năm sẽ đến từ việc bàn giao các sản phẩm tại các dự án: Southgate, Cần Thơ 43ha, Cần Thơ EhomeS, Akari City giai đoạn 2, Izumi City... Bên cạnh đó, các hoạt động bán vốn tại các dự án và doanh thu từ dịch vụ xây dựng cũng đóng góp một phần quan trọng. - Nam Long thông qua kế hoạch phát hành hơn 100 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá 25,000 đồng/cp, tương đương tổng nguồn vốn có thể huy động trên 2,500 tỷ đồng. Mục đích sử dụng vốn gồm: (1) Đầu tư vào Nam Long Land và Nam Long Commercial; (2) đầu tư vào các dự án hiện hữu của công ty và (3) trả nợ vay.

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Doanh nghiệp	Doanh thu (Tỷ VND)	Tăng/giảm YoY	Lợi nhuận thuần (Tỷ VND)	Tăng/giảm YoY	Chú thích
DXG	7,000	62.0%	368	45.7%	- Kế hoạch tăng vốn: Chào bán riêng lẻ 93.5 triệu cổ phiếu cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp với giá tối thiểu là 18,600 đồng/cp. Thời gian phát hành dự kiến trong 2025 sau khi được UKCKNN chấp thuận. Doanh nghiệp không có kế hoạch phát hành cho cổ đông hiện hữu trong giai đoạn 2025-2027. - Tăng tốc triển khai các dự án chiến lược bao gồm dự án: The Privé (sẽ là nguồn đóng góp doanh thu chính trong 2027-2030), dự án Gem Sky World (sẽ là nguồn đóng góp doanh thu chính trong giai đoạn 2025-2026). - Công ty con Dat Xanh Services (HOSE: DXS): Kế hoạch doanh thu đạt 5,156 tỷ đồng (+112% YoY) và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 412 tỷ đồng (+194% YoY). - Dự án The Privé: Đã kick-off vào ngày 9/5/2025 và đang xác định giá bán phù hợp với thị trường.
KDH	3,800	15.3%	1,000	24.5%	- Trong năm 2025, KDH chỉ có kế hoạch mở bán dự án Gladia By The Waters (Dự án quy mô gần 12ha hợp tác với Keppel với 226 sản phẩm thấp tầng và 600 sản phẩm cao tầng). Hiện tại, KDH đang xin giấy phép mở bán cho dự án, kỳ vọng hoàn thành trong Q2/2025. Từ đó, dự kiến dự án sẽ được mở bán trong Q3/2025 và ghi nhận doanh thu ngay trong 2025. - KDH chưa có kế hoạch mở rộng quỹ đất ở các tỉnh lân cận Tp.HCM, thay vào đó sẽ tiếp tục phát triển quỹ đất hiện có của doanh nghiệp.

Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

03

Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan rằng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục đà hồi phục trong năm 2025, đặc biệt khi (1) hành lang pháp lý được hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung và (2) lãi suất ở mức hấp dẫn thúc đẩy nhu cầu.

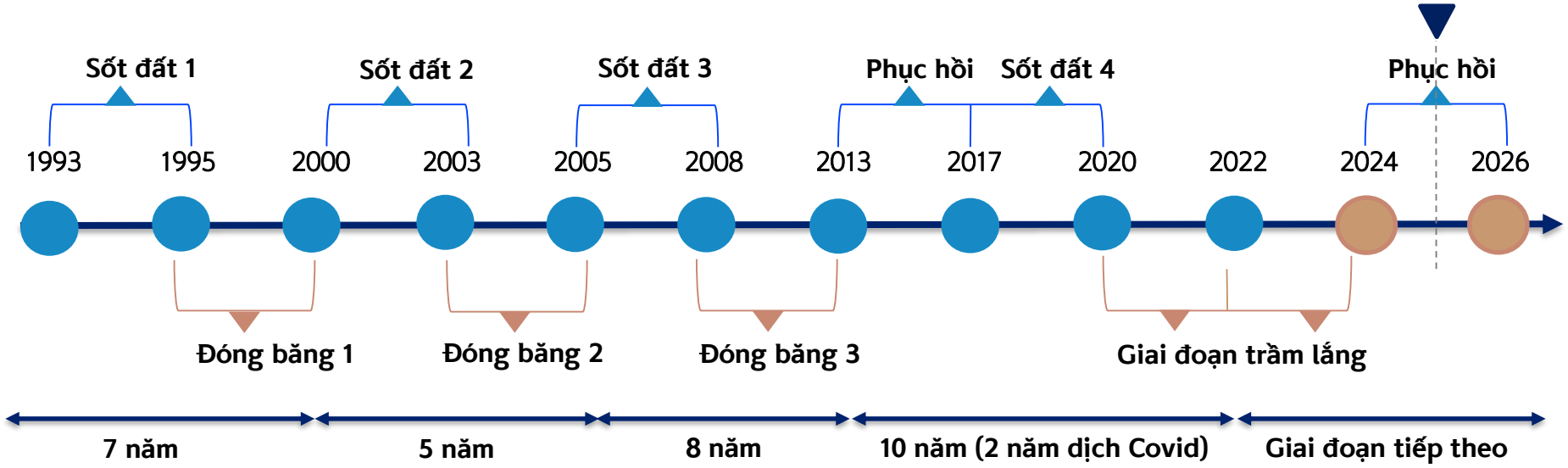
3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Chúng tôi duy trì quan điểm ngành Bất động sản đã bước vào pha hồi phục từ nửa cuối năm 2024

Chúng tôi duy trì quan điểm đã nêu ra xuyên suốt ở các báo cáo triển vọng ngành Bất động sản bắt đầu từ thời điểm cuối năm 2023: Báo cáo ngành Bất động sản – Khởi đầu một chu kỳ mới là giai đoạn khó khăn nhất đối với ngành Bất động sản đã qua đi và thị trường đang ở pha phục hồi với kì vọng:

(1) Nội tại ngành: Pháp lý hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung bất động sản & Nhu cầu thị trường tích cực.

(2) Môi trường thuận lợi: Lãi suất vẫn tiếp tục ở mức hấp dẫn, được củng cố hơn bởi kỳ vọng hỗ trợ kinh tế trong nước trong bối cảnh bất ổn thuế quan.



Nguồn: Cushman &Wakefield, Shinhan Securities Vietnam

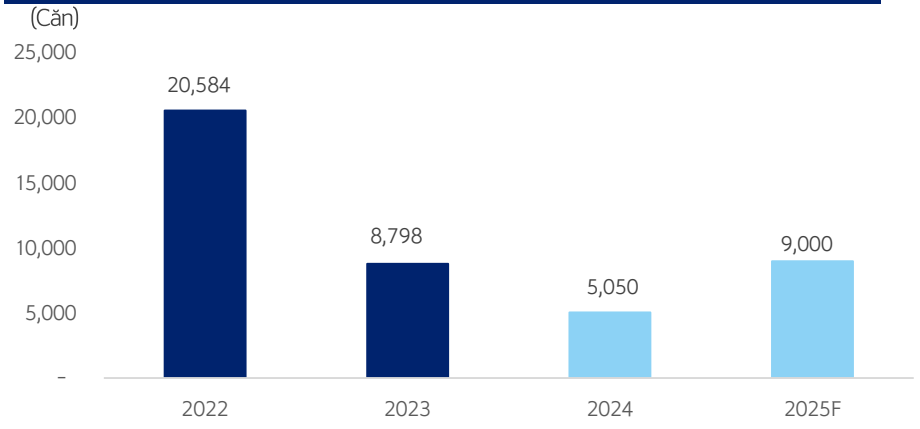
3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Pháp lý được hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Chúng tôi kì vọng việc tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý, ban hành các NQ đặc thù sẽ góp phần tháo gỡ vướng mắc, tăng cung cho thị trường BĐS. Cụ thể:

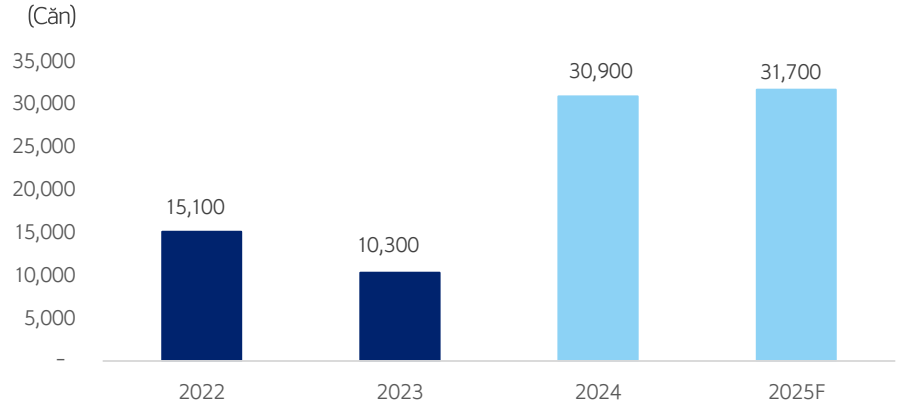
- Hàng loạt NQ, Thông tư hướng dẫn thi hành các Luật Bất động sản cơ bản đã được ban hành (chi tiết tại *Phụ lục 1– Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành*). Từ đó, tạo cơ sở để đưa Luật vào cuộc sống, khơi thông nguồn cung cho thị trường.
- Việc thông qua Nghị định 75/2025/NĐ-CP và Nghị định 76/2025/NĐ-CP nhằm quy định chi tiết các Nghị quyết số 171 và Nghị quyết số 170, thúc đẩy tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho hàng trăm dự án bất động sản trì trệ tại nhiều địa phương như TP.Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Khánh Hòa đã cho thấy một bước tiến hơn nữa về mặt hoàn thiện hành lang pháp lý.

Cung căn hộ TPHCM dự kiến tiếp tục phục hồi



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

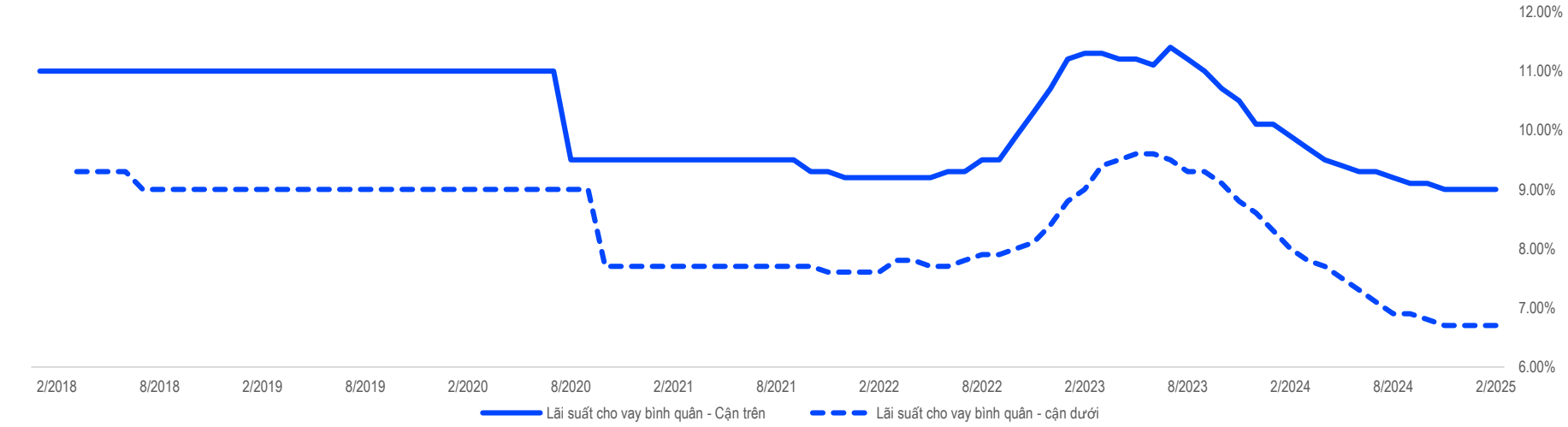
Cung mới căn hộ Hà Nội được dự báo tiếp tục bứt tốc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Môi trường lãi suất tiếp tục thuận lợi

Lãi suất cho vay đã về mức thấp và có thể tăng nhẹ trong 2025



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Với kỳ vọng: (1) Tăng trưởng tín dụng ở mức +16% YoY, được dẫn dắt bởi nhóm tín dụng bán lẻ và (2) Mức lãi suất cho vay bình quân sẽ tăng nhẹ so với mức thấp hiện tại và (3) Kỳ vọng về chính sách hỗ trợ, thúc đẩy kinh tế trong nước trong bối cảnh bất ổn thuế quan; chúng tôi cho rằng năm 2025 sẽ tiếp tục là một năm có môi trường lãi suất thuận lợi, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng bất động sản, đặc biệt được khuyếch đại hơn so với năm 2024 bởi nhiều yếu tố cơ bản thay đổi tích cực như: (1) Các bộ Luật đem lại tác động cụ thể hơn sau thời gian hoàn thiện, (2) Nguồn cung thị trường kỳ vọng sôi động trở lại và (3) Tâm lý tích cực trên thị trường.

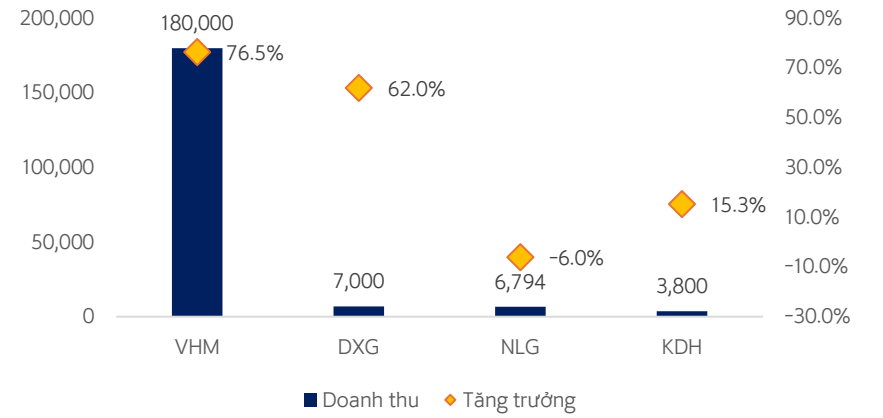
Tác động trực tiếp từ thuế quan là không đáng kể

Tương tự với đánh giá của phần lớn các lãnh đạo đã chia sẻ tại ĐHĐCĐ, chúng tôi cho rằng tác động của chính sách thuế đối ứng Mỹ đối với các doanh nghiệp bất động sản là không đáng kể, chủ yếu là tác động gián tiếp thông qua việc nền kinh tế bị ảnh hưởng dẫn tới tác động tiêu cực đến thu nhập, nhu cầu và tâm lý thị trường bất động sản.

Tuy nhiên, SSV cho rằng tác động trên bị hạn chế bởi: (1) Nội tại ngành đã được củng cố hơn rất nhiều sau giai đoạn khó khăn 2022-2024, với khung pháp lý hoàn thiện tạo niềm tin tích cực đối với thị trường và nhu cầu mua bất động sản, điều này đã được thể hiện một phần qua kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/2025 và kế hoạch kinh doanh tham vọng năm 2025 của các doanh nghiệp; và (2) Nỗ lực hỗ trợ, thúc đẩy kinh tế trong nước phát triển của Chính phủ để hạn chế ảnh hưởng của thuế quan.

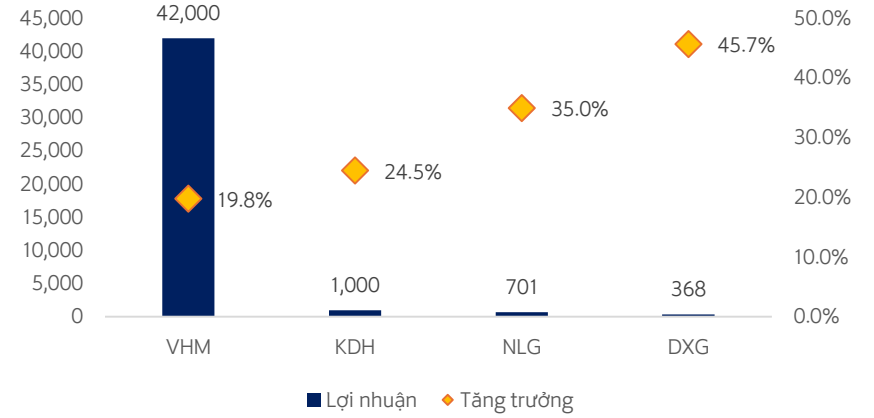
Về góc độ cơ hội đầu tư, SSV nhìn nhận nhóm cổ phiếu bất động sản thậm chí có thể là nhóm cổ phiếu vượt trội trên thị trường do (1) Thuộc nhóm ngành ít bị ảnh hưởng nhất bởi chính sách thuế quan và (2) Tăng trưởng mạnh mẽ đến từ nội tại ngành, từ đó khiến nhóm cổ phiếu này trở nên hấp dẫn hơn khi so sánh tương đối với thị trường và các nhóm ngành khác.

Kế hoạch doanh thu 2025 (tỷ VND)



Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Kế hoạch lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ VND)



Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

04 Cơ hội đầu tư cổ phiếu Bất động sản

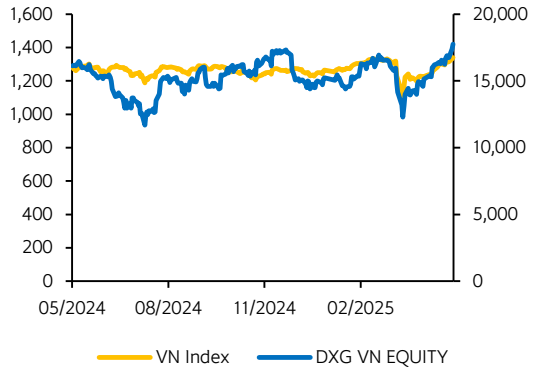
DXG, NLG & VHM

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG)

DAT XANH GROUP

Giá mục tiêu (12 tháng)	**19,400 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	17,750 VND
Suất sinh lời (%)	9.3%
VNINDEX	1,340
Market P/E (x)	11.1
Vốn hóa (tỷ VND)	15,458
SLCP lưu hành (triệu CP)	871
Tự do giao dịch (triệu CP)	711
52-tuần cao/thấp (VND)	18,150/11,560
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	12.13
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	218
Cổ đông lớn (%) – Ban lãnh đạo và BLQ	18.1
Cổ đông lớn (%) – Prusix Asian Smaller Companies Fund	4.8

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	8.9	6.3	10.1
So với VNIndex(%)	6.3	-1.5	5.6



The Privé mở khóa doanh số kí bán 2025

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) là doanh nghiệp niêm yết lớn trong phân khúc trung cấp. Đồng thời, DXG còn sở hữu mảng môi giới chiếm thị phần đứng đầu cả nước (33%). Doanh thu và lợi nhuận của DXG dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới vì: (1) DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha; (2) Việc tái khởi động The Privé (đã kick off 05/2025) và Gem Sky World (GSW) kì vọng tạo đà tăng trưởng doanh số bán hàng cho DXG giai đoạn 2025-2026; và (3) Kì vọng mảng môi giới khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS.

Quan điểm đầu tư

-**DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha.** DXG hiện đang tìm kiếm thêm quỹ đất mới bổ sung vào quỹ đất dài hạn.

- **Doanh số kí bán năm 2025 dự kiến đạt 8,768 tỷ VND so với năm 2024 (không mở bán dự án nào),** chủ yếu đến từ việc tái khởi động hai dự án tồn động của doanh nghiệp. Cụ thể, doanh số kí bán của The Privé ước đạt 5,914 tỷ VND và GSW đạt 2,854 tỷ VND.

Cập nhật

-KQKD Q1/2025: DXG ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 925 tỷ VND (-13.1% YoY) và 48 tỷ VND (+54.6% YoY). Tăng trưởng KQKD chủ yếu đến từ mảng bàn giao bất động sản: Doanh thu đạt 666 tỷ VND (+18.8% YoY) với biên lợi nhuận gộp đạt 55.9% (Q1/2024: 39.4%).

-Định giá: Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị cổ phiếu DXG với giá mục tiêu ở mức **19,400 VND/cp.**

Triển vọng 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu của DXG năm 2025 dự kiến đạt **4,642 tỷ VND (-1.9% YoY)** chủ yếu đến từ việc (1) tiếp tục bàn giao hai dự án GSW và (2) mảng môi giới tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự hồi phục của thị trường.

Rủi ro: (1) Tỷ lệ hấp thụ tại dự án The Privé thấp hơn dự kiến do những quan ngại xoay quanh việc hủy hợp đồng nguyên tắc đã kí với khách hàng (từ năm 2018); (2) Rủi ro chậm triển khai lại dự án Gem Sky World; (3) Rủi ro chậm trễ thủ tục hành chính và áp dụng Luật mới.

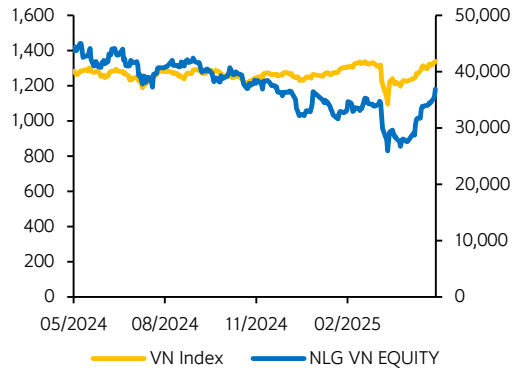
Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	10,089	5,512	3,725	4,733	4,642
LN HĐKD (tỷ VND)	2,712	830	734	1,152	1,204
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,594	534	151	455	469
EPS (đồng)	1,942	355	273	359	409
OPM	26.9	15.1	19.7	24.3	25.9
NPM	15.8	9.7	4.1	9.6	10.1
ROE (%)	11.9	3.8	1.1	3.0	2.7
P/E (x)	6.9	53.4	60.0	47.3	47.4
P/B (x)	0.9	1.2	1.1	1.1	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

Giá mục tiêu (12 tháng)	39,600 VND
Giá hiện tại (27/05/25)	36,900 VND
Suất sinh lời (%)	7.3%
VNINDEX	1,340
Market P/E (x)	11.1
Vốn hóa (tỷ VND)	14,209
SLCP lưu hành (triệu CP)	385
Tự do giao dịch (triệu CP)	233
52-tuần cao/thấp (VND)	45,200/25,750
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.96
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	116
Cổ đông lớn (%) HĐQT và bên liên quan	21.0
Cổ đông lớn (%) Ibeworth Pte.Ltd	7.6

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.3	-3.7	-16.5
So với VNIndex(%)	3.7	-11.5	-21.0



Đà hồi phục tiếp diễn

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG) là một trong những nhà phát triển bất động sản (BĐS) vừa túi tiền hàng đầu tại Việt Nam. Đồng thời, doanh nghiệp cũng sở hữu quỹ đất rộng lên đến 681ha được kết nối hạ tầng tốt. Chúng tôi kì vọng (1) việc tập trung vào phân khúc hợp lý và (2) sở hữu quỹ đất sẵn sàng triển khai dự án sẽ giúp NLG đón đầu sự phục của thị trường Bất động sản. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua NLG với giá mục tiêu ở mức 39,600 đồng.

Quan điểm đầu tư

- NLG là nhà phát triển BĐS uy tín, có cấu trúc tài chính vững chắc, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn. Quỹ đất của NLG cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng phù hợp với người mua nhà đảm bảo công ty phát triển được dự án liên tục trong 5 năm tiếp theo. Đây là lợi thế lớn của NLG trong bối cảnh các quỹ đất sạch quanh TPHCM ngày càng khan hiếm và giá đất tăng cao, đồng thời trong giai đoạn hiện tại các cơ quan quản lý đang đẩy mạnh tháo gỡ những khó khăn của ngành giúp tâm lý thị trường trở nên tích cực hơn.

- Dự phóng doanh thu của NLG năm 2025 đạt 6,755 tỷ đồng (-6.1% YoY) và LN ròng ở mức 686 tỷ đồng (+32.5% YoY) chủ yếu đến từ việc bàn giao dự án Akari giai đoạn 2 trong quý 1/2024, dự án Southgate, dự án Cần Thơ và ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng 15% cổ phần dự án Izumi City cho đối tác. Đà phục hồi của NLG

Cập nhật

- KDKD 3T2025: Doanh thu thuần NLG đạt 1,291 tỷ đồng (+530.9%YoY), LN ròng đạt 108 tỷ đồng (so với lỗ ròng 77 tỷ đồng trong Q1/2024). Như vậy, trong quý 1/2025, NLG đã thực hiện được 19.1% dự phóng doanh thu và 15.7% dự phóng lợi nhuận của chúng tôi.

- Định giá: Điều chỉnh theo (1) Số liệu tài chính Q1/2025 và (2) duy trì mức chiết khấu 10% với kì vọng rủi ro về sự hồi phục chậm của thị trường BĐS tỉnh và rủi ro gián tiếp về thuế quan với Mỹ, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu NLG là **39,600 VND/cp.**

Triển vọng

Chúng tôi đánh giá triển vọng của NLG trong 2025 và các năm tới sẽ phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của thị trường BĐS ở các tỉnh lân cận tp.HCM và chiến lược phát triển dự án phù hợp với tình hình thị trường để tối ưu hiệu quả sử dụng vốn của NLG. Đồng thời việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng kết nối giữa các khu vực sẽ là động lực tăng trưởng đối với thị trường BĐS.

Rủi ro: (1) Chậm trễ về pháp lý, (2) Tỷ lệ hấp thụ thấp.

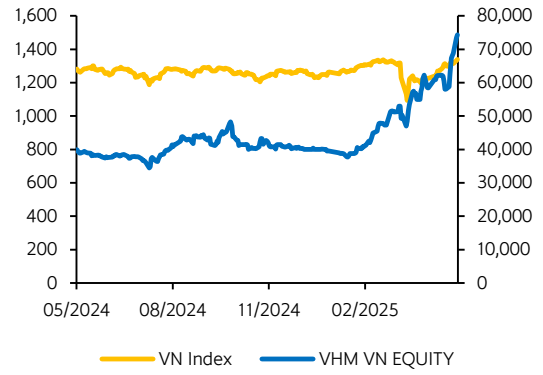
Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,339	3,181	7,196	6,755	6,669
LN HĐKD (tỷ VND)	829	582	1,664	1,642	1,781
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	556	484	518	686	649
EPS (đồng)	1,345	1,187	1,285	1,784	1,686
OPM	19.1	18.3	23.1	24.3	26.7
NPM	19.9	25.2	19.3	17.5	18.2
ROE (%)	6.2	5.3	5.4	7.0	6.4
P/E (x)	27.3	27.2	20.5	15.5	16.4
P/B (x)	1.7	1.4	1.1	1.1	1.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Vinhomes (HOSE: VHM)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**66,500 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	74,300 VND
Suất sinh lời (%)	N/A
VNINDEX	1,340
Market P/E (x)	11.1
Vốn hóa (tỷ VND)	305,181
SLCP lưu hành (triệu CP)	4,107
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,088
52-tuần cao/thấp (VND)	74,700/34,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	9.09
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	608
Cổ đông lớn (%) VIC	69.34
Cổ đông lớn (%) Government of Singapore	4.99

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	80.3	80.8	86.0
So với VNIndex(%)	77.7	72.9	81.5



Vị thế dài hạn vững vàng

Vinhomes là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Vinhomes sở hữu nhiều lợi thế áp đảo như: (1): Quỹ đất lớn, chất lượng và liên tục tăng trưởng (2) Hồ sơ năng lực nổi bật với nhiều dự án đầu tư hiệu quả và (3) Thương hiệu giá trị cao – uy tín trên thị trường.

Quan điểm đầu tư

- Quỹ đất lớn, sạch và liên tục được mở rộng là cơ sở cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn. Hiện VHM đang là một trong những doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn và có vị trí đắc địa nhất trên thị trường; một số dự án mang động lực tăng trưởng dài hạn cho Vinhomes có thể kể đến như: Vinhomes Long Beach Cần Giờ, Vinhomes Hạ Long Xanh, Vinhomes Cam Ranh…

- Vinhomes là đơn vị đón đầu hưởng lợi giai đoạn mới của thị trường bất động sản. Sở hữu tiềm lực tài chính mạnh, chuyên môn pháp lý vượt bậc, cùng hồ sơ năng lực dự án chất lượng cao giúp Vinhomes hưởng lợi rất lợi từ các Luật mới.

Cập nhật

- **KQKD Q1/2025: Doanh số bán mới đạt 35.0 nghìn tỷ VND (+116% YoY)** với hơn 2,200 sản phẩm được kí mới (cùng kỳ: 2,700) chủ yếu nhờ mở bán dự án Vinhomes Wonder City (28.0 nghìn tỷ VND, chiếm 80%) trong tháng 03/2025. **Doanh thu chưa bàn giao tăng, đạt 120 nghìn tỷ VND,** trong đó Vinhomes Wonder City chiếm tỷ trọng cao nhất lên đến **28%.**
- **Định giá:** Vì điều chỉnh thay đổi (1) lợi ích kinh tế mới của Vinhomes tại 2 dự án trọng điểm Wonder City và Global Gate và (2) tăng mức chiết khấu doanh nghiệp nhằm phản ánh rủi ro tập đoàn, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu VHM là **66,500 VND/cp.**

Triển vọng 2025

- Chúng tôi dự phóng doanh thu của VHM năm 2025 đạt **124,899 tỷ VND (+22% YoY)** nhờ bàn giao phần lớn các sản phẩm mới mở bán tại Vinhomes Royal Island và tiếp tục bàn giao tại The Crown, The Empire.
- Lợi nhuận ròng theo đó kỳ vọng đạt: **31,424 tỷ VND (-0.3% YoY).**

Rủi ro: (1) Ách tắc pháp lý, (2) Khan hiếm tín dụng, (3) Tỷ lệ hấp thụ thấp.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	62,393	103,334	102,045	124,899	105,400
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	30,696	35,707	32,425	43,323	38,243
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	28,831	33,125	31,527	31,424	34,414
EPS (đồng)	6,611	7,597	7,665	7,635	8,362
GPM	49.2	34.5	32.2	35.3	36.4
NPM	46.7	32.2	34.3	25,4	33.3
ROE (%)	19.6%	18.3%	15.9%	12.6%	12.3%
P/E (x)	6.2	5.4	6.2	8.7	8.0
P/B (x)	1.3	1.0	1.0	1.2	1.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

05 Phụ lục

Phụ lục 1 –Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
1	Nghị định 76/2025/NĐ-CP	Quy định chi tiết thi hành Nghị quyết số 170/2024/QH15	1/4/2025	1/4/2025
2	Nghị định 75/2025/NĐ-CP	Quy định chi tiết thi hành Nghị quyết số 171/2024/QH15	1/4/2025	1/4/2025
3	Nghị định 123/2024/NĐ-CP	Quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực đất đai	4/10/2024	4/10/2024
4	Nghị định 112/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn về đất trồng lúa	11/9/2024	11/9/2024
5	Nghị định 104/2024/NĐ-CP	Quy định về Quỹ phát triển đất	31/7/2024	01/8/2024
6	Nghị định 103/2024/NĐ-CP	Quy định về tiền sử dụng đất, tiền thuê đất	30/7/2024	01/8/2024
7	Nghị định 102/2024/NĐ-CP	Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Đất đai 2024	30/7/2024	01/8/2024
8	Nghị định 101/2024/NĐ-CP	Quy định về điều tra cơ bản đất đai; đăng ký, cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất và hệ thống thông tin đất đai	29/7/2024	01/8/2024
9	Nghị định 88/2024/NĐ-CP	Quy định về bồi thường, hỗ trợ, tái định cư khi Nhà nước thu hồi đất	15/7/2024	01/8/2024
10	Nghị định 71/2024/NĐ-CP	Quy định về giá đất	27/6/2024	01/8/2024
11	Thông tư 11/2024/TT-BNV	Quy định về lập, quản lý hồ sơ địa giới đơn vị hành chính do Bộ trưởng Bộ Nội vụ ban hành	18/10/2024	18/10/2024
12	Thông tư 12/2024/TT-BTNMT	Hướng dẫn đào tạo, bồi dưỡng, cập nhật kiến thức cho cá nhân hành nghề tư vấn định giá đất; khung chương trình đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ về giá đất	31/7/2024	01/8/2024
13	Thông tư 08/2024/TT-BTNMT	Quy định về thống kê, kiểm kê đất đai và lập bản đồ hiện trạng sử dụng đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục 1 –Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
14	Thông tư 09/2024/TT-BTNMT	Quy định về nội dung, cấu trúc, kiểu thông tin cơ sở dữ liệu quốc gia về đất đai và yêu cầu kỹ thuật đối với phần mềm ứng dụng của Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
15	Thông tư 10/2024/TT-BTNMT	Quy định về hồ sơ địa chính, Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
16	Thông tư 11/2024/TT-BTNMT	Quy định kỹ thuật điều tra, đánh giá đất đai; kỹ thuật bảo vệ, cải tạo, phục hồi đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
17	Thông tư 56/2024/TT-BTC	Quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý, sử dụng phí khai thác và sử dụng tài liệu đất đai từ Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành	31/7/2024	01/8/2024
18	Nghị định 94/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản về xây dựng và quản lý hệ thống thông tin, cơ sở dữ liệu về nhà ở và thị trường bất động sản	24/7/2024	01/8/2024
19	Nghị định 96/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản	24/7/2024	01/8/2024
20	Thông tư 04/2024/TT-BXD	Hướng dẫn về chương trình khung đào tạo, bồi dưỡng kiến thức hành nghề môi giới bất động sản, điều hành sàn giao dịch bất động sản	30/7/2024	01/8/2024
21	Thông tư 49/2024/TT-NHNN	Sửa đổi Thông tư 11/2022/TT-NHNN ngày 30/9/2022 quy định về bảo lãnh ngân hàng (Hiệu lực: 10/12/2024)	25/10/2024	10/12/2024
22	Nghị định 95/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Nhà ở	24/7/2024	01/8/2024
23	Nghị định 98/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Nhà ở về cải tạo, xây dựng lại nhà chung cư	25/7/2024	01/8/2024
24	Nghị định 100/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật nhà ở về phát triển và quản lý nhà ở xã hội	26/07/2024	01/8/2024
25	Thông tư 05/2024/TT-BXD	Hướng dẫn Luật Nhà ở do Bộ trưởng Bộ Xây dựng ban hành	31/7/2024	01/8/2024

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục 2 – NQ đặc thù tháo gỡ nguồn cung

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Nghị quyết số 171/2024/QH15 và Nghị quyết số 161/2024/QH15 là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Cụ thể:

Ba Luật Bất động sản

Đất làm dự án NOTM phải có đất ở (Luật Đất Đai sửa đổi).

Nghị quyết số 171/2024/QH15

Đất làm dự án được mở rộng sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.

Thí điểm tại **khu vực đô thị hoặc khu vực được quy hoạch phát triển đô thị trên toàn quốc.**

Tổng diện tích đất ở trong các dự án thí điểm [...] không vượt quá 30% của phần diện tích đất ở tăng thêm trong kỳ quy hoạch…

Nghị quyết này có hiệu lực thi hành **từ ngày 01 tháng 4 năm 2025** và được thực hiện trong **05 năm.**

Theo báo cáo của bộ TN-MT, trong giai đoạn 2014-2023, có khoảng **189 dự án tại Hà Nội** và **126 dự án tại TPHCM** bị vướng mắc liên quan đến quy định phải có "đất ở". Do đó, chúng tôi kì vọng việc thí điểm cho phép đất khác làm NOTM có thể tháo gỡ **một phần** các dự án bị đứng pháp lý nhiều năm qua. Vì vậy, việc thông qua Nghị định số 76/2025/NĐ-CP của Chính phủ: Quy định chi tiết Nghị quyết số 170/2024/QH15 là tiến triển đáng kể trong việc tháo gỡ khó khăn.

Phụ lục 2 – NQ đặc thù tháo gỡ nguồn cung (tiếp theo)

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Ba Luật Bất động sản

- Chưa có quy định giải quyết cho dự án, đất đai vướng mắc trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án.

Nghị quyết số 161/2024/QH15

- Có phương án giải quyết phù hợp, **xử lý dứt điểm các dự án bất động sản gặp khó khăn, vướng mắc pháp lý, đình trệ** do quá trình triển khai thực hiện kéo dài và pháp luật qua các thời kỳ có sự thay đổi.
- Có giải pháp cụ thể và hướng dẫn các Bộ, ngành, địa phương **tháo gỡ vướng mắc liên quan đến quản lý, sử dụng đất trong quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước**, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp […].
- Khẩn trương ban hành đầy đủ các văn bản quy định chi tiết và tổ chức thi hành có hiệu quả […] Nghị quyết về cơ chế, chính sách đặc thù để **tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với các dự án, đất đai trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án** tại Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Đà Nẵng và tỉnh Khánh Hòa;

Hàng loạt các vướng mắc đã được nêu ra trong NQ cùng quyết tâm tháo gỡ những điểm nghẽn đã tồn tại qua nhiều năm. Lấy ví dụ tại Đà Nẵng, TP này hiện đang phải thực hiện 4 kết luận của Thanh tra Chính phủ (3 bản án của tòa án các cấp đã tuyên) với cả ngàn dự án bị "mắc kẹt". Trong đó, có những vụ việc xảy ra cách đây gần 20 năm được thanh tra kết luận năm 2013 và hiện Đà Nẵng vẫn đang thực hiện. Nghị định số 76/2025/NĐ-CP của Chính phủ được ban hành vào 01/04/2025 đã quy định chi tiết hơn về việc tháo gỡ khó khăn, từ đó kỳ vọng sớm đem tác động tích cực của Nghị quyết 161 đến thị trường bất động sản.

Phụ lục 3 – Tác động của một số chính sách lớn

Chúng tôi đánh giá tác động của một số chính sách lớn lên thị trường BĐS như:

Văn bản	Nội dung	Tác động
Luật Đất đai	Thay thế khung giá đất 5 năm thành bảng giá đất hàng năm, tiệm cận với thị trường.	Bảng giá đất sử dụng cho việc đền bù, GPMB. Do đó, việc sử dụng bảng giá đất mới tiệm cận giá thị trường có thể **thúc đẩy việc GMPB, nhưng cũng vừa gia tăng chi phí đền bù của DN.**
Luật Kinh doanh BĐS	Luật hóa quy định vốn chủ tối thiểu/tổng vốn đầu tư cho các dự án có quỹ đất dưới 20ha là 20% và từ 15% cho dự án có quỹ đất trên 20ha.	Trước đây tỷ lệ VCSH tối thiểu này được đặt ra trong NĐ 02/2022/NĐ-CP, nhưng việc luật hóa cho thấy **VCSH đang được yêu cầu nghiêm ngặt hơn.**
	Công khai thông tin BĐS đưa vào kinh doanh .	Góp phần minh **bạch thị trường BĐS và bảo vệ người mua nhà.**
Nghị định NĐ 96/2024/NĐ-CP về kinh doanh BĐS	Siết quy định tỷ lệ nợ/VCSH tối đa cho dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20ha và trên 20ha tương ứng là 4x và 5.67x.	Quy định này góp phần **giữ ổn định tỷ lệ an toàn tài chính của doanh nghiệp BĐS cũng như sự lành mạnh của thị trường**. Theo đó các doanh nghiệp BĐS có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính vượt quá tỷ lệ quy định có thể bị hạn chế trong việc tiếp tục tăng dư nợ để thực hiện dự án.
Nghị định 71/2024/NĐ-CP về giá đất	Bổ sung nhiều chi phí được tính vào chi phí phát triển thửa đất như chi phí dự phòng cho trượt giá, lãi vay, chi phí tư vấn đầu tư xây dựng, quản lý dự án,…	Chúng tôi kì vọng việc bổ sung nhiều chi phí phát sinh trong quá trình phát triển dự án vào chi phí phát triển thửa đất khi tính tiền sử dụng đất góp phần **hợp lý hóa tiền sử dụng đất cho doanh nghiệp, từ đó ổn định thị trường bất động sản.**
Nghị quyết số 171/2024/QH15	Đất làm dự án được mở rộng sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.	Các Nghị quyết đặc thù là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Chúng tôi kì vọng **các NQ này cùng với các Luật Bất động sản góp phần tháo gỡ vướng mắc cho các dự án đang bị "mắc kẹt". Từ đó thúc đẩy nguồn cung của thị trường từ năm 2025.**
Nghị quyết số 161/2024/QH15	Đề cập đến việc ban hành các chính sách để tháo gỡ vướng mắc cho thị trường BĐS do quá trình cổ phần hóa, do thay đổi môi trường pháp luật,…	

Shinhan Securities

Cổ phiếu đầu tư công

Đẩy mạnh phát triển hạ tầng



Lê Đức Tiến
☎(84-28) 6299-8029
✉tien.ld@shinhan.com

Nội dung

Cổ phiếu đầu tư công – Đẩy mạnh phát triển hạ tầng

1. Cập nhật tình hình đầu tư công

Kế hoạch giải ngân đầu tư tăng trưởng mạnh mẽ đạt VND 875,000 tỷ mạnh mẽ cùng với chiến lược phát triển lược phát triển hạ tầng dài hạn.

2. Cổ phiếu đầu tư công tiềm năng

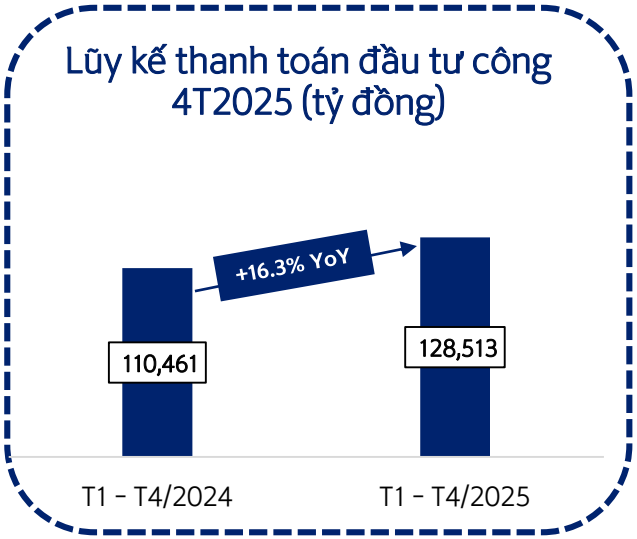
Kết quả kinh doanh Q1/2025 của nhóm cổ phiếu đầu tư công có sự phân hóa mạnh, nhóm cổ phiếu tập trung vào xây dựng hạ tầng đạt được những chuyển biến tích cực.

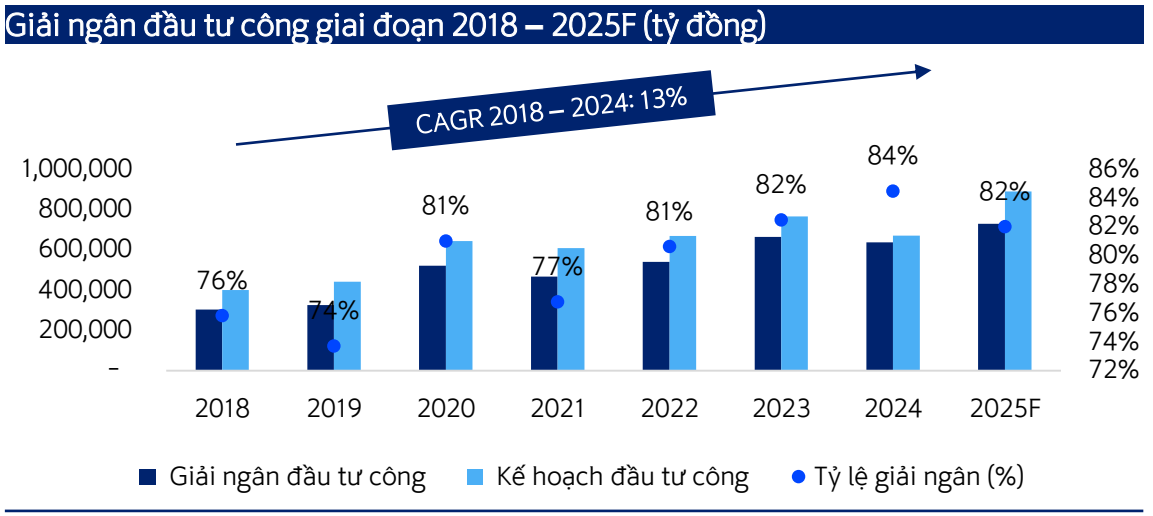
01 Cập nhật tình hình đầu tư công

Kế hoạch giải ngân đầu tư tăng trưởng mạnh mẽ đạt VND 875,000 tỷ mạnh mẽ cùng với chiến lược phát triển lược phát triển hạ tầng dài hạn.

1. Cập nhật tình hình đầu tư công

Đầu tư công mạnh mẽ góp phần thúc đẩy hạ tầng phát triển





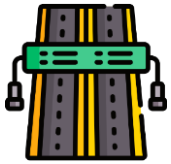
Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

- Báo cáo của Bộ Tài chính cho biết, ước tính giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 30/04/2025 khoảng VND 128,513 tỷ (+16.3 YoY), đạt 14.32% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Tỷ lệ giải ngân trong 4T2025 có sự sụt giảm so với 4T2024 khi giảm từ 15.64% xuống mức 14.32%.
- Nhằm thúc đẩy tình hình giải ngân đầu tư công, Thủ tướng Chính phủ Phạm Minh Chính đã ký Công điện số 32/CĐ-TTg ngày 05/4/2025 đôn đốc các bộ ngành, địa phương đẩy mạnh phân bổ và giải ngân vốn đầu tư công năm 2025.
- Trong năm 2025, Chính phủ điều chỉnh kế hoạch đầu tư công lên khoảng VND 875,000 tỷ (cao hơn so với kế hoạch đã giao trước đó là 790,700 tỷ đồng), tăng 37.7% so với vốn đầu tư công giải ngân trong năm 2024. Điều này được kỳ vọng sẽ tạo nên động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là nhóm cổ phiếu liên quan đầu tư công.

1. Cập nhật tình hình đầu tư công

Đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng thúc đẩy kết nối nền kinh tế hiệu quả hơn

Cơ sở hạ tầng 2024



Quốc lộ: Tổng chiều dài đạt 25,551/ 170 tuyến
Cao tốc đạt: 2,021 km



Hệ thống cảng biển: 864.4 triệu tấn/ năm



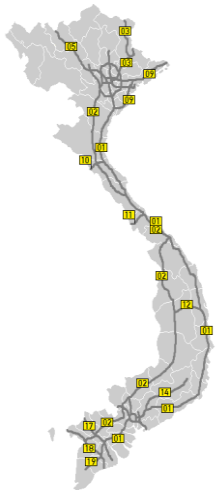
Hệ thống đường sắt: 7 tuyến đi qua 34 tỉnh thành
Tổng chiều dài 3,143 km



Hệ thống sân bay: Có 22 sân bay bao gồm 9 sân bay quốc tế và 13 sân bay nội địa.

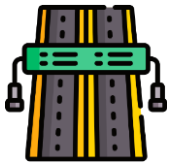


Hệ thống đường thủy nội địa: 310 Cảng thủy nội địa, 20 tuyến
Tổng trọng tải: 23.5 triệu tấn



Kế hoạch Chính phủ đến 2030

Kế hoạch đến 2030



Quốc lộ: Tổng chiều dài đạt 32,000 km/174 tuyến
Cao tốc đạt: 5,000 km



Hệ thống cảng biển: công suất đạt từ 1,140 đến 1,423 triệu tấn



Hệ thống đường sắt: Xây thêm 9 tuyến đường sắt với tổng chiều dài 2,362 km



Hệ thống sân bay: Đạt 28 sân bay, trong đó có 14 sân bay quốc tế và 14 sân bay nội địa



Hệ thống đường thủy nội địa: Đầu tư nâng cấp 19 tuyến

1. Cập nhật tình hình đầu tư công



Các dự án hạ tầng góp phần phát triển KCN

Triển vọng đầu tư các dự án hạ tầng mạnh mẽ trong giai đoạn 2020 - 2030

- Tổng cộng VND 1,874 nghìn tỷ sẽ được đầu tư trong giai đoạn 2021 – 2030 cho các dự án hạ tầng trên cả nước. Trong đó hạ tầng đường bộ chiếm 48% nguồn ngân sách nhà nước.
- Tính đến tháng 12 năm 2024, Việt Nam đã đưa vào khai thác hơn 2,000 km đường bộ cao tốc. Chính phủ đã đặt mục tiêu đến năm 2025, cả nước sẽ có khoảng 3,000 km đường cao tốc và kế hoạch đến năm 2030 đạt 5,000 km đường cao tốc.

Các dự án hạ tầng giúp kết nối hiệu quả góp phần thu hút vốn FDI

- Các dự án hạ tầng đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút các công ty nước ngoài đầu tư các cơ sở tại Việt Nam. Việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ giúp kết nối nền kinh tế tốt hơn. Qua đó, gia tăng hiệu quả trong việc vận chuyển hàng hóa, nguyên liệu trong nước, góp phần đẩy mạnh hiệu quả sản xuất và giảm thiểu chi phí. Bên cạnh đó, hạ tầng phát triển sẽ hỗ trợ kết nối với các cảng biển và sân bay quan trọng, giúp đẩy mạnh xuất khẩu.

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

1. Cập nhật tình hình đầu tư công

Các dự án đầu tư công trọng điểm

Tên dự án	Thời gian	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tình hình đầu tư của các dự án
Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2	2023 – 2025	146,990	Dự kiến hoàn thành toàn bộ vào cuối năm 2025, chia thành ba mốc chính: 30/4 (4 đoạn: Bãi Vọt – Hàm Nghi, Hàm Nghi – Vũng Áng, Bùng – Vạn Ninh, Vân Phong – Nha Trang), 02/09 (5 đoạn: Vũng Áng – Bùng, Vạn Ninh – Cam Lộ, Hoài Nhơn – Quy Nhơn, Quy Nhơn – Chí Thạnh, Chí Thạnh – Vân Phong), 31/12 (3 đoạn: Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Cần Thơ – Hậu Giang, Hậu Giang – Cà Mau).
Đường vành đai 3 (Hồ Chí Minh)	2022 – 2026	75,378	Toàn bộ 4 tỉnh Bình Dương, Hồ Chí Minh, Đồng Nai và Long An đã hoàn thành việc giải phóng mặt bằng. Dự án dự kiến thông xe hơn 21 km vào cuối năm 2025 và 55 km còn lại vào ngày 30/04/2026.
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	2022 – 2026	85,813	Công tác giải phóng mặt bằng đi qua các tỉnh thành đạt trên 95%, tổng thể tiến độ thi công của các dự án thành phần thuộc dự án vành đai 4 (Hà Nội) đã đạt khoảng 20%.
Sân bay Long Thành giai đoạn 1	2020 – 2026	114,451	Dự án Sân bay Long Thành giai đoạn 1 gồm 4 dự án thành phần, trong đó các dự án 1, 2 và 3 đã đạt hoặc vượt tiến độ, nhưng dự án thành phần 4 còn chậm. Gói thầu 5.10, hạng mục lớn nhất của nhà ga hành khách, đến tháng 10/2024 đã hoàn thành 30.4% khối lượng, tương đương VND 10,110 tỷ.

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

1. Cập nhật tình hình đầu tư công

Triển vọng dài hạn với các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng trong tương lai



Dự án cao tốc bắc nam giai đoạn 3

- Tổng chiều dài dự kiến: 361 km
- Thời gian thực hiện dự án: 2026 – 2030
- Tổng mức đầu tư: VND 69,123 tỷ
- Các đoạn đường chính: Đoạn Bãi Vọt (Hà Tĩnh) - Cam Lộ (Quảng Trị), đoạn Quảng Ngãi - Nha Trang (Khánh Hòa), đoạn Cần Thơ - Cà Mau



Dự án đường sắt tốc độ cao trên trục Bắc - Nam

- Tổng chiều dài dự kiến: Khoảng 1,541 km, kết nối Hà Nội và TP.HCM, đi qua 20 tỉnh, thành phố
- Thời gian thực hiện dự án: 2025 - 2026 (lập và phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi, thiết kế kỹ thuật tổng thể), 2027 – 2030 (khởi công xây dựng)
- Tổng mức đầu tư: VND 1,713,548 tỷ (tương đương USD 67.3 tỷ)
- Tốc độ thiết kế: 350 km/h, giúp giảm thời gian di chuyển giữa hai đầu đất nước xuống còn khoảng 5 giờ.

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

1. Cập nhật tình hình đầu tư công

Triển vọng dài hạn với các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng trong tương lai



Dự án đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh

- Tổng chiều dài dự kiến: Tổng chiều dài khoảng 360 km, gồm ba đoạn chính:Lào Cai – Hà Nội
- Thời gian thực hiện dự án: 2021 - 2023 (khảo sát và thiết kế), 2023 – 2025 (Hoàn thành các thủ tục đầu tư giải phóng mặt bằng và triển khai xây dựng các đoạn đầu tiên), 2026 – 2030 (thi công)
- Tổng mức đầu tư: VND 203,231tỷ (tương đương USD 8.3 tỷ)
- Tăng cường kết nối giao thương nội địa và quốc tế, đặc biệt là thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc qua cửa khẩu Lào Cai.



Dự án Cảng Quốc tế Cần Giờ

- Dự kiến diện tích khoảng 500 – 700 ha, cảng được thiết kế đủ khả năng tiếp nhận tàu trọng tải lớn đến 100,000 – 200,000 DWT
- Thời gian thực hiện dự án: 2023 - 2025 (hoàn thiện các thủ tục pháp lý), 2026 – 2033 (khởi công xây dựng)
- Tổng mức đầu tư: Khoảng VND 35.000 – 50.000 tỷ (tương đương khoảng USD 1.5 – 2.1 tỷ)

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

1. Cập nhật tình hình đầu tư công

Triển vọng tiềm năng với các tuyến Metro ở Hồ Chí Minh



Tuyến metro	Lộ trình	Chiều dài (km)	Trạng thái hiện tại	Thời gian bắt đầu thi công	Thời gian hoàn thành dự kiến	Tổng mức đầu tư (ước tính, tỷ VND)
Metro số 1	Bến Thành – Suối Tiên	19.7	Đã hoàn thành, vận hành từ 22/12/2024	2012	2024	43,757
Metro số 2	Bến Thành – Tham Lương	11.8	Đang thi công, giải phóng mặt bằng gần hoàn tất	Dự kiến cuối năm 2025	2029–2030	47,890
Metro số 3	Bến Thành – Tân Kiên (giai đoạn 1)	20	Đang lập báo cáo nghiên cứu khả thi	Chưa khởi công	2030	66,900
Metro số 4	Thạnh Xuân – Hiệp Phước	35.75	Chuẩn bị đầu tư, dự kiến khởi công sau quý II/2026	Dự kiến cuối năm 2026	2030	109,680
Metro số 5	Ngã tư Bảy Hiền – Cầu Sài Gòn (giai đoạn 1)	8.9	Đã hoàn tất báo cáo nghiên cứu tiền khả thi	Dự kiến năm 2027	2032	40,000 – 45,000
Metro số 6	Bà Quẹo – Phú Hữu	15.7	Đang kêu gọi đầu tư	Dự kiến quý II/2027	2035	60,000
Metro số 7	Nguyễn Văn Linh – Củ Chi	30	Đang nghiên cứu	Dự kiến 2027–2028	2035	75,000
Metro số 8	Chợ Lớn – Củ Chi	20	Đang nghiên cứu	Dự kiến 2027–2028	2035	70,000

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

1. Cập nhật tình hình đầu tư công

Triển vọng tiềm năng với các tuyến Metro ở Hà Nội



Tuyến metro	Lộ trình	Chiều dài (km)	Trạng thái hiện tại	Thời gian bắt đầu thi công	Thời gian hoàn thành dự kiến	Tổng mức đầu tư (ước tính, tỷ VND)
Metro số 1	Yên Viên – Ngọc Hồi	12.5	Đang thi công, đang làm nhà ga và đường ray	2016	2025	35,000
Metro số 2	Nam Thăng Long – Trần Hưng Đạo	11.5	Đang thi công, đã hoàn thành nhiều hạng mục	2010	2024	38,000
Metro số 3	Nhổn – Ga Hà Nội	13.1	Đang xây dựng, một số đoạn đã hoàn thành	2010	2026	28,000
Metro số 4	Cổ Loa – Hòa Lạc	38	Đang lập báo cáo nghiên cứu khả thi	Chưa khởi công	2030	55,000
Metro số 5	Văn Cao – Ngọc Khánh	14.3	Đang chuẩn bị đầu tư	Chưa khởi công	2032	40,000
Metro số 6	Văn Giang – Yên Viên	15.5	Đang nghiên cứu lập dự án	Chưa khởi công	2035	50,000
Metro số 7	Tây Hồ – Sân bay Nội Bài	17.6	Đang nghiên cứu	Chưa khởi công	2035	60,000

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

02

Cổ phiếu đầu tư công tiềm năng

Kết quả kinh doanh Q1/2025 của nhóm cổ phiếu đầu tư công có sự phân hóa mạnh, nhóm cổ phiếu tập trung vào xây dựng hạ tầng đạt được những chuyển biến tích cực.

2. Cổ phiếu đầu tư công tiềm năng

Tình hình giải ngân các dự án đầu tư công quan trọng trong năm 2025

Tên dự án	Kế hoạch giải ngân trong năm 2025 (tỷ đồng)	Lũy kế giải ngân đến 31/03/2025 (tỷ đồng)	Tỷ lệ giải ngân (%)
Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2	32,135.9	1,690.2	**5.3%**
Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột giai đoạn 1	5,588.6	896.0	**16.0%**
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu giai đoạn 1	5,006.9	245.1	**4.9%**
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng giai đoạn 1	10,845.5	646.1	**6.0%**
Vành đai 4 – Hà Nội	10,996.8	665.3	**6.0%**
Vành đai 3 – Tp Hồ Chí Minh	14,299.6	414.5	**2.9%**
Đường Hồ Chí Minh	5,354.3	223.5	**4.2%**
Cảng hàng không quốc tế Long Thành	253.9	3.7	**1.5%**
Đường sắt tốc độ cao trên trục Bắc - Nam	150.0	-	**0.0%**
...			
Tổng cộng	**87,533**	**4,813**	

Nguồn: Bộ Tài chính, Shinhan Securities Vietnam

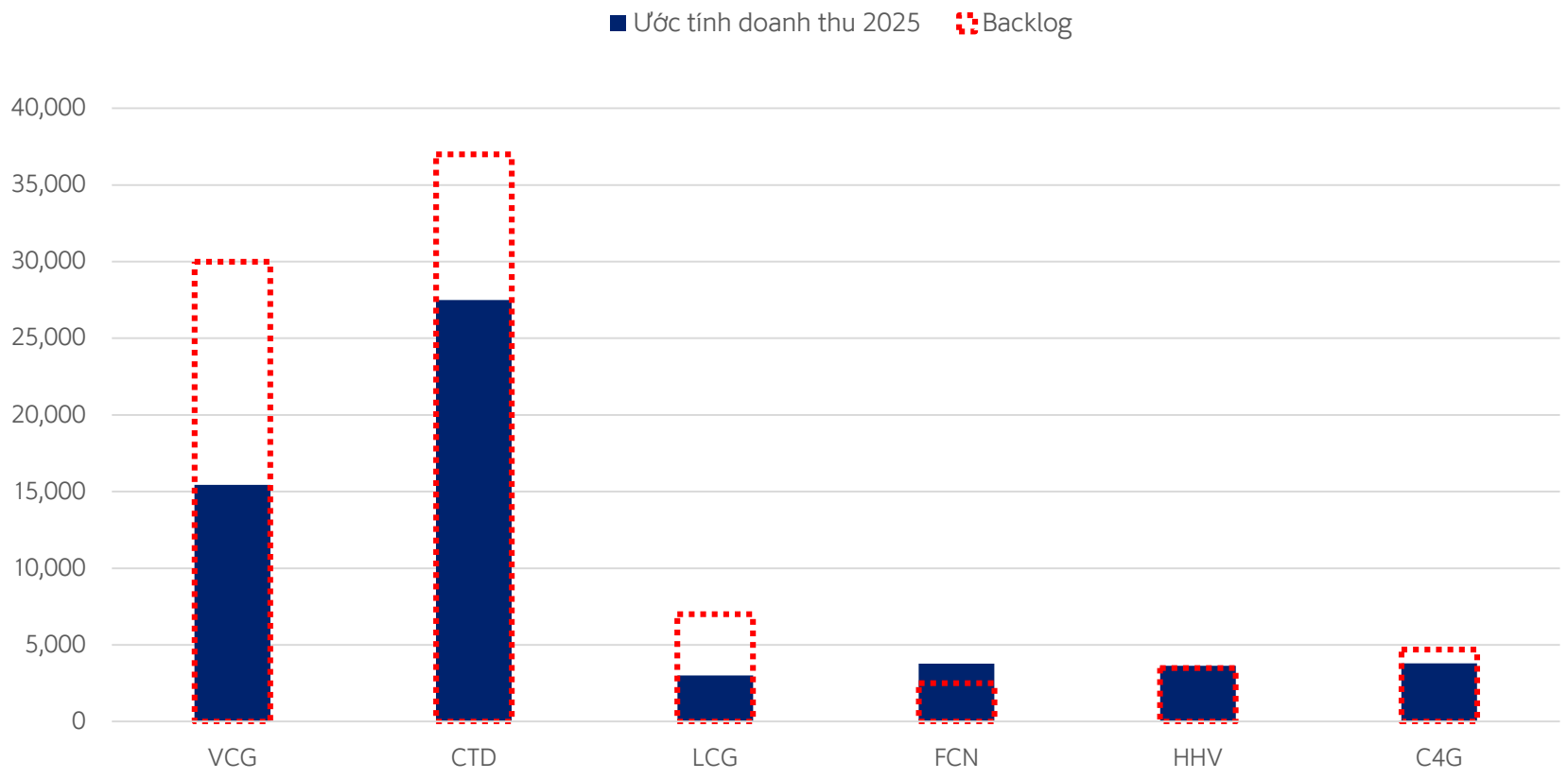
2. Cổ phiếu đầu tư công tiềm năng

Thông tin dự án				Giá trị hợp đồng của các công ty trên sàn chứng khoán (tỷ đồng)			
	Chiều dài (km)	Giá trị đầu tư	Thời gian hoàn thành	VCG	LCG	HHV	C4G
Bãi Vọt - Hàm Nghi	36	7,403	30/04/2025	6,044			
Hàm Nghi - Vũng Áng	54	10,185					
Vân Phong - Nha Trang	83	12,906			5,365		
Bùng - Vạn Ninh	51	10,526					3,939
Vũng Áng - Bùng	58	11,785	02/09/2025	5,300	5,400		
Vạn Ninh - Cam Lộ	68	10,591					
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	69	12,544					
Quy Nhơn - Chí Thạnh	62	12,298		3,055			
Chí Thạnh - Vân Phong	51	10,601				4,393	
Quãng Ngãi - Hoài Nhơn	88	20,898	31/12/2025			14,700	
Cần Thơ - Hậu Giang	37	9,768					
Hậu Giang - Cà Mau	72	17,485					7,256
Tổng cộng	**729**	**146,990**		**14,399**	**10,765**	**19,093**	**11,195**

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

2. Cổ phiếu đầu tư công tiềm năng

Ước tính doanh thu và backlog của các doanh nghiệp xây dựng năm 2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

2. Cổ phiếu đầu tư công tiềm năng

Mã	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Dự phóng DT 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (% YoY)	Dự phóng LNST 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên lợi nhuận ròng TTM (%)	ROA – TTM (%)	ROE – TTM (%)	Chỉ số thanh toán tiền mặt	D/E	P/E – TTM	P/B – TTM
VCG	22,350	23,800	6%	13,379	15,448	20%	1,233	11%	6%	2%	7%	0.11	0.78	22.12	1.60
CTD	83,600	96,407	15%	8,354	27,487	20%	459	24%	1%	1%	4%	0.12	0.32	25.01	0.93
LCG	9,820	13,200	34%	1,896	3,016	7%	151	25%	4%	2%	5%	0.02	0.42	14.28	0.71
FCN	14,250	15,500	9%	2,244	3,780	12%	179	495%	1%	0%	0%	0.06	1.20	(438.40)	0.93
HHV	12,600	15,300	21%	5,969	3,639	10%	640	29%	17%	1%	5%	0.05	1.67	11.10	1.03
C4G	7,500	11,300	51%	2,654	3,805	17%	243	36%	5%	2%	4%	0.06	0.72	17.60	0.69

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: SSV Research, Bloomberg, Fiipro, Báo cáo công ty
Dữ liệu tại ngày 27/05/2025

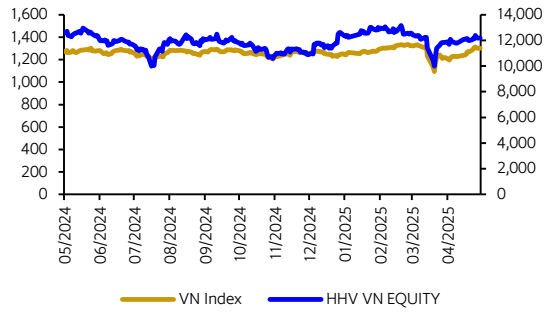
- Trong quý 1/2025, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành xây dựng ghi nhận sự phân hóa rõ rệt. Nhóm doanh nghiệp hoạt động trong mảng xây dựng dân dụng chịu ảnh hưởng tiêu cực với doanh thu và lợi nhuận suy giảm. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự phục hồi chậm của thị trường bất động sản, đi kèm với nguồn cung hạn chế trong giai đoạn đầu năm. Ngoài ra, chi phí đầu vào tăng do giá vật liệu xây dựng leo thang cũng là yếu tố gây áp lực lên biên lợi nhuận của nhóm doanh nghiệp này.
- Ngược lại, nhóm doanh nghiệp tập trung vào xây dựng hạ tầng như HHV và LCG ghi nhận kết quả tích cực trong quý đầu năm. Đáng chú ý, mảng BOT tiếp tục là động lực hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận cho cả hai doanh nghiệp, bên cạnh hoạt động xây lắp truyền thống.
- Dựa trên năng lực thi công, kinh nghiệm triển khai các dự án hạ tầng quy mô lớn và khả năng kiểm soát biên lợi nhuận hiệu quả, chúng tôi đánh giá tích cực và ưu tiên lựa chọn cổ phiếu HHV trong nhóm ngành xây dựng.

CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả – (HOSE: HHV)

DEOCA INFRASTRUCTURE

Giá mục tiêu (12 tháng)	**15,300VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	12,600VND
Suất sinh lời (%)	21%
VNINDEX	1,340
Market P/E (x)	10.7
Vốn hóa (tỷ VND)	5,969
SLCP lưu hành (triệu CP)	474
Tự do giao dịch (triệu CP)	397
52-tuần cao/thấp (VND)	13,450/9,720
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.64
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	94
Cổ đông lớn (%) CTCP Đầu tư Hải Thạch B.O.T	14.68
Cổ đông lớn (%) CTCP Đầu tư Hạ tầng Miền Bắc	7.84

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-6.2	15.1	-2.6
So với VNIndex(%)	-7.2	7.1	-4.8



Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ tháo gỡ nút thắt pháp lý

Công ty cổ phần Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả (HoSE: HHV) được thành lập năm 1974, HHV là chủ đầu tư, nhà quản lý vận hành các công trình hạ tầng giao thông hàng đầu Việt Nam. HHV hoạt động chủ yếu thông qua các dự án đầu tư các dự án BOT hạ tầng giao thông đường bộ (chiếm khoảng 70% doanh thu) và các hoạt động thi công xây lắp các công trình đường bộ (chiếm khoảng 25% doanh thu).

HHV công bố kết quả kinh doanh quý 1/2025 với doanh thu đạt 735 tỷ đồng (+7% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 173 tỷ đồng (+52% YoY). Doanh thu từ mảng BOT đạt 526 tỷ đồng, với biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 66% (Q1/2024) lên 70% (Q1/2025), chủ yếu nhờ lưu lượng phương tiện tăng và việc trạm thu phí cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo đi vào vận hành từ tháng 5/2024.

Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng chuyển tiếp (backlog) của HHV đạt trên 3.500 tỷ đồng, chủ yếu đến từ các dự án lớn như Đồng Đăng – Trà Lĩnh, Hữu Nghị – Chi Lăng và TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành. Việc tăng tỷ lệ sở hữu tại một số dự án trọng điểm như Cam Lâm – Vĩnh Hảo, Hữu Nghị – Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh dự kiến sẽ đóng góp tích cực cho tăng trưởng doanh thu BOT.Chúng tôi kỳ vọng mức phí BOT sẽ điều chỉnh tăng khoảng 6%, trong khi lưu lượng phương tiện tăng nhẹ sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng doanh thu.

Dự báo năm 2025, HHV có thể đạt doanh thu 3.639 tỷ đồng (+10% YoY) và lợi nhuận sau thuế khoảng 639 tỷ đồng (+35% YoY). Về dài hạn, các dự án quy mô lớn như cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 3 và tuyến đường sắt Bắc – Nam sẽ mở ra dư địa tăng trưởng backlog và cơ hội đấu thầu hấp dẫn cho HHV trong tương lai.

Rủi ro:

(1) Rủi ro độ triển khai các dự án đầu tư công chậm;

(2) Biến động giá nguyên vật liệu xây dựng.

(3) Chi phí lãi vay ở mức cao.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,726	2,629	3,308	3,639	3,821
LN từ HĐKD (tỷ VND)	301	1,020	1,272	1,391	1,461
OPM (%)	11.1	10.7	38.5	38.2	38.2
LNST công ty mẹ (tỷ VND)	152	130	405	548	612
NPM (%)	5.6	5	12.24	15.05	16.02
EPS	746	410	937	1,267	1,416
ROE (%)	8.2	4.2	4.82	5.78	6.25
P/E (x)	11.9	28.5	12.4	9.32	8.33
P/B (x)	0.9	1.1	0.5	0.45	0.44

Shinhan Securities

Ngành Thép

Hướng về nội địa



Hương Lê
☎ (84-28) 3243-0357
✉ huong.lt@shinhan.com

Nội dung

Ngành Thép – Hướng về nội địa

1. Thị trường Thép thế giới

   Sản lượng thép tại các thị trường trọng yếu sụt giảm trong 3T/2025

   Chủ nghĩa bảo hộ trên toàn cầu tạo ra rào cản mới cho ngành thép.

2. Thị trường Thép Việt Nam

   Sản lượng thép hồi phục, động lực từ thị trường nội địa

   Xuất khẩu thép sụt giảm so với cùng kỳ

   Bức tranh kinh doanh các doanh nghiệp ngành thép

3. Triển vọng ngành Thép 2025-2026

   Bất động sản hồi phục nhờ pháp lý được khơi thông

   Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm

   Biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện

   Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập.

4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu Thép

   HPG

01

Thị trường thép thế giới

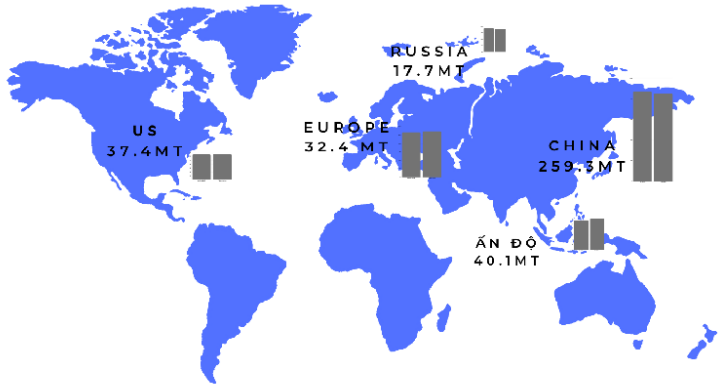
Ngành thép thế giới đã bước qua giai đoạn đầy thách thức trong Q1/2025 với nhiều yếu tố rào cản: (1) Chủ nghĩa bảo hộ thương mại trên toàn cầu; (2) Áp lực bởi làn sóng thép giá rẻ từ Trung Quốc và tình trạng mất cân bằng cung – cầu dai dẳng tại nước này. Tuy nhiên, diễn biến giá nguyên vật liệu bao gồm quặng sắt và than cốc neo ở mức thấp là yếu tố hỗ trợ ngành thép đứng vững trước giai đoạn bất ổn của thị trường thế giới.

1. Thị trường Thép thế giới

Sản lượng thép tại các thị trường trọng yếu sụt giảm trong 3T/2025

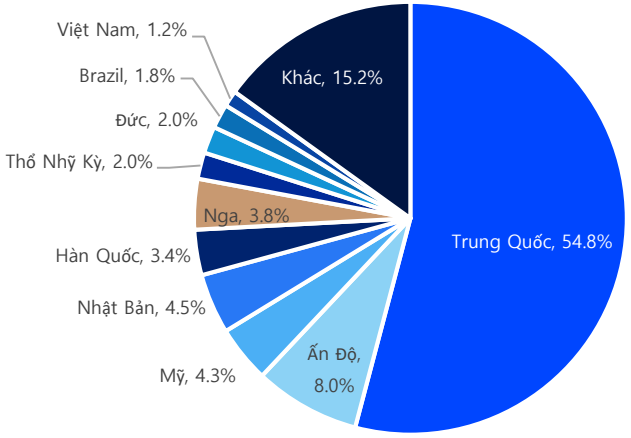
- Trong 3 tháng đầu năm 2025, sản lượng thép thô toàn cầu đã đạt 468 triệu tấn, giảm 0.4% YoY. Trong đó, Trung Quốc – nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới ghi nhận sản lượng 259.3 triệu tấn, +0.6% YoY (chủ yếu nhờ sản lượng xuất khẩu, trái lại với nhu cầu trong nước vẫn yếu đặc biệt tại lĩnh vực Bất động sản). Ngoài ra, Ấn Độ tiếp tục là điểm sáng khi ghi nhận tăng trưởng (40.1 triệu tấn, +6.8% YoY) nhờ đẩy mạnh đầu tư hạ tầng và công nghiệp. Hiện tại, Việt Nam đang đứng thứ 13 trên thế giới về sản lượng sản xuất thép (3.28 triệu tấn, +6.4% YoY).
- Nhìn chung, ngành thép toàn cầu tiếp tục gặp khó khăn trong quý đầu năm. Nguyên nhân là do nhu cầu xây dựng dân dụng và cơ sở hạ tầng yếu trong bối cảnh biến động kinh tế toàn cầu, và chủ nghĩa bảo hộ tiếp diễn ở nhiều quốc gia lớn gây ra tình trạng căng thẳng thương mại kéo dài.

Sản lượng sản xuất Thép tại các quốc gia chủ lực 3T/2025 so với cùng kỳ



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

Sản xuất thép theo khu vực 3T/2025

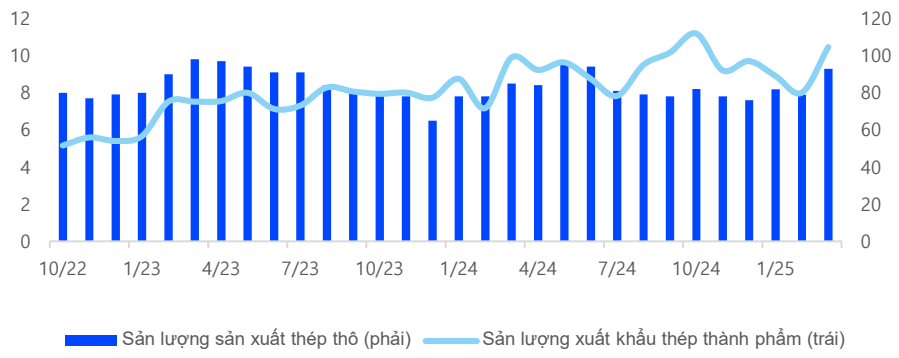


Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

1. Thị trường Thép thế giới

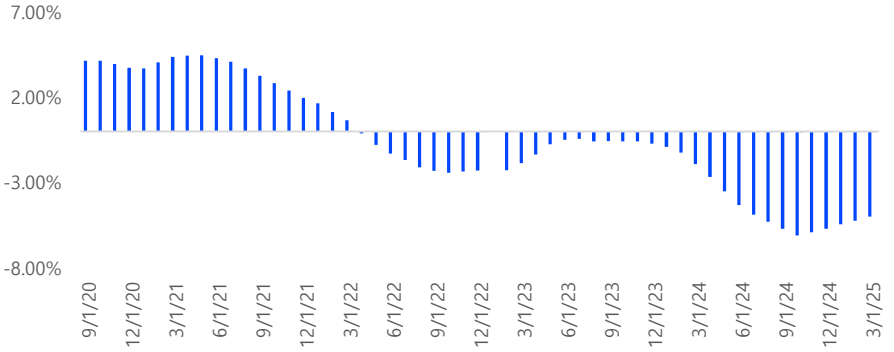
Thị trường bất động sản Trung Quốc: "Chờ đợi ánh sáng cuối đường hầm"

Sản lượng thép Trung Quốc theo tháng (triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng giá nhà Trung Quốc (YoY)



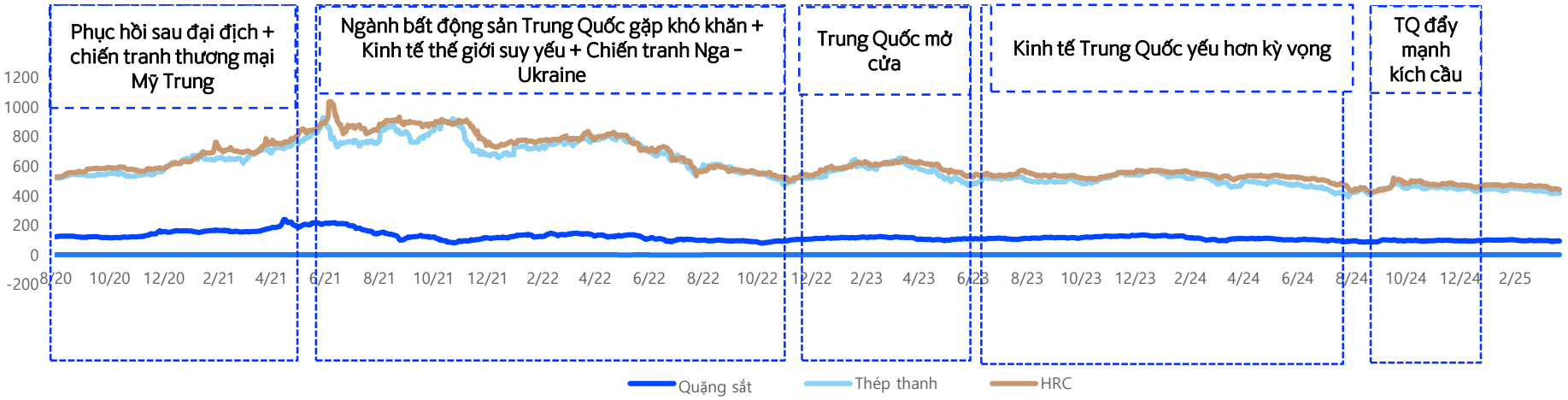
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng sản xuất thép thô Trung Quốc phục hồi nhẹ trong Q1/2025, đạt 259.3 triệu tấn, tăng 0.6 % YoY; chủ yếu nhờ sản lượng xuất khẩu phục hồi. Đáng chú ý, giá nhà Trung Quốc tiếp tục sụt giảm trong Q1/2025, cho thấy thị trường Bất động sản Trung Quốc vẫn đối mặt với nhiều thách thức.
- Xuất khẩu thép thành phẩm Trung Quốc ghi nhận tăng mạnh trong Q1/2025, đạt 27.42 triệu tấn (+6.3% YoY). Nguyên nhân là do (1) đồng CNY yếu đi khiến giá thép Trung Quốc trở nên cạnh tranh hơn trong Q1/2025 khi giảm 11% YoY; (2) các nước tăng cường nhập khẩu thép Trung Quốc trước khi chính sách thuế bảo hộ có hiệu lực.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong các quý còn lại của năm 2025, xuất khẩu thép Trung Quốc sẽ suy giảm do (1) thuế chống bán phá giá đối với thép Trung Quốc được áp dụng tại nhiều quốc gia, (2) xung đột thương mại Mỹ Trung có thể gia tăng dưới thời tổng thống Donald Trump, từ đó hạn chế lượng thép Trung Quốc nhập khẩu vào Mỹ.

1. Thị trường Thép thế giới

Giá thép Trung Quốc kéo dài đà giảm

Giá quặng sắt và than cốc thế giới (USD/Tấn)



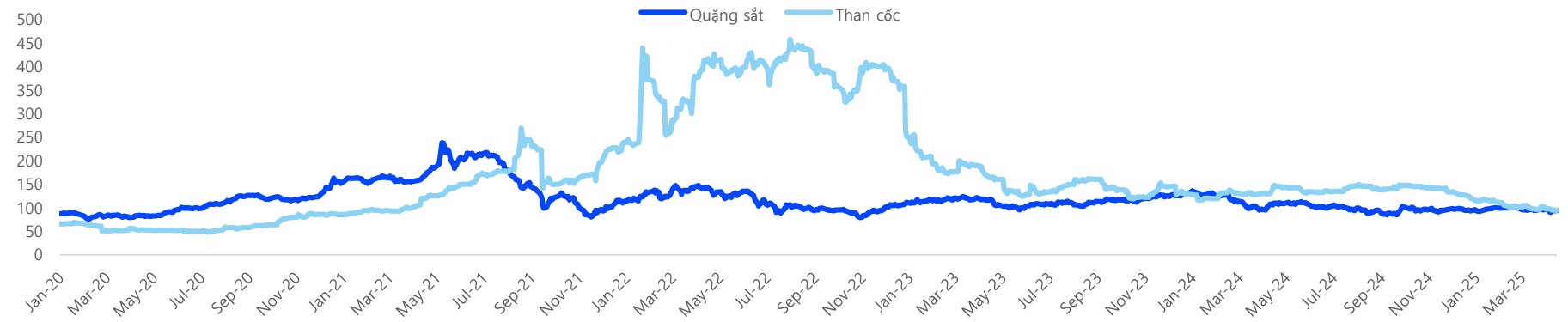
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Giá thép HRC và thép thanh tại Trung Quốc giảm lần lượt 10.8% YoY và 11.3% YoY trong Q1/2025. Nguyên nhân là do nhu cầu nội địa tiếp tục suy yếu: (1) thị trường Bất động sản chưa có dấu hiệu hồi phục khi doanh số bán nhà mới sụt giảm 11.4%YoY trong T3/2025 và giá nhà tăng trưởng âm 3 năm liên tiếp; (2) Tình trạng dư thừa nguồn cung kéo dài.
- Chúng tôi dự báo nhu cầu thép Trung Quốc vẫn tiếp tục suy yếu đến hết năm 2025 khi thị trường bất động sản nước này chưa có dấu hiệu hồi phục. Theo đó, giá thép HRC và thép thanh có thể sẽ tiếp tục điều chỉnh nhẹ trong quý tiếp theo (quanh mốc 450-470 USD/tấn) và sẽ phục hồi từ cuối Q4/2025 nhờ dư cung hạ nhiệt khi các nhà máy thép Trung Quốc tham gia cắt giảm sản lượng theo chính sách của chính phủ.

1. Thị trường Thép thế giới

Giá nguyên liệu đầu vào giảm giúp giữ vững biên lợi nhuận đối với ngành thép

Giá quặng sắt và than cốc thế giới (USD/Tấn)



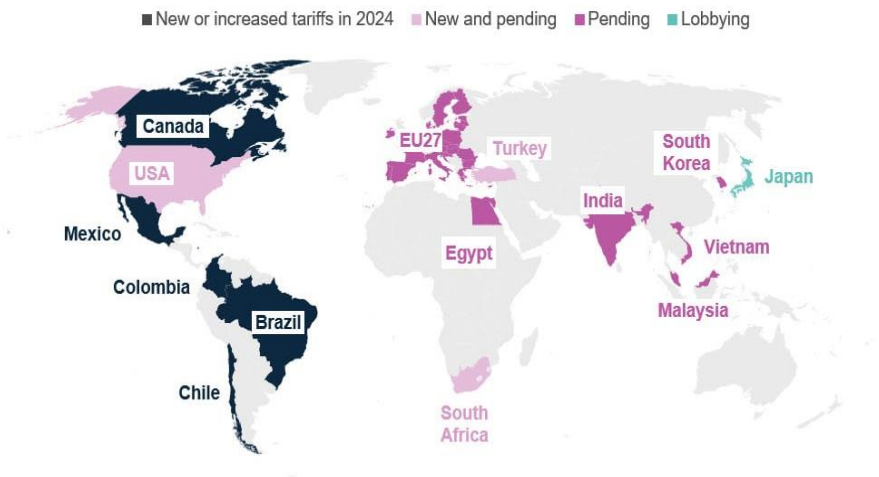
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Giá nguyên vật liệu đầu vào chính tiếp tục sụt giảm trong Q1/2025. Cụ thể, giá than luyện cốc đã giảm 25% YoY, còn 102 USD/tấn do (1) tình trạng dư thừa nguồn cung thép tại Trung Quốc khiến nhu cầu nguyên liệu đầu vào suy giảm, (2) nguồn cung than tăng tại Úc và Trung Quốc, (3) chính sách điều tiết giá than của Trung Quốc. Giá quặng sắt cũng đã giảm 11.4% YoY, còn 95 USD/tấn do (1) các nhà khai thác quặng sắt lớn như Vale(Brazil), Rio Tinto (Úc) duy trì sản lượng cao, (2) nhu cầu yếu tại Trung Quốc.
- Chúng tôi cho rằng giá than cốc và quặng sắt sẽ tiếp tục neo ở mặt bằng thấp trong 3 quý tới, có thể đạt lần lượt 100 USD/tấn và 90 USD/tấn với kỳ vọng (1) tăng nguồn cung xuất khẩu tại Úc, (2) nhu cầu sản xuất thép tại Trung Quốc tiếp tục suy yếu trong năm 2025, (3) Chiến tranh thương mại gián tiếp làm giảm nhu cầu nguyên vật liệu.

1. Thị trường Thép thế giới

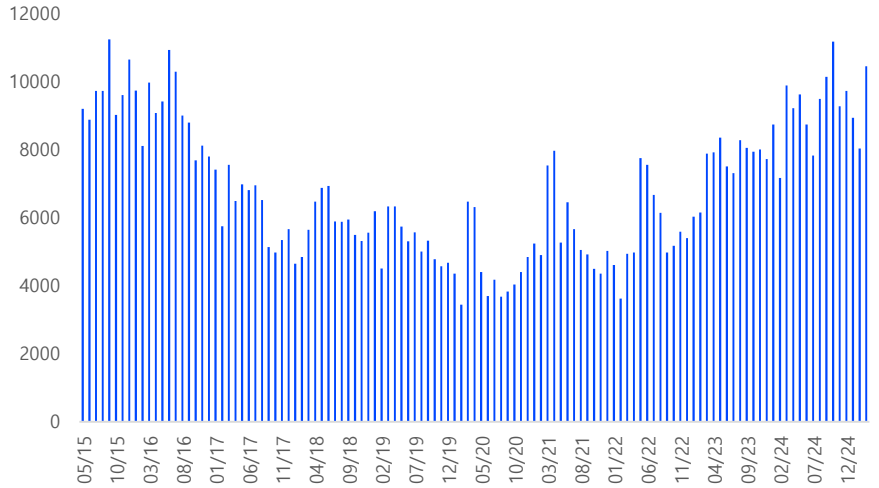
Chủ nghĩa bảo hộ trên toàn cầu tạo ra rào cản mới cho ngành thép

Làn sóng thuế chống bán phá giá trên toàn cầu



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

Xuất khẩu thép Trung Quốc theo tháng (ngàn tấn)



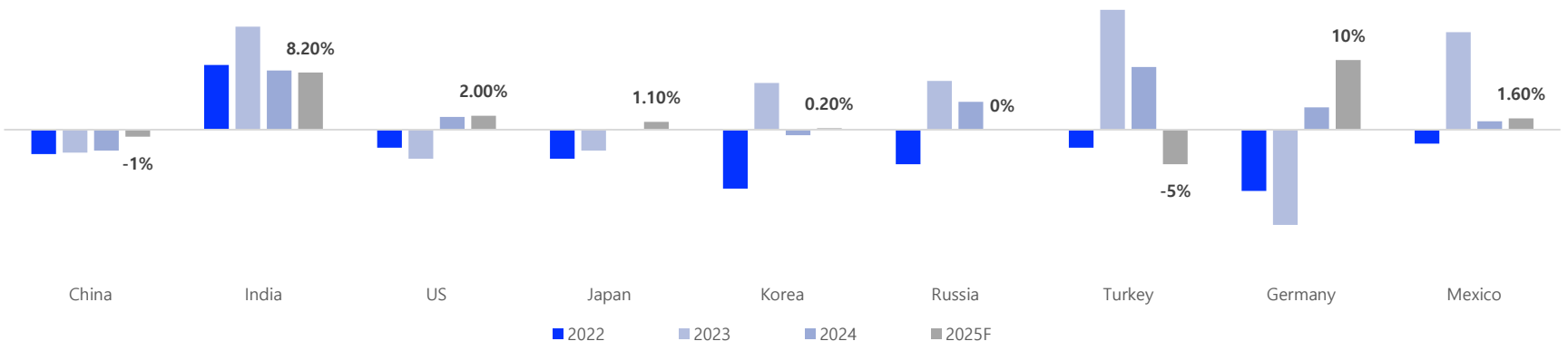
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Chủ nghĩa bảo hộ đang là hiện tượng dài hạn có thể thay đổi cấu trúc ngành thép toàn cầu. Cụ thể, theo OECD, có hơn 240 biện pháp phòng vệ thương mại đối với sản phẩm thép trên toàn cầu tính đến hết Q1/2025. Trong đó, Trung Quốc là đối tượng nhắm đến của hơn 60 vụ kiện về bán phá giá. Việt Nam cũng đã chính thức áp dụng thuế CBPG với sản phẩm HRC và tôn mạ từ Trung Quốc, Ấn Độ và Hàn Quốc tính đến Q1/2025.
- Về tác động, chính sách bảo hộ này tạo ra rào cản mới cho ngành thép: (1) sụt giảm đơn hàng xuất khẩu; (2) gián đoạn dòng chảy thương mại truyền thống, các nước ảnh hưởng phải tìm thị trường thay thế hoặc đầu tư nhà máy tại các nước trung gian để né thuế; (3) Các thị trường mới nổi như Indonesia, Việt Nam, Ấn Độ đối mặt với rủi ro trở thành thị trường thay thế cho thép giá rẻ từ Trung Quốc.

1. Thị trường Thép thế giới

Hiệp hội thép thế giới dự báo tăng trưởng nhu cầu thép toàn cầu

Dự báo tăng trưởng nhu cầu thép thế giới WSA



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Hiệp hội Thép thế giới (WSA) dự báo nhu cầu thép toàn cầu **+1.2% YoY**, tương ứng sản lượng 1.77 tỷ tấn trong năm 2025, sau 3 năm tăng trưởng âm liên tiếp.
- Cụ thể, WSA cho rằng kinh tế toàn cầu đang phải đối mặt với nhiều khó khăn và bất ổn địa chính trị, căng thẳng thương mại khiến hoạt động sản xuất tiếp tục suy yếu, sức mua suy giảm ở hầu hết các nền kinh tế lớn. Theo đó, WSA dự kiến nhu cầu tiêu thụ thép tại một số quốc gia chủ lực như Trung Quốc (2025: -1% YoY), Ấn Độ (2025: +8.5% YoY)… Trong khi khu vực ASEAN được dự đoán sẽ tăng trưởng ổn định (2025: +3.5% YoY).

02

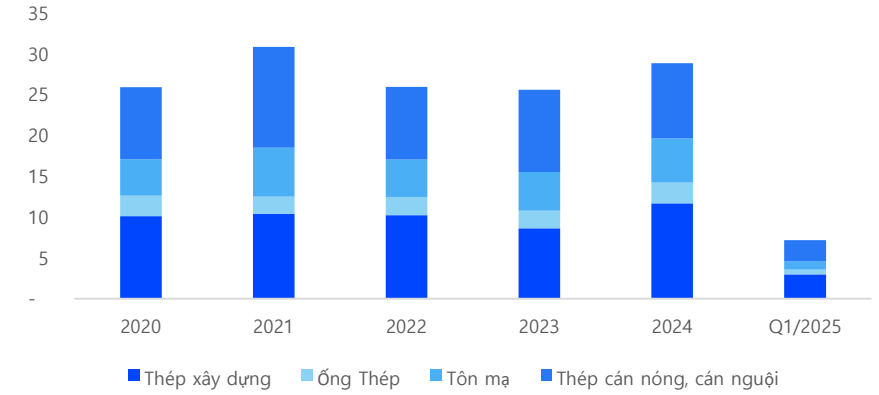
Thị trường thép Việt Nam

Trong Q1/2025, thị trường nội địa là động lực chính của ngành thép, trong khi thị trường xuất khẩu gặp khó do bất ổn thuế quan trên toàn cầu. Chính phủ Việt Nam cũng đã áp dụng các biện pháp chống bán phá giá với thép ngoại nhập để bảo vệ ngành sản xuất thép trong nước.

2. Thị trường thép Việt Nam

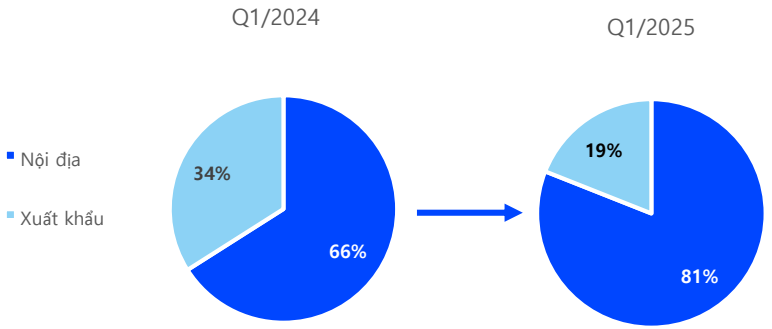
Sản lượng thép hồi phục, thị trường nội địa là điểm sáng

Sản lượng bán hàng thép thành phẩm theo sản phẩm (triệu tấn)



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng bán hàng thép thành phẩm theo thị trường



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

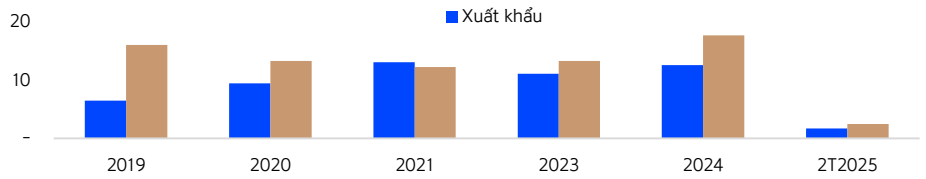
- Sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm trong nước ghi nhận phục hồi tích cực trong Q1/2025 (7.5 triệu tấn, +12% YoY) với **động lực chính từ thị trường nội địa**. Trong đó: **(1)** Thép xây dựng (3.07 triệu tấn, +20% YoY) nhờ nguồn cung Bất động sản gia tăng đặc biệt tại khu vực miền Bắc (+70% YoY), nhiều dự án đầu tư công được triển khai trong Q1/2025, **(2)** Thép cán (2.6 triệu tấn, +12.1% YoY): trong đó thép HRC tiêu thụ tăng 9% YoY là kết quả tích cực của việc áp thuế CBPG tạm thời lên thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, khiến các doanh nghiệp tôn mạ chuyển sang tiêu thụ HRC sản xuất trong nước, **(3)** Tôn mạ (1.2 triệu tấn, -6% YoY), ống thép (626 ngàn tấn, +18% YoY).
- Trong Q1/2025, sản lượng tiêu thụ ở kênh nội địa đã tăng 37%, chiếm đến 81% tổng sản lượng. Biên lợi nhuận gộp mảng thép bán ra ở kênh nội địa (~15%) cao hơn xuất khẩu (~9%), nên nhu cầu nội địa hồi phục sẽ tạo lợi thế lớn cho các doanh nghiệp thép. Nhìn chung, tình hình sản xuất hiện tại đã đạt được trạng thái cân bằng giữa cung và cầu, sẵn sàng đón chờ cho một chu kỳ thép mới quay trở lại trong giai đoạn 2025-2026.

2. Thị trường thép Việt Nam

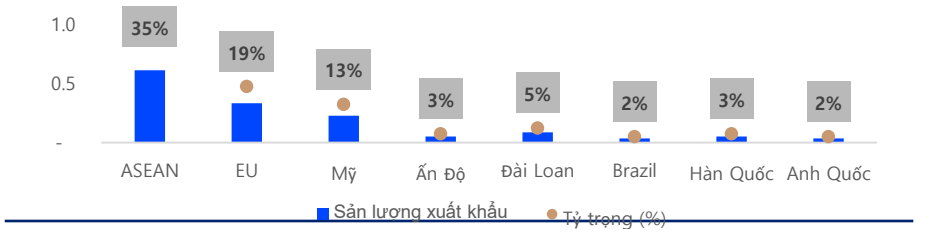
Xuất khẩu thép sụt giảm so với cùng kỳ

- Trong 2 tháng đầu năm 2025, tổng sản lượng xuất khẩu thép Việt Nam sụt giảm, đạt 1.74 triệu tấn,-19% YoY do ảnh hưởng của rào cản thuế quan tại các thị trường trọng điểm. Tổng sản lượng nhập khẩu thép của Việt Nam đạt 2.51 triệu tấn -5% YoY.
- Xét về thị trường xuất khẩu 2T2025, khu vực ASEAN là thị trường tiêu thụ nhiều nhất các loại sắt thép của Việt Nam, chiếm 35% tổng kim ngạch. Đứng thứ 2 là thị trường EU, chiếm 19% tổng kim ngạch, tiếp đến là thị trường Hoa Kỳ với 13%.
- Xét về thị trường nhập khẩu 2T2025, Trung Quốc tiếp tục là nhà cung cấp lớn nhất (62% tổng sản lượng) nhưng đã ghi nhận sụt giảm 5% YoY. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam sẽ tiếp đà giảm trong 3 quý còn lại của năm 2025 do tác động của thuế CBPG tạm thời đối với HRC và tôn mạ nhập khẩu.

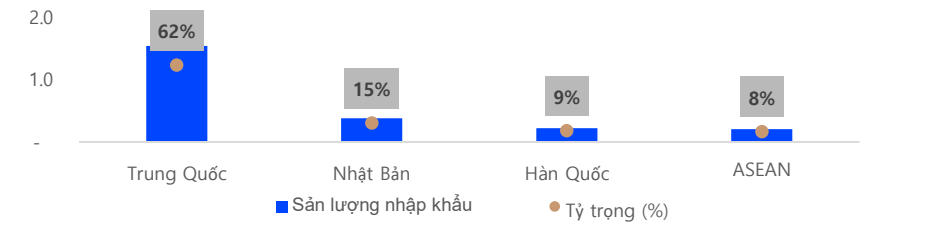
Xuất nhập khẩu thép Việt Nam 2019– 2T/2025 (triệu tấn)



Thị trường xuất khẩu thép Việt Nam 2019– 2T/2025 (triệu tấn)



Thị trường nhập khẩu thép Việt Nam 2019– 2T/2025 (triệu tấn)



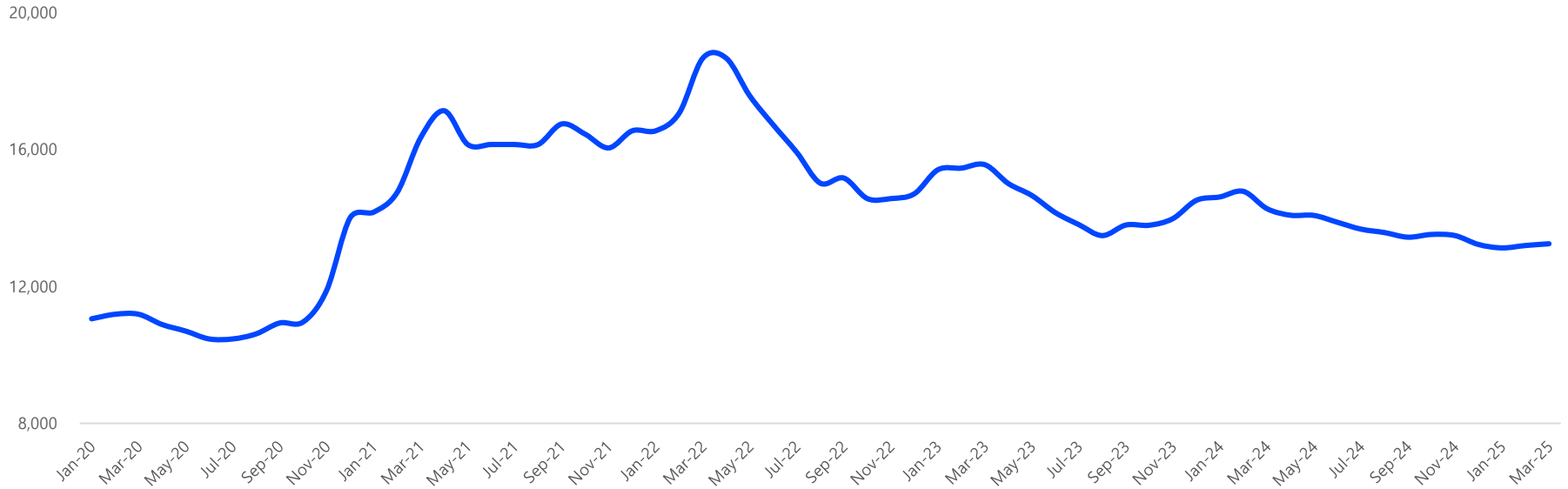
Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

** Số liệu xuất nhập khẩu thép trên bao gồm thép bán thành phẩm và thép thành phẩm.*

2. Thị trường thép Việt Nam

Giá thép nội địa lình xình ở vùng đáy 4 năm

Diễn biến giá thép nội địa (VND/KG)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Giá thép nội địa hạ nhiệt trong T1/2025 nhưng quay trở lại đà tăng trong 2 tháng tiếp theo. Tuy nhiên, hiện tại giá thép vẫn neo quanh mức 13,000 – 13,500 VND/kg - đây là vùng giá thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại. Chúng tôi dự phóng giá thép tăng nhẹ 5% YoY vào nửa cuối năm 2025, nhờ động lực chính từ (1) sự hồi phục của thị trường Bất động sản dân dụng với sự hỗ trợ của Chính phủ, (2) Hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng được đẩy mạnh, (3) áp lực cạnh tranh từ thép Trung Quốc giảm khi thuế chống bán phá giá với HRC và tôn mạ nhập khẩu được áp dụng.

2. Thị trường thép Việt Nam

Chính sách thuế CBPG của các nước lên ngành thép Việt Nam

Thuế CBPG của nước ngoài đối với thép Việt Nam

Mã vụ việc	Quốc gia áp thuế	Quốc gia bị áp thuế	Thời gian áp thuế	Mức thuế áp	Cổ phiếu ảnh hưởng
Tôn kẽm	Malaysia	Việt Nam	Đang điều tra		HSG, NKG, HPG, GDA
Thép cacbon cán nguội	Thái Lan	Việt Nam, Trung Quốc, Đài Loan	Đang điều tra		HPG, GDA, TNS, VGS
Thép và nhôm nhập khẩu	Mỹ	Thế giới	Đã áp thuế	Nhôm: 15%; Thép: 25%	HSG, NKG, GDA, HPG, TIS, TVN,…
Thép cuộn cán nóng	EU	Việt Nam, Ai Cập, Nhật Bản	Đã áp thuế tạm thời	0-12.1% (12.1% đối với Formosa; 0% đối với HPG)	
Thép hợp kim, không hợp kim	Ấn Độ	Thế giới	Đã áp thuế tạm thời	20%	HSG, NKG, HPG, GDA, TIS, TVN,…
Ống thép	Thái Lan	Việt Nam	02/2020- kết thúc rà soát	6.97%-51.61%	HSG, HPG
Tôn mạ	Mỹ	Việt Nam	4/4-10/2025 (sơ bộ)	39.84%-88.12%	HSG, NKG, GDA, HPG

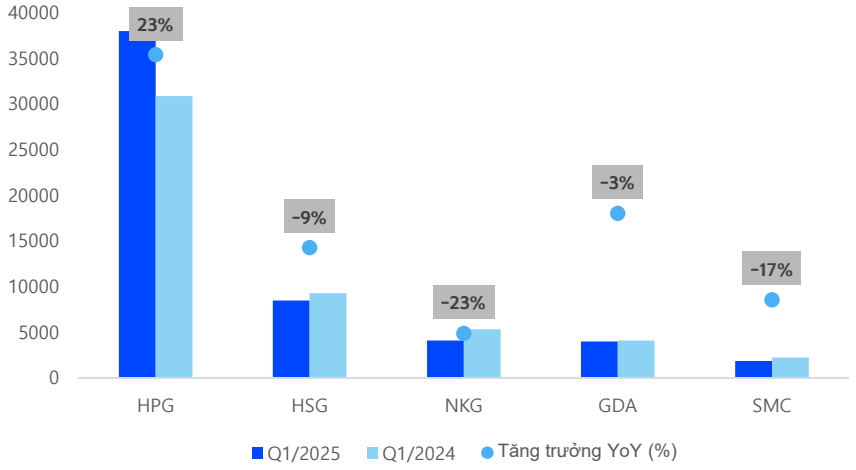
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Làn sóng bảo hộ trên toàn cầu hiện là rào cản lớn đối với các doanh nghiệp thép tại Việt Nam. Phần lớn các vụ điều tra nhắm đến sản phẩm tôn mạ của Việt Nam (do sử dụng một lượng lớn nguồn cung nguyên vật liệu giá rẻ từ Trung Quốc) – là rủi ro cho sản lượng xuất khẩu của các doanh nghiệp tôn mạ (NKG, HSG, GDA). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng đây là cơ hội cho ngành thép Việt Nam giảm bớt phụ thuộc vào Trung Quốc, trong bối cảnh Việt Nam đã áp dụng thuế CBPG với thép cuộn cán nóng (HRC) và tôn mạ từ quốc gia này.

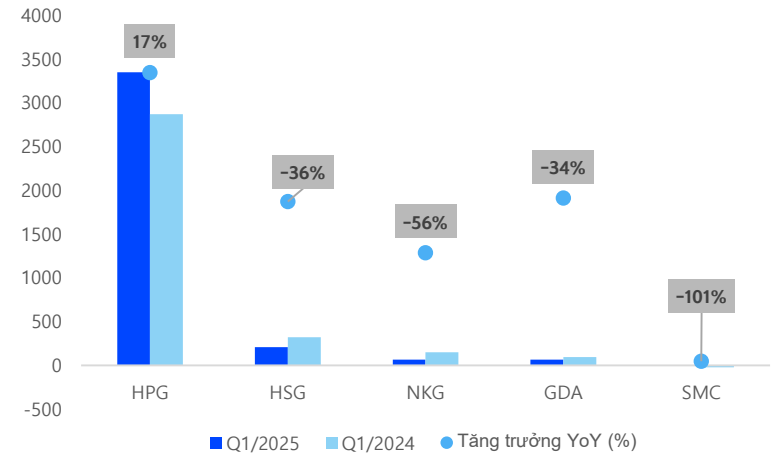
2. Thị trường thép Việt Nam

Bức tranh kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thép

Doanh thu các doanh nghiệp thép tiêu biểu (tỷ đồng)



Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp thép tiêu biểu (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Bức tranh ngành thép Q1/2025 có sự phân hóa giữa doanh nghiệp sản xuất thép và tôn mạ

- Doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng và HRC duy nhất trên sàn là HPG ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực trong Q1/2025 với doanh thu đạt 37,622 tỷ đồng (+22% YoY) và LNST đạt 3,350 tỷ đồng (+17% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ nội địa tăng trưởng tốt, trong khi giá thép phục hồi nhẹ trong quý.
- Ngược lại, doanh nghiệp sản xuất tôn mạ trên sàn như HSG, NKG, GDA… ghi nhận sụt giảm về cả doanh thu và lợi nhuận trong Q1/2025. Nguyên nhân là do sản lượng xuất khẩu giảm mạnh bởi những bất ổn thuế quan, và tình trạng cạnh tranh trong nước ngày càng gắt gao khi lượng đơn hàng không xuất khẩu được phải quay trở về bán trong thị trường nội địa.

03

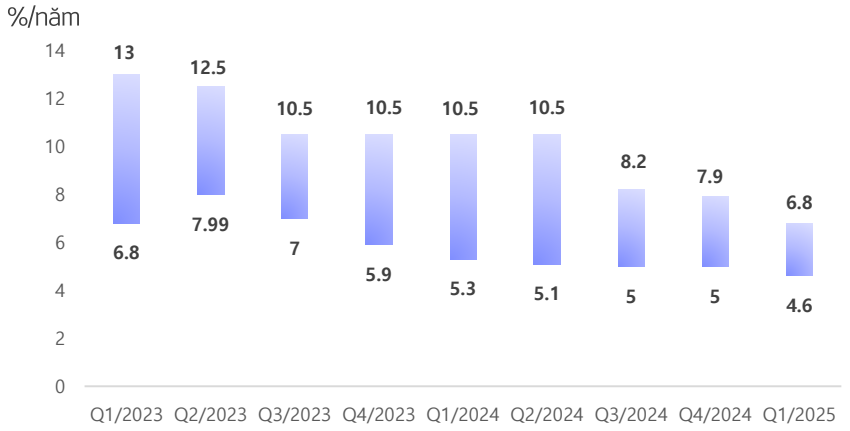
Triển vọng ngành Thép 2025 – 2026

Trong giai đoạn 2025-2026, những động lực cho đà hồi phục của ngành thép bao gồm: (1) Bất động sản bắt đầu sôi động nhờ môi trường lãi suất thuận lợi, pháp lý được khơi thông; (2) Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm; (3) Biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu neo ở mức thấp; (4) Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng làn sóng thuế quan trên toàn cầu có thể làm thu hẹp sản lượng xuất khẩu của toàn ngành.

3. Triển vọng ngành Thép 2025

Bất động sản bắt đầu sôi động nhờ môi trường lãi suất thuận lợi, pháp lý được khơi thông

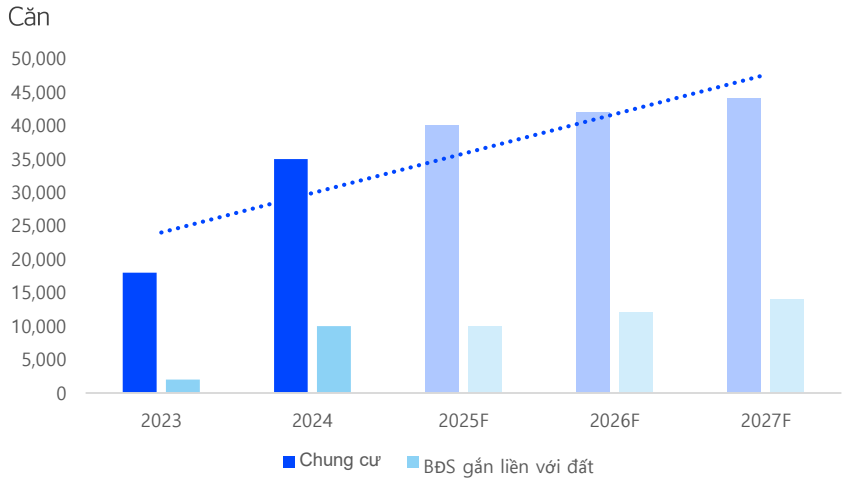
Lãi suất cho vay mua nhà ưu đãi năm đầu của các ngân hàng (*)



(*) Các ngân hàng được tổng hợp bao gồm: nhóm NH nhà nước: BIDV, Vietinbank, VCB, Agribank
Nhóm NH TMCP: SHB, VPBank, MBBank, Techcombank

Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng nguồn cung bất động sản ở 2 thành phố lớn (*)



(*) Dự phóng tổng nguồn cung Bất động sản thương mại ở Hà Nội và TP.HCM

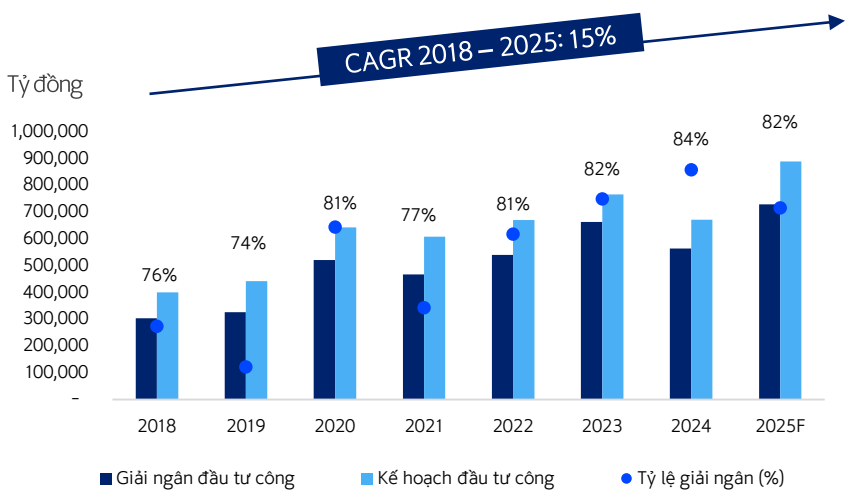
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- **Bất động sản dân dụng – thị trường tiêu thụ nội địa chính của ngành thép đang ghi nhận tín hiệu hồi phục theo từng quý.** Cụ thể, nguồn cung chung cư và bất động sản gắn liền đất đã tăng 70% YoY trong Q1/2025 ở khu vực Hà Nội. Đồng thời, mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà cũng ghi nhận xu hướng giảm đều từ 6.8%-13% trong Q1/2023 xuống còn 4.6%-6.8% vào Q1/2025; phản ánh rõ định hướng hỗ trợ thị trường Bất động sản của chính sách tiền tệ. Ngoài ra, theo CBRE dự báo, tỷ lệ tăng trưởng kép (CAGR) hàng năm của giá bán và nguồn cung căn hộ lần lượt là 7% và 6% trong giai đoạn 2024-2027F.
- Đánh giá: năm 2025 là năm mở đầu cho chu kỳ phục hồi của thị trường Bất động sản nội địa nhờ (1) Ảnh hưởng tích cực của luật Đất dai sửa đổi, (2) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp (trung bình 7.8% cho các khoản vay trung và dài hạn tính vào thời điểm T3/2025), (3) nguồn cung và giá nhà ghi nhận những tín hiệu phục hồi, đặc biệt tại khu vực miền Bắc.

3. Triển vọng ngành Thép 2025

Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm

Giải ngân đầu tư công qua các năm (% YoY)



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Các dự án hạ tầng trọng điểm

Dự án	Mức đầu tư (Nghìn tỷ)	Tiến độ	Thời gian xây dựng
Sân bay Long Thành	336	Đang xây dựng giai đoạn 1	2021- 2026
Cao tốc Bắc Nam (GĐ 2)	147	Đang xây dựng giai đoạn 2	2021-2025
Đường vành đai 3 (TP.HCM)	75	Đang xây dựng	2022-2025
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	86	Đang xây dựng	2023-2026
Cảng quốc tế Cần Giờ	113	Chưa triển khai	Khởi công vào năm 2025
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	1,714	Được thông qua	2027 -2035 (dự kiến)

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Áp lực đẩy nhanh tiến độ đầu tư công là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp thép

- Ước tính giải ngân đầu tư công đến hết Q1/2025 đạt 78,712 tỷ đồng, đạt 9.53% kế hoạch Thủ tướng chính phủ, giảm 12.27% YoY; cho thấy đầu tư công từ nguồn ngân sách địa phương đang được giải ngân chậm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực giải ngân đầu tư công trong 3 quý còn lại năm 2025 là rất lớn, và những vấn đề về giải ngân sẽ sớm được giải quyết do đầu tư công là một trong những mũi nhọn nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 8%, đặc biệt trong bối cảnh rủi ro xuất khẩu hiện hữu.
- Kế hoạch đầu tư công năm 2025 là 875,000 tỷ VND, tăng 37.7% so với kế hoạch 670,000 tỷ VND của năm 2024. Qua đó, lượng vốn đầu tư công năm 2025 sẽ tăng khoảng 205,000 nghìn tỷ VND so với năm trước. Với các dự án trọng điểm trong năm 2025 như :Sân bay Long Thành, Cảng quốc tế Cần Giờ, đường Vành đai 3, Cao tốc Bắc Nam,… Áp lực giải ngân lớn sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp thép gia tăng sản lượng tiêu thụ.

3. Triển vọng ngành Thép 2025

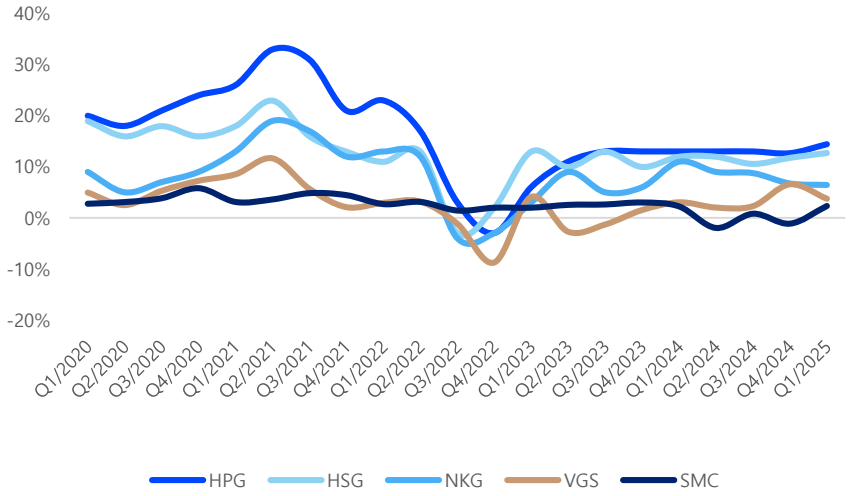
Biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện

Giá than, quặng sắt (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp ngành thép (%)



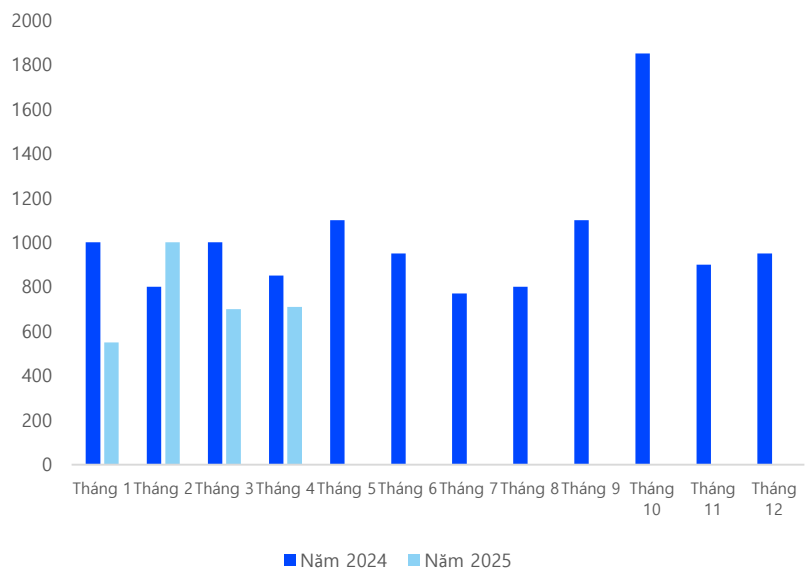
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Trong Q1/2025, giá quặng sắt và than cốc đã giảm lần lượt 11%YoY và 25% YoY, đã giúp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sản xuất thép là HPG cải thiện từ 13.46% lên 14.42% YoY.
- Trong năm 2025-2026, chúng tôi cho rằng kịch bản giá thép HRC nội địa sẽ tăng bình quân 5% YoY, bởi những kỳ vọng "sáng sủa" đối với thị trường Bất động sản dân dụng, chi tiêu cơ sở hạ tầng và thuế CBPG đối với sản phẩm HRC và tôn mạ nhập khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá dư địa tăng giá của HRC cao hơn so với tôn mạ do cạnh tranh gia tăng tại thị trường trong nước (vốn đã dư cung), đặc biệt là trong bối cảnh chuyển hướng thị trường xuất khẩu. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng giá than cốc và quặng sắt sẽ giao động ở mức thấp do nhu cầu quặng sắt vẫn tương đối yếu ở Trung Quốc và nguồn cung than cốc gia tăng tại thị trường Châu Phi và Úc. Từ đó, biên lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất thép sẽ được cải thiện.

3. Triển vọng ngành Thép 2025

Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập

Sản lượng thép Việt Nam nhập khẩu từ Trung Quốc (Nghìn tấn)



Nguồn: Tổng cục hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Thuế chống bán phá giá của Việt Nam đối với thép nước ngoài

Quốc gia	Năm	Sản phẩm
Trung Quốc, Hàn Quốc	2024-2029	Tôn mạ màu (AD04)
Ấn Độ, Trung Quốc	Áp tạm thời	Thép cuộn cán nóng (AD20)
Hàn Quốc, Trung Quốc	Áp tạm thời	Tôn mạ (AD19)
Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Đài Loan	Đang điều tra	Thép không gỉ cán nguội (AD01)
Trung Quốc	Đang điều tra	Thép hình H (AD03)
Malaysia	Đang điều tra	Thép hình chữ H (AD12)
Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan	Đang điều tra	Cán thép dự ứng lực (AD17)

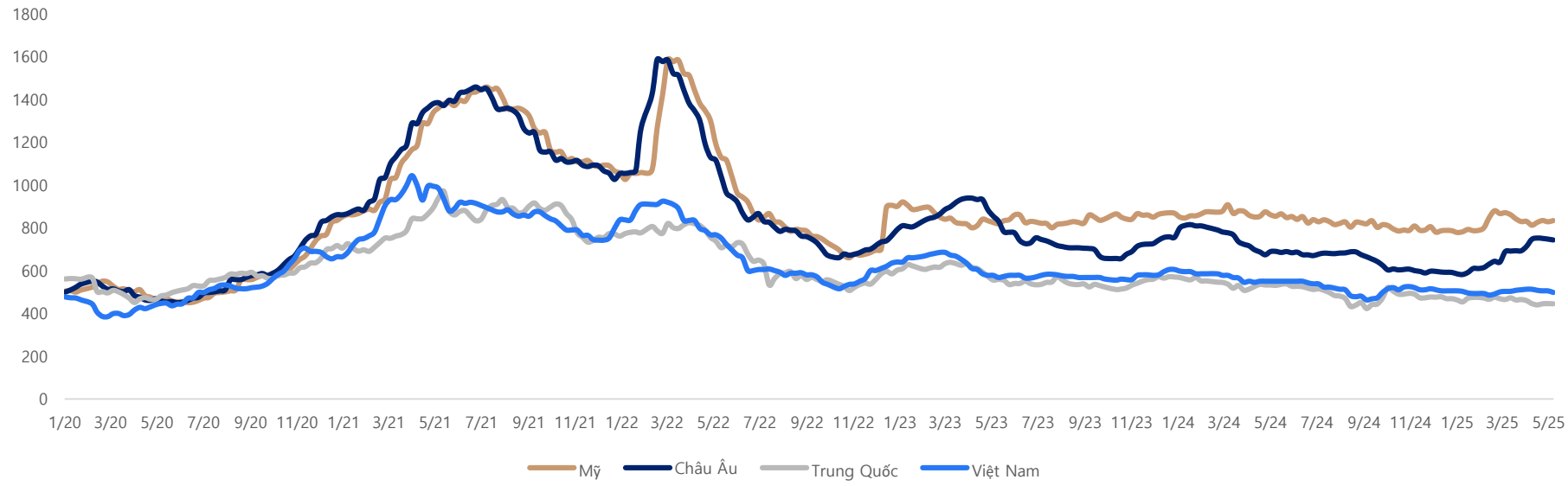
Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Thuế chống bán phá giá của Việt Nam đối với HRC và thép mạ được áp dụng sẽ gỡ bỏ áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập.

- Theo Tổng cục Hải quan, trong 4T/2025, nhập khẩu thép từ Trung Quốc đạt 2,9 triệu tấn, giảm 19% YoY; tỷ trọng giảm từ 68% xuống 58%. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh hiệu quả của các biện pháp phòng vệ thương mại đối với HRC và tôn mạ từ Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc, qua đó hỗ trợ sản lượng tiêu thụ của doanh nghiệp thép nội địa trong 4T/2025.
- Việc áp dụng biện pháp bảo hộ giúp bảo vệ các nhà sản xuất trong nước trước làm sóng nhập khẩu, từ đó góp phần gia tăng sản lượng thép nội địa, củng cố cho đà phục hồi của ngành thép vào năm 2025.

Xuất khẩu: rủi ro sụt giảm sản lượng do ảnh hưởng của thuế quan

Diễn biến giá HRC tại các quốc gia (USD/Tấn)



Nguồn:: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Chủ nghĩa bảo hộ trên toàn cầu có thể thu hẹp chênh lệch giá thép, khiến thép Việt Nam gặp khó khi xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu

- Trong vòng 4 năm gần đây, mức chênh lệch giữa giá thép HRC tại Châu Âu và Mỹ với khu vực Châu Á ở mức 200-250 USD/tấn. Đây là lý do có trung bình ~20% lượng thép tiêu thụ ở hai khu vực này được nhập khẩu từ Châu Á mỗi năm. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá chính sách thuế quan bảo hộ của Mỹ và thuế môi trường của Châu Âu đối với thép từ Châu Á có thể thu hẹp chênh lệch giá thực tế và gây ảnh hưởng đến sản lượng thép xuất khẩu thép của Việt Nam (năm 2024 Mỹ và EU chiếm lần lượt 13% và 30% tổng sản lượng thép xuất khẩu của Việt Nam).
- Chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất thép Châu Á có thể phải (1) hy sinh một phần biên lợi nhuận để giữ giá thép cạnh tranh khi xuất khẩu qua khu vực Châu Âu và Bắc Mỹ; (2) chuyển hướng sang các thị trường thay thế, như khu vực Trung Đông và Nam Mỹ.

4. Cổ phiếu tiêu biểu ngành thép

Các doanh nghiệp thép niêm yết

Thông tin chung			Giá cổ phiếu			Dự phóng				Chỉ số tài chính (**)				Định giá (25F)	
No.	Mã	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Dự phóng DT 2025F	Tăng trưởng DT 2025F	Dự phóng lợi nhuận 2025F	Tăng trưởng lợi nhuận 2025F	Biên LN gộp	Nợ trên vốn	ROA	ROE	P/B (x)	P/E (x)
1	HPG	171,099	25,550	31,300	23%	169,329	22%	14,207	18%	14%	0.55	5.80%	11.20%	1.45	13.69
2	HSG	10,680	16,400	18,600	13%	40,392	3%	623	22%	13%	0.27	2.34%	4.13%	0.90	22.15
3	NKG	6,713	13,100	14,500	11%	19,805	-4%	351	-22%	6%	1.56	2.71%	5.63%	0.78	10.24
4	GDA	3,142	20,500	N/A	N/A	18,179	-5%	327	-4%	8%	75.19	2.79%	9.20%	0.59	7.31

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

** Số liệu 12 tháng tính tới Q1/2025

Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 27/05/2025

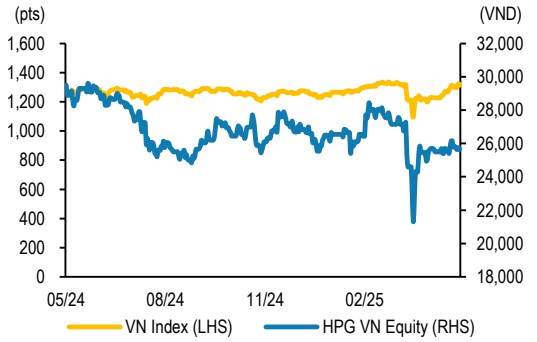
04 Cổ phiếu tiêu biểu ngành thép

HPG

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

Giá mục tiêu (12 tháng)	31,300 VND
Giá hiện tại (27/05/25)	25,550 VND
Suất sinh lời (%)	22.5%
VNINDEX	1,340
Market P/E (x)	11.1
Vốn hóa (tỷ VND)	163,424
SLCP lưu hành (triệu CP)	6,396
Tự do giao dịch (triệu CP)	3,773
52-tuần cao/thấp (VND)	29,950/21,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	24.78
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	723
Cổ đông lớn (%) Trần Đình Long	26.08
Cổ đông lớn (%) Dragon Capital	7.65

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-8.8	-3.2	-12.3
So với VNIndex(%)	-11.4	-11.1	-16.9



Shinhan Securities

Bứt phá sản lượng nội địa

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HoSE: HPG) được thành lập từ tháng 8/1992, khởi đầu là công ty buôn bán máy xây dựng sau đó lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như ống thép, thép xây dựng, nội thất, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Các sản phẩm thép chính của Hòa Phát bao gồm: thép xây dựng, thép cuộn cán nóng - HRC, phôi thép, ống thép và tôn mạ, trong đó thép xây dựng hiện đóng góp 59% tỷ trọng tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại. Hòa Phát nắm giữ thị phần lớn nhất trong mảng thép xây dựng (38%) và ống thép (27%).

Kết quả kinh doanh: Doanh thu Q1/2025 đạt 37,621 tỷ đồng (+22% YoY), LNST đạt 3,349 tỷ đồng (+17% YoY), hoàn thành 18% kế hoạch lợi nhuận năm 2025. Tổng sản lượng HPG đạt 2.7 triệu tấn (+25% YoY) nhờ thép xây dựng tăng mạnh (+30% YoY), thép HRC cải thiện (+23% YoY) nhờ đóng góp từ Dung Quất 2 và thuế CBPG với HRC ngoại nhập. Biên lợi nhuận gộp cải thiện 0.3 điểm % lên 13.6% nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm nhanh hơn giá bán thành phẩm.

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi cho rằng **(1)** sản lượng thép xây dựng dần hồi phục theo sự trở lại thị trường Bất động sản, đặc biệt là các dự án đang nằm chờ năm ngoái được khơi thông pháp lý, khi các luật mới điều chỉnh thị trường Bất động sản có hiệu lực sớm từ giữa năm 2024; **(2)** Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công với các dự án trọng điểm lớn; **(3)** Hưởng lợi chênh lệch giá thép với Mỹ và EU; **(4)** Giá bán tăng nhanh hơn giá nguyên vật liệu. Từ đó, doanh thu 2025 ước tính đạt 176,036 tỷ (+27% YoY), LNST 2025 ước tính đạt 18,921 (+57% YoY). **Về dài hạn,** dự án trọng điểm Dung Quất 2 giai đoạn 1, công suất 2.8 triệu tấn HRC/ năm đang trong quá trình chạy thử, dự kiến sẽ đóng góp sản lượng từ Q1/2025, và lấp đầy 100% công suất giai đoạn 1 từ năm 2027.

Yếu tố cần theo dõi: (1) Diễn biến thuế bảo hộ đối với thép Việt Nam; **(2)** Diễn biến lãi vay giai đoạn 2024-2026, khi HPG tăng vay nợ để thi công dự án Dung Quất 2; **(3)** Gía thép Trung Quốc.

Rủi ro: (1) Rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ thép và kéo giá thép đi xuống; (2) Rủi ro cạnh tranh với sản phẩm thép cán nóng Trung Quốc và Ấn Độ.

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	118,953	138,855	172,785	212,785	237,323
LN từ HĐKD (tỷ VND)	7,651	13,267	16,009	24,737	28,860
Biên LNHDKD (%)	6.4	9.5	9.2	11.6	12.1
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	6,800	12,020	14,589	22,454	25,826
Biên LNR (%)	5.7	8.6	8.4	10.5	10.8
EPS (VND)	1,117	1,879	2,078	2,906	3,038
ROE (%)	7	10.5	10.3	13.1	12.6
P/E (x)	23.8	13.5	12.2	8.7	8.4
P/B (x)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Thực phẩm và Đồ uống

Kích thích tiêu dùng để thúc đẩy tăng trưởng



Nhi Nguyễn
☎ (84-28) 6299 8000
✉ nhi.ntt@shinhan.com

Thực phẩm & Đồ uống: Kích thích tiêu dùng để thúc đẩy tăng trưởng

Nội dung

1. Ngành F&B 2024: Thắt chặt chi tiêu vẫn là xu hướng nổi trội

   Tiêu thụ FMCG sụt giảm trên hầu hết các ngành hàng, trong đó khu vực Nông thôn ít bị ảnh hưởng hơn so với khu vực Thành thị

2. Triển vọng ngành F&B 2025

   Ngành đường: Giá đường giảm nhẹ trong bối cảnh tiêu thụ đầu năm chững lại

   Ngành bia: Kỳ vọng hoãn tăng thuế Tiêu thụ đặc biệt cho đến năm 2027 và Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm

   Ngành sữa: Dư địa tăng trưởng tiêu dùng khả quan và kỳ vọng giá bột sữa giảm do thương chiến hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận

3. Cơ hội đầu tư với các cổ phiếu trong ngành F&B

   SAB, VNM & MSN

01

Ngành F&B 2024: Thắt chặt chi tiêu vẫn là xu hướng nổi trội

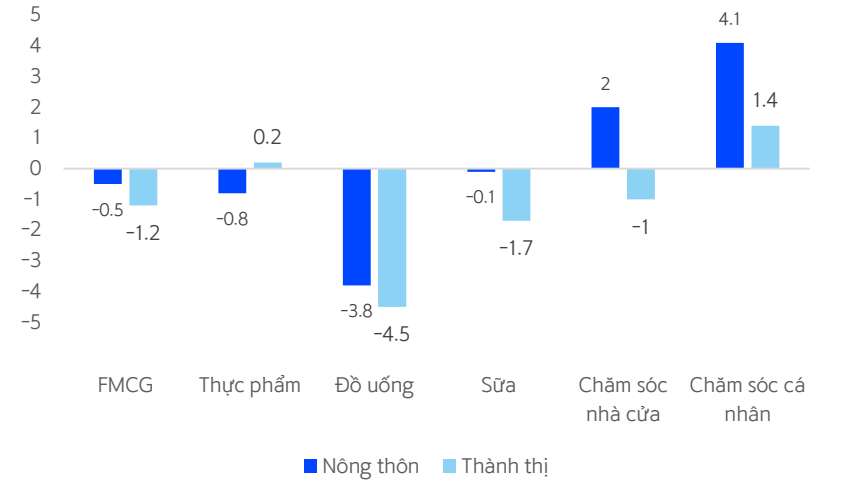
Tiêu thụ FMCG sụt giảm trên hầu hết các ngành hàng, trong đó khu vực Nông thôn ít bị ảnh hưởng hơn so với khu vực Thành thị

1. Ngành F&B 2024: Thắt chặt chi tiêu vẫn là xu hướng nổi trội

Năm 2024 vẫn là một năm tương đối khó khăn khi tiêu dùng ghi nhận tăng trưởng âm trên hầu hết các ngành hàng. Trong đó, khu vực Nông thôn có vẻ ít chịu tác động sụt giảm chi tiêu hơn, thậm chí ghi nhận tăng trưởng dương ở hai lĩnh vực Chăm sóc cá nhân và Chăm sóc nhà cửa.

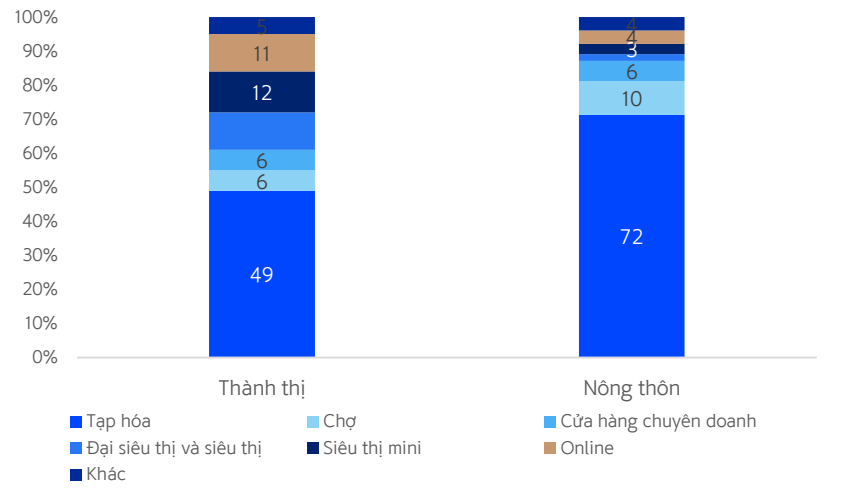
Cả năm, ngành Thực phẩm, Đồ uống và Sữa ghi nhận tăng trưởng âm ở cả Thành thị và Nông thôn (ngoại trừ Thực phẩm tăng trưởng nhẹ 0.2% ở khu vực Nông thôn). Tuy nhiên, điểm sáng là tiêu dùng cho tín hiệu phục hồi trong 2 quý cuối năm khi đà giảm chậm lại.

Thay đổi tiêu thụ FMCG MAT Q4/2024 (% YoY)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

Cấu trúc kênh phân phối (%)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

Ở khu vực Thành thị, tăng trưởng FMCG phục hồi nhẹ trong Q4 sau 3 quý liên tục sụt giảm, đặc biệt ngành Sữa và Chăm sóc cá nhân ghi nhận mức tăng trưởng tốt về khối lượng tiêu thụ.

Ở khu vực Nông thôn, tăng trưởng FMCG chững lại trong Q4 cả về khối lượng và giá, đặc biệt là trong ngành Đồ uống. Ở chiều ngược lại, Chăm sóc cá nhân lại ghi nhận tăng trưởng khối lượng tốt, trong khi các ngành còn lại chỉ tăng trưởng nhẹ.

02

Triển vọng ngành F&B 2025: Kích thích tiêu dùng để thúc đẩy tăng trưởng

Ngành đường: Giá đường giảm nhẹ trong bối cảnh tiêu thụ đầu năm chững lại.

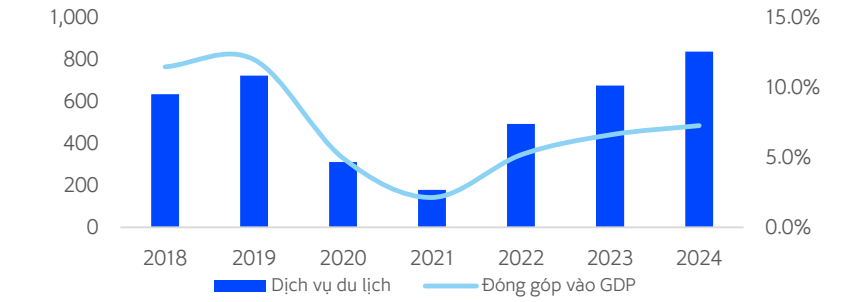
Ngành bia: Kỳ vọng hoãn tăng thuế Tiêu thụ đặc biệt cho đến năm 2027 và Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm.

Ngành sữa: Dư địa tăng trưởng tiêu dùng khả quan và kỳ vọng giá bột sữa giảm do thương chiến hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận.

2. Triển vọng ngành F&B 2025

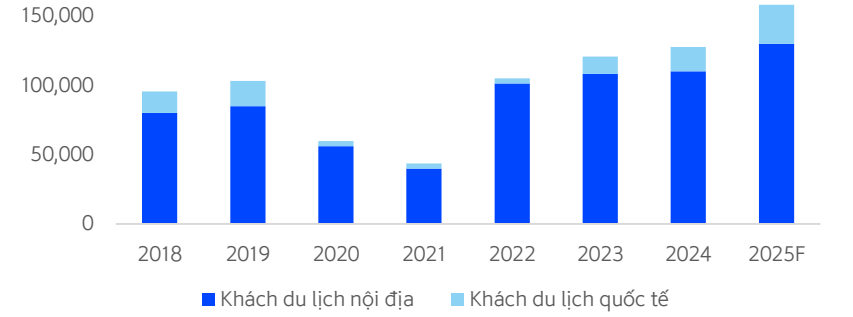
Trong trung dài hạn, F&B vẫn là một ngành tiềm năng nhờ các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi và tiềm năng từ phát triển du lịch

Tổng thu từ du lich (nghìn tỷ đồng)



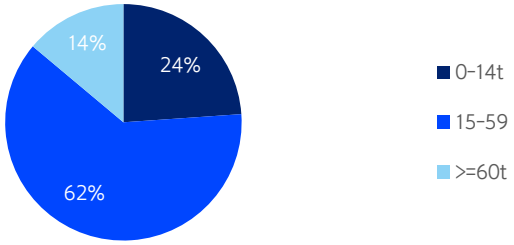
Nguồn: Tổng cục du lịch, GSO, Shinhan Securities Vietnam

Thống kê lượt khách du lịch (nghìn lượt)



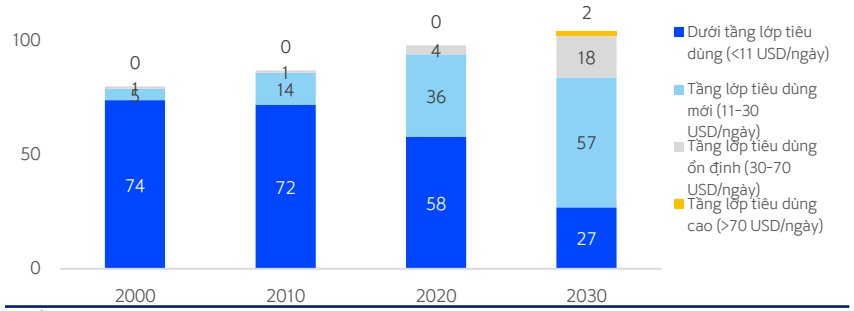
Nguồn: Tổng cục du lịch, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu dân số theo độ tuổi (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu dân số theo thu nhập (triệu người)



Nguồn: McKinsey, Shinhan Securities Vietnam

Bên cạnh những lợi thế về nhân khẩu học như cơ cấu dân số trẻ và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, tiềm năng tăng trưởng dịch vụ du lịch cũng là một động lực quan trọng thúc đẩy chi tiêu cho dịch vụ ăn uống và lưu trú.

Sức cầu nội địa sẽ cần hỗ trợ chính sách từ phía Chính phủ

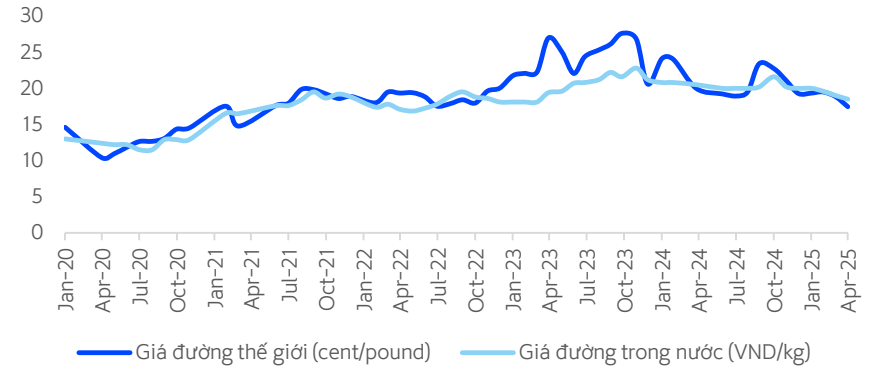
Để hỗ trợ phục hồi kinh tế sau dịch COVID, Chính phủ lần đầu tiên giảm thuế VAT từ 10% về 8% trong năm 2022. Hiện tại mức thuế VAT 8% vẫn được duy trì cho đến hết ngày 30/6/2025. Dự thảo Nghị quyết tiếp tục giảm thuế VAT cho đến hết năm 2026, đồng thời mở rộng một số mặt hàng áp dụng sang sản phẩm, dịch vụ công nghệ thông tin,…. Bên cạnh đó, tăng lương cho khu vực công và đẩy mạnh triển khai các chương trình xúc tiến thương mại cũng là các yếu tố hỗ trợ kích cầu tiêu dùng nội địa, hay phục hồi thị trường Bất động sản để thúc đẩy hiệu ứng tài sản.

Ngoài ra, các nỗ lực mạnh mẽ trong việc ngăn chặn và triệt phá đường dây hàng giả, hàng nhái gần đây (chẳng hạn trong lĩnh vực thực phẩm, dược phẩm) cũng góp phần thanh lọc thị trường và gia tăng khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp nội địa Việt Nam, cũng như tận dụng khoảng trống tiêu thụ từ các sản phẩm kém chất lượng.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Giá đường giảm so với đầu năm và dự kiến đi ngang

Diễn biến giá đường

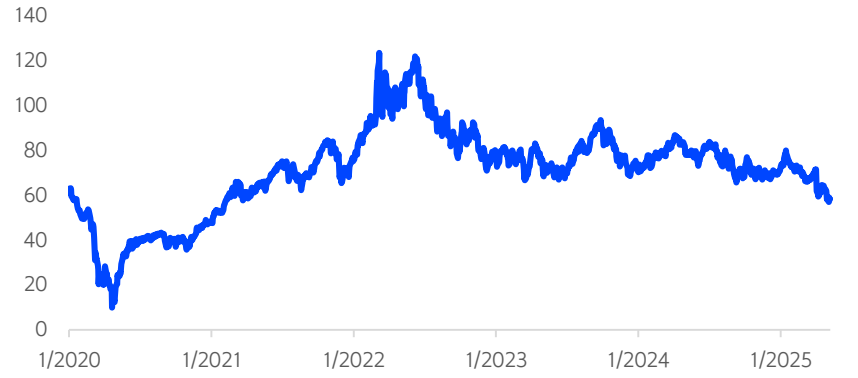


Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

**Tham chiếu giá đường trong nước là giá đường RS An Khê kho nhà máy*

** Tham chiếu giá đường thế giới là hợp đồng Sugar No 11 trên sàn ICE*

Diễn biến giá dầu thô WTI (USD/barrel)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Giá đường thế giới giảm trong tháng 4 do những lo ngại về cầu tiêu thụ toàn cầu bị ảnh hưởng trước cuộc chiến thương mại. Tính đến cuối tháng 4/2025, giá đường thế giới neo ở mức 17.46 cent/pound, giảm khoảng 10% tính từ đầu năm . Giá đường trong nước cũng trải qua mức sụt giảm nhẹ trong 4 tháng đầu năm do thị trường tiếp tục ở trạng thái thừa cung (nguồn cung dồi dào do tồn kho thương mại cuối năm kết hợp với nguồn cung các nhà máy cung ứng ra thị trường sau Tết nguyên đán) và tiêu thụ sụt giảm trong quý 1. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ đã cho thấy sự cải thiện trong tháng 4.

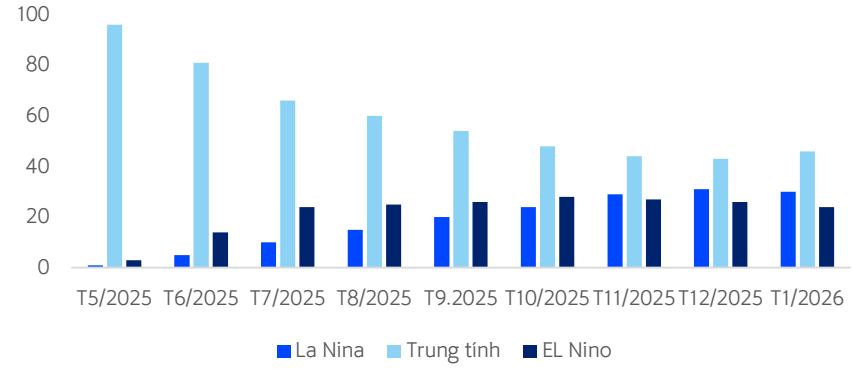
Đồng thời chênh lệch giữa giá đường và giá dầu sẽ tiếp tục ủng hộ cho việc sản xuất đường từ mía thay vì Ethanol.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Cung – cầu đường toàn cầu được dự báo thâm hụt trong niên vụ 2024/2025 là một yếu tố hỗ trợ cho giá đường

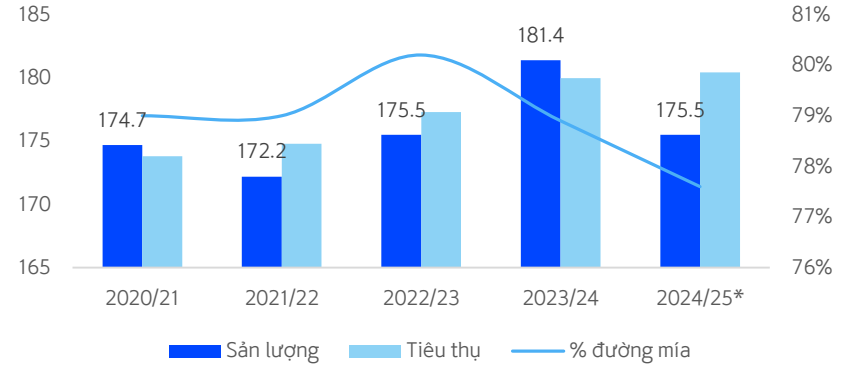
Tính đến giữa tháng 4 năm 2025, Thái Bình Dương xích đạo đang ở trạng thái ENSO trung tính. Dự báo của IRI chỉ ra khả năng cao (96%) xảy ra tình trạng trung tính từ tháng 4 – tháng 6 năm 2025. Các tình trạng trung tính này dự kiến sẽ tiếp tục diễn ra từ tháng 8 đến tháng 10 năm 2025, với xác suất duy trì trên 50%. Đối với các mùa dự báo sau đó, tình trạng trung tính với ENSO vẫn là kết quả có khả năng xảy ra nhất, mặc dù xác suất giảm xuống còn khoảng 40%. Trong giai đoạn dự báo, cả El Niño và La Niña đều không có xu hướng mạnh, là môi trường thuận lợi cho canh tác mía.

Xác suất xảy ra ENSO (%)



Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính sản lượng và tiêu thụ đường toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: ISO Q1/2025, Shinhan Securities Vietnam

Theo dự báo của ISO, sản lượng toàn cầu niên vụ 24/25 được điều chỉnh giảm xuống còn 175.5 triệu tấn (giảm 5.84 triệu tấn so với mùa trước). Tiêu thụ được dự báo đạt mức kỷ lục 180.42 triệu tấn (tăng 0.25 triệu tấn so với mùa trước). Như vậy cung cầu đường được dự báo thâm hụt -4.88 triệu tấn, sẽ là một yếu tố hỗ trợ cho giá đường thế giới.

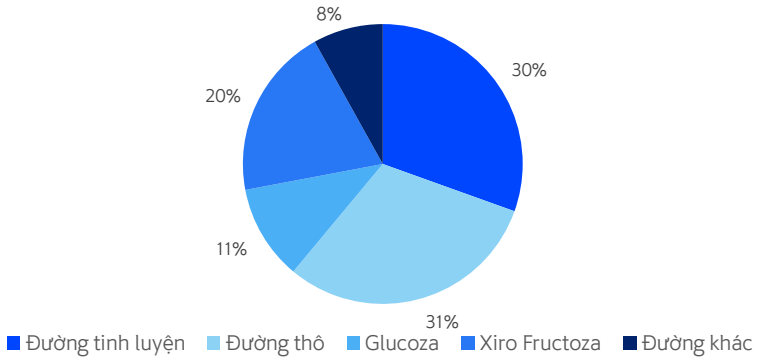
2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Việt Nam vẫn phụ thuộc nhiều vào đường nhập khẩu khi sản xuất chưa đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ

Cơ cấu hiện tại ngành đường trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 1/2 nhu cầu sử dụng, còn lại vẫn phải phụ thuộc vào đường nhập khẩu, bao gồm nhập khẩu chính ngạch và đường nhập lậu. Trong đó, nhập khẩu chủ yếu là đường tinh luyện và đường thô (tỷ trọng 61% trong Q1)

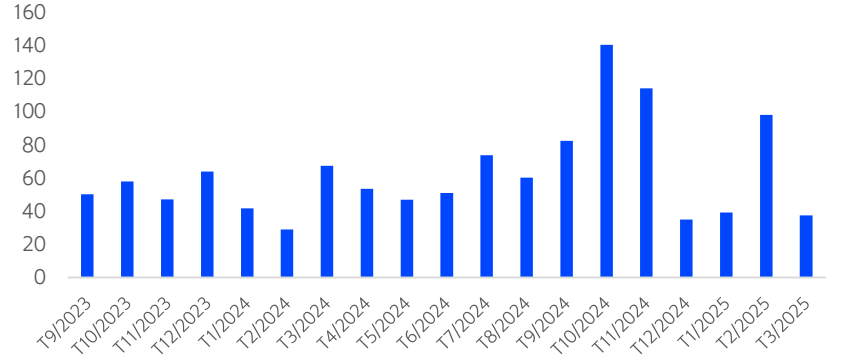
Quý 1/2025, tổng lượng nhập khẩu đường thô và đường tinh luyện đạt khoảng 175.2 nghìn tấn (+40% YoY). Nguyên nhân đến từ tăng lượng đường tinh luyện nhập khẩu khi giá đường tinh luyện nhập khẩu của các nước có xu hướng giảm và ổn định hơn. Tuy nhiên nhập khẩu có xu hướng chậm dần lại trong tháng 3 đối với cả hai loại đường này.

Cơ cấu đường nhập khẩu theo chủng loại Q1/2025



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng đường thô và đường tinh luyện nhập khẩu chính ngạch (nghìn tấn)



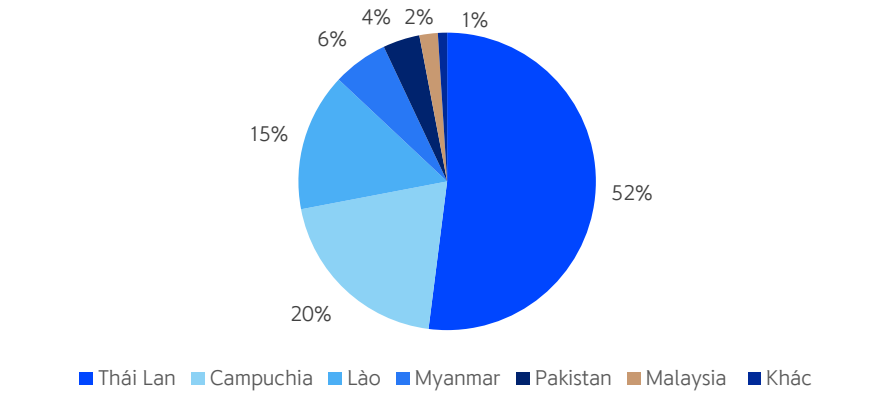
Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

** Số liệu T3/2025 sơ bộ từ ngày 1-25/3/2025*

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

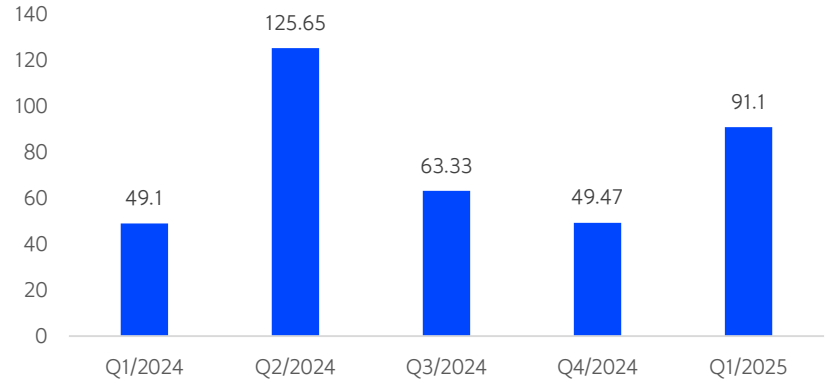
Thái Lan vẫn là thị trường nhập khẩu chính bên cạnh Lào, Campuchia…

Cơ cấu nhập khẩu đường thô và đường tinh luyện Q1/2025



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng nhập khẩu từ Thái Lan (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam
**Thống kê cho đường thô và đường tinh luyện khập khẩu chính ngạch*

Tiến hành rà soát, kiến nghị tiếp tục thực hiện thuế Chống bán phá giá, chống trợ cấp đối với đường Thái Lan

Nhằm bảo hộ ngành sản xuất trong nước, từ ngày 16/6/2021, Bộ Công Thương ban hành quyết định áp thuế chống bán phá giá là 42.99% và thuế chống trợ cấp là 4.65% đối với đường Thái Lan với thời hạn 5 năm. Như vậy đến tháng 6/2026 thì các loại thuế này sẽ hết hiệu lực. Hiện tại, doanh nghiệp và đại diện ngành đang kiến nghị lên Cục Phòng vệ để rà soát và tiếp tục thực hiện thuế này sau khi hết hiệu lực.

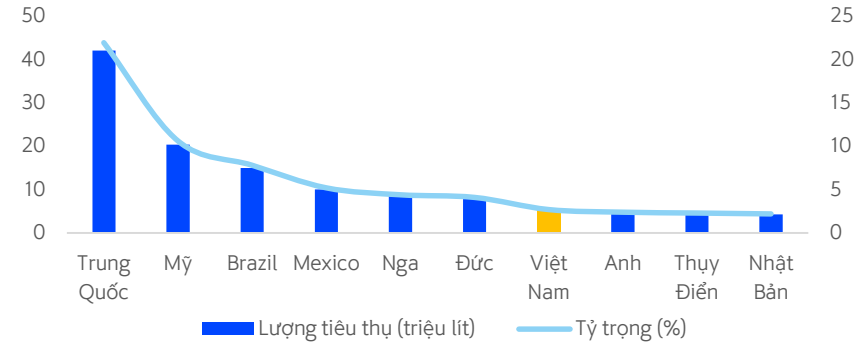
Cơ quan chuyên ngành sẽ tiến hành điều tra trong vòng 6-9 tháng và sẽ thông báo kết quả trước khoảng 3 tháng so với ngày hết hiệu lực.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Việt Nam vẫn là thị trường tiêu thụ bia hấp dẫn và tiềm năng

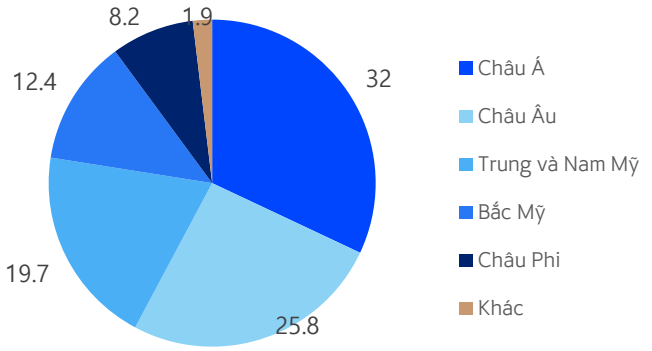
Do ảnh hưởng từ yếu tố văn hóa và địa lý, Việt Nam là một trong những nước có mức tiêu thụ bia cao nhất trên thế giới (nằm trong top 10). Năm 2023, tiêu thụ bia ở Việt Nam chiếm 2.7% tổng tiêu thụ bia trên toàn cầu, châu Á cũng là châu lục xếp vị trí thứ nhất trong tiêu thụ bia với tỷ trọng 32% toàn thế giới.

Lượng tiêu thụ bia năm 2023 (triệu tấn)



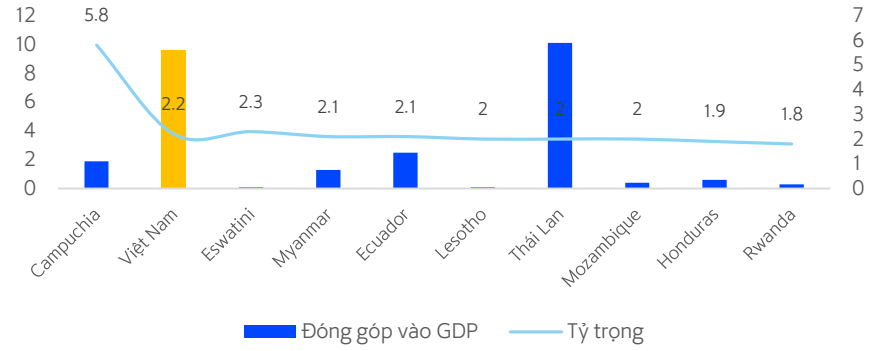
Nguồn: World Population Review, Shinhan Securities Vietnam

Lượng tiêu thụ bia theo khu vực 2023 (%)



Nguồn: World Population Review, Shinhan Securities Vietnam

Đóng góp của ngành bia vào GDP 2023 (tỷ USD, trái) và tỷ trọng (%, phải)



Nguồn: Oxford Economics, Shinhan Securities Vietnam

Ngành Bia đóng góp hơn 2% vào GDP

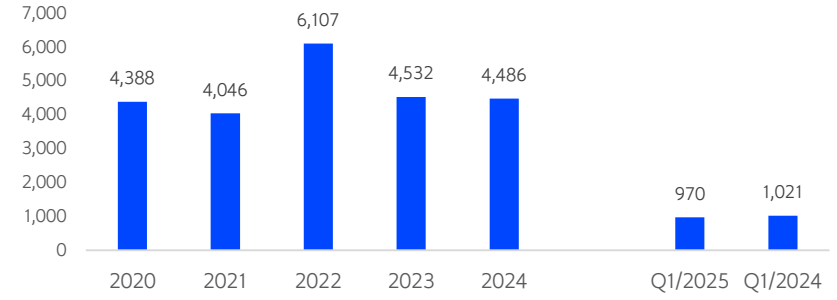
Bản thân ngành bia cũng là một cấu phần quan trọng đối với nền kinh tế. Theo nghiên cứu Beer's Global Economic Footprint của Oxford, năm 2023, ngành bia đóng góp 9.6 tỷ đô la (tương ứng 2.2%) vào GDP, 1.153 triệu việc làm và 5.6 tỷ đô la thuế (tương ứng 7.6%).

Như vậy, Việt Nam giữ vị trí số hai trong bảng xếp hạng tỷ trọng đóng góp của ngành bia vào GDP cả nước, chỉ xếp sau Campuchia.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

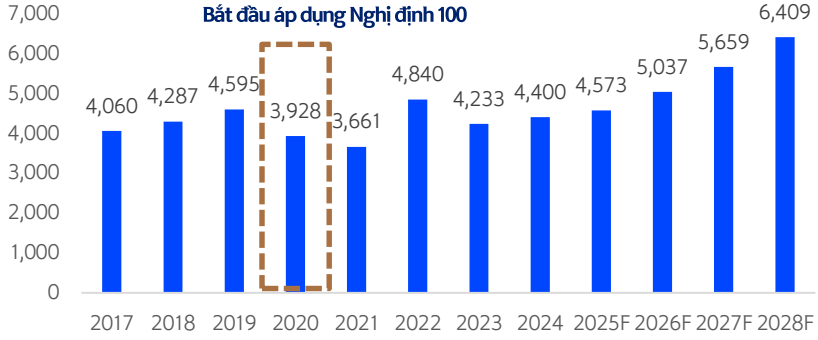
Sản lượng tiêu thụ và sản xuất bia gần như đi ngang trong năm 2024

Lượng sản xuất bia qua các năm (triệu lít)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Lượng tiêu thụ bia qua các năm (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Theo thống kê từ Euromonitor, tiêu thụ bia năm 2024 tăng nhẹ so với năm trước, đạt 4,400 triệu lít, gần như hồi phục lên mức tiêu thụ từ trước khi bắt đầu áp dụng Nghị định 100. Sau khi suy giảm vào năm 2023, tiêu thụ bia năm 2024 tuy có phục hồi nhưng chưa thực sự mạnh mẽ, đặc biệt là trong bối cảnh Nghị định 168 (thay thế Nghị định 100) phạt vi phạm nồng độ cồn vẫn còn được thực thi nghiêm ngặt. Tuy nhiên, ngành bia vẫn được kỳ vọng tăng trưởng với CAGR 9.8% mỗi năm và chạm mốc tiêu thụ 6,400 triệu lít trong năm 2028.

Bên cạnh đó, số liệu từ Tổng cục Thống kê cho thấy tình hình sản xuất bia gần như đi ngang với lượng sản xuất đạt 4,486 triệu lít trong năm vừa qua, giảm nhẹ so với cùng kỳ. Tính tới Quý 1/2025, sản lượng bia đạt 970 triệu lít, giảm so với cùng kỳ là 1,021 triệu lít. Quan sát số liệu sản xuất và tiêu thụ, có thể thấy thị trường bia hầu như là thị trường nội địa, sản xuất trong nước và phục vụ nhu cầu tiêu dùng nội địa. Do vậy, ít chịu ảnh hưởng từ thuế quan liên quan đến các hạn chế về xuất nhập khẩu. Hai yếu tố ảnh hưởng đến ngành là (1) Nhu cầu tiêu thụ liên quan tới sức mua và tâm lý tiêu dùng và (2) Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào, đặc biệt đối với các nguyên liệu nhập khẩu.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Thị phần ngành bia khá cô đặc với khoảng 80% vào tay hai ông lớn là Heineken và Sabeco, đồng thời tỷ trọng bán hàng qua kênh Off-trade ngày càng chiếm ưu thế

Các doanh nghiệp bia lớn

SABECO

Có 26 nhà máy

Có các nhãn hiệu: Saigon Gold, Saigon Special, Saigon 333, Saigon Export, Saison Lager, Saigon Chill, Bia Lạc Việt.

Có các sản phẩm bia đóng chai, bia đóng lon

HEINEKEN VIETNAM

Có 06 nhà máy

Có các nhãn hiệu: Heineken, Heineken Silver, Heineken 0.0, Tiger, Tiger crystal, Larue special, Biere Larue, Bia Việt, Bivina, Strongbow Cider.

Có các sản phẩm bia đóng chai, bia đóng lon, bia tươi

HABECO Sức bật Việt Nam

Có 16 nhà máy

Có các nhãn hiệu: Trúc bạch, Hanoi Bold, Hanoi Light, Bia hà nội 1890, Bia Hà Nội, Bia Hà Nội Peremium, Bia Hà Nội Nhãn xanh.

Có các sản phẩm bia đóng chai, bia đóng lon, bia hơi

Carlsberg Vietnam

Có 01 nhà máy tại TP. Huế

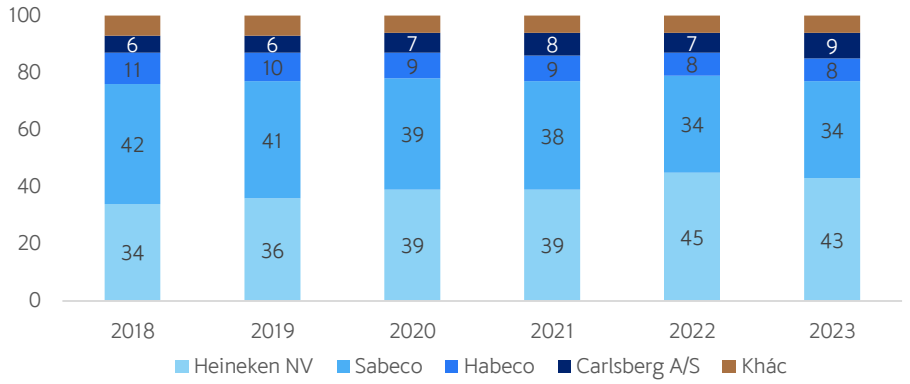
Có các nhãn hiệu: 1664 Blanc, Carlsberg, Tuborg, Huda, Huda Ice Blast, Huda Gold, Festival, Halida, Halida Export, Halida Dark.

Bia đóng chai, bia đóng lon, bia tươi

Tổng sản lượng chiếm khoảng gần 95% sản lượng bia toàn ngành

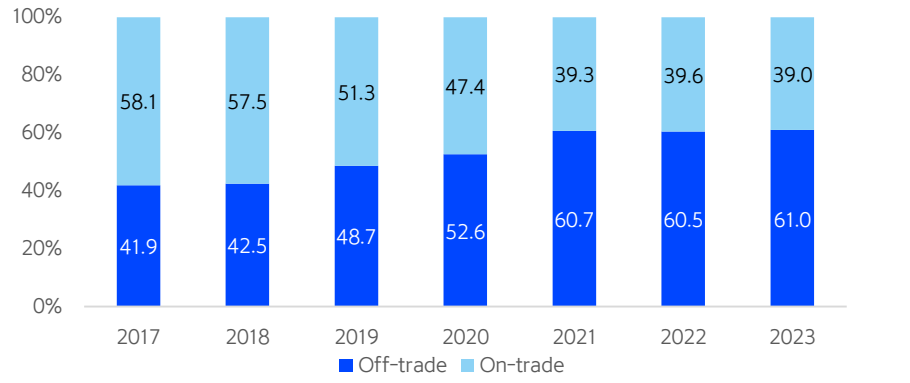
Nguồn: VBA (2024)

Thị phần ngành bia (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng phân phối qua kênh Off-trade ngày càng tăng



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Đề xuất hoãn tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đến năm 2027 kỳ vọng được phê duyệt

Mới đây, Bộ Tài chính đã đề xuất hoãn tăng thuế tiêu thụ đặc biệt thêm một năm, bắt đầu tăng thuế vào năm 2027 thay vì 2026 như trước đây. Đồng thời cũng đề xuất tăng thuế theo phương pháp mang tính hỗ trợ hơn cho doanh nghiệp và người tiêu dùng (phương pháp 1). Theo đó, thuế TTĐB sẽ được tăng từ mức hiện tại là 65% lên 70%-90% trong giai đoạn 2027-2031 (mỗi năm tăng 5%). Nếu được thông qua, đây sẽ là một tin vui cho các doanh nghiệp trong ngành.

Vì bản chất là một loại thuế gián thu, thông thường phần tăng thuế sẽ được chuyển hết cho người tiêu dùng thông qua việc tăng giá bán. Do đó, khả năng cao là các doanh nghiệp nghiệp bia sẽ tăng giá bán để không gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Nhiều nghiên cứu cho thấy bia là mặt hàng có cầu không co giãn theo giá, vì vậy ảnh hưởng tăng giá lên cầu tiêu thụ có thể không quá lớn

Nhiều nghiên cứu được tiến hành cho thấy bia là mặt hàng có cầu không co giãn theo giá, nghĩa là khi giá thay đổi 1% thì thay đổi về lượng cầu ít hơn 1%. Các nghiên cứu ở Hoa Kỳ và Châu Âu thường cho thấy độ co giãn của cầu theo giá đối với mặt hàng bia nằm trong khoảng từ -0.3 đến -0.7. Nói cách khác, giá tăng 10% chỉ có thể làm giảm lượng cầu từ 3% đến 7%.

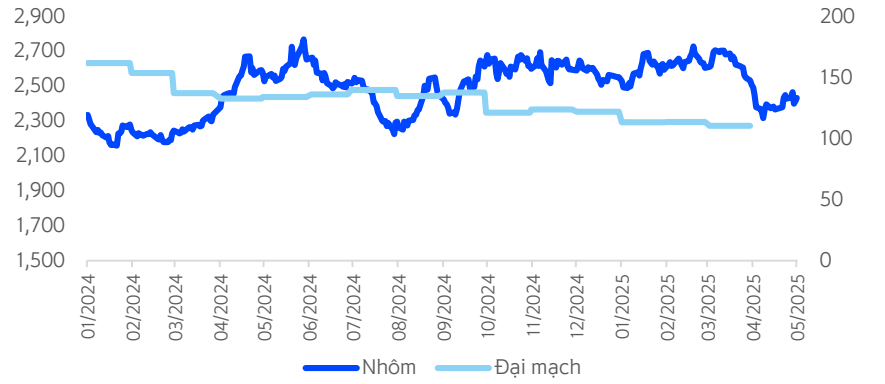
Nghiên cứu của Đại học Munich (Đức) cho thấy độ co giãn của cầu theo giá của bia tại Đức là -0.4. Nghiên cứu của Đại học Cornell (Mỹ) cho thấy độ co giãn tại Mỹ là -0.5. Ở quốc gia châu Á có nhiều nét tương đồng hơn so với Việt Nam là Trung Quốc, kết quả nghiên cứu cho thấy nhu cầu về bia còn ít bị ảnh hưởng hơn bởi giá. Trong nghiên cứu của Environmental Research and Public Health tại Trung Quốc, độ co giãn theo giá đối với thức uống có cồn rất nhỏ (gần như bằng không đối với bia và -0.12 đối với rượu).

Đồng thời, các nghiên cứu cũng cho thấy có sự khác nhau đối với các phân khúc sản phẩm. Đồ uống có cồn ở phân khúc càng cao cấp thì độ co giãn của cầu theo giá càng lớn, nghĩa là cầu tiêu thụ sẽ giảm nhiều hơn một khi giá bán tăng. Điều này tạo lợi thế cho các doanh nghiệp trong phân khúc phổ thông như Sabeco.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Giá nhôm đầu vào giảm có thể giúp các doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận

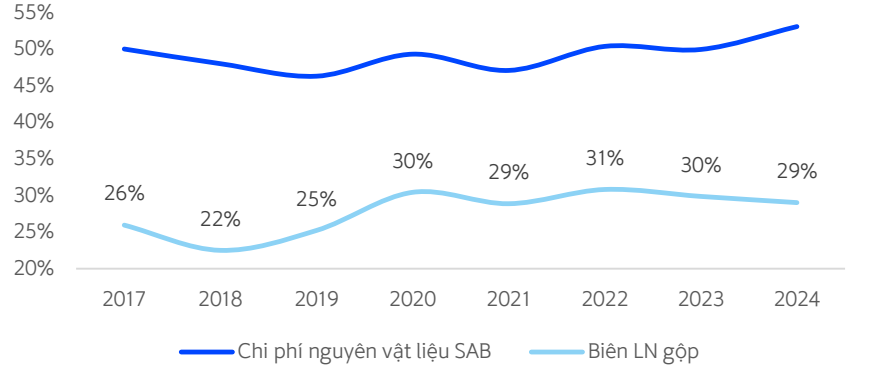
Giá Nguyên vật liệu



Nguồn: IMF, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

**Đại mạch (Phải– USD/tấn) và Nhôm (Trái– USD/tấn)*

Cơ cấu SXKD theo yếu tố và biên LN gộp của SAB(%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Trong cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố của các doanh nghiệp sản xuất bia (SAB và BHN), tỷ trọng của chi phí nguyên vật liệu dao động từ 45–55%. Trong đó, nguồn cung nguyên liệu đầu vào hầu như phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu, bao gồm đại mạch (malt), hoa bia, nhôm.

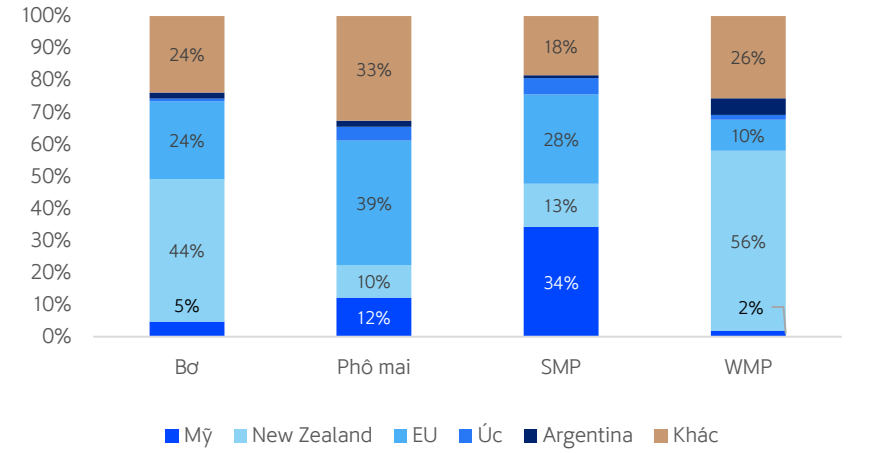
Dưới ảnh hưởng của cuộc chiến thương mại, giá nhôm đã giảm khoảng 10% từ tháng 3 (từ 2,700 USD/tấn về 2,400 USD/tấn). Gần đây, Goldman Sach cũng đã giảm dự phóng giá nhôm trong Q3/2025 về 2,000 USD/tấn (thay vì 2,650 USD/tấn trước đó) vì lo ngại nhu cầu yếu khi tăng trưởng kinh tế chậm lại.

Nhìn lại thương chiến lần 1, giá nhôm cũng đã sụt giảm khoảng 30% (từ 2,300 USD/tấn về 1,500 USD/tấn) trong giai đoạn T3/2018 – T2/2020 cho đến khi Mỹ–Trung ký các thỏa thuận và cắt giảm thuế quan. Số liệu cho thấy biên LN gộp của SAB cũng đã cải thiện đáng kể trong giai đoạn này.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

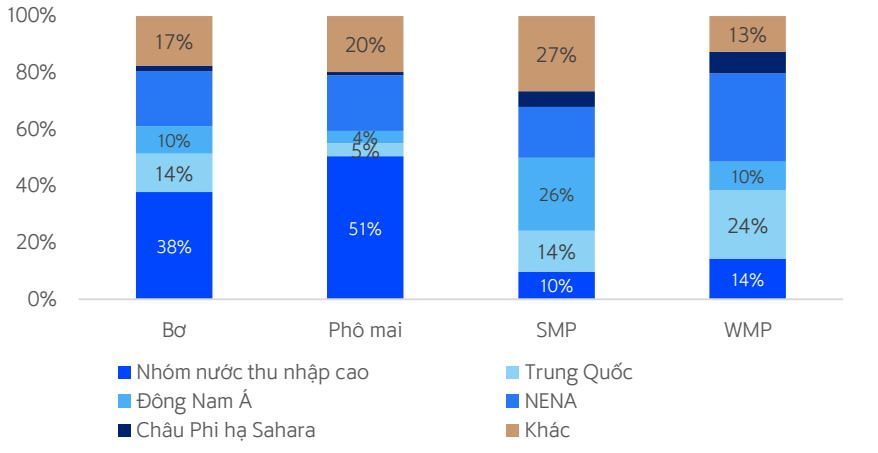
Bối cảnh ngành sữa toàn cầu: Nguồn cung lớn đến từ Mỹ, New Zealand, EU và Úc.

Thị trường xuất khẩu sữa toàn cầu 2021-2023 (%)



Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam

Thị trường nhập khẩu sữa toàn cầu 2021-2023 (%)



Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam

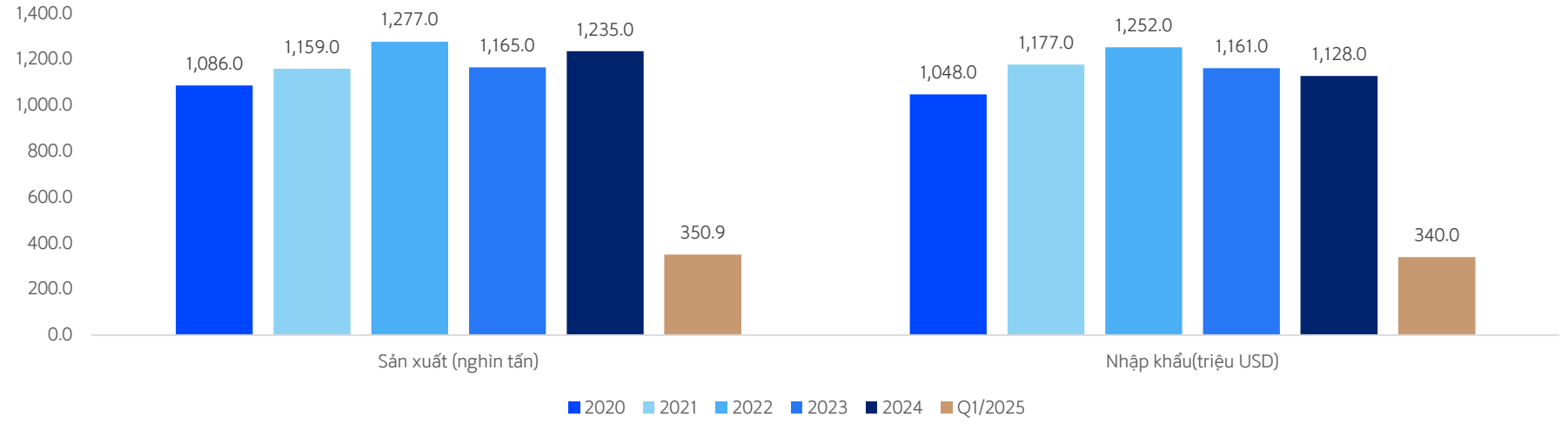
Các nước xuất khẩu chính đối với sữa và các sản phẩm sữa là Mỹ, New Zealand, EU, Úc… Trong đó, Mỹ có thế mạnh về xuất khẩu SMP (34%), New Zealand lại là nhà xuất khẩu chủ yếu WMP (56%) và Bơ (44%), còn EU sở hữu lợi thế về Phô mai (39%).

Ở chiều nhập khẩu, các khu vực nhập khẩu nhiều là Trung Quốc, Đông Nam Á,…Trong đó Trung Quốc vẫn giữ vị thế là quốc gia nhập khẩu nhiều nhất, tuy có định hướng phát triển ngành sữa nội địa để đạt mục tiêu tự chủ nguồn cung và giảm sự phụ thuộc vào thị trường thế giới.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

Việt Nam: Sản lượng sản xuất và nhập khẩu duy trì ổn định

Sản lượng sản xuất và nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa của Việt Nam



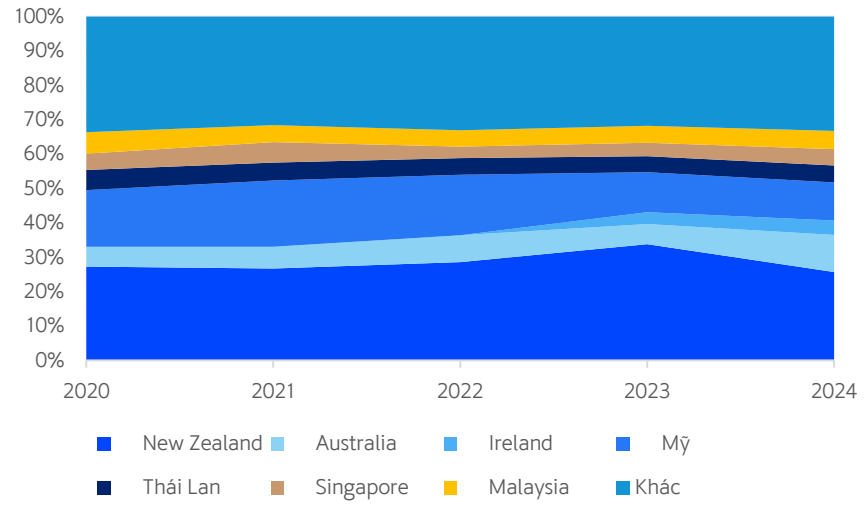
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Số liệu từ Tổng cục Thống kê cho thấy lượng sản xuất và nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa không có nhiều đột biến trong năm 2024. Cụ thể, lượng sản xuất trong năm là 1,235 nghìn tấn, tăng nhẹ 6% YoY, đồng thời lượng nhập khẩu là 1,128 triệu USD, giảm 2.8% YoY. Trong Quý 1/2025, Việt Nam đã sản xuất được 350.9 nghìn tấn và nhập khẩu 340 triệu USD đối với sữa và các sản phẩm sữa.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

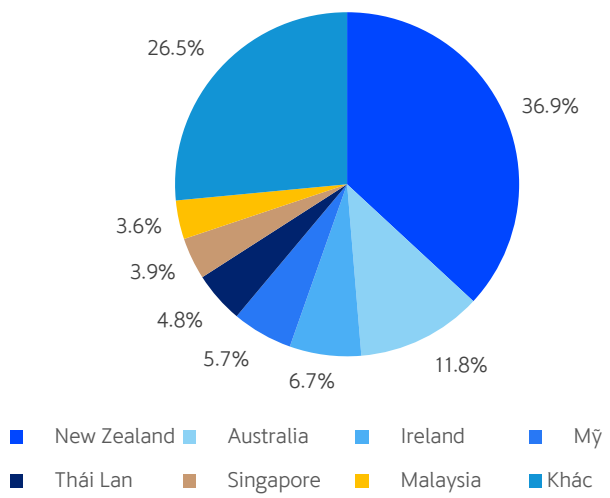
Việt Nam: Vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu

Cơ cấu nhập khẩu theo thị trường (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Các thị trường nhập khẩu chính trong Q1/2025 (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

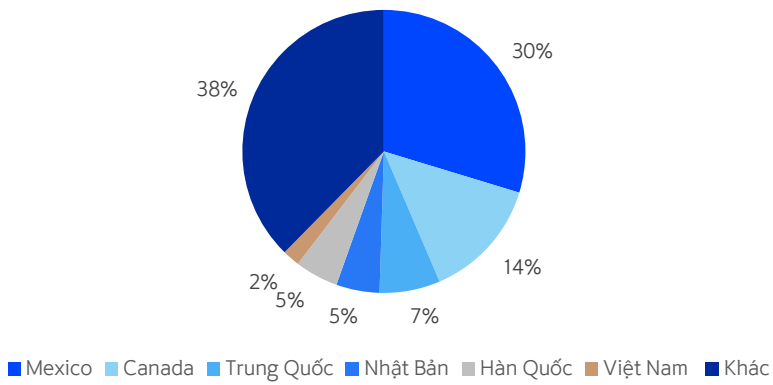
Do nhiều hạn chế về quy mô đàn bò và khí hậu, nguồn sữa trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa. Các doanh nghiệp sản xuất sữa ở Việt Nam vẫn phải nhập thêm các nguyên liệu như bột sữa và kem béo từ nước ngoài, khiến biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi biến động của giá các nguyên vật liệu này trên thị trường thế giới. Ngoài ra, VN cũng nhập khẩu thêm nhiều loại sữa ngoại để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng.

Các thị trường nhập khẩu chính là New Zealand, Úc, Ireland và Mỹ. Trong đó, New Zealand là thị trường nhập khẩu lớn nhất với tỷ lệ 36.9% trong Q1/2025.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

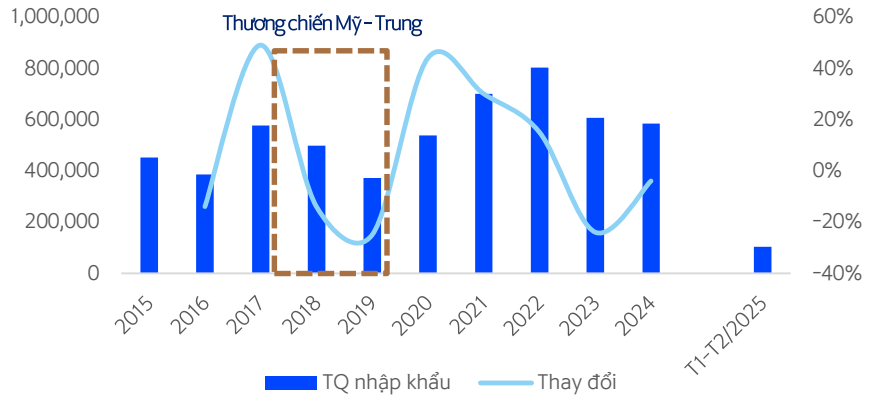
Kỳ vọng giá nguyên vật liệu giảm nhờ thương chiến có thể tác động tích cực lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất sữa

Cơ cấu các thị trường xuất khẩu của Mỹ năm 2024 (%)



Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu của Mỹ sang Trung Quốc (triệu USD)



Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam

Trung Quốc là thị trường xuất khẩu lớn thứ ba của Mỹ (chỉ xếp sau Mexico và Canada). Giá trị TQ nhập khẩu từ Mỹ đạt 584 triệu USD trong 2024, trong đó chiếm tỷ trọng lớn nhất là whey và lactose (chiếm lần lượt 42% và 72% giá trị xuất khẩu của Mỹ).

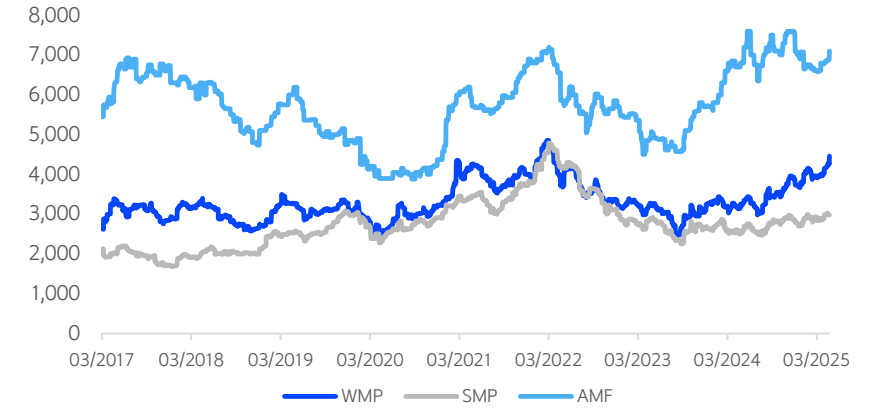
Nhìn lại thương chiến lần 1 với mức thuế 25% mà Trung Quốc áp dụng lên hàng nhập khẩu Mỹ, giá trị xuất khẩu các sản phẩm sữa từ Mỹ sang TQ đã sụt giảm nghiêm trọng, giảm lần lượt 14% và 25% trong giai đoạn 2018–2019 và chỉ hồi phục lại trong năm 2020 khi đàm phán kết thúc.

Việc dòng chảy thương mại tắc nghẽn bắt buộc Mỹ phải chuyển hướng tìm thị trường thay thế, và có thể gây áp lực khiến giá bột sữa giảm do dư cung trong ngắn hạn. Đây sẽ là một yếu tố thuận lợi cho các doanh nghiệp trong ngành với khả năng cải thiện biên lợi nhuận trong ngắn hạn.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

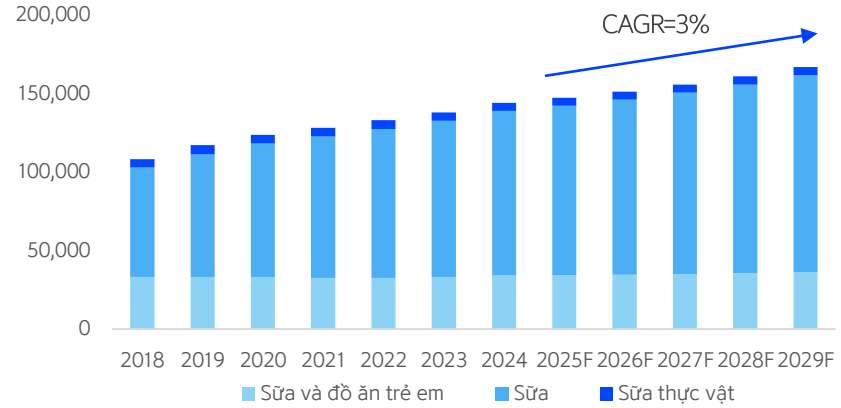
Thị trường sữa ước tính tăng trưởng với CAGR=3% trong giai đoạn 2025-2029

Giá bột sữa nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Doanh số thị trường sữa Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

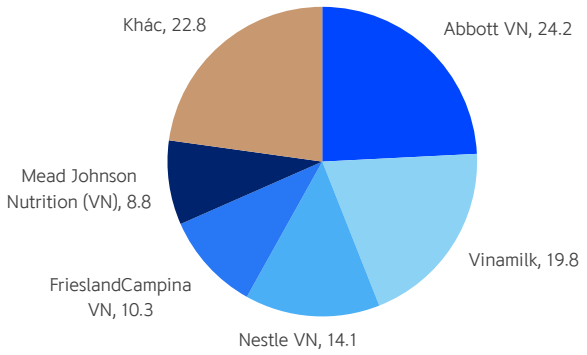
Tính từ đầu năm, giá các loại bột sữa đều tăng, nguyên nhân một phần do Trung Quốc tăng nhập khẩu trong bối cảnh nguồn cung trong nước không đủ đáp ứng nhu cầu. Điều này đã làm tăng chi phí NVL của các doanh nghiệp sản xuất trong Quý 1. Chẳng hạn, BLĐ VNM chia sẻ rằng giá NVL trung bình đã tăng 4.2% trong Q1. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc sẽ phần nào giúp đà tăng NVL hạ nhiệt như nhận định ở trên.

Theo ước tính của Euromonitor, doanh số thị trường sữa 2024 đạt 144,062 tỷ đồng, trong đó sữa chiếm tỷ trọng lớn nhất 73%, theo sau là sữa và đồ ăn trẻ em và sữa thực vật, chiếm lần lượt 24% và 4%. Quy mô của sữa thực vật tuy còn khá nhỏ nhưng là một phân khúc đầy tiềm năng khi nhu cầu về thực phẩm lành mạnh tăng lên cũng như thị trường ăn chay đang tăng trưởng nhanh chóng. Dự phóng mới nhất của Euromonitor cho rằng thị trường sữa nói chung sẽ tăng trưởng với CAGR=3% trong giai đoạn 2025-2029.

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

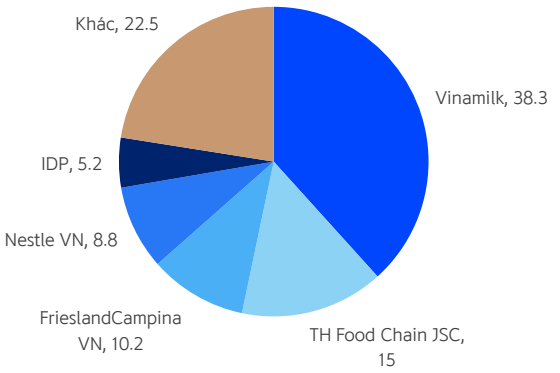
Thị trường sữa tại Việt Nam khá phân mảnh với áp lực cạnh tranh gay gắt

Thị phần sữa trẻ em 2024 (%)



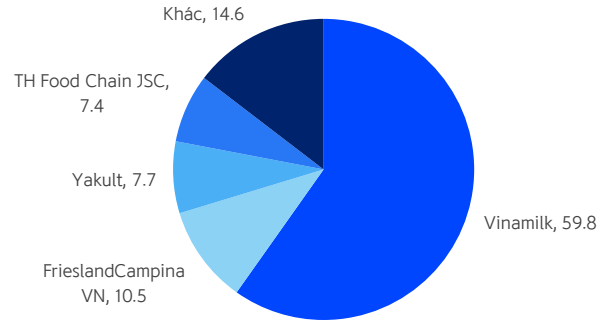
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần Sữa nước 2024 (%)



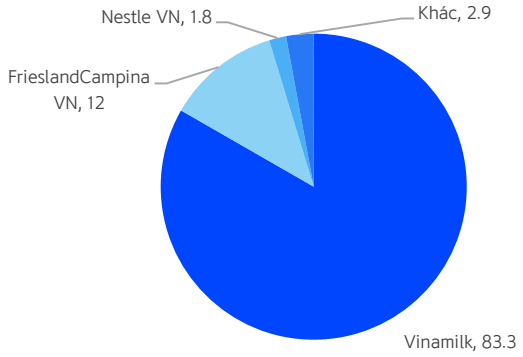
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần sữa chua 2024 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần sữa đặc 2024 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

03

Cơ hội đầu tư với các cổ phiếu ngành F&B

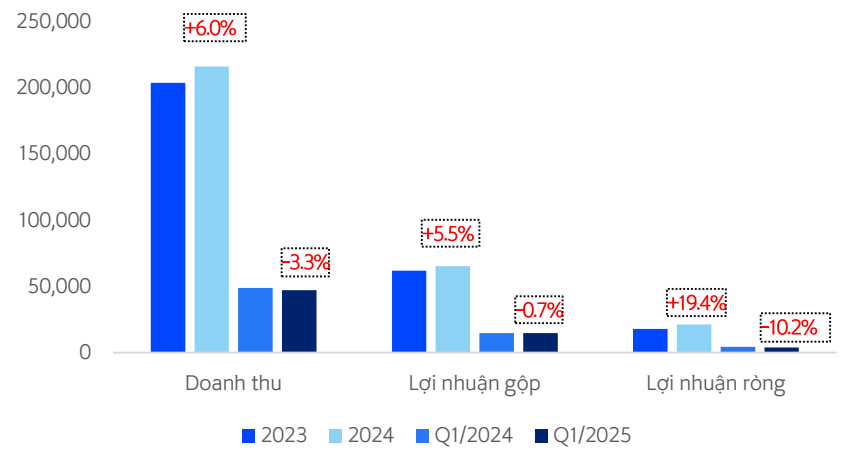
VNM, SAB, & MSN

- **SAB:** Giá nhôm đầu vào giảm, chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ cao, đề xuất hoãn tăng thuế TTĐB được kỳ vọng thông qua.
- **VNM:** Kỳ vọng giá NVL hạ nhiệt giúp cải thiện biên lợi nhuận, tỷ suất cổ tức hấp dẫn.
- **MSN:** Dư địa tăng trưởng tốt trong bối cảnh mảng bán lẻ-tiêu dùng phục hồi, động lực niêm yết HOSE của MCH là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

3. Cơ hội đầu tư với các cổ phiếu ngành F&B

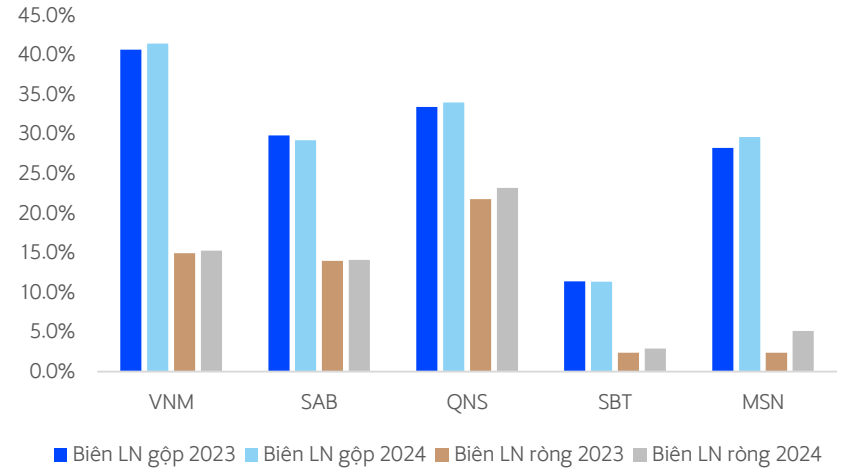
Cập nhật Kết quả kinh doanh 2024 và Q1/2025 của các doanh nghiệp niêm yết

KQKD của các doanh nghiệp niêm yết* (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam
*Các doanh nghiệp niêm yết bao gồm MSN, SAB, VNM, SBT và QNS

Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

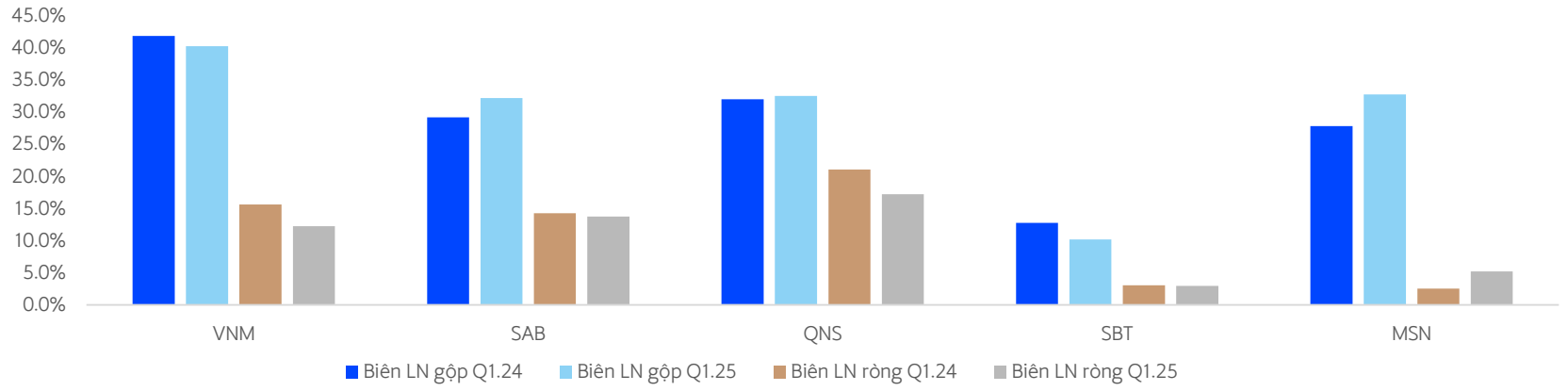
Năm 2024, ngành F&B chứng kiến sự tăng trưởng nhẹ trong doanh thu của các doanh nghiệp niêm yết (+6.0% YoY), trong đó lợi nhuận sau thuế đạt mức tăng trưởng 2 chữ số (19.7% YoY) – chủ yếu nhờ vào sự đóng góp của MSN (LNST tăng gấp 2.28 lần so với nền thấp của 2023 nhờ chi phí tài chính sụt giảm đáng kể và các công ty con như WCM và MML quay lại báo lãi).

Tuy nhiên, KQKD Quý 1 lại kém khả quan khi Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đều sụt giảm cho đến cùng kỳ (-0.7% và -10.2%), phản ánh rằng sức mua chưa thực sự tích cực trong ba tháng đầu năm.

3. Cơ hội đầu tư với các cổ phiếu ngành F&B

Cập nhật Kết quả kinh doanh 2024 và Q1/2025 của các doanh nghiệp niêm yết

Biên lợi nhuận Q1/2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận biến động trái chiều giữa các doanh nghiệp mà chúng tôi theo dõi. Biên lợi nhuận gộp cải thiện ở SAB nhờ sử dụng hết tồn kho đại mạch giá cao, và cũng tăng ở MSN nhờ tái cấu trúc và thoái vốn ở mảng kinh doanh kém hiệu quả. Ngược lại, VNM lại chứng kiến biên lợi nhuận gộp giảm do giá bột sữa nguyên liệu tăng.

Các doanh nghiệp niêm yết lớn

Dự phóng KQKD 2025

Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu cuối năm 2025 (VND)	Upside (%)	Dự phóng doanh thu 2025 (tỷ VND)	Tăng trưởng doanh thu (YoY) (%)	Dự phóng lợi nhuận 2025 (tỷ VND)	Tăng trưởng lợi nhuận (YoY) (%)	Nợ/VCSH	P/B (2025F)	P/E (205F)
VNM	115,784	55,400	72,700	31.2	63,134	2.2	9,464	0.1	0.26	4.6	18.2
SAB	63,423	49,450	64,900	31.2	32,522	2.0	4,714	4.9	0.02	3.6	19
QNS	17,500	47,600	61,700	29.6	9,902	-3.3	2,186	-8.0	0.27	1.8	8.9
MSN	92,055	64,000	83,000	29.7	81,597	-1.9	5,424	26.9	1.6	3.6	45.3
SBT*	15,092	18,050	N/A	N/A	31,343	18.3	808	8.0	2.1	1.6	15.8
	Tổng				**218,498**	**5.7%**	**22,596**	**5.6%**			

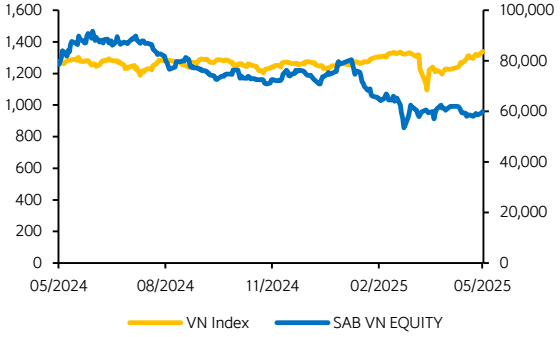
(*) Số liệu consensus
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu tại ngày 27/05/2025

CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**64,900 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	49,450 VND
Suất sinh lời (%)	31.2%
VNINDEX	1,340
P/E thị trường	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	63,423
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,283
SLCP tự do giao dịch (triệu)	134
52 tuần cao/thấp (VND)	69,400/41,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.08
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	67
Sở hữu nước ngoài (%)	60

Cổ đông lớn (%)	CTTNHH Vietnam Beverage	53.59

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-5.3	-11.9	-15.5
Tg đối với VN-Index (%)	-7.7	-19.7	-21.2



Giá nhôm giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận

Luận điểm đầu tư

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco, HOSE: SAB) là doanh nghiệp đứng thứ 2 về sản xuất bia tại Việt Nam với thị phần đạt 34%. SAB đứng đầu về số lượng nhà máy bia với công suất 3 tỷ lít/năm, cung cấp các sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Chúng tôi khuyến nghị cổ phiếu SAB với những lý do (1) Giá nhôm đầu vào giảm có thể giúp cải thiện biên lợi nhuận, (2) SAB tiếp tục duy trì cổ tức tiền mặt ổn định và (3) Đề xuất hoãn tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đến năm 2027 nếu được phê duyệt sẽ là một tin tích cực đối với ngành.

Cập nhật KQKD và dự phóng

Quý 1/2025, SAB ghi nhận DT thuần 5,810 đồng (-19.1% YoY) và LNST là 799 tỷ đồng (-21% YoY). Tuy biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 32.2% (so với cùng kỳ là 29.1%) nhờ chi phí NVL đầu vào giảm nhưng chi phí tài chính và biên SG&A tăng, kết hợp với việc tính thuế tiêu thụ đặc biệt đối với SBB khi được hợp nhất như một công ty con thay vì công ty liên kết là nguyên nhân khiến LNST sụt giảm.

Là một doanh nghiệp đầu ngành với dòng tiền khỏe mạnh, SAB duy trì kế hoạch chi trả cổ tức tốt. Gần đây, công ty đã nâng tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cho năm 2024 lên 50%, dự kiến phần còn lại (3,000 đồng/CP) sẽ được chi trong tháng 7. Về phân phối LN 2025, ĐHCĐ cũng đã phê duyệt mức cổ tức tiền mặt 50%. Với mức cổ tức này, tỷ suất cổ tức của SAB khá hấp dẫn, khoảng 10%.

Với rủi ro về chiến tranh thương mại, công ty đánh giá chưa có ảnh hưởng trực tiếp đến vì hầu như toàn bộ thị trường tiêu thụ của SAB là thị trường nội địa. Mặt khác, giá nhôm đầu vào giảm trước những lo ngại về tăng trưởng kinh tế trước diễn biến khó lường của thuế quan có thể giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận. Công ty đặt kế hoạch doanh thu thuần 2025 đạt 31,641 tỷ đồng (-1% YoY) và LNST đạt 4,835 tỷ đồng (+8% YoY).

Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu của SAB là 32,522 tỷ đồng (+2.0% YoY) và LNST là 4,494 tỷ đồng (+4.9% YoY).

Rủi ro

(1) Rủi ro chính sách về hạn chế tiêu thụ đồ uống có cồn; (2) Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu; (3) Rủi ro nhu cầu tiêu thụ yếu trong ngắn hạn; (4) Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt.

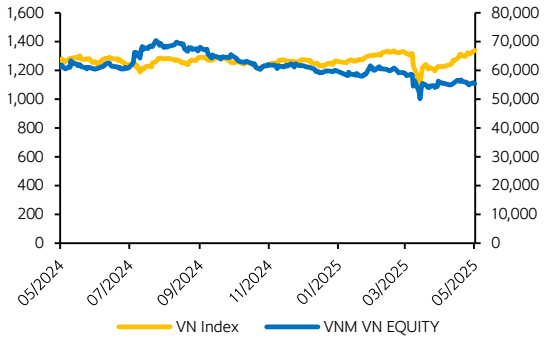
Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**34,979**	**30,461**	**31,872**	**32,522**	**34,165**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	5,498	3,811	4,437	4,704	4,962
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**5,499**	**4,255**	**4,494**	**4,714**	**5,090**
EPS (VND)	7,980	3,132	3,291	3,459	3,743
BPS (VND)	36,083	18,877	18,152	18,680	18,982
OPM (%)	15.7	12.5	13.9	14.5	14.5
NPM (%)	15.7	14.0	14.1	14.5	14.9
ROE (%)	**22.4**	**16.7**	**18.39**	**18.6**	**19.7**
PER (x)	9.0	18.0	17.0	19.0	17.0
PBR (x)	2.0	1.8	3.4	3.6	3.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**72,700 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	55,400 VND
Suất sinh lời (%)	31.2%
VNINDEX	1,340
P/E thị trường	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	115,784
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,090
SLCP tự do giao dịch (triệu)	737
52 tuần cao/thấp (VND)	76,200/51,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.90
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	252
Sở hữu nước ngoài (%)	51.5
Cổ đông lớn (%)	Tổng CT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước: 36.0
	F&N Dairy Investments Private Limited: 17.69

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-10.9	-14.2	-16.2
Tg đối với VN-Index (%)	-13.4	-22.1	-21.9



Shinhan Securities

Động lực từ thị trường nước ngoài

Luận điểm đầu tư

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa lớn nhất cả nước. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng liên tục mở rộng sang các thị trường lớn như Trung Quốc và Trung Đông. Với mức giá hiện tại, VNM xứng đáng là một khoản đầu tư được cân nhắc bởi: (1) Tỷ lệ chi trả cổ tức cao và tiềm lực tài chính khỏe mạnh (2) Động lực tăng trưởng đến từ thị trường xuất khẩu và các công ty ở nước ngoài và (3) Dư địa tăng trưởng ở ngành sữa Việt Nam vẫn còn trong dài hạn khi tăng trưởng kép dự báo ở mức 3%/năm trong giai đoạn 2025-2029 (theo Euromonitor) và mức tiêu thụ sữa trên đầu người còn thấp.

Cập nhật KQKD và dự phóng

Q1/2025, VNM ghi nhận DT thuần 12,935 tỷ đồng (-8.3% YoY) và LNST 1,587 tỷ đồng (-28.1% YoY), hoàn thành lần lượt 20% và 16% KH năm. Trong đó DT nội địa chiếm 77.4%, DT xuất khẩu và các chi nhánh nước ngoài chiếm lần lượt 12.5% và 10.1%. DT thị trường nội địa đạt kết quả kém khả quan khi tăng trưởng âm -13%, trong khi đó thị trường nước ngoài duy trì quý thứ 7 tăng trưởng dương liên tiếp (+12%) nhờ xuất khẩu tích cực. DT giảm một phần do cải tổ hệ thống phân phối gây ra đứt gãy trong quá trình bán hàng, kết hợp với tăng trưởng âm ở một số mặt hàng chủ lực. Biên SG&A Q1 tăng lên 27.8% (Q1 cùng kỳ là 24.7%) khiến biên LNST sụt giảm so với cùng kỳ, trong khi đó biên LN gộp cải thiện nhẹ so với quý trước và sụt giảm so với cùng kỳ 2024 do giá bột sữa tăng từ quý 2 năm 2024.

Tuy nhiên, BLĐ chia sẻ rằng trong tháng 4, doanh thu nội địa đã quay lại tăng trưởng hai chữ số svck, đóng góp chủ yếu bởi tăng trưởng của kênh truyền thống. Đồng thời các mặt hàng như sữa đặc có đường, sữa bột và sữa nước cũng ghi nhận tăng trưởng trở lại. Công ty kỳ vọng trong kịch bản tích cực Q2 sẽ quay trở lại tăng trưởng dương so với cùng kỳ.

Với rủi ro về chiến tranh thương mại, công ty đánh giá chưa có ảnh hưởng trực tiếp đến HĐKD nhưng sẽ có ảnh hưởng gián tiếp do tâm lý tiêu dùng thận trọng hơn. Về mặt NVL đầu vào, kỳ vọng giá bột sữa giảm do Trung Quốc giảm nhập khẩu gây dư thừa nguồn cung trong ngắn hạn có thể là một yếu tố hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.

Là một doanh nghiệp đầu ngành, VNM duy trì kế hoạch chi trả cổ tức tốt. Dự kiến công ty sẽ chi trả thêm 2,350 đồng/CP cho năm 2024. Cho năm 2025, công ty dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt tối thiểu 50% kế hoạch LNST (tương ứng tối thiểu 2,300 đồng/CP).

Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng DT đạt 63,134 tỷ đồng (+2.2% YoY) và LNST đạt 9,464 tỷ đồng (+0.1% YoY) do ảnh hưởng kém khả quan của Q1.

Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm; (3) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**59,956**	**60,369**	**61,782**	**63,134**	**64,356**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,753	9,771	10,405	10,522	11,021
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**8,577**	**9,019**	**9,452**	**9,464**	**9,851**
EPS (VND)	3,632	3,796	4,022	4,035	4,200
BPS (VND)	14,282	15,166	15,444	15,893	16,360
OPM (%)	16.3	16.2	16.8	16.7	17.1
NPM (%)	14.3	14.9	15.3	15.0	15.3
ROE (%)	**25.0**	**26.6**	**26.6**	**25.8**	**26.2**
PER (x)	19.2	17.0	15.8	18.2	17.5
PBR (x)	4.9	4.3	4.1	4.6	4.5

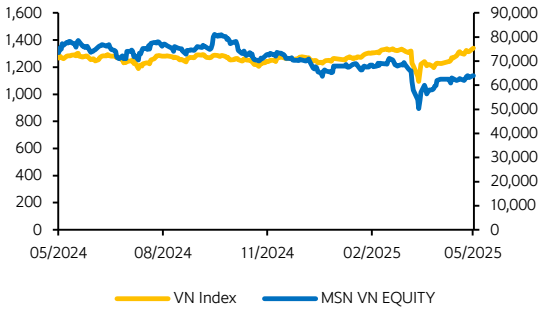
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**83,000 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	64,000 VND
Suất sinh lời (%)	29.7%

VNINDEX	1,340
P/E thị trường	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	92,055
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,438
SLCP tự do giao dịch (triệu)	663
52 tuần cao/thấp (VND)	82,300/50,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.88
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	357
Sở hữu nước ngoài (%)	25.13
Cổ đông lớn (%) – CTCP Masan	29.5
Cổ đông lớn (%) – CT TNHH Xây dựng Hoa Hướng Dương	13.21

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-6.4	-12.0	-12.9
Tg đối với VN-Index (%)	-8.9	-19.8	-18.6



Tăng trưởng từ nội tại

Luận điểm đầu tư

CTCP Tập đoàn Masan (Masan, HOSE: MSN) là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân đa ngành lớn nhất Việt Nam với trọng tâm là bán lẻ – tiêu dùng được kỳ vọng hưởng lợi từ nhân khẩu học và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, bên cạnh đó là mảng khai khoáng – tài nguyên và lợi ích liên kết tại ngân hàng Techcombank. Ra đời vào năm 1996, tập đoàn đã mở rộng quy mô qua các thương vụ M&A chiến lược.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với kỳ vọng: (1) Mảng tiêu dùng bán lẻ cốt lõi tăng trưởng tích cực tạo động lực cho tăng trưởng lợi nhuận khi WinCommerce và Masan MEATLife bắt đầu có lợi nhuận trong 2024, (2) Tái cơ cấu HĐKD không cốt lõi giúp giảm nợ vay và cải thiện hiệu suất hoạt động và (3) Câu chuyện chuyển sàn niêm yết của MCH là một động lực thúc đẩy giá cổ phiếu. Giá mục tiêu của chúng tôi đưa ra là 83,000 đồng.

Cập nhật KQKD và dự phóng

MSN ghi nhận DT thuần Q1/2025 đạt 18,897 tỷ đồng (+0.2% YoY) và NPATMI đạt 394 tỷ đồng (+278.8% YoY), tỷ lệ nợ ròng/EBITDA ở mức 2.9x, giữ nguyên so với quý trước. EBITDA của toàn tập đoàn đạt 4,003 tỷ đồng, biên EBITDA Q1 cải thiện lên 21.2% (Biên EBITDA 2024 là 19.1%). Trong đó, doanh thu các mảng kinh doanh cốt lõi đều ghi nhận tăng trưởng svck, chẳng hạn như MCH +13.8%, WCM +10.4%, MML +20.4%. Thoái vốn tại HC.Starck cũng giúp giảm lỗ tại MHT, với DT Q1/2025 giảm 55% và NPAT Pre-MI đạt -222 tỷ đồng (cải thiện so với cùng kỳ là -702 tỷ đồng). Công ty liên kết của MSN là Techcombank đóng góp 1,177 tỷ đồng EBITDA trong Q1 (-4.3% YoY).

Nhận định về ảnh hưởng của thuế quan, chúng tôi cho rằng tác động không đáng kể lên HĐKD của công ty khi thị trường Mỹ đóng góp chưa đến 1% doanh thu của MCH, đồng thời danh mục xuất khẩu của MHT (bao gồm oxit vonfram, bismuth…) cũng được miễn trừ thuế quan. Giá các kim loại tăng mạnh do Trung Quốc hạn chế xuất khẩu cũng ảnh hưởng tích cực lên triển vọng của MHT. Tuy nhiên, vì trọng tâm là ngành bán lẻ-tiêu dùng nên MSN có thể bị ảnh hưởng gián tiếp nếu thu nhập và tiêu thụ sụt giảm một khi niềm tin của người tiêu dùng suy yếu.

Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng MSN đạt doanh thu 81,597 tỷ đồng (-1.9% YoY do ngưng hợp nhất H.C. Starck) và NPAT 5,424 tỷ đồng (+26.9% YoY) nhờ biên LN cải thiện trên hầu hết các bộ phận.

Rủi ro

(1) Rủi ro trong cấu trúc vốn của tập đoàn, (2) Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ tiêu dùng, (3) Rủi ro tỷ giá và lãi suất, (4) Rủi ro nguyên vật liệu, (5) Rủi ro cạnh tranh

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**76,189**	**78,252**	**83,178**	**81,597**	**87,329**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	4,669	4,179	6,174	7,633	8,859
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**4,754**	**1,870**	**4,273**	**5,424**	**6,973**
EPS (VND)	2,511	294	1,345	1,765	2,360
BPS (VND)	18,366	18,560	21,031	22,442	24,330
OPM (%)	6.1	5.3	7.4	9.4	10.1
NPM (%)	6.2	2.4	5.1	6.6	8.3
ROE (%)	13.0	4.9	10.5	12.1	14.4
PER (x)	37.0	227.9	50.3	48.1	36.0
PBR (x)	3.3	3.3	3.3	3.8	3.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Ngành Bán lẻ

Duy trì đà tăng trưởng



Phúc Nguyễn
☎ (84-28) 6299-8025
✉ phuc.nlh@shinhan.com

Nội dung

Ngành Bán lẻ - Duy trì đà tăng trưởng

1. Cập nhật ngành bán lẻ thế giới

   Năm 2025, doanh thu thị trường bán lẻ ước đạt 31.8 nghìn tỷ USD (+3.9% y/y). Dự báo tốc độ tăng trưởng hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì mức 4% giai đoạn 2025-2028.

2. Ngành bán lẻ Việt Nam

   Năm 2025, ngành bán lẻ Việt Nam kỳ vọng vẫn duy trì mức tăng trưởng ổn định. Lũy kế 4 tháng năm 2025, doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 2,286 nghìn tỷ đồng (+9.9% y/y).

3. Triển vọng ngành bán lẻ Việt Nam năm 2025

   Tăng trưởng năm 2025 dự phóng hạ nhiệt do tình hình căng thẳng thương mại toàn cầu, làm suy giảm sức mua. Ngành bán lẻ Việt Nam kỳ vọng duy trì tăng trưởng ở mức 8-9% YoY trong năm 2025.

4. Triển vọng dài hạn ngành bán lẻ Việt Nam đến năm 2030

   Tuy tốc độ tăng trưởng bán lẻ hạ nhiệt trong năm 2025, triển vọng dài hạn đến năm 2030 của ngành bán lẻ Việt Nam vẫn được đánh giá tích cực.

   Các động lực thúc đẩy ngành bán lẻ Việt Nam: (i) Cơ cấu dân số vàng, tỷ lệ đô thị hóa tiếp tục tăng cao; (ii) Thu nhập người dân cải thiện; (iii) Chi tiêu hộ gia đình tăng.

5. Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam

   Xu hướng triển khai mô hình Omni-channel, kết hợp chặt chẽ giữa online và offline, đáp ứng nhu cầu mua sắm cá nhân, thúc đẩy doanh thu các doanh nghiệp.

6. Cổ phiếu tiêu biểu ngành bán lẻ

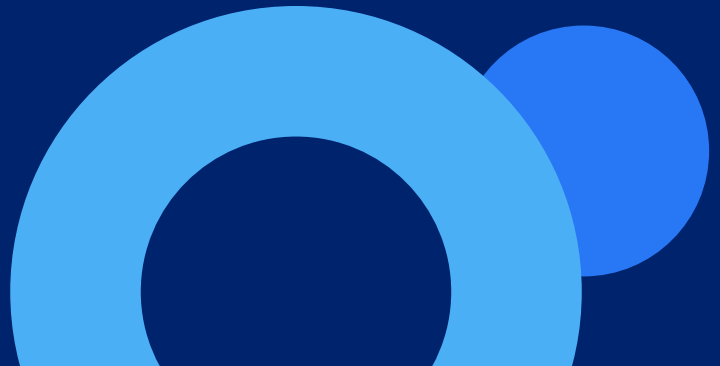
   FRT, MWG

01

Cập nhật ngành bán lẻ Thế giới

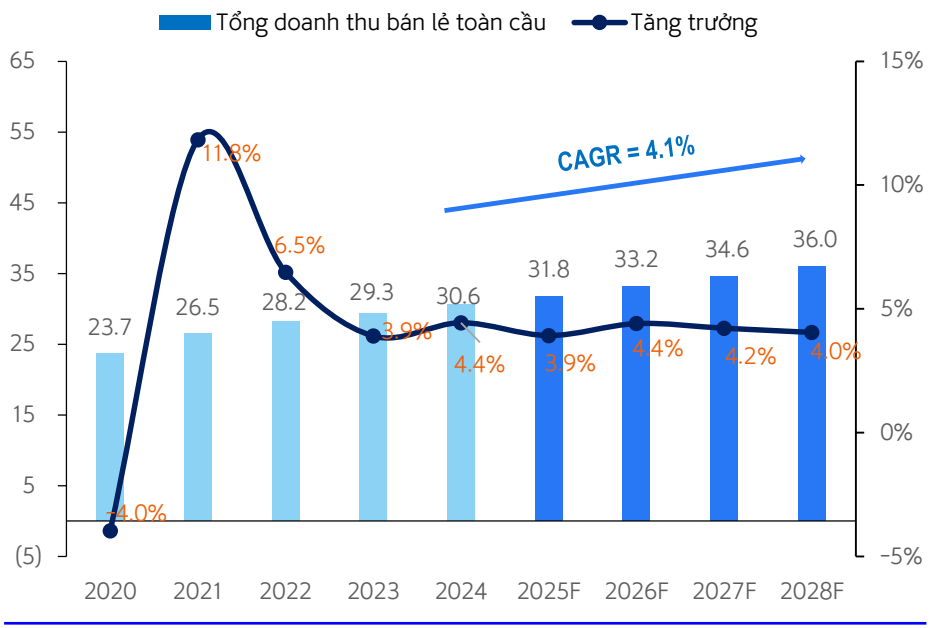
Tăng trưởng của ngành bán lẻ đóng góp rất lớn vào sự phục hồi chung của nền kinh tế sau mỗi sự kiện biến động xảy ra.

Năm 2025, doanh thu thị trường bán lẻ toàn cầu ước tính đạt 31.8 nghìn tỷ USD, tăng 3.9% so với cùng kỳ năm 2024. Dự báo giai đoạn 2025-2028, tốc độ tăng trưởng hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì quanh mức 4%/năm.



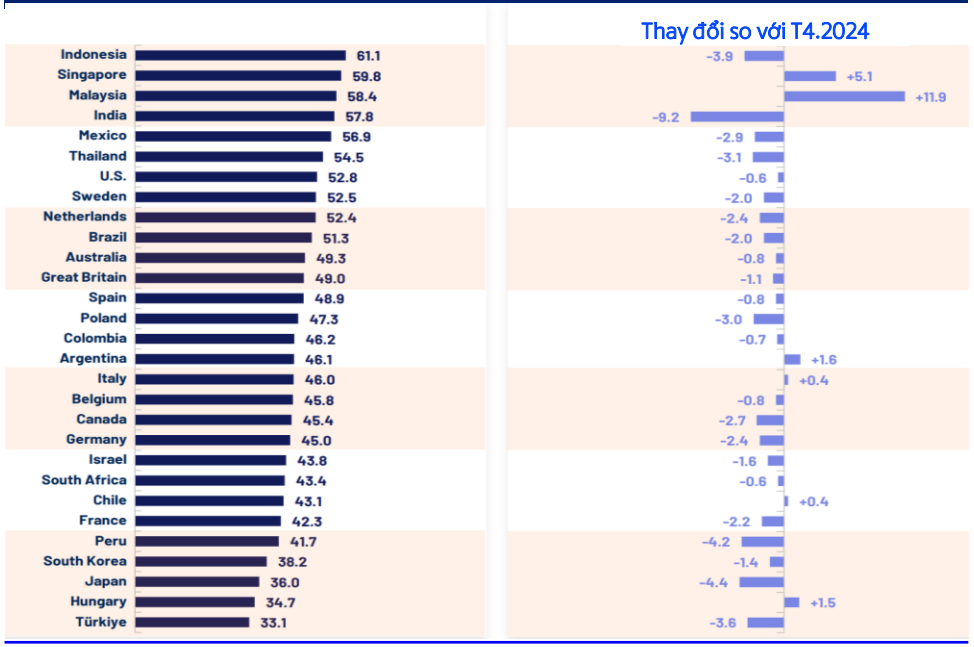
1. Cập nhật ngành bán lẻ thế giới

Tổng Doanh thu Bán lẻ Toàn cầu và dự phóng (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Statista, Shinhan Securities Vietnam

Chỉ số niềm tin tiêu dùng T4.2025 ở một số quốc gia

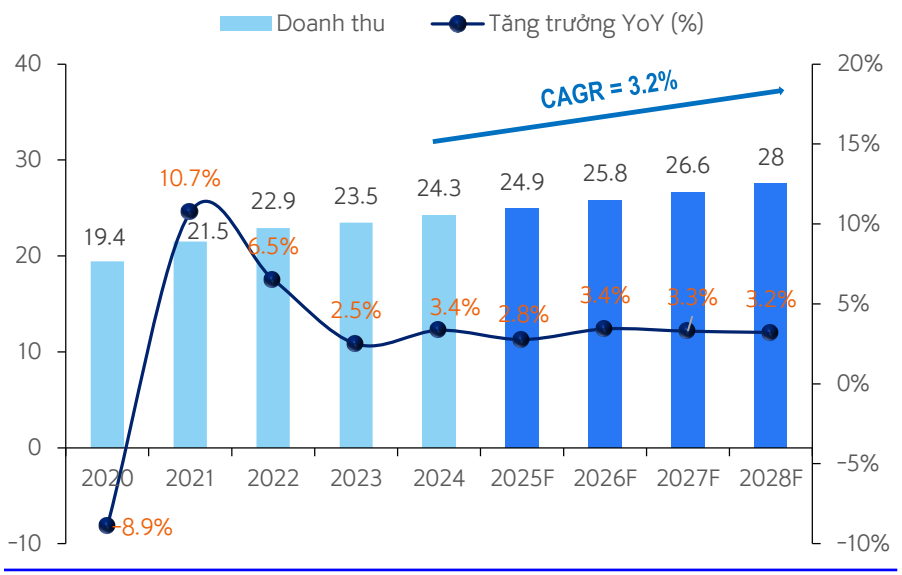


Nguồn: Ipsos (Tháng 4/2025), Shinhan Securities Vietnam

- Tăng trưởng bán lẻ toàn cầu dự kiến hạ nhiệt khi nền kinh tế chung toàn cầu trong giai đoạn bất ổn. Tăng trưởng thu nhập chậm, tiết kiệm cạn kiệt và nợ tín dụng cao dẫn đến hạn chế chi tiêu, đặc biệt với hàng hóa không thiết yếu và có giá trị lớn.
- Bên cạnh đó, ảnh hưởng từ chính sách thuế quan của Mỹ dẫn đến giá cả tăng cũng góp phần làm giảm nhu cầu mua sắm, đặc biệt ảnh hưởng hàng nhập khẩu và chuỗi cung ứng. Theo nghiên cứu của Yale Budget Lab, các gói thuế quan hiện hành của Mỹ khiến mức giá tiêu dùng tăng khoảng 2.9% trong ngắn hạn, tương đương mỗi hộ gia đình Mỹ mất thêm 4,700 USD/năm do chi phí hàng hóa cao hơn. Kết quả, người tiêu dùng cuối cùng phải trả giá cao hơn, ảnh hưởng tiêu cực đến sức mua. Dự kiến tăng trưởng doanh thu bán lẻ toàn cầu sẽ chậm lại, chỉ còn 4.1%/năm giai đoạn 2024-2028.
- The Conference Board nhận định doanh thu bán lẻ thực (đã điều chỉnh lạm phát) và mức chi tiêu thực của người tiêu dùng có xu hướng giảm trong năm 2024. Sự suy giảm này cho thấy chi tiêu chuyển hướng từ hàng hóa sang dịch vụ (giải trí, ăn uống, chăm sóc cá nhân, du lịch, giáo dục), ưu tiên trải nghiệm hơn sở hữu vật chất.

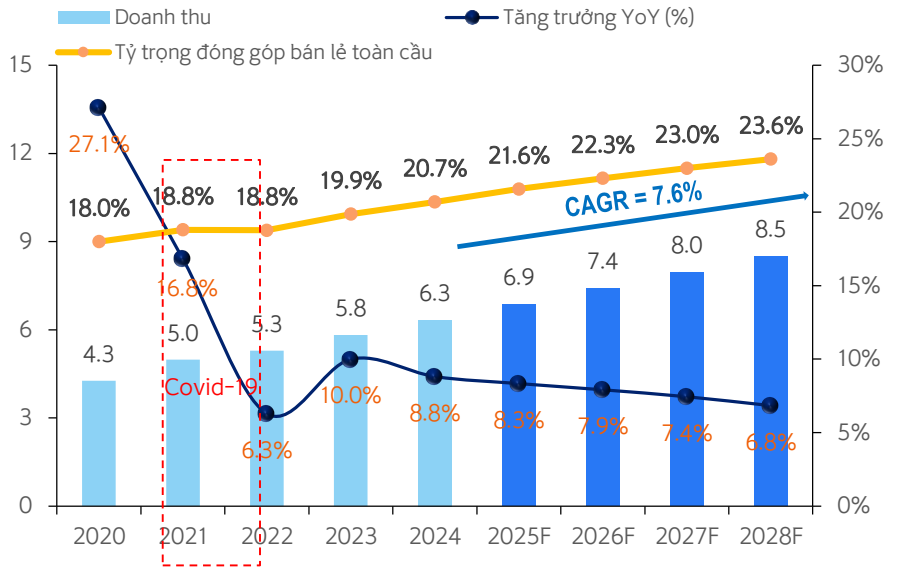
1. Cập nhật ngành bán lẻ thế giới

Doanh thu toàn cầu kênh cửa hàng bán lẻ offline (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu toàn cầu kênh bán lẻ online (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Shinhan Securities Vietnam

- Doanh thu mô hình cửa hàng bán lẻ vật lý năm 2024 đạt 24.9 nghìn tỷ USD (+3.4% YoY), duy trì chiếm hơn 3/4 tổng doanh thu bán lẻ thế giới. Dự phóng tăng trưởng kênh bán lẻ này sẽ hạ nhiệt, ước tính CAGR đạt 3.2% giai đoạn 2024-2028.
- Bên cạnh đó, thương mại điện tử (TMĐT) cũng đang ngày càng trở nên phổ biến trên toàn cầu. Kênh bán lẻ TMĐT (B2C) có sự tăng trưởng ấn tượng từ sau giai đoạn giãn cách xã hội vì dịch Covid-19. Tuy nhiên, mô hình bán lẻ tương lai vẫn sẽ là omnichannel, kết hợp hài hòa giữa cửa hàng vật lý và trực tuyến để đáp ứng thói quen tiêu dùng mới cũng như tối ưu hóa khả năng bán hàng. Dự phóng, tỷ trọng đóng góp TMĐT (B2C) vào tổng doanh thu bán lẻ toàn cầu cải thiện rõ rệt, duy trì từ 21-25%, tăng trưởng nhanh ở mức CAGR 7.6% giai đoạn 2024-2028.

02

Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

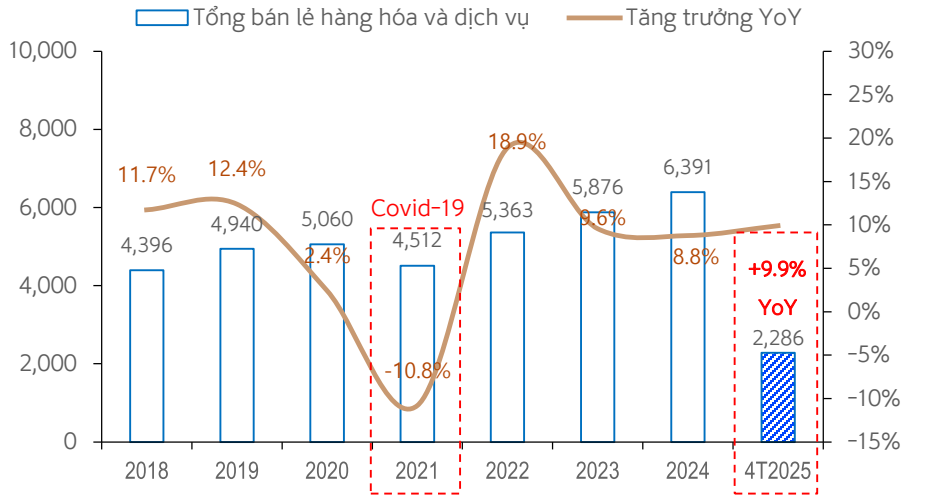
Tuy nền kinh tế trong nước và thế giới vẫn chưa hoàn toàn ổn định nhưng đà tăng trưởng của ngành bán lẻ Việt Nam vẫn được duy trì ở mức ổn định so với năm 2024.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ Việt Nam lũy kế 4 tháng đầu năm 2025 đạt 2,286 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng gần 10% so với cùng kỳ năm 2024.

2. Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

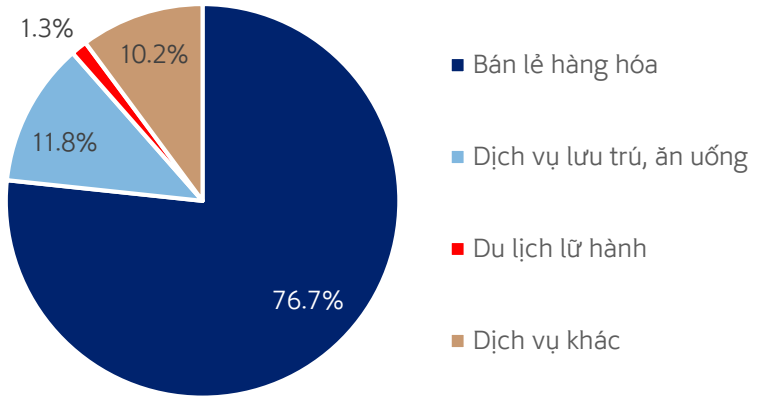
Cập nhật bán lẻ hàng hóa và dịch vụ

Doanh thu bán lẻ và dịch vụ ở Việt Nam (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng doanh thu các mảng đóng góp ngành bán lẻ 2024



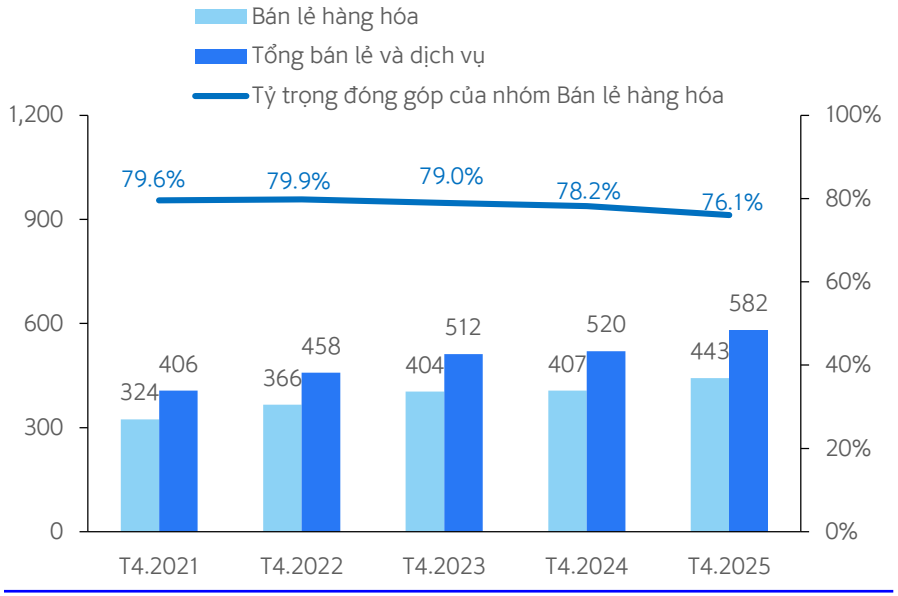
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Bán lẻ là một trong những ngành quan trọng của Việt Nam; có quy mô thị trường khoảng ~260 tỷ USD (6,391 nghìn tỷ đồng) năm 2024.
- Lũy kế 4 tháng đầu năm 2025, Việt Nam ghi nhận doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 2,286 nghìn tỷ đồng, tăng 9.9% so với cùng kỳ.
- Bán lẻ hàng hóa và dịch vụ ở Việt Nam được đóng góp từ 4 mảng: (i) Bán lẻ hàng hóa; (ii) Dịch vụ lưu trú, ăn uống; (iii) Du lịch lữ hành; (iv) Dịch vụ khác. Trong đó, nhóm "Bán lẻ hàng hòa" luôn đóng góp doanh thu cao nhất toàn ngành bán lẻ (thường chiếm 70-80% toàn ngành).
- Nhờ sự hậu thuẫn từ nhiều yếu tố, đặc biệt là nỗ lực của Nhà nước trong việc giữ vững ổn định nền kinh tế, thúc đẩy đầu tư hạ tầng, tinh gọn bộ máy quản lý Nhà nước, ban hành các chính sách kích cầu tiêu dùng và thu hút du lịch, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu bán lẻ và dịch vụ năm 2025 tích cực, kỳ vọng đạt 7,100 nghìn tỷ đồng (+11.0% YoY), tương ứng 275 tỷ USD – đóng góp gần 60% GDP cả nước.

2. Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

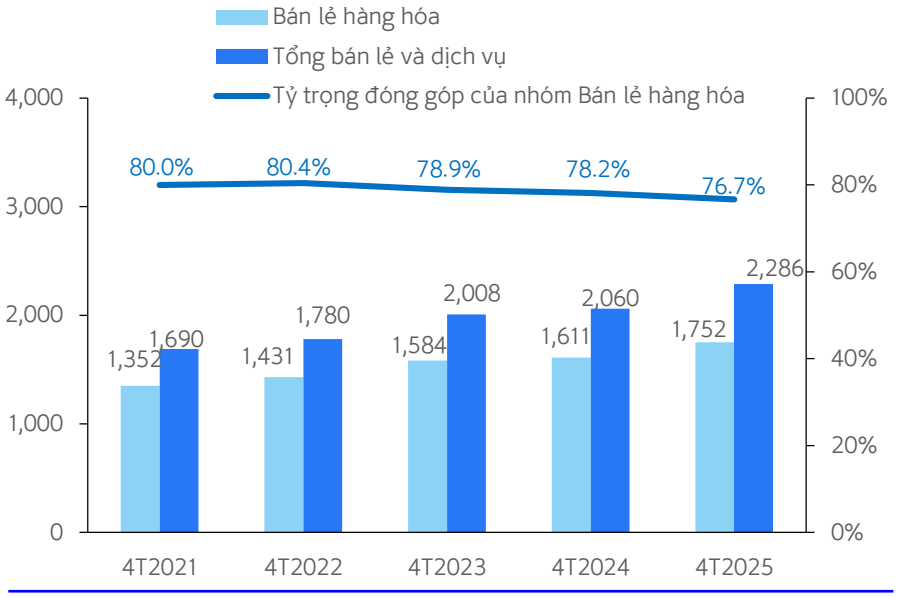
Cập nhật nhóm Bán lẻ hàng hóa

Doanh thu bán lẻ hàng hóa tháng 4 của các năm (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu bán lẻ lũy kế 4 tháng ở các năm (nghìn tỷ đồng)

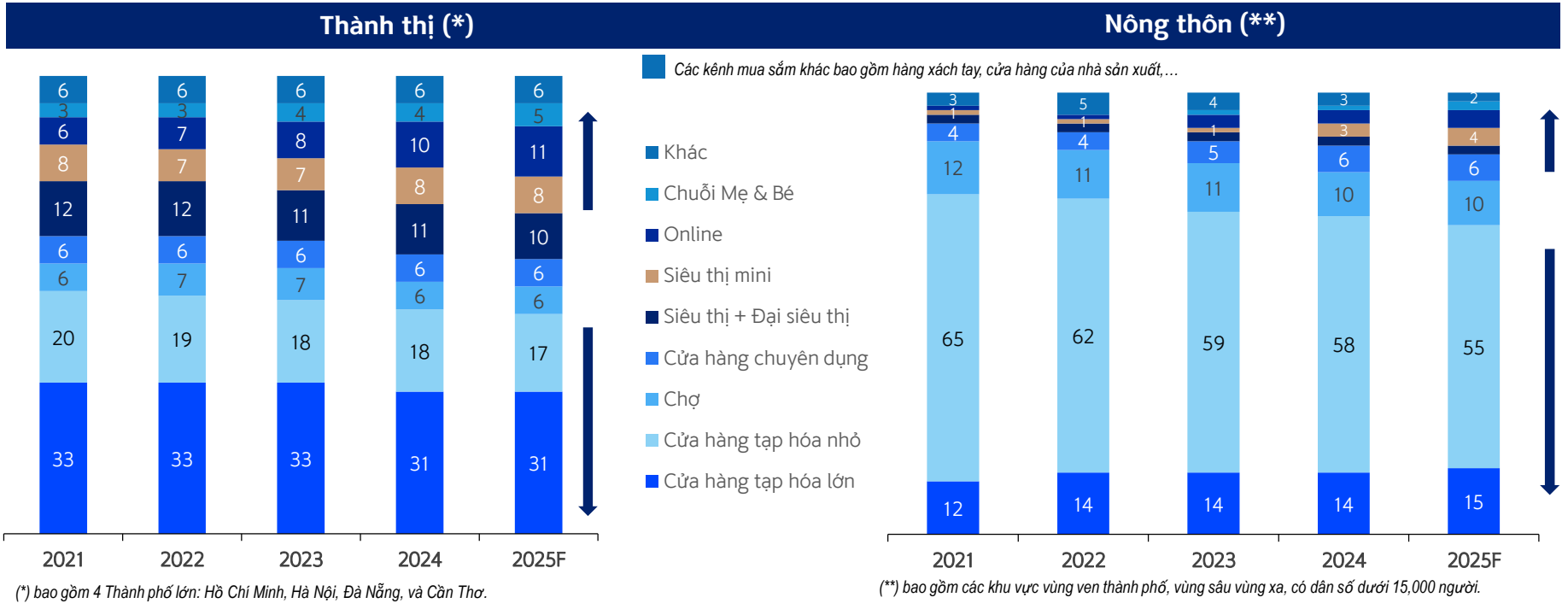


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Sau giai đoạn hồi phục do ảnh hưởng từ dịch COVID-19, nhờ các hỗ trợ kịp thời từ các chính sách kích cầu của Nhà nước đã giúp ngành bán lẻ dần hồi phục và tiếp tục duy trì ổn định. Năm 2025, tuy nền kinh tế trong nước và thế giới có nhiều biến động nhưng dự báo đà tăng trưởng của ngành bán lẻ vẫn được duy trì ở mức ổn định so với năm 2024.
- Cập nhật doanh thu Bán lẻ hàng hóa T4/2025 ước tính đạt 442.8 nghìn tỷ đồng (+8.8% YoY); Lũy kế 4T2025, doanh thu bán lẻ hàng hóa ghi nhận đạt 1,752.5 nghìn tỷ đồng (+8.7% YoY), đóng góp 76.7% tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (4T2024: 78.2%).

2. Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

Tỷ trọng đóng góp giá trị của các kênh bán lẻ theo khu vực (%)



(*) bao gồm 4 Thành phố lớn: Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng, và Cần Thơ.

(**) bao gồm các khu vực vùng ven thành phố, vùng sâu vùng xa, có dân số dưới 15,000 người.

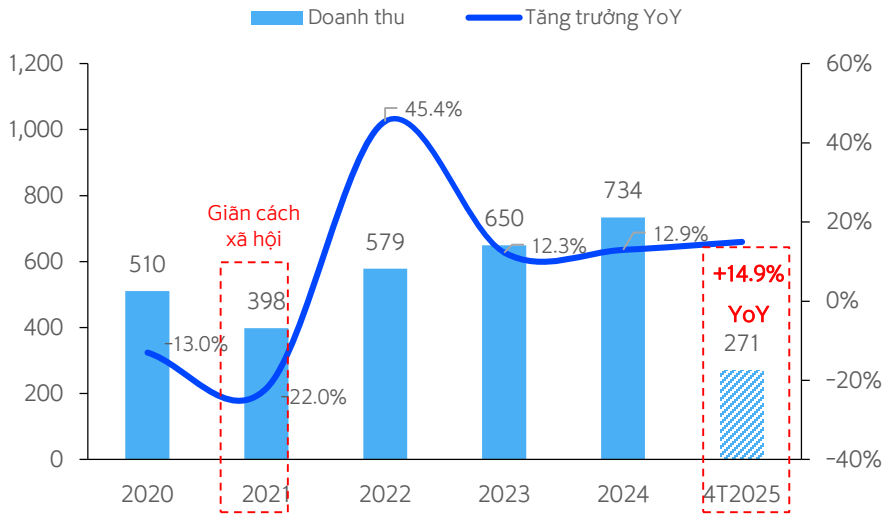
Nguồn: Kantar Worldpanel, Shinhan Securities Vietnam

- Tỷ trọng doanh thu từ các kênh bán lẻ cửa hàng tạp hóa vẫn đang chiếm thị phần lớn nhất nhưng có xu hướng thu hẹp dần do sự mở rộng mạnh mẽ của các mô hình kinh doanh bán lẻ hiện đại, dẫn đến thay đổi thói quen người tiêu dùng.
- Nhiều thương hiệu gia tăng sự hiện diện ở nhiều kênh bán hàng, tận dụng tiềm năng của các nền tảng bán hàng trực tuyến, giúp trải nghiệm mua sắm của người tiêu dung được liền mạch và tiện lợi hơn. Các kênh bán hàng hiện đại cũng đang dịch chuyển sang người tiêu dùng khu vực nông thôn.
- Hạ tầng Internet phát triển, các nền tảng bán lẻ TMĐT (B2C) ngày càng quen thuộc đối với người dân Việt Nam, thúc đẩy tỷ trọng đóng góp từ kênh online ở cả khu vực Thành thị và Nông thôn, mở ra cơ hội cho các thương hiệu từ nhỏ đến lớn thu hút và đa dạng hóa tệp khách hàng trung thành.

2. Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

Cập nhật nhóm dịch vụ lưu trú, ăn uống, và du lịch

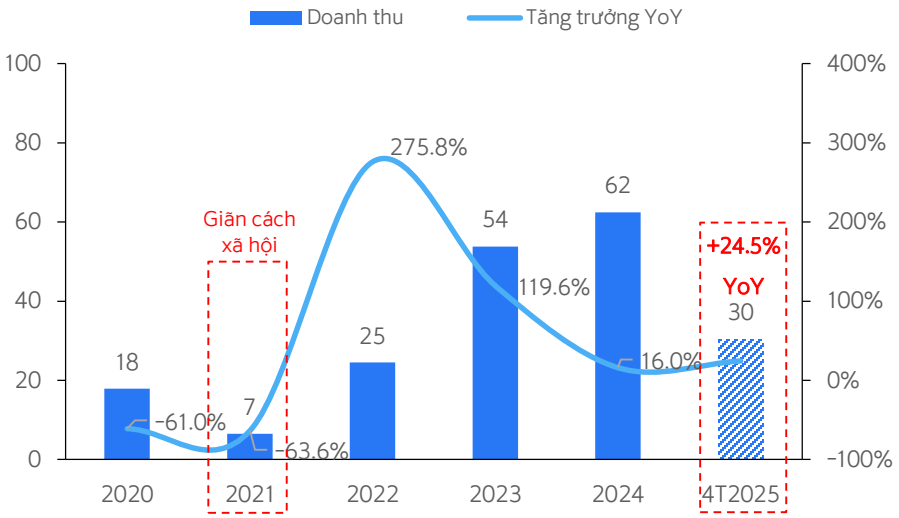
Doanh thu từ Dịch vụ lưu trú, ăn uống (nghìn tỷ đồng) (*)



(*) bao gồm doanh thu dịch vụ lưu trú (khách sạn, resort, villa, căn hộ dịch vụ, homestay,...) và dịch vụ ăn uống (nhà hàng, quán ăn, các cửa hàng ăn uống nhỏ lẻ,...)

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu từ Du lịch lữ hành (nghìn tỷ đồng) (**)



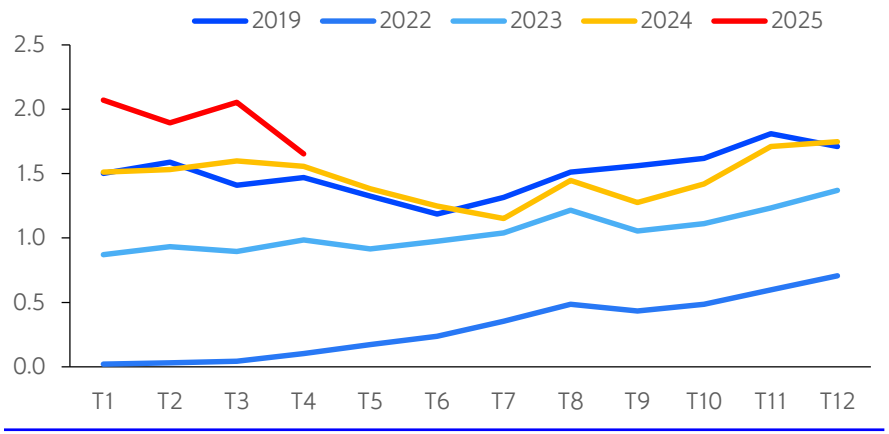
(**) chỉ bao gồm doanh thu dịch vụ của các công ty du lịch lữ hành (vận chuyển, tham quan, hoạt động tour) không bao gồm các khoản chi tiêu ngoài dịch vụ lữ hành (ăn uống, mua sắm, logistics, các dịch vụ giải trí khác,...)

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Sau giai đoạn Covid-19, nhu cầu du lịch ngày càng hồi phục mạnh mẽ. Lũy kế 4 tháng năm 2025, tổng doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống đạt 270.6 nghìn tỷ đồng (+14.9% YoY). Doanh thu du lịch lữ hành ghi nhận đạt 30.4 nghìn tỷ đồng (+24.5% YoY). Về hiệu quả kinh tế, tổng thu 4T2025 từ khách du lịch (khách trong nước và quốc tế) đạt 328 nghìn tỷ đồng; hướng tới mục tiêu đạt trên 980 nghìn tỷ đồng (+16.6% YoY) trong năm 2025.
- Năm 2025, doanh thu nhóm dịch vụ lưu trú, ăn uống và mảng du lịch sẽ hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì tăng trưởng 2 chữ số, dự phóng lần lượt đạt 817.1 nghìn tỷ đồng (+11.3% YoY) và 71.3 nghìn tỷ đồng (+14.1% YoY).
- Việt Nam đặt mục tiêu thu hút 22-23 triệu khách quốc tế (+25-30% YoY) và trên 120 triệu khách nội địa (tăng 9-10% YoY) trong năm 2025; đặt mục tiêu ngành du lịch sẽ đóng góp 8-9% GDP năm 2025 và 13-14% GDP năm 2030.

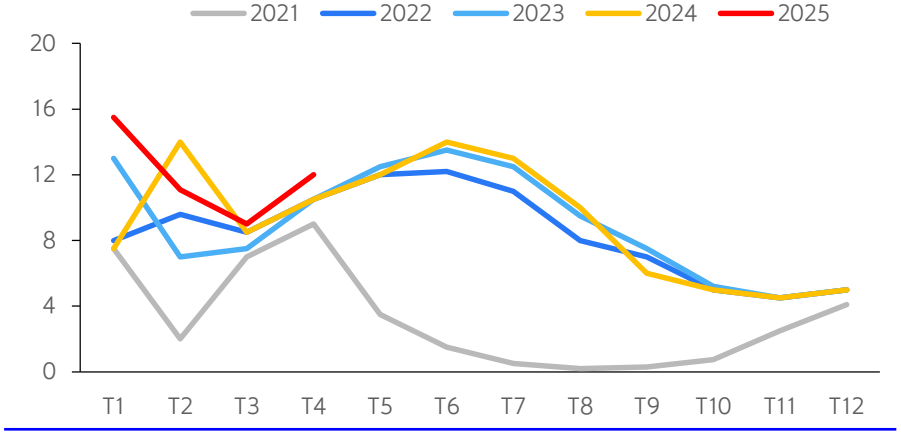
Cập nhật nhóm dịch vụ Du lịch lữ hành

Khách quốc tế đến Việt Nam (triệu lượt)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Khách nội địa (triệu lượt)

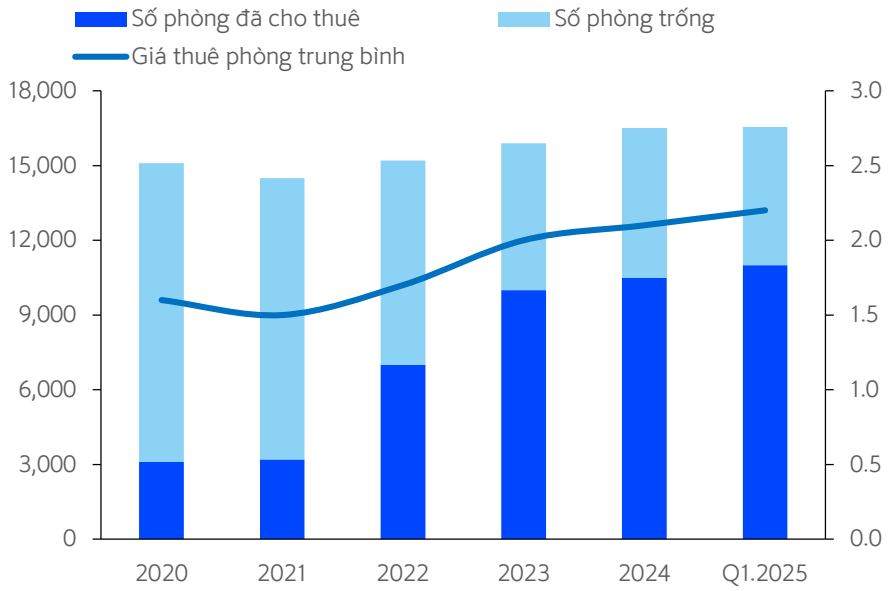


Nguồn: Cục Du lịch Quốc Gia Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

- **Quốc tế:** Lũy kế 4T2025, Việt Nam đón 7.7 triệu lượt khách quốc tế (+23.8% y/y) và hoàn thành 34% mục tiêu đề ra. Đáng chú ý, T1/2025 ghi nhận lượt khách quốc tế cao đột biến (hơn 2 triệu lượt khách, +37% y/y).
- **Nội địa:** Phục vụ 47.5 triệu lượt khách du lịch nội địa trong 4T2025 (+17.5% YoY). Du lịch nội địa là yếu tố quan trọng giúp thúc đẩy kinh tế Việt Nam và các mảng bán lẻ khác. Tính riêng giai đoạn nghỉ Lễ dài hạn 30/4, 1/5 (từ 30/4 đến 4/5), du lịch Việt Nam ước phục vụ khoảng 10.5 triệu lượt khách nội địa, tăng 31.2% y/y.
- Lượng khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ nhờ chính sách thị thực thuận lợi (mở rộng danh sách các quốc gia được miễn visa, đơn giản hóa quy trình cấp e-visa, kéo dài thời hạn lưu trú cho du khách,…) và các chương trình kích cầu du lịch khác. Nguồn tài nguyên thiên nhiên và di sản văn hóa đa dạng tạo nền tảng vững chắc, thúc đẩy du lịch và phát triển ngành lưu trú Việt Nam.
- Bên cạnh đó, cơ sở hạ tầng được cải thiện, nhiều sự kiện giải trí lớn, hoạt động vui chơi được tổ chức ở các TP trọng điểm giúp thu hút nhiều khách du lịch trong nước và quốc tế. Năm 2025 cũng là năm Việt Nam có nhiều ngày lễ lớn, giúp thúc đẩy hoạt động du lịch của khách du lịch quốc tế lẫn trong nước.

Cập nhật các nhóm dịch vụ lưu trú khách sạn

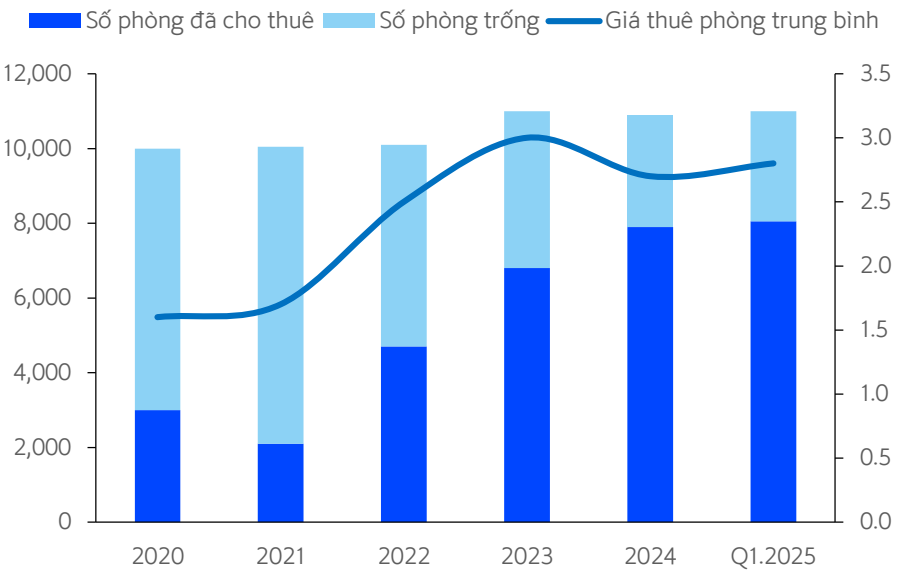
Tình hình hoạt động khách sạn ở TP. Hồ Chí Minh



Nguồn: Savills Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Ghi chú: Giá phòng trung bình được ghi nhận dành cho khách đoàn (triệu VND/phòng/đêm)

Tình hình hoạt động khách sạn ở Hà Nội



Nguồn: Savills Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

- Theo Savills, sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch cùng nhiều chương trình khuyến mãi và giảm giá phòng tại các khách sạn trung, cao cấp đã thu hút đa dạng nhóm khách du lịch quốc tế và trong nước, thúc đẩy tỷ lệ lấp đầy của các khách sạn và đơn vị kinh doanh dịch vụ lưu trú.
- Q1.2025, thị trường khách sạn TP. Hồ Chí Minh ghi nhận duy trì tỷ lệ lấp đầy ở mức trên 66%. Giá thuê phòng hồi phục rõ rệt từ mức đáy năm 2021 và dần ổn định các năm sau đó, cuối Q1.2025 ghi nhận tăng nhẹ gần 5% YTD.
- Trong khi đó, thị trường khách sạn Hà Nội duy trì ổn định nguồn cung, với tỷ lệ lấp đầy cải thiện đáng kể, tăng từ mức 56% trong năm 2023 lên 73% tại thời điểm cuối Q1.2025. Giá thuê phòng trung bình Q1.2025 ở Hà Nội cũng cải thiện 3.7% YTD sau khi giảm mạnh 10% YTD trong năm 2024.

03

Triển vọng ngành bán lẻ Việt Nam năm 2025

Tăng trưởng ngành bán lẻ năm 2025 dự phóng hạ nhiệt do tình hình căng thẳng thương mại toàn cầu leo thang, làm suy giảm sức mua.

Ngành bán lẻ Việt Nam kỳ vọng duy trì tăng trưởng ở mức 8-9% YoY trong năm 2025.

Các động lực thúc đẩy ngành bán lẻ Việt Nam:

+ Kỳ vọng tăng trưởng tích cực của nền kinh tế;
+ Thu nhập người dân cải thiện, tỷ lệ đô thị hóa tiếp tục tăng cao;
+ Động lực tăng trưởng từ các ngành hàng bán lẻ mới.

3. Triển vọng ngành bán lẻ Việt Nam năm 2025

Dự phóng tăng trưởng GDP của Việt Nam	
	2025F
Chính phủ	Mục tiêu: 8.0% **Quý I: +6.93%**
Ngân hàng Thế giới	6.8%
IMF	6.9%
ADB	6.6%
Moody's	6.5-7.0%
Fitch Ratings	7.0%
Standard Chartered	6.7%
HSBC Global Research	6.5%

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Đánh giá xếp hạng tín nhiệm quốc gia dài hạn của Việt Nam		
	Cập nhật xếp hạng	**Ngày cập nhật đánh giá**
Moody's	Ba2 (triển vọng ổn định)	22/08/2024
S&P Global Ratings	BB+ (triển vọng ổn định)	20/06/2024
Fitch Ratings	BB+ (triển vọng ổn định)	28/06/2024

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Tăng trưởng GDP Q1.2025 tích cực, ghi nhận đạt 6.93%, duy trì đà tăng trưởng mạnh 7.1% của năm 2024. Về quy mô GDP, Việt Nam hiện xếp thứ 4 khu vực Đông Nam Á và xếp thứ 33 thế giới.

Tuy nhiên, mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2025 của Việt Nam được đánh giá là tương đối cao và khó đạt được kỳ vọng.

Năm 2025, Quốc hội thông qua các mục tiêu sau:

- ❑ Tăng trưởng GDP đạt 8% trở lên;
- ❑ Quy mô GDP đạt 490-500 tỷ USD;
- ❑ GDP bình quân đầu người 5,000 USD;
- ❑ CPI bình quân khoảng 4.5-5%.

Tuy nhiên, nhìn vào triển vọng dài hạn, tốc độ tăng trưởng của Việt Nam vẫn tích cực.

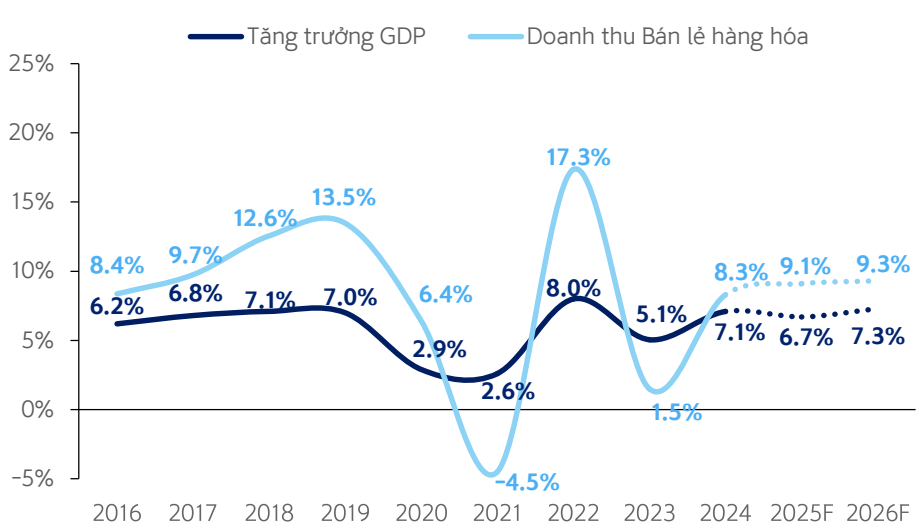
Thu nhập cải thiện, tỷ lệ đô thị hóa tăng, cùng các chính sách hỗ trợ kịp thời của Nhà nước. Xét nhóm bán lẻ ICT cũng đang hồi phục rõ ràng từ mức đáy năm 2023. Ngoài ra, triển vọng từ các ngành hàng bán lẻ mới cũng là động lực thúc đẩy các hoạt động bán lẻ thời gian sắp tới.

Triển vọng dài hạn: Nhiều tổ chức tài chính đánh giá Việt Nam là quốc gia có nền kinh tế ổn định, liên tục cập nhật và tăng mức dự báo tăng trưởng, dao động quanh mức 7.0% trong năm 2025.

3. Triển vọng ngành bán lẻ Việt Nam năm 2025

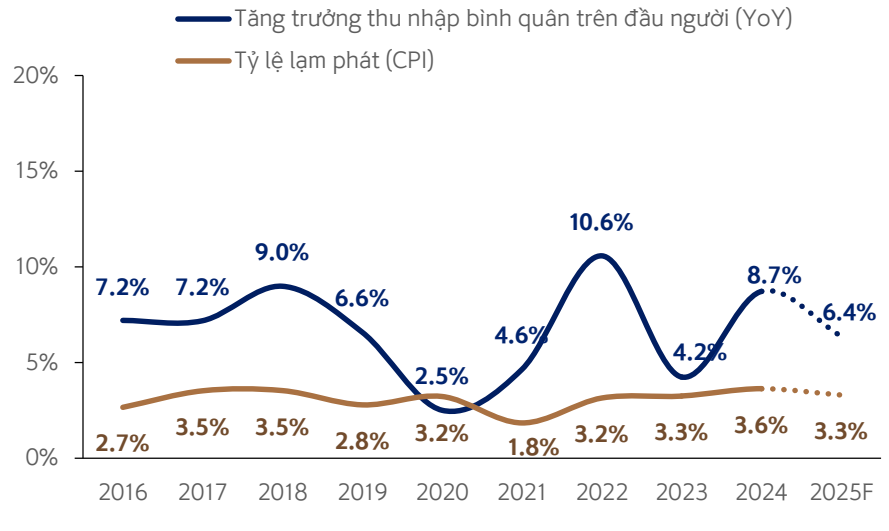
Tác động của nền kinh tế đối với ngành bán lẻ Việt Nam

Tăng trưởng GDP và doanh thu bán lẻ Việt Nam



Nguồn: World Bank, GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng GDP bình quân đầu người và tỷ lệ CPI



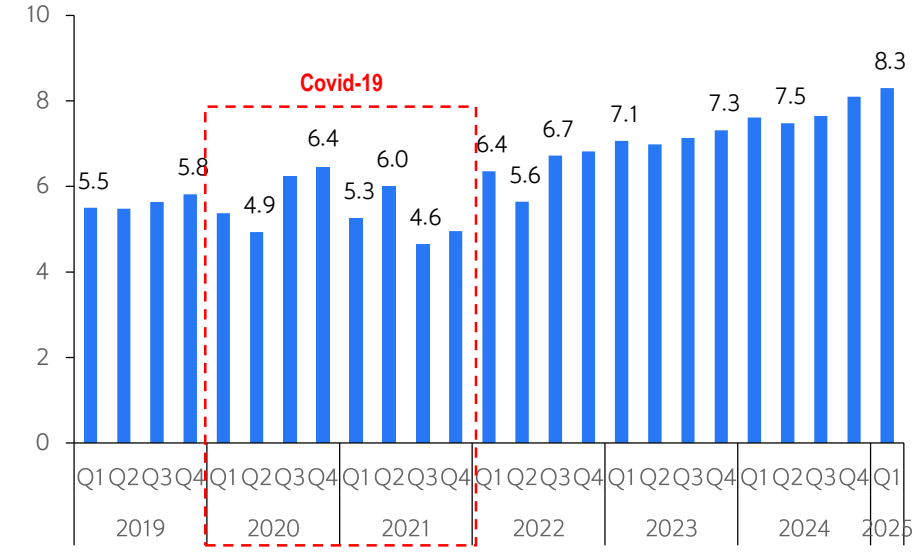
Nguồn: World Bank, IMF, GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Quý I/ 2025, tăng trưởng GDP tích cực cùng tăng trưởng doanh thu bán lẻ 4 tháng đầu năm đạt 8.7% YoY. Bên cạnh đó, thu nhập bình quân đầu người cũng liên tục cải thiện, đạt 4,700 USD trong năm 2024 (+8.3% y/y). IMF dự phóng con số này sẽ vượt mốc 5,000 USD vào năm 2025.
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng bán lẻ cả năm 2025 sẽ đạt mức 8-9% YoY.
- **Các biện pháp thúc đẩy tăng trưởng bền vững, dài hạn:** (i) Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng; (ii) Tiếp tục giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026; (iii) Duy trì tăng lương tối thiểu vùng mỗi năm; (iv) Phát triển cơ sở hạ tầng (đã hoàn thiện và đưa vào hoạt động nhà ga T3 Tân Sơn Nhất; tiếp tục phát triển tuyến Metro ở Hà Nội và TP. HCM; đẩy nhanh tiến độ dự án sân bay Long Thành, hoàn thành trong năm 2026; thông qua chủ trương đầu tư dự án đường sắt tốc độ cao Bắc-Nam). Đây sẽ là các chất xúc tác giúp ngành bán lẻ và nền kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng bền vững ở những năm tới.

3. Triển vọng ngành bán lẻ Việt Nam năm 2025

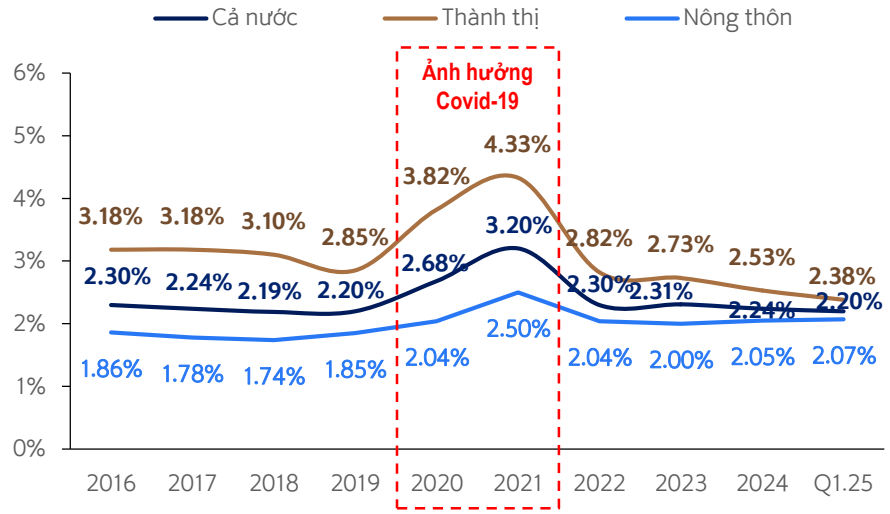
Tác động của nền kinh tế đối với ngành bán lẻ Việt Nam

Thu nhập bình quân đầu người mỗi tháng (triệu đồng/tháng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ thất nghiệp (%) (*)



(*) Tỷ lệ phần trăm giữa số người thất nghiệp so với lực lượng lao động.
Người thất nghiệp: Người từ đủ 15-61 tuổi (nam) hoặc 15-56 (nữ) có đầy đủ cả 3 yếu tố: Không làm việc, đang tìm kiếm việc làm và sẵn sàng làm việc.

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Thu nhập người dân tiếp tục xu hướng cải thiện rõ rệt theo thời gian sau khi đề xuất tăng lương tối thiểu các vùng được thông qua, áp dụng từ ngày 1/7/2024. Điều này có ý nghĩa lớn đối với việc cải thiện đời sống, an sinh của người dân, thúc đẩy sức mua tiêu dùng, ổn định xã hội và tạo cơ hội để người dân phát triển cá nhân, góp phần vào sự phát triển bền vững của nền kinh tế.
- Cuối Q1.2025, Việt Nam có khoảng 1.04 triệu người thất nghiệp trong độ tuổi lao động (giảm 14,400 người y/y), tương ứng tỷ lệ thất nghiệp cả nước ước tính khoảng 2.20%, bám sát mục tiêu giữ tỷ lệ thất nghiệp dưới 3% của Nhà nước.

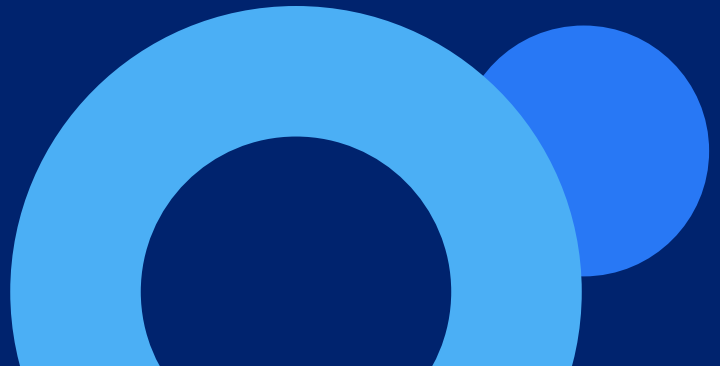
04

Triển vọng dài hạn ngành bán lẻ Việt Nam hướng đến năm 2030

Tuy tốc độ tăng trưởng bán lẻ hạ nhiệt trong năm 2025, triển vọng dài hạn đến năm 2030 của ngành bán lẻ Việt Nam vẫn được đánh giá tích cực.

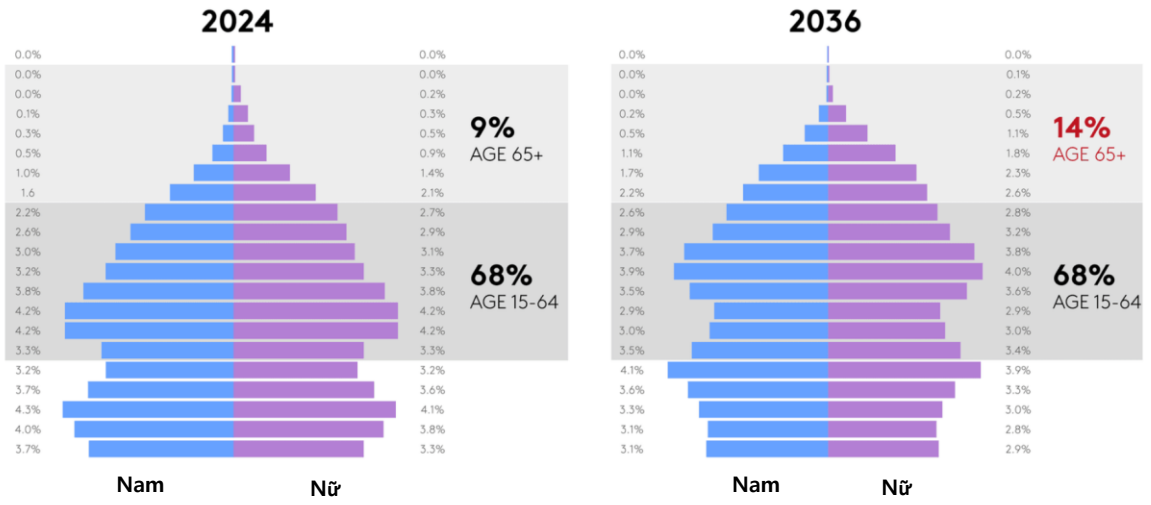
Các động lực thúc đẩy ngành bán lẻ Việt Nam:

+ Cơ cấu dân số vàng, tỷ lệ đô thị hóa tiếp tục tăng cao;
+ Thu nhập người dân cải thiện;
+ Chi tiêu hộ gia đình tăng.



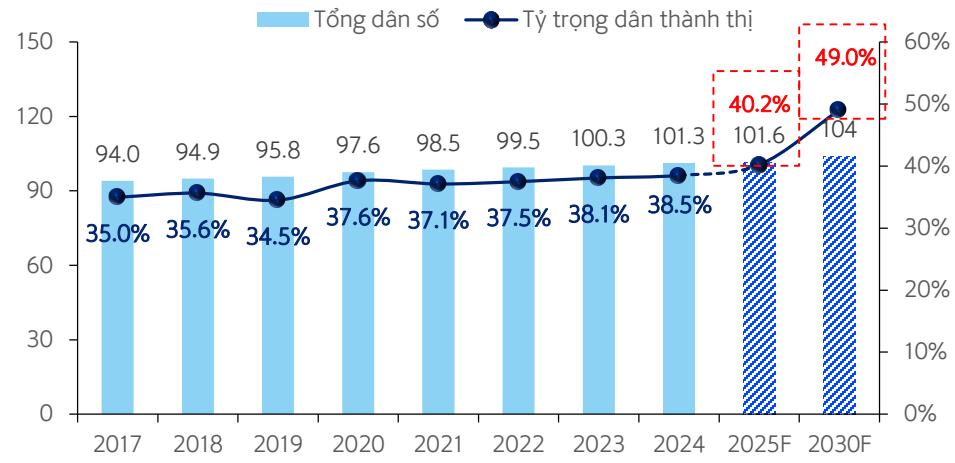
4. Triển vọng dài hạn ngành bán lẻ Việt Nam đến năm 2030

Cơ cấu dân số Việt Nam



Nguồn: World Bank, Kantar, Shinhan Securities Vietnam

Thống kê dân số Việt Nam qua các năm (triệu người)



Nguồn: GSO, Bộ Y Tế, Shinhan Securities Vietnam

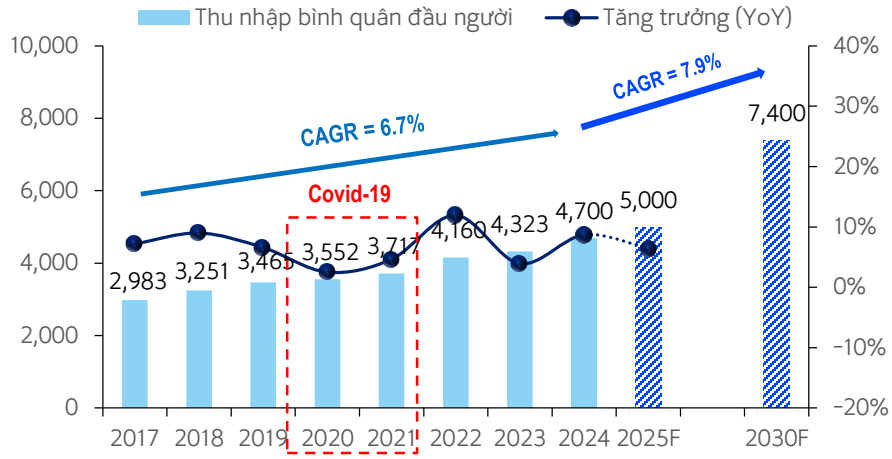
Cơ cấu dân số vàng

- Việt Nam ghi nhận đạt hơn 101 triệu người cuối năm 2024, là quốc gia đông dân thứ ba Đông Nam Á sau Indonesia và Philippines. Bên cạnh đó, tỷ lệ dân số thành thị hóa có xu hướng tăng qua các năm là yếu tố tích cực thúc đẩy các DN bán lẻ Việt Nam: (i) Tăng nhu cầu tiêu dùng (nhờ thu nhập cao hơn); (ii) Đa dạng hóa kênh bán hàng, mô hình bán lẻ).
- Tuy nhiên, dân số già hóa và tỷ lệ sinh giảm đang dần thay đổi cơ cấu dân số. Việt Nam đang hưởng lợi từ cơ cấu dân số vàng, nhưng dự kiến sẽ bước vào thời kỳ dân số già vào khoảng năm 2036-2039. Đến năm 2036, cứ 5 người Việt thì có 1 người là người cao tuổi (trên 64 tuổi).
- Sự chuyển đổi này sẽ tác động lớn đến xã hội và kinh tế. Dân số cao tuổi gia tăng đặt ra nhu cầu và ưu tiên mới, buộc các thương hiệu phải điều chỉnh chiến lược và danh mục sản phẩm. Do sự đa dạng trong nhóm người cao tuổi (trình độ học vấn, thu nhập, lối sống, thói quen tiêu dung,…), các thương hiệu cần cá nhân hóa sản phẩm và truyền thông phù hợp.
- Để chinh phục nhóm tiêu dùng này, các thương hiệu cần lấy người tiêu dùng làm trung tâm, phát triển các sản phẩm và dịch vụ thích ứng với quá trình lão hóa. Đồng thời, xây dựng mối liên kết thế hệ và kết nối cảm xúc với cả người già lẫn người trẻ sẽ là yếu tố then chốt cho sự phát triển bền vững.

4. Triển vọng dài hạn ngành bán lẻ Việt Nam đến năm 2030

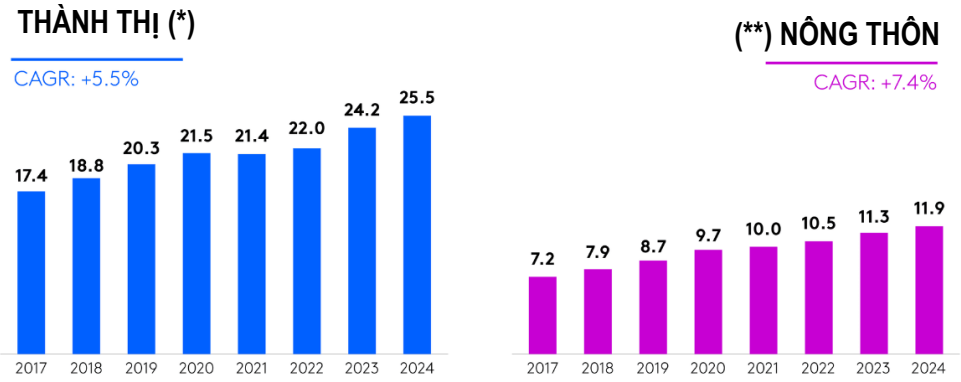
Tác động của nền kinh tế đối với ngành bán lẻ Việt Nam

Thu nhập bình quân đầu người mỗi năm ở Việt Nam (USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Thu nhập hộ gia đình trung bình hàng tháng (triệu đồng)



(*) bao gồm 4 Thành phố lớn: Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng, và Cần Thơ.
(**) bao gồm các khu vực vùng ven thành phố, vùng sâu vùng xa, có dân số dưới 15,000 người.

Nguồn: Kantar Worldpanel, Shinhan Securities Vietnam

Các yếu tố thúc đẩy nền kinh tế cũng như thị trường bán lẻ, sức mua tiêu dùng ở thị trường Việt Nam:

- ❑ Cơ cấu dân số vàng cùng tỷ lệ đô thị hóa tiếp tục tăng trong các năm tới;
- ❑ Thu nhập trên đầu người cải thiện, kỳ vọng tăng 7.9%/năm giai đoạn 2024-2030;
- ❑ Chi tiêu hộ gia đình tăng. Cả thành thị và nông thôn Việt Nam đều đang chứng kiến sự gia tăng liên tục về thu nhập trung bình. Sự tăng trưởng này đang thúc đẩy sự mở rộng đáng kể của tầng lớp trung lưu.

4. Triển vọng dài hạn ngành bán lẻ Việt Nam đến năm 2030

Xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ của chi tiêu tiêu dùng hộ gia đình Việt Nam

Chỉ số chi tiêu tiêu dùng trên mỗi hộ gia đình (năm 2024 = 100)

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Mỹ Latin	100	118	136	157	179
Middle East Asia	100	110	121	132	145
Ấn Độ	100	109	120	131	144
Việt Nam	100	106	115	127	139
Phillippines	100	108	115	123	132
Indonesia	100	104	111	118	126
Đông Âu	100	106	112	119	126
Thái Lan	100	106	112	118	124
APAC	100	105	110	117	124
Tây Âu	100	105	111	117	124
Malaysia	100	105	110	116	123
Trung Quốc	100	103	108	114	120
Hong Kong	100	103	107	111	116
Bắc Mỹ	100	103	107	111	115
Singapore	100	100	105	109	114
Hàn Quốc	100	103	106	110	113
Đài Loan	100	102	105	108	112
Úc	100	101	104	108	111
Nhật Bản	100	103	105	108	111

Nguồn: Euromonitor (2024), Shinhan Securities Vietnam

- Theo Euromonitor, Việt Nam là một trong những thị trường tiêu dùng nổi bật và phát triển nhanh nhất trong khu vực, với mức tăng trưởng đỉnh điểm giai đoạn 2026-2027.
- Các hộ gia đình chi tiêu nhiều hơn cho thấy sự chuyển đổi từ tiêu dùng cơ bản (nhu yếu phẩm) sang chi tiêu hưởng thụ (giải trí, công nghệ, sản phẩm phong cách sống), phản ánh khả năng phục hồi kinh tế, thu nhập tăng và sự gia tăng của tầng lớp trung lưu.
- Bên cạnh đó, nhu cầu cao hơn đi kèm với tiềm năng bùng nổ của các lĩnh vực bán lẻ, đặc biệt là các kênh thương mại hiện đại như siêu thị, cửa hàng tiện lợi, nền tảng thương mại điện tử và trung tâm mua sắm.
- Cuối cùng, khi thu nhập khả dụng tăng lên, các lĩnh vực y tế và giáo dục tư nhân có khả năng phát triển khi các gia đình ưu tiên các dịch vụ chất lượng.
- Điều này thúc đẩy Việt Nam trở thành một thị trường hấp dẫn không chỉ đối với các doanh nghiệp trong nước mà còn là một thị trường thâm nhập lý tưởng cho các công ty quốc tế kinh doanh các ngành hàng tiêu dùng (bán lẻ, thương mại điện tử, F&B, FMCG và các dịch vụ tiêu dùng khác).

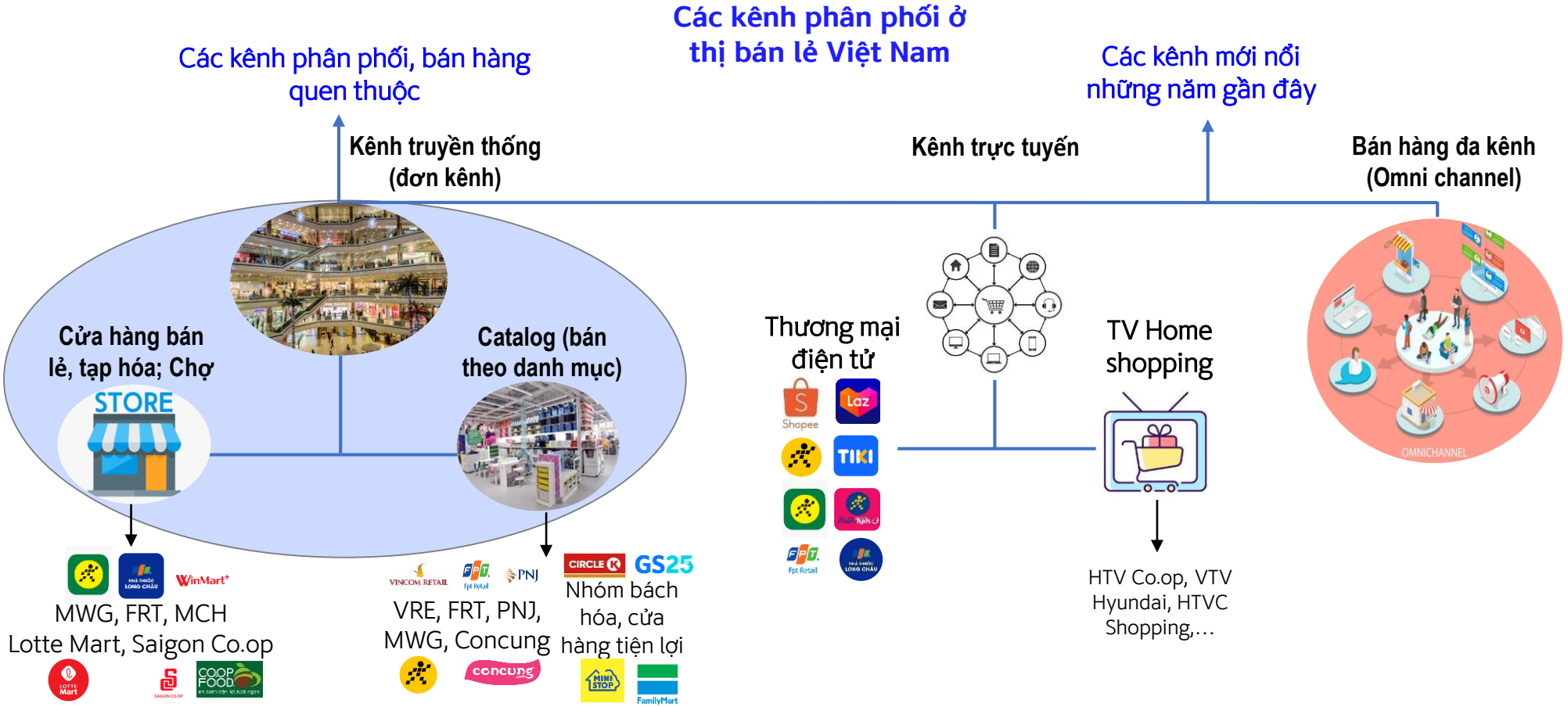
05

Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam

Thị trường bán lẻ Việt Nam đang dịch chuyển sang mô hình Omni-channel, kết hợp chặt chẽ giữa online và offline.

Xu hướng này đáp ứng nhu cầu mua sắm linh hoạt, cá nhân hóa của người tiêu dùng hiện đại, đồng thời giúp doanh nghiệp vận hành hiệu quả hơn và thúc đẩy doanh thu.

5. Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam – Mô hình đa kênh



- Nhiều nhà bán lẻ áp dụng mô hình bán hàng đa kênh (Omni channel) nhằm tối ưu khả năng bán hàng từ kênh truyền thống và trực tuyến.
- Theo các đơn vị nghiên cứu thị trường, kênh mua sắm hiện đại sẽ chiếm hơn 30% thị phần toàn ngành bán lẻ vào năm 2025. Hiện ở Việt Nam, trung bình 100,000 dân sẽ cần có 1 đại siêu thị và 1 trung tâm thương mại; cứ 10,000 dân sẽ cần 1 siêu thị cỡ trung bình; 1,000 dân thì cần 1 – 3 cửa hàng tiện lợi. Đây là những yếu tố tiềm năng và là điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp phân phối có thể mở rộng thị phần và có rất nhiều dư địa để phát triển.

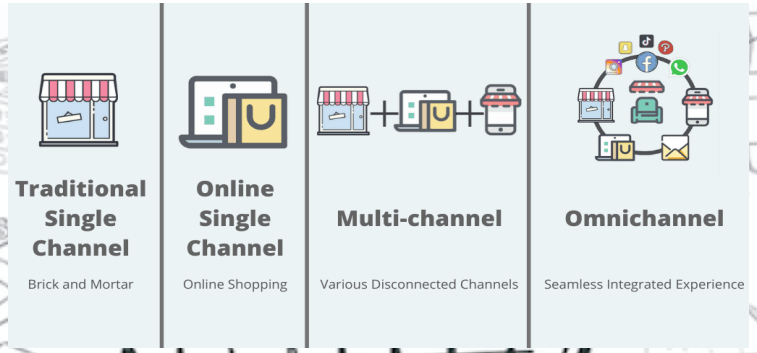
5. Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam – Mô hình đa kênh

Xu hướng thị trường bán lẻ

ĐA DẠNG NHÃN HÀNG BÁN LẺ

Bên cạnh sự gia nhập thị trường và mở rộng của các thương hiệu quốc tế, các thương hiệu trong nước cũng tăng trưởng đáng kể, mở rộng khắp thị trường.

Hình thức mua sắm giải trí, sáng tạo nội dung số cùng với tiếp thị sản phẩm (Shoppertainment) sẽ tiếp tục là xu hướng chủ đạo trong những năm tới.



BÁN HÀNG ĐA KÊNH (OMNI CHANNEL)

Sự tăng trưởng bùng nổ của mảng bán lẻ trực tuyến, TMĐT sẽ không làm giảm nhu cầu ở kênh bán lẻ truyền thống mà còn thúc đẩy hoạt động bán hàng lẫn nhau giữa các kênh.

Lượng bán hàng trung bình liên quan tới các nền tảng giải trí, streaming từ các nhà sáng tạo nội dung sẽ tăng mạnh.

LIÊN TỤC CẢI TIẾN VÀ NÂNG CẤP

Sự cạnh tranh giữa các thương hiệu trong nước và quốc tế, cùng sự bùng nổ của bán lẻ trực tuyến

Các đơn vị bán hàng sẽ liên tục cải thiện sản phẩm, nâng cấp không gian bán hàng, phát triển theo xu hướng Lifestyle destination nhằm thu hút nhiều nhóm khách hàng.

5. Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam – Mô hình đa kênh

Việt Nam tiếp tục thu hút sự quan tâm của các thương hiệu quốc tế

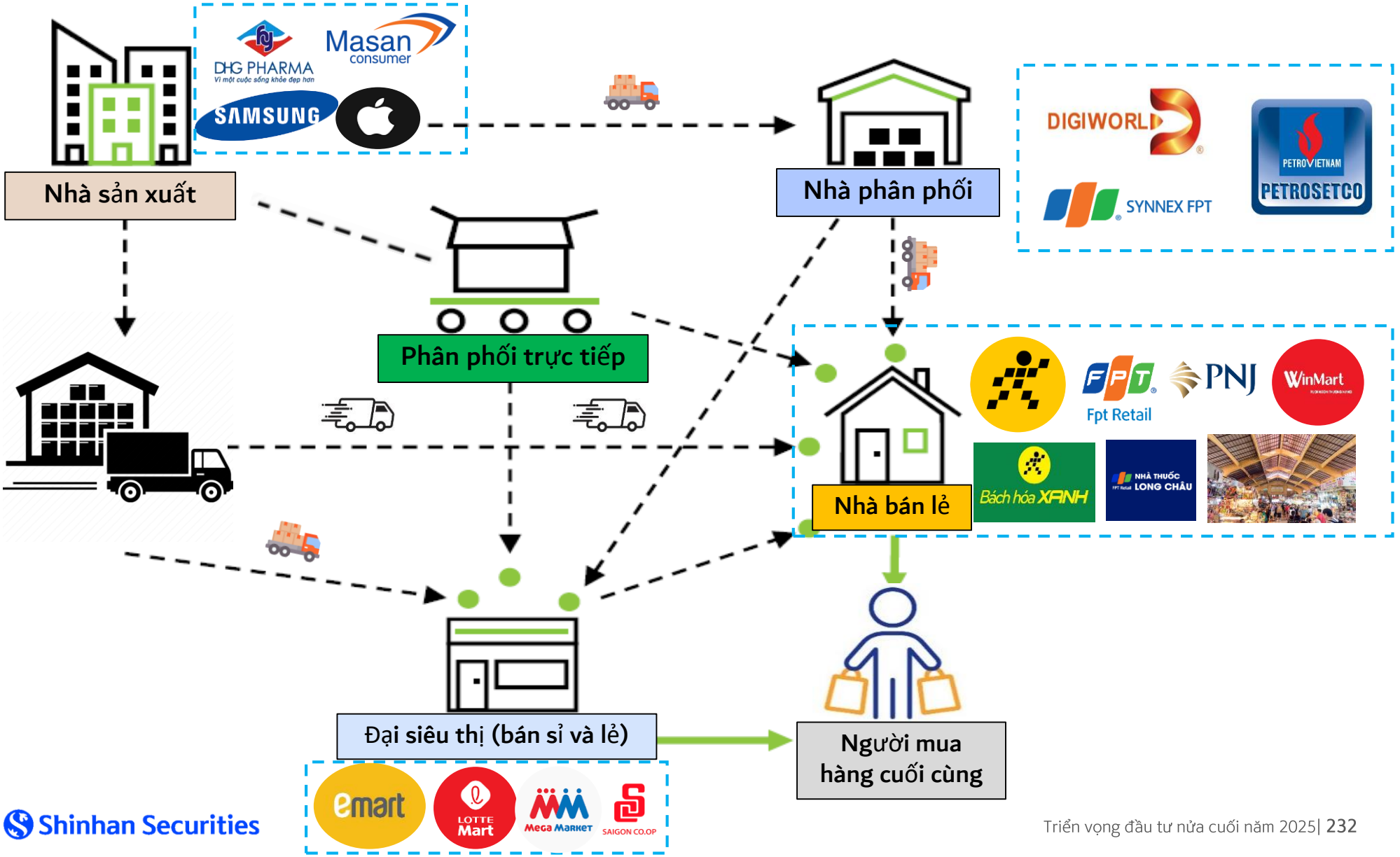
Các nhãn hàng, thương hiệu quốc tế ở thị trường bán lẻ Việt Nam

	Thời trang, phụ kiện	Ẩm thực, ăn uống	Trải nghiệm, phong cách sống
Mới gia nhập năm 2024	RENE CAOVILLA, Kiton, FRANCK MULLER, MAISON KITSUNÉ, PRIMADONNA, SEMIR, UR, Herschel, MESSYWEEKEND, MENBUR, FENDI, MSGM, PUMA, THE HOUR GLASS, VHERNIER, VICTORIA'S SECRET, KARL LAGERFELD, SAINT LAURENT PARIS	DAHU HOTPOT, SNACK KINGDOM, SHANG CHI, ASANOHA, 味界BBQ, taipan, XINWAH, 松屋 MATSUYA, WOW! YAKINIKU, MIKADO SUSHI, XIAOYU, BLUE BAY	SUFEIYA, flying tiger copenhagen, POP MART, photoism, la prairie, PEEKTON, KKV, FACIAL BAR, PHOTO OBJET, QB HOUSE, Serta
Tiềm năng gia nhập trong năm 2025, 2026	ZHOU LIU FU, Beneunder, BALENCIAGA, Malbon, Loro Piana, GENTLE MONSTER, CELINE, TOM FORD, ACMEITEM	CHAGEE, THE FELLAS TERRACE, YANQING BARBECUE, Royal Host, COMMUNE, Richeese Factory, SONGSABU, GENKI SUSHI, 探魚烤魚 TANYU GRILLED FISH	OH! SOME, DREAMUS, Hamleys, GiGO, THE COLORIST, Kiztopia

Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

5. Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam – Mô hình đa kênh

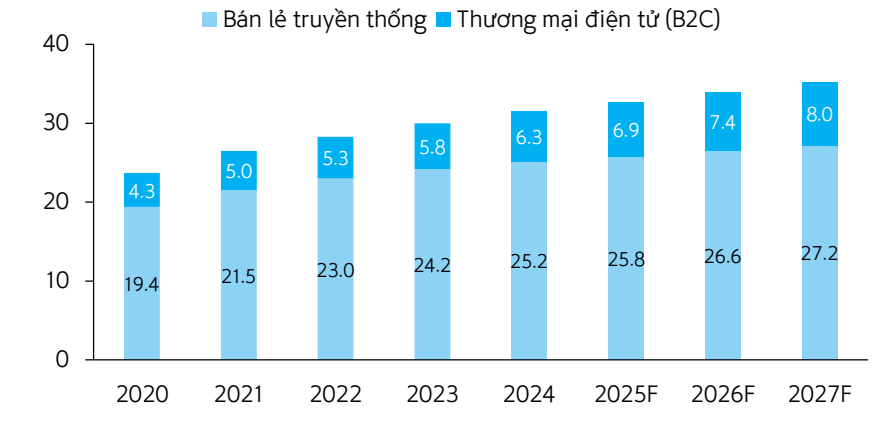
Các doanh nghiệp tiêu biểu tại thị trường bán lẻ Việt Nam



5. Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam – Mô hình đa kênh

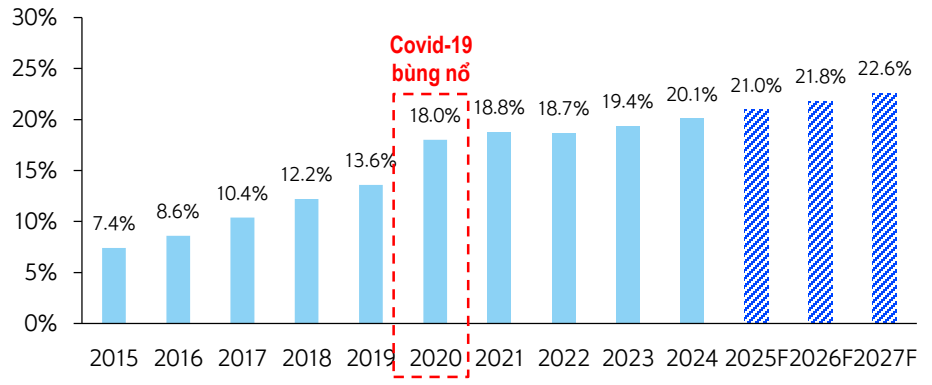
Triển vọng bán lẻ qua kênh thương mại điện tử

Doanh thu bán lẻ tại cửa hàng và kênh TMĐT (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Statista, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần bán lẻ TMĐT tử so với tổng doanh thu bán lẻ toàn cầu



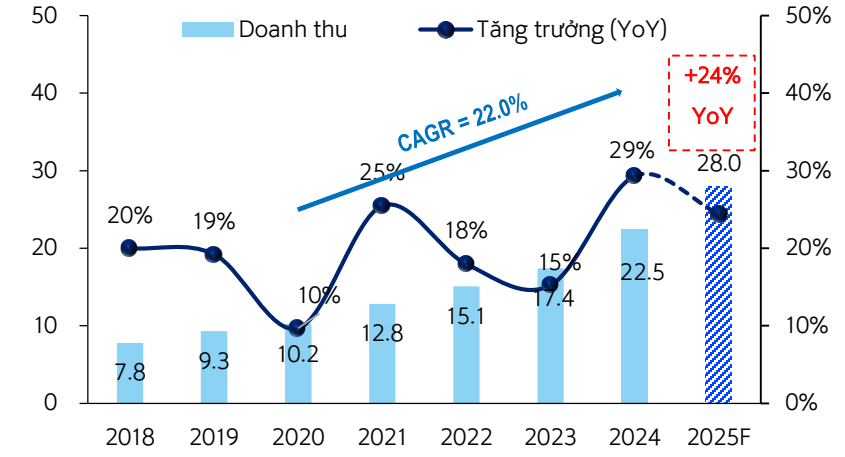
Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Statista, Shinhan Securities Vietnam

- Doanh thu bán lẻ TMĐT (B2C) toàn cầu Q1.2025 đạt 1.3 nghìn tỷ USD (+9.8% y/y), trong đó hơn 73% doanh thu có giao dịch được thực hiện qua điện thoại thông minh. Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi các thị trường mới nổi như Ấn Độ (+21% y/y), Brazil (+17% y/y) và Mexico (+15% y/y). TMĐT đã trở thành kênh bán lẻ được nhiều nhà bán lẻ chú ý, tích hợp vào chiến lược bán hàng Omni-channel.
- Theo Metrics, nhóm hàng hóa thời trang vẫn dẫn đầu danh mục mua sắm trên các nền tảng TMĐT, doanh thu Q1.2025 tăng 11.5% y/y, đóng góp 28% tổng doanh thu TMĐT toàn cầu; theo sát là nhóm đồ điện tử và đồ gia dụng (doanh thu tăng 8.7% y/y), tổng chiếm 22% doanh thu TMĐT toàn cầu.
- Đại dịch COVID-19 đã thúc đẩy mạnh mẽ sự chuyển đổi sang các hoạt động trên nền tảng internet, dẫn đến việc người dân hình thành nhiều thói quen mới như làm việc, học tập tại nhà, đặt đồ ăn online, mua sắm trực tuyến,...
- Hiện nay, xu hướng mua sắm online trực tiếp từ mạng xã hội như Instagram, Tiktok (social commerce) đang ngày phủ biến và được thế hệ genZ ưa chuộng. Bên cạnh đó, nhiều nhà bán lẻ trực tuyến chủ động tích hợp AI để đề xuất sản phẩm cho người tiêu dùng thông qua hành vi mua sắm, sở thích của người mua, ghi nhận tỷ lệ chuyển đổi đạt 26% trong Q1.2025.

5. Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam – Mô hình đa kênh

Triển vọng bán lẻ qua kênh thương mại điện tử

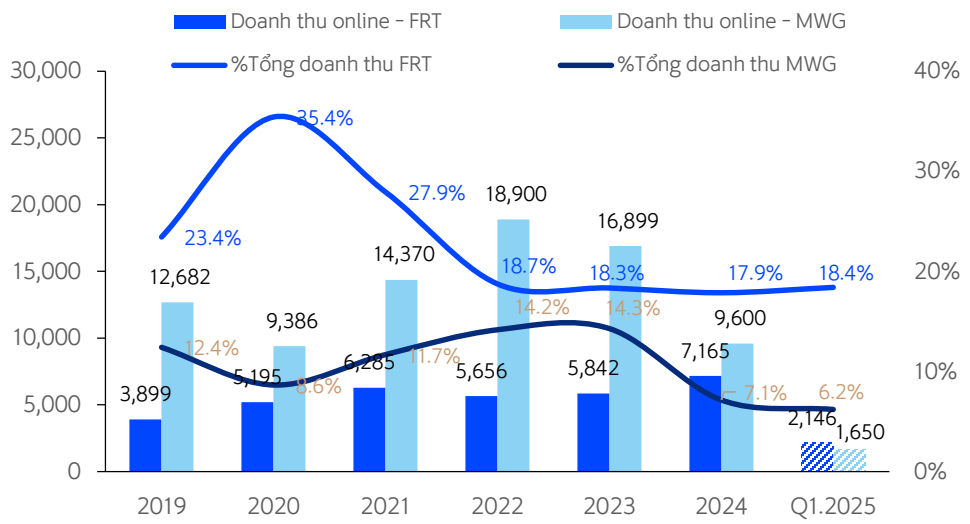
Doanh thu TMĐT bán lẻ ở Việt Nam (tỷ USD) (*)



(*) Doanh thu trên chỉ bao gồm doanh thu hàng hóa bán lẻ (B2C) qua các kênh TMĐT (loại trừ doanh thu online từ hoạt động thanh toán, dịch vụ, ngân hàng, tín dụng, bảo hiểm, trò chơi trực tuyến, quảng cáo,...)

Nguồn: Bộ Công thương, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu online của các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu (tỷ VND)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

- TMĐT có vai trò quan trọng đối với ngành bán lẻ Việt Nam, giúp thúc đẩy nhu cầu chi tiêu của người tiêu dùng. Việt Nam là một trong những thị trường TMĐT phát triển nhanh nhất thế giới, với dân số trẻ, am hiểu công nghệ và ưa chuộng mua sắm trực tuyến. Chính phủ cũng khuyến khích sử dụng thanh toán không dùng tiền mặt, giúp các ví điện tử, sàn TMĐT hàng đầu Việt Nam hưởng lợi mạnh mẽ từ sự thay đổi thói quen mua sắm, thanh toán và lượng người dùng gia tăng trong những năm qua.
- Hiệp hội Thương mại điện tử (VECOM) ước tính quy mô TMĐT Việt Nam năm 2024 đạt 32 tỷ USD (+27% y/y), trong đó bán lẻ hàng hóa trực tuyến (B2C) đạt 22.5 tỷ USD (+29% y/y). Bộ Công thương đặt mục tiêu doanh thu TMĐT (B2C) đạt 28 tỷ USD vào năm 2025 (+24% y/y).
- Theo Metrics, xét 4 sàn TMĐT hàng đầu Việt Nam (Shopee, TikTok, Lazada, Tiki), tổng doanh thu TMĐT Q1.2025 đạt 101.4 tỷ đồng (+42.3% y/y). Bên cạnh đó, các DN bán lẻ tiêu biểu như MWG, FRT liên tục đầu tư kênh bán hàng online (web, app). Chuỗi AvaKids của MWG định hướng không mở rộng quá nhiều cửa hàng vật lý và chỉ tập trung chiến lược đẩy mạnh bán hàng online trong các năm tới.

5. Xu hướng thị trường bán lẻ Việt Nam – Mô hình đa kênh

Triển vọng thị trường thương mại điện tử Việt Nam



- Việt Nam hiện xếp hạng 3 về giá trị bán lẻ online tại ĐNA; top 10 quốc gia có tốc độ tăng trưởng TMĐT hàng đầu thế giới, tạo động lực phát triển kinh tế và chuyển đổi số trong doanh nghiệp.
- Đáng chú ý, thương mại điện tử xuyên biên giới cũng được xác định là mục tiêu mới cho các hoạt động xuất khẩu (xuất khẩu trực tuyến), giúp mở rộng thị trường tiêu thụ cho hàng hóa Việt Nam.

- Theo Amazon Global Selling, năm 2024, hơn 17 triệu sản phẩm của doanh nghiệp Việt đã được xuất khẩu trực tuyến; giá trị xuất khẩu tăng 50%; số lượng đối tác bán hàng tăng 40%. Thương mại điện tử xuyên biên giới đã tăng trưởng 26% YoY.
- Với định hướng phát triển dài hạn, Bộ Công Thương sẽ đề xuất xây dựng Luật Thương mại điện tử trong năm 2025 nhằm đảm bảo tính thống nhất hệ thống pháp luật về thương mại điện tử với các luật khác.



06

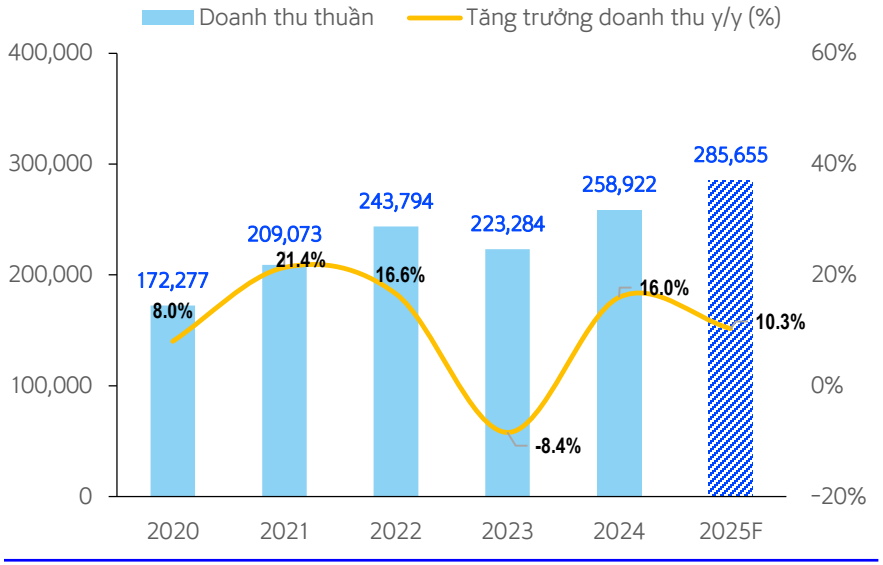
Cổ phiếu tiêu biểu ngành bán lẻ

FRT, MWG

6. Cổ phiếu tiêu biểu ngành bán lẻ

Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành bán lẻ

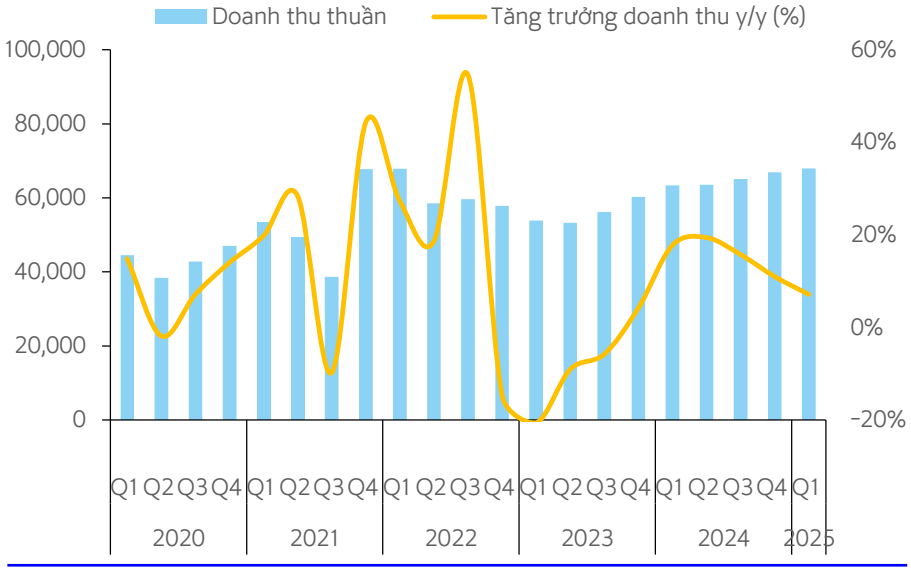
Doanh thu của nhóm bán lẻ niêm yết tiêu biểu (*) (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

(*) Gồm các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu, niêm yết trên sàn HoSE: MWG, FRT, DGW, PET, PNJ, HAX.

Doanh thu theo quý của nhóm bán lẻ niêm yết tiêu biểu (*) (tỷ đồng)



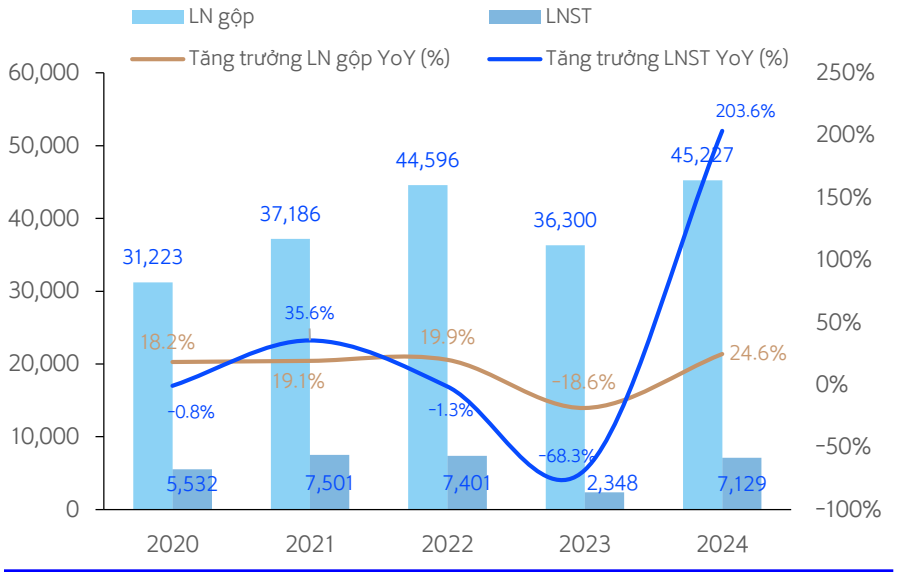
Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Năm 2024, doanh thu lẫn biên lợi nhuận của các DN bán lẻ cải thiện rõ rệt, thậm chí có phần vượt trội so với các năm trước. Triển vọng tăng trưởng kinh tế tích cực, thu nhập người dân cải thiện, duy trì thuế VAT ở mức 8% đến hết năm 2026, là những điểm tích cực giúp cải thiện sức mua chung của người tiêu dùng.
- Cập nhật KQKD Q1.2025, doanh thu nhóm doanh nghiệp bán lẻ vẫn ghi nhận tăng trưởng dương, tăng 7.1% y/y.
- Năm 2025, nhiều DN bán lẻ đặt mục tiêu KQKD tích cực, tiếp nối đà doanh thu lẫn lợi nhuận tăng trưởng 2 chữ số so với cùng kỳ. Các mảng kinh doanh mới đang trở thành điểm sáng, mang lại hiệu quả cao và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của các DN bán lẻ trong những năm tới.

6. Cổ phiếu tiêu biểu ngành bán lẻ

Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành bán lẻ

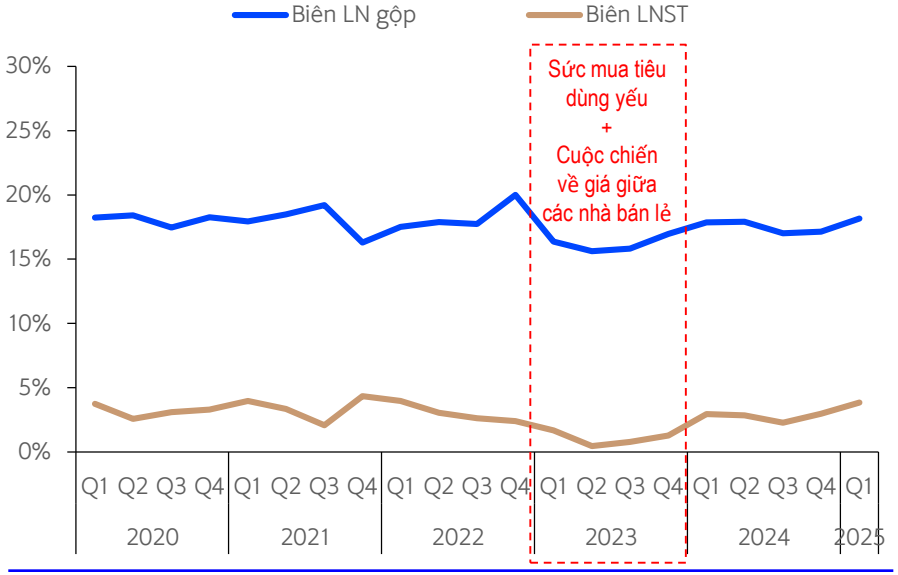
Lợi nhuận của các DN bán lẻ niêm yết tiêu biểu (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

(*) Gồm các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu, niêm yết trên sàn HoSE: MWG, FRT, DGW, PET, PNJ, HAX.

Biên lợi nhuận của các DN bán lẻ niêm yết tiêu biểu



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Năm 2024 là năm tiền đề để các mảng kinh doanh mới của các DN bán lẻ bức tốc lợi nhuận. Chúng tôi đánh giá các mảng này không chỉ thúc đẩy doanh thu mà còn góp phần cải thiện đáng kể biên lợi nhuận của doanh nghiệp bán lẻ trong giai đoạn năm 2025-2029. Chuỗi Bách hóa Xanh của MWG ghi nhận lợi nhuận ròng dương và bắt đầu mở rộng chuỗi sau thời gian dài thu hẹp và tái cấu trúc. FRT cũng chuyển đổi và mở mới các cửa hàng bán lẻ điện máy, giúp cải thiện biên lợi nhuận mảng ICT. Bên cạnh đó, chuỗi nhà thuốc và tiêm chủng Long Châu tiếp tục mở mới, kỳ vọng tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận 2 chữ số trong 3-5 năm tới.
- Nhằm tận dụng hệ thống chi nhánh khắp cả nước, các chuỗi bán lẻ TGDĐ, ĐMX (MWG), FPT Shop (FRT), Wincommerce (MSN) đều công bố triển khai dịch vụ nạp/rút tiền với các đối tác ngân hàng (MWG: VPBank; FRT: Vietcombank; MSN: Techcombank) nhằm cải thiện doanh thu dịch vụ, tối ưu nguồn tiền nhàn rỗi.

6. Cổ phiếu tiêu biểu ngành bán lẻ

Các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết

Thông tin chung				Giá cổ phiếu					Chỉ số tài chính					Định giá (25F)	
No.	Mã	Ngành bán lẻ	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Suất sinh lời (%)	1T (%)	YTD (%)	Doanh thu Q1.25 (tỷ VND)	Doanh thu 25F (tỷ VND)	Biên LN gộp 25F	ROA (25F)	ROE (25F)	P/B (x)	P/E (x)
1	MWG	Hàng ICT	95,095	64,300	72,400	12.6	5.6	5.4	36,135	150,628	21.4%	7.4%	16.6%	2.6	17.0
2	FRT	Hàng ICT, dược phẩm	22,902	168,100	205,100	22.0	1.3	-9.4	11,670	51,519	19.7%	4.5%	31.4%	32.3	10.1
3	DGW	Bán buôn, phân phối hàng ICT	7,386	33,700	44,500	32.0	4.2	-14.9	5,519	24,572	9.3%	5.0%	16.8%	2.8	24.3
4	PET	Bán buôn, phân phối hàng ICT	2,668	25,000	30,000	20.0	33.7	-0.6	4,017	21,178	4.7%	2.2%	8.7%	1.1	12.1
5	PNJ	Trang sức	27,134	80,300	99,400	23.8	134	-17.5	9,635	32,660	20.6%	13.8%	20.0%	2.5	13.8
6	HAX	Xe ô tô	1,665	15,400	18,000	16.9	10.8	-2.6	959	6,581	8.9%	6.8%	11.9%	1.4	19.4

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 27/05/2025

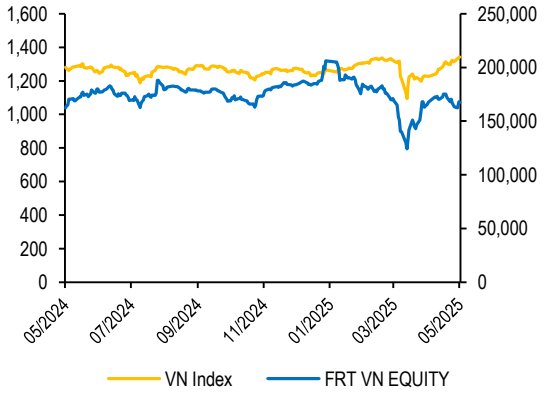
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (HSX: FRT)

FPT Retail

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 205,100**
Giá hiện tại (27/05/2025)	VND 168,100
Suất sinh lời (%)	**22.0%**
VNINDEX	1,340
P/E thị trường (x)	11.1
Vốn hóa (tỷ VND)	22,902
SLCP đang lưu hành (triệu)	136
SLCP tự do giao dịch (triệu)	66
52 tuần cao/thấp (VND)	209,400/ 121,100
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.51
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	79
Beta (12T)	1.0

Cổ đông lớn (%)	CTCP FPT	46.53
	Group of Dragon Capital Funds	13.80

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	-8.5	-5.3	3.1
Tg đối với VN-Index (%)	-11.3	-13.3	-1.6



Shinhan Securities

Chiến lược dài hạn cùng chuỗi Long Châu

Luận điểm đầu tư

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT Retail, HSX: FRT) là một trong những công ty bán lẻ ICT đầu ngành ở Việt Nam. FRT sở hữu hai chuỗi bán lẻ ICT mang tên FPT Shop và F. Studio, lên đến 628 cửa hàng. Bên cạnh đó, chuỗi nhà thuốc Long Châu của FRT cũng trở thành thương hiệu quen thuộc, dẫn đầu thị trường với 2,022 nhà thuốc khắp cả nước.

Cập nhật KQKD Q1.2025: Doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 11,670 tỷ đồng (+29% y/y) và 273 tỷ đồng (+207% y/y), hoàn thành 24% và 30% mục tiêu năm 2025. Doanh thu online đóng góp hơn 18% tổng doanh thu hợp nhất của FRT, ghi nhận tăng trưởng 38% y/y. Biên LNST Q1.25 cải thiện, đạt 1.8% (Q1.2024: 0.67%) nhờ sự đóng góp đáng kể từ chuỗi Long Châu.

Chuỗi ICT: Doanh thu mảng ICT tăng nhẹ 3% y/y, đạt 3,682 tỷ đồng. Biên LN gộp Q1.25 giảm, chỉ đạt 12.5% (Q1.24: 13.4%) do công ty duy trì các chính sách khuyến mãi đối với mảng bán lẻ CE mới hiện đang trong giai đoạn mở rộng. Dự kiến biên LN gộp sẽ cải thiện rõ rệt trong 2H25 khi mảng này đi vào hoạt động ổn định. Dù đã nỗ lực tối ưu đáng kể chi phí vận hành, mảng ICT ghi nhận lãi ròng Q1.25 âm 18.5 tỷ đồng (Q1.24: lỗ 50.8 tỷ đồng). FRT sẽ không mở mới các cửa hàng ICT mà tăng cường chuyển đổi một số cửa hàng ICT hiện hữu sang bán lẻ CE, kỳ vọng thúc đẩy doanh thu mảng ICT-CE, cải thiện biên LN gộp và ghi nhận lãi ròng dương cả năm 2025.

Chuỗi nhà thuốc Long Châu: Doanh thu đóng góp 69% tổng doanh thu FRT, đạt 8,054 tỷ đồng (duy trì tăng trưởng 2 chữ số, +46% y/y); doanh thu bình quân ở mức 1.2-1.3 tỷ đồng/nhà thuốc/tháng. Bên cạnh đó, mô hình chuỗi tiêm chủng Long Châu đang thuận lợi đi vào hoạt động. FRT dự kiến sẽ mở rộng mạnh mẽ hơn trong năm 2025, kỳ vọng doanh thu đạt 1.9-2 tỷ đồng/trung tâm/tháng.

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của FRT năm 2025 lần lượt đạt 51,519 tỷ đồng (+28.5% y/y) và 829 tỷ đồng (tăng gấp 2 lần y/y). Kế hoạch phát triển và mở rộng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe Long Châu sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng bền vững của FRT trong dài hạn. Long Châu đặt kế hoạch mở rộng hệ sinh thái, nền tảng chăm sóc sức khỏe với (i) các HĐKD mới trong chẩn đoán và điều trị (VD: phòng khám) và (ii) tiếp tục mở rộng các HĐKD và dịch vụ hiện tại (dược phẩm, tiêm chủng, theo dõi sức khỏe tại nhà và bảo lãnh thuốc bảo hiểm).

Rủi ro: (1) Tỷ lệ đòn bẩy cao; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**30,166**	**31,850**	**40,104**	**51,519**	**61,205**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	474	-297	543	1,035	1,601
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**398**	**-329**	**408**	**829**	**1,279**
EPS (VND)	2,865	-2,537	2,331	5,697	7,863
BPS (VND)	17,115	12,021	14,486	18,189	24,532
OPM (%)	1.6	-0.9	1.4	2.0	2.6
NPM (%)	1.3	-1.0	1.0	1.6	2.1
ROE (%)	**19.4**	**-19.1**	**19.3**	**31.4**	**33.1**
PER (x)	20.8	-42.2	79.6	32.3	23.4
PBR (x)	3.5	8.9	12.8	10.1	7.5
EV/EBITDA (x)	12.7	91.7	28.2	18.5	13.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

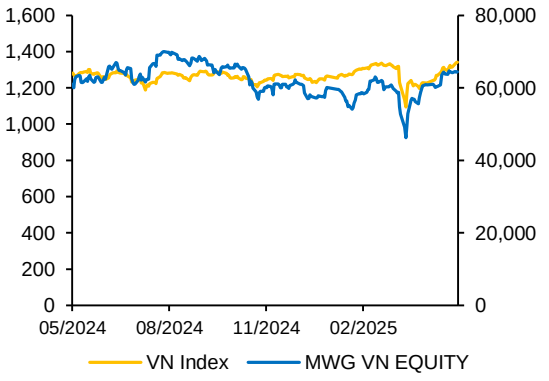
CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (HSX: MWG)

MWG

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 72,400**
Giá hiện tại (27/05/2025)	VND 64,300
Suất sinh lời (%)	12.6%
VNINDEX	1,340
P/E thị trường (x)	11.1
Vốn hóa (tỷ VND)	95,095
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,479
SLCP tự do giao dịch (triệu)	1,227
52 tuần cao/thấp (VND)	70,800/ 45,750
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.25
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	484
Beta (12T)	1.24

Cổ đông lớn (%)	Công ty Tư Vấn đầu tư Thế giới Bán lẻ	10.49
	Nhóm quỹ Dragon Capital	7.95

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	10.5	7.3	4.7
Tg đối với VN-Index (%)	7.7	-0.7	0.0



Shinhan Securities

Tăng trưởng đồng đều từ các chuỗi bán lẻ

Luận điểm đầu tư

CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (Mobile World, HSX: MWG) là doanh nghiệp bán lẻ đầu ngành ở Việt Nam, có hệ sinh thái đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng. MWG duy trì vị thế là nhà bán lẻ điện thoại di động, điện máy số 1 Việt Nam (chiếm hơn 50% toàn thị trường); là nhà bán lẻ hàng tiêu dùng, có chuỗi cửa hàng bách hóa đạt doanh số lớn nhất toàn quốc.

KQKD Q1.2025: Doanh thu, LNST lần lượt đạt 36,135 tỷ đồng (+14.8% y/y), 1,548 tỷ đồng (+71.4% y/y), hoàn thành 24%, 32% kế hoạch năm.

Chuỗi ICT-CE: Chuỗi TGDĐ, ĐMX ghi nhận doanh thu lần lượt đạt 8,311 tỷ đồng (+22.2% y/y), 15,972 tỷ đồng (+9.8% y/y), đóng góp 23% và 44.2% tổng doanh thu MWG. Cuối Q1.2025, chuỗi ICT-CE có 3,044 cửa hàng (-3 cửa hàng YTD) và không có kế hoạch mở mới trong năm 2025. MWG sẽ tiếp tục tối ưu các cửa hàng hiện hữu, tăng cường phát triển nhóm bán lẻ hàng gia dụng trong năm 2025, đặt mục tiêu nâng thị phần ICT-CE hiện tại từ 50–60% lên 70–80% vào năm 2030.

Chuỗi Erablue: Doanh thu Q1 đạt 700 tỷ đồng và đã ghi nhận lợi nhuận ở cấp độ công ty. Công ty dự kiến mở mới 60 cửa hàng trong năm 2025, tập trung mở rộng nhằm gia tăng thị phần trong thời gian tới. Cuối T4/2025, EraBlue có 115 cửa hàng (+28 cửa hàng YTD).

Bách hóa Xanh: Doanh thu Q1.25 đạt 11,008 tỷ đồng (+20% y/y), ghi nhận lợi nhuận Q1.2025 đạt 22 tỷ, đặt mục tiêu 500 tỷ đồng trong năm 2025 (FY2023: Lỗ 1,256.6 tỷ; FY2024: Lãi 102.7 tỷ). Doanh thu bình quân đạt 1.9-2.0 tỷ đồng/tháng/cửa hàng, SSSG đạt 10% y/y. BHX lên kế hoạch mở mới 400 cửa hàng trong năm 2025, chủ yếu ở các tỉnh miền Trung. 4T2025, MWG mở mới 310 cửa hàng, trong đó hơn 50% cửa hàng mới tập trung ở khu vực miền Trung. Các cửa hàng mới mở ở miền Trung (hoạt động trên 3 tháng) ghi nhận doanh thu bình quân 1.2-1.5 tỷ/cửa hàng/tháng, đã có lợi nhuận dương tại cấp độ cửa hang.

Chuỗi An Khang: Doanh thu đạt 515 tỷ đồng, ghi nhận lỗ 31 tỷ. Chuỗi vẫn bám sát lộ trình để đạt điểm hòa vốn (kỳ vọng trong Q2.2025) và cân nhắc việc mở rộng sau đó.

Chuỗi AvaKids: Doanh thu đạt 313 tỷ đồng (kênh online đóng góp hơn 50%). Chuỗi đã đạt lợi nhuận ở cấp độ công ty trong Q1/2025.

Rủi ro: (1) Rủi ro cạnh tranh; (2) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (3) Rủi ro đa dạng hóa kinh doanh ở nhiều chuỗi bán lẻ (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**133,405**	**118,280**	**134,341**	**150,628**	**165,872**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	6,575	1,047	5,227	6,565	8,399
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**4,102**	**168**	**3,733**	**5,010**	**6,342**
EPS (VND)	2,810	115	2,546	3,426	4,340
BPS (VND)	16,321	15,944	19,921	22,146	26,039
OPM (%)	4.9	0.9	3.9	4.4	5.1
NPM (%)	3.1	0.1	2.8	3.3	3.8
ROE (%)	**18.5**	**0.7**	**14.5**	**16.6**	**18.0**
PER (x)	22.4	381.6	17.2	17.0	13.4
PBR (x)	3.8	2.8	2.3	2.6	2.2
EV/EBITDA (x)	8.5	11.8	6.4	9.0	8.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Ngành Điện

Đầu tư "xanh", tăng trưởng bền



Hoàng Nam
(84-28) 6299-7603
nam.h@shinhan.com

Danh mục các từ viết tắt

COD (Commercial operation date)	Công nhận vận hành thương mại
CAN (Capacity Add-on Price)	Giá công suất thị trường điện
CfD (Contract for Difference)	Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác
EPTC (Electricity Power Trading Company)	Công ty mua bán điện
ERAV (Electricity Regulatory Authority of Vietnam)	Cục điều tiết Điện lực
EVN (Vietnam Electricity Corporation)	Tập đoàn Điện lực Việt Nam
FDP (Field Development Plan)	kế hoạch phát triển mỏ
FID (Final Investment Decision)	Quyết định đầu tư cuối cùng
FMP (Full Market Price)	Giá toàn phần thị trường điện
GSA (Gas Sales Agreement)	Hợp đồng mua bán khí
IEA (International Energy Agency)	Cơ quan Năng lượng Quốc tế
LNG (Liquefied Natural Gas)	Khí hóa lỏng
MOIT (Ministry of Industry and Trade)	Bộ Công Thương
ODP (Outline Development Plan)	Kế hoạch đại cương phát triển mỏ
Pc (Contractual Price)	Giá điện hợp đồng
Pmax	Công suất cực đại (MW)
PPA (Power Purchase Agreement (signed between EVN/EPTC))	Hợp đồng mua bán điện được kí kết giữa EVN/EPTC
PSC (Production Sharing Contract)	Hợp đồng phân chia sản phẩm
PVN (Vietnam Oil and Gas Group)	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
Qc (Contract Quantity)	Sản lượng điện hợp đồng
Qm (Metered Quantity)	Sản lượng điện năng của đơn vị phát điện
SMP (System Marginal Price)	Giá điện năng thị trường áp dụng cho đơn vị phát điện trong chu kì giao dịch
TKV (Vietnam National Coal and Mineral Industries Group)	Tập đoàn Công nghiệp Than – khoáng sản Việt Nam
VCGM	Thị trường phát điện cạnh tranh

Nội dung

Ngành Điện – Đầu tư "xanh", tăng trưởng bền

I. Cập nhật ngành điện 2025

_ Tăng trưởng sản lượng điện chậm lại trong Q1/2025

_ Công suất điện các năm và tiến độ thực hiện QHĐ VIII

_ EVN lần đầu thoát lỗ trong 2024, kì vọng 2025 ghi nhận lợi nhuận dương

II. Triển vọng ngành điện 2025-2030

1. Kế hoạch và dự phóng sản lượng điện theo kịch bản tăng trưởng kinh tế trong 2025F-2026F
2. Tăng trưởng sản lượng điện duy trì mức cao 2025-2030
3. Mục tiêu công suất nguồn điện đến 2030
4. Khối lượng công việc mảng xây lắp
5. Nhiệt điện khí: Nguồn cung khí trong nước dần suy giảm
6. Nhiệt điện khí LNG: Nhu cầu nhập khẩu khí LNG sẽ tăng đáng kể
7. Nhóm điện tái tạo: Củng cố thêm tiềm năng

II. Cơ hội đầu tư – REE & PC1

Doanh nghiệp có tính phòng thủ và vẫn có động lực tăng trưởng về dài hạn nhờ nhu cầu phát triển nguồn điện rất cao theo QHĐ VIII điều chỉnh

Diễn biến ngành điện năm 2025

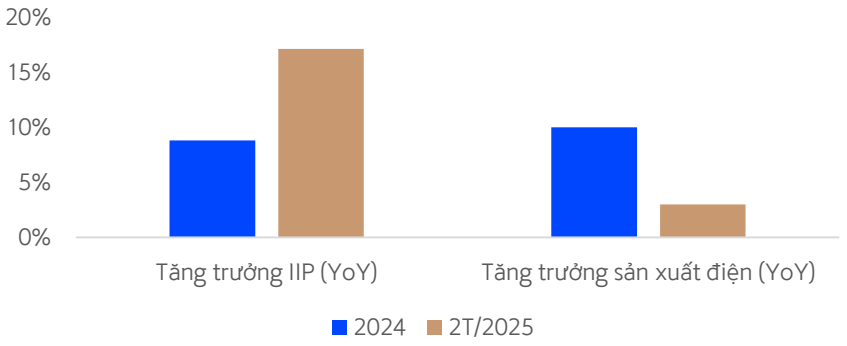
1

Trong 3 tháng đầu 2025, chỉ số IIP có mức tăng trung bình khoảng 8-10% trong khi tăng trưởng sản xuất điện chỉ đạt gần 5% (mức tăng chậm hơn). Trong khi đó, vẫn hiện hữu rủi ro thiếu điện tại miền Bắc trong năm 2025, dù đã giảm bớt so với 2024. Bên cạnh đó, EVN vừa tăng giá bán điện +4.8% và được kì vọng bắt đầu ghi nhận lợi nhuận dương trong 2025.

1. Cập nhật ngành điện 2025

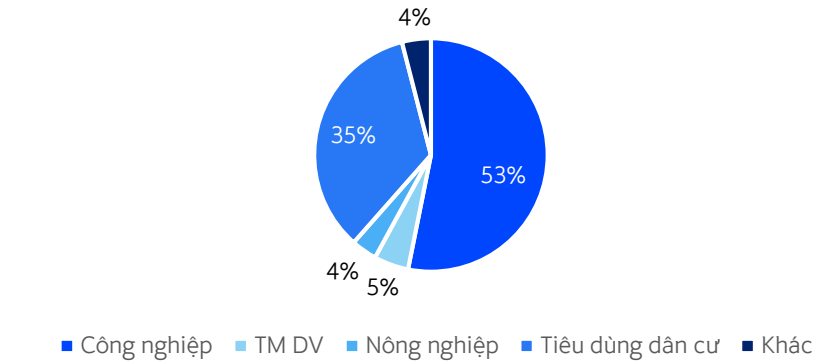
Tăng trưởng sản lượng điện chậm lại trong Q1/2025

Tăng trưởng sản lượng điện sản xuất và chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)



Nguồn: EVN, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

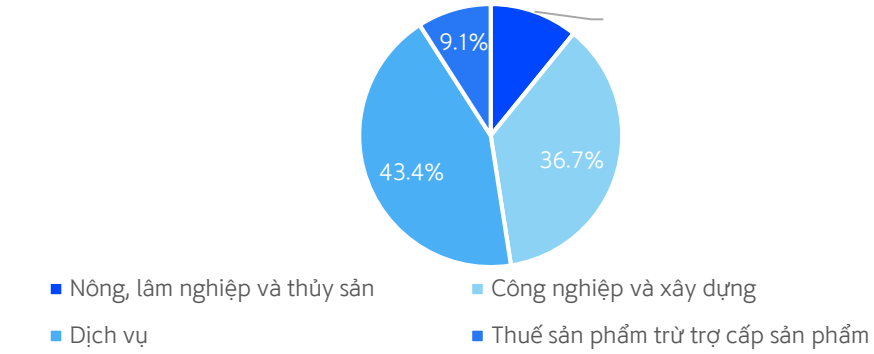
Cơ cấu sản lượng điện thương phẩm trung bình 2020-2024



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

- Cả năm 2024, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống đạt 308.73 tỷ kWh (+9.9% YoY) cùng với chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 8.84% YoY, trong bối cảnh hoạt động sản xuất công nghiệp duy trì tăng trưởng tốt. Trong 3 tháng đầu 2025, chỉ số IIP có mức tăng trung bình khoảng 8-10% trong khi tăng trưởng sản xuất điện chỉ đạt gần 5% (mức tăng chậm hơn). Nguyên nhân đến từ dự án tổ hợp hóa dầu miền Nam đã dừng sản xuất trong Q1 và ngành sản xuất sắt thép ghi nhận sự giảm sút.
- Trung bình 2020-2024, tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm đến từ nhóm công nghiệp là chủ yếu (chiếm 53%). Tùy các kịch bản đánh thuế Mỹ áp dụng cho Việt Nam, sẽ có tác động tới tăng trưởng GDP, từ đó phần nào sẽ tác động tiêu cực đến tăng trưởng nhu cầu điện trong 2025.

Cơ cấu GDP 2024

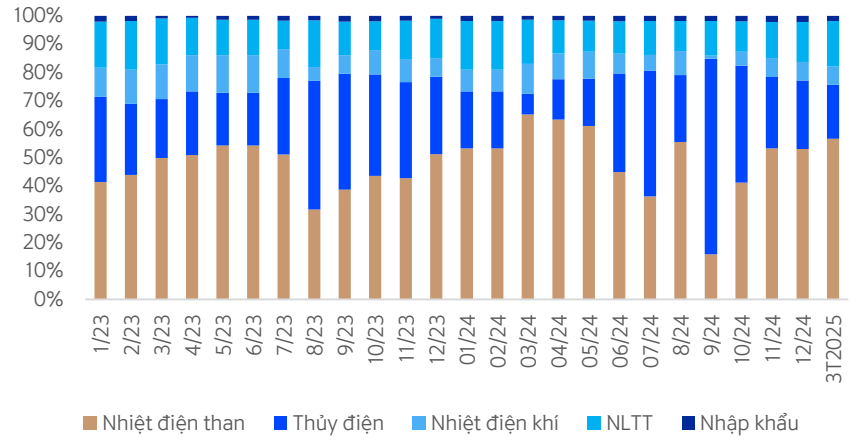


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

1. Cập nhật ngành điện 2025

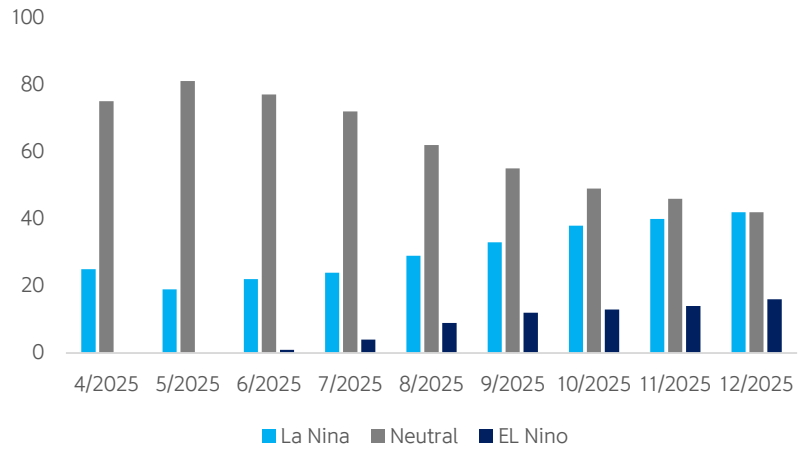
Nhiệt điện than vẫn sẽ là nguồn huy động chủ yếu, thủy điện được kì vọng ổn định trong 2025

Tỷ trọng huy động nhiệt điện than chiếm đa số trong Q1/2025



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Dự báo xác suất ENSO chính thức của NOAA CPC (%)

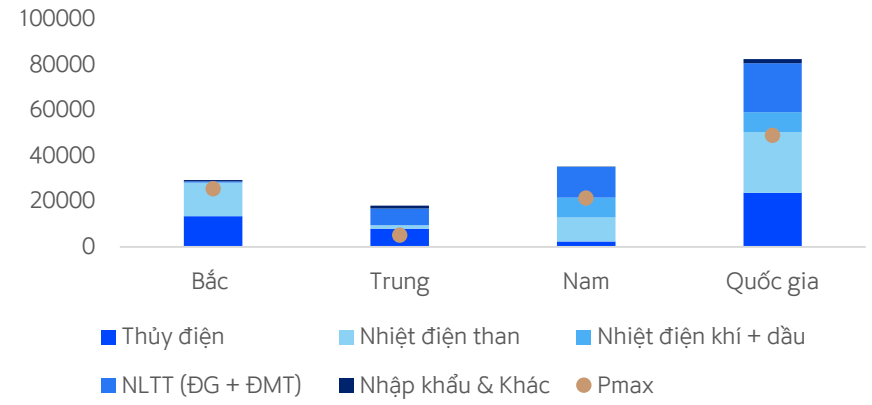


Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

- **Sản lượng nhiệt điện được gia tăng huy động từ cuối 2024 đến nay**. Lũy kế 3T/2025, sản lượng thủy điện đạt 13.8 triệu kWh (+30% YoY) chiếm tỷ trọng 19%, sản lượng điện than đạt 40.8 triệu kWh (+2% YoY) chiếm tỷ trọng 57%
- Theo IRI, pha trung tính chiếm xu hướng chủ đạo có xác suất cao nhất từ 50–60% trong 2025, ngoài ra càng về cuối 2025, xác suất La Nina càng tăng dần. Tuy nhiên, theo trung tâm dự báo khí tượng thủy văn, lưu lượng nước và mưa về các hồ thủy điện tại miền Bắc thấp hơn trung bình nhiều năm từ 10–40%, khiến miền Bắc sẽ phụ thuộc nhiều vào lượng điện truyền tải và nhập khẩu đặc biệt vào những giai đoạn cao điểm nắng nóng.

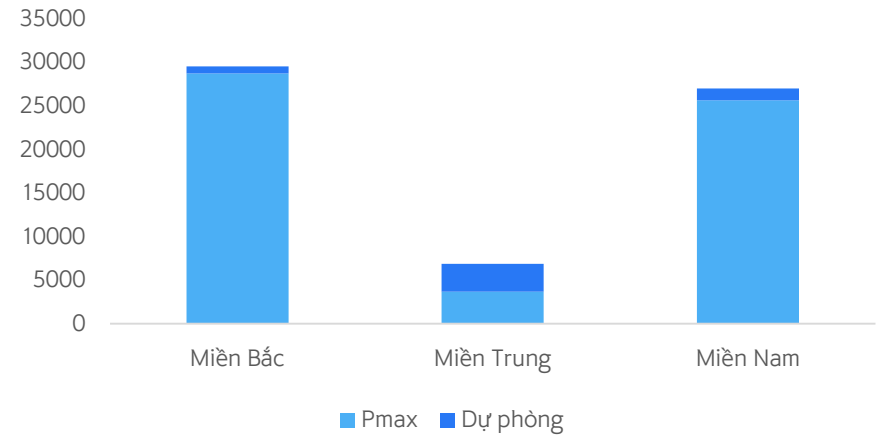
Hiện hữu rủi ro thiếu điện tại miền Bắc, nhưng đã giảm bớt so với 2024

Công suất nguồn điện và Pmax theo 3 miền trong năm 2024 (MW)



Nguồn: ERAV, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Dự phòng của miền Bắc thấp nhất 3 miền trong 2025F (MW)

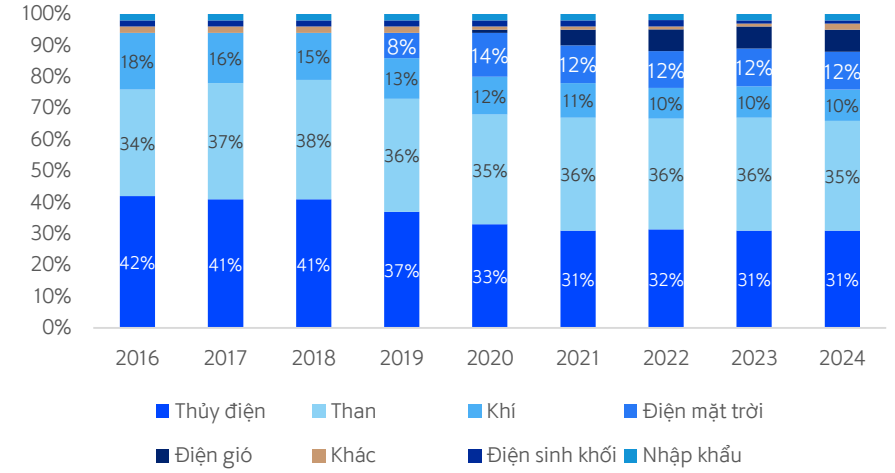


Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

- **Miền Bắc những năm gần đây đối mặt với tình trạng thiếu điện tại một số thời điểm mùa khô.** Do bố trí các nguồn điện không đồng đều ở các miền, cụ thể thủy điện tập trung chủ yếu ở miền Bắc khiến cho vào các mùa khô, khi nhu cầu điện tăng cao như năm 2023, tại một số thời điểm cao điểm, miền Bắc luôn tiềm ẩn rủi ro thiếu điện. Cụ thể trong năm 2023, công suất khả dụng thủy điện chỉ được huy động khoảng 30% công suất thiết kế, khiến cho miền Bắc trong thiếu hụt khoảng 3,000 MW, cùng với tình trạng nhiều tổ máy điện than gặp sự cố do huy động 100% thiết bị, và tình trạng thiếu khí. Tuy nhiên, tình hình trên đã được cải thiện đáng kể trong năm 2024 khi EVN đã có 2 giải pháp khắc phục chính: (1) tích nước các hồ thủy điện để dành cho mùa khô; (2) vận hành đường dây 500 kV mạch 3 đã nâng công suất truyền tải từ Trung ra Bắc thêm 2,500 MW đạt mức 5,000 MW. Ngoài ra, theo TT KTTV, cao điểm nắng nóng năm nay sẽ dịu bớt hơn so với năm 2024.
- Trong năm 2025, miền Bắc được dự phóng vẫn sẽ thiếu hụt cao nhất khoảng 776 MW vào tháng 6/2025 với kịch bản rủi ro cao. Vì thế ước tính miền Bắc sẽ cần khoảng 12 tỷ kWh (chiếm khoảng 8% sản lượng điện sản xuất tại miền Bắc) từ nguồn truyền tải trong năm 2025 và tăng lên 29 tỷ kWh trong 2030.

Công suất điện các năm và tiến độ thực hiện QHĐ VIII

Cơ cấu công suất theo nguồn 2016–2024 (MW)



Nguồn: ERAV, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Tiến độ thực hiện nguồn điện tính đến 2025

Nguồn	Thực hiện	Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII	Tỷ lệ
Than	1,432	1,432	100%
Điện gió trên bờ	883	4,663	19%
Thủy điện vừa và lớn	906	2,133	42%
Thủy điện nhỏ	569	1,585	36%
Điện khí LNG	1,624	2,824	58%

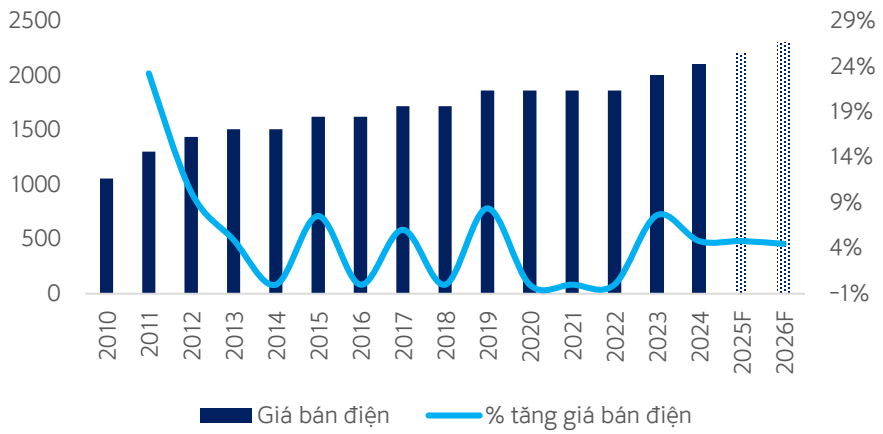
Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

- **Trong giai đoạn này 2016–2024, tổng công suất đặt các nguồn điện trong hệ thống đã tăng gần 2 lần từ khoảng 42 GW lên khoảng 75 GW (không bao gồm ĐMT mái nhà).** Tỷ lệ các nguồn thủy điện có xu hướng giảm dần do tiềm năng thủy điện đã được khai thác gần hết. Đến năm 2024, nguồn thủy điện chỉ còn chiếm khoảng 31% trong cơ cấu nguồn điện toàn quốc. Trong khi đó, từ năm 2016 trở lại đây, nhiệt điện than vẫn chiếm tỷ lệ trên 35% do có nhiều nhà máy được đưa vào vận hành trong giai đoạn này. Tỷ lệ các nguồn điện mặt trời và điện gió đã từ gần như 0% vào năm 2018 lên lần lượt 12% và 7% vào năm 2024. Nguồn điện tuabin khí không được bổ sung trong các năm trở lại đây. Do đó, tỷ lệ của loại hình nguồn ngày giảm từ 18% năm 2016 xuống còn 10% năm 2024.
- So với kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, trừ nguồn nhiệt điện than có tỷ lệ công suất tăng thêm giữa thực tế đạt 100% kế hoạch (do hoàn thành xây dựng NĐ Vân Phong 1 trong năm 2024), các loại hình nguồn khác có tỷ lệ thực hiện tương đối thấp so với dự kiến. Các dự án LNG dự kiến đưa vào vận hành trong giai đoạn đến năm 2025 mới chỉ có NĐ Nhơn Trạch 3,4 (1,624 MW), còn LNG Hiệp Phước giai đoạn I (1,200 MW) vẫn đang trong quá trình triển khai xây dựng.

1. Cập nhật ngành điện 2025

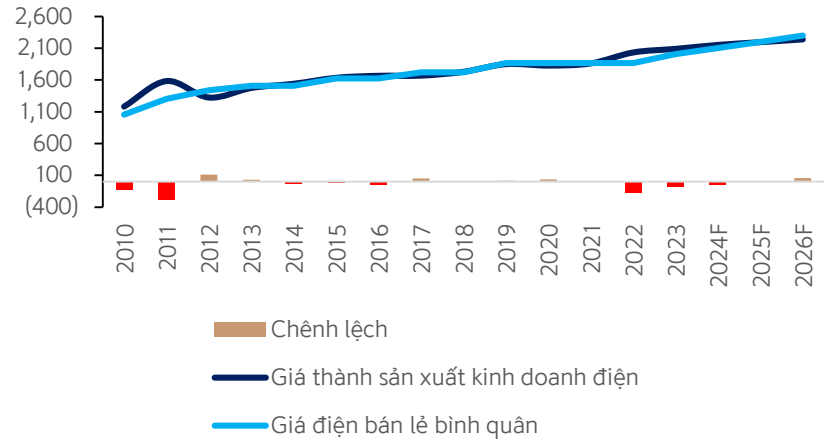
EVN lần đầu thoát lỗ trong 2024, kì vọng 2025 ghi nhận lợi nhuận dương

Giá bán lẻ điện bình quân 2010-2026F (VND/kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Giá thành và giá bán điện (VND/kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

- Ngày 15/05/2024, Quy định 05/2024/QĐ-TTg về cơ chế điều chỉnh mức giá bán lẻ điện bình quân được áp dụng. Tiêu biểu, EVN được phép điều chỉnh giá bán lẻ thường xuyên hơn (bình quân từ 6 tháng xuống còn 3 tháng), giúp EVN có thể kịp thời phản ánh sự thay đổi chi phí đầu vào giá bán điện, đặc biệt trong bối cảnh giá than dù hạ nhiệt giá khí vẫn được neo ở mức khá cao.
- Từ ngày 10/05/2025 EVN đã có quyết định số 599/QĐ-EVN về việc điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân lên mức 2,204.07 đồng/kWh (+4.8%) (chưa bao gồm VAT) – mức tăng tương tự hồi tháng 10/2024. Đây là lần tăng giá điện thứ 4 tính từ 2023. Nhờ vậy, EVN đã chính thức thoát lỗ trong năm 2024. Việc tăng giá điện sẽ giúp EVN cải thiện tình hình sản xuất kinh doanh, trả tiền nhanh chóng cho nhiều doanh nghiệp sản xuất điện, và đẩy nhanh tiến độ đầu tư dự án, đặc biệt EVN phải mua điện từ nguồn điện khí LNG giá cao trong năm nay. Vì thế chúng tôi kì vọng giá điện sẽ còn tiếp tục tăng trong các năm tới khoảng 4-5%/năm. EVN cũng đặt mục tiêu có lợi nhuận trong năm 2025, phù hợp với dự báo của chúng tôi, và chúng tôi kì vọng ít nhất phải đến hết 2026 EVN mới có thể xóa được khoản lỗ lũy kế khoảng 42 nghìn tỷ đồng.

2 Triển vọng ngành điện 2025 và định hướng 2030

1. Tăng trưởng sản lượng điện duy trì mức cao 2025-2030
2. Mục tiêu công suất nguồn điện đến 2030
3. Khối lượng công việc mảng xây lắp tiếp tục tang cao
4. Nhiệt điện khí: Nguồn cung khí trong nước dần suy giảm
5. Nhiệt điện khí LNG: Nhu cầu nhập khẩu khí LNG sẽ tăng đáng kể
6. Nhóm điện tái tạo: Củng cố thêm tiềm năng



2.1 – Nhu cầu điện tăng trưởng cao

Kế hoạch và dự phóng sản lượng điện theo kịch bản tăng trưởng kinh tế trong 2025F–2026F

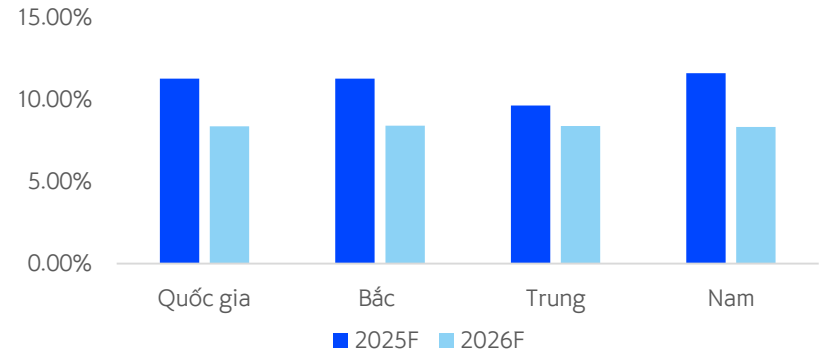
Dự phóng sản lượng điện theo kịch bản thuế quan

	Kế hoạch	Kịch bản tiêu cực (46%)		Kịch bản cơ sở (20%)		Kịch bản tiêu cực (10%)	
	2025F *	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Tăng trưởng GDP (YoY)	8%	3.10%	3.30%	6.10%	6.40%	6.70%	7.30%
Sản lượng điện sản xuất (tỷ kWh)	347.5	322.2	335.2	333.6	359.6	336.3	366.3
YoY	*12.20%*	*4.4%*	*4.0%*	*8.0%*	*7.8%*	*8.9%*	*8.9%*
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	303.25	286.4	298.0	296.5	319.7	299.0	325.6
YoY	*9.9%*	*3.8%*	*4.0%*	*7.4%*	*7.8%*	*8.2%*	*8.9%*

Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam
Kế hoạch tổng hợp từ nhiều nguồn như EVN, MOIT, NSMO

- Theo NSMO và MOIT, kế hoạch sản lượng điện sản xuất toàn quốc được dự phóng trong năm 2025 là 347.5 tỷ kWh (+12.2% YoY) và công suất cực đại toàn quốc đạt 54,328 MW (+10.98%), trong đó miền Bắc tiếp tục dự báo tốc độ tăng trưởng rất cao.
- Bên cạnh đó, chúng tôi cũng dự phóng sản lượng điện theo các kịch bản áp thuế tương ứng. Với tỷ trọng sản lượng điện thương phẩm từ mảng công nghiệp chiếm tỷ trọng cao, việc tăng trưởng GDP bị ảnh hưởng có khả năng tác động tiêu cực đến tăng trưởng sản lượng điện, khiến cho dự phóng của chúng tôi ở các kịch bản sẽ thấp hơn so với kế hoạch

Kế hoạch tăng trưởng sản lượng điện mục tiêu 2025F–2026F theo miền



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam

2.1 – Nhu cầu điện tăng trưởng cao

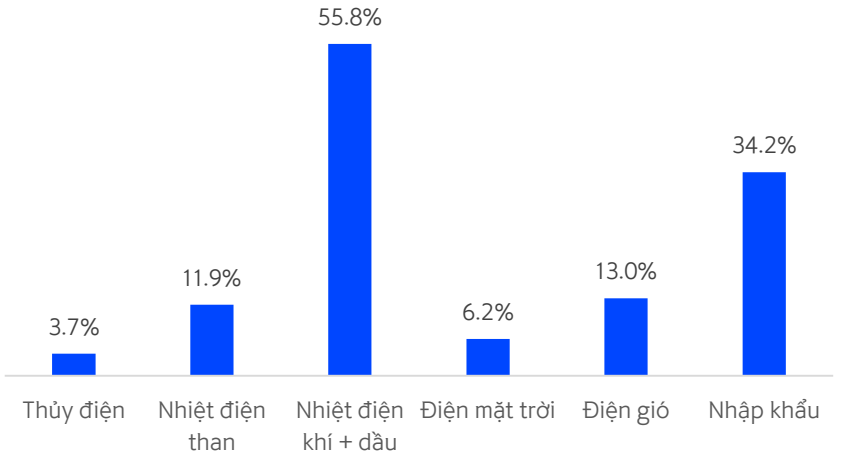
Tăng trưởng sản lượng điện duy trì mức cao 2025-2030

Các chỉ số điện trong QHĐ VIII điều chỉnh so với QHĐ VIII

Đến 2030	QHĐ VIII cũ	QHĐ VIII điều chỉnh
Tăng trưởng GDP 2026-2030	7.00%	10%
Điện sản xuất và nhập khẩu (tỷ kWh)	566.9	560.4 - 624.6
Điện thương phẩm (tỷ kWh)	505.2	500.4 - 557.8
Tăng trưởng điện sản xuất CAGR	8.6%	10.4%
Công suất cực đại (MW)	90,512	89,655 - 99,934
Công suất lắp đặt (MW)	155,544	183,291 – 236,363

Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

Dự phóng tăng trưởng sản lượng điện theo nguồn trong năm 2025



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

_ **Ngày 15/4, Phó Thủ tướng Bùi Thanh Sơn đã ký Quyết định số 768/QĐ-TTg phê duyệt QHĐ VIII điều chỉnh.** Các chỉ số nhìn chung đều được điều chỉnh cao hơn so với QHĐ VIII cho thấy nhu cầu điện là rất cao trong bối cảnh mục tiêu tăng trưởng kinh tế 10%/năm đến 2030.

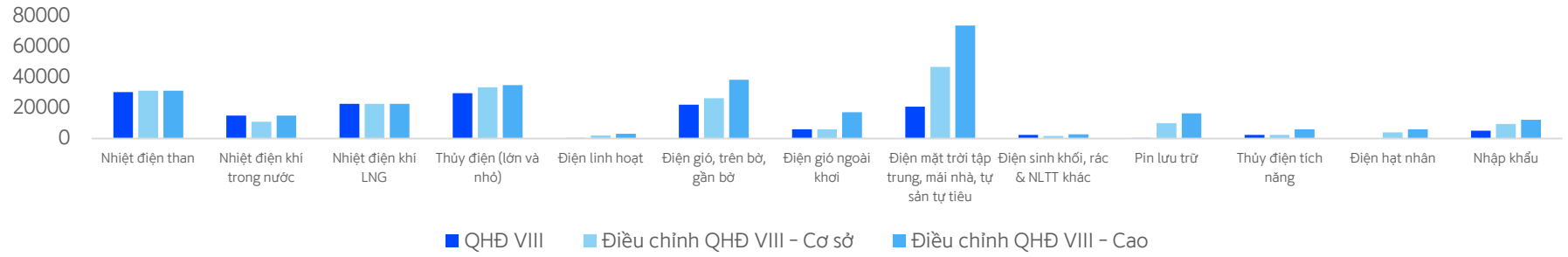
_ **Trong 2025, dựa vào kịch bản của Bộ công thương và kế hoạch trong QHĐ VIII điều chỉnh, chúng tôi dự phóng sản lượng điện theo nguồn như sau:**

- Nhiệt điện than: đạt mức khoảng 171 tỷ kWh (+11.9% YoY) và thủy điện đạt 92 tỷ kWh (+3.7 YoY); huy động điện than có thể được ưu tiên trong 1H2025 để thủy điện có thể tích nước để dành vào mùa khô.
- Nhiệt điện khí và dầu đạt mức 34.8 tỷ kWh (+53.4% YoY) chủ yếu do kế hoạch huy động chạy dầu tăng mạnh trong khi cùng kỳ rất thấp và vận hành thử nghiệm nhà máy NT3&NT4. Việc chạy dầu sẽ làm cho chi phí mua điện tăng cao nhưng là giải pháp cần thiết trong bối cảnh nhu cầu tăng đột biến và nguồn cung than khí có thể bị thiếu cục bộ.
- Nhóm điện tái tạo tăng trưởng ổn định theo nhu cầu chung ngành điện và dự kiến có thêm công suất lắp đặt mới từ điện gió trong năm 2025.
- Ngoài ra, sản lượng điện nhập khẩu từ Lào và Trung Quốc tăng mạnh đạt 7.5 tỷ kWh (+34.0% YoY)

2.2 – Mục tiêu công suất nguồn điện đến 2030

Quy hoạch điện VIII điều chỉnh quyết tâm đẩy mạnh điện NLTT

Công suất các nguồn điện 2023-2030 (MW)



Nguồn: MoiT, Shinhan Securities Vietnam

_ **Theo QHĐ VIII điều chỉnh,** tổng công suất nguồn điện phục vụ nhu cầu trong nước (không bao gồm xuất khẩu, nguồn đồng phát và nhiệt điện rủi ro) là 183,291-236,363 MW, tăng thêm khoảng 27,747-80,819 MW so với QHĐ VIII cũ. Trong đó, những điểm thay đổi chính như sau:

_ **Điện mặt trời:** Đến năm 2030, tổng công suất nguồn điện mặt trời tập trung đạt khoảng 46,459-73,416 MW, tăng khoảng 25,867-52,825 MW so với QHĐ VIII. Với nhu cầu điện tăng cao, điện mặt trời được quay lại tập trung phát triển nhờ ưu điểm triển khai nhanh.

_ **Điện gió ngoài khơi:** Điều chỉnh QHĐ VIII vẫn giữ nguyên công suất phát triển đạt khoảng 6,000 MW – 17,032 MW nhưng dời qua giai đoạn 2030 – 2035. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khó có thể đạt được mục tiêu 6,000 MW trong 2030, vì chi phí đầu tư cao và thời gian triển khai loại hình này rất lâu.

_ **Nhiệt điện sử dụng khí LNG nhập khẩu**: gần như giữ nguyên so với QHĐ VIII (Tổng công suất đến năm 2030 đạt 22,524 MW).

_ **Điện gió trên bờ:** Được đẩy mạnh phát triển với công suất từ 26,066 – 38,029 MW so với công suất 21,880 MW của QHĐ VIII

_ **Các nguồn lưu trữ và linh hoạt:** QHĐ VIII phê duyệt 2 dự án TĐTN Bác Ái và Phước Hòa vận hành 2026-2030. Với pin lưu trữ BESS có thời gian lắp đặt nhanh (khoảng 3 tháng) nên tiến độ dự kiến vào 2026-2027.

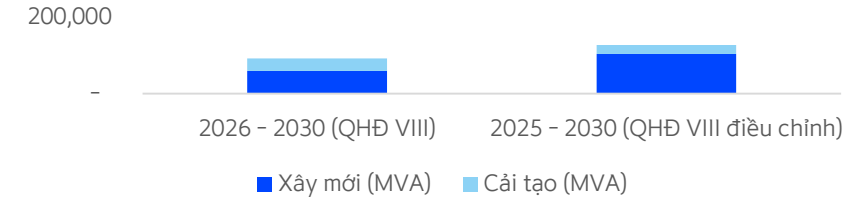
_ **Điện hạt nhân:** Chương trình điện hạt nhân đã được Quốc hội khóa 15 chấp thuận. Hai dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1&2 (4,400 MW) có kế hoạch triển khai hoàn thành sau 2030.

_ **Điện nhập khẩu**: Nhập khẩu điện từ Lào, Trung Quốc khoảng 9,360 – 12,100 MW (chiếm 4-5.1% tổng công suất) gia tăng mạnh mẽ so với mức 5,000 MW của QHĐ VIII

2.3 – Khối lượng công việc mảng xây lắp

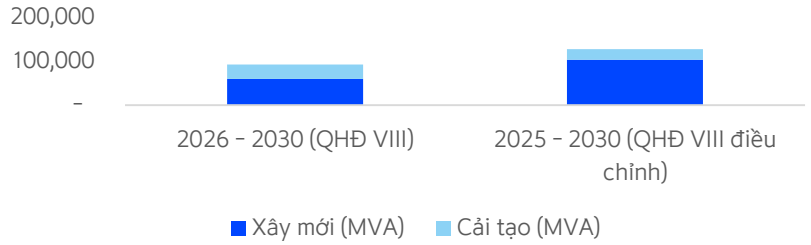
Khối lượng công việc mảng xây lắp tăng lên đáng kể so với QHĐ VIII cũ

Trạm biến áp 500 kV



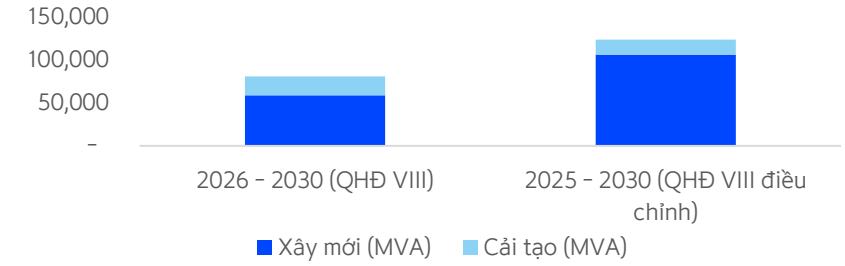
Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Đường dây 500 kV



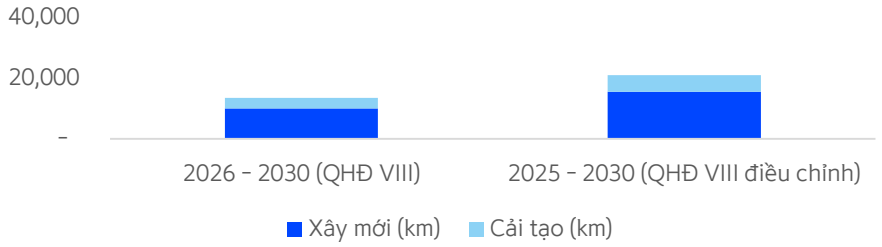
Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Trạm biến áp 220 kV



Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Đường dây 220 kV



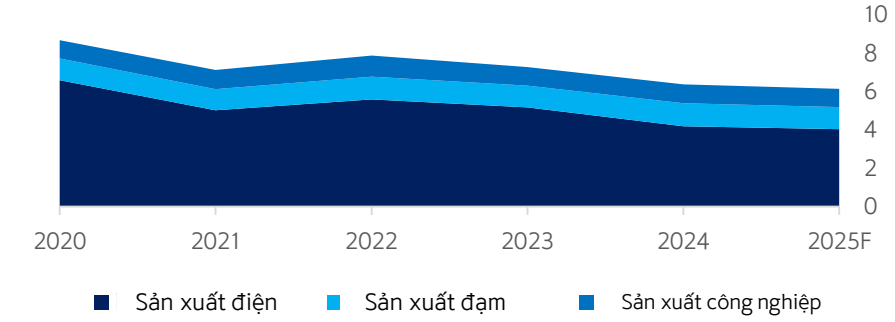
Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Việc đẩy mạnh phát triển công suất nguồn đến 2030, tạo khối lượng công việc rất lớn trong khâu phát triển hệ thống truyền tải điện. Một số dự án truyền tải điện nổi bật trong 2025 là: Đường dây 500 kV Lào Cai – Vĩnh Yên (229 km, tổng vốn đầu tư 7,410 tỷ đồng), đường dây 500 kV Monsoon – Thạnh Mỹ (44.71 km trên lãnh thổ Việt Nam, tổng vốn đầu tư hơn 1,100 tỷ đồng),... Chúng tôi kỳ vọng PC1 và TV2 tiếp tục được hưởng lợi nhờ vào xu hướng này.

2.4 – Nhiệt điện khí: Nguồn cung khí trong nước suy giảm

Nguồn khí tự nhiên trong nước giảm liên tục, kéo theo sản lượng điện khí sụt giảm

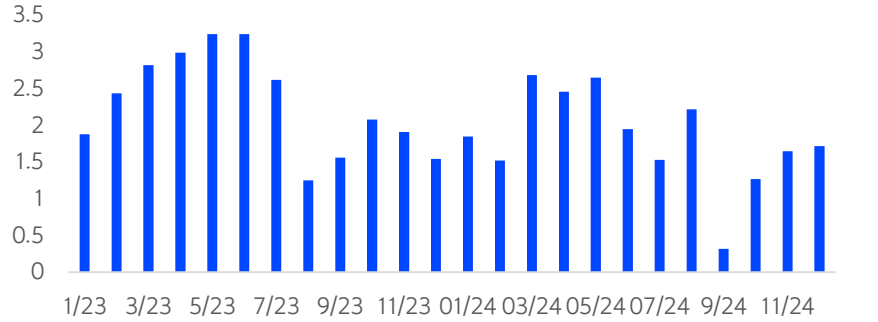
Sản lượng khí tiêu thụ giảm mạnh qua các năm (tỷ m³/năm)



Nguồn: GAS, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng khí tiêu thụ sản xuất điện chiếm khoảng 66% đạt 4.2 tỷ m³ (đã bao gồm 400 triệu m3 khí LNG) trong 2024 (-19% YoY) do trữ lượng khai thác còn lại của các mỏ khí nội địa đang ngày cạn kiệt. Theo Bộ công thương, kế hoạch cấp khí cho sản xuất điện năm 2025 là 3.04 -4.21 tỷ m³ (giảm khoảng 11.6% so với kế hoạch 2024) trong đó, khu vực Đông Nam Bộ là 1.79-2.86 tỷ m³ (gồm 800 triệu m³ LNG) và Tây Nam Bộ là 1.25-1.35 tỷ m³.
- Khả năng cấp khí trong nước cho sản xuất điện như sau: giai đoạn 2026 – 2030 khoảng 7 tỷ m3/năm. Theo đánh giá của Bộ Công Thương, chỉ có các nhà máy điện khí Ô Môn có khả năng vận hành trước 2030, như vậy tiềm ẩn rủi ro các dự án sử dụng khí Cá Voi Xanh chậm tiến độ sau 2030.
- Như vậy cho giai đoạn 2031 – 2045, khả năng cấp khí sẽ tăng lên khoảng 13 tỷ/năm sau khi mỏ Cá Voi Xanh đưa vào vận hành.

Sản lượng điện khí liên tục sụt giảm (tỷ kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Dự án	Công suất dự kiến (MW)	Giai đoạn vận hành	Ghi chú
Nhiệt điện Ô Môn I	660	2025-2030	Sử dụng khí Lô B
NMNĐ Ô Môn II	1050	2025-2030	
NMNĐ Ô Môn III	1050	2025-2030	
NMNĐ Ô Môn IV	1050	2025-2030	
TBKHH Dung Quất I	750	2025-2030	Sử dụng khí Cà Voi Xanh, đồng bộ với tiến độ phát triển nguồn thượng nguồn Cà Voi Xanh.
TBKHH Dung Quất II	750	2025-2030	
TBKHH Dung Quất III	750	2025-2030	
TBKHH Miền Trung I	750	2025-2030	
TBKHH Miền Trung II	750	2025-2030	
TBKHH Quảng Trị	340	2025-2030	Sử dụng khí mỏ Bảo Vàng, đồng bộ với tiến độ phát triển nguồn thượng nguồn.

Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam
TBKHH: Tuốc bin khí chu trình hỗn hợp

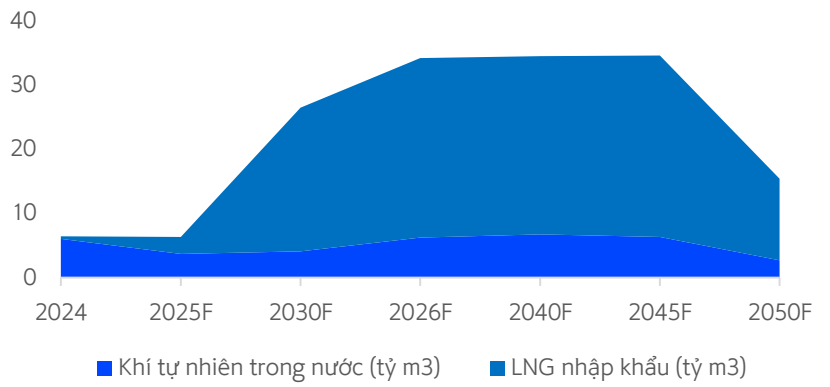
2.5 – Nhiệt điện khí LNG: Nhu cầu nhập khẩu khí LNG sẽ tăng đáng kể

Các dự án nhiệt điện khí LNG theo QHĐ VIII điều chỉnh phát triển đến năm 2030

Dự án	Công suất (MW)	Ghi chú
LNG Quảng Ninh	1,500	
LNG Thái Bình	1,500	
LNG Quảng Trạch II	1,500	
LNG Hải Láng giai đoạn 1	1,500	
NMM Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4	1,624	Dự kiến vận hành Q3,Q4/2025
LNG Hiệp Phước giai đoạn I	1,200	
LNG Long An 1	1,500	
NMNĐ BOT Sơn Mỹ I	2,250	
NMNĐ BOT Sơn Mỹ II	2,250	
LNG Bạc Liêu	3,200	Các dự án cần có giải pháp để bảo đảm tiến độ vận hành theo quy hoạch được duyệt.
LNG Nghi Sơn	1,500	
LNG Cà Ná	1,500	
LNG Quỳnh Lập	1,500	
LNG Hải Phòng giai đoạn I	1,600	Theo cam kết của UBND TP Hải Phòng
LNG Hiệp Phước giai đoạn II	1,500	Theo cam kết của UBND TP Hồ Chí Minh

Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam

Nhu cầu khí LNG cho sản xuất điện tăng đáng kể (tỷ kWh)



Nguồn: MOIT, Shinhan Securities Vietnam

_ **Nhiệt điện khí LNG**: Theo QHĐ VIII điều chỉnh, công suất nhiệt điện LNG đến năm 2030 đạt 25,624 MW. Nếu không tính nhà máy NT3&4 vận hành trong năm nay, công suất cần phát triển là rất lớn đạt 24,000 MW.

_ Để phục vụ cho nhu cầu phát điện của nhà máy điện LNG, trong năm 2024, GAS mới nhập khẩu 400 triệu m3 khí LNG tại kho LNG Thị Vải thông qua hợp đồng giao ngay. Cho năm 2025, Bộ Công Thương có kế hoạch nhập khẩu khoảng 800 triệu m3 LNG để cung cấp cho các nhà máy điện khí hiện hữu và 2 nhà máy điện khí LNG NT3&4; dự kiến con số nhập khẩu khí LNG sẽ ngày càng tăng lên khi các nhà máy điện LNG được vận hành. Dự báo nhu cầu khí LNG của Việt Nam đến 2030 theo tính toán đạt khoảng 22.4 tỷ m3. **Đây là tiềm năng công việc rất lớn cho GAS**

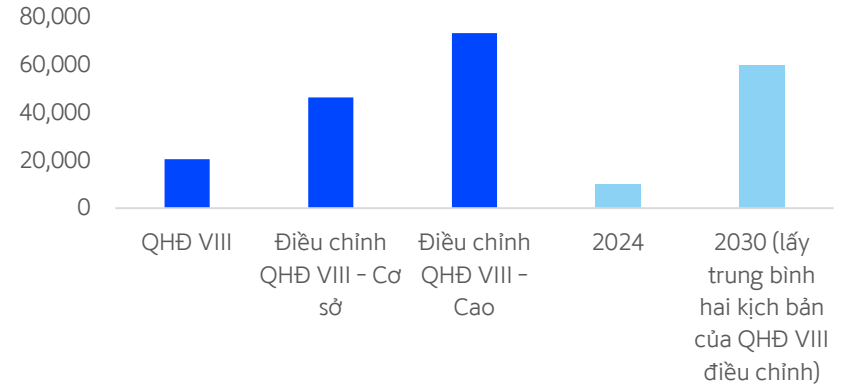
_ Tuy nhiên, ngoài LNG NT3&4 và LNG Hiệp Phước đang xây dựng, các dự án còn lại đang chậm tiến độ, trường hợp nếu không ký được hợp đồng PPA và GSA trong năm 2026, thì khả năng rất khó hoàn thành trước 2030.

_ Ngoài ra, theo tính toán của chúng tôi, với giả định dựa vào hiệu suất của NT3&4 và giá khí LNG khoảng 14 USD/mmBTU, để phục vụ cho khoảng 24 GW nhà máy điện LNG tại năm 2030, Việt Nam cần chi ra khoảng 12 tỷ USD mỗi năm để nhập khẩu khí, tương đương với gần 10% thâm hụt thương mại giữa Việt Nam và Mỹ tại thời điểm hiện tại.

2.6 – Nhóm điện tái tạo: Củng cố thêm tiềm năng

Đẩy mạnh phát triển công suất NLTT đặc biệt là điện mặt trời

Công suất điện mặt trời được đẩy mạnh (MW)



Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh và QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Công suất điện tái tạo phát triển đến năm 2030 theo vùng

Khu vực	Điện gió trên bờ (MW)	Điện gió ngoài khơi (MW)	Trang trại điện mặt trời (MW)	Điện mặt trời áp mái (MW)	Điện rác (MW)
Miền Bắc	2,194	N/A	10,306	17,950	523
Miền Trung	9,740	N/A	13,922	1,791	323
Miền Nam	4,212	N/A	3,654	6,635	425
Tổng	16,146	6,000	27,882	26,376	1,271

_ **Gia tăng công suất Điện mặt trời đến 2030:** Để đảm bảo cung cấp điện hiệu quả cho giai đoạn 2026-2028, trong bối cảnh các nguồn điện khí, điện khí LNG và điện gió ngoài khơi dự kiến được đưa vào vận hành ở cuối giai đoạn 2029-2030 và không loại trừ khả năng chậm tiến độ sau 2030, các nguồn điện có khả năng triển khai nhanh như nguồn linh hoạt, lưu trữ và điện mặt trời được đưa vào phát triển đến trước 2028. **Chúng tôi cho rằng nhóm doanh nghiệp phát triển điện tái tạo như REE, HDG và GEG sẽ được hưởng lợi mạnh mẽ với kỳ vọng nhiều dự án được dự kiến triển khai.**

_ **Cập nhật cơ chế DPPA:** Theo QHĐ VIII điều chỉnh, tiềm năng phát triển DPPA là rất lớn. Cụ thể, hiện nay số lượng khách hàng lớn tiêu thụ từ 1 triệu kWh/năm trở lên chiếm khoảng 25% tổng sản lượng điện toàn hệ thống (với khoảng trên 1,500 khách hàng). Theo tính toán đến 2030, có khoảng 41% điện sản xuất là NLTT, dự kiến 30% trong số này là dành cho DPPA. Ngoài ra, vào ngày 31/12/2024 NSMO đã có văn bản 1543/NSMO-TTĐ về đăng ký để tham gia cơ chế DPPA. Chúng tôi cho rằng **TV2** và **REE** là 2 doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất dựa vào sự chủ động của cả hai trong các hoạt động xúc tiến ký kết các hợp đồng DPPA với khách hàng nước ngoài.

_ **Giá bán điện chính thức cho điện gió:** Đáng chú ý, thời gian vừa qua **GEG** đã đạt được thỏa thuận với EVN về giá bán điện chính thức cho nhà máy Tân Phú Đông 1 (TPD1) với giá bán (1,813 đồng/kWh) tăng gần gấp đôi so với giá chuyển tiếp mà nhà máy đang được áp dụng. Xin lưu ý rằng TPĐ 1 nằm trong số 85 dự án điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp không kịp đáp ứng yêu cầu giá FIT; việc GEG đạt được thỏa thuận đã mở ra bước tiến lớn cho các dự án còn lại gấp rút đạt được mức giá phù hợp, góp phần tạo điều kiện thuận lợi cho các dự án mới nhanh chóng được triển khai theo QHĐ VIII điều chỉnh

Phụ lục: Cập nhật khung giá điện cho điện NLTT và LNG

Giá bán theo các loại hình và khu vực (đồng)

Loại hình	Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam	Trung bình
Điện mặt trời mặt đất (không pin lưu trữ)	1,382.7	1,107.10	1,012.00	1,059.6
Điện mặt trời nổi (không pin lưu trữ)	1,685.80	1,336.10	1,228.20	1,416.7
Điện mặt trời mặt đất (có pin lưu trữ)	1,571.98	1,257.08	1,149.86	1,326.3
Điện mặt trời nổi (có pin lưu trữ)	1,876.57	1,487.18	1,367.13	1,577.0
Điện gió ngoài khơi*	3,975,1	3,078,9	3,868,5	3,473.7

	Giá bán (Đồng/kWh)	Nguồn
Điện gió đất liền	1,643.89	EVN đề nghị phê duyệt theo kết quả tính toán của EPTC
Điện gió gần bờ	1,913.67	
Điện sinh khối	2.091,74 (chưa bao gồm thuế GTGT)	QĐ1008/QĐ-BCT
Điện khí LNG	3,327,42	EVN sử dụng thông số từ NT3&4
Điện chất thải rắn	2,575.18 (chưa bao gồm thuế GTGT	
Thủy điện tích năng	3,457.02 (chưa bao gồm thuế GTGT)	Thông tư số 09/2025/TT-BCT

Nguồn: 988/QĐ – BCT, Bộ công thương, Shinhan Securities Vietnam
* Tính toán sơ bộ của EVN

3 Cơ hội đầu tư

REE & PC1

Một số doanh nghiệp điện niêm yết

Thông tin chung					Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính (Q1/2025)				Tăng trưởng 2025F		Định giá 25F	
No.	Mã	Ngành	Công suất (MW)	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (VND)	Upside (%)	GPM (%)	D/E (x)	ROA (%)	ROE (%)	Doanh thu (% YoY)	LNST (% YoY)	P/B (x)	P/E (x)
1	VSH	Thủy điện	356	12,308	52,100	49,500	-5.0	52.87	0.79	15.13	8.21	8.5	31.0	2.1	17.0
2	REE	Đa ngành	1,091	34,290	72,800	79,100	8.7	38.7	0.59	11.42	5.91	20.5	29.4	2.0	14.6
3	HDG	NLTT	444	9,047	26,900	30,700	14.1	62.94	0.83	4.59	2.03	13.1	99.0	1.7	16.4
4	POW	Nhiệt điện khí	4,208	31,615	13,500	14,800	9.6	7.44	1.3	4.44	1.75	36.6	-47.5	1.0	53.7
5	NT2	Nhiệt điện khí	750	5,283	18,350	23,700	29.2	4.52	0.85	6.79	6.9	25.5	319.0	1.6	22.6
6	QTP	Nhiệt điện than	1,200	6,030	13,400	15,100	12.7	6.6	0.34	10.71	7.82	7.1	-0.3	0.8	18.1
7	PPC	Nhiệt điện than	1,040	3,831	11,950	13,500*	13.0	3.15	0.27	7.03	5.58	5.1	-18.8	0.8	10.1
8	PC1	Xây lắp điện	313	8,262	23,100	25,900	12.1	21.53	1.77	7.97	2.04	32.6	13.6	1.8	20.7
9	GEG	NLTT	503	5,733	16,000	16,200	1.3	54.88	1.46	8.92	2.56	43.6	371.3	1.1	21.3

Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới; * Giá consensus tham khảo từ Bloomberg

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

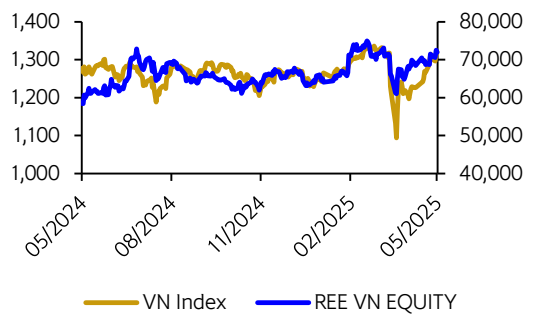
Dữ liệu tại ngày 27/05/2025

CTCP Cơ điện lạnh (HOSE: REE)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**79,100 VND**
Giá hiện tại (27/05/2025)	72,800VND
Suất sinh lời (%)	8.7%

VNINDEX	1,340
P/E thị trường (25F,x)	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	34,290
SLCP lưu hành (triệu CP)	471
Tự do giao dịch (triệu CP)	180
Cao nhất 52 tuần (VND)	38
Thấp nhất 52 tuần (VND)	76,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	57,100
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	0.8
Hệ số Beta	57

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-1.6	8.7	17.0
So với VNIndex(%)	-4.1	0.8	11.4



Kế hoạch doanh thu kỉ lục

_ REE là công ty hoạt động trong ba lĩnh vực chính: M&E (Cơ điện lạnh), năng lượng và cho thuê văn phòng. Ngoài ra, REE còn hoạt động trong lĩnh vực nước và bất động sản thương mại. Ở mảng năng lượng, REE sở hữu các nhà máy với công suất thiết kế lên tới 1,005 MW, với mảng bất động sản, REE đang cho thuê hơn 180,000 m2, với tỷ trọng lợi nhuận chiếm 25%.

Quan điểm đầu tư

_ Trong năm 2025, công ty đặt kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 10,248 tỷ đồng (+22.2% YoY) và 2,427 tỷ đồng (+21.7 % YoY) với tăng trưởng tại các mảng, ngoại trừ mảng năng lượng tăng trưởng khiêm tốn do quy định về phân bổ Qc đang ảnh hưởng đến giá điện thực tế của thủy điện.

_ **Mảng cơ điện lạnh**: Ghi nhận tổng giá trị hợp đồng ký mới lũy kế cuối 2024 gần 4,447 tỷ đồng (gấp 3 lần cùng kỳ). Công ty đạt mục tiêu doanh thu và LNST lần lượt là 3,542 tỷ đồng (+23% YoY) và 165 tỷ đồng (+10.7% YoY)

_ **Mảng bất động sản:** E-Town 6 đã được khai trương vào 27/06/2024, REE đặt mục tiêu tỷ lệ lấp đầy của Etown 6 khoảng 75%. Với mảng cho thuê 2025, kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 1,267 tỷ đồng (+18.5% YoY) và 541 tỷ đồng (+13.6% YoY). Với mảng phát triển BDS, REE tiếp tục đặt mục tiêu bán hết dự án Bồ Xuyên trong 2025 ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 846 tỷ đồng (+956 % YoY) và 262 tỷ đồng (+697% YoY), ngoài ra REE cho biết sẽ ghi nhận khoảng 158 tỷ đồng cho miếng đất thương mại cao tầng còn lại trong khu vực.

_ **Mảng năng lượng**: Kì vọng La Nina sẽ giúp cải thiện sản lượng thủy điện, tuy nhiên giá bán trung bình của nhóm này dự kiến sụt giảm khoảng 15% do tỉ lệ huy động Qc tăng từ 90% lên 98% trong năm 2024. Kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 4,452 tỷ đồng (+5% YoY) và 1,054 tỷ đồng (+4.7% YoY). REE đặt mục tiêu đạt 5000 MW công suất vào năm 2035.

Cập nhật các dự án năng lượng mới: Nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 (30 MW), dự kiến 2027 bắt đầu ghi nhận doanh thu. Nhà máy thủy điện Thác Bà 2 (18.9 MW), sản lượng trung bình khoảng 51.5 triệu kWh/năm, vận hành và bắt đầu ghi nhận doanh thu trong 2025. Dự án điện gió Duyên Hải V1_4 (công suất 48MW) hiện tại đang chuẩn bị công tác đầu tư, dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu vào 2026. REE cho biết đang tích cực đấu thầu vào tháng sau với khoảng 176 MW điện gió tại Trà Vinh.

_ **Mảng nước:** Kế hoạch doanh thu 142 tỷ đồng (+24.7% YoY) và LNST đạt 328 tỷ đồng (+22.8% YoY)

Rủi ro: (1) Rủi ro El Nino khiến sản lượng của nhóm thủy điện giảm sút; (2) Doanh thu từ mảng M&E phục hồi chậm hơn kỳ vọng; (3) Tiến độ dự án bất động sản chậm hơn dự kiến, (4) Rủi ro sai phạm chung của ngành điện

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	9,372	8,570	8,384	10,107	10,831
LN từ HĐKD (tỷ VND)	3,647	2,954	2,428	3,238	3,645
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	2,690	2,188	1,993	2,580	2,718
EPS (đồng)	7,569	5,354	4,237	5,432	5,759
BPS (đồng)	43,513	42,270	40,127	38,767	37,183
OPM	38.9	34.5	29.0	32.0	33.7
NPM	37.5	32.5	28.6	30.4	30.1
ROE (%)	18.3	13.4	10.7	12.3	11.7
P/E (x)	9.4	12.2	18.7	14.6	13.7
P/B (x)	1.6	1.3	2.0	2.0	2.1
EV/EBITDA (x)	5.2	6.3	11.0	8.5	7.8

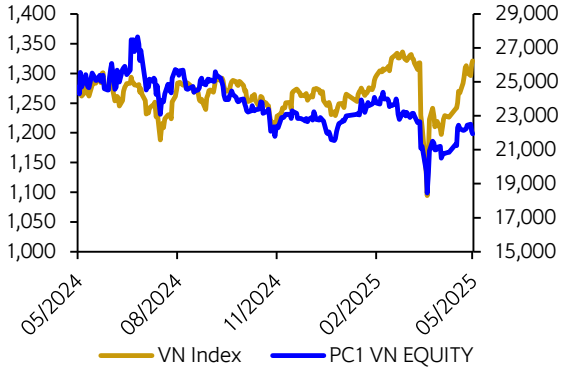
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tập đoàn PC1 (HOSE:PC1)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**25,900 VND**
Giá hiện tại (27/05/25)	23,100VND
Suất sinh lời (%)	12.1%

VNINDEX	1,340
P/E thị trường (25F,x)	10.9
Vốn hóa (tỷ VND)	8,262
SLCP lưu hành (triệu CP)	358
Tự do giao dịch (triệu CP)	254
Cao nhất 52 tuần (VND)	27,783
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.9
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	40
Hệ số Beta	1.2

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-7.6	-2.0	-11.0
So với VNIndex(%)	-9.5	-9.6	-14.4



Mảng kinh doanh cốt lõi dẫn dắt đà tăng

_ PC1 đặt kế hoạch 2025 với doanh thu và LNST công ty mẹ lần lượt là: 13.4 nghìn tỷ đồng (+33% YoY) và 836 tỷ đồng (+18% YoY). Chia cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 15% và phát hành ESOP cho năm 2025: tối đa 10.7 triệu cổ phiếu (3% SLCP lưu hành), với giá 10 nghìn đồng/cổ phiếu, hạn chế chuyển nhượng 2 năm, dự kiến triển khai trong năm 2025.

_ **Mảng xây lắp điện**: Cố gắng duy trì biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp từ 9-10%. Backlog dự kiến hơn 6 nghìn tỷ đồng. Tập trung thực hiện các dự án trọng điểm tại Việt Nam và Phlipines. Điển hình, PC1 đang triển khai dự án EPC cáp ngầm đưa điện ra Côn Đảo, dự kiến đóng điện 2/9. Chúng tôi cũng kì vọng PC1 sẽ hưởng lợi từ công suất tăng thêm mạnh mẽ của Điện mặt trời trong QHĐ VIII điều chỉnh. Kế hoạch doanh thu 2025 đạt 6,500 tỷ đồng (+76% YoY)

_ **Bất động sản nhà ở**: Bốn dự án đang tồn đọng do cơ chế pháp lý, kỳ vọng sẽ ghi nhận doanh thu từ trên 7 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2028. Trong khi đó PC1 cũng đặt mục tiêu tham vọng mảng BDS trong 2028: Doanh thu 16 nghìn tỷ đồng. Về dự án Tháp Vàng, PC1 dự kiến hoàn thành và bàn giao cho khách hàng vào Q4/2025, ghi nhận doanh thu và lợi nhuận lần lượt hơn 1,300 tỷ đồng và 200 tỷ đồng

_ **Khu công nghiệp**: KCN Nomura II: Trong 2025 dự kiến đền bù giải phóng mặt bằng 125 ha, phần còn lại chuyển qua 2026. Cuối Q3/2025 sẽ bắt đầu thi công. Kế hoạch bán hàng: bán 30% vào 2026 và phần còn lại bán hết trong 2027. Doanh thu của Western Pacific (PC1 sở hữu 3 0%) trong năm 2025 dự kiến 2,200 tỷ đồng và LNST trên 1,100 tỷ đồng .

_ **Mảng Nickel**: Dự báo nhu cầu Nickel toàn cầu tăng gấp 3 lần trong 5-10 năm tới. Đặt kế hoạch tăng gấp đôi công suất hiện tại trong 2027-2028.

_ **Mảng phát điện:** Mục tiêu tăng thêm 800 MW đến năm 2030 gồm nhiều loại hình nguồn điện NLTT. Công ty đặt kế hoạch doanh thu 2025 đạt 1,629 tỷ đồng (+2.58% YoY) với dự báo tình hình thủy văn tốt. Các dự án thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) và Thượng Hà (13 MW) đang thi công xây dựng theo tiến độ.

Rủi ro: (1) Rủi ro pháp lý của các dự án; (2) Rủi ro đa dạng hóa; (3) Mảng xây lắp điện có biên lợ i nhuận thu hẹp; (4) Chi phí tài chính cao hơn dự kiến; (5) Rủi ro mảng khai thác Nikel biến động theo g iá Niken LME.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	8,358	7,803	10,089	13,381	13,795
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,318	1,182	828	923	1,125
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	460	137	468	532	650
EPS (đồng)	1,321	395	1,177	1,293	1,374
BPS (đồng)	16,451	16,665	15,452	14,569	13,903
OPM	15.8	15.2	8.2	6.9	8.2
NPM	5.5	1.8	4.6	4.0	4.7
ROE (%)	8.4	2.4	9.2	9.5	10.5
P/E (x)	13.3	72.9	19.5	20.7	19.7
P/B (x)	1.1	1.7	1.5	1.8	1.9
EV/EBITDA (x)	8.2	9.7	7.4	5.9	5.1

Cơ hội đầu tư trên thị trường chứng khoán

Chúng tôi đánh giá cơ hội và rủi ro đang hiện hữu song song, thách thức đà tăng của thị trường đặt trong bối cảnh biến động khó lường của vĩ mô thế giới. Cụ thể, (1) những nhịp bán mạnh có phần hoảng loạn của thị trường một phần do hiện tượng call margin đi cùng với nhiều cơ hội tích lũy cổ phiếu ở vùng thấp; (2) xu hướng rút ròng từ đầu năm của dòng vốn ngoại lại đang có dấu hiệu đảo chiều mạnh mẽ trong tháng 5, (3) dù lợi nhuận trong Q1/2025 có phần chậm lại nhưng lại xuất hiện nhiều nhóm ngành có định giá rất hấp dẫn (4) và kì vọng nâng hạng của thị trường chứng khoán trong tháng 9/2025



Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

Trong nguy có cơ

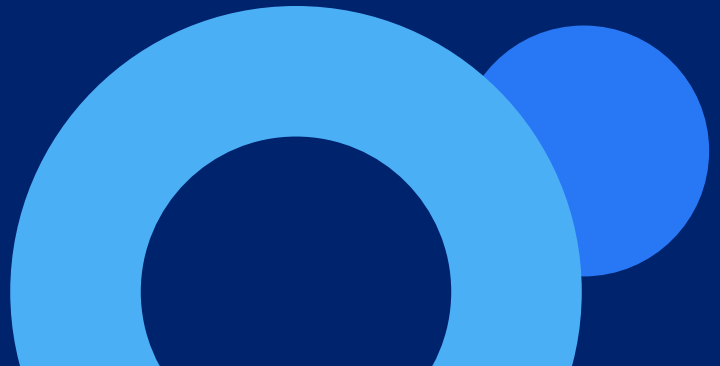


Nam Hoàng
☎ (84-28) 6299-7603
✉ nam.h@shinhan.com

Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

1

Diễn biến thị trường trong 1H2025 có độ biến động rất cao. Tính từ đầu năm đến đầu tháng tư, chỉ số khởi động ở vùng 1,260 và đã xuất sắc vượt khỏi vùng 1,300 điểm – vùng kháng cự hơn 1 năm nay. Tuy nhiên, niềm vui chưa bao lâu thì thông tin áp thuế đối ứng của Mỹ lên các nước mà Mỹ chịu thâm hụt mạnh (Việt Nam chịu mức thuế cao 46%) vào ngày 02/04/2025 đã khiến thị trường toàn cầu rơi vào tình trạng bán hoảng loạn, và VNINDEX cũng không phải ngoại lệ khi ghi nhận mức đáy ở vùng 1,073 tương ứng mức giảm gần 20% chỉ trong 4 phiên. Sau đó, chỉ số lại có nhịp phục hồi ấn tượng bởi nhiều dấu hiệu giảm căng thẳng thương mại toàn cầu, đặc biệt giữa Mỹ và Trung Quốc. Tính đến ngày 27/05/2025 chỉ số đã quay lại vùng đỉnh cũ 1,340 (phục hồi hơn 22% từ đáy).



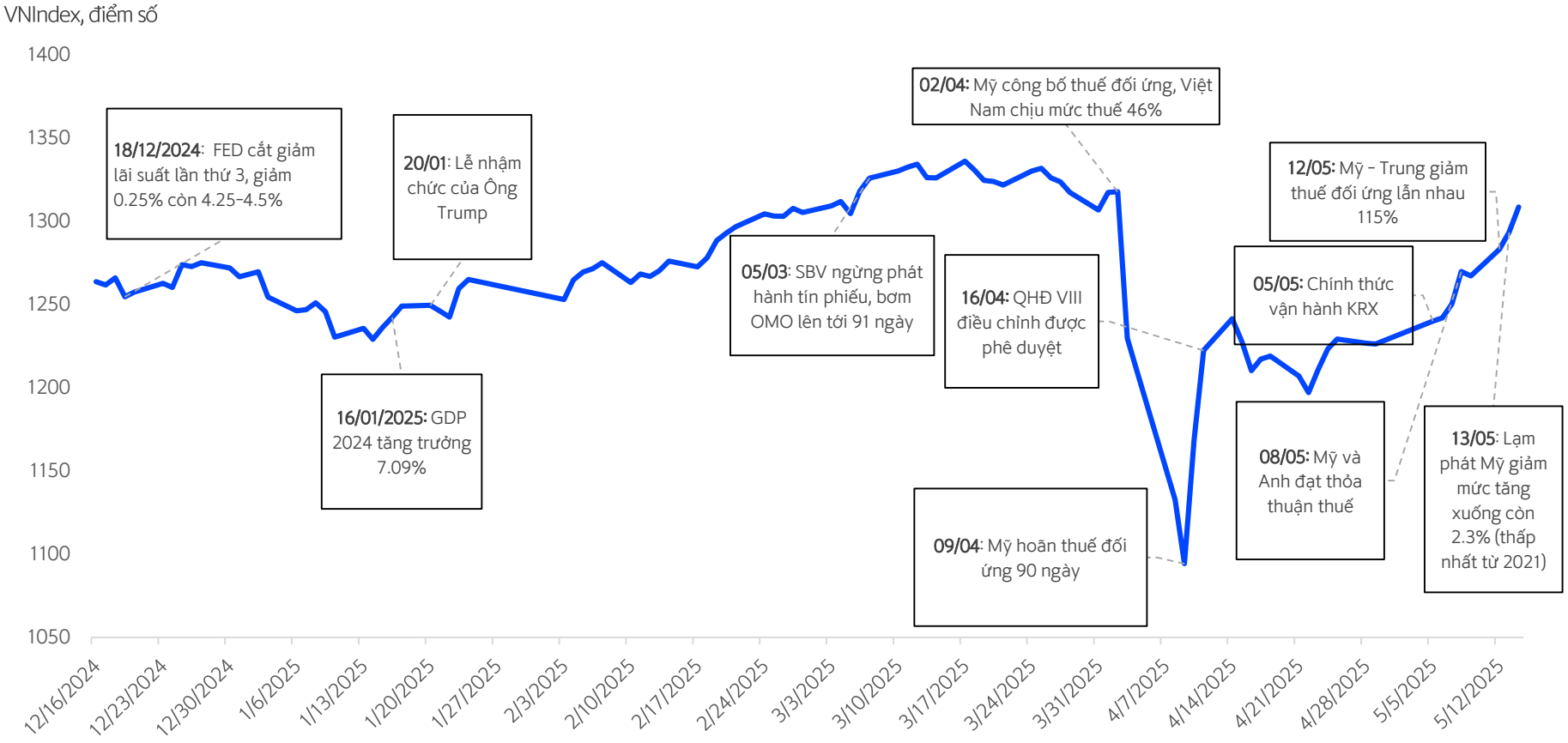
Nội dung

Triển vọng Thị trường Chứng khoán nửa cuối năm 2025 – Trong nguy có cơ

- Sự kiện chi phối thị trường chứng khoán trong 1H2025
- VNINDEX đang có tỷ suất sinh lời cực kỳ hấp dẫn và định giá thấp trong 10 năm trở lại đây.
- Duy trì lãi suất thấp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế nhưng cũng phải cân nhắc yếu tố tỷ giá
- Dự nợ margin và tỷ lệ đòn bẩy liên tục tăng cao, nhưng tiền gửi KH có dấu hiệu phục hồi
- Việt Nam thuộc khu vực bị bán ròng mạnh, nhưng dòng vốn có dấu hiệu quay lại mua ròng kỉ lục trong tháng 5 tính từ đầu năm 2024
- Tăng trưởng lợi nhuận cùng kỳ có dấu hiệu chậm lại trong Q1/2025, nhưng xuất hiện nhiều nhóm ngành đang được định giá hấp dẫn và vẫn có động lực tăng trưởng
- Lộ trình nâng hạng tiếp tục được củng cố
- Lựa chọn mức P/E phù hợp và ước phóng chỉ số VNINDEX
- Cập nhật kịch bản thị trường cho năm 2025

Diễn biến thị trường chứng khoán nửa đầu năm 2025

Sự kiện chi phối thị trường chứng khoán trong nửa đầu năm 2025

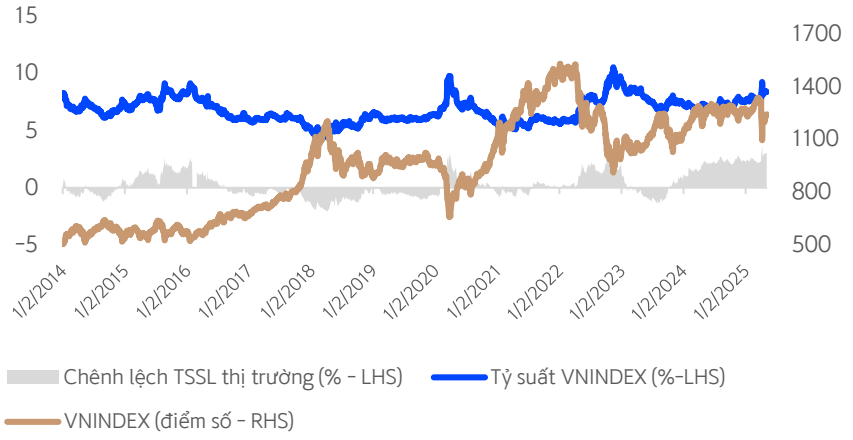


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities VietNam
Cập nhật đến 05/14/2025

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

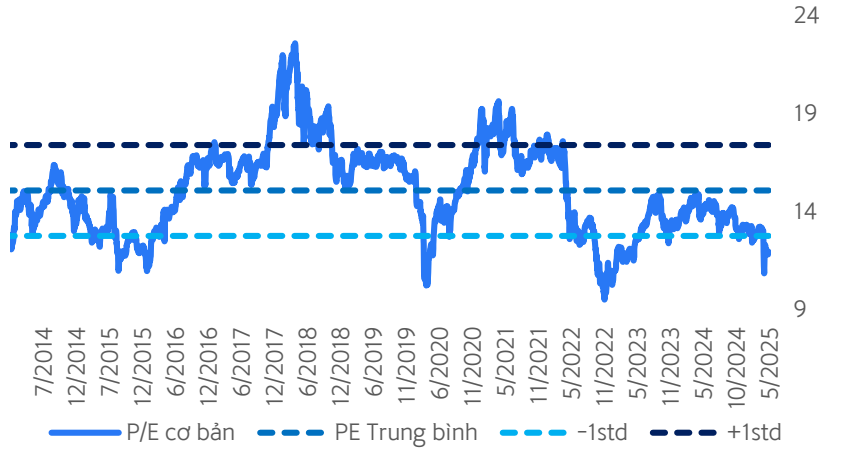
VNINDEX đang có tỷ suất sinh lời cực kỳ hấp dẫn trong 10 năm trở lại đây

Chênh lệch tỷ suất sinh lời của thị trường đạt mức đỉnh trong 10 năm



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Chênh lệch tỷ suất sinh lời (TSSL) = Tỷ suất sinh lời (E/P) của VNINDEX – Lãi suất huy động tiền gửi 6T-12T cao nhất
Cập nhật đến 13/05/2025

Thị trường hiện đang giao dịch tại mức P/E 11.9x, thấp hơn P/E trung bình 10 năm là 15x

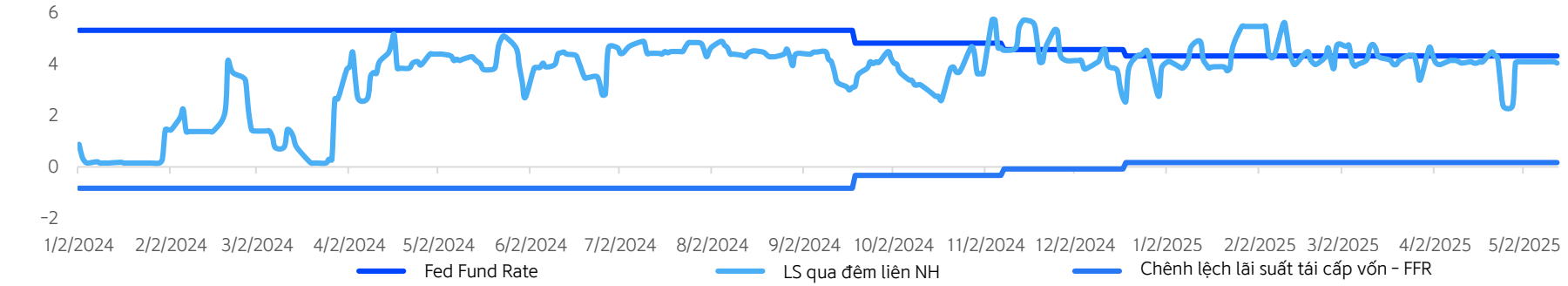


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Cập nhật đến 13/05/2025

Chênh lệch tỷ suất sinh lời VNINDEX (E/P) và lãi suất huy động đang nằm ở vùng cao nhất trong 10 năm trở lại đây cho thấy sự hấp dẫn của kênh đầu tư cổ phiếu. Dựa vào dữ liệu 10 năm trở lại đây, tất cả 3 lần chênh lệch tỷ suất sinh lời của thị trường trên 2% cũng là lúc VNINDEX đang giao dịch ở vùng đáy và quay lại xu hướng tăng sau đó (2015; 2020; và 2023). Chúng tôi nhận thấy, giai đoạn 2024-2025 có tính tương đồng với giai đoạn 2015-2016 khi chênh lệch TSSL đã trên 2% trong thời gian khá dài nhưng chỉ số vẫn chưa bứt phá, tuy nhiên bước qua 2017 thị trường đã chứng kiến một trong những cú tăng điểm mạnh nhất lịch sử.

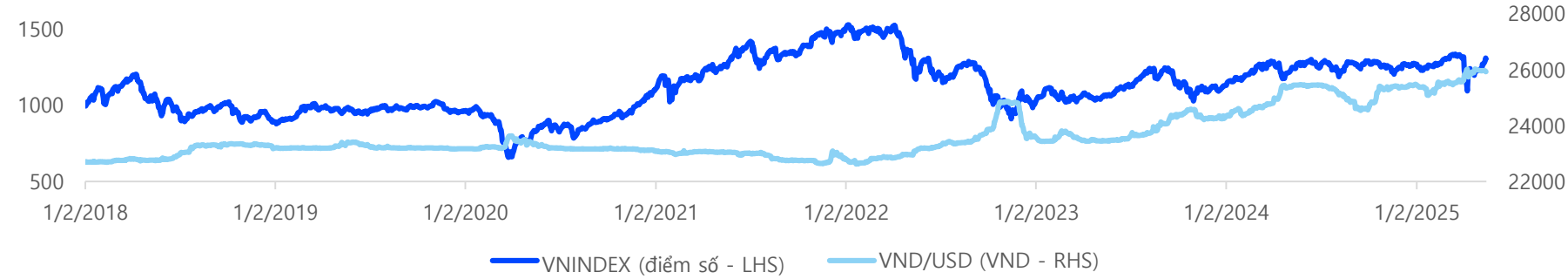
Duy trì lãi suất thấp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, nhưng cũng phải cân nhắc yếu tố tỷ giá

Việt Nam nỗ lực duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng, được hỗ trợ bởi nhiều lần hạ lãi suất của FED



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến ngày 13/05/2025, FFR: FED Fund Rate

Nhìn chung, tỷ giá và VNINDEX có xu hướng tương quan ngược chiều

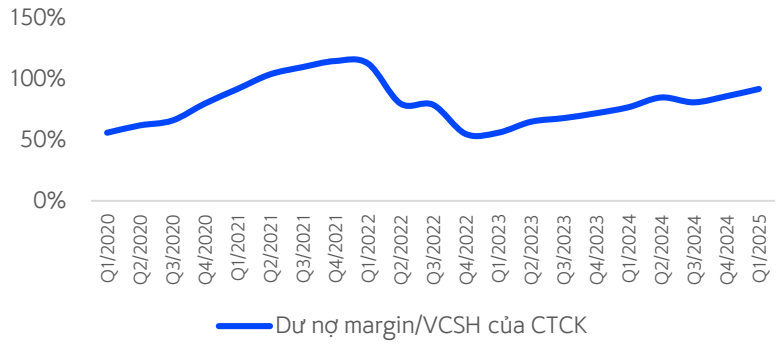


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến ngày 13/05/2025

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

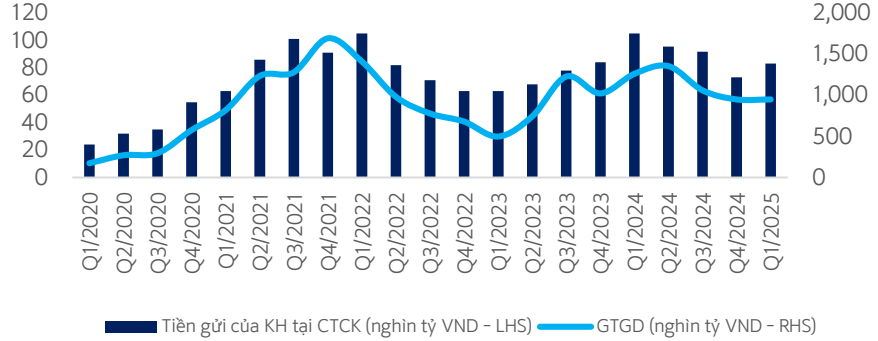
Dự nợ margin và tỷ lệ đòn bẩy liên tục tăng cao, nhưng tiền gửi khách hàng có dấu hiệu phục hồi

Dư nợ cho vay margin/VCSH của CTCK tiếp tục tăng



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 13/05/2025

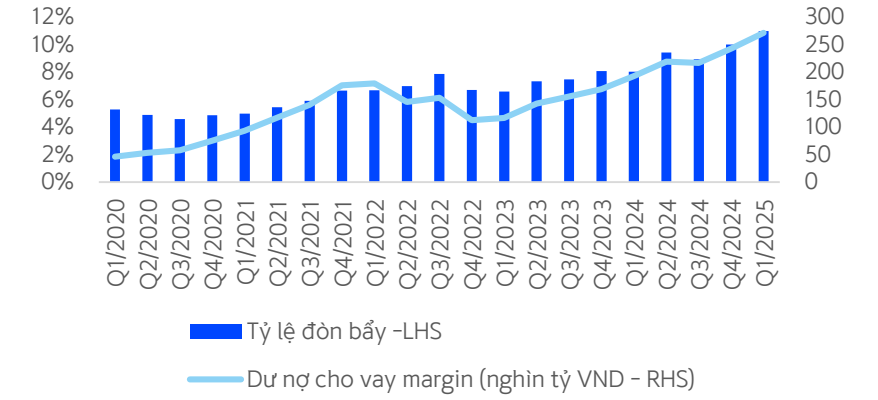
GTGD và tiền gửi của KH tại CTCK có dấu hiệu phục hồi



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ dự nợ cho vay margin/VCSH của các CTCK vẫn ở mức thấp. Tuy nhiên **dư nợ margin và tỷ lệ đòn bẩy liên tục tăng cao** khiến thị trường nếu có những tác động tiêu cực từ thông tin vĩ mô sẽ dễ dàng rơi vào tình trạng bán hoảng loạn, call margin và force sell từ các CTCK.

Tỷ lệ đòn bẩy liên tục đạt mức cao



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnamo
Tỷ lệ đòn bẩy = Nợ vay/Vốn hóa freefloat HSE và HNX

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

Việt Nam thuộc khu vực bị bán ròng mạnh, nhưng…

Dòng tiền có xu hướng đa dạng hóa ở các phân lớp tài sản khác trước bất ổn chiến tranh thương mại.

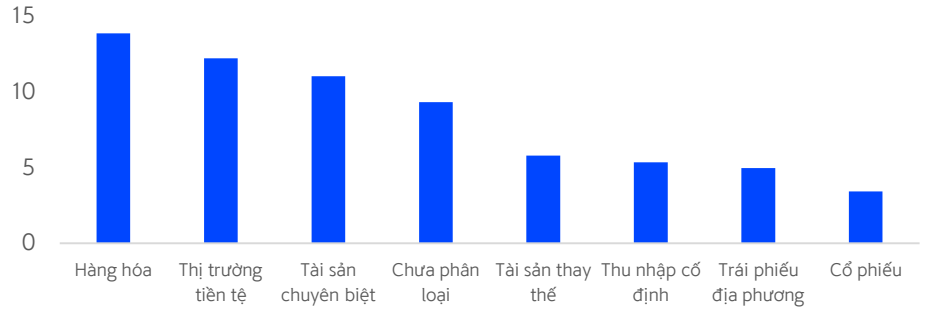
Trong đó, Việt Nam thuộc khu vực bị rút ròng mạnh nhất, nhưng dòng vốn đã có dấu hiệu quay lại từ đầu tháng 5 khi xuất hiện nhiều dấu hiệu hạ nhiệt căng thẳng giữa Mỹ và Trung Quốc. Vì thế chúng tôi cho rằng các kịch bản thuế quan và dấu hiệu hạ nhiệt của thương chiến là yếu tố quyết định điểm đến của dòng vốn ngoại

Quốc gia	Dòng vốn ròng (Triệu USD)			
	WTD	MTD	QTD	YTD
Trung Quốc*	n.a	4,272	8,606	8,606
Ấn độ	-1,065	1,988	3,259	-10,278
Indonesia	56	172	-1,061	-2,891
Nhật Bản*	4,907	7,927	34,405	-2,941
Maylaysia	-34	535	118	-2,124
Hàn Quốc	20	924	-6,031	-11,340
Sri Lanka	3	1	3	-33
Đài Loan	640	8,009	7,839	-10,451
Thái Lan	33	-110	-542	-1,715
Việt Nam	-21	140	-372	-1,376

*Trung Quốc: Số liệu có độ trễ 1 quý, Nhật Bản: Số liệu có độ trễ 1 tuần.

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 22/05/2025

Phân lớp tài sản được dòng tiền ETF tham gia từ đầu năm (% tổng tài sản)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 07/05/2025

Top 5 khu vực - dòng tiền các quỹ ETF bán ròng/mua ròng tính từ đầu năm (% tổng tài sản)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 07/05/2025

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

…nhưng dòng vốn có dấu hiệu quay lại mua ròng kỉ lục trong tháng 5 tính từ đầu năm 2024

Mua bán ròng theo nhóm ngành và các nhà đầu tư từ đầu năm (tỷ VND)

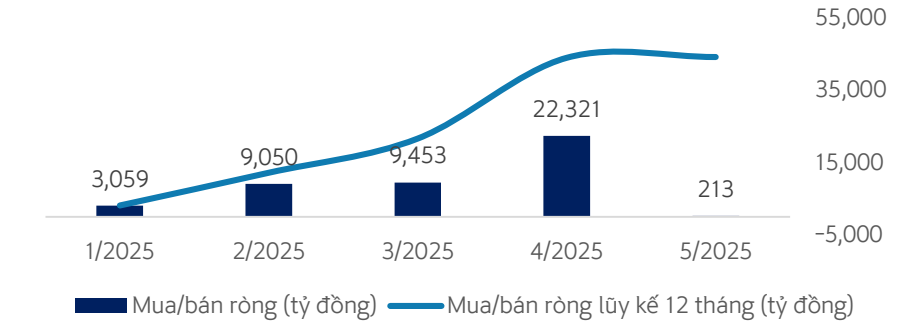
Ngành ICB cấp 2	Tự doanh (tỷ VND)	Nước ngoài (tỷ VND)	Cá nhân trong nước (tỷ VND)	Tổ chức trong nước (tỷ VND)
Bất động sản	-704	-6,088	3,474	2,613
Tài nguyên Cơ bản	-258	-464	-532	996
Truyền thông	2	24	-40	17
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-636	-1,103	230	873
Y tế	-112	209	-101	-109
Hóa chất	-146	-1,118	1,261	-144
Dịch vụ tài chính	2,581	-2,384	1,388	996
Du lịch và Giải trí	-10	-112	513	-401
Ngân hàng	-1,822	-11,109	18,272	-7,163
Xây dựng và Vật liệu	-61	572	-417	-155
Thực phẩm và đồ uống	-521	-6,873	7,962	-1,089
Bán lẻ	-478	-330	690	-360
Điện, nước & xăng dầu khí đ	-76	-202	637	-435
Hàng cá nhân & Gia dụng	-165	-818	1,022	-204
Công nghệ Thông tin	-1,091	-8,510	10,052	-1,541
Ô tô và phụ tùng	50	238	-470	233
Bảo hiểm	-31	127	-334	207
Dầu khí	166	-462	599	-137
Tổng	-3,311	-38,403	44,208	-5,805

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Không bao gồm giá trị giao dịch thỏa thuận

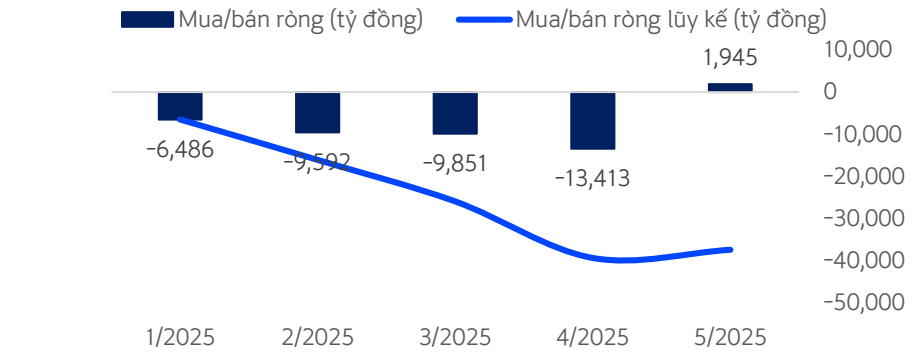
Dữ liệu cập nhật đến ngày 13/05/2025

Hoạt động mua/bán ròng của NĐT cá nhân từ đầu năm



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam; Dữ liệu cập nhật đến ngày 13/05/2025

Hoạt động mua/bán ròng của khối ngoại từ đầu năm

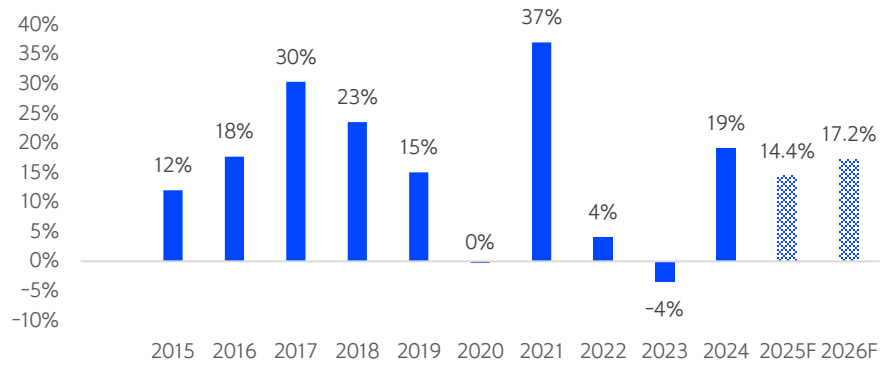


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến ngày 13/05/2025

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

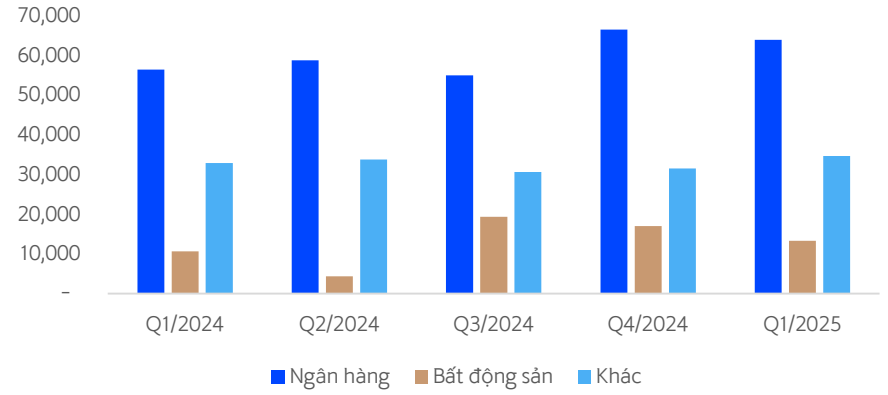
Tăng trưởng lợi nhuận cùng kỳ có dấu hiệu chậm lại trong Q1/2025, nhưng…

Tăng trưởng lợi nhuận hằng năm của DNNY trên HSX



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận của nhóm tài chính và phi tài chính theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành (QoQ)

	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024	Q1/2025
Ngân hàng	7%	4%	-6%	21%	-4%
Bất động sản	25%	-59%	344%	-12%	-22%
Thực phẩm và đồ uống	12%	33%	4%	-29%	5%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	-32%	37%	20%	-30%	37%
Hóa chất	-26%	36%	-23%	52%	-21%
Tài nguyên Cơ bản	30%	5%	-21%	-5%	35%
Dịch vụ tài chính	25%	-5%	-3%	-25%	28%
Công nghệ Thông tin	0%	8%	7%	12%	9%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-4%	55%	-30%	20%	-20%
Du lịch và Giải trí	383%	-71%	4%	21%	129%
Xây dựng và Vật liệu	-4%	-26%	9%	98%	-46%
Bán lẻ	560%	22%	-16%	3%	59%
Dầu khí	28%	13%	-95%	728%	-76%
Hàng cá nhân & Gia dụng	7%	-16%	-23%	50%	-9%
Bảo hiểm	29%	-11%	-11%	21%	-2%
Y tế	-6%	-4%	-20%	43%	-11%
Ô tô và phụ tùng	-27%	2%	-64%	39%	9%
Truyền thông	-50%	41%	11%	249%	-76%
VNINDEX	15.6%	-3%	8%	10%	-3%

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành (YoY)

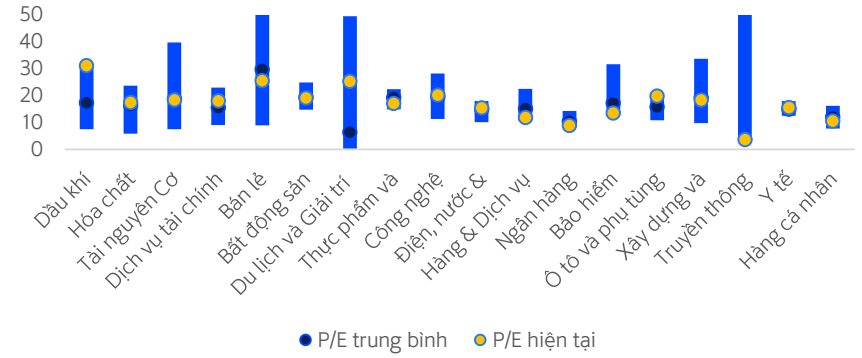
	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024	Q1/2025
Ngân hàng	10%	19%	17%	26%	13%
Bất động sản	-34%	-71%	47%	100%	25%
Thực phẩm và đồ uống	34%	3%	30%	10%	3%
Điện, nước & xăng dầu khí đ	-50%	-23%	79%	-21%	57%
Hóa chất	-1%	89%	37%	18%	25%
Tài nguyên Cơ bản	348%	160%	18%	3%	6%
Dịch vụ tài chính	81%	6%	3%	-13%	-11%
Công nghệ Thông tin	24%	25%	18%	29%	41%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-8%	-25%	-7%	24%	4%
Du lịch và Giải trí	1577%	224%	179%	204%	16%
Xây dựng và Vật liệu	243%	-6%	6%	54%	-13%
Bán lẻ	554%	2523%	408%	605%	70%
Dầu khí	56%	23%	-93%	-35%	-88%
Hàng cá nhân & Gia dụng	8%	28%	29%	4%	-12%
Bảo hiểm	13%	7%	-1%	23%	-6%
Y tế	-16%	-15%	-11%	3%	-3%
Ô tô và phụ tùng	110%	85%	-47%	-62%	-44%
Truyền thông	152%	25%	286%	174%	32%
VNINDEX	10.6%	6.3%	28.0%	33.0%	11.9%

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

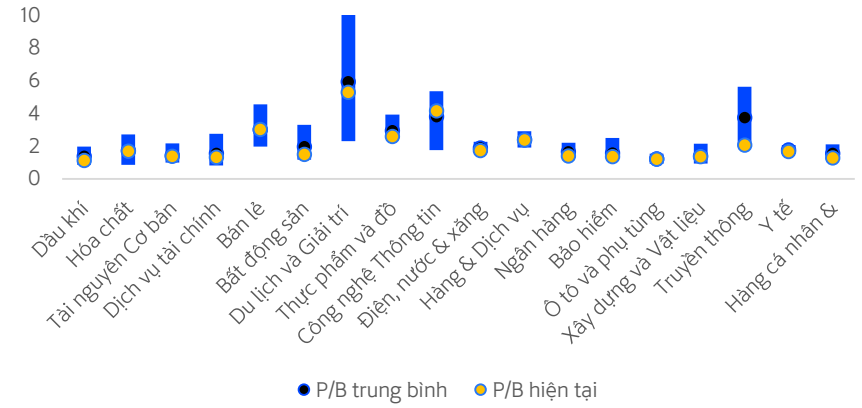
… nhưng xuất hiện nhiều nhóm ngành đang được định giá hấp dẫn và vẫn có động lực tăng trưởng

Định giá P/E 2018–Q1/2025 theo nhóm ngành cấp 2



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam;
Dữ liệu cập nhật đến ngày 05/14/2025

Định giá P/E 2018–Q1/2025 theo nhóm ngành cấp 2



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận theo nhóm ngành (YoY)

	YoY 25F	YoY 26F
Ngân hàng	16%	17%
Bất động sản	6%	9%
Thực phẩm và đồ uống	2%	9%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	29%	19%
Hóa chất	-1%	10%
Tài nguyên Cơ bản	22%	50%
Dịch vụ tài chính	18%	20%
Công nghệ Thông tin	20%	21%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	2%	15%
Du lịch và Giải trí	33%	11%
Xây dựng và Vật liệu	12%	16%
Bán lẻ	38%	31%
Dầu khí	16%	25%
Hàng cá nhân & Gia dụng	13%	20%
Bảo hiểm	17%	20%
Y tế	15%	9%
Ô tô và phụ tùng	13%	8%
VN100	**14.4%**	**17.2%**

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Chú thích: Lấy 100 mã vốn hóa lớn nhất toàn thị trường làm đại diện cho VNINDEX

Cập nhật lộ trình nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam

Từ đầu năm 2025, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có nhiều chuyển biến tích cực trong lộ trình nâng hạng, cụ thể:

- FTSE tuy vẫn giữ nguyên Việt Nam ở danh sách theo dõi nâng hạng, nhưng đã có đánh giá tích cực về những cam kết liên tục của các cơ quan thị trường Việt Nam trong việc cải cách các quy định khác nhau để tạo điều kiện cho nhà đầu tư quốc tế.
- Sau rất nhiều lần lỡ hẹn, hệ thống KRX đã chính thức đi vào vận hành vào ngày 05/05, đây là yếu tố rất quan trọng, đặc biệt đối với ảnh hưởng nâng hạng của tổ chức MSCI. Vì không như Non-prefunding chỉ là giải pháp tạm thời cho việc đáp ứng tiêu chí DvP của FTSE, hệ thống KRX là nền tảng cơ sở hạ tầng của mô hình thanh toán bù trừ đối tác trung tâm (CCP) và là giải pháp toàn diện cho tiêu chí DvP của FTSE và tiêu chí CCP của MSCI. Từ đó, củng cố hơn nữa việc triển khai mô hình CCP và nâng hạng MSCI trong năm 2026.
- Thông tư 03/2025/TT/NHNN được Ngân hàng Nhà nước thông qua vào 29/04/2025 đã góp phần gỡ thêm một nút thắt được FTSE nhắc đến trong đợt đánh giá tháng 03/2025 là cải thiện quy trình đăng ký tài khoản cho nhà đầu tư nước ngoài.

Có thể thấy, lộ trình nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn đang đi đúng kỳ vọng đã được SSV đề cập ở báo cáo triển vọng đầu năm. Theo đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ được nâng hạng lên thị trường mới nổi bởi FTSE vào kỳ đánh giá tháng 09/2025 và MSCI vào năm 2026.

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

Lộ trình nâng hạng tiếp tục được củng cố

2023

Cần cải thiện

- X Giới hạn sở hữu nước ngoài
- X Room cho NĐT nước ngoài
- X Quyền bình đẳng cho NĐT nước ngoài
- X Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối
- X Luồng thông tin
- X Thanh toán bù trừ
- X Khả năng chuyển nhượng
- X Cho vay chứng khoán
- X Bán khống chứng khoán

2024

Các giải pháp

- ✓ Thông qua Thông tư 68/2024/TT-BTC sửa đổi các thông tư liên quan đến giải pháp ký quỹ của NĐT nước ngoài và công bố thông tin tiếng Anh.
- ✓ Thông qua Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán, quy định chặt chẽ hơn về việc vận hành CCP: Cho phép các thành viên bù trù được thực hiện bù trù chứng khoán cơ sở;; Cho phép VSDC được thành lập công ty con để triển khai CCP; Dự kiến chậm nhất đến 31/12/2027 sẽ triển khai CCP.

2025

Nâng hạng thị trường mới nổi FTSE

- ✓ FTSE cần ít nhất 6 tháng để tham vấn ý kiến của các nhà đầu tư về giải pháp ký quỹ tính từ thời điểm có hiệu lực vào 02/11/2024. Vì vậy, 09/2025 là kịch bản khả thi nhất cho kỳ vọng FTSE nâng hạng thị trường Việt Nam lên Thị trường mới nổi sơ cấp.
- ✓ Đưa KRX vào hoạt động chính thức từ 05/05/2025.
- ✓ Thông qua Thông tư 03 giúp giải quyết khó khăn trong việc mở tài khoản của NĐTNN.
- ✓ Tiếp tục giải quyết các vấn đề: giới hạn sở hữu nước ngoài, room cho nhà đầu tư nước ngoài.

2026

Nâng hạng thị trường mới nổi MSCI

- ✓ Vận hành hệ thống CCP.
- ✓ Các giải pháp được vận hành trơn tru và được các nhà đầu tư tham gia thị trường đánh giá tích cực sẽ giúp thị trường Việt Nam được nâng hạng lên Thị trường mới nổi bởi MSCI.
- ✓ Khi được nâng hạng, thị trường Việt Nam dự kiến sẽ có tỷ trọng khoảng 0.7% - 1.2% trong rổ Chỉ số thị trường mới nổi, từ đó thu hút 4 đến 7 tỷ đô từ các quỹ đầu tư thụ động (ETF, quỹ tương hỗ mô phỏng chỉ số…) và các quỹ chủ động tập trung thị trường mới nổi.
- ✓ Dữ liệu quá khứ cho thấy các thị trường chứng khoán thường bùng nổ trong 2 năm trước khi chính thức được nâng hạng.

Tỷ trọng thị trường Việt Nam & Vốn đầu tư thu hút

Tỷ trọng của mỗi thị trường trong Chỉ số Emerging Markets thường được xác định bởi chính tỷ lệ vốn hóa điều chỉnh tự do chuyển nhượng của mỗi thị trường trên tổng vốn hóa của chỉ số. Với số cập nhật mới nhất ngày 30/04/2025 của MSCI, chỉ số Emerging Markets đang có tổng vốn hóa đạt 7,935 tỷ USD, trong khi đó Việt Nam đang có vốn hóa thị trường điều chỉnh tự do chuyển nhượng ở mức 30.63 tỷ USD, tương đương 0.38% tổng vốn hóa sau khi được thêm vào. Để được nâng hạng bởi MSCI, Việt Nam sẽ phải thực hiện nhiều giải pháp để giảm giới hạn sở hữu nước ngoài, từ đó gia tăng vốn hóa tự do chuyển nhượng như Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR), giảm quy định giới hạn sở hữu nước ngoài ở nhiều ngành nghề…từ đó chúng tôi ước tính Việt Nam khi được nâng hạng, sẽ chiếm tỷ trọng từ 0.7%-1.2% trong chỉ số Emerging Markets. Dựa theo dữ liệu được công bố bởi MSCI, FTSE Russell và Bloomberg, SSV ước tính dòng vốn đầu tư sẽ đổ vào Việt Nam sẽ đạt khoảng 4 – 7 tỷ USD từ các quỹ đầu tư thụ động (quỹ ETF, quỹ tương hỗ theo dõi chỉ số…) và các quỹ đầu tư chủ động tập trung thị trường mới nổi.

Chỉ số thị trường	Vốn hóa (Tỷ USD)	Tỷ trọng trong Emerging Markets Index
MSCI China Index	2,346	29.57%
MSCI India Index	1,524	19.21%
MSCI Taiwan Index	1,355	17.08%
MSCI Korea Index	740	9.32%
MSCI Brazil Index	361	4.55%
MSCI Vietnam Index	31	*0.38%
MSCI Emerging Markets Index	**7,935**	**100.00%**

Nguồn: MSCI, Shinhan Securities Vietnam
**SSV ước tính*

Các cổ phiếu hưởng lợi từ nâng hạng thị trường

Theo thống kê sự kiện, khi một thị trường được nâng hạng thì chỉ số chung thị trường đó sẽ tăng trung bình 23.2% trong khoảng thời gian từ khi được công bố cho đến lúc có hiệu lực. Tuy nhiên, diễn biến đối với từng cổ phiếu sẽ là không rõ ràng. Theo phân tích của chúng tôi, có 2 dòng cổ phiếu sẽ được hưởng lợi chính từ việc nâng hạng thị trường, gồm:

- (1) Nhóm cổ phiếu đáp ứng điều kiện để lọt vào chỉ số thị trường mới nổi từ đó thu hút phần lớn vốn đầu tư nước ngoài.
- (2) Nhóm cổ phiếu ngành chứng khoán, đặc biệt với các công ty có lợi thế về môi giới khách hàng tổ chức, vì đây sẽ là nhóm chính gia tăng phí giao dịch từ nguồn vốn mới vào thị trường.

Đối với nhóm (1) Hiện có đến 63 cổ phiếu đáp ứng điều kiện vào rổ MSCI, trong đó 10 cổ phiếu tỷ trọng lớn nhất với tổng hơn 55.21% chỉ số được trình bày ở bảng dưới.

Và đối với nhóm (2), hiện tại có 3 công ty chứng khoán đang chiếm phần lớn thị phần môi giới khách hàng tổ chức là CTCP Chứng khoán SSI (SSI), CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HCM), CTCP Chứng khoán VIETCAP (VCI).

Bên cạnh đó, Nghị định 69/2025/NĐ-CP được Chính phủ ban hành và có hiệu lực từ 19/05/2025 điều chỉnh tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các ngân hàng thương mại nhận chuyển giao bắt buộc mở ra cơ hội đầu tư các 3 ngân hàng gồm: Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB), Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh (HDB) và Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB).

Công ty (Cổ phiếu)	Vốn hóa tự do chuyển nhượng (Tỷ USD)	Tỷ trọng trong MSCI Vietnam Index
Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	3.07	10.03%
Tập đoàn Vingroup (VIC)	3.00	9.79%
VINHOMES (VHM)	2.31	7.53%
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)	1.84	6.01%
CTCP Tập đoàn MaSan (MSN)	1.69	5.53%
Sữa Việt Nam (VNM)	1.62	5.29%
Chứng khoán SSI (SSI)	1.12	3.66%
Vincom Retail (VRE)	0.85	2.77%
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)	0.76	2.47%
Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)	0.65	2.13%
Tổng	**17.08**	**55.21%**

Nguồn: MSCI, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2025

Lựa chọn mức P/E phù hợp và ước phóng chỉ số VNINDEX

P/E theo chênh lệch tỷ suất sinh lời (E/P) và lãi suất huy động 6T-12T cao nhất

Chênh lệch tỷ suất sinh lợi (E/P) và Lãi suất huy động 6T-12T

Lãi suất huy động 6T-12T cao nhất	2.4%	2.6%	2.9%	3.2%
4.8%	13.9	13.5	13.0	12.5
5.0%	13.5	13.2	12.7	12.2
5.3%	13.0	12.7	12.2	11.8
5.6%	12.5	12.2	11.8	11.4
5.9%	12.0	11.8	11.4	11.0

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 14/05/2025

VNINDEX theo P/E và tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết

Tăng trưởng lợi nhuận dự phóng 2025F

Tỷ suất (E/P)	P/E	10%	12%	14%	16%	18%
10.5%	9.0	963	981	998	1,016	1,034
9.5%	10.0	1,071	1,090	1,109	1,129	1,148
8.7%	11.0	1,178	1,199	1,220	1,242	1,263
8.0%	**12.0**	1,285	1,308	**1,331**	1,355	1,378
7.7%	**12.5**	1,338	1,362	**1,387**	1,411	1,435
7.4%	**13.0**	1,392	1,417	**1,442**	1,468	1,493
7.1%	14.0	1,499	1,526	1,553	1,580	1,608
6.9%	15.0	1,606	1,635	1,664	1,693	1,723

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật 3 kịch bản thị trường chứng khoán cho năm 2025

Kịch bản Cơ sở: VNINDEX đạt 1,380	**P/E = 12x; tăng trưởng EPS ~ 14%**	_ Với sự hỗ trợ từ các yếu tố vĩ mô và đà tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ hướng đến mục tiêu 1,380 điểm. _ **Nhóm ngành ưu tiên:** Tập trung vào các nhóm ngành được hưởng lợi trực tiếp từ sức mạnh nội địa, bao gồm ngân hàng, thép, đầu tư công,…
Kịch bản Tiêu cực: VNINDEX giao dịch 1,200 – 1,300	**P/E = 11x, tăng trưởng EPS 12% – 14%**	_ Trong bối cảnh rủi ro chính sách thuế đối ứng từ Mỹ, chúng tôi chọn mức P/E và EPS thấp hơn, phản ánh tâm lý thị trường bi quan và lợi nhuận các doanh nghiệp tăng trưởng chậm. _ **Nhóm ngành ưu tiên**: Các ngành phòng thủ và có cổ tức ổn định sẽ là lựa chọn hàng đầu trong giai đoạn này.
Kịch bản Tích cực: 1,400 – 1,500	**P/E = 13x, tăng trưởng EPS 14% - 18%**	_ Với kỳ vọng tích cực từ kết quả đàm phán thuế quan Mỹ - Trung và khả năng nâng hạng thị trường bởi FTSE vào tháng 9/2025, VN-Index được dự báo sẽ đạt vùng điểm cao hơn. _ **Nhóm ngành ưu tiên**: Xuất nhập khẩu, khu công nghiệp, chứng khoán, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn hưởng lợi từ nâng hạng thị trường mới nổi

Góc nhìn kĩ thuật và Chiến lược giao dịch:

Hiện thị trường đã vượt thoát khỏi vùng giao dịch tích lũy hơn 1 năm qua (1,200 – 1,300), tiệm cận vùng đỉnh cũ 1,340 và đang giao dịch trên đường MA 20 và MA 200. Tuy nhiên, nhịp tăng của chỉ số tính từ đầu năm chủ yếu đến từ sự đóng góp của nhóm VIC và VHM (gần 150 điểm). Vì thế nếu bỏ qua 2 cổ phiếu này, chỉ số hiện đang giao dịch trong vùng 1,200 điểm, và cơ hội vẫn còn ở nhiều nhóm ngành/cổ phiếu khác.

_ Trong ngắn hạn, xu hướng của thị trường có thể sẽ gặp thách thức nếu dòng tiền chốt lời và rút khỏi nhóm VIC/VHM, tuy nhiên nếu dòng tiền tiếp tục đổ vào nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn khác vẫn đang nằm tại vùng giá thấp hơn so với thị trường chung thì đây sẽ là nhóm cổ phiếu mới dẫn dắt chỉ số và nhịp điều chỉnh của VNINDEX sẽ không quá sâu.



Tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị nửa cuối năm 2025

Nhóm xuất khẩu

- GMD ✦ Giá mục tiêu: 78,000 VND, +31.2%
- HAH ✦ Giá mục tiêu: 72,000 VND, N/A
- VHC ✦ Giá mục tiêu: 59,500 VND, +1.8%
- FMC ✦ Giá mục tiêu: 43,600 VND, +12.1%
- MSH ✦ Giá mục tiêu: 67,000 VND, +16.3%
- TCM ✦ Giá mục tiêu: 48,400 VND, +39.8%
- KBC ✦ Giá mục tiêu: 34,600 VND, +26.9%
- SZC ✦ Giá mục tiêu: 46,500 VND, +31.3%

Nhóm nội địa

- VPB ✦ Giá mục tiêu: 24,100 VND, +32.8%
- HDB ✦ Giá mục tiêu: 30,900 VND, +36.7%
- DXG ✦ Giá mục tiêu: 19,400 VND, +9.3%
- NLG ✦ Giá mục tiêu: 39,600 VND, +7.3%
- VHM ✦ Giá mục tiêu: 66,500 VND, N/A
- HHV ✦ Giá mục tiêu: 15,300 VND, +21.4%
- HPG ✦ Giá mục tiêu: 31,300 VND, +22.5%
- SAB ✦ Giá mục tiêu: 64,900 VND, +31.2%
- VNM ✦ Giá mục tiêu: 72,700 VND, +31.2%
- MSN ✦ Giá mục tiêu: 83,000 VND,+29.7%
- FRT ✦ Giá mục tiêu: 205,100 VND,+22.0%
- MWG ✦ Giá mục tiêu: 72,400 VND,+12.6%
- REE ✦ Giá mục tiêu: 79,100 VND,+8.7%
- PC1 ✦ Giá mục tiêu: 25,900 VND,+12.1%

Nhóm hưởng lợi nâng hạng thị trường

- HPG ✦ Giá mục tiêu: 31,300 VND, +22.5%
- VIC ✦ Giá mục tiêu: N/A, N/A
- VHM ✦ Giá mục tiêu: 66,500 VND, N/A
- VCB ✦ Giá mục tiêu: 65,000 VND, +14.4%
- VNM ✦ Giá mục tiêu: 72,700 VND, +31.2%
- MSN ✦ Giá mục tiêu: 83,000 VND,+29.7%
- SSI ✦ Giá mục tiêu: 28,400 VND,+19.8%
- VRE ✦ Giá mục tiêu: 24,500 VND, N/A
- VPB ✦ Giá mục tiêu: 24,100 VND,+33.1%
- DGC ✦ Giá mục tiêu: 117,000 VND,+27.4%

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, upside được tính so với giá đóng cửa ngày 27/05/2025

Công bố quan trọng

Cổ phiếu

- **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/ các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lí nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiên và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình, các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Bản quyền ⓒ 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.

Mạng lưới Shinhan Investment

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

HONG KONG
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

INDONESIA
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

SHANGHAI
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

HO CHI MINH
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

HA NOI
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,
Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000


Shinhan
Securities