

Triển vọng Việt Nam 2H2025

Lựa chọn cổ phiếu chiến thắng thị trường

Tháng 7/2025



Trụ sở CTCP Chứng khoán MB
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: +84 24 7304 5688 | Fax: +84 24 3726 2601
Web: www.mbs.com.vn



1

Triển vọng thế giới | 2H2025

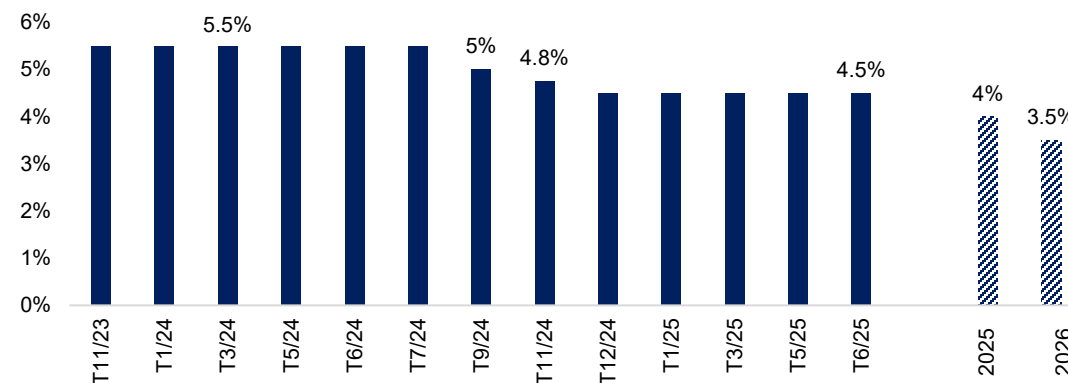
Những xu hướng sẽ tác động đến thị trường Việt Nam

- Tâm điểm của nửa sau 2025 sẽ dịch chuyển từ câu chuyện thuế quan sang khả năng cắt giảm lãi suất
- TTCK Mỹ được dự báo yếu đi trong nửa sau 2025, trong khi đó các cổ phiếu công nghệ sẽ được định giá lại tích cực hơn
- Giá vàng tiếp tục tăng mạnh, trong khi giá dầu sẽ đi ngang
- Các thị trường mới nổi được hưởng lợi từ đồng USD suy yếu

Tâm điểm của nửa sau 2025 sẽ dịch chuyển từ câu chuyện thuế quan sang khả năng cắt giảm lãi suất

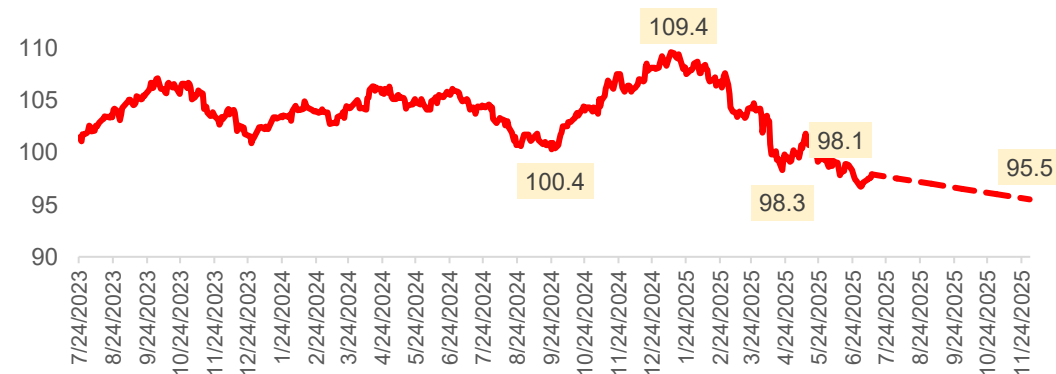
- **Mỹ:** tăng trưởng kinh tế được dự báo sẽ chậm lại trong nửa sau 2025, GDP dự báo chỉ tăng 1.5%, thấp hơn so với kết quả 2.8% của năm 2024. Tuy nhiên dữ liệu kinh tế trái chiều gần đây đang khiến cho triển vọng giảm lãi suất trở nên khó dự báo. Thống kê cho thấy mức thuế quan của mới chưa tác động nhiều đến giá cả tại Mỹ, ít nhất là trên quy mô lớn. Số liệu việc làm mới những tháng gần nhất vẫn tăng vượt kỳ vọng. Biểu đồ dot plot tháng 6 cũng cho thấy sự chia rẽ trong nhận định của các thành viên FED về việc cắt giảm lãi suất.
- **Hiện tại thị trường đang kỳ vọng FED sẽ giảm lãi suất 2 đợt với tổng cộng 50 điểm cơ bản** trong T9 và T12/25 đưa lãi suất điều hành xuống mức 4% vào cuối năm 2025.
- **DXY dự báo sẽ tiếp tục suy yếu**, thậm chí xuống dưới vùng 96 do chính sách gây tranh cãi của TT Trump, cũng như chính sách tài khóa đầy tham vọng sẽ tỷ lệ nợ liên bang (hiện là 124% trên GDP) và thâm hụt ngân sách dự kiến sẽ nói rộng từ 6.4% GDP lên 6.9%. Dòng vốn đầu tư đang rời các tài sản định giá bằng USD, từ đó làm suy yếu vị thế “tài sản trú ẩn an toàn” vốn có của đồng tiền này. EU và các thị trường mới nổi đang thu hút dòng vốn đầu tư quay trở lại do vị thế USD yếu đi.
- **Trung Quốc:** tăng trưởng Q2/25 vượt kỳ vọng bất chấp căng thẳng Thương mại với Mỹ. GDP Q2 tăng 5.2%, nửa đầu năm tăng 5.3%. T5/25, NHTW TQ đã giảm lãi suất 10 điểm cơ bản và hạ 50 điểm cơ bản tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong nỗ lực tổng thể nhằm bảo vệ nền kinh tế khỏi thuế quan của Mỹ. Các nhà đầu tư đang theo dõi liệu TQ có phát tín hiệu tung thêm các biện pháp kích cầu mới tại cuộc họp Bộ Chính trị vào cuối tháng 7.

Thị trường dự báo FED sẽ có 2 đợt cắt giảm lãi suất với tổng cộng 50 điểm cơ bản trong T9 và T12/25



• Nguồn: CMEFedWatch, MBS Research tổng hợp

DXY đã giảm 10.3% kể từ đầu năm và dự báo sẽ tiếp tục suy yếu



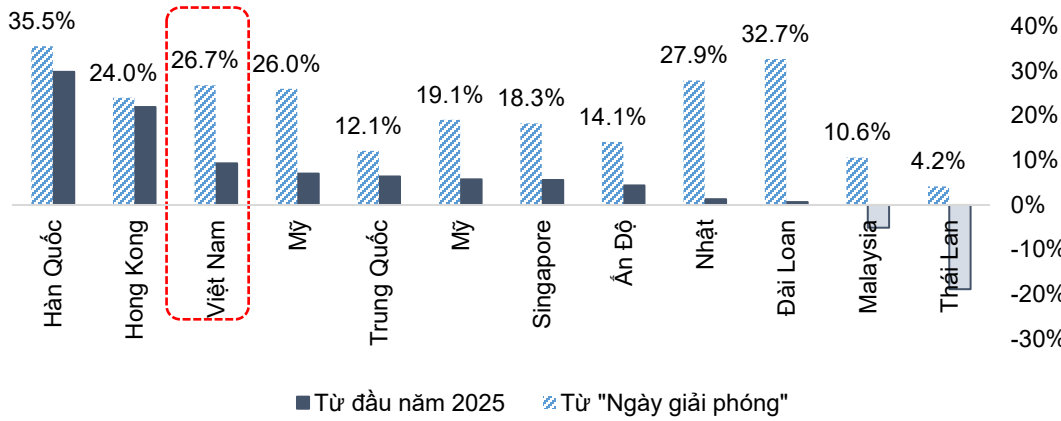
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research tổng hợp

TTCK Mỹ được dự báo yếu đi trong nửa sau 2025, trong khi đó các cổ phiếu công nghệ sẽ được định giá lại tích cực hơn

- TTCK thế giới tăng mạnh mẽ kể từ sau cú sốc thuế quan ngày 2/4/2025, bắt chập cả căng thẳng khu vực Trung Đông.
- Đà phục hồi mạnh mẽ của TTCK Mỹ chủ yếu phản ánh những triển vọng giảm lãi suất của FED và sự dẫn dắt của nhóm cổ phiếu công nghệ có kết quả kinh doanh gần đây tốt hơn so với dự kiến.
- Tuy nhiên các tổ chức đều duy trì quan điểm thận trọng với chỉ số S&P500 trong nửa sau 2025 do lo ngại về thậm hụt tài khóa và việc các tài sản định giá bằng USD suy yếu.
- Trong khu vực ASEAN, chứng khoán Thái Lan giảm 18% so với đầu năm chủ yếu do các bất ổn chính trị trong nước.

- Các cổ phiếu công nghệ Mỹ, đại diện là nhóm Mag-7 (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia, và Tesla) đã giảm mạnh trong Q1/25 khi Deep Seek nổi lên như một mô hình A.I chi phí thấp. Sau đó đã phục hồi mạnh mẽ từ T4 khi kết quả kinh doanh của nhóm ngành này tích cực hơn dự báo.
- Các cổ phiếu công nghệ Mỹ, đặc biệt là các chủ đề liên quan đến A.I vẫn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa sau 2025. Alphabet, Microsoft và Amazon dự kiến sẽ đầu tư tổng cộng khoảng 250 tỷ USD trong năm 2025 vào cơ sở hạ tầng liên quan đến AI. Khu vực Trung Đông cũng đang có kế hoạch đầu tư khoảng 100 tỷ USD vào các dự án thúc đẩy AI trong 3 năm tới.

Diễn biến TTCK thế giới từ đầu năm và từ “Ngày Giải phóng” 2/4 đến nay



Diễn biến chỉ số Mag-7 của CNBC trong vòng 1 năm qua



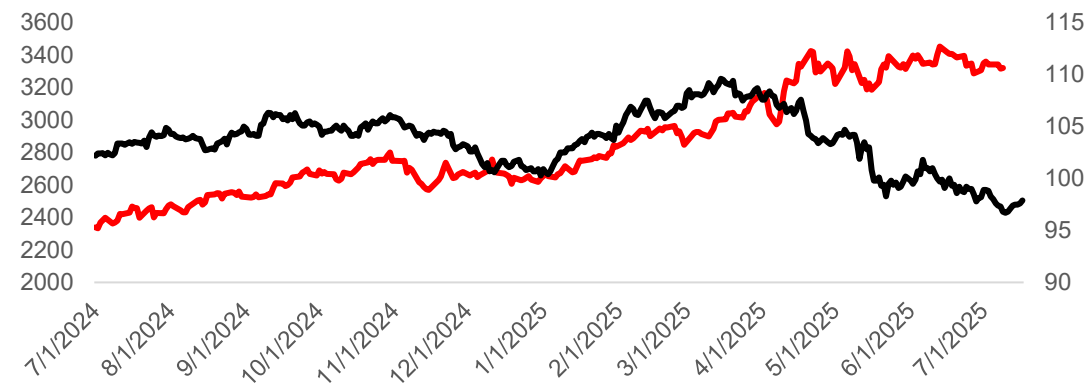
• Nguồn: Bloomberg, CNBC MBS Research tổng hợp

Giá vàng tiếp tục tăng mạnh, trong khi giá dầu sẽ đi ngang

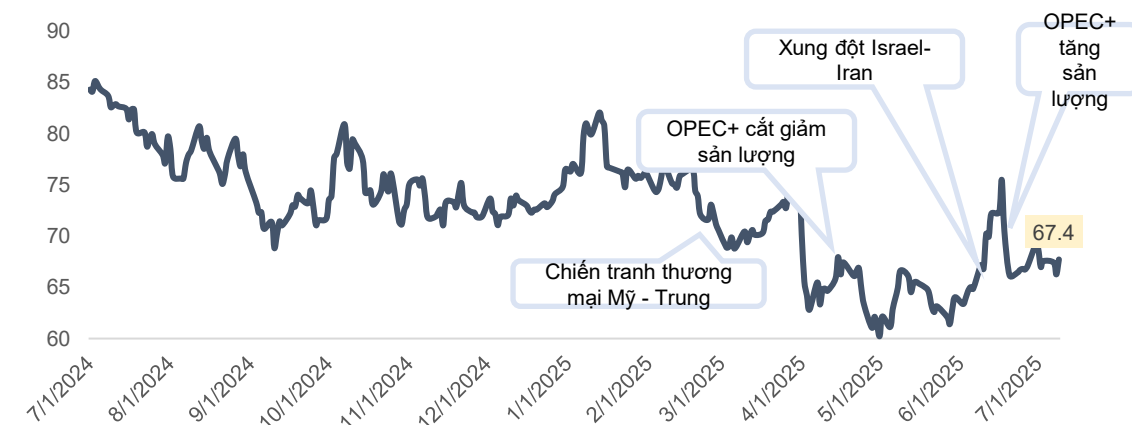
- Giá vàng đã tăng 26% từ đầu năm. Trong giai đoạn này, giá vàng được hỗ trợ bởi nhu cầu mạnh mẽ từ các ngân hàng trung ương và các quỹ ETF, giữa bối cảnh bất ổn kinh tế vĩ mô và địa chính trị, cùng với sự lo ngại về việc mất giá USD. Trong Q1/25, các NHTW đã mua 244 tấn vàng, trong khi các quỹ ETF mua ròng 227 tấn.
- Nhiều tổ chức dự báo giá vàng có thể lên mức ~3.800 USD/ounce vào Q4/2025, và có thể còn tiếp tục tăng lên 4.000 USD trong nửa đầu 2026.

- Trong nửa đầu năm 2025, nhìn chung giá dầu chịu tác động giằng co giữa căng thẳng địa chính trị khu vực Trung Đông và nhu cầu yếu do các nền kinh tế chủ chốt như Mỹ và TQ đều phục hồi yếu do chiến tranh Thương mại. giá dầu Brent ở mức trung bình 67.9US\$/bbl, thấp hơn 12% so với trung bình 2024.
- **Chúng tôi dự báo giá dầu tiếp tục đi ngang với bình quân khoảng 70US\$/bbl trong nửa sau 2025**, dựa trên các yếu tố: (1) Xung đột Israel – Iran vẫn căng thẳng; (2) nguồn cung dồi dào nhờ OPEC+ tăng sản lượng

Diễn biến giá vàng và chỉ số đồng USD trong 1 năm trở lại đây



Từ đầu năm đến nay, giá dầu Brent ở mức trung bình 67.9US\$/bbl, thấp hơn 12% so với trung bình 2024



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research tổng hợp

Các thị trường mới nổi được hưởng lợi từ đồng USD suy yếu

- Lịch sử cho thấy đồng đô la yếu thường là yếu tố thúc đẩy thị trường mới nổi, và xu hướng này dường như đang quay trở lại. Việc đồng đô la giảm giá gần đây đã tạo điều kiện cho các ngân hàng trung ương tại các thị trường mới nổi và châu Á hạ lãi suất, thúc đẩy tăng trưởng trong bối cảnh thương mại toàn cầu bất ổn.
- Cổ phiếu của các thị trường mới nổi sẽ được ưa chuộng trong nửa cuối năm 2025, được thúc đẩy bởi động lực kinh tế vĩ mô đang phục hồi và lạm phát đang dần ổn định. Khi sự vượt trội của Mỹ dần mờ nhạt, Ấn Độ và các nước ASEAN đang nổi lên như những bên hưởng lợi chính từ quá trình tái định tuyến chuỗi cung ứng toàn cầu và đồng USD suy yếu.
- Sau giai đoạn rút ròng liên tục từ đầu năm 2024, dòng vốn đầu tư gián tiếp (FII) có xu hướng đảo ngược trở lại khu vực Châu Á và các thị trường mới nổi trong đó có Việt Nam từ tháng 5/2025. Ước từ đầu tháng 6, khoảng gần 400 triệu USD đã chảy vào TTCK Việt Nam.

Sau khi rút ròng liên tục từ đầu năm 2024, dòng vốn đầu tư bắt đầu dịch chuyển sang khu vực Châu Á và các thị trường mới nổi trong đó có Việt Nam từ tháng 5/2025 (đơn vị: triệu USD)

Tuần	7/10/2025	7/3/2025	6/26/2025	6/19/2025	6/12/2025	6/5/2025	5/22/2025	5/29/2025	5/15/2025	5/7/2025	4/25/2025	4/17/2025	4/10/2025	4/3/2025	2/27/2025	3/20/2025	3/13/2025	3/6/2025
Nhật	4235	4503	-3589	3286	1244	2333	4907	2170	3020	1936	4963	7271	12308	-3006	-6954	-12151	-1490	-4702
Hàn Quốc	712	-337	-1355	257	1796	1804	-244	228	690	426	-92	-913	-2938	-4456	-2155	1472	-1513	-201
India	434	139	-815	-53	626	-445	-800	841	128	688	1535	1263	-1585	-124	-986	-464	-235	-1156
Indonesia	-144	-143	-6	-109	51	-288	94	91	274	-113	-69	-1260	-337	196	-446	-290	-117	21
Taiwan	1074	2810	4836	-238	2248	-1264	748	-447	2837	1866	1177	-1740	-492	-815	-3109	-590	-3797	-3774
Malaysia	-98	73	-26	-85	-55	-68	-83	-133	346	78	47	-84	-414	-22	-140	-209	-239	-129
Thailand	23	-43	140	-184	8	-30	76	-138	-97	164	-268	13	-31	-17	-155	-118	-245	-171
Vietnam	212	130	1	17	10	6	-17	-62	150	43	19	-189	-85	-234	-59	-116	-56	-22
Phillipines	-14	43	-20	-62	-14	10	-34	-266	4	23	-3	7	-66	-15	-24	22	33	4

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research



Triển vọng vĩ mô Việt Nam |

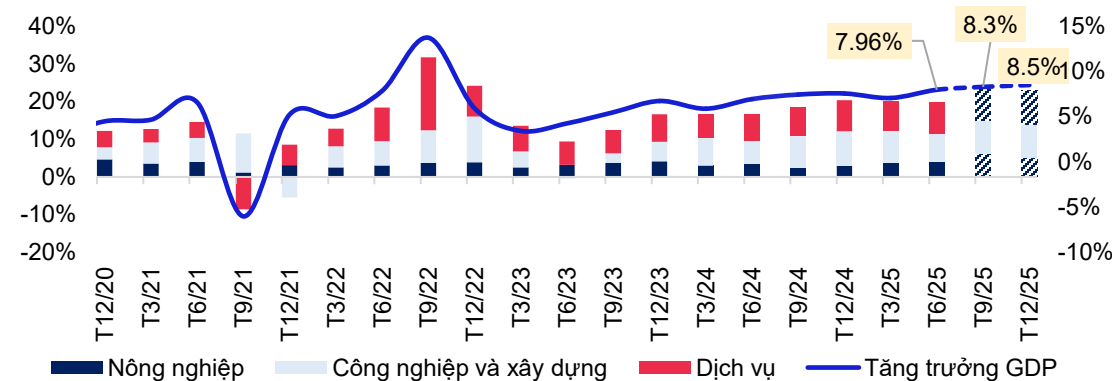
Thúc đẩy những động lực tăng trưởng mới

- Việt Nam hoàn thành phần lớn các mục tiêu kinh tế trọng yếu bất chấp các thách thức bên ngoài
- Hoàn thiện thể chế, tinh gọn bộ máy, chuyển đổi mô hình, tạo không gian cho tăng trưởng
- Tăng trưởng xuất khẩu sẽ chậm lại trong 6 tháng cuối năm do cần thời gian để thích ứng với chính sách thuế quan mới của Mỹ
- Đầu tư công và đầu tư tư nhân sẽ đóng vai trò then chốt để hoàn thành mục tiêu kinh tế cả năm
- Chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ tiếp tục được duy trì để đạt mục tiêu tăng trưởng

Việt Nam hoàn thành phần lớn các mục tiêu kinh tế trọng yếu bất chấp các thách thức bên ngoài

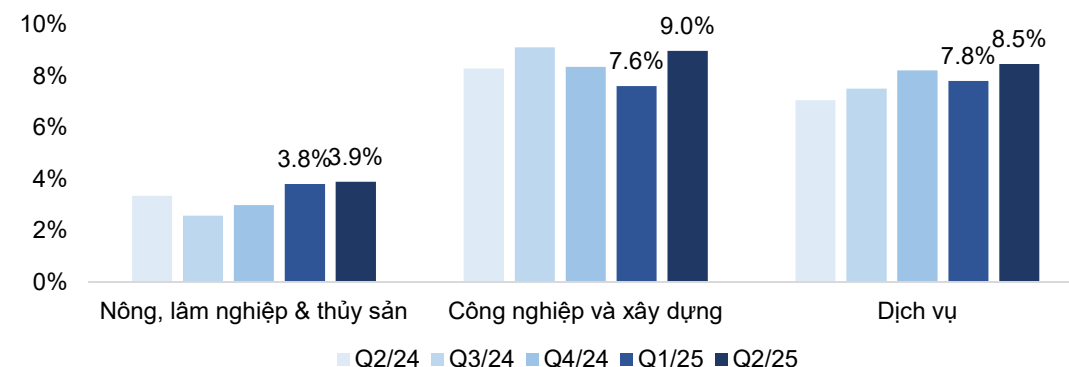
- Bất chấp những biến động của thế giới, nền kinh tế Việt Nam khởi đầu năm 2025 đầy ấn tượng với GDP Q1 và Q2 lần lượt tăng 7.05% và 7.96% svck. GDP trong 6T25 tăng 7.52% - mức tăng cao nhất cùng kỳ trong gần 20 năm qua.
- Trong 6T25, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 8.3%, đóng góp 42.2% vào mức tăng trưởng chung của toàn nền kinh tế. Mức tăng trưởng tích cực này chủ yếu nhờ: công nghiệp chế biến, chế tạo (+10.1% svck); sản xuất điện (+4.2% svck) và xây dựng (+9.6% svck) – mức tăng cao nhất so với cùng kỳ các năm trong giai đoạn 2011- 2025. Mặt khác, ngành khai khoáng giảm 4.3% svck.
- Khu vực dịch vụ tăng 8.1% svck trong 6T25, đóng góp 52.2%. Trong khi đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3.8%, đóng góp 5.6% vào GDP.
- Bất chấp những thách thức từ bên ngoài, đặc biệt là mối đe dọa về thuế đối ứng, nền kinh tế tiếp tục cho thấy những động lực tăng trưởng mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm: thặng dư thương mại đạt 7.63 tỷ USD, giải ngân FDI đạt 11.72 tỷ USD (+8.1% svck), tốc độ giải ngân vốn đầu tư công được đẩy mạnh khi đạt 268.1 nghìn tỷ đồng (+24.3% svck).
- Chính phủ vẫn kiên định với mục tiêu tăng trưởng GDP 8% cho năm nay bất chấp những thách thức từ bất ổn kinh tế toàn cầu. Theo đó, mục tiêu tăng trưởng GDP cho Q3 và Q4 lần lượt là 8.3% và 8.4%.

Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành hàng năm (% svck)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

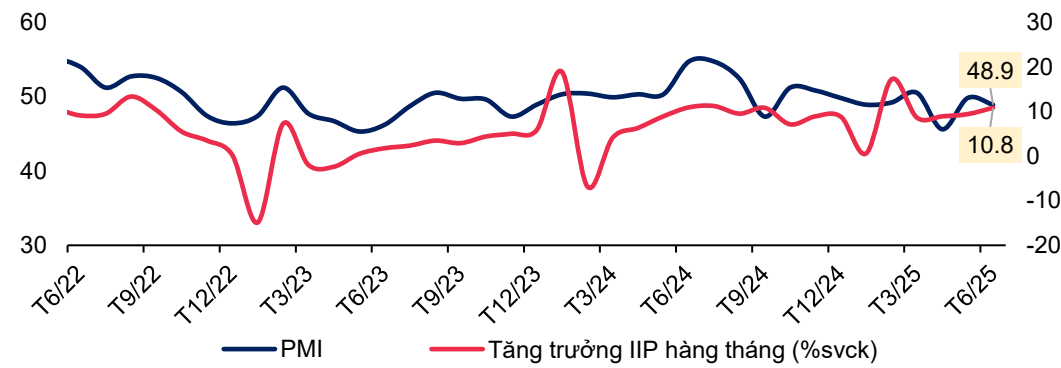
Tăng trưởng GDP các thành phần kinh tế theo quý (% svck)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Hoạt động sản xuất công nghiệp có khởi đầu đầy thách thức

Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)



- *Nguồn: TCTK, MBS Research*
- Ngành sản xuất trong 6 tháng đầu năm khá trầm lắng khi có tới 5/6 tháng chỉ số PMI ở dưới ngưỡng 50 điểm. Đặc biệt, PMI tháng 4 đã giảm xuống mức đáy hai năm tại 45.6 điểm do bất ổn thuế quan. Đến tháng 6, chỉ số PMI ở mức 48.9 điểm trong bối cảnh số lượng đơn hàng xuất khẩu giảm tháng thứ 8 liên tiếp với mức giảm mạnh nhất trong 2 năm trở lại đây.
- 6T25: tiêu thụ điện tăng +2.7%; tiêu thụ xăng dầu giảm 4.5%.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam tăng 9.2% trong 6T25, cao hơn so với mức 7.7% của cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, ngành sản xuất tăng 11.1% svck, được thúc đẩy bởi: xe có động cơ (+31.5% svck); da và các sản phẩm có liên quan (+17.1% svck); sản phẩm từ cao su và plastic (+17% svck); sản xuất trang phục (+15.1% svck); và phương tiện vận tải khác (+14.1% svck). Ở chiều ngược lại, ngành khai khoáng giảm 3% svck.

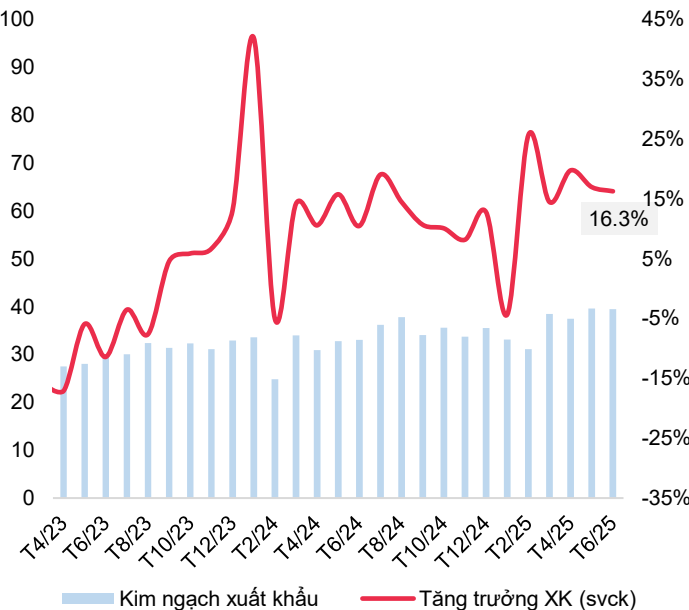
Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)

Ngành	T1	T2	T3	T4	T5	T6	6T25
Toàn ngành công nghiệp	0.6	17.2	8.6	8.9	9.4	10.8	9.2
Khai khoáng	-10.4	0.4	-3.9	-4.2	1.2	2.8	-3.0
Công nghiệp chế biến	1.6	19.97	10.2	10.8	11	12.1	11.1
Chế biến thực phẩm	2.1	17.15	10.3	10.4	9.5	13.1	10.8
+Thủy sản	-1.5	14.9	13.5	11.5	13.1	10.2	9.0
+Chế biến sữa	4.8	14.4	3.2	5.9	6.2	9.6	5.4
+Chế biến thức ăn chăn nuôi	-1.6	16.9	10.4	9.9	8.8	13.9	10.6
Chế biến đồ uống	-0.1	9.24	0.1	6.3	6.2	8	1.9
Dệt may	4.2	30.78	9.2	11.7	10.1	9.8	9.2
Sản phẩm từ da	10.3	42.4	15.1	13.4	13.7	17	17.1
Gỗ và sản phẩm gỗ	-0.6	36.95	5.0	12.8	7.6	4.3	10.6
Giấy và các sản phẩm từ giấy	-3	26.03	7.8	8.5	6.1	13.9	9.7
Than cốc, sản phẩm dầu mỏ	-5.8	-3.28	30.6	47.2	5	0.04	10.2
Sản phẩm hoá chất	-8.4	16.22	7.0	11.1	9.1	8.4	6.8
Phân bón	6.3	7.2	11.0	7.1	11.8	7.6	11.8
Sản phẩm từ cao su và plastic	-2.2	32.43	12.4	18.6	17.2	19.9	17.0
Thuốc	-29.1	18.12	7.6	-2.4	-10.2	-10.2	-7.5
Kim loại	-2.1	2.73	3.3	15.3	19.9	18	11.0
Máy tính và sản phẩm điện tử	3.8	15.61	11.2	8.3	8.3	9.3	9.8
Thiết bị điện	-11.5	9.64	-3.8	-18.6	-9.5	11.9	1.1
Máy móc và thiết bị	-9.9	24.51	11.3	-1.2	2.1	6.2	6.6
Xe có động cơ	33.8	76.07	18.4	27.6	27.1	34.9	31.5
Sản xuất phân phối điện	0.4	9.88	6.7	4.6	3.3	5.9	4.5
Xử lý nước	9.2	13.92	9.2	7.6	11.3	14.3	11.3

• *Nguồn: TCTK, MBS Research*

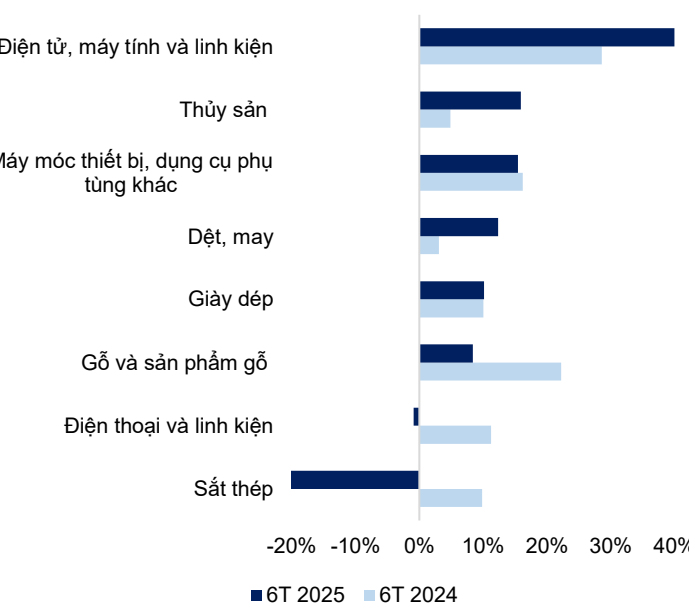
Xuất khẩu tăng trưởng 14.4% trong 6 tháng đầu năm nhờ thị trường Mỹ và EU, trong khi thị trường Trung Quốc vẫn phục hồi chậm

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa qua các tháng (Tỷ USD)



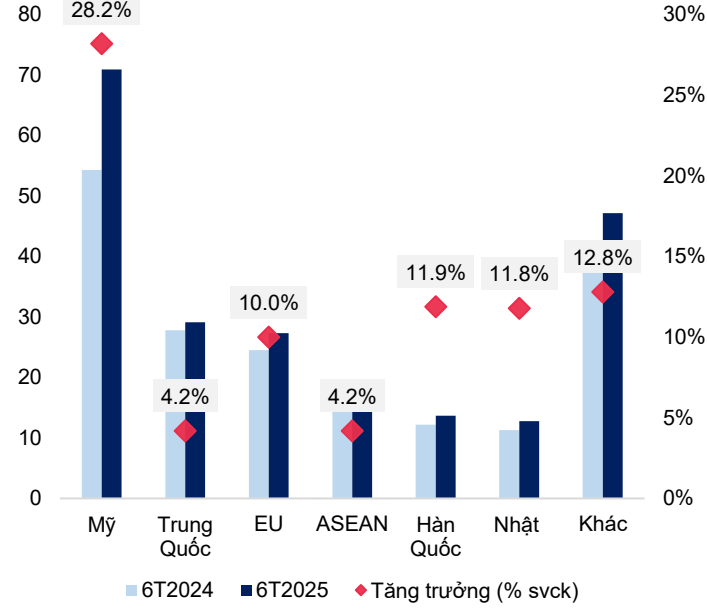
• Nguồn: TCTK, MBS Research

Tăng trưởng của các mặt hàng xuất khẩu chủ lực (% svck)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong 6T25 (Tỷ USD)

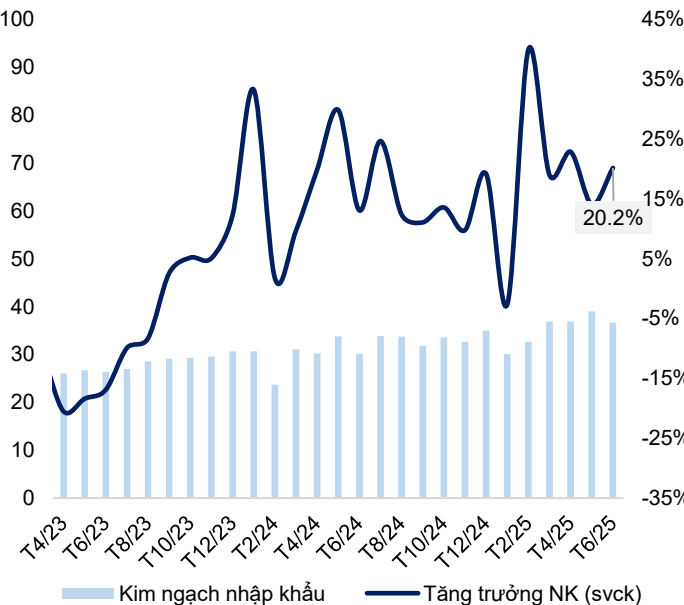


• Nguồn: TCTK, MBS Research

- Trong 6T25, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt 219.83 tỷ USD (+14.4% svck), gần như đi ngang so với mức tăng của cùng kỳ năm ngoái. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực có mức tăng trưởng mạnh như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+103.4% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+40% svck); sản phẩm từ sắt thép (+31.6% svck); dây điện và cáp điện (+26.9% svck); và cao su (+16.2% svck). Đáng chú ý, xuất khẩu thép giảm 22.5% svck với giá trị đạt 3.7 tỷ USD. Xuất khẩu của các doanh nghiệp trong nước tăng 9.4% svck, chiếm 26.5% tổng kim ngạch, trong khi xuất khẩu của khu vực FDI tăng 16.4%, chiếm 73.5%.
- Về thị trường xuất khẩu: Xuất khẩu sang Hoa Kỳ tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng 28.2% svck với kim ngạch xuất khẩu đạt 70.9 tỷ USD. Xuất khẩu sang EU cũng có diễn biến tương tự khi tăng 10% svck, trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc tăng nhẹ 4.2% svck. Xuất khẩu sang Nhật Bản đạt 12.8 tỷ USD, phản ánh mức tăng trưởng 11.8% svck.

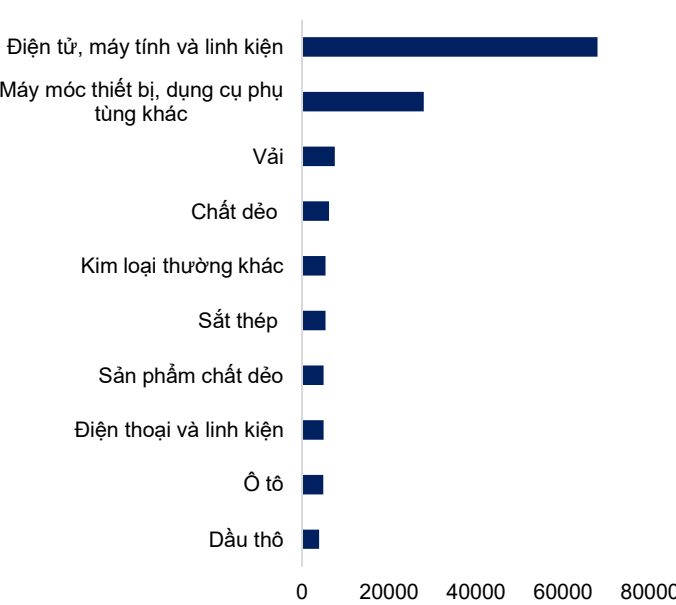
Nhập khẩu tăng trưởng 18% trong 6T đầu năm khi các DN tăng cường tích trữ nguyên vật liệu trong bối cảnh bất ổn thuế quan

Nhập khẩu duy trì đà tăng trưởng hai chữ số kể từ T2/2025



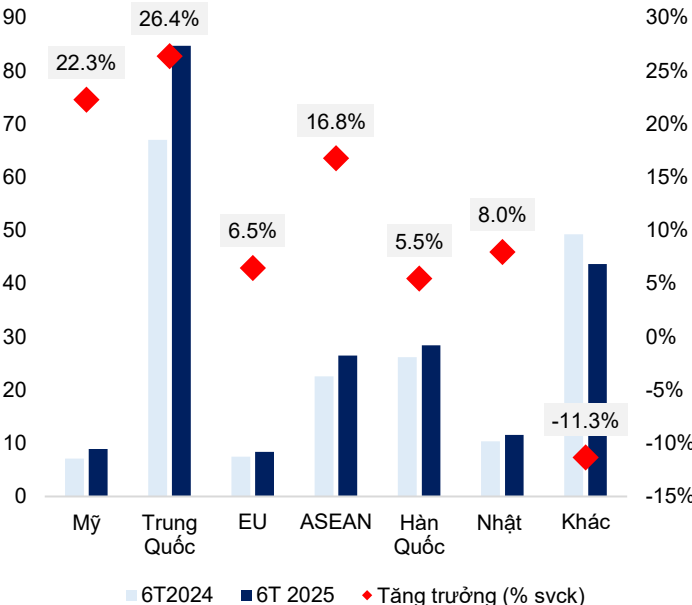
• Nguồn: TCTK, MBS Research

Các mặt hàng nhập khẩu có giá trị lớn nhất trong 6T25



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Thị trường nhập khẩu của Việt Nam trong 6T25 (Tỷ USD)



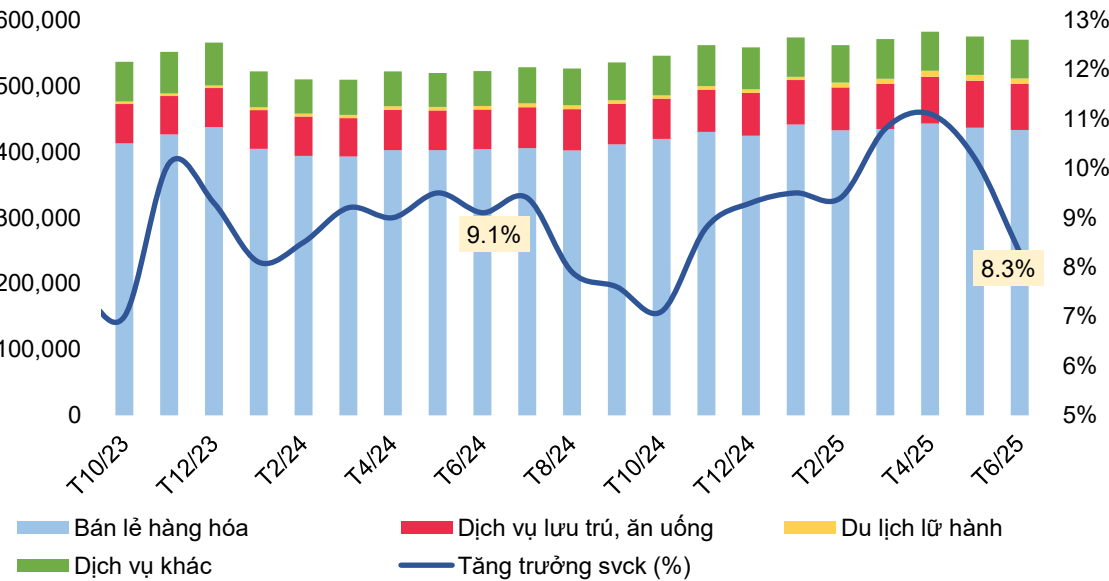
• Nguồn: TCTK, MBS Research

- Trong 6T25, nhập khẩu tăng mạnh 17.9% svck khi các doanh nghiệp tăng cường tích trữ nguyên vật liệu trong bối cảnh bất ổn thuế quan. Ngoài ra, mức tăng trưởng này cũng phần nào phản ánh nỗ lực giảm thặng dư thương mại với Mỹ khi kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ tăng mạnh 22.3% và đạt 8.9 tỷ USD – mức cao nhất trong 6T trong giai đoạn 2020 – 2025. Theo đó, Việt Nam ghi nhận mức thặng dư thương mại 7.63 tỷ USD trong 6T25, thấp hơn đáng kể so với mức 11.63 tỷ USD trong 6T24. Các mặt hàng nhập khẩu với kim ngạch lớn bao gồm: thiết bị điện tử (67.9 tỷ USD, +37.2% svck), máy móc (28 tỷ USD, +24.4% svck), vải (7.5 tỷ USD, +3.5% svck), và chất dẻo (6.2 tỷ USD, +12.8% svck).
- Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm 40% tổng kim ngạch nhập khẩu), tiếp theo là Hàn Quốc (13.4%), ASEAN (12.5%) và Nhật Bản (5.5%).

Tiêu dùng trong nước đang trên đà phục hồi nhưng chậm hơn so với dự kiến

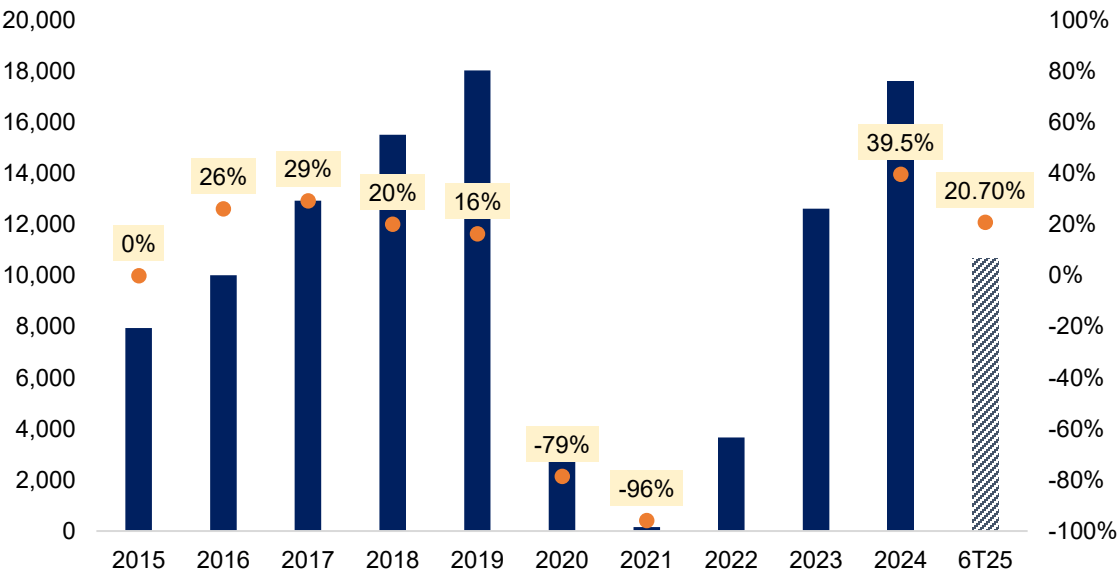
- Trong 6T25, tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 9.3% svck và tăng 7.2% svck (loại trừ yếu tố giá). Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 7.9% svck, tương đương tốc độ tăng của cùng kỳ năm 2024 nhưng thấp hơn thời kỳ trước đại dịch. Theo TCTK, điều này cho thấy người dân có xu hướng thắt chặt tiêu dùng hàng hóa; đồng thời, xu hướng tiêu dùng cũng chuyển dịch từ số lượng sang chất lượng, nhất là sau đợt cao điểm phòng chống buôn lậu, gian lận thương mại, hàng giả, hàng nhái.
- Du lịch vẫn là điểm sáng khi Việt Nam thu hút gần 10.7 triệu du khách quốc tế, tăng 20.7% svck. Qua đó, đóng góp đáng kể vào mức tăng 14.7% svck của doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống.
- Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng nội địa cải thiện lên mức 9% - 9.5% trong nửa cuối năm nhờ: (1) lãi suất vẫn ở mức thấp; (2) sản xuất tích cực trở lại (3) kéo dài thời gian giảm thuế VAT 2% đến hết năm 2026, đồng thời mở rộng thêm đối tượng được giảm thuế bao gồm: kinh doanh vận chuyển, logistic, hàng hóa, dịch vụ công nghệ thông tin.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Nghìn tỷ đồng)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Tổng lượng khách du lịch tới Việt Nam (Nghìn lượt người)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Hoàn thiện thể chế, tinh gọn bộ máy, chuyển đổi mô hình, tạo không gian cho tăng trưởng

Tái cơ cấu chính quyền TW và địa phương	▪ Giảm từ 18 Bộ xuống còn 14 Bộ, sáp nhập các tỉnh thành xuống còn 34 Tỉnh/thành phố. Áp dụng mô hình chính quyền địa phương hai cấp. ▪ Nhằm mục tiêu giảm ít nhất 30% thủ tục hành chính. Tăng thu ngân sách, giảm chi tiêu thường xuyên, đưa tỷ trọng chi thường xuyên xuống dưới 60% tổng chi NS. ▪ Kết quả 6T25 đầu năm, thu ngân sách đạt 1,332 nghìn tỷ đồng, bằng 68% dự toán, tăng 28.3% svck. Tổng chi ngân sách ước đạt 1,102 nghìn tỷ đồng, bằng 43.2% dự toán và tăng 38.5% svck.
Nghị quyết 68 phát triển Kinh tế tư nhân	▪ Mục tiêu 2023: 2 triệu DN hoạt động, ít nhất 20 doanh nghiệp lớn tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Tốc độ tăng trưởng bình quân của kinh tế tư nhân đạt khoảng 10 – 12%/năm, đóng góp khoảng 55 - 58% GDP. ▪ Mục tiêu 2045: Ít nhất 3 triệu doanh nghiệp hoạt động, chủ động tham gia vào chuỗi sản xuất, cung ứng toàn cầu với năng lực cạnh tranh cao trong khu vực và quốc tế. Đóng góp khoảng trên 60% GDP.
Nghị quyết 57 về phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia"	▪ 2% GDP cho nghiên cứu và phát triển (R&D), ▪ Mục tiêu 2030: Thuộc nhóm 3 nước dẫn đầu Đông Nam Á, nhóm 50 nước đứng đầu thế giới về năng lực cạnh tranh số và chỉ số phát triển Chính phủ điện tử; nhóm 3 nước dẫn đầu khu vực Đông Nam Á về nghiên cứu và phát A.I ▪ Mục tiêu 2045: Quy mô kinh tế số đạt tối thiểu 50% GDP, thuộc nhóm 30 nước dẫn đầu thế giới về đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số
Các chính sách có hiệu lực trong thời gian tới	▪ Nghị quyết 154/NQ-CP ngày 31/5/2025 nhấn mạnh tiếp tục đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, tăng cường thu hồi các khoản nợ đọng thuế, triển khai chuyển đổi số, hoá đơn điện tử, phấn đấu tăng thu ngân sách nhà nước năm 2025 trên 15%; thực hiện tiết kiệm 10% chi thường xuyên để bổ sung vốn đầu tư phát triển... ▪ Ngày 3/7/2025, Thủ tướng Phạm Minh Chính đã yêu cầu NHNN nghiên cứu lộ trình gỡ bỏ công cụ hành chính trong điều hành tăng trưởng tín dụng , hay còn gọi là “room tín dụng” ▪ Hướng dẫn chi tiết về điều kiện tài sản bảo đảm được thu giữ của tổ chức tín dụng sau khi đã Luật hóa ND9 vào tháng 6/2025 ▪ Lộ trình giảm lưu lượng phương tiện giao thông chạy bằng xăng dầu tại các đô thị lớn ▪ Dự thảo bổ sung ND24/2012 về quản lý thị trường vàng, xóa bỏ độc quyền trong sản xuất vàng miếng.

Tăng trưởng xuất khẩu sẽ chậm lại trong 6 tháng cuối năm do cần thời gian để thích ứng với chính sách thuế quan mới của Mỹ

Mức thuế suất 20% giúp Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh xuất khẩu

Cập nhật mức thuế suất áp dụng cho các nước cạnh tranh xuất khẩu với Việt Nam đến ngày 9/7

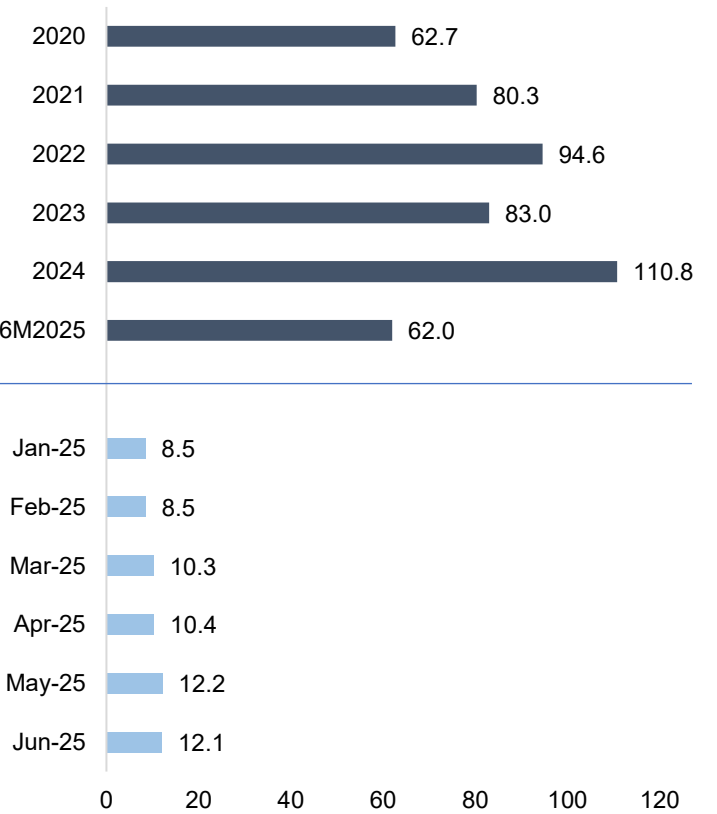
- Ngày 3/7, Việt Nam trở thành quốc gia Đông Nam Á đầu tiên đạt được thỏa thuận thuế quan với Mỹ với mức thuế suất 20% cho hàng hóa Việt Nam và 40% cho hàng hóa trung chuyển, có hiệu từ ngày 1/8/2025. Mức thuế suất này cơ bản thấp hơn so với được công bố ban đầu vào ngày 2/4, đồng thời đây là tín hiệu tích khi các nước xuất khẩu cạnh tranh với Việt Nam hiện đều có mức thuế cao hơn.
- Ngược lại, Việt Nam sẽ giảm thuế về 0% cho hầu hết các mặt hàng nhập từ Mỹ
- Tuy nhiên chúng tôi cho rằng **tăng trưởng xuất khẩu sẽ chậm lại trong 6T cuối năm do:** (1) nhu cầu sẽ giảm sau khi các nhà nhập khẩu Mỹ đẩy mạnh tích trữ hàng hóa trước hạn thuế quan đầu tháng 7; (2) cần thời gian để có định nghĩa cụ thể về các loại hàng hóa, chẳng hạn như quy định về nguồn gốc xuất xứ cho “hàng hóa trung chuyển”.
- Đây cũng là động lực để các DN Việt Nam gia tăng tỷ lệ nội địa hóa nguồn cung ứng linh kiện và nguyên liệu, thúc đẩy ngành công nghiệp phụ trợ trong nước phát triển, và tham gia sâu vào chuỗi cung ứng.
- Ở chiều ngược lại, chúng tôi cho rằng, với việc giảm thuế 0% và tăng cường nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ nhằm thu hẹp thâm hụt Thương mại giữa hai nước, sẽ gây áp lực lên tỷ giá USD/VND trong thời gian tới đồng thời giảm nguồn thu ngân sách khoảng 4.4 nghìn tỷ đồng.

Quốc gia	Thị phần NK vào Mỹ 2024	Thuế suất công bố ngày 2/4	Thuế suất công bố ngày 9/7	Nhận định
China	13.4%	55%		Là đối tác cạnh tranh với Việt Nam các mặt hàng chính như đồ gỗ, dệt may, hóa chất, xe ô tô, điện tử,...
Vietnam	4.2%	46%	20%	
Taiwan	3.6%	32%		Là đối tác cạnh tranh với Việt Nam các mặt hàng như điện tử
India	2.7%	27%		Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI
Thailand	1.9%	37%	36%	Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI trong khu vực đồng thời cạnh tranh xuất khẩu các mặt hàng nông nghiệp như cao su, đường,...
Malaysia	1.6%	24%	25%	Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI trong khu vực
Brazil	1.3%	10%	50%	Là đối tác cạnh tranh với Việt Nam các mặt hàng nông nghiệp như: cao su, café, đường
Indonesia	<1%	32%	19%	Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI trong khu vực, đồng thời cạnh tranh xuất khẩu các mặt hàng cao su, xe điện, kim loại, ...
Philippines	<1%	18%	20%	Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI trong khu vực, đồng thời là cạnh tranh xuất khẩu linh kiện điện tử, máy móc,...
Cambodia	<1%	49%	36%	
Bangladesh	<1%	37%	35%	
Pakistan	<1%	30%		
Sri Lanka	<1%	44%	30%	
Kazakhstan	<1%	27%	25%	Cạnh tranh xuất khẩu hóa chất

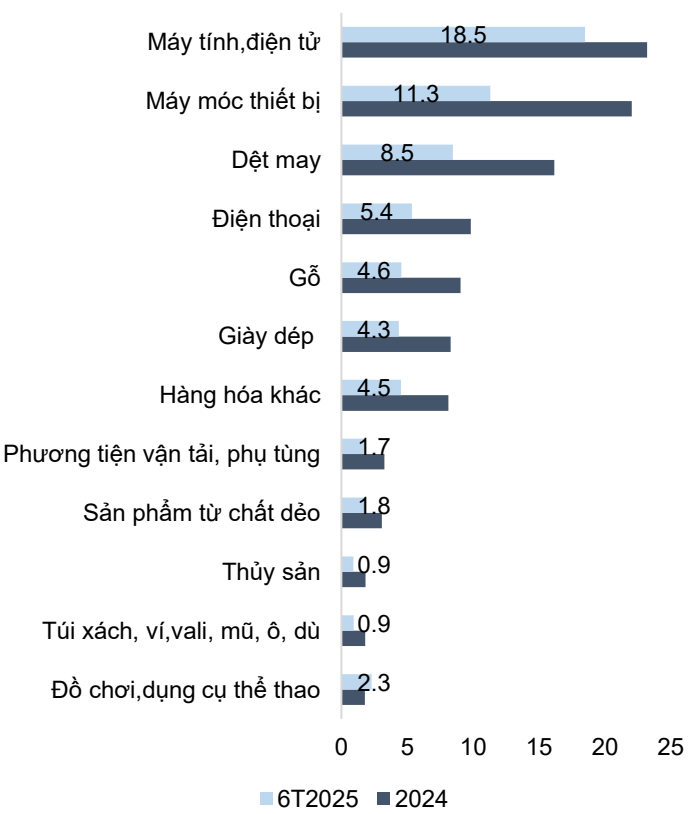
• Nguồn: CNBC, MBS Research tổng hợp

Chính sách thuế quan của Mỹ: Việt Nam cần tăng cường nhập khẩu các sản phẩm từ Mỹ để giảm thặng dư thương mại Việt – Mỹ đang ngày càng mở rộng

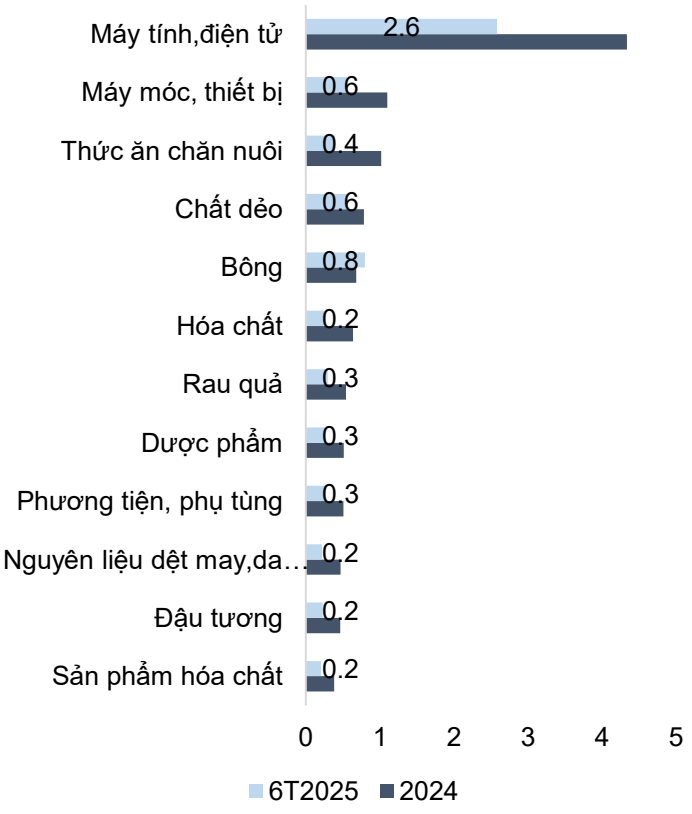
Thâm hụt Thương mại giữa Việt Nam – Mỹ mở rộng trong Q2/25 do hoạt động xuất khẩu tăng mạnh trước khi thuế quan có hiệu lực (tỷ USD)



Top các sản phẩm xuất khẩu sang thị trường Mỹ, chiếm 91% giá trị xuất khẩu



Top các sản phẩm nhập khẩu từ Mỹ, chiếm 74% giá trị nhập khẩu (tỷ USD)

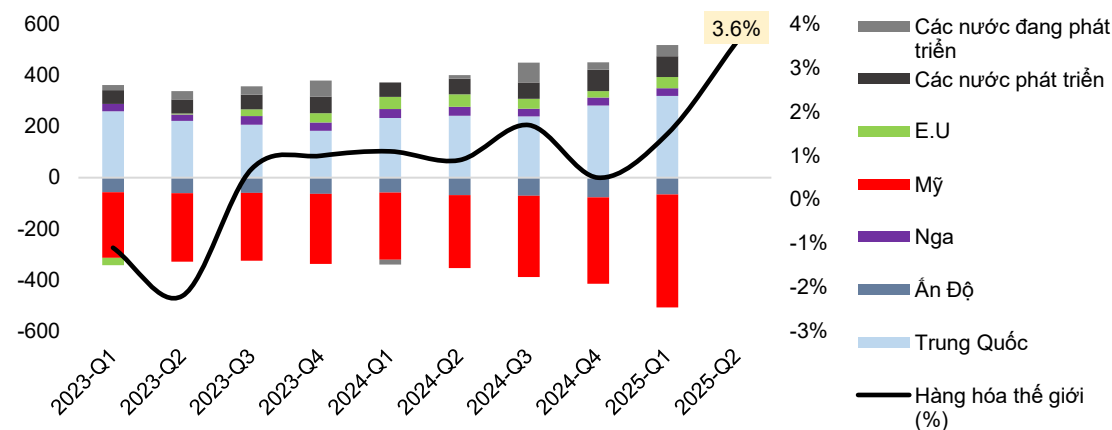


• Nguồn: TCTK, MBS Research

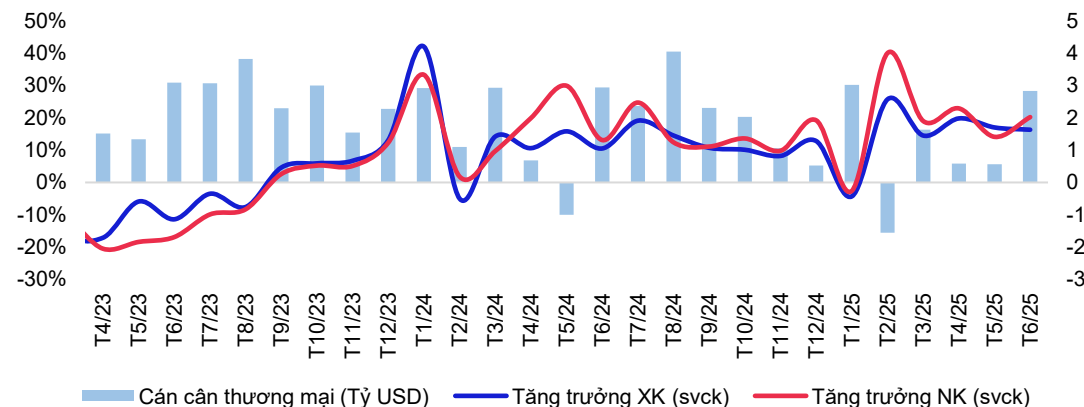
Tăng trưởng xuất khẩu sẽ chậm lại trong 6 tháng cuối năm do cần thời gian để thích ứng với chính sách thuế quan mới của Mỹ

- Bất chấp xung đột khu vực Trung Đông, giá trị thương mại hàng hóa toàn cầu tăng mạnh 3.6% trong Q2/25 chủ yếu do: (1) tăng giá hàng hóa đóng góp 2.5%, trong khi khối lượng hàng hóa tăng 1%.
- Thâm hụt Thương mại của Mỹ tiếp tục mở rộng thêm 31% so với quý trước lên 442 tỷ USD, trong đó, Việt Nam hiện là đối tác có thâm hụt thương mại với Mỹ lớn thứ 3, chỉ sau Trung Quốc và EU.
- Theo UNCTAD, Thương mại hàng hóa toàn cầu đang đối mặt với nhiều thách thức lớn trong nửa cuối năm 2025, giữa bối cảnh căng thẳng khu vực Trung Đông gia tăng, tăng trưởng toàn cầu đang chậm lại và chính sách thuế quan mới của Mỹ làm thay đổi bức tranh Thương mại.
- Chúng tôi ước tăng trưởng xuất khẩu sẽ chậm lại, chỉ ở mức 4% - 6% trong nửa sau 2025 chủ yếu do cần thời gian để thích ứng với chính sách thuế quan mới. **Cả năm 2025, xuất khẩu ước tăng 9% - 10%.**
- Về phía nhập khẩu, hàng hóa từ Trung Quốc, chiếm 40% kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam sẽ chậm lại, do thắt chặt về xuất xứ nguồn gốc cũng như khả năng sẽ chịu mức thuế cao hơn. Bù lại, nhập khẩu thị trường Mỹ có mức tăng vọt 22% trong nửa đầu năm sẽ duy trì đà tăng. Do đó, **chúng tôi ước tính nhập khẩu sẽ tăng 12% trong 6T cuối năm và 15% cả năm 2025.**
- Kết quả, **thặng dư thương mại 2025 sẽ rơi vào khoảng 4 - 8 tỷ USD**, thấp hơn nhiều so với mức 24.8 tỷ USD của năm 2024. Đây cũng là yếu tố sẽ tạo áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới.

Tăng trưởng hàng hóa thế giới (% svck) và cán cân Thương mại của các nền kinh tế lớn (tỷ USD)



Thặng dư thương mại của Việt Nam đạt 7.6 tỷ USD trong 6T25

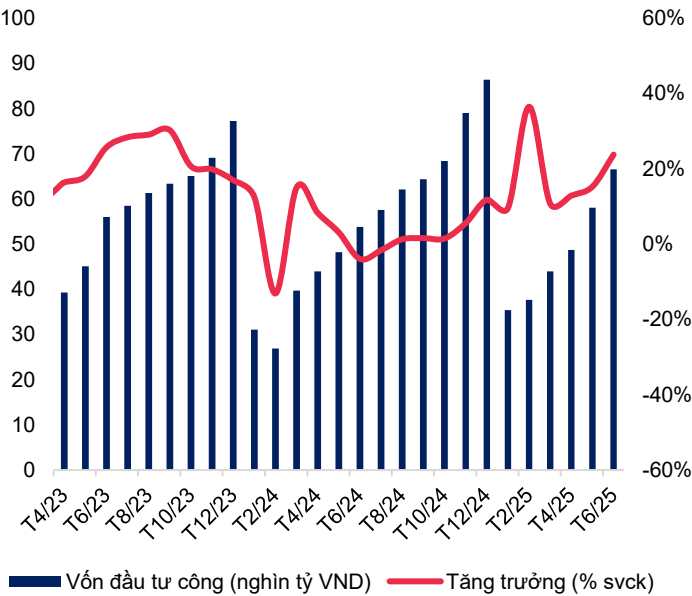


• Nguồn: TCTK, MBS Research, UNCTAD

Đầu tư công sẽ đóng vai trò then chốt để hoàn thành mục tiêu kinh tế cả năm

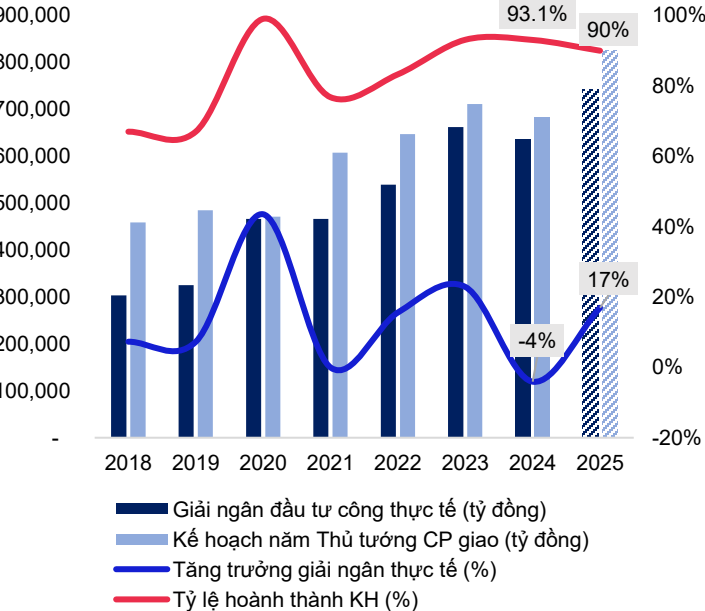
- Theo Bộ Tài Chính, trong 6T đầu năm, giải ngân vốn ngân sách ước đạt 268.1 nghìn tỷ đồng, tăng 42.3% svck và hoàn thành 29.6% kế hoạch năm. Trong tháng 6/2025, Chính phủ đã ban hành đồng loạt 28 nghị định về phân cấp, phân quyền trong tổ chức chính quyền địa phương 2 cấp, đây là cơ sở pháp lý để các bộ, ngành, địa phương chủ động hơn trong triển khai đầu tư công, đặc biệt là ở những nơi vừa sắp xếp đơn vị hành chính. Tính đến nay, đã có 16 tuyến cao tốc mới được hoàn thành, nâng tổng chiều dài lên 2.268 km. Đồng thời, tuyến đường kết nối và nhà ga T3 được đưa vào khai thác, cùng với đó là 52 dự án trọng điểm khác đang được đẩy nhanh tiến độ thi công.
- Lấy đầu tư công là một trong những động lực then chốt thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, Thủ tướng trong T5 đã yêu cầu các bộ, ban ngành và địa phương tăng cường nỗ lực để giải ngân toàn bộ vốn đầu tư công theo kế hoạch năm 2025 với khoảng ~630 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối năm.

Giải ngân đầu tư tăng 42.3% trong nửa đầu năm 2025



Nguồn: TCTK, MBS Research

Tỷ lệ hoàn thành giải ngân vốn đầu tư giai đoạn 2019-2024 và kế hoạch năm 2025



Nguồn: Bộ Tài Chính, MBS Research

Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025-2026

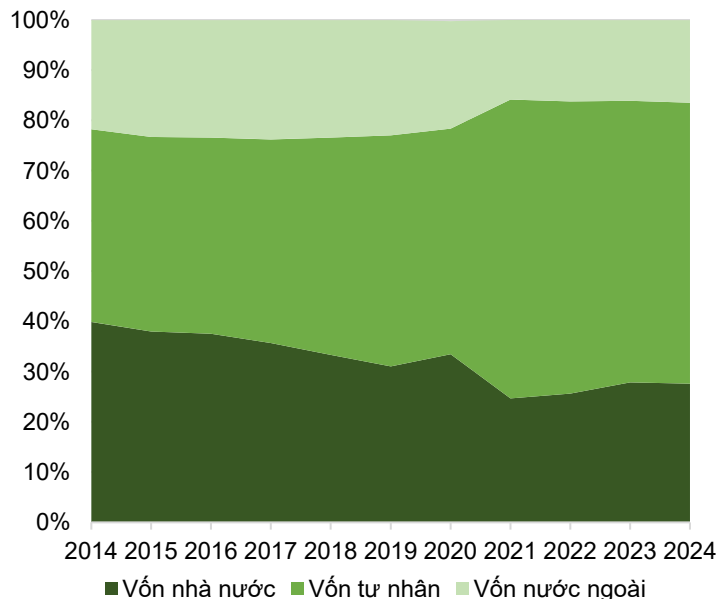
STT	Dự án	Độ dài (km)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ VNĐ)	Thời gian thi công					
				2024	2025	2026	2027	2028	Sau 2028
1	Cao tốc Bắc – Nam (giai đoạn 2)	729	146,990						
2	Đường Vành đai 4 (HN)	36	85,813						
3	Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	2668	109,000						
4	Đường Vành đai 3 (HCM)	76	75,400						
5	Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	1,541	1,713,548						

Nguồn: Bộ GTVT, MBS Research

Đầu tư tư nhân kỳ vọng được “mở khóa” tăng trưởng nhờ Nghị quyết 68

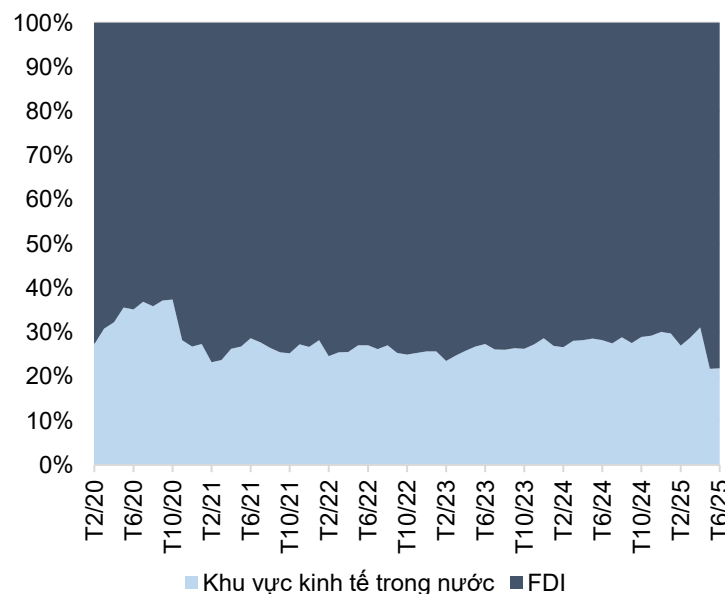
- Vốn đầu tư của tư nhân trong Q2/25 đạt 493.1 nghìn tỷ đồng (+8% svck) – là mức đầu tư trong Q2 cao nhất từ trước tới nay, cho thấy niềm tin của các doanh nghiệp trong nước đang trở nên mạnh mẽ hơn nhờ vào lãi suất cho vay thấp và các chính sách hỗ trợ từ Chính Phủ.
- Khu vực kinh tế tư nhân, với hơn 940.000 doanh nghiệp và 5 triệu hộ kinh doanh, hiện đóng góp khoảng 50% GDP, hơn 30% thu ngân sách nhà nước và sử dụng 82% lực lượng lao động của toàn nền kinh tế. Tuy nhiên, khu vực này vẫn đang đối mặt với nhiều rào cản về quy mô và khả năng cạnh tranh so với khu vực FDI. Điều này được thể hiện một phần trong cơ cấu kim ngạch xuất khẩu khi tỷ trọng của khu vực FDI liên tục tăng trong khi khu vực trong nước duy trì đà giảm.
- Nghị quyết 68 về phát triển kinh tế tư nhân sẽ tạo cơ chế bình đẳng để các DN tư nhân tiếp cận các nguồn lực, bao gồm đất đai, công nghệ, tài chính và các dự án hạ tầng quan trọng, kỳ vọng sẽ “mở khóa” dư địa tăng trưởng từ khu vực này trong thời gian tới.

Khu vực tư nhân đóng góp khoảng 60% tổng vốn đầu tư toàn xã hội



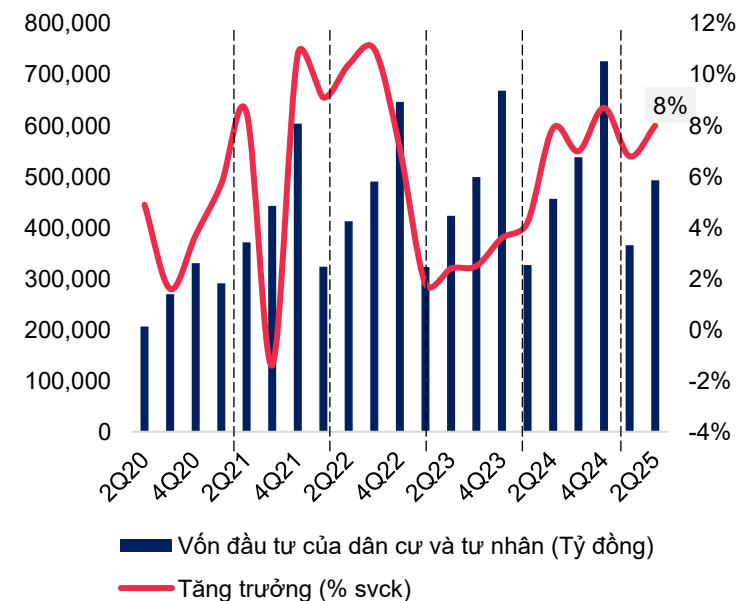
• Nguồn: TCTK, MBS Research

Khu vực FDI vẫn đang đóng góp lớn vào cơ cấu kim ngạch xuất khẩu



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Đầu tư tư nhân trong Q2/2025 là mức đầu tư trong Q2 cao nhất từ trước tới nay

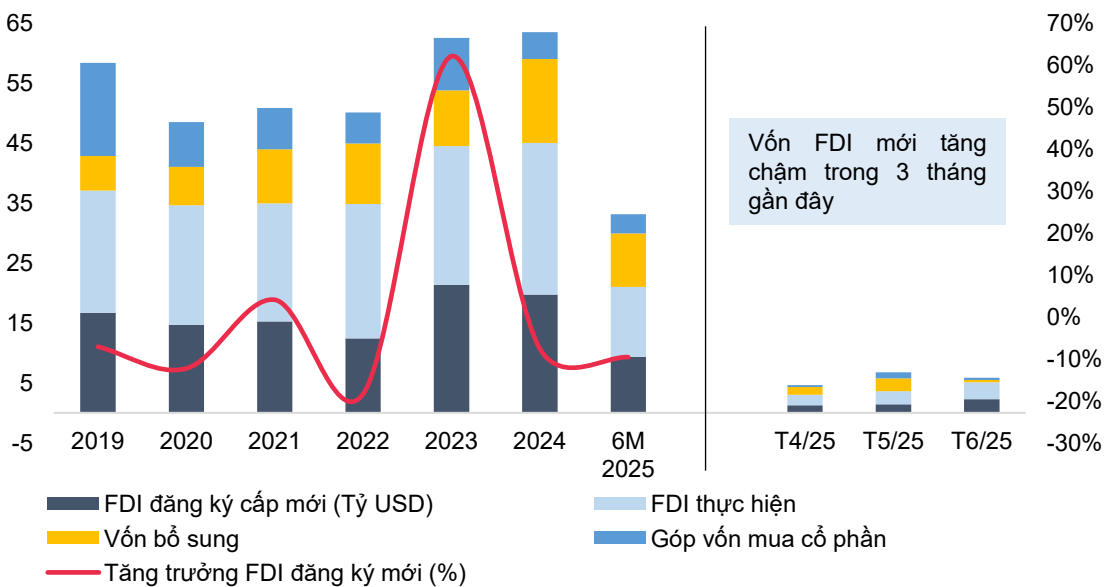


• Nguồn: TCTK, MBS Research

Dòng vốn FDI mạnh mẽ trong 6T25 nhưng những thách thức vẫn đang chờ phía trước

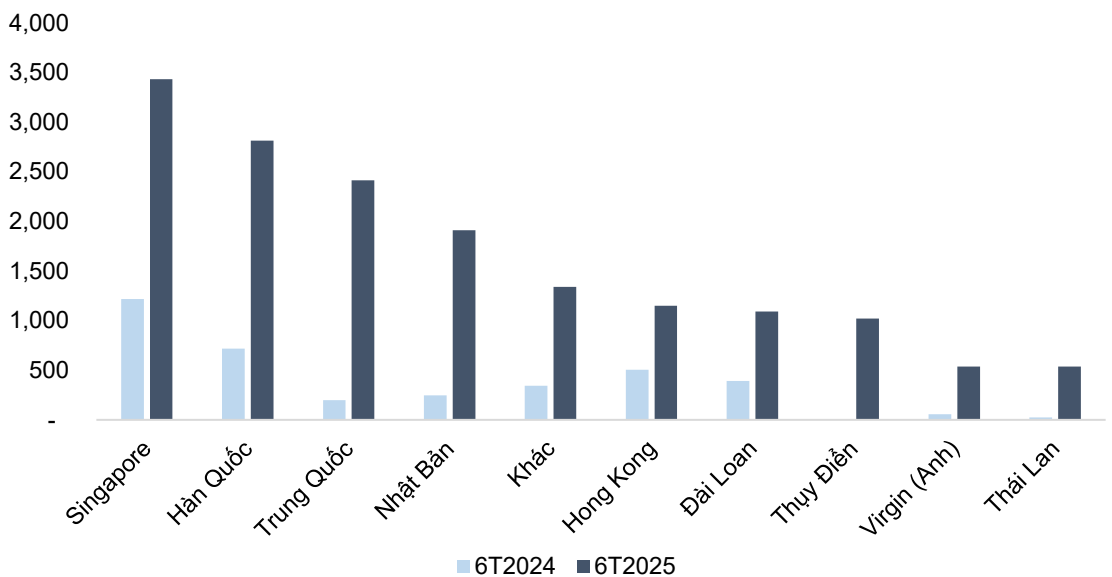
- Tính đến tháng 6, tổng vốn FDI thực hiện đạt 11.7 tỷ USD(+8.1% svck), đánh dấu mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Tuy nhiên, vốn FDI đăng ký mới đạt 9.29 tỷ USD , giảm 9.6% svck), do các nhà đầu tư lo ngại về thay đổi của chính sách thuế quan mới của Mỹ có thể định hình lại dòng chảy Thương mại toàn cầu. Nguồn vốn FDI đăng ký mới trong 6T25 đến từ Singapore, Trung Quốc, và Nhật Bản.
- Hà Nội dẫn đầu khi thu hút tới 3.7 tỷ USD vốn FDI (gấp 2.8 lần svck); theo sau là Bắc Ninh với 3.15 tỷ USD (+7.1% svck), và Thành phố Hồ Chí Minh với 2.7 tỷ USD (gấp 2.2 lần svck). Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo dẫn đầu đạt 10.6 tỷ USD, tăng 8.1% svck, chiếm 58 % tổng vốn đầu tư đăng ký. Bất động sản đứng thứ hai với tổng vốn đầu tư gần 5.2 tỷ USD, chiếm 24% tổng vốn đầu tư đăng ký, tăng hơn 2 lần so với cùng kỳ.

FDI thực hiện tăng mạnh trong 6T25 với mức tăng 8.1% svck



Nguồn: TCTK, MBS Research

FDI đăng ký mới theo quốc gia trong 6T2025 (triệu USD)

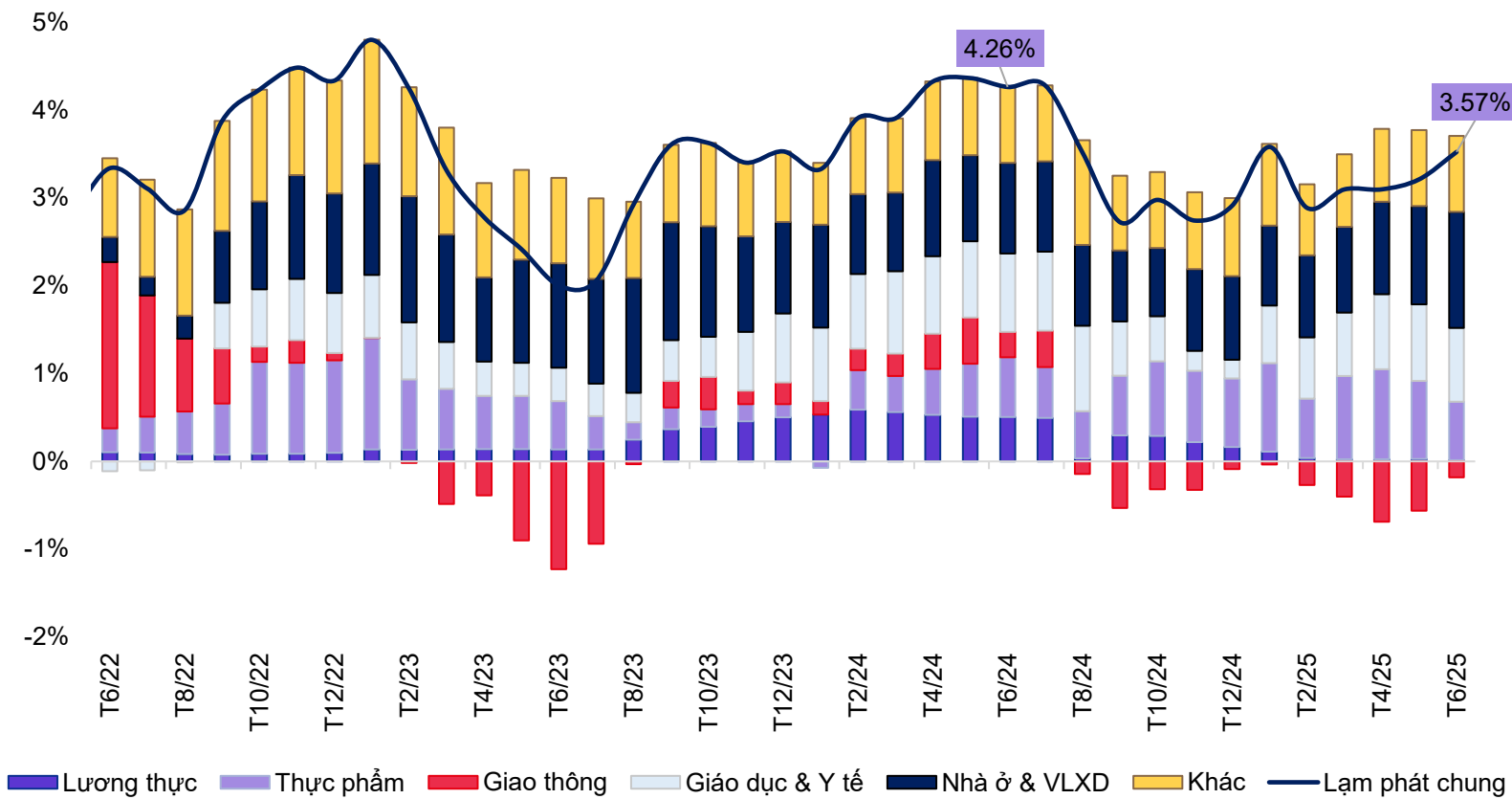


Nguồn: TCTK, MBS Research

Chỉ số CPI và lạm phát cơ bản lần lượt tăng 3.3% svck và 3.2% svck trong 6 tháng đầu năm 2025

- Khởi đầu năm ở mức 3.6%, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) duy trì xu hướng giảm và dao động quanh mức 3% kể từ đó tới T5 trước khi tăng trở lại vào T6. Chỉ số CPI tăng 3.6% svck trong tháng 6 và lũy kế 6T25 tăng 3.3% svck – vẫn được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu của Chính phủ là 4.5% - 5%, trong khi CPI lõi tăng 3.2% svck.
- Các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: giá thịt lợn tăng mạnh 12.8% do thiếu hụt nguồn cung; giá điện sinh hoạt tăng 5.5% svck do nhu cầu sử dụng điện tăng và EVN thực hiện đợt tăng giá vào tháng 10/2024 và tháng 5/2025; nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng mạnh 13.9% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh. Ở chiều ngược lại, đà tăng của lạm phát chậm lại nhờ: giá xăng dầu giảm 12.6% svck; giá nhóm nhóm bưu chính, viễn thông giảm 0.5% svck do giá điện thoại thể hệ cũ giảm khi các doanh nghiệp áp dụng chương trình giảm giá.

Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)

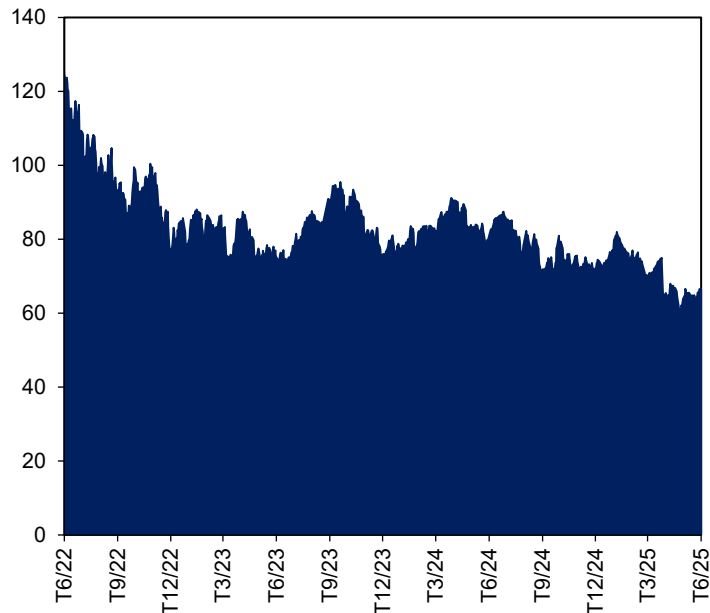


• Nguồn: TCTK, MBS Research

Dự kiến lạm phát sẽ ổn định ở mức 3.5%, tạo dư địa cho chính sách tiền tệ nới lỏng

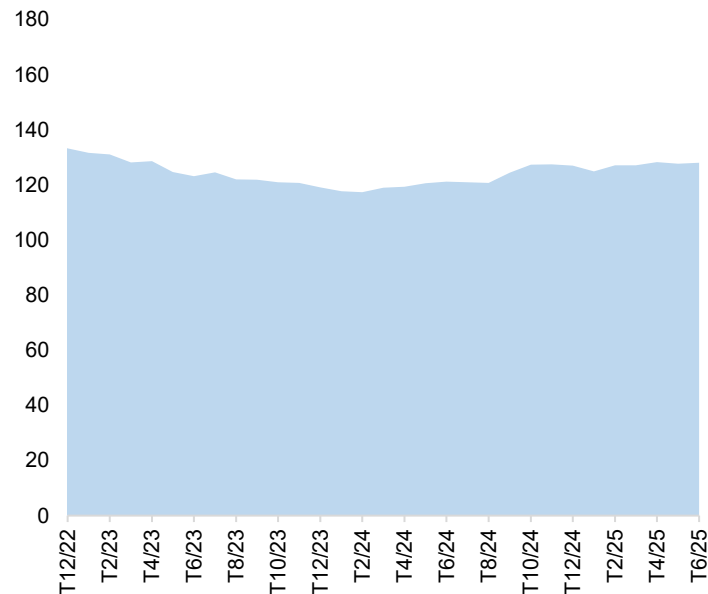
- Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 sẽ tăng 3.5% svck nhờ các yếu tố sau: Giá dầu toàn cầu dự kiến dao động quanh mức thấp tại 70 USD/thùng trong năm 2025 do cân cung – cầu yếu. Áp lực giá lương thực được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt nhờ nguồn cung dồi dào sau khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo; tuy nhiên, mức tác động có thể sẽ không quá lớn do mức giảm của giá gạo phần nào sẽ bù trừ với một phần bởi giá thịt lợn – dự kiến tăng 10% svck trong năm 2025.
- Những rủi ro tiềm ẩn trong nửa cuối năm 2025 bao gồm: giá điện dự kiến tiếp tục tăng trong năm nay; giá thép được dự báo tăng nhẹ 3% svck, lên mức 14.3 triệu đồng/tấn, được thúc đẩy bởi nhu cầu xây dựng gia tăng và các biện pháp áp thuế chống bán phá giá của Bộ Tài chính; các xung đột địa chính trị và khả năng thay đổi chính sách của Mỹ có thể gây gián đoạn chuỗi cung ứng và đẩy giá hàng hóa tăng cao.

Giá dầu thô Brent (USD/thùng)



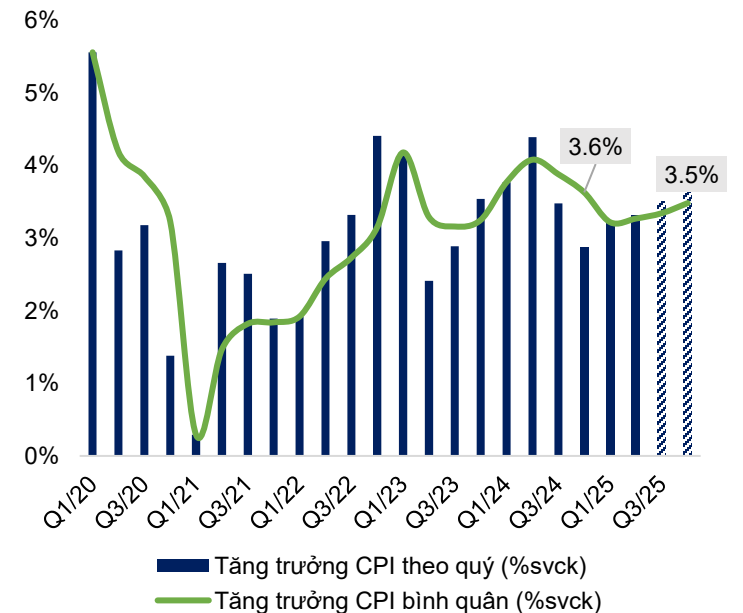
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chỉ số giá lương thực FAO



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tăng trưởng CPI qua các quý & dự báo của MBS Research

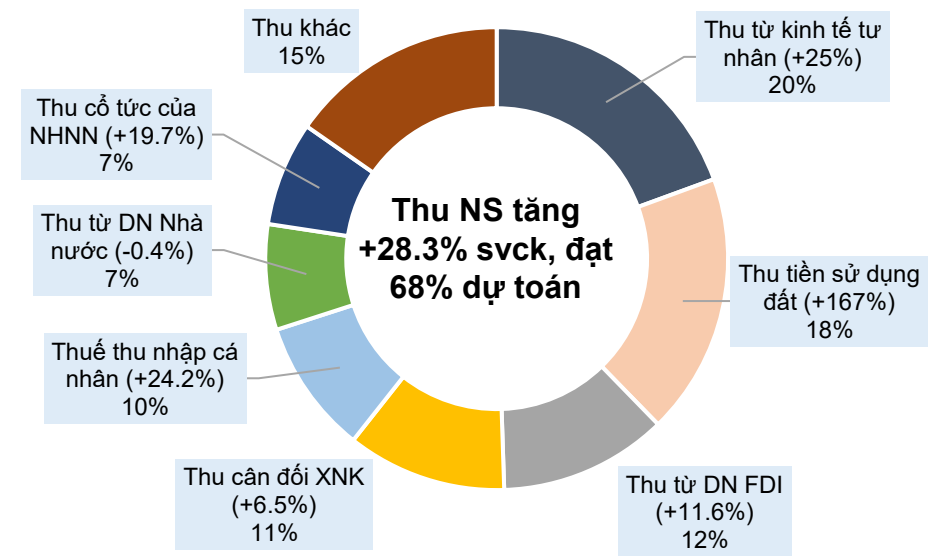


• Nguồn: TCTK, MBS Research

Bội thu ngân sách tạo dư địa cho chính sách tài khóa mở rộng

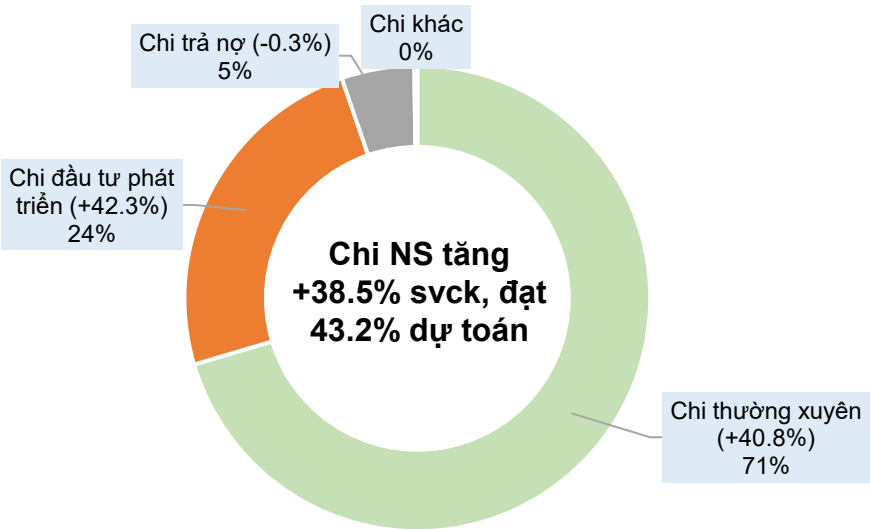
- Tổng thu ngân sách ước đạt 1,332 nghìn tỷ, tăng 28% svck, hoàn thành 68% dự toán. Trong đó, thu từ khu vực kinh tế ngoài quốc doanh tăng 25% svck, chiếm 20% tổng thu ngân sách. Thu tiền sử dụng đất tăng mạnh 167% svck, chiếm 18% tổng thu nhờ các địa phương đã tích cực triển khai các giải pháp về thẩm định giá đất, bồi thường, giải phóng mặt bằng và đấu giá đất. Chi ngân sách ước đạt 1,102 nghìn tỷ, tăng 38.5% svck, bằng 43.2% dự toán. Đáng chú ý, chi đầu tư phát triển được đẩy mạnh, ước đạt 268 nghìn tỷ đồng, tăng tới 42.3% svck. Chi thường xuyên tăng 40.8% svck, chiếm 71% tỷ trọng chi ngân sách. Theo dự toán, bội chi năm 2025 khoảng 471 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 3,8% GDP. Đến cuối năm 2025, tỷ lệ nợ công khoảng 36 - 37% GDP, nợ Chính phủ khoảng 34 - 35% GDP.
- Bội chi ngân sách tạo dư địa cho chính sách tài khóa mở rộng: kéo dài giảm thuế VAT 8% đến 2026, ưu đãi thuế với ô tô đến hết 2027, gia hạn thời gian nộp tiền thuê đất, miễn thuế sử dụng đất nông nghiệp đến hết năm 2030, miễn học phí, giảm thuế nhập khẩu (dự kiến giảm thu ngân sách ~4.4 nghìn tỷ)

Cơ cấu tổng thu ngân sách nhà nước trong 6T2025



Nguồn: Bộ Tài Chính, MBS Research

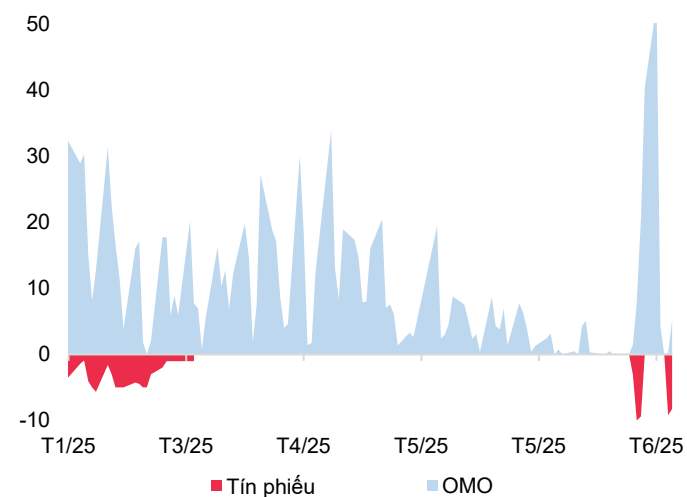
Cơ cấu tổng chi ngân sách nhà nước trong 6T2025



Nguồn: Bộ Tài Chính, MBS Research

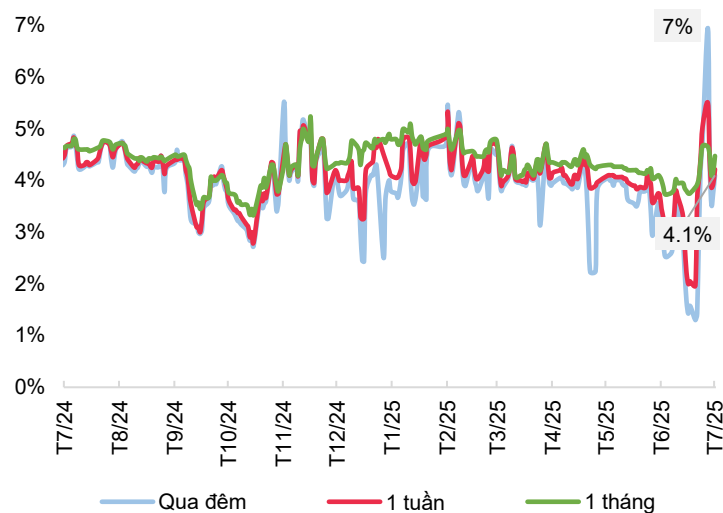
Chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ tiếp tục được duy trì để đạt mục tiêu tăng trưởng

NHNN bơm ròng liên tục từ T3/25, đẩy lãi suất liên NH xuống mức thấp nhất trong vòng hơn 1 năm. Trong T6/25, NHNN hút thanh khoản nhẹ qua kênh tín phiếu để điều tiết tỷ giá.



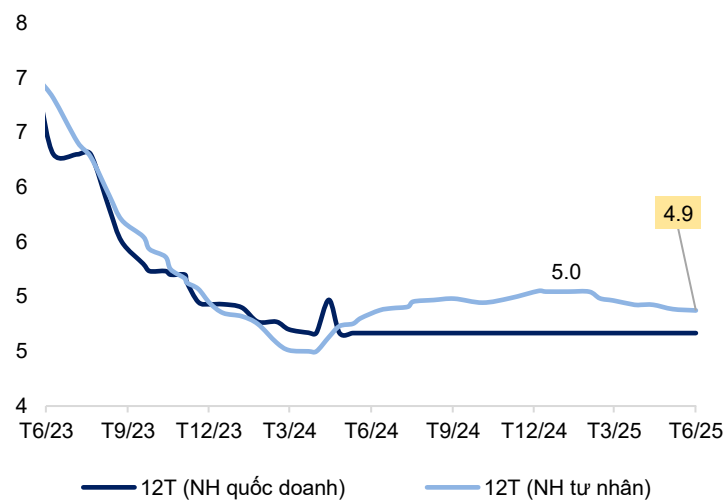
• Nguồn: NHNN, MBS Research

Mặc dù tín dụng tăng mạnh từ T4/25, song thanh khoản hệ thống dồi dào đã đẩy lãi suất LNH xuống mức 1.3%, thấp nhất trong vòng hơn 1 năm trước khi tăng trở lại vào đầu T7.



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi dự báo lãi suất trung bình 12T của các NHTM tư nhân có thể giảm thêm 20 điểm cơ bản xuống mức 4.7% trong nửa cuối năm



• Nguồn: NHNN, MBS Research

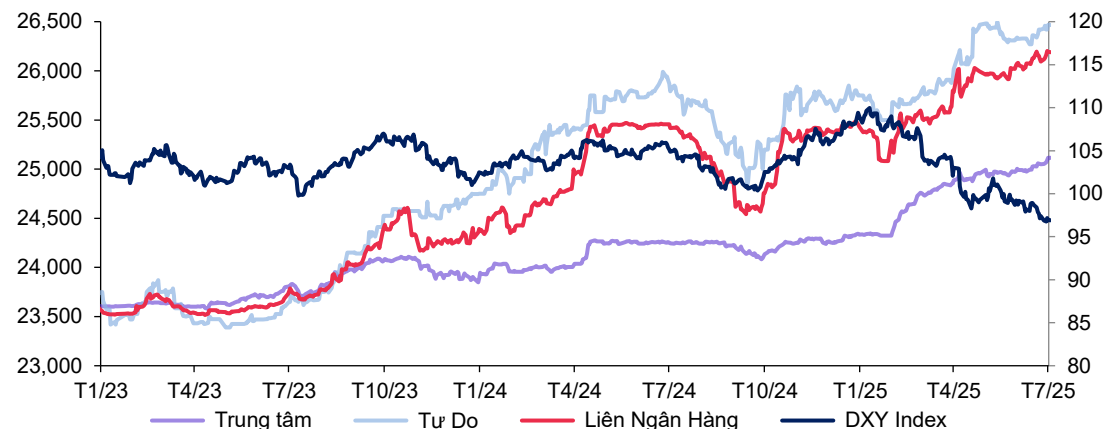
- Tín dụng tăng mạnh từ T4 và đạt xấp xỉ 10% vào cuối T6, cao hơn nhiều so với cùng kỳ giai đoạn 2023 - 24 (3.6% - 6%). Tuy nhiên thanh khoản hệ thống dồi dào, đã đẩy lãi suất liên NH xuống mức 1.3%, thấp nhất trong vòng hơn 1 năm. Lãi suất huy động 12T trung bình các NHTM tư nhân đã giảm nhẹ 10 điểm cơ bản xuống mức 4.9%.
- Với kỳ vọng FED cắt giảm lãi suất 50 điểm cơ bản trong 6T cuối năm, chúng tôi cho rằng chênh lệch lãi suất giữa USD- VND được thu hẹp. Trong kỳ họp báo đầu T7, NHNN đã đưa thông điệp rõ ràng là duy trì sức hấp dẫn tương đối của VNĐ, giảm mật bằng lãi suất cho vay trong thời gian qua nhằm tạo điều kiện thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, với mục tiêu đạt mức tăng trưởng. Dựa vào các yếu tố trên, chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM sẽ giảm nhẹ thêm 20 điểm cơ bản xuống mức 4.7% về cuối năm 2025.

Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND trung bình năm 2025 sẽ dao động trong khoảng 26,600 – 26,750

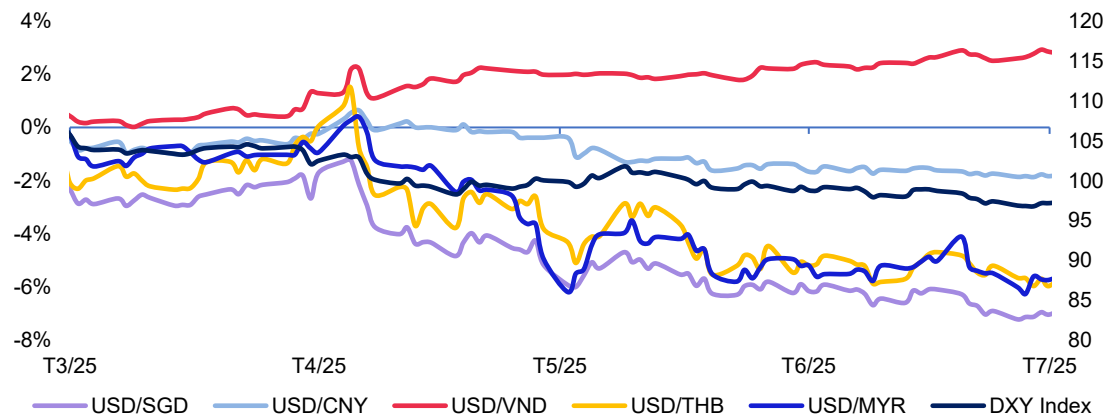
Mặc dù DXY đã giảm sức mạnh, song tỷ giá vẫn sẽ là rủi ro cần quan sát trong 6T cuối năm

- Từ tháng 4, đồng USD bắt đầu bước vào chuỗi mất giá do áp lực từ làn sóng hỗn loạn thuế quan làm gia tăng rủi ro đối với tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, cơ sở tỷ giá vẫn chưa hạ nhiệt do các yếu tố nội tại trong nước, bao gồm: (1) Lãi suất trong nước diễn biến trái chiều, khi Chính phủ và NHNN yêu cầu duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. (2) Thặng dư thương mại thu hẹp mạnh trong 6T25 (-34.4% svck), do nhập khẩu tăng mạnh 18% svck trong khi xuất khẩu chỉ tăng 14.4%. (3) Nhu cầu ngoại tệ gia tăng khi KBNN có tới 10 đợt mua USD từ các NHTM kể từ đầu năm đến nay với tổng giá trị gần 1.9 tỷ USD (gần bằng mức 2.08 tỷ USD được mua trong cả năm 2024).
- Đến đầu tháng 7, tỷ giá liên NH neo ở mức 26,193VND/USD (+3% so với đầu năm), bất chấp việc chỉ số DXY đã giảm 12% so với đỉnh năm 2025.
- Trong bối cảnh này, tỷ giá được dự báo sẽ tiếp tục neo cao dưới áp lực từ môi trường trong nước, bao gồm: (1) Chênh lệch lãi suất USD-VND vẫn tiếp diễn cho dù FED cắt giảm lãi suất xuống 4%. (2) Nhu cầu nhập khẩu lớn hơn khi mức thuế 0% được áp dụng hàng hóa từ Mỹ. Ngược lại, xuất khẩu nói chung sẽ chậm lại, dẫn đến thặng dư Thương mại bị thu hẹp. (3) Dòng vốn FDI sẽ chậm lại chờ đợi các thông tin rõ ràng hơn về thuế quan. (4) Chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới trong bối cảnh giá vàng tăng.
- Theo đó, **chúng tôi dự báo tỷ giá trung bình năm 2025 sẽ dao động trong khoảng 26,600 – 26,750 VND/USD, phản ánh mức tăng 4.5% - 5% so với đầu năm.**

Đồng VND đã mất giá khoảng 3% so với USD tính từ đầu năm



VND yếu hơn hẳn so với các đồng tiền khác trong khu vực từ đầu năm đến nay



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research. Dữ liệu đến ngày 4/7/2025

Chúng tôi dự báo GDP tăng 7.9% - 8.1% trong năm 2025 nhờ đẩy mạnh vốn đầu tư công, thúc đẩy đầu tư nhân

Tóm tắt dự báo các chỉ tiêu kinh tế trọng yếu

- Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng bền vững ở mọi khía cạnh những tháng cuối năm nhờ các động lực mới đến từ đầu tư công và đầu tư tư nhân.
- Xuất khẩu dự báo sẽ chậm lại vào nửa sau 2025 nhằm thích nghi với điều kiện thuế quan mới. Bù lại, chính sách tài chính nới lỏng, lãi suất thấp sẽ hỗ trợ cho tiêu dùng nội địa phục hồi.
- Bội thu ngân sách trong nửa đầu năm cũng là cơ sở để triển khai chính sách tài khóa mở rộng trong thời gian tới.
- Cách điều hành quyết liệt trong việc Hoàn thiện thể chế, tinh gọn bộ máy, chuyển đổi mô hình, sẽ tạo không gian cho tăng trưởng trong trung và dài hạn.
- Các rủi ro tiềm tàng bao gồm: (1) Sự bất ổn định trong chính sách điều hành của TT Trump có thể tác động đến xuất khẩu và dòng vốn FDI. (2) Mặc dù ưu tiên tăng trưởng và chấp nhận duy trì sự hấp dẫn của VND, áp lực tỷ giá từ các sự kiện “thiên nga đen” sẽ gây rủi ro đảo chiều chính sách tiền tệ, hạn chế đà tăng trưởng.

Các chỉ tiêu kinh tế	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
1. GDP, dân số và thu nhập								
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	281.3	310.1	334.3	346.6	366.1	430	476.3	512 - 514
Tăng trưởng GDP (%)	7.08	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	7.09	7.9 - 8.1
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	13.8	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	14.3	9 - 10
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	11.5	7	3.6	26.5	8.4	-8.9	16.7	15.0
GDP/đầu người (USD)	2,992	3,267	3,491	3,586	3,756	4,163	4,700	5,000
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)								
Nợ chính phủ	49.9	49.2	51.5	39.1	34.7	34	34	35
Nợ công	55	55.9	43.1	38	37.4	37	37	37
Nợ nước ngoài	46	47.1	47.9	38.4	36.1	37.2	33	34
3. Các chỉ số tài chính								
Tỷ giá USD/VND	23,180	23,228	23,115	23,145	23,612	24,353	25,058	26,600 - 26,750
Lạm phát (%)	3.5	2.8	3.2	1.8	3.15	3.25	3.63	3.5
Tăng trưởng tín dụng (%)	17.1	18.7	18.2	13.9	12.1	13.7	15.08	17 - 18
Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng	7	7.2	6.8	5.8	8.5	5.9	5.1	4.7
Cán cân thương mại (tỷ USD)	7.2	9.9	19.1	4	11.2	28	24.8	4.2 - 8.2
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	244	263	281	336	371	355.5	405.5	442 - 446.08
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	237	253	262	332	360	327.5	380.8	437.9
Tổng dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	55	78	94	109	86	95	80	84

• Nguồn: TCTK, MBS Research

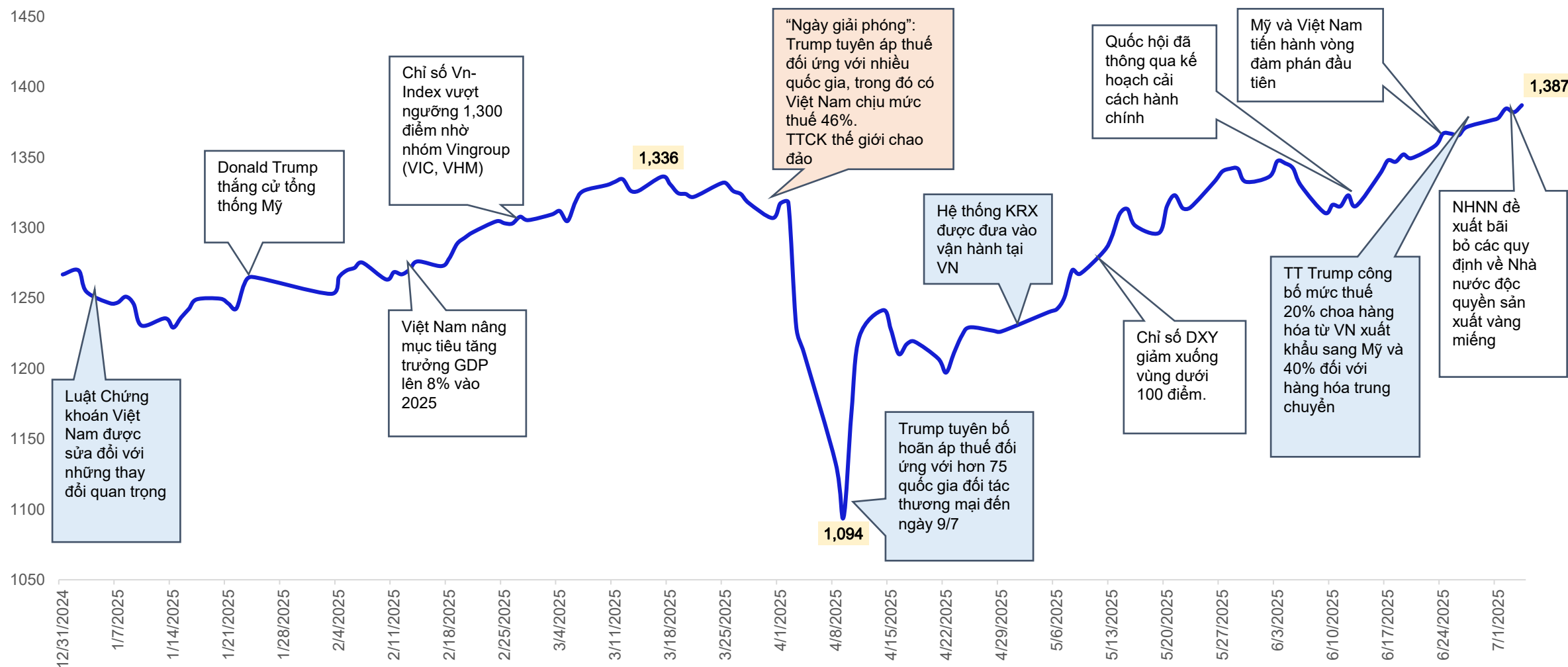


2

Triển vọng TTCK Việt Nam | Chinh phục những đỉnh cao mới

- Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thị trường có thể đạt mức tăng 17%/16% svck giai đoạn 2025-26
- Những xu hướng thế giới và vĩ mô trong nước sẽ định hình TTCK Việt Nam trong những tháng cuối năm 2025
- Chúng tôi nâng dự báo Vnindex lên đạt mức 1.500 – 1540 vào cuối năm 2025

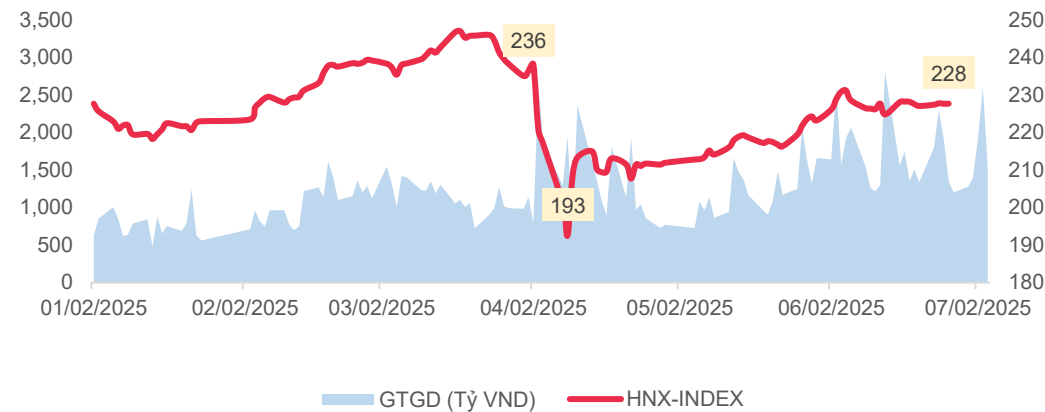
VNindex rơi xuống đáy 1,094 khi gặp “cú sốc thuế quan” ngày 2/4 nhưng phục hồi ngoạn mục ngay sau đó, hướng đến vùng 1,400 – 1,450 điểm vào những ngày đầu tháng 7



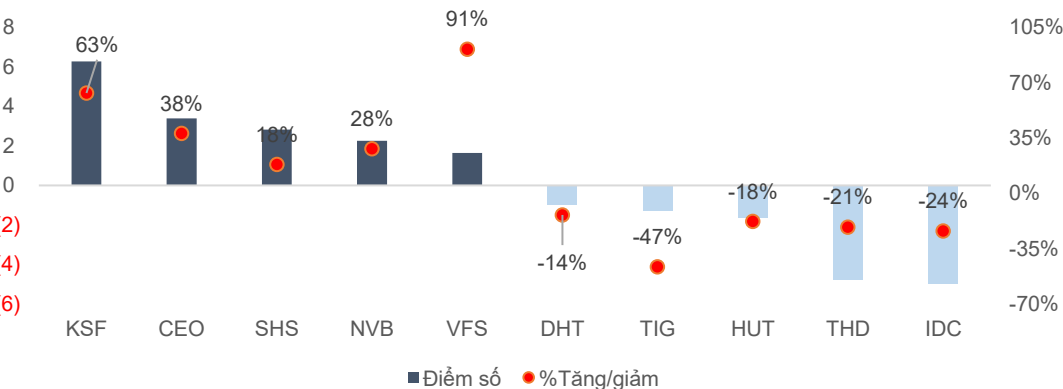
• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu đến ngày 4/7/2025

Diễn biến thị trường HNX và UPCOM nửa đầu năm 2025

Chỉ số HNX tăng 2.1% từ đầu năm đến nay, nhờ các cổ phiếu như KSF, CEO, SHS, NVB và VFS

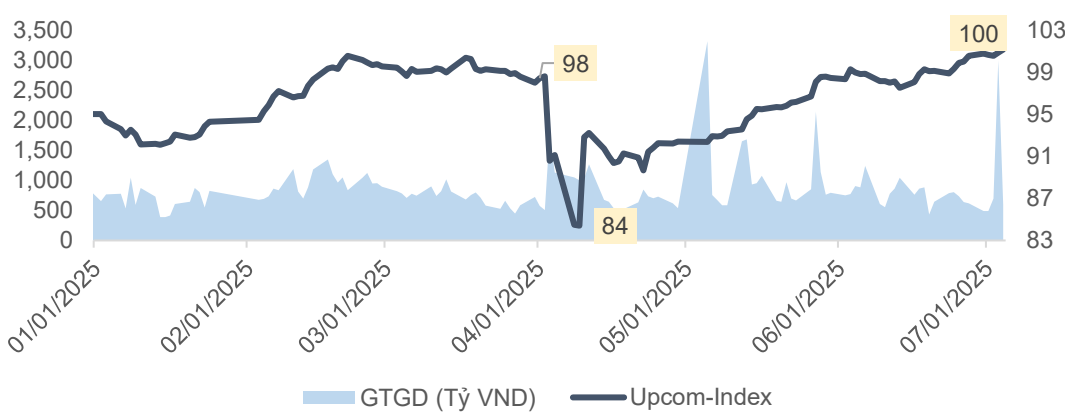


Các cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào hiệu suất của HNX từ đầu năm

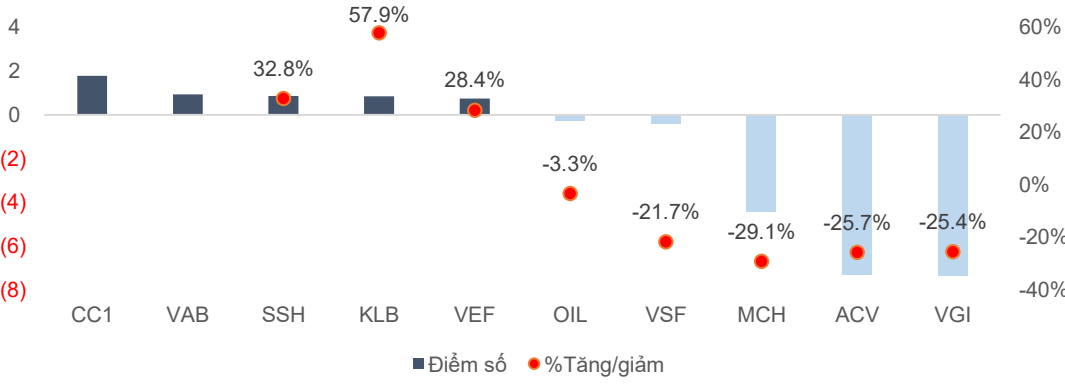


• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 4/7/2025

Trong khi đó, chỉ số UPCOM tăng 6.5% so với đầu năm, được hỗ trợ bởi các cổ phiếu CC1,VAB, SSH, KLB và VEF



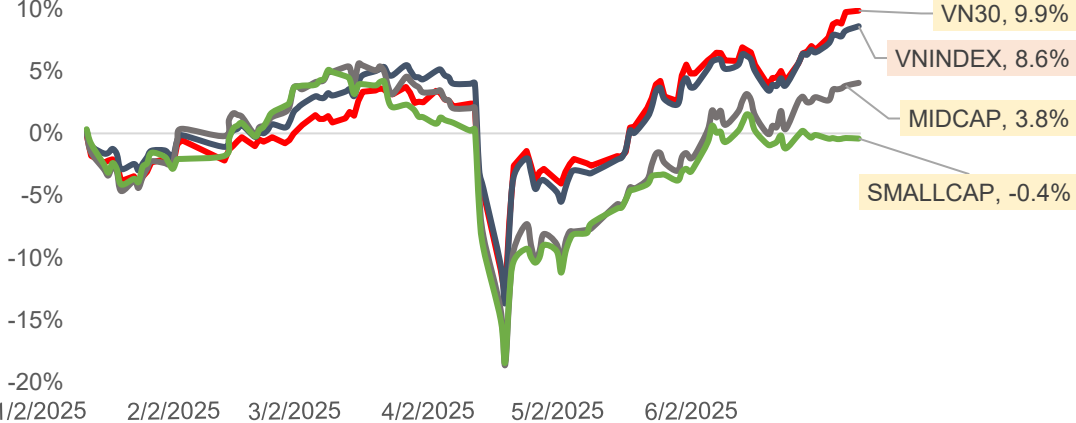
Các cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào hiệu suất của UPCOM từ đầu năm



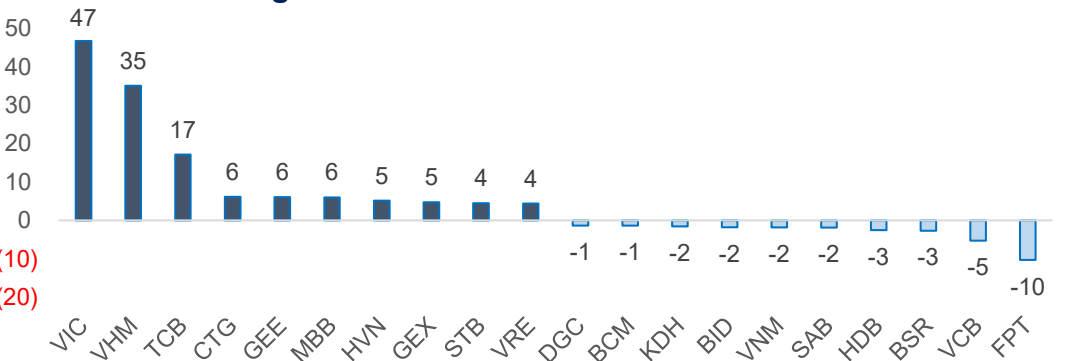
• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 4/7/2025

Trong nửa đầu năm, đà tăng của VNindex chủ yếu được nâng đỡ bởi một số cổ phiếu, chưa thực sự lan tỏa đến toàn thị trường

Hiệu suất (%) các chỉ số theo vốn hóa thị trường kể từ đầu năm đến nay. Nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ vẫn tăng trưởng chậm, thậm chí giảm giá so với đà tăng của VNindex

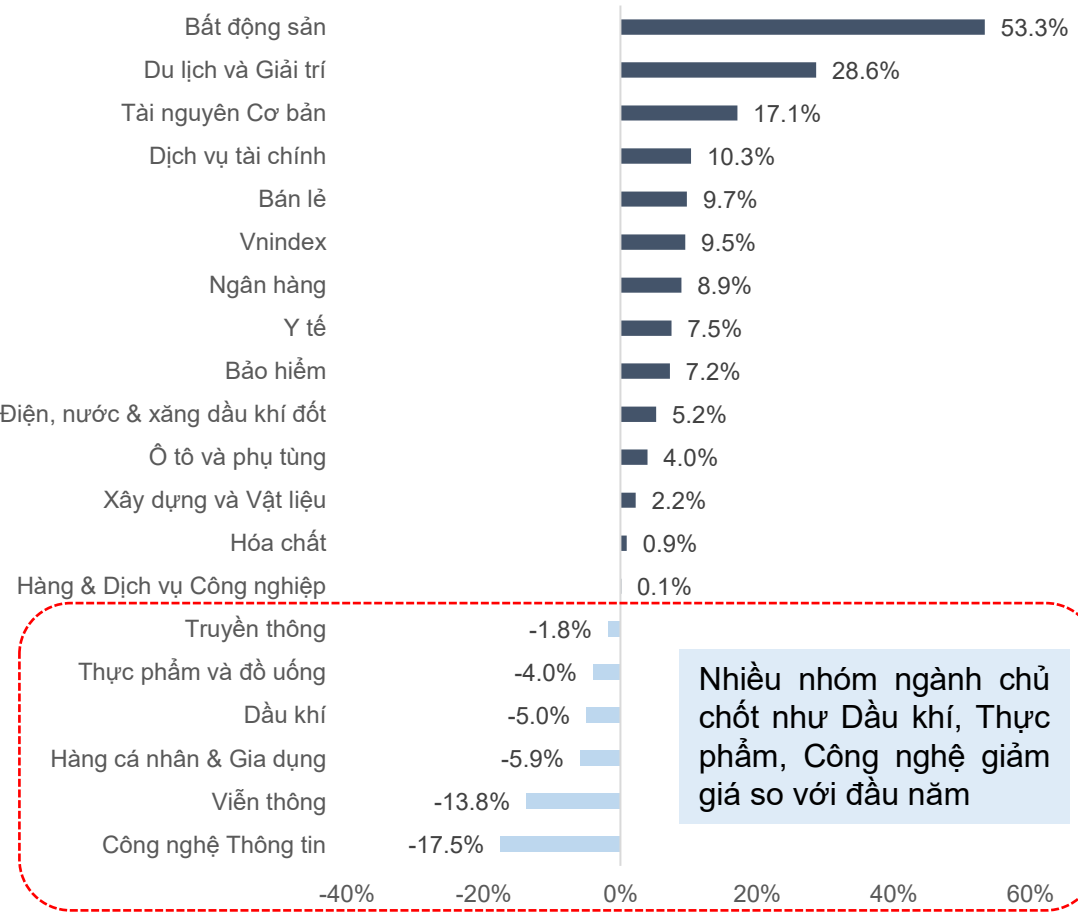


Mức đóng góp vào đà tăng VN-index của một số cổ phiếu vốn hóa lớn từ đầu năm đến nay, trong đó nhóm cổ phiếu VIC đã đóng góp 86 điểm vào mức tăng 118 điểm của Vnindex



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 4/7/2025

Diễn biến giá của các nhóm ngành kể từ đầu năm. BĐS, hàng không, Tài nguyên cơ bản là nhóm ngành tăng mạnh nhất

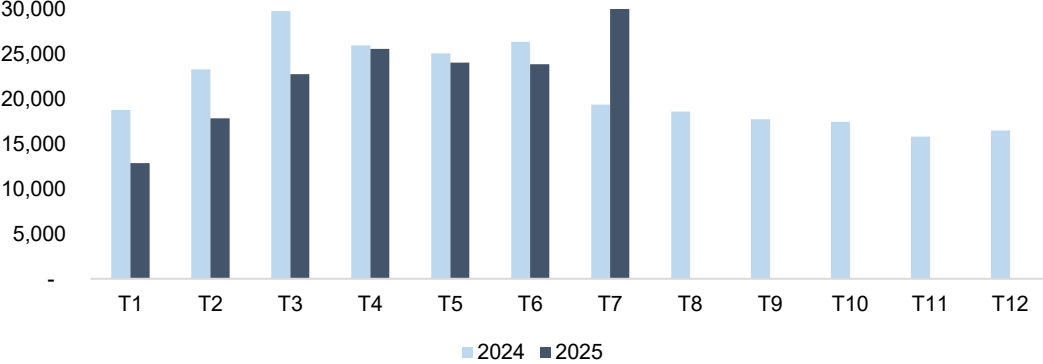


Nhiều nhóm ngành chủ chốt như Dầu khí, Thực phẩm, Công nghệ giảm giá so với đầu năm

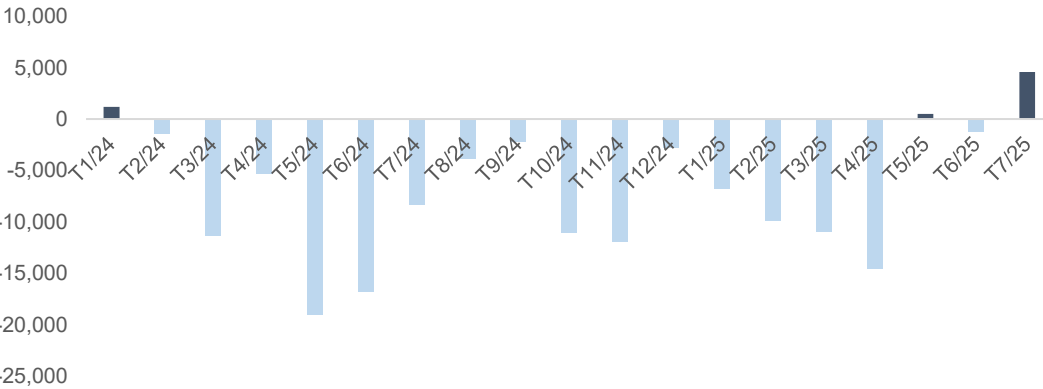
• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 4/7/2025

Dòng tiền mạnh mẽ chảy vào TTCK từ tháng 4 khi Vnindex rơi xuống vùng định giá hấp dẫn

Trái ngược với năm 2024, thanh khoản suy yếu trong Q1/25 và chỉ tăng vọt từ tháng 4. Dòng tiền đổ mạnh vào thị trường từ đầu T7 với các phiên giao dịch trên 30 nghìn tỷ đồng

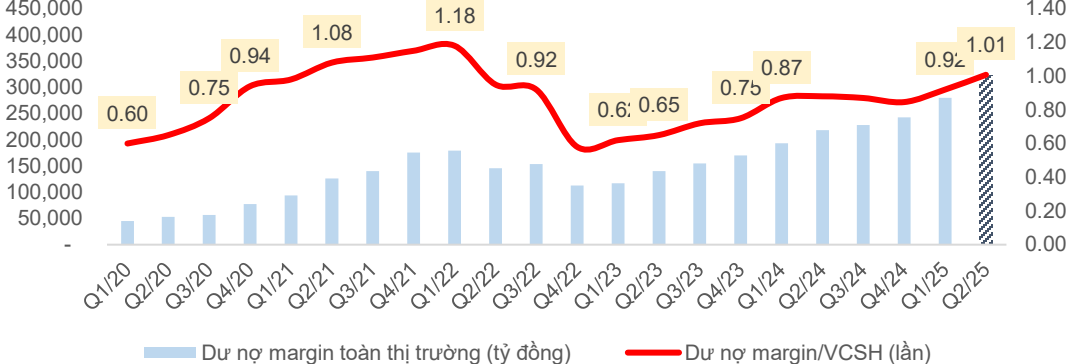


NET nước ngoài liên tục bán ròng từ đầu năm 2024 tuy nhiên đã bán ròng thu hẹp dần từ T4/25. Lũy kế từ đầu năm đến nay, NETNN đã bán ròng 38.2 nghìn tỷ đồng (~1.4 tỷ USD)

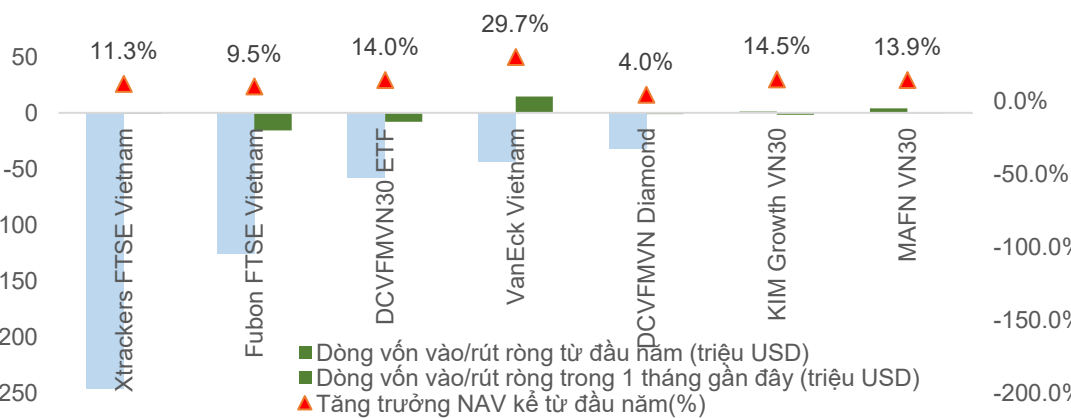


• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 4/7/2025

Chúng tôi ước dự nợ margin của toàn thị trường tăng mạnh trong Q2/25, song tỷ lệ Dự nợ/VCSH toàn thị trường vẫn ở mức tương đối an toàn



Từ đầu năm đến nay, khoảng 283 triệu USD đã rút ròng ra khỏi các quỹ ETF tại Việt Nam



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 4/7/2025

Lợi nhuận toàn thị trường tăng tốc trong nửa sau 2025 tuy nhiên tốc độ tăng còn phụ thuộc vào các kịch bản thuế đối ứng

- Ngày 1/7, Tổng thống Trump đã công bố mức thuế xuất khẩu sang Mỹ cho hàng sản xuất nội địa Việt Nam ở mức trung bình 20%, hàng trung chuyển ở mức 40%. Các kịch bản về thuế đối ứng đang phụ thuộc vào việc Mỹ định nghĩa thế nào là hàng trung chuyển. Theo chúng tôi, kịch bản cơ sở là việc Mỹ định nghĩa hàng trung chuyển là hàng có tỷ lệ nội địa hóa dưới 35% theo tham khảo 1 số FTA mà Mỹ đã ký với các quốc gia khác. Tỷ lệ nội địa hóa tăng lên theo định nghĩa hàng trung chuyển của Mỹ sẽ là những kịch bản tiêu cực hơn đối với Việt Nam và ngược lại.

Đánh giá mức độ ảnh hưởng lên lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết theo các kịch bản thuế đối ứng

Định nghĩa về tỷ lệ nội địa hóa của hàng trung chuyển

Đánh giá

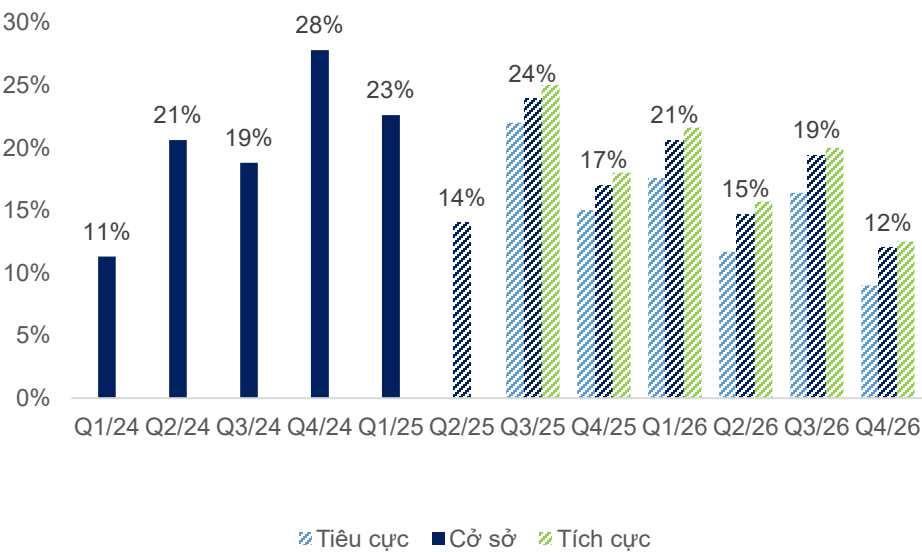
Dự báo tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường

	Kịch bản tiêu cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực
	▪ < 50% ▪ Hầu như toàn bộ các mặt hàng xuất khẩu bị ảnh hưởng (90% tổng sản lượng xuất khẩu), trừ lĩnh vực nông nghiệp. Đối với nhóm doanh nghiệp niêm yết, lĩnh vực logistics, KCN, dệt may, xuất khẩu công nghiệp & hàng tiêu dùng bị ảnh hưởng mạnh. ▪ Ngoài ra, tỷ giá tăng mạnh có thể khiến dư địa nói lỏng tiền tệ bị ảnh hưởng từ nửa sau 2025 và 2026 và khiến chi phí lãi vay của các doanh nghiệp tăng lên và làm giảm lợi nhuận toàn thị trường.	▪ < 35% ▪ 1 số doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất máy móc và thiết bị (chiếm khoảng 15% tổng sản lượng xuất khẩu) bị ảnh hưởng. Đối với nhóm doanh nghiệp niêm yết, lĩnh vực logistics và KCN có thể bị ảnh hưởng nhẹ.	▪ < 10% ▪ Ảnh hưởng mức độ không đáng kể lên các doanh nghiệp niêm yết và chính sách điều hành tiền tệ của Việt Nam. Các lĩnh vực xuất khẩu của Việt Nam còn có cơ hội cạnh tranh với các quốc gia khác.
	▪ 2025: 15% ▪ 2026: 13%	▪ 2025: 17% ▪ 2026: 16%	▪ 2025: 19% ▪ 2026: 17%

Lợi nhuận toàn thị trường tăng tốc trong nửa sau 2025 tuy nhiên tốc độ tăng còn phụ thuộc vào các kịch bản thuế đối ứng

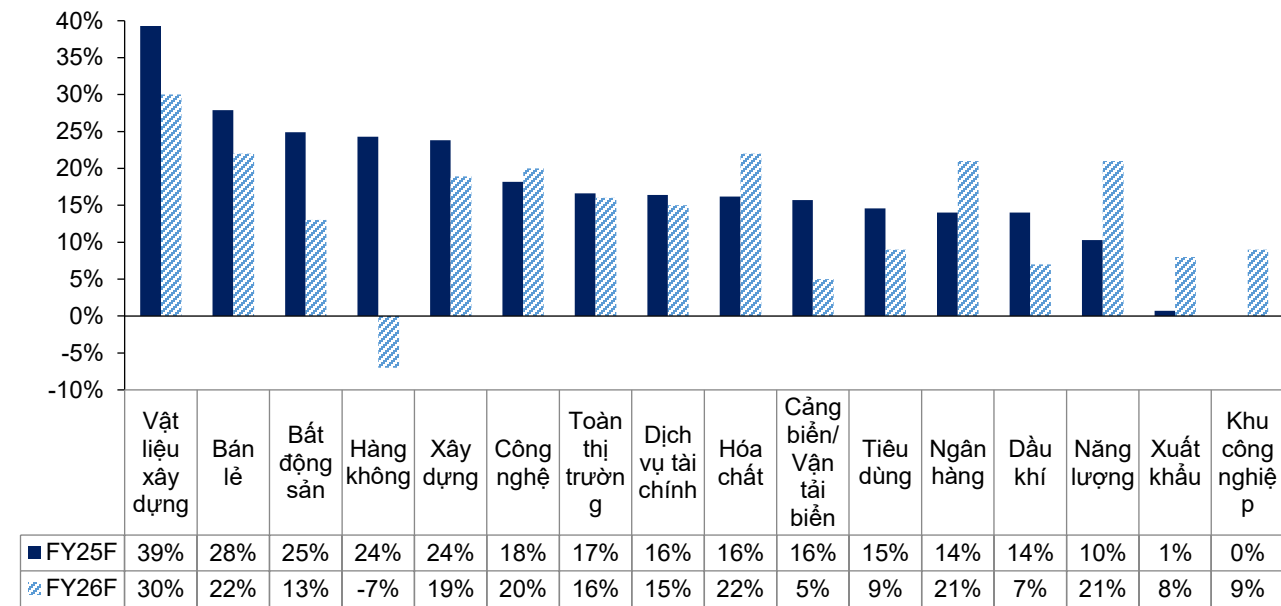
- Sau mức tăng trưởng 23% trong Q1/25, chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận thị trường sẽ tăng 14% svck trong Q2/25, và lần lượt tăng 24% và 17% trong Q3/25 và Q4/25 theo kịch bản cơ sở về thuế đối ứng. Các động lực chính cho sự cải thiện lợi nhuận của thị trường trong 2025 sẽ đến từ các nội lực và thị trường trong nước với kết quả kinh doanh vững chắc của nhóm ngân hàng (+14% svck), vật liệu xây dựng (+39% svck), bán lẻ(+28%) và bất động sản (+25% svck).
- Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thị trường có thể đạt mức tăng 17%/16% svck giai đoạn 2025-26 với động lực từ thị trường trong nước. Ở kịch bản tích cực, lợi nhuận thị trường 2025-26 có thể tăng cao hơn ở mức 18%/17% svck trong khi ở kịch bản tiêu cực, mức sụt giảm tăng trưởng có thể lớn hơn với tăng trưởng ước tính chỉ đạt 15%/13% svck do hầu hết các mặt hàng xuất khẩu bị ảnh hưởng, đồng thời tỷ giá tăng mạnh có thể khiến dư địa nới lỏng tiền tệ bị ảnh hưởng từ nửa sau 2025-26 và khiến chi phí lãi vay của các doanh nghiệp tăng lên.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn nửa sau 2025 sẽ tăng tốc, tuy nhiên mức độ tăng phụ thuộc vào các kịch bản thuế đối ứng của Mỹ



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research dự báo

Trong kịch bản cơ sở, lợi nhuận toàn thị trường có thể đạt mức tăng 17%/16% svck trong 2025-26 với động lực từ thị trường trong nước



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research dự báo

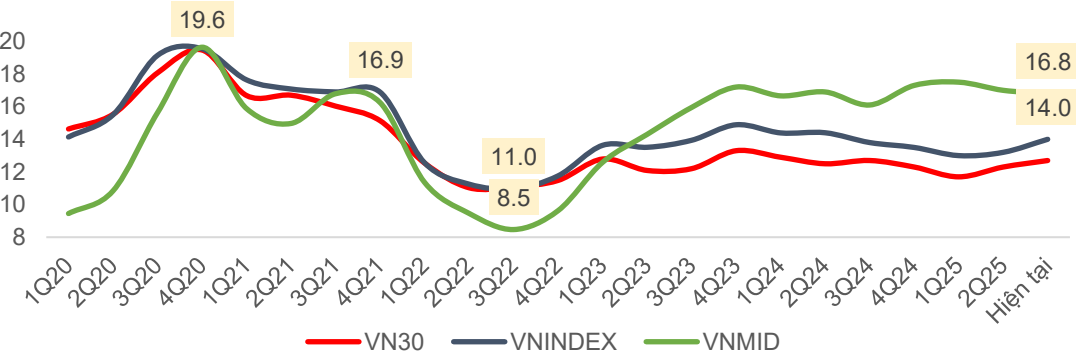
Những xu hướng thế giới và vĩ mô trong nước sẽ định hình TTCK Việt Nam trong những tháng cuối năm 2025

	Xu hướng	Tác động đến TTCK Việt Nam	Nhóm cổ phiếu đáng chú ý
Thế giới	▪ Thị trường kỳ vọng FED sẽ giảm lãi suất điều hành 50 điểm cơ bản trong 2025. DXY tiếp tục duy trì vị thế yếu.	Dòng vốn đầu tư sẽ dịch chuyển sang các thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam. Đà bán ròng của các NĐT nước ngoài sẽ bị đảo ngược mạnh mẽ, đích đến của dòng tiền nước ngoài chủ yếu là các cổ phiếu vốn hóa lớn	▪ Các cổ phiếu vốn hóa lớn và còn đủ tỷ lệ room nước ngoài
	▪ Căng thẳng Thương mại Mỹ - TQ khó có thể hạ nhiệt. Xung đột địa chính trị vẫn tiếp diễn.	Đây là rủi ro ảnh hưởng đến đà tăng của TTCK thế giới và Việt Nam	
Việt Nam	▪ Chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ được duy trì, hỗ trợ tăng trưởng trên 8% trong nửa cuối năm	Môi trường lãi suất thấp sẽ tiếp tục kích thích dòng vốn đầu tư trong nước dịch chuyển sang kênh đầu tư chứng khoán. Tăng trưởng tín dụng, đồng thời chi phí vốn cải thiện sẽ hỗ trợ cho các DN niêm yết mở rộng sản xuất	▪ Ngân hàng ▪ Bất động sản dân cư ▪ Bảo hiểm, Chứng khoán
	▪ Thúc đẩy đầu tư công, mở rộng cơ chế cho các DN tư nhân, tập trung đổi mới công nghệ theo NQ57 và NQ68	Các DN tư nhân đầu ngành sẽ có cơ chế bình đẳng để tiếp cận các nguồn lực, bao gồm đất đai, công nghệ, tài chính và các dự án hạ tầng quan trọng. Theo Bộ GT-VT cần đến 200 tỷ USD để tài trợ cho các dự án hạ tầng giao thông đến năm 2023, trong đó đường sắt và metro chiếm khoảng 75%.	▪ Các cổ phiếu vốn hóa lớn là các DN đầu ngành ▪ Xây dựng hạ tầng, Công nghệ
	▪ Các quyết sách mới sẽ được triển khai nhanh và quyết liệt	Chẳng hạn như: quản lý thị trường vàng, lộ trình bỏ room tín dụng đối với các NHTM, hạn chế xe động cơ xăng dầu tại các TP lớn,... Đây sẽ là điểm đáng chú ý, có tác động tích cực/tiêu cực đến các nhóm ngành khác nhau trên TTCK	
	▪ Triển vọng nâng hạng thị trường mới nổi theo FTSE tháng T9/25	Trong quá khứ các thị trường được nâng hạng đều cải thiện về định giá và thanh khoản. Chúng tôi ước tính TTCK Việt Nam sẽ được phân bổ ~1% trong tổng giá trị 85 tỷ USD của các quỹ giao dịch thụ động theo FTSE EM	▪ Các cổ phiếu vốn hóa lớn và còn đủ tỷ lệ room nước ngoài ▪ Chứng khoán
	▪ Áp lực giảm giá VNĐ trong nửa cuối năm vẫn còn.	Đây là rủi ro lớn đối với TTCK do NHNN có thể đảo ngược chính sách tiền tệ nhằm ưu tiên ổn định tỷ giá trong ngắn hạn. VNĐ mất giá còn ảnh hưởng đến dòng vốn của NĐT nước ngoài quay trở lại thị trường	

Chúng tôi nâng dự báo Vnindex lên đạt mức 1500 – 1540 vào cuối năm 2025 trong kịch bản cơ sở

- Tính đến ngày 4/7/2025, VN-Index đang giao dịch ở mức 14 lần P/E, cao hơn mức trung bình 3 năm gần đây (13.5x) , tuy nhiên vẫn thấp hơn 17% so với mức đỉnh 3 năm (16.9 lần vào Q4/21). Định giá của nhóm VN30 (với tỷ trọng vốn hóa đa số là nhóm ngân hàng) là 12.7 lần P/E, cao khoảng 3% so với trung bình 3 năm gần đây là 12.3 lần, tuy nhiên vẫn thấp hơn mức đỉnh 15 lần vào Q4/21. Điều này cho thấy định giá của thị trường nói chung và nhóm vốn hóa lớn nói riêng vẫn hấp dẫn so với tăng trưởng lợi nhuận cũng như kỳ vọng nâng hạng của thị trường.
- Ở thời điểm hiện tại, VNIndex đã vượt dự báo chúng tôi đưa ra từ đầu năm (1400 – 1420), chủ yếu do tác động từ một số cổ phiếu vốn hóa lớn. Nếu loại bỏ các tác động này, Vnindex hiện vẫn ở vùng 1.350 – 1.380.
- Trong nửa sau 2025, chúng tôi cho rằng dòng tiền sẽ lan tỏa sang các cổ phiếu vốn hóa lớn chưa tăng giá mạnh trong thời gian qua nhờ định giá hấp dẫn và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận.
- Trong kịch bản cơ sở, với mức tăng trưởng 17% lợi nhuận của các DN niêm yết, và định giá 13.5 – 13.8 lần P/E, chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ đạt 1.500 – 1.540 trong những tháng cuối năm.
- Ở kịch bản tích cực hơn, tác động từ chính sách thuế quan của Mỹ ít hơn so với dự kiến, dòng vốn nước ngoài đổ mạnh vào thị trường Việt Nam nhờ triển vọng nâng hạng, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của thị trường đạt 19%, P/E kỳ vọng ở mức 13.5 – 14 lần, VNindex có thể tiến lên vùng 1.580 vào cuối năm.

Diễn biến P/E của các chỉ số Vnindex, VN30 và VNMidcap



Các kịch bản Vnindex cuối năm 2025

	Hiện tại	Tiêu cực	Cơ sở	Tích cực	2026
Ước tăng trưởng LN toàn thị trường %		15%	17%	19%	16%
P/E	13.6				
Thấp nhất	11.2	12.5	13.2	13.0	12.0
Trung vị	12.6	13.0	13.5	13.5	12.5
Cao nhất	14.0	13.5	13.8	14.0	13.0
Vnindex	1,387				
Thấp nhất	1,094	1,169	1,473	1,476	1,554
Trung vị		1,215	1,507	1,533	1,619
Cao nhất	1,387	1,262	1,540	1,589	1,683

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 4/7/2025



3

Chiến lược đầu tư |

Lựa chọn cổ phiếu chiến thắng thị trường

- Chúng tôi cho rằng tâm điểm của thị trường trong những tháng cuối năm vẫn là các cổ phiếu vốn hóa lớn
- 8 chủ điểm đầu tư hấp dẫn cho nửa sau năm 2025
- Danh mục 22 cổ phiếu tiêu điểm cho nửa sau 2025 - 2026

Chúng tôi cho rằng tâm điểm của thị trường trong những tháng cuối năm vẫn là các cổ phiếu vốn hóa lớn

- Trong bối cảnh chính sách thuế quan của Mỹ công bố áp dụng đối với Việt Nam thuận lợi hơn so với các nước cạnh tranh, đồng thời triển vọng nâng hạng của TTCK Việt Nam trở nên rõ ràng hơn, chúng tôi kỳ vọng đà bán ròng của các NĐT nước ngoài sẽ bị đảo ngược mạnh mẽ trong nửa sau 2025, đích đến của dòng tiền nước ngoài chủ yếu là các cổ phiếu vốn hóa lớn và có đủ tỷ lệ room nước ngoài.
- Mặc dù Vnindex phục hồi mạnh mẽ hơn 300 điểm từ sự kiện ngày 2/4, song đà tăng chưa lan tỏa đến các lớp cổ phiếu. Cụ thể, chúng tôi nhận thấy chỉ có 12/50 cổ phiếu vốn hóa lớn nhất thị trường tăng mạnh hơn VNindex từ ngày 31/3, khoảng 9 cổ phiếu tăng thấp hơn Vnindex. Thậm chí có đến gần một nửa cổ phiếu Top50 vẫn chưa phục hồi về thời điểm trước thuế quan.

Biến động giá của các cổ phiếu Top50 vốn hóa lớn từ ngày 31/3 (trước cú sốc thuế quan) cho đến ngày 4/7/2025



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 4/7/2025

8 chủ điểm đầu tư hấp dẫn cho nửa sau năm 2025

	Chủ điểm đầu tư	Cổ phiếu tiêu điểm
1	BDS dân cư cải thiện tích cực nhờ quyết liệt đẩy mạnh các giải pháp tháo gỡ khó khăn cho các dự án Các địa phương đã tích cực triển khai các giải pháp về thẩm định giá đất, bồi thường, giải phóng mặt bằng và đấu giá đất từ cuối năm 2024, thu tiền sử dụng đất tăng mạnh 167%. Lãi suất thấp thúc đẩy nhu cầu mua nhà của người dân.	KDH, NLG
2	Phát triển hạ tầng: đẩy mạnh đầu tư công và đầu tư tư nhân Theo Bộ GT-VT cần đến 200 tỷ USD để tài trợ cho các dự án hạ tầng giao thông đến năm 2023, trong đó đường sắt và metro chiếm khoảng 150 tỷ USD. Từ đầu năm đến nay, giải ngân vốn đầu tư công đạt 268 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 30% kế hoạch, dư địa giải ngân đầu tư công 6T cuối năm: ~500 nghìn tỷ đồng	CTR, VCG,HHV, HPG, HSG
3	Chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ hỗ trợ câu chuyện tăng trưởng của ngành ngân hàng và dịch vụ tài chính Chính sách tiền tệ nới lỏng của Việt Nam và thế giới sẽ tạo điều kiện thuận cho dòng vốn luân chuyển trên thị trường tài chính, giảm chi phí vốn đồng thời kích thích nhu cầu sử dụng vốn. Ngân hàng và dịch vụ tài chính là các nhóm ngành được hưởng lợi trong giai đoạn này.	VCB, CTG, VPB
4	Tập trung đổi mới công nghệ và thúc đẩy kinh tế số NQ57 là một cú hích toàn diện, mở đường cho ngành CNTT và DN công nghệ trong nước với các mục tiêu cụ thể như : 2% GDP cho nghiên cứu và phát triển (R&D), mục tiêu đến năm 2030 Việt nam thuộc nhóm 3 nước dẫn đầu Đông Nam Á, nhóm 50 nước đứng đầu thế giới về năng lực cạnh tranh số	FPT, CTR
5	Xu hướng tiêu thụ điện sẽ tăng mạnh do sản xuất phục hồi và chính sách giảm động cơ sử dụng xăng dầu tại các đô thị lớn	HDG, PC1, PVS, GAS
6	Nhu cầu nhập khẩu LNG sẽ tăng mạnh trong bối cảnh chuyển dịch năng lượng xanh, đồng thời Việt Nam vẫn nỗ lực thu hẹp thâm hụt Thương mại với Mỹ, Việt Nam sẽ tăng cường nhập một số hàng hóa từ Mỹ. Các doanh nghiệp như GAS và POW sẽ hưởng lợi, từ nhập khẩu LNG đến phát triển nhà máy điện.	GAS
7	Sự trở lại của dòng vốn nước ngoài đi cùng với triển vọng nâng hạng thị trường mới nổi phân loại của FTSE Các cổ phiếu vốn hóa lớn và có sẵn room cho nhà đầu tư nước ngoài và các công ty chứng khoán sẽ là các nhóm được hưởng lợi	Các cổ phiếu vốn hóa lớn và còn đủ tỷ lệ room nước ngoài
8	Các DN tiêu dùng được hưởng lợi nhờ tiêu dùng nội địa phục hồi, đồng thời chính sách quản lý nguồn gốc xuất xứ được thắt chặt	MWG, VNM, PNJ

Danh mục cổ phiếu tiêu điểm cho nửa sau 2025 - 2026

STT	Cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Upside (%)	PE		PB		Dự báo tăng trưởng LN ròng(%)		Dự báo ROE%	
		(tỷ đồng)	(VNĐ/cp)		2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
1	CTG	229,298	54,800	28.8%	7.1	6.2	1.2	1.0	12.8%	14.6%	17.9%	17.6%
2	VCB	487,971	72,500	24.1%	13.1	11.8	2.0	1.8	5.1%	11.6%	16.7%	16.1%
3	VPB	148,761	26,200	38.7%	7.4	5.5	0.9	0.8	26.3%	33.6%	13.3%	15.5%
4	FPT	181,459	145,000	18.4%	19.4	16.1	4.2	3.4	19.0%	20.5%	23.6%	23.9%
5	KDH	30,031	39,100	31.3%	30.7	28.4	1.6	1.6	20.8%	7.8%	4.6%	4.6%
6	NLG	15,076	45,600	16.2%	21.6	21.1	1.5	1.5	34.8%	2.5%	4.6%	4.5%
7	DGC	38,737	128,600	29.1%	11.5	9.3	6.7	5.9	13.2%	23.6%	24.40%	26.90%
8	GMD	25,422	75,000	28.1%	15.7	14.2	1.8	1.6	8.6%	10.3%	14.80%	15.60%
9	HPG	189,200	32,000	39.1%	11.8	9.0	1.6	1.5	41.7%	31.0%	15.1%	18.9%
10	HSG	10,930	20,700	16.9%	11.7	8.8	0.9	0.8	58.0%	42.0%	7.5%	10.1%
11	VCG	16,000	30,000	32.7%	4.1	10.7	0.9	1.0	320%	-60.0%	27.5%	10.8%
12	HHV	6,040	15,000	20.0%	11.2	10.1	0.8	0.7	20.0%	18.0%	4.5%	5.1%
13	CTR	11,634	120,000	18.0%	22.1	16.4	4.8	4.9	5.1%	9.5%	27.7%	27.1%
14	HDG	9,508	31,200	23.3%	11.1	7.9	1.4	1.2	174.8%	42.8%	14.0%	17.2%
15	PC1	7,774	28,500	31.1%	14.0	10.7	1.0	0.9	20.2%	31.1%	7.5%	8.6%
16	GEG	5,840	20,000	22.7%	10.7	10.0	0.9	0.9	456%	-7.4%	8.2%	8.0%
17	GAS	155,553	84,800	28.6%	13.4	12.5	2.3	2.1	9.3%	7.0%	18.0%	17.3%
18	PVS	15,391	43,000	33.5%	13.2	11.0	1.1	1.1	7.8%	15.4%	8.4%	9.3%
19	PVD	11,201	27,000	34.0%	16.0	14.1	0.7	0.6	-0.3%	13.6%	4.3%	4.7%
20	VNM	120,799	76,000	31.5%	12.8	11.9	3.4	3.4	1.0%	5.0%	26.4%	28.4%
21	MWG	98,032	81,600	23.1%	19.1	15.5	3.1	3.0	37%	23.0%	17.10%	18.3%
22	PNJ	27,945	99,900	20.8%	13.0	11.5	2.2	1.9	2.0%	13.0%	18.0%	18.0%

• Nguồn: FiinPro, MBS Research. Dữ liệu vốn hóa tính đến ngày 4/7/2025

Danh mục cổ phiếu tiêu điểm cho nửa sau 2025 - 2026

	Cổ phiếu	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
Ngân hàng	CTG	54,800	▪ Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt trên 15% giai đoạn 2025 – 2026 nhờ vào việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng từ vốn đầu tư công lẫn khu vực tư nhân. Chất lượng tài sản ổn định, tỷ lệ NPL duy trì ở mức 1.4% và LLR cải thiện lên 155% tại cuối 2025. ▪ Lợi nhuận ròng tăng 13% - 15% svck trong giai đoạn 2025-26. Hiện tại, CTG đang giao dịch ở mức 1.3x lần P/B 2025 và 1.1x lần P/B 2026, tương đương với trung bình ngành. Với ROE 2025-26 trên 17.5%, chất lượng tài sản ổn định, chúng tôi cho rằng CTG xứng đáng với mức định giá 1.6x lần P/B mục tiêu.
	VCB	72,500	▪ Từ đầu năm đến nay, cổ phiếu VCB giảm 4%, thấp hơn so với mức 9% của VN-index và mức tăng 8.7% của nhóm ngân hàng. Chúng tôi khuyến nghị MUA VCB với luận điểm: (1) Định giá hấp dẫn 2.4x lần P/B (thấp hơn 20% so với trung bình 3 năm của VCB); (2) Tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ tăng khoảng 15% cho 2 năm tiếp theo giúp đảm bảo lợi nhuận tăng trung bình 8.7% trong 2 năm tới; (3) Kế hoạch phát hành riêng lẻ 6.5% vốn nhằm nâng cao tỷ lệ CAR.
	VPB	26,200	▪ Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của VPB sẽ tăng mạnh 26%/33% trong 2025/26 nhờ: (1) cho vay tiêu dùng đã qua giai đoạn khó khăn nhất; (2) chi phí dự phòng tín dụng ổn định khi chất lượng tài sản được cải thiện; (3) NIM dự báo không bị suy giảm nhiều. ▪ Hiện nay VPB đang được giao dịch ở mức 0.9x lần P/B 2025. Với một ngân hàng có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong 2 năm tới, chúng tôi cho rằng mức định giá dưới giá trị sổ sách hiện nay là hấp dẫn.
Công nghệ	FPT	145,000	▪ Nghị quyết 57 không chỉ là tuyên ngôn chính trị mà là một cú hích toàn diện, mở đường cho ngành CNTT và doanh nghiệp công nghệ trong nước. Trong câu chuyện đó FPT được kỳ vọng là doanh nghiệp được hưởng lợi trực tiếp. ▪ Sau đợt chiết khấu sâu của thị trường, FPT hiện đang giao dịch ở mức P/E 2025 ~19.4x, thấp hơn so với P/E trung bình 3 năm là 20.4x. Đây cũng là mức thấp hơn nếu so sánh với các đối thủ công nghệ tại Ấn Độ (trung bình P/E 2025 ~24x). Đây là mức giá hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn với tăng trưởng kép lợi nhuận ròng 20% trong giai đoạn 2025-27 và tiềm năng tăng trưởng bền vững của FPT nhờ xu hướng phát triển trí tuệ nhân tạo AI.

Danh mục cổ phiếu tiêu điểm cho nửa sau 2025 - 2026

	Cổ phiếu	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
Công nghệ	CTR	120,000	Quy hoạch Hạ tầng thông tin và Truyền thông phê duyệt ngày 11/01/2024 đặt mục tiêu phủ sóng 5G đạt 99% dân số từ nay đến 2030, cùng với Nghị định 57 của Chính phủ ngày 22/12/2024 về phát triển khoa học công nghệ và chuyển số là mục tiêu chiến lược của Việt Nam trong thời gian tới. Viettel, với vai trò là tập đoàn viễn thông, công nghệ hàng đầu sẽ tham gia trực tiếp vào công cuộc chuyển đổi số quốc gia và CTR, với vai trò là công ty con, sẽ hưởng lợi từ xu hướng phát triển hạ tầng số. CTR đang giao dịch ở mức EV/EBITDA 11x thấp hơn trung bình 2 năm là ~15.0x, và trung bình ngành 15.6x trong khi các chỉ tiêu về ROE khá bền vững.
Năng lượng	PC1	28,500	- PC1 hưởng lợi từ nguồn việc tăng thêm cho phát triển đường dây và điện NLTT từ nay đến 2030 theo QHĐ8 Điều chỉnh. Mở rộng danh mục nhà máy với hai thủy điện nhỏ Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW). PC1 đặt mục tiêu nâng công suất NLTT lên 800MW trong 2025-30. - Tăng trưởng EPS 38% CAGR giai đoạn 2025-27 được thúc đẩy mạnh bởi mảng bất động sản. Doanh nghiệp đang triển khai dự án nhà ở Tháp Vàng Gia Lâm, chuẩn bị khởi công KCN Nomura 2 (200ha) trong cuối 2025, và sở hữu công ty liên kết Western Pacific với nhiều dự án đang trong giai đoạn bàn giao như Yên Phong IIA, Yên Lệnh.
	HDG	31,200	- Tăng trưởng kép LN ròng 2025-27 ấn tượng đạt 50%, thúc đẩy bởi bàn giao Charm Villa GD3 (~108 căn). - Trong 2025, danh mục thủy điện cũng ghi nhận sự phục hồi nhờ thời tiết thuận lợi. Các rủi ro từ Hồng Phong 4 cơ bản được phản ánh trong 2024, tạo bàn đạp cho tăng trưởng LN từ 2025. Về kế hoạch phát triển nguồn, doanh nghiệp đang triển khai 2 thủy điện nhỏ Sơn Linh, Sơn Nham, và điện gió Phước Hữu (50MW), tiếp tục theo đuổi điện gió Bình Gia (80MW) tại Lạng Sơn với tham vọng gấp đôi công suất đến 2030.
	GEG	20,000	- Vị thế doanh nghiệp lớn, quy mô công suất đứng thứ 2 nhóm các doanh nghiệp niêm yết đạt 672MW. GEG tiếp tục triển khai thêm ĐMT Đức Huệ 2 (48MW) trong 2025, đang chuẩn bị đầu tư điện gió VPL2 Bến Tre (30MW), đồng thời tiếp tục nghiên cứu đầu tư ~1GW điện NLTT từ nay đến 2030. Với cơ chế cho nhóm NLTT đang được mở bung, GEG được kỳ vọng sẽ là một trong số các doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ xu hướng phát triển điện NLTT của Việt Nam. - Dự kiến LN ròng 2025 tăng trưởng đột biến 456% svck, hỗ trợ bởi đàm phán xong giá chính thức cho Tân Phú Đông 1 và giảm áp lực chi phí tài chính.

Danh mục cổ phiếu tiêu điểm cho nửa sau 2025 - 2026

	Cổ phiếu	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
Bất động sản dân cư	NLG	45,600	- NLG được kỳ vọng hưởng lợi từ các thay đổi pháp lý trên thị trường BĐS khi: (1) giá bán các sản phẩm có thể tăng theo xu hướng sáp nhập tỉnh thành, khi NLG có các dự án tại nhiều trung tâm hành chính mới (Long An, Cần Thơ & TP. HCM) trong khi không bị ảnh hưởng bởi tăng tiền sử dụng đất, (2) đẩy nhanh tiến độ pháp lý tại các dự án Izumi City (đã được phê duyệt điều chỉnh QH 1/500 sau khi phê duyệt điều chỉnh quy hoạch phân khu C4 Đồng Nai) và Paragon Đại Phước. - Ngoài ra, NLG cũng dự kiến bán 15% cổ phần tại Izumi City, ghi nhận lợi nhuận tài chính khoảng 200 tỷ VNĐ trong năm 2025.
	KDH	39,100	- Các dự án của KDH sẽ được hưởng lợi trong thời gian tới nhờ: (1) giá bán các sản phẩm có thể tăng sau sáp nhập khi TP. HCM được kỳ vọng trở thành siêu đô thị mới, (2) phần lớn đã hoàn thành đóng tiền sử dụng đất trước khi giá đất tăng mạnh. Năm 2025, lợi nhuận của KDH được hỗ trợ bởi việc bàn giao phần còn lại của dự án The Privia, đồng thời bắt đầu mở bán và bàn giao phần thấp tầng của 2 dự án Clarita và Emeria (cụm dự án Gladia). Dự án đã được chính thức mở bán vào đầu tháng 7/2025 vừa qua. - Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ tiếp tục bàn giao các sản phẩm thuộc hai dự án này, đồng thời ghi nhận thêm đóng góp từ dự án The Solina khi dự án này dự kiến sẽ đẩy nhanh tiến độ pháp lý, hoàn thành hạ tầng và mở bán vào cuối năm 2025.
Hóa chất	DGC	128,600	- Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của DGC vẫn đạt mức tăng trưởng tốt trong 2025-26 nhờ: (1) Giá photpho vàng kỳ vọng sẽ bắt đầu tăng trở lại từ Q4/2025 khi thị trường bán dẫn phục hồi kết hợp với việc Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu P4, (2) DGC tập trung xuất khẩu sang thị trường Đông Á (nơi có giá bán cao hơn 13.2% so với Ấn Độ) (3) Giá phân bón DAP/MAP kỳ vọng giữ ở mức cao khi Nga gia hạn quyết định hạn chế xuất khẩu phân bón đến hết T11/25 và (4) dự án Nghi Sơn đi vào hoạt động từ Q2/26 Do đó chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của DGC sẽ tăng 13.2% / 23.6% yoy trong giai đoạn 2025-26. - Kỳ vọng DGC được bổ sung vào VN30 trong kỳ đánh giá tới.
Cảng biển	GMD	75,000	- Chúng tôi dự kiến doanh thu cốt lõi của GMD sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 3.5% / 10.6%yoy trong 2025-26 nhờ tăng phí dịch vụ bốc dỡ 10% từ Q4/25, sản lượng vẫn sẽ tiếp tục tăng nhờ các tuyến dịch vụ mới, đồng thời hạ tầng giao thông khu vực Biên Hòa – Vũng Tàu phát triển sẽ thu hút lưu lượng hàng đến cảng nước sâu Cái Mép. - Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của GMD sẽ tăng 8.6% / 10.3% yoy trong 2025-26. Tuy P/E của GMD hiện đạt 18.7x, ngang bằng với mức P/E trung bình 5 năm, nhưng P/B hiện chỉ đạt 1.9x, thấp hơn 13.6% so với trung bình 5 năm,

Danh mục cổ phiếu tiêu điểm cho nửa sau 2025 - 2026

	Cổ phiếu	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
Xây dựng hạ tầng	VCG	30,000	VCG là DN hàng đầu được hưởng lợi trong bối cảnh chu kỳ đầu tư công tăng trưởng với các dự án trọng điểm, được tập trung triển khai trong giai đoạn 2025 – 2027 như cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành, LN ròng của VCG dự kiến tăng trưởng 36%/19% svck trong năm 2025-26 với đóng góp chính đến từ mảng xây dựng và BĐS khả quan. Ngoài ra, VCG có thể hoàn tất thương vụ thoái vốn khỏi dự án Cát Bà Amatina và mang lại lợi nhuận hợp nhất ước tính khoảng 2,700 tỷ VNĐ. Sức khỏe tài chính của VCG cải thiện rõ rệt trong những năm gần đây nhờ thoái vốn tại các khoản đầu tư không hiệu quả như Cảng Vạn Ninh và Vimeco.
	HHV	15,000	- HHV được hưởng lợi nhờ giải ngân đầu tư công mạnh mẽ với vị thế là 1 doanh nghiệp đầu ngành, có kinh nghiệm triển khai các dự án lớn. Trong giai đoạn 2025 – 30, HHV có lợi thế lớn khi các dự án thành phần tại cao tốc Bắc – Nam (mở rộng). LN ròng dự báo tăng trưởng lần lượt 21%/11% svck nhờ lưu lượng xe dự kiến tăng trưởng 20% svck. - HHV hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 0.8 và 7.5 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 1.1 và 8.5).
Thép, tôn mạ	HPG	32,000	HPG được hưởng lợi trong bối cảnh tiêu thụ thép xây dựng và HRC dự báo tích cực nhờ thị trường nội địa tăng trưởng. Sản lượng và giá thép xây dựng được dự báo có thể cải thiện trong nửa cuối năm do nhu cầu tăng trưởng đến từ xây dựng hạ tầng và dân dụng. Tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng lần lượt 19%/24% trong giai đoạn 2025–2026, chủ yếu nhờ sản lượng HRC tăng mạnh (+50% svck) từ DQ2. LN ròng trong năm tài chính 2025-2026 dự kiến tăng trưởng lần lượt 42% và 31% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp được cải thiện.
	HSG	20,700	- Chúng tôi kỳ vọng giá của thép mạ kẽm nóng (HDG) trong nước và xuất khẩu sẽ phục hồi từ năm 2025 nhờ vào tăng trưởng nhu cầu. Thuế CBPG với HDG giúp thu hẹp chênh lệch giá giữa thép của Trung Quốc và Việt Nam, giúp HSG gia tăng thị phần. Chúng tôi dự đoán thị phần của HSG sẽ tăng lên 30%/31% (từ 29% năm 2024) trong giai đoạn 2025-26 - Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 32%/52% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ vào tăng trưởng khối lượng (6%/8% so với cùng kỳ) và biên lợi nhuận gộp tăng (0.4/0.6 điểm % so với cùng kỳ) nhờ áp dụng thuế chống bán phá giáHHV hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước

Danh mục cổ phiếu tiêu điểm cho nửa sau 2025 - 2026

	Cổ phiếu	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
Dầu khí	GAS	84,800	- Sản lượng khí từ các mỏ nội địa đang khai thác có dấu hiệu suy giảm và các mỏ khí còn lại có giá tương đối cao, do đó việc phân phối và sử dụng khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) là cần thiết để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia và đạt mục tiêu theo PDP8. Sản lượng LNG của GAS dự kiến sẽ tăng vọt kể từ 2026 sau khi Cảng Thị Vải hoàn tất nâng cấp công suất lên gấp đôi so với hiện tại và lượng LNG dự kiến cần nhập khẩu lên tới 20-22 triệu tấn khí/năm để đáp ứng kế hoạch về điện khí quốc gia. - Việc thông qua khung giá điện khí LNG và ưu tiên nguồn năng lượng tái tạo sẽ là chủ đề dài hạn giúp thúc đẩy kết quả kinh doanh của GAS trong vài năm tới. - Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng của GAS trong giai đoạn FY25F-26F sẽ lần lượt là 9.6% và 7.0%. GAS đang giao dịch ở mức P/E 14.9x và P/B 2.5x, đều thấp hơn so với mức trung bình 5 năm lần lượt là P/E 17.3x và P/B 3.1x.
	PVS	43,000	- NĐ 40 và NĐ 146 đẩy nhanh tiến trình phê duyệt dự án, đặc biệt tại các mỏ Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng hay Lô B Ô Môn sẽ thúc đẩy mạnh mẽ cho hoạt động M&C (EPCI và bảo trì) của PVS. Ngoài ra trong 2026 dự kiến sẽ hoàn tất và đưa vào vận hành FSO của liên doanh PVS-Yinson Holdings Berhad tại mỏ Lạc Đà Vàng tạo hiệu ứng tích cực lên thu nhập của doanh nghiệp. - Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVS trong giai đoạn FY25-27F sẽ tăng lần lượt 7.8%, 15.4% và 5.7%, nhờ vào trụ cột chính M&C được thúc đẩy bởi tính cấp thiết đưa vào khai thác các dự án khai thác mới nhằm đảm bảo nhu cầu xăng dầu nội địa và lượng công việc mới từ các hợp đồng EPCI trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi. Rủi ro lớn nhất của PVS trong năm 2025 đến từ việc trì hoãn tiến độ dự án Lô B nhưng chúng tôi đánh giá tỷ lệ xảy ra trường hợp này khá thấp do tiến độ EPCI#1 và EPCI#2 của dự án đang tiến triển khả quan.
	PVD	27,000	- Nhu cầu trong khu vực đối với giàn khoan tự nâng (jack-up) trong 2025F-2026F tới được dự báo sẽ duy trì ở mức cao nhờ các dự án dầu khí thượng nguồn được triển khai bởi các công ty dầu khí quốc gia (NOCs). Chúng tôi kỳ vọng trung bình giá thuê ngày giàn khoan tự nâng của PVD sẽ ổn định ở mức lần lượt 94,800 USD/ngày và 94,800 USD/ngày trong giai đoạn 2025F-2026F. Hiệu suất sử dụng giàn khoan dự kiến nằm trên mức 90% hỗ trợ KQKD của doanh nghiệp thượng nguồn về khoan dầu. - Lợi nhuận ròng của PVD được dự báo biến động lần lượt -0.3%, và 13.6% trong giai đoạn 2025F-2026F, với giàn khoan tự nâng mới là động lực chính cho tăng trưởng giai đoạn này. Cổ phiếu PVD hiện đang giao dịch ở mức P/E 16.1x và P/B 0.7x, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 5 năm là P/E 139.2x (đã điều chỉnh) và P/B 0.8x.

Danh mục cổ phiếu tiêu điểm cho nửa sau 2025 - 2026

	Cổ phiếu	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
Tiêu dùng	MWG	81,600	Năm 2025-26, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng đạt 5,094/6,273 tỷ đồng, tăng 37%/23% svck chủ yếu nhờ vào (1) Trong giai đoạn phục hồi, nhờ vào thị phần lấy lại được và các chương trình bán hàng kích cầu mua sắm, chuỗi TGDĐ&DMX tập trung cải thiện doanh thu/CH (+8%/+10% svck) và biên LN gộp (+2d%/0d% svck) sẽ giúp cho lợi nhuận ròng chuỗi TGDD%DMX tăng 18%/25% svck; (2) BHX tăng tốc mở rộng quy mô bao phủ (+420 CH mới) với hơn 50% CH ở các khu vực mới với doanh thu TB/CH đạt 1.8 tỷ đồng/tháng, từ đó giúp cho LN ròng BHX tăng 4 lần svck.
	PNJ	99,900	- Năm 2025-26, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng tăng 2%/13% svck chủ yếu do (1) Sự khó khăn của nguyên vật liệu và sức cầu có thể khiến cho thị trường bán lẻ trang sức khó khăn trong năm 2025 và kéo dài đến nửa đầu năm 2026, do vậy tốc độ tăng trưởng cửa hàng bán lẻ dự báo chỉ tăng 4%/5% svck, (2) Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện 3d%/0d% svck nhờ vào thay đổi cơ cấu sản phẩm và nỗ lực tối ưu chi phí. Bên cạnh đấy, việc dự thảo nghị định 24/2012/NĐ-CP dự kiến được thông qua sẽ mở đường phát triển cho thị trường vàng trang sức tại Việt Nam khi các doanh nghiệp được phép nhập khẩu vàng trang sức sau hơn 12 năm bị cấm, từ đó tạo ra tiềm năng phát triển mạnh mẽ cho PNJ trong trung - dài hạn. - Hiện tại, PNJ đang có mức định giá hấp dẫn khi được giao dịch với P/E 2025 13.2x, thấp hơn P/E trung bình 3 năm 16.8x với tiềm năng phát triển được đánh giá tích cực trung - dài hạn ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu..
	VNM	76,000	- Sự khó khăn của tiêu thụ nội địa sẽ được bù đắp trong nửa cuối năm 2025 khi (1) hệ thống phân phối hoạt động ổn định, (2) VNM đẩy mạnh hoạt động phát triển các dòng sản phẩm mới với xu hướng đón đầu thị trường sửa tại Việt Nam giúp cho danh mục sản phẩm tăng mạnh mẽ svck, tổng kết doanh thu thị trường nội địa ước tính tăng 5% svck. Lợi nhuận ròng dự báo đi ngang svck. Năm 2026, xu hướng giảm giá sửa NVL nhập khẩu giúp cho biên LN gộp tăng nhẹ 0.5d% svck cùng ước tính doanh thu tăng 5% svck sẽ giúp cho lợi nhuận ròng tăng 6% svck. - VNM hiện được giao dịch ở mức P/E 2025 là 12.6, thấp hơn PE trung bình 3 năm ở mức 16.0, sở hữu tỷ suất cổ tức hấp dẫn khoảng 6.5% cùng tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sau giai đoạn tái định vị hình ảnh vào nửa cuối năm 2023 cho thấy tiềm năng ổn định VNM trong trung - dài hạn.

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng			
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính	Bất động sản – VLXD	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đinh Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Mai Duy Anh</i>	
<i>Đinh Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	Logistics – Vật liệu cơ bản	Trợ lý phân tích
			<i>Võ Đức Anh</i>	<i>Nguyễn Phương Anh</i>



VIETNAM DYNAMICS 2H25



Trụ sở CTCP Chứng khoán MB

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 | Fax: +84 24 3726 2601

Web: www.mbs.com.vn