

Ngày 11/06/2025

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC GIỮA NĂM

Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Trung tâm phân tích

research@miraeasset.com.vn

XEM PHỤ LỤC 1 Ở CUỐI BÁO CÁO VỀ CÁC TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM.



[Tóm tắt] Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Tập trung vào động lực nội tại trong bối cảnh thách thức bên ngoài gia tăng

- Mặc dù các tổ chức trên thế giới đã điều chỉnh giảm mức kỳ vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2025 xuống mức 6%, Chính phủ vẫn kiên định với mục tiêu đầy tham vọng là đạt mức tăng trưởng GDP 8% và GDP bình quân đầu người vượt 5.000 USD trong năm nay. **Chiến lược kinh tế của Việt Nam tập trung vào việc triển khai các chính sách hỗ trợ, tinh gọn bộ máy Chính phủ, và thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân phát triển mạnh mẽ.** Đáng chú ý, một loạt chính sách quan trọng đã được thông qua trong kỳ họp Quốc hội lần thứ 9 (Giai đoạn 1) vào tháng 5/2025, với các cuộc thảo luận tiếp theo dự kiến diễn ra trong tháng 6, cho thấy những nỗ lực bền bỉ nhằm xây dựng một môi trường kinh doanh thuận lợi hơn.
- Đầu tư công là động lực tăng trưởng chính, với mục tiêu giải ngân 100% kế hoạch năm 2025 của Thủ tướng Chính phủ giao (gần 826 nghìn tỷ đồng, tăng 30% so với mức thực hiện năm 2024).** Mức giải ngân đầu tư công trong 5 tháng đầu năm (5T25) đạt 199,3 nghìn tỷ đồng, tăng 38,8% YoY.
- Việc khôi phục sức mua trong nước được thúc đẩy bởi loạt chính sách kích cầu từ Chính phủ** (như giảm thuế VAT, gia hạn thuế, và đẩy mạnh phát triển ngành du lịch). Trong 5T25, doanh thu bán lẻ đã tăng 9,7% YoY, nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ của lĩnh vực dịch vụ, đặc biệt là du lịch.
- Trước sự quan ngại về ảnh hưởng tiêu cực từ chính sách thương mại của Mỹ, các chỉ số kinh tế trong 5 tháng đầu năm vẫn duy trì xu hướng tích cực:** dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định (giải ngân: + 7,9% YoY; đăng ký: + 51,2% YoY), xuất khẩu tăng 14% YoY (thặng dư 4,7 tỷ USD), IIP sản xuất tăng 10,8% YoY, và PMI tháng 5 có sự cải thiện (tháng 5: 49,8 điểm). Theo chúng tôi, các nỗ lực của Việt Nam nhằm thu hẹp mức thặng dư thương mại với Mỹ được kỳ vọng sẽ giúp Việt Nam đàm phán mức thuế đối ứng thấp hơn mức ban đầu 46%. **Triển vọng dài hạn hơn của việc thu hút FDI và xuất khẩu, được hỗ trợ bởi: 1) Kế hoạch hành động về cân bằng thương mại hài hòa và bền vững với các đối tác lớn, đa dạng hóa thị trường và sản phẩm xuất khẩu; 2) Tập trung phát triển hạ tầng, đảm bảo nguồn cung điện, và hoàn thiện cơ chế hỗ trợ công nghệ, đổi mới sáng tạo.**
- Tăng trưởng tín dụng (mục tiêu: +16% YoY; Quý 1: +3,91% YTD, tương đương +17,9% YoY)** đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ các động lực tăng trưởng nội tại trong năm 2025. NHNN định hướng giữ ổn định mặt bằng lãi suất trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát tốt (CPI 5T25: +3,2% YoY).

[Tóm tắt] Thị trường chứng khoán Việt Nam

Kỳ vọng về sự lan tỏa của dòng tiền

- VN-Index đã phục hồi sau giai đoạn điều chỉnh do lo ngại về thuế đối ứng và tiếp đà tăng trưởng (Tháng 5: +8,67% MoM; Lũy kế từ đầu năm: +5,2%); tuy nhiên, đà tăng chủ yếu được dẫn dắt bởi một số cổ phiếu trụ thuộc nhóm Vingroup. Thanh khoản duy trì ở mức cao trong tháng 5, trong bối cảnh nhà đầu tư tích cực luân chuyển dòng tiền giữa các nhóm ngành.
- **Thị trường chứng khoán được kỳ vọng sẽ tiếp đà tăng trưởng, với nhóm Bất động sản được kỳ vọng sẽ dẫn dắt đà tăng trong ngắn hạn khi được hỗ trợ bởi sự thay đổi trong khung pháp lý và bối cảnh thị trường đang dần ổn định. Để chinh phục các cột mốc cao hơn (tiềm năng là vùng 1.400 điểm), xu hướng tăng trong trung và dài hạn sẽ cần có sự lan tỏa của dòng tiền đến từ các nhóm ngành có tỷ trọng vốn hóa lớn và mang tính dẫn dắt như Ngân hàng, Công nghệ, và Bán lẻ để tạo sự cân bằng trước áp lực chốt lời trong ngắn hạn.**
- Triển vọng nửa cuối năm 2025 được định hình bởi sự kết hợp giữa các động lực tăng trưởng nội địa mạnh mẽ và những biến động đến từ các yếu tố ngoại tác, đặc biệt là triển vọng về kết quả đàm phán thương mại với Hoa Kỳ. Thỏa thuận tạm giảm thuế giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc giúp giảm bớt lo ngại trước mắt, nhưng đồng thời đưa các quốc gia Đông Nam Á vào thế tiến thoái lưỡng nan trong đàm phán thuế quan với Hoa Kỳ. Việt Nam cần phải vượt qua những yêu cầu “khó” từ phía Mỹ bao gồm việc giảm sự phụ thuộc vào nguồn nguyên vật liệu đến từ Trung Quốc. Việt Nam dự kiến sẽ tham gia vòng đàm phán kỹ thuật thứ ba vào giữa tháng 6/2025.
- **Sự ổn định tỷ giá trong nửa đầu năm 2025 (tăng nhẹ 2,5% YTD) đã phần nào giúp hanh thông nguồn vốn cho tín dụng và thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công, đặc biệt vào các dự án hạ tầng, tạo nền tảng cho tăng trưởng kinh tế.** Dù vậy, rủi ro tiềm ẩn có thể sẽ hình thành nếu dòng vốn ngoại vào Việt Nam không đạt kỳ vọng do ảnh hưởng bởi kết quả đàm phán thương mại với Hoa Kỳ trong thời gian tới.
- **Trong kịch bản kém khả quan hơn, áp lực từ bên ngoài có thể đẩy thị trường vào các nhịp điều chỉnh mới, không loại trừ khả năng chỉ số lùi về kiểm định lại vùng hỗ trợ quanh 1.240 điểm trong quý III nếu các yếu tố bất lợi kéo dài.**

[Tóm tắt] Ngành và danh mục khuyến nghị

Ngân hàng: Ngành ngân hàng đang trải qua một sự chuyển dịch cần thiết — từ tăng trưởng bằng cân đối một cách mạnh mẽ sang các chiến lược bền vững và chú trọng chất lượng hơn — một bước tái cân bằng quan trọng nhằm đảm bảo khả năng phát triển dài hạn. Đối với nhóm ngân hàng quốc doanh, mặc dù vẫn là những lựa chọn an toàn, tuy nhiên họ lại đang gặp khó ở nhiều mặt như hỗ trợ nền kinh tế và nhu cầu tăng vốn cấp thiết. Ngược lại, các ngân hàng tư nhân lớn có tiềm năng tăng trưởng tốt cũng như câu chuyện đầu tư liên quan đến thu nhập bất thường hay hậu tái cấu trúc, đang và có thể tiếp tục thu hút chú ý của dòng tiền có thể kể đến như STB, MBB, TCB và VPB.

CNTT: Trong Q1/2025, ngành CNTT Việt Nam tăng trưởng 20% CK, đạt doanh thu 19,020 tỷ đồng. Nhu cầu vẫn tăng trưởng ở các thị trường chủ lực — Nhật Bản, Mỹ và khu vực Châu Á – Thái Bình Dương — đặc biệt trong các lĩnh vực đang đẩy mạnh chuyển đổi số như tài chính, sản xuất và bán lẻ. Tuy nhiên, những dấu hiệu chững lại đã bắt đầu xuất hiện trong 6T2025 do căng thẳng thương mại: trong 4T2025, doanh thu ký mới mảng CNTT toàn cầu của FPT chỉ tăng 10.4% CK, đạt 15,000 tỷ đồng — thấp hơn mức tăng trưởng trung bình quá khứ 20%. Tâm lý nhà đầu tư trở nên thận trọng hơn, khi giá cổ phiếu các doanh nghiệp dịch vụ CNTT Việt Nam giảm 20–30%, dù định giá vẫn hấp dẫn (PEG: 0.9–1x, so với Ấn Độ: 2–3x).

Viễn thông: Trong Q1/2025, ngành viễn thông Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng ổn định với doanh thu đạt 95,000 tỷ đồng, tăng 6% CK. Các doanh nghiệp lớn như Viettel, VNPT và MobiFone đặt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận khiêm tốn cho năm 2025, đi kèm với đó là sự chuyển hướng chiến lược sang dịch vụ số. Các chính sách mới của Chính phủ, bao gồm gói tín dụng 500,000 tỷ đồng và thí điểm triển khai dịch vụ viễn thông qua vệ tinh quỹ đạo thấp (như SpaceX), được kỳ vọng sẽ tiếp tục thúc đẩy hạ tầng viễn thông.

Thép: Sản lượng tiêu thụ thép trong Q1/2025 tăng mạnh 21% CK, nhờ nhu cầu trong nước phục hồi rõ rệt (+44% CK), đủ để bù đắp cho sự sụt giảm liên tục của xuất khẩu trong 6 tháng trở lại đây (Q1/2025: -19% CK). Nhìn chung, cầu tiêu thụ tiếp tục nghiêng về thị trường trong nước, chiếm 78% tổng sản lượng, củng cố nhận định rằng tăng trưởng ngành thép Việt Nam năm 2025 sẽ chủ yếu dựa vào chính sách bảo hộ và nhu cầu nội địa. Trong khi đó, chi phí đầu vào tiếp tục giảm, đặc biệt là giá quặng sắt và than cốc. Dự kiến giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục duy trì ở mức thấp với lượng tồn kho cao từ thị trường Trung Quốc, qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận của ngành thép Việt Nam.

[Tóm tắt] Ngành và danh mục khuyến nghị

Xăng dầu: Trong bản dự thảo mới nhất về Nghị định xăng dầu (bản thứ 6), chúng tôi nhận thấy có một số thay đổi trọng yếu khi đây là lần đầu tiên dự thảo cho phép việc giá bán được hoàn toàn xác định dựa trên định hướng thị trường. Tất cả các thành phần hiện đều được toàn quyền xác định và công bố bởi các thương nhân đầu mối và phân phối trong và ngoài hệ thống của họ (COCO và DODO), dựa trên hiệu quả hoạt động thực tế, thay vì dựa vào giá cơ sở do Bộ Công Thương công bố. Những sự cải tiến này kỳ vọng mang lại lợi thế đáng kể cho các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường tiêu biểu như PLX và OIL – kiểm soát hai phần ba thị phần; cho phép các doanh nghiệp tự chủ hơn trong cạnh tranh về giá, thay vì phụ thuộc vào các đợt điều chỉnh giá định kỳ từ cơ quan quản lý. Trong ngắn hạn, những diễn biến này được kỳ vọng sẽ bù đắp phần nào KQKD kém khả quan trong Q1/2025, khi chịu ảnh hưởng từ xu hướng giá dầu giảm.

Điện: Trong 4T2025, sản lượng điện Việt Nam đạt 98.98 tỷ kWh (+3% CK), trong đó thủy điện ghi nhận mức tăng trưởng mạnh (+28% CK), trong khi nhiệt điện than và khí giảm. Năng lượng tái tạo đóng góp 15% tổng sản lượng, dẫn đầu là điện gió (+12% CK). Về mặt chính sách, Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, với mục tiêu đầu tư tăng đáng kể, đồng thời cơ chế mua bán điện trực tiếp cũng được ban hành nhằm thúc đẩy năng lượng tái tạo. Bên cạnh đó, Bộ Công Thương đã thông qua việc điều chỉnh tăng giá điện bán lẻ 4.8%, dự kiến giảm áp lực tài chính EVN, qua đó gián tiếp hỗ trợ vốn lưu động các doanh nghiệp sản xuất điện.

Dệt may: Trong Q2/2025, chúng tôi kỳ vọng các công ty sợi và may mặc Việt Nam sẽ hoạt động tốt khi các đơn hàng chuyển ra khỏi Trung Quốc và khách hàng cố gắng khai thác thời gian tạm dừng thuế quan 90 ngày. Các công ty may mặc sẽ được hưởng lợi đầu tiên và có khả năng ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao nhờ các đơn hàng may mặc gấp rút. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu sợi trong nước sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định tương ứng với sự tăng trưởng của mảng dệt, phần nào bù đắp cho nhu cầu suy yếu tại thị trường Trung Quốc. Từ 2025 trở đi, chúng tôi đánh giá dệt may Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ sự đa dạng hóa nguồn cung và mức thuế quan cao của Hoa Kỳ đối với hàng dệt may Trung Quốc. Các cổ phiếu khuyến nghị bao gồm MSH (đã chốt đơn hàng đến hết năm 2025) và TNG (dự kiến hoạt động hết công suất đến T8/2025). Đối với mảng sợi, STK được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ nhà máy Unitex mới, trong khi PPH ghi nhận tăng trưởng ổn định và đang nỗ lực giải quyết các tranh chấp liên quan đến mảng bất động sản.

DANH MỤC CỔ PHIẾU

Ngành	Mã	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Ngân hàng	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	32,200	7%
	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	22,600	26%
	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	28,300	17%
	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	46,000	7%
	VIB	Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	22,400	25%
	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	23,700	13%
	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	42,300	20%
CNTT	FPT	CTCP FPT	134,820	16%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	106,700	19%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	31,200	19%
	NKG	CTCP Thép Nam Kim	16,000	23%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	79,100	43%
Bán lẻ	MWG	CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động	72,000	17%
Xăng dầu	PLX	Tập đoàn Xăng Dầu Việt Nam	47,300	33%
	OIL	Tổng Công ty Dầu Việt Nam - CTCP	11,900	13%
Tiện ích - Điện	GEG	CTCP Điện Gia Lai	18,300	14%
	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	21,300	18%
Dệt may	MSH	CTCP May Sông Hồng	40,000	13%
	TNG	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	25,000	37%
	STK	CTCP Sợi Thế Kỷ	31,200	16%
	PPH	Tổng CTCP Phong Phú	39,000	45%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research (Lợi nhuận kỳ vọng theo giá đóng cửa ngày 10/06/2025)

[Chiến lược giữa năm]

Phần I

Vĩ mô và Chiến lược

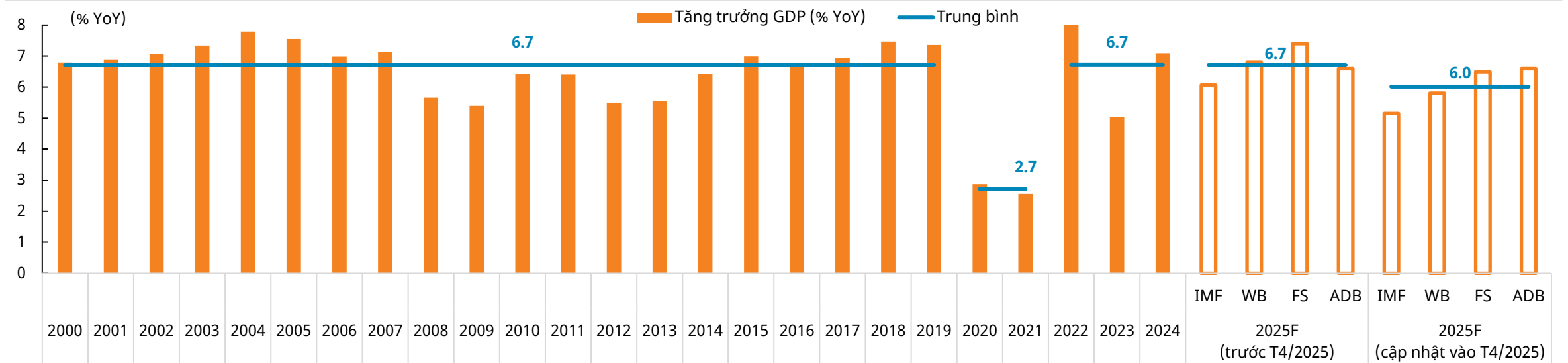


1.1. Tăng trưởng GDP Việt Nam

Năm 2025: Yếu tố nội tại dẫn dắt tăng trưởng trong bối cảnh thách thức bên ngoài gia tăng

- Mặc dù thách thức bên ngoài gia tăng, Chính phủ Việt Nam quyết tâm đạt được các mục tiêu kinh tế đầy tham vọng cho năm 2025, bao gồm tăng trưởng GDP 8% YoY và GDP bình quân đầu người 5000 USD. Tuy nhiên, sau khi Mỹ tuyên bố mức thuế đối ứng, dự báo tăng trưởng GDP trung bình của Việt Nam được điều chỉnh giảm đáng kể xuống còn 6% YoY trong năm 2025 (so với dự báo trước đó là 6,7% YoY). Các rủi ro liên quan đến thuế đối ứng của Mỹ cần tiếp tục theo dõi, khi yếu tố này ảnh hưởng trực tiếp đến xuất khẩu, sản xuất, và gián tiếp ảnh hưởng đến tiêu dùng trong nước.
- Trong bối cảnh này, chúng tôi tin rằng việc chủ động triển khai các chính sách hỗ trợ, tinh gọn bộ máy của Chính phủ, và kế hoạch phát triển kinh tế tư nhân là trọng tâm để thúc đẩy tăng trưởng. Do đó, các động lực nội tại dẫn dắt tăng trưởng GDP Việt Nam:
 - Nỗ lực giải ngân 100% kế hoạch đầu tư công trong năm 2025 (825,9 nghìn tỷ đồng; +20,9% so với mục tiêu năm 2024; +29,9% so với giải ngân năm 2024). Theo ước tính của chúng tôi, đầu tư công đóng góp 9–10% tăng trưởng GDP.
 - Tăng trưởng tín dụng đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ các yếu tố tăng trưởng trong nước vào năm 2025. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) sẽ tiếp tục nỗ lực duy trì môi trường lãi suất thấp để hỗ trợ hoạt động kinh doanh, trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát hiệu quả.
 - Tiêu dùng trong nước là động lực chính đóng góp vào tăng trưởng GDP (khoảng 55%). Do đó, việc khôi phục sức mua trong nước sẽ được chú trọng.
 - Chủ động linh hoạt trong ngoại giao kinh tế: Triển khai kế hoạch hành động về cân bằng thương mại hài hòa và bền vững với các đối tác lớn, đa dạng hóa thị trường và sản phẩm xuất khẩu.

Tăng trưởng GDP Việt Nam 2025: Sau khi Mỹ tuyên bố thuế đối ứng, một số tổ chức trên thế giới đã điều chỉnh dự báo xuống còn 6%



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

1.1. Tăng trưởng GDP Việt Nam (Tiếp theo)

Các luật và chính sách quan trọng định hình lại nền kinh tế Việt Nam:

3Q24

- **Luật Các tổ chức tín dụng** (hiệu lực từ tháng 7/2024): Tạo hành lang pháp lý để tăng cường hệ thống hoạt động ngân hàng ổn định và minh bạch.
- **Luật Đất đai, Nhà ở, và Kinh doanh bất động sản** (hiệu lực từ tháng 8/2024): Tăng cường tính minh bạch, đơn giản hóa quy trình và hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cho các giao dịch bất động sản.

Kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV (đợt 1: 21/10–13/11; Đợt 2: 20/11–30/11/2024)

- **Luật Đầu tư công, Luật Quy hoạch, Luật Đầu tư, Luật Đầu tư theo hình thức đối tác công tư, Luật Đấu thầu** (hiệu lực từ 15/1/2025): Mục tiêu cải thiện môi trường đầu tư, đơn giản hóa thủ tục hành chính, góp phần rút ngắn thời gian triển khai các dự án.

Kỳ họp thứ 9, Quốc hội khóa XV (đợt 1: 5–29/5; Đợt 2: 11–30/6/2025)

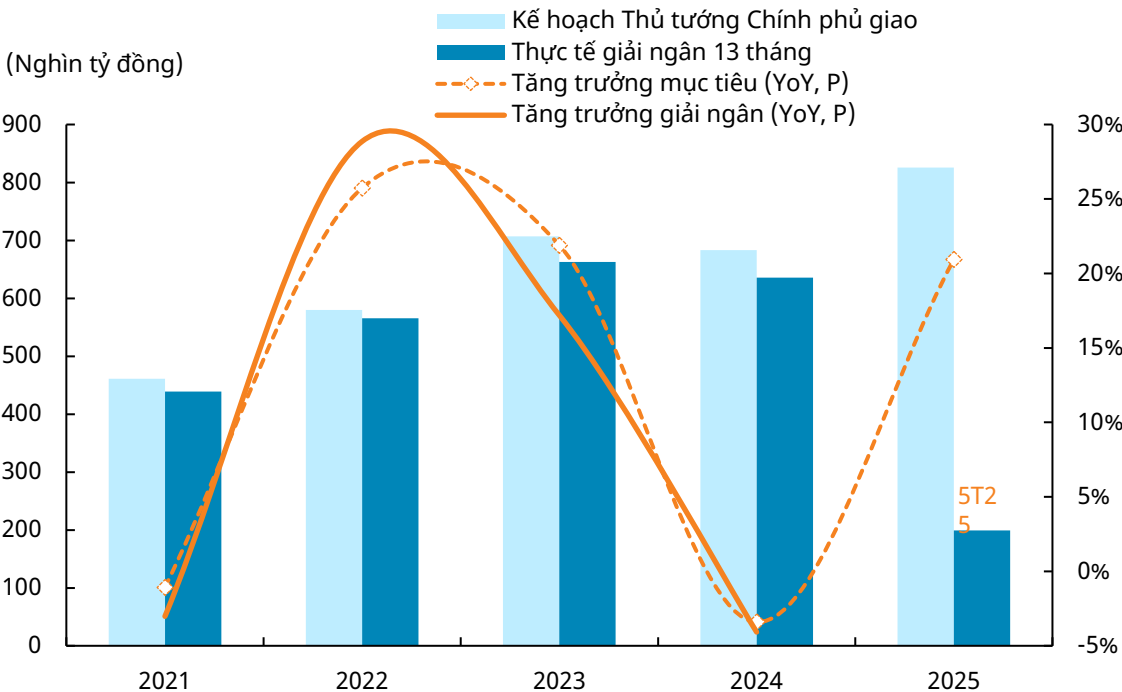
- **Nghị quyết 198/2025/QH15** (hiệu lực từ 17/5/2025): Một số cơ chế, chính sách đặc biệt phát triển kinh tế tư nhân (Mục tiêu khu vực kinh tế tư nhân đến năm 2030 đóng góp 55-58% GDP, từ mức 50% hiện tại).
- **Nghị quyết 201/2025/QH15 (hiệu lực từ 1/6/2025)**: Quy định thí điểm một số cơ chế, chính sách đặc thù để phát triển nhà ở xã hội; lập Quỹ nhà ở quốc gia trong tháng 6.
- **Khác:**
 - **Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Quy hoạch**: Bổ sung quy định về trình tự, thủ tục điều chỉnh quy hoạch thời kỳ 2021–2030 để đáp ứng yêu cầu sắp xếp lại đơn vị hành chính cấp tỉnh theo hướng đơn giản hóa và đẩy mạnh phân cấp, phân quyền.
 - **Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Các tổ chức tín dụng**: Điều chỉnh thẩm quyền quyết định việc cho vay đặc biệt; luật hóa các quy định của Nghị quyết 42 để xử lý nợ xấu hiệu quả hơn; và hoàn thiện cơ chế thu giữ tài sản đảm bảo.
 - Chính phủ đề xuất giảm 2 điểm % thuế GTGT đến hết ngày 31/12/2026.

1.2. Vốn đầu tư công kỳ vọng được đẩy mạnh trong thời gian tới

Giải ngân đầu tư công tăng tốc kể từ tháng 4

- Giải ngân vốn đầu tư công được xem là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng trong 2025, trong bối cảnh thách thức bên ngoài gia tăng:
 - Mục tiêu cả nước có 3000 km đường bộ cao tốc và hơn 1000 km đường ven biển vào năm 2025.
 - Tập trung vào các dự án trọng điểm trong năm 2025, bao gồm các dự án thành phần của Đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông, Đường vành đai 3 TP.HCM, Đường vành đai 4 Hà Nội, Cảng hàng không quốc tế Long Thành.
 - Thủ tướng Chính phủ yêu cầu nỗ lực giải ngân 100% kế hoạch năm 2025: Vốn giải ngân đầu tư công mục tiêu năm 2025: 825,9 nghìn tỷ đồng (+21% so với mục tiêu 2024 và +29,9% so với mức giải ngân 2024). Trong 5T25, ước giải ngân vốn đầu tư công tăng tốc, với tăng trưởng ở mức hai chữ số, đạt 199,3 nghìn tỷ đồng (+38,8% YoY), hoàn thành 24,1% kế hoạch của Thủ tướng Chính phủ. Đáng chú ý, giải ngân tăng tốc kể từ tháng 4 (tháng 5: +104% YoY; tháng 4: +57,2% YoY; tháng 3: +33,2% YoY).
 - Dự địa để đẩy nhanh đầu tư công trong dài hạn: Nợ công thấp (37%, so với mức trần 60% GDP); tinh gọn bộ máy của Chính phủ; sửa đổi Luật Đầu tư công.

Giải ngân vốn đầu tư công



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Bộ Tài chính và kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao

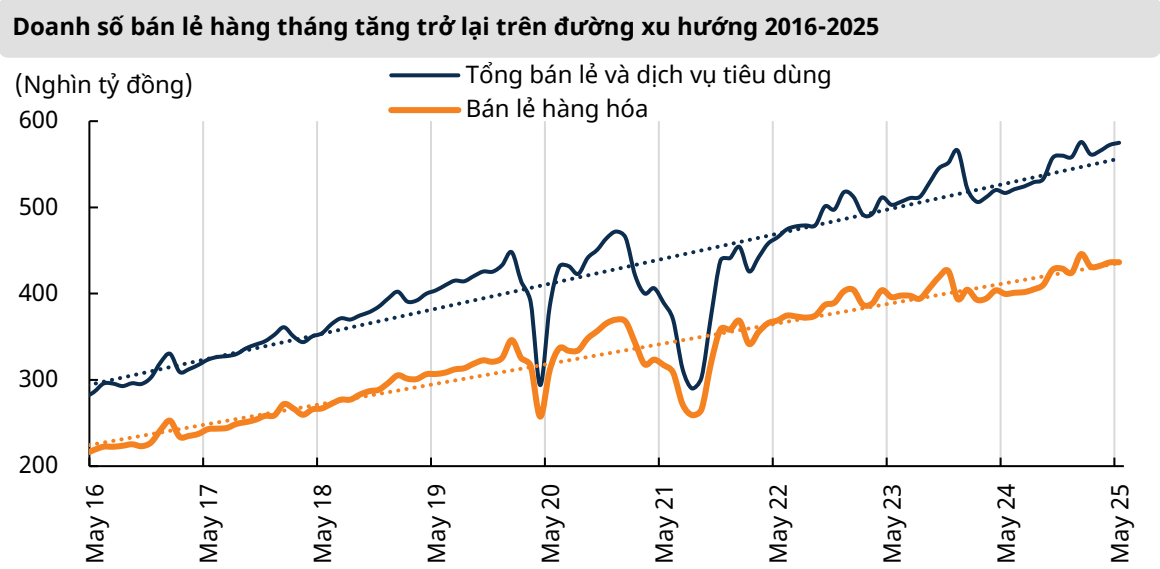
Các dự án đầu tư công

Dự án	Vốn đầu tư (Tỷ USD)	Thời gian
Các dự án thành phần của Đường cao tốc Bắc Nam phía Đông	5,8	2023–2025
Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	4,5	2022–2026
Đường vành đai 3 TP.HCM	3	2023–2026
Đường vành đai số 4 Hà Nội	3,4	2023–2026
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	1,8	2023–2026
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuật	0,9	2023–2026
Cao Tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	0,7	2023–2026
Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu	0,4	2024–2028
Cao tốc Bắc Nam phía Tây đoạn Gia Nghĩa - Chơn Thành	1	2025–2026
Đường cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	0,8	2025–2027
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (7 giai đoạn)	4,5	2025–2030
Đường vành đai 4 TP.HCM (giai đoạn 1)	4,8	2026–2028
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng (kết nối với Trung Quốc)	11,6	2026–2030
Metro Bến Thành - Tham Lương (TPHCM)	1,9	2025–2035
Metro Nam Thăng Long - Trần Hưng Đạo (Hà Nội)	1,4	2025–2035
Ga Hà Nội - Hoàng Mai (Hà Nội)	1,6	2025–2035
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	61,35	2028–2035

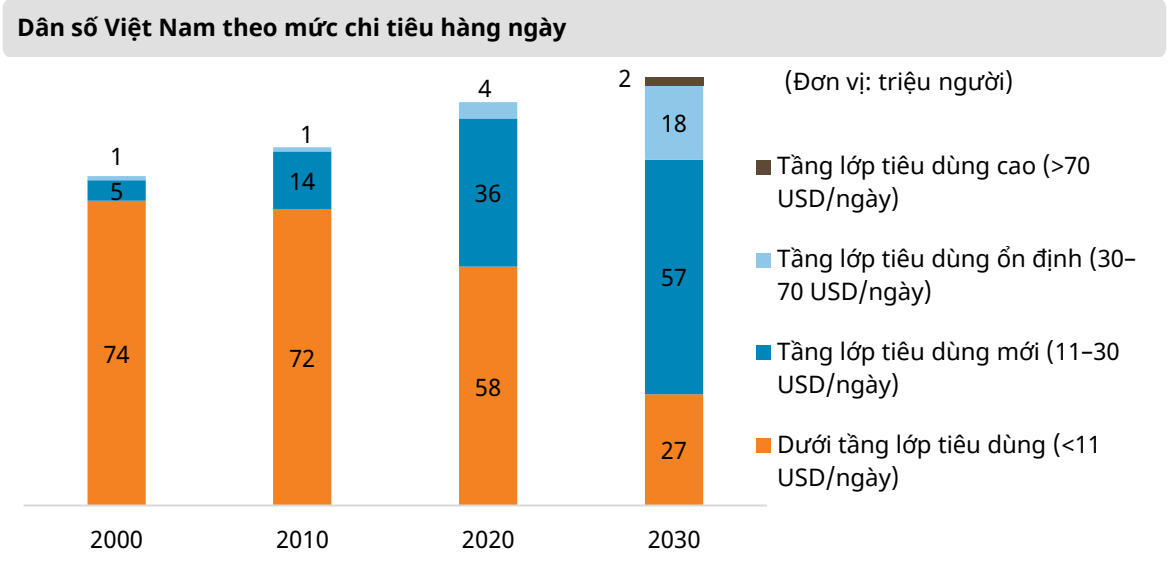
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

1.3. Bán lẻ kỳ vọng phục hồi hơn nữa

- Duy trì hồi phục**
- **Tiêu dùng duy trì đà phục hồi vững chắc (5T25: +9,7% YoY, tháng 5: +10,2% YoY)**, nhờ vào du lịch tiếp tục hồi phục:
 - Doanh thu bán lẻ hàng hóa (chiếm 76,5% tổng doanh thu bán lẻ) vẫn duy trì ổn định (+8% YoY) trong 5T25;
 - Doanh thu dịch vụ (chiếm 23,5%) tiếp tục là động lực tăng trưởng với Dịch vụ lưu trú và ăn uống (+15,2% YoY) và Dịch vụ lữ hành (+24,7% YoY), với 9,2 triệu lượt khách quốc tế (+21,3% YoY).
 - **Chúng tôi duy trì kỳ vọng về sự hồi phục của bán lẻ tiêu dùng trong thời gian tới**, nhờ vào:
 - **Sự chủ động trong các chính sách hỗ trợ:** Ngày 2/4, Chính phủ ban hành Nghị định 82/2025 gia hạn thời hạn nộp thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân và tiền thuê đất trong năm 2025, có hiệu lực từ ngày 02/4 đến hết ngày 31/12/2025;
 - Gia hạn việc giảm 2 điểm phần trăm thuế giá trị gia tăng đến hết tháng 6/2025; Nghiên cứu và đề xuất một số chính sách giảm thuế và phí, bao gồm mở rộng phạm vi giảm thuế và giảm thuế giá trị gia tăng áp dụng trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026;
 - **Nghiên cứu và đề xuất phương án hỗ trợ doanh nghiệp và người lao động trong các ngành, lĩnh vực chịu ảnh hưởng của chính sách thuế quan của Mỹ;**
 - **Các chính sách kích cầu nhằm thúc đẩy du lịch và sự phục hồi của ngành du lịch.** Đề xuất cấp "thị thực vàng" với thời hạn 5-10 năm nhằm thu hút chuyên gia, nhân tài, giới siêu giàu đến Việt Nam.
 - **Tầng lớp người tiêu dùng của Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng: Từ 41% lên 74% tổng dân số trong giai đoạn 2020-2030**, theo Viện McKinsey Global.
 - **Rủi ro cần theo dõi:** Tăng trưởng kinh tế chậm hơn kỳ vọng do ảnh hưởng từ các mức thuế đối ứng có thể làm thay đổi hành vi tiêu dùng của người dân.



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ Cơ quan thống kê quốc gia
Ghi chú: Dữ liệu bán lẻ tháng 5 được GSO ước tính và sẽ cập nhật lại

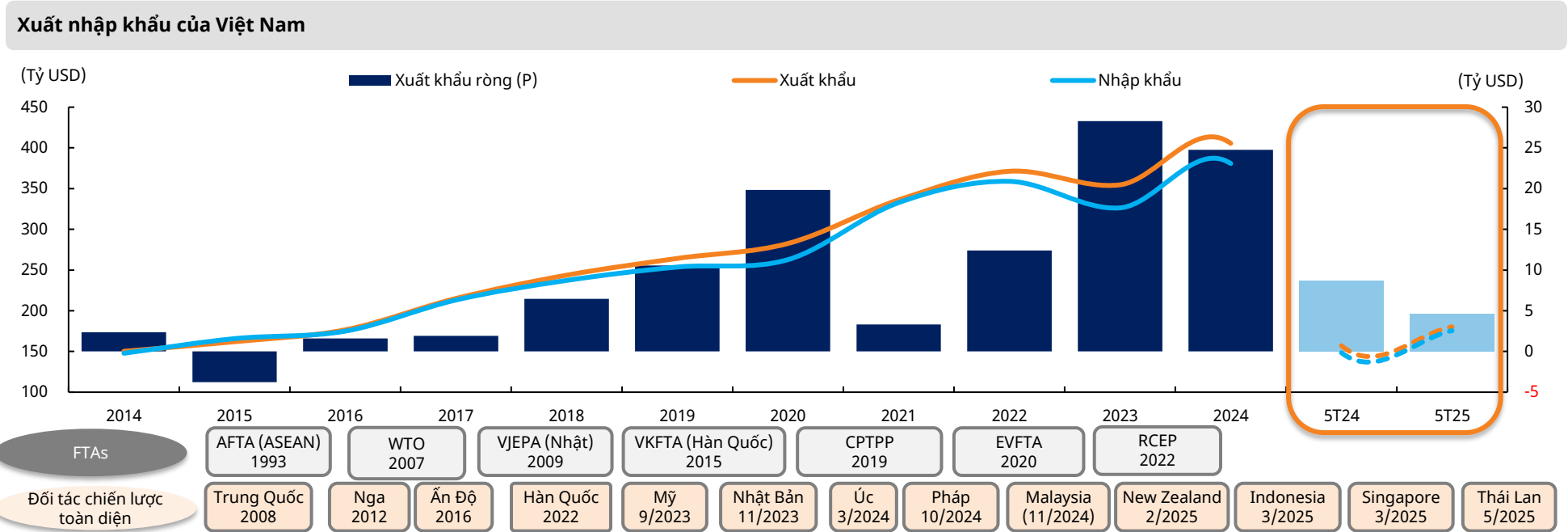


Nguồn: Marketpro by WorldDataLabs; McKinsey Global Institute analysis

1.4. Xuất khẩu: Kỳ vọng tăng trưởng tốc độ vừa phải trong 2025

Giữ vững đà tăng trong 5T25

- **Xuất khẩu của Việt Nam duy trì đà tăng trưởng (+14% YoY) trong 5T25, đạt 180,2 tỷ USD**, với thặng dư thương mại đạt 4,7 tỷ USD.
 - **Xuất khẩu theo quốc gia:** Tăng tốc xuất khẩu sang Mỹ (5T25: +28,7% YoY; 2024: +23,2% YoY), Nhật Bản (5T25: +12,3% YoY; 2024: +5,7% YoY), Hàn Quốc (5T25: +11,5% YoY; 2024: +9,2% YoY) và xuất khẩu sang Trung Quốc phục hồi nhẹ (5T25: +4,9% YoY; 2024: +0,8% YoY);
 - **Xuất khẩu theo sản phẩm:** Máy tính, thiết bị điện tử và linh kiện (+39,7% YoY), Dệt may (+12% YoY) và Giày dép (+11,5% YoY);
- **Chúng tôi duy trì kỳ vọng tăng trưởng xuất khẩu ở mức vừa phải vào năm 2025:**
 - Tiếp tục đa dạng hóa thị trường, sản phẩm và chuỗi cung ứng.
 - Tăng cường mạng lưới đối tác toàn cầu: ký kết 17 FTA và Đối tác chiến lược toàn diện với 13 quốc gia; EU cũng tìm cách nâng cấp quan hệ với Việt Nam lên Đối tác chiến lược toàn diện; Việt Nam đã chủ động triển khai nhiều biện pháp góp phần giải quyết thâm hụt thương mại giữa hai bên.
- **Xuất khẩu Việt Nam đang đối mặt với thách thức trong bối cảnh thương chiến 2.0:** Việt Nam là nước thâm hụt thương mại lớn thứ 4 của Mỹ và có nền kinh tế mở. Các nỗ lực của Việt Nam nhằm giảm thuế và cân bằng cán cân thương mại với Mỹ được kỳ vọng sẽ giúp Việt Nam đàm phán mức thuế đối ứng thấp hơn mức ban đầu 46%. Cho đến thời điểm hiện tại, tác động đối với Việt Nam vẫn chưa đáng kể, do mức thuế bổ sung 10% được áp dụng rộng rãi (hiệu lực từ 5/4). Kết quả đạt được của vòng đàm phán thứ 2 (19-22/5/2025): Mỹ đánh giá cao những thiện chí và nỗ lực của Việt Nam trong việc xử lý các vấn đề mà Hoa Kỳ quan tâm và mong muốn hai bên tiếp tục đẩy mạnh trao đổi cấp kỹ thuật, kể cả cấp Bộ trưởng, nhằm đạt được kết quả trong thời gian sớm nhất.



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam; tổng hợp từ Tổng cục hải quan

1.4. Xuất khẩu: Đối mặt với sự bất ổn trong bối cảnh thương chiến 2.0

Việt Nam đã chủ động triển khai nhiều biện pháp góp phần giải quyết thâm hụt thương mại giữa hai bên

Yêu cầu từ phía Mỹ	Chính sách/biện pháp của Việt Nam
Giảm thuế đối với hàng hóa của Mỹ	Giảm thuế tối huệ quốc (MFN) đối với một số mặt hàng, có hiệu lực từ 31/3: Một số mặt hàng Ô tô giảm xuống 32% (từ 45%-64%), một số mặt hàng Gỗ và các sản phẩm gỗ xuống 5% (từ 20%-25%), ethanol xuống 5% (từ 10%), LNG xuống 2% (từ 5%), một số trái cây xuống 5% (từ 8-12%). Việt Nam đã giảm thuế suất về 0% với hầu hết các mặt hàng ngô, đậu nành của Mỹ; Sau khi Mỹ tuyên bố mức thuế đối ứng 46% lên Việt Nam ngày 3/4/2025, Việt Nam đề xuất hoãn thuế quan trong 45 ngày và giảm thuế nhập khẩu của Hoa Kỳ xuống 0%
Tăng nhập khẩu từ Mỹ	Đề xuất: Việt Nam cam kết mua LNG, sản phẩm quốc phòng và an ninh của Mỹ. • Từ 2025 (90,3 tỷ USD) Mua sắm máy bay, dịch vụ hàng không, khai thác dầu khí, nhập khẩu các sản phẩm lọc hóa dầu: 50,15 tỷ USD • Đàm phán và ký kết trong thời gian tới: 36 tỷ USD Thúc đẩy ký kết các thỏa thuận hợp tác, hợp đồng mua sắm, đẩy nhanh tiến độ những dự án đầu tư của doanh nghiệp Mỹ. Các thương vụ Việt Nam ký với Mỹ trong thời gian gần đây: • Tổng công ty Hàng không Việt Nam và Citi Bank (Mỹ): 560 triệu USD • Vietjet (Việt Nam) và AV Airfinance (Mỹ): 300 triệu USD • Dự án Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái, sân golf: 1,5 tỷ USD • Đã ký 5 Biên bản ghi nhớ (MOU) tại Iowa với tổng giá trị 800 triệu USD dự kiến sẽ được thực hiện trong 3 năm; và dự kiến sẽ ký các Biên bản ghi nhớ để mua hơn 2 tỷ USD các sản phẩm nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản của Mỹ.
Giảm các rào cản phi thương mại	Đang thực hiện: Bộ Công Thương Việt Nam đang xem xét xóa bỏ rào cản thương mại cho các công ty Mỹ.
Dừng chuyển hướng xuất khẩu của Trung Quốc	Khẩn trương ban hành Nghị định về kiểm soát thương mại chiến lược; tăng cường kiểm tra giám sát nguồn gốc xuất xứ hàng hóa.

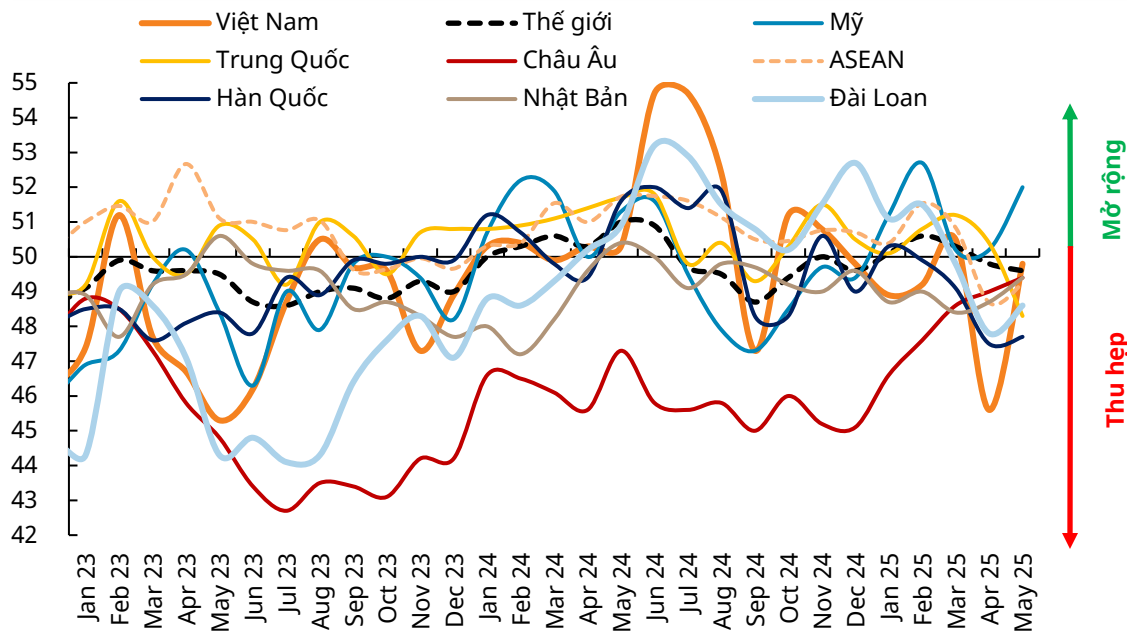
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

1.5. Sản xuất công nghiệp kỳ vọng tiếp tục cải thiện

Sản xuất công nghiệp duy trì đà phục hồi, tâm lý doanh nghiệp cải thiện trong tháng 5 nhờ chính sách thuế quan ổn định hơn

- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) duy trì đà tăng trưởng trong 5T25 (+8,8% YoY; 2024: +8,3% YoY), được thúc đẩy bởi ngành chế biến, chế tạo (5T25: +10,8% YoY).
- Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam của S&P Global tăng lên gần ngưỡng 50 điểm, đạt 49,8 điểm vào tháng 5 (từ mức 45,6 vào tháng 4), cho thấy các điều kiện kinh doanh của ngành sản xuất đã gần như ổn định. Số lượng đơn đặt hàng mới trong ngành sản xuất của Việt Nam tiếp tục giảm vào tháng 5 khi thuế quan của Mỹ được cho là đã ảnh hưởng đặc biệt đến nhu cầu xuất khẩu. Tuy nhiên, sản lượng đã tăng trưởng trở lại và các điều kiện kinh doanh tổng thể hầu như không thay đổi khi một số công ty ghi nhận chính sách thuế quan ổn định hơn so với tháng 4.
- Sản xuất công nghiệp của Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi chính sách thuế đối ứng của Mỹ, đặc biệt là các ngành sản xuất hướng đến xuất khẩu. Trong bối cảnh cuộc chiến thuế quan giữa Mỹ và Trung Quốc hạ nhiệt gần đây, sản lượng tăng trở lại và niềm tin kinh doanh được cải thiện trong tháng 5. Thêm vào đó, chúng tôi tin rằng các yếu tố hỗ trợ chính cho sản xuất công nghiệp năm 2025 vẫn duy trì, bao gồm: 1) kỳ vọng mở rộng các chính sách hỗ trợ sản xuất, kinh doanh trong năm 2025, khi Bộ Tài chính tiếp tục đề xuất các chính sách miễn, giảm và gia hạn các loại thuế, phí, lệ phí và tiền thuê đất trong năm 2025; 2) về lâu dài, triển vọng thu hút FDI tích cực sẽ là nền tảng cho kỳ vọng hoạt động sản xuất của Việt Nam cải thiện hơn nữa.
- Rủi ro: 1) Những bất ổn bên ngoài ngày càng tăng từ chính sách của ông Trump có thể ảnh hưởng đến ngành sản xuất cho hoạt động xuất khẩu; 2) Tăng trưởng kinh tế chậm hơn dự kiến tại các đối tác thương mại chính của Việt Nam.

Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam và các đối tác thương mại chính



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ S&P Global

Thành phần chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam tháng 5/2025

Chi tiết PMI	Tháng 5/2025
PMI sản xuất của Việt Nam	49,8 điểm
➤ Đơn đặt hàng mới (30%)	Tổng số lượng đơn đặt hàng mới giảm trong bối cảnh xuất khẩu giảm đáng kể
➤ Sản lượng (25%)	Tăng trở lại
➤ Việc làm (20%)	Tiếp tục giảm, dù vậy, tốc độ giảm chỉ là nhỏ và là chậm nhất kể từ tháng 10 năm ngoái.
➤ Thời gian giao hàng của nhà cung cấp (15%)	Kéo dài nhẹ
➤ Tồn kho hàng mua (10%)	Giảm
➤ Tâm lý/kỳ vọng của doanh nghiệp	Niềm tin kinh doanh đã cải thiện vào tháng 5 khi chính sách thuế ổn định hơn. Tuy nhiên, một số người trả lời khảo sát vẫn lo ngại về tác động tiềm tàng của thuế quan, từ đó tâm lý kinh doanh vẫn nằm hẳn dưới mức trung bình của lịch sử chỉ số.

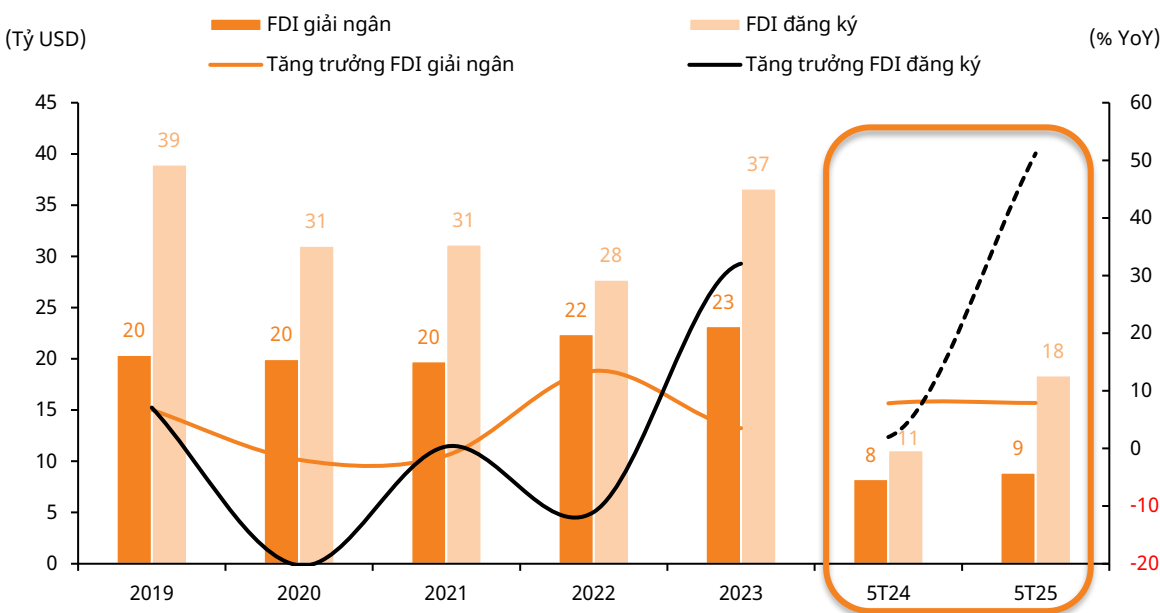
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ S&P Global

1.6. Việt Nam nỗ lực thu hút dòng vốn FDI

Dòng vốn FDI vào Việt Nam duy trì đà tăng trưởng trong 5T25

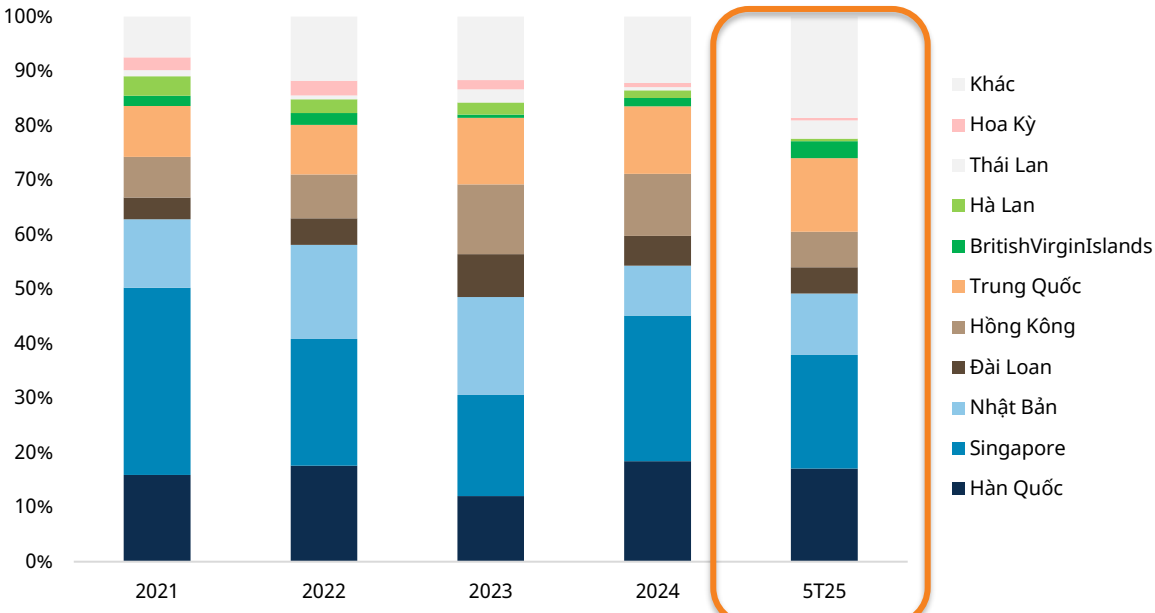
- Dòng vốn FDI vào Việt Nam duy trì đà tăng trưởng trong 5 tháng đầu năm:
 - Vốn FDI giải ngân: 8,9 tỷ USD (+7,9% YoY);
 - Vốn FDI đăng ký: 18,39 tỷ USD (+51,2% YoY): Vốn FDI đăng ký điều chỉnh: 8,52 tỷ USD (gấp 3,4 lần so với cùng kỳ năm ngoái); Góp vốn, mua cổ phần: 2,86 tỷ USD (+82,9% YoY); FDI đăng ký mới: 7,02 tỷ USD (-13,2% YoY).
- Trong bối cảnh áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu và sự chuyển dịch chuỗi cung ứng trước tác động của chiến tranh thương mại, **những yếu tố giúp Việt Nam có thể tiếp tục thu hút dòng vốn FDI**, bao gồm tập trung cải thiện hạ tầng và nguồn cung điện, thành lập Quỹ Hỗ trợ Đầu tư vào cuối năm 2024, với các cơ chế hỗ trợ dành cho doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo — đặc biệt là chip và bán dẫn.
- Tuy nhiên, dòng vốn FDI **trong thời gian tới có thể thận trọng hơn, trong bối cảnh**: 1) Các quốc gia có thể cân nhắc kỹ lưỡng hơn các cơ hội đầu tư ở nước ngoài trong bối cảnh chính sách thuế của Mỹ còn nhiều biến động; 2) Mức thuế đối ứng có thể làm thay đổi thứ hạng mức độ cạnh tranh giữa các quốc gia, đặc biệt là dựa trên chi phí lao động.
- Một số kế hoạch FDI đáng chú ý trong thời gian tới**: 1) Tổng giám đốc Samsung Việt Nam tái khẳng định cam kết mở rộng đầu tư vào AI, chất bán dẫn và chuyển đổi số; 2) Qualcomm đang lên kế hoạch thành lập trung tâm nghiên cứu và phát triển (R&D) công nghệ trí tuệ nhân tạo (AI) lớn thứ ba thế giới tại Việt Nam, chỉ sau hai trung tâm đặt tại Ấn Độ và Ireland.

Dòng vốn FDI hàng tháng của Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Cơ quan thống kê quốc gia

Dòng vốn FDI theo quốc gia



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Cơ quan thống kê quốc gia

1.7. Lạm phát tiếp tục được kiểm soát

Lạm phát vẫn nằm trong tầm kiểm soát

- Lạm phát vẫn được kiểm soát tốt trong 5 tháng đầu năm (CPI bình quân: +3,2% YoY, CPI cơ bản: +3,1% YoY):
 - CPI của Giao thông (-4% YoY), Giáo dục (+0,8% YoY), và Viễn thông (-0,5% YoY) giảm;
 - Áp lực lạm phát đến từ Nhà ở và vật liệu xây dựng (+5,4% YoY), Lương thực thực phẩm (+3,8% YoY), và Dịch vụ y tế (+14,1% YoY).
- Chính phủ điều chỉnh mục tiêu lạm phát năm 2025 lên 4,5–5%, phù hợp mục tiêu tăng trưởng GDP cao hơn là 8% YoY. Chúng tôi kỳ vọng lạm phát năm 2025 sẽ được kiểm soát, nhờ vào các yếu tố:
 - Gia hạn việc giảm 2 điểm phần trăm thuế GTGT đến hết 6/2025; nghiên cứu và đề xuất mở rộng phạm vi áp dụng chính sách giảm thuế GTGT trong 2H24 và năm 2026;
 - Tiếp tục giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng và dầu vào năm 2025;
 - Nghị định 82/2025 gia hạn thời hạn nộp thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân và tiền thuê đất trong năm 2025, có hiệu lực từ ngày 02/4 đến hết ngày 31/12/2025;
 - Gia hạn thời hạn nộp thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ô tô sản xuất và lắp ráp trong nước.
 - Những yếu tố có thể gây áp lực lên lạm phát bao gồm: 1) Cơ chế điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân: thời gian điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân tối thiểu là 3 tháng kể từ lần điều chỉnh giá điện gần nhất; gần đây nhất ngày 10/5 giá bán lẻ điện tăng 4,8% so với giá hiện hành; 2) Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong năm 2025; 3) Chính sách thuế quan của Trump.

Lạm phát (% YoY)	Tỷ trọng	Xu hướng	2024												2025					
			T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	Trung bình
CPI			3.4	4.0	4.0	4.4	4.4	4.3	4.4	3.5	2.6	2.9	2.8	2.9	3.6	2.9	3.1	3.1	3.2	3.2
CPI cơ bản			2.7	3.0	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.7	2.8	2.9	3.1	2.9	3.1	3.1	3.3	3.1
Lương thực thực phẩm	33.6%		2.3	4.2	4.0	4.3	4.5	4.7	4.3	3.7	3.9	4.4	4.1	3.9	4.4	3.1	3.8	4.1	3.7	3.8
Nhà ở và vật liệu xây dựng	18.8%		6.4	4.9	4.9	6.0	5.3	5.6	5.6	5.0	4.4	4.2	5.1	5.2	4.9	5.1	5.3	5.7	6.1	5.4
Giao thông	9.7%		1.6	2.6	2.7	4.2	5.6	3.0	4.4	-1.5	-5.3	-3.2	-3.3	-0.9	-0.4	-2.7	-4.1	-6.9	-5.7	-4.0
Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.7%		1.1	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
Giáo dục	6.2%		8.4	8.6	10.1	8.3	8.1	8.0	8.0	7.1	1.2	-0.5	-0.8	-1.1	-1.0	-0.6	-0.3	2.8	3.0	0.8
May mặc, mũ nón và giày dép	5.7%		1.4	1.6	1.6	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3	1.0	1.2	1.1	1.1	1.2
Thuốc và dịch vụ y tế	5.4%		6.5	6.5	6.5	7.4	7.4	8.0	8.1	8.3	8.3	8.3	5.3	5.3	14.1	14.5	14.6	13.6	13.6	14.1
Văn hoá, giải trí và du lịch	4.6%		0.9	1.7	1.5	1.9	2.0	2.3	2.3	2.3	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5	1.9	2.2	2.1	2.1	2.1
Bưu chính viễn thông	3.1%		-1.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.2	-1.1	-0.7	-0.4	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.2	-0.5
Đồ uống và thuốc lá	2.7%		1.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.7	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2

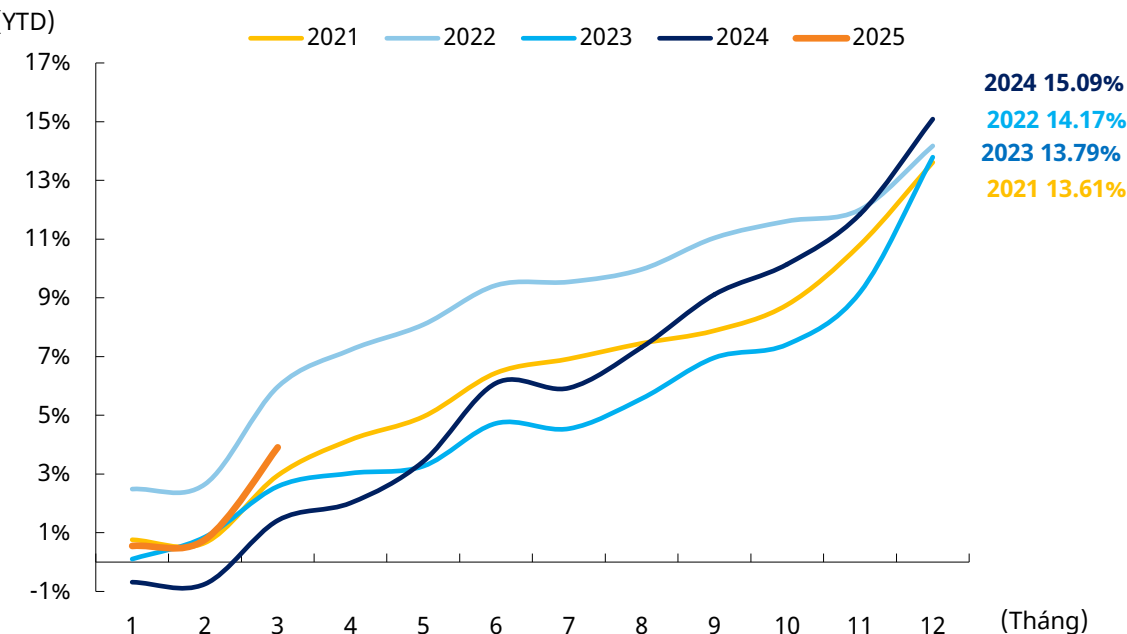
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Cơ quan thống kê quốc gia. Lưu ý: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

1.8. Tín dụng kỳ vọng tăng tốc

Tín dụng đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ các yếu tố tăng trưởng nội địa trong năm 2025

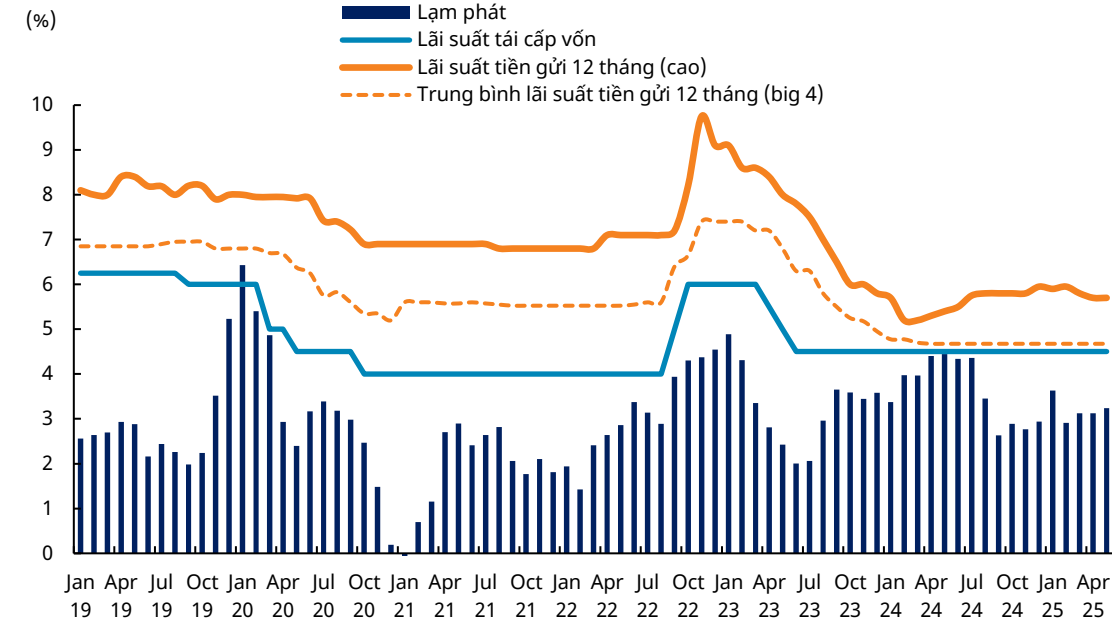
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 16% YoY trở lên cho năm 2025, phù hợp với việc điều chỉnh tăng mục tiêu tăng trưởng GDP lên 8% YoY. Thêm vào đó, Chính phủ yêu cầu nghiên cứu giao bổ sung chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng theo thẩm quyền. Trong bối cảnh thách thức bên ngoài gia tăng, tăng trưởng tín dụng đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ các yếu tố tăng trưởng nội địa trong năm 2025, với kỳ vọng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và thị trường bất động sản khởi sắc hơn nữa.
 - Tính đến cuối tháng 3/2025, tăng trưởng tín dụng ước đạt khoảng 3,91% YTD (+17,9% YoY, cao hơn nhiều so với mức 12,5% YoY của cùng kỳ năm ngoái).
- Ba chương trình tín dụng đang được chú trọng, cụ thể là: 1) gói tín dụng 145 nghìn tỷ đồng cho vay nhà ở xã hội; và 2) gói lãi suất ưu đãi cho người dưới 35 tuổi mua nhà, với lãi suất ưu đãi thấp hơn lãi suất thông thường từ 1 đến 3%; 3) Triển khai gói tín dụng 500 nghìn tỷ đồng để cho vay doanh nghiệp đầu tư vào hạ tầng và công nghệ số.
- Bên cạnh đó, NHNN vẫn tiếp tục nỗ lực duy trì môi trường lãi suất thấp để hỗ trợ hoạt động kinh doanh trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát tốt (CPI bình quân: +3,2% YoY, CPI cơ bản: +3,1% YoY trong 5 tháng đầu năm).

Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ NHNN

Duy trì môi trường lãi suất ổn định



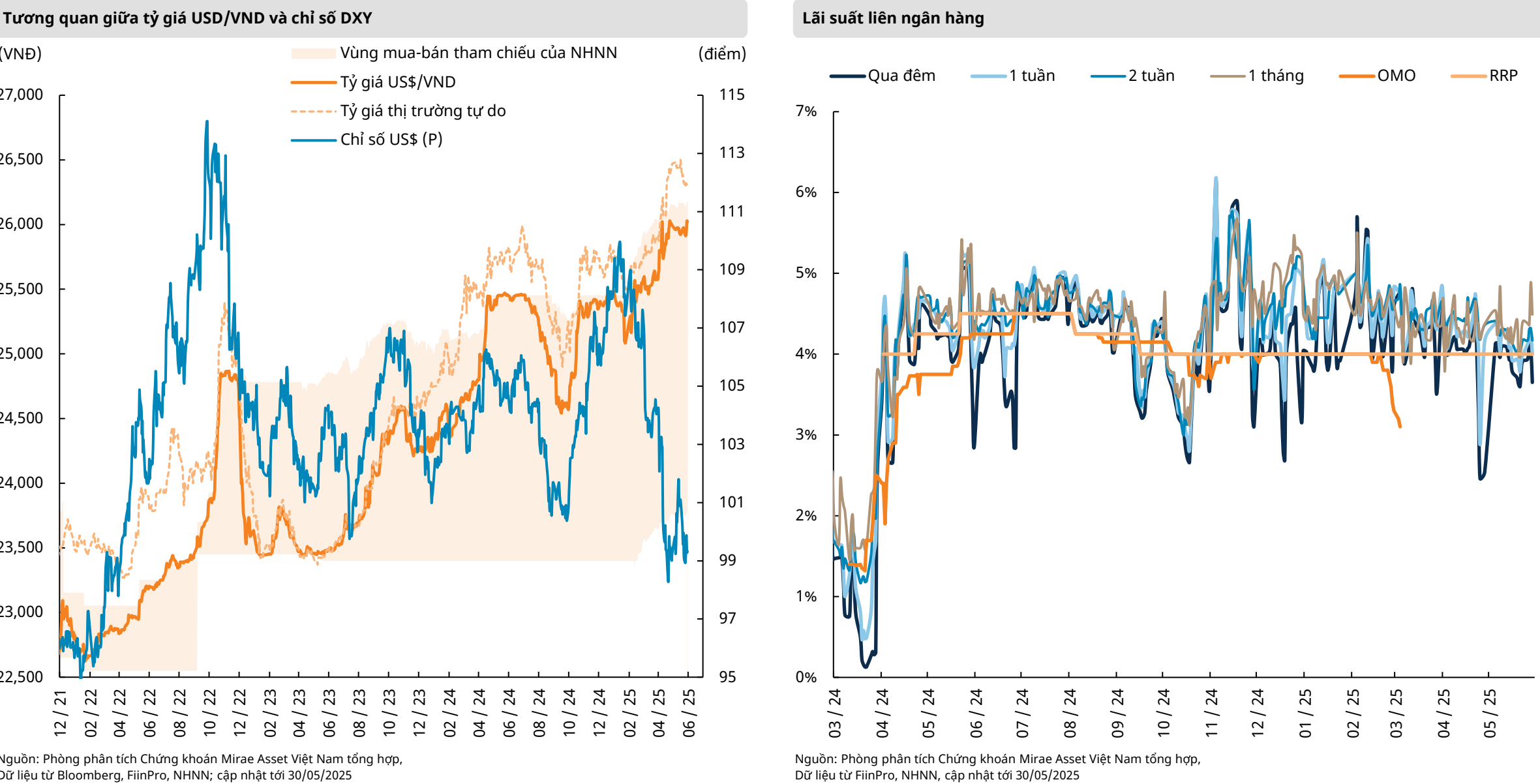
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, dữ liệu từ NHNN

1.9. Thị trường tiền tệ

Thiên thời địa lợi

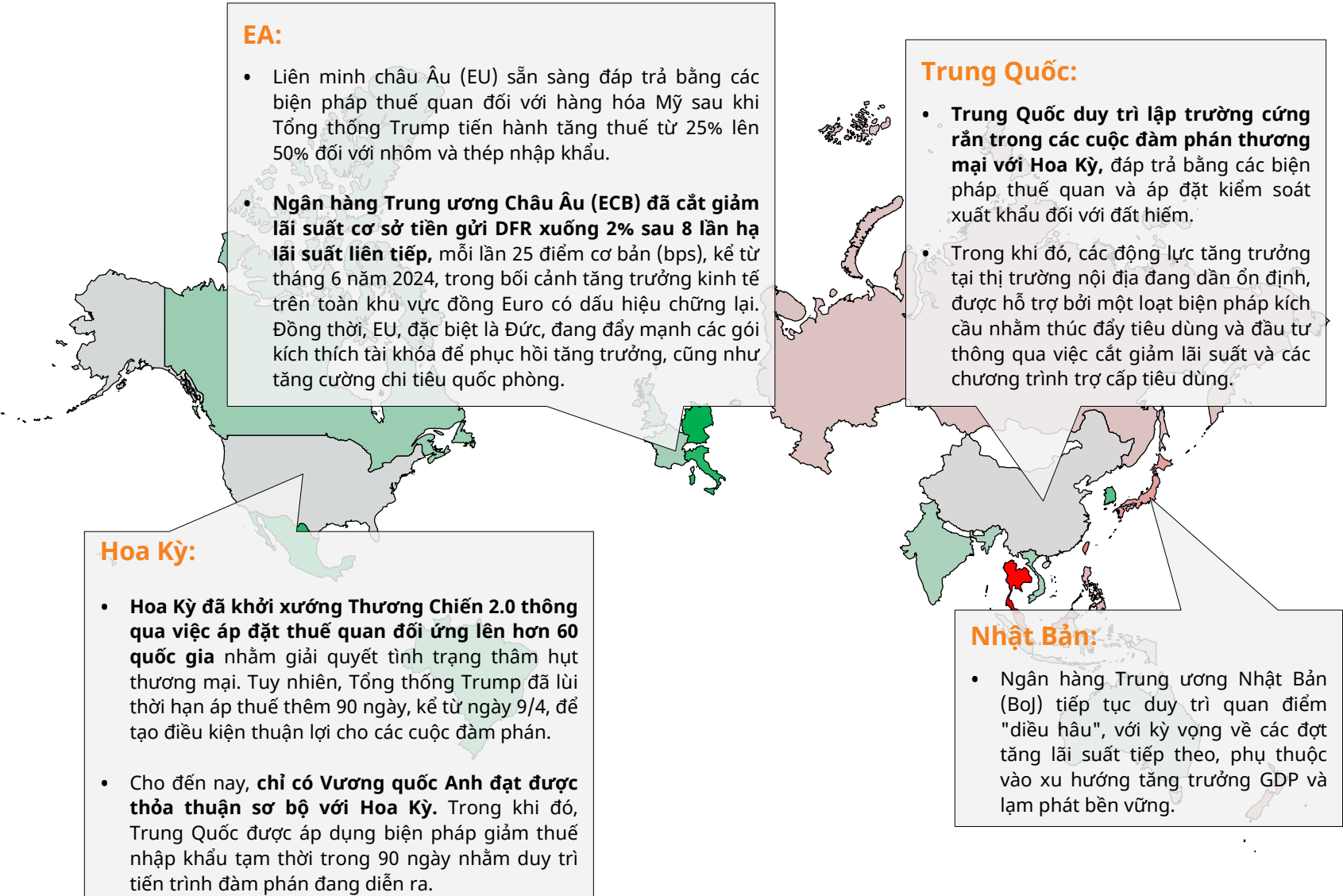
- **Tỷ giá USD/VND tiếp tục xu hướng tăng, ghi nhận mức tăng 2,5% tính từ đầu năm đến nay, bất chấp sự suy giảm đáng kể của sức mạnh đồng đô la Mỹ trên diện rộng (phản ánh qua chỉ số DXY) trong cùng giai đoạn.** Sự phân kỳ này xuất phát từ nhiều yếu tố, bao gồm xu hướng "Bán Tháo Tài Sản Mỹ" (Sell America), khi nhà đầu tư mất niềm tin vào việc nắm giữ các tài sản liên kết với đô la Mỹ như cổ phiếu, trái phiếu, hoặc đơn thuần là duy trì trạng thái nắm giữ đô la Mỹ thông qua các hợp đồng hoán đổi (swap) và công cụ phòng ngừa rủi ro. Bất ổn trong chính sách thương mại tại Mỹ, cùng với dòng vốn chảy ra thông qua các giao dịch hoán đổi tiền tệ chéo (CCS) – chuyển dịch từ việc vay các đồng tiền lãi suất thấp sang đầu tư vào các tài sản sinh lời cao của Mỹ như quỹ ETF S&P 500 – đã tiếp tục thúc đẩy xu hướng này. Hoạt động rút vốn khỏi các đồng tiền lợi suất thấp – như EUR, GBP, JPY và TWD – đã dẫn đến sự tăng giá trong ngắn hạn của các đồng nội tệ này. Tuy nhiên, tỷ giá USD/VND phần lớn không bị ảnh hưởng bởi xu hướng này, chủ yếu do chi phí vốn của VND không ở mức thấp so với đô la Mỹ.
- **Tính đến tháng 6 năm 2025, lãi suất hoán đổi (swap rate) giữa VND và USD trên thị trường liên ngân hàng duy trì ở mức trung tính, dao động quanh ngưỡng 0% ở các kỳ hạn khác nhau, cho thấy áp lực tỷ giá chưa đáng kể.** Điều này cũng cho thấy Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) chưa thể hiện nhu cầu cấp thiết phải can thiệp vào thị trường ngoại hối tại thời điểm này. Trong khi đó, NHNN tiếp tục hỗ trợ thanh khoản liên ngân hàng thông qua nghiệp vụ hợp đồng mua lại đảo ngược (RRP) với lãi suất cố định 4%, với tổng giá trị phát hành đạt 100 nghìn tỷ VND ở các kỳ hạn từ 7 đến 91 ngày trong tháng 5.
- **Nhìn về nửa cuối năm 2025, một số yếu tố cần được theo dõi chặt chẽ. Đồng đô la Mỹ hiện đang bị định giá tương đối thấp nếu chỉ xét trên góc độ lãi suất so với EUR và GBP,** trong bối cảnh Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) duy trì lập trường thận trọng về việc cắt giảm lãi suất, với kỳ vọng sẽ có từ hai đến ba đợt cắt giảm, mỗi đợt 25 điểm cơ bản (bps), trong năm 2025. Đồng thời, NHNN đang theo đuổi chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thông qua việc duy trì môi trường lãi suất thấp, hỗ trợ các mục tiêu tăng trưởng tín dụng, trong khi tỷ giá trong nước cũng phần nào hưởng lợi từ đà suy yếu của đồng đô la Mỹ. Tuy nhiên, rủi ro đối với sự ổn định tỷ giá và lạm phát có thể gia tăng nếu dòng vốn ngoại chảy vào không đạt kỳ vọng, đặc biệt dưới tác động của các chính sách thuế đối ứng từ Hoa Kỳ, có khả năng gây gián đoạn cán cân thanh toán của Việt Nam.

1.9. Thị trường tiền tệ (Tiếp theo)



2.1. Bối cảnh toàn cầu

Quốc gia	Chỉ số	Giá đóng cửa	T5	YTD
Việt Nam	VN-Index	1.332,60	8,67%	5,20%
Mỹ	S&P 500	5.911,69	6,15%	0,51%
Canada	TSX	26.175,05	5,37%	5,85%
Nhật	Nikkei 225	37.965,10	5,33%	-4,84%
Trung Quốc	SHCOMP	3.347,49	2,09%	-0,13%
Hồng Kông	Hang Seng	23.289,77	5,29%	16,10%
Đài Loan	TWSE	21.347,30	5,50%	-7,33%
Hàn Quốc	KOSPI	2.697,67	5,52%	12,43%
Ấn Độ	SENSEX	81.451,01	1,51%	4,24%
Thái Lan	SET	1.149,18	-4,02%	-17,93%
Singapore	STI	3.894,61	1,62%	2,83%
Malaysia	FBMKLCI	1.508,35	-2,07%	-8,16%
Philippines	PSEi	6.341,53	-0,21%	-2,87%
UK	FTSE 100	8.772,38	3,27%	7,33%
Pháp	CAC 40	7.751,89	2,08%	5,03%
Đức	DAX	23.997,48	6,67%	20,53%
Ý	IT 40	40.087,40	6,60%	17,26%
Úc	ASX 200	8.434,71	3,80%	3,38%
New Zealand	NZX 50	12.418,89	4,33%	-5,28%



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 30/05/2025.

2.1. Bối cảnh toàn cầu (Tiếp theo)

Cập nhật về Thương chiến: Nhảy múa trong đêm

- **Thương chiến khởi nguồn từ mục tiêu cân bằng cán cân thương mại giữa Hoa Kỳ và các đối tác, nhưng chúng tôi nhận định rằng mục tiêu chiến lược sâu xa có thể không chỉ dừng lại ở việc giảm thâm hụt thương mại.** Về mặt cấu trúc, Hoa Kỳ nắm giữ lợi thế vượt trội trong việc tối ưu hóa nguồn lực xã hội để sản xuất hàng hóa có giá trị gia tăng cao, đồng thời đạt thặng dư thương mại thông qua xuất khẩu dịch vụ. Quan trọng hơn, với vị thế đồng tiền dự trữ toàn cầu của đồng USD, Hoa Kỳ có thể xuất khẩu lạm phát một cách hiệu quả trong dài hạn. Tuy nhiên, chiến lược này cũng góp phần làm gia tăng nợ công, khi Kho Bạc tài trợ cho việc bơm USD vào hệ thống thanh toán quốc tế. Bất chấp những lo ngại về mất cân đối tài khóa và chi tiêu quân sự trên nhiều mặt trận – vốn đã làm gia tăng nợ công của Hoa Kỳ và đẩy lên nỗi lo ngại về nguy cơ vỡ nợ hoặc rủi ro thanh khoản trong giới đầu tư – lý thuyết "xuất khẩu lạm phát" đã phần nào chứng minh được sức chống chịu của hệ thống. Hoa Kỳ có thể liên tục mở rộng nguồn cung USD toàn cầu, trong khi các quốc gia khác gia tăng nắm giữ trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ như một loại tài sản thanh khoản, dễ dàng chuyển đổi ngược lại thành USD cho thương mại quốc tế. Do đó, động lực chính gây ra các đợt bán tháo trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ dài hạn không hẳn xuất phát từ rủi ro vỡ nợ, mà phản ánh nhiều hơn kỳ vọng về một môi trường lãi suất cao kéo dài ("higher-for-longer"). Điều này bắt nguồn từ lộ trình cắt giảm lãi suất đầy thách thức của Cục Dự trữ Liên bang (Fed) trong bối cảnh lạm phát vẫn còn tồn tại nhiều ẩn số, mặc dù dữ liệu gần đây cho thấy sự hạ nhiệt đáng kể (CPI ở mức 2,3% so với cùng kỳ năm trước, PCE ở mức 2,1% so với cùng kỳ và PCE lõi ở mức 2,5% so với cùng kỳ vào tháng 4 năm 2025 – mức thấp nhất kể từ đầu năm 2021). **Chúng tôi cho rằng các số liệu lạm phát hiện tại có thể chưa phản ánh đầy đủ tác động của mức thuế đối ứng tối thiểu 10% có hiệu lực từ tháng 4.** Nhằm cân bằng áp lực về lãi suất, Fed đã can thiệp thông qua các biện pháp như "Operation Twist" nhằm hạ nhiệt lợi suất ngắn hạn (dưới hai năm) để bù đắp cho sự gia tăng gần đây của lợi suất dài hạn.
- **Lợi suất trái phiếu dài hạn, một thước đo quan trọng về khẩu vị rủi ro của các tổ chức tín dụng và quỹ đầu tư, vẫn duy trì ở mức cao bất chấp các đợt cắt giảm lãi suất từ Fed và ECB, phát đi tín hiệu về sự thay đổi trong kỳ vọng của nhà đầu tư đối với triển vọng kinh tế à lạm phát.** Một hệ quả gián tiếp của cuộc chiến thương mại là xu hướng "Bán Tháo Tài Sản Mỹ" (Sell America) được quan sát vào tháng 4 năm 2025, khi các nhà đầu tư bán ra đối với cổ phiếu, trái phiếu Hoa Kỳ và giảm nắm giữ đồng USD. Với việc đồng USD liên tục suy yếu và chạm mức thấp nhất trong ba năm, diễn biến này đã kích hoạt sự đảo chiều trong các dòng vốn từ hoạt động giao dịch chênh lệch lãi suất (carry trade). Các nhà đầu tư tiếp cận thị trường Hoa Kỳ thông qua các cơ chế như hoán đổi tiền tệ chéo (cross-currency swaps) đã ghi nhận những khoản lỗ đáng kể, ngay cả khi chỉ đơn thuần nắm giữ USD (với chỉ số DXY giảm 9% từ đầu năm đến nay), chưa kể đến các khoản ghi giảm giá trị (markdowns) phát sinh từ việc định giá lại các khoản nắm giữ cổ phiếu và trái phiếu trên bảng cân đối kế toán.
- **Nhìn chung, sự mất giá của đồng USD cũng được xem là một chiến lược cốt lõi của Hoa Kỳ nhằm thu hút vốn sản xuất quay trở lại nội địa.** Một báo cáo chiến lược từ cố vấn kinh tế của Tổng thống Trump, Stephen Mirran, từng lưu ý rằng đồng USD đang bị định giá quá cao và cần một sự sụt giảm đáng kể để củng cố khả năng cạnh tranh trong việc thu hút vốn sản xuất. Tuy nhiên, mục tiêu này vẫn còn tương đối mơ hồ, do việc tái định vị chuỗi cung ứng không thể diễn ra nhanh chóng, và Hoa Kỳ thiếu lợi thế rõ rệt về quy mô hoặc chi phí lao động so với các nền kinh tế châu Á. Thêm vào đó, **ông Trump trước đây đã tuyên bố không muốn Hoa Kỳ gia công các mặt hàng giá trị thấp như hàng may mặc và giày dép, trong khi lại đề xuất miễn thuế quan cho các sản phẩm điện tử, thiết bị gia dụng và công nghệ.** Điều này tạo ra một mâu thuẫn, khi ông tiếp tục ủng hộ việc đưa các nhà máy hồi hương về Mỹ, có khả năng chỉ tập trung vào các lĩnh vực chiến lược như dầu mỏ, hoặc các ngành công nghiệp nội địa đang gặp khó khăn như ô tô và thép. Minh chứng một phần cho điều này là chính sách tăng thuế nhập khẩu đối với nhôm và thép từ 25% lên 50%, có hiệu lực từ ngày 4 tháng 6 năm 2025.

2.1. Bối cảnh toàn cầu (Tiếp theo)

Nghịch lý chính sách thuế của Hoa Kỳ và triển vọng đàm phán của Việt Nam

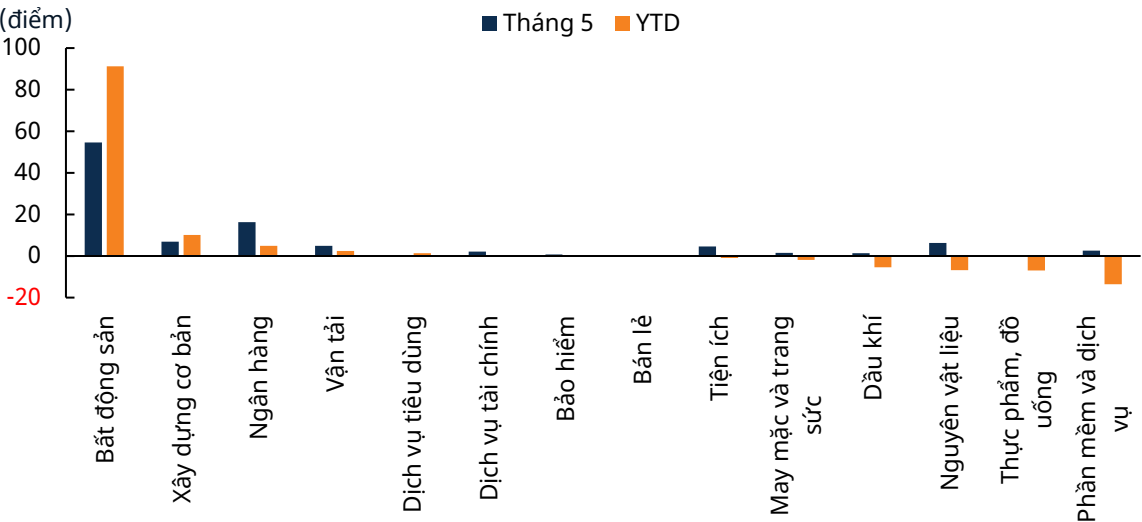
- **Áp lực liên quan đến hạn chót đối với việc tạm hoãn thuế đối ứng của Hoa Kỳ đã không còn cấp bách như trước, nhờ vào thỏa thuận song phương kéo dài 90 ngày giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc vào ngày 12-14 tháng 5 năm 2025.** Trong đó, Hoa Kỳ giảm mức thuế áp lên hàng hóa Trung Quốc từ mức đỉnh gần 145% xuống còn khoảng 30%, trong khi Trung Quốc đáp lại bằng việc giảm các khoản thuế trả đũa và tạm ngừng một số biện pháp thuế mới, dù vẫn duy trì mức thuế suất 10% đối với một số sản phẩm chọn lọc của Hoa Kỳ. Các cuộc thảo luận cấp cao gần đây giữa hai quốc gia đã tái khẳng định cam kết nối lại đàm phán, nhưng tình hình nhìn chung được mô tả như một "thỏa thuận ngừng bắn mong manh" (fragile truce) với nhiều thách thức vẫn còn ở phía trước.
- Ngoại trừ thỏa thuận thương mại với Vương quốc Anh và thỏa thuận giảm thuế tạm thời với Trung Quốc, **tiến trình đàm phán thuế quan giữa Hoa Kỳ và hầu hết các quốc gia khác vẫn chưa ghi nhận đột phá đáng kể, bất chấp thời hạn đình chỉ các biện pháp thuế quan trả đũa chỉ còn hơn 30 ngày nữa.** Trong một diễn biến song song, việc Hoa Kỳ duy trì mức thuế suất hiệu lực tương đối ôn hòa là 31,8% đối với hàng hóa Trung Quốc (giảm từ 103,6% trước ngày 12/05, theo Fitch Ratings) đã khiến các cuộc đàm phán với các nước Đông Nam Á, đặc biệt là Việt Nam, trở nên phức tạp hơn. Điều này đặt ra một nghịch lý trong chính sách thuế quan của Hoa Kỳ: việc áp thuế lên các quốc gia Đông Nam Á khác ở mức tương đương hoặc cao hơn Trung Quốc tiềm ẩn nguy cơ đảo ngược dòng vốn đầu tư và sản xuất. Động thái như vậy có thể làm suy yếu hiệu quả của chiến lược đa dạng hóa chuỗi cung ứng "Trung Quốc + 1", vốn đã trở nên phổ biến sau giai đoạn Thương chiến 1.0, và thậm chí có thể thúc đẩy các nhà sản xuất quay trở lại Trung Quốc.
- **Tuy nhiên, xét ở khía cạnh tích cực, Việt Nam vẫn còn dư địa để đàm phán thành công việc cắt giảm thuế suất từ 46% xuống dưới mức thuế suất hiệu lực hiện hành mà Hoa Kỳ áp cho Trung Quốc, đi kèm với các điều khoản miễn trừ đã được phê duyệt trước đó cho thiết bị và linh kiện điện tử.** Điều này có thể giúp ổn định và duy trì dòng vốn FDI dài hạn từ các tập đoàn công nghệ. Dù vậy, các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực khác của Việt Nam được dự báo sẽ đối mặt với những thách thức không nhỏ trong quá trình đàm phán. Diễn biến từ các vòng đàm phán gần đây cho thấy lập trường ngày càng cứng rắn từ phía Hoa Kỳ, với các yêu cầu khắt khe hơn, đặc biệt là việc yêu cầu các nhà sản xuất Việt Nam giảm sự phụ thuộc vào nguyên liệu thô có nguồn gốc từ Trung Quốc. Mặc dù Việt Nam đã cam kết tăng cường giám sát và thực thi các quy tắc xuất xứ nghiêm ngặt hơn thông qua Chỉ thị 09/CT-BCT nhằm ngăn chặn các hành vi chuyển tải và tái xuất để lẩn tránh thuế quan – đặc biệt là từ các nhà sản xuất Trung Quốc – những mối liên kết kinh tế phức tạp và sự phụ thuộc lẫn nhau trong chuỗi cung ứng giữa Việt Nam, Trung Quốc và Hoa Kỳ là những vấn đề khó có thể được tháo gỡ triệt để trong vòng 30 ngày tới.
- **Hiện tại, Việt Nam dự kiến tham gia vòng đàm phán kỹ thuật thứ ba vào giữa tháng 6 năm 2025.** Tuy vậy, chúng tôi duy trì góc nhìn thận trọng, trong bối cảnh Hoa Kỳ vẫn chưa làm rõ các mục tiêu và kỳ vọng chiến lược của mình khi bước vào giai đoạn được xem là Thương chiến 2.0.

2.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam

Đà tăng của nhóm cổ phiếu Vingroup đưa thị trường lên đỉnh mới

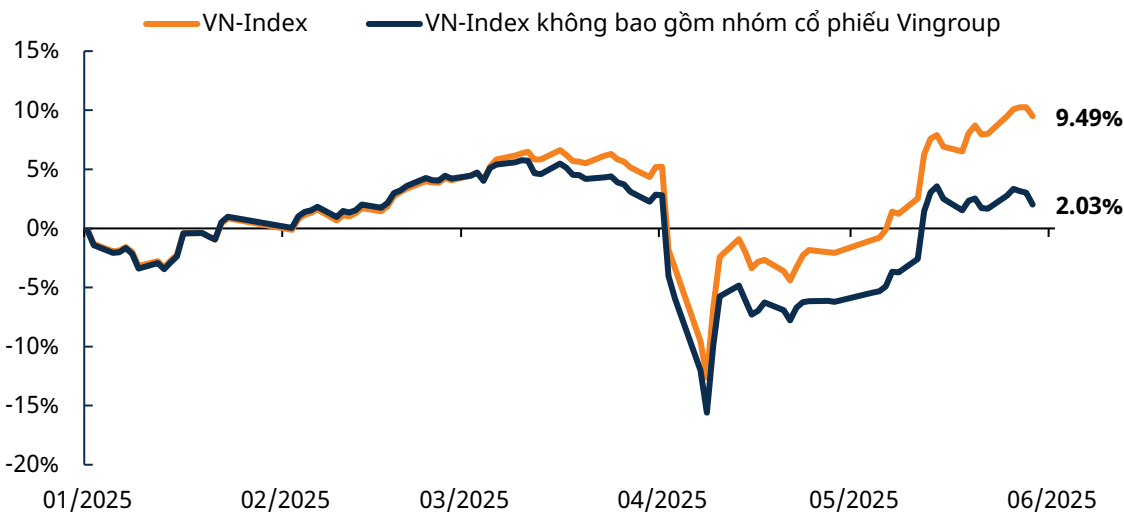
- Diễn biến giao dịch 5 tháng đầu năm chịu ảnh hưởng đáng kể từ sự kiện đặc cử của Tổng thống Trump, khi thị trường liên tục biến động trước các sắc lệnh hành pháp và những phát biểu gây sức ép lên các đồng minh, đối tác thương mại cũng như các đối trọng kinh tế. Trong đó, **thị trường Việt Nam nhanh chóng thiết lập mức nền mới trong tháng 4 và bứt tốc trong tháng 5, đưa chỉ số VN-Index đóng cửa tại 1.332,6 điểm (+8,67% so với tháng trước và +5,2% so với đầu năm)**, sau khi ghi nhận nhịp giảm điểm mạnh trước đó (-18,76% từ 2/4 đến 9/4) do cú sốc thuế quan. Dù vậy, đà phục hồi giữa các nhóm ngành diễn ra tương đối phân hóa, thậm chí có sự phân hóa ngay trong nội bộ các cổ phiếu cùng ngành. Đáng chú ý, nếu loại bỏ đà tăng đột biến của nhóm cổ phiếu họ Vingroup, tổng giá trị vốn hóa của VN-Index thực chất chỉ tăng 2% so với đầu năm, so với mức tăng 9,49% hiện tại (đã bao gồm vốn hóa tăng thêm từ các cổ phiếu mới niêm yết trên HOSE).
- Điều này mang đến những lo ngại trong ngắn hạn về các nhịp chốt lời từ nhóm nhà đầu tư cá nhân nhằm hiện thực hóa lợi nhuận**, sau đà bứt phá ấn tượng khoảng 100% chỉ trong vòng hai tháng của nhóm cổ phiếu họ Vingroup (VIC, VHM, VRE). Điều này có thể đẩy nhóm cổ phiếu nói trên rơi vào trạng thái tái tích lũy nhằm thiết lập các vùng cân bằng giá cao hơn, trước khi tiếp tục xu hướng tăng trung và dài hạn. Ở góc nhìn toàn cảnh, sự thiếu vắng các động lực tăng trưởng tương xứng trong ngắn hạn được xem là rủi ro tương đối hiện hữu cho thị trường chung, đặc biệt khi các nhóm cổ phiếu có tỷ trọng vốn hóa đáng kể như Ngân hàng, Công nghệ, Bán lẻ, Chứng khoán và Thép vẫn chưa hoàn toàn phục hồi về vùng giá cuối quý I/2025, ngoại trừ một số ít cổ phiếu Ngân hàng sở hữu câu chuyện đặc thù riêng.

Mức độ đóng góp của các nhóm ngành vào đà tăng điểm của VN-Index



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 30/05/2025.

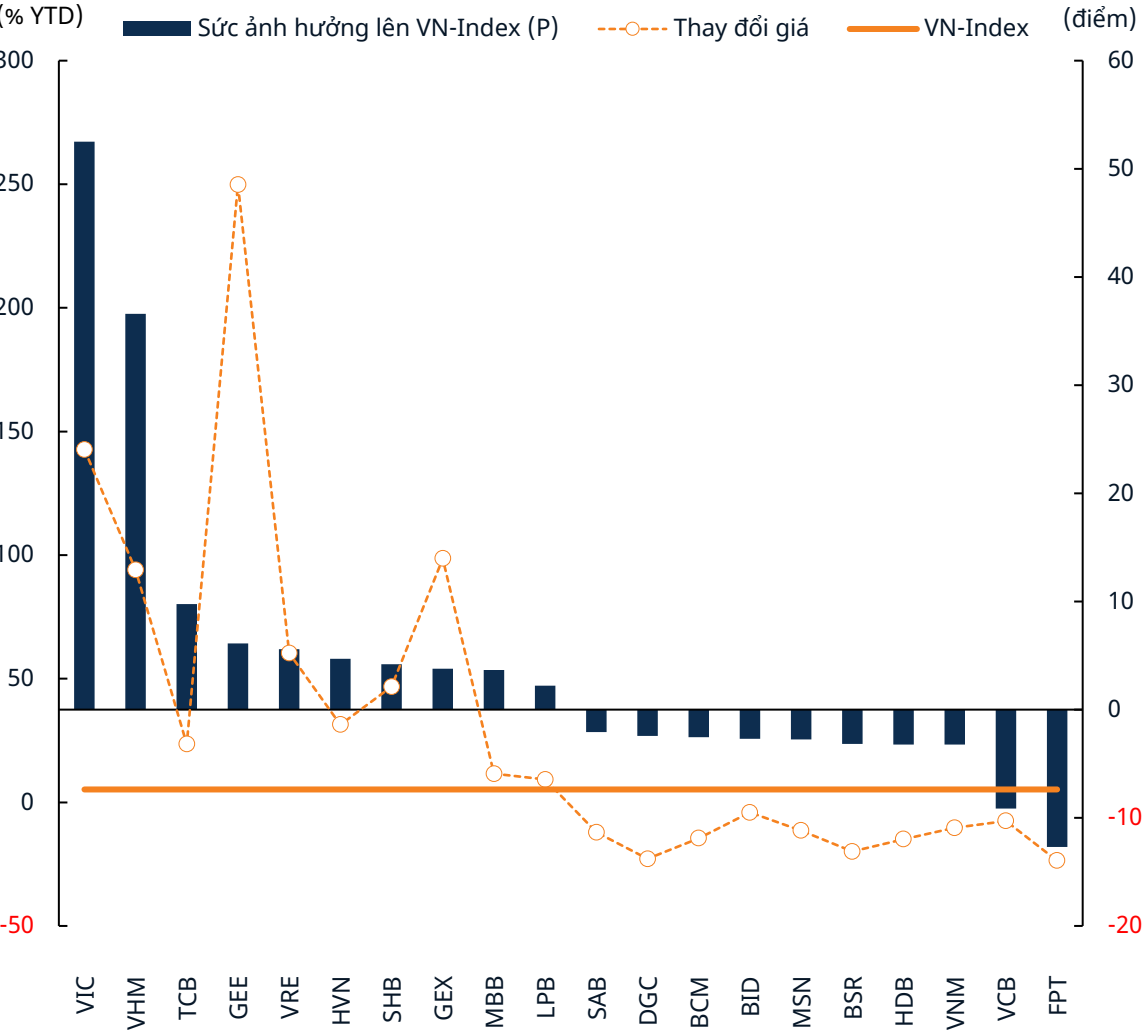
Biến động tổng giá trị vốn hóa thị trường so với đầu năm



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 30/05/2025.

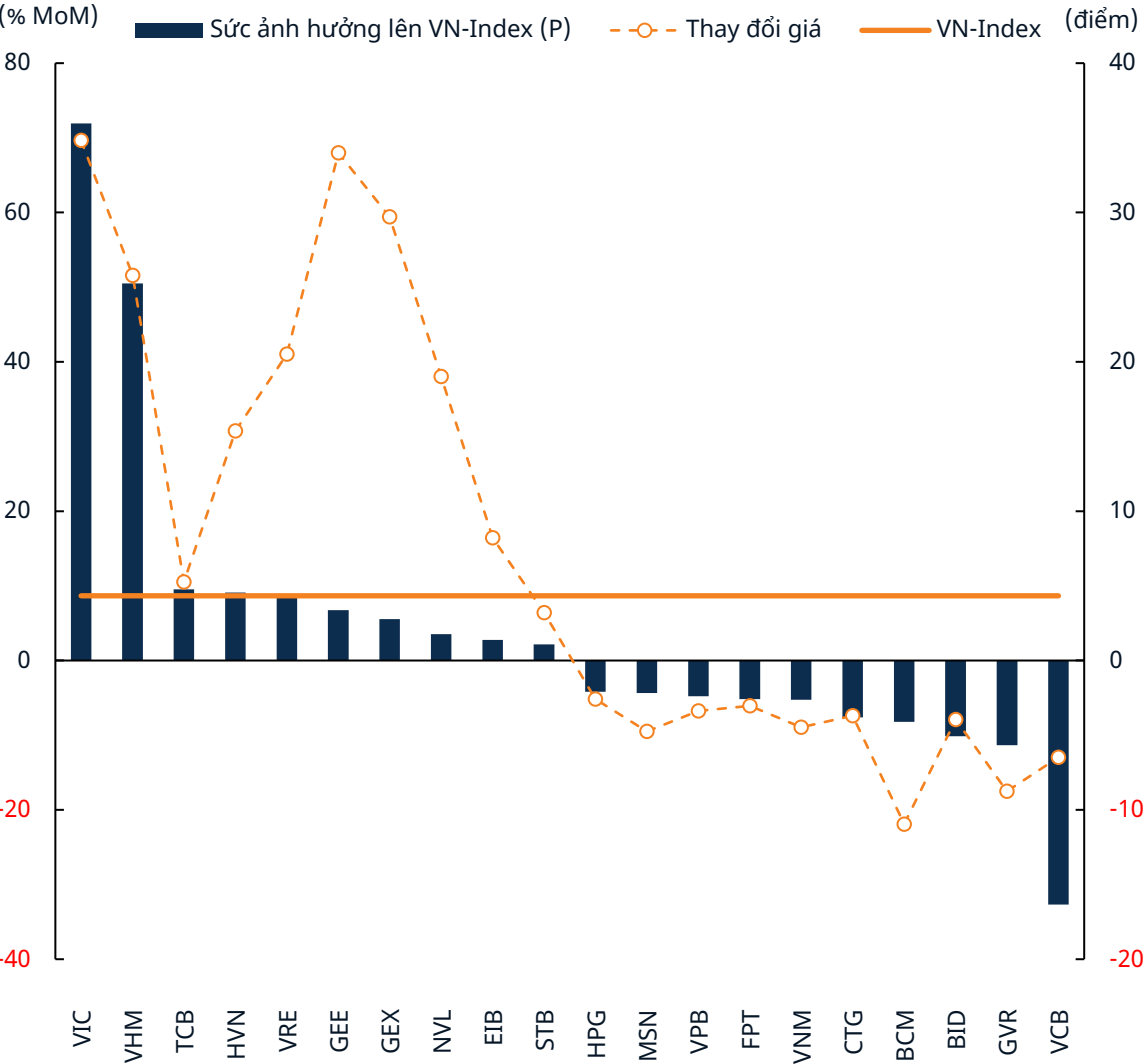
2.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Top cổ phiếu ảnh hưởng đến chỉ số VN-Index kể từ đầu năm



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 30/05/2025.

Top cổ phiếu ảnh hưởng đến chỉ số VN-Index trong tháng 5



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 30/05/2025.

2.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Hiệu suất giao dịch theo ngành tính đến cuối tháng 5																				
Phân ngành GICS	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ trọng vốn hóa	Vốn hóa 1 năm gần nhất	Biến động vốn hóa					Tăng trưởng LNST (YoY)							Tăng trưởng LNST (YoY)				
				1 tháng	3 tháng	6 tháng	1 năm	YTD	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025AGM	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Ngân hàng	2.108.985	36,8%		3,4%	-4,3%	2,6%	8,3%	0,3%	30,7%	16,2%	32,5%	35,8%	4,3%	18,8%	12,1%	-2,4%	1,6%	-0,6%	21,0%	13,3%
Bất động sản	1.045.640	18,3%		29,1%	54,2%	59,2%	50,5%	59,0%	39,2%	-1,2%	9,5%	-2,0%	-7,7%	-2,2%	52,6%	35,1%	59,0%	-40,4%	-41,2%	27,1%
Nguyên vật liệu	424.521	7%		6,9%	-11,2%	-6,2%	-14,2%	-6,3%	-6,1%	52,9%	116,1%	-47,6%	-41,5%	43,1%	6,1%	-80,3%	-65,5%	144,1%	359,9%	17,3%
Thực phẩm, đồ uống	388.304	6,8%		-0,1%	-6,2%	-8,4%	-10,4%	-7,5%	5,9%	-19,6%	34,0%	-11,3%	-24,3%	17,1%	9,7%	-51,0%	-21,0%	-22,0%	10,7%	3,9%
Tiện ích	286.082	5,0%		7,4%	-2,4%	-2,6%	-12,6%	-1,8%	13,3%	-19,9%	12,5%	47,5%	-29,1%	-21,1%	-34,8%	-5,6%	-27,9%	-49,8%	-35,6%	71,5%
Xây dựng cơ bản	263.421	5%		12,8%	6,8%	21,2%	16,3%	18,4%	3,7%	6,3%	12,5%	-6,7%	-12,9%	41,0%	12,8%	-52,9%	-2,9%	18,2%	79,1%	3,9%
Vận tải	253.777	4,4%		9,2%	5,6%	7,7%	8,5%	6,1%	-20,3%	-171,7%	-1,2%	10,9%	115,8%	1385,7%	2,3%	271,8%	296,2%	7,9%	84,6%	-11,1%
Dịch vụ tài chính	201.160	3,5%		4,7%	-6,5%	1,6%	-0,7%	0,2%	-23,2%	38,3%	151,3%	-54,9%	61,8%	14,0%	21,0%	-53,8%	137,2%	162,9%	1869,2%	-5,1%
Phần mềm và dịch vụ	182.453	3,2%		7,2%	-16,6%	-19,2%	-1,5%	-23,2%	18,6%	12,3%	22,9%	21,0%	21,6%	20,5%	13,3%	18,2%	20,7%	19,0%	27,8%	21,6%
Dịch vụ tiêu dùng	161.659	2,8%		0,0%	-0,1%	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,0%	-8,1%	-0,7%	6,0%	-78,7%	198,9%	-21,5%	144,1%	-12,4%	2,9%	70,4%	-94,5%
Bán lẻ	123.691	2,2%		1,7%	3,8%	1,6%	-1,9%	0,3%	20,1%	0,2%	41,0%	-8,2%	-93,2%	1101,7%	30,5%	-93,2%	-106,1%	-86,6%	-82,9%	70,2%
Dầu khí	120.422	2,1%		5,0%	-18,4%	-13,8%	-22,9%	-17,3%	-4,1%	-105,4%	2465,6%	62,8%	-23,5%	-56,2%	-15,8%	-5,1%	-73,3%	329,0%	4,8%	-62,9%
Bảo hiểm	50.196	0,9%		7,1%	-9,2%	4,7%	7,5%	-0,4%	13,9%	28,5%	27,4%	-19,6%	22,9%	7,1%	8,3%	6,5%	41,2%	22,7%	27,2%	18,1%
May mặc và trang sức	49.653	0,9%		15,3%	-11,2%	-10,8%	-15,6%	-13,9%	3,7%	36,8%	13,5%	32,9%	-32,6%	26,3%	16,6%	-33,1%	-51,9%	-46,4%	6,2%	7,1%
VN-Index	5.727.424	100%		8,43%	2,3%	6,9%	4,2%	2,3%	16,0%	-3,4%	41,8%	7,8%	-6,9%	18,1%	14,1%	12,4%	6,1%	21,9%	34,1%	10,3%

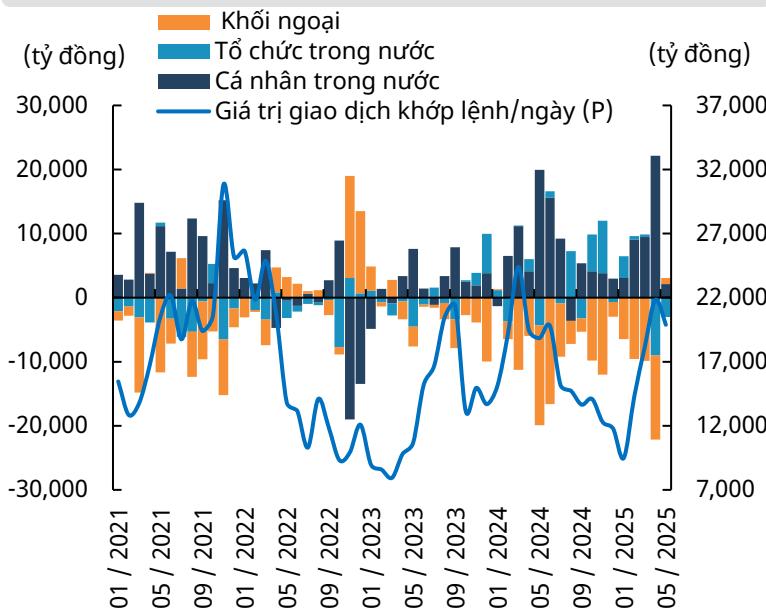
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg và FiinPro (cập nhật đến ngày 30/05/2025). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất. Biến động giá được tính trên cơ sở đo lường sự thay đổi của vốn hóa.
Lưu ý: Số liệu tổng lợi nhuận sau thuế và cổ đông thiểu số (LNST) và kế hoạch kinh doanh qua các năm được chúng tôi tổng hợp từ nguồn báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên sàn HOSE.

2.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Thanh khoản duy trì ở mức cao trong bối cảnh nhà đầu tư tích cực luân chuyển dòng tiền giữa các nhóm ngành

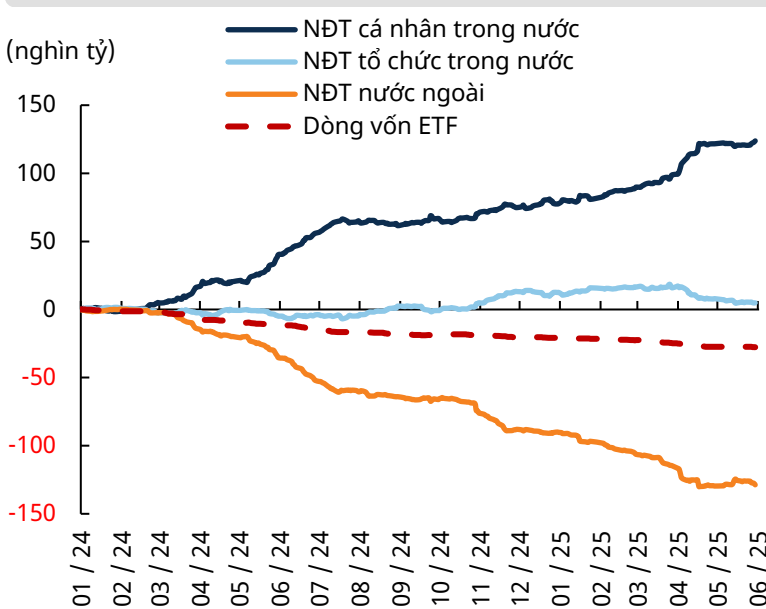
- Sau khi hoàn toàn phục hồi sau nhịp chỉnh vào đầu tháng tư, lực cầu dần có sự phân hóa với áp lực chốt lời dần hiện hữu và nhường cho động thái tái cơ cấu danh mục giữa các nhóm nhà đầu tư. Thanh khoản tiếp tục duy trì ở mức cao với **giá trị giao dịch khớp lệnh bình quân ngày đạt 19,8 nghìn tỷ đồng trong tháng 5/2025 (-9% so với tháng trước); Lũy kế từ đầu quý đến nay đạt 20,8 nghìn tỷ đồng (+49,4% so với quý trước)**.
- Nhóm nhà đầu tư tổ chức trong nước bán ròng hơn 3 nghìn tỷ trong tháng 5**, nâng lượng bán ròng kể từ đầu năm lên 7,58 nghìn tỷ. Trong đó, Tự doanh bán ròng 4,3 nghìn tỷ đồng với áp lực bán dần trải tại nhiều nhóm ngành như Ngân hàng (-905 tỷ), Chứng khoán (-505 tỷ), Bất động sản (-388 tỷ) và Xây dựng (-146 tỷ).
- Khối ngoại mua ròng 914 tỷ trong tháng 5, chính thức kết thúc chuỗi bán ròng kéo dài 15 tháng trước đó**. Trong đó, phần lớn lượng giải ngân được thực hiện trong khoảng thời gian từ ngày 5/5 đến ngày 16/5 (tổng cộng khoảng 4,2 nghìn tỷ) với tâm điểm xoay quanh các ngành như Ngân hàng, Bất động sản, Nguyên vật liệu, Công nghệ và Bán lẻ. Tuy nhiên, sau đó là hoạt động bán ròng khoảng 3,3 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối tháng 5, cũng nhắm vào các nhóm ngành này.
- ETF ghi nhận dòng vốn rút ròng hơn 280 tỷ đồng trong tháng 5, nâng tổng giá trị rút ròng lũy kế từ đầu năm lên 6,9 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 275 triệu USD) tính đến ngày 30/5. Áp lực rút vốn chủ yếu đến từ các quỹ như Fubon FTSE Vietnam (-245 tỷ đồng), Xtrackers FTSE Vietnam (-216 tỷ đồng), và DCFVM VN30 (-122 tỷ đồng). Ở chiều ngược lại, một số quỹ ETF ghi nhận dòng vốn vào đáng kể, đơn cử như DCFVMVN Diamond (+335 tỷ đồng).

Thanh khoản thị trường và mua/bán ròng theo nhóm NĐT



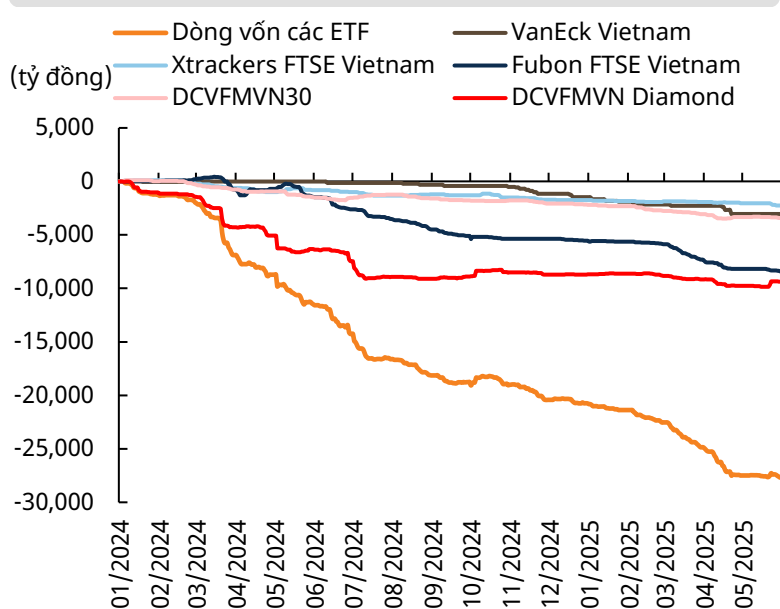
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ FiinPro, cập nhật tới 30/05/2025.

Lũy kế mức mua/bán ròng từ 2024 theo nhóm nhà đầu tư



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ FiinPro, cập nhật tới 30/05/2025.

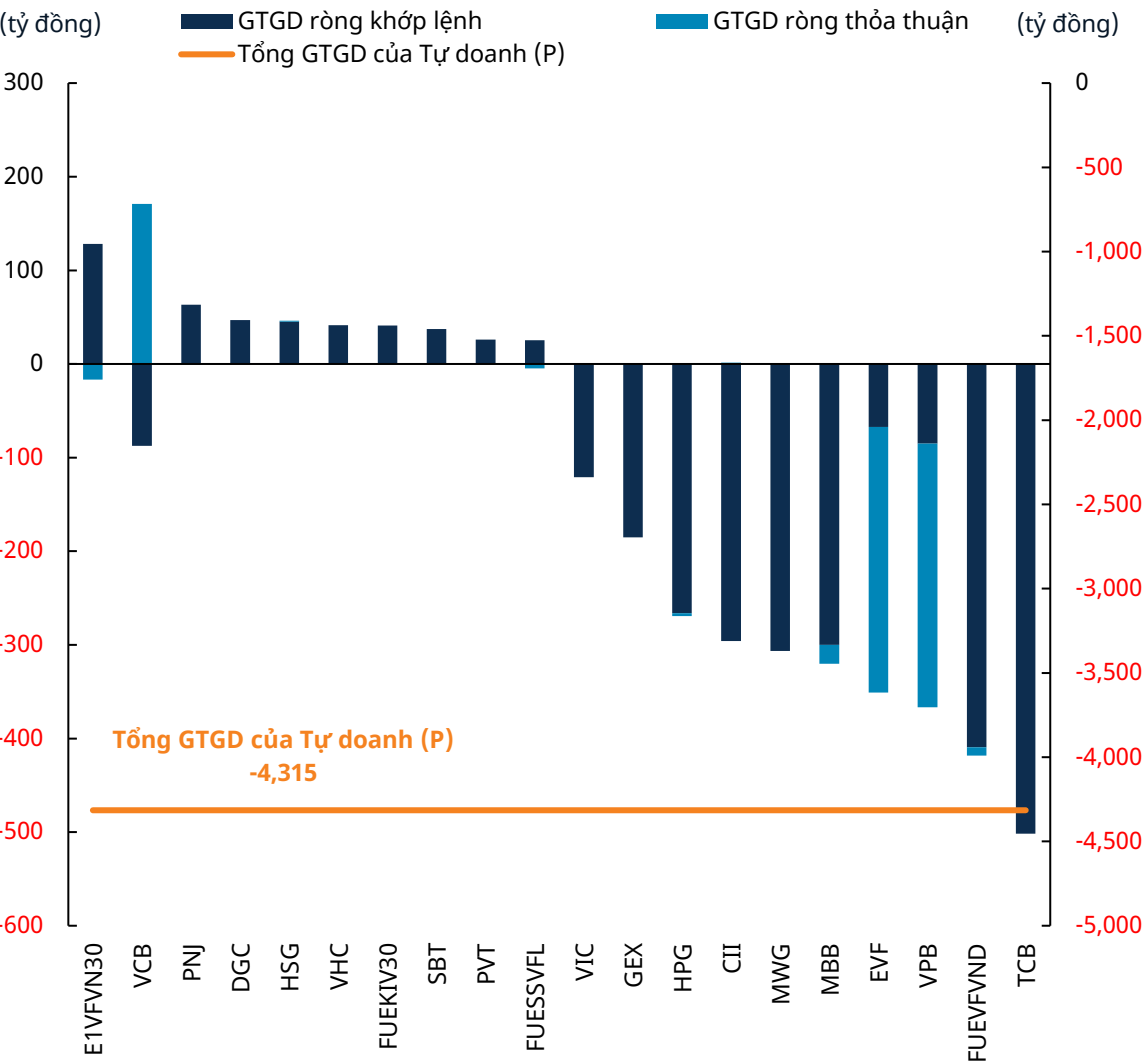
Lũy kế dòng tiền ETF mua/bán ròng từ 2024



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 30/05/2025.

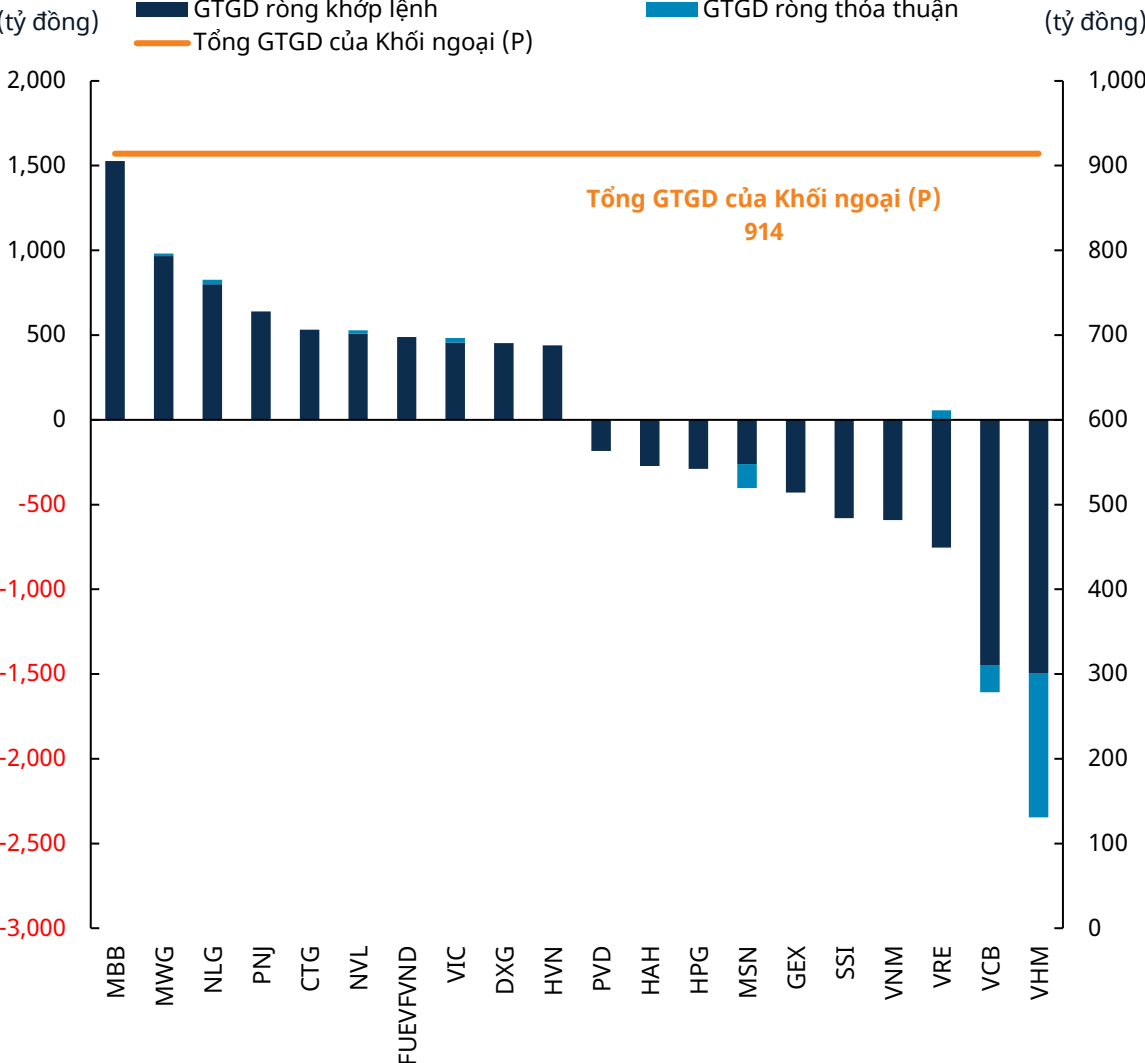
2.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Top giá trị giao dịch ròng của Tự doanh trong tháng 5



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ FiinPro, cập nhật tới 30/05/2025.

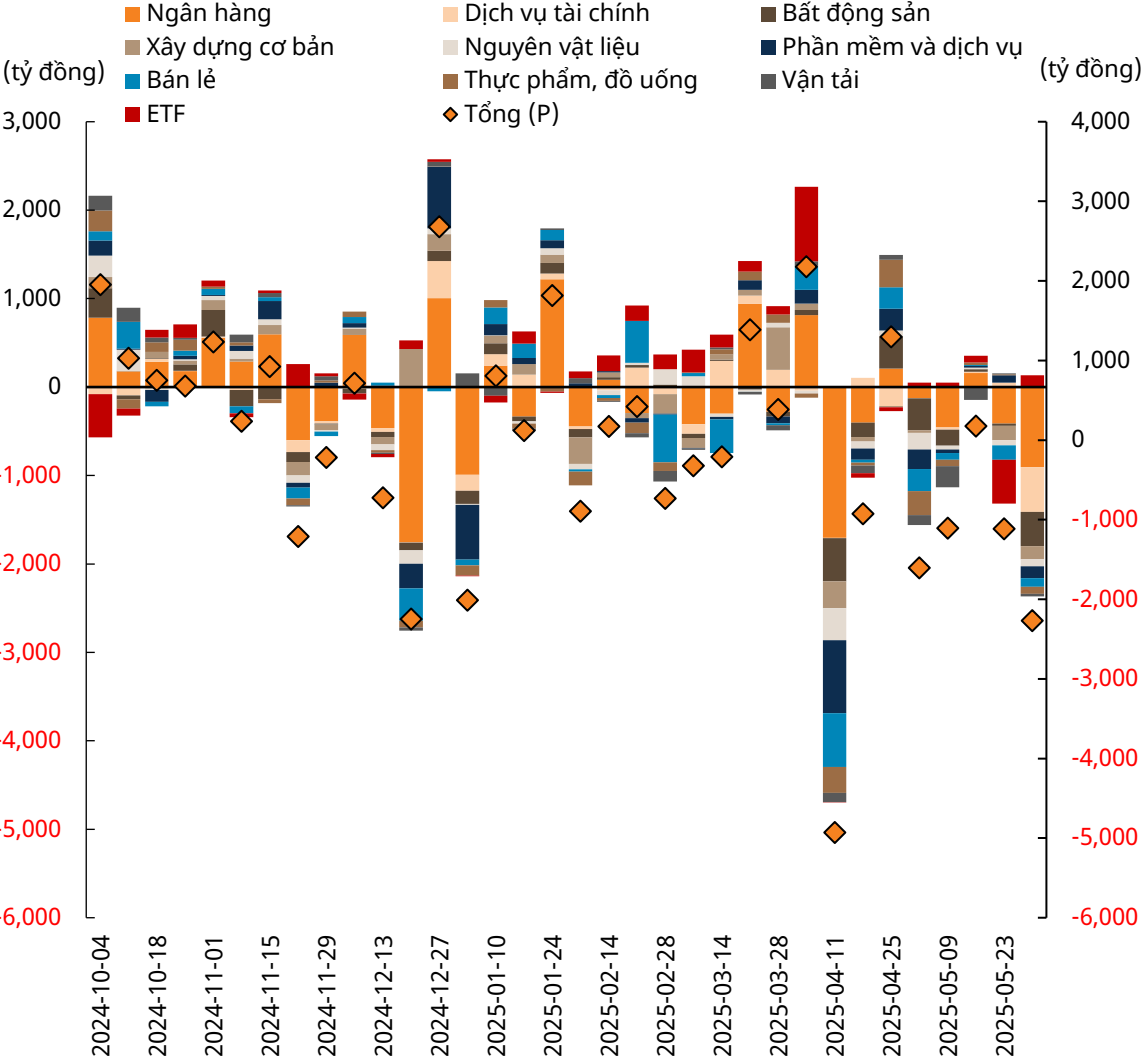
Top giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trong tháng 5



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ FiinPro, cập nhật tới 30/05/2025.

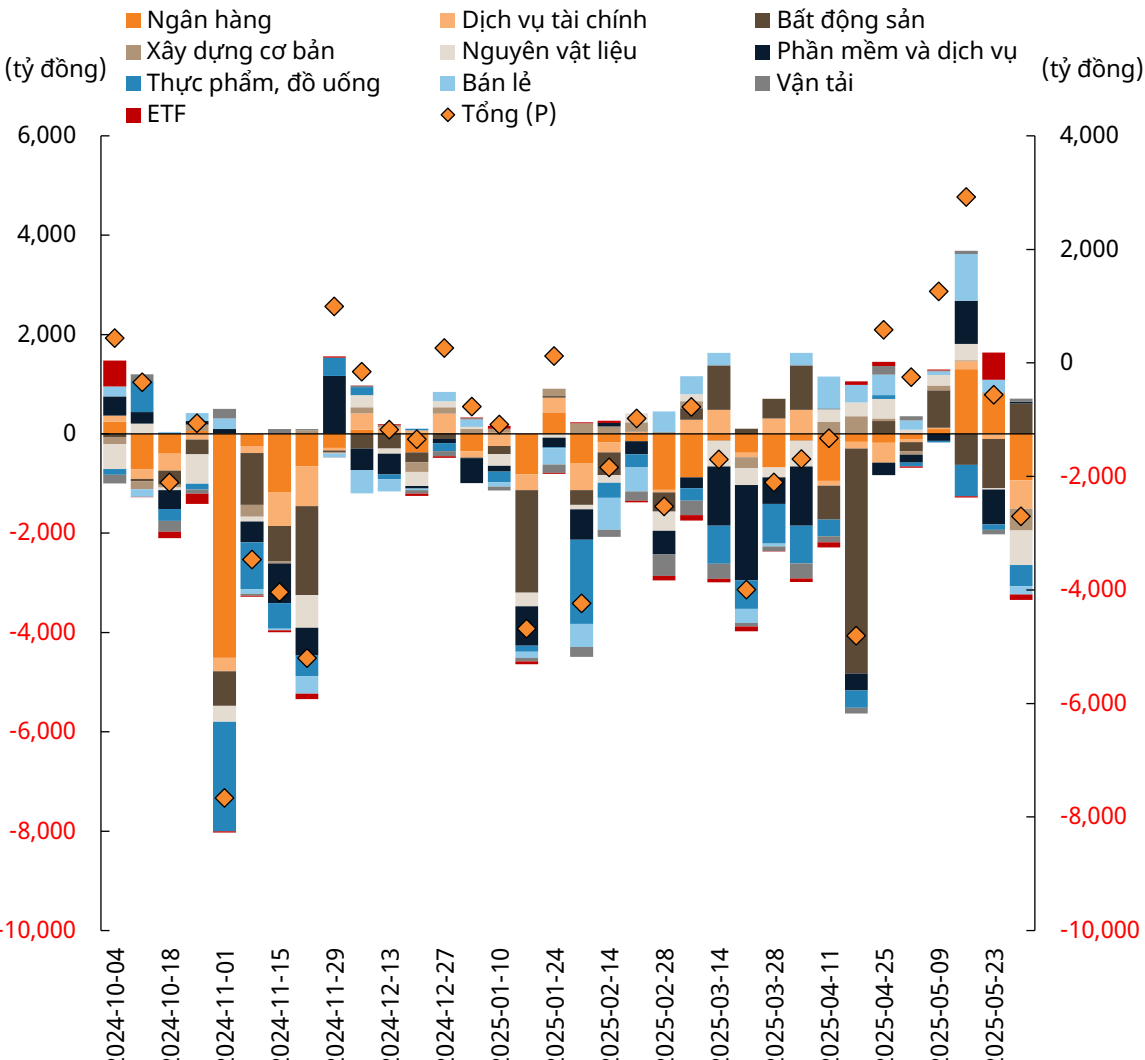
2.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Dòng tiền của nhóm Tự doanh qua từng tuần



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ FiinPro, cập nhật tới 30/05/2025.

Dòng tiền của Khối ngoại qua từng tuần



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp,
Dữ liệu từ FiinPro, cập nhật tới 30/05/2025.

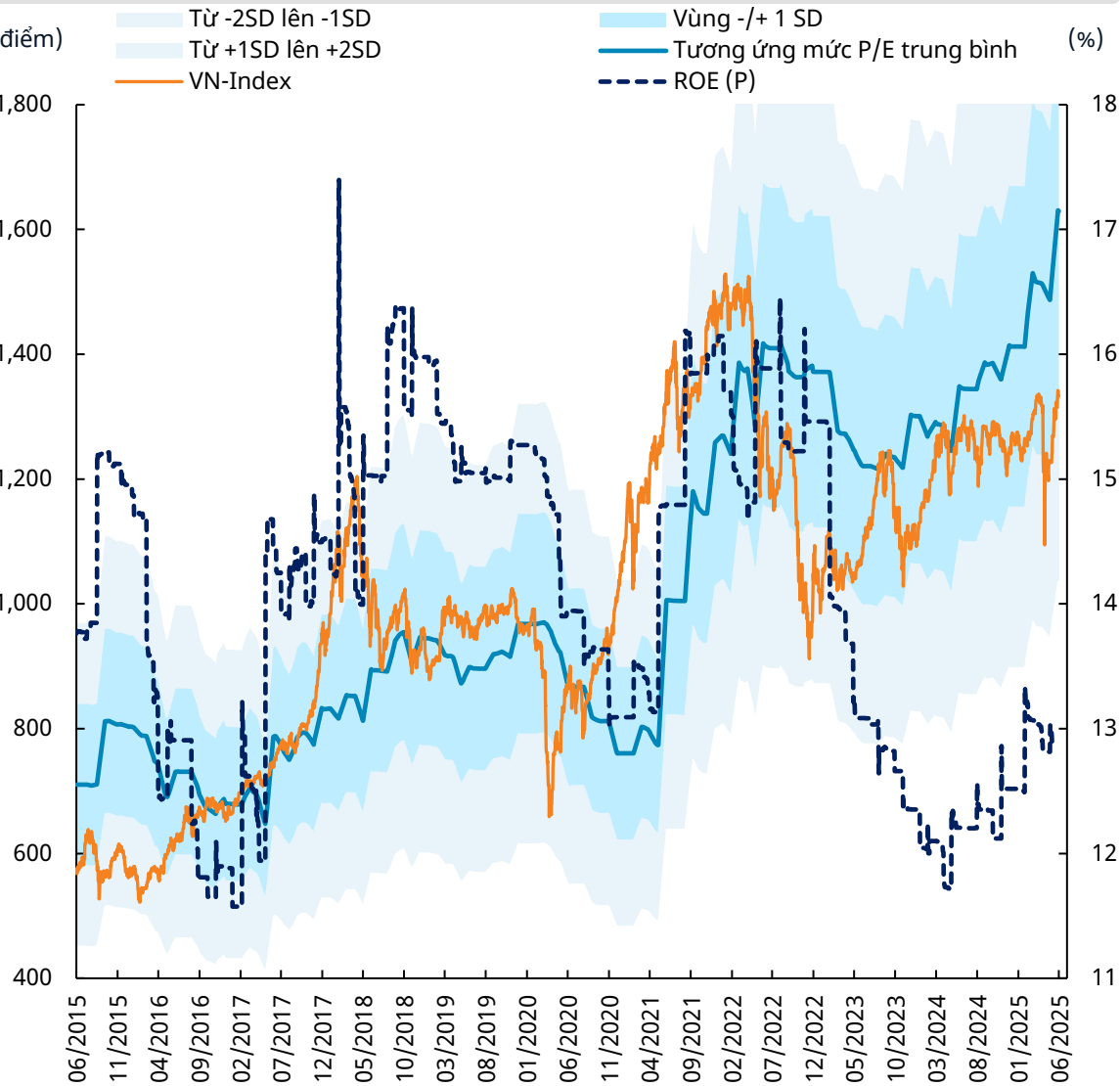
2.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

Kỳ vọng về sự lan tỏa của dòng tiền

- **Bước vào nửa cuối năm 2025, thị trường chứng khoán Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp đà tăng trưởng, với nhóm Bất động sản được kỳ vọng sẽ dẫn dắt đà tăng trong ngắn hạn khi được hỗ trợ bởi sự thay đổi trong khung pháp lý và bối cảnh thị trường đang dần ổn định.** Tuy nhiên, xu hướng tăng trong trung và dài hạn sẽ yêu cầu sự lan tỏa của dòng tiền đến từ các nhóm ngành có tỷ trọng vốn hóa lớn và mang tính dẫn dắt như Ngân hàng, Công nghệ, và Bán lẻ. Triển vọng này được định hình bởi sự kết hợp giữa các động lực tăng trưởng nội địa mạnh mẽ và những bất định đáng kể bởi các yếu tố ngoại tác, đặc biệt là triển vọng về kết quả đàm phán thương mại với Hoa Kỳ.
- Đứng sau tham vọng kinh tế của Việt Nam là những động lực tăng trưởng nội địa nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trong năm 2025. Chính phủ đã triển khai "bộ tứ chiến lược" bao gồm Nghị quyết 57, 59, 66 và 68, theo sau là hàng loạt các chỉ đạo và văn bản hướng dẫn thực thi nhằm đẩy mạnh phát triển khu vực kinh tế tư nhân, tinh giản khuôn khổ pháp lý, và tạo môi trường thuận lợi cho doanh nghiệp. Những nghị quyết này đồng thời góp phần thúc đẩy mục tiêu tăng trưởng chung, bao gồm thúc đẩy thúc đẩy hoạt động tiêu dùng, khơi thông nguồn vốn thông qua mục tiêu tăng trưởng tín dụng và kiên quyết giải ngân toàn bộ nguồn vốn phân bổ cho đầu tư công. Qua đó, định hình những cam kết của Việt Nam về khả năng phục hồi và tăng trưởng kinh tế với những hoài bão và khát vọng mạnh mẽ trong bối cảnh hoạt động giao thương toàn cầu đang gặp nhiều thách thức bởi thuế quan và bất ổn địa chính trị.
- **Bất động sản được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ các yếu tố trên, bên cạnh là sự thay đổi trong khung pháp lý, bao gồm sửa đổi Luật Quy hoạch và Luật hóa Nghị quyết 42.** Cụ thể, Nghị quyết 42 đã đưa ra các cơ chế giải quyết nợ xấu và tái cơ cấu các dự án gặp khó khăn, gia tăng đòn bẩy và hanh thông nguồn vốn cho cả nhà phát triển bất động sản và các tổ chức tín dụng. Qua đó, giúp cải thiện môi trường huy động vốn và thuận lợi hóa việc tiếp cận quỹ đất cho các dự án mới, đồng thời hỗ trợ các ngân hàng thông qua cải thiện chất lượng tài sản, khi các khoản nợ không hiệu quả liên quan đến bất động sản sẽ được xử lý. Nhìn chung, bức tranh toàn cảnh về hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp đầu ngành hiện phản ánh tín hiệu ổn định và dần phục hồi sau khủng hoảng bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) 2022 – 2023 với xu hướng giá trị TPDN chậm trả mới qua từng tháng đã chậm lại kể từ đầu 2024 trong khi tỷ lệ nợ trái phiếu chậm trả gốc/lãi so với tổng dư nợ trái phiếu đang có xu hướng đi ngang tính đến tháng 6/2025, theo thống kê đến từ VIS Ratings. Tuy vậy, triển vọng phục hồi của ngành bất động sản vẫn phụ thuộc vào khả năng huy động vốn và nguồn quỹ đất nhằm gia tăng số lượng dự án mới trong khi đồng thời cần phải cân bằng với sự phục hồi của hoạt động chi tiêu tiêu dùng và đầu tư của người tiêu dùng trong thời gian tới.
- Dù nền tảng nội tại vững chắc, **kết quả đàm phán thương mại với Hoa Kỳ vẫn là một ẩn số lớn, bởi việc đạt được các thỏa thuận thuế quan thuận lợi là yếu tố quan trọng để duy trì dòng vốn FDI trong dài hạn.** Việc đồng USD suy yếu xuống mức thấp nhất ba năm (do xu hướng "Sell America") đã phần nào giảm áp lực tỷ giá trong nước, với tỷ giá USD/VND chỉ mất giá khoảng 2,5% trong 5 tháng 2025 (nằm trong biên độ kiểm soát 5% đã được nới rộng từ 2024). Sự ổn định trong tỷ giá cùng với chính sách tiền tệ thận trọng của NHNN (duy trì mặt bằng lãi suất hợp lý, hạn chế can thiệp trực tiếp), đã hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng thông qua kênh tín dụng và đầu tư công. Tuy nhiên, nếu đàm phán thương mại không thuận lợi và dòng vốn ngoại suy giảm, Việt Nam có thể đối mặt với rủi ro biến động về tỷ giá và áp lực lạm phát gia tăng. Thêm vào đó, sự phức tạp trong chiến lược thương mại của Hoa Kỳ (vừa tìm cách đối trọng với Trung Quốc, vừa phải cân bằng quan hệ với các đồng minh) cũng tạo ra sự khó đoán, tiềm ẩn khả năng các thỏa thuận bị trì hoãn kéo dài qua tháng 6 năm 2025. Trong kịch bản kém tích cực, những áp lực từ bên ngoài có thể kích hoạt các nhịp điều chỉnh trên thị trường, không loại trừ khả năng VN-Index sẽ lùi về kiểm định các vùng hỗ trợ thấp hơn quanh 1.240 điểm trong quý III.
- **Nhìn chung, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan trong thận trọng với đà tăng trong ngắn hạn sẽ được dẫn dắt bởi nhóm Bất động sản song triển vọng tăng trưởng bền vững trong trung và dài hạn sẽ cần sự lan tỏa của dòng tiền nhằm giúp VN-Index chinh phục mốc 1.400 điểm.** Trong bối cảnh các yếu tố nội địa đang thiết lập nền móng vững chắc cho tăng trưởng, Việt Nam cần phải vượt qua thách thức và các yếu tố bất định hình thành từ Thương chiến trong thời gian tới.

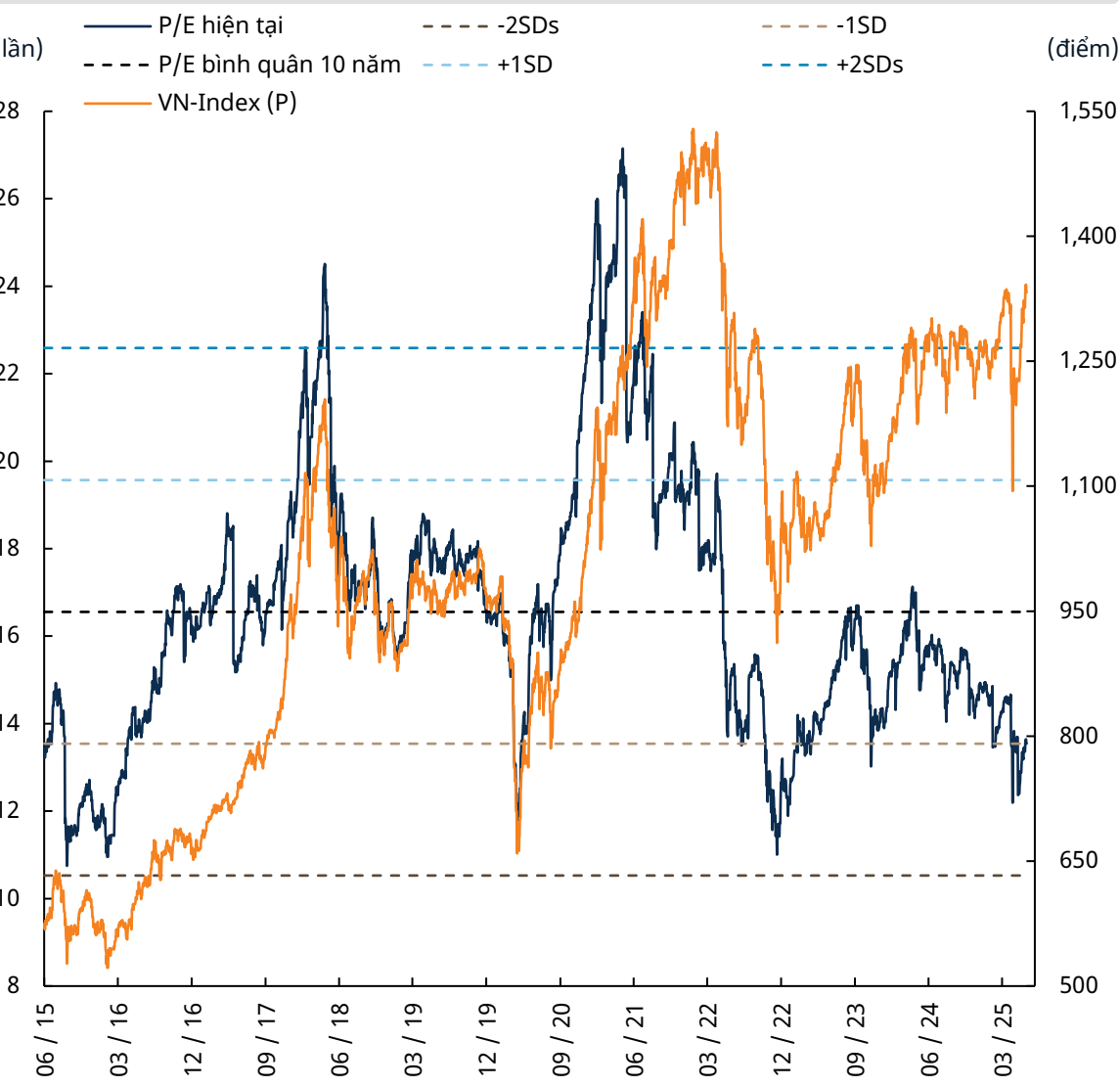
2.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam (Tiếp theo)

VN-Index duy trì dưới mức P/E bình quân 10 năm



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 30/05/2025

Định giá của thị trường Việt Nam vẫn còn hấp dẫn so với lịch sử



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 30/05/2025

Phần II



Danh mục khuyến nghị (trung & dài hạn)

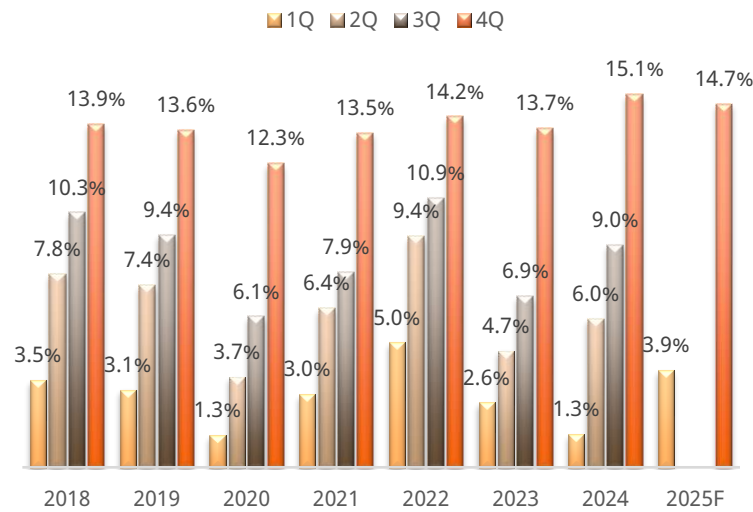


Ngân hàng - Hợp sức chung tay

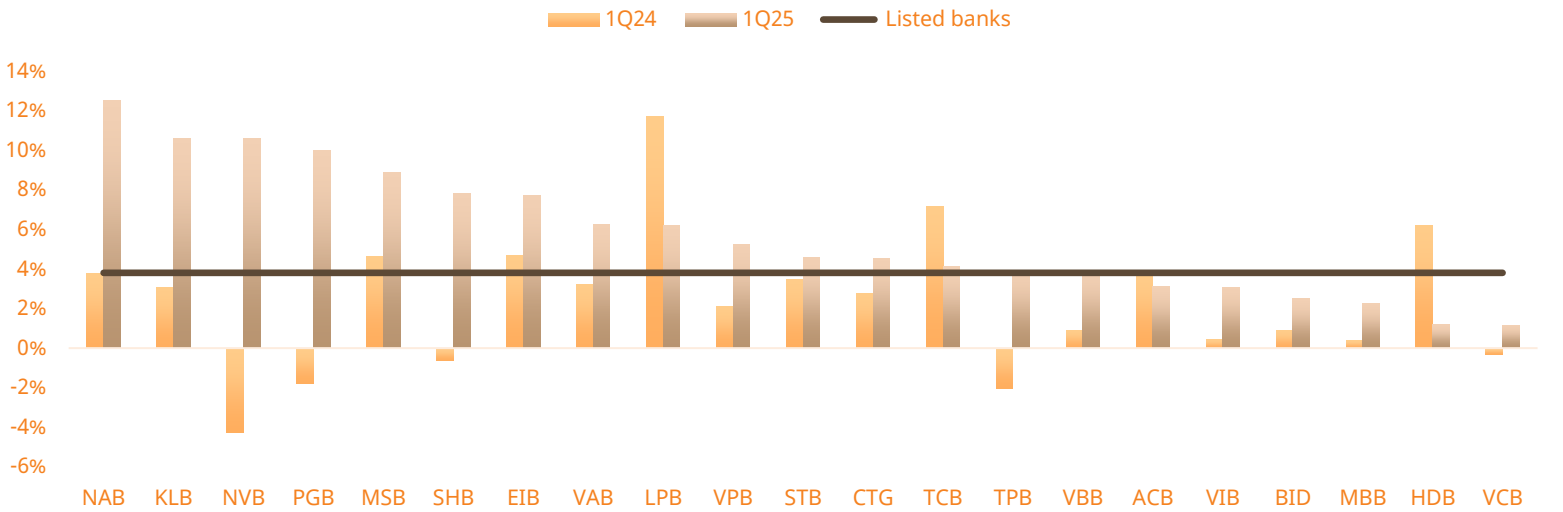
Phân bổ áp lực

- Ngành ngân hàng Việt Nam có bước khởi đầu 2025 tương đối vững chắc.** Tăng trưởng tín dụng đạt 3.9% trong Q1/2025 — một trong những mức tăng trưởng Q1 cao nhất trong nhiều năm và tương đương giai đoạn trước COVID. Với mục tiêu tăng trưởng đặt ra từ cuối 2024, chỉ tiêu tăng trưởng cũng được giao sớm (phổ biến quanh 16%) cho các ngân hàng chủ động cân đối và có thể phân bổ lại theo tình hình thực hiện của các TCTD. Việc phân bổ sớm giúp việc giải ngân diễn ra có phần tuần tự hơn so với trước đây. Dù tốc độ tăng trưởng vẫn ghi nhận hiện tượng bứt tốc cuối kỳ (tăng từ mức 1.24% tính đến 12/3 lên 3.9% vào cuối tháng), nhưng không quá biến động như các Q1 trước đây, qua đó hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng cả năm cũng như ổn định thu nhập lãi vay. Lãi suất (LS) cho vay trung bình tiếp tục giảm nhẹ thêm 2bps trong Q1/2025, cũng hỗ trợ cho đà tăng tín dụng.
- Chúng tôi duy trì tăng trưởng tín dụng mục tiêu cho năm 2025 dao động quanh mức 15%** với những giả định chính: 1) năm 2024 đã ghi nhận mức tăng tín dụng tương đối cao, đặc biệt là trong Q4/2024; 2) một phần dư nợ kinh doanh BĐS sẽ chuyển sang dạng cho vay mua nhà khi đủ điều kiện; 3) cho vay các lĩnh vực sản xuất và đầu tư công sẽ không phải những lĩnh vực chiếm dụng vốn; và 4) sự bất ổn về mặt chính sách bên ngoài ảnh hưởng tiêu cực lên triển vọng kinh doanh trong nước, khiến tâm lý chờ đợi sẽ có phần chiếm ưu thế.
- Mảng KHDN (BB) duy trì đà tăng cao trong Q1/2025, gia tăng tỷ trọng trong danh mục cho vay.** Nhiều NH lớn ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng thấp, phần nào cho thấy các ngân hàng cũng chọn lọc giải ngân đối với các phân khúc không phải trọng tâm. Song song đó, tăng trưởng mảng KHCN (RB) được hỗ trợ bởi sản phẩm cho vay ký quỹ, ghi nhận rõ tại các NH sở hữu CTCK lớn như VPB, TCB và ACB. Dù cho vay ký quỹ có thể đóng vai trò thúc đẩy tạm thời cho phân khúc RB, nhưng biên lợi suất của mảng này không quá hấp dẫn — do nhu cầu ký quỹ biến động nhanh nhưng đòi hỏi nguồn tài trợ ổn định, cùng với áp lực cạnh tranh ngày càng cao — sẽ có khả năng kéo giảm lợi suất bình quân, ngay cả khi tỷ trọng KHCN hồi phục.
- Nhu cầu vay mua nhà vẫn chưa phục hồi hoàn toàn, song ghi nhận những chỉ báo sớm từ danh mục cho vay của nhiều NH.** Nhiều ngân hàng trước đây không ưa thích cho vay KD BĐS do lo ngại rủi ro tập trung hiện đang cân nhắc lại chiến lược. Nhu cầu trầm lắng, kết hợp với chi phí cấp tín dụng cao của phân khúc vay mua nhà riêng lẻ, đã thúc đẩy các NHTM chuyển hướng sang tài trợ cho các DA BĐS trọn gói— từ phát triển đến phân phối cho người dùng cuối. Điều này cho thấy mức độ cạnh tranh trong cho vay dự án sắp tới — đặc biệt về mặt lãi suất — sẽ tiếp tục gia tăng. Vì vậy, dù LS tham chiếu có thể tăng nhẹ trong nửa sau 2025 nhưng các gói ưu đãi LS hiện vẫn đủ hấp dẫn để có thể tiếp tục kích cầu.

Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm (2018-2025)



Tăng trưởng tín dụng của các NH (Q1/2025)



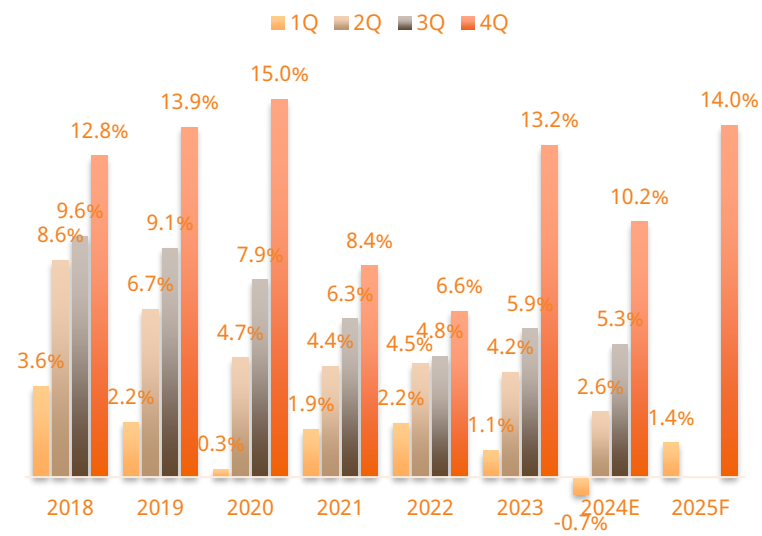
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset VN

Ngân hàng - Hợp sức chung tay (tt.)

Không nhiều lựa chọn

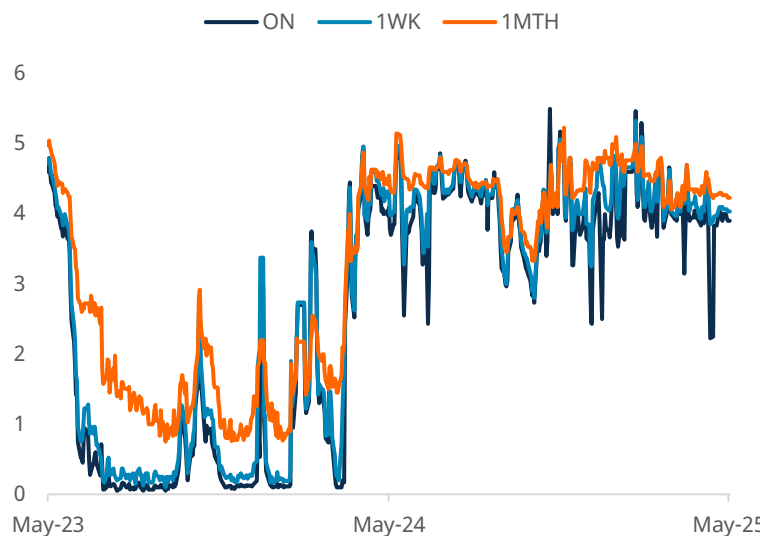
- Tăng trưởng tiền gửi tiếp tục chậm hơn tín dụng, gia tăng áp lực huy động:** Tính đến ngày 25/3, tăng trưởng tiền gửi vẫn khá thấp, chỉ tăng 1.36% sv. 2024, dù cải thiện so với mức giảm 0.76% trong Q1/2024, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng 2.5%. Riêng các NHNY, tiền gửi khách hàng có phần khả quan hơn với mức tăng 2.4% trong Q1/2025, song vẫn thấp hơn mức tăng trưởng cho vay 3.7%. Sự lệch pha này không quá bất ngờ, trong bối cảnh mặt bằng LS hiện kém hấp dẫn — với triển vọng cũng không quá lạc quan trong Q2/2025.
- Đối với triển vọng 2025, các NHTM không có quá nhiều dư địa trong điều tiết thanh khoản,** buộc phải thu hẹp khoảng cách tăng trưởng giữa tín dụng và tiền gửi (bao gồm cả CCTG – công cụ không được quá ưa chuộng vì chi phí cao), với mức tăng trưởng huy động dự phóng trên 14%. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng bao gồm: (1) thị trường BĐS tiếp đà hồi phục nhờ triển vọng giá tích cực, qua đó điều chuyển dòng vốn quay lại hệ thống; và (2) LS tiền gửi điều chỉnh tăng, hiện được kỳ vọng trong khoảng 20–40bps (đầu năm: 40–50bps), nhằm huy động tốt hơn. Nhiều NH đã chủ động điều chỉnh biên LS, và triển khai các gói tín dụng ưu đãi LS, giảm tác động của việc tăng LS huy động nhằm tuân thủ định hướng từ Chính phủ.
- LS LNH hạ nhiệt, nhưng chi phí huy động từ kênh này vẫn neo cao do chi phối ngoại lực:** Chi phí vay LNH, dù có phần hạ nhiệt trong Q2/2025, nhưng vẫn duy trì ở ngưỡng tương đối cao. LS ở hầu hết các kỳ hạn đều ghi nhận xu hướng giảm, trong đó LS qua đêm (ON) và kỳ hạn 1 tuần giảm hơn 80bps, xuống còn lần lượt 3.9% và 4.03%. Diễn biến này phần nào giúp giảm áp lực chi phí huy động kỳ hạn ngắn. Tuy vậy, mức hiện tại vẫn cao hơn nhiều so với mặt bằng chung các giai đoạn ổn định và so với LS tiền gửi ngắn hạn của các NH tầm trung. LS LNH sẽ khó điều chỉnh sâu trong 2025, do chính sách tiền tệ từ Fed có thể kéo dài thời gian thắt chặt, tác động bởi triển vọng lạm phát cao và phần bù rủi ro cho các yếu tố bất ổn. Vì vậy, thanh khoản hệ thống cần điều tiết hợp lý nhằm hạn chế mức độ trượt giá của đồng nội tệ trong khoản cho phép (~5% cho năm 2025).
- Rủi ro thuế quan gia tăng áp lực tỷ giá:** Ngoài những hạn chế đã được đề cập trong báo cáo trước về khả năng can thiệp tỷ giá, rủi ro bị áp thuế quan mới càng làm suy yếu triển vọng của VND, vì hiện nền kinh tế vẫn có mức độ phụ thuộc nhất định ở mảng sản xuất và xuất khẩu. Đồng thời, rủi ro này cũng làm gia tăng mức độ biến động trong cung cầu USD. Nhìn chung, áp lực tỷ giá đang tăng đáng kể trong ngắn hạn vì tâm lý ngại rủi ro vẫn sẽ chiếm ưu thế, dù các rủi ro đối với tiềm năng tăng trưởng dài hạn vẫn chưa được lượng hóa cụ thể.

Tăng trưởng tiền gửi (sv. đầu năm, 2024 & Q1/2025: ngày 25)

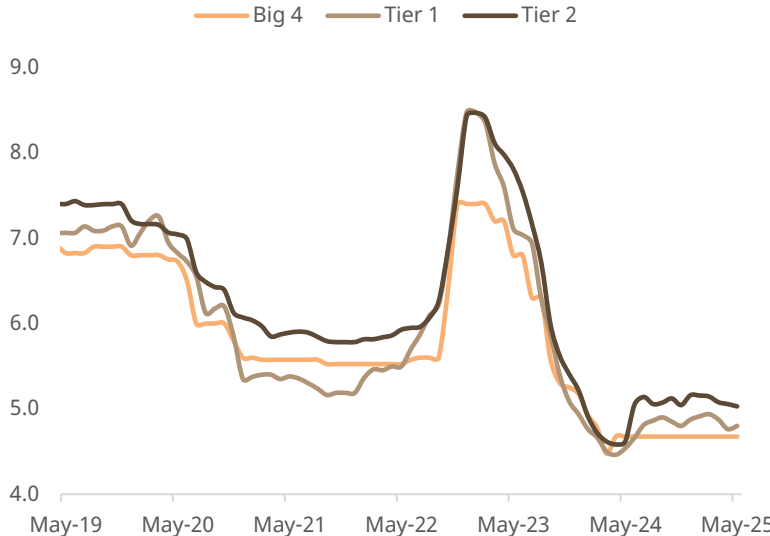


Nguồn: NHNN, Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: Big 4: NHQD; Tier 1: MBB; TCB, VPB, ACB, STB, SHB, HDB; Tier 2: Các NH khác

Lãi suất liên ngân hàng (%)



Lãi suất huy động (12T)

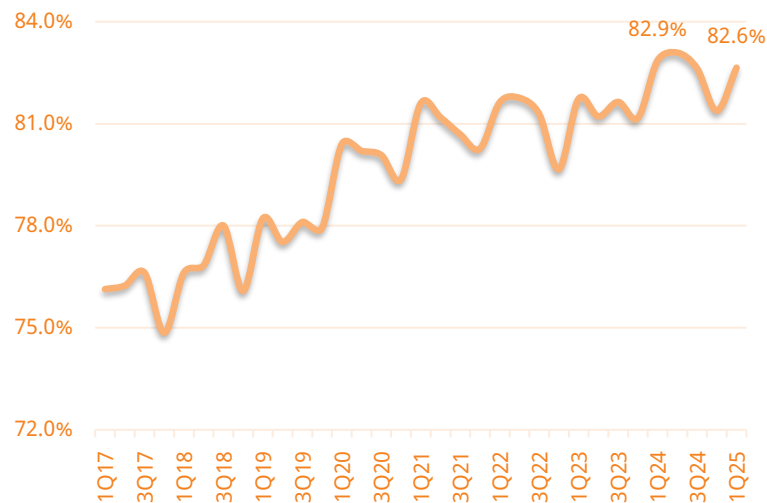


Ngân hàng - Hợp sức chung tay (tt.)

Áp lực lan tỏa

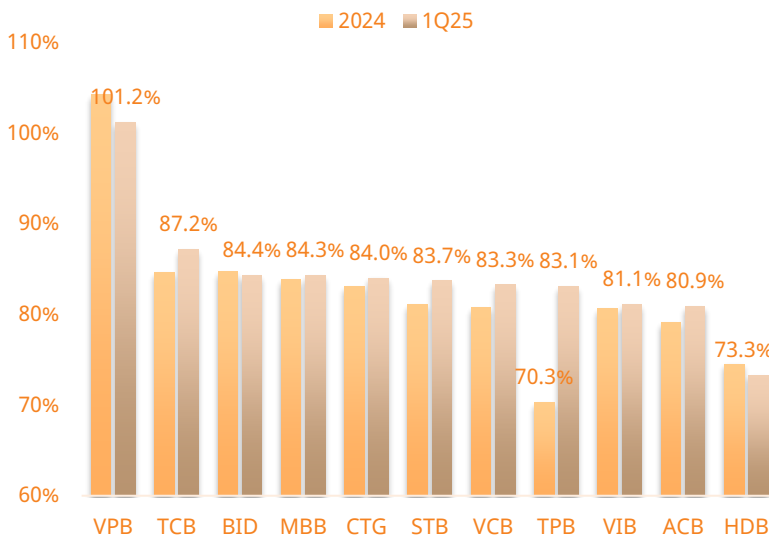
- Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) đảo chiều tăng trong Q1/2025.** Diễn biến này phần nào lý giải cho tăng trưởng tín dụng thấp của các NH lớn, trong khi các NH còn dư địa có mức tăng cao hơn. Tính chung đến cuối Q1/2025, LDR bình quân của các ngân hàng niêm yết đạt 82.6%, tăng 1.25%p sv.Q4/2024. Trước đây, mức trần quy định cho tỷ lệ này đã từng được nâng từ 80% lên 85% cuối 2019 nhằm giảm áp lực cho các NHQD, giảm áp lực huy động và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, khả năng lần nữa nới trần LDR sẽ không phù hợp về mặt ổn định hoạt động trong dài hạn. Đối với nhóm NHQD, tỷ lệ LDR vẫn duy trì ở mức cao và tiệm cận rất gần với mức trần, vì vậy, bên cạnh tăng trưởng tín dụng thì KHKD 2025 cũng đề ra mục tiêu huy động cao. Ngoài ra, phần lớn các NH có tăng trưởng tín dụng cao cũng lên kế hoạch huy động nhiều hơn cho năm 2025 vì bên cạnh tối ưu hiệu quả sinh lời thì an toàn hoạt động cũng là một yếu tố quan trọng bao gồm bộ đệm thanh khoản. Chủ trương duy trì LS thấp không chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận mà còn dần thu hẹp bộ đệm thanh khoản của các NH.
- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) ghi nhận giảm nhẹ tại một số ngân hàng trong kỳ.** Mặc dù mức suy giảm không đáng kể nhưng cũng có những điểm cần lưu ý. Phân khúc khách hàng doanh nghiệp (thường có hệ số rủi ro thấp hơn trong công thức tính CAR) đang tăng trưởng mạnh có thể hàm ý ngân hàng chịu áp lực mở rộng quy mô tài sản, đồng thời chấp nhận hy sinh một phần lợi nhuận. Nếu giả định này là đúng, trong trường hợp ngân hàng không muốn phát hành thêm cổ phiếu (để tránh pha loãng lợi ích cổ đông), thì sẽ phải tăng cường huy động vốn qua kênh giấy tờ có giá, điều này có thể gây áp lực lên chi phí vốn và ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận.
- Nhìn chung, có thể nhận định tính ổn định thanh khoản giảm một cách có chủ động, nhưng đi kèm với đó là một số bất lợi đối với ngành.** Nhằm ứng phó với một trong những rủi ro lớn nhất trong khía cạnh “hoạt động liên tục” của các NHTM, khi vận hành dưới tình trạng bộ đệm thanh khoản thấp, không phải vấn đề tuân thủ mà là hiện tượng rút tiền hàng loạt; NHNN cũng đã xin phép được trao quyền cấp thanh khoản nhanh hoặc cho vay đặc biệt (không lãi suất) nhằm tránh rủi ro hệ thống. Sự cần thiết của những công cụ này không vấp nhiều tranh luận trái chiều, tuy nhiên, sử dụng không phù hợp cũng sẽ có nhiều tác dụng phụ đối với không chỉ riêng ngành ngân hàng.

Cho vay trên tiền gửi (LDR) (NHNY)

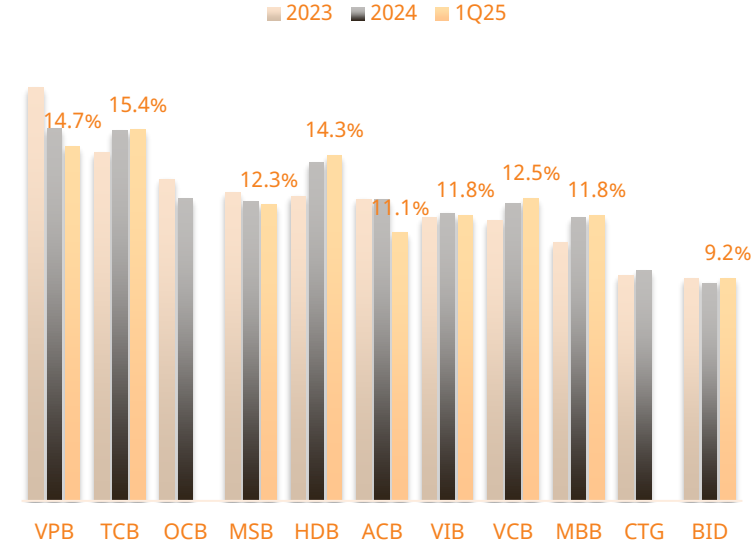


Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

LDR hợp nhất



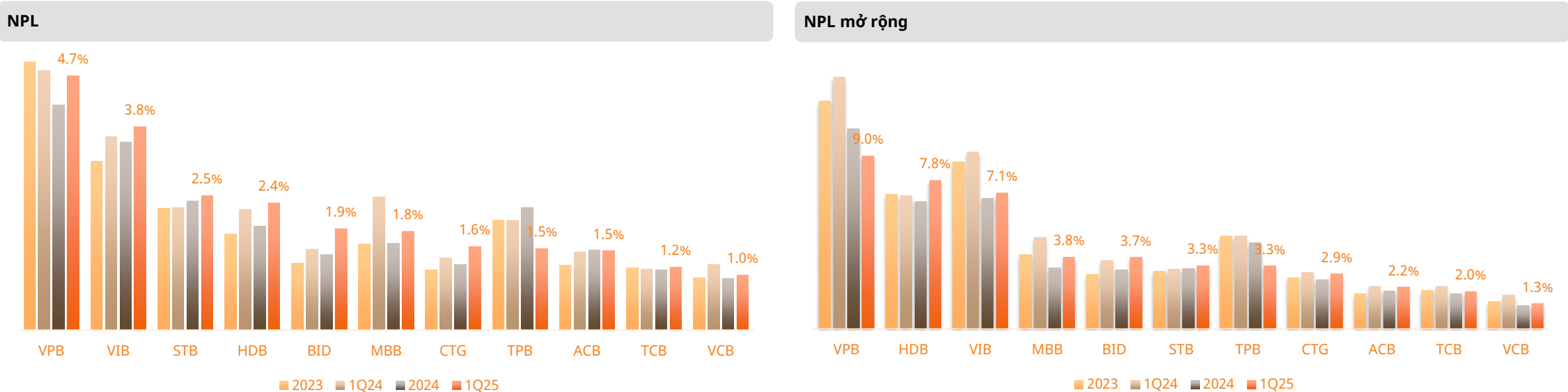
Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)



Nghân hàng - Hợp sức chung tay (tt.)

Giảm trong dự kiến

- Chất lượng tài sản vẫn giảm như thường lệ trong Q1/2025.** Cụ thể, tỷ lệ nợ xấu (NPL) của các NHNY tăng 19bps sv.Q4/2024. Khi so với mức tăng cùng kỳ trong hai năm liền trước là 2024 (+24bps) và 2023 (+32bps), thì chất lượng danh mục cho vay giảm phần nào bị tác động bởi yếu tố mùa vụ. Nếu tính cả nợ nhóm 2, tỷ lệ nợ dưới chuẩn cũng chỉ tăng 16bps. Ngoài ra, tỷ lệ nợ xấu tăng cũng bị ảnh hưởng bởi dư nợ dưới chuẩn tại các ngân hàng lớn, trong đó bao gồm cả 3 NHQD. Với việc gia tăng tỷ trọng KHCN trong danh mục, nợ xấu phát sinh mới gia tăng là diễn biến thường thấy. Với bộ đệm dự phòng cao thì tỷ lệ nợ xấu gia tăng tại nhóm này cũng không quá đáng ngại. Một nguyên nhân cũng thường xuyên đề cập là việc nhảy nhóm của dư nợ tái cơ cấu theo TT.02, với tác động ít nhất sẽ kéo dài đến hết năm 2025. Theo cập nhật từ nhiều NHTM trong ĐHCĐ hay cập nhật KQKD quý, trong Q1/2025, số dư nợ này đã giảm đáng kể (có NH ghi nhận giảm lên tới 50% trong kỳ), với chỉ khoảng 7-10% trong số này chuyển sang nợ xấu.
- Rủi ro chính đối với chất lượng tài sản hiện nay chủ yếu đến từ các yếu tố bất ổn gia tăng đối với triển vọng vĩ mô.** Mặt tích cực của việc duy trì LS thấp - ngoại trừ thúc đẩy nhu cầu - là hỗ trợ chất lượng tài sản. Mặc dù LS cho vay hiện kỳ vọng tăng khoảng 15-25bps trong năm, mức tăng này sẽ không ảnh hưởng trọng yếu đến dòng tiền hay khả năng trả nợ của các thực thể kinh tế do mức độ tăng không lớn. Ngoài ra, mặc dù kỳ vọng nhóm KHCN hay vay thế chấp sẽ khởi sắc hơn trong nửa sau của năm, tỷ lệ hình thành nợ xấu mới sẽ không cao trên cơ sở thời gian ưu đãi lãi suất thường kéo dài 1-2 năm với mức LS dễ tiếp cận. Về mặt chính sách cũng đang có hướng hỗ trợ cho khía cạnh này, có thể kể đến như việc sắp luật hóa NQ. 42/2017 hay ban hành NQ.170, không chỉ hạn chế nợ xấu hình thành mà còn đẩy nhanh quá trình thu hồi nợ xấu. Ngoài ra, nhiều dự án BĐS lớn cũng được tháo gỡ vấn đề pháp lý, hỗ trợ gián tiếp cho chất lượng tài sản ngành khi dòng tiền DN được khơi thông. Tuy nhiên, điều kiện kinh doanh đang có phần giảm sút do các tác nhân liên quan đến thuế quan và xu hướng bảo hộ thương mại. Dù mức thuế quan có thể sẽ thấp hơn đề xuất ban đầu, nhưng sự bất định có khả năng khiến DN tạm hoãn kế hoạch đầu tư mới/mở rộng sản xuất. Đồng thời, việc đặt chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cao có thể vô tình dẫn đến vấn đề phân bổ vốn kém hiệu quả hoặc nới lỏng tiêu chuẩn giải ngân.



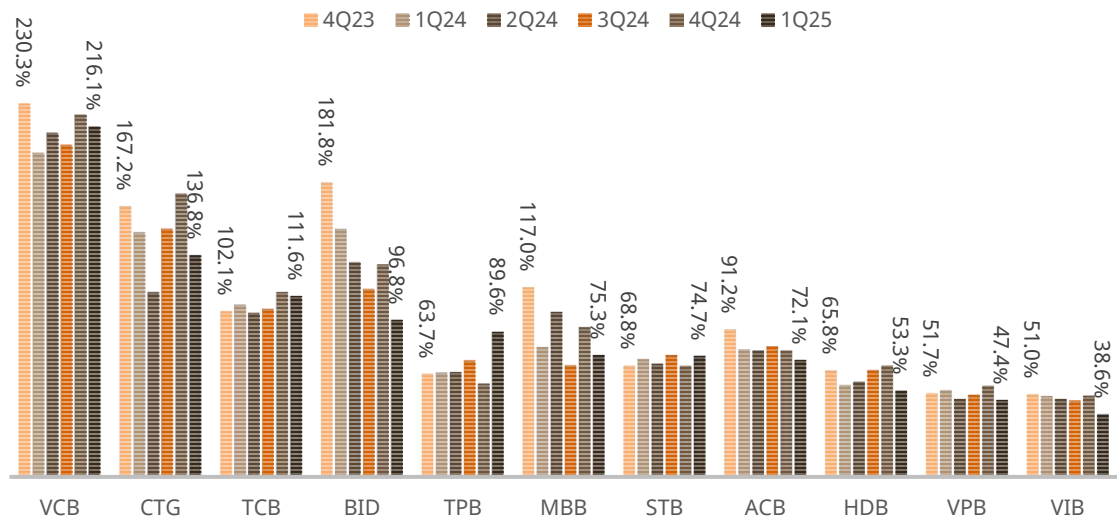
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Nghân hàng - Hợp sức chung tay (tt.)

Hưởng lợi từ thay đổi chính sách

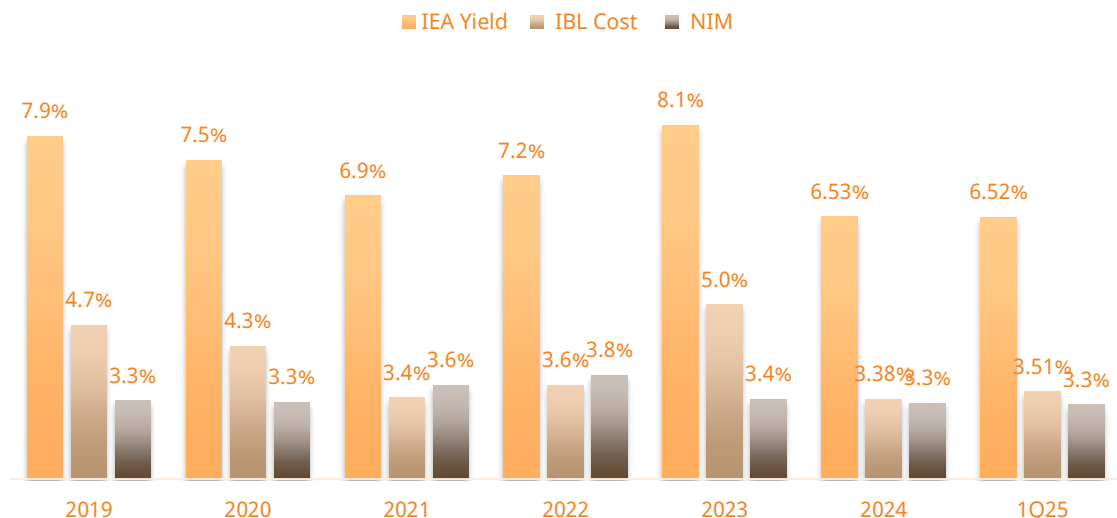
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cũng giảm nhẹ theo quý nhưng vẫn dao động trong khoảng bình thường.** LLR trung bình tại các NHNY giảm 9%p xuống còn 81%, tương đương các quý giữa 2024. Mức giảm chủ yếu đến từ việc các ngân hàng lớn sử dụng bộ đệm dự phòng để duy trì tăng trưởng lợi nhuận dương, vì thu nhập cốt lõi — chủ yếu từ thu nhập lãi thuần — vẫn chịu áp lực bởi định hướng kích cầu tín dụng. Trong khi đó, NPL ảnh hưởng bởi các tác nhân tạm thời, qua đó không ảnh hưởng lớn đến triển vọng chất lượng tài sản của các NH nói chung. Dù LLR có ghi nhận giảm tại nhóm NH lớn, tỷ lệ này vẫn tương đối cao so với mặt bằng chung, trong khi các NH có tỷ lệ thấp vẫn duy trì mức trích lập ổn định. Thêm vào đó, tỷ lệ LLR thấp thường thấy tại những ngân hàng có tỷ lệ dư nợ trên tài sản thế chấp (LTV) khoảng 50-60%, với trọng tâm là hoạt động cho vay bán lẻ, nên mức này cũng sẽ không đại diện cho rủi ro cao. Sự hỗ trợ về mặt chính sách sẽ giúp ngân hàng đẩy nhanh thời gian thu hồi nợ xấu cũng như thúc đẩy hiệu quả sử dụng vốn.
- Biên lãi thuần (NIM) tiếp tục chịu áp lực trong Q1/2025, khi NIM bình quân của các NHNY giảm thêm 3bps sv. Q4/2024.** Trong bối cảnh Chính phủ tái khẳng định mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao trong 2025 và những năm tiếp theo, đồng thời nhấn mạnh vai trò then chốt của tín dụng như một động lực tăng trưởng, ngành ngân hàng có thể đang bước vào quá trình chuyển giao sang giai đoạn NIM mỏng hơn — phản ánh sự thu hẹp của phần bù rủi ro và nguồn cung được đẩy mạnh.
- Về hiệu quả hoạt động, dù các NH vẫn đang nỗ lực tinh gọn để kiểm soát CPHĐ, các khoản tiết giảm nhân sự sẽ chưa phản ánh đáng kể vào cơ cấu chi phí khi phải gia tăng đầu tư vào cơ sở hạ tầng sở số.** Do đó, tỷ lệ CPHĐ trên thu nhập (CIR) được kỳ vọng giảm tuần tự hơn là đột ngột (Q1/2025: -1bps sv.Q4/2024). Thay vào đó, thu nhập ngoài lãi đến từ hoạt động thu hồi nợ xấu tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn gần đây đóng góp đáng kể cho lợi nhuận của các NH. Đối với việc NQ 47 khi đi vào thực tiễn, tác động được đánh giá là có tính chất dài hạn. Mức tăng mạnh trong năm 2024 còn có đóng góp từ việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý và đẩy nhanh quy trình xử lý tài sản đảm bảo hay giải quyết tố tụng. Tựu trung, chính sách này nên được xem là một yếu tố ổn định mang tính cấu trúc, hơn là đòn bẩy tăng trưởng mang tính chu kỳ cho hiệu quả hoạt động của ngành.

LLR



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: IEA Yield: Lợi suất tài sản; IBL cost: Chi phí huy động; NIM: Biên lãi thuần

Lợi suất và chi phí



Ngân hàng - Hợp sức chung tay (tt.)

Hạ triển vọng

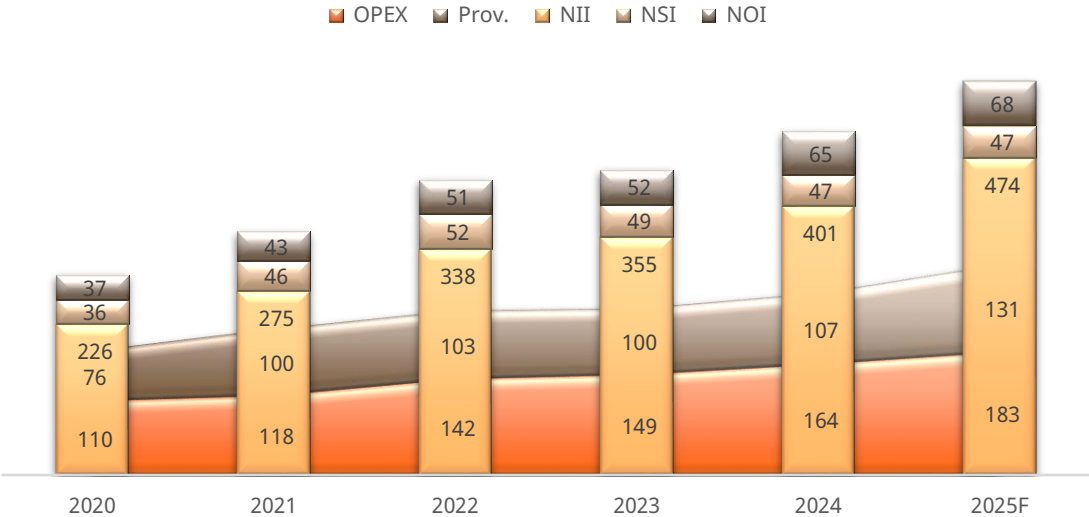
- Lợi nhuận tăng trưởng khiêm tốn và phân hóa mạnh.** Q1/2025, tổng LNTT 27 NHNY giảm 5% sv.Q4/2024, xuống còn hơn 82 nghìn tỷ. Số liệu có phần khả quan hơn khi so với cùng kỳ, ghi nhận tăng 14.2%, tuy nhiên nếu so mức độ tương quan với tăng trưởng tín dụng (+19.6% svck), mức tăng trưởng này còn tương đối khiêm tốn. Áp lực cân đối giữa tối ưu lợi ích cổ đông và tuân thủ định hướng hỗ trợ luôn là một vấn đề khó.
- Trong bối cảnh các nguồn thu nhập chính như NII và NSI không có nhiều động lực tích cực, tăng trưởng lợi nhuận có thể tiếp tục giảm tốc trong năm 2025.** Kế hoạch kinh doanh của các NH trong năm 2025 cũng tương đối thận trọng hơn, và nhiều khả năng là những khoản thu bất thường lớn cũng sẽ được sử dụng cho việc củng cố chất lượng tài sản. Một điểm cần lưu ý là những mục tiêu tăng trưởng này đa phần được xác lập dựa trên những điều kiện kinh doanh không quá thuận lợi, và từ trước khi bộ máy chính quyền mới của Mỹ công bố mức thuế quan tối đa có thể áp đặt, vào thời điểm đầu tháng 4. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tăng trưởng lợi nhuận cho các NH trong phạm vi theo dõi, từ mức 15-17% trước đó xuống dưới 14%, khi các yếu tố bất lợi ngày càng gia tăng.

Kế hoạch 2025 và thực hiện trong Q1 (tỷ đồng)

	LNTT			Tín dụng			NII	
	1Q25 (nghìn tỷ)	1Q25 (svck)	KH 2025 (svck)	1Q25 (svck)	1Q25 (sv.Q4)	2025 (KH)	1Q25 (sv.Q4)	1Q25 (svck)
ACB	4,597	-6.0%	9.5%	18.3%	3.1%	16.0%	-10.2%	-5.4%
BID	7,413	0.3%		17.3%	2.5%	16.0%	-10.8%	3.0%
CTG	6,823	9.9%		18.8%	4.5%		-5.1%	2.0%
HDB	5,355	33.0%	26.6%	21.0%	1.2%	31.1%	-9.7%	3.5%
MBB	8,386	44.7%	10.0%	27.1%	2.3%	26.0%	4.9%	29.0%
STB	3,674	38.4%	14.5%	11.9%	4.6%	13.9%	12.5%	15.3%
TCB	7,236	-7.2%	14.4%	18.3%	4.1%	16.4%	-3.4%	-2.3%
VCB	10,860	1.3%	5.0%	15.6%	1.2%	16.3%	-1.1%	-2.8%
VIB	2,421	-3.2%	22.4%	24.7%	3.1%	22.2%	-8.3%	-14.2%
VPB	5,015	19.9%	26.3%	21.6%	5.2%	25.0%	1.2%	17.9%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: NII: Thu nhập lãi thuần; NSI: Thu nhập thuần từ dịch vụ; NOI: Thu nhập khác; OPEX: CPHĐ; Prov.: Chi phí dự phòng

Thu nhập và chi phí của các ngân hàng trong nhóm theo dõi (nghìn tỷ)

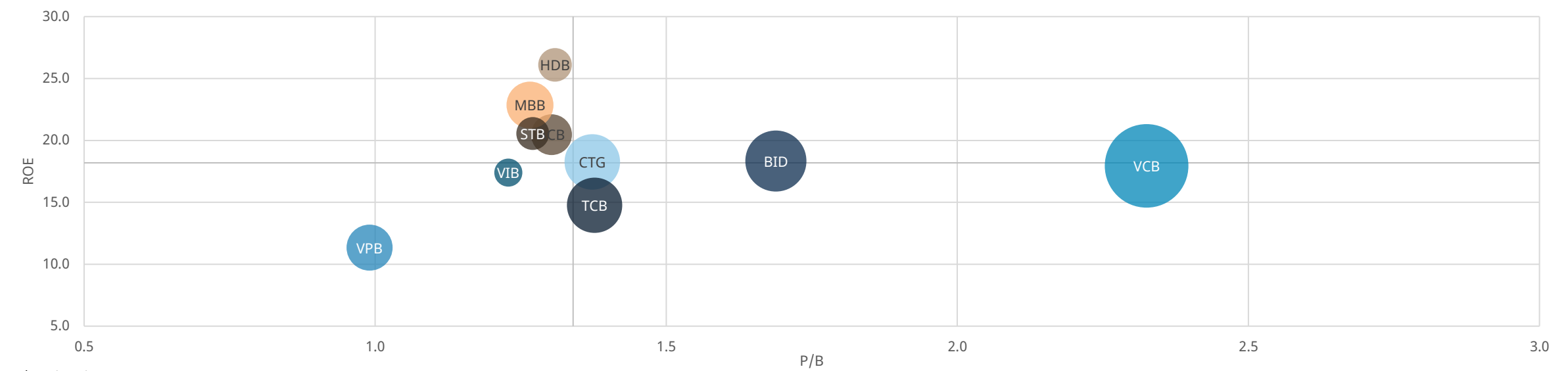


Ngân hàng - Hợp sức chung tay (tt.)

Phép thử sức bền

- Triển vọng trong khía cạnh cơ bản lần định giá của ngành NH trong thời gian tới được đánh giá là thận trọng hơn so với giai đoạn trước.** Việc đáp ứng các chuẩn an toàn hoạt động cao hơn cùng với môi trường vĩ mô có nhiều bất ổn cả trong và ngoài nước khiến tốc độ tăng trưởng cũng như mức độ ổn định suy giảm. Tâm lý thị trường có phần lạc quan sau thông tin hoãn áp thuế ở mức 46%, tuy nhiên có một thực tế là hiện mức thuế bổ sung 10% đã được áp dụng làm suy giảm triển vọng tiêu dùng, ít nhất là trong ngắn hạn.
- Về khía cạnh định giá, tuy việc tuân thủ các tiêu chuẩn cao hơn sẽ góp phần ổn định hoạt động của các NHTM cũng như giảm rủi ro hệ thống, mặt bằng định giá của các NHTM cũng có thể bị điều chỉnh giảm. Ở mặt tích cực, với việc giảm thiểu rủi ro thì phần bù lợi suất yêu cầu cho huy động vốn chủ cũng sẽ giảm, qua đó hỗ trợ phần nào cho tỷ lệ chiết khấu. Tuy nhiên, giảm chi phí vốn chủ nhưng đi kèm với đó là giảm triển vọng lợi nhuận, nhiều khả năng sẽ kéo giảm mức định giá trung bình của các NH so với quá khứ hay cả mặt bằng chung. Và dù tăng trưởng tín dụng liên tục ghi nhận ở mức cao khoảng 20% hoặc hơn trong 2023-2024, một phần không nhỏ dư nợ tín dụng của các NH đã được tái tục theo biên LS mới cũng hạn chế khả năng NIM phục hồi mạnh, qua đó giảm khả năng tăng định giá trong tương lai gần.
- Dòng tiền hướng đến những ngân hàng có câu chuyện đầu tư.** Đối với nhóm NHQD, mặc dù vẫn là những lựa chọn an toàn, tuy nhiên họ lại đang gặp khó ở nhiều mặt như hỗ trợ nền kinh tế và nhu cầu tăng vốn cấp thiết. Ngược lại, các NH tư nhân lớn có tiềm năng tăng trưởng tốt cũng như câu chuyện đầu tư liên quan đến thu nhập bất thường hay hậu tái cấu trúc, đang và có thể tiếp tục thu hút chú ý của dòng tiền có thể kể đến như STB, MBB, TCB và VPB.

Vốn hóa, ROE, và P/B của các ngân hàng lớn (P/B trung bình 12 NHTM lớn là 1.34x)



Ngân hàng - Hợp sức chung tay (tt.)

BID



CTG



VCB



MBB



VPB



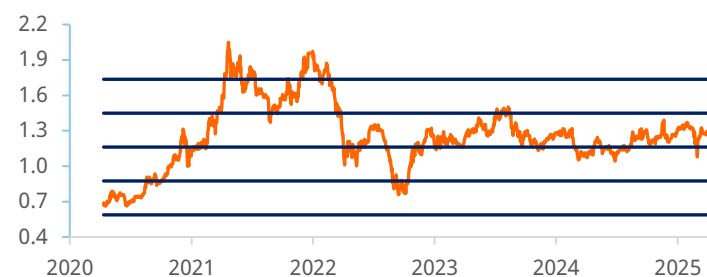
TCB



ACB



STB



HDB



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

Đặt kỳ vọng vào thương vụ IPO

Nguyễn Dương Công Nguyễn, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

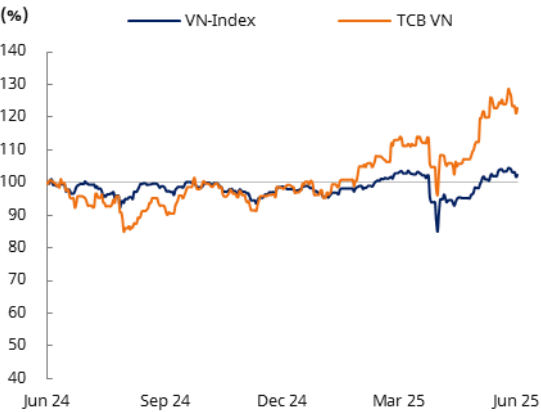


(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,200
Thị giá (10/06/25)	30,150
Lợi nhuận kỳ vọng	7%

LNST (25F, tỷ đồng)	25,236
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	17
P/E (25F, x)	8.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	213,005
SL cổ phiếu (triệu)	7,065
Tỷ tự do chuyển nhượng (%)	77.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,900
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	9.224.323.3
Tương đối	5.220.321.1

Điểm nhấn đầu tư

- Chúng tôi cân nhắc điều chỉnh lại kỳ vọng giá mục tiêu trong ngắn và trung hạn nhằm tận dụng tốt hơn các cơ hội đầu tư đang mở ra. Về mặt cơ bản, tăng trưởng tín dụng của ngân hàng không gặp nhiều áp lực nhờ hệ sinh thái tích hợp mạnh mẽ. Mặc dù vẫn có những lo ngại liên quan đến rủi ro tập trung hay những thay đổi chiến lược có thể gây áp lực lên lợi nhuận, thực tế rằng nhiều ngân hàng cùng nhóm đang cố gắng học theo mô hình này phần nào cho thấy tính phù hợp của định hướng chiến lược, qua đó củng cố vị thế của TCB như một NH tư nhân dẫn đầu.
- Về yếu tố đột biến, cổ phiếu gần đây ghi nhận xu hướng tích cực với kỳ vọng niềm yết lần đầu của TCBS. Tuy vậy, trong tương lai gần, triển vọng chung lại tương đối thấp. Theo BLĐ chia sẻ, mục tiêu chính của việc thoái vốn là tìm kiếm đối tác chiến lược có khả năng hỗ trợ nâng cao nền tảng công nghệ-vốn đã vượt trội so với phần lớn đối thủ nội địa-thay vì có nhu cầu về vốn. Trong bối cảnh nội địa và bên ngoài có nhiều bất ổn, việc đồng thời đáp ứng các tiêu chí như: định giá cao, năng lực công nghệ vượt trội và quy mô thương vụ lớn-sẽ khiến quá trình tìm kiếm đối tác phù hợp cần nhiều thời gian hơn.
- Tuy nhiên, thương vụ của VPBank với FECredit có thể là một trường hợp tham chiếu đáng lưu ý. Trong giai đoạn trước (vài quý) và trong thương vụ, quá trình thoái vốn diễn ra trùng với giai đoạn thanh khoản dồi dào, giúp định giá của VPB bật xa khỏi ngưỡng +2 độ lệch chuẩn – mặc dù không bất ngờ khi mức định giá này sau đó đã điều chỉnh mạnh do thiếu tính bền vững.
- Dựa trên các điều kiện hiện tại, nhiều khả năng một phần số tiền thu về từ thương vụ TCBS sẽ được chia lại cho cổ đông dưới dạng cổ tức tiền mặt, qua đó cải thiện lợi suất cổ tức và tạo lực đẩy cho thị giá. Cần lưu ý, hiện chưa có điều chỉnh nào đối với dự phóng lợi nhuận, cũng như thương vụ này chưa được đưa vào mô hình định giá do thiếu dữ liệu có thể lượng hóa tại thời điểm này.
- Dẫu vậy, mức định giá mục tiêu trung hạn đã được điều chỉnh tăng, với giá mục tiêu mới là 32,200 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức P/B 1.4x – tương đương với trung bình giao dịch 5 năm gần nhất. Khả năng điều chỉnh tăng thêm vẫn được để ngỏ, với kịch bản có thể mở rộng đến mức P/B 1.8x (tương đương 42,500 VND/cổ phiếu), trong trường hợp có thêm thông tin rõ ràng về thương vụ. Như thường thấy với các yếu tố đột biến, tâm lý thị trường thường xuyên phản ánh trước các yếu tố cơ bản – “đặt niềm tin vào câu chuyện đầu tư” – nhưng tiềm năng tác động lên định giá là điều không thể bỏ qua.



FY (31/12)	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	26,699	30,290	27,691	35,508	41,695	48,344
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,378	10,612	12,370	11,482	11,940	12,454
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	23,238	25,568	22,888	27,538	32,260	39,143
LNST (tỷ đồng)	18,038	20,150	18,148	21,523	25,236	30,620
EPS (đồng)	5,138	5,729	5,152	3,046	3,567	4,321
ROE (%)	21.5	19.5	14.8	15.4	16.1	17.4
P/E (x)	5.0	4.5	5.0	8.4	8.5	7.0
P/B (x)	1.0	0.8	0.7	1.2	1.1	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	26,505	32,248	37,368	20,940	23,333	26,447
Tổng tài sản (tỷ đồng)	568,811	699,033	849,482	978,799	1,128,532	1,305,068
VCSH (tỷ đồng)	93,056	113,425	131,628	147,940	165,093	187,406

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Đường hồi phục gập ghềnh

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

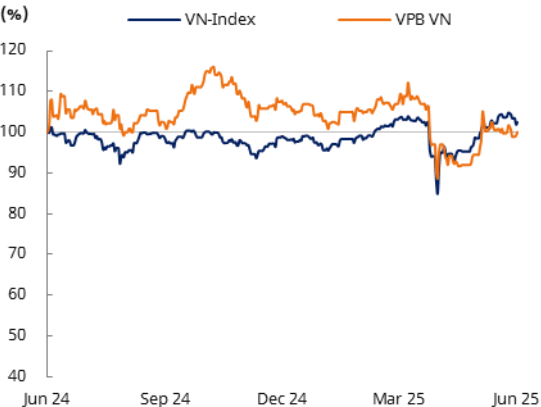


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	22,600
Thị giá (10/06/25)	18,000
Lợi nhuận kỳ vọng	26%

LNST (25F, tỷ đồng)	20,423		
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (25F, %)	29		
P/E (25F, x)	6.5		
Vốn hóa (tỷ đồng)	131,703		
SL cổ phiếu (triệu)	7,934		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	91.8		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24.5		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,150		
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,050		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.9	-16.4	-9.8
Tương đối	-7.3	-14.7	-11.3

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng bằng cân đối của VPB khá tích cực trong Q1, với tổng tài sản tăng 7.6% sv.2024, tiệm cận mốc 1 triệu tỷ. NH hợp nhất—không bao gồm khoản phải thu đã bán cho GPBank (~20 nghìn tỷ)—tăng trưởng tín dụng đạt 5.2%, cao hơn nhiều sv. mức tăng trưởng toàn hệ thống (3.9%). Động lực tăng trưởng chính đến từ NH mẹ, với mức tăng trưởng 5.4%, đạt 663 nghìn tỷ. Giải ngân theo ngành khá đa dạng và giảm phụ thuộc và phân khúc cho vay KD BĐS. Chi tiết, các ngành ghi nhận giải ngân cao bao gồm thương mại (+13.7%), sản xuất & chế tạo (+12.4%), và tài chính (+26.6%). Danh mục cho vay mua nhà cũng ghi nhận mức tăng tương đối tích cực +6.2%, gần đạt mốc 100 nghìn tỷ.
- Về mặt huy động, tiền gửi tăng 13.7% sv.2024, trong khi huy động kênh GTCG—nguồn vốn trung dài hạn—tăng 17.6%, cho thấy triển vọng khả quan đối với hoạt động giải ngân trong các quý tới. Bên cạnh đó, nhiều dự án BĐS sở hữu bởi đối tác của VPB đã được tháo gỡ pháp lý và bắt đầu khởi động trở lại. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng tăng trưởng tín dụng cả năm 2025, từ 23.8% lên 25.8%.
- Tuy nhiên, chất lượng tài sản có phần suy giảm. NPL hợp nhất tăng 50bps sv.2024, lên 4.74%, (tổng nợ xấu tăng 19.1% sv. 2024). LLR cũng ghi nhận giảm gần 9%p, còn 47.4%. Trong đó, cả ngân hàng mẹ và các công ty con ghi nhận lần lượt khoảng 3 và 2.5 nghìn tỷ nợ xấu mới phát sinh trong kỳ. Ở mặt tích cực, tổng dư nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) lại giảm 8.8%, còn khoảng 66 nghìn tỷ, cho thấy nợ xấu phát sinh mới đa phần bị chuyển từ nhóm 2 sang. Tỷ lệ nợ dưới chuẩn giảm mạnh từ 10.45% cuối 2024 xuống còn 9.04%. Với NPL vẫn ở mức cao, ngân hàng sẽ cần tăng cường trích lập dự phòng để đảm bảo chất lượng tài sản.
- Về lợi nhuận, VPB tiếp tục ghi nhận một quý khởi sắc, với LNTT +20% svck trong Q1/2025. Động lực chính đến từ NII tăng 17.9% svck, cùng với thu nhập ngoài lãi tăng 5.9%. Trong nhóm thu nhập ngoài lãi, mảng dịch vụ có phần kém khả quan (-24.8%), chủ yếu do thay đổi trong cách hạch toán. Ngược lại, thu nhập khác phục hồi mạnh, đặc biệt nhờ các khoản thu hồi nợ xấu, tăng lần lượt 95.3% và 129.4%. Tuy nhiên, CPHĐ và CPDP cũng tăng lần lượt 11.8% và 15.9%, ảnh hưởng đến triển vọng chi phí cho năm 2025. Ở chiều tích cực, NIM cải thiện nhẹ, tăng 5bps QoQ, lên 5.99% nhờ lợi suất tài sản duy trì ổn định và chi phí vốn giảm. Đáng chú ý, chương trình “tự động sinh lợi” dù mới ra mắt đã giúp giảm áp lực chi phí huy động vốn không phải thể mạnh của VPB.
- Nhìn chung, KQHĐ của VPB dù tích cực nhưng có phần kém hơn so với kỳ vọng. Do đó, LNTT năm 2025 của ngân hàng cũng đã được điều chỉnh giảm 3.1%, với các thay đổi chính trong triển vọng. Mặc dù tăng trưởng tín dụng quý 1 và triển vọng giải ngân cả năm 2025 vẫn tích cực, NIM dự phóng điều chỉnh giảm 10bps, còn 6.27%, phản ánh sự phục hồi chậm hơn kỳ vọng của mảng tài chính tiêu dùng—tăng trưởng tín dụng tại các DN phụ thuộc chủ yếu đến từ cho vay ký quỹ—và áp lực cạnh tranh gia tăng trong phân khúc cho vay mua nhà. Đồng thời, triển vọng NIM trung-dài hạn được điều chỉnh giảm từ 6.3-6.4% xuống 6.1-6.2%, phù hợp với những thay đổi mang tính dài hạn phát sinh gần đây. Dự phóng chi phí tín dụng cũng được điều chỉnh tăng, từ 2.9% lên trên 3% cho năm 2025.



FY (31/12)	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	34,349	41,021	38,175	49,080	60,100	69,370
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9,953	16,776	11,569	13,175	14,281	14,833
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	14,580	21,220	10,987	20,013	26,246	32,596
LNST (tỷ đồng)	11,808	18,168	10,053	15,779	20,423	25,326
EPS (đồng)	2,656	2,706	1,267	1,989	2,574	3,192
ROE (%)	17.0	19.1	8.3	11.0	13.1	14.5
P/E (x)	6.4	6.3	13.4	8.5	6.5	5.2
P/B (x)	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
Giá trị sổ sách (đồng)	17,891	14,490	16,980	17,886	19,908	22,537
Tổng tài sản (tỷ đồng)	547,626	631,013	817,700	923,848	1,116,897	1,291,061
VCSH (tỷ đồng)	86,451	103,502	139,947	147,275	163,803	185,305

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tái cơ cấu MBV, công ty con và chi nhánh nước ngoài



Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,300
Thị giá (10/06/25)	24,250
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

LNST (25F, tỷ đồng)	25,185
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	2.0
P/E (25F, x)	5.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	142,793
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	6,103
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	69
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	22
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,870
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.1	9.2	22.3
Tương đối	4.9	12.5	19.5

Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q1/2025: MB ghi nhận lợi nhuận trước thuế hợp nhất kỷ lục đạt 8,386 tỷ đồng (+44.7% svck). Thu nhập lãi thuần (NII) tăng mạnh (+29% svck) nhờ biên lãi ròng (NIM) cải thiện, trong khi thu nhập phí thuần (NFI) cũng ghi nhận mức tăng đáng kể (+30.7%), được hỗ trợ bởi mảng bảo hiểm và thu nhập từ dịch vụ khác. Thu nhập ngoài lãi (NOI) ghi nhận mức tăng trưởng +19.3% svck nhưng giảm -43.2% QoQ, do Q4/2024 ghi nhận khoản thu hồi nợ đã xử lý đột biến. Chi phí hoạt động lần lượt đạt 3,949 tỷ (+12.4% svck) và 2,986 tỷ (+10.3% svck). CIR cải thiện, đạt 25.78% (riêng ngân hàng mẹ: 23.8%) nhờ số hóa. Tăng trưởng tín dụng đạt 2.31% YTD, dư nợ cho vay đạt 798 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu tăng từ 1.62% lên 1.84%; tỷ lệ nợ xấu mở rộng từ 3.19% lên 3.75%, chủ yếu do nợ nghi ngờ tăng 35% và nợ có khả năng mất vốn +12.6% YTD. Tổng tài sản đạt hơn 1.15 triệu tỷ (+2.5% YTD). ROA và ROE lần lượt đạt 2.34% và 22.18%.

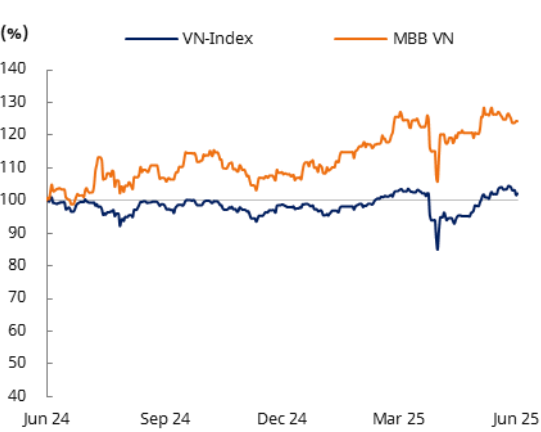
Tái cấu trúc toàn diện MBV: Sau chuyển giao, MB trở thành chủ sở hữu 100% vốn MBV (Quyết định 2301/QĐ-NHNN ngày 17/10/2024), với mục tiêu tái cơ cấu toàn diện, duy trì mạng lưới 101 điểm giao dịch tại 19 tỉnh/thành, khắc phục lỗ lũy kế (~15,688 tỷ đồng tại 31/12/2024), nâng cao hiệu quả hoạt động và chuyển MBV thành ngân hàng số hiện đại. Tính đến cuối năm 2024, MBV sở hữu tổng tài sản 46,232 tỷ đồng, dư nợ cho vay 34,795 tỷ đồng, huy động vốn từ khách hàng 46,958 tỷ đồng.

Đẩy mạnh cấu trúc chi nhánh nước ngoài, công ty con: MB tái cơ cấu các đơn vị để phù hợp quy định sở tại và nâng hiệu quả. MB Campuchia chuyển sang mô hình liên doanh hoặc công ty cổ phần, và đang tìm đối tác chiến lược. MCredit có thể chuyển thành công ty TNHH MTV hoặc cổ phần, với KH IPO đang được xem xét để thúc đẩy tăng trưởng. MB cũng sẽ nâng cấp MB Lào thành công ty con, đồng thời xem xét mở rộng chi nhánh, sự hiện diện mới tại thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc, Singapore và Đài Loan.

Mua lại cổ phiếu quỹ: Tại ĐHCĐ ngày 26/4, HĐQT MB trình cổ đông phương án mua lại 100 triệu cổ phiếu (~1.6% vốn điều lệ). Chủ tịch MB khẳng định thương vụ mua lại này sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến hệ số CAR của ngân hàng.

Cổ tức 2024: MB dự kiến cổ tức ở mức 35%, bao gồm 32% bằng cổ phiếu và 3% bằng tiền mặt. MB dự kiến tăng VDL từ 61 nghìn tỷ lên tối đa 81.4 nghìn tỷ, ~ tăng thêm 20.3 nghìn tỷ đồng, thông qua: (1) phát hành riêng lẻ tối đa 620 tỷ đồng và (2) phát hành cổ phiếu để chi trả cổ tức với tỷ lệ 32% cho 1.97 tỷ cổ phiếu, tương đương khoảng 19.7 nghìn tỷ đồng.

Điều chỉnh giảm dự phóng do ảnh hưởng lo ngại thuế quan Mỹ: Chúng tôi điều chỉnh thu nhập lãi thuần (NII) từ 48,526 tỷ đồng (+17.9% CK) xuống 48,263 tỷ đồng (+17.3% CK), thu nhập phí (NFI) từ 4,922 tỷ (+12.7% CK) xuống 4,855 tỷ (+11.1% CK), và lợi nhuận trước thuế từ 31,758 tỷ (+10.2% CK) xuống 31,482 tỷ (+9.2% CK). Nguyên nhân đến từ những lo ngại về việc sản xuất, đầu tư bất động sản chững lại, SME và nhà đầu tư cá nhân thận trọng trước tình hình biến động vĩ mô hiện nay.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	36,023	38,684	41,152	48,263	57,583	68,206
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9,570	8,622	14,261	13,365	13,340	13,890
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	22,729	26,306	28,829	31,482	35,479	40,320
LNƯ (tỷ đồng)	17,483	20,677	22,634	25,185	28,383	32,255
EPS (đồng)	3,673	3,764	4,021	4,067	4,167	4,305
ROE (%)	24.6	23.5	21.2	20.0	19.3	18.5
P/E (x)	6.6	6.5	6.0	5.9	5.8	5.6
P/B (x)	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	728,532	944,954	1,128,801	1,409,792	1,728,627	2,119,186
VCSH (tỷ đồng)	79,613	96,711	117,060	134,645	159,830	188,212
Giá trị sổ sách (đồng)	16,727	17,604	20,794	21,743	23,464	25,118

Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Thu hồi nợ Phong Phú và chờ duyệt tái cơ cấu là hai chất xúc tác chính

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	46,000
Thị giá (10/06/25)	42,950
Lợi nhuận kỳ vọng	7%

LNST (25F, tỷ đồng)	12,545
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	13.1
P/E (25F, x)	7.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	77,482
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,885
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	96.6
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	21
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,870
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	1.125.946.8
Tương đối	-8.618.943.1

Điểm nhấn đầu tư

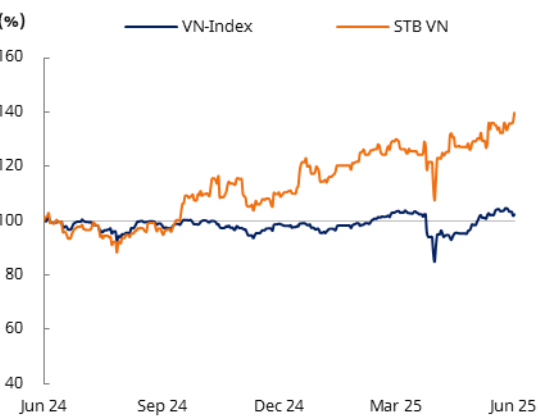
Lợi nhuận tăng mạnh nhờ giảm trích lập dự phòng: Trong Q1/2025, STB ghi nhận LNTT 3,674 tỷ đồng (+38.4% svck), hoàn thành 25% kế hoạch năm (14,650 tỷ đồng). Động lực chính đến từ việc chi phí dự phòng chỉ còn 195 tỷ đồng (-71.2% svck). Thu nhập lãi thuần tăng 15% svck, đạt hơn 6,863 tỷ đồng với mức thu tăng 9.3% và chi phí chỉ tăng 3.8% trong Q1/2025. Thu nhập từ dịch vụ tăng mạnh 26% svck lên gần 728 tỷ đồng, chủ yếu nhờ mảng bảo hiểm và phí dịch vụ. Lãi từ kinh doanh ngoại hối ổn định ở mức 308 tỷ đồng, trong khi thu nhập khác ghi nhận lỗ 103 tỷ đồng (Q1/2024: lãi 16.3 tỷ). Tổng chi phí hoạt động tăng 10.9% lên 3,927 tỷ đồng, song lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trước trích lập dự phòng vẫn tăng 16% đạt 3,869 tỷ đồng. STB tiếp tục thực hiện kế hoạch cắt giảm nhân sự và mạng lưới chi nhánh, giảm 970 nhân sự, còn 17,118 người với tỷ lệ CIR cải thiện, đạt 50.4% (-1.2%p svck).

Tăng trưởng tài sản ổn định; Nợ xấu tăng nhẹ: Đến ngày 31/3, tổng tài sản đạt 757,093 tỷ đồng (+1.2% YTD). Dư nợ cho vay khách hàng đạt 564,327 tỷ đồng (+5% YTD), trong khi tiền gửi khách hàng tăng 3%, lên 585,569 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu tăng từ 2.4% cuối 2024 lên 2.51%, với tổng nợ xấu tăng đạt 14,150 tỷ đồng (+24% svck). Trong đó tỷ trọng nợ nghi ngờ đạt 0.5% (không đổi), nợ có khả năng mất vốn ở mức 1.8% (+50bps svck), còn nợ cần chú ý giảm nhẹ còn 0.8% (-6bps svck).

CEO từ nhiệm: Ngày 27/5/2025, Sacombank công bố bà Nguyễn Đức Thạch Diễm thôi giữ chức Tổng Giám đốc và tiếp tục đảm nhiệm vai trò Phó Chủ tịch Thường trực HĐQT. Ông Nguyễn Thanh Nhung – nguyên Tổng Giám đốc Vietbank và Phó Tổng Giám đốc Eximbank – được bổ nhiệm làm Quyền Tổng Giám đốc, mang theo hơn 30 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực ngân hàng để dẫn dắt Sacombank bước vào giai đoạn phát triển tiếp theo.

Tiến trình tái cơ cấu: Sacombank đã hoàn thành 13/14 hạng mục tái cơ cấu, chỉ còn khoản nợ liên quan ông Trầm Bê. Từ 2017–2024, ngân hàng thu hồi 25,612 (gồm 23,363 tỷ gốc, 2,249 tỷ lãi)/35,400 tỷ đồng dư nợ gốc. Phần còn lại 12,037 tỷ gồm 10,538 tỷ đã bán cho VAMC và 1,454 tỷ repo/phải thu, đều đã được trích lập 100%. Ngoài ra, 604.9 triệu cổ phiếu STB (32% vốn) đang làm tài sản đảm bảo, ghi nhận giá trị sổ sách 6,611 tỷ đồng. Sacombank sẽ trình phương án phân bổ giá trị thu hồi lên NHNN phê duyệt.

Khoản nợ liên quan KCN Phong Phú: Trong năm 2024 đã thu hồi hơn 1,587 tỷ đồng, trong đó đã sử dụng hạch toán trực tiếp giảm nợ xấu và trích lập dự phòng. Ngân hàng kỳ vọng sẽ thu hồi thêm 30–40% (2,380 tỷ - 3,173 tỷ) trong năm 2025 và xử lý dứt điểm trong 2026.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	17,147	22,072	24,532	28,896	33,378	41,072
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	8,994	4,101	4,145	8,270	9,554	7,244
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	6,339	9,595	12,720	15,819	19,318	22,379
LNST (tỷ đồng)	5,041	7,719	10,087	12,545	15,319	17,747
EPS (đồng)	2,447	3,747	4,896	5,536	6,145	6,472
ROE (%)	13.8	18.3	20.0	20.5	20.3	19.3
P/E (x)	16.1	10.5	8.1	7.1	6.4	6.1
P/B (x)	2.1	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	591,908	674,390	748,095	866,581	995,845	1,144,292
VCSH (tỷ đồng)	38,627	45,734	54,972	67,655	82,974	100,721
Giá trị sổ sách (đồng)	18,750	22,199	26,683	29,854	33,286	36,732
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research						

Tái định hình

Nguyễn Dương Công Nguyễn, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

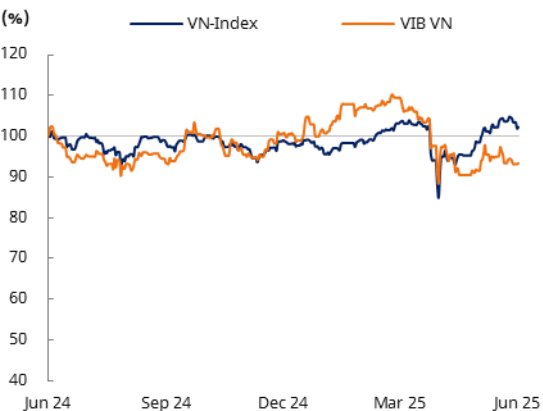


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	22,400
Thị giá (10/06/25)	17,900
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (25F, tỷ đồng)	8,424
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	15
P/E (25F, x)	6.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	53,326
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,979
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	63.6
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	5.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,400
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	2.0-6.3-7.1
Tương đối	-1.8-10.1-9.0

Điểm nhấn đầu tư

- Tổng tài sản NH Quốc Tế Việt Nam (VIB) nhích tăng nhẹ trong Q1/2025, đạt gần 496 nghìn tỷ (+0.5% sv.2024/19.8% svck). Trong đó, cơ cấu tài sản sinh lời có phần dịch chuyển theo hướng tối ưu hơn về mặt lợi suất với cho vay khách hàng tăng 3.4% lên hơn 329 nghìn tỷ và chiếm 66% tổng tài sản, trong khi danh mục đầu tư và cho vay LNH giảm lần lượt 1.8% và 3.1%. Cơ cấu danh mục cho vay theo quý ghi nhận mức tăng đáng kể đối với dư nợ cho các ngành như bán buôn & bán lẻ (+22.8%), dịch vụ tài chính(+27.9%), và đặc biệt là cho vay kinh doanh BĐS (+24.9%, chiếm khoảng 2.1% dư nợ cho vay của VIB) là một sự thay đổi cần thiết đối với ngân hàng vốn tập trung nhiều vào một vài mảng, hạn chế phần nào khả năng mở rộng danh mục cũng như ổn định lợi nhuận. Mảng cho vay mua xe cho thấy triển vọng thị trường đang dần bão hòa, trong khi thị phần xe điện đang gia tăng (mảng vốn không phải thế mạnh của ngân hàng). Trong khi đó, cho vay cá nhân với các sản phẩm chính như cho vay xây sửa nhà hay tái tài trợ có TSDB cũng vừa vấp phải cạnh tranh cũng như hạn chế từ cầu tín dụng yếu. Vì vậy, đa dạng hóa sản phẩm và phân khúc khách hàng là tương đối cấp thiết, dù biên lợi suất sẽ không tốt như giai đoạn 2021-2023, nhưng sẽ có tính ổn định hơn.
- Chất lượng tài sản có phần giảm theo xu hướng chung nhưng không quá tiêu cực. Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ dưới chuẩn cùng tăng 28bps QoQ lên mức 3.79% và 7.1%. Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm chỉ còn hơn 40%. Tuy nhiên, triển vọng có phần khởi sắc hơn cho VIB, đặc biệt khi nghị quyết 47/2017 sắp được luật hóa ,với các lợi thế như danh mục cho vay với nhiều khoản vay nhỏ qua đó giảm các chi phí liên quan đến tranh chấp, và cũng hạn chế phần nào chi phí trích lập cho nợ xấu mới phát sinh (chi phí dự phòng chiếm khoảng 23% DTT của VIB so với mức 20% của các ngân hàng chúng tôi theo dõi). Nợ xấu ngoại bảng (nợ tái cơ cấu) cũng chiếm tỷ lệ khá nhỏ khoảng 0.1% (256 tỷ), theo VIB. Ngoài ra, với chiến lược cho vay có phần rủi ro, đa phần các khoản vay đều có tài sản đảm bảo, có thể được xem như khoản thu dự phòng cho ngân hàng.
- Dư địa tăng trưởng đến từ các yếu tố nội tại. Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của ngân hàng đạt khoảng hơn 23% (cao hơn mức tăng 21.5% trong 2024) với các yếu tố hỗ trợ như: 1) tỷ trọng cho vay doanh nghiệp chưa quá cao; 2) một vài ngân hàng lớn đang đối mặt với vấn đề về tuân thủ các tỷ lệ an toàn nên sẽ phần nào giảm cạnh tranh; 3) định hướng thúc đẩy kinh tế nội địa; 4) các tỷ lệ an toàn thanh khoản của VIB còn khá nhiều dư địa cho việc giải ngân. NIM của ngân hàng cũng được kỳ vọng mở rộng trong 2025 lên hơn 4% (+6bps svck) nhờ khả năng huy động vốn với chi phí thấp hơn. Với việc tài trợ cho chương trình khá được chào đón gần đây “anh trai say hi” giúp thương hiệu tiếp cận với nhóm khách hàng trẻ, VIB cũng ra mắt “tài khoản siêu lợi suất” nhằm thu hút tiền gửi không kỳ hạn, giúp tỷ lệ này (CASA bao gồm cả khoản tiền gửi này) tăng lên 21% (+2%p sv.2024 hay 4%p svck).



FY (31/12)	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11,816	14,963	18,484	16,750	20,479	24,872
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,075	3,095	3,676	3,819	3,824	5,004
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	8,011	10,581	10,704	9,004	10,528	14,802
LNST (tỷ đồng)	6,410	8,469	8,563	7,204	8,424	11,843
EPS (đồng)	4,127	4,018	3,376	2,418	2,786	3,911
ROE (%)	30.3	29.7	24.3	18.1	18.3	21.2
P/E (x)	4.4	4.5	5.4	7.5	6.6	4.7
P/B (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.1	0.9
Giá trị sổ sách (đồng)	15,640	15,492	14,956	14,052	16,574	20,382
Tổng tài sản (tỷ đồng)	309,517	342,799	409,881	493,158	580,142	685,265
VCSH (tỷ đồng)	24,291	32,651	37,940	41,862	50,117	61,724

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Khởi đầu chưa thuận lợi

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



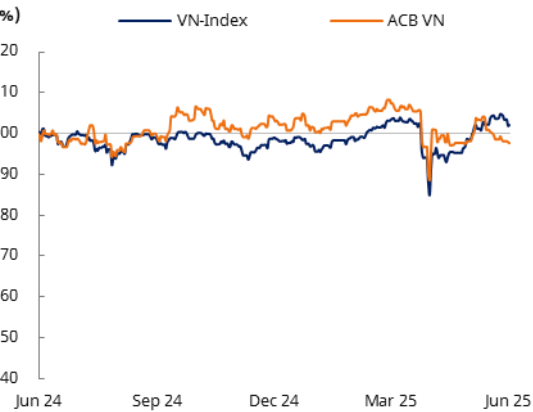
(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	23,700
Thị giá (10/06/25)	20,950
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

LNST (25F, tỷ đồng)	18,359
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	9.3
P/E (25F, x)	5.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	107,613
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5,137
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	82.9
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	26.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,043
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,304

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.2	-4.8	-1.3
Tương đối	-4.1	-8.6	-3.2

Điểm nhấn đầu tư

- ACB có một khởi đầu không mấy thuận lợi trong năm 2025, với kết quả tăng trưởng cả về bảng cân đối lẫn lợi nhuận kém khả quan. Tổng tài sản tăng 3.2% sv.2024 lên 891.7 nghìn tỷ, trong khi tăng trưởng tín dụng thấp hơn nhẹ với 3.1% — và cũng thấp hơn mức tăng toàn ngành. Ngược lại, cho vay liên ngân hàng (LNH) và danh mục đầu tư có phần tăng nhanh hơn, lần lượt 9.7% và 7.4%. Việc chuyển dịch cơ cấu tài sản này một phần mang tính thời điểm, khi thị trường LNH hiện có mức lợi suất tương đối hấp dẫn, giúp bù đắp phần nào sự suy giảm tỷ trọng danh mục cho vay trong tổng tài sản sinh lời (IEAs). Một điểm tích cực trong Q1 là mảng NH bán lẻ ghi nhận tốc độ tăng trưởng cải thiện, tăng 3.4% sv. 2024. Nhờ đó, dù cơ cấu tài sản có sự dịch chuyển, lợi suất tài sản vẫn hồi phục nhẹ 2bps sv.2024, nhưng đã giảm 125bps sv.ck.
- Chất lượng tài sản của ACB vẫn có phần suy yếu trong Q1/2025. Tỷ lệ NPL giảm nhẹ 1bps, nhưng tỷ lệ nợ dưới chuẩn tăng 22bps QoQ, lên 2.18%. Tỷ lệ LLR giảm mạnh từ 76.6% xuống 70.8%. Tỷ lệ nợ dưới chuẩn tăng cao ảnh hưởng tiêu cực lên chất lượng tài sản của ngân hàng trong ngắn hạn, trong khi tác động của việc thay đổi thuế quan đối với các mặt hàng thiếu yếu — mặt hàng chủ đạo của khu vực phía Nam — cũng tiềm ẩn rủi ro đối với ACB khi phân bổ tài sản tập trung nhiều ở khu vực này (~ 95% cuối 2024).
- Tương tự Q1/2024, LNTT của ACB tiếp tục giảm 6% svck (Q1/2024 giảm 5.1% svck). Sự sụt giảm lợi nhuận chủ yếu do NII giảm 5.4%, cho thấy áp lực duy trì lãi suất thấp tương đối lớn đặc biệt trong bối cảnh tín dụng tăng 18.3% svck. NIM 12T giảm 44bps svck và 12bps sv.2024, xuống còn 3.46%, do những tác nhân chính như tỷ trọng KHCN giảm, lợi suất cho vay đi xuống, và chi phí huy động tăng. CP dự phòng cũng tăng mạnh 22.2% svck, gia tăng áp lực lên lợi nhuận trong kỳ. Với kết quả có phần kém tích cực và điều kiện kinh doanh có nhiều thay đổi, LNTT dự phóng được điều chỉnh giảm xuống gần 23 nghìn tỷ, tương ứng mức giảm 1.6% sv. dự phóng gần nhất và tương đương với KHKD 2025 của ACB. Nguyên nhân chính cho việc điều chỉnh triển vọng lợi nhuận do NII dự kiến giảm 5.9% — với NIM dự phóng giảm 31bps ngược với kỳ vọng trước đó là đi ngang, phản ánh áp lực cạnh tranh và định hướng hỗ trợ kinh tế nên ACB cũng như nhiều NHTM đã phải điều chỉnh biên lãi vay. Ở chiều tích cực, thu nhập ngoài lãi điều chỉnh tăng 4.4%, nhờ tình hình thu hồi nợ xấu khả quan. Ngoài ra, dự phóng CPHĐ và dự phòng điều chỉnh giảm lần lượt 6.9% và 20.6%, phù hợp với tình hình thu nhập của NH. Với dư địa tăng trưởng từ các nguồn thu nhập cốt lõi — đặc biệt là NII — khá hạn chế, ngân hàng sẽ không có quá nhiều dư địa để cân đối tăng trưởng lợi nhuận và chất lượng tài sản.
- Ngoài điều chỉnh thu nhập 2025, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm ROE mục tiêu dài hạn của ACB từ mức 19% xuống 17%, phản ánh áp lực cạnh tranh ngày càng lớn từ không chỉ các NHTM tư nhân lớn mà bao gồm cả các NHQD, đặc biệt là ở thị trường trọng yếu của ACB. Mô hình tăng trưởng thận trọng của ACB đã giúp duy trì chất lượng tài sản và hạn chế rủi ro tập trung, nhưng việc một ngân hàng có phần truyền thống như ACB không có nhiều sản phẩm tài chính mang tính đột phá hạn chế tiềm năng tăng trưởng bứt phá. Vì vậy, hệ số P/B mục tiêu hợp lý cũng điều chỉnh giảm từ mức 1.42 lần GTSS xuống còn 1.34 lần, phản ánh triển vọng tăng trưởng không quá vượt trội. Theo đó, giá mục tiêu, dù đã chuyển các chỉ số sang cuối 2025, nhưng chỉ tăng nhẹ từ 27,900 đồng lên 28,200 đồng.



FY (31/12)	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18,945	23,534	24,960	27,795	30,491	35,729
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	4,619	5,257	7,787	5,720	6,483	7,135
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	11,998	17,114	20,068	21,006	22,939	26,152
LNST (tỷ đồng)	9,603	13,688	16,045	16,790	18,359	20,931
EPS (đồng)	3,555	4,053	4,131	3,759	4,110	4,686
ROE (%)	23.9	26.5	24.8	21.7	20.7	21.0
P/E (x)	6.8	6.0	5.9	7.5	5.8	5.1
P/B (x)	2.4	1.4	1.3	1.5	1.3	1.2
Giá trị sổ sách (đồng)	10,101	17,303	18,269	18,685	21,095	23,573
Tổng tài sản (tỷ đồng)	527,770	607,939	718,795	864,006	991,446	1,178,753
VCSH (tỷ đồng)	44,901	58,439	70,956	83,462	94,223	105,290

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Định giá giảm sâu

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	42,300
Thị giá (10/06/25)	35,300
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

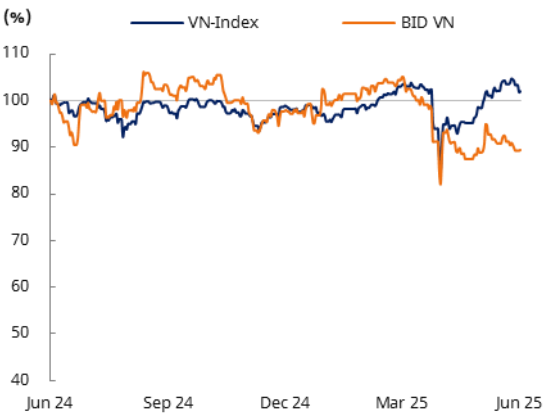
LNST (25F, tỷ đồng)	25,639
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	-10%
P/E (25F, x)	10.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	247,854
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	7,021
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20.4
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	17.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	31,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	42,727

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.3	-3.9	3.7
Tương đối	-2.7	-2.7	-7.0

Điểm nhấn đầu tư

- Q1/2025, tăng trưởng tài sản BID có phần lệch pha giữa các phân loại, đạt gần 2.86 triệu tỷ (+3.5% sv.2024). Trong đó, dư nợ LNH tăng mạnh 22.5% lên 243 nghìn tỷ trong khi danh mục đầu tư và cho vay (tín dụng) chỉ tăng lần lượt 1.4% và 2.5% lên 294.7 nghìn tỷ và 2.1 triệu tỷ. Tuy mảng ngân hàng bán lẻ có phần tăng tích cực hơn với khoảng 3.4%, và cho vay SME tăng mạnh 6.5% nhưng lợi suất cho vay tiếp tục giảm khoảng 3bps sv.2024 do tác động của hỗ trợ lãi suất. Ngoài ra, dù tác động của việc gia tăng tỷ trọng của nhóm KHCN đã được dự báo sẽ khiến tỷ lệ nợ xấu gia tăng phần nào, tỷ lệ này có phần tăng mạnh hơn kỳ vọng lên mức 1.89% (+48bps sv.Q4/2024). Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng lên mức khá cao là 1.85% (+19bps sv.Q4). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu, sau nhiều năm, cũng trượt xuống dưới ngưỡng 100% còn gần 97%. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng tỷ lệ NPL dự phóng lên mức 1.6% trong 2025, đi kèm với đó là chi phí dự phòng điều chỉnh tăng 6.2% sv. dự phóng trước (tương đương tỷ lệ chi phí tín dụng khoảng 1.22%).
- Huy động từ kênh tiền gửi có phần kém khả quan, +1.2% sv.2024 lên mức 1.98 triệu tỷ trong Q1/2025, có cách biệt khá lớn với tăng trưởng cho vay. Trong kỳ, BID huy động đối ứng nhiều hơn từ các kênh như vay NHNN và LNH (+12.7%) và phát hành GTCG (+5.5%). Ngoài ra, BID cũng đã huy động thành công thêm hơn 4.7 nghìn tỷ (không phải trả lãi) từ phát hành thêm đợt 1, qua đó phần nào giảm áp lực lên biên lãi thuần (NIM). NIM giảm 9bps xuống mức 2.33%, từ định hướng duy trì lãi suất thấp. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng có nhiều yếu tố hỗ trợ cho triển vọng NIM của ngân hàng trong 2025 (+30bps) bao gồm: 1) lợi suất từ mảng KHCN đặc biệt là mảng cho vay mua nhà sẽ dần được bình thường hóa trong nửa sau 2025 khi ngân hàng bắt đầu giải ngân mạnh mẽ này từ Q4/2023 (+22.3% đến hết Q1/2025), vốn có thời gian ưu đãi khoảng từ 1-2 năm; 2) chất lượng tài sản cải thiện trong các quý tới; 3) giảm phụ thuộc vào kênh huy động LNH nhờ các đợt PH riêng lẻ tiếp theo cũng như chi phí huy động từ kênh này hạ nhiệt phần nào; 4) tiềm năng tăng trưởng ở mảng KHCN vẫn còn nhiều dư địa, và sự giảm tốc của mảng cho vay mua nhà trong Q1/2025 (+1.3%) đa phần là do yếu tố mùa vụ.
- LNTT đi ngang so với cùng kỳ nhưng giảm khá sâu sv.Q4/2024 (-20.3%), đạt gần 6 nghìn tỷ trong Q1/2025. Trong đó, thu nhập từ các hoạt động chính như thu nhập lãi thuần (-10.8% sv.Q4) và thu nhập thuần từ dịch vụ (-21.7% sv.Q4), có phần thấp hơn kỳ vọng. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng cho 2 khoản này lần lượt 3.6% và 4.5% so với dự phóng trước đây, qua đó, LNTT kỳ vọng giảm xuống còn 32.6 nghìn tỷ (+3.9% svck).
- Với triển vọng lợi nhuận kém khả quan hơn, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho BID từ 46,000VND xuống còn 42,300VND. Tuy nhiên, nhờ đợt điều chỉnh mạnh gần đây, định giá tiệm cận mức thấp trong nhiều năm, tạo cơ hội tích lũy đầu tư dài hạn.



FY (31/12)	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	46,823	56,070	56,136	58,008	74,524	82,459
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	15,483	13,222	16,533	22,607	18,654	19,796
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	13,548	23,009	27,650	31,383	32,606	35,520
LNST (tỷ đồng)	10,540	18,159	21,552	24,658	25,639	27,972
EPS (đồng)	2,321	3,590	4,006	3,915	3,507	3,826
ROE (%)	12.7	19.1	19.0	18.4	16.4	15.7
P/E (x)	17.8	9.9	11.5	11.8	10.3	9.4
P/B (x)	2.2	1.7	2.0	2.0	1.8	1.6
Giá trị sổ sách (đồng)	17,066	20,597	21,563	20,951	22,995	25,851
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,761,696	2,120,609	2,300,914	2,760,693	3,061,733	3,438,900
VCSH (tỷ đồng)	86,329	104,190	122,917	144,512	168,128	189,007

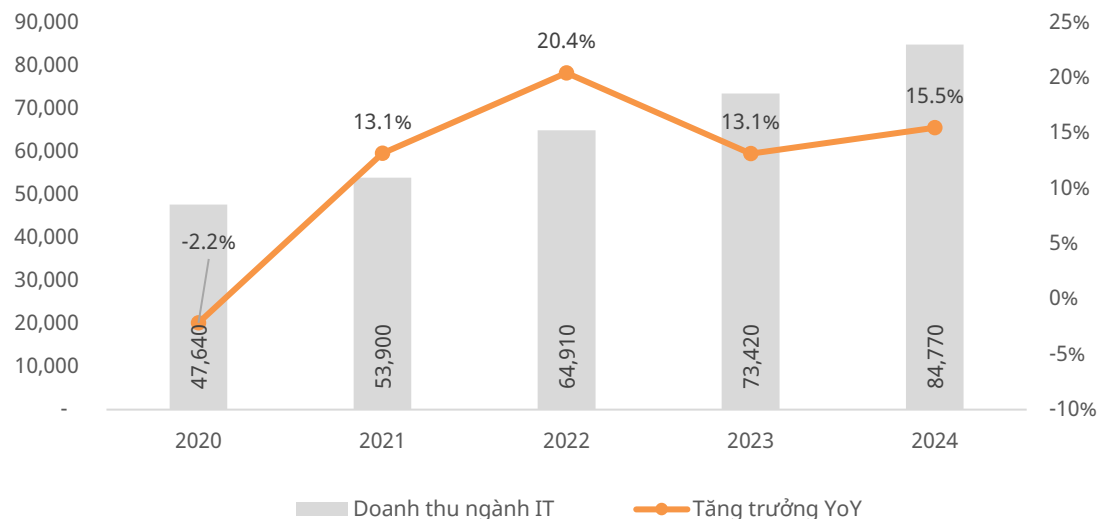
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CNTT – Nhịp điều chỉnh mở ra cơ hội mới

Mức định giá hạ nhiệt khi chi tiêu CNTT chậm lại

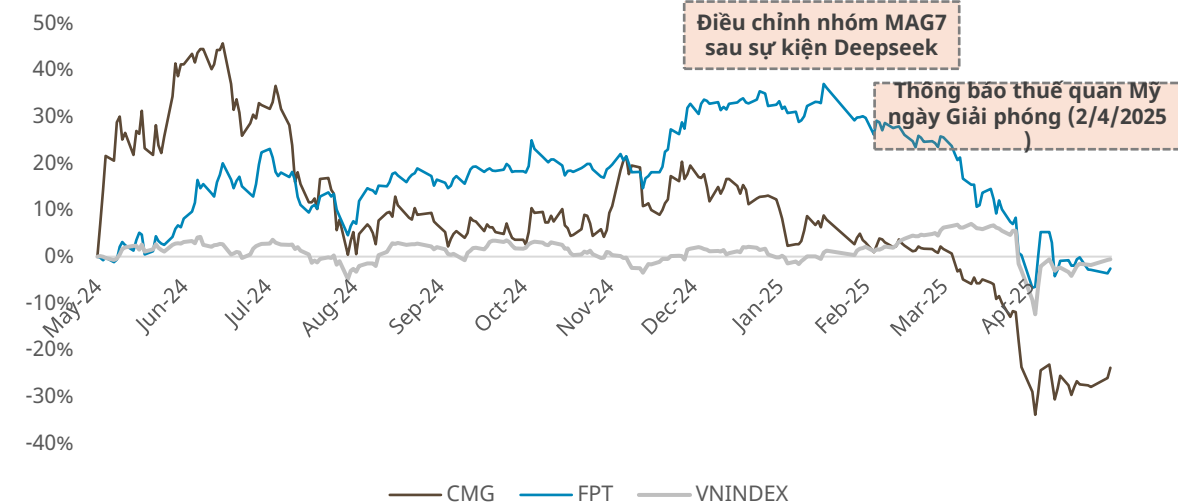
- Hiệu suất hoạt động:** Trong 3T2025, ngành CNTT Việt Nam ghi nhận doanh thu 19,020 tỷ đồng, tăng +20% CK. Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 32.4%, từ mức 31.9% năm 2024, nhờ lạm phát hạ nhiệt và kiểm soát chi phí chặt chẽ. Ngành công nghệ tiếp tục tăng trưởng hai chữ số, được hỗ trợ bởi nguồn nhân lực chất lượng và chính sách khuyến khích từ Chính phủ. Nhu cầu vẫn cao tại các thị trường nước ngoài chính như Nhật Bản, Mỹ và ASEAN, đặc biệt trong các lĩnh vực đang đẩy mạnh chuyển đổi số như tài chính, sản xuất và bán lẻ. Khi các doanh nghiệp chuyển dịch sang cloud, tự động hóa và AI, các doanh nghiệp CNTT Việt Nam hiện đang có vị thế tốt về mặt chi phí để có thể cạnh tranh và mở rộng thị phần. FPT – doanh nghiệp đầu ngành – ghi nhận doanh thu tăng gần 20% trong 2024 (2.17 tỷ US\$) và duy trì đà tăng trong Q1/2025, với dịch vụ CNTT toàn cầu tăng +17% CK, riêng thị trường Nhật tăng mạnh +30% CK. CMG cũng tập trung vào Nhật Bản, đặt mục tiêu thị trường này đóng góp ~50% doanh thu nước ngoài vào 2028. Tuy nhiên, tính đến 4T2025, doanh thu ký mới dịch vụ CNTT toàn cầu (một chỉ báo sớm) của FPT chỉ đạt 15,000 tỷ đồng (+10.4% CK), chậm hơn tốc độ tăng trưởng lịch sử +20%, phản ánh việc chi tiêu cho các dự án công nghệ có thể đã chậm đi do những lo ngại thương mại toàn cầu.
- Định giá:** Tháng 1/2025, cổ phiếu Nvidia giảm 17% (tương đương 593 tỷ US\$ vốn hóa), kéo theo đà bán tháo nhóm cổ phiếu bán dẫn, năng lượng và AI tại Mỹ với tổng giá trị giảm hơn 1,000 tỷ US\$. Việc DeepSeek—một mô hình AI giá rẻ—ra mắt đã làm dấy lên lo ngại về bong bóng định giá. Căng thẳng thuế quan từ tháng 4/2025 càng khiến thị trường thêm bất ổn. Dù không chịu ảnh hưởng trực tiếp, ngành CNTT Việt Nam—với định hướng xuất khẩu và liên kết sâu với chuỗi cung ứng toàn cầu—vẫn bị tác động về tâm lý, khiến các cổ phiếu đầu ngành giảm 20–30% khi kỳ vọng tăng trưởng bị điều chỉnh. Tuy vậy, PEG của FPT và CMG vẫn dao động quanh 0.9x–1x, (Ấn Độ: 2-3x) phản ánh mức định giá hấp dẫn.
- Thành lập các liên doanh mở rộng các mảng đặc thù:** Các doanh nghiệp CNTT Việt Nam đang dần vượt qua mô hình gia công giá rẻ để chuyển sang chuyên sâu theo ngành. FPT mở rộng các lĩnh vực bảo hiểm, ô tô; CMG tập trung vào viễn thông và an ninh đám mây. Tháng 3/2025, FPT ký hợp tác với Pertamina (Indonesia) phát triển AI trong ngành năng lượng, đồng thời cùng Sumitomo và SBI Holdings thành lập liên doanh cung cấp dịch vụ AI tài chính tại Nhật Bản.

Tăng trưởng doanh thu ngành (FPT đóng góp 80% doanh thu ngành CNTT niêm yết; tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

Định giá đã điều chỉnh mạnh do các sự kiện liên quan đến Deepseek và thuế quan



CNTT – Nhịp điều chỉnh mở ra cơ hội mới (tt.)

Chính sách thúc đẩy phát triển

- Chính sách Chính phủ:** Nghị quyết 57-NQ/TW (12/2024) nhấn mạnh khoa học, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số là “động lực quyết định” tăng trưởng. Để thúc đẩy hướng đi này, Nhà nước đang mở rộng chính sách ưu đãi tín dụng, đất đai và thuế. Tháng 3/2025, gói tín dụng 500 nghìn tỷ (tương đương 20 tỷ USD) huy động qua 21 ngân hàng được triển khai; sẽ cấp vốn dài hạn lãi suất thấp cho dự án hạ tầng số như trung tâm dữ liệu và băng thông rộng. Đến nay, Việt Nam thu hút 174 dự án FDI bán dẫn, tổng vốn đăng ký gần 11.6 tỷ USD (gồm 50 doanh nghiệp thiết kế IC) và đã phê duyệt 10 khu CNTT quốc gia (Đà Nẵng, Hòa Lạc, Thủ Đức), hướng tới 16–20 khu vào năm 2030.
- Hạ tầng ứng dụng AI:** Dưới tác động của khối lượng nhu cầu AI gia tăng và nhu cầu cloud mở rộng, Việt Nam đang bước vào giai đoạn xây dựng hạ tầng số quan trọng—đặc biệt là trung tâm dữ liệu và mạng 5G. Trung tâm dữ liệu đang tách thành hai mảng: tính toán (compute) và lưu trữ đám mây, mỗi mảng có nhu cầu công suất và quy mô riêng. Các “ông lớn” Viettel, CMG, FPT, VNPT, VNG mở rộng mạnh: Viettel 14 TTDL (~87 MW), FPT 4 TTDL (~30 MW), VNPT 8 TTDL (~38 MW). Kế hoạch 2025-2030 của Viettel bổ sung 11 TTDL hyperscale, nâng công suất lên 400 MW; CMG dự chi 500 triệu USD tại Việt Nam và Nhật trước 2028.
- Chi phí hạ tầng vẫn cạnh tranh:** Cushman & Wakefield ước tính chi phí xây data center tại Việt Nam ở mức 5.4–8.4 triệu US\$/MW, bình quân 6.9 triệu US\$ (+3.5% CK), chỉ cao hơn Đài Loan (6.4 triệu USD) nhưng thấp hơn Trung Quốc đại lục (7.1), Thái Lan (7.6), Indonesia (8.7) và Malaysia (9.0). Tuy nhiên, thách thức vẫn còn: Data center cho AI ước tính có thể tiêu thụ điện gấp 2–5 lần mô hình truyền thống, gây áp lực lên mạng lưới điện. Nếu không nâng cấp kịp thời và bảo đảm nguồn điện ổn định, nguồn điện vận hành sẽ thành nút thắt lớn nhất cho hạ tầng số. KPMG dự báo công suất data center khu vực APAC tăng trưởng CAGR 13.1% giai đoạn 2025-2030 (cao hơn so với mức 9.2 % ở Bắc Mỹ, 5.3 % ở EU).
- Đẩy mạnh hạ tầng viễn thông:** Viettel dự kiến rót 1.2 tỷ US\$ vào triển khai 5G, hỗ trợ mục tiêu phủ sóng toàn quốc của Bộ TT&TT vào năm 2030. Dù chưa tạo ra lợi nhuận trực tiếp, 5G là nền tảng quan trọng để triển khai ứng dụng AI độ trễ thấp trong logistics, y tế và sản xuất thông minh. Bộ cũng đang xem xét cấp phép băng tần 6GHz, mở ra dư địa tăng trưởng cho IoT và an ninh mạng—những lĩnh vực mà doanh nghiệp CNTT Việt Nam mới bắt đầu xây dựng năng lực.

Các chính sách/mục tiêu phát triển công nghệ tại Việt Nam			Các trung tâm dữ liệu mở mới (2022–2025)				
Chính sách	Ban hành	Nội dung	Nhà vận hành	Thời điểm hoạt động	Vị trí	Quy mô	Ứng dụng
Nghị quyết 57-NQ/TW	2024	Việt Nam mục tiêu nằm trong Top 3 Đông Nam Á về R&D AI năm 2030, TFP đóng góp 55% tăng trưởng GDP, 2% GDP chi cho R&D	FPT Telecom (District 9 DC)	~2025 (theo kế hoạch)	Q9, TP. HCM	10,000 m², 3,600 rack (kế hoạch)	FPT Cloud, Dịch vụ lưu trữ dành cho doanh nghiệp
Quyết định 749/QĐ-TTg (Chương trình Chuyển đổi số Quốc gia)	2020–2025 (tầm nhìn đến 2030)	Tăng tỷ trọng kinh tế số lên khoảng 20% (2025) và 30% (2030); thúc đẩy chính phủ điện tử, thương mại điện tử và fintech	Viettel IDC (Hòa Lạc DC)	2024	Hòa Lạc, Hà Nội	21,000 m², 2,400 rack, 30 MW	AI, đám mây, đặt máy chủ
Quyết định 127/QĐ-TTg về Chiến lược Trí tuệ Nhân tạo	2021	Phát triển 10 thương hiệu AI hàng đầu; thành lập 3 trung tâm đổi mới sáng tạo quốc gia về AI; mở rộng quỹ tài trợ nghiên cứu và đào tạo về AI.	VNPT IDC (Hòa Lạc DC)	T10/2023	Hòa Lạc, Hà Nội	23,000 m², 2,000 rack	Đám mây, đặt máy chủ, dịch vụ chính phủ
Quyết định 1017/QĐ-TTg (Chương trình phát triển nguồn nhân lực cho ngành công nghiệp bán dẫn)	2024	Đào tạo 50,000 nhân lực cho ngành bán dẫn đến năm 2030, bao gồm 42,000 kỹ sư, 7,500 thạc sĩ và 500 tiến sĩ, bao phủ toàn bộ chuỗi giá trị.	CMC Telecom (Tân Thuận DC)	T4/2022	Tân Thuận, TP.HCM	10,000 m², 1,200 rack, 10 MW	Đặt máy chủ trung lập, cloud
Lộ trình phát triển 5G (Bộ Thông tin và Truyền thông)	2024	Phủ sóng 5G toàn quốc vào năm 2030; Viettel dự kiến đầu tư khoảng 1.2 tỷ US\$; nghiên cứu khai thác băng tần 6GHz	MobiFone (Node 3 HCMC)	2022	Thủ Đức, TP.HCM	~9 MW (TP.HCM)	Cloud, lưu trữ dành cho doanh nghiệp
			STT GDC & VNG (Tân Thuận DC)	2021 - 2024	Tân Thuận, TP.HCM	12,400 m², 410 rack (GD1); 1,600 (KH tổng)	Hạ tầng số, cloud, nền tảng nội dung

Nguồn: Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

Thúc đẩy tăng trưởng qua chiến lược liên doanh

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	134,820
Thị giá (10/06/25)	115,900
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

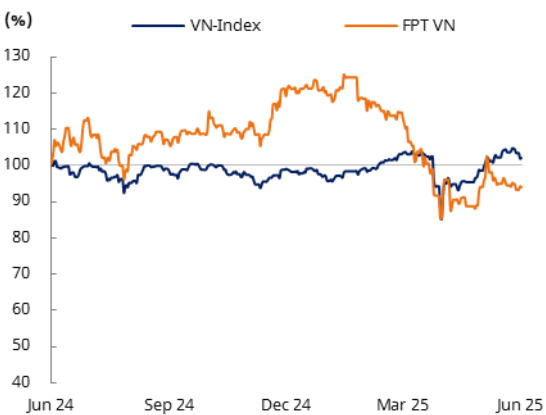
LNST (25F, tỷ đồng)	9,329
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	20.8
P/E (25F, x)	18.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	162,875
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,471
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	77.9
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	41.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	95,565
Cao nhất 52 tuần (VND)	156,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	5.5-13.0-2.6
Tương đối	-2.8-19.9-5.0

Điểm nhấn đầu tư

Cập nhật 4T2025: FPT ghi nhận doanh thu đạt 21.6 nghìn tỷ (+13.5% svck sv +13.9% trong 3T2025). Trong khi lợi nhuận trước thuế (LNTT) tăng mạnh hơn ở mức +17.9% svck (+19.4% trong 3T2025).

- Mảng công nghệ (chiếm 61% doanh thu, 45% LNTT) chỉ tăng 14.1% doanh thu (thấp hơn mức +17% svck trong 3T2025), phản ánh đà chậm lại kể từ khi căng thẳng thương mại bùng phát vào cuối Q1/2025. Trong đó, dịch vụ chuyển đổi số (DX) tăng mạnh 25% svck, đạt 4,850 tỷ đồng. Ngược lại, các hợp đồng CNTT toàn cầu mới ký — một chỉ báo hàng đầu về nhu cầu — chỉ tăng 10.4% CK, đạt 15.4 nghìn tỷ đồng, cho thấy khách hàng đang chi tiêu thận trọng hơn và có thể dẫn đến tăng trưởng chậm lại trong thời gian tới..
- Mảng giáo dục và đầu tư (chiếm 11% doanh thu, 22% LNTT) ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn 4.1% CK. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế của mảng này vẫn tăng 15.8% svck. FPT Education đã đề xuất xây dựng khu phức hợp giáo dục tại Nghệ An trên diện tích 9.2ha với tổng vốn đầu tư 383 tỷ đồng, dự kiến phục vụ hơn 6,600 học sinh mỗi năm, và đang chờ UBND tỉnh phê duyệt kế hoạch.
- Mảng viễn thông (chiếm 28% doanh thu, 33% LNTT) tiếp tục duy trì độ ổn định với doanh thu tăng 15% và LNTT tăng 19.2%, nhờ tối ưu hóa gói cước và duy trì lượng thuê bao ổn định.

Tiến triển trong mảng bán dẫn: Ngày 26/4/2025, TP. Đà Nẵng chính thức công nhận FPT và Marvell Việt Nam là đối tác chiến lược trong lĩnh vực vi mạch bán dẫn và AI. Cả hai cam kết hỗ trợ thành phố trong phát triển phần mềm, phần cứng, đào tạo nhân lực và các hoạt động khác trong tối thiểu 5 năm. FPT dự kiến mở văn phòng tại Công viên Phần mềm số 2, trong khi Marvell Việt Nam – công ty con của tập đoàn Marvell Technology (Mỹ) – là doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đầu tiên được công nhận trong sáng kiến này. Đây là bước tiến cụ thể nhằm hiện thực hóa mục tiêu đưa Đà Nẵng trở thành một trong ba trung tâm bán dẫn – AI hàng đầu Việt Nam vào năm 2030.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	44,010	52,618	62,849	74,366	87,616	103,029
LNHĐ (tỷ đồng)	6,795	8,452	10,508	12,122	14,106	16,485
Biên LNHĐ (%)	15.4	16.1	16.7	16.3	16.1	16.0
EBITDA (tỷ đồng)	8,628	10,738	13,044	14,521	17,073	19,708
LNST (tỷ đồng)	5,310	6,465	7,857	9,329	10,806	12,769
EPS (VND)	4,420	4,648	4,877	5,892	6,825	8,065
ROE (%)	27.2	28.1	28.7	28.5	27.7	27.5
P/E (x)	23.7	22.5	21.5	18.1	15.6	13.2
P/B (x)	6.0	5.8	5.7	4.7	4.0	3.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	51,650	60,283	72,000	83,110	94,472	108,281
VCSH (tỷ đồng)	21,046	24,974	29,794	35,641	42,414	50,418

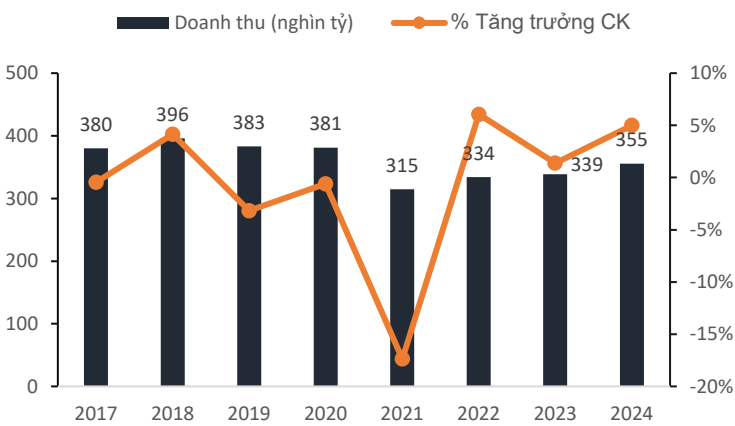
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Viễn thông – Đẩy mạnh chuyển đổi số

Đẩy mạnh chuyển đổi số

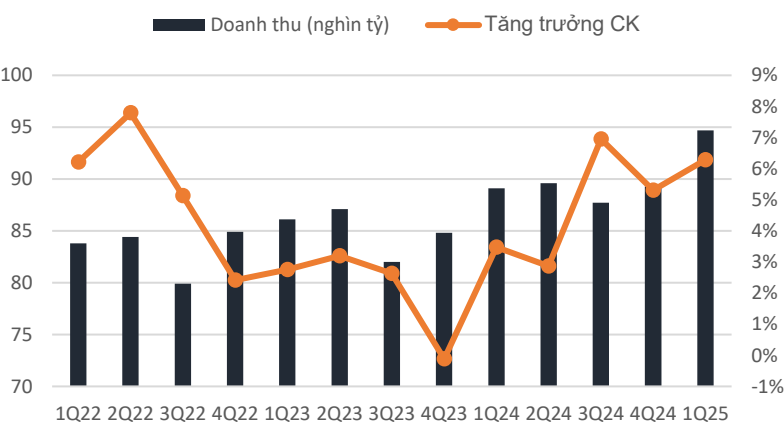
- Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, doanh thu viễn thông Q1/2025 ước đạt 94.7 nghìn tỷ đồng, tăng 6% CK. **Kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp viễn thông năm 2025:**
 - Viettel: Duy trì vị thế dẫn đầu ngành và thúc đẩy cung cấp các dịch vụ chuyển đổi số và giải pháp an toàn thông tin tổng thể cho Chính phủ, các Bộ ngành và các khách hàng doanh nghiệp lớn. Viettel đặt kế hoạch doanh thu hợp nhất năm 2025 đạt 203 nghìn tỷ đồng (+7.3% CK) và lợi nhuận trước thuế đạt 51 nghìn tỷ đồng (+2.5% CK).
 - VNPT: Doanh thu hợp nhất mục tiêu đạt 62,344 tỷ đồng (+ 6% CK) và lợi nhuận trước thuế đạt 6,565 tỷ đồng (tăng 8% CK) trong năm 2025.
 - MobiFone: Công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 24,787 tỷ đồng (+0.16% CK) và lợi nhuận trước thuế đạt 2,191 tỷ đồng (+7% CK) trong năm 2025. Trong đó, doanh thu từ nền tảng số/giải pháp số dự kiến có mức tăng trưởng cao nhất (+22% so với kế hoạch năm 2024).
- Một số quy định và thông tin chính về ngành Viễn thông trong năm 2025 bao gồm:**
 - Công văn số 223/TTg-ĐMDN của Thủ tướng Chính phủ, chuyển giao quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại Tổng công ty Viễn thông MobiFone từ Ủy ban Quản lý vốn nhà nước về Bộ Công an.
 - Các ngân hàng thương mại đã thống nhất với Chính phủ tham gia gói tín dụng ưu đãi trị giá 500 nghìn tỷ đồng (~ 20 tỷ USD) nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp trong lĩnh vực hạ tầng và công nghệ số, với lãi suất ưu đãi thấp hơn ít nhất 1% so với lãi suất thị trường và thời hạn vay tối thiểu là 2 năm.
 - Phó Thủ tướng Nguyễn Chí Dũng đã ký ban hành Quyết định số 659/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ cho phép triển khai thí điểm có kiểm soát các dịch vụ viễn thông sử dụng công nghệ vệ tinh quỹ đạo thấp của Tập đoàn Công nghệ Khám phá Không gian (SpaceX). Các dịch vụ viễn thông được thí điểm trên phạm vi toàn quốc bao gồm: Dịch vụ vệ tinh cố định (dịch vụ truy cập Internet), dịch vụ vệ tinh di động (dịch vụ truy cập Internet trên biển và trên máy bay).

Doanh thu hoạt động viễn thông



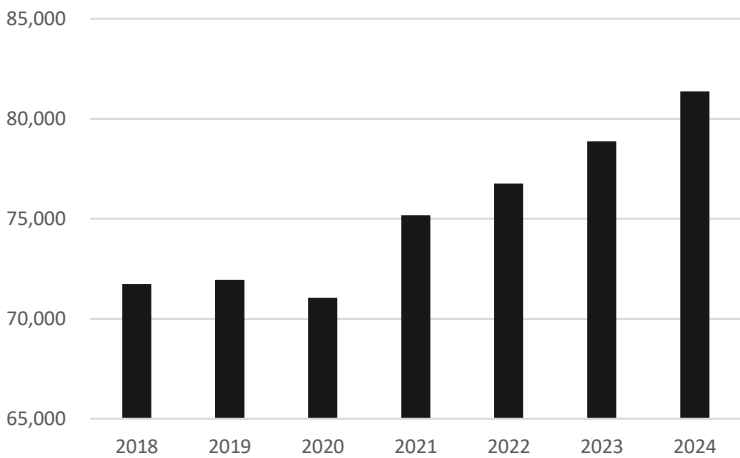
Nguồn: Tổng cục Thống kê, Mirae Asset Vietnam Research

Doanh thu viễn thông theo quý



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Mirae Asset Vietnam Research

Đóng góp vào GDP của Viễn thông (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Khoa học và Công nghệ, Mirae Asset Vietnam Research

Duy trì ổn định giữa căng thẳng thương mại

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	106,700
Thị giá (10/06/25)	90,000
Lợi nhuận kỳ vọng	19%

LNST (25F, tỷ đồng)	611
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	13
P/E (25F, x)	17
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,295
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	114
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	29.0
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	8.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	162,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-3.8-26.4-32.1
Tương đối	-7.4-29.9-33.8

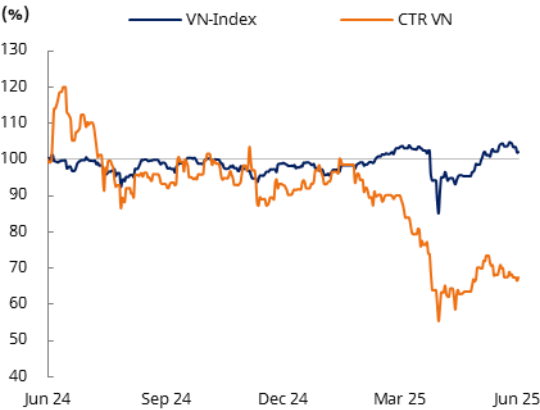
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 4T2025: Doanh thu lũy kế đạt 3,824 tỷ đồng (+7% CK), trong LNTT tăng nhẹ 7% CK, đạt 210 tỷ đồng. Các công ty con liên quan đến Viettel vẫn là khách hàng chủ lực, đóng góp 64% tổng doanh thu của CTR.

- Mảng cho thuê hạ tầng:** mặc dù chỉ chiếm 7% tổng doanh thu, vẫn duy trì mức tăng trưởng doanh thu cao nhất, đạt 268 tỷ đồng (+48% CK). Trong 4T2025, CTR vận hành 10,470 trạm BTS, tăng thêm 120 trạm so với T3/2025, tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu trong hoạt động cho thuê hạ tầng viễn thông tại Việt Nam.
- Mảng vận hành khai thác (VHKT):** tiếp tục là nguồn đóng góp doanh thu chính, chiếm 50% tổng doanh thu, đạt 1,928 tỷ đồng (+2% CK).
- Mảng xây dựng:** chiếm 30% tổng doanh thu, đạt 1,133 tỷ đồng (+7% CK). Tính đến tháng 4/2025, CTR đã ký kết các hợp đồng trị giá 74 tỷ đồng cho các dự án B2B và 188 tỷ đồng cho các dự án B2C và SME.
- Mảng giải pháp CNTT tích hợp và dịch vụ kỹ thuật:** tổng doanh thu đạt 478 tỷ đồng (+6% CK). Trong lĩnh vực dịch vụ kỹ thuật, hai hợp đồng vận hành và bảo dưỡng hệ thống năng lượng mặt trời cho Tập đoàn BCG và nhà máy Yamaha đã được ký kết.

Cập nhật ĐHCĐ 2025: CTR đặt mục tiêu năm 2025 đạt doanh thu 13,968 tỷ đồng (+10% CK), lợi nhuận trước thuế và LNST đạt lần lượt 721 tỷ đồng (+7%) và 563 tỷ đồng (+5%). ROA và ROE giảm còn 7.2% và 24.7% từ mức 7.7% và 28.3% trong năm 2024. CTR tham gia đầu tư hệ thống tuyến cáp ngầm dọc cao tốc Bắc – Nam, dự kiến doanh thu từ 200–500+ tỷ đồng/năm phụ thuộc vào số lượng đơn vị thuê và khả năng mở rộng tuyến cáp quang tới các thành phố lớn. Trong giai đoạn 2025–2030, CTR kỳ vọng tăng trưởng doanh thu 10–15%/năm, trong kịch bản thách thức doanh thu đạt 25,000–30,000 tỷ đồng (tăng trưởng 15%/năm) vào năm 2030 và lợi nhuận tăng trưởng 10%/năm. Đến 2030, mảng cho thuê hạ tầng viễn thông dự kiến vận hành 20,000–30,000 trạm BTS cho thuê, mang về 2,000–2,500 tỷ doanh thu (biên lợi nhuận gộp 15-20%). Mảng VHKT và giải pháp CNTT duy trì biên lợi nhuận 3–5%. Mảng xây dựng sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của CTR trong giai đoạn 2025–2030.

Dự phóng FY25: Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng CTR sẽ đạt doanh thu 14,419 tỷ đồng (+14% CK) và LNST 611 tỷ đồng (+14% CK), với các giả định: Mảng xây dựng tăng trưởng doanh thu 13% CK được hỗ trợ bởi sự gia tăng đầu tư cơ sở hạ tầng 5G. 2) Mảng VHKT dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức 14% CK, được thúc đẩy bởi các hợp đồng trong nước và quốc tế. Doanh thu TowerCo dự phóng có mức tăng trưởng nhanh nhất 40% CK với tỷ suất lợi nhuận gộp 25%.



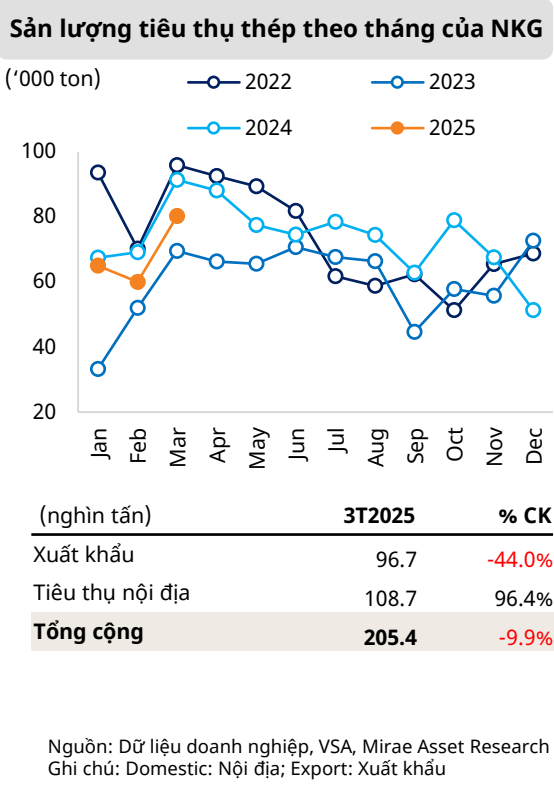
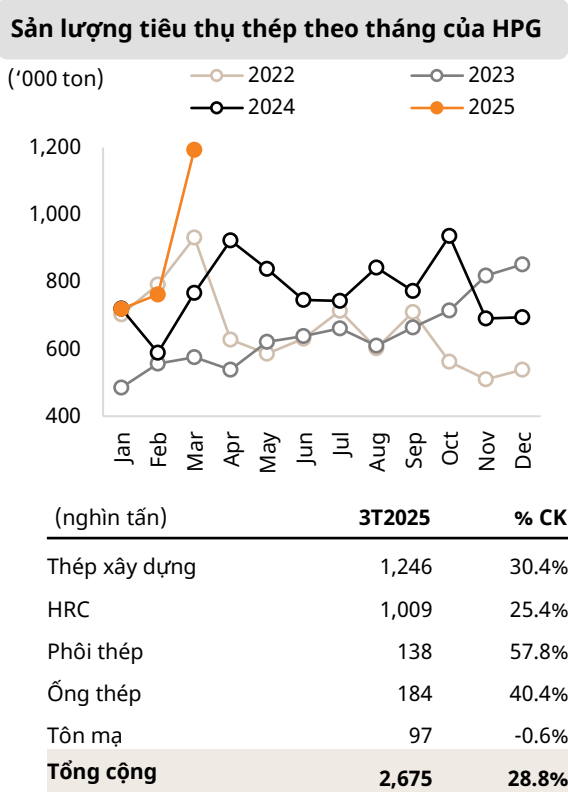
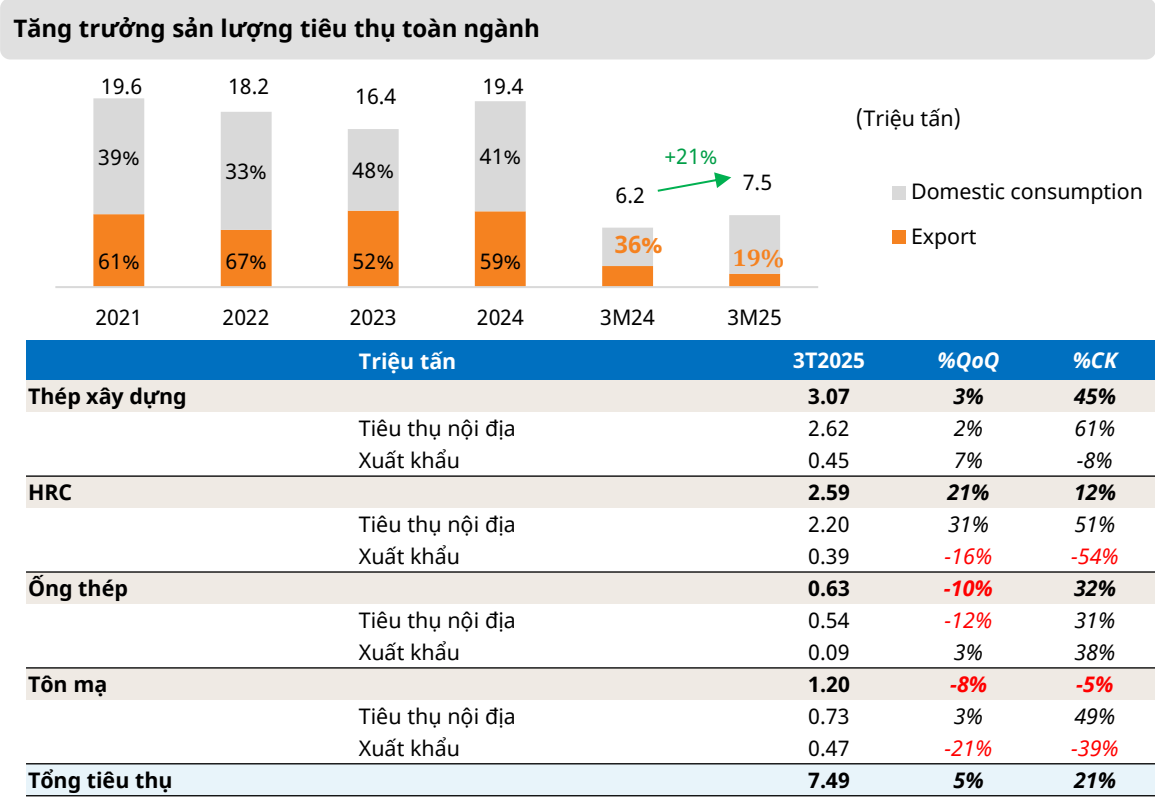
FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,370	11,370	12,610	14,419	16,492	18,849
LNHĐ (tỷ đồng)	552	654	716	783	890	1,006
Biên LNHĐ (%)	5.9%	5.8%	5.7%	5.4%	5.4%	5.3%
LNST (tỷ đồng)	443	525	538	611	691	826
EPS (VND)	3,872	4,510	4,705	5,339	6,045	7,219
ROE (%)	30.2%	28.6%	27.9%	30.1%	28.8%	28.8%
P/E (x)	15.6x	23.9x	21.3x	17.0x	15.6x	13.x
P/B (x)	3.8x	6.5x	7.7x	5.6x	4.7x	3.9x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,041	6,991	7,106	8,574	9,484	10,404
VCSH (tỷ đồng)	1,625	1,997	1,865	2,198	2,605	3,136

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thép – Đi chậm trong gió ngược

Q1/2025 sản lượng tăng trưởng 21% CK, thúc đẩy từ nhu cầu nội địa

- Sản lượng tiêu thụ thép trong Q1/2025 tăng mạnh 21% CK**, nhờ nhu cầu trong nước phục hồi rõ rệt (+44% CK), đủ để bù đắp cho sự sụt giảm liên tục của xuất khẩu trong 6 tháng trở lại đây (Q1/2025: -19% CK). Thép xây dựng dẫn đầu xu hướng tăng với sản lượng +45% CK, trong đó tiêu thụ nội địa bứt phá 61% nhờ hoạt động xây dựng cải thiện mạnh. Sản lượng HRC tăng 12% CK, chủ yếu nhờ thị trường nội địa (+51% CK), trong khi xuất khẩu giảm mạnh 54% CK, khi các rào cản thuế quan gia tăng trong 2025.
- Cầu tiêu thụ tiếp tục nghiêng về thị trường trong nước**, chiếm 78% tổng sản lượng, củng cố nhận định rằng tăng trưởng ngành thép Việt Nam năm 2025 sẽ chủ yếu dựa vào chính sách bảo hộ và nhu cầu nội địa. Xuất khẩu trong 3T2025 ghi nhận yếu, đặc biệt ở các phân khúc hạ nguồn thép mạ, dẫn đến rủi ro sụt giảm biên lợi nhuận ở các DN tập trung vào xuất khẩu trong giai đoạn trước như NKG, HSG và GDA.
- Về phía doanh nghiệp, HPG ghi nhận sản lượng tiêu thụ thép đạt 2.68 triệu tấn trong Q1/2025 (+29% CK, +15% QoQ)**, được thúc đẩy bởi sản lượng đóng góp từ Dung Quất 2 trong tháng 3. Sản lượng HRC đạt khoảng 1 triệu tấn (+25% CK, +54% QoQ). Mặc dù Mỹ áp dụng thuế chống bán phá giá tạm thời 52% đối với HRC xuất khẩu, mức độ ảnh hưởng trực tiếp là hạn chế khi HPG chỉ xuất khẩu 10% sản lượng HRC và 20% sản lượng thép xây dựng trong Q1/2025. Nhìn chung, xuất khẩu vào thị trường Mỹ chiếm dưới 2% tổng sản lượng HPG. Chúng tôi cho rằng nhu cầu trong nước đủ mạnh sẽ giúp bù đắp rủi ro thương mại toàn cầu.
- Với Nam Kim (NKG)**, sản lượng thép mạ trong 3T2025 giảm 9.9% CK, xuống còn 205.4 nghìn tấn. Cơ cấu thị trường tiếp tục dịch chuyển theo hướng tập trung sang nội địa như đã thấy trong Q4/2024, với tiêu thụ trong nước hiện chiếm hơn 50% tổng sản lượng so với chỉ khoảng 33% cùng kỳ năm trước.

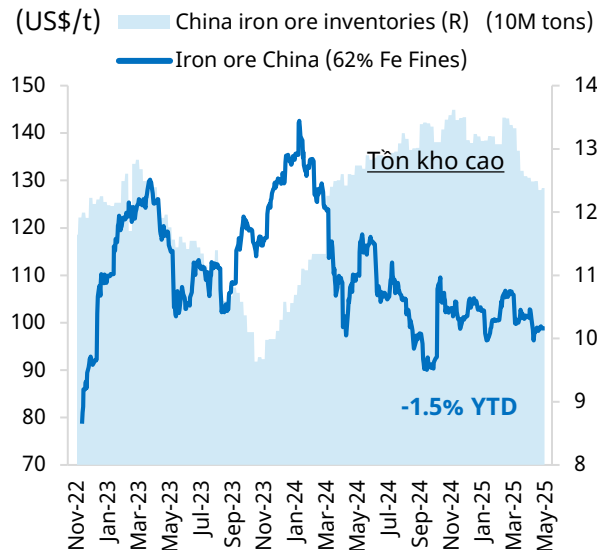


Thép – Đi chậm trong gió ngược (tt.)

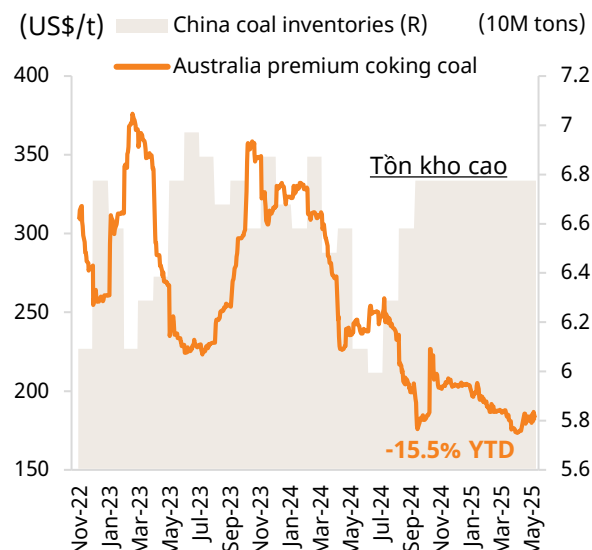
**Giá bán phục hồi chậm;
Biên lợi nhuận dự kiến
phân hóa theo yếu tố đầu
vào**

- **Giá HRC tại Việt Nam tiếp tục dao động ở mức thấp trong năm 2025.** Chúng tôi ước tính giá nội địa hiện vẫn thấp hơn khoảng 30% so với thép nhập từ Trung Quốc (sau thuế CBPG), hỗ trợ cho sản lượng bán hàng gia tăng cũng như tạo dư địa để tăng giá bán nhưng vẫn giữ mức độ cạnh tranh. Theo diễn biến tại cuối T5/2025, HPG và Formosa đã điều chỉnh giảm giá bán HRC lần lượt 8 USD/tấn và 12 USD/tấn cho lô hàng tháng 6, đi cùng với diễn biến giảm phá đáy nhiều năm của HRC Trung Quốc.
- **Chi phí nguyên liệu đang giảm nhanh hơn,** với giá quặng sắt và than cốc tiếp tục suy yếu trong tháng 5/2025, do nhu cầu thép thấp và tồn kho nguyên liệu cao ở Trung Quốc. Hợp đồng tương lai quặng sắt 62% Fe trên SGX giảm về 100 USD/tấn, trong khi than cốc trên sàn Đại Liên ổn định ở mức 182 USD/tấn. Theo S&P Global, nhóm nguyên liệu đầu vào cho thép dự kiến sẽ tiếp tục chịu áp lực từ nhu cầu tiêu thụ yếu tại Trung Quốc và nhu cầu xuất khẩu sụt giảm, với mức giá trung bình cho cả năm 2025 được dự phóng ở mức 98.2 USD/tấn cho quặng sắt (-2% so với hiện tại) và 204 USD/tấn cho than cốc (+12.1% sv hiện tại, +2% YTD).
- **Biên lợi nhuận của Hòa Phát (HPG) được dự báo sẽ tiếp tục mở rộng trong Q2/2025,** với mức chênh lệch chi phí tính theo giá giao ngay cuối tháng 5 đạt 82.6 USD/tấn, tương ứng biên lợi nhuận gộp 16.8%. Mức chênh lệch này đã hỗ trợ HPG đạt được sự cải thiện đáng kể về biên lợi nhuận trong Q1/2025, và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ được duy trì trong ngắn hạn. Về yếu tố đầu ra, mức chiết khấu đáng kể giữa giá bán HRC của HPG so với hàng nhập khẩu sẽ tiếp tục hỗ trợ sự ổn định của xu hướng giá trong nước, với tiềm năng cải thiện nhưng cần phải theo dõi thêm trong thời gian tới (giá bán HRC đang dao động trong độ hẹp 0-5% kể khi công bố thuế CBPG).
- **Các doanh nghiệp hạ nguồn được dự báo sẽ đối mặt với biên lợi nhuận thu hẹp,** trước 1) xu hướng chuyển dịch sang thị trường nội địa với biên lợi nhuận thấp hơn khi xuất khẩu giảm tốc, và 2) chi phí đầu vào (HRC) tăng khi Trung Quốc bị áp thuế. Mặc dù giá HRC đã chạm đáy trong Q1/2025, biên lợi nhuận giảm tốc đã phản ánh đối với NKG và có khả năng sẽ còn tiếp diễn nếu giá HRC tăng mạnh hơn dự kiến.

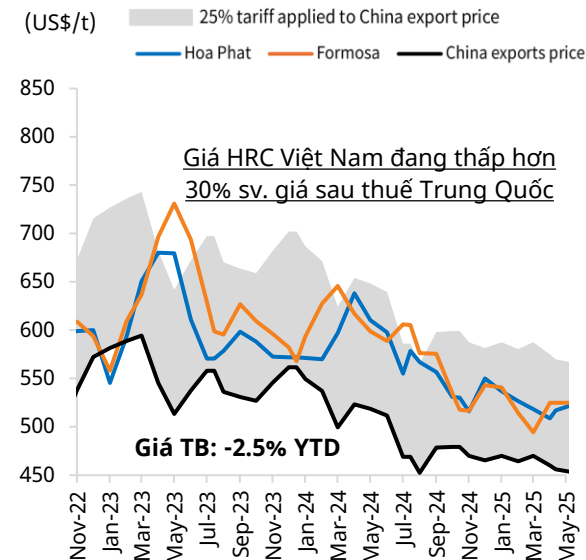
Xu hướng giá quặng và tồn kho tại Trung Quốc



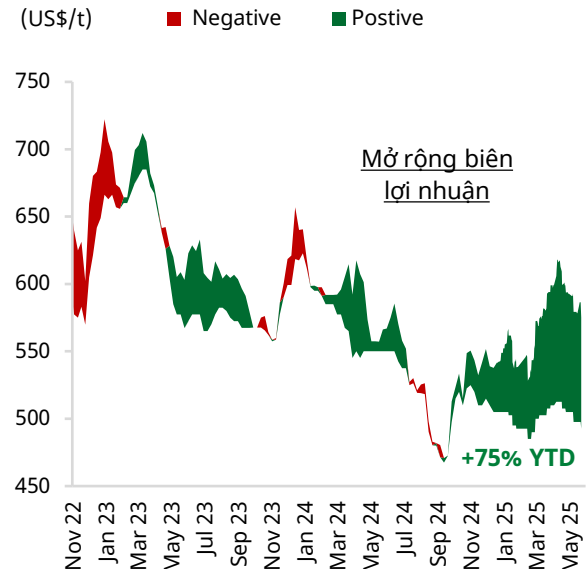
Xu hướng giá than và tồn kho tại Trung Quốc



Mặt bằng giá HRC tại thị trường nội địa



Chênh lệch giữa giá bán và chi phí nguyên liệu



Nguồn Bigmint, Bloomberg, Mirae Asset Research

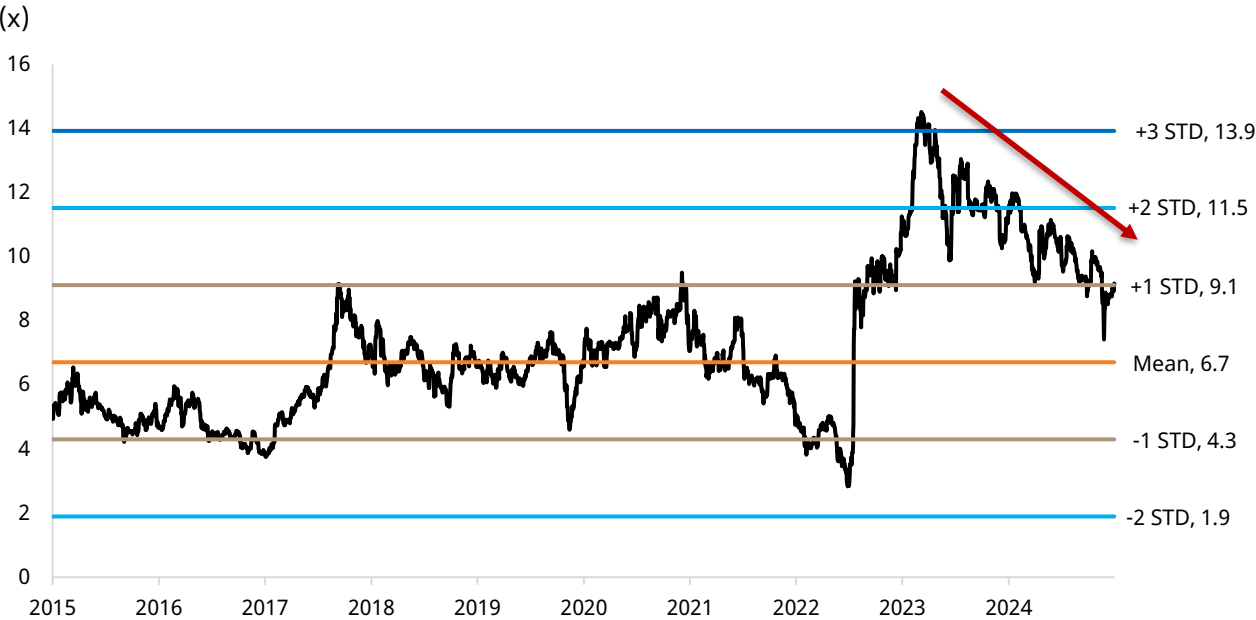
Ghi chú: Iron ore: quặng sắt, Coal: than, Negative: chênh lệch âm, Positive: chênh lệch dương, 10M tons: 10 triệu tấn

Thép – Đi chậm trong gió ngược (tt.)

Định giá tiếp tục điều chỉnh kỳ vọng

- Những lo ngại ngày càng gia tăng về triển vọng xuất khẩu đã tạo áp lực lên định giá ngành thép, với hệ số P/E dự phóng ngành hiện giảm về 14.6x (cao hơn 78% so với dữ liệu 10 năm). Về hệ số P/B, ngành thép hiện giao dịch ở mức 9.1x, +1 độ lệch chuẩn so với trung bình dài hạn và hiện ở mức thấp nhất trong hai năm trở lại đây. Xu hướng này phản ánh quá trình điều chỉnh định giá kéo dài xuyên suốt trong 23 tháng qua, xóa dần mức premium hình thành trong thời kỳ lợi nhuận chạm đáy từ tháng 9/2022 đến tháng 9/2023. Diễn biến này phù hợp với giai đoạn “Hiện thực hóa kỳ vọng” được đề cập trong báo cáo triển vọng năm 2025, khi đà tăng trưởng lợi nhuận thực tế không đủ để duy trì kỳ vọng tăng trưởng ở mức cao do phần lớn kỳ vọng tăng trưởng đã được phản ánh vào giá trong thời gian trước đó. Nhìn chung, định giá cổ phiếu đang dần chiết khấu sự chênh lệch này.
- Theo quan điểm của chúng tôi, phần premium trong định giá hiện tại vẫn chưa được “reset” hoàn toàn, và quá trình điều chỉnh có thể kéo dài trong bối cảnh ngành vẫn còn đối mặt với nhiều yếu tố bất định (tiến trình điều tra thuế quan và xu hướng giảm sâu của giá thép tại Trung Quốc). Xu hướng hiện tại theo chu kỳ định giá hàm ý rằng tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn cần được phản ánh đầy đủ trong các quý tới, hoặc giá cổ phiếu sẽ phải điều chỉnh nhằm đưa định giá quay về mặt bằng trung bình dài hạn trước khi bước vào một xu hướng tăng giá bền vững kế tiếp. Việc xác định mức định giá ‘hợp lý’ vốn mang tính chủ quan, và các nhà đầu tư tích cực có thể có quan điểm khác. Do đó, chúng tôi xây dựng mô hình độ nhạy của giá cổ phiếu theo các kịch bản dự phóng so với các mốc định giá khác nhau.

Định giá P/B ngành thép



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, định giá ngành được tính theo dữ liệu tổng của HPG, NKG và HSG, Mirae Asset Vietnam

Độ nhạy định giá HPG & NKG

NKG		2025 BVPS			
Giá thị trường	12,800	KQKD Q1/2025	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực	Kỳ vọng thị trường
Giá mục tiêu:	16,000	16,800	17,511	17,830	17,868
Tăng trưởng lợi nhuận FY25			-5.50%	20.10%	23.80%
Forward P/B	1.04x	P/B mục tiêu	17,472	18,211	18,543
	0.94x	Trung vị 5 năm	15,792	16,460	16,796
	0.91x	Mức thấp nhất 2 năm	15,288	16,012	16,225
	0.51x	-1 STD với TB 5 năm	8,568	8,931	9,093
	0.31x	Mức đáy 2022	5,208	5,428	5,527
HPG		2025 BVPS			
Giá thị trường	25,550	KQKD Q1/2025	Kịch bản thận trọng	Kịch bản cơ sở	Kỳ vọng thị trường
Giá mục tiêu:	31,200	18,400	19,820	20,478	20,413
Tăng trưởng lợi nhuận FY25			0.90%	36.90%	32.50%
Forward P/B	1.52x	P/B mục tiêu	27,968	30,126	31,227
	1.59x	Trung vị 5 năm	29,256	31,514	32,560
	1.35x	Mức thấp nhất 2 năm	24,840	26,757	27,645
	1.34x	-1 STD với TB 5 năm	24,656	26,559	27,441
	0.72x	Mức đáy 2022	13,248	14,270	14,744

Động lực tăng trưởng từ nội địa

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyen.nhb@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	31,200
Thị giá (10/06/25)	26,250
Lợi nhuận kỳ vọng	19%

LNST (25F, tỷ đồng)	16,338
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	46
P/E (25F, x)	10.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	168,221
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	6,396
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	59.0
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	21.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.3	-4.5	-10.4
Tương đối	-1.3	-8.2	-12.2

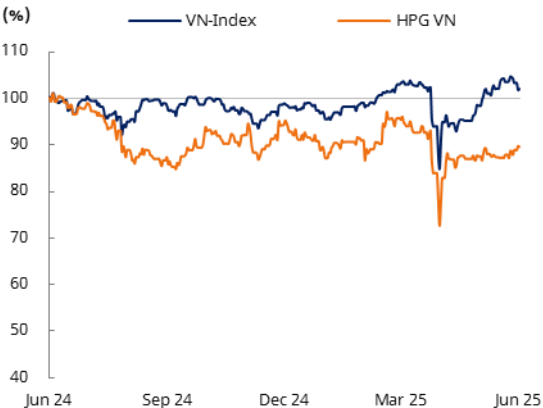
Điểm nhấn đầu tư

Kết quả kinh doanh tích cực trên hầu hết các chỉ tiêu. Hòa Phát (HPG) ghi nhận Q1/2025 khả quan với doanh thu đạt 37,600 tỷ đồng (+9% QoQ, +22% CK) và lợi nhuận ròng đạt 3,300 tỷ đồng (+19% QoQ, +17% CK). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng thép, với sản lượng tiêu thụ tăng mạnh lên 2.68 triệu tấn (+29% CK, +15% QoQ). Dung Quất 2 bắt đầu đóng góp sản lượng từ tháng 3/2025, giúp sản lượng HRC tăng lên khoảng 1 triệu tấn (+25% CK, +54% QoQ). Dù giá bán bình quân giảm xuống còn 13.2 triệu đồng/tấn (-3.8% QoQ), lợi nhuận đơn vị vẫn tăng 5.8% nhờ chi phí đầu vào giảm. Trong kỳ, giá quặng sắt và than luyện cốc bình quân giảm lần lượt 5% và 16% QoQ. Việc giá bán giảm đã nằm trong dự báo, do HPG chủ động điều chỉnh giá trong bối cảnh yếu tố mùa vụ và giá HRC trong nước chạm đáy 5 năm trong tháng 3/2025.

Về chính sách thương mại, HPG bị Mỹ áp thuế chống bán phá giá tạm thời ở mức 52% (công bố ngày 4/4/2025), làm gia tăng áp lực xuất khẩu trong bối cảnh thương mại toàn cầu kém thuận lợi. Mặc dù điều này hạn chế khả năng tiếp cận các thị trường có giá bán cao hơn (giá HRC tại Mỹ hiện cao hơn khoảng 30% so với trong nước), chúng tôi cho rằng tác động thực tế đến KQKD của HPG là không đáng kể. Tại ĐHCĐ 2025, ban lãnh đạo định hướng mục tiêu dài hạn sẽ duy trì tỷ trọng xuất khẩu ở mức khoảng 20% tổng sản lượng, so với mức 31% trong năm 2024 (được xem là sự thích ứng tạm thời). Tính đến Q1/2025, tỷ lệ xuất khẩu của HPG ở mảng HRC và thép xây dựng lần lượt là 10% và 20%. Tín hiệu tích cực là toàn bộ sản lượng HRC tăng thêm từ Dung Quất 2 đã được thị trường nội địa hấp thụ hoàn toàn. Với nhu cầu trong nước tiếp tục ổn định, chúng tôi tin rằng HPG đang đi đúng lộ trình để đạt mục tiêu tăng trưởng sản lượng HRC năm 2025 ở mức hơn 35% CK.

Triển vọng: Quý 1 phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi về xu hướng mở rộng biên lợi nhuận, và ban lãnh đạo cũng định hướng lợi nhuận sẽ tập trung vào nửa cuối năm, với kế hoạch lũy kế đạt 11,700 tỷ đồng trong 9 tháng cuối năm (+27.9% CK). Bước sang quý 2, chúng tôi kỳ vọng HPG được hỗ trợ bởi: (1) sản lượng và giá bán duy trì tích cực nhờ hiệu ứng từ thuế chống bán phá giá đối với hàng Trung Quốc; (2) biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện khi chênh lệch giá đầu vào – đầu ra vẫn diễn tiến thuận lợi; và (3) dư địa tăng trưởng vượt kỳ vọng từ hoạt động vận hành hiệu quả của Dung Quất 2. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2025 đạt 170,336 tỷ đồng (+22.7% CK) và lợi nhuận ròng 16,338 tỷ đồng (+35.9% CK).

Định giá: Chúng tôi duy trì mức định giá 1.52x P/B cho HPG, tham chiếu theo nhóm doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. Với BVPS năm 2025 cập nhật là 20,478 đồng/cp, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu về mức 31,200 đồng/cp (từ 32,000 đồng trước đó), và tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA.



FY (31/12)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	141,409	118,953	138,855	170,336	188,605	217,758
LNHĐ (tỷ đồng)	13,078	9,669	14,615	14,253	15,265	21,371
Biên LNHĐ (%)	9.2	8.1	10.5	10.6	10.7	11.8
LNST (tỷ đồng)	8,484	6,835	12,021	16,338	18,185	23,096
EPS (VND)	1,320	1,005	1,751	2,554	2,843	3,611
ROE (%)	9.0	6.5	10.3	13.3	13.1	15
P/E (x)	12.4	25.3	15.2	10.1	9.0	7.1
P/B (x)	1.1	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	170,336	187,783	224,490	252,375	256,319	268,300
VCSH (tỷ đồng)	96,007	102,836	114,648	130,985	145,972	162,672

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Chiết khấu mở rộng

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyen.nhb@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	16,000
Thị giá (10/06/25)	13,000
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

LNST (25F, tỷ đồng)	428
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	-33
P/E (25F, x)	13.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	5,818
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	448
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	69.4
Tỷ lệ sở hữu của NGTTNN (%)	5.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11,050
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,189

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	5.3	-14.0	-37.0
Tương đối	1.5	-17.7	-38.9

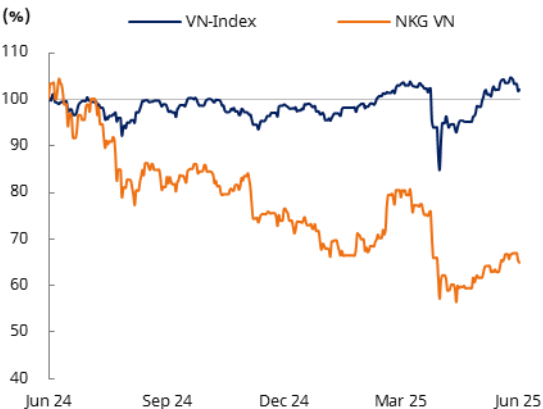
Điểm nhấn đầu tư

Sản lượng tiêu thụ tiếp tục giảm tốc. NKG ghi nhận kết quả kinh doanh Q1/2025 thấp, với doanh thu đạt 4,090 tỷ đồng (-8% QoQ, -23% CK), chủ yếu do sản lượng bán hàng suy giảm mạnh (-12% QoQ, -19% CK). Doanh thu từ kênh xuất khẩu giảm xuống còn 2,125 tỷ đồng (-12% QoQ, -43% CK), chỉ còn chiếm 52% tổng doanh thu, so với mức 70% trong Q1/2024. Diễn biến này phản ánh ảnh hưởng từ các biện pháp bảo hộ thương mại gia tăng, khi Mỹ bắt đầu điều tra chống bán phá giá đối với thép mạ từ tháng 9/2024. Theo chia sẻ tại ĐHCĐ 2025, NKG đã ngừng xuất khẩu sang thị trường Mỹ từ Q4/2024. Trong khi đó, doanh thu nội địa giữ ổn định ở mức 1,983 tỷ đồng (-4% QoQ, +23% CK), phản ánh nỗ lực mở rộng thị phần trong nước. Tuy nhiên, với doanh thu giảm và biên lợi nhuận eo hẹp, lợi nhuận ròng quý 1 chỉ đạt 65.4 tỷ đồng, giảm 56% CK. Sau khi điều chỉnh hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, lợi nhuận ròng ước tính còn khoảng 33 tỷ đồng, tương ứng mức giảm 78% CK.

Giá bán bình quân phục hồi nhưng biên lợi nhuận vẫn chịu áp lực. Giá bán bình quân trong Q1/2025 tăng nhẹ lên 19.9 triệu đồng/tấn (+3.5% QoQ), cho thấy dấu hiệu giá có dấu hiệu tạo đáy. Giá tôn mạ trong T4-T5/2025 đang phục hồi khi các nhà sản xuất dần điều chỉnh giá bán theo diễn biến tăng của chi phí nguyên liệu đầu vào. Theo kế hoạch kinh doanh được công bố, NKG đặt mục tiêu sản lượng tiêu thụ năm 2025 đạt 1.05 triệu tấn, doanh thu 23 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức giá bán bình quân khoảng 21.9 triệu đồng/tấn—cao hơn 10% so với quý 1.

Điều chỉnh dự phóng: Trước những diễn biến mới của ngành, chúng tôi áp dụng góc nhìn thận trọng hơn, đặc biệt đối với biên lợi nhuận. Việc điều chỉnh dự báo chủ yếu đến từ giả định tỷ trọng xuất khẩu sang các thị trường biên cao (Mỹ, EU) giảm còn 50% doanh thu (từ 77% trước đó), kéo theo biên lợi nhuận gộp giảm 1.79 điểm phần trăm. Theo đó, dù doanh thu năm 2025 dự kiến tăng nhẹ 2% CK, lợi nhuận ròng ước tính giảm 5.5% CK.

Định giá: Chúng tôi hạ mức P/B mục tiêu xuống 0.9x (so với 1.0x trước đó), phản ánh triển vọng tăng trưởng kém khả quan hơn. Cổ phiếu NKG hiện đang giao dịch dưới -1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm theo cả EV/EBITDA và P/B, cho thấy mức chiết khấu đã phần nào phản ánh rủi ro. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA, nhưng hạ giá mục tiêu xuống 16,000 đồng/cp (từ 17,400 đồng).



FY (31/12)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	23,071	18,596	20,609	21,120	26,052	34,774
LNHĐ (tỷ đồng)	93	373	694	735	978	1,667
Biên LNHĐ (%)	0.4	2.0	3.4	3.5	3.8	4.8
LNƯ (tỷ đồng)	(125)	117	453	428	604	820
EPS (VND)	(369)	278	1,434	957	1,349	1,832
ROE (%)	(2.3)	2.1	8.0	6.2	7.3	9.2
P/E (x)	#N/A	69.0	10.1	13.4	9.5	7
P/B (x)	0.6	1.2	0.8	0.7	0.7	0.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	13,461	12,235	13,519	16,601	22,369	23,246
VCSH (tỷ đồng)	5,320	5,423	5,871	8,552	9,357	11,659

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Doanh thu nước ngoài tiếp tục tăng trưởng

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	79,100
Thị giá (10/06/25)	55,200
Lợi nhuận kỳ vọng	43%

LNST (25F, tỷ đồng)	9,414
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	10,071
Tăng trưởng EPS (25F, %)	0.8
P/E (25F, x)	15.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	117,038
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	NA
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	76,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.1	-11.9	-16.4
Tương đối	-7.4	-18.5	-18.2

Điểm nhấn đầu tư

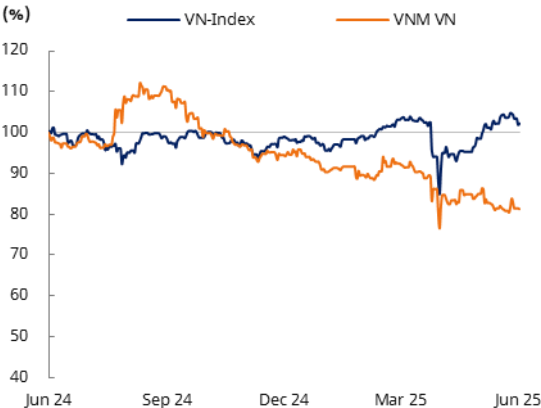
CTCP Sữa Việt Nam (VNM) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 130,000 con. VNM còn có hệ thống phân phối rộng khắp với hơn 200,000 điểm bán khắp cả nước, mang lại cho tập đoàn lợi thế cạnh tranh vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, những động thái thâm nhập thị trường nước ngoài gần đây của VNM thông qua các thương vụ M&A, liên doanh cũng có những tín hiệu tích cực. Chúng tôi cho rằng VNM là một khoản đầu tư tiềm năng, với vị thế là tập đoàn thống trị thị trường sữa Việt Nam.

Cập nhật HOKD: VNM ghi nhận doanh thu sụt giảm đáng kể sau quý đầu tiên khi doanh số bán hàng trong nước giảm. Doanh thu của công ty đạt 12,965.4 tỷ đồng (-8.2% CK) trong Q1/2025. Trong đó, doanh thu trong nước đạt 10,010.1 tỷ đồng (-12.9% CK) trong khi doanh thu từ nước ngoài liên tục tăng trưởng, đạt 2,924.4 tỷ đồng (+11.8% CK). Theo VNM, doanh thu trong nước sẽ phục hồi và tăng trưởng trong Q2/2025 sau khi công ty hoàn tất tái cấu trúc hệ thống phân phối trong nước. Trong Q1/2025, biên lợi nhuận gộp của VNM thu hẹp xuống còn 40.2% (Q1/2024: 41.8%) và lợi nhuận gộp đạt 5,210.5 tỷ đồng (-11.8% CK). Chi phí quản lý và bán hàng tiếp tục tăng do công ty đang tái cấu trúc hệ thống phân phối. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q1 của VNM lần lượt đạt 1,950.5 tỷ đồng (-28.2% CK) và 1,587.3 tỷ đồng (-28.1% CK).

Dự phóng năm 2025: Chúng tôi duy trì quan điểm rằng thị trường nước ngoài sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của VNM. Do nhu cầu trong nước phục hồi chậm, chúng tôi tin rằng doanh thu trong nước sẽ chỉ tăng trưởng, nhờ việc tăng giá sản phẩm, ở mức trung bình 2% mỗi năm. Tăng trưởng doanh thu ở nước ngoài dự kiến đạt 10% CK (2024: +12.6% CK), do căng thẳng quốc tế gần đây. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 của VNM là 64,156 tỷ đồng (+3.8% CK). Với hầu hết các giả định về chi phí của chúng tôi được duy trì, chúng tôi dự báo LNST của công ty ở mức 9,509 tỷ đồng (+0.6% CK).

Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF), với một số giả định chính: 1) tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 11%; và 2) tỷ lệ tăng trưởng dài hạn sau năm 2034 là 3%. Do đó, chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu cho VNM ở mức 79,100 (điều chỉnh cổ tức) đồng và duy trì khuyến nghị Mua. Công ty thường chia cổ tức tiền mặt 3,500–4,000 đồng mỗi cổ phiếu, tương đương lợi suất cổ tức khoảng 6–7%.

Rủi ro chính: Chúng tôi tin rằng những rủi ro chính đối với việc xếp hạng và định giá của chúng tôi bao gồm: 1) thuế nhập khẩu sữa Việt Nam giảm xuống 0%, gia tăng cạnh tranh trong nước; 2) thay đổi giá đầu vào; và 3) những thay đổi trong kế hoạch M&A, đầu tư của VNM.

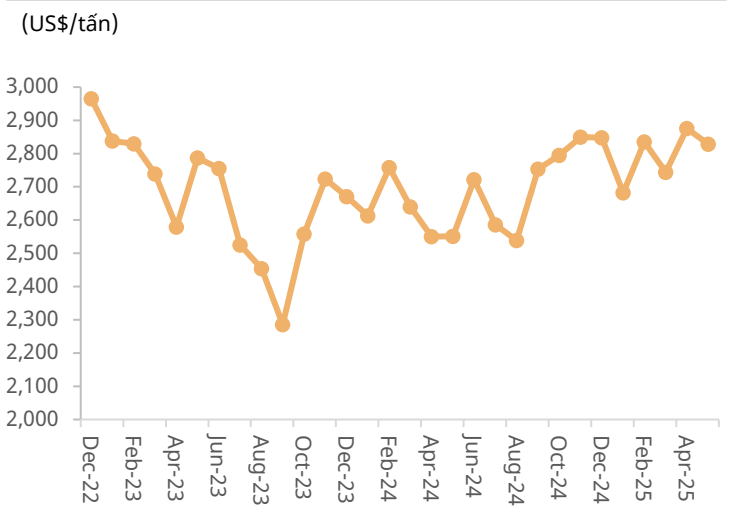


FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	60,075	60,479	61,824	64,156	66,671	69,340
LNHĐ (tỷ đồng)	10,491	10,904	11,594	11,596	12,521	13,168
Biên LNHĐ (%)	17.5	18	18.8	18.1	18.8	19.0
LNST (tỷ đồng)	10,496	10,968	11,600	11,596	12,521	13,168
EPS (VND)	8,516	8,874	9,392	9,414	10,165	10,690
ROE (%)	3,632	3,796	4,022	4,054	4,377	4,603
P/E (x)	25	26.6	26.6	25.8	26.7	26.6
P/B (x)	24.1	17.8	15.8	15.1	14.0	13.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3.8	4.4	4.1	3.8	3.6	3.4
VCSH (tỷ đồng)	48,483	52,673	55,049	53,481	55,664	58,434
	32,817	35,026	36,174	37,427	39,363	41,777

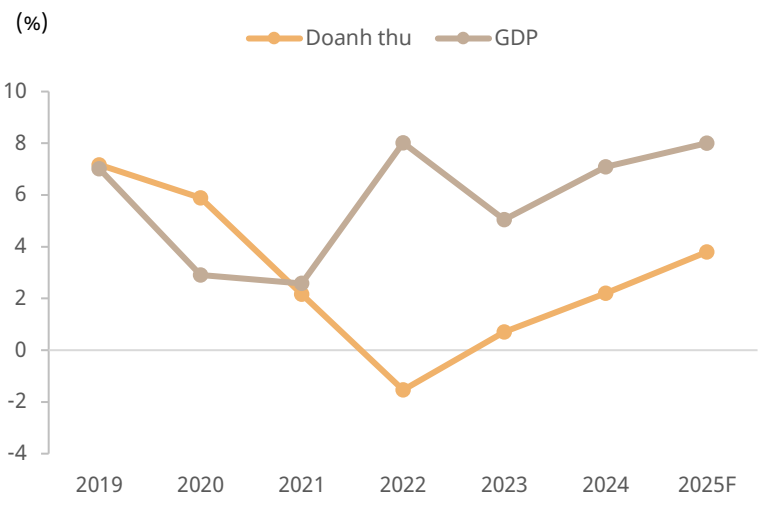
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

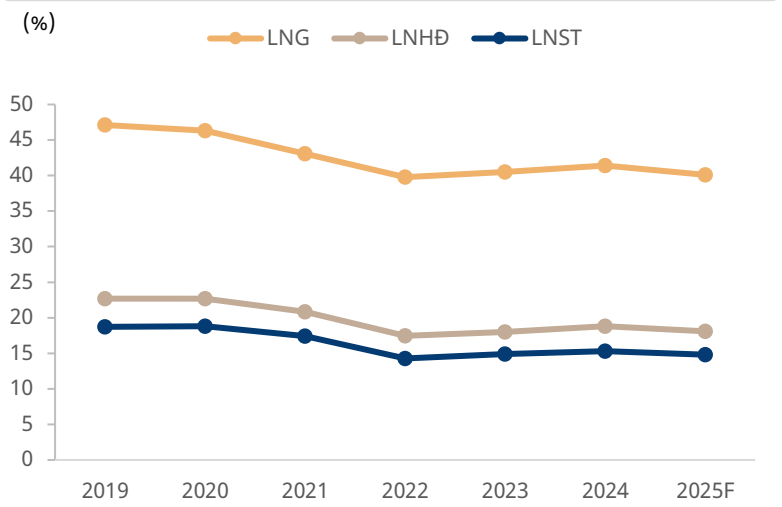
Giá sữa nguyên liệu



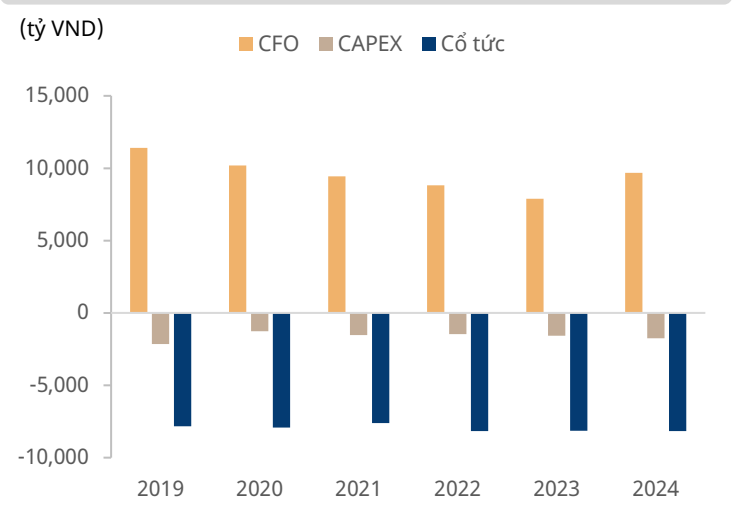
Tăng trưởng doanh thu VNM so với GDP Việt Nam



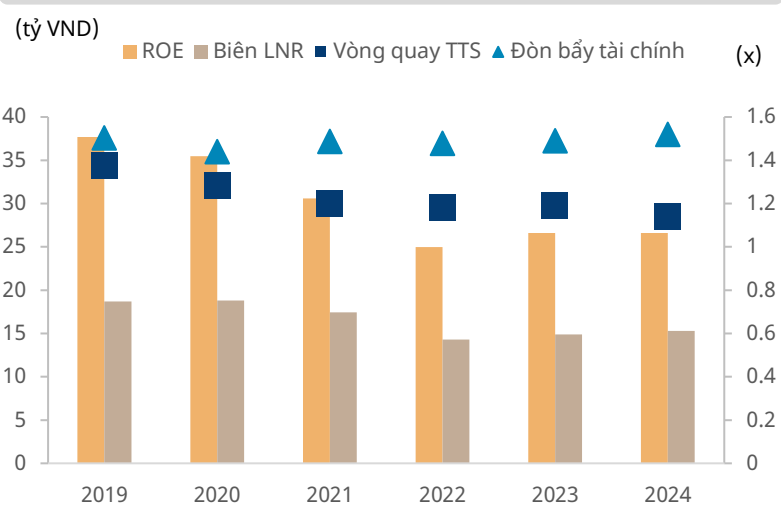
Biên lợi nhuận



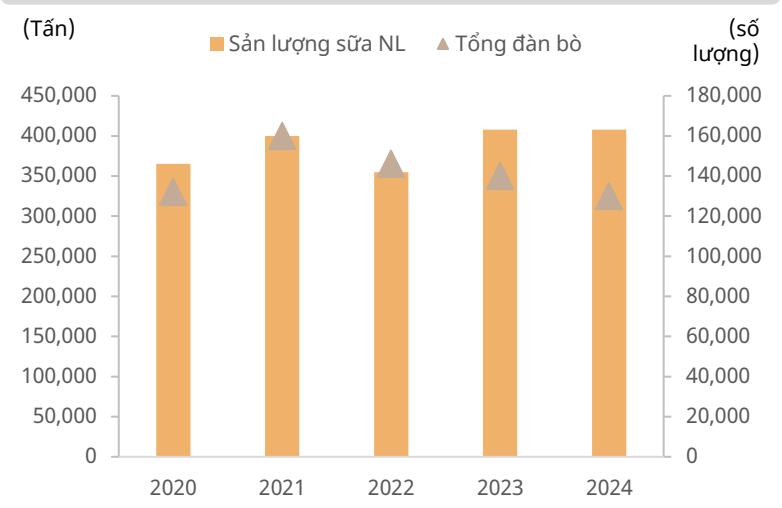
Dòng tiền HĐKD, CAPEX & Cổ tức



Phân tích DuPont



Quy mô đàn bò và sản lượng sữa tươi nguyên liệu



Nguồn: Global Dairy Trade, VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Bứt tốc vững vàng

research@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	72,000
Thị giá (10/06/25)	61,500
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

LNST (25F, tỷ đồng)	4,952
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	5,253
Tăng trưởng EPS (25F, %)	31.4
P/E (25F, x)	18.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	94,948
SL cổ phiếu (triệu)	1,479
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	47.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	45,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	70,800
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	9.28.83.5
Tương đối	0.61.80.9

Điểm nhấn đầu tư

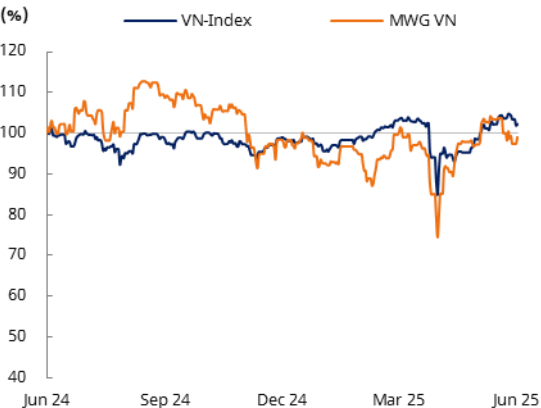
CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG) là một trong những nhà bán lẻ đa kênh lớn nhất Việt Nam, hoạt động trong ba lĩnh vực chính: điện thoại & điện máy (TGDD & DMX), bán lẻ thực phẩm (BHX), và các mảng kinh doanh bổ trợ (nhà thuốc An Khang, AVAKids và liên doanh EraBlue tại Indonesia). Sau khi hoàn tất giai đoạn tái cấu trúc mạnh mẽ vào năm 2024, MWG bước vào chu kỳ tăng trưởng mới với kỳ vọng lợi nhuận phục hồi dần, nhờ vào ba động lực chính: 1) TGDD&DMX giữ vững đà tăng trong thị trường bão hòa. Doanh thu mảng này được dự phóng tăng trưởng ở mức 5.9% CAGR trong giai đoạn 2025-2027F, nhờ tiếp tục củng cố thị phần và cải thiện hiệu quả vận hành; 2) BHX bước vào chu kỳ tăng trưởng. Từ Q3/2024, BHX bắt đầu có lãi, dự kiến đạt CAGR doanh thu 17.7% giai đoạn 2025-2027F, nhờ mở rộng số lượng cửa hàng và duy trì hiệu suất cửa hàng ổn định; 3) Sức ảnh hưởng từ rủi ro thuế quan hạn chế. Biến động chính sách thuế của Hoa Kỳ có thể gây áp lực lên nhu cầu tiêu dùng, đặc biệt ở mảng ICT không thiết yếu, song được hỗ trợ bởi chính sách kích cầu trong nước (giảm VAT, giữ lãi suất thấp).

Cập nhật HOKD: Trong Q1/2025, MWG ghi nhận doanh thu 36.1 nghìn tỷ đồng (+15% CK), hoàn thành 24% kế hoạch năm 2025. TGDD&DMX đạt doanh thu 24.2 nghìn tỷ đồng (+14% CK) nhờ hiệu suất cửa hàng tăng +15% CK. BHX tiếp tục bứt phá với 11.0 nghìn tỷ đồng doanh thu (+20% CK). Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 1.5 nghìn tỷ đồng (+71% CK), trong đó BHX chỉ đóng góp 22 tỷ đồng, tương đương 4% kế hoạch lợi nhuận năm của mảng này. Tính riêng tháng 4/2025, doanh thu TGDD&DMX chững lại ở mức 8.3 nghìn tỷ đồng (+3% CK), tuy nhiên hiệu suất cửa hàng tiếp tục cải thiện lên 2.7 tỷ đồng/cửa hàng/tháng (+11% CK), với số lượng cửa hàng thay đổi không đáng kể (-5 cửa hàng YTD). BHX đóng góp 3.9 nghìn tỷ đồng (+22% CK) doanh thu, nhờ mở mới 359 cửa hàng YTD, gần đạt kế hoạch năm là 400 cửa hàng. Tuy nhiên, doanh thu/cửa hàng/tháng giảm xuống 1.9 tỷ đồng (-3% CK) do 50% cửa hàng mới tập trung ở khu vực miền Trung, nơi có mức tiêu dùng yếu hơn.

Dự phóng: Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của MWG tăng trưởng kép 10.2%/năm trong giai đoạn 2025-2027F. Trong năm 2025, LNST cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 4,953 tỷ đồng (+32.8% CK), tiệm cận mức đỉnh năm 2021. Động lực tăng trưởng đến từ: tăng trưởng doanh thu +11.5%, thu nhập tài chính đạt ~1,000 tỷ đồng, và tiết giảm chi phí đóng cửa cửa hàng.

Định giá: Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho MWG ở mức 72,000 đồng/cổ phiếu, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF). Mặc dù cổ phiếu đã phục hồi +40% kể từ đáy sau thông tin thuế từ Hoa Kỳ, MWG vẫn là một cơ hội đầu tư hấp dẫn nhờ nền tảng vững chắc, hiệu quả hoạt động cải thiện và mô hình đa ngành có tiềm năng tăng trưởng dài hạn trong bối cảnh vĩ mô còn nhiều thách thức.

Rủi ro chính: 1) nhu cầu tiêu dùng giảm ở nhóm hàng ICT không thiết yếu do bất ổn vĩ mô; 2) cạnh tranh gay gắt từ các nền tảng thương mại điện tử, kéo theo áp lực giảm giá bán; 3) tốc độ tăng trưởng doanh số tại các cửa hàng BHX mới thấp hơn kỳ vọng, đặc biệt ở các khu vực có sức mua yếu.

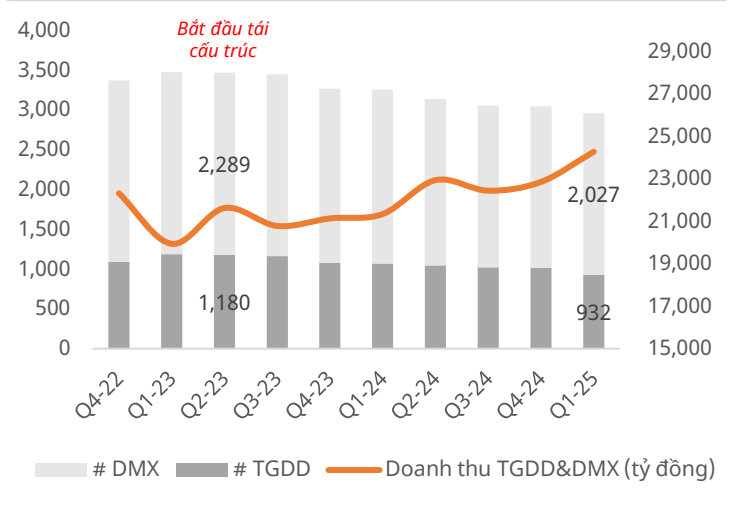


FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	133,405	118,280	134,341	150,992	167,175	183,120
LNHĐ (tỷ đồng)	6,624	328	4,032	5,393	6,585	7,940
Biên LNHĐ (%)	4.97	0.28	3.00	3.57	3.94	4.34
LNST (tỷ đồng)	6,056	690	4,870	6,399	7,691	9,170
LNST (tỷ đồng)	4,100	168	3,722	4,953	5,955	7,102
EPS (VND)	2,802	115	2,547	3,347	4,024	4,799
ROE (%)	17.1	0.7	13.2	15.2	15.8	16.3
P/E (x)	22.9	560.0	25.2	18.4	16.0	13.4
P/B (x)	3.9	4.0	3.3	2.9	2.5	2.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	55,834	60,111	70,438	80,975	92,922	106,223
VCSH (tỷ đồng)	23,933	23,360	28,122	32,537	37,626	43,570

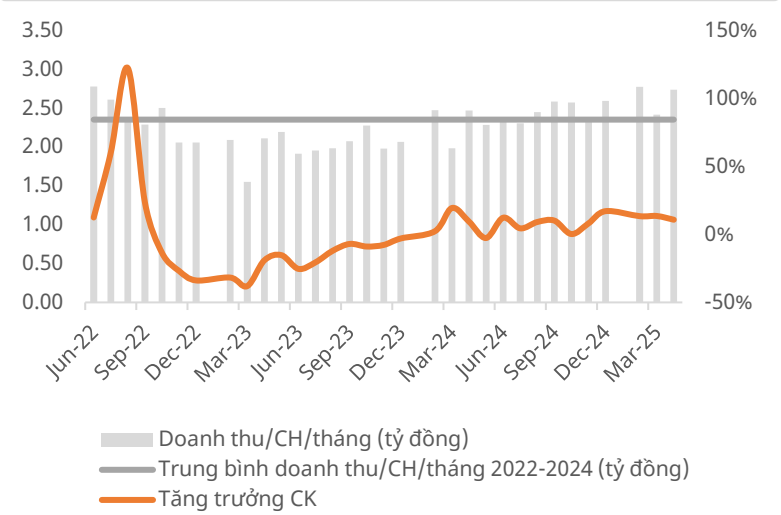
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)

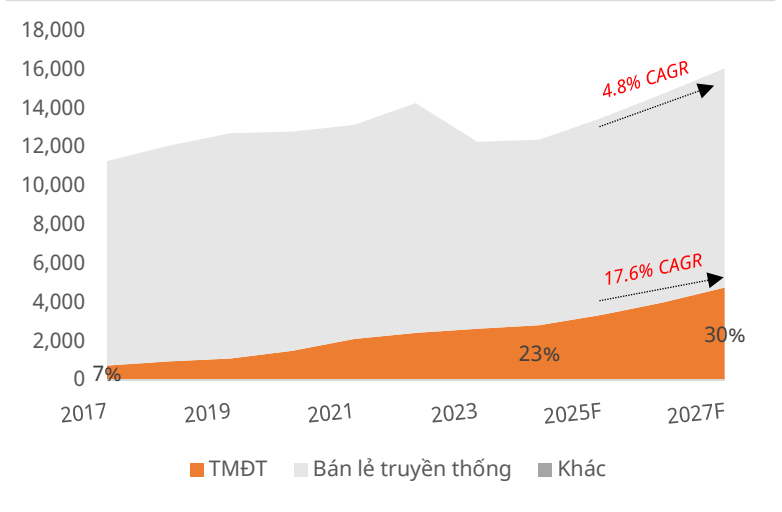
Số lượng cửa hàng và doanh thu TGDD&DMX



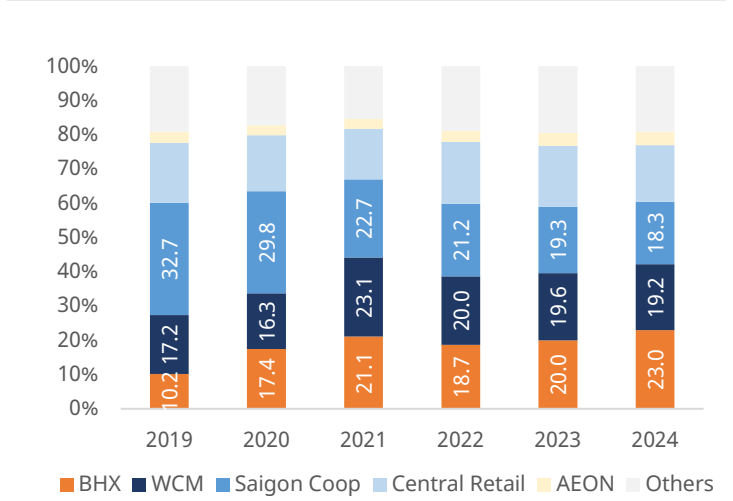
Doanh thu/cửa hàng/tháng TGDD&DMX



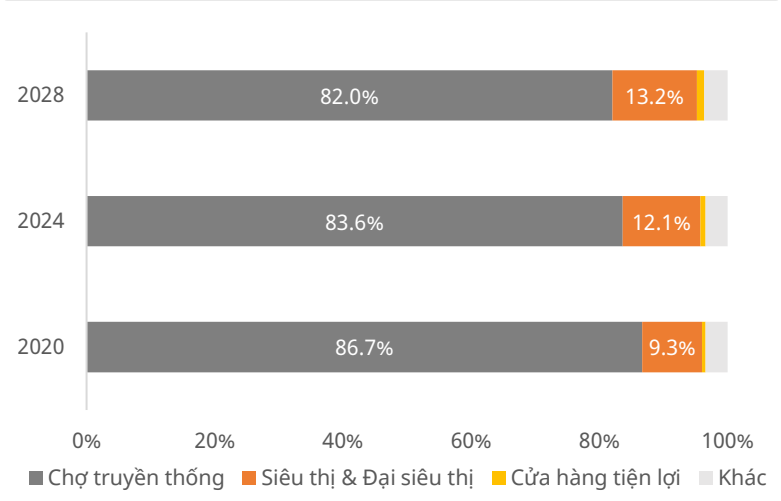
Sức ép cạnh tranh từ thương mại điện tử



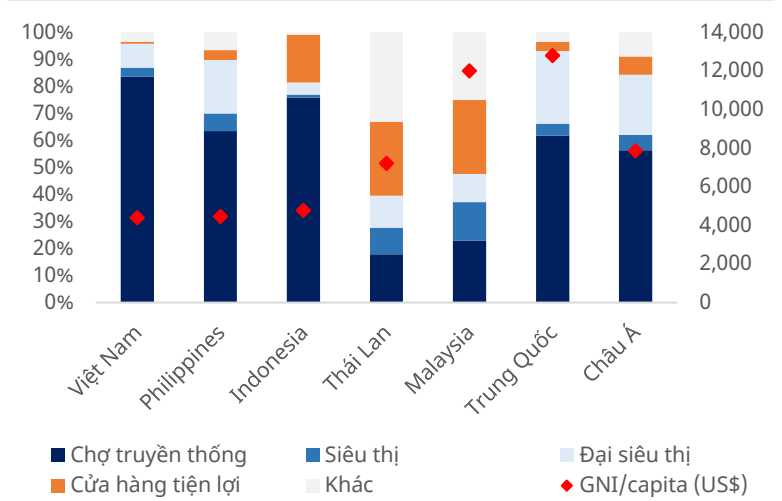
Thị phần mảng bán lẻ bách hóa hiện đại



Chuyển dịch từ chợ truyền thống sang bán lẻ hiện đại



Bán lẻ hiện đại tại Việt Nam còn nhiều dư địa phát triển



Nguồn: Euromonitor, Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Xăng dầu – Sự thay đổi toàn diện về môi trường pháp lý

Sự chuyển đổi toàn diện sang cơ chế định giá thị trường

Trong bản dự thảo mới nhất về Nghị định xăng dầu (bản thứ 6) chúng tôi nhận thấy có một số thay đổi trọng yếu đã xuất hiện khi đây là lần đầu tiên dự thảo cho phép việc giá bán được hoàn toàn xác định dựa trên định hướng thị trường. Trong đó, phần công thức tính giá chung vẫn bao gồm các cấu phần: chi phí tạo nguồn, chi phí kinh doanh và lợi nhuận như trong các dự thảo trước. Với điểm mới lần này, tất cả các thành phần đều được toàn quyền xác định và công bố bởi các thương nhân đầu mối và phân phối trong và ngoài hệ thống của họ (COCO và DODO), dựa trên hiệu quả hoạt động thực tế, thay vì dựa vào giá cơ sở do Bộ Công Thương công bố. Trước đây, các đề xuất chỉ cho phép tự do hóa một phần yếu tố tính giá, với một số thành phần vẫn chịu sự điều tiết theo các điều kiện nhất định.

Ngoài ra, bản dự thảo lần này cũng nhấn mạnh việc duy trì quy định tại Nghị định 80/2023 bằng cách tiếp tục cho phép các thương nhân phân phối giao dịch chéo lẫn nhau thể đa dạng hóa nguồn hàng – điều đã bị hạn chế trong 5 bản trước đó khi cơ quan quản lý cho rằng các giao dịch như vậy đã làm “méo mó” sản lượng bán hàng thực tế và làm gia tăng chiết khấu do hoạt động đầu cơ qua nhiều tầng lớp trung gian. Tuy nhiên để khắc phục yếu tố “phi thị trường” này, dự thảo đã đưa ra yêu cầu tất cả thương nhân đầu mối và phân phối phải đảm bảo kết nối cơ sở dữ liệu với Bộ Công Thương và báo cáo dữ liệu sản lượng trên toàn chuỗi cung ứng – từ nhập khẩu đến khâu bán lẻ.

Những sự cải tiến này kỳ vọng mang lại lợi thế đáng kể cho các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường tiêu biểu như PLX và OIL – kiểm soát hai phần ba thị phần; cho phép các doanh nghiệp tự chủ hơn trong cạnh tranh về giá, thay vì phụ thuộc vào các đợt điều chỉnh giá định kỳ từ cơ quan quản lý. Trong ngắn hạn, những diễn biến này được kỳ vọng sẽ bù đắp phần nào KQKD kém khả quan trong Q1/2025, khi chịu ảnh hưởng từ xu hướng giá dầu giảm. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc áp dụng quy định mới sẽ mở ra triển vọng tăng trưởng lợi nhuận cho cả hai doanh nghiệp, đặc biệt là OIL. Hiện tại, OIL đang ưu tiên mở rộng thị phần, với việc chấp nhận biên lợi nhuận thấp hơn. Chiến lược này đã vô tình tạo ra mức nền lợi nhuận thấp với lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng của OIL chỉ bằng một phần ba của PLX. Từ năm 2021 đến 2024, thị phần của OIL đã tăng mạnh từ 15% lên 22%, trong khi PLX tăng khiêm tốn hơn từ 43% lên 47%.

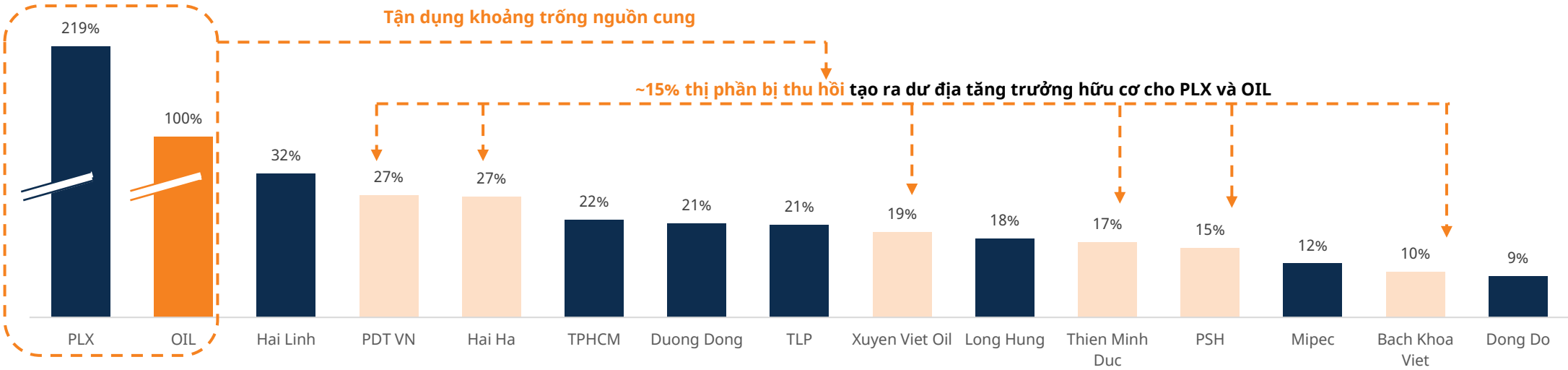
Những thay đổi chính trong cơ chế tính giá giữa các quy định

	NĐ83/2014	NĐ95/2021	NĐ80/2023	Dự thảo bản 6
Công thức giá	Giá nhập khẩu + thuế + phí	Bình quân gia quyền có trọng số giữa giá nhập khẩu và sản xuất trong nước		Chi phí tạo nguồn + chi phí kinh doanh + lợi nhuận
Giá thể giới	Bộ Công Thương công bố tại kỳ điều chỉnh			Tự xác định dựa trên thực tế kinh doanh tại kỳ điều chỉnh
Chi phí nhập khẩu	Đánh giá lại theo bán niên		Đánh giá hàng quý	
Thuế (trực thu và gián thu)	Tính trên giá trị tính thuế			
Quỹ bình ổn xăng dầu	Quản lý bởi các thương nhân, điều tiết bởi sự giám sát của Bộ Tài Chính			Quản lý hoàn toàn bởi Bộ Tài Chính
Chi phí kinh doanh định mức	VND600-1,250	Đánh giá lại hàng năm(2024: VND430-1,140)		Tự xác định dựa trên thực tế kinh doanh tại kỳ điều chỉnh
Lợi nhuận định mức	VND300			Tự xác định dựa trên thực tế kinh doanh tại kỳ điều chỉnh
Kỳ điều chỉnh	Tối thiểu 15 ngày giữa 2 kỳ tăng giá, Tối đa 10 ngày giữa 2 kỳ giảm giá	10 ngày (Ngày 1, 11, 21 hàng tháng)	7 ngày (mỗi thứ 5)	
Slg. thương nhân được giao dịch	1		3	Các thương nhân phân phối được phép mua bán chéo lẫn nhau
Yêu cầu số ngày tồn kho	30 ngày	20 ngày		

Nguồn: Bộ Công Thương, Mirae Asset Vietnam Research

Xăng dầu – Sự thay đổi toàn diện về môi trường pháp lý (tt.)

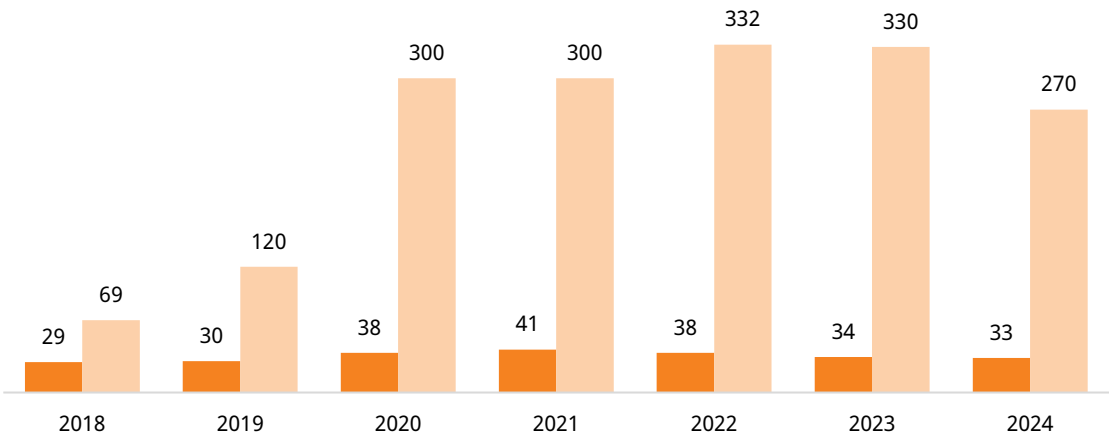
Quy mô doanh thu trong năm 2019 của các thương nhân đầu mỗi xăng dầu (>5 nghìn tỷ) so với OIL



Nguồn: PLX, OIL, thông tin đại chúng, Mirae Asset Vietnam Research

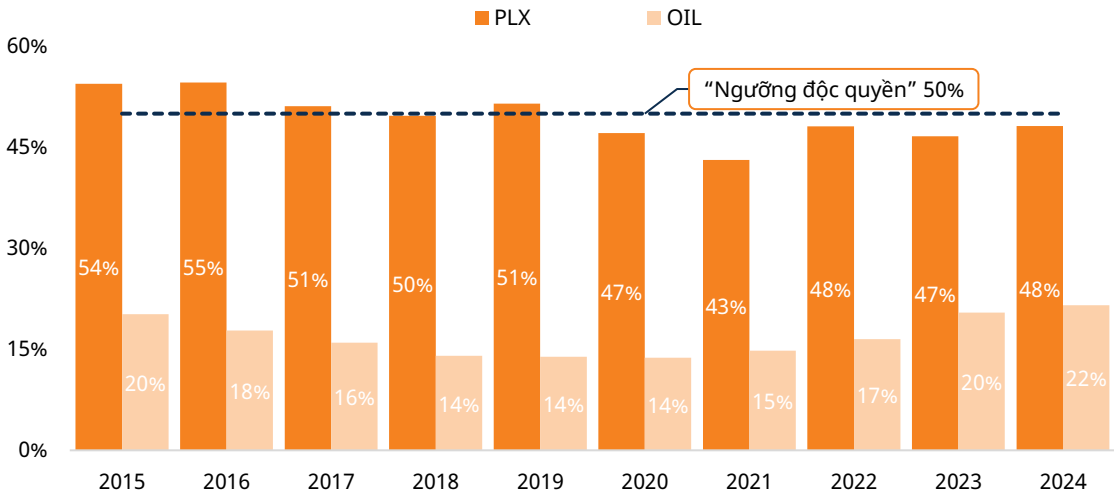
Việc định hình lại các thành phần tham gia vào thị trường đã tạo ra khoảng trống nguồn cung đáng kể...

Wholesalers Distributors



Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, thông tin đại chúng, Mirae Asset Vietnam Research (Wholesalers: thương nhân đầu mối, Distributors: thương nhân phân phối)

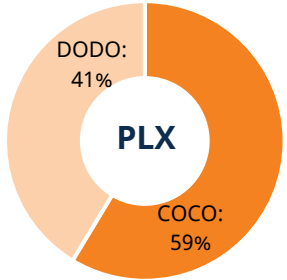
... và OIL đã nhanh chóng tận dụng được cơ hội này với thị phần gia tăng



Xăng dầu – Sự thay đổi toàn diện về môi trường pháp lý (tt.)

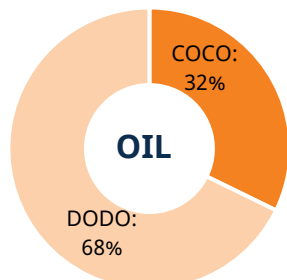
PLX và OIL theo đuổi hai chiến lược đối lập đã tạo nên sự kỳ vọng lợi nhuận khác biệt

Lợi nhuận gộp mỗi lít
~VND1,500



Sản lượng mỗi cửa hàng
~2,300 m³/tấn

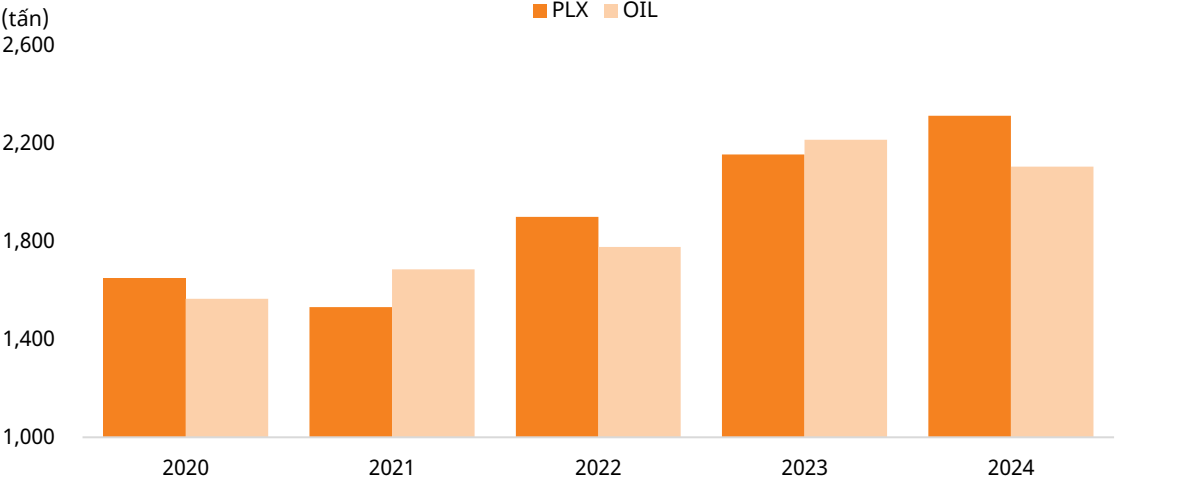
Lợi nhuận gộp mỗi lít
~VND500



Sản lượng mỗi cửa hàng
~2,100 m³/tấn

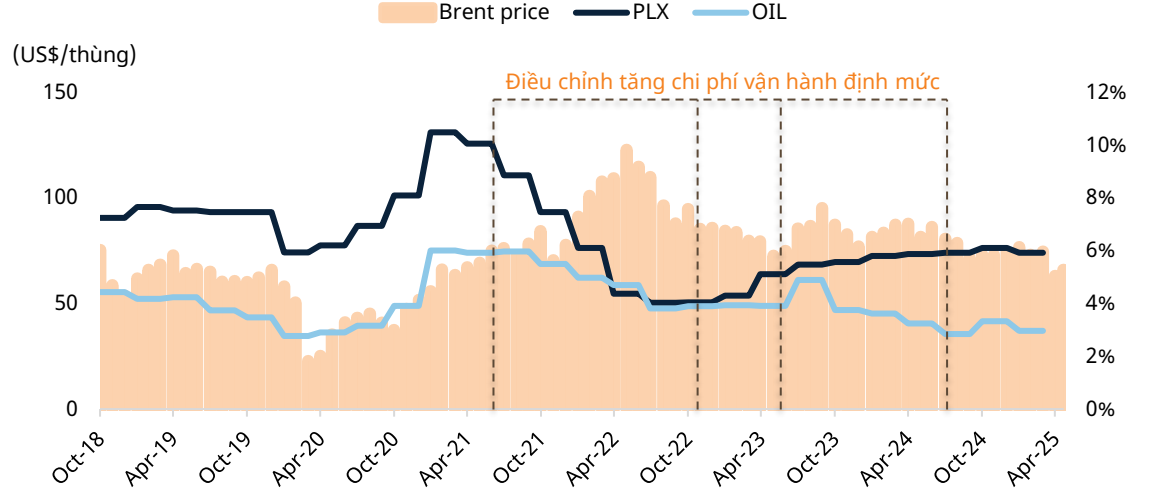
Nguồn: PLX, OIL, Mirae Asset Vietnam Research. Dữ liệu 2024

Sự cải thiện trong hiệu suất trên mỗi cửa hàng đã bù đắp phần nào sự tăng nhanh trong chi phí kinh doanh



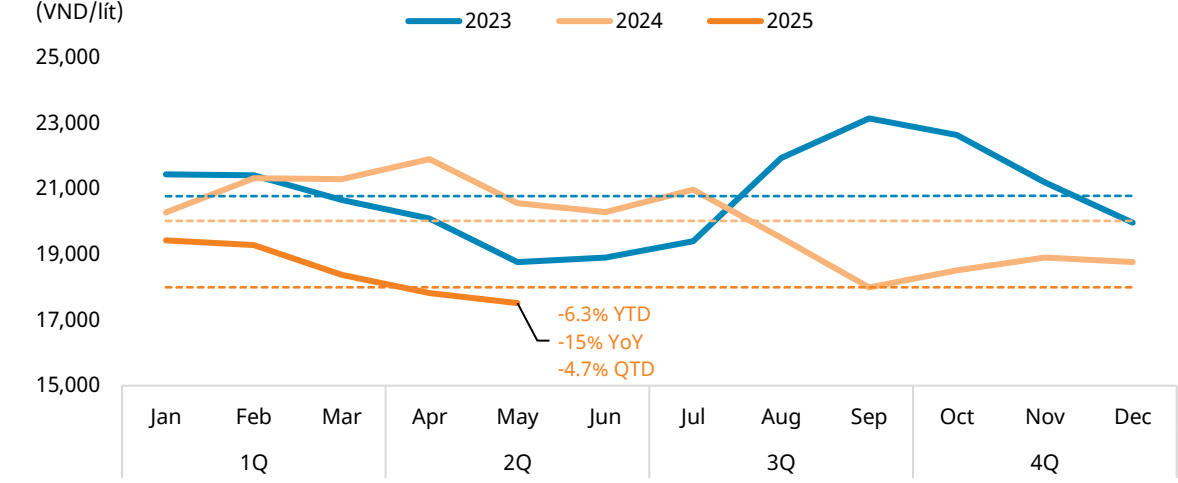
Nguồn: PLX, OIL, Mirae Asset Vietnam Research

Biến động giá dầu Brent so với biên lợi nhuận gộp hợp nhất của PLX và OIL



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Áp lực điều chỉnh giảm giá bán lẻ hàm ý cho việc KQKD Q2/2025 vẫn chưa khởi sắc



Nguồn: Cơ quan chức năng, Mirae Asset Vietnam Research

Kỳ vọng từ dự thảo lần VI

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	47,300
Thị giá (10/06/25)	35,500
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

LNST (25F, tỷ đồng)	3,153		
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (25F, %)	9.1		
P/E (25F, x)	14		
Vốn hóa (tỷ đồng)	42,755		
SL cổ phiếu (triệu)	1,271		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	86.7		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	17.7		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	30,950		
Cao nhất 52 tuần (VND)	51,700		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-5.7	-16.2	-6.5
Tương đối	-8.2	-14.5	-8.1

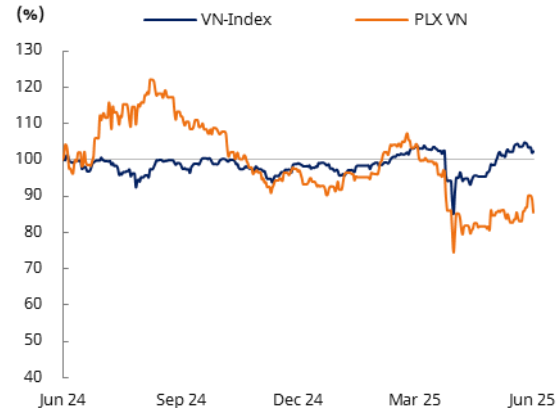
Điểm nhấn đầu tư

Kế hoạch thận trọng trong bối cảnh giá dầu biến động: Trong 2025, PLX đặt mục tiêu sản lượng tiêu thụ xăng dầu đạt 17 triệu m³, tăng 8% và 31% so với thực hiện và kế hoạch 2024. Mức tăng trưởng này được đưa ra phù hợp với dự báo nhu cầu tiêu thụ trong nước của Bộ Công Thương ở mức 8% và dự phóng 8.4% của chúng tôi. Song song đó, doanh thu và lợi nhuận trước thuế kế hoạch năm 2025 lần lượt đặt ở mức 248,000 tỷ đồng (-13% CK) và 3,200 tỷ đồng (-19% CK), tương ứng với 89% và 72% dự phóng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng động thái điều chỉnh giảm chủ yếu phản ánh triển vọng giá dầu suy yếu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi trong 3 năm gần đây, kết quả thực tế thường vượt xa kế hoạch đề ra, với doanh thu thực tế lần lượt vượt 63%, 44% và 51%; và lợi nhuận trước thuế hoàn thành 74%, 122% và 137% KH.

Giá dầu giảm mạnh gây áp lực lên lợi nhuận Q1/2025: KQKD Q1/2025 của PLX chịu tác động tiêu cực đáng kể từ việc giá dầu sụt giảm mạnh trong bối cảnh căng thẳng thương mại leo thang. Sự bất lợi này đã dẫn đến mức giảm 90% lợi nhuận ròng so với CK, đạt 133 tỷ đồng, trong khi doanh thu chỉ ghi nhận giảm nhẹ 9.6% CK, đạt 67,890 tỷ đồng. Trong Q1, giá dầu lao dốc về mức 67 USD/thùng (-13% YTD), điều này đã gây ảnh hưởng trực tiếp đến giá vốn hàng bán và làm gia tăng trích lập dự phòng tồn kho với hơn 261 tỷ đồng. Mặc dù môi trường giá dầu vẫn tồn đọng nhiều bất lợi, chúng tôi nhận thấy sản lượng tiêu thụ trong nước vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tích cực 3.6% CK, đạt 2.7 triệu m³, tương đương 23% dự phóng cả năm.

Dự thảo lần thứ 6 – mở hướng cải thiện kết quả kinh doanh: Cuối tháng 4/2025, Bộ Công Thương đã công bố dự thảo lần thứ sáu của nghị định mới về kinh doanh xăng dầu, sửa đổi, bổ sung các Nghị định 83/2014, 95/2021 và 80/2023. Điểm nổi bật trong dự thảo này là việc cho phép các thương nhân được quyền quyết định giá bán lẻ dựa trên cung – cầu thực tế mà không còn bị ràng buộc bởi các thành tố chi phí định mức cố định; trong khi ở những bản dự thảo trước, điểm nhấn lại nằm ở cơ chế giá trần. Chúng tôi cho rằng chính sách này sẽ gia tăng tính linh hoạt trong việc định giá và có thể trở thành yếu tố hỗ trợ tích cực cho triển vọng của PLX, đặc biệt trong bối cảnh KQKD Q1 kém khả quan.

Dự phóng KQKD: Trong năm 2025, doanh thu sẽ có phần giảm nhẹ về 278,024 tỷ đồng (-2.1% CK), tuy nhiên lợi nhuận ròng tiếp tục ghi nhận sự cải thiện năm thứ 3 liên tiếp đạt mức 3,153 tỷ đồng (+9.1% CK). Nhìn chung, tăng trưởng doanh thu và LNR trong giai đoạn 2025-2030 dự phóng duy trì ổn định ở mức 5.2% và 13.5% mỗi năm, phản ánh sự cải thiện khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động qua các năm.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	304,064	273,979	284,017	278,024	293,573	309,171
LNHĐ (tỷ đồng)	997	2,175	2,793	3,005	3,705	4,359
Biên LNHĐ (%)	0.3	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4
LNR (tỷ đồng)	1,450	2,834	2,890	3,153	3,726	4,236
EPS (VND)	1,122	2,190	2,233	2,437	2,879	3,274
ROE (%)	7	11	11	11	13	14
P/E (x)	27	15	17	14	12	10
P/B (x)	2	2	2	2	2	2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	74,476	79,676	81,275	84,337	88,615	93,116
VCSH (tỷ đồng)	27,783	29,202	29,308	30,822	32,974	35,696

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Vị thế dẫn đầu trong cuộc đua gia tăng thị phần

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	11,900
Thị giá (10/06/25)	10,500
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

LNST (25F, tỷ đồng)	494
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	20
P/E (25F, x)	21.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	10,859
SL cổ phiếu (triệu)	1,034
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	19.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	8,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	16,100

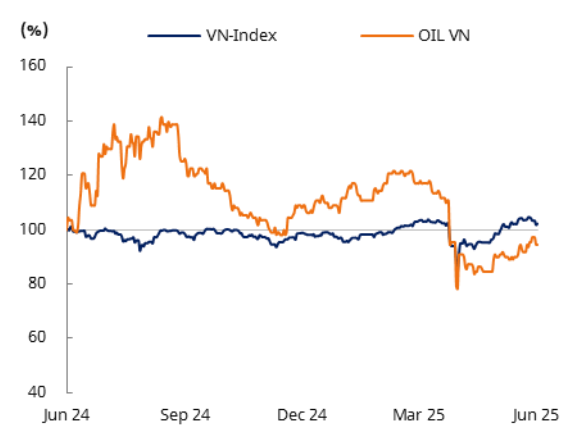
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	5.0	-11.8	-9.5
Tương đối	1.1	-15.6	-11.5

Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q1/2025 bị chi phối bởi các yếu tố bên ngoài: Trong bối cảnh chi phí đầu vào biến động mạnh, chiến lược đánh đổi lợi nhuận để tăng trưởng của OIL đã tạo ra nhiều rủi ro tiềm ẩn. Thực tế, điều này đã phản ánh trong hiệu suất Q4/2024 và Q1/2025, khi chi phí đầu vào bất lợi đã làm thu hẹp biên lợi nhuận. Trong Q1/2025, biên LNG giảm mạnh 217bps QoQ và 294bps svck, dẫn đến khoản lỗ 31 tỷ trong lợi nhuận HĐKD. Trong đó, đối với hoạt động kinh doanh xăng dầu, khoản lỗ này có thể còn lớn hơn đáng kể nếu loại trừ tác động tích cực từ mảng kinh doanh quốc tế – vốn ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu gấp đôi svck. Sau cùng, nhờ sự bù đắp từ lợi nhuận hoạt động tài chính – chủ yếu là lãi tiền gửi, OIL vẫn ghi nhận lãi ròng nhẹ ở mức 28 tỷ đồng (giảm 88% svck, giảm 55% so với quý trước). Tuy nhiên, trong bối cảnh dự kiến nghị định mới sẽ sớm được thông qua, chúng tôi kỳ vọng OIL có thể chuyển một phần sự bất lợi trong chi phí hoạt động sang người tiêu dùng cuối cùng, thay vì tiếp tục hấp thụ như quy định hiện hành. Bên cạnh đó, chiến lược ưu tiên mở rộng kênh bán lẻ được kỳ vọng sẽ giúp OIL cải thiện biên lợi nhuận – tỷ trọng COCO trong 2025 dự phóng đạt 26.8% (+100bps so với cùng kỳ).

Duy trì cuộc đua mở rộng thị phần: Trong ba năm qua, việc siết chặt quản lý đã khiến số lượng đầu mỗi kinh doanh xăng dầu giảm từ 38 xuống còn 33, và số lượng thương nhân phân phối giảm từ 332 xuống 270, tạo tiền đề cho thị trường trở nên tập trung và cạnh tranh hơn. Chúng tôi cho rằng OIL – doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững mạnh – sẽ ở vị trí dẫn đầu trong cuộc đua mở rộng thị phần. Công ty đã phản ứng bằng cách ưu tiên sản lượng hơn là biên lợi nhuận, chấp nhận giảm lãi gộp để mở rộng thị phần. Từ năm 2021 đến nay, OIL đã mở thêm 573 cửa hàng DODO (+48%) và 227 cửa hàng COCO (+37%). Song song với việc mở rộng độ phủ, hiệu quả kinh doanh tại điểm bán cũng cải thiện đáng kể, khi sản lượng bình quân mỗi cửa hàng tăng từ 1,686 tấn (2021) lên 2,104 tấn (2024), tương đương mức tăng 24.8%.

Tham gia hoạt động cung cấp nhiên liệu bay tạo nên tiềm năng tăng trưởng: Trong T1/2025, OIL đã chính thức được cấp phép kinh doanh nhiên liệu hàng không, qua đó trở thành thương nhân thứ năm tham gia phân khúc này. Theo ban lãnh đạo, hoạt động thương mại dự kiến bắt đầu trong 6T2026, với sản lượng mục tiêu ban đầu đạt 0.4 triệu tấn – tương đương khoảng 10% thị phần hiện tại – và tiến tới mục tiêu 2 triệu tấn vào năm 2031. Chúng tôi đánh giá kế hoạch này là khả thi, đặc biệt là nhờ mối quan hệ chặt chẽ với Vietjet (VJC) – hãng hàng không giá rẻ lớn nhất Việt Nam, hiện chiếm 44% lượng hành khách nội địa và 51% quốc tế, đồng thời đang nắm giữ 4.8% cổ phần tại OIL. Trong quá khứ, phân khúc nhiên liệu hàng không đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) ấn tượng, đạt 17% giai đoạn 2017–2019 và 15% trong giai đoạn 2022–2024.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	104,214	102,663	124,460	122,565	129,835	137,495
LNHĐ (tỷ đồng)	655	226	288	295	357	498
Biên LNHĐ (%)	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
EBITDA	1,011	640	623	739	755	907
LNƯ (tỷ đồng)	651	563	411	494	558	681
EPS (VND)	630	544	397	478	539	659
ROE (%)	6.4	5.5	4.2	4.8	5.2	6.2
P/E (x)	12.1	18.1	30.2	21.1	18.7	15.3
P/B (x)	0.8	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	28,810	38,839	41,734	41,941	42,636	43,797
VCSH (tỷ đồng)	11,327	11,393	11,448	11,744	12,111	12,618

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện - Thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

Chuyển đổi ngành điện để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

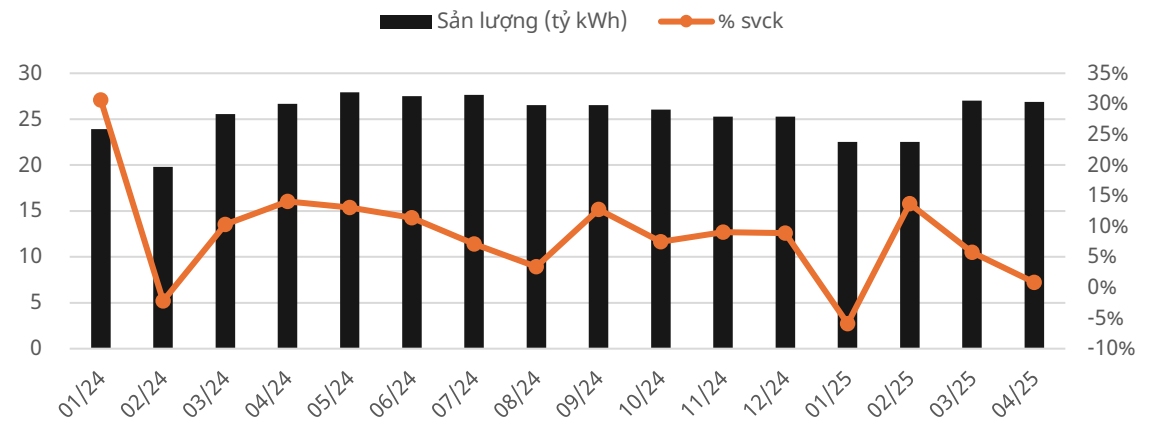
Tổng sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu của toàn hệ thống trong tháng 4/2025 đạt 26.85 tỷ kWh (+1% CK). **Lũy kế 4T2025, sản lượng toàn hệ thống đạt 98.98 tỷ kWh (+3% CK), cụ thể:**

- Thủy điện: 18.5 tỷ kWh (+28% CK), chiếm 19%.
- Nhiệt điện than: đạt 56.6 tỷ kWh (-1% CK), chiếm 57%.
- Nhiệt điện khí: 6.9 tỷ kWh (-19% CK), chiếm 7%.
- Năng lượng tái tạo: 15.2 tỷ kWh (+4% CK), chiếm 15%, trong đó điện mặt trời đạt 9.31 tỷ kWh (+1% CK), điện gió đạt 5.37 tỷ kWh (+12% CK).
- Điện nhập khẩu: 1.72 tỷ kWh (+10% CK), chiếm 2%.

Một số quy định và thông tin quan trọng về ngành điện năm 2025:

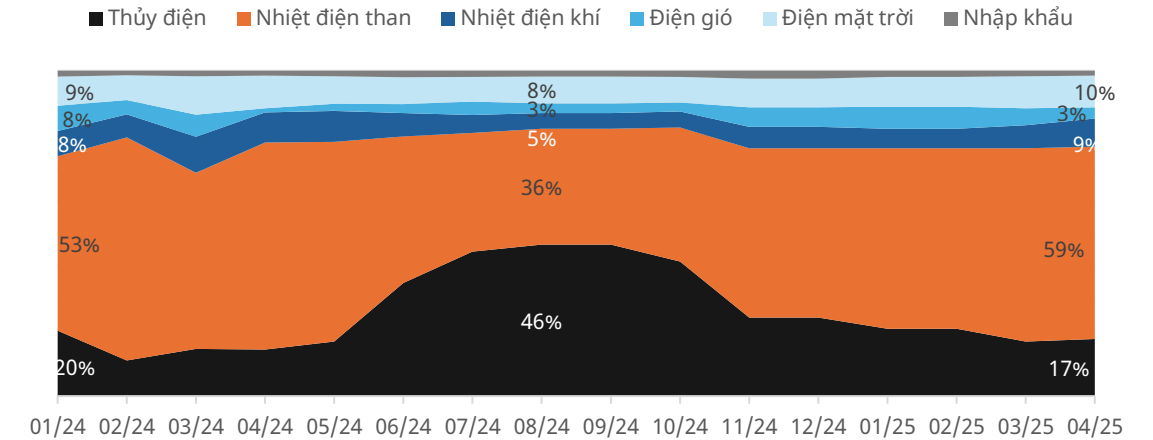
- Điều chỉnh quy hoạch điện:** Thông báo số 60/TB-VPCP (T2/2025) điều chỉnh Quy hoạch điện VIII, dự kiến tổng vốn đầu tư điện giai đoạn 2026–2030 là 136 tỷ USD (27 tỷ USD/năm, tăng 75% so với kế hoạch trước), và 699 tỷ USD cho giai đoạn 2031–2050 (35 tỷ USD/năm), trong đó 86% dành cho nguồn điện.
- Cơ chế mua bán điện trực tiếp:** Nghị định số 57/2025/NĐ-CP (03/3/2025) cho phép cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa các máy phát điện tái tạo và khách hàng lớn thông qua: 1) đấu nối lưới điện riêng; và 2) Lưới điện quốc gia.
- Điều chỉnh giá điện bán lẻ:** Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 1279/QĐ-BCT vào tháng 5/2025 quy định về giá điện. EVN công bố giá bán lẻ điện bình quân tăng từ 2,103.11 đồng lên 2,204.07 đồng/ kWh (chưa bao gồm VAT), tương đương mức tăng 4.8%.

Tổng sản lượng điện toàn hệ thống theo tháng



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

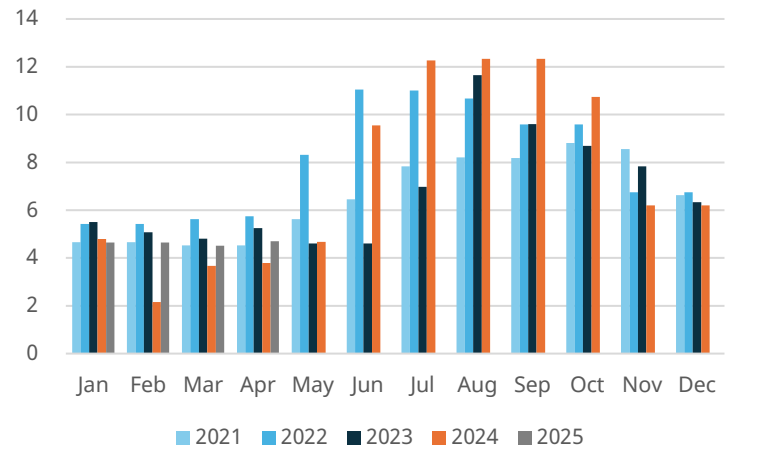
% Sản lượng điện theo nguồn phát



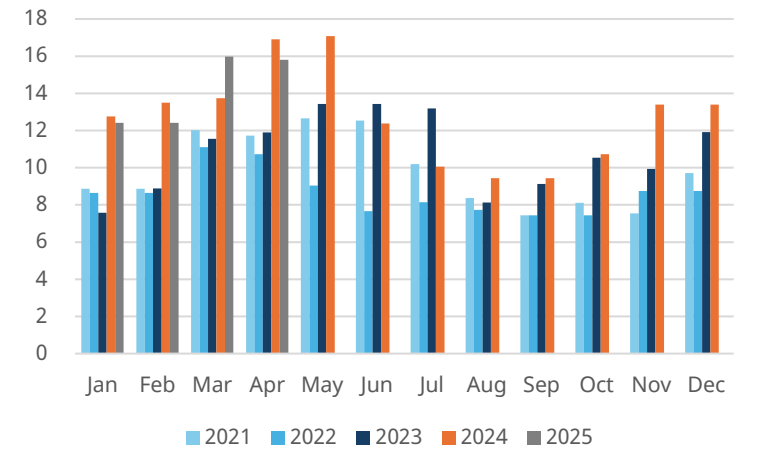
Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện - Sản lượng điện hàng tháng theo nguồn

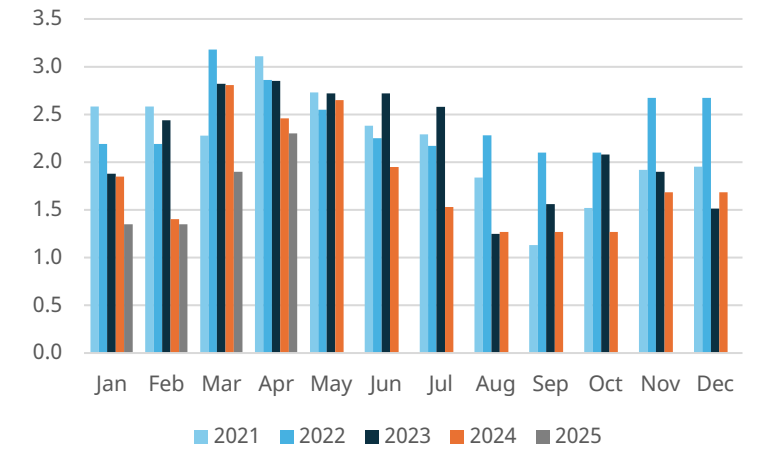
Sản lượng thủy điện (tỷ kWh)



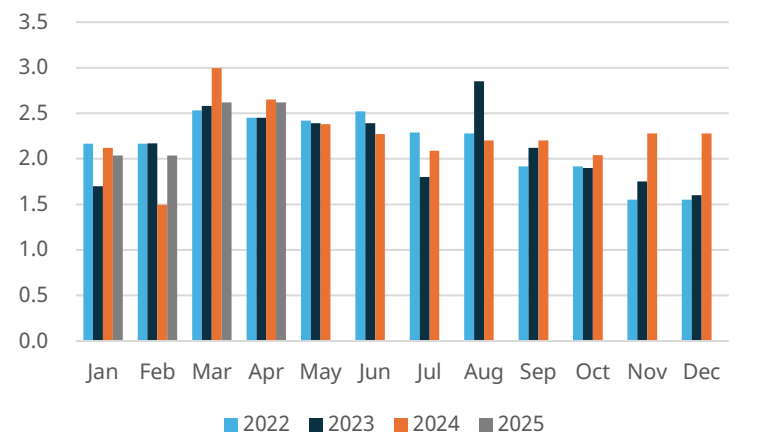
Sản lượng điện than (tỷ kWh)



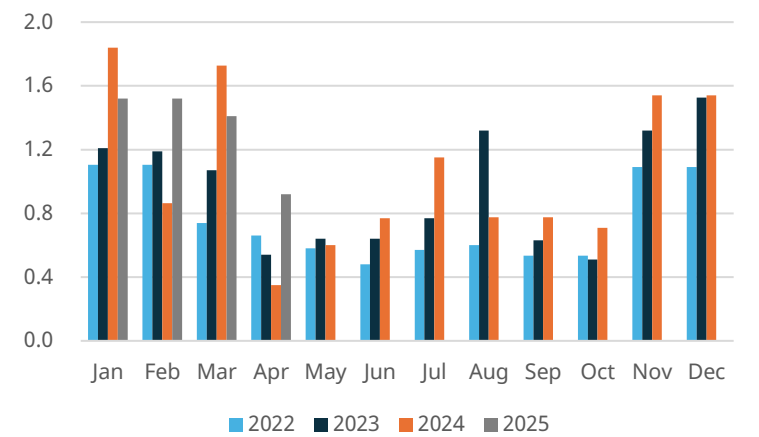
Sản lượng điện khí (tỷ kWh)



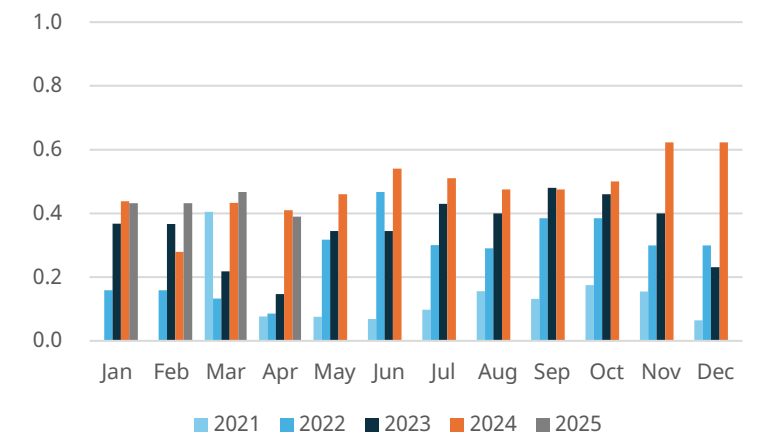
Sản lượng điện mặt trời (tỷ kWh)



Sản lượng điện gió (tỷ kWh)



Sản lượng điện nhập khẩu (tỷ kWh)



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	18,300
Thị giá (10/06/25)	16,050
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNR (25F, tỷ đồng)	646
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (25F, %)	461
P/E (25F, x)	12
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,751
SL cổ phiếu (triệu)	358
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	53.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,450
Cao nhất 52 tuần (VND)	17,450
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	3.944.616.2
Tương đối	0.040.714.2

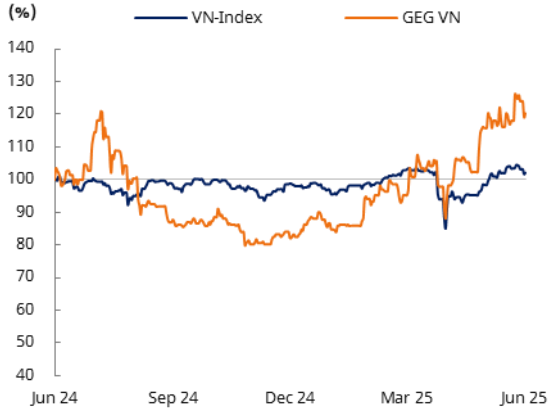
Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q1/2025:

- Trong Q1/2025, doanh thu hợp nhất của GEG đạt 1,113 tỷ đồng (+51% CK), trong khi lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 378 tỷ đồng (+322% CK). Hoạt động bán điện chiếm 99% tổng doanh thu hợp nhất với sản lượng điện và doanh thu lần lượt đạt 329 triệu kWh (-18% CK) và 1,099 tỷ đồng (+49% CK).
- Sản lượng điện gió đạt 205 triệu kWh (-26% CK), tương ứng với doanh thu 822 tỷ đồng (+84% CK). Mức tăng doanh thu điện gió đến từ 1) Nhà máy điện gió TPD1 được phê duyệt giá bán điện chính thức là 1,813 đồng/kWh (99.8% giá trần), so với 906 đồng/kWh (50% giá trần) trong kỳ trước; và 2) Doanh thu hồi tố trong giai đoạn từ 31/5/2023 đến 28/2/2025. Sản lượng điện mặt trời ghi nhận gần 92 triệu kWh (-9% CK), tương ứng doanh thu 209 tỷ đồng (-7% CK). Thủy điện đạt sản lượng 33 triệu kWh (+17% CK), tương đương 66 tỷ đồng doanh thu (+5% CK).
- Về lợi nhuận sau thuế, mặc dù thu nhập tài chính giảm còn 8 tỷ đồng (-16% CK), nhưng chi phí lãi vay giảm 24% CK còn 187 tỷ đồng đã giúp GEG ghi nhận lợi nhuận sau thuế 613 tỷ đồng (+385% CK). Tính đến Q1/2025, tổng dư nợ chịu lãi là 9,066 tỷ đồng, giảm 9% CK và 1% so với quý trước đó.

Kế hoạch kinh doanh 2025: Dự kiến sản lượng của GEG đạt 1,376 triệu kWh (+2% CK). Doanh thu điện gió đạt 1,722 tỷ đồng, tăng 664 tỷ đồng so với năm 2024. GEG ước tính khoản hồi tố doanh thu từ EVN khoảng 397 tỷ đồng, đồng thời đặt KH doanh thu hợp nhất đạt 3,400 tỷ đồng (+46% CK), lợi nhuận trước thuế đạt 777 tỷ đồng (+328% CK), và LNST đạt 687 tỷ đồng (+647% CK). Hội đồng Quản trị đã phê duyệt kế hoạch thoái vốn 25.1% cổ phần (13.4 triệu CP) của GEG tại CTCP Thủy điện Trường Phú. Giá chuyển nhượng tối thiểu được đặt ở mức 36 tỷ đồng/MW, với doanh thu dự kiến 218 tỷ đồng và LNTT 120 tỷ đồng.

Dự phóng FY25: Tổng sản lượng điện năm 2025 ước đạt 1,374 triệu kWh (+2% CK), bao gồm: 372 triệu kWh (-3% CK) từ điện mặt trời, 653 triệu kWh (+1% CK) từ điện gió, và 348 triệu kWh (+10% CK) từ thủy điện, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi. Doanh thu dự kiến đạt 3,247 tỷ đồng (+40% CK) và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 646 tỷ đồng (+463% CK), trong đó bao gồm 397 tỷ đồng từ khoản doanh thu hồi tố của dự án điện gió TPD1 và lợi nhuận từ thoái vốn 25% tại CTCP Thủy điện Trường Phú.



FY (31/12)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,381	2,093	2,163	2,325	3,247	2,752
LNHĐ (tỷ đồng)	653	851	961	938	1,445	1,225
Biên LNHĐ (%)	47%	41%	44%	40%	45%	45%
LNR (tỷ đồng)	283	316	137	115	646	473
EPS (VND)	892	818	338	272	1,523	1,083
ROE (%)	8.8%	8.2%	3.2%	2.6%	10.6%	7.2%
P/E (x)	17.0	16.1	40.8	47.7	12.1	17.0
P/B (x)	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	12,473	17,118	16,132	15,172	16,083	16,438
VCSH (tỷ đồng)	3,738	5,630	5,767	5,763	6,376	6,773

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Bất định thuế quan mở ra vùng giá hấp dẫn

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	21,300
Thị giá (10/06/25)	18,100
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNR (25F, tỷ đồng)	200
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (25F, %)	166
P/E (25F, x)	27.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,211
SL cổ phiếu (triệu)	288
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	32.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	12.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,400
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-3.2-9.3-21.6
Tương đối	-7.1-13.1-23.6

Điểm nhấn đầu tư

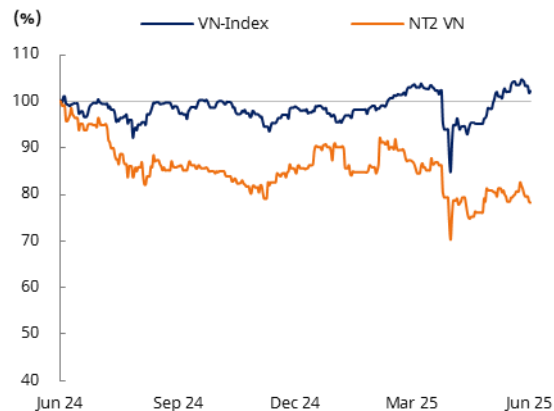
Tổng quan: NT2 được thành lập năm 2007 để thực hiện việc đầu tư xây dựng Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 với công suất thiết kế 750MW. NT2 được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 6/2015.

KQKD 4T2025:

- Sản lượng điện và sản lượng hợp đồng (Qc) trong tháng 4 ghi nhận lần lượt 258 triệu kWh (-34% CK) và 311 triệu kWh (+23% CK), tương đương doanh thu thuần đạt 629 tỷ đồng (-20% CK). Lũy kế 4T2025, sản lượng điện đạt 852 triệu kWh (+56% CK), tương đương 25% kế hoạch cả năm của công ty và Qc đạt 940 triệu kWh, so với chỉ 255 triệu kWh CK. Alpha (%Qc) duy trì ở mức cao, đạt 110%. Doanh thu thuần 4T2025 ước đạt 2,056 tỷ đồng (+96% CK), và chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh Q2/2025 sẽ tiếp tục tích cực.
- Giá bán điện bình quân ước đạt 2,415 đồng/kWh (tăng 25% CK), trong khi giá khí bình quân ước đạt 9.53 USD/MMBTU (tăng 2% CK) trong 4T2025.

KH 2025: NT2 đặt kế hoạch sản lượng điện năm 2025 đạt 3,467 triệu kWh (+26% CK), tương ứng doanh thu 8,211 tỷ đồng (+38% CK). Công ty kỳ vọng đạt 309 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (+198% CK) và 278 tỷ đồng LNST (+236% CK). Để hỗ trợ cho kế hoạch kinh doanh này, NT2 dự kiến sử dụng khoảng 581 triệu m³ khí tự nhiên và 85 nghìn m³ dầu.

Dự phóng FY25: Tổng sản lượng điện của NT2 năm 2025 ước đạt 3,292 triệu kWh (+20% CK), trong đó sản lượng hợp đồng (Qc) ước đạt 2,798 triệu kWh (+26% CK). Chúng tôi dự phóng sản lượng thực tế sẽ thấp hơn kế hoạch do điều kiện thủy văn thuận lợi, khiến EVN giảm huy động nhiệt điện khí, cùng với tình trạng thiếu hụt nguồn cung khí nội địa tiếp diễn. Tuy nhiên, NT2 vẫn có thể hưởng lợi từ việc các nhà máy nhiệt điện khí Phú Mỹ 2.2 và 3 có khả năng chuyển sang sử dụng LNG sau khi hợp đồng BOT hết hạn. Bên cạnh đó, NT2 chỉ lên kế hoạch thực hiện đợt tiêu tu vào tháng 7/2025. Tổng kết, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của NT2 đạt 7,262 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 200 tỷ đồng (tăng lần lượt 22% và 142% CK).



FY (12/31)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ VND)	8,788	6,386	5,944	7,262	7,481	7,707
LN từ HĐKD (tỷ VND)	950	441	(30)	153	232	316
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	11%	7%	-0.5%	2.1%	3.1%	4.1%
LNST (Tỷ VND)	883	473	83	200	290	385
EPS (VND)	3,069	1,722	251	669	967	1,284
ROE (%)	20.0%	11.05%	1.7%	4.7%	6.9%	8.9%
P/E (x)	8.37	15.36	79.4x	27.5x	22.1x	16.6x
P/B (x)	1.60	1.75	1.4x	1.5x	1.4x	1.4x
Tổng tài sản (tỷ VND)	7,445	8,451	8,698	7,984	7,482	7,709
VCSH (tỷ VND)	4,614	4,336	4,189	4,180	4,257	4,425

Nguồn: NT2, Mirae Asset Vietnam Research

Dệt may - Chuẩn bị cho kết quả đàm phán

Tổng quan ngành

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung tính cho Ngành Dệt may Việt Nam trong bối cảnh các yếu tố vĩ mô tích cực và tiêu cực đan xen. Theo quan điểm của chúng tôi, kết quả đàm phán Việt Nam-Hoa Kỳ, cho đến nay, chắc chắn là sự kiện quan trọng nhất để đánh giá triển vọng trung và dài hạn của ngành dệt may Việt Nam. Cuộc chiến thuế quan gần đây giữa Trung Quốc và Hoa Kỳ và lệnh tạm dừng thuế quan trong 90 ngày đối với Việt Nam hiện là những động lực hỗ trợ chính cho ngành dệt may Việt Nam. Các bất ổn khác nhau nảy sinh giữa các đối thủ dệt may Việt Nam mang lại sự hỗ trợ nào đó cho ngành. Chúng tôi cho rằng mảng may mặc sẽ ghi nhận mức tăng trưởng cao trong Q2/2025, trong khi nhu cầu sợi trong nước sẽ tăng dần để bù đắp cho nhu cầu thị trường Trung Quốc.

Bối cảnh

- Mảng may mặc tăng tốc trong khi mảng sợi chậm lại:** Trong 4T2025, hai mảng chính của dệt may Việt Nam có diễn biến trái chiều. Sản phẩm dệt may có tốc độ tăng trưởng đáng kể về giá trị xuất khẩu, ở mức 12.8% CK. Đáng chú ý, vào T4/2025 khi Chính phủ Hoa Kỳ công bố mức thuế mới đối với các đối tác thương mại, sản phẩm dệt may đã có tốc độ tăng trưởng cao hơn mức trung bình từ đầu năm, ở mức 17.7% CK. Về khía cạnh thị phần, tính đến cuối T4, thị phần hàng may mặc của Việt Nam tại các thị trường chính tiếp tục duy trì ổn định: Hoa Kỳ (18.8%; 2024: 18.9%), Nhật Bản (18.7%; 2024: 17.9%), Hàn Quốc (30.4%; 2024: 29.2%). Nhìn chung, tại các thị trường chính, sản phẩm dệt may của Trung Quốc tiếp tục mất thị phần vào tay các đối thủ như Việt Nam và xu hướng này tăng tốc trong 4T2025 khi căng thẳng giữa Trung Quốc và Hoa Kỳ leo thang. Hơn nữa, việc giảm thị phần của các sản phẩm Trung Quốc tại Nhật Bản và Hàn Quốc cũng có thể là kết quả của việc tăng cường kiểm soát đối với các hoạt động “trú ẩn” thuế của các công ty Trung Quốc trong bối cảnh các cuộc đàm phán thương mại giữa Hoa Kỳ và các đối tác thương mại. Cùng với tăng trưởng xuất khẩu, sản xuất hàng may mặc trong nước duy trì mạnh mẽ khi IIP và chỉ số lao động duy trì tăng trưởng liên tục mà không có tháng nào thu hẹp từ đầu năm nay (sản xuất dệt may thường có một hoặc hai tháng thu hẹp trong Q1 do mùa thấp điểm và các kỳ nghỉ). Ngoài ra, nhập khẩu vải đầu vào duy trì mức tăng trưởng lành mạnh 8.5% CK (tương quan với tốc độ tăng trưởng của xuất khẩu và sản xuất) trong 4T.
- Trong khi đó, xuất khẩu sợi giảm nhẹ 1.2% CK trong 4T2025. Giá trị xuất khẩu sợi sang Trung Quốc ước tính đạt 0.63 tỷ USD (-7.3% CK) trong 4T và chiếm 45.3% (2024: 47.7%) tổng kim ngạch xuất khẩu. Ngoài ra, xuất khẩu sợi sang Hàn Quốc cũng giảm 18.7% CK, đạt 0.13 tỷ USD. Sự yếu đi trong xuất khẩu đã được bù đắp phần nào khi mảng dệt trong nước tiếp tục tăng trưởng với chỉ số IIP mảng dệt và chỉ số lao động tăng 10.5% CK và 6.9% CK, cho thấy nhu cầu sợi trong nước đang tăng trưởng.
- Xung đột nổi tiếp xung đột:** Trong 4T2025, căng thẳng toàn cầu không chỉ duy trì mà còn leo thang với mặt trận mới nhất ở khu vực Kashmir. Khi Pakistan và Ấn Độ sử dụng tên lửa và máy bay chiến đấu, các cuộc giao tranh nhỏ ở khu vực tranh chấp có thể leo thang thành xung đột nghiêm trọng trên khắp biên giới của hai nước. Trước đây, hai nước từng có chiến tranh và cả hai đều sở hữu vũ khí hạt nhân, gây ra mối đe dọa đối với sự ổn định của khu vực. Bên cạnh đó, các cuộc đàm phán hòa bình Nga-Ukraine không đạt được nhiều tiến triển và chính quyền Trump dường như mất kiên nhẫn. Một trong những điểm tích cực là Houthis tuyên bố rằng họ sẽ ngừng tấn công các tàu không phải của Israel ở khu vực Biển Đỏ, mặc dù các hoạt động quân sự của Israel ở Gaza vẫn được duy trì.
- Thuế quan làm giảm niềm tin tiêu dùng:** Thuế quan của Hoa Kỳ đã tác động đến niềm tin tiêu dùng vốn đã thấp khi chỉ số niềm tin của người tiêu dùng Hoa Kỳ giảm xuống mức thấp nhất trong hai năm, ở mức khoảng 52.2 điểm vào T4/2025. Ngoài ra, niềm tin của người tiêu dùng tại các thị trường chính khác cũng giảm ngay sau khi công bố thuế quan. Doanh thu của một số thương hiệu chính như Nike, Gap, H&M bắt đầu thu hẹp trong Q1/2025 và tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh số nhìn chung tăng. Gần đây, một số thương hiệu đã yêu cầu miễn thuế để tránh “mối đe dọa đến sự tồn tại”, có thể có một số ảnh hưởng tốt và hỗ trợ cho các nhà xuất khẩu dệt may như Việt Nam trong các cuộc đàm phán.
- Gần đây, Hoa Kỳ và Trung Quốc đã đồng ý cắt giảm thuế quan 115% trong 90 ngày, thoát nhìn thì đây là một tín hiệu tốt. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng có khả năng động thái này là một dạng “nghỉ giải lao” trừ khi đạt được một số thỏa thuận thực sự. Các cuộc đàm phán giữa Chính phủ Hoa Kỳ và hầu hết các đối tác thương mại khác vẫn chưa có kết quả thực sự, ngoại trừ Vương quốc Anh và mức thuế cơ sở 10% có khả năng sẽ được duy trì bất kể kết quả đàm phán. Đối với Việt Nam, Chính phủ đã rất tích cực đàm phán với mục tiêu giảm thuế quan và Việt Nam là một trong sáu đối tác thương mại ưu tiên đàm phán.

Dệt may - Chuẩn bị cho kết quả đàm phán (tt.)

Triển vọng và rủi ro

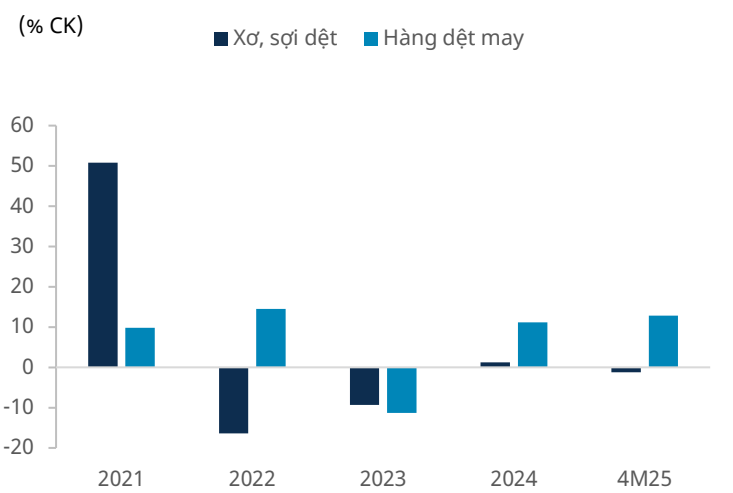
- Kỳ vọng đàm phán thuế quan:** Một cuộc họp “hiệu quả” là khởi đầu tích cực cho Việt Nam trong nỗ lực giảm thuế quan. Tuy nhiên, cần nhắc lại, mức thuế cơ sở 10% khó có khả năng thương lượng được và Việt Nam thực sự có thặng dư thương mại lớn với Hoa Kỳ (năm 2024: hơn 123 tỷ USD), khó có thể trung hòa trong thời gian ngắn. Chúng tôi tin rằng công cụ hiệu quả nhất để Việt Nam cân bằng thương mại là mua các sản phẩm của Hoa Kỳ. Tuy nhiên, với khoảng 79 tỷ USD dự trữ ngoại hối (IMF, cập nhật đến T1/2025) so với giá trị nhập khẩu trung bình hàng tháng trong 4T2025 là 34 tỷ USD, thì không có nhiều không gian để chi tiêu. Việc giảm thuế quan của Việt Nam đối với các sản phẩm của Hoa Kỳ sẽ không hiệu quả lắm trong việc giảm mất cân bằng thương mại vì mức thuế trung bình hiện tại chỉ là 9.4% và nhu cầu đối với hàng hóa của Hoa Kỳ không đủ cao. Do đó, chúng tôi đánh giá mức thuế quan tối đa sẽ cao hơn nhiều so với 10% và có thể có một số miễn trừ. Cũng sẽ có một số yêu cầu về nguồn gốc hàng hóa để hạn chế các hoạt động lẩn tránh thuế.
- Nơi trú ẩn giữa xung đột:** Mặc dù mức thuế dự kiến của Hoa Kỳ có thể cao, chúng tôi tin rằng sự hỗ trợ chính cho ngành dệt may Việt Nam tại thị trường Hoa Kỳ hiện nằm ở lợi thế so sánh so với các đối thủ.
 - Trung Quốc, nước xuất khẩu dệt may lớn nhất sang Hoa Kỳ, đang bị mắc kẹt trong cuộc chiến thương mại với Hoa Kỳ khi mỗi nước đều áp đặt mức thuế rất cao đối với đối phương. Ngay cả khi tạm dừng trong 90 ngày với mức giảm thuế đáng kể từ cả hai bên, thì khả năng các sản phẩm của Trung Quốc giành lại thị phần là rất thấp và chúng tôi tin rằng xu hướng giảm sẽ tiếp tục, điều này có lợi cho ngành dệt may Việt Nam. Chúng tôi tin rằng làn sóng di cư khỏi Trung Quốc sẽ tăng tốc khi nhu cầu đa dạng hóa tăng lên.
 - Dệt may Bangladesh gần đây đã chứng kiến sự cải thiện tại thị trường Hoa Kỳ, thị phần đạt 7.4% trong Q1/2025 (2024: 7.0%). Tuy nhiên, có vẻ như căng thẳng chính trị của đất nước vẫn còn khi các vụ bắt giữ và bạo lực của đám đông vẫn tiếp diễn. Ngoài ra, xung đột nội bộ đang diễn ra ở Myanmar có thể ảnh hưởng đến sự ổn định biên giới của Bangladesh. Những bất ổn này gây ra rủi ro cho ngành sản xuất dệt may của quốc gia này.
 - Ấn Độ và Pakistan, hai trong số 10 nước xuất khẩu dệt may hàng đầu, hiện đang có nguy cơ xảy ra xung đột trực diện. Mặc dù cả hai bên đã xác nhận lệnh ngừng bắn sau khi Hoa Kỳ can thiệp, nhưng căng thẳng vẫn còn ở mức cao. Nếu các cuộc giao tranh gần đây leo thang thành chiến tranh giữa hai nước, cơ sở hạ tầng và các cơ sở sản xuất như cảng biển, lưới điện và đường cao tốc sẽ trở thành mục tiêu không thể tránh khỏi. Hơn nữa, lòng tin của khách hàng sẽ giảm sút và các đơn hàng có khả năng chuyển ra khỏi các quốc gia này.
- Triển vọng ở các thị trường trọng điểm khác:** Khi khó khăn phát sinh ở thị trường Hoa Kỳ do thuế quan, chúng tôi tin rằng sự cạnh tranh ở các thị trường trọng điểm khác chắc chắn sẽ tăng lên. Việt Nam đã ký kết nhiều FTA cho phép xuất khẩu hàng dệt may với mức thuế nhập khẩu thấp và do đó mang lại một số lợi thế so sánh. Cụ thể, trong số các đối thủ châu Á, Bangladesh và Pakistan vẫn chưa ký FTA với Nhật Bản và Hàn Quốc và hàng dệt may xuất khẩu của họ phải chịu thuế quan. Đối với thị trường EU, từ năm nay, thuế hải quan đối với các sản phẩm dệt may có xuất xứ từ Việt Nam nằm trong danh mục "B5" sẽ được xóa bỏ theo EVFTA.

Khuyến nghị đầu tư

- Trong Q2/2025, chúng tôi kỳ vọng các công ty sợi và may mặc Việt Nam sẽ hoạt động tốt khi các đơn hàng chuyển ra khỏi Trung Quốc và khách hàng cố gắng khai thác thời gian tạm dừng thuế quan 90 ngày. Các công ty may mặc sẽ được hưởng lợi đầu tiên và có khả năng ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao nhờ các đơn hàng may mặc đang cấp bách. Trong khi đó, chúng tôi tin rằng nhu cầu sợi trong nước sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định tương ứng với sự tăng trưởng của mảng dệt, phần nào bù đắp cho nhu cầu suy yếu tại thị trường Trung Quốc. Từ năm 2025 trở đi, chúng tôi tin rằng dệt may Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ sự đa dạng hóa nguồn cung và mức thuế quan cao của Hoa Kỳ đối với hàng dệt may Trung Quốc.
- Các công ty may mặc:** chúng tôi khuyến nghị CTCP May Sông Hồng (MSH) và CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) tại thời điểm này. MSH xác nhận đơn hàng đến cuối năm 2025 trong khi TNG sẽ hoạt động hết công suất cho đến T8. Cả hai công ty đều ghi nhận sự tăng trưởng về quy mô lao động - một tín hiệu mở rộng sản xuất. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi tin rằng tỷ lệ doanh thu cao tại Hoa Kỳ có thể không còn là bất lợi đối với MSH, trong khi danh mục khách hàng đa dạng của TNG sẽ mang lại sự linh hoạt.
- Các công ty sợi:** chúng tôi lựa chọn CTCP Sợi Thế Kỷ (STK) và Tổng CTCP Phong Phú (PPH). Chúng tôi kỳ vọng STK sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng đột biến trong năm nay nhờ nhà máy Unitex chính thức đi vào hoạt động. Trong khi đó, ngoài sự tăng trưởng ổn định của mảng sợi chỉ may (thông qua hợp tác với Coats Group) và mảng khăn, chúng tôi kỳ vọng PPH sẽ hoàn tất giải quyết tranh chấp trong dự án bất động sản hợp tác với Sagri.

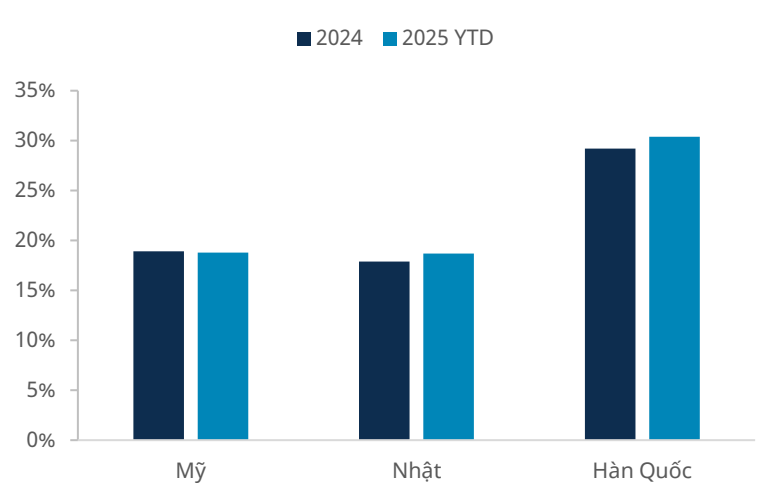
Dệt may - Triển vọng và rủi ro

Tăng trưởng giá trị XK dệt may VN



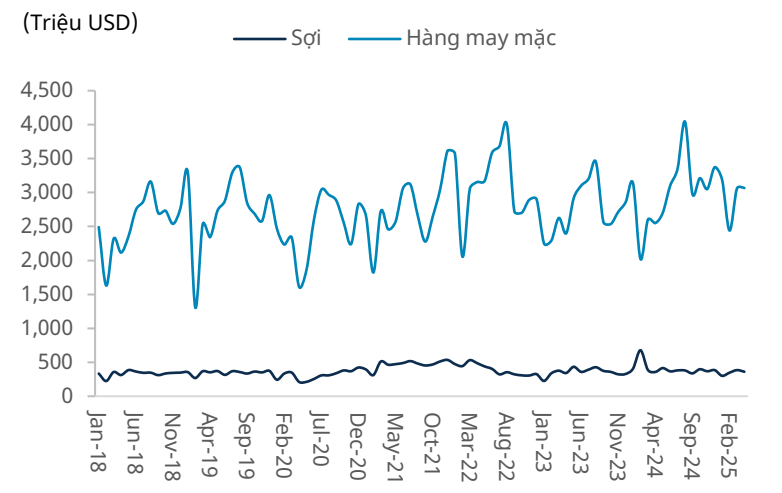
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Thị phần hàng may mặc VN tại một số TT



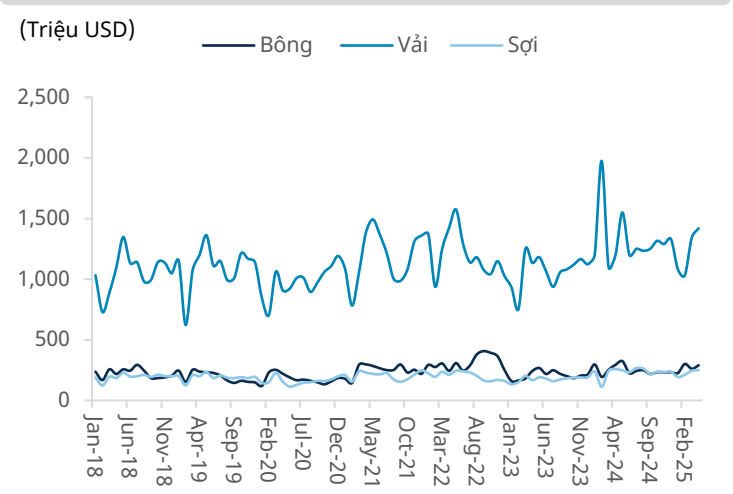
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị XK dệt may theo tháng



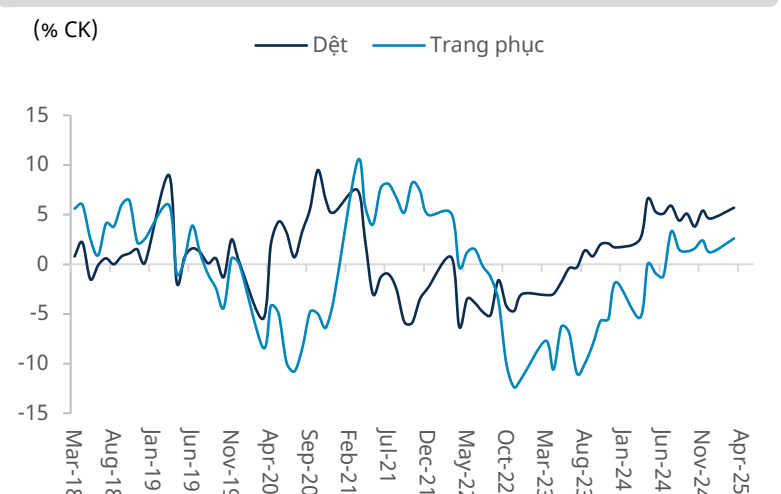
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị NK nguyên liệu dệt may theo tháng



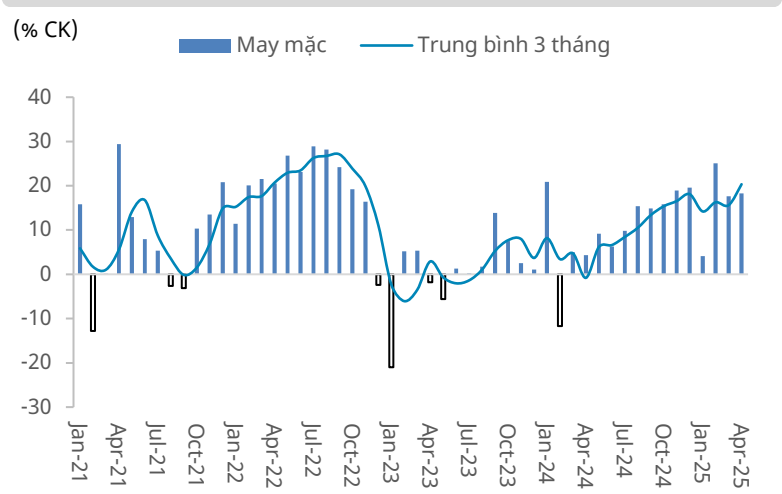
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng khối lượng sản xuất ngành dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

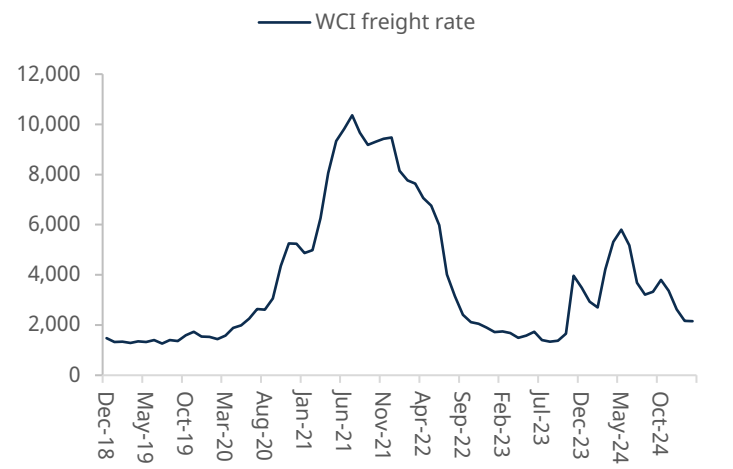
IIP mảng may mặc theo tháng



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

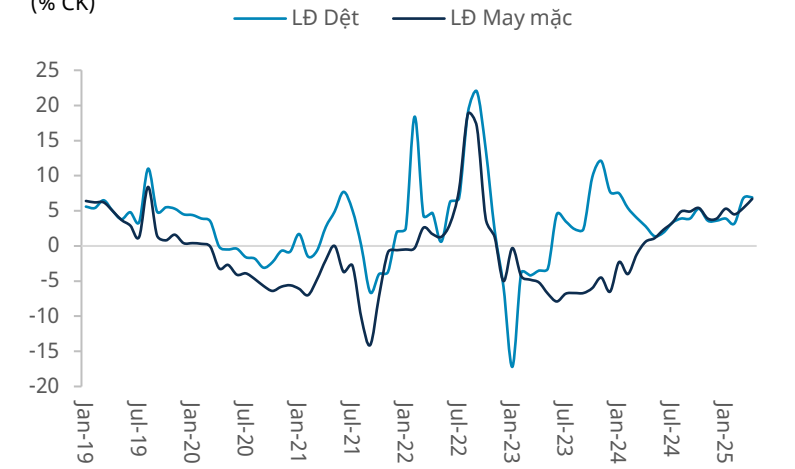
Dệt may - Triển vọng và rủi ro (tt.)

Chỉ số giá vận tải biển



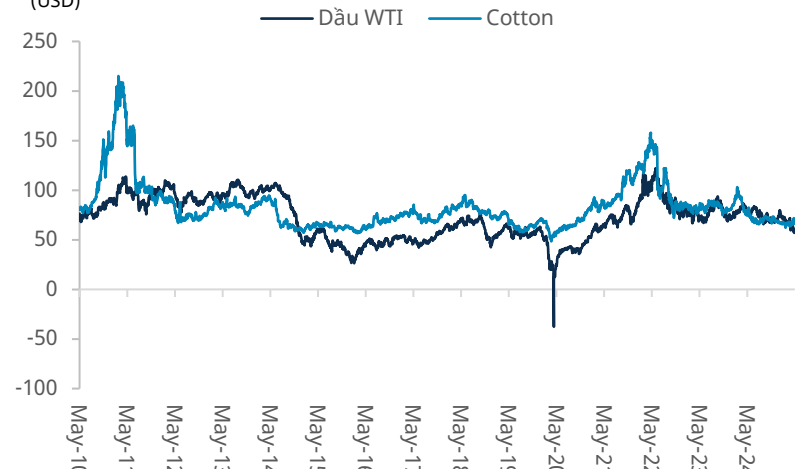
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số sử dụng lao động ngành dệt may VN



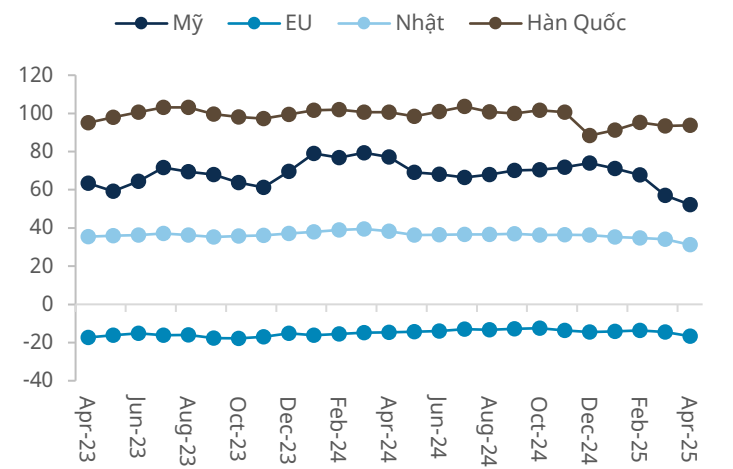
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Giá nguyên liệu sản xuất sợi



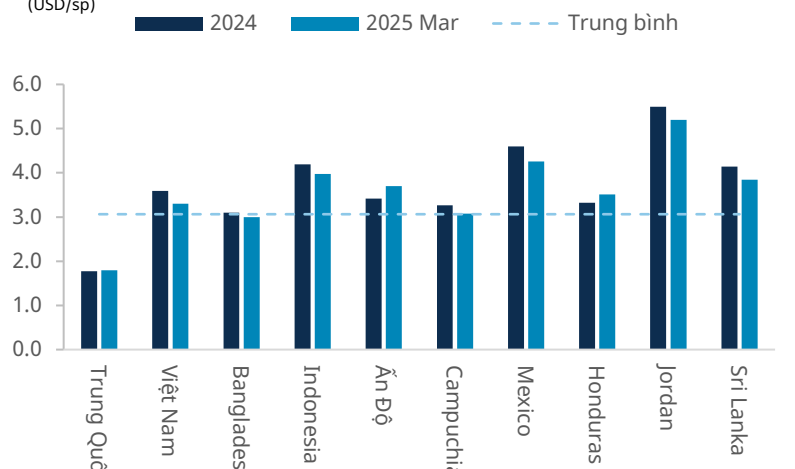
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số niềm tin tiêu dùng các TT



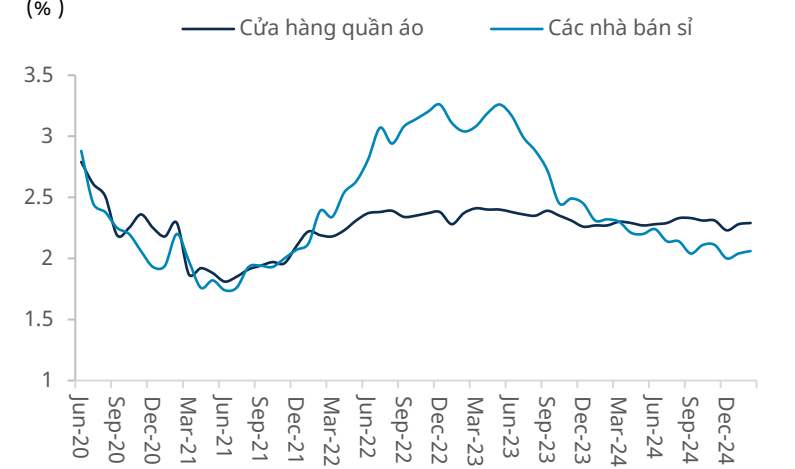
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Đơn giá trung bình XK hàng may mặc vào TT Mỹ



Nguồn: OTEXA, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số tồn kho/doanh thu TT Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hiệu suất vượt trội trong Q1/2025

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	40,000
Thị giá (10/06/25)	35,300
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

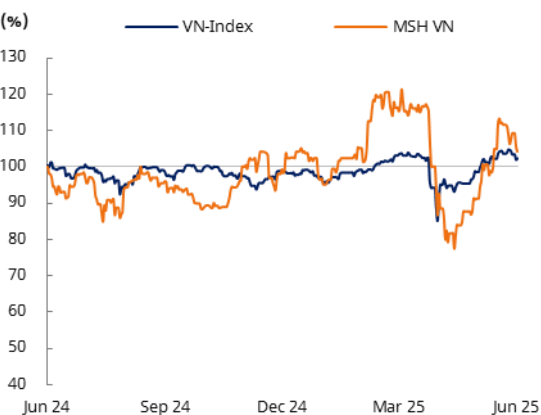
LNST CĐ kiểm soát (25F, tỷ đồng)	419
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	354
Tăng trưởng EPS (25F, %)	-39
P/E (25F, x)	11

Vốn hóa (tỷ đồng)	3,972
SL cổ phiếu (triệu)	113
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	49.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	3.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25,167
Cao nhất 52 tuần (VND)	41,867

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	14.4	0.5	4.4
Tương đối	10.5	-3.4	2.5

Điểm nhấn đầu tư

- Tổng quan:** CTCP May Sông Hồng (MSH) là một công ty may mặc có lợi nhuận cao, đặt trụ sở tại miền Bắc Việt Nam. MSH vận hành trên 20 xưởng sản xuất tại tỉnh Nam Định. Đây là những vị trí có vị thế tốt trong hoạt động logistics, với các dòng sản phẩm chủ lực là hàng may mặc xuất khẩu CMT và FOB (tỷ trọng doanh thu chính). MSH có danh mục khách hàng vững chắc tập trung vào thị trường Hoa Kỳ, bao gồm Walmart, Nike, Target và Haddad Brands. Công ty cũng sở hữu thương hiệu nổi tiếng trên thị trường chăn-drap-gối-nệm trong nước.
- Cập nhật HĐKD:** MSH ghi nhận sự nhảy vọt trong hoạt động kinh doanh trong Q1/2025 khi doanh thu tăng 34.5% CK lên 1,036.2 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp cũng mở rộng lên 18.4% (Q1/2024: 12.4%) và lợi nhuận gộp tăng gấp đôi lên 191.1 tỷ đồng. Trong quý, chi phí tài chính tăng lên 21.7 tỷ đồng (Q1/2024: 10.3 tỷ đồng) chủ yếu do lỗ tỷ giá hối đoái. Ngoài ra, chi phí quản lý tăng 68.6% CK khi chi phí nhân viên tăng vọt lên 48.7 tỷ đồng (Q1/2024: 23.9 tỷ đồng). Lợi nhuận hoạt động Q1 của MSH đạt 110.4 tỷ đồng (+75.8% CK). Lợi nhuận sau thuế của công ty tăng 82.8% CK lên 87.2 tỷ đồng. Trong Q1, quy mô lao động của MSH tăng lên 11,540 (cuối năm 2024: 11,383), chúng tôi tin đây là tín hiệu tích cực cho thấy sự mở rộng kinh doanh.
- Dự phóng 2025:** Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng nhà máy Sông Hồng Xuân Trường mới đi vào hoạt động, giúp tăng tổng công suất của MSH. Quy mô lao động của MSH dự phóng tăng lên 12,500 trong 2025 (cuối năm 2024: 11,383). Mặt khác, do tình hình chính trị bất ổn ở Bangladesh vẫn tiếp diễn và căng thẳng thuế quan giữa Mỹ và Trung Quốc leo thang, chúng tôi tin rằng MSH vẫn sẽ nhận được nhiều đơn hàng sản phẩm dệt may trong năm nay, đặc biệt là các đơn hàng FOB, và doanh thu dự kiến đạt 5,500 tỷ đồng (+4.1% CK). Chúng tôi kỳ vọng MSH có thể duy trì biên lợi nhuận gộp cao, mặc dù chi phí có thể tăng do những bất ổn toàn cầu. LNST 2025 ước đạt 455.7 tỷ đồng (+3.6% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH. Với tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn là 0% sau năm 2035.
- Rủi ro chính:** Cạnh tranh về nhân công với các nhà tuyển dụng khác ở miền Bắc Việt Nam, trong bối cảnh đầu tư FDI mới ngày càng tăng; sự phụ thuộc đầu vào vào các nhà cung cấp chính ở Trung Quốc; Biến động tỷ giá VND/USD là rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,523	4,542	5,280	5,500	5,850	6,210
LN HĐKD (tỷ đồng)	446	305	560	570	617	708
Biên LN HĐKD (%)	8.1	6.7	10.6	10.4	10.6	11.4
LN trước thuế (tỷ đồng)	439	307	544	570	617	708
LN trước thuế (tỷ đồng)	375	245	413	419	454	521
EPS (VND)	4,998	3,260	5,499	3,353	3,635	4,169
ROE (%)	21	13.9	22.8	21.1	20.6	21.1
P/E (x)	6.6	12	9.0	11.0	10.2	8.9
P/B (x)	1.5	1.8	2.0	2.1	1.9	1.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,294	3,453	4,523	4,130	4,380	4,694
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,719	1,810	2,056	2,272	2,524	2,838

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Duy trì tăng trưởng ổn định

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	25,000
Thị giá (10/06/25)	18,300
Lợi nhuận kỳ vọng	37%

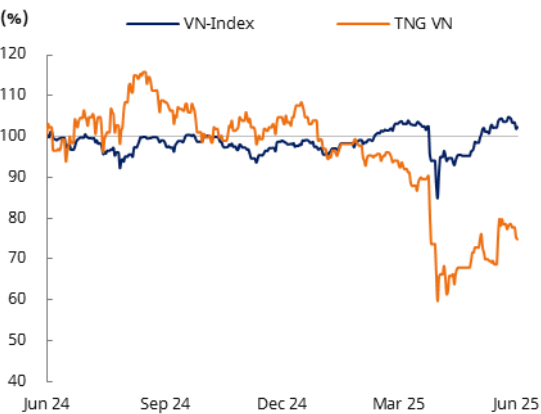
LNST CĐ kiểm soát (25F, tỷ đồng)	345
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	-3.8
P/E (25F, x)	7.2

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,084
SL cổ phiếu (triệu)	123
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	51.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	NA
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	5.6	-29.8	-27.7
Tương đối	-0.7	-36.3	-29.5

Điểm nhấn đầu tư

- Tổng quan:** CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) là công ty may mặc có tốc độ tăng trưởng nhanh và là doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc hàng đầu Việt Nam. Công ty có danh mục khách hàng đa dạng đến từ nhiều thị trường xuất khẩu dệt may trọng điểm của Việt Nam như Mỹ, EU, Canada. Hoạt động kinh doanh chính của TNG là sản xuất hàng may mặc CMT với các sản phẩm chủ lực là áo khoác, sản phẩm từ lông vũ, quần áo và trang phục thể thao. TNG sở hữu hơn 300 dây chuyền sản xuất tại 18 chi nhánh, có trụ sở tại tỉnh Thái Nguyên. Ngoài ra, công ty còn kinh doanh khu công nghiệp với dự án KCN Sơn Cẩm.
- Cập nhật HKKD:** Trong Q1/2025, TNG duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định với doanh thu tăng 11.6% CK lên 1,510.6 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp mở rộng và lợi nhuận gộp tăng 12.9% CK lên 229.8 tỷ đồng. Trong quý, chi phí quản lý tăng 23.3% CK lên 105.9 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động và LNST của TNG lần lượt đạt 53.7 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ năm trước) và 53.5 tỷ đồng (+1.3% CK).
- Dự phóng 2025:** Năm 2025, bất chấp các mối đe dọa từ thuế quan của Hoa Kỳ và khả năng nhu cầu suy yếu tại các thị trường trọng điểm do căng thẳng thương mại, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về hoạt động kinh doanh của TNG, dựa trên các luận điểm sau: 1) Danh mục khách hàng của TNG vẫn tương đối đa dạng, mặc dù thị trường Hoa Kỳ chiếm gần một nửa; 2) Các đối thủ của Việt Nam, như Trung Quốc và Bangladesh, vẫn phải đối mặt với những khó khăn riêng bên cạnh vấn đề thuế quan. Đặc biệt, Trung Quốc đang mắc kẹt trong cuộc chiến thương mại căng thẳng với Hoa Kỳ; 3) Chính phủ Việt Nam đã nỗ lực để giảm bớt mất cân bằng thương mại Việt Nam-Hoa Kỳ, với hy vọng rằng thuế quan sắp tới sẽ thấp hơn; và 4) Chính quyền của Trump gần đây đã tuyên bố tạm dừng áp dụng thuế quan trả đũa đối với các đối tác thương mại trong 90 ngày, điều này sẽ mang lại lợi ích cho hàng may mặc Việt Nam ít nhất là trong Q2/2025 vì các đơn hàng sẽ tăng mạnh để tránh thuế quan. Chúng tôi dự báo số lượng nhân viên và năng suất trung bình của TNG lần lượt vào khoảng 20,000 và 400 triệu đồng trong năm nay. Do đó, doanh thu năm 2025 dự phóng đạt 8,000 tỷ đồng (+4.5% CK). Chi phí có thể tăng nhẹ do lạm phát. Chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động và LNST lần lượt là 421.5 tỷ đồng (+5.1% CK) và 345.7 tỷ đồng (+9.8% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG. Với tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn là 0% sau năm 2035. Do đó, chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu của TNG là 25,000 đồng/cổ phiếu (sau điều chỉnh cổ tức). Công ty thường chia cổ tức tiền mặt 800-1,200 đồng mỗi cổ phiếu, tương ứng với lợi suất cổ tức 4-7%.
- Rủi ro chính:** Đòn bẩy bị khai thác quá mức; cạnh tranh về lương; sự phụ thuộc đầu vào các nhà cung cấp từ Trung Quốc; và biến động tỷ giá VND/USD



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,778	7,096	7,656	8,000	8,505	9,020
LN HKKD (tỷ đồng)	371	300	401	421	468	539
Biên LN HKKD (%)	5.5	4.2	5.2	5.3	5.5	6.0
LN trước thuế (tỷ đồng)	358	279	390	421	468	539
LNST CĐ kiểm soát (tỷ đồng)	292	226	315	345	384	442
EPS (VND)	2,780	1,988	2,568	2,468	2,743	3,157
ROE (%)	18.0	12.1	16.8	18.0	18.9	20.0
P/E (x)	6.0	10.0	7.9	7.2	6.5	5.6
P/B (x)	1.1	1.3	1.4	1.1	1.0	0.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	5,440	5,251	5,817	5,472	5,669	5,832
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,790	1,861	1,892	1,950	2,102	2,305

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Hồi phục mạnh trong Q1/2025

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn

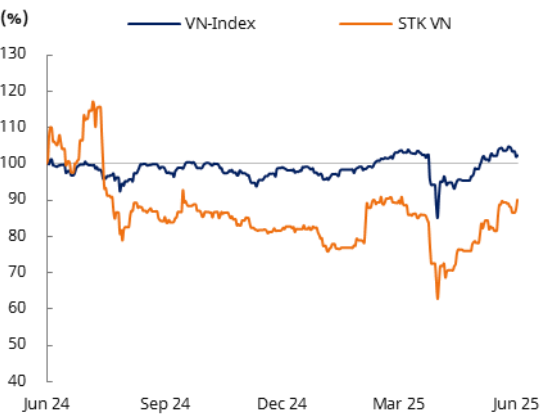


Cập nhật	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	31,200
Thị giá (10/06/25)	27,000
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST CĐ kiểm soát (25F, tỷ đồng)	319
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	1,438
P/E (25F, x)	13.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,372
SL cổ phiếu (triệu)	97
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	61.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	16.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	36,600
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	15.80.4-18.2
Tương đối	9.5-6.1-20.0

Điểm nhấn đầu tư

- Tổng quan:** CTCP Sợi Thế Kỷ (STK) là một công ty dệt may tập trung vào các sản phẩm sợi polyester. Các sản phẩm chính của công ty là sợi DTY, FDY và POY nguyên sinh và tái chế. STK hiện đang vận hành hai nhà máy sợi tại TP.HCM và Đồng Nai, với tổng công suất 63,000 tấn/năm. Ngoài ra, STK là công ty duy nhất trong khu vực ASEAN hợp tác chiến lược với Unifi Inc để phát triển các loại sợi tái chế và sợi giá trị cao.
- Cập nhật tình hình kinh doanh:** Hoạt động kinh doanh của STK ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ trong Q1/2025 khi doanh thu tăng 41.7% CK lên 376.4 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp tăng vọt lên 78.2 tỷ đồng (+142.1% CK) và biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 20.7% (Q1/2024: 12.2%). Trong quý, chi phí thay đổi ít và lợi nhuận hoạt động đạt 48.5 tỷ đồng (Q1/2024: 1.1 tỷ đồng). LNST Q1/2025 của STK đạt 35.6 tỷ đồng (Q1/2024: 0.7 tỷ đồng).
- Dự phóng 2025:** Khi nhà máy Unitex đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng của STK sẽ tăng đáng kể, lên 52,000 tấn. Cụ thể, chúng tôi dự báo sản lượng nhà máy hiện tại và Unitex lần lượt đạt 32,000 tấn (+41.5% CK) và 20,000 tấn (55% công suất tối đa). Do những bất ổn gần đây trong thương mại toàn cầu, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình sẽ được duy trì ở mức khoảng 2,100 USD/tấn. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu của STK là 2,806.4 tỷ đồng (+131.8% CK). Chi phí tài chính và chi phí quản lý, bán hàng sẽ tăng khi nhà máy mới đi vào hoạt động. Lợi nhuận hoạt động và LNST dự kiến lần lượt là 362.8 tỷ đồng (2024: 26 tỷ đồng) và 319.3 tỷ đồng (2024: 12 tỷ đồng).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để định giá cổ phiếu STK, với các giả định chính: 1) Tỷ lệ hoàn vốn yêu cầu là 13%; và 2) Tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2035 là 2%. Do đó, chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu là 31,200 đồng với khuyến nghị Mua.
- Rủi ro chính:** Biến động tỷ giá VND/USD, nhu cầu dệt may tại các thị trường xuất khẩu chính, biến động giá dầu và PET là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,117	1,426	1,210	2,806	2,860	2,914
LN HĐKD (tỷ đồng)	271	89	26	363	385	394
Biên LN HĐKD (%)	12.8	6.2	2.1	12.9	13.4	13.5
LN trước thuế (tỷ đồng)	269	91	19	363	385	394
LNST CĐ kiểm soát (tỷ đồng)	242	87	12	319	338	347
EPS (VND)	3,341	1,003	130	1,999	2,119	2,172
ROE (%)	17.3	5.5	0.8	15.9	13.4	12.5
P/E (x)	9.1	25.7	56.7	13.4	12.6	12.3
P/B (x)	1.5	1.5	1.5	1.8	1.6	1.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2,125	2,975	3,811	4,350	4,359	4,521
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,541	1,628	1,629	2,398	2,640	2,892

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Giữ vững hoạt động hiệu quả

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeeasset.com.vn

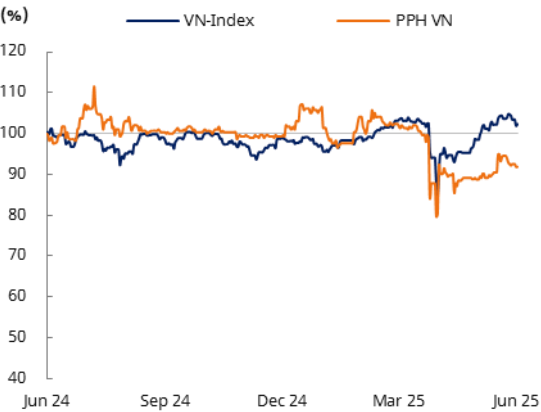


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	39,000
Thị giá (10/06/25)	26,900
Lợi nhuận kỳ vọng	45%

LNST CĐ kiểm soát (25F, tỷ đồng)	367
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (25F, %)	-0.7
P/E (25F, x)	5.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,964
SL cổ phiếu (triệu)	75
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	30.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	NA
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	33,900
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	0.0-9.6-5.4
Tương đối	-6.3-16.2-7.2

Điểm nhấn đầu tư

- Tổng quan:** Tổng CTCP Phong Phú (PPH) là một nhà sản xuất dệt may tại miền Nam Việt Nam. Sau khi trải qua quá trình tái cấu trúc, PPH hiện tập trung vào hai phân khúc: sợi và sản phẩm dệt gia dụng. PPH có lợi thế vững chắc trong phân khúc sợi, nhờ vào sự hợp tác với Coats (thông qua Coats Phong Phú và PPH là công ty Việt Nam duy nhất cung cấp sợi chỉ may cho Coats). PPH cũng đang tăng công suất mặt hàng khăn và mở rộng danh mục sản phẩm dệt gia dụng. Với vị thế vững chắc, chúng tôi tin rằng PPH sẽ không chỉ duy trì được lợi nhuận mà còn mở rộng phát triển trong tương lai.
- Cập nhật HKKD:** Trong Q1/2025, hoạt động kinh doanh của PPH tiếp tục tăng trưởng khi doanh thu tăng 20.5% CK lên 594.5 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 20% và lợi nhuận gộp đạt 119 tỷ đồng (+21.1% CK). Lợi nhuận từ công ty liên kết tăng nhẹ lên 89.5 tỷ đồng (+4.5% CK). Trong khi đó, chi phí quản lý và bán hàng tăng 18.8% CK lên 80 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q1 của PPH lần lượt đạt 114 tỷ đồng (+13.4% CK) và 113.3 tỷ đồng (+13.4% CK).
- Dự phóng 2025:** Năm 2024, PPH ghi nhận sự gia tăng về quy mô lao động, chúng tôi tin rằng đây là tín hiệu cho thấy năng lực sản xuất đang mở rộng. Do PPH vẫn đang tái cấu trúc, quy mô lao động của công ty sẽ không thay đổi nhiều hoặc chỉ tăng chậm qua các năm. Chúng tôi dự phóng năng suất sẽ cải thiện đều đặn, nhờ vào sự hợp tác với Coats, cũng như cơ cấu tinh gọn của PPH, tập trung vào các phân khúc có lợi nhuận. Năm 2025, doanh thu dự kiến đạt 2,251.2 tỷ đồng (+0.6% CK). Lợi nhuận từ công ty liên kết Coats Phong Phú sẽ tiếp tục đóng vai trò chủ chốt trong lợi nhuận hoạt động của công ty. Với mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thấp, chúng tôi dự báo LNST năm 2025 của PPH đạt 374.3 tỷ đồng (+0.5% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị nội tại của PPH, với một số giả định chính: tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 15%; tỷ lệ tăng trưởng dài hạn sau năm 2035 là 0%; và giả định rằng PPH sẽ tăng dần quy mô lao động và năng suất qua các năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 39,000 đồng/cổ phiếu cho PPH.
- Rủi ro chính:** Sự hợp tác với tập đoàn Coats và sự biến động về nhu cầu toàn cầu cũng như giá nguyên liệu là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,746	1,755	2,238	2,251	2,303	2,366
LN HKKD (tỷ đồng)	479	325	379	378	390	407
Biên LN HKKD (%)	27.5	18.5	16.9	16.8	16.9	17.2
LN trước thuế (tỷ đồng)	480	320	384	378	390	407
LNST CĐ kiểm soát (tỷ đồng)	472	311	373	367	378	395
EPS (VND)	5,946	3,865	4,507	4,421	4,558	4,756
ROE (%)	26.1	16.5	20.5	19.7	19.1	18.7
P/E (x)	3.4	6.4	6.9	5.9	5.7	5.5
P/B (x)	0.8	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,419	3,539	3,579	3,777	3,879	4,000
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,784	1,778	1,884	1,959	2,081	2,219

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		
* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo. * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai. * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.			

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.