

Chuyên đề Chiến tranh thương mại số 3

Tái cơ cấu danh mục để thích nghi với chiến tranh thương mại

- Đây là thời điểm để tái cơ cấu danh mục sang các nhóm ngành ít chịu tác động trực tiếp từ chiến tranh thương mại, đồng thời được hưởng lợi khi các động lực tăng trưởng trong nước có cơ hội vươn lên.
- Chúng tôi dự báo VN-Index hướng về mức 1,350 – 1,380 trong năm 2025 trên cơ sở kỳ vọng lợi nhuận thị trường tăng 16% - 16.5%, P/E mục tiêu 12.5 lần.
- Chúng tôi khuyến nghị Danh mục cổ phiếu đầu ngành, có định giá hấp dẫn cũng như chính sách cổ tức ổn định nhằm thích nghi với thương chiến.

Chiều ngày 9/4 (sáng sớm ngày 10/4 theo giờ Việt nam), Tổng thống Mỹ Donald Trump thông báo sẽ tạm hoãn thời gian áp dụng mức thuế quan mới với gần 60 đối tác thương mại trong vòng 90 ngày, nhằm thêm thời gian để các bên đàm phán, đồng thời nâng mức thuế áp dụng với Trung Quốc lên 125%. Thuế suất nhập khẩu và thuế chống bán phá giá đối các mặt hàng nhôm, thép và ô tô được giữ nguyên hiện trạng.

TTCK thế giới lập tức phản ứng tích cực với thông tin trên, chỉ số Dow Jones và S&P500 của Mỹ đóng cửa với mức tăng lần lượt là 7.9% và 9.5%, đánh dấu phiên tăng điểm mạnh nhất kể từ thời điểm Covid-19.

Chúng tôi cho rằng động thái hoãn thời điểm mức thuế mới chỉ đủ để các bên thích nghi với sự chuyển biến của chiến tranh thương mại. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm các nhóm ngành xuất khẩu dệt may, thủy sản, đồ gỗ, cao su, giấy, dây cáp điện,... và các nhóm ngành BĐS Khu công nghiệp, logistics vẫn chịu tác động về dài hạn do giảm lượng đơn hàng cũng như biên lợi nhuận giảm sút. [Xem thêm Báo cáo chuyên đề thuế quan số 1.](#)

Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm để tái cơ cấu danh mục sang các nhóm ngành ít chịu tác động trực tiếp từ thương chiến, đồng thời được hưởng lợi khi các động lực tăng trưởng trong nước có cơ hội vươn lên.

Ngành **Bất động sản dân cư**, chúng tôi cho rằng ngành BĐS dân cư sẽ phục hồi trên nền thấp của cùng kỳ năm ngoái, được hưởng lợi nhờ môi trường lãi suất thấp, nhiều dự án được tháo gỡ về mặt pháp lý, giá đất nền có sự dịch chuyển trong làn sóng sáp nhập tỉnh thành. Chúng tôi ước tính lợi nhuận ngành BĐS sẽ phục hồi mạnh trong Q1/25 chủ yếu nhờ Vinhomes. Trong cả năm 2025, lợi nhuận trung bình các doanh nghiệp BĐS dự kiến ước tăng 6%, đặc biệt là các doanh nghiệp BĐS phía Nam nhờ nguồn cung bất động sản chung cư tăng lên khoảng 78% lợi nhuận còn được hỗ trợ bởi việc bàn giao phần còn lại của các dự án BĐS trong năm trước (các dự án cao tầng của NLG, KDH hay liền thổ của DXG). Các cổ phiếu tiêu điểm: VHM, KDH, DXG.

Ngành **Ngân hàng**, là ngành được hưởng lợi trực tiếp từ chính sách tiền tệ nới lỏng cũng như sự phục hồi của thị trường bất động sản dân cư. Với mục tiêu TTTD đạt 16%, các ngân hàng quốc doanh đặt kế hoạch 15-16%, ngoài ra có các ngân hàng TMCP đặt mục tiêu trên 20% (HDB (+32%), VPB (+25%), VIB (+22%), ...). Tính đến 25/03/2025, TTTD toàn hệ thống cải thiện đáng kể, đạt +2.5% YTD (so với +0.26% cùng kỳ) và lợi nhuận Q1/2025 dự kiến tăng trưởng 15% svck. Với nền lãi suất cho vay thấp (-0.4% so với cuối năm 2024), cùng với động lực tăng trưởng tín dụng từ sản xuất - bất động sản - đầu tư công, ngành ngân hàng dự kiến tăng trưởng tốt, thậm chí càng được đẩy mạnh trong bối cảnh thuế quan gay gắt.

Giám đốc Khởi Nghiên Cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Trưởng phòng Nghiên cứu

Nguyễn Tiến Dũng

Dung1.nguyentien@mbs.com.vn

Ngành **Dầu khí**, đặc biệt nhóm dầu khí thượng nguồn, ít chịu tác động bởi thuế đối ứng khi không xuất khẩu sang Mỹ (Mỹ cũng không áp thuế đối ứng với các mặt hàng năng lượng), khối lượng công việc trong nước ổn định, giá dầu duy trì trên mức hòa vốn. Với PVD, dù giá thuê giàn giảm nhẹ nhưng ổn định, khối lượng việc đủ đảm bảo lợi nhuận. PVS gần như không bị ảnh hưởng bởi thuế quan Mỹ, dự kiến tăng trưởng lợi nhuận mạnh giai đoạn 2025-2026 nhờ Lô B - Ô Môn, các dự án trong nước và điện gió ngoài khơi. Rủi ro là xu hướng hạn chế năng lượng tái tạo dưới thời Trump 2.0, nhưng dài hạn vẫn tích cực. Ngoài ra, các DN vận tải dầu khí cũng có thể giữ vững mức lợi nhuận cao của năm ngoái nhờ tăng sản lượng vận chuyển có thể giảm bớt tác động tiêu cực từ việc nhu cầu vận tải đường dài giảm, trong khi định giá của nhóm này đã về mức rất thấp. Các cổ phiếu tiêu điểm: **PVD, PVS, PVT**.

Ngành **Xây dựng** được hưởng lợi từ các quyết sách thúc đẩy giải ngân đầu tư công và sự phục hồi của thị trường BĐS dân cư. Đối với mảng, xây dựng hạ tầng: Giải ngân đầu tư công 2025 dự kiến tăng 14%, thúc đẩy doanh thu xây lắp. Nhiều dự án cao tốc (Hữu Nghị – Chi Lăng, TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận mở rộng) giúp tăng backlog. Chúng tôi ưu tiên DN có kinh nghiệm, backlog lớn, đặc biệt tại miền Bắc & Trung (đúng tiến độ hơn miền Nam). Đối với các DN BOT, hạ tầng kết nối giúp tăng lưu lượng xe khoảng 15% - 20%, bên cạnh đó, luật PPP mở ra cơ hội đấu thầu và hỗ trợ BOT hiện hữu. Đối với mảng xây dựng dân dụng, Backlog toàn ngành có triển vọng tăng trưởng khoảng 10% nhờ nguồn cung BĐS phục hồi. Bên cạnh đó, trích lập dự phòng dự kiến giảm trong bối cảnh cơ cấu tài chính của các chủ đầu tư lành mạnh hơn do áp lực lãi vay giảm svck. Chúng tôi lựa chọn DN đầu ngành, có backlog tăng trưởng nhờ hưởng lợi nhờ xu hướng phục hồi của ngành. Cổ phiếu tiêu điểm: **VCG, HHV, KSB, PLC, CTD**.

Ngành phân bón: Các DN phân bón Việt Nam không chịu ảnh hưởng bởi thuế đối ứng từ Mỹ do tỷ trọng xuất khẩu không lớn, hơn nữa thị trường xuất khẩu chính là Campuchia, Hàn Quốc hoặc Úc, không xuất khẩu sang Mỹ. Ngoài ra, các doanh nghiệp trong ngành có thể ghi nhận LN tăng trưởng từ nền thấp năm 2024 khi: (1) giá dầu giảm về vùng thấp quanh mức 60 USD/thùng hỗ trợ giảm giá khí đầu vào của các doanh nghiệp phân bón dầu khí, (2) giá bán ổn định hoặc tăng nhẹ tại thị trường trong nước khi Trung Quốc và Nga tiếp tục hạn chế xuất khẩu, (3) Luật thuế VAT mới sẽ có hiệu lực từ T7/2025, hỗ trợ các DN phân bón được hoàn thuế GTGT đầu vào, thay vì phải ghi nhận chi phí như trước. Các cổ phiếu tiêu điểm: **DPM, DCM, DDV**.

Đối với **Vật liệu xây dựng**, chúng tôi ưu tiên những DN thép và nhựa có tỷ trọng phục vụ cho nội địa. Đối với ngành thép, chúng tôi ước tính sản lượng tăng khoảng 10% trong năm 2025 nhờ tiêu thụ trong nước. Chúng tôi vẫn ưu tiên chọn **HPG** do xuất khẩu sang thị trường Mỹ chỉ chiếm ~5%, ngoài ra việc mở rộng công suất sẽ nâng cao vị thế của HPG trong giai đoạn 2025-27.

Ngành nhựa xây dựng dự kiến tăng trưởng 8% svck trong bối cảnh nguồn cung BĐS phục hồi. Hiện tại, định giá của DN đang ở mức hấp dẫn khi PE ở mức 9.1 (thấp hơn mức trung bình 10.5 trong 2 năm gần nhất), Tỷ suất cổ tức ở mức cao khoảng 5%. Cổ phiếu tiêu điểm: **BMP**

Ngành Điện: tiêu thụ điện Q1/25 tăng 6%, thấp hơn mức kế hoạch 11% của Bộ Công Thương; tuy nhiên, trong bối cảnh CP giữ quyết tâm tăng trưởng GDP 8%, ngành điện sẽ vẫn được hưởng lợi trong ngắn hạn. Hơn nữa, áp lực huy động vẫn hiện hữu ở các quý cao điểm (Q2-Q3) khi tăng trưởng nguồn điện hiện đang thấp hơn tăng trưởng phụ tải. Ở mảng thủy điện, huy động dự kiến cải thiện trong 6T25 nhờ thời tiết thuận lợi và nền thấp 2024 (REE, HDG

có dư địa phục hồi). Điện khí tổng huy động -22% svck chủ yếu do thiếu khí, nhưng POW, NT2 và Cà Mau 1&2 giữ vững sản lượng. Đối với điện than, huy động ổn định, cao điểm dự kiến vào Q2–Q3/25. Năng lượng tái tạo (NLTT) sản lượng ổn định do ưu tiên huy động, cơ chế DPPA và QHĐ8 điều chỉnh hỗ trợ tích cực, tuy nhiên vẫn cần rõ hơn về khung giá phát điện và hướng xử lý dự án sai phạm. Các cổ phiếu tiêu điểm: **NT2, GEG, HDG, REE**.

Ngành **Tiêu dùng thiết yếu** là “nơi trú ẩn” an toàn cho danh mục đầu tư. Ngành tiêu dùng thiết yếu ít chịu ảnh hưởng bởi thuế đối ứng Mỹ do phần lớn doanh thu đến từ tiêu thụ nội địa và các doanh nghiệp trong ngành hầu như có tỷ suất cổ tức cao. Giá nguyên vật liệu có thể bị ảnh hưởng bởi bất ổn chính trị toàn cầu, tuy nhiên các công ty trong nước đều nhập trước 5-12 tháng để sản xuất và tiêu thụ, vì thế nhìn chung 6T25 thì nguyên vật liệu đều được kiểm soát và không bị ảnh hưởng. Cho cả năm 2025, VNM, SAB được kỳ vọng tăng trưởng nhẹ, định giá hấp dẫn và cổ tức cao. Với MSN, Winmart và mằng thịt bắt đầu đóng góp lợi nhuận; MCH niêm yết giúp cải thiện định giá. Ngành chăn nuôi DBC, BAF sẽ hưởng lợi từ giá thịt lợn tăng (~30% svck), nhu cầu tiêu thụ ổn định và quá trình chuyển đổi chăn nuôi theo Luật mới, tuy nhiên giá thức ăn chăn nuôi có thể có biến động nhẹ theo tình hình thương mại toàn cầu. Các cổ phiếu tiêu điểm: **MSN, SAB, VNM, DBC, BAF**.

Ngành **Chứng khoán**, định giá hấp dẫn, tiềm năng dẫn dắt khi thị trường hồi phục. TTCK điều chỉnh mạnh đầu T4/2025 do lo ngại từ thuế nhập khẩu 46% của Mỹ, song thanh khoản trung bình phiên tăng mạnh lên trên 30 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, môi trường lãi suất thấp, kỳ hạn nâng hạng trong tương lai vẫn hỗ trợ cho ngành chứng khoán. Hiện định giá của các cổ phiếu chứng khoán đã về vùng hấp dẫn: P/B của 4 CTCK (SSI, HCM, VCI, MBS) hiện chỉ 1.5x–1.8x, thấp hơn trung bình 5 năm là 2.3x. Cổ phiếu tiêu điểm: **SSI, HCM, VCI, MBS**.

Ngành **Hàng không**, nhu cầu phục hồi, mở rộng hạ tầng hàng không sẽ giải quyết nhiều bài toán về nút thắt công suất. Nhu cầu bay quốc tế đã tăng mạnh +30% svck trong Q1/2025, dự báo sẽ tăng 20% cho cả năm. Với các dự án mở rộng hạ tầng như Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, sân bay Long Thành (2026) giúp giải quyết bài toán giới hạn công suất của ACV. VJC, HVN sẽ tăng đội bay để mở rộng khai thác cũng giúp nâng tăng trưởng sản lượng hành khách. Cổ phiếu tiêu điểm **ACV**, lợi nhuận của ACV chịu tác động bởi chi phí khấu hao & lãi vay tăng khi vận hành sân bay mới, rủi ro lỗ tỷ giá nếu JPY tăng giá. Tuy nhiên điểm sáng là nhiều khả năng DN sẽ chuyển sàn giúp hỗ trợ giá cổ phiếu.

Ngành **Bảo hiểm** ít chịu ảnh hưởng trực tiếp từ chiến tranh thương mại (trừ bảo hiểm hàng hoá), song lại có mức giảm giá 18,3%, cao hơn cả VN-index 17% trong 5 phiên vừa qua, đưa định giá của ngành này xuống vùng hấp dẫn. **BVH** và **PVI** đều là những doanh nghiệp đầu ngành, tăng trưởng lợi nhuận ổn định, tỷ suất cổ tức hấp dẫn. Ngoài ra, khả năng PVN thoái toàn bộ 35% vốn tại PVI và kế hoạch chuyển sàn sang HOSE sẽ được thực hiện trong năm nay.

Ngành **Công nghệ - viễn thông**, Nền kinh tế số là động lực tăng trưởng, định giá hấp dẫn để tích lũy. Lĩnh vực phát mềm phần mềm không bị ảnh hưởng bởi thuế đối ứng của Mỹ, hưởng lợi từ nhu cầu chuyển đổi số toàn cầu, đặc biệt tại Nhật Bản, APAC và Châu Âu. Các AI mới như Deepseek mang tính hỗ trợ hơn là thay thế việc phát triển phần mềm, ngoài ra cũng giúp phổ biến AI trong dài hạn. Đối với **FPT**, dù nhà máy AI chậm tiến độ, tác động ngắn hạn đã phản ánh vào giá. LN ròng FPT 2025 dự báo +21%, P/E forward ~15.9 lần – mức định giá hấp dẫn để đầu tư.

Xu hướng đẩy nhanh phủ sóng và thương mại hóa mạng 5G từ nay đến 2030 của Việt Nam sẽ là động lực chính cho tăng trưởng các doanh nghiệp ngành viễn thông. Rủi ro từ Starlink không quá lớn trong trung hạn do hoạt động của Starlink chủ yếu phục vụ các khu vực mà hạ tầng viễn thông hiện tại chưa tiếp cận được. **CTR** cũng đã giảm mạnh từ đỉnh (40%) và giá CP cũng về vùng hấp dẫn với P/E 2025 ở mức 14.7.

Ngành **Dược phẩm**, tăng trưởng ổn định, cổ tức hấp dẫn. IQVIA dự báo ngành dược Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR 6%-8% đến năm 2028. Kênh ETC là động lực tăng trưởng cho năm 2025 nhờ các chính sách ưu tiên được phẩm sản xuất trong nước trong kênh đấu thầu bệnh viện, việc triển khai bảo hiểm y tế quốc gia, và các nhà máy tiếp tục được đầu tư nâng cấp lên chuẩn WHO-GMP & EU-GMP. Các doanh nghiệp trong ngành cũng duy trì chính sách cổ tức đều đặn và hấp dẫn. Với DHG, tỷ lệ cổ tức tiền mặt 2025 dự kiến 100% (~11% tỷ suất cổ tức), là mức hấp dẫn so với mặt bằng chung. Cổ phiếu tiêu điểm: **DHG** và **DBD**.

Hình 1: Danh mục cổ phiếu khuyến nghị thích nghi với chiến tranh thương mại

STT	Cổ phiếu	Nhóm ngành	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	PE TTM	P/B hiện tại	Dự báo % LN 2025	Dự báo % LN Q1/2025	Tỷ suất cổ tức
1	TCB	Ngân hàng	32,850	8.4	1.3	23%	-4%	6.0%
2	CTG	Ngân hàng	52,100	8.2	1.4	31%	28%	
3	VPB	Ngân hàng	25,050	8.8	1.0	28%	50%	5.9%
4	BID	Ngân hàng	49,400	9.9	1.8	11%	10%	
5	ACB	Ngân hàng	30,900	6.3	1.3	18%	18%	4.3%
6	PVS	Dầu khí	43,000	8.7	0.7	29%	5%	2.8%
7	DPM	Phân bón	38,000	20.3	1.0	83%	n/a	4.3%
8	HPG	VLXD	33,000	11.2	1.2	48%	8%	
9	BMP	VLXD	146,800	10.0	3.4	-5%	26%	5.0%
10	HHV	Xây dựng	13,000	11.5	0.7	20%	15%	
11	VCG	Xây dựng	24,100	10.1	1.1	23%	-48%	4.0%
12	DXG	Bất động sản	20,100	35.0	0.8	13%	45%	
13	KDH	Bất động sản	39,100	28.1	1.4	21%	247%	
14	VHM	Bất động sản	54,700	6.3	1.0	24%	738%	
15	NT2	Điện	23,900	56.4	1.2	321%	125%	4.4%
16	GEG	Điện	16,000	36.7	1.1	340%	89%	
17	MSN	Tiêu dùng	N/A	38.1	2.7	50%	N/A	
18	SAB	Tiêu dùng	56,700	13.1	2.6	8%	10%	8.0%
19	VNM	Tiêu dùng	77,500	11.6	3.6	6%	4%	8.3%
20	DBC	Tiêu dùng	33,000	9.6	1.1	20%	162%	
21	FPT	CNTT	143,000	19.7	5.2	21%	21%	1.6%
22	HCM	Chứng khoán	N/A	15.1	1.6	24%		3.0%
23	VCI	Chứng khoán	N/A	20.8	1.8	30%		1.6%
24	SSI	Chứng khoán	N/A	13.4	1.5	20%		4.9%
25	MBS	Chứng khoán	N/A	17.2	1.8	40%		5.4%
26	ACV	Hàng không	122,000	17.6	3.1	2%	1%	
27	BVH	Bảo hiểm	N/A	13.8	1.3	8.2%	9.8%	2.6%
28	DHG	Dược	107,600	15.1	2.9	10%	NA	11.0%

Giá cổ phiếu được lấy tại ngày 9/4/2025. Nguồn: MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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 thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

- KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
- TRUNG LẬP Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
- KÉM KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ: Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng
Nghiêm Phú Cường
Đinh Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện
Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành
Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly
Nguyễn Phương Anh

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng