

Chiến lược đầu tư 2026

TÁI ĐỊNH VỊ

ĐÓN ĐẦU CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG MỚI

Tháng 12/2025



Mục lục

• Thông điệp đầu tư – [Trang 3](#)

• Triển vọng vĩ mô – [Trang 5](#)

• Triển vọng thị trường – [Trang 46](#)

• Đầu tư công– Năm bắt cơ hội trong chu kỳ đầu tư công lớn 2026-2030 - [Trang 70](#)

• Hàng không– Mở rộng công suất đón tăng trưởng– [Trang 75](#)

• Ngân hàng– Sức mạnh của người khổng lồ – [Trang 86](#)

• Dịch vụ tài chính – Kỷ nguyên mới cho thị trường vốn – [Trang 107](#)

• Tiêu dùng & Bán lẻ - Cuộc tái cấu trúc ngành bán lẻ – [Trang 118](#)

• Công nghệ– Đón nhận một chu kỳ tăng trưởng mới – [Trang 131](#)

• Bất động sản dân cư– Bước vào chu kỳ mới với động lực từ chính sách và hạ tầng.– [Trang 138](#)

• BĐS Khu công nghiệp– Định giá hiện ở mức hấp dẫn– [Trang 151](#)

• Cảng và Vận tải Container – Chậm lại tạo đà cho đường dài còn nhiều dư địa– [Trang 159](#)

• Xuất khẩu– Điểm rơi hồi phục vào nửa sau năm 2026– [Trang 167](#)

• Thép– Thị trường nội địa thúc đẩy tăng trưởng sản lượng– [Trang 176](#)

• Điện– Cải cách xây nền tảng cho tăng trưởng– [Trang 182](#)

• Dầu khí– Thượng nguồn bứt tốc dẫn dắt cơ hội– [Trang 199](#)

• Phân bón– Sự trở lại của Trung Quốc gây áp lực lên triển vọng giá phân bón toàn cầu – [Trang 210](#)

Kính gửi Quý Nhà đầu tư,

Theo quy luật nhân duyên, một chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ chỉ hình thành khi chính sách vĩ mô, động lực đầu tư và niềm tin thị trường cùng hội tụ. Bước sang năm 2026, chúng tôi cho rằng nền kinh tế Việt Nam đang ở giai đoạn “gieo nhân” quan trọng thông qua các cải cách thể chế và định hướng chính sách mang tính nền tảng, mở ra một chu kỳ mà cơ hội đột phá và thách thức cùng song hành. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP 2026 đạt khoảng 8,8% trong kịch bản cơ sở, dẫn dắt bởi chính sách tài khóa mở rộng có trọng tâm, sự lan tỏa mạnh mẽ hơn sang đầu tư tư nhân từ cải cách thể chế, dòng vốn FDI duy trì tích cực, tiêu dùng có cải thiện nhưng chưa thực sự đồng đều và mạnh mẽ. Trong khi đó, xuất khẩu có thể đối mặt với lực cản từ mức thuế quan mới của Mỹ và sự xoay trục của thương mại toàn cầu, động lực tăng trưởng nội sinh do đó được kỳ vọng sẽ đóng vai trò đầu tàu, bù đắp cho ngoại lực một cách rõ rệt hơn. Mục tiêu tăng trưởng 10% mà Chính phủ đề ra không phải là không thể đạt được nếu như các nguồn lực được khai thông một cách mạnh mẽ. Ở chiều ngược lại, tăng trưởng có thể thấp hơn kỳ vọng của thị trường nếu như sự điều hướng rủi ro thanh khoản, lãi suất, tín dụng và thị trường bất động sản không đồng thời được thực hiện một cách khéo léo và hiệu quả.

Tài khóa tiếp tục giữ vai trò trụ cột khi dư địa còn dồi dào, cho phép đẩy mạnh đầu tư công với mức tăng dự kiến khoảng 29% so với ước thực hiện 2025, tập trung vào hạ tầng, năng lượng, logistics và công nghệ cao – những lĩnh vực mang tính nền móng cho đổi mới mô hình tăng trưởng và năng lực cạnh tranh quốc gia trong trung – dài hạn. Trong khi đó, dư địa của chính sách tiền tệ ngày càng hạn chế, một mặt điều hướng dòng chảy tín dụng (dự kiến tăng 19%) ưu tiên các lĩnh vực tạo giá trị gia tăng và hạn chế dòng vốn đầu cơ, nhưng mặt khác vẫn chủ động kiểm soát phòng ngừa áp lực lạm phát có thể quay trở lại. Về tỷ giá, căng thẳng được kỳ vọng hạ nhiệt khi USD tiếp tục suy yếu theo chu kỳ lãi suất toàn cầu, dòng vốn nước ngoài cải thiện nhờ nâng hạng thị trường nhưng rủi ro địa chính trị vẫn là yếu tố cần theo dõi. Với nền tảng vĩ mô vững chắc hơn, chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán tiếp tục bứt phá và có thể cán mốc 2.099 điểm vào cuối năm 2026. Mặc dù xu thế chung là tiếp tục tiến lên nhưng chiến lược đầu tư năm 2026 đòi hỏi sự tinh táo và kiên nhẫn, chấp nhận những dao động ngắn hạn như biểu hiện của vô thường, đồng thời tập trung vào các chủ đề đầu tư và doanh nghiệp hưởng lợi từ cải cách căn bản – nơi “quả” tăng trưởng có khả năng chín muồi rõ nét (chi tiết xin xem phần sau của báo cáo).

Thay mặt Khối Phân tích và tư vấn đầu tư, xin gửi tới kính chúc Quý Nhà đầu tư một năm 2026 thành công và hiệu quả. Chúng tôi tin rằng sự tinh thức trước biến động thị trường, an nhiên đồng hành cùng các giá trị bền vững, kiên nhẫn chờ đợi và nắm bắt thời cơ sẽ mang lại “trái ngọt” cho quý vị trong một chu kỳ đầy mới mẻ phía trước.

Trân trọng cảm ơn sự đồng hành của Quý Nhà đầu tư cùng VNDIRECT!

Hoàng Việt Phương



Triển vọng vĩ mô

01

Triển vọng vĩ mô



Nội lực dẫn dắt trong bối cảnh rủi ro gia tăng

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam đạt 8,8% trong năm 2026, với các động lực:

- Chính phủ thực hiện cải cách toàn diện tăng hiệu quả khu vực công và tư nhân.
- Chính sách tài khóa mạnh mẽ trong khi dư địa chính sách tiền tệ ngày càng hạn chế.
- Giải ngân FDI ổn định nhờ bất định vĩ mô thế giới hạ nhiệt, xu hướng Trung Quốc+1 tiếp diễn, các chính sách mới nhằm thu hút FDI vào lĩnh vực công nghệ cao.
- Sản xuất nội địa kỳ vọng tăng tốc ở các lĩnh vực phục vụ nhu cầu đầu tư công.
- Tiêu dùng hồi phục nhưng không đều do tác động khác nhau từ các chính sách cải cách tiền lương và thuế thu nhập cá nhân mới và thuế doanh thu các hộ kinh doanh nhỏ lẻ.
- Xuất khẩu giảm tốc do hết hiệu ứng nhập khẩu chạy thuế và tăng trưởng toàn cầu suy yếu, nhưng được hỗ trợ bởi triển vọng kinh tế Mỹ có thể cải thiện nhẹ, lợi thế thuế quan so với Trung Quốc và nhu cầu toàn cầu phục hồi từ cuối 2026.

Các rủi ro cần theo dõi:

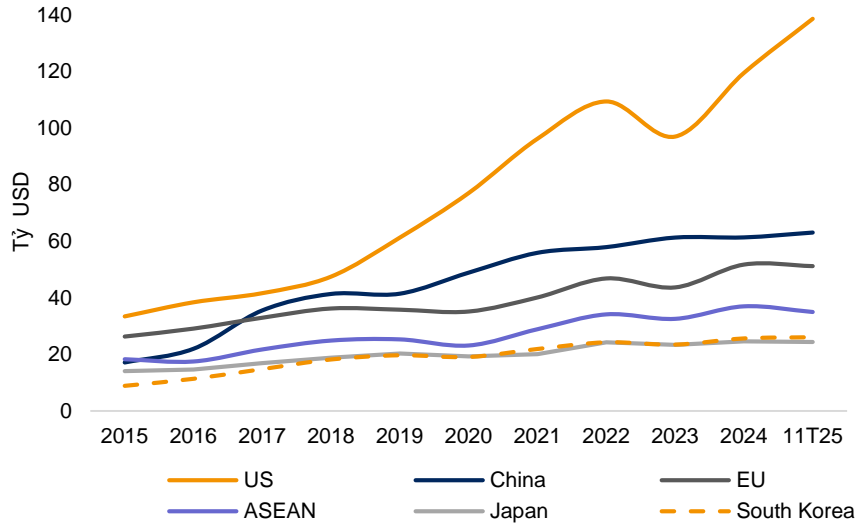
- Bất định chính sách ảnh hưởng môi trường kinh tế toàn cầu.
- Fed duy trì quan điểm thận trọng trong việc nới lỏng lãi suất.
- Căng thẳng địa chính trị có thể gây ra gián đoạn chuỗi cung ứng.
- Nhu cầu đầu tư công và tín dụng cho hạ tầng tăng mạnh gây áp lực lên thanh khoản, tăng mặt bằng lãi suất thị trường, có thể gây hiệu ứng ngược đối với sự phục hồi của thị trường bất động sản và nền kinh tế.

| Các chỉ tiêu chính (svck) | Ước tính 2025 | Tiêu cực | Dự phóng 2026 | |
|---------------------------|---------------|----------|---------------|----------|
| | | | Cơ sở | Tích cực |
| GDP thực | 8,1% | 7,5% | 8,8% | 10,0% |
| Lạm phát | 3,3% | 4,5% | 3,8% | 3,5% |
| Đầu tư công | 31% | 20% | 29% | 37% |
| Đầu tư tư nhân | 7,8% | 10,5% | 11,0% | 12,5% |
| FDI giải ngân | 8,8% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |
| Tiêu dùng hộ dân cư | 9,5% | 10,0% | 11,0% | 11,5% |
| Xuất khẩu | 15,5% | 10,0% | 12,0% | 15,0% |
| Tín dụng | 19,0% | 17,0% | 19,0% | 21,0% |

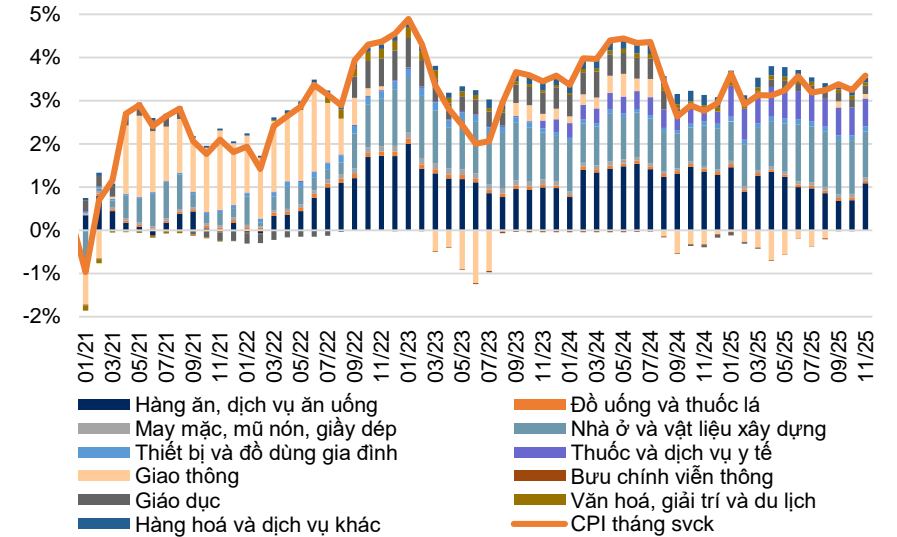
- **Tăng trưởng GDP – Động lực đến từ sức bật nội tại:** Năm 2025 đánh dấu một kết thúc đẹp cho chu kỳ 5 năm đầy biến động, bắt đầu bằng cú sốc đại dịch COVID-19; tiếp nối là chiến tranh Nga – Ukraine gây gián đoạn chuỗi cung ứng và đẩy giá năng lượng lên cao, buộc các NHTW lớn, dẫn đầu là Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, thực hiện chu kỳ thắt chặt tiền tệ mạnh mẽ để kiềm chế lạm phát. Hơn thế, xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng sau cuộc tái đắc cử của Tổng thống Trump, cùng các cuộc chiến tranh địa chính trị ở nhiều khu vực đã đẩy bất ổn chính sách toàn cầu lên mức cao nhất trong nhiều thập kỷ. Trong bối cảnh đầy thách thức, Việt Nam vẫn duy trì được quỹ đạo tăng trưởng ổn định, phản ánh sức chống chịu đáng kể của nền kinh tế. Tăng trưởng GDP 9T25 đạt 7,85%, chúng tôi dự báo tăng trưởng cả năm 2025 có thể đạt 8,1%, cao hơn so với dự báo giữa năm (7,8%), chủ yếu nhờ tăng trưởng xuất nhập khẩu duy trì tốt hơn kỳ vọng dù chịu tác động của thuế quan. Mức tăng này không chỉ vượt trội so với phần lớn các nền kinh tế trong khu vực mà còn tạo bước đệm cho tăng trưởng dài hạn của Việt Nam.
- **Thương mại – Tăng trưởng trong điều kiện bất định:** Hoạt động thương mại năm 2025 diễn ra trong bối cảnh biến động chính sách thuế quan từ Mỹ. Tuy nhiên, số liệu 11T25 cho thấy xuất khẩu và nhập khẩu vẫn tăng lần lượt 16,1% và 18,4%, tạo ra thặng dư thương mại 20,5 tỷ USD. Đáng chú ý, xuất khẩu sang Mỹ tăng 27,2% một phần do nhu cầu tích trữ hàng hóa gia tăng trong 90 ngày hoãn áp dụng thuế đối ứng. Các doanh nghiệp FDI tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng nhờ nhóm hàng công nghệ cao như máy tính, điện tử và linh kiện – những mặt hàng chịu mức thuế đối ứng thấp hơn 10%. Ngược lại, doanh nghiệp trong nước gặp nhiều thách thức do phụ thuộc vào các ngành thâm dụng lao động, vốn dễ bị tổn thương trước các biến động bên ngoài.
- **Tiêu dùng – Đà phục hồi chưa đạt mức trước đại dịch.** Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng 11T25 tăng 9,1%, loại trừ yếu tố giá tăng 6,8%. Dù đã cải thiện so với năm trước, tốc độ này vẫn thấp hơn mức trước đại dịch (10%–12%), cho thấy sự phục hồi chưa hoàn toàn. Tâm lý người tiêu dùng đã bị xói mòn đáng kể do ảnh hưởng tích lũy từ chuỗi sự kiện bất ổn liên tiếp, cả trong và ngoài nước. Nhu cầu tuyển dụng sụt giảm tại các doanh nghiệp xuất khẩu do bất ổn thuế quan từ Mỹ, kết hợp với quá trình tinh gọn bộ máy Nhà nước khiến thách thức trên thị trường lao động rõ rệt hơn. Tuy nhiên, năm 2025 vẫn ghi nhận điểm sáng tích cực từ các sự kiện lớn do Chính phủ tổ chức nhằm kỷ niệm những ngày lễ trọng đại. Hoạt động này đã kích cầu mạnh mẽ, thúc đẩy doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 14,6% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 19,9% svck.
- **Đầu tư – Đầu tư công dẫn dắt, đầu tư FDI ổn định.** Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách Nhà nước 11T25 ước đạt 736,4 nghìn tỷ đồng, tăng 26,8% và đạt 72,2% kế hoạch năm (svck 74,3%; tăng 3,9%), đóng vai trò là động lực dẫn dắt tăng trưởng trong 2025. Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ đạt 95% kế hoạch do Thủ tướng Chính phủ giao (913 nghìn tỷ đồng đến ngày 20/11), tương ứng tăng ~30% svck. Ngoài ra, vốn FDI thực hiện đạt 23,6 tỷ USD, tăng 8,9%, cho thấy Việt Nam vẫn duy trì sức hấp dẫn trong bối cảnh bất ổn toàn cầu.
- **Lạm phát – Áp lực trong tầm kiểm soát.** Áp lực lạm phát năm 2025 chủ yếu đến từ việc điều chỉnh giá các dịch vụ do Nhà nước quản lý như điện, học phí và y tế. Tuy nhiên, CPI bình quân 11T25 đạt 3,3%, thấp hơn mục tiêu 4,5% của Chính phủ, nhờ giá dầu thế giới giảm và mặt bằng giá lương thực, thực phẩm ổn định. Điều này cho thấy chính sách điều hành giá và cung tiền của Nhà nước vẫn giữ được hiệu quả trong bối cảnh biến động.
- **Tỷ giá – Biến số nhạy cảm trong điều kiện toàn cầu bất ổn.** Bất ổn địa chính trị và chính sách toàn cầu leo thang đã kích hoạt dòng vốn tìm kiếm tài sản trú ẩn an toàn, khiến giá vàng liên tục thiết lập các đỉnh cao nhất mọi thời đại. Trong bối cảnh này, cùng với việc Fed cắt giảm lãi suất chậm hơn kỳ vọng, đã khiến tỷ giá VND/USD chịu áp lực mất giá nặng nề trong phần lớn năm 2025. Tuy nhiên, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã chủ động triển khai các biện pháp điều tiết linh hoạt, bao gồm nghiệp vụ thị trường mở và bán USD kỳ hạn, nhằm ổn định thị trường tiền tệ. Đáng chú ý, sau khi Fed thực hiện ba lần hạ lãi suất vào tháng 9, 10 và 12 (đưa lãi suất về 3,50%–3,75%), áp lực tỷ giá đã giảm bớt rõ rệt trong những tháng cuối năm.

Nhìn lại 2025: Kết thúc đẹp cho một chu kỳ 5 năm đầy biến động

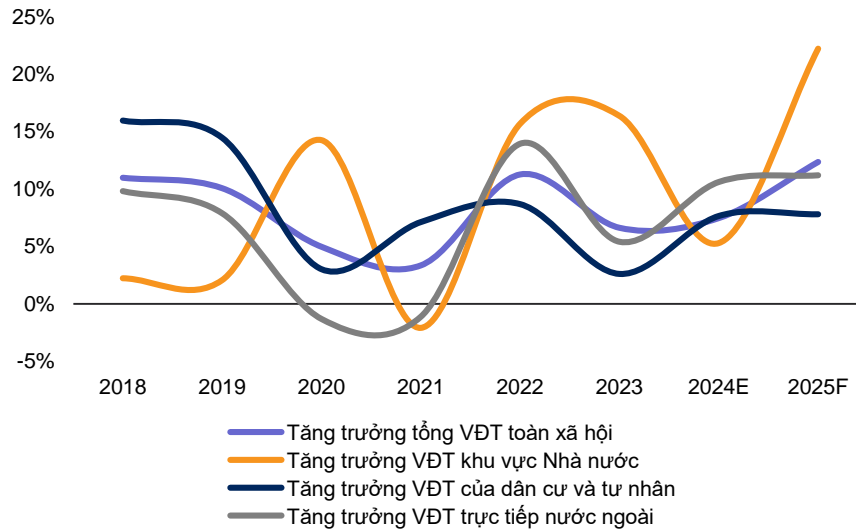
Xuất khẩu sang Mỹ tăng mạnh do nhu cầu tích trữ hàng hóa trước khi thuế đối ứng có hiệu lực, nhưng xu hướng chuyển dịch đã xuất hiện từ trước



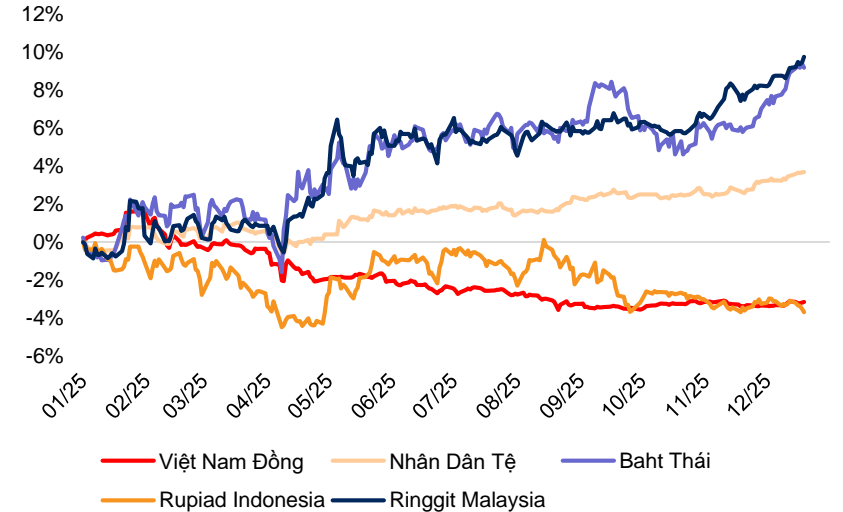
Lạm phát được kiểm soát nhờ giá xăng dầu giảm

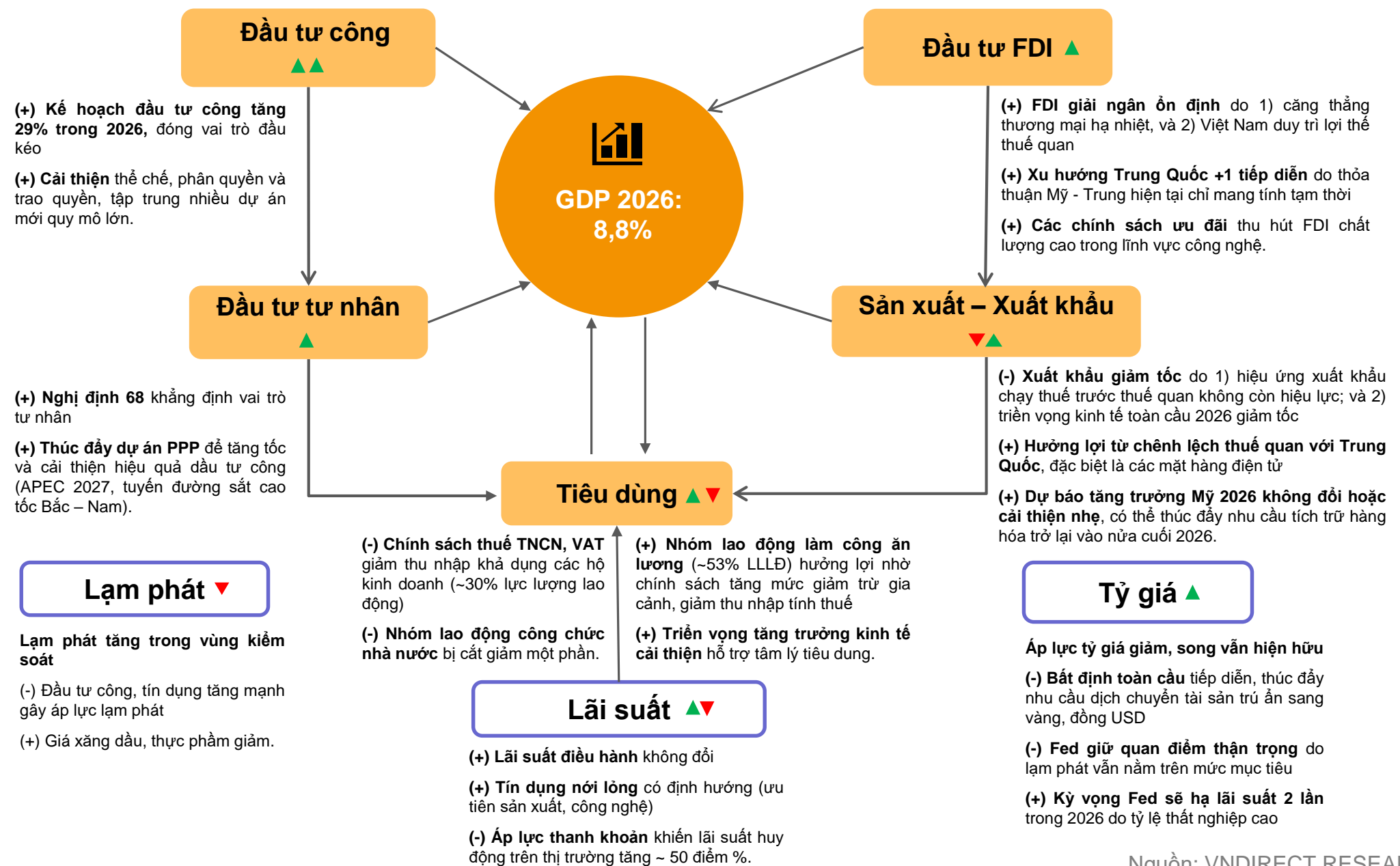


Đầu tư công tăng tốc là một trong các động chính hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trước các bất ổn toàn cầu



Tỷ giá USD/VND tăng 3,3% từ đầu năm do bất định toàn cầu tăng cao





Năm 2026 đánh dấu năm đầu tiên của Kế hoạch phát triển Kinh tế – Xã hội 5 năm (2026–2030), đồng thời là chu kỳ chính sách tham vọng nhất trong lịch sử của Việt Nam. Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 10%, thể hiện quyết tâm rút ngắn khoảng cách phát triển với các nước trong khu vực và tiến gần hơn đến nhóm quốc gia thu nhập trung bình cao trong thập kỷ tới. Chúng tôi tin rằng năm 2026 sẽ mở ra một chương mới đầy kỳ vọng cho Việt Nam, khi nền kinh tế bước vào giai đoạn tăng trưởng bền vững, được dẫn dắt bởi những cải cách thể chế sâu rộng và sự dịch chuyển chiến lược của dòng vốn toàn cầu.

Bối cảnh kinh tế toàn cầu năm 2026 mang đến cả cơ hội và thách thức cho Việt Nam:

- Tăng trưởng kinh tế thế giới được dự báo giảm tốc dưới tác động của cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung, song chúng tôi cho rằng giai đoạn bất ổn nhất đã qua, khi Mỹ tiến tới đàm phán và thỏa thuận, mở ra lợi thế cho Việt Nam trong chuỗi cung ứng mới.
- Lạm phát toàn cầu hạ nhiệt nhờ giá năng lượng ổn định, tạo môi trường cho chính sách tiền tệ nới lỏng, dù tốc độ cắt giảm lãi suất sẽ phân hóa, ngoại trừ Nhật Bản.
- Tuy nhiên, rủi ro địa chính trị và thương mại vẫn hiện hữu, tiếp tục gây áp lực lên chuỗi cung ứng và triển vọng tăng trưởng toàn cầu.

Các động lực truyền thống như xuất khẩu, tiêu dùng và đầu tư tiếp tục đóng vai trò quan trọng, nhưng tăng trưởng năm 2026 sẽ được củng cố bởi những yếu tố nền tảng mới mang tính thay đổi cấu trúc kinh tế Việt Nam:

- Cải cách thể chế sẽ mở khóa tiềm năng mới, tạo nền tảng cho khu vực tư nhân vươn lên dẫn dắt nền kinh tế.
- Đầu tư công và phát triển hạ tầng sẽ định hình xương sống cho logistics và công nghiệp trong thập kỷ tới.
- Tiêu dùng được hỗ trợ bởi thu nhập khả dụng cải thiện và chính sách thuế linh hoạt hơn.
- Dòng vốn FDI công nghệ cao dịch chuyển mạnh mẽ, cùng với việc mở cửa dần thị trường vốn và hình thành trung tâm tài chính quốc tế, tạo nền tảng để Việt Nam tiến gần hơn vị thế trung tâm sản xuất và tài chính khu vực.
- Chính sách tiền tệ toàn cầu được kỳ vọng tiếp tục nới lỏng, tạo dư địa cho chính sách trong nước thúc đẩy tín dụng vào sản xuất, nâng cao năng suất và chất lượng tăng trưởng.

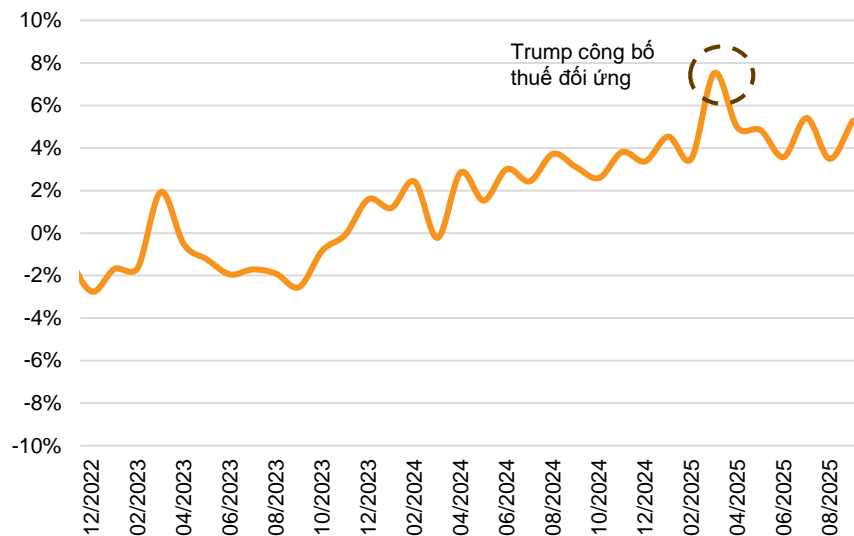
Tuy nhiên thách thức vẫn hiện hữu, đặc biệt từ thị trường bất động sản khi nguồn cung tăng nhanh trong bối cảnh lãi suất nhích lên và tín dụng bị kiểm soát chặt chẽ. Tăng trưởng tín dụng cao tiếp tục gây áp lực lên thanh khoản, đòi hỏi sự điều hành nhịp nhàng và đồng bộ của chính sách tiền tệ-tài khóa để không gây nên hiệu ứng ngược với lãi suất và tỷ giá.

- **Tăng trưởng – Phụ thuộc vào động lực đầu tư.** Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP theo kịch bản cơ sở đạt 8,8%, với động lực chủ yếu đến từ 1) chính sách tài khóa mở rộng, 2) khả năng kích hoạt lan tỏa đầu tư tư nhân thông qua các cải cách thể chế, 3) giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài dự kiến duy trì mức tăng ổn định, (4) tiêu dùng nội địa được kỳ vọng cải thiện nhờ tăng trưởng kinh tế tích cực và sự thay đổi của chính sách thuế khóa, tiền lương trong cả khu vực nhà nước và ngoài nhà nước. Tuy nhiên hoạt động xuất nhập khẩu nhiều khả năng giảm tốc do tác động của thuế quan.
- **Chính sách tài khóa – Mở rộng theo hướng tập trung và hiệu quả hơn.** Bước vào năm 2026 với dự địa tài khóa dồi dào, Việt Nam có nhiều cơ hội để mở rộng đầu tư công và thúc đẩy tăng trưởng. Chi đầu tư phát triển từ ngân sách năm 2026 dự kiến tăng ~29% so với ước thực hiện 2025, tập trung vào các dự án trọng điểm quy mô lớn. Việc Quốc hội cho phép Chính phủ được sửa đổi các luật và nghị quyết liên quan mang lại sự linh hoạt và chủ động trong thực thi chính sách, hướng đến các cơ chế thu hút vốn tư nhân vào hạ tầng chiến lược nhằm tăng tốc độ và hiệu quả đầu tư công. Giải ngân nhanh và đúng mục đích nguồn vốn đầu tư công – đặc biệt trong hạ tầng, năng lượng và logistics sẽ là yếu tố then chốt giúp duy trì tốc độ tăng trưởng cao và bền vững.
- **Dự địa chính sách tiền tệ ngày càng hạn chế.** Với mục tiêu tăng trưởng cao, chúng tôi kỳ vọng NHNN giữ ổn định lãi suất điều hành trong năm 2026 để tiếp tục hỗ trợ sản xuất kinh doanh nhưng mặt bằng lãi suất thị trường có thể tiếp tục tăng. Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt 19%, ưu tiên cho sản xuất và công nghệ sáng tạo, đồng thời hạn chế dòng vốn vào lĩnh vực đầu cơ. Do áp lực thanh khoản lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng trung bình tại các ngân hàng đã tăng khoảng 40 điểm cơ bản trong năm 2025. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động bình quân có thể tăng khoảng 50 – 100 điểm cơ bản do tác động từ chính sách tài khóa và nhu cầu tín dụng lớn phục vụ tăng trưởng kinh tế gây áp lực thanh khoản lên hệ thống ngân hàng.
- **Lạm phát** năm 2026 dự kiến chịu áp lực tăng từ ba nhóm yếu tố gồm 1) việc điều chỉnh giá các dịch vụ thiết yếu, 2) chi phí đầu vào tăng do mở rộng đầu tư công, và 3) nhu cầu tiêu dùng nội địa phục hồi nhờ các gói kích thích tài khóa. Những yếu tố này có thể tạo sức ép lên mặt bằng giá trong ngắn hạn, đặc biệt ở nhóm năng lượng và vật liệu xây dựng. Tuy nhiên, lạm phát trung bình nhiều khả năng vẫn được kiểm soát dưới mục tiêu của Chính phủ nhờ điều kiện bên ngoài thuận lợi gồm 1) giá dầu thô dự báo giảm, 2) xu hướng hạ nhiệt của giá thực phẩm và giá sản xuất toàn cầu, cùng với 3) các biện pháp điều hành trong nước như miễn, giảm học phí và quản lý giá dịch vụ công.
- **Tỷ giá – Căng thẳng tỷ giá kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong năm 2026** nhờ 1) triển vọng suy yếu của đồng USD khi Fed cắt giảm lãi suất, 2) dòng vốn nước ngoài cải thiện nhờ hiệu ứng nâng hạng thị trường chứng khoán, 3) nguồn thu ngoại tệ ổn định từ thặng dư thương mại và giải ngân FDI, và 4) nhu cầu vay offshore để mở rộng kinh doanh của các doanh nghiệp nội địa. Tuy nhiên, rủi ro vẫn hiện hữu từ bất ổn địa chính trị, có thể khiến dòng vốn tìm đến tài sản trú ẩn.

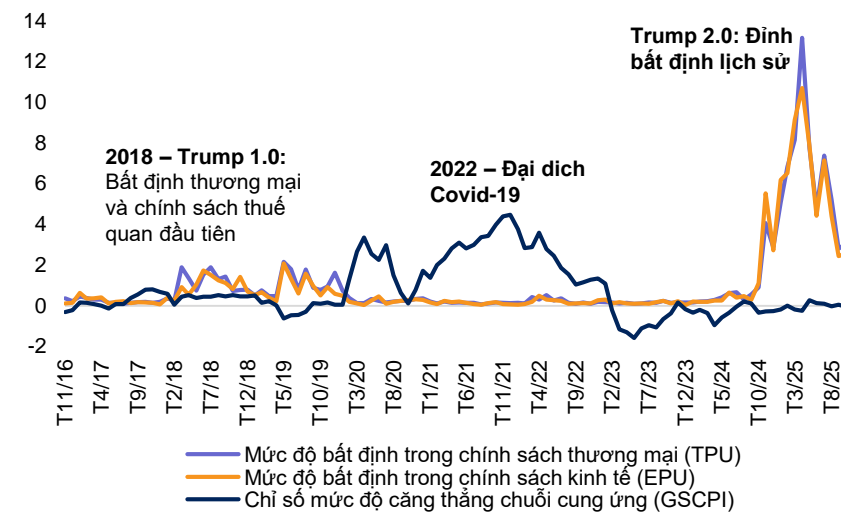
...Trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu giảm tốc, cơ hội tái cấu trúc chuỗi cung ứng khi bất định giảm dần

Tăng trưởng toàn cầu 2026 được dự báo chậm lại với thương mại hạ nhiệt, quá trình tái cấu trúc chuỗi cung ứng tạo ra cơ hội và thách thức

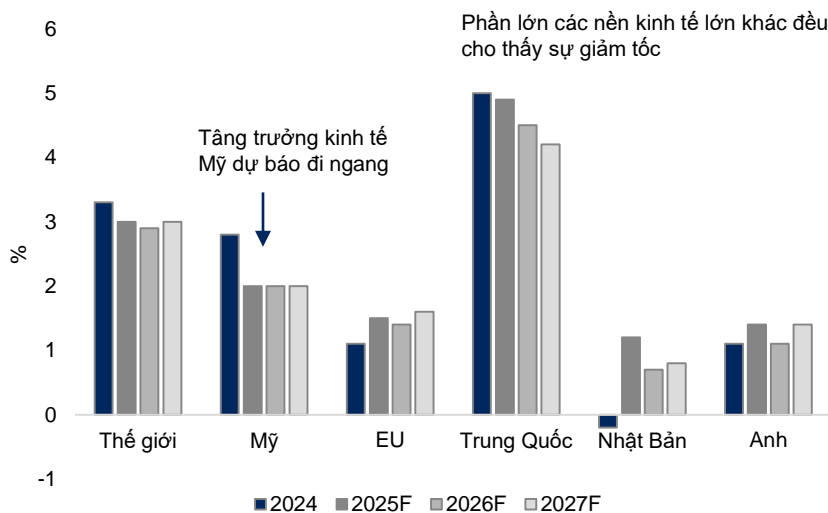
Tăng trưởng thương mại toàn cầu giảm tốc sau khi không còn hiệu ứng nhập khẩu chạy thuế



Bất định nền kinh tế nhìn chung đã hạ nhiệt



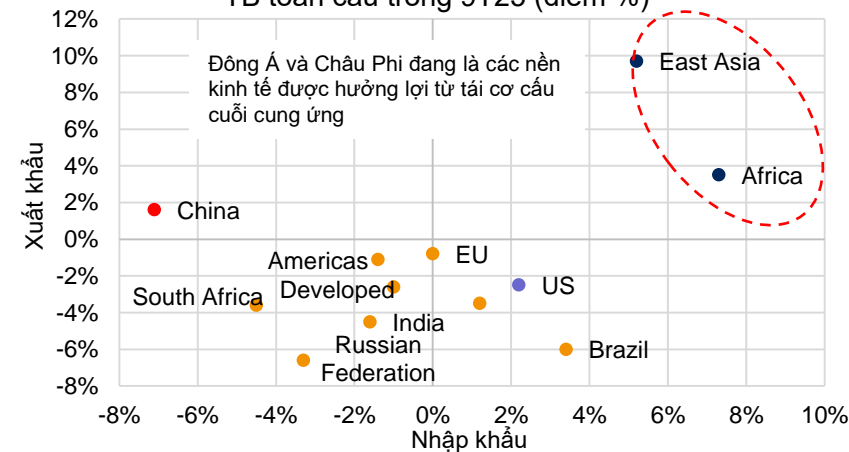
Dự báo chung của thị trường cho thấy tăng trưởng toàn cầu vẫn mở rộng trong 2026, song chậm lại do thương mại vẫn chịu tác động lớn từ tái cấu trúc chuỗi cung ứng



Nguồn: BLOOMBERG, dữ liệu ngày 12/12/2025

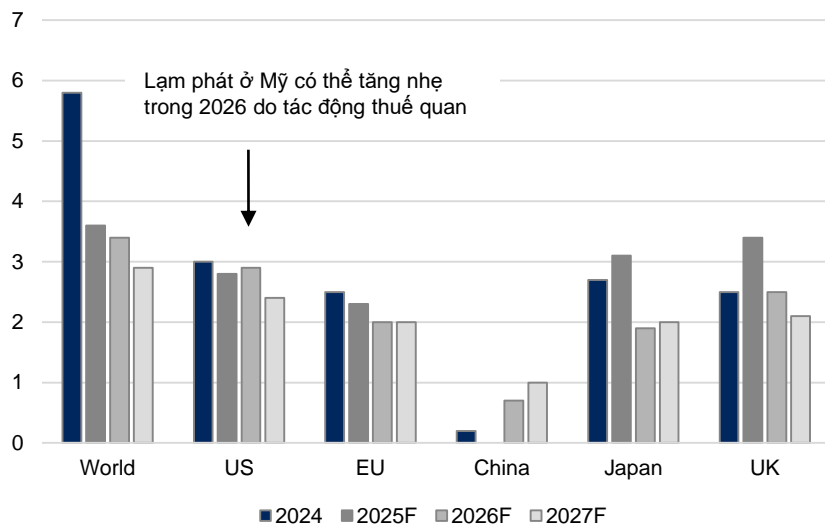
Nhập khẩu của Mỹ vẫn mạnh, tuy nhiên nhập khẩu của Trung Quốc có xu hướng chậm lại

Chênh lệch tăng trưởng xuất nhập khẩu so với mức TB toàn cầu trong 9T25 (điểm %)

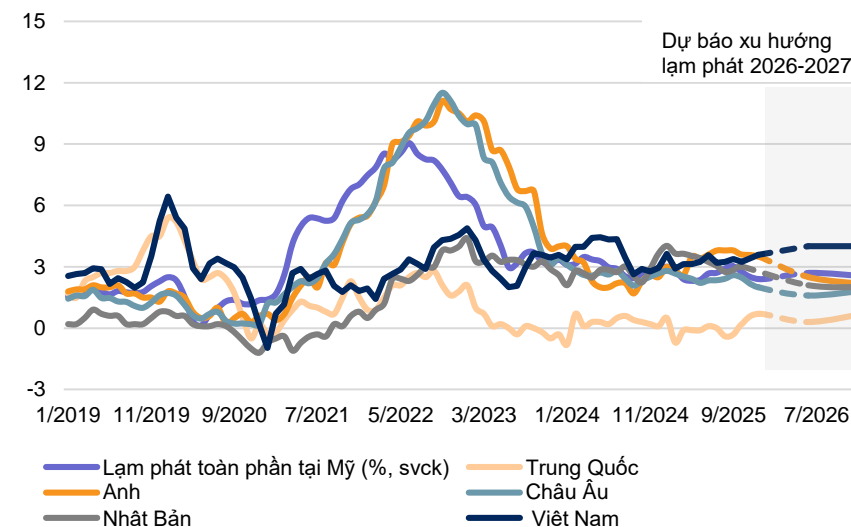


Lạm phát hạ nhiệt hỗ trợ chính sách tiền tệ nới lỏng, nhưng các rủi ro tiềm ẩn về địa chính trị/thiên tai vẫn có thể gây ra các cú sốc cung cầu

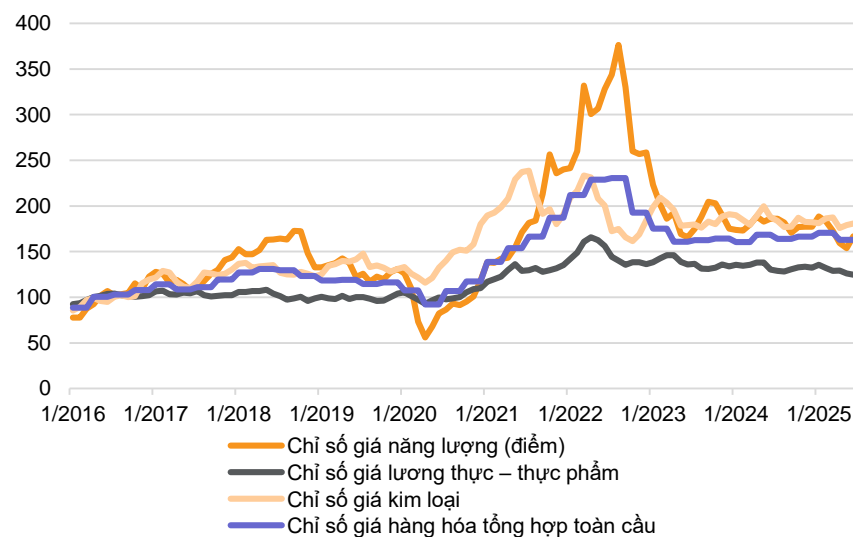
Dự báo đồng thuận của thị trường cho thấy áp lực lạm phát toàn cầu sẽ hạ nhiệt trong năm 2026, nhưng vẫn khá dai dẳng tại Mỹ



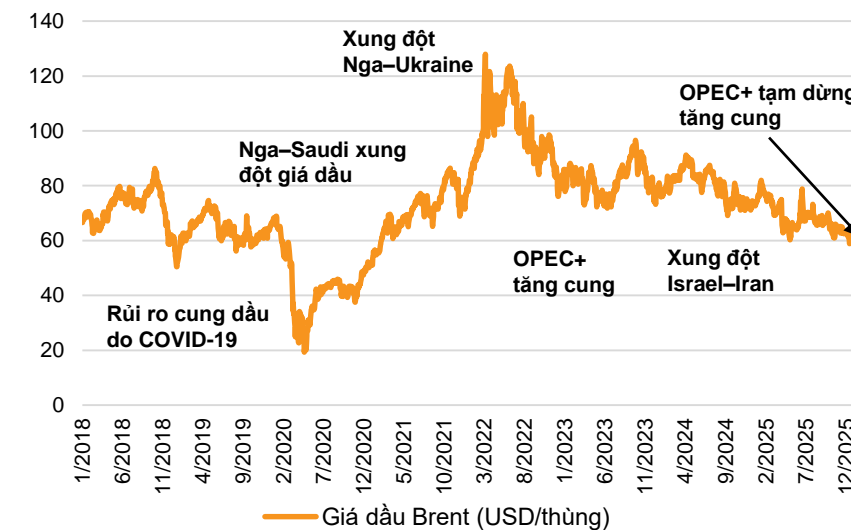
IMF dự báo lạm phát toàn cầu từ sẽ giảm từ 4,5% (2025) xuống 3,5-4,0% (2026) do giá năng lượng & lương thực hạ nhiệt và cung ứng cải thiện



Phần lớn áp lực do giá năng lượng và thực phẩm từ 2024-2025 trở đi đã ổn định hơn

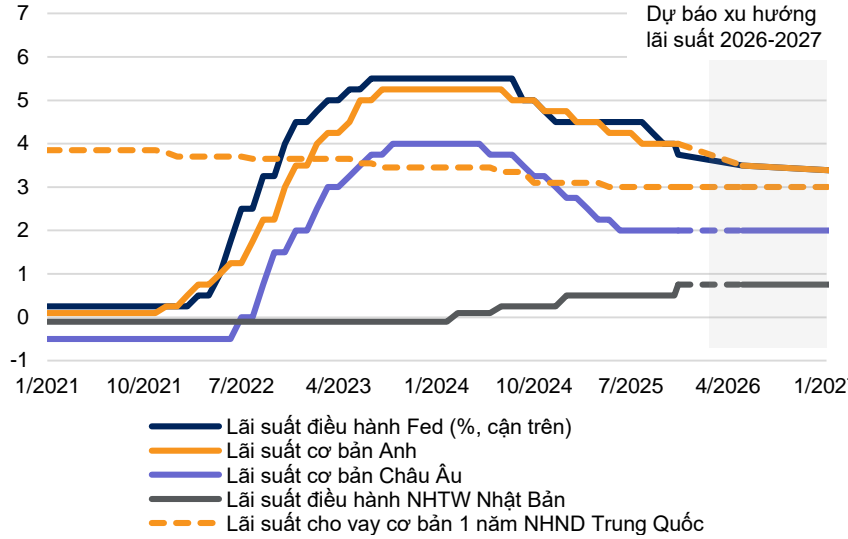


Tuy nhiên, lạm phát vẫn nhạy cảm rất cao với các cú sốc cung dầu/gas, nông sản do rủi ro địa chính trị hoặc thiên tai, khiến lạm phát hoàn toàn có thể bật trở lại

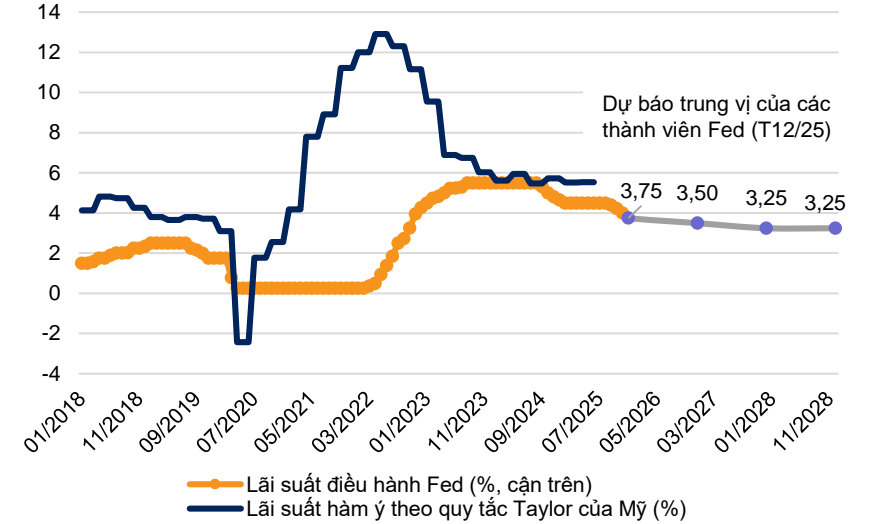


Triển vọng tăng trưởng toàn cầu ổn định thấp và lạm phát hạ nhiệt, chính sách tiền tệ sẽ phụ thuộc chặt chẽ vào dữ liệu từng quốc gia

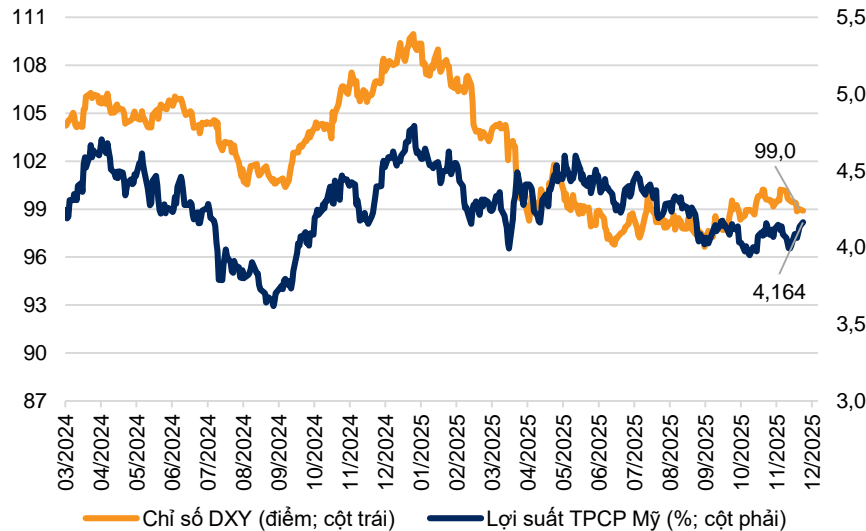
Các NHTW lớn được kỳ vọng duy trì chính sách nới lỏng trong 2026, nhưng phạm vi sẽ thu hẹp so với 2025



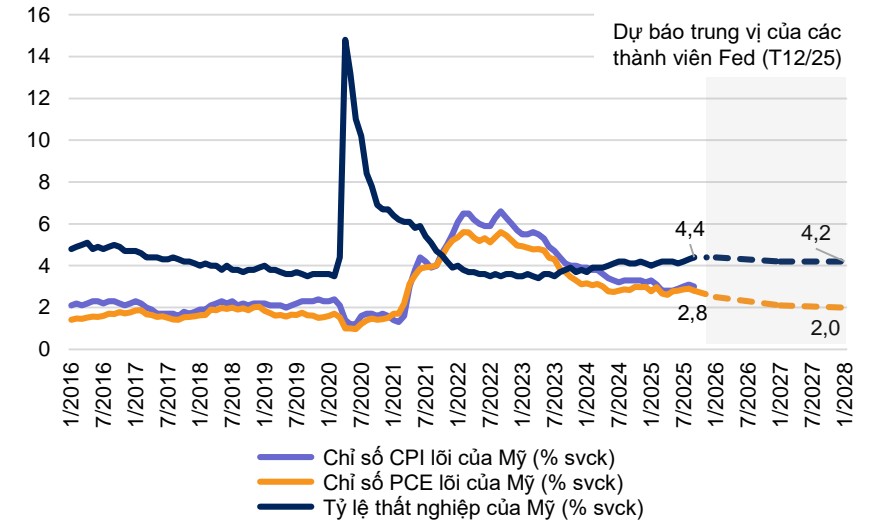
Quy tắc Taylor cho thấy Fed nhiều khả năng hạ lãi suất 2 lần trong 2026, đưa lãi suất liên bang về ngưỡng 3,0-3,25%



Đồng USD suy yếu khi Fed liên tiếp cắt giảm lãi suất vào cuối 2025. Chỉ số DXY dự báo sẽ giảm xuống ngưỡng 96-97 điểm trong năm 2026



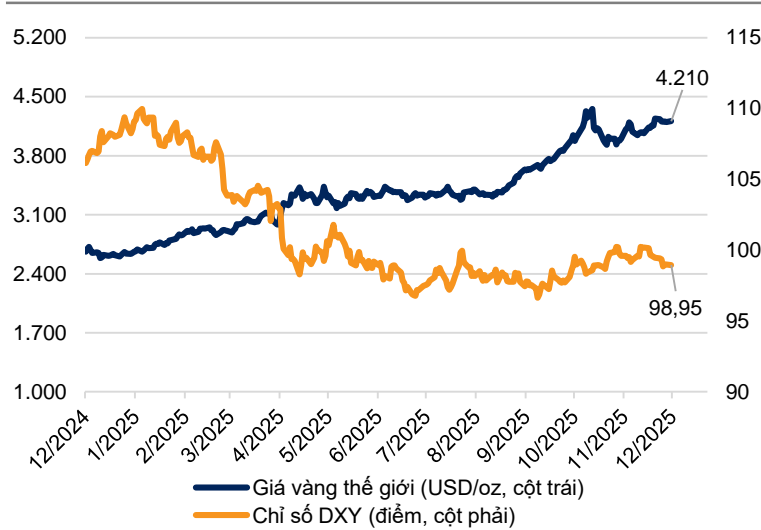
Thất nghiệp cao thúc đẩy Fed nới lỏng chính sách, nhưng lạm phát kỳ vọng duy trì trên mục tiêu 2% khiến Fed sẽ phải cân nhắc kỹ lưỡng hơn



Giá hàng hóa giảm, tài sản trú ẩn được dự báo tiếp tục tăng giá

Giá năng lượng và nhiều hàng hoá cơ bản khác hạ nhiệt sẽ hỗ trợ lạm phát toàn cầu trong năm 2026

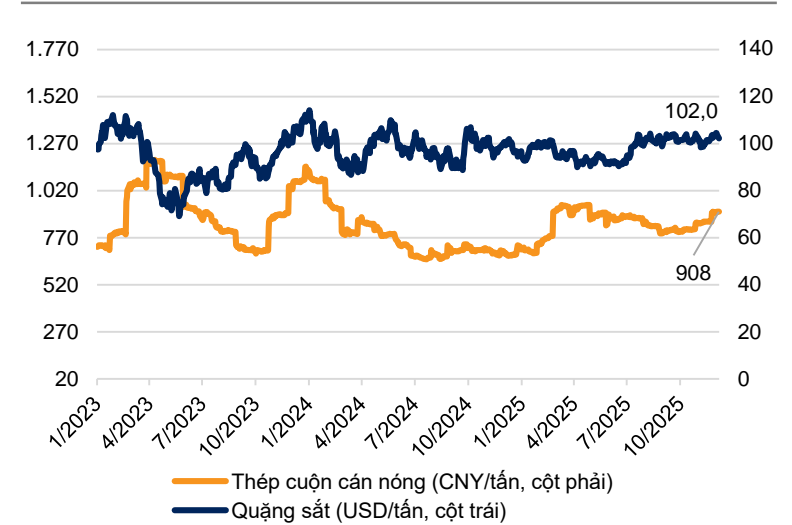
Vàng tiếp tục giữ vai trò tài sản trú ẩn khi USD suy yếu sang năm 2026



Dầu tiếp tục neo ở vùng thấp, nhưng nhạy cảm cao với bất kể cú sốc nguồn cung



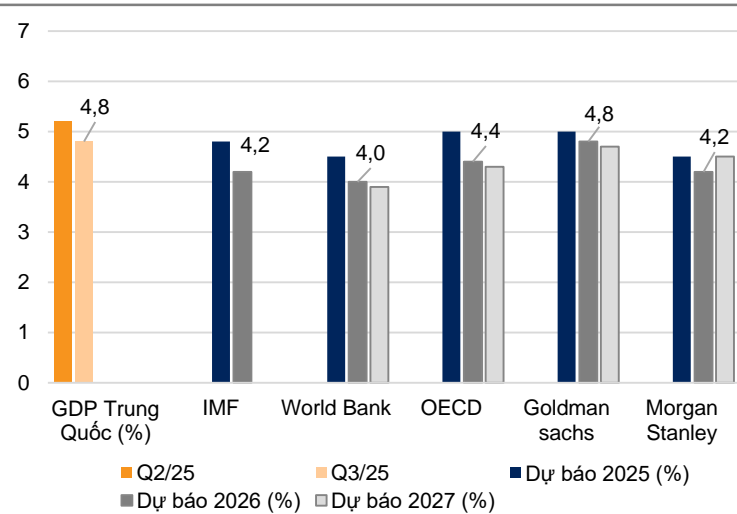
Quặng sắt dự kiến hồi phục trong 2027 khi nhu cầu thép-xây dựng từ BĐS Trung Quốc quay trở lại



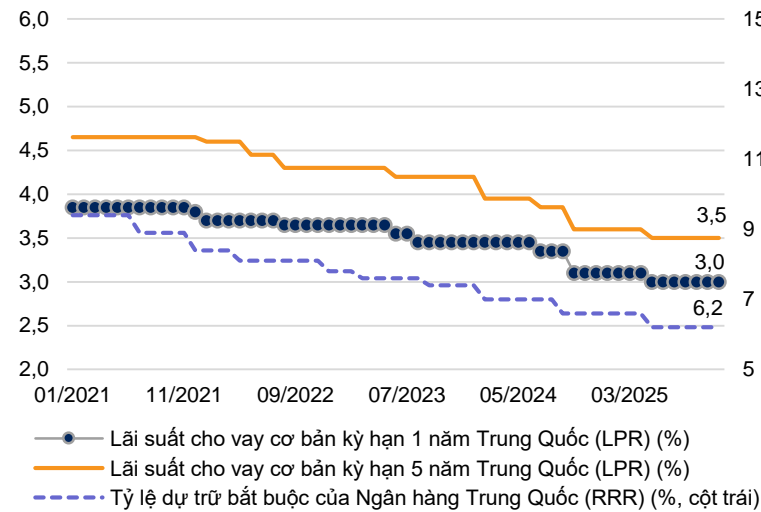
- **Vàng:** Kỳ vọng tiếp tục hưởng lợi sau khi tăng +60,5% từ đầu năm, vượt mốc 4.000 USD/oz vào tháng 10/2025, phản ánh bất ổn địa chính trị và sự suy yếu của USD. **Dự báo giai đoạn 2026–2027 vàng tiếp tục duy trì quỹ đạo tăng:** WB dự báo +42% svck 2025, +5% (2026), +6% (2027); Morgan Stanley dự báo ~4.500 USD/oz đến giữa 2026. Động lực đến từ 1) dòng vốn trú ẩn (ETF & NHTW mua ròng), 2) chu kỳ nới lỏng chính sách tại Mỹ tiếp diễn, và 3) rủi ro địa chính trị vẫn hiện hữu làm tăng nhu cầu tài sản trú ẩn.
- **Dầu Brent:** Neo ở vùng thấp khi nghiêng dần về dư cung. WB, IMF, EIA và Goldman Sachs đồng thuận dự báo giá dầu Brent giảm xuống quanh **55–65 USD/thùng trong 2026**, trước khi hồi phục nhẹ vào 2027. Nguồn cung dầu dự kiến lên ~108.5 triệu thùng/ngày năm 2026 (sv 106.1 năm 2025), trong khi cầu tăng chậm do quá trình thế giới thay đổi sang xe điện/EV-hybrid và chuyển dịch cấu trúc tiêu thụ. Tuy nhiên, rủi ro tăng giá tiếp tục nhạy cảm cao với các cuộc xung đột địa chính trị.
- **Quặng sắt:** Tiếp tục được dự báo giảm giá. Trái ngược với kỳ vọng giảm mạnh, giá quặng sắt +5,6% từ đầu năm 2025, giữ ổn định quanh 105–107 USD/t. Morgan Stanley dự báo giá quặng sắt ở dưới mức 100 USD/t trong 2026 do hai lực cản chính: 1) đà giảm sản xuất chế tạo toàn cầu và 2) sức hấp thụ quặng sắt của Trung Quốc suy yếu rõ rệt từ bất động sản sang hạ tầng. Dù vậy, triển vọng trung hạn từ 2027 trở đi không hoàn toàn ảm đạm, giá quặng sắt có dư địa phục hồi nếu nhu cầu thép cho bất động sản, hạ tầng Trung Quốc được tái kích hoạt hoặc nguồn cung bổ sung chậm tiến độ.

Giữa cạnh tranh công nghệ và gián đoạn chuỗi cung ứng, Trung Quốc định hình lại động lực tăng trưởng

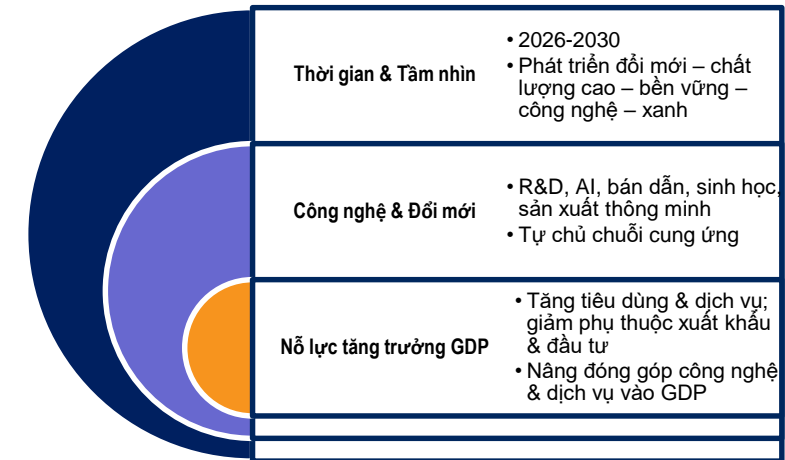
Bức tranh kinh tế 2026 của Trung Quốc đối mặt với áp lực giảm tốc



PBoC được kỳ vọng duy trì nới lỏng có kiểm soát để hỗ trợ tăng trưởng và tiêu dùng nội địa



Kế hoạch 5 năm đánh dấu nỗ lực chuyển dịch mô hình tăng trưởng, giảm phụ thuộc chuỗi cung ứng toàn cầu



- **Triển vọng tăng trưởng của Trung Quốc trong năm 2026 được phần lớn tổ chức quốc tế dự báo chậm lại** do 1) xu hướng tái định tuyến chuỗi cung ứng ngày càng rõ nét, làm suy giảm lợi thế xuất khẩu truyền thống; và 2) hiệu ứng xuất khẩu chạy thuế không còn, đặc biệt xu hướng nhập khẩu của Mỹ đã sớm dịch chuyển khỏi Trung Quốc vài năm gần đây.
- **Về chính sách tiền tệ**, trong năm 2025 NHND Trung Quốc (PBoC) đã hạ lãi suất cho vay cơ bản (LPR) 1 năm xuống 3%; kỳ hạn 5 năm xuống 3,5%, và giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR) xuống 6,2%. Các ngân hàng Standard Chartered, JPMorgan và Morgan Stanley đều dự báo **PBoC sẽ duy trì chính sách nới lỏng vừa phải, thêm ít nhất 1 lần hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc 0,5 điểm % trong năm 2026** nhằm hỗ trợ tăng trưởng và tiêu dùng nội địa. Dự địa nới lỏng chính sách của Trung Quốc vẫn còn, song phạm vi và tốc độ không lớn để tránh áp lực lên đồng nhân dân tệ và thị trường tài chính.
- **Chính quyền Trung Quốc thông qua Kế hoạch 5 năm lần thứ 15 (2026–2030), đánh dấu giai đoạn đầu chuyển dịch mô hình tăng trưởng**. Trọng tâm của kế hoạch là củng cố “tự cường công nghệ”, giảm lệ thuộc chuỗi cung ứng quốc tế, đồng thời mở rộng vai trò tiêu dùng nội địa để thay thế động lực xuất khẩu truyền thống. Các tổ chức quốc tế coi kế hoạch này là “động cơ cấu trúc” của Trung Quốc từ 2025 tiến tới năm 2035, song mức độ thành công phụ thuộc vào nhiều yếu tố trong tương lai.

| Các chỉ tiêu chính (svck) | Ước tính 2025 | Dự phóng 2026 | | |
|---------------------------|---------------|---------------|-------------|--------------|
| | | Tiêu cực | Cơ sở | Tích cực |
| GDP thực | 8,1% | 7,5% | 8,8% | 10,0% |
| Lạm phát | 3,3% | 4,5% | 3,8% | 3,5% |
| Đầu tư công | 31% | 20% | 29% | 37% |
| Đầu tư tư nhân | 7,8% | 10,5% | 11,0% | 12,5% |
| FDI giải ngân | 8,8% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |
| Tiêu dùng hộ dân cư | 9,5% | 10,0% | 11,0% | 12% |
| Xuất khẩu | 15,5% | 9,0% | 11,0% | 14,0% |
| Tín dụng | 19,0% | 17,0% | 19,0% | 21,0% |

Yếu tố khiến tăng trưởng vượt dự báo của chúng tôi bao gồm:

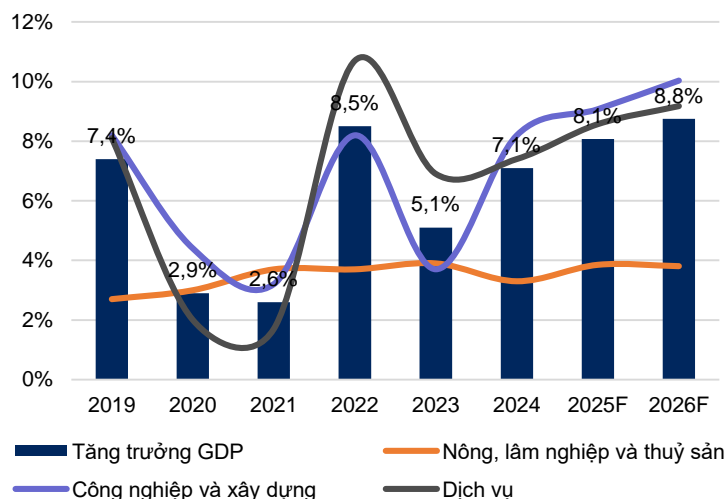
- Chính phủ điều chỉnh mục tiêu đầu tư công cao hơn kế hoạch mà Quốc hội đề ra
- Tốc độ mở rộng và tham gia ở khu vực tư nhân, đặc biệt là các động lực chính của kinh tế.
- Xu hướng Trung Quốc +1 diễn ra nhanh hơn, sự cải thiện trong chính sách, môi trường, hạ tầng giúp nguồn vốn FDI vào Việt Nam mạnh mẽ hơn.
- Sự cộng hưởng của chính sách hỗ trợ của Chính phủ và sự cải thiện về nội tại trong sức khỏe nền kinh tế thúc đẩy tiêu dùng phục hồi nhanh hơn dự kiến

Rủi ro giảm đối với dự báo của chúng tôi bao gồm:

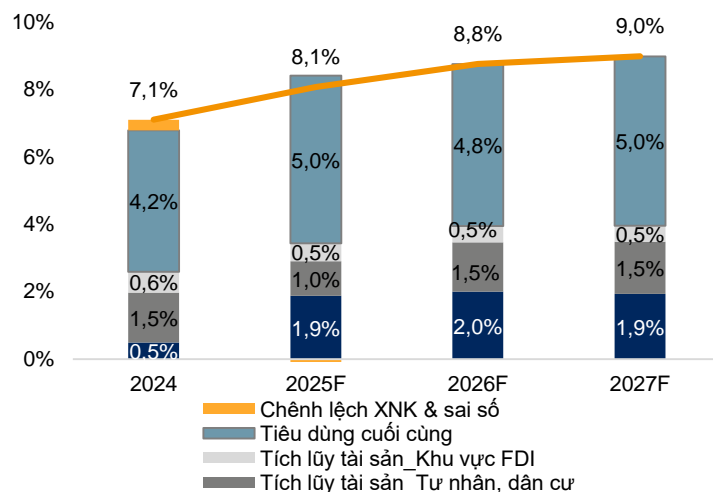
- Tác động từ các bất định đến tiêu dùng toàn cầu nghiêm trọng hơn kỳ vọng.
- Lạm phát tại Mỹ duy trì ở mức cao, có khả năng làm trì hoãn lộ trình cắt giảm lãi suất của Fed.
- Căng thẳng địa chính trị leo thang, gây gián đoạn dòng chảy thương mại và tạo ra các cú sốc cung cầu.
- Mặt bằng lãi suất tăng do đầu tư công và hạ tầng có thể làm ảm đạm động lực kinh doanh ở khu vực tư nhân cho sản xuất, tiêu dùng và sự phục hồi của thị trường BĐS (vốn khá nhạy cảm với lãi suất). Rủi ro thanh khoản, lãi suất tăng cao hơn dự kiến khiến nhu cầu vay mua bất động sản bị chậm lại, ảnh hưởng đến sự hồi phục của tín dụng và thị trường bất động sản.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh tế năm 2026 đạt 8,8%, các biến số chủ yếu phụ thuộc vào 1) tốc độ và hiệu quả của giải ngân đầu tư công cũng như 2) khả năng thu hút các nguồn lực mới từ khu vực tư nhân

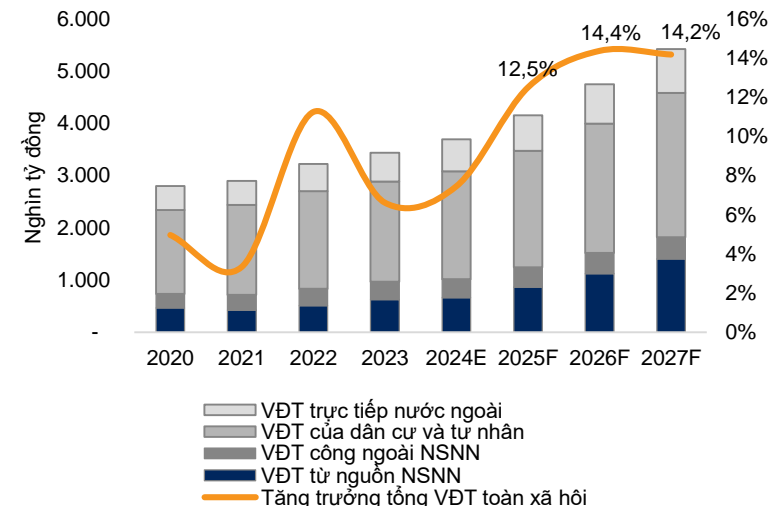
Dự báo tăng trưởng GDP 2026 đạt 8,8%



Đầu tư công dẫn dắt tăng trưởng



Tăng trưởng tổng vốn đầu tư toàn xã hội

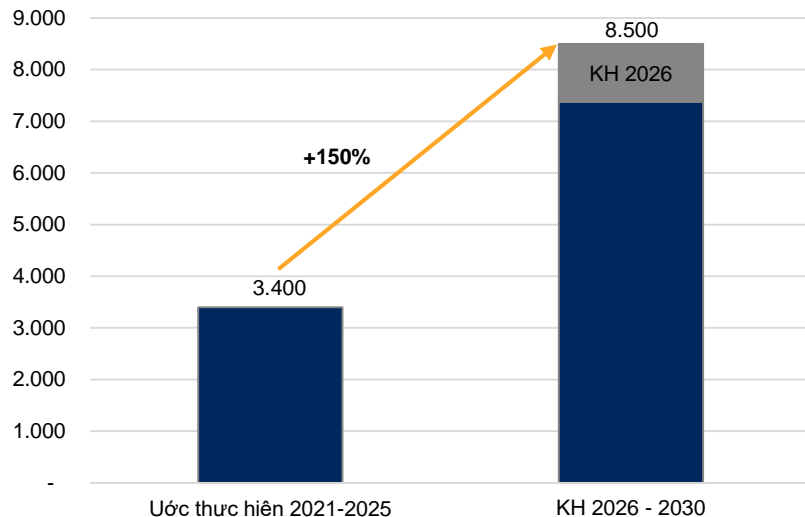


Số liệu dựa trên các giả định và ước tính của VNDIRECT

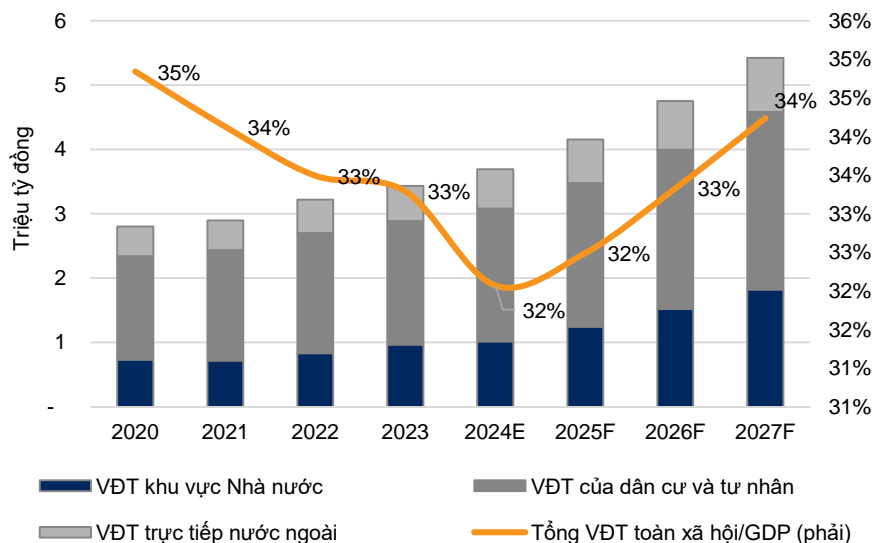
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh tế năm 2026 – 2027 sẽ được hỗ trợ các yếu tố chính sau:

- **Đầu tư công** duy trì tiếp tục tăng trưởng mạnh với kế hoạch phát triển hạ tầng tham vọng, tạo xương sống cho tăng trưởng công nghiệp trong dài hạn.
- **Dòng vốn tư nhân** được khơi thông nhờ chính sách và cơ chế cải cách mới, tạo thêm dư địa cho tăng trưởng trong giai đoạn tới.
- **Sản xuất và thương mại** có thể giảm tốc trong nửa đầu năm trước khi phục hồi trong nửa cuối năm 2026 và 2027 nhờ triển vọng tiêu dùng toàn cầu cải thiện.
- **Tiêu dùng nội địa** có thể vẫn còn đối diện nhiều thách thức nhưng xu hướng chung vẫn cải thiện nhờ tăng trưởng kinh tế tích cực, mức độ bất định chính sách giảm và các chính sách thuế hỗ trợ từ Chính phủ.

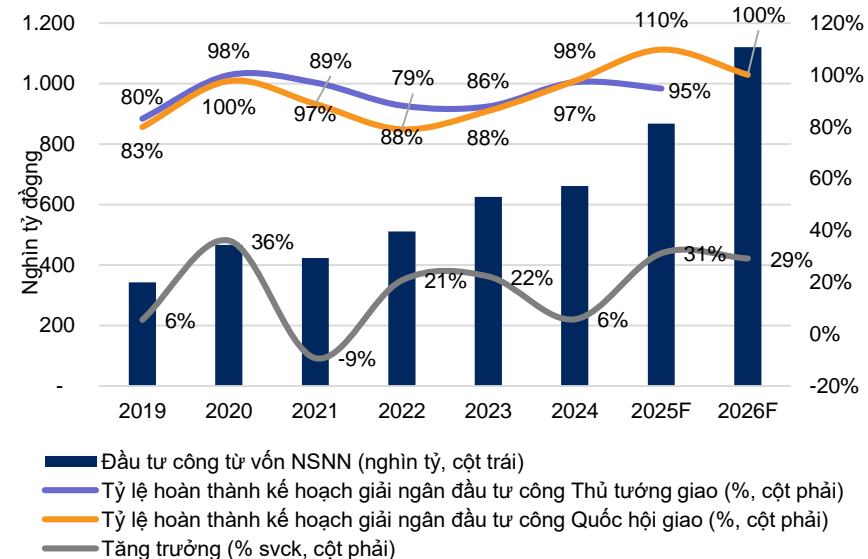
Kế hoạch vốn đầu tư từ nguồn NSNN
giai đoạn 2026–2030 tăng 150% so với ước tính thực hiện trong 2021-2025



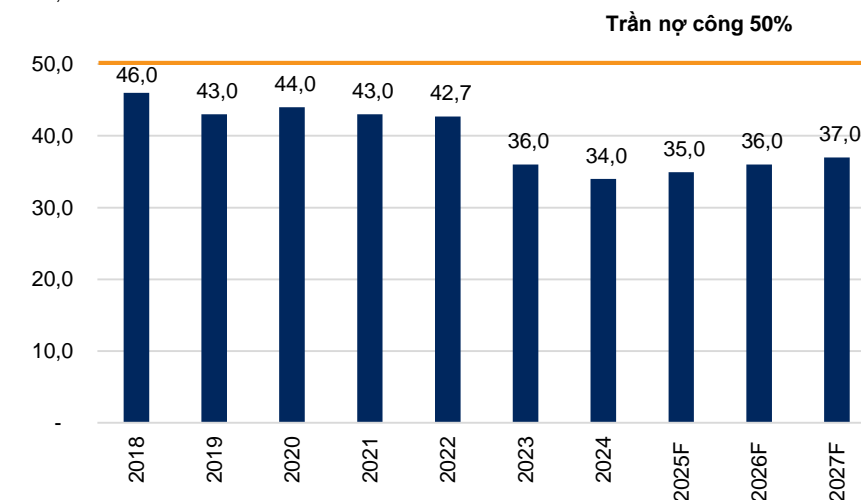
Tổng vốn đầu tư toàn xã hội
được Chính phủ đặt mục tiêu đạt 35% GDP trong năm 2026



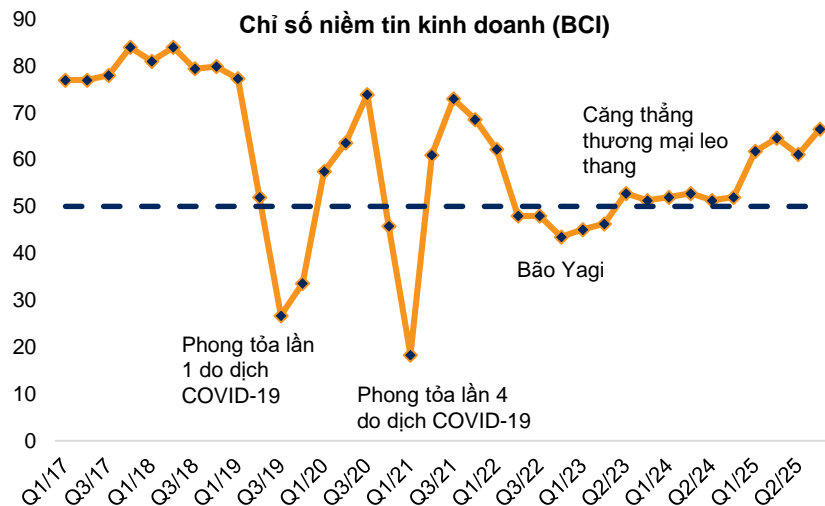
Kế hoạch chi đầu tư phát triển năm 2026
tăng 29% sv ước tính thực hiện 2025, bằng ~13% tổng KH trung hạn cho thấy dư địa phân bổ vốn còn lớn



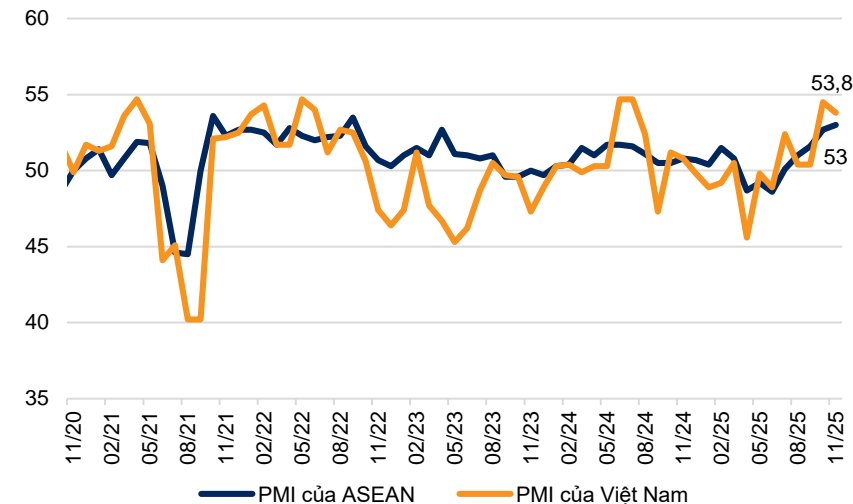
Nợ công/GDP
dưới 50%, hỗ trợ kế hoạch dài hạn



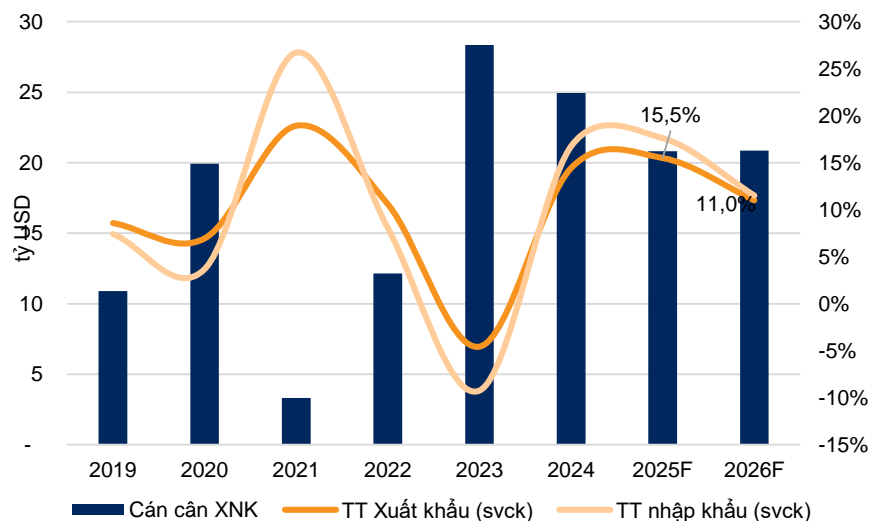
Chỉ số BCI
dần cải thiện,
củng cố triển
vọng kinh
doanh và sản
xuất năm 2026



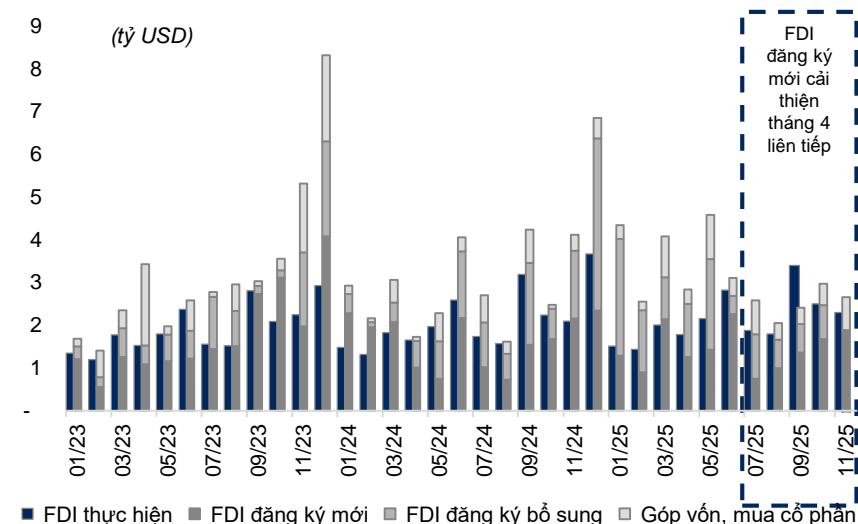
**Chỉ số PMI sản
xuất nằm trong
vùng cải thiện**
5 tháng liên tiếp,
với số đơn hàng
mới và đơn
hàng xuất khẩu
mới đều tích
cực



**Chúng tôi dự
báo xuất khẩu
giảm tốc,
nhưng vẫn duy
trì mức tăng
trưởng 11%**



**Các chính sách
cải cách và
phát triển hạ
tầng thúc đẩy
giải ngân FDI
(tăng ~8%)
trước bất định
toàn cầu**

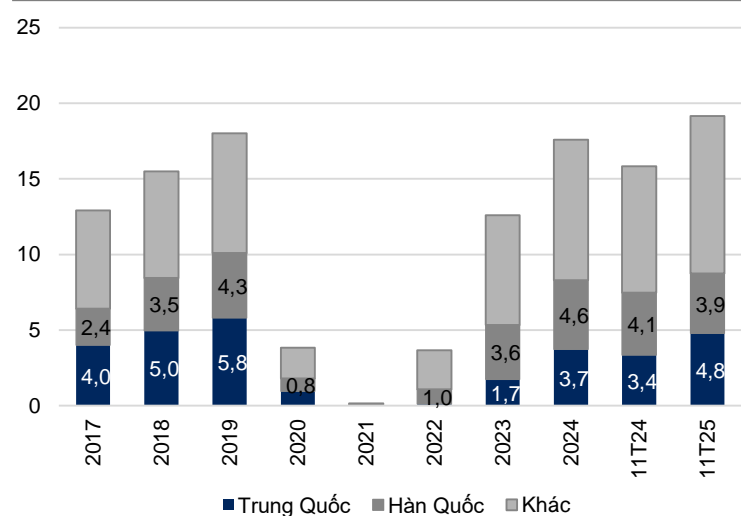


Tổng mức bán lẻ 11T25 tăng 9,1% svck, cao nhất trong ba năm qua nhưng tốc độ tăng trưởng còn chậm so với trước dịch.

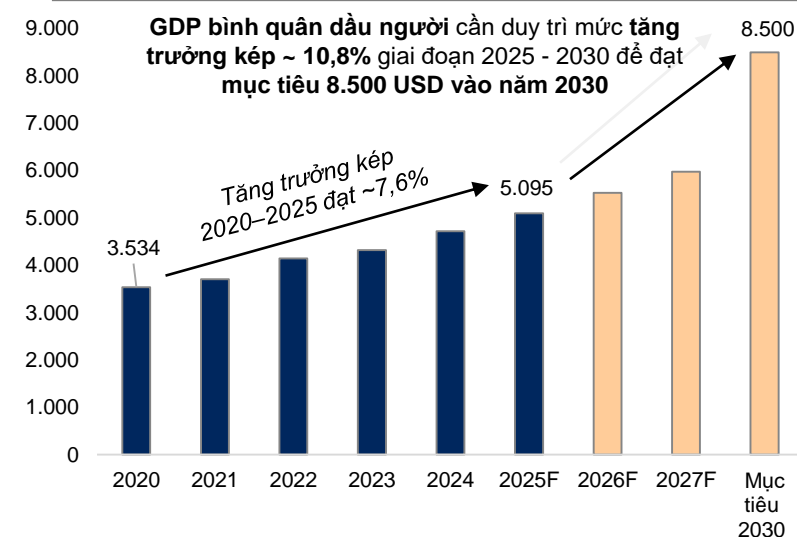
Tiêu dùng phục hồi nhưng vẫn còn chậm



Triển vọng từ tiêu dùng từ du lịch tích cực



GDP bình quân đầu người (USD) cải thiện



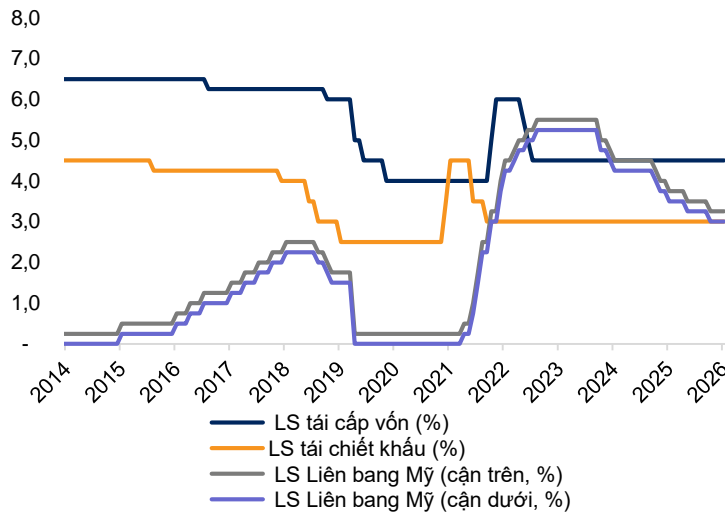
Chúng tôi cho rằng triển vọng tiêu dùng nửa đầu năm 2026 vẫn còn đối mặt với nhiều thách thức từ 1) xuất khẩu giảm tốc; 2) việc bỏ chính sách thuế khoán gây ảnh hưởng đến kinh doanh của các hộ gia đình.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng tổng mức bán lẻ năm 2026 sẽ cải thiện so với 2025 nhờ nhiều yếu tố 1) xuất khẩu dự báo tăng tốc vào nửa cuối năm, triển vọng kinh tế cải thiện; 2) Chính phủ thực hiện chính sách cải cách tiền lương bên cạnh nhiều chính sách hỗ trợ người lao động (như miễn giảm học phí, viện phí); 3) Triển vọng ngành du lịch tiếp tục khởi sắc.

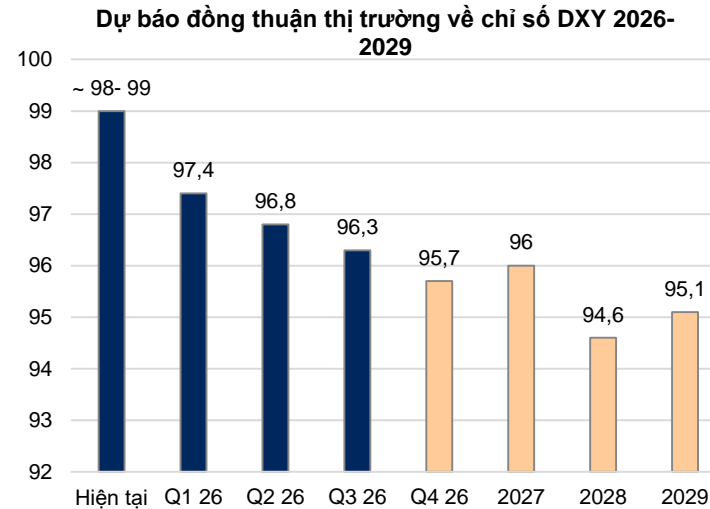
Ngoài ra, triển vọng tiêu dùng của Việt Nam trong trung dài hạn vẫn tích cực khi Việt Nam tiến tới nước có thu nhập cao và tầng lớp tiêu dùng mở rộng.

Chúng tôi dự báo tỷ giá sẽ tăng khoảng 2,5% đạt mức 27,000 USD/VND vào cuối năm 2026

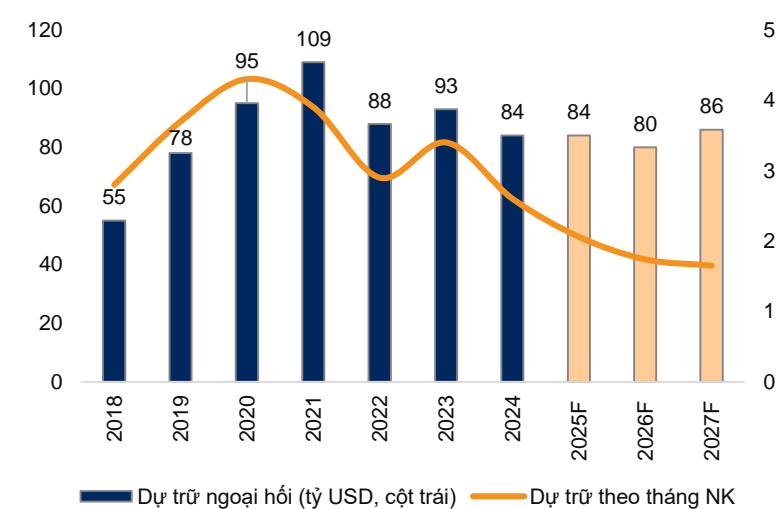
Fed có thể hạ lãi suất thêm 2 lần trong 2026



Dự báo chỉ số DXY tiếp tục suy yếu



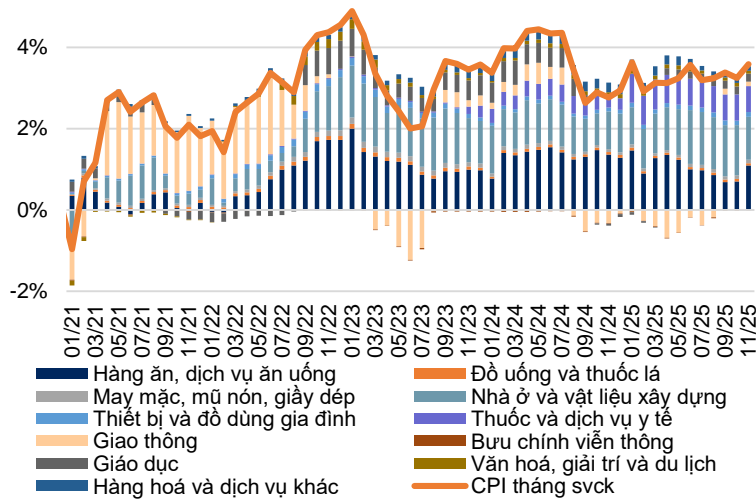
Rủi ro từ bộ đệm dự trữ ngoại hối thu hẹp



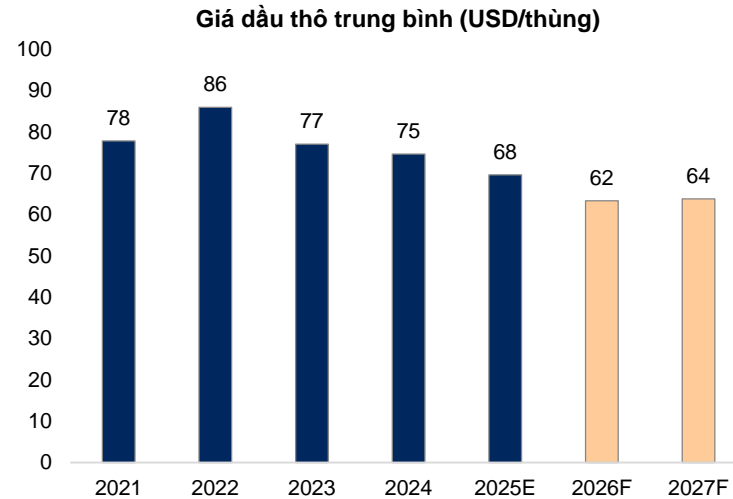
- **Chúng tôi kỳ vọng áp lực tỷ giá trong năm 2026 sẽ hạ nhiệt** nhờ các yếu tố: 1) tác động tâm lý từ sự suy giảm sức mạnh của USD, tức sự chênh lệch lãi suất gia tăng khi Fed kỳ vọng cắt giảm lãi suất, 2) dòng vốn nước ngoài tăng thêm từ các dự án Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC) ở Đà Nẵng, TP. Hồ Chí Minh, 3) kế hoạch nâng hạng chứng khoán, và 4) nguồn thu ngoại tệ tương đối ổn định từ thặng dư thương mại (dựa trên kỳ vọng tăng trưởng xuất nhập khẩu và giải ngân FDI), và 4) nhu cầu vay offshore để mở rộng kinh doanh của các doanh nghiệp nội địa.
- **Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý một số rủi ro** liên quan đến bất ổn địa chính trị có thể khiến dòng vốn chạy ra khỏi thị trường mới nổi tiếp diễn, và chuyển sang các tài sản trú ẩn. Trong khi đó, các hợp đồng bán USD kỳ hạn 180 ngày dự kiến đáo hạn từ tháng 2 đến tháng 4/2026 với giá thực hiện 26,660 sẽ khiến dự trữ ngoại hối xuống khoảng 80 tỷ USD, tương đương khoảng 1,7 tháng nhập khẩu. Điều này nhiều khả năng sẽ hạn chế các hành động can thiệp tỷ giá của NHNN trong tương lai.

Chúng tôi dự báo lạm phát trung bình 2026 tăng 3,8% (cao hơn mức 3,3% của 2025), duy trì dưới mức mục tiêu 4,5% của Chính phủ

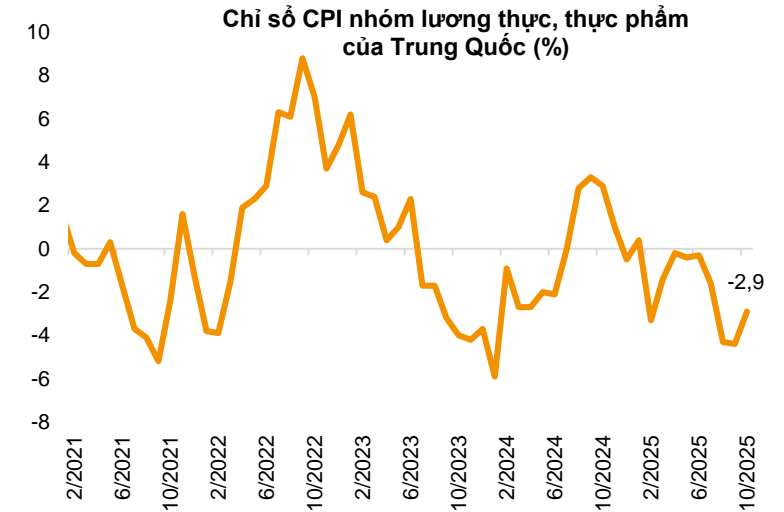
Giá điện và dịch vụ y tế tăng là các yếu tố chính gây ra áp lực lạm phát trong 2025



Giá dầu và giá hàng hóa dự báo duy trì xu hướng giảm do triển vọng tiêu dùng yếu



Giá thực phẩm tại Trung Quốc vẫn trong chu kỳ giảm phát

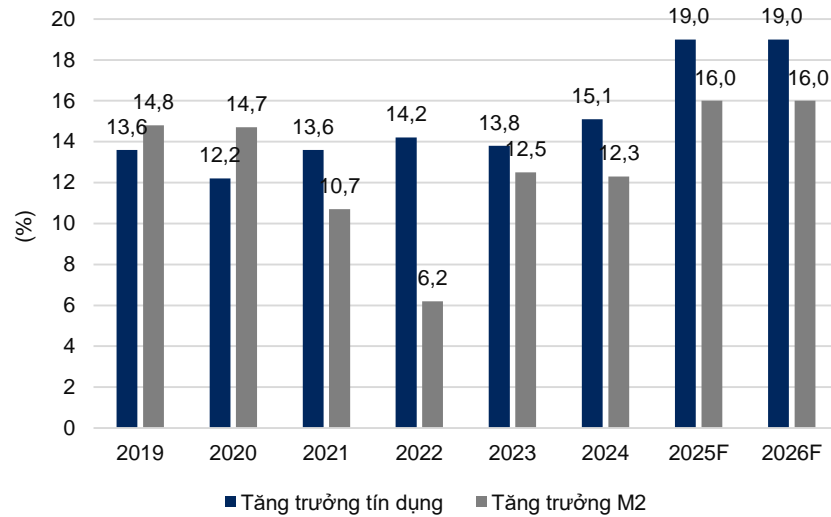


- **Các yếu tố chính gây áp lực tăng lên lạm phát trong 2026** đến từ: 1) giá điện có thể được điều chỉnh tăng 5% trước áp lực bù lỗ của EVN, 2) đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh gây áp lực lên giá nguyên vật liệu xây dựng, và 3) nhu cầu tiêu dùng trong nước cải thiện—được thúc đẩy bởi các gói kích thích tài khóa quy mô lớn—có thể làm gia tăng áp lực lạm phát.
- Tuy nhiên, **chúng tôi kỳ vọng lạm phát trung bình vẫn sẽ được kiểm soát dưới mức tiêu của Chính phủ** nhờ các yếu tố: 1) giá dầu thô trung bình 2026 dự báo ở mức 62 USD/thùng (giảm 8% svck), 2) chỉ số giá thực phẩm và chỉ số giá sản xuất Trung Quốc tiếp tục giảm là điểm đáng lưu ý do Trung Quốc hiện là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam, và 3) các chính sách miễn, giảm học phí.

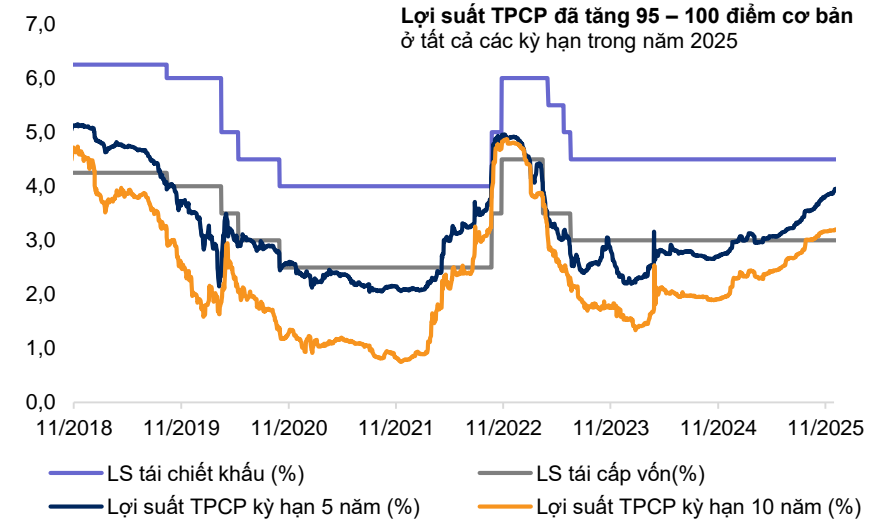
Nhưng áp lực thanh khoản tăng gây rủi ro lãi suất

Lãi suất huy động 12 tháng bình quân tháng 12/2025 đã tăng khoảng 40 - 50 điểm cơ bản so với cuối năm 2024

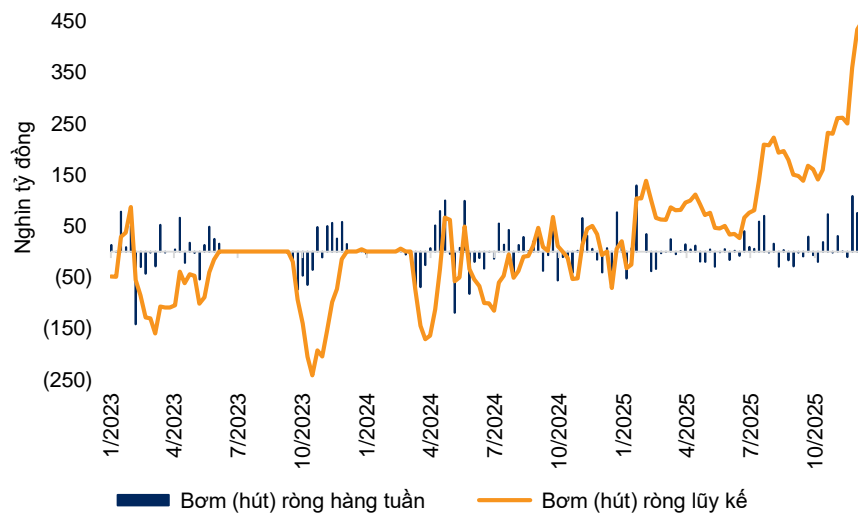
Chúng tôi kỳ vọng NHNN duy trì lãi suất điều hành ổn định, qua đó hỗ trợ tăng trưởng tín dụng đạt 19% trong năm 2026



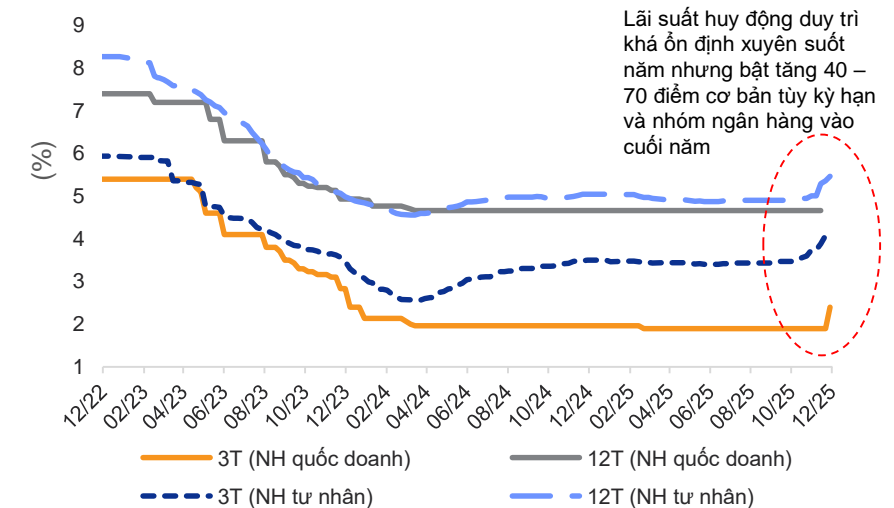
Tín dụng và đầu tư công tăng mạnh, gây áp lực lên mặt bằng lợi suất TPCP và lãi suất liên ngân hàng



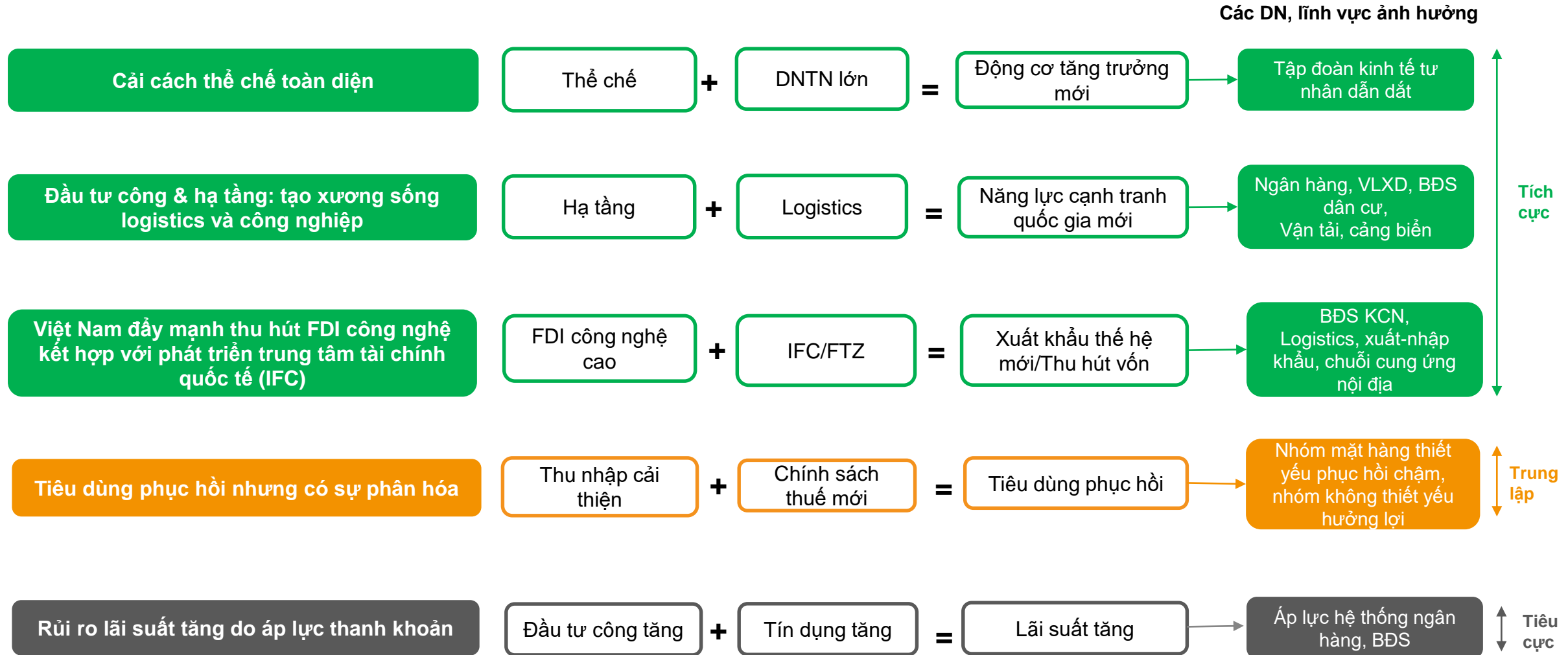
NHNN đã bơm ròng kỷ lục khoảng 400 nghìn tỷ đồng để hỗ trợ thanh khoản và nâng lãi suất cho vay trên OMO từ 4,0% lên mức 4,5%



Chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân có thể tăng 50 - 100 điểm cơ bản trong năm 2026











5 chủ đề vĩ mô chính cho năm 2026



Chủ đề 1: Cải cách thể chế mở khóa tăng trưởng trên nhiều lĩnh vực

Giai đoạn 2024–2026 đánh dấu đợt cải cách thể chế mạnh nhất trong 10 năm, hệ thống pháp lý được cải cách toàn diện 8 lĩnh vực chính bao gồm:

| | | | |
|--|---|--|---|
|  <p>Khoa học, công nghệ (Nghị quyết 57)</p> | <ul style="list-style-type: none">• Phân bổ 2% GDP cho Nghiên cứu & Phát triển (R&D) khoa học, công nghệ và chuyển đổi số;• Kinh tế số đóng góp 30% GDP (2030), 50% (2045);• Thuộc top 3 ASEAN và top 50 toàn cầu về cạnh tranh số và chính phủ điện tử;• Thu hút 3 tập đoàn công nghệ toàn cầu xây dựng trung tâm R&D. |  <p>An ninh năng lượng (Nghị quyết 70)</p> | <ul style="list-style-type: none">• Năng lượng tái tạo đóng góp 25–30% nguồn cung năng lượng sơ cấp vào năm 2030;• Phát triển LNG, điện gió ngoài khơi, điện hạt nhân;• Đào tạo 25.000–35.000 chuyên gia năng lượng. |
|  <p>Hội nhập quốc tế (Nghị quyết 59)</p> | <ul style="list-style-type: none">• Xây dựng nền kinh tế độc lập, tự chủ song song hội nhập sâu rộng toàn cầu;• Tham gia thêm nhiều FTAs, tăng cường vai trò quản trị toàn cầu;• Thành quốc gia phát triển có thu nhập cao vào giữa thế kỷ 21. |  <p>Giáo dục (Nghị quyết 71)</p> | <ul style="list-style-type: none">• Đến năm 2030: có 8 trường đại học thuộc top 200 châu Á, có 1 trường trong Top 100 toàn cầu;• Tuyển dụng 2.000 giảng viên nước ngoài, trao quyền tự chủ toàn diện;• Đến năm 2045: có 5 trường đại học thuộc top 100 toàn cầu. |
|  <p>Pháp luật & Thực thi (Nghị quyết 66)</p> | <ul style="list-style-type: none">• Hệ thống pháp luật minh bạch, dự đoán được, phù hợp chuẩn mực quốc tế;• Giảm chi phí tuân thủ, đơn giản hóa thủ tục 30%, áp dụng AI và dữ liệu lớn trong xây dựng pháp luật;• Đảm bảo quyền tự do kinh doanh: “Doanh nghiệp được làm tất cả những gì pháp luật không cấm.” |  <p>Y tế (Nghị quyết 72)</p> | <ul style="list-style-type: none">• Đạt tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế 95% vào năm 2025;• Miễn phí viện phí cơ bản cho người dân có bảo hiểm y tế;• Tăng cường y tế cơ sở, y học dự phòng và hệ thống y tế số;• Khuyến khích khu vực tư nhân tham gia xây dựng bệnh viện hiện đại. |
|  <p>Phát triển khu vực tư nhân (Nghị quyết 68)</p> | <ul style="list-style-type: none">• Đạt 2 triệu doanh nghiệp (2030) và 3 triệu doanh nghiệp (2045);• Khu vực tư nhân đóng góp 55–68% GDP;• Năng suất lao động khu vực tư nhân tăng 6,8–5,9% mỗi năm. |  <p>Kinh tế nhà nước (Nghị quyết 73)</p> | <ul style="list-style-type: none">• Tái cấu trúc DNNN tập trung vào các ngành chiến lược;• Nâng cao quản trị và tính minh bạch;• Thu hút vốn tư nhân vào các dự án của DNNN. |

Tư nhân đóng vai trò trung tâm

Năm 2025 cơ bản hoàn thành mục tiêu tinh gọn bộ nhà nước, trong vòng 5 năm tới sẽ cắt giảm khoảng 20% nhân sự ở khu vực công

| Phó thủ tướng | Bộ | CQ ngang Bộ | Cơ quan Chính Phủ | Tỉnh, thành phố | Phường, xã |
|---------------|----|-------------|-------------------|-----------------|------------|
| 5 | 18 | 4 | 8 | 63 | 10.035 |
| 7 | 14 | 3 | 5 | 34 | 2.595 |

- Theo báo cáo của Economist Intelligence Unit, **Việt Nam tăng 12 bậc trong bảng xếp hạng môi trường kinh doanh toàn cầu.**
- Các chính sách mới của Chính phủ – từ sửa đổi Luật Công nghệ cao đến chiến lược chuyển đổi xanh và số – sẽ giúp thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao, đặc biệt từ các doanh nghiệp công nghệ cao và các lĩnh vực hướng tới phát triển bền vững (ESG).

2026 sẽ tiến tới tạo môi trường kinh doanh thuận lợi cùng với các chính sách ưu đãi về đất đai và tài chính, tạo ra các DN tiên phong

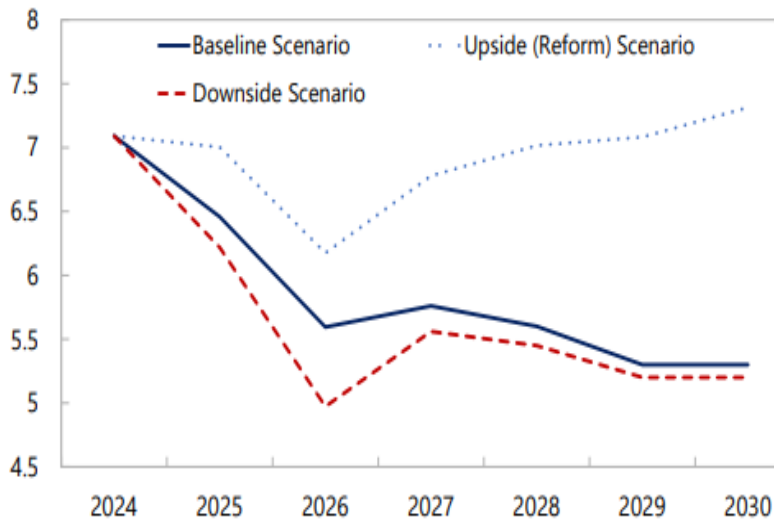
| Nhóm chính sách | Điểm nổi bật |
|---------------------------------|--|
| Hỗ trợ hình thành DN tiên phong | <ul style="list-style-type: none"> • Mở rộng sự tham gia của DN tư nhân vào các dự án trọng điểm có ý nghĩa lớn với phát triển kinh tế - xã hội. • Bố trí ngân sách để phát triển 1.000 doanh nghiệp tiêu biểu, tiên phong • Bố trí ngân sách cho Chương trình “Go Global” để hỗ trợ về thị trường, vốn, công nghệ, kết nối với các tập đoàn đa quốc gia. |
| Cải cách môi trường kinh doanh | <ul style="list-style-type: none"> • Giới hạn kiểm tra/kiểm toán tối đa một lần mỗi năm cho mỗi đơn vị, trừ khi có vi phạm rõ ràng • Ưu tiên kiểm tra từ xa bằng dữ liệu số • Chuyển từ phê duyệt trước sang tự khai tuân thủ. |
| Tiếp cận đất đai | <ul style="list-style-type: none"> • Giảm ít nhất 30% tiền thuê đất trong năm năm cho doanh nghiệp công nghệ cao, SME và startup trong khu công nghiệp và vườn ươm công nghệ. • Dành quỹ đất trong các khu công nghiệp mới cho đổi mới sáng tạo (20 ha hoặc 5%) |
| Hỗ trợ tài chính | <ul style="list-style-type: none"> • Hỗ trợ lãi suất 2%/năm cho các khoản vay tài trợ dự án xanh • Quỹ Phát triển SME cung cấp khoản vay, vốn môi và có thể đầu tư vào quỹ tư nhân/công. |
| Ưu đãi thuế | <ul style="list-style-type: none"> • Miễn thuế TNDN trong 2 năm, giảm 50% cho 4 năm tiếp theo đối với startup. • Miễn thuế TNCN đối với chuyển nhượng vốn; bãi bỏ phí giấy phép kinh doanh từ ngày 01/01/2026. |
| Nghiên cứu & Đào tạo | <ul style="list-style-type: none"> • Cho phép doanh nghiệp thành lập quỹ khoa học & công nghệ (tối đa 20% thu nhập chịu thuế) • Khấu trừ chi phí đào tạo cho SME trong chuỗi cung ứng khỏi thu nhập chịu thuế. |

Nguồn: **Nghị định 198/2025/QH15** về các cơ chế, chính sách đặc biệt thúc đẩy phát triển kinh tế khu vực tư nhân

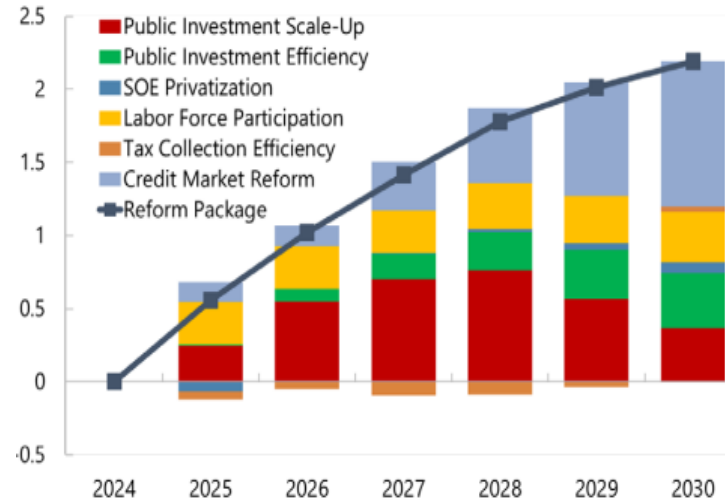
Cải cách toàn diện hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng dài hạn

IMF ước tính cải cách cấu trúc có thể thúc đẩy tăng trưởng dài hạn hơn 2 điểm phần trăm

Cải cách cấu trúc toàn diện tạo động lực bền vững cho tăng trưởng dài hạn



Tăng trưởng GDP tăng thêm từ cải cách do với kịch bản cơ sở



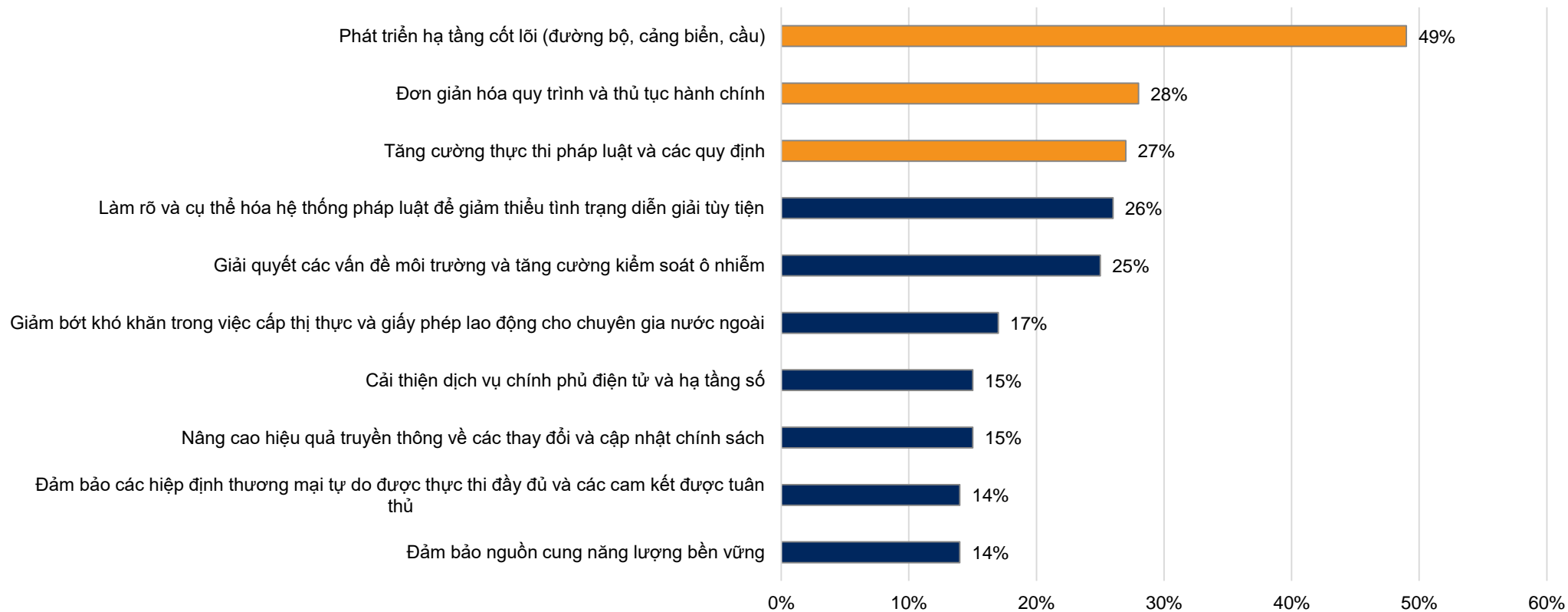
Các chương trình cải cách theo giả định của IMF

| Cải cách | Kịch bản mô phỏng |
|---|--|
| Mở rộng đầu tư công | Tăng 11,5% GDP tổng cộng trong giai đoạn 2025-2030 |
| Nâng cao hiệu quả đầu tư công | Tăng từ 69% lên 84% (trung bình ASEAN-5) |
| Thúc đẩy cổ phần hóa DNNN | Thu về 0,5% GDP hàng năm |
| Tăng tỷ lệ tham gia lực lượng lao động | Tăng 0,5% hàng năm |
| Cải thiện hiệu quả thu thuế | Tăng hiệu quả thu VAT và PIT lên 85% và 5% (từ 70% và 3,5%) tương ứng |
| Giảm méo mó thị trường tín dụng | Giảm méo mó thị trường tín dụng để tăng đầu tư tư nhân lên 24% GDP (tỷ lệ phần trăm thứ 75 trong phân phối của các nền kinh tế mới nổi châu Á) |

- **Kịch bản cơ sở** dựa trên mức thuế đối ứng 20% với lợi ích tái phân bổ hạn chế trong ngắn hạn.
- **Kịch bản tiêu cực** dựa trên mức thuế 20% đối với hàng hóa có giá trị gia tăng (GTGT) trong nước trên 50% và 40% đối với hàng hóa có GTGT dưới 50% nhưng không có lợi ích tái phân bổ. Tăng trưởng kinh tế có thể thấp hơn từ 0,2-0,6 điểm phần trăm trong giai đoạn 2025-2026.
- **Kịch bản tích cực** dựa trên mức thuế 20% nhưng sự bất định về chính sách thương mại giảm bớt, lợi ích từ tái phân bổ thương mại có thể lớn hơn. Hơn nữa, việc triển khai thành công các dự án cơ sở hạ tầng đã được lập kế hoạch và các cải cách cấu trúc toàn diện có thể thúc đẩy tăng trưởng trung hạn hơn 2 điểm phần trăm.

Việt Nam đang nỗ lực cải thiện các vấn đề cốt lõi để thu hút đầu tư tư nhân

Các yếu tố cần cải thiện để tăng khả năng thu hút đầu tư FDI



- Theo báo cáo Chỉ số niềm tin Kinh doanh Q3/25 của Eurocham, **49% số doanh nghiệp được khảo sát cho rằng phát triển hạ tầng cốt lõi là yếu tố quan trọng nhất** để thu hút đầu tư nước ngoài, bên cạnh đó là các yếu tố về đơn giản hóa quy trình, thủ tục hành chính (chiếm 28%) và tăng cường thực thi pháp luật (27%).

Hạ tầng Việt Nam bước vào giai đoạn chuyển đổi lớn

Việt Nam đang từng bước triển khai kế hoạch tham vọng nhằm nâng cấp toàn diện hệ thống hạ tầng quốc gia trong thập kỷ tới



Hạ tầng đường bộ

Hạ tầng đường sắt

Hạ tầng hàng không

Hạ tầng cảng

Hạ tầng năng lượng

Hiện tại

- Tổng chiều dài đường bộ và cao tốc khoảng **26.484 km**

3.143 km

22 sân bay

36 cảng biển, đáp ứng ~1.000 triệu tấn hàng hóa

Công suất nguồn điện ~**80 GW**; **năng lượng tái tạo ~15%**

Mục tiêu 2030

- Tổng chiều dài đường bộ: **29.795 km**
- Tổng chiều dài đường ven biển: **3.034 km**
- Tổng chiều dài đường cao tốc: **5.004 km**

Hiện đại hóa mạng lưới hiện có và xây dựng 9 tuyến đường sắt mới, tổng chiều dài **4.802 km**

30 sân bay (16 nội địa, 14 quốc tế)

Đáp ứng thông qua lượng hàng hóa từ 1.140 đến 1.423 triệu tấn; hành khách từ 10,1 đến 10,3 triệu lượt khách

Công suất nguồn điện đạt **183 - 236 GW**; **năng lượng tái tạo chiếm 25 - 30%**

Mục tiêu 2050

41 tuyến cao tốc với tổng chiều dài **9.014 km**

25 tuyến đường sắt, tổng chiều dài **6.658 km**

33 sân bay (19 nội địa, 14 quốc tế)

Bảo đảm vững chắc an ninh năng lượng quốc gia, thị trường năng lượng cạnh tranh lành mạnh

Nguồn

Quy hoạch phát triển giao thông đường bộ đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050

Quy hoạch tổng thể phát triển đường sắt đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050

Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống sân bay quốc gia giai đoạn 2021–2030, tầm nhìn đến 2050

Quy hoạch hệ thống cảng biển giai đoạn 2021–2030, tầm nhìn đến năm 2050

Nghị quyết 70 về Bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn 2045

- **Việt Nam hướng tới xây dựng chuỗi logistics tích hợp (Logistics 3.0)** bao gồm vận tải đa phương thức – kho lạnh – ICD – cảng nước sâu – đường sắt kết nối. Sự hoàn thiện hạ tầng tạo hiệu ứng lan tỏa cho bất động sản công nghiệp, sản xuất xuất khẩu, vận tải – cảng biển và thương mại điện tử xuyên biên giới.

Năm 2026 đánh dấu sự giao thoa giữa giai đoạn hoàn thiện và khởi công nhiều dự án trọng điểm quốc gia

Các dự án đầu tư công và kết hợp công - tư nhân trọng điểm

| Dự án | Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng) | Thời gian thực hiện | | | | | | | | | |
|---|---------------------------|---------------------|------|----------|------|------|------|------|------|-----------|---|
| | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031-2035 | |
| I. Cao tốc & đường vành đai | | | | | | | | | | | |
| Cao tốc Cà Mau – Đất Mũi | 57.896 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | | | |
| Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng | 44.691 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | | | | |
| Vành đai 4 Hà Nội | 56.290 | | | | ■ | ■ | ■ | | | | |
| Vành đai 3 TP.HCM | 75.378 | ■ | ■ | ■ | | | | | | | |
| Vành đai 4 TP.HCM (giai đoạn 1) | 122.744 | | | | | ■ | ■ | ■ | | | |
| Cao tốc TP.HCM – Mỹ Thuận (mở rộng) | 41.372 | | | | ■ | ■ | ■ | | | | |
| Cao tốc Quy Nhơn – Pleiku | 43.734 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | | | |
| 12 dự án thành phần của tuyến cao tốc Bắc – Nam phía Đông | 146.990 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | | | |
| II. Đường sắt cao tốc & đường sắt đô thị | | | | | | | | | | | |
| Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng (kết nối với Trung Quốc) | 295.220 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | |
| Đường sắt cao tốc Bắc – Nam | 1.713.548 | | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| Metro số 2 Bến Thành – Tham Lương giai đoạn 1 (TP.HCM) | 47.800 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | |
| Metro số 2 Nam Thăng Long – Trần Hưng Đạo (Hà Nội) | 35.588 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | | | |
| Metro số 5 Văn Cao – Hòa Lạc (Hà Nội) | 74.000 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | |
| Metro Bến Thành - Cầu Giờ | 86.650 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | |
| Metro số 3, 4, 5, 6, 7 (TP.HCM) | 1.144.000 | | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| III. Cảng biển | | | | | | | | | | | |
| Cảng trung chuyển quốc tế Cầu Giờ (gồm 7 giai đoạn)* | 113.532 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | |
| Cảng container Liên Chiểu (Đà Nẵng) | 45.268 | | | | | ■ | ■ | ■ | | | |
| IV. Sân bay quốc tế | | | | | | | | | | | |
| Sân bay quốc tế Gia Bình (giai đoạn 1) | 141.236 | | | | ■ | ■ | | | | | |
| Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1) | 114.500 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | | | | | |
| V. Năng lượng & khác | | | | | | | | | | | |
| Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 & 2 | 563.706 | | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| 21 dự án phục vụ Hội nghị APEC 2027 - Phú Quốc - Kiên Giang | 137.280 | | | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | |
| Tổng | 5.101.423 | | | | | | | | | | |
| Ghi chú: | | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| | | Đang xây dựng | | Kế hoạch | | | | | | | |

- Một số dự án tiến đến giai đoạn hoàn thiện và đưa vào sử dụng trong năm 2026 như Cao tốc Bắc – Nam (giai đoạn 2), Sân bay Long Thành (khai thác giai đoạn 1), Đường vành đai 3, 4 tại Hà Nội/TP.HCM.
- Trong giai đoạn 2026–2027, Việt Nam dự kiến khởi công nhiều dự án giao thông trọng điểm, bao gồm đường sắt cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành (giai đoạn 2), hệ thống metro tại Hà Nội và TP.HCM. Những dự án này sẽ đi kèm theo một nguồn lực tài chính và nhân lực rất lớn để đáp ứng khối lượng công việc khổng lồ.

Mở đường cho hợp tác công – tư trong các dự án hạ tầng trọng điểm

Cơ chế mới sẽ tạo ra các động lực chính cho nền kinh tế

| STT | Tên dự án | DN được giao nghiên cứu & đề xuất đầu tư | Thời gian khởi công | Dự kiến hoàn thành | Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng) | Thông tin bổ sung |
|------------------|---|--|---------------------|--------------------|---------------------------|---|
| 1 | 21 dự án phục vụ APEC 2027 ở Phú Quốc | Sungroup | 2025 | Q2/27 | 137.000 | Tổng dự án chia có 2 phần, bao gồm: 10 dự án đầu tư công (tổng VĐT khoảng 20.166 tỷ đồng), và 11 dự án đầu tư theo phương thức PPP (tổng VĐT khoảng 116.972 tỷ đồng), áp dụng cơ chế đầu tư khẩn cấp để hoàn thiện trước sự kiện APEC 2027. |
| 2 | Đường sắt cao tốc Bắc Nam | Chờ xét duyệt (Thaco) | 2026 | 2030 - 2035 | 1.560.000 | Dự án có tổng chiều dài 1.541 km với tốc độ tối đa 350 km/h, dự kiến khởi công vào cuối năm 2026. |
| 3 | Đường sắt tốc độ cao Hà Nội – Quảng Ninh (VinSpeed) | VinSpeed | Q4/25 | Q4/27 | 153.000 | Tổng chiều dài ~120km, đi qua địa phận thuộc 4 tỉnh, thành phố gồm Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng và Quảng Ninh. Giai đoạn 1 (2025 - 2028): Xin giấy phép - Thi công - Chạy thử Giai đoạn 2 (2028 – 2035): Dự kiến khai thác 4 đoàn tàu với 16 toa Giai đoạn 3 (2035 – 2050): Nâng lên 8 đoàn (32 toa). |
| 4 | Đường sắt Bến Thành - Cần Giờ (VinSpeed) | VinSpeed | T12/2025 | Q3/28 | 85.650 | Chiều dài khoảng 53 km, tốc độ tối đa 350 km/h. Dự án có điểm đầu là Công viên 23/9, bến cuối là KĐT lấn biển Vinhomes Green Paradise Cần Giờ. |
| 5 | Metro số 4 HCM (Đông Thạnh - KCN Hiệp Phước) | Sovico Group | Q2/26 | 2030 | 109.680 | Tổng chiều dài ~36,2 km. |
| 6 | Metro số 2 HCM đoạn Bến Thành - Thủ Thiêm | Thaco Group | 2026 | 2030 | 33.800 | Là một dự án thành phần dài 6km thuộc toàn tuyến metro số 2 (Củ Chi – quốc lộ 22 – An Sương – Bến Thành – Thủ Thiêm). |
| 7 | Tuyến metro Thủ Thiêm - Long Thành | Thaco Group | 2026 | 2030 | 84.750 | Tổng chiều dài 42 km. Nếu tích hợp đoạn Bến Thành – Thủ Thiêm với tuyến đường sắt đô thị Thủ Thiêm – sân bay Long Thành sẽ khoảng 47,8 km |
| 8 | Metro số 3 HCM đoạn Hiệp Bình Phước - An Hạ | Masterise Group | | | | Tổng chiều dài ~45,8km |
| 9 | Cầu Phú Mỹ 2 | Masterise Group | Q3/26 | 2029 | 13.000 | Tổng chiều dài cầu ~6,3 km, kết nối TP.HCM với tỉnh Đồng Nai |
| 10 | Metro số 1 mở rộng (Suối Tiên - TP mới Bình Dương) | Becamex | 2027 | 2031 | 64.370 | Tổng chiều dài ~32 km, tốc độ tối đa 120km/h |
| 11 | Đường sắt quốc gia Bàu Bàng - Cái Mép | Becamex | 2026- 2027 | 2035 | 153.000 | Tổng chiều dài ~127 km kết nối logistic giữa Bình Dương và cụm cảng Bà Rịa Vũng Tàu. Đây là tuyến đường sắt lưỡng dụng, có tốc độ 160km/h tàu khách và 120km/h tàu hàng. |
| Tổng cộng | | | | | 2.394.250 | |

- Việc đẩy mạnh mô hình **hợp tác công tư PPP giúp huy động nguồn lực xã hội**, qua đó đẩy nhanh tiến độ thi công và hiệu quả sử dụng vốn
- Giai đoạn đầu thu hút các **tập đoàn tư nhân lớn** tham gia các dự án trọng điểm
- Chiến lược giúp **bổ sung quỹ đất cho doanh nghiệp** do phần lớn các dự án sẽ theo mô hình **BT (đổi đất lấy hạ tầng)**.

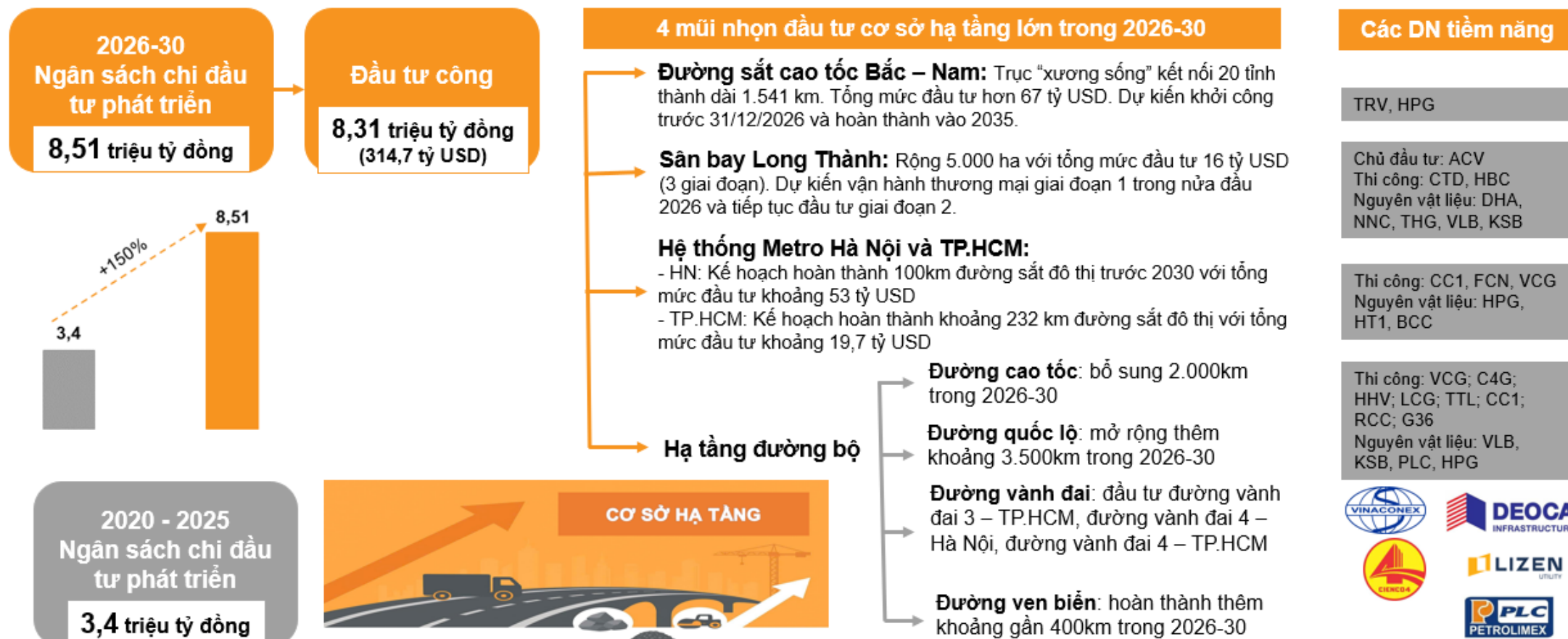
Một số chính sách thúc đẩy đầu tư công ở các công trình trọng điểm:

- Cho phép **khu vực tư nhân tham gia** và linh hoạt huy động vốn ngoài ngân sách;
- Trao **quyền** cho Ủy ban Thường vụ Quốc hội quyết định cơ chế đặc thù.
- Tách việc **bồi thường, hỗ trợ tái định cư** và di dời các công trình điện ≥110 kV thành một **tiểu dự án độc lập**
- Cho phép **điều chỉnh chính sách trước và báo cáo** Quốc hội tại kỳ họp gần nhất.
- Triển khai **gói tín dụng ưu đãi 500 nghìn tỷ đồng** với lãi suất thấp hơn từ 1 – 1,5 điểm phần trăm.

Đón đầu chu kỳ đầu tư công lớn trong 2026-30

Việt Nam đang bước vào thời kỳ bùng nổ đầu tư cơ sở hạ tầng lớn nhất từ trước đến nay, khi kế hoạch trung hạn 2020-25 sắp hoàn thành và chuẩn bị cho kế hoạch 5 năm tới 2026-30. Trong giai đoạn này, Chính phủ dự chi ngân sách gấp 2,5 lần giai đoạn 2020-25.

Sơ lược chiến lược phát triển cơ sở hạ tầng Việt Nam giai đoạn 2026-30



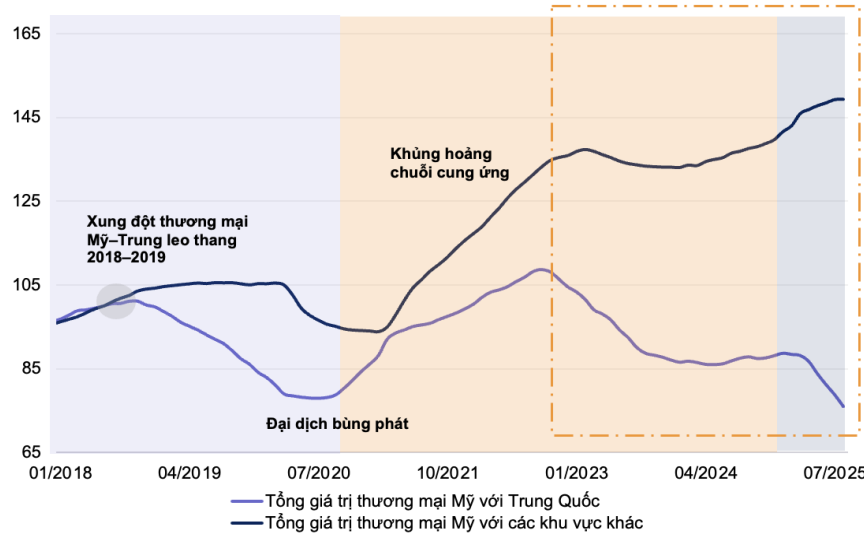
Nỗ lực xúc tiến hàng loạt các dự án làm bản lề cho nhu cầu hạ tầng những năm tiếp theo

Một số dự án đã/dự kiến khởi công trong năm 2025 – 2026 nhằm phục vụ nhu cầu phát triển hạ tầng

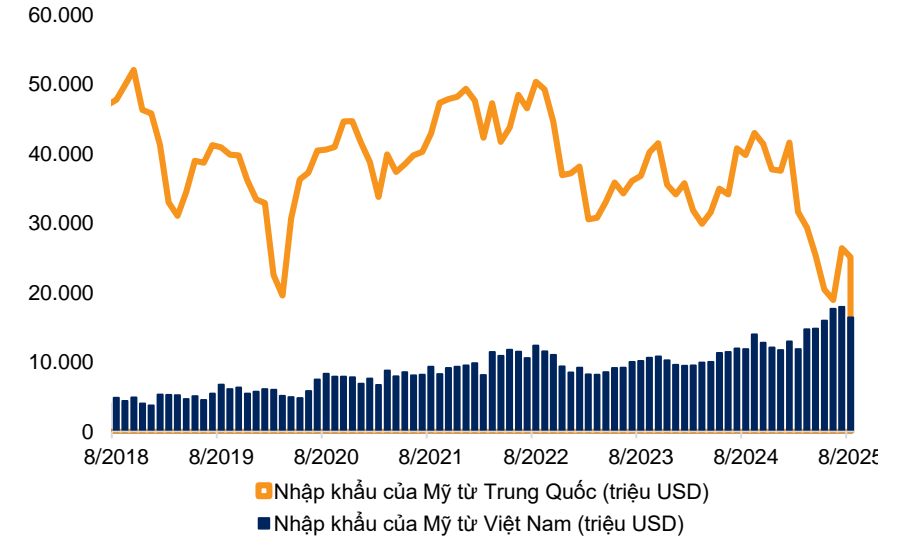
| STT | Tên dự án | Tên công ty | Ngành nghề | Thời gian khởi công | Dự kiến hoàn thành | Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng) | Thông tin bổ sung |
|-----|--|--|------------|---------------------|--------------------|---------------------------|--|
| 1 | Nhà máy Thép xanh số 1 Xuân Thiện Nam Định | Tập đoàn Xuân Thiện | VLXD | T6/2025 | T6/2030 | 98.000 | Sản phẩm chủ yếu là thép chất lượng cao, trong nước chưa sản xuất được. Dự tính đến T6/2028 đơn vị sẽ cho ra sản phẩm thép đầu tiên, và T6/2030 hoàn thành tổ hợp dự án. |
| 2 | Khu liên hợp gang thép (KCN Hòa Tâm) | Tập đoàn Hòa Phát | VLXD | Q4/25 | 2029 | 86.000 | Khu liên hợp gang thép được chia làm 2 giai đoạn với tổng công suất 6 triệu tấn/năm, trong đó Giai đoạn 1 có công suất 3 triệu tấn/năm. Khi hoàn thành, năng lực sản xuất thép của Hòa Phát đạt 22 triệu tấn/năm, sản phẩm đường ray phục vụ dự án Đường sắt tốc độ cao. |
| 3 | Dự án Tổ hợp Bô xít – Alumin – Nhôm | Công ty Hóa chất Đức Giang | Hóa chất | 2026 | 2030 | 58.000 | Toàn bộ tổ hợp được thiết kế để đạt công suất 2 triệu tấn alumin/năm và 500.000 tấn nhôm/năm. |
| 4 | Nhà máy xi măng Xuân Thiện Hòa Bình | Tập đoàn Xuân Thiện | VLXD | Q2/26 | Q4/28 | 29.800 | Công suất thiết kế 25.000 tấn clanhke/ngày, tương ứng 10 triệu tấn xi măng/năm, chia thành 2 giai đoạn (mỗi giai đoạn đầu tư có công suất 12.500 tấn clanhke/ngày, tương ứng 5 triệu tấn xi măng/năm). |
| 5 | Dự án Nhà máy thép lá mạ Phú Mỹ (nhà máy số 4) | Công ty TNHH MTV Đông Á - Phú Mỹ (Cty con của GDA) | VLXD | Q4/25 | Q3/27 | 10.000 | Công suất thiết kế 1,2 triệu tấn/năm chia làm 4 giai đoạn, trong đó Giai đoạn 1 (Q3/24-Q3/27) có tổng đầu tư 3,000 - 3,500 tỷ đồng. |
| 6 | Tổ hợp sản xuất thép công nghiệp – công nghệ cao tại Khu kinh tế Vũng Áng (Vinmetal) | Tập đoàn như Vinhomes | VLXD | T12/2025 | Q1/27 | 10.000 | Công suất giai đoạn 1 khoảng 5 triệu tấn/năm, tập trung vào các dòng sản phẩm chiến lược như thép cán nóng, thép cường độ cao, thép hợp kim đặc chủng phục vụ sản xuất ô tô điện, xây dựng, hạ tầng giao thông tốc độ cao và công trình công nghiệp quy mô lớn. |
| 7 | Dự án sản xuất ray đường sắt và thép đặc biệt Hòa Phát Dung Quất | Tập đoàn Hòa Phát | VLXD | T12/2025 | Q3/28 | 10.000 | Công suất thiết kế 700.000 tấn/năm; sản phẩm, dịch vụ cung cấp gồm: thép ray, thép hình và thép đặc biệt. |

Chủ đề 3: Việt Nam đẩy mạnh thu hút FDI công nghệ cao, phát triển với trung tâm tài chính quốc tế (IFC)

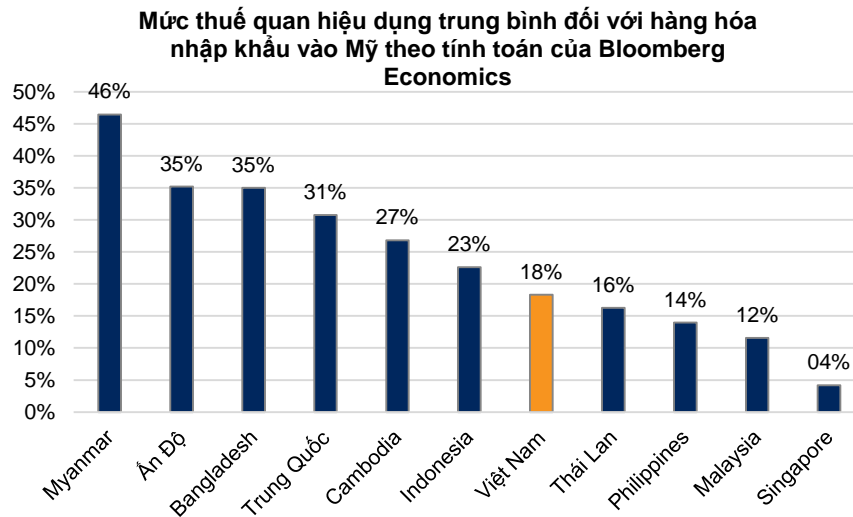
Mỹ rõ ràng trong việc phân tách và tái cấu trúc chuỗi cung ứng, mở ra cơ hội và thách thức cho các nền kinh tế xuất khẩu khác



Xu hướng “Trung Quốc+1” tiếp diễn mở ra cơ hội cho Việt Nam



Việt Nam duy trì các lợi thế về thuế quan sau nhiều vòng đàm phán



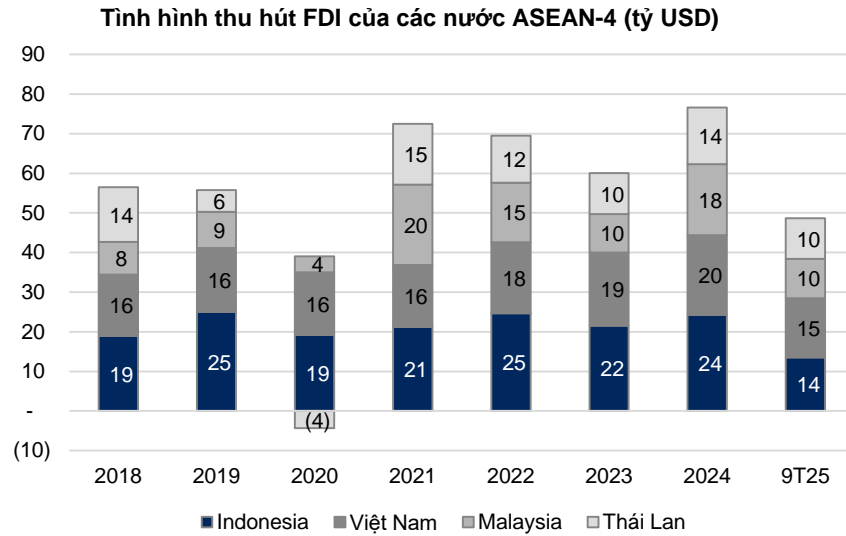
Máy móc, thiết bị, điện tử sẽ là lĩnh vực thu hút FDI, giúp cơ cấu xuất khẩu chuyển dịch sang các mặt hàng thâm dụng công nghệ và có giá trị gia tăng cao

| Thuế đối ứng trung bình | Việt Nam | Trung Quốc | Thái Lan | Philippines | Ấn Độ | Indonesia | Malaysia |
|-------------------------|----------|------------|----------|-------------|-------|-----------|----------|
| Năng lượng | 1% | 30% | 0% | | 0% | 0% | 0% |
| Máy móc, thiết bị | 2% | 46% | 4% | 4% | 16% | 10% | 5% |
| Điện tử | 6% | 36% | 5% | 10% | 3% | 9% | 7% |
| Thịt, SP từ thịt | 9% | 57% | 16% | | | | |
| Ngũ cốc | 12% | 56% | 12% | 11% | 13% | | 0% |
| Nhựa | 15% | 42% | 9% | 12% | 13% | 5% | 14% |
| Phương tiện vận tải | 20% | 63% | 21% | 15% | 20% | 14% | 23% |
| Sắt thép | 24% | 70% | 23% | 0% | 19% | 32% | 14% |
| SP từ sắt thép | 34% | 77% | 35% | 39% | 40% | 35% | 48% |
| Nhôm | 40% | 70% | 29% | 26% | 23% | 34% | 46% |

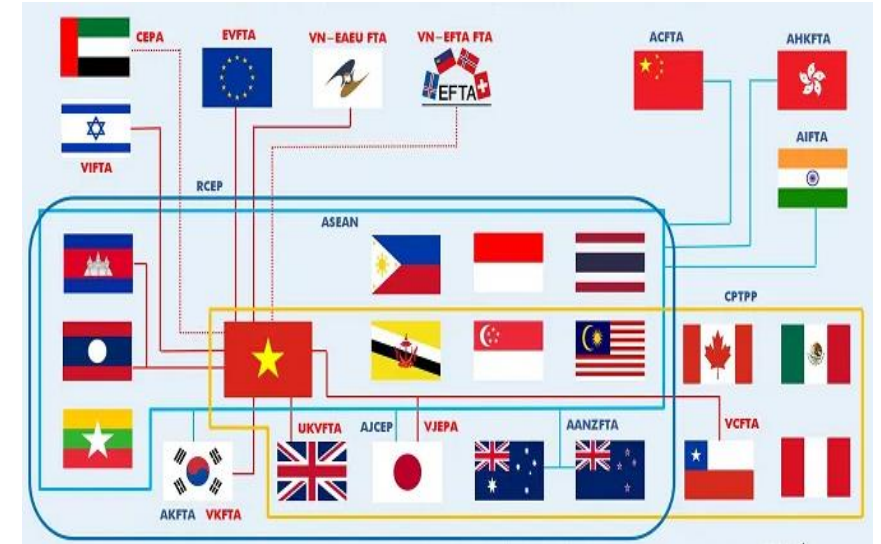
FDI dịch chuyển theo hướng công nghệ cao, ESG do mất dần lợi thế về chi phí lao động

Theo Greenfield FDI Performance Index 2025 của FDI Intelligence (Financial Times), Việt Nam đứng thứ 17 toàn cầu về hiệu suất thu hút vốn đầu tư mới, vượt nhiều nước ASEAN như Malaysia (26) và Philippines (40)

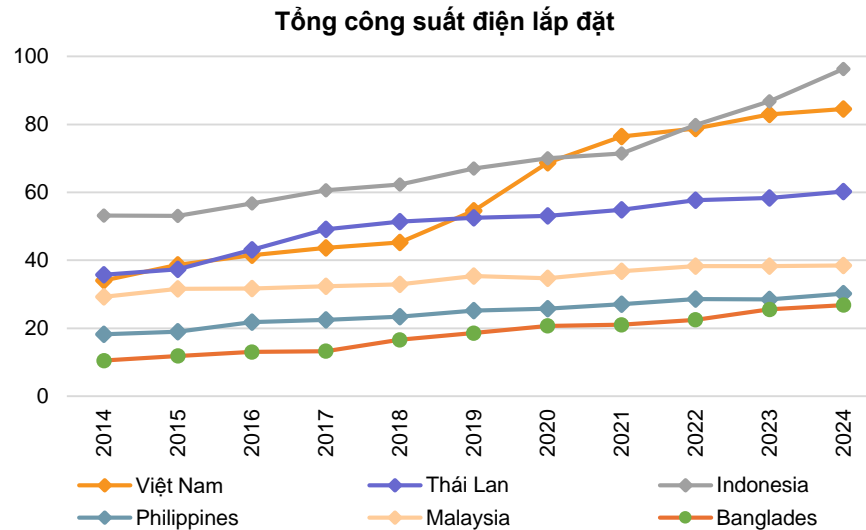
Việt Nam đang vươn lên dẫn đầu về thu hút FDI trong ASEAN-4



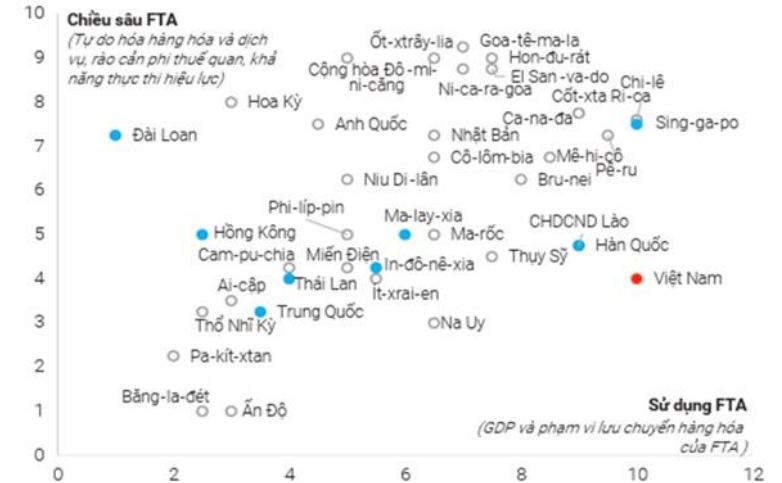
...nhờ chiến lược hội nhập sâu rộng với 25 đối tác chiến lược và 21 FTA đã ký kết và đàm phán



Bên cạnh nâng cấp hạ tầng giao, hạ tầng năng lượng cũng đang cải thiện

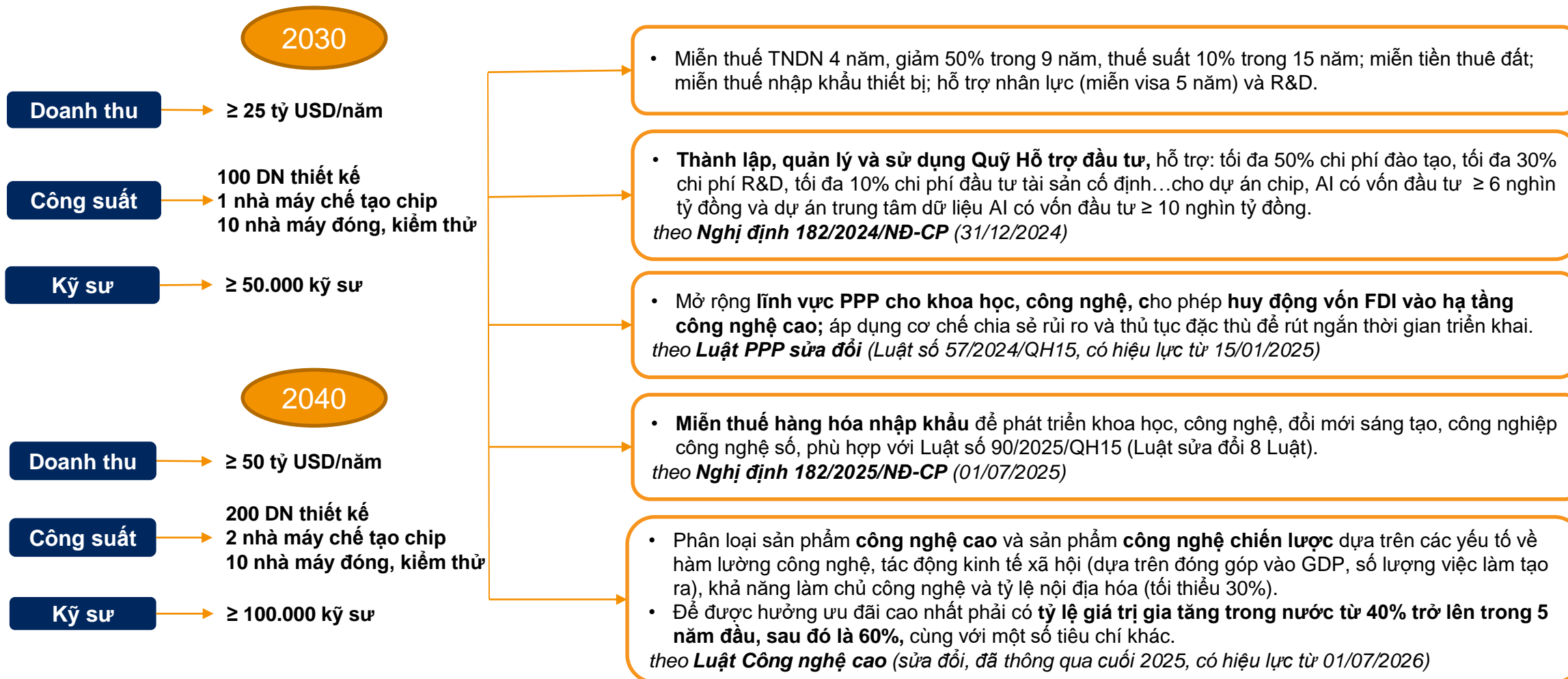


Cùng với chính sách vĩ mô ổn định định hướng công nghệ cao, vị trí địa lý thuận lợi, mức độ hội nhập sâu giúp Việt Nam duy trì sức hấp dẫn



Chính sách FDI mới mở đường cho công nghệ cao, kỳ vọng tạo ra hệ sinh thái đổi mới sáng tạo

Chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn 2050



➤ Các chính sách FDI mới tạo động lực mạnh mẽ thu hút dòng vốn công nghệ cao, thúc đẩy hình thành chuỗi giá trị gia tăng trong nước thông qua R&D, sản xuất chip và chuyển giao công nghệ. **Luật Công nghệ cao sửa đổi siết tiêu chí công nghệ lõi và phân loại ưu đãi theo tỷ lệ nội địa hóa, khuyến khích liên kết với DN Việt Nam** và nâng cao giá trị gia tăng trong nước, không chỉ góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia mà còn hỗ trợ phát triển hệ sinh thái đổi mới sáng tạo và công nghiệp phụ trợ.

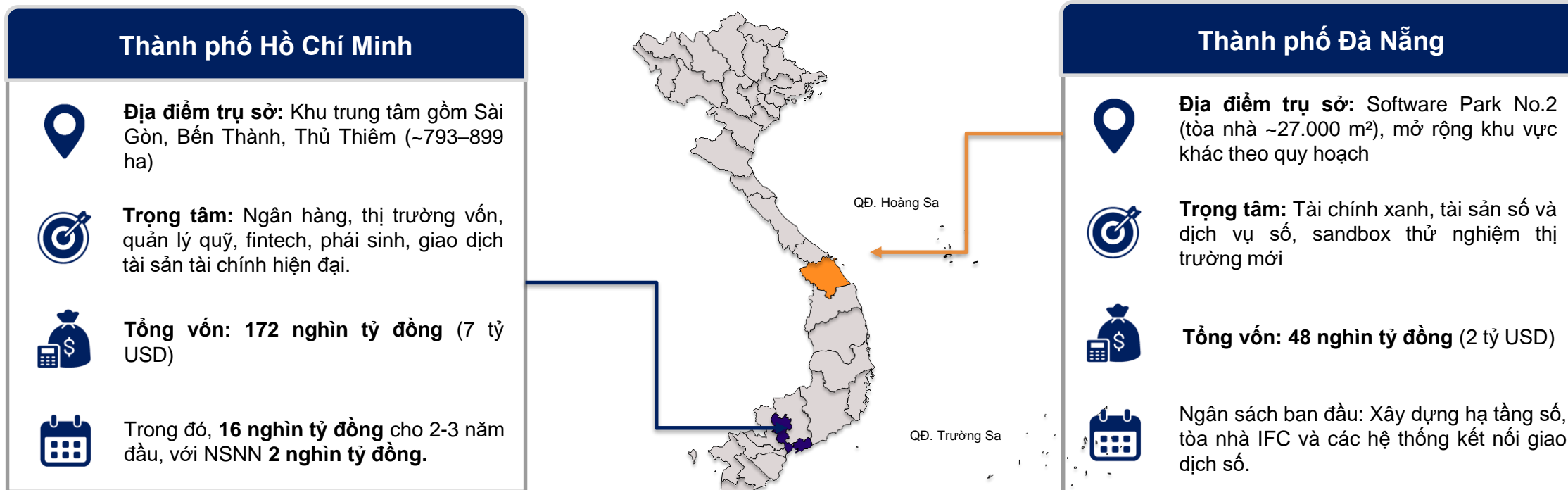
Chính sách FDI mới mở đường cho công nghệ cao, tạo ra hệ sinh thái đổi mới sáng tạo

Quy định phân loại ưu đãi theo tỷ lệ vốn nội địa có thể thúc đẩy xu hướng hợp tác mới giữa doanh nghiệp FDI và Việt Nam

Nhiều dự án FDI liên quan đến sản xuất, công nghiệp, công nghệ và điện tử được cấp phép/khởi công trong năm 2025

| STT | Tên dự án | Nhà đầu tư | Ngành nghề | Tổng mức đầu tư (triệu USD) |
|-----|--|---|-------------------|-----------------------------|
| 1 | Nhà máy Samsung Display | Hàn Quốc | Linh kiện điện tử | 1,800 |
| 2 | Dự án Tổ hợp sản xuất và tái chế vải polyester | Thụy sĩ | Dệt may | 1.000 |
| 3 | Dự án Xây dựng nhà máy nghiên cứu và sản xuất pin & hệ thống BESS tại Khu Công nghệ cao TP.HCM | Liên danh Đại Dững - TCT Xây dựng số 1 - Tập đoàn Hòa Phát - Smart Tech Group (Hoa Kỳ) | Năng lượng | 850 |
| 4 | Nhà máy Victory Giant Technology Việt Nam | Trung Quốc | Linh kiện điện tử | 520 |
| 5 | Chuỗi 12 dự án nông nghiệp công nghệ cao trên địa bàn tỉnh giai đoạn 2025-2030 | Liên doanh De Heus (Hà Lan) - Hùng Nhơn | Nông nghiệp CNC | 379 |
| 6 | SMC Manufacturing | Nhật Bản | Sản xuất | 500 |
| 7 | Mega Textile | Singapore | Dệt may | 400 |
| 8 | Chuỗi 12 dự án nông nghiệp công nghệ cao trên địa bàn tỉnh giai đoạn 2025-2030. | Liên doanh De Heus (Hà Lan) - Hùng Nhơn | Nông nghiệp CNC | 379 |
| 9 | Nhà máy sản xuất ô-tô GEL-O&J | Tập đoàn Geleximco và Tập đoàn Chery (Trung Quốc) | Ô tô | 319 |
| 10 | Luxshare-Ict - Bắc Ninh | Trung Quốc | Linh kiện điện tử | 300 |
| 11 | Nhà máy sản xuất ván tre ép OSB staBOO Thanh Hóa | Thụy sĩ | VLXD | 121 |
| 12 | Dự án Công ty TNHH Green Precision Manufacturing Việt Nam | Trung Quốc | Linh kiện điện tử | 120 |
| 13 | Nhà máy sản xuất bảng mạch - Red Board | Trung Quốc | Linh kiện điện tử | 110 |
| 14 | Nhà máy công nghệ thể thao Bestway Cần Thơ (Khu công nghiệp VSIP) | Trung Quốc | Khác | 98 |
| 15 | Nhà máy sản xuất vải Billion Union Việt Nam | Singapore | Dệt may | 70 |

Nghị quyết 222/2025/QH15 về việc thành lập IFC tại TP HCM và Đà Nẵng, có hiệu lực từ 1/9/2025



Cơ chế chung (NQ 222)

Ưu đãi thuế TNDN: 10% trong 30 năm, miễn tối đa 4 năm, giảm 50% thuế 9 năm tiếp theo.

Thuế TNCN: Miễn cho chuyên gia đến cuối 2030.

Chính sách đất: Thuê đất lên đến 70 năm cho dự án ưu tiên.

Tháng 6 - Tháng 12/2025 **2026-2030**

- Hoàn thiện khung pháp lý, hướng dẫn NQ 222/2025/QH15
- Cơ quan quản lý, giám sát
- Hạ tầng kỹ thuật, không gian vận hành cơ bản.

- Hoàn chỉnh cơ sở hạ tầng, thử nghiệm sản phẩm tài chính mới
- Thu hút đầu tư quốc tế, mở rộng dịch vụ

Cơ chế quản lý pháp lý:

Tách biệt hoạt động trong nước và offshore, tạo hành lang tiêu chuẩn quốc tế.

Bộ máy điều hành, giám sát, và cơ chế giải quyết tranh chấp quốc tế.

Hệ động lực tương lai với 4 khu thương mại tự do (FTZ) và cơ chế đặc thù của TP.HCM (NQ-98)

Bàu Bàng FTZ

Vị trí: Bàu Bàng (Bình Dương cũ), gần với đường sắt HCM–Lộc Ninh

Quy mô: ~100 ha

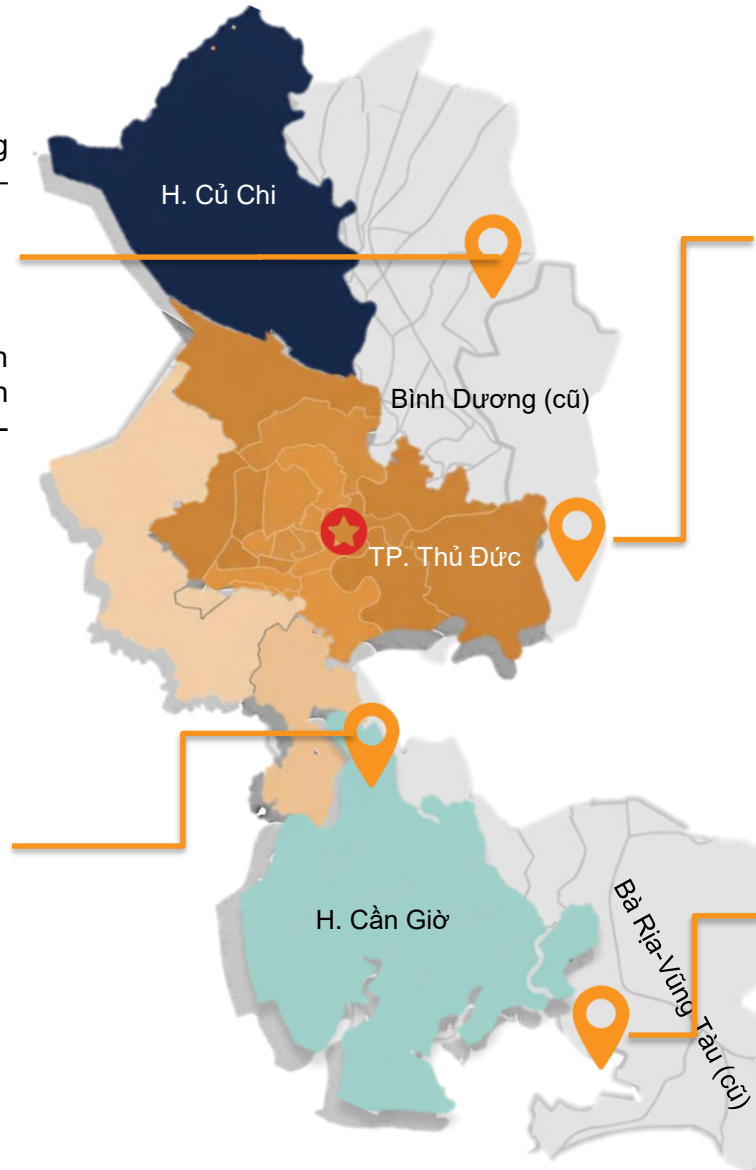
Vai trò: Điểm trung chuyển hàng hoá của tỉnh Bình Dương cũ đến cảng Cái Mép - Thị Vải và cửa khẩu Mộc Bài

Cần Giờ FTZ

Vị trí: Bình Khánh, huyện Cần Giờ

Quy mô: 1.000 – 2.000 ha

Vai trò: Cửa ngõ thương mại quốc tế, kết nối với tuyến hàng hoá trọng yếu



An Bình FTZ

Vị trí: An Bình (Bình Dương cũ), gần với ga đường sắt An Bình

Quy mô: ~100 ha

Vai trò: Trung tâm logistics và thương mại dịch vụ, hỗ trợ vận tải đa phương thức

Cái Mép Hạ FTZ

Vị trí: Tân Phước, Thân Hải (Bà Rịa-Vũng Tàu cũ), gần với cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ & vịnh Gành Rái

Quy mô: 3.764 ha

Vai trò: Trung tâm cảng–logistics–công nghiệp–đô thị; đầu mối giao thông & kho bãi logistics

Cơ chế đặc thù - Nghị quyết 98/2023/QH1598 (sửa đổi)

Đô thị & Đầu tư

- Thí điểm mô hình TOD (Transit-Oriented Development), phát triển đô thị theo đầu mối giao thông công cộng
- Ưu tiên khai thác quỹ đất dọc tuyến metro, hạ tầng giao thông
- Quyền sử dụng đất linh hoạt
- Cho phép triển khai dự án PPP/BOT/ BT linh hoạt.

Ngân sách & Thuế

- TP được giữ 100% phần tăng thu từ khoản phí mới ban hành,
- Áp dụng phí, lệ phí mới chưa có trong danh mục quốc gia.
- Các ưu đãi TNDN và TNCN cho chuyên gia
- Ưu đãi thuế R&D.

Tài chính & Quản lý hành chính

- Thủ tục đầu tư tối giản
- Cho phép niêm yết, định giá, thanh toán bằng ngoại tệ
- Mô hình “một cửa” hành chính
- Phân cấp, uỷ quyền.

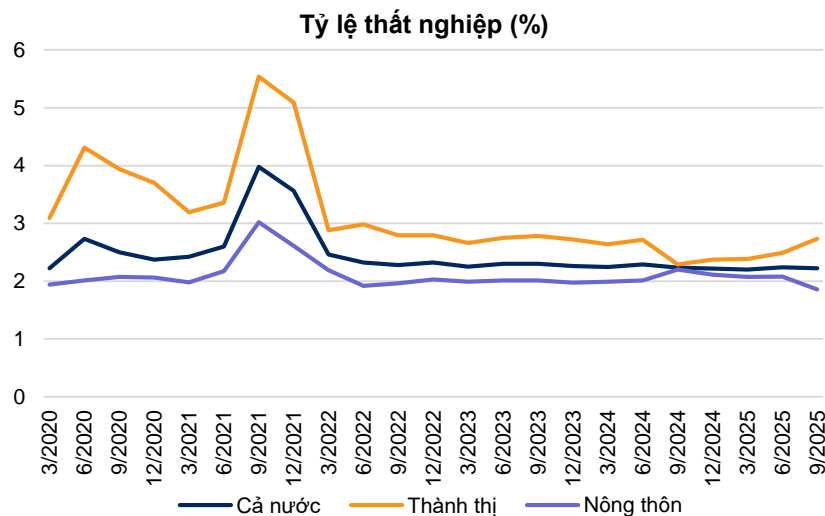
Chủ đề 4. Tiêu dùng hồi phục nhưng có sự phân hóa do ảnh hưởng của chính sách thuế mới

| | CẢI CÁCH | VĂN BẢN QUY ĐỊNH | THỜI GIAN HIỆU LỰC | ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI ÁP DỤNG | TÁC ĐỘNG NGÂN SÁCH | TÁC ĐỘNG THỊ TRƯỜNG |
|-------------------|---|---|-------------------------|---|---------------------|---|
| HỖ TRỢ TIÊU DÙNG | Bỏ thuế khoán, miễn thuế TNCN cho hộ kinh doanh DT dưới 500 triệu | Nghị quyết 198/2025/QH15 Luật thuế TNCN sửa đổi | 01/01/2026 | Hộ kinh doanh toàn quốc | ↓ Thu | Giảm gánh nặng thuế cho hộ nhỏ, giúp họ duy trì kinh doanh Gián tiếp tăng cung và kích cầu tiêu dùng tại địa phương |
| | Tăng lương cơ sở | Nghị định số 293/2025/NĐ-CP | 01/01/2026 | Cán bộ, nhân viên hành chính công và nhóm hưu trí | ↑ Chi | Giúp tăng thu nhập khả dụng cho nhóm dân số lớn Gia tăng sức mua tiêu dùng với hàng hoá thiết yếu (FMCG, F&B, dịch vụ) |
| | Tăng lương tối thiểu vùng | Nghị định 293/2025/NĐ-CP | 01/01/2026 | Lao động phổ thông, công nhân khu công nghiệp | ↔ Tác động nhẹ | Nâng thu nhập cơ bản cho lao động, tăng chi tiêu tiêu dùng: thực phẩm, đồ uống, thời trang, điện máy |
| | Tăng mức giảm trừ thuế TNCN | Nghị quyết 110/2025/UBTVQH15 | 01/01/2026 | Người lao động | ↓ Thu | Giúp giảm mức thuế TNCN phải đóng, gián tiếp tăng sức mua |
| | Rút gọn biểu thuế TNCN | Luật thuế TNCN sửa đổi | 01/07/2026 | Người lao động | ↓ Thu | Nâng ngưỡng đóng thuế đối với từng mức thuế suất, giúp giảm mức thuế TNCN phải đóng, gián tiếp tăng sức mua & thu hút nhân lực trình độ cao |
| | Miễn học phí | Nghị quyết số 217/2025/QH15 | 01/09/2025 | Học sinh mầm non & bậc phổ thông công lập | ↑ Chi | Nâng thu nhập cơ bản cho lao động, tăng chi tiêu tiêu dùng: thực phẩm, đồ uống, thời trang, điện máy |
| | Giảm thuế VAT từ 10% xuống 8% | Nghị quyết 204/2025/QH15 Nghị định 174/2025/NĐ-CP | 30/06/2025 - 31/12/2026 | Doanh nghiệp và hộ kinh doanh cả nước | ↓ Thu | Giảm giá bán hàng hoá/dịch vụ chịu VAT, tăng khả năng mua sắm, kích cầu tiêu dùng. Giảm chi phí thuế GTGT đầu vào cho doanh nghiệp, tăng lợi nhuận |
| | Chương trình kích cầu | Quyết định số 2269/QĐ-BCT Công điện số 179/CĐ-TTg | 08/08/2025 | Thị trường toàn quốc | ↑ Tăng thu nhẹ | Tạo bùng nổ giao dịch ngắn hạn nhờ giảm giá mạnh. Tăng lưu lượng khách (traffic) vào các kênh hiện đại, giảm tồn kho, tăng tiêu thụ sản phẩm mới hoặc cao cấp |
| | Lãi suất cho vay duy trì mức thấp | Quyết định điều hành của Ngân hàng Nhà nước | N/A | Toàn quốc | ↑ Thu | Giảm chi phí vốn, hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng sản xuất Người tiêu dùng mua sắm lớn (điện máy, xe, dịch vụ) nhiều hơn |
| | Đẩy mạnh đầu tư công | Công điện số 162/CĐ-TTg | 11/09/2025 | Toàn quốc | ↑ Chi ↑ Thu | Tạo việc làm, tăng thu nhập lao động Tăng nhu cầu tại các tuyến kinh doanh địa phương |
| THẬT CHẶT QUẢN LÝ | Thắt chặt quản lý hóa đơn thuế, kê khai thuế điện tử | Nghị định 70/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 123/2020/NĐ-CP | 01/06/2025 | Doanh nghiệp và hộ kinh doanh cả nước | ↑ Thu | Các đơn vị chuyển sang hóa đơn điện tử, kê khai trung thực Kênh tiêu dùng chính thống được kích cầu |
| | Chuyển đổi số & dẹp chợ cóc, chợ tạm | Nghị quyết số 436/NQ-HĐND Quyết định số 2269/QĐ-BCT | 10/07/2025 | Thị trường khu vực Hà Nội | ↑ Tăng thu bền vững | Phát triển thị trường bền vững và hệ sinh thái chuyển đổi số (chợ thông minh, chuỗi bán lẻ hiện đại, logistics số hóa, ứng dụng AI và phân tích dữ liệu số lớn ở mức cao...). |

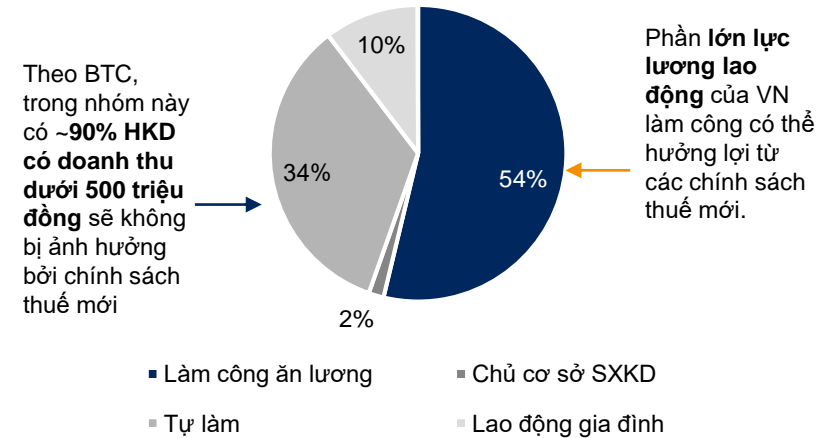
Cải cách tiền lương và chính sách thuế hỗ trợ tăng trưởng thu nhập khả dụng

| | Đơn vị | 2025 | 2026 |
|---|------------|--------------------------|-----------------------|
| Số bậc thuế | Bậc | 7 | 5 |
| Các mức thuế | % | 5-10-15-20-25-30-35 | 5-10-20-30-35 |
| Ứng với mức thu nhập tháng | Triệu đồng | 5-10-18-32-53-80-trên 80 | 10-30-60-100-trên 100 |
| Giảm trừ gia cảnh cho người nộp thuế | Triệu đồng | 11 | 15 |
| Giảm trừ gia cảnh cho người phụ thuộc | Triệu đồng | 4,2 | 6,2 |
| Giảm trừ chi phí y tế, giáo dục | | Không | Có |
| Mức lương bắt đầu chịu thuế sau khi trừ giảm trừ gia cảnh (không có người phụ thuộc) và bảo hiểm | Triệu đồng | 12,3 | 17,3 (tăng ~40%) |

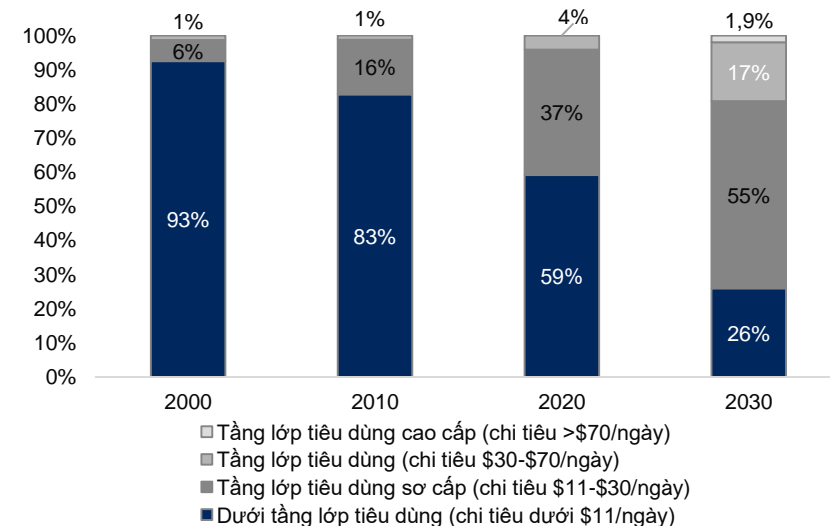
Triển vọng kinh tế cải thiện hỗ trợ thị trường lao động phục hồi, đặc biệt ở khu vực thành thị



Tác động tiêu cực của việc bỏ thuế khoán đối với HKD có thể bù đắp bằng hàng loạt các chính sách hỗ trợ khác nhưng cần được theo dõi



Triển vọng trung hạn tích cực, McKinsey dự báo tầng lớp tiêu dùng của Việt Nam giai đoạn 2020 – 2030 sẽ tăng từ 41% lên 79%



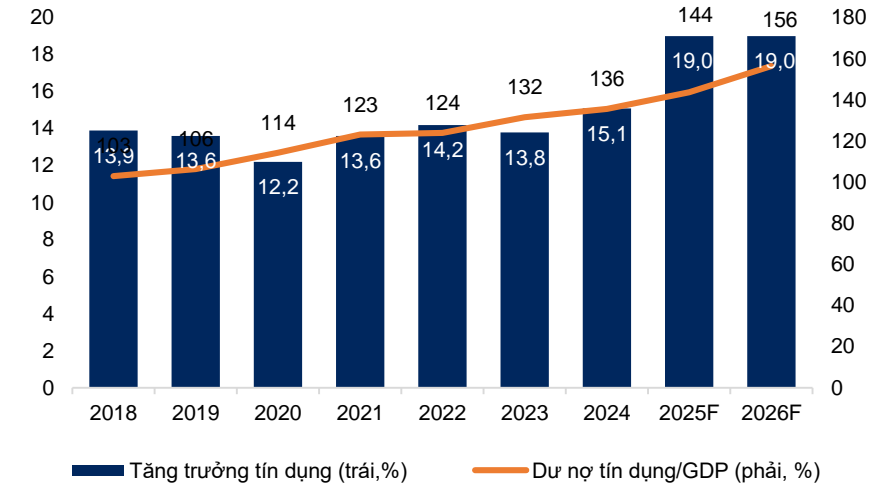
Chủ đề 5: Áp lực thanh khoản khiến rủi ro lãi suất gia tăng

Fed được kỳ vọng giảm lãi suất, tỷ giá hạ nhiệt tạo dư địa cho chính sách tiền tệ trong nước

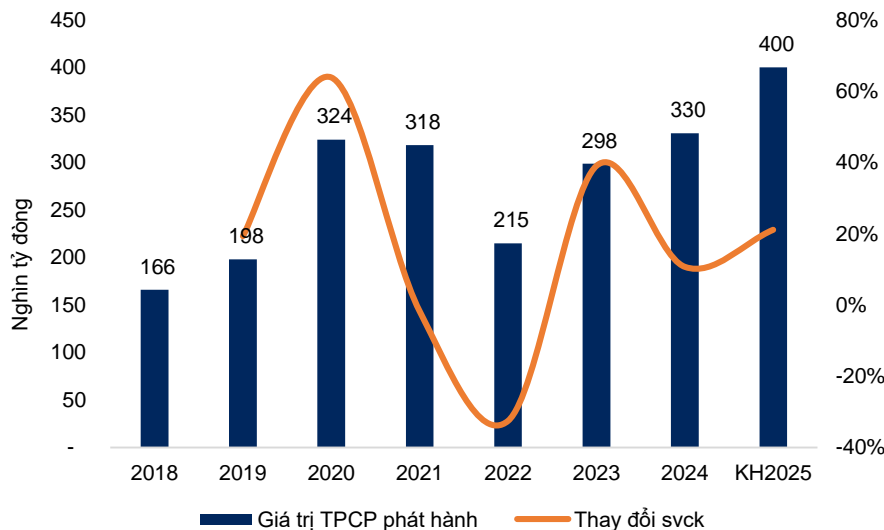
Thâm hụt ngân dự dự toán tăng 117% cho giai đoạn ba năm tới, cho thấy áp lực vay nợ cao để cân đối vốn ngân sách, phục vụ nhu cầu đầu tư công

| Nghìn tỷ đồng | Ước thực hiện 2023 - 2025 | Kế hoạch 2026- 2028 | Thay đổi |
|--------------------------|---------------------------|---------------------|---------------|
| Tổng thu NSNN | 6.203 | 8.485 | 36,8% |
| Thu nội địa | 5.257 | 7.456 | 41,8% |
| Thu từ dầu thô | 164 | 129 | -21,2% |
| Thu cân đối từ XNK | 765 | 876 | 14,5% |
| Thu viện trợ | 18 | 25 | 36,8% |
| Tổng chi NSNN | 7.463 | 10.919 | 46,3% |
| Chi đầu tư phát triển | 2.450 | 4.418 | 80,4% |
| Chi trả nợ lãi, viện trợ | 310 | 491 | 58,7% |
| Chi thường xuyên* | 4.172 | 5.642 | 35,2% |
| Bội chi NSNN | (1.113) | (2.410) | 116,5% |
| Tỷ lệ bội chi/GDP | 3,40% | 4,80% | |

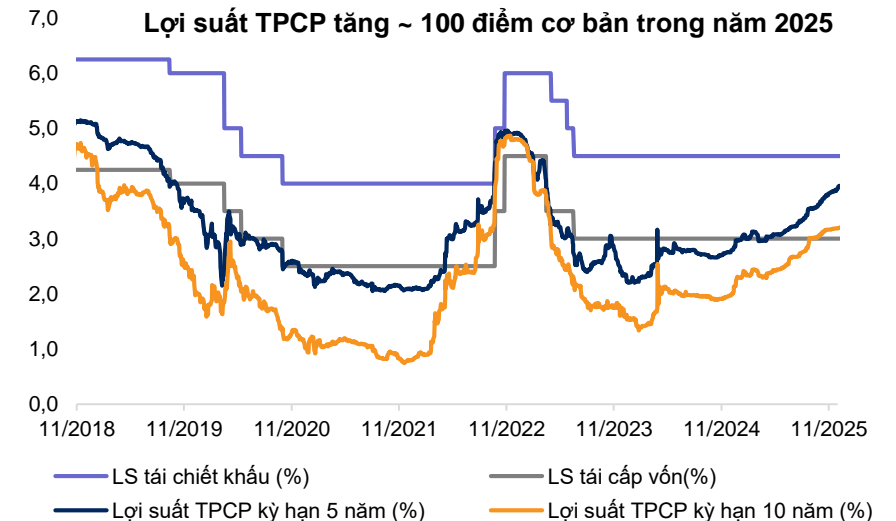
Trong khi tín dụng/GDP dự kiến đạt mức 156% năm 2026



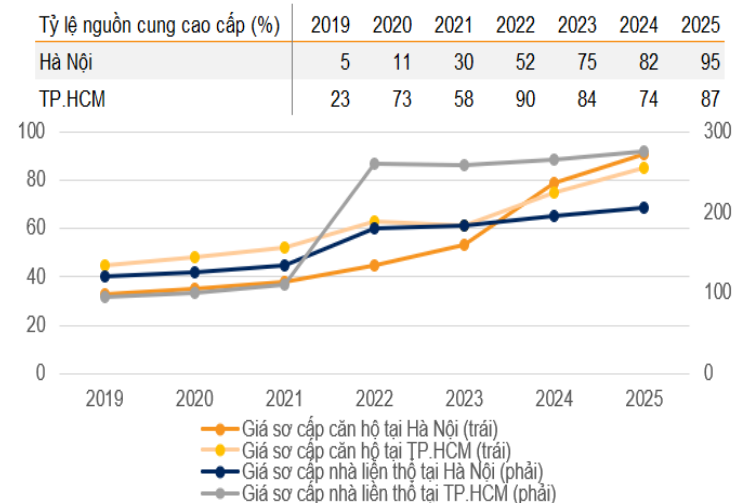
Giai đoạn 2023 – 2025, kho bạc Nhà nước đã phát hành khoảng 1,1 triệu tỷ đồng TPCP để bù đắp thâm hụt ngân sách



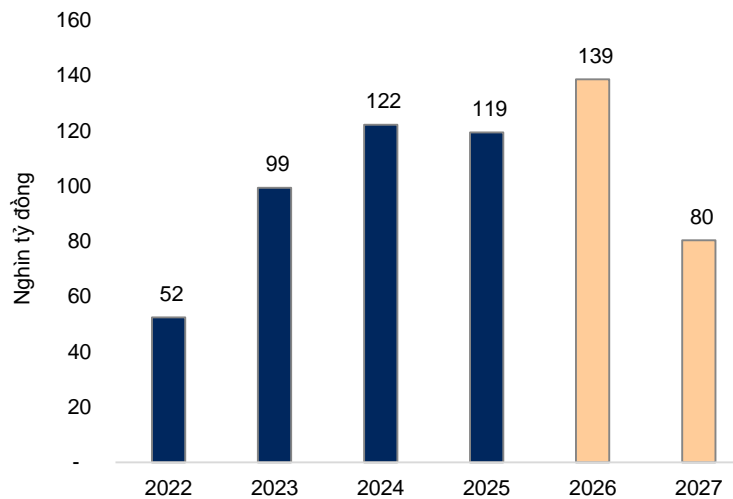
Nếu tiếp tục dựa vào nguồn vay nội địa, áp lực lãi suất sẽ gia tăng



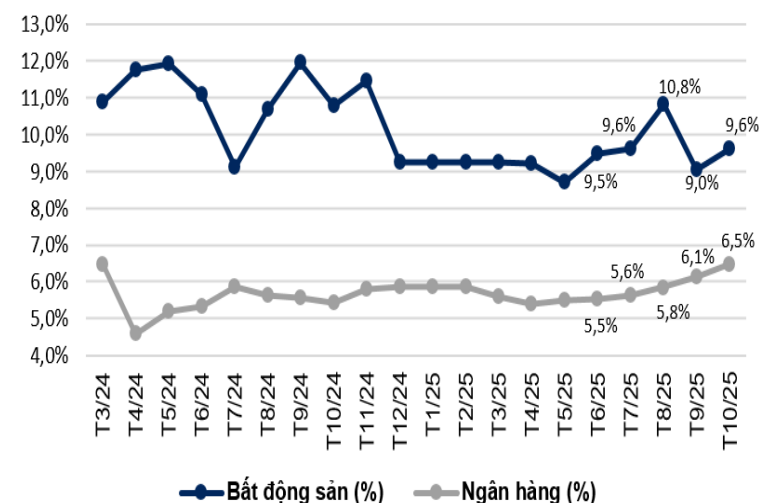
Giá căn hộ tăng mạnh, nguồn cung lệch về phân khúc cao cấp



Lượng TPDN bất động sản đáo hạn năm 2026 ước tăng 16% so với 2025



Lãi suất huy động trái phiếu doanh nghiệp



Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với sự hồi phục của thị trường BĐS, tuy nhiên chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hóa trong bối cảnh có nhiều rủi tiềm ẩn đang gia tăng, bao gồm:

- **Mặt bằng lãi suất trên thị trường tăng 50 – 100 điểm cơ bản**, gây áp lực lên chi phí huy động vốn.
- **Áp lực cung – cầu ở phân khúc cấp cao** trong bối cảnh NHNN hạn chế dòng vốn đầu cơ. Nguồn cung dự báo tăng mạnh, đặc biệt ở phân khúc trung và cao cấp, trong khi nhu cầu thật sự vẫn chưa theo kịp.
- Trong khi đó, NHNN sẽ áp dụng các biện pháp kỹ thuật (như tăng tỷ hệ rủi ro đối với cho vay BĐS thương mại) để hạn chế dòng vốn tín dụng chảy vào thị trường bất động sản mang tính đầu cơ, tránh rủi ro tiềm ẩn cho hệ thống ngân hàng và thị trường vốn. **NHNN tăng cường kiểm soát tín dụng vào bất động sản đầu cơ** có thể hạn chế khả năng vay của cả doanh nghiệp phát triển dự án và người mua nhà so với giai đoạn trước. Điều này sẽ tác động trực tiếp đến thanh khoản thị trường và chiến lược huy động vốn của các chủ đầu tư và **tiềm ẩn các rủi ro về nợ xấu cũng như sự ổn định của hệ thống ngân hàng**.

Trước tình trạng kinh tế toàn cầu diễn biến khó lường, cùng những chính sách cải cách rõ nét của Chính phủ Việt Nam, chúng tôi đưa ra kỳ vọng và khuyến nghị cổ phiếu đối với từng ngành như sau:

| | NGÀNH | XU HƯỚNG | CỔ PHIẾU |
|-----------|---------------------|---|---------------|
| Tích cực | Đầu tư công | Việt Nam chuẩn bị bước vào chu kỳ bùng nổ đầu tư hạ tầng lớn nhất từ trước đến nay với vốn đầu tư công 2026–30 tăng mạnh và lan tỏa vào đường sắt cao tốc, metro, đường bộ và hàng không | PLC |
| | Bất động sản dân cư | Bước vào pha mở rộng nhờ điều chỉnh chính sách quy hoạch, hạ tầng mở rộng, với cung–cầu dần cân bằng, và dòng tiền từ hoạt động cốt lõi tăng trưởng nhờ doanh số mở bán dự kiến phục hồi mạnh | KDH, NLG |
| | Ngân hàng | Kỳ vọng phục hồi mạnh nhờ tăng trưởng tín dụng, thanh khoản cải thiện, NIM tăng, thu nhập ngoài lãi duy trì và lợi thế tiếp tục nghiêng về các ngân hàng lớn sở hữu CASA, vốn mạnh và hệ sinh thái rộng. | CTG, VPB, VCB |
| | Dịch vụ tài chính | Tiếp tục đà tăng trưởng do TTCK sẽ hồi phục và tăng điểm trở lại cùng thanh khoản gia tăng và dòng vốn ngoại trở lại. Lợi thế đang nghiêng về các công ty chứng khoán có vốn lớn và hệ sinh thái bền vững. | |
| | Tiêu dùng & bán lẻ | Kỳ vọng phục hồi ổn định với sự phân hóa rõ rệt khi chi tiêu tiêu dùng được Chính phủ hỗ trợ, bán lẻ không thiết yếu tăng trưởng mạnh, và xu hướng dịch chuyển sang kênh bán lẻ hiện đại rõ nét hơn | MWG, PNJ, DGW |
| | Điện | Giữa bối cảnh nhu cầu điện tăng kỷ lục, Việt Nam đẩy mạnh cải cách cơ chế để vừa bảo đảm an ninh điện vừa đáp ứng cam kết môi trường, tạo động lực đầu tư vào điện khí LNG và năng lượng tái tạo | POW, REE |
| | Dầu khí | Đầu tư thượng nguồn đang tăng tốc, tạo động lực tăng trưởng bền vững cho các doanh nghiệp dịch vụ dầu khí, trong khi giá dầu thấp tiếp tục kìm hãm kỳ vọng tăng trưởng ở các phân khúc trung – hạ nguồn | PVS, PVD |
| | Vận tải & Cảng biển | Tăng trưởng chậm lại trong ngắn hạn trong khi đó triển vọng dài hạn vẫn đang tươi sáng cho 1 chu kỳ mở rộng mới của ngành | GMD |
| | Khu công nghiệp | Triển vọng ngắn hạn đang sáng dần, kết hợp với sự củng cố nội tại, tạo tiền đề cho dư địa tăng trưởng dài hạn | PHR |
| | Công nghệ | Chi tiêu CNTT toàn cầu và tại APAC được dự báo phục hồi nhờ GenAI, điện toán đám mây và môi trường thuế quan thuận lợi, trong khi Việt Nam đẩy mạnh chuyển đổi số và nhu cầu lưu trữ dữ liệu | FPT |
| Trung lập | Thép | Tăng trưởng sản lượng thép sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu nội địa nhờ tiêu thụ VLXD tốt hơn phục vụ thị trường BĐS nhà ở và hàng loạt dự án đầu tư công, trong khi xuất khẩu nhiều khả năng sẽ chậm lại | HPG |
| | Xuất khẩu | Cảng thẳng thương mại kỳ vọng hạ nhiệt, tuy nhiên, xuất khẩu nhiều khả năng sẽ chững lại trong nửa đầu trước khi tăng trưởng trở lại trong nửa cuối năm, khi nền kinh tế Mỹ thích nghi với môi trường thuế mới. | VHC |
| | Hàng không | Ngành hàng không 2026 được hỗ trợ bởi nhu cầu hành khách và hàng hóa tăng, giá nhiên liệu hạ nhiệt và hạ tầng mở rộng, nhưng đối mặt với cạnh tranh ngày càng gay gắt. | ACV |
| | Phân bón | Biên LN gộp của ngành dự kiến thu hẹp do giá bán suy giảm, tuy nhiên triển vọng giá bán luôn đứng trước rủi ro có thể đảo chiều. Nhu cầu tiêu thụ trong nước ổn định trong khi xuất khẩu có thể chịu áp lực. | DCM |

Việt Nam: Dự phóng các chỉ tiêu vĩ mô chính 2026-2027

| Chỉ tiêu | Đơn vị | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| GDP danh nghĩa | tỷ USD | 310 | 334 | 347 | 366 | 413 | 434 | 476 | 519 | 567 | 618 |
| Tăng trưởng GDP thực | % svck | 7,5 | 7,4 | 2,9 | 2,6 | 8,5 | 5,1 | 7,1 | 8,1 | 8,8 | 9,0 |
| GDP bình quân đầu người | USD | 3.222 | 3.441 | 3.534 | 3.704 | 4.148 | 4.323 | 4.717 | 5.100 | 5.548 | 6.015 |
| Tăng trưởng XK | % svck | 13,3 | 8,4 | 6,9 | 18,9 | 10,6 | -4,6 | 14,4 | 15,5 | 11,0 | 12,0 |
| Tăng trưởng NK | % svck | 11,8 | 6,9 | 3,7 | 26,7 | 8 | -9,2 | 16,7 | 17,6 | 11,5 | 12,0 |
| Cán cân thương mại | tỷ USD | 6,9 | 10,9 | 18,9 | 3,3 | 12,3 | 28,4 | 24,9 | 20,8 | 20,9 | 23,4 |
| FDI thực hiện | tỷ USD | 19,1 | 20,4 | 20 | 19,7 | 22,4 | 23,2 | 25,4 | 27,6 | 29,8 | 32,2 |
| Tài khoản vãng lai | tỷ USD | 5,8 | 12,2 | 15,1 | -7,2 | -1,1 | 25,8 | 28 | 20,7 | 22,7 | 24,7 |
| Tài khoản vãng lai/GDP | % GDP | 1,9 | 3,6 | 4,3 | -2 | -0,3 | 6 | 5,9 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| Dự trữ ngoại hối | tỷ USD | 55 | 78 | 95 | 109 | 88 | 93 | 84 | 84,0 | 82,0 | 87,0 |
| Dự trữ ngoại hối/GDP | % GDP | 17,8 | 23,3 | 27,4 | 29,8 | 21,2 | 21,5 | 17,7 | 16,2 | 14,5 | 14,1 |
| Dự trữ theo tháng NK | tháng | 2,8 | 3,7 | 4,3 | 3,9 | 2,9 | 3,4 | 2,6 | 2,1 | 1,8 | 1,7 |
| CPI (Bình quân) | % svck | 3,5 | 2,8 | 3,2 | 1,8 | 3,2 | 3,3 | 3,6 | 3,3 | 3,8 | 4,0 |
| Tăng trưởng tín dụng (trái, %) | % svck | 13,9 | 13,6 | 12,2 | 13,6 | 14,2 | 13,8 | 15,1 | 19,0 | 19,0 | 18,0 |
| Dư nợ tín dụng/GDP (phải, %) | % GDP | 103 | 106 | 114 | 123 | 124 | 132 | 136 | 144 | 156 | 169 |
| Tăng trưởng M2 | % svck | 12,4 | 14,8 | 14,7 | 10,7 | 6,2 | 12,5 | 12,3 | 16,0 | 16,0 | 15,0 |
| Lãi suất tái cấp vốn | % | 6,25 | 6 | 4 | 4 | 4 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| LS tiền gửi 12 tháng bình quân | % | 6,9 | 7 | 5,6 | 5,6 | 5,6 | 4,9 | 4,9 | 5,3 | 5,8 | 5,8 |
| Lợi suất TPCP 10 năm | % | 5,1 | 3,4 | 2,4 | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 3,0 | 4,0 | 4,5 | 4,5 |
| Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng | VND/USD | 23.175 | 23.173 | 23.098 | 22.826 | 22.826 | 24.267 | 25.485 | 26.360 | 27.019 | 27.559 |
| Cán cân tài khóa | % GDP | 2,2 | 2,9 | 2,9 | 3,4 | 3,4 | 3,9 | 3,0 | 3,8 | 4,0 | 4,0 |
| Nợ công | % GDP | 46,0 | 43,0 | 44,0 | 43,0 | 42,7 | 36,0 | 34,0 | 36,0 | 37,0 | 38,0 |

Triển vọng thị trường

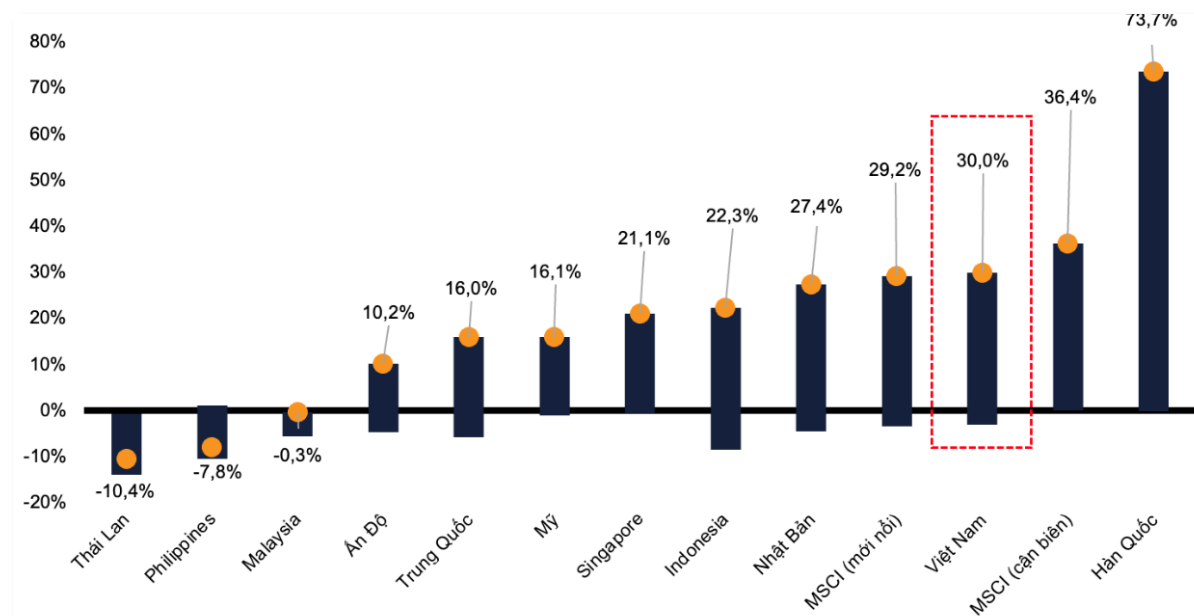
Điểm nhấn TTCK năm 2025



Vươn mình sau giông tố

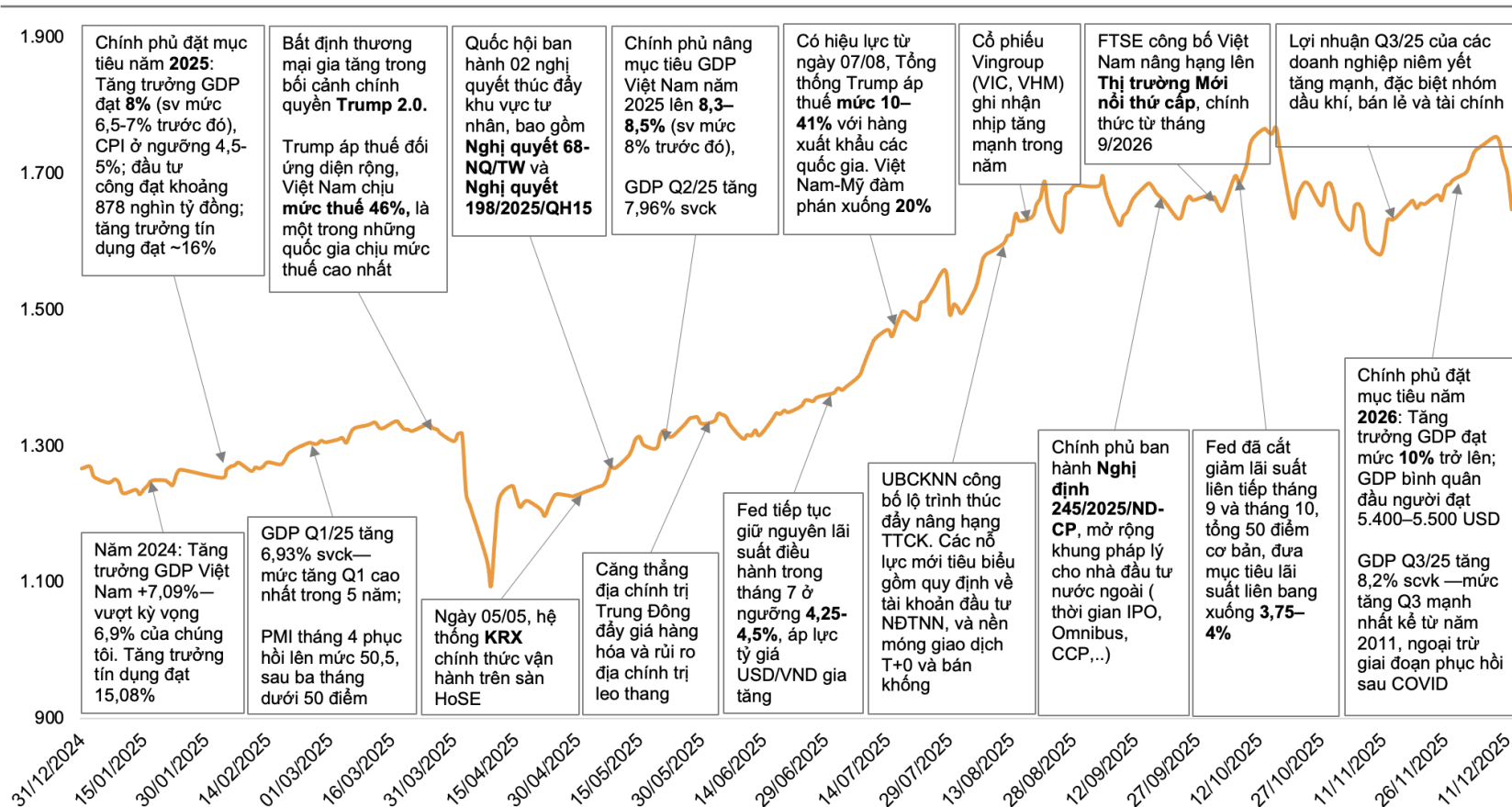
- TTCK Việt Nam đã đáp ứng đủ các tiêu chí nâng hạng lên Thị trường Mới nổi thứ cấp của FTSE và ghi nhận hiệu suất vượt trội với mức tăng 30% kể từ đầu năm 2025.
- Đà tăng của thị trường năm 2025 được đóng góp chủ yếu từ nhóm cổ phiếu Vingroup. Nếu loại trừ nhóm cổ phiếu Vingroup VN-Index chỉ ghi nhận mức tăng 9% kể từ đầu năm 2025.
- Vận hành hệ thống KRX tạo nền tảng quan trọng cho quá trình nâng cấp sâu rộng hạ tầng, đồng thời góp phần giúp thanh khoản năm 2025 tăng trưởng tích cực, tăng 35,5% svck.
- Khối ngoại bán ròng kỷ lục 129 nghìn tỷ đồng (+42,9% svck) do áp lực tỷ giá và áp lực bán chốt lời trên vùng đỉnh ngắn hạn, tuy nhiên áp lực bán giảm dần khi Fed cắt giảm lãi suất từ T9/25.

VN-Index thuộc top 3 các thị trường dẫn đầu về hiệu suất năm 2025



Dù chịu nhiều tác động lớn trong năm 2025, VN-Index ghi nhận tăng trưởng ấn tượng 30% từ đầu năm

TTCK Việt Nam được hỗ trợ khi bối cảnh bất định toàn cầu thuyên giảm



Q1 Khởi động (+2,93%): VN-Index khởi đầu 2025 với diễn biến ổn định từ các chính sách thúc đẩy tăng trưởng và những nỗ lực hoàn thiện các tiêu chí nâng hạng thị trường. Tuy nhiên, rủi ro từ chính sách thuế quan Trump 2.0 chớm xuất hiện, tác động gián tiếp đến dòng vốn và tâm lý NĐT.

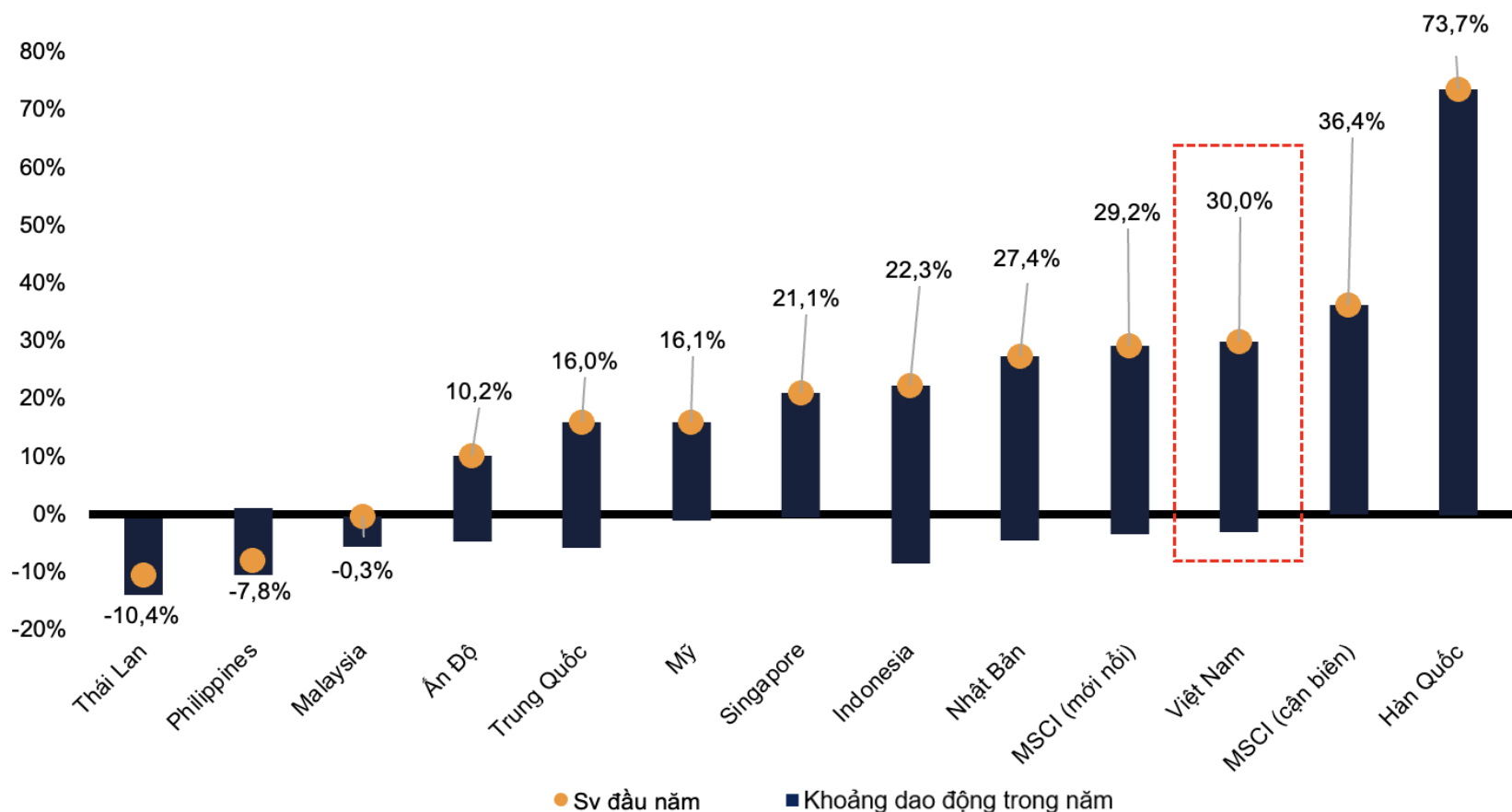
Q2 Biến động (+4,46%): VN-Index và TTCK toàn cầu chịu tác động tiêu cực từ cú sốc thuế quan Trump 2.0. Tâm lý thị trường hoảng loạn sau thông tin thuế quan được công bố đã khiến VN-Index giảm gần 20% chỉ sau 4 phiên giao dịch. Tuy nhiên, nhờ tiến triển đàm phán thương mại, VN-Index nhanh chóng phục hồi và lấy lại toàn bộ điểm số đã mất trong vòng chưa đầy hai tháng.

Q3 Bùng nổ (+20,6% vượt mốc 1.600 điểm): VN-Index ghi nhận giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ nhất trong năm nhờ hỗ trợ từ cả nội lực và ngoại lực: 1) hạ nhiệt căng thẳng thương mại toàn cầu; 2) khả năng thích ứng của doanh nghiệp với tình hình mới để duy trì lợi nhuận 3) các kỳ vọng về kết quả nâng hạng TTCK Việt Nam nói riêng cùng kỳ vọng bứt phá của nền kinh tế tư nhân.

Q4 Cân bằng (-1,09% tính đến ngày 12/12): Mặc dù đón nhận thông tin Việt Nam đã đáp ứng đủ các tiêu chí nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE, tuy nhiên sau nhịp tăng mạnh, áp lực chốt lời trên vùng đỉnh ngắn hạn đã khiến thị trường chậm lại.

Năm 2025 chứng kiến sự phục hồi và tái phân bổ vốn cho các thị trường Mới nổi

VN-Index thuộc top 3 các thị trường dẫn đầu về hiệu suất tăng



TTCK toàn cầu diễn biến phân hóa trong năm 2025, với dòng vốn phản ứng mạnh trước ba sự kiện chính: 1) rủi ro chính sách thương mại Mỹ, 2) biến động lãi suất và USD từ chính sách nới lỏng của Fed, và 3) đà tăng của nhóm công nghệ/AI tại một số TTCK.

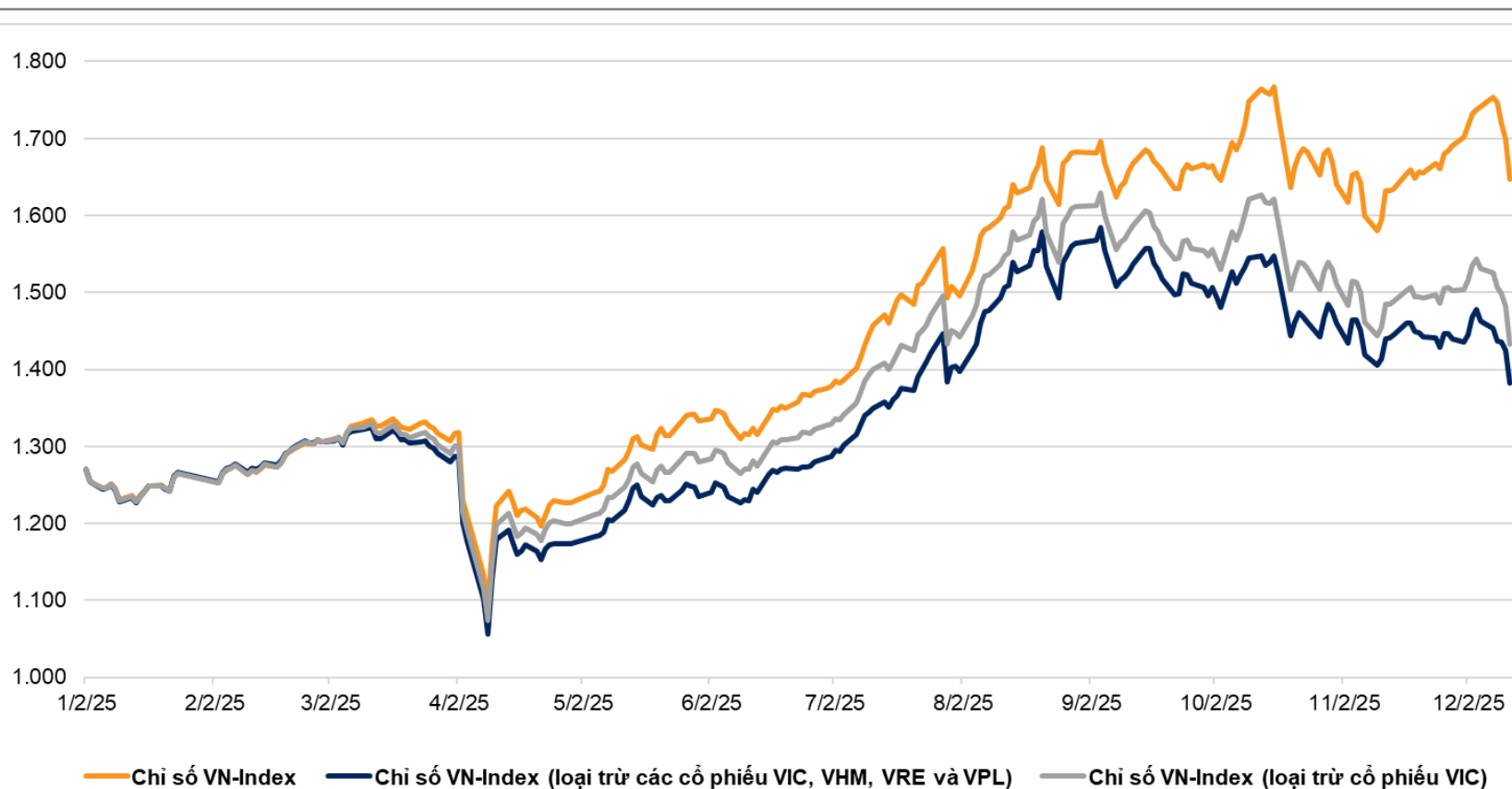
KOSPI Hàn Quốc vượt trội với mức tăng 73,7% (sv -9,6% năm 2024), lần đầu vượt 4.000 điểm. Đà tăng tập trung từ nửa đầu năm nhờ dòng vốn ngoại và kỳ vọng bán dẫn/AI, trước khi điều chỉnh từ Q3–Q4/25 cho thấy thị trường vẫn nhạy cảm cao với định giá ngành công nghệ.

Chỉ số MSCI TT Cận biên và Mới nổi tăng lần lượt 36,4% và 29,2% (sv +5,0% và +4,9% năm 2024). TT Mới nổi khu vực châu Á suy yếu nửa đầu năm do áp lực chính sách thương mại Mỹ, song hồi phục từ Q3/25 khi rủi ro và bất định giảm dần.

VN-Index tăng 30% (sv +12,1% năm 2024) với hiệu suất cao thứ 3. Bất chấp rủi ro thuế quan, TTCK Việt Nam có tốc độ phục hồi nhanh nhờ câu chuyện nâng hạng và có định giá tốt, song vẫn tồn tại áp lực tỷ giá USD/VND.

VN-Index khi loại trừ các cổ phiếu nhóm Vingroup tăng 9%, thấp hơn nhiều so với mức tăng 30% từ đầu năm của VN-Index

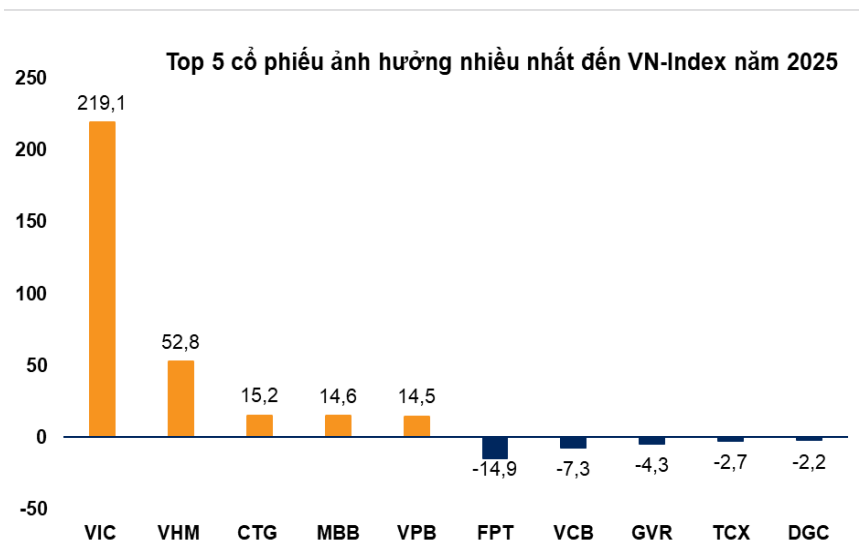
Đà tăng của thị trường năm 2025 được đóng góp chủ yếu từ nhóm cổ phiếu Vingroup



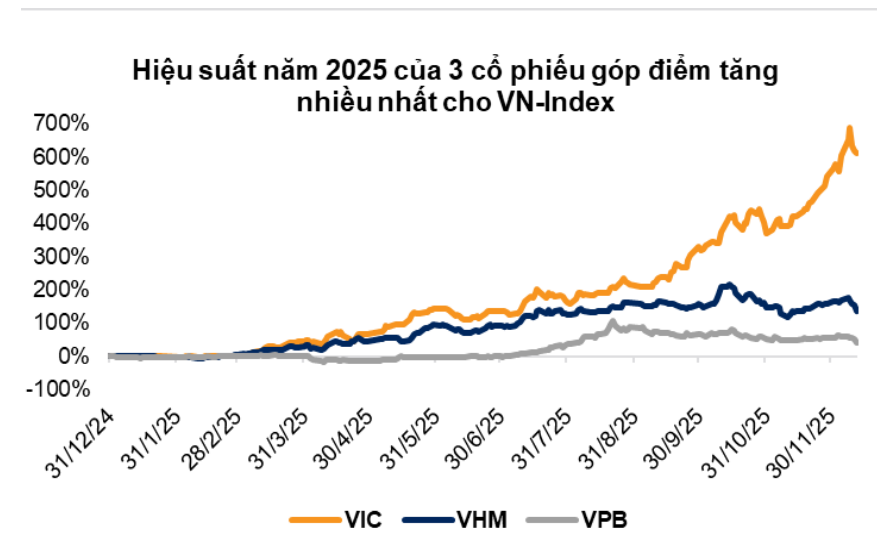
- Dù ghi nhận mức tăng ấn tượng trong năm 2025, tuy nhiên đà tăng của VN-Index trong năm 2025 được đóng góp chủ yếu từ nhóm cổ phiếu Vingroup. Chỉ riêng 4 cổ phiếu của nhóm Vingroup bao gồm VIC, VHM, VRE và VPL đã đóng góp hơn 277 điểm tăng cho VN-Index trong năm 2025, chiếm hơn 68,8% tổng số điểm tăng của VN-Index kể từ đầu năm. Trong đó, riêng cổ phiếu VIC đã đóng góp 219 điểm tăng cho Vn-Inex (theo dữ liệu đến hết ngày 12/12/2025).
- Nếu loại trừ các cổ phiếu của nhóm Vingroup ra khỏi rổ chỉ số, VN-Index ghi nhận mức tăng 9% trong năm 2025 (theo dữ liệu đến hết ngày 12/12/2025).

Thị trường diễn biến phân hóa mạnh trong năm 2025

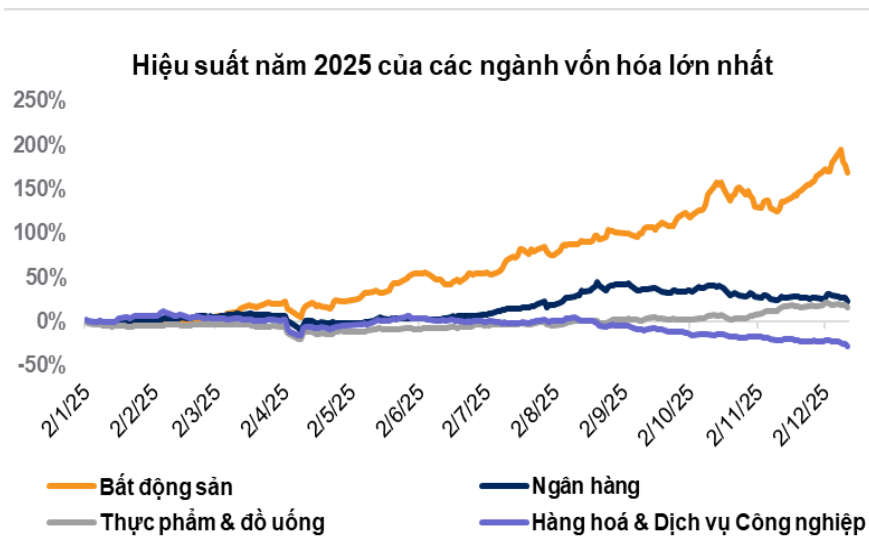
VIC, VHM là những cổ phiếu đóng góp điểm tăng vượt trội và lớn nhất cho VN-Index trong năm 2025



VIC ghi nhận mức tăng 610%, VHM tăng 135%, VPB tăng 42% trong năm 2025



Ngành bất động sản là ngành có hiệu suất cao nhất trong năm 2025 (+168,4%).



Nhóm VN30 tăng 38,8% vượt trội so với mức tăng 12,7% của nhóm VNMIID và 1,6% của nhóm VNSML.

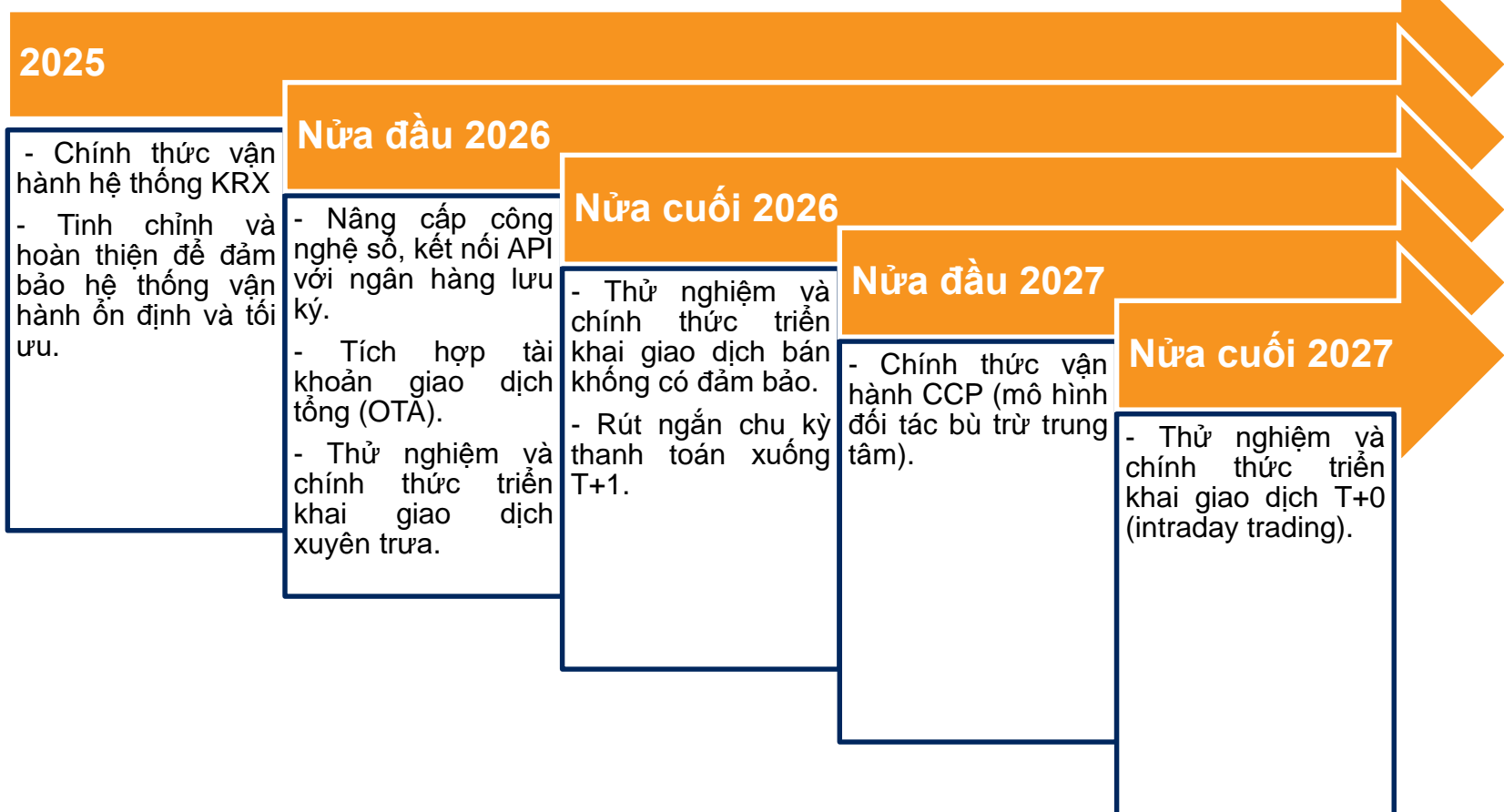


| | 1T (%) | 3T (%) | sv đầu năm (%) | Tỷ trọng (%) | % EPS svck Q4/24 | P/E | P/E trung bình 5 năm | P/B | P/B trung bình 5 năm | ROE | Beta |
|-------------------------------|--------|---------|----------------|--------------|------------------|-------|----------------------|------|----------------------|--------|------|
| Bất động sản | 13,75% | 30,09% | 168,37% | 23,51% | -12,55% | 28,78 | 20,56 | 2,81 | 2,16 | 9,93% | 1,18 |
| Du lịch và Giải trí | 5,70% | 5,66% | 46,32% | 3,89% | -39,07% | 25,89 | -6,28 | 4,55 | 6,11 | 25,42% | 1,24 |
| Dịch vụ tài chính | -7,02% | -19,25% | 31,20% | 5,38% | 44,99% | 15 | 19,57 | 1,84 | 1,79 | 12,06% | 1,40 |
| Tài nguyên Cơ bản | -2,99% | -8,93% | 30,00% | 3,55% | 1,82% | 16,37 | 20,52 | 1,46 | 1,36 | 9,15% | 0,96 |
| Bán lẻ | -2,03% | 0,06% | 24,13% | 1,79% | -24,01% | 19,58 | 35,36 | 3,36 | 3,01 | 18,47% | 1,03 |
| Bảo hiểm | -2,18% | 5,34% | 23,09% | 0,94% | 44,92% | 12,89 | 15,05 | 1,53 | 1,56 | 12,24% | 0,41 |
| Ngân hàng | -3,57% | -9,61% | 22,94% | 27,43% | 15,33% | 9,54 | 10,71 | 1,54 | 1,60 | 17,04% | 1,05 |
| Thực phẩm và đồ uống | 0,47% | 12,48% | 16,33% | 8,47% | -12,88% | 20,16 | 18,53 | 2,92 | 2,68 | 14,51% | 1,10 |
| Y tế | -0,02% | 2,13% | 14,06% | 0,76% | -19,69% | 17,71 | 15,05 | 1,68 | 1,63 | 9,01% | 0,10 |
| Điện, nước & xăng dầu khí đốt | -0,73% | -1,53% | 10,24% | 4,66% | -8,12% | 13,26 | 14,97 | 1,68 | 1,76 | 13,40% | 0,28 |
| Truyền thông | -2,65% | -6,31% | 8,02% | 0,21% | -75,60% | 71,89 | 39,01 | 2,05 | 2,37 | 1,05% | 0,86 |
| Dầu khí | -7,52% | -11,04% | 4,08% | 1,70% | 2,84% | 18,49 | 17,90 | 1,23 | 1,30 | 6,84% | 1,06 |
| Hàng cá nhân & Gia dụng | 2,21% | 3,50% | 2,43% | 0,89% | -2,36% | 10,13 | 12,25 | 1,36 | 1,47 | 13,75% | 0,33 |
| Hóa chất | -5,92% | -9,18% | -5,04% | 2,44% | 93,22% | 13,28 | 15,04 | 1,57 | 1,58 | 12,45% | 0,55 |
| Xây dựng và Vật liệu | -2,22% | -7,14% | -6,84% | 2,99% | 19,83% | 9,3 | 19,36 | 1,42 | 1,46 | 9,39% | 0,45 |
| Viễn thông | -8,61% | -1,34% | -17,53% | 2,79% | 386,40% | 20,6 | 54,98 | 5,25 | 4,20 | 29,29% | 1,45 |
| Công nghệ Thông tin | -4,98% | -5,22% | -24,39% | 1,94% | 34,41% | 17,63 | 20,79 | 3,6 | 3,46 | 22,71% | 0,06 |
| Ô tô và phụ tùng | -7,49% | -30,37% | -25,39% | 0,38% | 218,38% | 6,59 | 17,01 | 1,25 | 1,24 | 16,44% | 1,29 |
| Hàng & Dịch vụ Công nghiệp | -8,79% | -20,25% | -27,76% | 6,27% | 28,87% | 14,01 | 15,53 | 2,3 | 2,15 | 17,17% | 1,08 |

- Ngành Bất động sản dẫn dắt thị trường với mức tăng vượt trội, tăng 168,4% từ đầu năm nhờ sự bứt phá của bộ ba cổ phiếu của nhóm Vingroup là VIC (+610,2% từ đầu năm) – VHM (+135,3%) – VRE (+60,6%). Nếu loại trừ 3 cổ phiếu VIC, VHM và VRE, nhóm BĐS ghi nhận mức tăng 43,5% so với đầu năm. Ngành Du lịch & Giải trí cũng ghi nhận mức tăng ấn tượng kể từ đầu năm nhờ sự dẫn dắt bởi cổ phiếu VJC (+85% từ đầu năm).
- Ngành Ngân hàng và Dịch vụ tài chính cũng ghi nhận tăng trưởng ấn tượng với mức tăng lần lượt là 22,9% và 31,2%. Diễn biến tích cực được hỗ trợ bởi triển vọng kinh doanh của hai nhóm ngành này, qua các yếu tố: 1) chính sách tiền tệ nới lỏng, mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp và nhu cầu tín dụng tăng khi các doanh nghiệp đẩy mạnh vay vốn để đầu tư mở rộng sản xuất – kinh doanh. 2) thị trường chứng khoán Việt Nam sôi động trước triển vọng lợi nhuận tích cực của các công ty niêm yết, định giá thị trường hấp dẫn và những kỳ vọng về câu chuyện nâng hạng thị trường.

Việc đưa vào vận hành hệ thống KRX không chỉ giải quyết những hạn chế về giao dịch của hệ thống cũ, mà còn tạo nền tảng quyết định cho quá trình nâng cấp sâu rộng hạ tầng thị trường

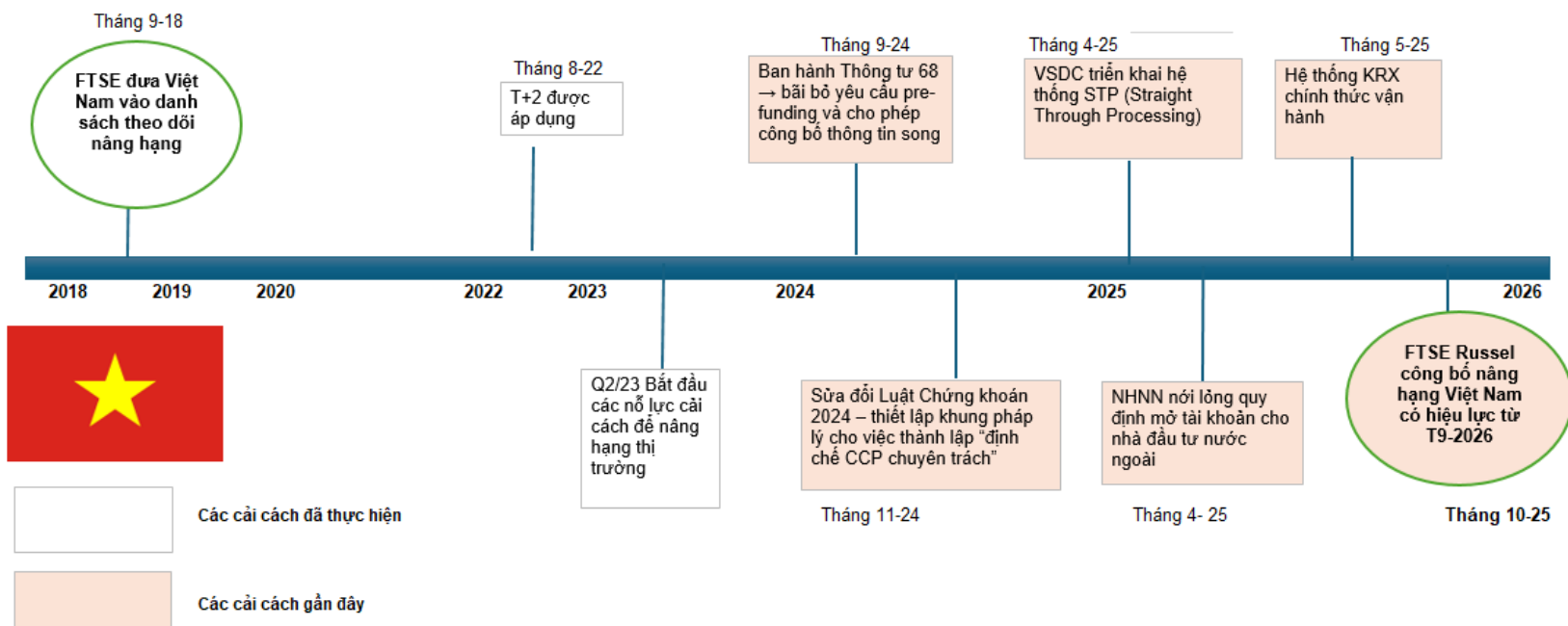
Lộ trình nâng cấp hạ tầng thị trường chứng khoán Việt Nam



- Việc chính thức vận hành hệ thống KRX từ tháng 5/2025 không chỉ giải quyết những hạn chế về giao dịch của hệ thống giao dịch trước đây (tình trạng quá tải và nghẽn lệnh). Hệ thống KRX còn là nền tảng quan trọng cho quá trình nâng cấp sâu rộng và toàn diện hạ tầng thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Sau quá trình tinh chỉnh và hoàn thiện hệ thống KRX trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng, hạ tầng hệ thống sẽ được thay đổi mạnh mẽ với những nâng cấp sâu rộng trong năm 2026. Trong đó những thay đổi về việc triển khai giao dịch xuyên trưa, rút ngắn chu kỳ thanh toán, triển khai các sản phẩm mới như bán khống có đảm bảo... không chỉ để đáp ứng các tiêu chí nâng hạng thị trường của các tổ chức FTSE Russell và MSCI mà còn đưa hạ tầng thị trường chứng khoán Việt Nam tiệm cận các thị trường phát triển trong khu vực, qua đó tạo thêm niềm tin và thu hút thêm các nhà đầu tư lớn nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Việc FTSE công bố nâng hạng TTCK Việt Nam là cột mốc lịch sử, nhưng chưa phải là đích đến trong hành trình nâng tầm thị trường.

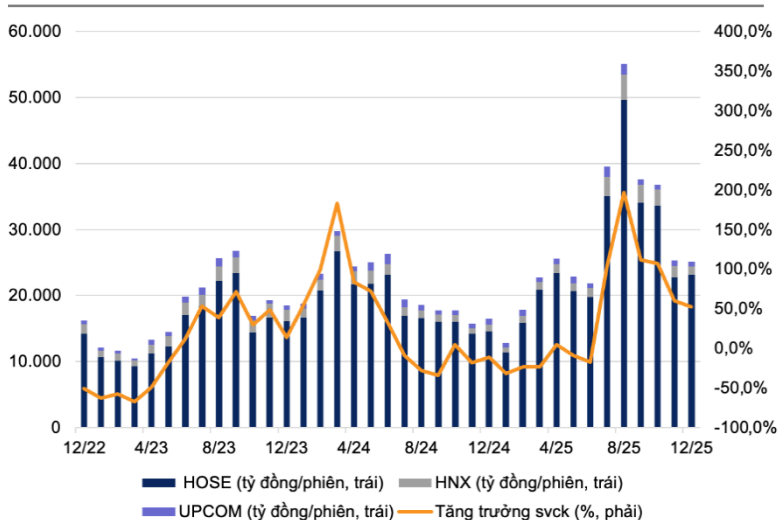
Lộ trình hoàn thành mục tiêu nâng hạng của FTSE



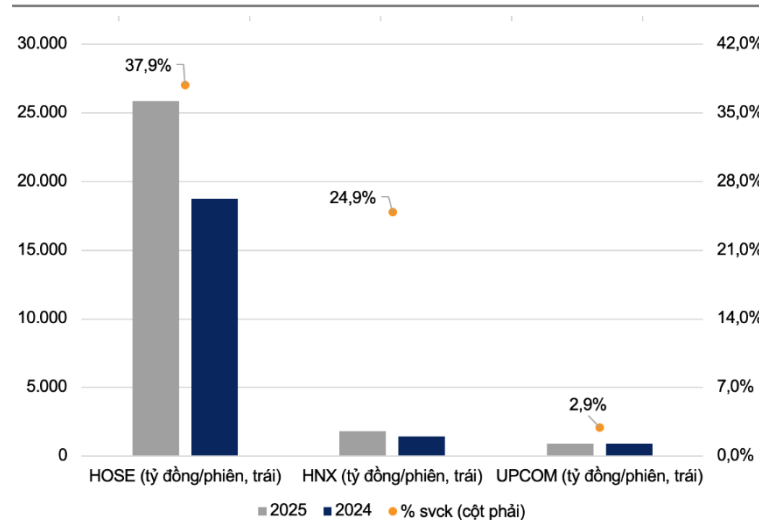
- Trong kỳ rà soát tháng 9/2025, FTSE Russell xác nhận Việt Nam đã đáp ứng tất cả các tiêu chí Thị trường Mới nổi thứ cấp của FTSE Russell. Tuy nhiên để chính thức được FTSE Russell nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9/2026, Việt Nam cần giải quyết vấn đề “khả năng tiếp cận của các công ty môi giới toàn cầu (global brokers) tại Việt Nam vẫn còn hạn chế”.
- Mặc dù việc nâng hạng chính thức cần chờ đến tháng 9/2026, bước tiến lần này vẫn đánh dấu bước ngoặt lịch sử đối với thị trường vốn Việt Nam. Kết quả này phản ánh cam kết mạnh mẽ của Việt Nam trong thúc đẩy các cải cách toàn diện nhằm nâng cao tính minh bạch và đưa chuẩn mực tiệm cận quốc tế — từ đó tạo ra một môi trường đầu tư thuận lợi và dễ tiếp cận hơn cho dòng vốn toàn cầu.

Điểm nhấn dòng tiền: Thanh khoản tăng mạnh nhờ thị trường đón nhận loạt thông tin tích cực

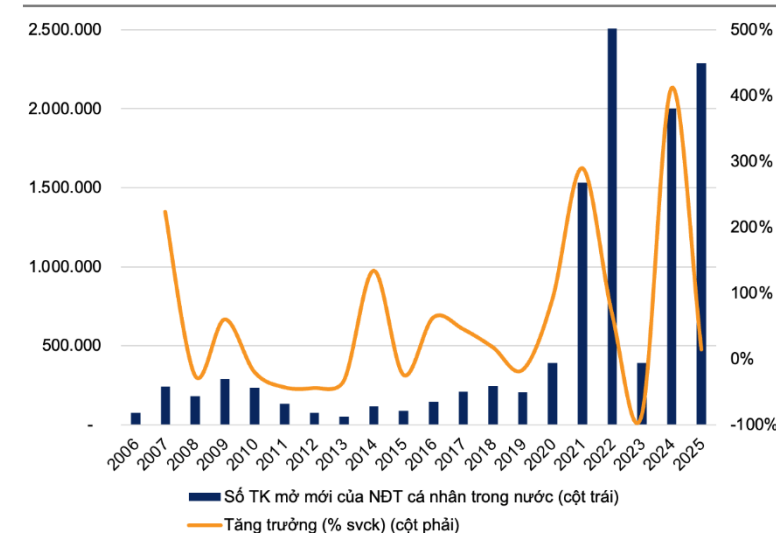
GTGD bình quân phiên tăng 35,5% svck lên 28,6 nghìn tỷ đồng/phiên (1,1 tỷ USD)



Năm 2025 chứng kiến thanh khoản tăng ở cả ba sàn HOSE, HNX và UPCOM



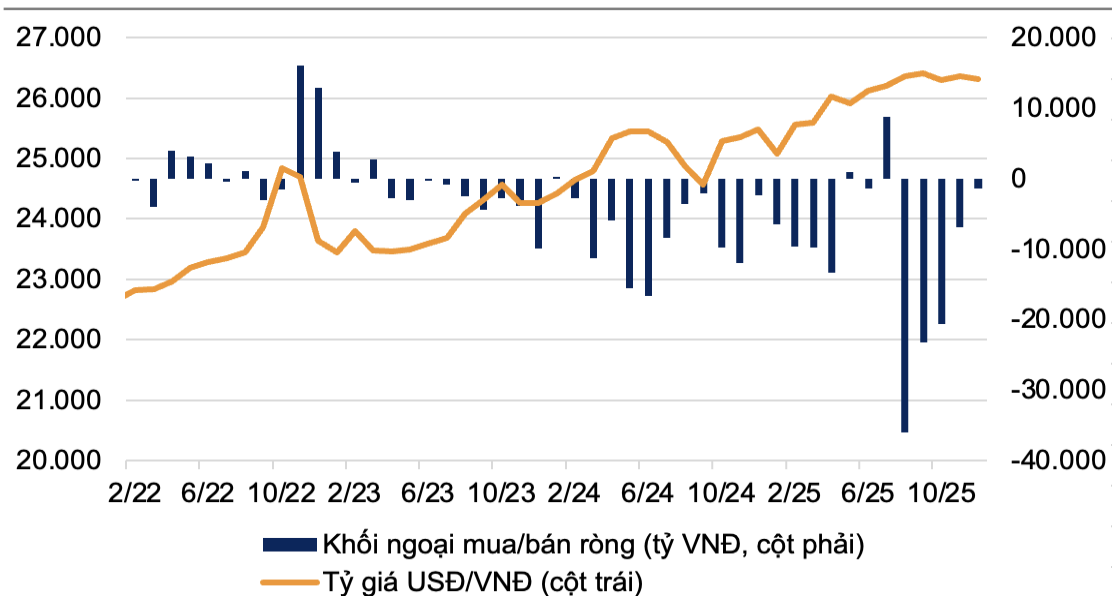
Tài khoản mở mới của nhà đầu tư cá nhân đạt mức cao gần kỷ lục



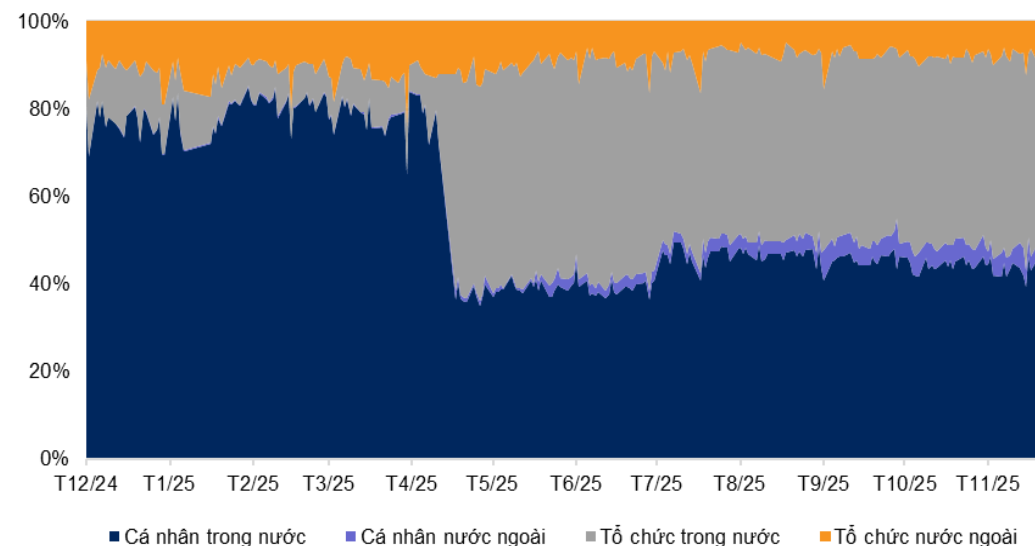
- Năm 2025, giá trị giao dịch bình quân phiên tăng 35,5% svck lên 28.604 tỷ đồng (1,1 tỷ USD), bao gồm HoSE: 25.864 nghìn tỷ đồng (983 triệu USD), +37,9% svck; HNX: 1.812 nghìn tỷ đồng (68,9 triệu USD), +24,9% svck; và UPCOM: 927 nghìn tỷ đồng (35,2 triệu USD), +2,9% svck. Thanh khoản giảm trong nửa đầu năm (-16,2% svck) song hồi phục mạnh vào những tháng cuối năm (+107,6% svck), đồng pha với diễn biến thị trường. Trong nửa đầu năm, tâm lý nhà đầu tư ở trạng thái thận trọng do lo ngại bất ổn của chính sách thuế quan Mỹ. Tuy nhiên, bước sang nửa cuối năm, loạt thông tin tích cực đã giúp thanh khoản phục hồi và bùng nổ: 1) Việt Nam đạt được thỏa thuận thuế quan với Mỹ, qua đó giảm thuế suất hàng hóa xuất khẩu vào thị trường Mỹ từ 46% xuống 20%; 2) lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng mạnh trong Q3/25 (+30,3% svck); 3) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp; 4) hệ thống giao dịch mới KRX chính thức vận hành từ T5/2025 và 5) kỳ vọng về câu chuyện nâng hạng thị trường. Các yếu tố này đã góp phần cải thiện tâm lý nhà đầu tư và thúc đẩy dòng tiền quay trở lại thị trường mạnh mẽ.
- Tính đến hết T11/25, số lượng tài khoản mở mới của nhà đầu tư cá nhân tăng trong năm 2025 đạt 2.290.818 tài khoản, tăng 14,4% svck. Hiện tổng số tài khoản của nhà đầu tư cá nhân đạt hơn 11,5 triệu tài khoản vượt mục tiêu đề ra cho năm 2030 trong Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán của Chính phủ.

Điểm nhấn dòng tiền: Khối ngoại bán ròng cao kỷ lục do áp lực tỷ giá và áp lực bán chốt lời trên vùng đỉnh ngắn hạn

Nhà đầu tư nước ngoài bán ròng 129.010 tỷ đồng (4,9 tỷ USD)



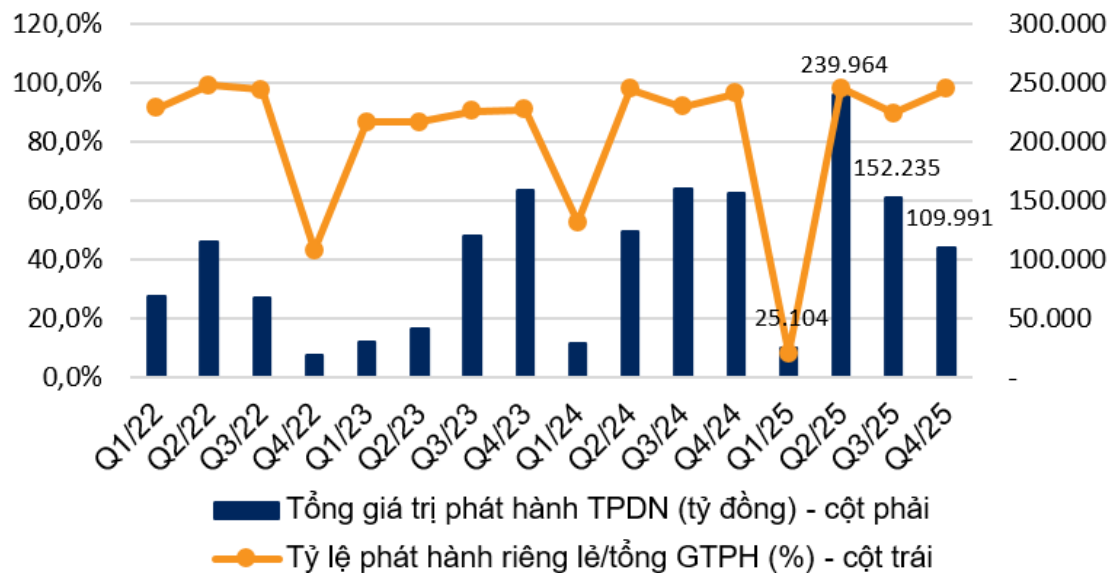
Tỷ trọng giao dịch nước ngoài tăng lên 12,4% từ mức 10,1% vào năm 2025



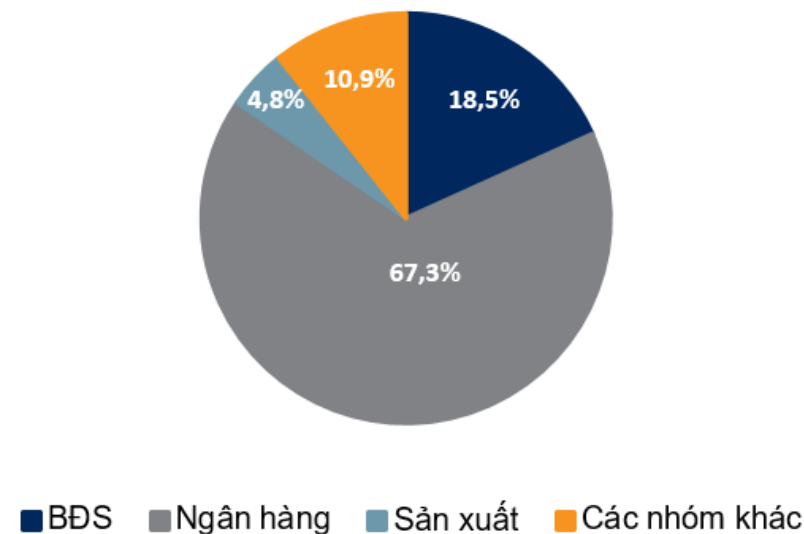
- Khối ngoại bán ròng 129.010 tỷ đồng (4,9 tỷ USD) trong năm 2025 tăng 42,9% so với tổng giá trị bán ròng 90,3 nghìn tỷ đồng (3,5 tỷ USD) trong năm 2024. Tỷ trọng giao dịch nhà đầu tư nước ngoài trên tổng giá trị giao dịch thị trường tăng lên 12,4% từ mức 10,1% của năm 2024.
- Khối ngoại bán ròng trong phần lớn thời gian của năm 2025, ngoại trừ tháng 5 và tháng 7. Trong bối cảnh lợi suất TPCP Mỹ duy trì ở mức cao và tỷ giá USD/VND biến động theo hướng bất lợi, nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng giảm tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam và cơ cấu lại danh mục theo hướng thận trọng hơn. Đáng chú ý, trong tháng 8 khi VND mất giá gần 4% so với USD, NHNN đã can thiệp thông qua hoạt động bán ngoại tệ kỳ hạn can thiệp nhằm ổn định tỷ giá. Áp lực bán ròng của khối ngoại giảm dần sau khi Fed bắt đầu cắt giảm lãi suất điều hành vào tháng 9 và 10 (Fed hạ lãi suất góp phần thu hẹp chênh lệch lợi suất giữa Mỹ và các thị trường mới nổi, qua đó làm giảm áp lực rút vốn khỏi nhóm thị trường này, trong đó có Việt Nam). Ngoài ra, một phần áp lực bán ròng đến từ việc bán chốt lời của nhà đầu tư nước ngoài sau khi VN-Index đã duy trì đà tăng mạnh kể từ đầu năm.

Hoạt động phát hành TPDN duy trì phục hồi trong năm 2025 nhờ sự tích cực phát hành của nhóm Ngân hàng

Tổng giá trị phát hành TPDN năm 2025 tăng 12,5% svck – dữ liệu được cập nhật đến ngày 11/12/2025



Cơ cấu phát hành TPDN theo nhóm ngành năm 2025 - dữ liệu được cập nhật đến ngày 11/12/2025



- Theo số liệu được công bố đến ngày 11/12/25, trong năm 2025 có hơn 470 đợt phát hành TPDN thành công với tổng giá trị phát hành đạt hơn 527 nghìn tỷ đồng, tăng 12,5% svck. Trong đó, tổng giá trị TPDN phát hành riêng lẻ đạt hơn 481 nghìn tỷ đồng, tăng 10,9% svck. Tổng giá trị TPDN phát hành ra công chúng đạt gần 46 nghìn tỷ đồng, tăng 31,6% svck.
- Năm 2025, nhóm Ngân hàng duy trì là nhóm dẫn đầu về giá trị phát hành TPDN, với tổng giá trị phát hành đạt 355 nghìn tỷ đồng, tăng 16,3% svck và chiếm 67,3% tổng giá trị phát hành năm 2025. Nhóm Ngân hàng tích cực phát hành trái phiếu trong năm 2025 nhằm tăng tỷ trọng vốn huy động trung và dài hạn trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng tăng mạnh trong khi tăng trưởng huy động tăng chậm. Nhóm Bất động sản xếp thứ hai, với tổng giá trị phát hành đạt 97,7 nghìn tỷ đồng, giảm 1,5% svck và chiếm 18,5% tổng giá trị phát hành năm 2025.

Triển vọng TTCK năm 2026



Vững vàng trên vị thế mới

- Dự báo tăng trưởng lợi nhuận của toàn thị trường duy trì tích cực trong năm 2026, với mức tăng 18% svck.
- P/E và P/B dự phóng 2026 của VN-Index lần lượt là 12,2 lần và 1,69 lần. Định giá thị trường ở mức hấp dẫn khi so với định giá lịch sử và so với mặt bằng lãi suất tiết kiệm. Dự phóng kịch bản cơ sở VN-Index đạt mức 2.099 điểm vào cuối năm.
- Những nâng cấp sâu rộng hệ thống và cải cách thị trường giúp hoàn thành mục tiêu nâng hạng, đồng thời tạo thêm niềm tin và thu hút nhà đầu tư mới hỗ trợ thị trường phát triển dài hạn.

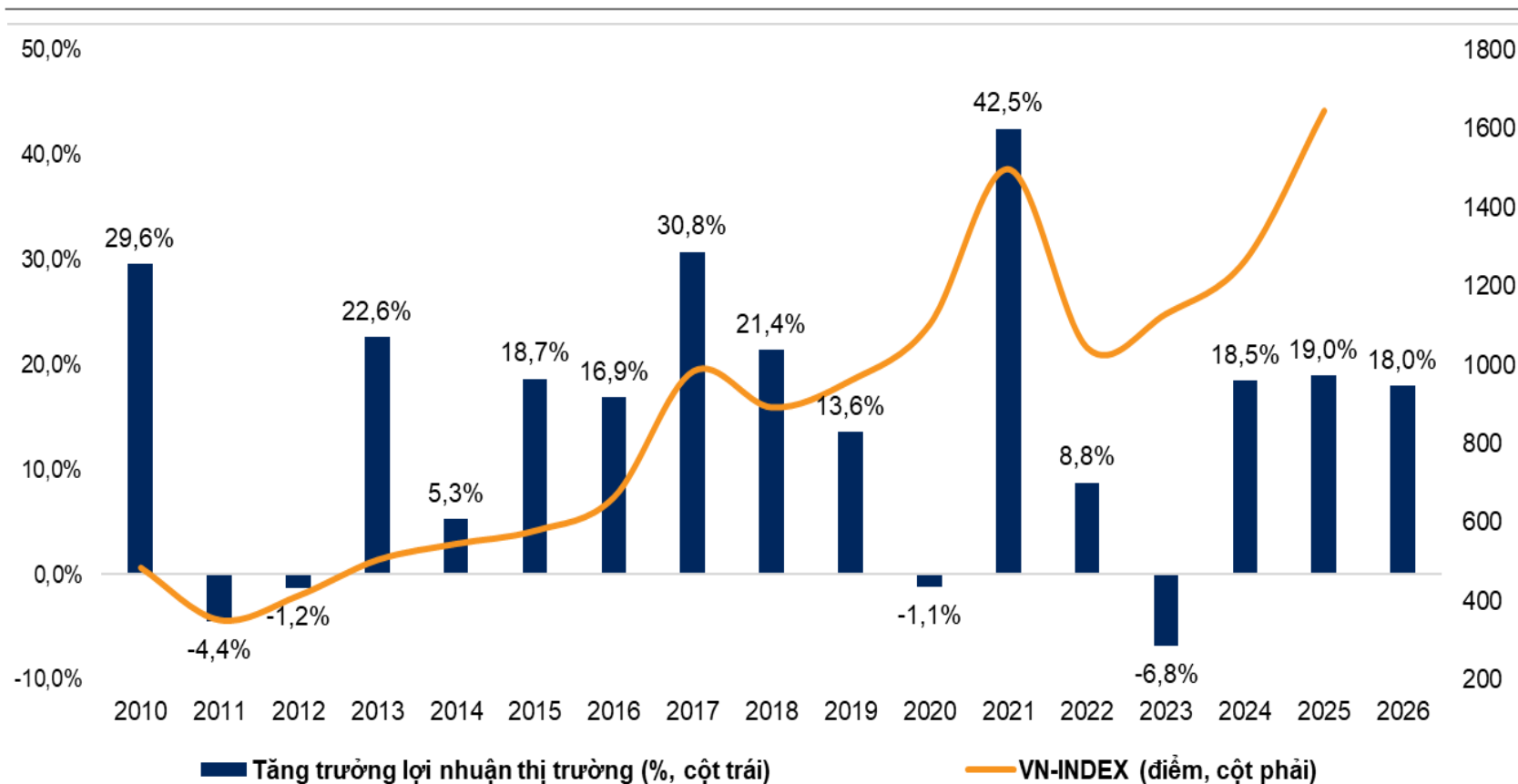
Bảng định giá VN-Index theo P/E và tăng trưởng lợi nhuận thị trường

| | | Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường năm 2026 (% svck) | | | |
|------------------------------------|--------|---|-------|--------------|-------|
| | | 14% | 16% | 18% | 20% |
| PE năm 2026 của VN- Index | 13,0x | 1.690 | 1.720 | 1.750 | 1.779 |
| | 14,0x | 1.820 | 1.852 | 1.884 | 1.916 |
| | 15,0x | 1.950 | 1.984 | 2.019 | 2.053 |
| | 15,6x* | 2.028 | 2.064 | 2.099 | 2.135 |
| | 16,0x | 2.080 | 2.117 | 2.153 | 2.190 |
| | 17,0x | 2.210 | 2.249 | 2.288 | 2.327 |
| | 18,0x | 2.340 | 2.381 | 2.422 | 2.463 |

* P/E bình quân 10 năm gần nhất của Vn-Index

Tăng trưởng lợi nhuận ròng của các công ty niêm yết trên HOSE được dự báo tăng 18% trong năm 2026.

Đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực sẽ kéo dài sang năm 2026



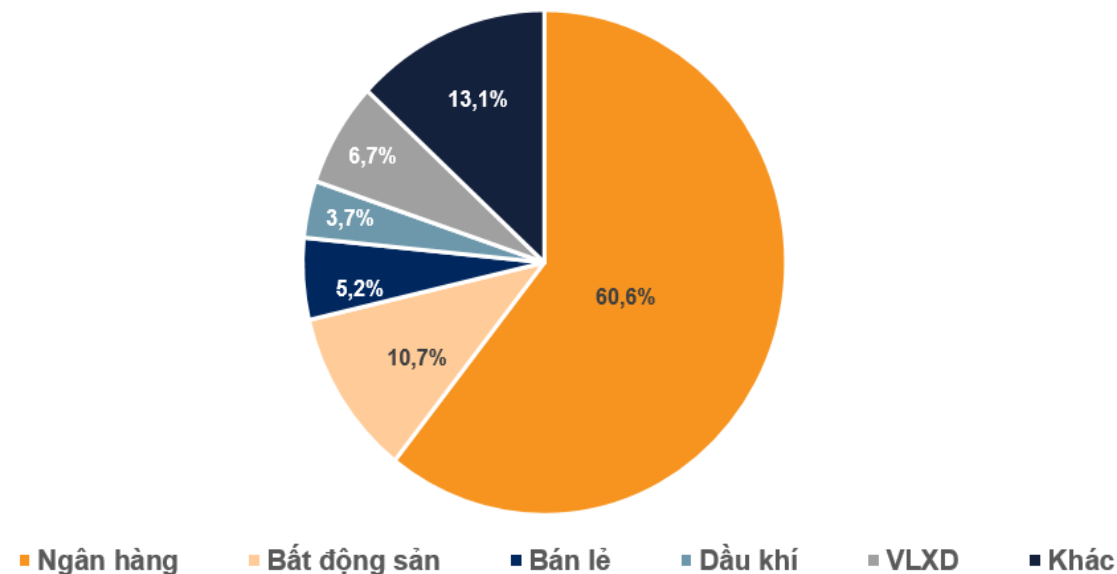
Lợi nhuận ròng của các công ty niêm yết trên HOSE tăng 21,5% trong 9T2025 và kỳ vọng tăng 19% cho cả năm 2025. Trên đà tăng trưởng cao của năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của các công ty niêm yết trên HOSE sẽ đạt tăng trưởng 18% svck vào năm 2026, được hỗ trợ bởi: 1) Tăng trưởng GDP dự kiến tiếp tục tăng tốc; 2) Triển vọng lợi nhuận nhiều nhóm ngành khả quan nhờ mở rộng chính sách tài khóa, đầu tư tư nhân, FDI và tiêu dùng; 3) Chính sách tiền tệ nới lỏng có kiểm soát và áp lực tỷ giá giảm bớt cùng với lộ trình tháo dỡ trần tăng trưởng tín dụng từ năm 2026 theo chỉ đạo của Thủ tướng sẽ tiếp tục tạo môi trường thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Một số nhóm ngành có khả năng hưởng lợi rõ nét như ngân hàng, bất động sản nhà ở, bất động sản khu công nghiệp, bán lẻ và năng lượng.

Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận theo ngành trong năm 2025 - 2026

| Ngành | Tăng trưởng LNR năm 2024 | Tăng trưởng LNR năm 2025 | Dự phóng tăng trưởng LNR năm 2026 |
|-------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------------|
| BDS KCN | -14,6% | 25,5% | 32,8% |
| Điện | -37,9% | 61,0% | 27,8% |
| Ngân hàng | 22,1% | 18,5% | 19,1% |
| Danh mục theo dõi | 22,1% | 18,8% | 14,8% |
| BDS Nhà ở | 14,1% | 1,4% | 13,3% |
| VLXD | 37,1% | 31,0% | 13,1% |
| Tiêu dùng/Bán lẻ | -4,7% | 12,7% | 10,5% |
| Dầu khí | -48,5% | 35,0% | 9,8% |
| Xuất khẩu | -27,2% | 18,2% | 3,8% |
| Hóa chất | -67,6% | 40,7% | -0,6% |
| Nông nghiệp | 18,5% | 104,1% | -5,2% |
| Hàng không | -457,5% | 28,6% | -8,2% |
| Logistics | 20,1% | 61,5% | -29,6% |

5 nhóm ngành đóng góp lớn vào lợi nhuận toàn thị trường



- Ngành Ngân hàng và Bất động sản được dự báo tiếp tục là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận thị trường trong năm 2026, với mức đóng góp lần lượt 60,6% và 10,7% vào tổng lợi nhuận toàn thị trường năm 2026 (tỷ trọng dựa trên danh sách cổ phiếu được VNDIRECT theo dõi). Với mục tiêu tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao trong năm 2026 để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ngành Ngân hàng được dự báo duy trì tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ 19% svck, qua đó củng cố vị thế dẫn đầu trên thị trường. Ngành Bất động sản KCN và ngành Điện được dự báo ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2026, khi một số doanh nghiệp lớn của 2 nhóm ngành này ghi nhận thêm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bất động sản trong năm 2026. Ngoài ra, lợi nhuận ngành Bán lẻ cũng được dự báo tiếp tục cải thiện với mức tăng trưởng 2 chữ số.
- Trong khi đó, các ngành như Nông nghiệp, Logistics, Hàng không sau khi tăng trưởng mạnh trong năm 2025, được dự báo sẽ chậm lại trong năm 2026.

P/E trượt 12 tháng của VN-Index ở mức 12,5 lần (trường hợp loại VIC khỏi sổ chỉ số), chiết khấu 15% so với trung bình 5 năm. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng 18% trong năm 2026, theo đó P/E dự phóng năm 2026 sẽ ở mức 12,2 lần.

P/E trượt của VN-Index giảm về dưới mức bình quân 10 năm



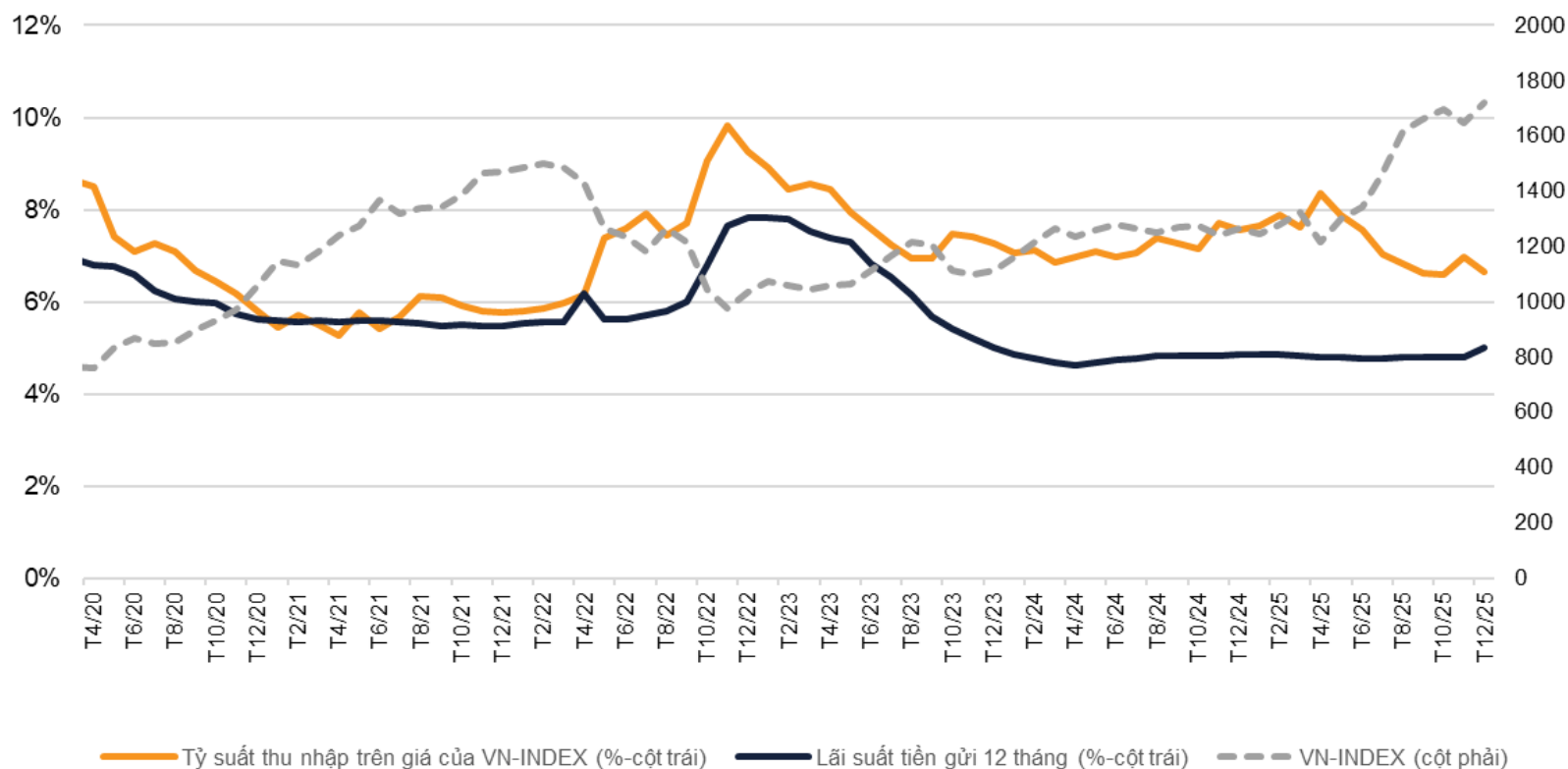
Định giá VN-Index đang ở mức hấp dẫn khi so với nhiều thị trường khác (Dữ liệu ngày 12/12/2025)

| | P/E hiện tại | P/B hiện tại | P/E hiện tại so với bình quân 10 năm | P/B hiện tại so với bình quân 10 năm |
|-----------------|--------------|--------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Mỹ | 27,2 | 5,47 | 1,2x | 1,5x |
| Ấn Độ | 26,0 | 3,67 | 0,9x | 1,1x |
| Đài Loan | 22,2 | 2,90 | 1,3x | 1,5x |
| Nhật Bản | 22,1 | 2,48 | 0,8x | 0,8x |
| Indonesia | 21,3 | 2,21 | 1,0x | 1,0x |
| Trung Quốc | 18,5 | 1,53 | 1,2x | 1,0x |
| Hàn Quốc | 16,9 | 1,26 | 0,8x | 1,0x |
| MSCI Mới nổi | 16,5 | 2,09 | 1,1x | 1,3x |
| Morocco | 15,8 | 3,31 | 0,5x | 1,3x |
| Malaysia | 15,3 | 1,51 | 0,9x | 0,9x |
| Việt Nam | 14,4 | 1,99 | 0,9x | 0,9x |
| Thổ Nhĩ Kỳ | 14,3 | 1,10 | 1,6x | 0,9x |
| Singapore | 13,6 | 1,49 | 0,9x | 1,3x |
| MSCI Cận biên | 11,6 | 1,84 | 0,9x | 1,1x |
| Philippines | 10,1 | 1,24 | 0,6x | 0,6x |
| Pakistan | 9,3 | 1,59 | 0,9x | 0,9x |
| Ai Cập | 8,2 | 2,28 | 0,7x | 1,2x |

- P/E trượt 12 tháng của VN-Index đang ở mức 14,4 lần. Tuy nhiên, thực tế năm 2025 chỉ số VN-Index đã bị ảnh hưởng mạnh bởi mức tăng bất thường của cổ phiếu VIC. Chúng tôi cho rằng sau các đợt tăng mạnh và có dấu hiệu bất thường trong năm 2025, hiện cổ phiếu VIC đã vượt xa mức định giá hợp lý của cổ phiếu này (hiện P/E và P/B của VIC lần lượt là 125x và 7,6x). Trường hợp nếu loại cổ phiếu VIC ra khỏi sổ chỉ số và tính toán lại P/E của VN-Index thì P/E trượt 12 tháng của VN-Index hiện chỉ là 12,5 lần. Với mức P/E 14,4 lần (bao gồm cổ phiếu trong sổ chỉ số), định giá P/E của VN-Index hiện vẫn hấp dẫn với mức chiết khấu 8,2% so với trung bình 10 năm. Ngoài ra, chúng tôi dự báo lợi nhuận toàn thị trường sẽ duy trì tăng trưởng tích cực với mức tăng 18% svck trong năm 2026. Theo đó P/E dự phóng năm 2026 của VN-Index ở mức 12,2 lần.
- P/B của VN-Index hiện đang ở mức 1,99 lần, cũng đang hấp dẫn với mức chiết khấu 6,5% so với mức trung bình 10 năm.

Chênh lệch giữa tỷ suất thu nhập trên giá của VN-Index (E/P) và lãi suất đang ở mức cao so với mặt bằng lịch sử

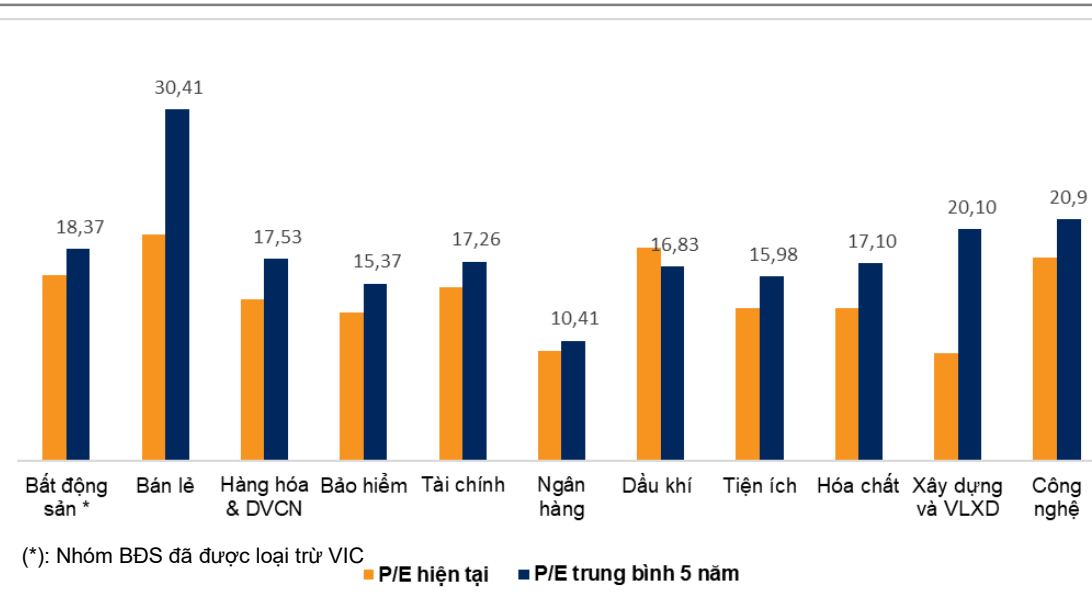
Chênh lệch giữa E/P của VN-INDEX và lãi suất đang ở mức cao. Kỳ vọng xu hướng tăng của VN-Index tiếp tục duy trì trong năm 2026 giúp thu hẹp mức chênh lệch như năm 2020.



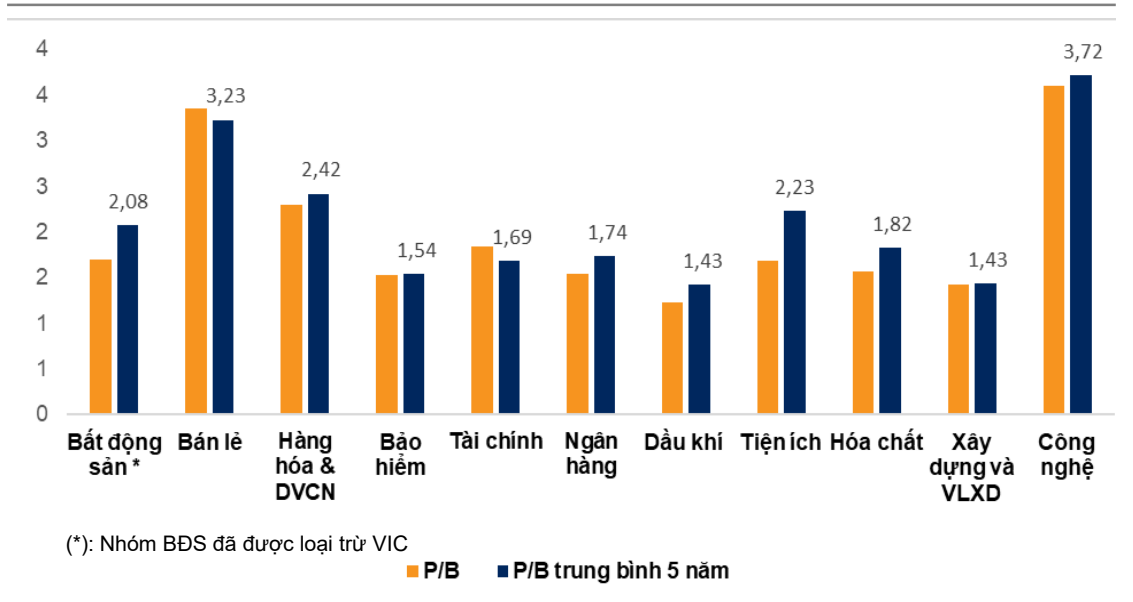
Chênh lệch hiện tại giữa E/P (thu nhập/giá) và lãi suất tiết kiệm duy trì ở mức cao. Hiện E/P của VN-Index đạt 6,6%, trong khi lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng chỉ ở mức 5%/năm. Chênh lệch cho thấy kênh chứng khoán vẫn duy trì hấp dẫn hơn so với lãi suất tiết kiệm.

Trong năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn HOSE tăng trưởng 18% svck, trong khi mặt bằng lãi suất tiền gửi có thể nhích tăng nhẹ do áp lực gia tăng huy động. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VN-Index duy trì xu hướng tăng trong năm 2026 giúp thu hẹp mức chênh lệch trên giống năm 2020.

P/E của các nhóm ngành so với P/E bình quân 5 năm



P/B của các nhóm ngành so với P/B bình quân 5 năm

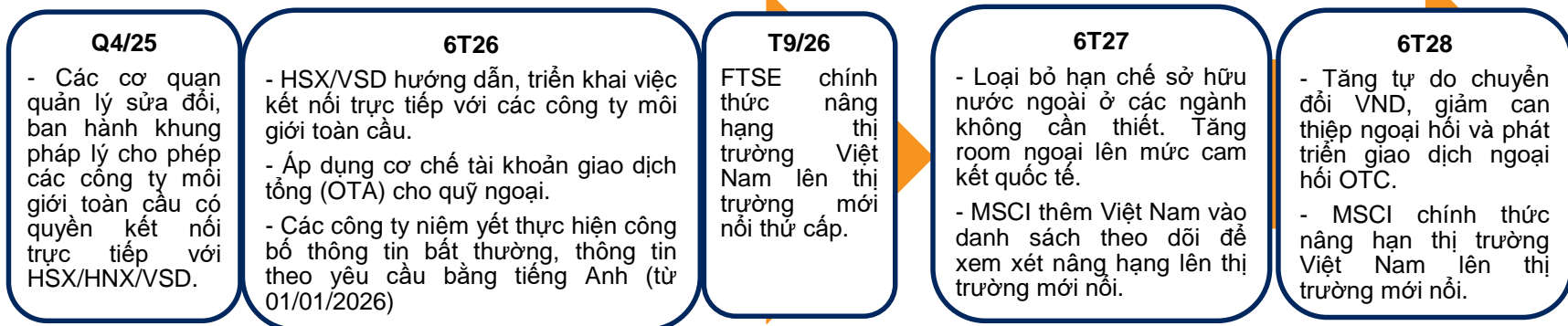


- P/E hiện tại của hầu hết các nhóm ngành đang ở mức thấp hơn so với mức P/E bình quân 5 năm. Trong đó, ngành Xây dựng và VLXD đang giao dịch với mức chiết khấu cao so với lịch sử. Với kế hoạch đẩy mạnh giải ngân đầu tư công để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn 2026-2030, kết quả kinh doanh của nhóm ngành này được dự báo duy trì tăng trưởng tích cực trong năm 2026. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng ngành Xây dựng và VLXD có thể được tái định giá trong năm 2026. Ngành Bán lẻ cũng đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm nhóm ngành này. Với triển vọng phục hồi ổn định, chúng tôi kỳ vọng định giá của ngành Bán lẻ cũng sẽ được thị trường nhìn nhận lại trong năm 2026.
- P/B của ngành Bất động sản và ngành Tiện ích hiện đang giao dịch với mức chiết khấu so với mức bình quân 5 năm của 2 nhóm ngành này. Ngành Bất động sản được kỳ vọng duy trì phục hồi với tăng trưởng lợi nhuận trên 13% trong năm 2026, ngành Tiện ích với triển vọng kinh doanh duy trì ổn định, chúng tôi kỳ vọng các ngành này có thể được tái định giá trong năm 2026.

| Tổ chức xếp hạng thị trường | Các tiêu chí Việt Nam cần cải thiện để được xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp |
|-----------------------------|---|
| FTSE | <ul style="list-style-type: none"> - Trong kỳ rà soát T9/2025, FTSE xác nhận Việt Nam đã đáp ứng tất cả các tiêu chí thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE. Tuy nhiên để chính thức được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào T9/2026, Việt Nam cần giải quyết vấn đề “khả năng tiếp cận của các công ty môi giới toàn cầu (global brokers) tại Việt Nam vẫn còn hạn chế”. |
| MSCI | <ul style="list-style-type: none"> - Giới hạn sở hữu nước ngoài - Room cho nhà đầu tư nước ngoài - Quyền bình đẳng đầu tư nước ngoài - Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối - Đăng ký nhà đầu tư & thiết lập tài khoản: - Quy định thị trường: Tất cả các quy định đều chưa có sẵn bằng tiếng anh - Luồng thông tin: Thông tin thị trường chứng khoán không đầy đủ bằng tiếng anh - Thanh toán bù trừ: Cơ chế thực hiện đã được ban hành, chờ thêm thời gian để đánh giá hiệu quả của giải pháp. - Khả năng chuyển nhượng không qua sàn |

Để gỡ “nút thắt” liên quan đến khả năng tiếp cận của các công ty môi giới toàn cầu (global brokers), trong T12/25 Bộ Tài chính và UBCKNN đã thực hiện lấy ý kiến về Dự thảo Thông tư sửa đổi, bổ sung một số điều của các thông tư 96 (về công bố thông tin), Thông tư 120 (về giao dịch chứng khoán) và Thông tư 121 (về hoạt động của công ty chứng khoán). Hành động khẩn trương này nhằm đáp ứng các yêu cầu liên quan đến global brokers trước kỳ đánh giá tháng 3/2026 của FTSE.

Với cam kết mạnh mẽ trong việc đạt được mục tiêu nâng hạng thị trường chứng khoán và xây dựng một thị trường vốn phát triển bền vững, chúng tôi tin rằng các cơ quan quản lý nhà nước sẽ tiếp tục đẩy mạnh những cải cách hệ thống để đáp ứng các tiêu chí nâng hạng còn lại của MSCI. Chúng tôi kỳ vọng các tiêu chí nâng hạng còn lại của MSCI sẽ được đáp ứng vào năm 2028, và thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ chính thức được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi trong kỳ đánh giá thường niên của tổ chức này vào T6/28.



Ước tính giá trị cổ phiếu Việt Nam được các ETF mô phỏng các chỉ số của FTSE mua vào khi Việt Nam được nâng hạng

| Quỹ ETF | Chỉ số mô phỏng | Tài sản ròng của quỹ (triệu usd) | Ước tính tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam sẽ được quỹ phân bổ khi Việt Nam được FTSE nâng hạng | Dòng vốn từ ETF vào TTCK Việt Nam khi được FTSE nâng hạng (triệu usd) |
|--|---|----------------------------------|--|---|
| Vanguard Total International Stock Index Fund | FTSE Global All Cap ex US | 554.300 | 0,04% | 221,7 |
| Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II | FTSE Global All Cap ex US | 558.200 | 0,04% | 223,3 |
| Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund | FTSE Emerging Markets All Cap China A Inclusion | 141.200 | 0,34% | 480,1 |
| Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund | FTSE All-World ex US | 75.500 | 0,02% | 15,1 |
| Vanguard Total World Stock ETF | FTSE Global All Cap | 74.900 | 0,04% | 30,0 |
| Vanguard FTSE All-World UCITS ETF | FTSE All-World | 51.500 | 0,02% | 10,3 |
| Schwab Emerging Markets Equity ETF | FTSE Emerging Markets | 11.500 | 0,22% | 25,3 |
| Tổng | | 1.467.100 | | 1.005,7 |

Top cổ phiếu tiềm năng khi Việt Nam được nâng hạng

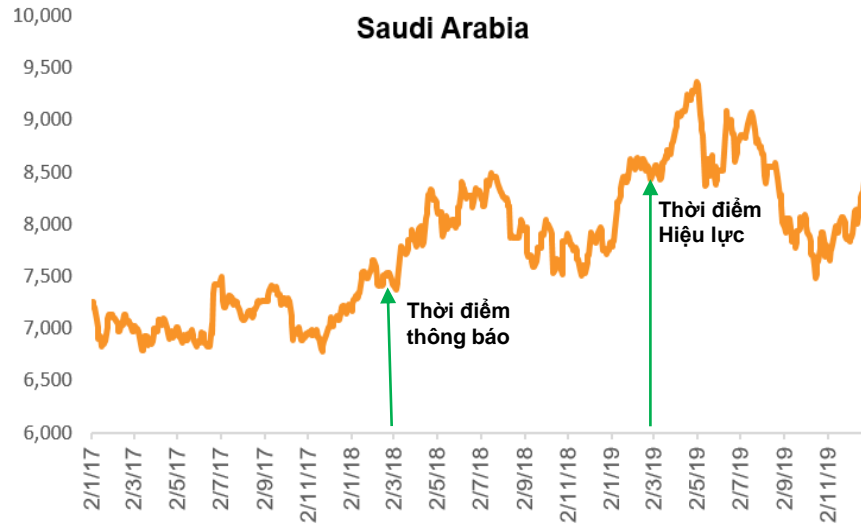
| STT | Mã | Ngành | Tỷ lệ Free Float (%) | Vốn hóa có thể đầu tư (tỷ đồng) | Room ngoại còn lại (%) |
|-----|-----|---------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------|
| 1 | VIC | Bất động sản | 35% | 351.164 | 44,3% |
| 2 | FPT | Công nghệ Thông tin | 85% | 140.599 | 10,2% |
| 3 | VPB | Ngân hàng | 60% | 139.240 | 5,8% |
| 4 | LPB | Ngân hàng | 95% | 137.923 | 4,0% |
| 5 | VHM | Bất động sản | 30% | 126.796 | 41,0% |
| 6 | HPG | Tài nguyên Cơ bản | 55% | 112.081 | 29,6% |
| 7 | MBB | Ngân hàng | 50% | 93.639 | 3,1% |
| 8 | HDB | Ngân hàng | 75% | 92.626 | 3,2% |
| 9 | MWG | Bán lẻ | 75% | 88.597 | 2,9% |
| 10 | STB | Ngân hàng | 95% | 87.040 | 15,2% |
| 11 | MSN | Thực phẩm & đồ uống | 60% | 67.148 | 77,0% |
| 12 | VJC | Du lịch và Giải trí | 45% | 54.177 | 22,8% |
| 13 | SHB | Ngân hàng | 70% | 54.022 | 26,1% |
| 14 | VNM | Thực phẩm & đồ uống | 40% | 53.503 | 49,9% |
| 15 | VCB | Ngân hàng | 11% | 52.758 | 8,6% |
| 16 | SSI | Chứng khoán | 70% | 47.663 | 67,4% |
| 17 | CTG | Ngân hàng | 15% | 39.469 | 4,5% |
| 18 | VIX | Chứng khoán | 100% | 37.520 | 91,8% |
| 19 | EIB | Ngân hàng | 80% | 32.784 | 26,9% |
| 20 | VND | Chứng khoán | 75% | 21.008 | 90,4% |

- Chúng tôi cho rằng, những nâng cấp sâu rộng và cải cách mạnh mẽ hệ thống dự kiến được thực hiện trong năm 2026 sẽ là những yếu tố củng cố niềm tin cho cả các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Những cải cách lớn và toàn diện này góp phần thu hút thêm các nhà đầu tư mới, các nhà đầu tư chuyên nghiệp tham gia thị trường. Thực tế, sau thời điểm chính thức được FTSE Russell nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào T9/2026, TTCK Việt Nam sẽ đón nhận dòng vốn của các quỹ ETF mô phỏng các chỉ số của FTSE Russell. Với vốn hóa hiện tại của thị trường của thị trường Việt Nam, chúng tôi ước tính tỷ trọng phân bổ cho các cổ phiếu Việt Nam của các quỹ ETF mô phỏng chỉ số FTSE sẽ dao động từ 0,02% đến 0,34% tổng tài sản ròng của từng ETF. Điều này có thể giúp thị trường Việt Nam thu hút hơn 1 tỷ USD. Ngoài ra, dòng vốn đổ vào thị trường Việt Nam từ các quỹ đầu tư chủ động sao thời điểm Việt Nam chính thức được FTSE Russell nâng hạng cũng là rất lớn.

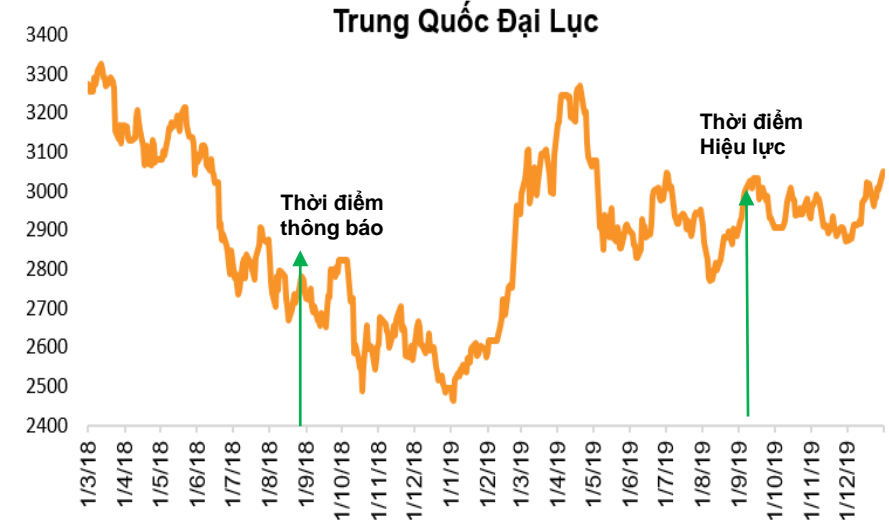
Thị trường được nâng hạng thường có hiệu suất tích cực trước thời điểm có hiệu lực

Chúng tôi kỳ vọng TTCK Việt Nam không chỉ có hiệu suất tích cực trong năm 2026 mà còn duy trì tăng trưởng ổn định sau khi chính thức được FTSE nâng hạng, nhờ nền tảng vĩ mô vững chắc cùng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết duy trì tích cực.

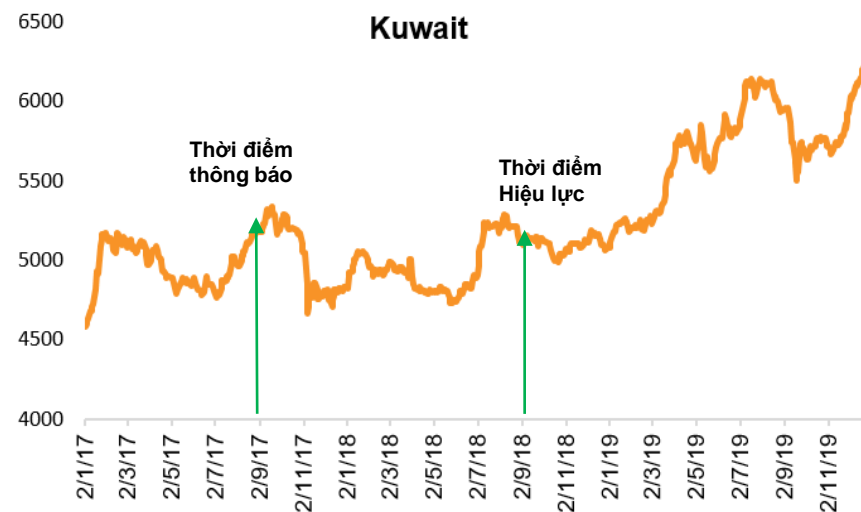
TTCK Saudi Arabia được FTSE thông báo nâng hạng vào T3/2018 và hiệu lực từ T3/2019.



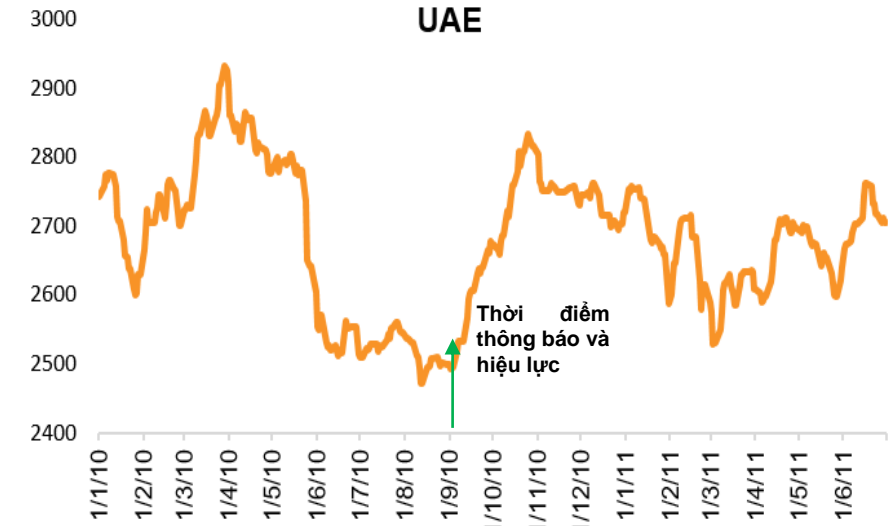
TTCK Trung Quốc Đại Lục được FTSE thông báo nâng hạng vào T9/2018 và hiệu lực từ T9/2019.



TTCK Kuwait được FTSE thông báo nâng hạng vào T9/2017 và hiệu lực từ T9/2018.



TTCK UAE được FTSE thông báo nâng hạng vào T9/2010 và có hiệu lực ngay sau khi thông báo.



P/E và P/B dự phóng năm 2026 của VN-Index theo mức tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường năm 2026

| | Hiện tại 12/12/2025 | P/E và P/B dự phóng 2026 của VN-Index theo mức tăng trưởng lợi nhuận của thị trường | | | |
|-----------------------|------------------------|---|------|-------------|------|
| | | 14% | 16% | 18% | 20% |
| P/E (lần) | 14,4 | 12,7 | 12,4 | 12,2 | 12,0 |
| P/B (lần) | 1,99 | 1,75 | 1,72 | 1,69 | 1,66 |
| Index đóng cửa (điểm) | 1.646,9 | | | | |

Bảng định giá VN-Index theo P/E và mức tăng trưởng lợi nhuận thị trường năm 2026

| | Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường năm 2026 (% svck) | | | | |
|--------------------------|---|-------|-------|--------------|-------|
| | 14% | 16% | 18% | 20% | |
| PE năm 2026 của VN-Index | 13,0x | 1.690 | 1.720 | 1.750 | 1.779 |
| | 14,0x | 1.820 | 1.852 | 1.884 | 1.916 |
| | 15,0x | 1.950 | 1.984 | 2.019 | 2.053 |
| | 15,6x* | 2.028 | 2.064 | 2.099 | 2.135 |
| | 16,0x | 2.080 | 2.117 | 2.153 | 2.190 |
| | 17,0x | 2.210 | 2.249 | 2.288 | 2.327 |
| | 18,0x | 2.340 | 2.381 | 2.422 | 2.463 |

* P/E bình quân 10 năm gần nhất của Vn-Index

Tăng trưởng lợi nhuận cao trong 2025 cùng triển vọng lợi nhuận duy trì tích cực trong năm 2026 sẽ giúp định giá của VN-Index quay trở về vùng hấp dẫn. Trong kịch bản cơ sở chúng tôi dự báo thanh khoản khớp lệnh bình quân năm 2026 sẽ tăng 25% so với năm 2025, lên mức 36,4 nghìn tỉ đồng/phiên nhờ động lực nâng hạng thị trường. Mức định giá P/E hợp lý của VN-Index sẽ ở mức 15,6x, tương đương với P/E bình quân 10 năm gần nhất. Bên cạnh đó, với nền tảng vĩ mô ổn định và các động lực đến từ câu chuyện nâng hạng thị trường, TTCK Việt Nam hoàn toàn có thể được tái định giá với mức định giá hợp lý cao hơn.

Chúng tôi tin rằng năm 2026 sẽ là năm bước ngoặt của thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc được FTSE chính thức nâng hạng vào T9/2026 cùng các thay đổi mạnh mẽ về hạ tầng và những cải cách lớn sẽ đưa thị trường Việt Nam tiệm cận các thị trường phát triển trong khu vực. Các yếu tố này sẽ tạo thêm niềm tin và thu hút thêm nhiều nhà đầu tư lớn. Bên cạnh đó, các yếu tố tăng trưởng kinh tế nội địa vững chắc và dự báo lợi nhuận thị trường tăng trưởng tích cực sẽ giúp thị trường tăng trưởng vững vàng trong năm 2026.

Kịch bản cơ sở

| | |
|---------------------------------------|---|
| Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường | Tăng trưởng 18%. |
| FTSE Russell | Việt Nam chính thức được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào T9/2026. |
| Thanh khoản thị trường | Giá trị giao dịch bình quân năm 2026 tăng 25% so với năm 2025, lên mức 36,4 nghìn tỉ đồng/phiên. |
| Fed | Hai lần giảm lãi suất 25 điểm cơ bản trong 2026. |
| Sức mạnh USD | Chỉ số DXY duy trì dưới 100 điểm (trung bình cả năm 2026 dưới mức 97 điểm). Tỷ giá USD/VND ổn định (tăng dưới 2,5% trong năm 2026). |
| Tín dụng toàn hệ thống | Tăng trưởng 19% |
| Mặt bằng lãi suất | Lãi suất huy động và lãi suất cho vay tăng nhẹ vào thời điểm cuối năm 2025, sau đó duy trì ổn định trong năm 2026. |
| Chỉ số P/E của VN-Index | 15,6x (là mức P/B bình quân 10 năm gần nhất của VN-Index) |
| Dự báo VN-Index 2026 | VN-Index đóng cửa tại 2.099 điểm, thị trường tăng 27,5% so với giá đóng cửa ngày 12/12/2025 |

Triển vọng ngành

Đầu tư công



Nắm bắt cơ hội trong chu kỳ đầu tư công lớn 2026-30

- Việt Nam đang bước vào chu kỳ bùng nổ đầu tư hạ tầng lớn nhất từ trước đến nay.
- Dự chi đầu tư công giai đoạn 2026-30 gấp 2,5 lần giai đoạn 2021-25.
- Đầu tư lan tỏa theo các chiều kích: đường sắt cao tốc, metro, đường bộ, hàng không.
- Với hạ tầng đường bộ, những nhà thầu, nhà cung cấp nguyên vật liệu có quy mô lớn, tiềm lực tài chính tốt và kinh nghiệm triển khai sẽ hưởng lớn đáng kể trong chu kỳ này như: HHV, VCG, HPG, KSB, VLB, PLC.

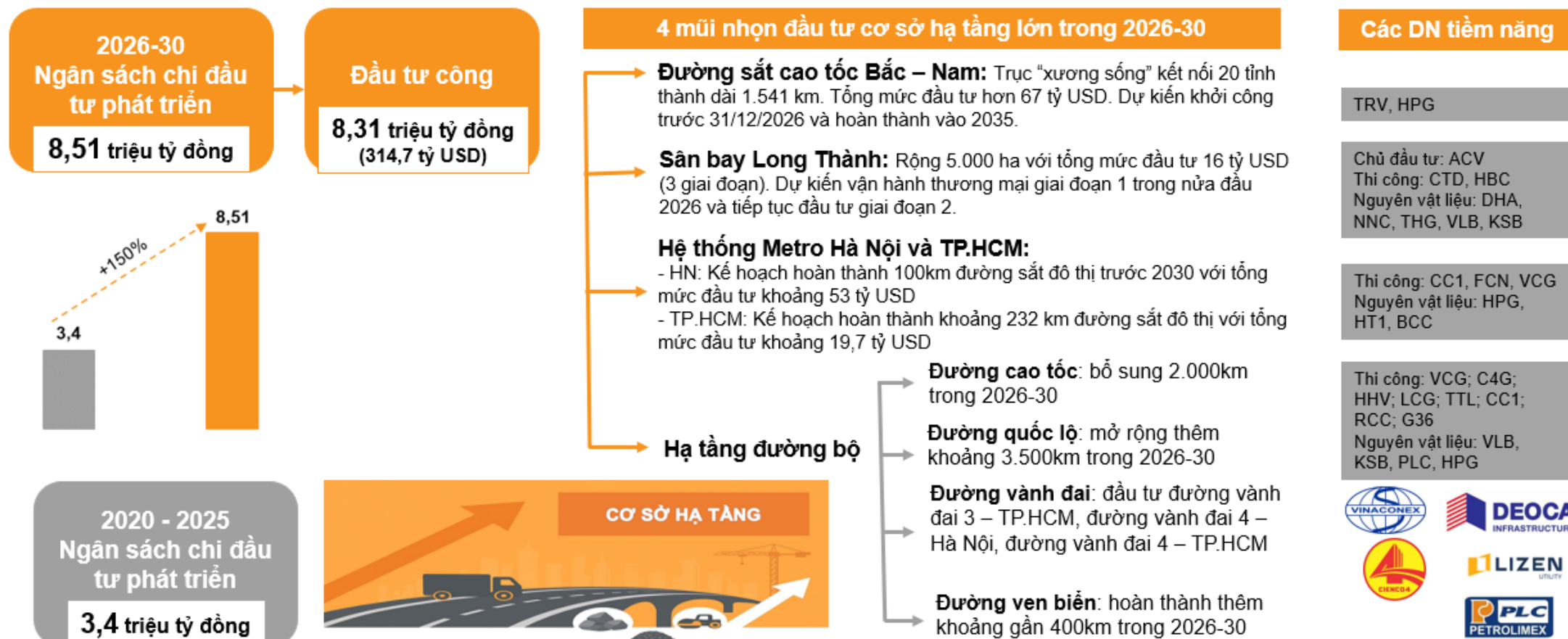
Cổ phiếu ưa thích

| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|---|
| PLC | 34.100 | <ul style="list-style-type: none">• Tiêu thụ nhựa đường vẫn hưởng lợi từ chu kỳ tăng tốc đầu tư công 2026-30• Triển vọng giá dầu giảm và giá bán ổn định giúp mở rộng nhẹ biên LN gộp• Mảng dầu nhờn chững lại, nhưng vẫn còn thời gian tìm hướng phát triển mới• Định giá hấp dẫn với triển vọng kết quả kinh doanh |

Đón đầu chu kỳ đầu tư công lớn trong 2026-30

Việt Nam đang bước vào thời kỳ bùng nổ đầu tư cơ sở hạ tầng lớn nhất từ trước đến nay, khi kế hoạch trung hạn 2020-25 sắp hoàn thành và chuẩn bị cho kế hoạch 5 năm tới 2026-30. Trong giai đoạn này, Chính phủ dự chi ngân sách gấp 2,5 lần giai đoạn 2020-25.

Sơ lược chiến lược phát triển cơ sở hạ tầng Việt Nam giai đoạn 2026-30



Những nhà thầu, nhà cung cấp nguyên vật liệu có quy mô lớn, tiềm lực tài chính tốt và kinh nghiệm triển khai sẽ hưởng lợi lớn trong chu kỳ này. Ở nhóm nhà thầu, chúng tôi quan sát VCG, HHV, C4G, LCG, FCN. Ở nhóm nguyên vật liệu, chúng tôi quan sát HPG, KSB, VLB, PLC.

Chiến lược hạ tầng đường bộ 2026-30 dần định hình, Chính phủ dự kiến đầu tư hàng loạt dự án quy mô lớn, mở ra cơ hội lớn cho toàn bộ chuỗi giá trị xây dựng (thi công, cung cấp vật liệu)

| Các dự án hạ tầng đường bộ lớn dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2026-30 | Tổng chiều dài (km) | Tổng mức đầu tư (tỷ đồng) | Ước tính tiến độ hiện tại (%) | Các nhà thầu (đã trúng thầu/đang dự thầu) | Thời gian triển khai | | | | | |
|---|---------------------|---------------------------|-------------------------------|---|----------------------|------|------|------|------|------|
| | | | | | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| Đường vành đai 3 - TP.HCM | 76 | 75.378 | 50% | C4G, GTS, L18, VCG, HHV | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc TP. HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành | 57 | 17.400 | 35% | BCM, IJC, HHV | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú GD1 | 60 | 8.776 | NA | THA (đã hủy niêm yết) | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc Gia Nghĩa - Chơn Thành | 127 | 25.900 | NA | VIC | [Timeline bar] | | | | | |
| Đường vành đai 4 - Hà Nội | 113 | 85.813 | NA | DPG, VCG | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài | 51 | 19.617 | NA | C4G, LCG | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng | 188 | 44.691 | 45% | C4G, DPG, FCN | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột | 118 | 22.000 | 31% | DPG, FCN | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc Hòa Bình Mộc Châu | 34 | 4.445 | NA | VCG, HHV, S10, SDJ | [Timeline bar] | | | | | |
| Đường vành đai 4 - TP.HCM | 207 | 122.774 | NA | BCM, HHV | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc Ninh Bình - Hải Phòng | 117 | 26.000 | 4% | VCG | [Timeline bar] | | | | | |
| Cao tốc TPHCM - Long Thành - Dầu Giây (mở rộng) | 22 | 16.386 | NA | CC1 | [Timeline bar] | | | | | |
| Mở rộng cao tốc Bắc - Nam đoạn Hà Nội - TP.HCM | 1.144 | NA | NA | CC1 | [Timeline bar] | | | | | |
| Đầu tư đường ven biển (GD 2026-30) | 400 | NA | NA | CC1, HHV, FCN, DPG, VCG | [Timeline bar] | | | | | |
| Đầu tư mở rộng số km đường quốc lộ | 3.555 | NA | NA | Nhiều nhà thầu tham gia | [Timeline bar] | | | | | |

Chú thích:

Giai đoạn chuẩn bị (đấu thầu và chuẩn bị mặt bằng)



Giai đoạn thi công phần kết cấu dưới (đất đắp, cát, đá xây dựng)



Giai đoạn thi công phần kết cấu trên (thép, xi măng, đá dăm, nhựa đường, thép lán can)



Triển khai nhiều dự án thành phần gói đầu hoặc cùng lúc



PLC | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND34.100 | Tăng trưởng DT thuần | 25,2% | -7,4% | -12,9% | 21,8% | -4,4% |
| Tiềm năng tăng giá | 39,2% | Tăng trưởng EPS | -33,0% | -12,9% | -57,6% | 253,0% | -5,8% |
| Tỷ suất cổ tức | 4,0% | Biên lợi nhuận gộp | 12,7% | 12,2% | 11,9% | 13,3% | 13,5% |
| Tổng lợi tức | 43,2% | Biên LN ròng | 1,4% | 1,3% | 0,6% | 1,8% | 1,8% |
| Vốn hóa (tr USD) | 75,2 | P/E (x) | 16,9 | 19,4 | 45,8 | 13,0 | 13,8 |
| GTGDDBQ 3 tháng (tr USD) | 0,3 | Rolling P/B (x) | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,5 | 1,4 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 36 | ROAE | 9,0% | 8,0% | 3,4% | 11,7% | 10,3% |
| P/E trượt | 16,6 | Nợ ròng trên VCSH | 81,6% | 51,0% | 62,0% | 91,1% | 50,6% |

Luận điểm đầu tư:
Tiêu thụ nhựa đường vẫn hưởng lợi từ chu kỳ tăng tốc đầu tư công 2026-30

Kế hoạch đầu tư phát triển trung hạn (2020-25) của chính phủ đang bước vào giai đoạn tăng tốc để về đích, nhưng một chu kỳ mới (2026-30) với quy mô vượt trội hơn đã bắt đầu. Trong giai đoạn này, tổng ngân sách dự kiến chi đầu tư phát triển của Chính phủ gấp 2,5 lần so với giai đoạn trước. Đầu tư hạ tầng đường bộ là một mũi nhọn trong chiến lược tổng thể, với nhiều dự án quy mô lớn, kỳ vọng tạo ra nhu cầu lớn cho các nhà cung cấp vật liệu như PLC. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ nhựa đường PLC vẫn ở mức cao trong 2026, tương đương với năm 2025.

Triển vọng giá dầu giảm và giá bán ổn định giúp mở rộng nhẹ biên LN gộp

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2026 tiếp tục giảm 8,8% svck xuống 62 USD/bbl do triển vọng dư cung trên thế giới, theo đó giá bitumen nhập khẩu kỳ vọng cũng giảm do là sản phẩm có nguồn gốc dầu mỏ. Điều này kỳ vọng làm áp lực tỷ giá có thể tiếp tục tăng, khiến giá vốn sản xuất nhựa đường PLC hạ nhiệt. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiếp tục ở mức cao sẽ hỗ trợ giá bán, giúp biên LN gộp nhựa đường tiếp tục cải thiện nhẹ 0,6% svck lên 11,7% trong 2026.

Mảng dầu nhờn chững lại, nhưng vẫn còn thời gian tìm hướng phát triển mới

Chúng tôi duy trì quan điểm xu hướng chuyển dịch xe điện sẽ ngày càng mạnh mẽ, từ đó đe dọa đến triển vọng kinh doanh mảng dầu nhờn PLC trong tương lai. Tuy nhiên, sự chuyển dịch vẫn đang đối mặt với nhiều khó khăn do những rào cản về hạ tầng, chính sách hỗ trợ, có thể khiến việc chuyển dịch diễn ra chậm hơn thay vì ngay lập tức. Do đó chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tiêu thụ dầu nhờn của PLC sẽ chững lại và giảm nhẹ từ 2026, nhưng sẽ tăng dần áp lực từ 2027-28.

Định giá vẫn hấp dẫn với triển vọng kết quả kinh doanh

PLC hiện giao dịch với P/E trượt 12T ở mức 16,6x, thấp hơn trung bình 5 năm (22,9x), và tương đối hấp dẫn triển vọng và vị thế dẫn đầu của doanh nghiệp.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty | Mã CK | Giá trị hiện tại nội tệ | Vốn hóa tr USD | P/E trượt x | P/B hiện tại x | ROE | ROA | Nợ vay/VCSH % |
|---|--------|----------------------------|-------------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|------------------|
| Các công ty xây dựng | | | | | | | | |
| Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam | VCG VN | 23.100 | 565 | 3,7 | 1,3 | 41,3% | 13,6% | 58,5 |
| Công ty Cổ phần Tập đoàn CIENCO4 | C4G VN | 8.500 | 115 | 17,0 | 0,8 | 4,7% | 1,9% | 73,6 |
| Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả | HHV VN | 13.700 | 261 | 12,4 | 0,7 | 5,5% | 1,3% | 155,3 |
| Tổng Công ty Xây dựng Số 1 | CC1 VN | 32.000 | 484 | 60,9 | 3,0 | 5,1% | 1,4% | 132,1 |
| Công ty Cổ phần Lizen | LCG VN | 10.200 | 81 | 18,0 | 0,8 | 4,6% | 2,0% | 43,4 |
| <i>Trung bình</i> | | | | <i>22,4</i> | <i>1,3</i> | <i>12,2%</i> | <i>4,1%</i> | <i>92,6</i> |
| Các doanh nghiệp cung cấp nguyên vật liệu | | | | | | | | |
| Tổng Công ty Cổ phần Hoá dầu Petrolimex | PLC VN | 24.500 | 75 | 16,6 | 1,5 | 9,1% | 2,8% | 157,4 |
| Công ty Cổ phần Hóa An | DHA VN | 58.000 | 32 | 8,4 | 1,8 | 22,8% | 21,0% | 0,0 |
| Công ty Cổ phần Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương | KSB VN | 18.000 | 77 | 17,8 | 0,7 | 4,3% | 2,7% | 37,5 |
| Công ty Cổ phần Xây dựng và Sản xuất Vật liệu Xây dựng Biên Hòa | VLB VN | 49.200 | 87 | 12,4 | 3,5 | 29,3% | 23,9% | 0,0 |
| <i>Trung bình</i> | | | | <i>13,8</i> | <i>1,9</i> | <i>16,4%</i> | <i>12,6%</i> | <i>48,7</i> |

Hàng không



Mở rộng công suất đón tăng trưởng

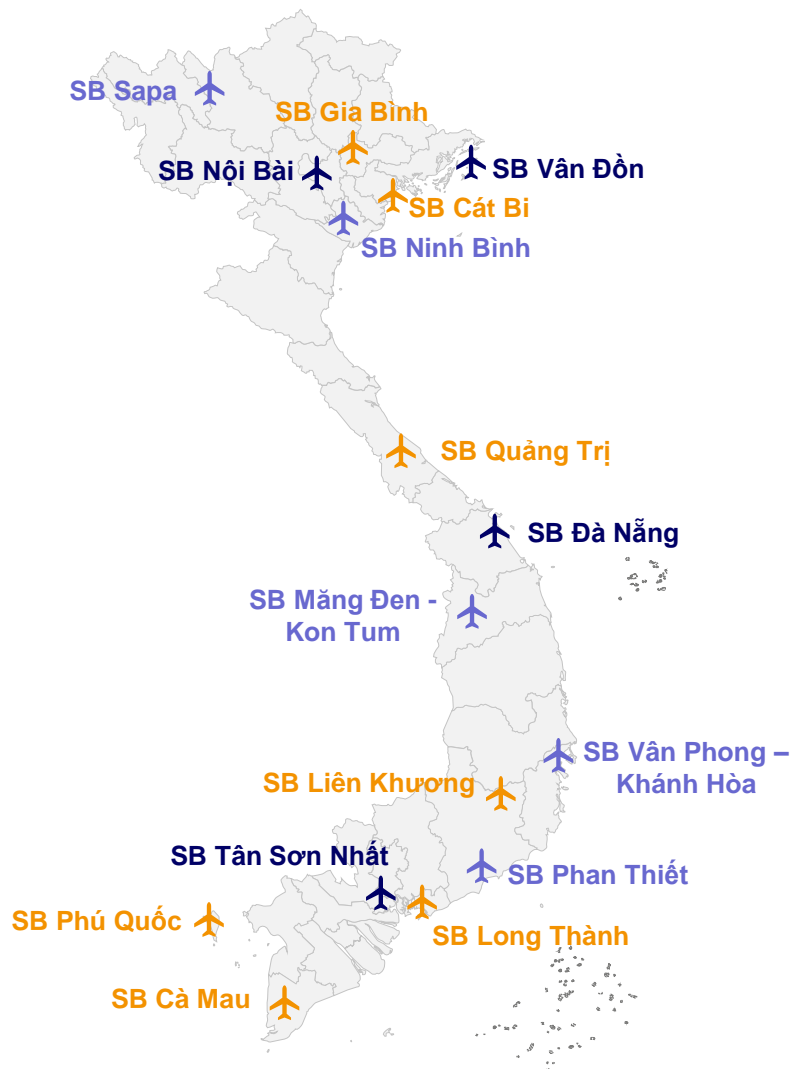
- Lượng hành khách tăng nhờ triển vọng khách du lịch tiếp tục tăng cùng với công suất ngành được cải thiện
- Sản lượng hàng hóa hàng không hưởng lợi từ hoạt động xuất nhập khẩu và thương mại điện tử
- Triển vọng giá nhiên liệu bay hạ nhiệt hỗ trợ lợi nhuận của các hãng hàng không
- Cạnh tranh giữa các hãng hàng không ngày càng gay gắt
- Hạ tầng sân bay được đẩy nhanh tiến độ xây dựng với sự tham gia mạnh mẽ của khối doanh nghiệp tư nhân

Cổ phiếu ưa thích

| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|--|
| ACV | 64.700 | <ul style="list-style-type: none">• Doanh thu duy trì đà tăng trưởng nhờ lưu lượng hành khách gia tăng• Triển vọng tích cực từ mảng nhà ga hàng hóa tại sân bay Long Thành• Triển vọng niêm yết trên sàn Hose trong năm 2026 |

Quy hoạch mạng lưới sân bay chính đến năm 2030

✈️ Hiện có
 ✈️ Đang triển khai
 ✈️ Sắp xây dựng, đề xuất



Các động lực thúc đẩy tăng trưởng vận tải hàng không

Khách quốc tế

Chính sách

- Triển vọng mở rộng chính sách thị thực

Thị trường

- Trung Quốc tiếp tục là thị trường khách lớn nhất,
- Ấn Độ nổi lên như động lực mới
- Các sân bay mới đi vào hoạt động giúp giảm tắc nghẽn

Khách nội địa

Chính sách

- Kích thích tiêu dùng và du lịch nội địa nhằm tăng trưởng kinh tế

Thị trường

- Sun Phu Quoc Airways gia nhập thị trường từ tháng 11/2025
- Giá vé hạ nhiệt nhờ tình trạng thiếu hụt tàu bay được cải thiện, cạnh tranh gia tăng

Hàng hóa

Chính sách

- Định hướng Long Thành trở thành trung tâm vận chuyển hàng hóa

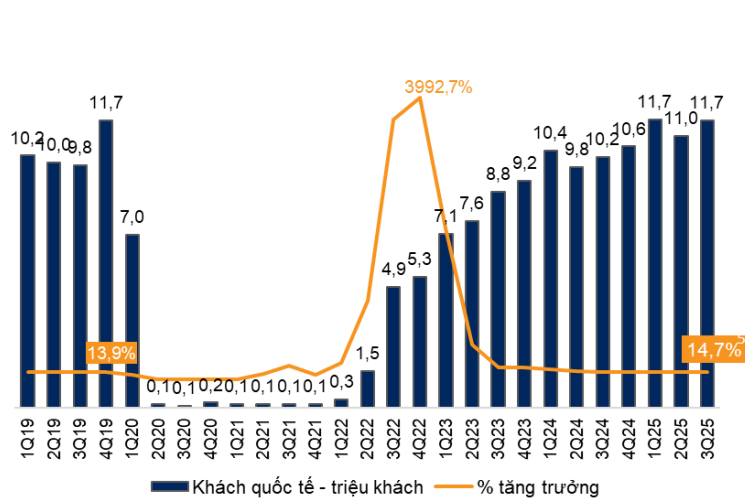
Thị trường

- Thị trường thương mại điện tử bùng nổ,
- Tăng trưởng xuất khẩu nhóm hàng công nghệ điện tử
- Công suất mới từ Long Thành thúc đẩy tăng trưởng

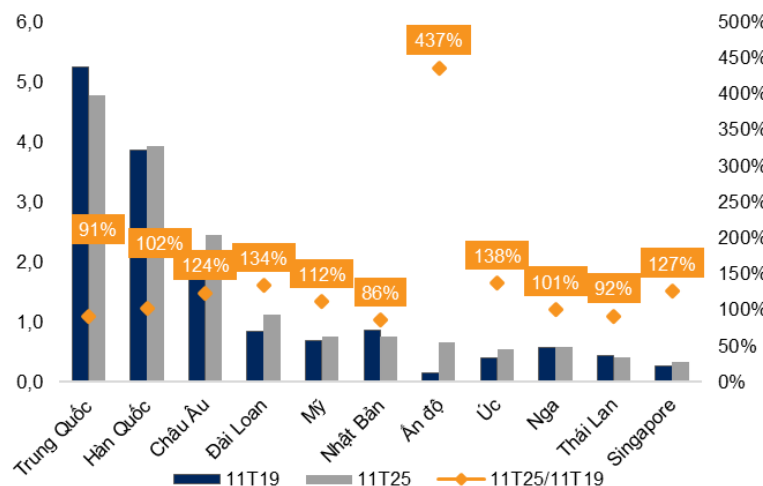
Kỳ vọng lượng khách quốc tế tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2026

Lượng hành khách quốc tế tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng vững chắc trong 11T/25, tăng 13,5% svck, đạt 42,4 triệu lượt khách. Trung Quốc vẫn là thị trường khách lớn nhất đến Việt Nam, tiếp theo là Hàn Quốc và Châu Âu.

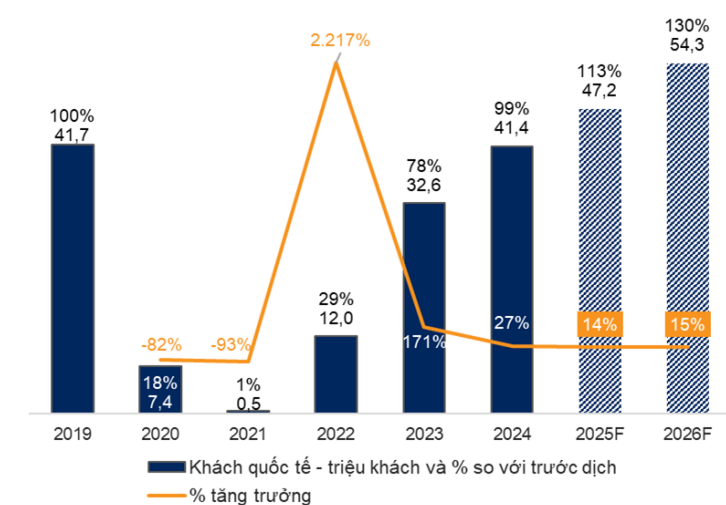
Lượng khách quốc tế tăng trưởng vững chắc



Các thị trường khách du lịch chính đến Việt Nam trong 11T/25



Dự phóng lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam

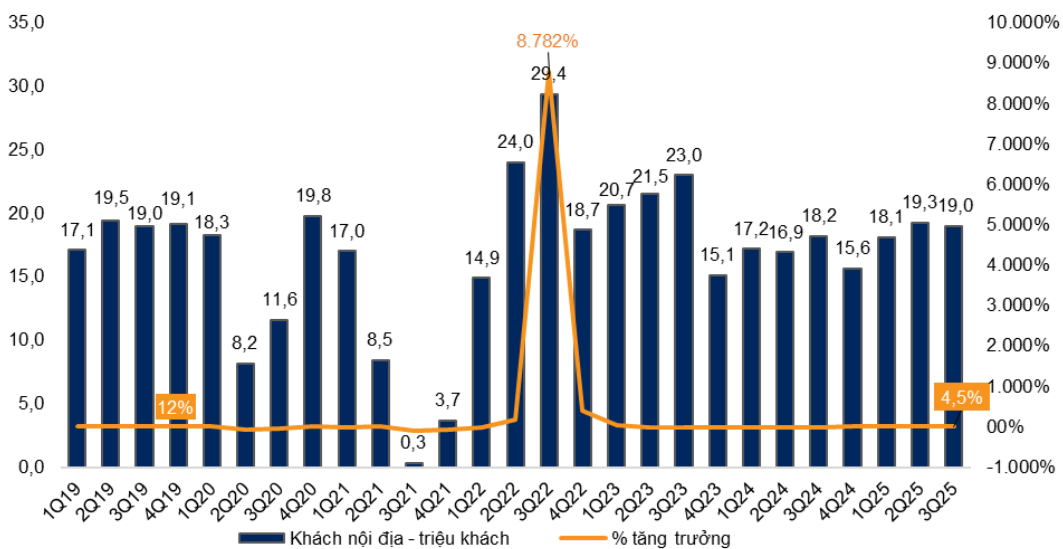


- **Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc tiếp tục là thị trường khách quốc tế lớn nhất của Việt Nam năm 2026.** Trong 11T/25, lượng khách Trung Quốc đạt 4,8 triệu lượt (+143,1% svck), được thúc đẩy bởi sự dịch chuyển nhu cầu du lịch từ Thái Lan sang Việt Nam do những lo ngại về an toàn và thay đổi chính sách tại Thái Lan. Chúng tôi kỳ vọng, lượng khách Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng nhờ các chương trình hợp tác du lịch giữa hai nước đang được thúc đẩy mạnh
- **Ấn Độ đang nổi lên như một động lực tăng trưởng mới** nhờ tầng lớp trung lưu mở rộng nhanh chóng và nhu cầu du lịch nước ngoài gia tăng. Việc đơn giản hóa quy trình cấp visa và tăng số lượng các chuyến bay thẳng – đặc biệt giữa New Delhi, Mumbai (Ấn Độ) và TP. HCM, Hà Nội (Việt Nam) – đã thúc đẩy du lịch mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng Ấn Độ sẽ trở thành một trong năm thị trường khách quốc tế hàng đầu của du lịch Việt Nam từ năm 2026.
- **Các sân bay mới hỗ trợ gia tăng lượng khách đến.** Giai đoạn 1 của sân bay quốc tế Long Thành kỳ vọng đi vào hoạt động thương mại từ tháng 6/2026, giúp công suất các sân bay Việt Nam tăng thêm 19%.

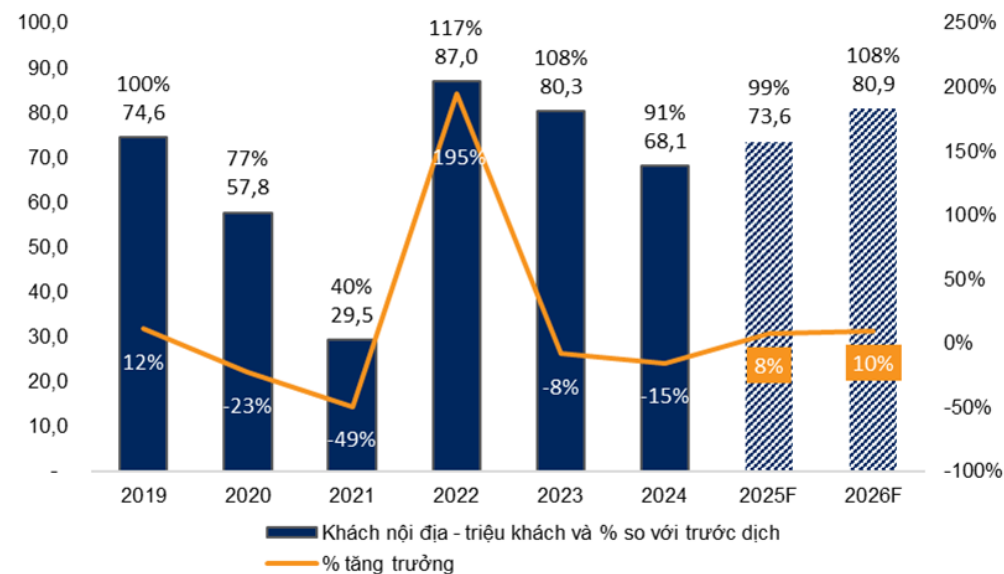
Kỳ vọng lượng khách nội địa tiếp tục tăng trong năm 2026

Trong 11T/25, lượng hành khách nội địa tăng 7,4% svck, đạt 67,3 triệu lượt khách. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tích cực này sẽ tiếp tục trong năm 2026.

Lượng khách nội địa phục hồi trong 2025



Dự phóng lượng khách nội địa Việt Nam trong trung hạn



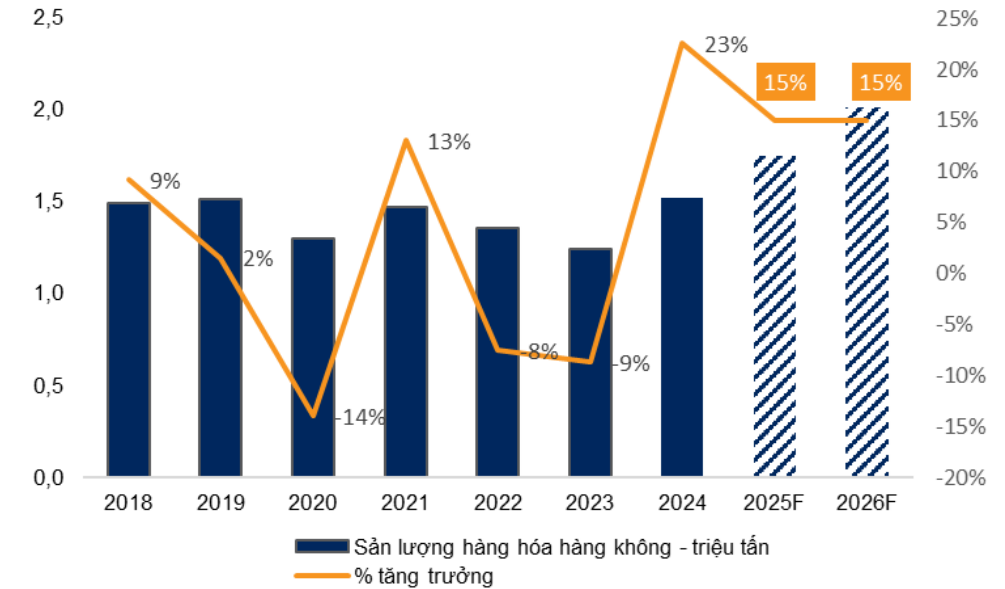
- **Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nội địa năm 2026 tiếp tục tăng trưởng 10% svck.** Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi: 1) Chính phủ tiếp tục ưu tiên kích thích tiêu dùng và du lịch nội địa nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; 2) các hãng hàng không mở rộng đội bay, cùng với việc Sun Phu Quoc Airways gia nhập thị trường vào tháng 11/2025, qua đó gia tăng đáng kể năng lực cung ứng ghế trên các đường bay nội địa; và 3) giá vé máy bay dự kiến giảm trong năm 2026 nhờ tình trạng thiếu hụt tàu bay được cải thiện, giá xăng máy bay duy trì ở mức thấp và cạnh tranh gia tăng, từ đó hỗ trợ tâm lý tiêu dùng đối với nhu cầu đi lại bằng đường hàng không.

Trong 11T/25, sản lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng 16,3% svck, chủ yếu nhờ mảng vận tải hàng hóa quốc tế tăng 24% svck, trong khi sản lượng vận tải hàng hóa nội địa đi ngang.

Các sân bay chính hỗ trợ tăng trưởng sản lượng vận tải hàng hóa hàng không

| Sân bay | Công suất (tấn/năm) | Điểm mạnh | Hoàn thành |
|----------------|---------------------|---|------------|
| Nội Bài | 800.000 | Trung tâm đầu mối hàng hóa hàng không phía Bắc | Trước 2025 |
| Tân Sơn Nhất | 700.000 | Trung tâm phía Nam, gồm 3 nhà ga, kết nối toàn cầu | Trước 2025 |
| Đà Nẵng | 100.000 | Cửa ngõ miền Trung, nhu cầu đang gia tăng | Q4/2026 |
| Long Thành GD1 | 1.200.000 | Gần cảng Cái Mép - Thị Vải, tiềm năng trở thành trung tâm hàng hóa hàng không khu vực | T6/2026 |
| Gia Bình GD1 | 1.600.000 | Đặt tại Bắc Ninh - trung tâm công nghiệp công nghệ cao, giúp giảm tải cho Sân bay Nội Bài | 2030 |

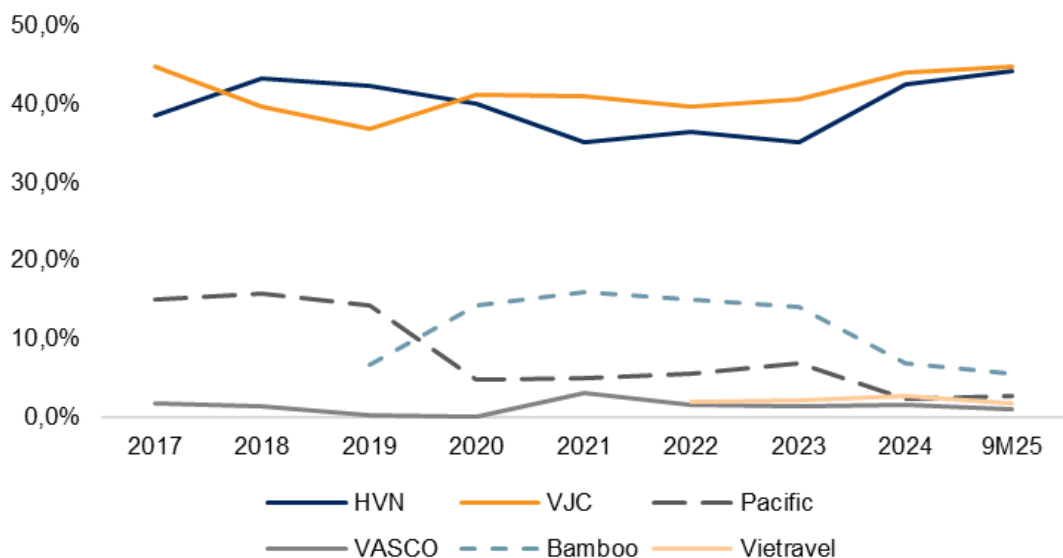
Dự phóng sản lượng hàng hóa hàng không Việt Nam



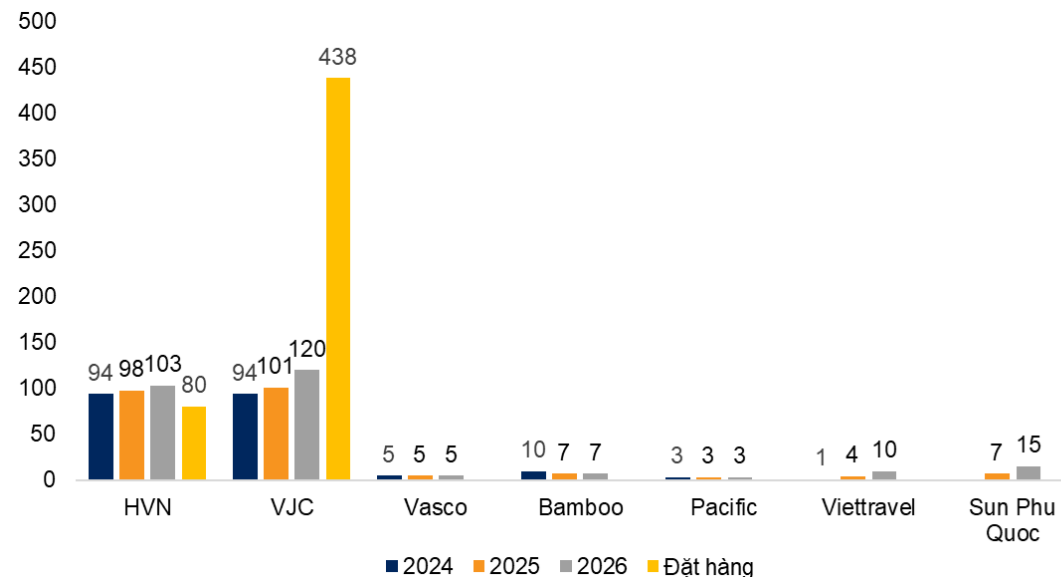
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa hàng không sẽ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2026, tăng 15% svck, được hỗ trợ bởi 1) sự tăng trưởng mạnh mẽ thương mại điện tử và hoạt động xuất khẩu nhóm hàng công nghệ - điện tử 2) công suất ngành cải thiện nhờ nâng cấp hạ tầng tại các sân bay lớn. Đáng chú ý, sân bay Quốc tế Long Thành – dự kiến vận hành từ tháng 6/2026- được kỳ vọng sẽ tạo bước ngoặt lớn. Giai đoạn 1 của sân bay có công suất thiết kế 1,2 triệu tấn hàng hóa/năm và sẽ tăng lên 5 triệu tấn vào năm 2035. Đồng thời, Vietnam Airlines đang thành lập hãng hàng không chuyên chở hàng hóa, dự kiến chính thức ra mắt trong 2026.
- Về dài hạn, thị trường vận tải hàng hóa hàng không của Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng, dựa trên định hướng đưa Long Thành trở thành trung tâm vận chuyển hàng hóa hàng đầu trong khu vực.

Thị trường hàng không Việt Nam hiện do hai hãng lớn là HVN và VJC chi phối, với thị phần nội địa cộng dồn vượt hơn 86%. Ngoài hai doanh nghiệp dẫn đầu này, các hãng hàng không khác đang nỗ lực tìm kiếm chỗ đứng riêng trong thị trường

Thị phần nội địa của các hãng hàng không Việt Nam (theo lượng khách)



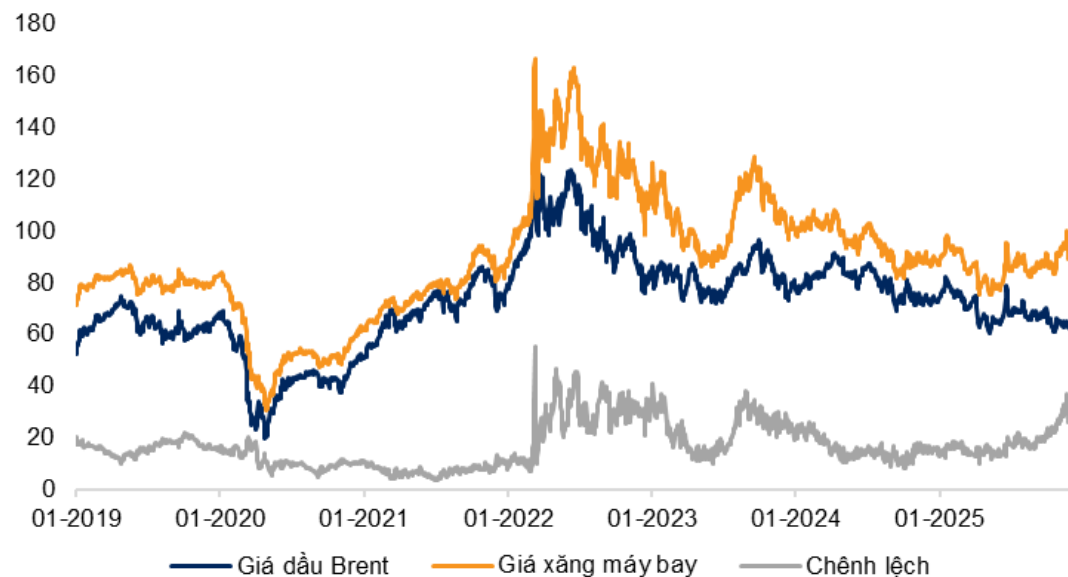
Kế hoạch mở rộng đội bay của các hãng hàng không trong 2026 (đơn vị: chiếc)



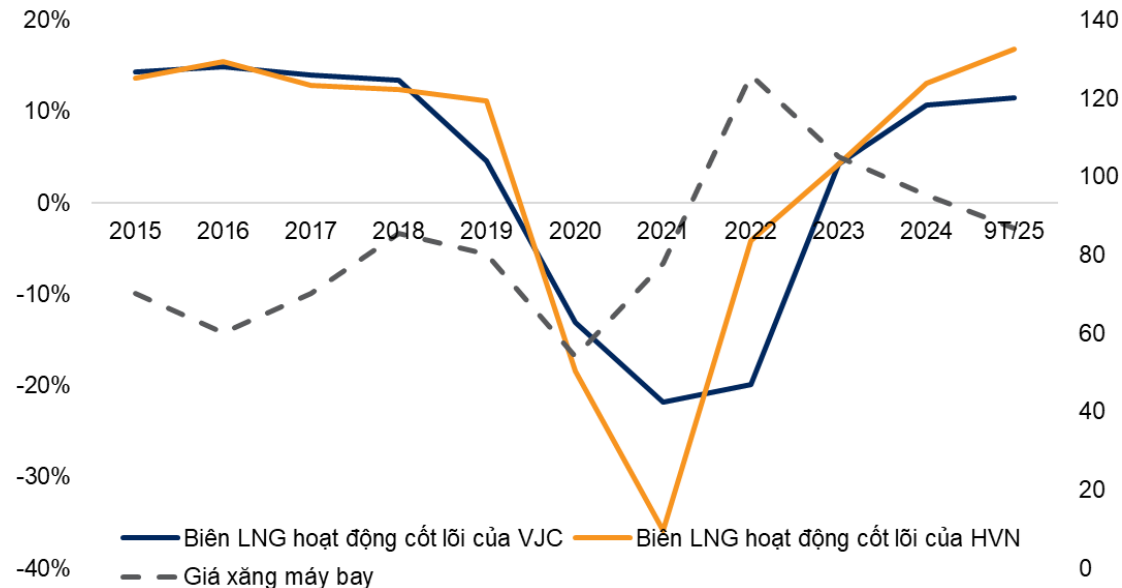
- Vietravel Airlines, với sự hậu thuẫn từ tập đoàn T&T trong vai trò nhà đầu tư chiến lược, hiện đang khai thác 4 máy bay và có kế hoạch mở rộng đội bay lên thành 10 máy bay trong năm 2026. Trong khi đó, Sun Phu Quoc Airways đã ra mắt trong tháng 11/2025 với đội bay gồm 7 máy bay năm 2025 và dự kiến mở rộng lên 31 máy bay năm 2030, báo hiệu mức độ cạnh tranh sẽ ngày càng gia tăng. Bamboo Airways cũng lên kế hoạch mở rộng đội bay sau khi tập đoàn FLC tiếp quản hoạt động của hãng
- Chúng tôi kỳ vọng HVN và VJC sẽ đưa toàn bộ số máy bay hiện đang bảo dưỡng kỹ thuật trở lại khai thác, đồng thời HVN sẽ thuê thêm tàu bay mới và VJC tiếp tục nhận bàn giao máy bay mới, qua đó nâng tổng số máy bay khai thác của HVN/VJC dự kiến đạt 103/120 chiếc trong năm 2026.
- Chúng tôi ước tính tổng số máy bay đang hoạt động sẽ đạt 263 chiếc vào năm 2026 (17% svck), trong khi sản lượng hành khách chỉ tăng 13% svck. Điều này cho thấy áp lực cạnh tranh trong ngành hàng không sẽ gia tăng đáng kể

Giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2026, tạo áp lực giảm lên giá nhiên liệu máy bay trong năm tới.

Chênh lệch crack spread nới rộng do giá dầu giảm và giá nhiên liệu bay tăng trong Q4/25 (đơn vị: USD/thùng)



Lợi nhuận của các hãng hàng không tương quan nghịch với giá nhiên liệu (đơn vị: USD/thùng)



- Giá dầu Brent bình quân giảm 14,4% svck trong năm 2025 do OPEC+ tiếp tục nới lỏng sản lượng. Tuy nhiên, giá nhiên liệu bay giảm chậm hơn, chỉ giảm 8,9% svck, đạt mức bình quân 90 USD/thùng, chủ yếu do chênh lệch giữa giá nhiên liệu bay và dầu thô tăng lên trên 26 USD/thùng trong Q4/25 (so với 15 USD trong Q4/24)
- Chênh lệch giữa giá nhiên liệu bay và dầu thô chịu ảnh hưởng từ thị trường dầu diesel thắt chặt, do nhu cầu diesel sử dụng làm dầu sưởi tăng mạnh. Vì cả hai loại nhiên liệu đều được sản xuất từ cùng một phân đoạn trung bình trong quá trình chưng cất dầu thô, việc các nhà máy lọc dầu ưu tiên tăng sản lượng diesel đã làm giảm sản lượng nhiên liệu bay, khiến mức chênh lệch này duy trì cao hơn mức trung bình dài hạn.
- Theo dự báo của IATA, mức chênh lệch sẽ được thu hẹp trong 2026, khi nhu cầu diesel trở lại mức bình thường sau mùa đông. Giá nhiên liệu dự kiến ở mức 88 USD/thùng (-2,4% svck) trong 2026. Giá nhiên liệu giảm sẽ mang lại lợi ích cho các hãng hàng không.

Các doanh nghiệp tư nhân đang đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng sân bay, tạo nên làn sóng phát triển mới trong ngành hàng không. Điều này giúp ACV có điều kiện tập trung nguồn lực để đề xuất sớm đầu tư giai đoạn 2 của Sân bay Long Thành.

Các dự án cơ sở hạ tầng hàng không trọng điểm trong những năm tới

| Dự án | CAPEX (tỷ đồng) | Công suất hiện tại (triệu khách) | Công suất mở rộng thêm (triệu khách) | Chủ đầu tư | | | | | | |
|---------------------------------|--------------------|--|--|---------------|---------------|---------------|----------|------|------|----------|
| | | | | | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
| Long Thành GĐ1 | 109.000 | 0,0 | 25,0 | ACV | Đang thi công | | | | | |
| Long Thành GĐ2 | 80.000 | 25,0 | 25,0 | ACV | | | | | | Kế hoạch |
| Mở rộng nhà ga T2 Nội Bài | 4.983 | 25,0 | 5,0 | ACV | Đang thi công | | | | | |
| Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng | 2.405 | 2,0 | 5,0 | ACV | Đang thi công | | | | | |
| Nhà ga T2 Đồng Hới - Quảng Bình | 1.844 | 0,5 | 3,0 | ACV | Đang thi công | | | | | |
| Mở rộng nhà ga Vinh | 1.000 | 3,0 | 3,5 | ACV | Đang thi công | | | | | |
| Mở rộng sân bay Cà Mau | 2.400 | 0,0 | 1,0 | ACV | | Đang thi công | | | | |
| Sân bay Quảng Trị | 5.800 | 0,0 | 1,0 | T&T | Đang thi công | | | | | |
| Sân bay Sapa | 3.651 | 0,0 | 1,5 | BOT | | | Kế hoạch | | | |
| Mở rộng sân bay Phú Quốc | 22.000 | 4,0 | 18,0 | SUN | Đang thi công | | | | | |
| Gia Bình GĐ1 | 141.000 | 0,0 | 30,0 | MSG | Đang thi công | | | | | |
| Total | 374.083 | | | | | | | | | |

Ghi chú: ■ Đang thi công ■ Kế hoạch

- Chúng tôi ước tính tổng công suất các sân bay tư nhân đạt mức 56 triệu khách/năm, tương ứng 25% tổng công suất các sân bay tại Việt Nam vào năm 2030
- ACV hiện đang đề xuất trở thành nhà đầu tư cho Giai đoạn 2 Long Thành từ năm 2026 (sớm hơn so với kế hoạch ban đầu 2028-2030) và cho khu phức hợp logistics hàng không tích hợp tại Long Thành. Nếu được phê duyệt, các dự án này sẽ góp phần củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn của ACV.

Sân bay Long Thành thúc đẩy tăng trưởng các mảng dịch vụ phụ trợ

Sân bay Long Thành dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 6/2026 giúp gia tăng công suất vận chuyển và mở ra tiềm năng tăng trưởng đáng kể cho các mảng dịch vụ hàng không phụ trợ.

Các nhà đầu tư được lựa chọn cho các dự án thành phần tại sân bay Long Thành

| Dự án | Nhà đầu tư | Công suất (tấn/năm) | Vốn đầu tư (tỷ đồng) | Hoàn thành |
|-----------------------------------|------------|---------------------|----------------------|------------|
| Mảng nhà ga hàng hóa | | | | |
| Nhà ga hàng hóa số 1 | ACV | 550.000 | 4.168 | 2026 |
| Kho hàng số 1,2,3,4 | ACV | NA | NA | 2026 |
| Nhà ga hàng hóa số 2 | HVN | 550.000 | 4.384 | 2026 |
| Nhà ga hàng hóa chuyển phát nhanh | HVN | 100.000 | 203 | 2026 |
| Kh hàng số 5,6,7,8 | HVN | 650.000 | 1.015 | 2026 |
| Mảng MRO | | | | |
| Bảo trì tàu bay số 1 & 2 | HVN | NA | 1.570 | 2026 |
| Bảo trì tàu bay số 3 & 4 | VJC | NA | 1.540 | 2026 |
| Khác | | | | |
| Dịch vụ mặt đất số 1 | HVN | NA | 790 | 2026 |
| Dịch vụ ăn uống số 1 | HVN | NA | 655 | 2026 |

- **Mảng nhà ga hàng hóa:** Đây là mảng có biên gộp cao ước tính đạt 50-60%. Với định hướng đưa Long Thành trở thành trung tâm hàng hóa hàng không của khu vực, chúng tôi cho rằng mảng này sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới đối với ACV và HVN.
- **Mảng MRO:** Vị thế thống lĩnh thị trường của HVN bị cạnh tranh khi VJC được giao đầu tư Hangar số 3 và 4 tại Long Thành và Sun group hợp tác với tập đoàn Haeco, một trong những nhà cung cấp dịch vụ MRO hàng đầu thế giới, dự kiến phát triển tổ hợp MRO trị giá 360 triệu USD tại Vân Đồn.
- **Mảng bán lẻ sân bay:** Chúng tôi kỳ vọng sân bay Long Thành cung cấp thêm mặt bằng kinh doanh dịch vụ, mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn cho hoạt động bán lẻ hàng không.

ACV | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND64.700 | Tăng trưởng DT thuần | 44,8% | 13,0% | 15,6% | 9,1% | 22,4% |
| Tiềm năng tăng giá | 24,5% | Tăng trưởng EPS | 1,2% | 44,5% | 6,3% | -33,5% | -7,2% |
| Tỷ suất cổ tức | 0,0% | Biên lợi nhuận gộp | 59,3% | 61,4% | 62,2% | 45,9% | 41,1% |
| Tổng lợi tức | 24,5% | Biên LN ròng | 35,8% | 45,8% | 42,2% | 25,7% | 19,5% |
| Vốn hóa (tr USD) | 7.105,3 | P/E (x) | 20,0 | 26,4 | 17,3 | 26,0 | 28,0 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 1,8 | Rolling P/B (x) | 0,3 | 0,5 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 3.368,7 | ROAE | 15,2% | 18,8% | 16,9% | 19,9% | 8,4% |
| P/E trượt | 17,6 | Nợ ròng trên VCSH | (0,4) | 0,4 | 0,9 | 0,9 | 0,7 |

Luận điểm đầu tư:
Doanh thu duy trì đà tăng trưởng nhờ lưu lượng hành khách gia tăng

Chúng tôi dự báo lưu lượng hành khách quốc tế sẽ đạt mức tăng trưởng bình quân 15%/năm trong giai đoạn 2026-27, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng của các thị trường trọng điểm như Trung Quốc, Ấn Độ cùng với nhu cầu ổn định từ các khu vực lớn khác. Lưu lượng hành khách nội địa được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng 10%/năm trong 2026-2027 được hỗ trợ bởi giá vé máy bay hợp lý hơn nhờ tình trạng thiếu hụt tàu bay được cải thiện và sự cạnh tranh giữa các hãng bay ra tăng, từ đó hỗ trợ tâm lý tiêu dùng đối với nhu cầu đi lại bằng đường hàng không. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần tăng lần lượt 9,1%/21,7% svck trong 2026-2027 nhờ lưu lượng hành khách gia tăng.

Triển vọng tích cực từ mảng nhà ga hàng hóa tại sân bay Long Thành

Việc ACV là chủ đầu tư nhà ga hàng hóa số 1 cùng kho giao nhận hàng hóa số 1,2,3,4 tại Cảng hàng không quốc tế Long Thành sẽ giúp mở rộng năng lực cung cấp dịch vụ của công ty. Với biên lợi nhuận cao, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh này sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận cho công ty, hỗ trợ khả năng sinh lời bền vững. Ngoài ra ACV cũng đang đề xuất được làm chủ đầu tư dự án Trung tâm logistics tích hợp tại Long Thành, nếu được thông qua dự án này sẽ giúp mở rộng chuỗi giá trị và khả năng tăng trưởng trong dài hạn của công ty.

Triển vọng niêm yết trên sàn Hose trong năm 2026

Hiện vấn đề chuyển sàn niêm yết sang HOSE, ACV còn vướng vấn đề định giá tài sản khu bay do Nhà nước đầu tư và ACV quản lý – dự kiến sẽ hoàn tất trước cuối năm 2026 theo chia sẻ của ban lãnh đạo. Sau khi hoàn tất, ACV sẽ đủ điều kiện niêm yết trên HOSE, điều này được kỳ vọng có thể trở thành chất xúc tác cho giá cổ phiếu.

Định giá hấp dẫn khi xét đến triển vọng vững chắc của doanh nghiệp

ACV đã giảm 25% trong 3 tháng qua phản ánh áp lực lợi nhuận ngắn hạn sẽ chịu từ chi phí khấu hao và lãi vay do sân bay Long Thành đi vào hoạt động từ nửa sau năm 2026. ACV hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt là 10,9x, thấp hơn so với mức P/E trung bình 3 năm 2023-2025 là 16x. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 14 lần mà theo chúng tôi là hấp dẫn nhờ triển vọng tăng trưởng dài hạn vững chắc

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

| Công ty | Mã | Quốc gia | Vốn hóa triệu USD | Doanh thu 12T triệu USD | %svck LN | ròng 12T triệu USD | %svck | Nợ rỗng/vốn CSH | ROE | P/E | P/B | EV/EBITDA |
|-------------------------------------|---------------|-----------|----------------------|-------------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| | | | | | % | | % | % | % | x | x | x |
| Airports of Thailand PCL | AOT TB | TH | 24.730 | 61 | (0,7) | 557,0 | (5,5) | 37,8 | 14,2 | 42,7 | 5,9 | 21,1 |
| Shanghai International Airport | 600009 CH | CN | 11.581 | 1.787 | 4,7 | 370,9 | 44,4 | 41,9 | 5,7 | 43,7 | 1,9 | 15,1 |
| Beijing Capital International | 694 HK | CN | 1.677 | 771 | 5,8 | (163,1) | (14,1) | 93,4 | (8,5) | n/a | 0,9 | 15,8 |
| Japan Airport Terminal Co Ltd | 9706 JP | JP | 2.609 | 1.876 | 12,3 | 275,4 | 25,5 | 98,4 | 15,6 | 13,5 | 2,1 | 7,9 |
| Shenzhen Airport Co Ltd | 000089 CH | CN | 2.062 | 709 | 11,5 | 80,9 | 4,4 | 84,6 | 5,1 | 24,4 | 1,3 | 9,8 |
| <i>Trung vị</i> | | | 2.609 | 771 | 5,8 | 275,4 | 4,4 | 84,6 | 5,7 | 33,5 | 1,9 | 15,1 |
| <i>Trung bình</i> | | | 8.532 | 1.041 | 6,7 | 224,2 | 10,9 | 71,2 | 6,4 | 31,1 | 2,4 | 13,9 |
| TCT cảng Hàng không Việt Nam | ACV VN | VN | 7.102 | 969 | 14,1 | 471,2 | 26,3 | 15,4 | 17,2 | 17,6 | 3,3 | 10,9 |

Ngân hàng



Sức mạnh của người khổng lồ

- Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt mức **19%** trong năm 2026.
- Áp lực thanh khoản sẽ giảm bớt nhờ lãi suất huy động tăng trở lại và các nguồn huy động khác.
- NIM cải thiện trở lại nhờ khả năng tăng lãi suất cho vay, xử lý nợ xấu.
- Thu nhập ngoài lãi sẽ duy trì và tiếp thêm động lực cho toàn ngành ngân hàng.
- Những ngân hàng lớn có lợi thế về CASA, vốn và hệ sinh thái đang tỏ ra vượt trội trong tăng trưởng lợi nhuận so với những ngân hàng khác.

Cổ phiếu ưa thích

| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|---|
| CTG | 40.200 | <ul style="list-style-type: none">• Mục tiêu đầu tư công cao hơn thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của CTG• NIM tiếp tục chịu áp lực trong năm 2026• Thu hồi nợ, chuyển nhượng Ciputra Towers và mảng kinh doanh vàng sẽ thúc đẩy thu nhập ngoài lãi năm 2026• Chất lượng tài sản dự kiến trong kiểm soát |
| VPB | 37.100 | <ul style="list-style-type: none">• Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ thúc đẩy lợi nhuận gia tăng• Mô hình hiệp lực tập đoàn giúp đa dạng hóa nguồn thu nhập• Nói lỏng giới hạn sở hữu nước ngoài sẽ có tác động tích cực lên giá cổ phiếu |
| VCB | 67.100 | <ul style="list-style-type: none">• Giải ngân công thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của VCB• Chi phí vốn được kiểm soát do nắm giữ lượng CASA lớn• Doanh thu ngoài lãi sẽ hỗ trợ thêm cho lợi nhuận của ngân hàng năm tới (đặc biệt là doanh thu từ phí)• Khoản tăng vốn 6.5% dự kiến được đẩy nhanh, hỗ trợ cho tăng trưởng tín dụng |

Động lực tăng trưởng ngành ngân hàng năm 2026

Cải thiện Ổn định Suy giảm

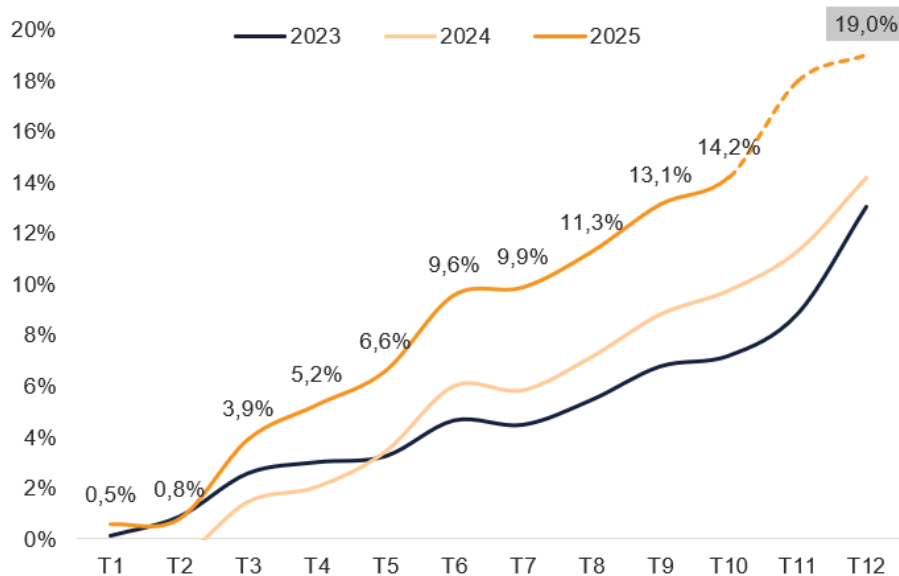


Màu sắc đậm nhạt thể hiện mức độ từ tiêu cực đến tích cực của các xu hướng

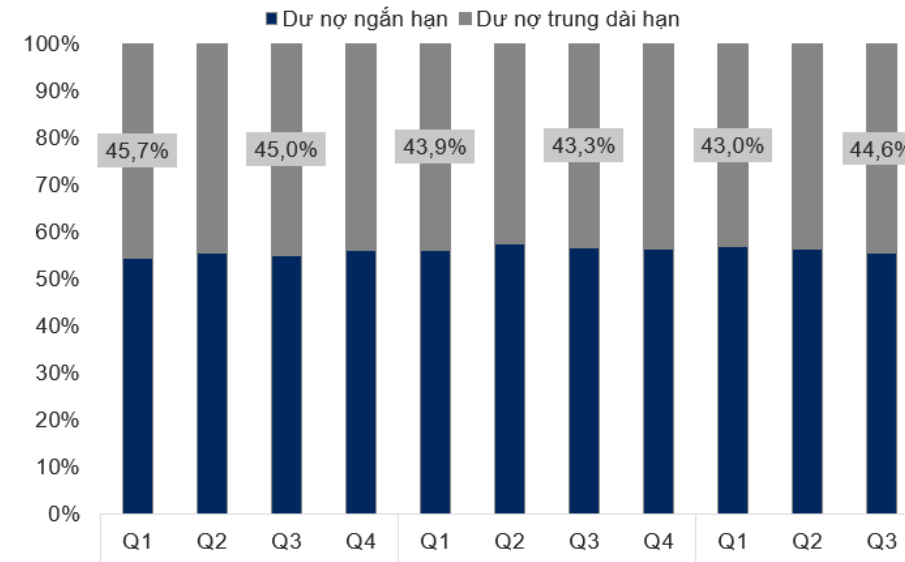
| Chỉ tiêu | 2025F | 2026F | Xu hướng | Chi tiết |
|---------------------------------------|-------|-------|----------|---|
| Tăng trưởng tín dụng | 19% | 19% | ● | Tăng trưởng tín dụng dự kiến tiếp tục mạnh mẽ trong bối cảnh đầu tư công sẽ thúc đẩy ngay từ đầu năm 2026 <ul style="list-style-type: none"> Giải ngân vốn đầu tư công các đại dự án quốc gia như đường sắt cao tốc như cao tốc Bắc- Nam, các dự án sân bay quốc tế như Gia Bình, Long Thành, các dự án bất động sản công nghiệp như Phú Mỹ 3, Prodezi... Hoạt động giải ngân tín dụng của các ngân hàng dự kiến sẽ được đẩy nhanh ngay từ đầu năm |
| Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi | 10% | 16% | ● | Các khoản thu ngoài lãi tiếp tục tăng trưởng cùng với đà tăng trưởng thu từ phí, từ hoạt động đầu tư và hoạt động thu từ xử lý nợ xấu |
| Lợi nhuận trước thuế | 16% | 19% | ● | Lợi nhuận trước thuế tăng mạnh được thúc đẩy bởi tăng trưởng thu nhập từ lãi và thu từ dịch vụ ngoài lãi |
| NIM | 3,0% | 3,1% | ● | NIM có thể hồi phục nhẹ trong năm 2026 <ul style="list-style-type: none"> Nhờ việc tăng cường xử lý nợ xấu, giúp một số ngân hàng ghi nhận việc hoàn nhập các khoản lãi dự thu Nhiều ngân hàng đẩy mạnh cho vay trung và dài hạn (bất động sản, hạ tầng...) giúp NIM được cải thiện Nhiều ngân hàng thực hiện phát hành lại trái phiếu để cải thiện CAR và giảm chi phí vốn |
| Tỷ lệ nợ xấu | 2,1% | 2,0% | ● | Rủi ro tài sản dần ổn định <ul style="list-style-type: none"> Môi trường kinh doanh được cải thiện, thị trường bất động sản hồi phục nhờ các chính sách hỗ trợ của chính phủ Các ngân hàng đẩy mạnh xử lý nợ xấu khi có hành lang pháp lý đầy đủ (luật hóa nghị quyết 42) |
| Chi phí DPRR/ tổng dư nợ | 1,0% | 1,1% | ● | Chi phí dự phòng tăng nhẹ do nhiều ngân hàng sẽ tăng cường trích lập dự phòng trở lại để cân bằng giữa tăng trưởng và quản trị rủi ro |
| CIR | 32,3% | 32,0% | ● | CIR duy trì ổn định do các ngân hàng dù đã tiết giảm nhiều hoạt động tại chi nhánh, phòng giao dịch nhưng vẫn phải duy trì đầu tư công nghệ để duy trì lợi thế cạnh tranh về chuyển đổi số và đáp ứng nhu cầu mới từ chính sách của cơ quan quản lý |
| CASA | 21% | 20% | ● | Tỷ lệ CASA toàn ngành có thể giảm nhẹ do sức hấp dẫn từ các kênh đầu tư khác như (cổ phiếu, vàng, ...) và lãi suất huy động tăng trở lại trong năm 2026 |

Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong 9T25

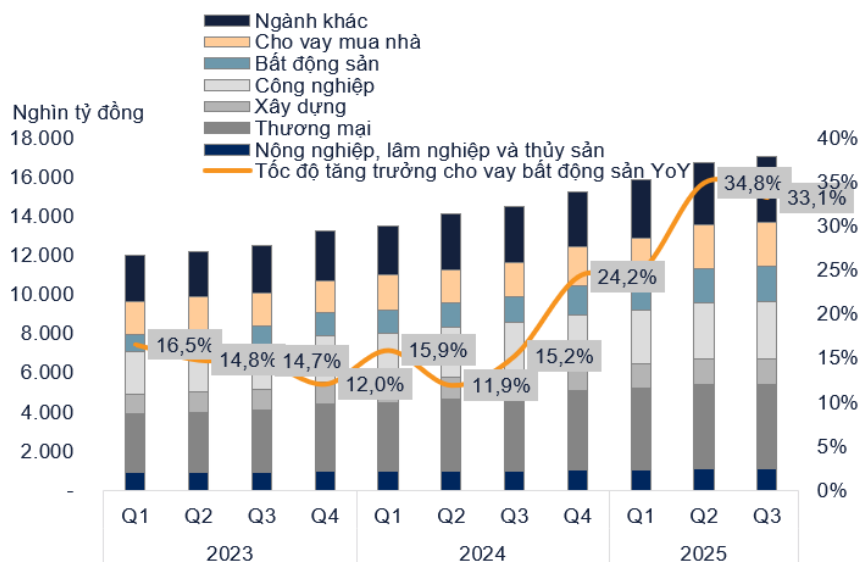
Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong năm 2025



... đẩy mạnh cho vay trung dài hạn

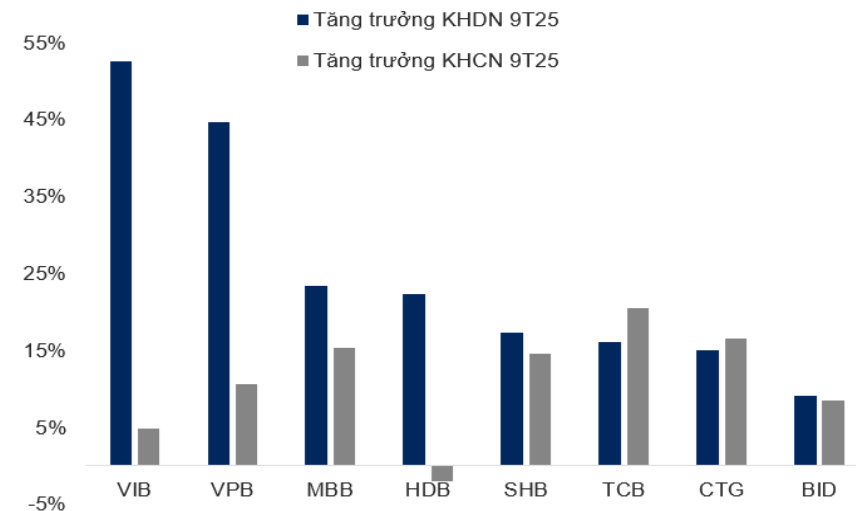


...và tập trung nhiều vào nhóm bất động sản và xây dựng.



Tăng trưởng tín dụng hiện được dẫn dắt bởi KHDN

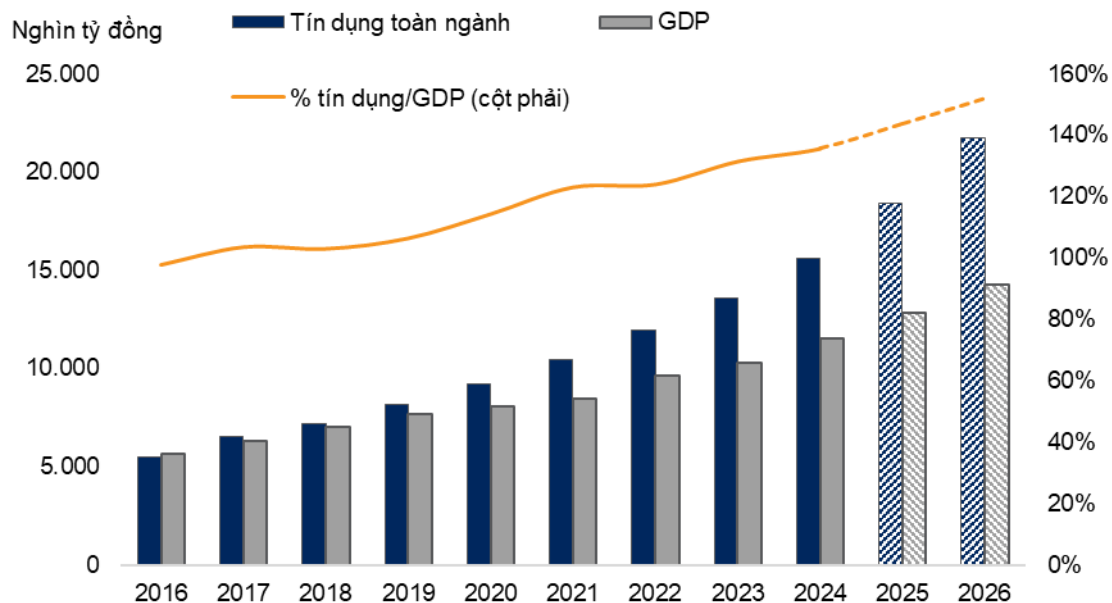
Ghi chú: Dữ liệu bao gồm 27 ngân hàng niêm yết



Tăng trưởng tín dụng được dẫn dắt bởi các ngân hàng quy mô lớn

Tăng trưởng tín dụng 19% dự kiến đưa mức % Tổng dư nợ/GDP tiệm cận mức 160%, Nhóm ngân hàng có CAR tốt sẽ có động lực tăng trưởng tín dụng

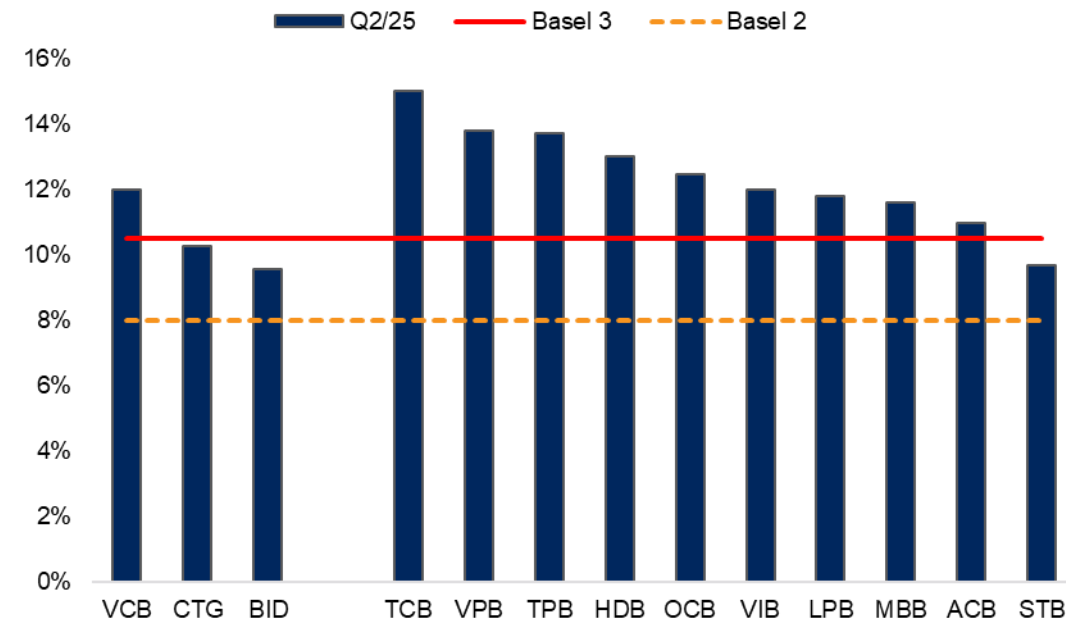
Tăng trưởng tín dụng tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận cho ngân hàng năm 2026



Ghi chú: Dữ liệu năm 2025 và 2026 là số liệu theo ước tính của chúng tôi

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng có thể đạt mức 19% năm 2025 và tiếp tục duy trì mức này trong năm 2026 nhằm hỗ trợ vốn cho các đại dự án của quốc gia (xem tại trang số 73 của báo cáo).

Những ngân hàng có mức CAR tốt trên 10% sẽ có dư địa để tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ



- Những NH có quy mô vốn lớn (trên 10%) sẽ chủ động hơn trong việc tăng trưởng tín dụng khi hệ số CAR dự kiến sẽ tiếp tục bị bào mòn.
- Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ cũng đang thúc đẩy nhu cầu tăng vốn cho ngân hàng quốc doanh khi hệ số CAR của nhóm này đang thấp hơn so với thị trường (xem Phụ lục về kế hoạch tăng vốn tại các ngân hàng trong năm 2026).

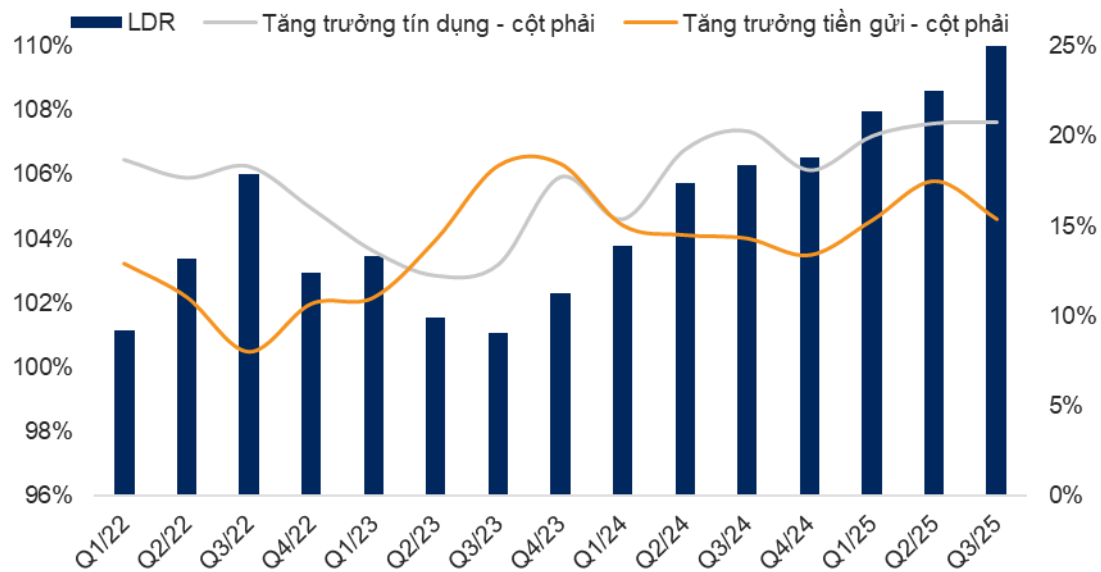
Kế hoạch tăng vốn tại các ngân hàng trong năm 2026

| | Tiến độ | Hình thức tăng vốn | Giá trị tăng vốn (nghìn tỷ đồng) | Giá trị tăng vốn/ Tổng vốn chủ sở hữu | Chi tiết |
|------------|----------------------------------|--|-------------------------------------|--|--|
| VCB | Đang chờ phê duyệt từ NHNN | Phát hành riêng lẻ | 5,4 | 2,2% | VCB dự kiến phát hành riêng lẻ 543 triệu cổ phiếu cho không quá 55 nhà đầu tư (NĐT chiến lược, NĐT chuyên nghiệp) |
| VPB | Kế hoạch | Phát hành riêng lẻ | Chưa công bố | Chưa công bố | Sau khi được phép nói "room ngoại" lên 49%, VPB có thể bán cổ phần cho Sumitomo hoặc tìm kiếm thêm nhà đầu tư chiến lược |
| HDB | Kế hoạch | Phát hành riêng lẻ | Chưa công bố | Chưa công bố | HDB đang tích cực tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược nước ngoài như một phần chiến lược, nâng cao năng lực tài chính và quản trị, sau khi được phép nói "room ngoại" lên 49% |
| MBB | Đã được ĐHĐCĐ phê duyệt | Phát hành riêng lẻ | 0,6 | 0,5% | Phương án phát hành 62 tr cổ phiếu của MBB đã được ĐHĐCĐ 2025 phê duyệt |
| ABB | Đã được NHNN phê duyệt | Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu và ESOP | 3,6 | 22,7% | Phương án phát hành cổ phiếu riêng lẻ để tăng vốn điều lệ đã được NHNN phê duyệt |
| TCB | Đang tìm kiếm đối tác chiến lược | Chưa công bố | Chưa công bố | Chưa công bố | TCB đang tìm kiếm những đối tác có thể tạo thêm giá trị khai thác khách hàng, công nghệ hoặc chuyên môn bổ sung, bên cạnh nguồn vốn mới |
| STB | Đang xin phê duyệt từ NHNN | Chưa công bố | Chưa công bố | Chưa công bố | STB đã trình NHNN phê duyệt phương án xử lý 32.5% vốn cổ phần từ tháng 4 năm 2025 và đang chờ NHNN chấp thuận |
| BID | Đã được ĐHĐCĐ phê duyệt | Phát hành riêng lẻ | 2,7 | 1,6% | Phương án phát hành riêng lẻ đã được ĐHĐCĐ 2025 phê duyệt |
| SHB | Kế hoạch | Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu và ESOP | 5,7 | 12,5% | Phương án đã được cổ đông thông qua bằng hình thức lấy ý kiến bằng văn bản trong tháng 11/2025 |

Ghi chú: Vốn chủ sở hữu tại thời điểm Q3/25

Thanh khoản hệ thống gặp áp lực khi LDR của toàn hệ thống vượt mức 110% trong 9T25

Áp lực thanh khoản lớn do sự chênh lệch trong tăng trưởng tín dụng và huy động...

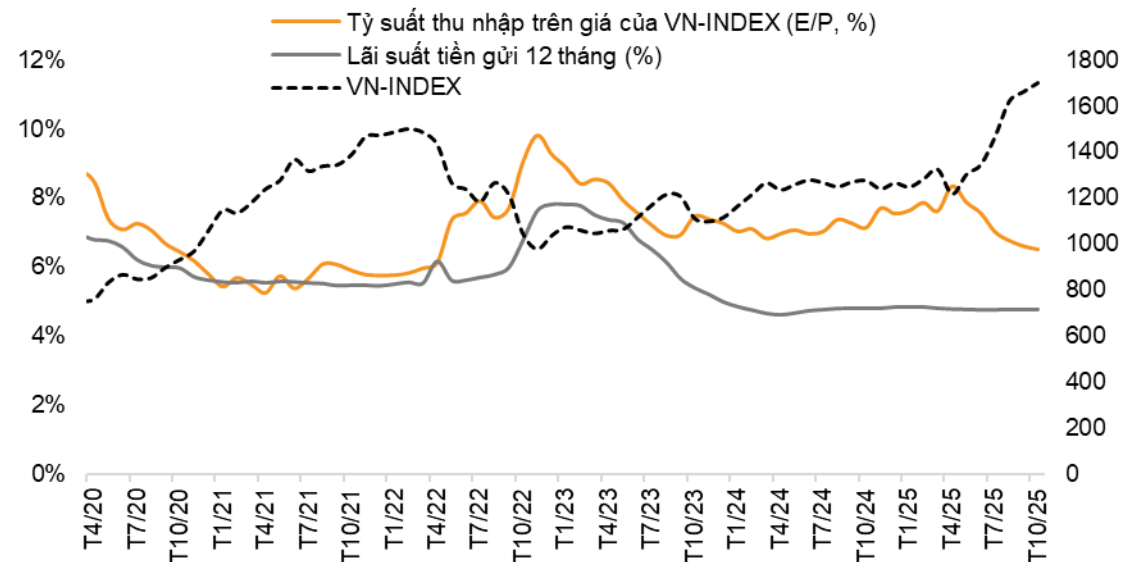


Ghi chú: LDR là tỷ lệ cho vay khách hàng trên tổng tiền gửi

Tăng trưởng huy động trong năm 2025 giảm do:

- Nền lãi suất huy động duy trì mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây và kéo dài từ Q1/2024 đến nay.
- Lợi suất đầu tư của VN-INDEX luôn cao hơn lãi suất tiền gửi 12 tháng trong suốt thời gian dài.

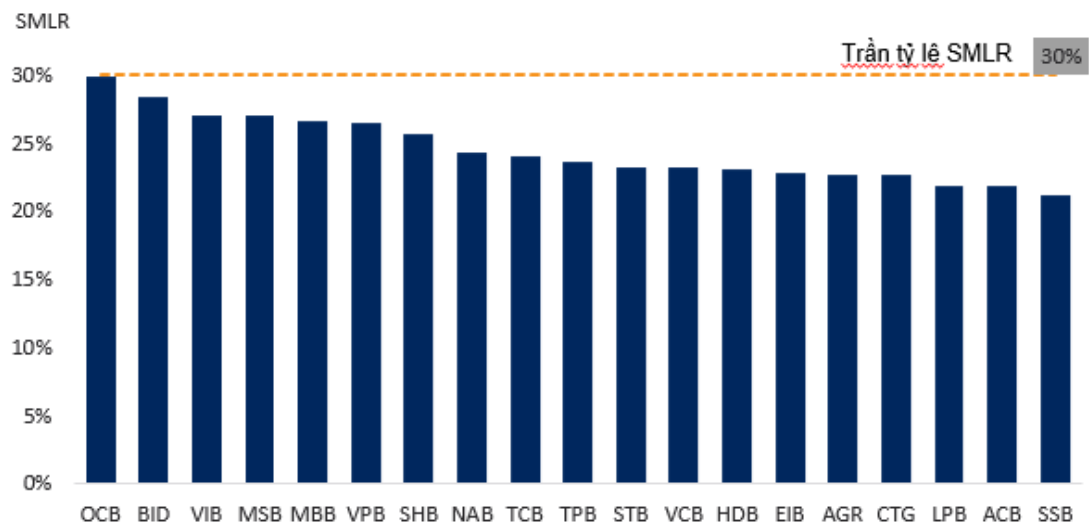
... do lãi suất huy động đầu vào đang duy trì ở mức rất thấp trong 9T25



Ghi chú: Lãi suất tiền gửi được tính theo trung bình lãi suất huy động tại quầy của 14 ngân hàng VCB, BID, CTG, TCB, VPB, MBB, STB, ACB, SHB, LPB, EIB, HDB, TPB, VIB

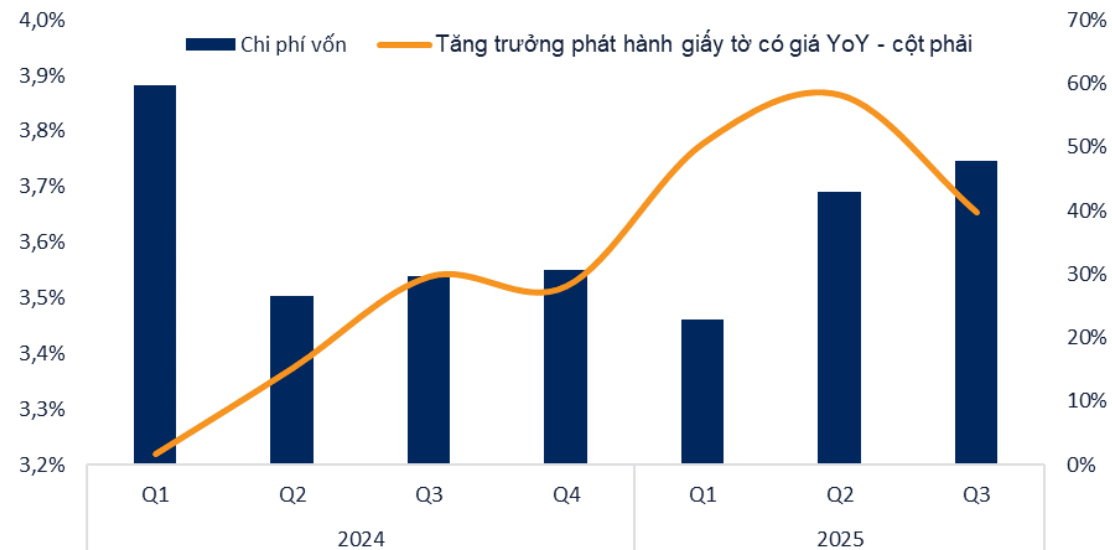
Lãi suất tiền gửi tăng và việc phải huy động vốn qua các kênh như giấy tờ có giá đang đẩy chi phí vốn gia tăng

Tỷ lệ SMLR (*) của một số ngân hàng chạm ngưỡng quy định trong 9T25



(*) SMLR: Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn trong 9T2025

Tăng phát hành giấy tờ có giá đẩy chi phí vốn tăng



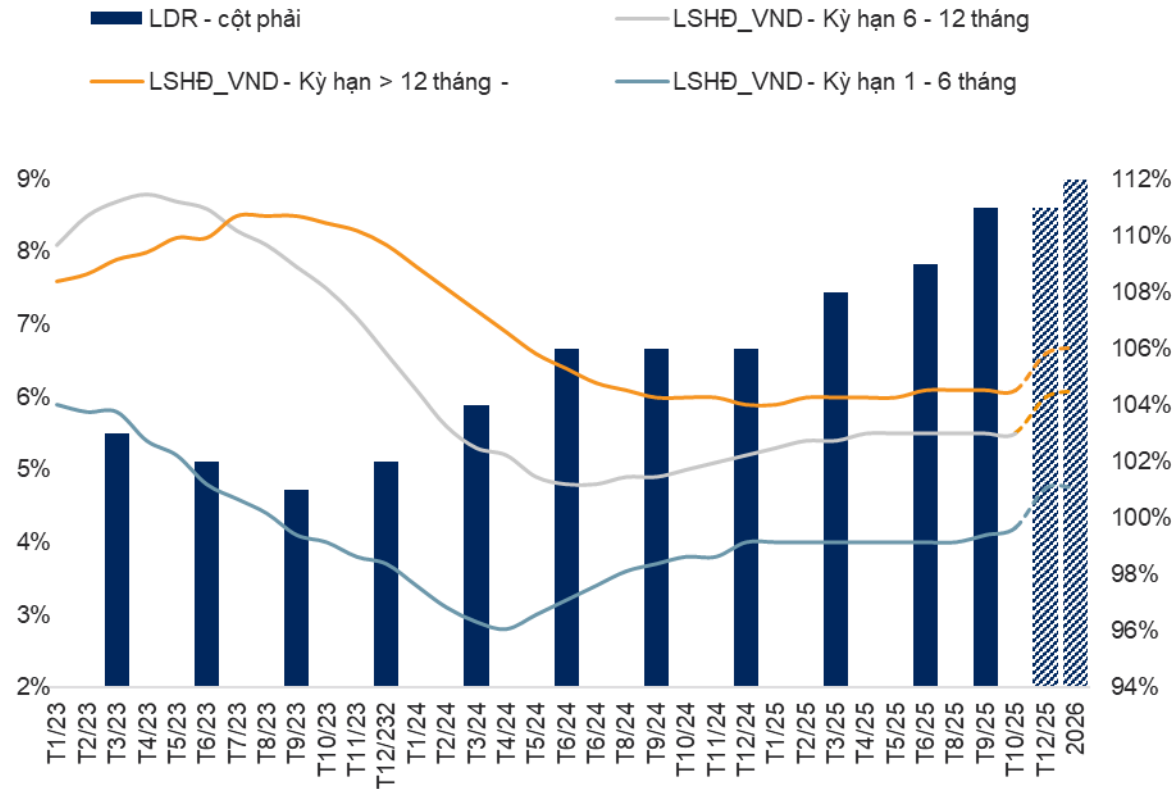
- Tỷ lệ SMLR tại một số ngân hàng đã chạm ngưỡng quy định do đó các ngân hàng sẽ phải tìm nguồn vốn ngắn hạn để cho vay ngắn hạn hoặc gia tăng nguồn vốn trung và dài hạn để cải thiện SMLR.
- Điều này cũng đang khiến các ngân hàng có xu hướng tăng lãi suất về cuối năm để giữ lượng tiền huy động sắp đáo hạn và tìm kiếm thêm nguồn vốn ngắn hạn mới.
- Các ngân hàng cũng phải gia tăng phát hành giấy tờ có giá để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng tín dụng cao trong năm và chúng tôi dự kiến xu thế này sẽ tiếp diễn trong năm 2026 khi tăng trưởng tín dụng tiếp tục tăng mạnh.

Áp lực thanh khoản đẩy lãi suất huy động tăng lên và dự kiến tiếp tục duy trì trong năm 2026

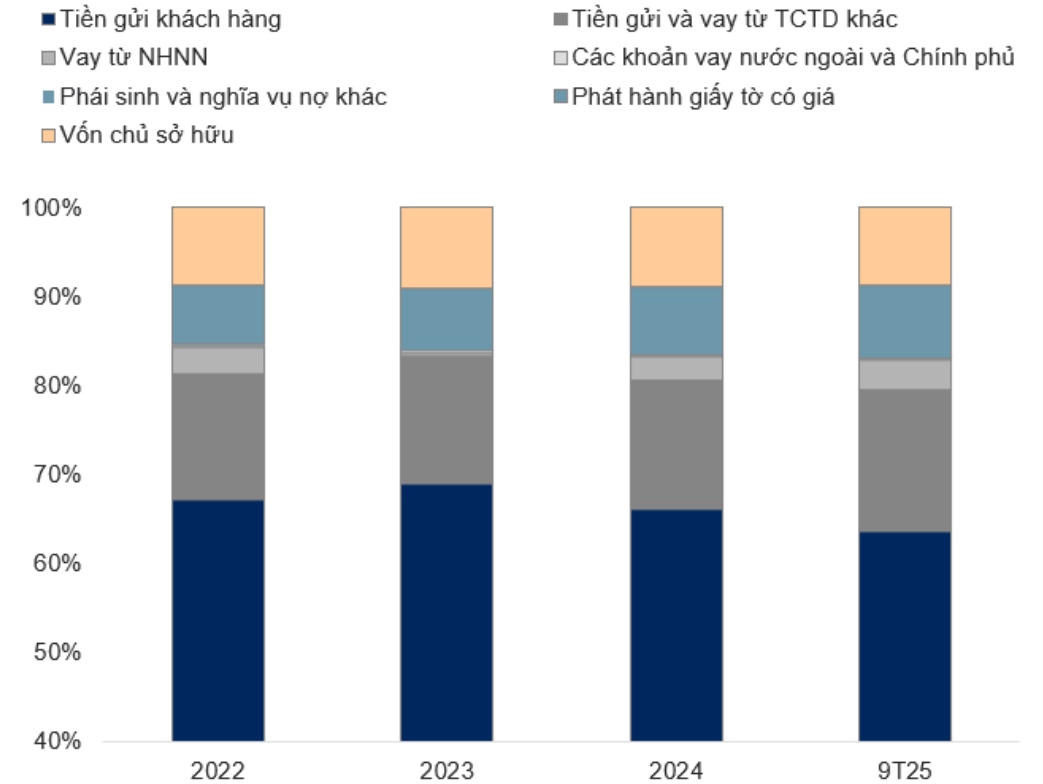
Thanh khoản trên hệ thống nhiều khả năng sẽ tiếp tục gặp áp lực khi tín dụng tiếp tục tăng trưởng tốc độ cao và việc tìm kiếm thêm nguồn vốn nước ngoài để hỗ trợ thanh khoản có xu hướng quay trở lại trong bối cảnh lãi USD dự kiến giảm dần trong năm 2026.

LSHĐ dự kiến tăng thêm 0,5-1% để thu hút thêm tiền gửi phục vụ nhu cầu tăng trưởng nhưng rủi ro thanh khoản vẫn hiện hữu

Nhân hàng sẽ phải đa dạng nguồn vốn từ phát hành giấy tờ có giá và huy động nguồn vốn nước ngoài



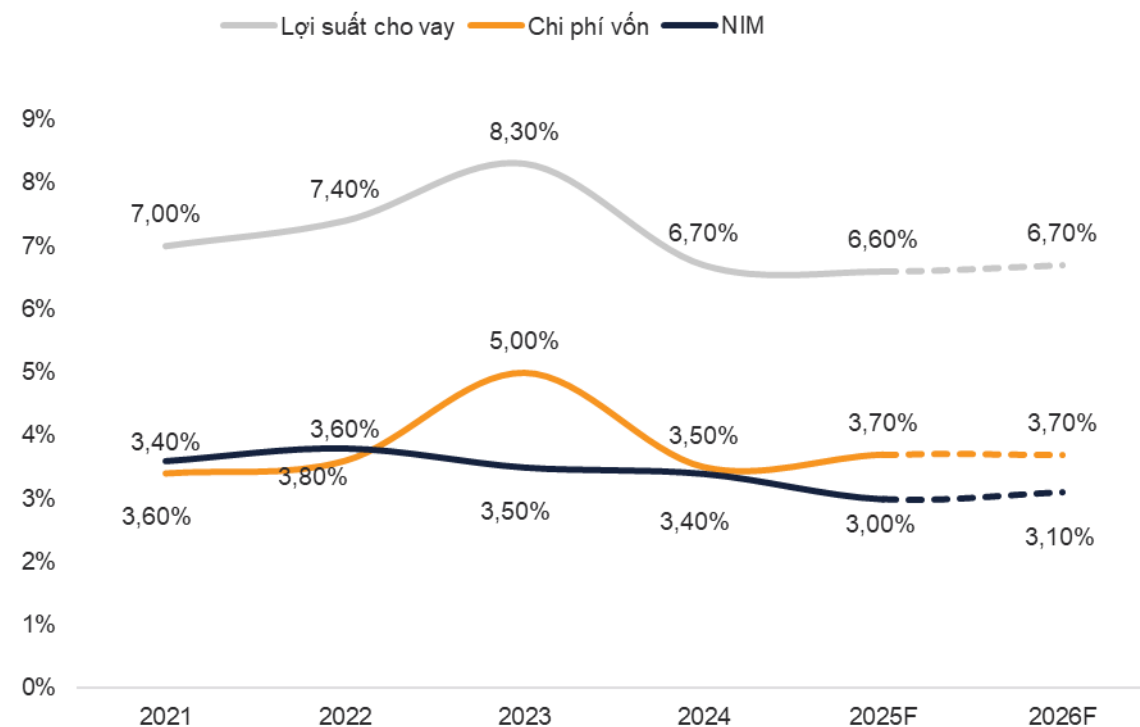
(*) LDR: Tỷ lệ cho vay trên tổng tiền gửi
Lãi suất tại thời điểm cuối năm 2025 và 2026 theo ước tính của chúng tôi



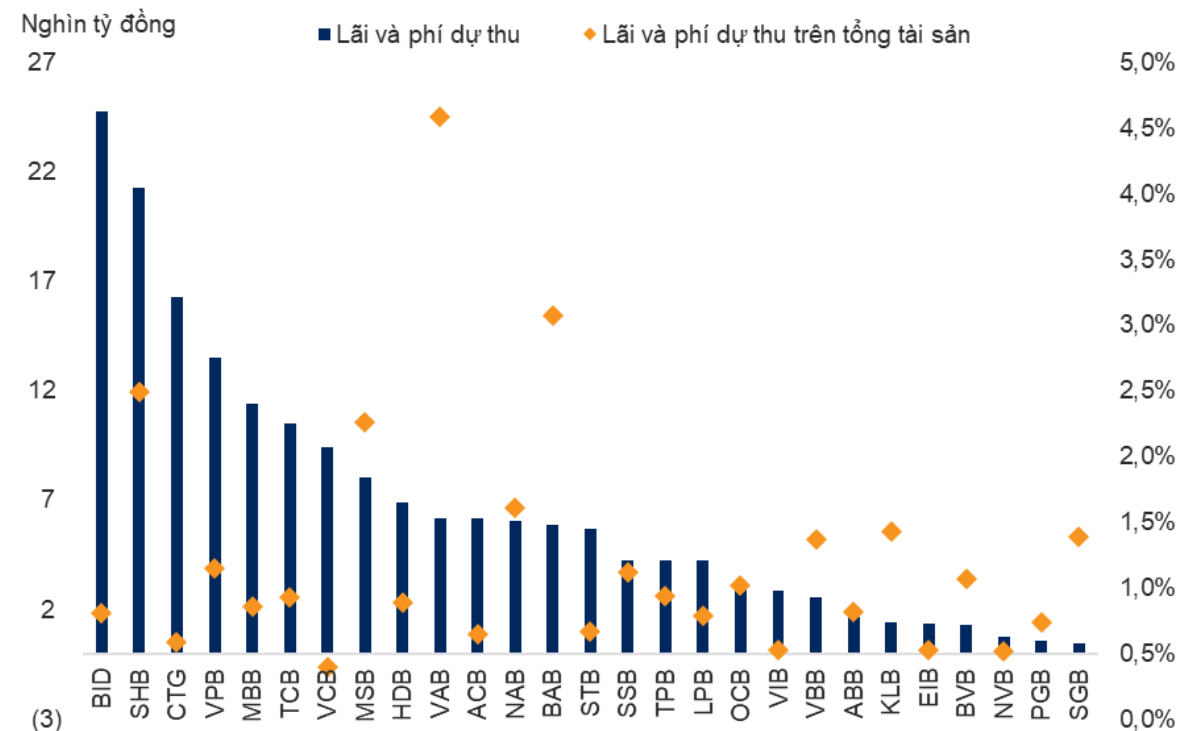
NIM hồi phục từ đáy nhờ lãi suất vay có thể tăng trở lại đi kèm hoạt động xử lý nợ xấu

NIM toàn ngành 9T25 giảm xuống mức đáy trong 5 năm trở lại đây khoảng 3% do áp lực duy trì lãi đầu ra thấp trong khi chi phí vốn liên tục gia tăng. Tuy nhiên, dự kiến lãi suất vay sẽ nhích tăng trở lại trong năm 2026 và sự hỗ trợ từ hoàn nhập lãi dự thu.

NIM dự kiến hồi phục năm 2026 nhờ khả năng tăng nhẹ của lãi suất cho vay và hoạt động xử lý nợ xấu...



...các ngân hàng có lãi dự thu lớn sẽ có khả năng cải thiện NIM cao hơn

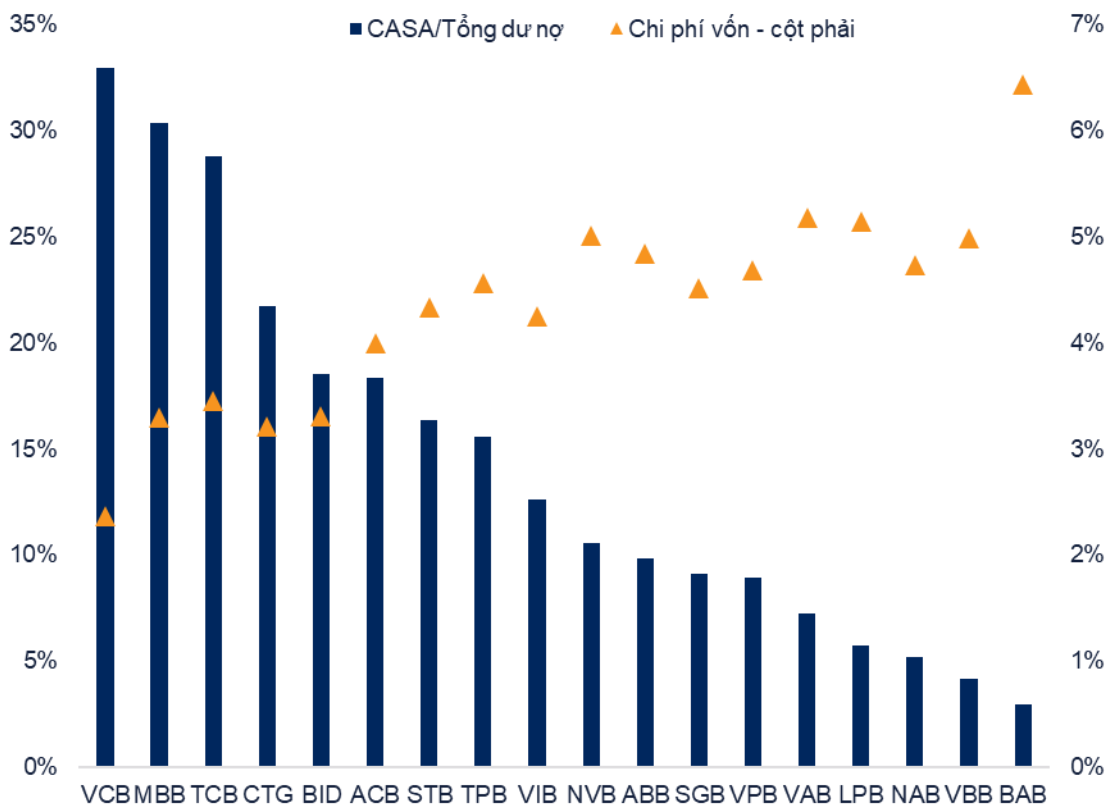


*Dữ liệu bao gồm 27 ngân hàng niêm yết
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

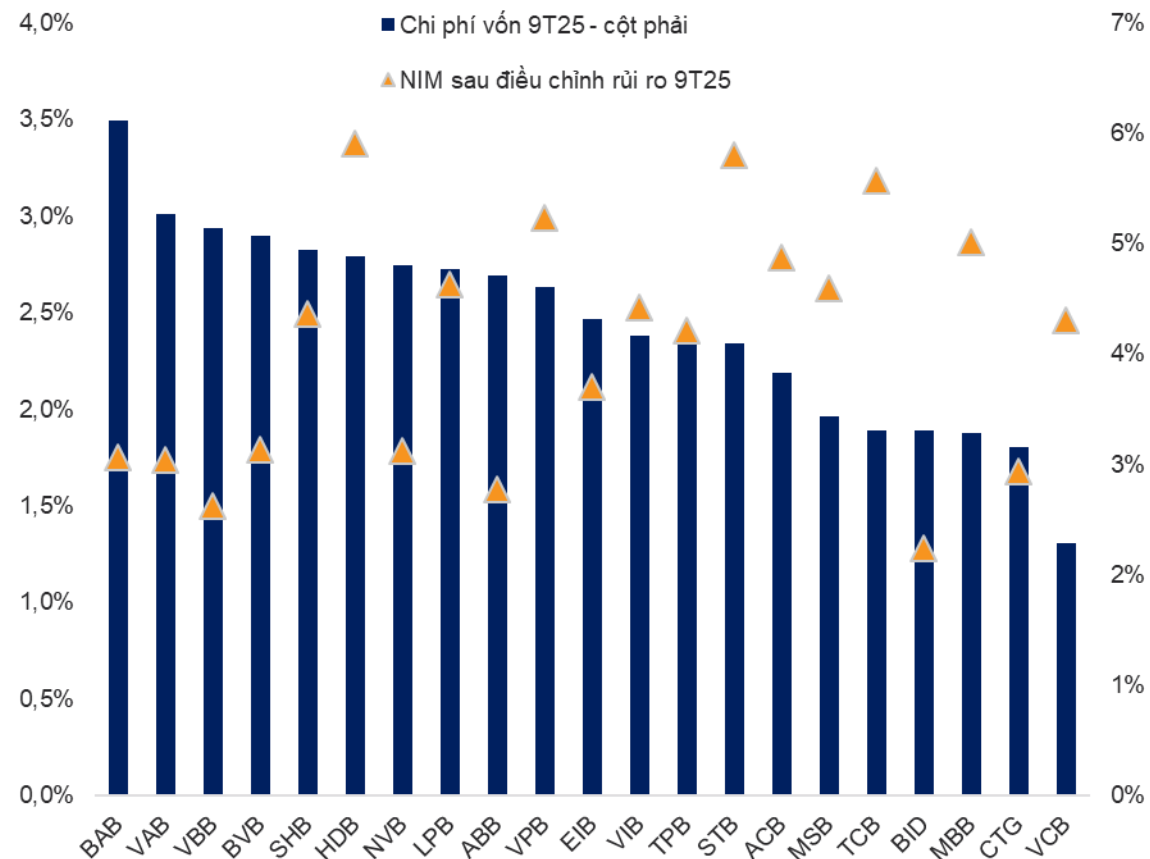
Kiểm soát chi phí vốn đầu vào hết sức quan trọng để duy trì cạnh tranh

Chi phí vốn khi được kiểm soát tốt sẽ giúp các ngân hàng có lợi thế hơn trong việc cho vay đầu ra cũng như có lợi thế hơn trong việc lựa chọn khách hàng cho vay tốt, tránh rủi ro dài hạn

Những ngân hàng có nguồn CASA tốt đang rất lợi thế trong việc kiểm soát chi phí vốn

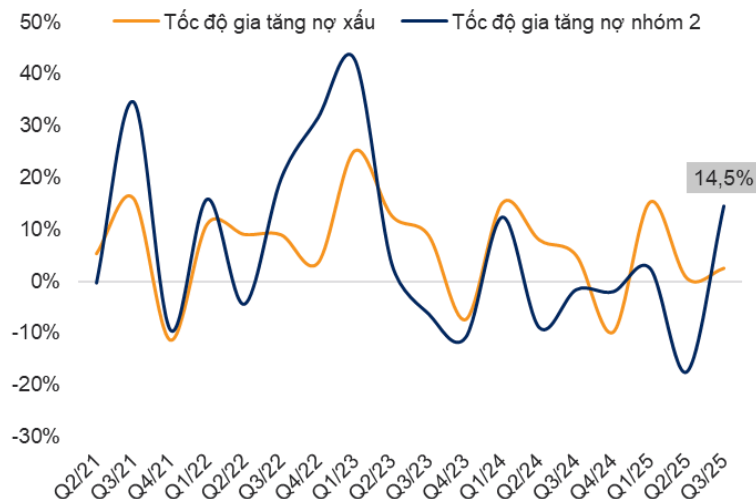


Phần lớn những ngân hàng có CoF thấp thường có mức NIM (sau trích lập) cao

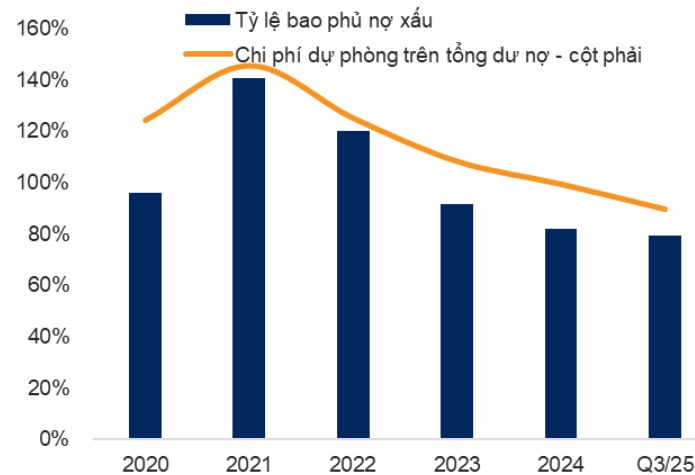


Nợ xấu quay trở lại khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục bị bào mòn

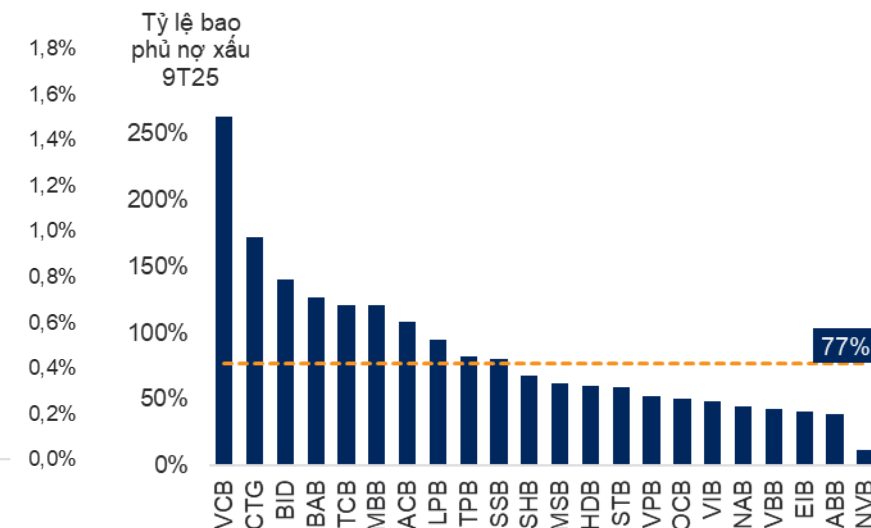
Nợ nhóm 2 đang gia tăng trở lại



Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các ngân hàng cũng đang giảm dần



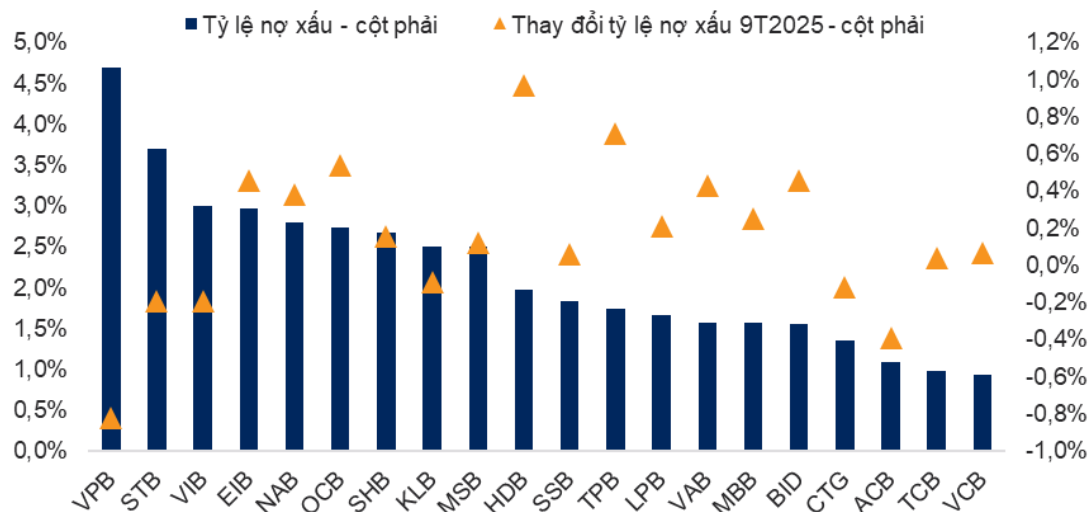
Hiện chỉ có 04 ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) trên 100% (VCB, CTG, TCB và BAB)



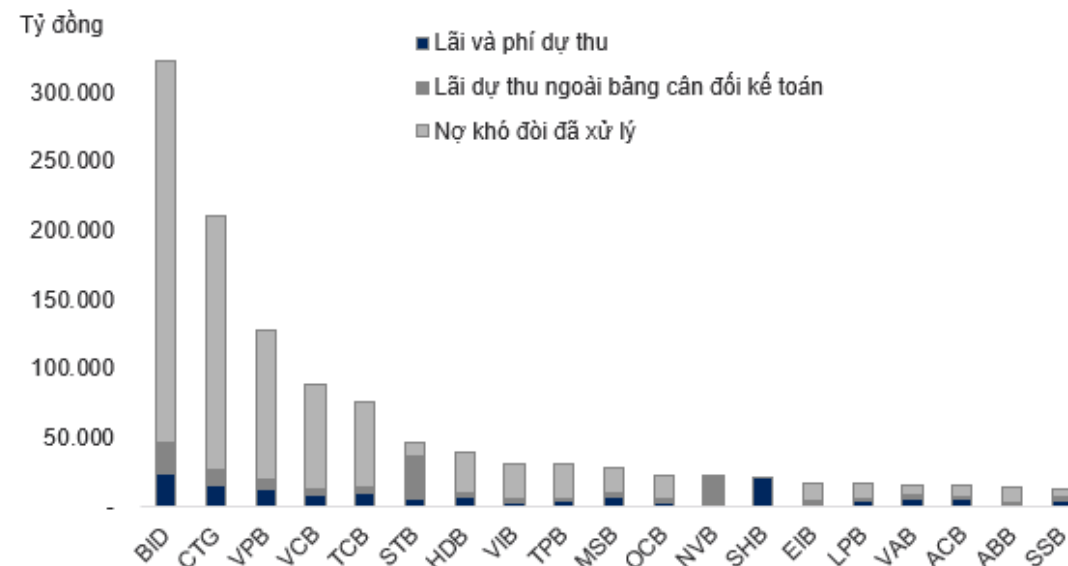
- Nợ nhóm 2 đang có xu hướng quay trở lại trong Q3/25 do các doanh nghiệp được cơ cấu lại nợ tiếp tục không trả được nợ đúng hạn; tác động từ thiên tai, bão lũ và việc tăng trưởng tín dụng mạnh khiến các ngân hàng hạ chuẩn tín dụng khi cho vay ra.
- LLR của nhiều ngân hàng đã sụt giảm trong một thời gian dài và nhiều ngân hàng sẽ cần gia cố thêm bộ đệm này để chống chịu lại những cú sốc tài chính có thể xảy ra trong tương lai.
- Bởi vậy, theo chúng tôi nhận định, năm 2026, những ngân hàng đã có tỷ lệ bao phủ nợ xấu tốt (trên 80% là VCB, CTG, TCB, BID, ACB, BAB và MBB) sẽ có nhiều dư địa để tăng trưởng lợi nhuận mà có thể chưa cần trích lập nhiều trong năm 2026.

Việc xử lý nợ xấu sẽ giúp ngân hàng cải thiện NIM và thu nhập ngoài lãi

Một số ngân hàng lớn ghi nhận tỷ lệ nợ xấu giảm nhờ tăng cường xử lý nợ xấu



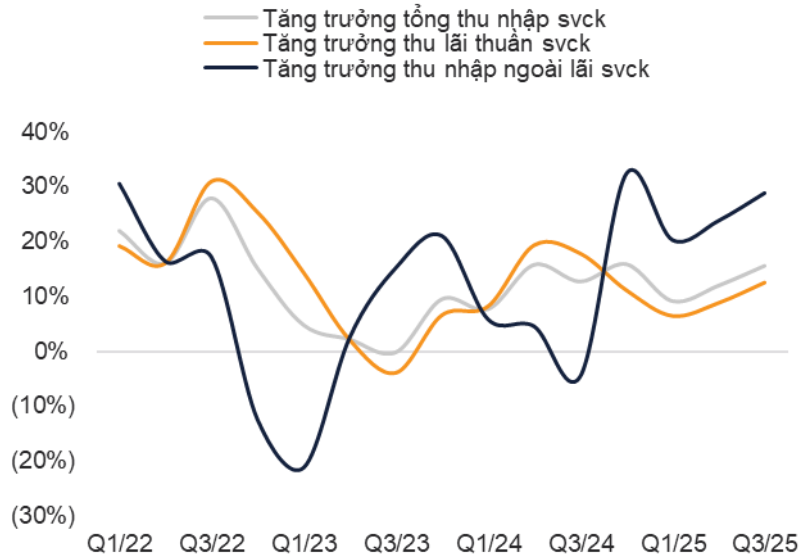
Một số ngân hàng có lãi dự thu lớn khi được xử lý nợ xấu sẽ cải thiện NIM và thu nhập ngoài lãi



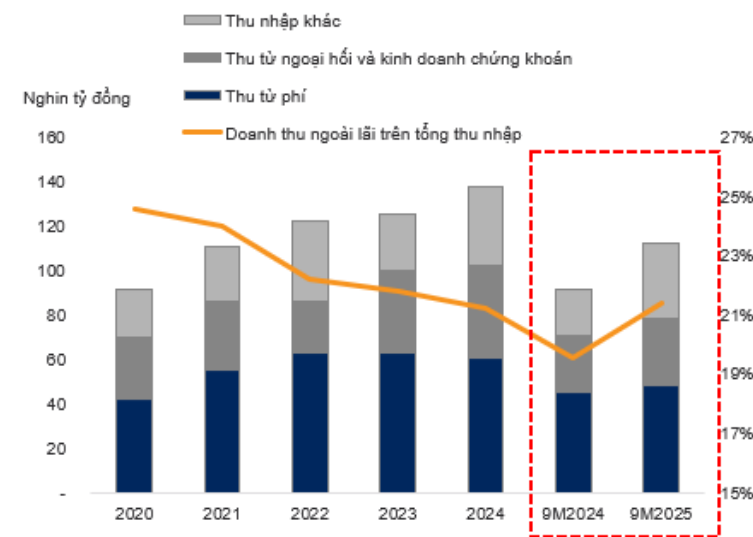
- Luật tổ chức tín dụng mới – có hiệu lực vào tháng 10/2025 - đã cụ thể hóa các điều khoản trong Nghị quyết 42 trước đây tạo điều kiện cho phép ngân hàng chủ động hơn trong việc thu hồi nợ.
- Nhiều ngân hàng đã đẩy mạnh công tác xử lý nợ xấu trong năm 2025 và dự báo hoạt động này sẽ tăng trưởng mạnh trở lại trong năm 2026.
- Việc xử lý nợ xấu vừa làm giảm tỉ lệ nợ xấu mà còn giúp các ngân hàng có thêm dư địa cải thiện lợi nhuận trong năm 2026 thông qua hoàn nhập lãi dự thu, hoàn nhập trích lập dự phòng, và cho vay các khoản vay mới tạo thêm thu nhập từ lãi.

Luật tổ chức tín dụng có hiệu lực sẽ giúp các ngân hàng có đầy đủ công cụ pháp lý để đẩy mạnh hoạt động xử lý nợ xấu

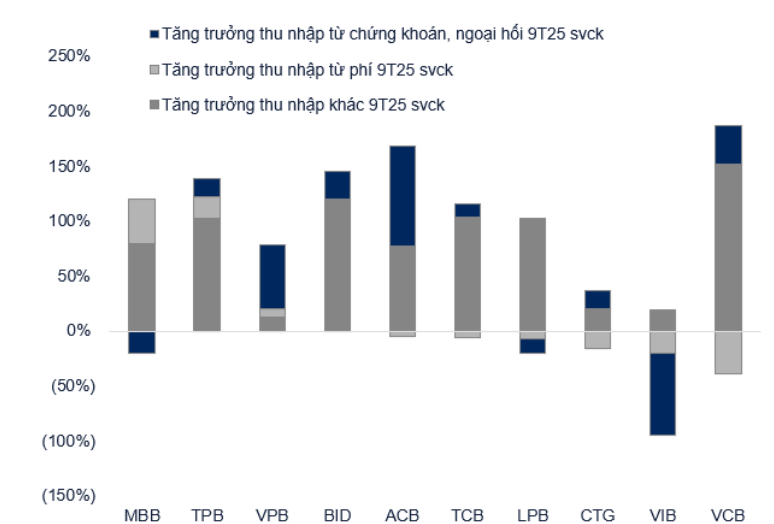
Thu nhập ngoài lãi đang tăng trở lại đóng góp thêm và sự tăng trưởng TOI



Thu ngoài lãi gia tăng nhờ thu từ phí, hoạt động đầu tư và xử lý nợ xấu



Tăng trưởng thu ngoài lãi của một số ngân hàng lớn 9T25

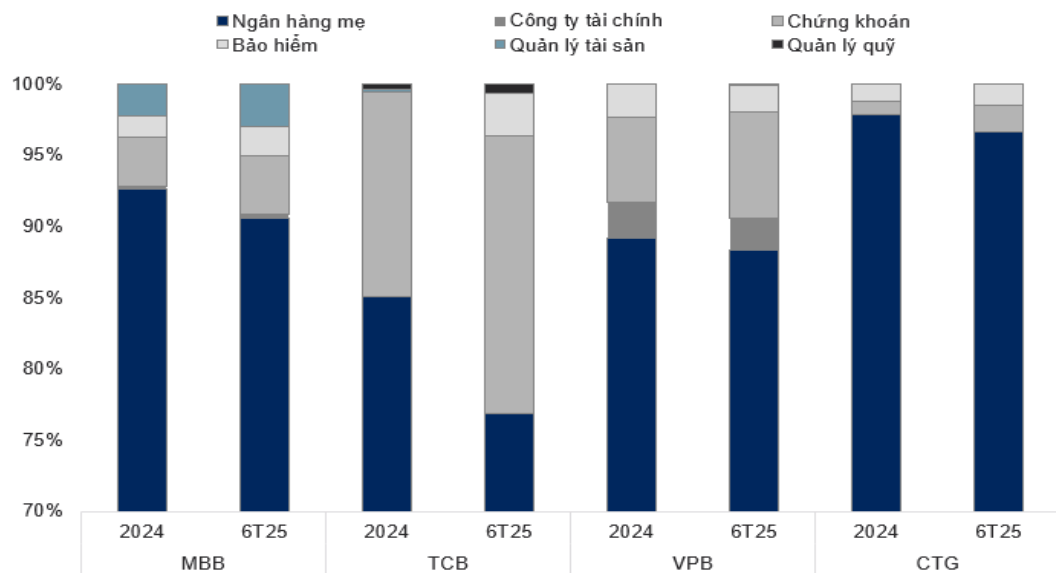


- Doanh thu ngoài lãi gia tăng nhờ thu từ phí bảo hiểm, phí dịch vụ, thu từ hoạt động đầu tư và xử lý nợ xấu gia tăng mạnh mẽ.
- Lợi thế đang nghiêng về những ngân hàng có hệ sinh thái toàn diện và hoạt động hiệu quả (như VPB, MBB, TCB, ACB) tận dụng được mô hình hiệp lực tập đoàn để cải thiện doanh thu ngoài lãi.
- Những ngân hàng lớn có lợi thế trong các câu chuyện về sản vàng, tài sản số cũng hứa hẹn có thêm nguồn thu từ phí khi những sản này chính thức đi vào hoạt động (nhiều khả năng trong năm 2026).

Đóng góp từ các công ty con vào hệ sinh thái ngày càng lớn từ các lĩnh vực Bảo hiểm, tài chính tiêu dùng, chứng khoán

Các công ty con trong hệ sinh thái đóng góp ngày càng quan trọng vào lợi nhuận toàn hàng

Các ngân hàng có hệ sinh thái lớn và toàn diện sẽ tham gia vào thị trường tiền số, sà n vàng



Hợp tác Dunamu – quản lý sàn Upbit (Hàn Quốc) hướng đến lập sàn số

Kết hợp chứng khoán VPBankS để triển khai thí điểm giao dịch tài sản số, đồng thời cũng đang trong quá trình xin phê duyệt để làm sàn vàng

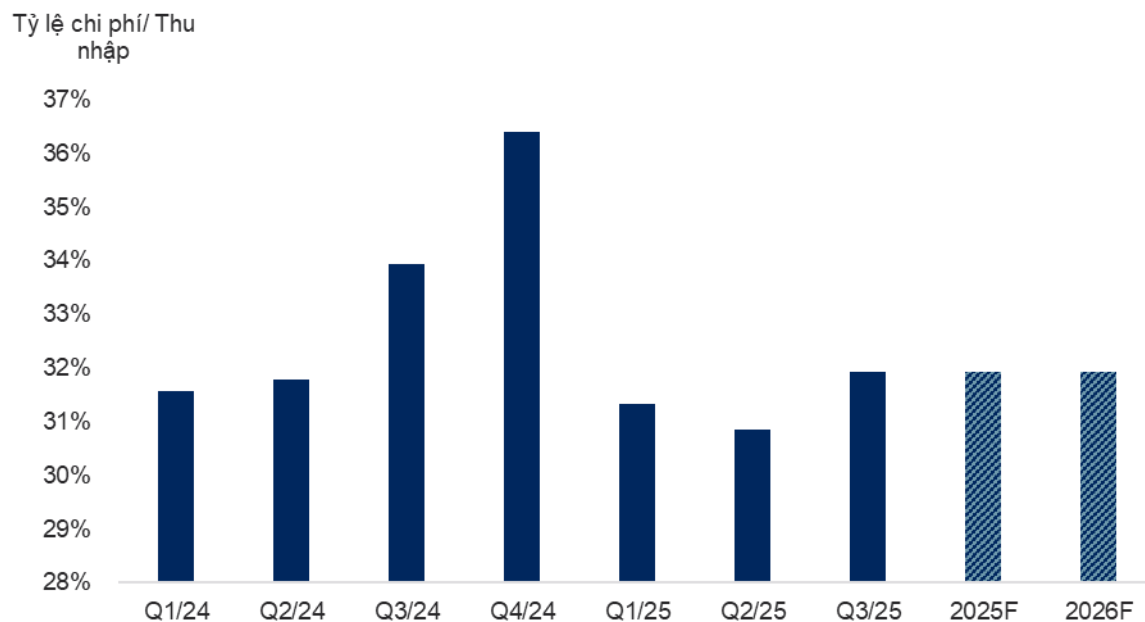
Techcombank cũng là một ứng viên tiềm năng cho cả mảng tài sản số và sà n vàng khi hệ sinh thái của ngân hàng này cũng đã đầy đủ các điều kiện để triển khai

Đang tích cực tham gia thị trường vàng bằng việc tái khởi động kinh doanh vàng miếng từ tháng 10/2025, ra mắt thương hiệu vàng miếng riêng và giao dịch cả vàng SJC

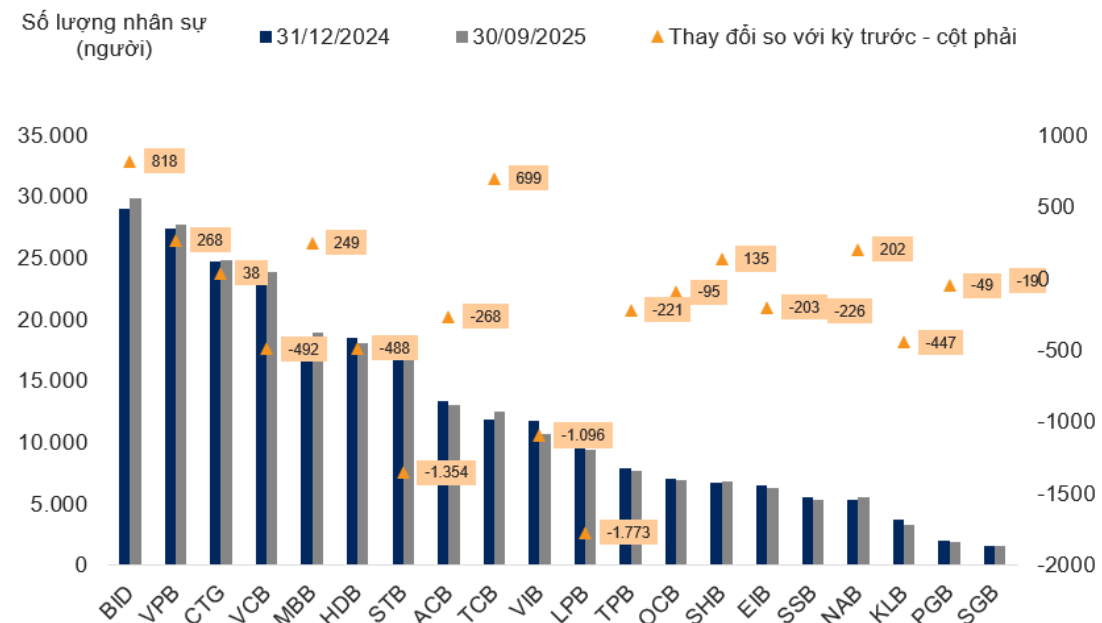
- Với mô hình hiệp lực tập đoàn và nỗ lực của các ngân hàng trong việc đa dạng hóa nguồn thu chúng tôi kỳ vọng rằng những công ty con sẽ có những đóng góp ngày càng lớn vào lợi nhuận toàn hàng.
- Bên cạnh những hoạt động kinh doanh truyền thống, các ngân hàng với quy mô vốn hóa lớn cùng với hệ sinh thái toàn diện sẽ tham gia vào các lĩnh vực kinh doanh mới như sà n tiền số, sà n vàng.

Các ngân hàng đẩy mạnh số hóa, thu hẹp chi nhánh và tối ưu quy trình.

Tỷ lệ CIR sẽ duy trì ổn định trong năm 2026



Làn sóng cắt giảm nhân sự tại các ngân hàng



- CIR ngành ngân hàng giảm mạnh trong vài năm qua, chủ yếu nhờ chi phí nhân sự (chiếm 60–70% OPEX) được cắt giảm.
- Các ngân hàng đẩy mạnh số hóa, thu hẹp chi nhánh và tối ưu quy trình.
- Tuy nhiên chúng tôi dự phóng tỷ lệ CIR sẽ duy trì ổn định ở mức 32% do các ngân hàng vẫn phải đẩy mạnh đầu tư vào hệ thống hạ tầng chuyển đổi số đáp ứng các yêu cầu của nhà nước về dữ liệu, quản trị (như việc phải đáp ứng các yêu cầu của Thông tư 14 về an toàn rủi ro vốn đã phát hành), đồng thời phát triển thêm nhiều sản phẩm mới để duy trì lợi thế cạnh tranh.

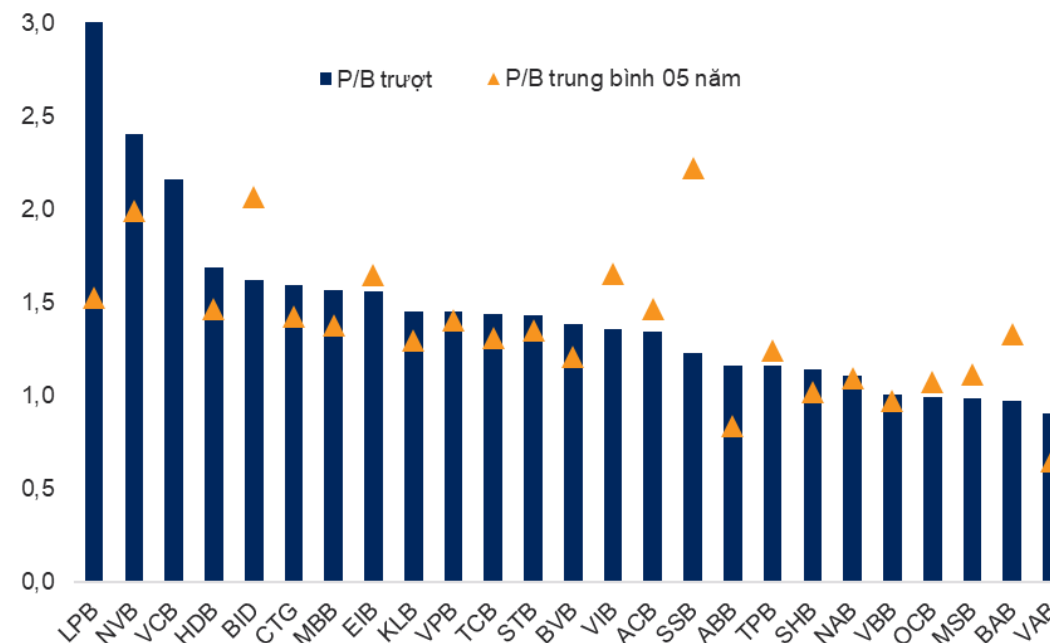
Về mặt định giá, P/B của toàn ngành đã giảm về mức trung bình của 5 năm trở lại đây, giúp cổ phiếu ngành ngân hàng hấp dẫn trở lại

P/B đã hấp dẫn trở lại, một số ngân hàng đã ở mức chiết khấu đủ hấp dẫn cho nhịp đầu tư tiếp theo

P/B của toàn ngành ngân hàng hiện đã về mức trung bình 5 năm trở lại đây

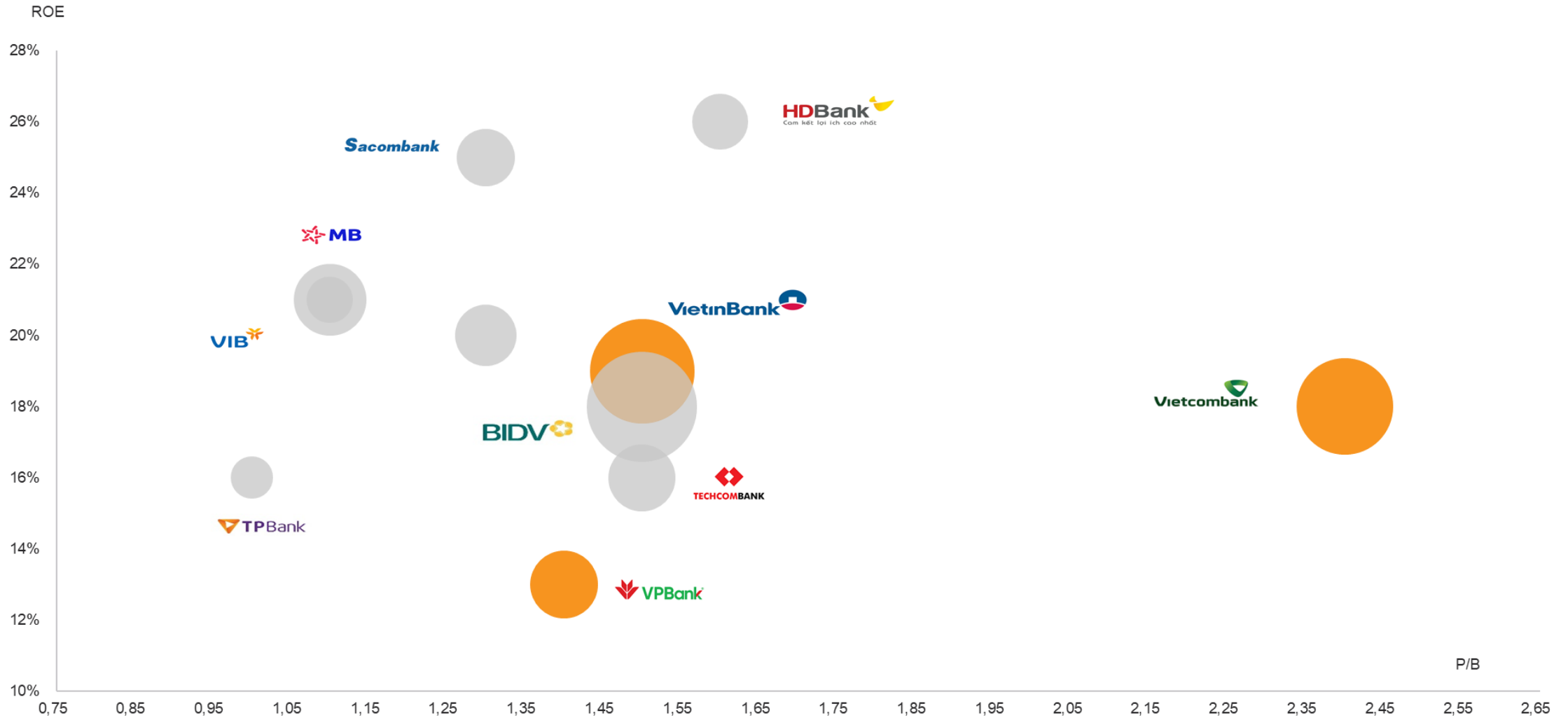


Một số cổ phiếu ngân hàng đã thấp hơn mức P/B 5 năm trở lại đây như VCB, BID, VIB



- Xét về định giá cơ bản, mặt bằng chung của ngành ngân hàng đã trở về vùng trung bình 5 năm trở lại đây, tạo sức hút trở lại với nhà đầu tư. Có những thời điểm trong quá khứ, P/B của ngành thậm chí đã vượt 2.0, tạo ra một mức định giá rất cao cho ngành ngân hàng (đặc biệt là giai đoạn 2021 khi chính sách tiền tệ cũng được nới lỏng sau Covid).
- Một số cổ phiếu đã chiết khấu thấp hơn mức P/B trung bình 5 năm tạo ra một vùng định giá hấp dẫn cho nhà đầu tư.

So sánh P/B và ROE của các ngân hàng theo phân tích của chúng tôi



Ghi chú: Bubble size là tổng tài sản của các ngân hàng tại thời điểm 9T25

CTG | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND40.200 | Tăng trưởng LN ròng | 18,3% | 27,1% | 22,3% | 22,7% | 21,9% |
| Tiềm năng tăng giá | 17,4% | Tăng trưởng tín dụng | 15,5% | 16,7% | 19,0% | 16,0% | 16,0% |
| Tỷ suất cổ tức | 0,0% | Biên lãi ròng (NIM) | 2,9% | 2,9% | 2,6% | 2,7% | 2,9% |
| Tổng lợi tức | 17,4% | Tỷ lệ CASA | 22,4% | 23,9% | 23,6% | 24,3% | 24,4% |
| Vốn hóa (tr USD) | 10.234 | Tỷ lệ nợ xấu | 1,1% | 1,2% | 1,2% | 1,5% | 1,4% |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 16,3 | Tỷ lệ bao phủ nợ xấu | 167,2% | 170,7% | 169,5% | 147,4% | 170,7% |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 302,9 | ROAE | 17,1% | 18,5% | 19,0% | 19,5% | 19,5% |
| P/E trượt | 8,0 | P/B (x) | 1,25 | 1,78 | 1,92 | 1,60 | 1,31 |

Luận điểm đầu tư:
Mục tiêu đầu tư công cao hơn thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của CTG

Dựa trên đà tăng trưởng tín dụng mạnh trong Q3/25 (15,6% sv đầu năm), chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của CTG có thể đạt 19% trong năm 2025, trước khi hạ nhiệt xuống 16% trong năm 2026 do tỷ lệ LDR đang tiến gần ngưỡng trần 85%. Tăng trưởng tín dụng năm 2026 sẽ được hỗ trợ bởi đầu tư công mạnh mẽ cùng nhu cầu vốn tăng từ các dự án hạ tầng quy mô lớn. Với thị phần dẫn đầu trong cho vay doanh nghiệp (12,43%) và lợi thế lâu năm trong cho vay FDI, CTG có vị thế thuận lợi để duy trì tăng trưởng.

NIM tiếp tục chịu áp lực trong năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng NIM duy trì thấp, quanh 2,7% trong năm 2025–26, do thanh khoản eo hẹp tiếp tục gây áp lực lên COF. COF nhiều khả năng tăng nhẹ về cuối năm và duy trì ở mức cao hơn trong năm 2026 do áp lực thanh khoản kéo dài, dù CASA dự kiến cải thiện nhẹ và lợi suất tài sản nhìn chung ổn định. Trong bối cảnh LDR đã ở mức cao và áp lực thanh khoản chưa hạ nhiệt, việc duy trì tăng trưởng tín dụng sẽ đòi hỏi lãi suất huy động cao hơn, hạn chế khả năng phục hồi của NIM năm 2026.

Thu hồi nợ, chuyển nhượng Ciputra Towers và mảng kinh doanh vàng sẽ thúc đẩy thu nhập ngoài lãi (Non-II) năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi tăng 14% svck trong năm 2025 và 17,5% svck trong năm 2026, được hỗ trợ bởi hoạt động thu hồi nợ tích cực, có thể đạt khoảng 10,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và tiếp tục cải thiện trong năm 2026 khi đầu tư công được đẩy mạnh. Ban lãnh đạo cho biết triển vọng xử lý được một số khoản nợ trong năm 2026 là tích cực. Bên cạnh đó, việc bán Ciputra Towers, nhờ giá trị đất tăng, cũng sẽ đóng góp tích cực cho thu ngoài lãi năm 2026. Ngoài ra, CTG đang chuẩn bị xin cấp phép sản xuất vàng miếng, qua đó có thể góp phần thúc đẩy thêm thu nhập ngoài lãi.

Chất lượng tài sản dự kiến vẫn trong tầm kiểm soát

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ NPL tăng lên 1,2% vào cuối năm và 1,5% trong năm 2026, kéo theo tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm về khoảng 169% trong năm 2025 và 147% trong năm 2026. Rủi ro nợ xấu có thể xuất hiện trong năm 2026 do tăng trưởng tín dụng mạnh cùng điều kiện cho vay nới lỏng có thể gây áp lực lên chất lượng tài sản. Dù vậy, tác động đến lợi nhuận của CTG được kỳ vọng ở mức kiểm soát, nhờ bộ đệm dự phòng dày, cho phép chi phí tín dụng năm 2026 giảm nhẹ.

VPB (Báo cáo cập nhật)
Thông tin cổ phiếu:

| | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|---------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Giá mục tiêu | VND37.100 | Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck | -48,9% | 85% | 46,2% | 30,6% | 22,6% |
| Tiềm năng tăng giá | 22,6% | Tăng trưởng tín dụng svck | 29,2% | 22,4% | 39,7% | 36,0% | 18,1% |
| Tỷ suất cổ tức | 1,7% | Biên lãi ròng (NIM) | 5,7% | 6,0% | 5,4% | 5,3% | 5,3% |
| Tổng lợi tức | 24,4% | Tỷ lệ CASA | 17% | 13,7% | 14,0% | 14,0% | 14,0% |
| Vốn hóa (tr USD) | 8.753 | Tỷ lệ nợ xấu | 5,7% | 4,3 | 3,4 | 2,9 | 2,9 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 37,4 | Tỷ lệ bao nợ xấu LLR | 44,8% | 54,3% | 56,0% | 59,9% | 64,3% |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 506,4 | ROE trung bình | 7,1% | 11,1% | 15,2% | 17,3% | 17,8% |
| P/E trượt | 15,6 | P/B | 1,1 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 0,8 |

Luận điểm đầu tư:
Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ thúc đẩy lợi nhuận gia tăng

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của ngân hàng sẽ tăng 46% trong năm 2025 và 30% trong năm 2026, được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, chủ yếu nhờ sự phục hồi của các cho vay mua nhà, tín dụng tiêu dùng và sự bùng nổ của cho vay ký quỹ. Trong khi đó, lợi suất từ các khoản cho vay, được cải thiện nhờ sự phục hồi của các khoản nợ xấu và mở rộng cho vay tín chấp, dự kiến sẽ giúp duy trì biên lợi nhuận lãi ròng (NIM) cao hơn mức trung bình ngành, đồng thời đảm bảo lợi nhuận điều chỉnh theo rủi ro ổn định.

Mô hình hiệp lực tập đoàn giúp đa dạng hóa nguồn thu nhập

Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi của ngân hàng sẽ tăng 26% trong năm 2025 và 20% trong năm 2026, chủ yếu nhờ cải thiện thu từ phí và đầu tư, với sự đóng góp ngày càng tăng từ các công ty trong hệ sinh thái như OPES, VPBankS và FE Credit. Bên cạnh đó, hệ sinh thái của ngân hàng cùng quy mô vốn lớn cho phép ngân hàng mở rộng sang các lĩnh vực kinh doanh mới, chẳng hạn như tài sản số, các dịch vụ liên quan đến blockchain khác, và giao dịch vàng, từ đó góp phần đa dạng hóa thu nhập ngoài lãi.

Nới lỏng giới hạn sở hữu nước ngoài sẽ có tác động tích cực lên giá cổ phiếu

Nhờ tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém (GPBank), VPB có thể hưởng lợi từ việc nới lỏng giới hạn sở hữu nước ngoài. Điều này cho phép ngân hàng bán thêm cổ phần cho cổ đông chiến lược nước ngoài hiện hữu (SMBC) hoặc các đối tác mới, từ đó củng cố đệm vốn để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Mặc dù kế hoạch chi tiết chưa được công bố, chúng tôi kỳ vọng những diễn biến này sẽ có tác động tích cực đến định giá của ngân hàng.

VCB (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND67.100 | Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck | 10,4% | 2,4% | 6,0% | 14,7% | 15,7% |
| Tiềm năng tăng giá | 17% | Tăng trưởng tín dụng svck | 10,9% | 14,1% | 17,8% | 18,1% | 15,4% |
| Tỷ suất cổ tức | 0% | Biên lãi ròng (NIM) | 3,1% | 2,7% | 2,6% | 2,7% | 2,8% |
| Tổng lợi tức | 17% | Tỷ lệ CASA | 33,1% | 35,0% | 33,0% | 33,1% | 34,0% |
| Vốn hóa (tr USD) | 18.009 | Tỷ lệ nợ xấu | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 0,8% | 0,9% |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 9,1 | Tỷ lệ bao nợ xấu LLR | 230,3% | 223,3% | 201,3% | 194,4% | 194,4% |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 1.436 | ROE trung bình | 21,6% | 17,2% | 16,7% | 16,0% | 15,5% |
| P/E trượt | 13,9 | P/B | 3,4 | 2,9 | 2,5 | 2,2 | 1,9 |

Luận điểm đầu tư:
Tăng trưởng tín dụng Vietcombank sẽ gia tăng mạnh mẽ trở lại trong năm 2026 hỗ trợ cho đầu tư công

Chúng tôi cho rằng Vietcombank có thể tăng trưởng tín dụng tới 19% trong năm 2026 nhờ giải ngân cho các đại dự án quốc gia như dự án đường cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2, Sân bay Quốc tế Long Thành, và các dự án đường sắt đô thị tại Hà Nội và TP.HCM.

NIM của Vietcombank dự kiến hồi phục trong năm 2026 nhờ kiểm soát chi phí vốn tốt

Trong bối cảnh NIM đang gặp áp lực, việc tiếp tục duy trì CASA ở mức cao (trên 33%) và việc giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc (do nhận CBBank) cũng giúp ngân hàng giải phóng hàng chục nghìn tỷ VND vốn giá rẻ. Đồng thời, việc tăng cường giải ngân vào các dự án trung và dài hạn sẽ là cơ sở để chúng tôi tin rằng NIM của ngân hàng sẽ cải thiện trở lại vào năm 2026, quay về mức 2.7% khi đã chạm mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây là 2.6% trong năm 2025.

Doanh thu ngoài lãi sẽ là chiến lược của ngân hàng trong năm 2026

Chúng tôi tin rằng trước áp lực NIM như hiện nay, Vietcombank sẽ đẩy mạnh tìm kiếm lợi nhuận từ các khoản ngoài lãi. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu ngoài lãi của VCB có thể ở mức 25% do những động lực lớn từ phí banca, và đặc biệt từ phí tài trợ thương mại, mảng dịch vụ VCB vốn đang giữ vị thế lớn trên thị trường trong bối cảnh hoạt động xuất nhập khẩu dự kiến sẽ tăng trở lại vào năm 2026. Bên cạnh đó, việc xử lý nợ xấu tại ngân hàng sẽ tiếp tục gia tăng khi Nghị quyết 42 đã chính thức được Luật hóa và đi vào thực hiện cũng hứa hẹn mang lại khoản hoàn nhập đáng kể cho lợi nhuận của ngân hàng.

Hoạt động tăng thêm 6,5% vốn cổ phần sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng

Chúng tôi kỳ vọng Quý II năm 2026, Vietcombank sẽ đẩy nhanh việc chào bán thêm 6,5% vốn ra thị trường (thu về khoảng 5.500 tỉ đồng thêm cho nguồn vốn), giúp cải thiện vốn lõi và hệ số CAR của ngân hàng, tạo động lực cho hoạt động tăng trưởng tín dụng của ngân hàng trong năm.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Ngân hàng | Mã Bloomberg | Tiền năng tăng giá | Vốn hóa tr USD | NIM (%) | | Tỷ lệ nợ xấu (%) | | P/B (x) | | P/E (x) | | Tăng trưởng LNST 3 năm liên tiếp | ROA (%) | | ROE (%) | |
|-----------------------------|--------------|--------------------------|-------------------|-------------|-------------|------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | | (%) | | 12T | 2026F | 12T | 2026F | 12T | 2026F | 12T | 2026F | % | 12T | 2026F | 12T | 2026F |
| Vietcombank | VCB VN | 21.2% | 18,151.4 | 2.7% | 2.8% | 1.2% | 0.9% | 2.1 | 2.0 | 13.6 | 13.4 | 8.5% | 1.6% | 1.6% | 17.0% | 17.4% |
| VietinBank | CTG VN | 17.4% | 10,102.9 | 2.7% | 2.7% | 1.3% | 1.5% | 1.6 | 1.2 | 8.0 | 8.0 | 11.9% | 1.3% | 1.3% | 21.6% | 19.5% |
| BIDV | BID VN | 23.4% | 10,199.7 | 2.2% | 2.3% | 1.5% | 1.2% | 1.7 | 1.3 | 10.1 | 9.1 | 19.0% | 0.9% | 1.0% | 17.8% | 18.1% |
| NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng | VPB VN | 32.3% | 8,451.9 | 5.2% | 5.3% | 4.8% | 2.9% | 1.4 | 1.2 | 10.8 | 7.3 | 27.5% | 2.0% | 2.1% | 14.2% | 17.3% |
| Techcombank | TCB VN | 22.5% | 8,854.1 | 3.7% | 4.0% | 1.1% | 1.1% | 1.4 | 1.3 | 10.6 | 7.8 | 17.4% | 2.1% | 2.4% | 14.3% | 17.1% |
| NHTMCP Quân đội | MBB VN | 3.7% | 7,464.3 | 4.2% | 4.8% | 2.5% | 1.3% | 1.5 | 0.9 | 8.1 | 5.2 | 16.5% | 2.1% | 2.0% | 20.8% | 20.4% |
| NHTMCP Á Châu | ACB VN | 30.7% | 4,672.2 | 3.2% | 3.4% | 1.5% | 1.2% | 1.3 | 1.1 | 7.1 | 5.8 | 13.7% | 2.0% | 2.0% | 20.4% | 20.4% |
| NHTMCP HDBank | HDB VN | 5.9% | 4,847.3 | 5.3% | 5.8% | 2.2% | 1.0% | 1.8 | 1.0 | 8.0 | 6.1 | 21.4% | 2.1% | 2.4% | 24.8% | 24.7% |
| NHTMCP Quốc tế VIB | VIB VN | 25.4% | 2,268.8 | 3.4% | 4.6% | 3.6% | 3.1% | 1.3 | 0.8 | 7.9 | 4.2 | 22.5% | 1.5% | 2.4% | 17.7% | 23.1% |
| NHTMCP TPBank | TPB VN | 7.6% | 1,743.6 | 3.3% | 3.5% | 2.2% | 1.9% | 1.1 | 0.8 | 7.0 | 5.9 | 10.2% | 1.6% | 1.6% | 17.1% | 15.4% |
| NHTMCP Sài Gòn Thương Tín | STB VN | 0.9% | 3,404.4 | 3.7% | 3.6% | 2.3% | 2.1% | 1.4 | 1.1 | 7.3 | 6.2 | 18.1% | 1.6% | 1.6% | 21.6% | 19.1% |
| Trung bình | | 17.3% | | 3.6% | 3.9% | 2.2% | 1.7% | 1.5 | 1.2 | 8.9 | 7.2 | 17.0% | 1.7% | 1.8% | 18.9% | 19.3% |

Dịch vụ tài chính

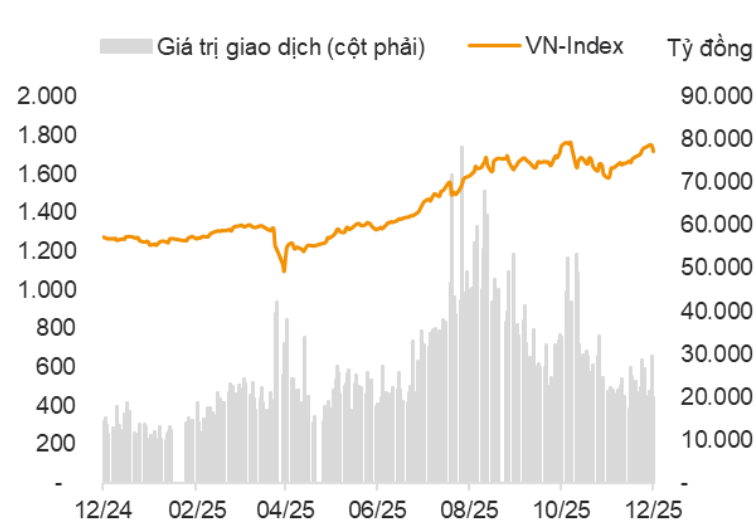
Kỷ nguyên mới cho thị trường vốn

- Lợi nhuận ngành chứng khoán sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026 nhờ sự quay trở lại của dòng vốn ngoại và sự phục hồi của VNIndex
- Năm 2026 là năm bản lề cho một khởi đầu mới của thị trường chứng khoán Việt Nam hướng tới mục tiêu phát triển bền vững với những văn bản chỉ đạo định hướng rõ ràng từ Chính phủ và Bộ Tài Chính
- Hoạt động IPO dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng từ năm 2026 nhờ những điều kiện thuận lợi từ thị trường và hành lang pháp lý
- P/B của ngành chứng khoán đã về mức trung bình 5 năm của ngành và mở ra cơ hội tăng giá mới trong năm 2026 nhờ lợi nhuận của ngành tiếp tục tăng trưởng mạnh trở lại

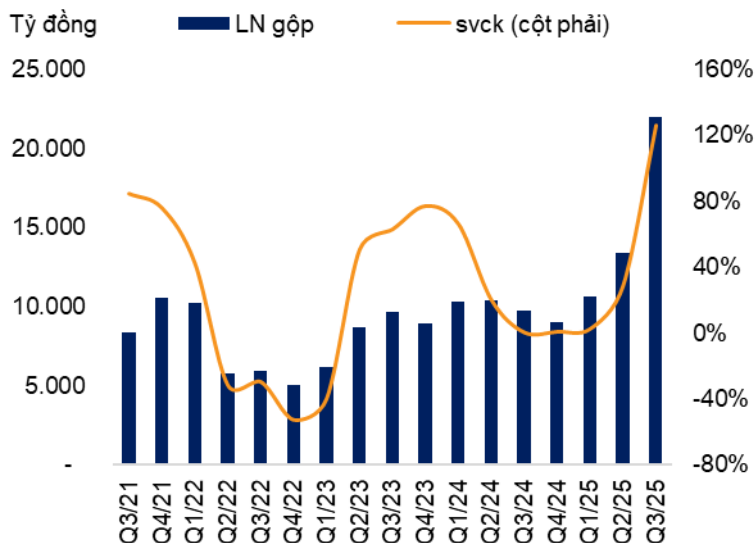


Khối lượng giao dịch gia tăng tạo ra động lực lớn cho tăng trưởng của ngành chứng khoán

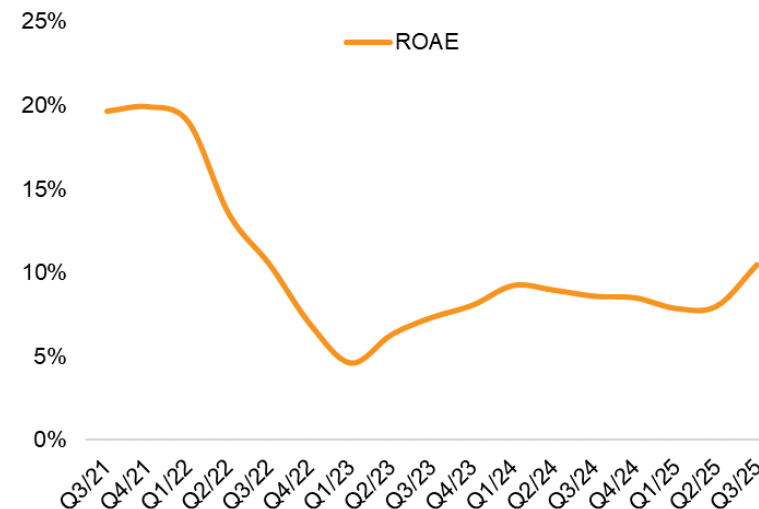
Sức hút của thị trường chứng khoán



...giúp lợi nhuận gộp của ngành chứng khoán tăng mạnh



ROE của toàn ngành đang có xu hướng tăng trở lại

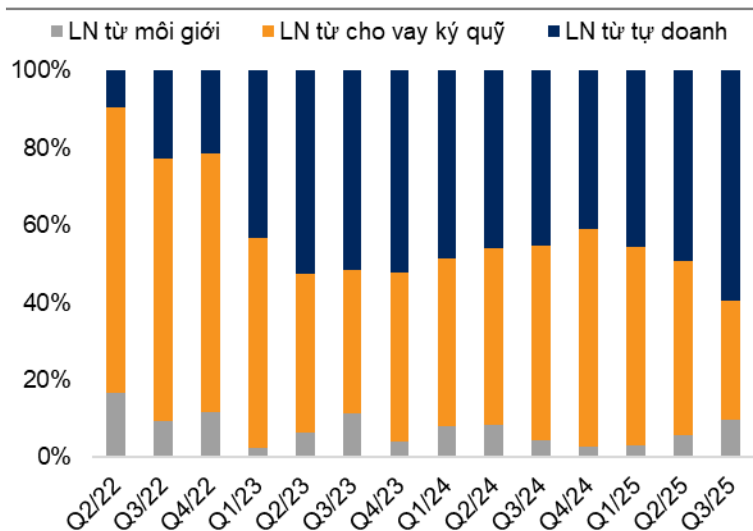


- Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2025 đã chứng kiến một mức tăng trưởng đột biến về khối lượng giao dịch cũng như điểm số, trong đó khối lượng giao dịch trung bình tăng 42,7% so với năm trước và VNI đã tăng 35,7% kể từ đầu năm.
- Lợi nhuận gộp của toàn ngành cũng tăng mạnh và ghi nhận mức lợi nhuận cao nhất trong 5 năm trở lại đây (tăng khoảng 130% so với cùng kỳ năm ngoái), giúp đẩy mức ROE trượt 5 năm tăng lên 10%, thể hiện lợi nhuận toàn ngành đang có sự hồi phục mạnh mẽ và bền vững hơn.

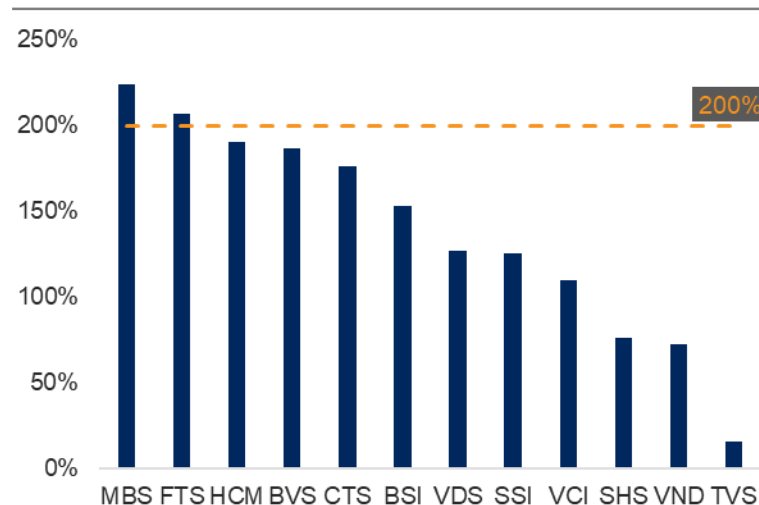
*Dữ liệu bao gồm 30 CTCK lớn nhất theo quy mô VCSH, chiếm 85% tài sản toàn ngành

Doanh thu tự doanh tăng mạnh đóng góp nhiều hơn cho lợi nhuận của CTCK

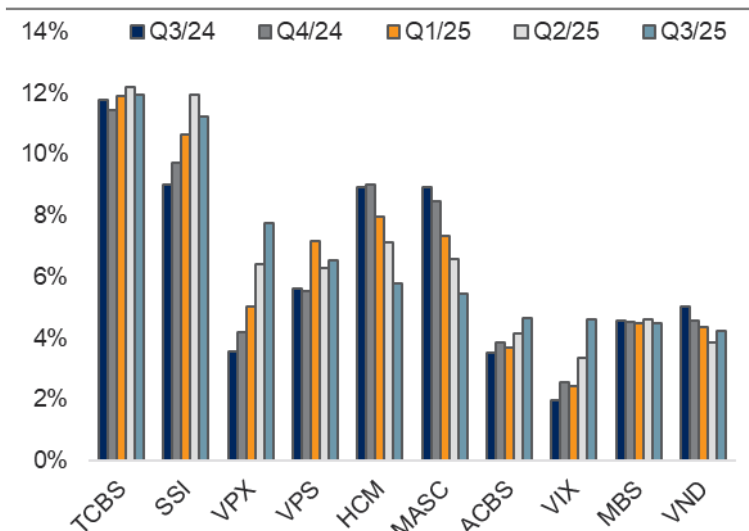
Mảng tự doanh đang đóng góp nhiều hơn cho lợi nhuận các công ty chứng khoán



Do mảng cho vay của nhiều công ty đã chạm trần quy định



Các CTCK nằm trong hệ sinh thái gia tăng mạnh thị phần cho vay ký quỹ



- Hơn 50% lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2025 đến từ hoạt động tự doanh nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của VNI trong Quý 2 và Quý 3 (tăng khoảng 50% từ vùng đáy thuế quan tháng 4 năm 2025).
- Các công ty chứng khoán có danh mục đầu tư cổ phiếu lớn có mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhất cùng với sự gia tăng định giá mạnh mẽ của thị trường chứng khoán.
- Các công ty chứng khoán có hệ sinh thái với nền tảng vốn mạnh mẽ đã đẩy mạnh cho vay ký quỹ và ghi nhận doanh thu cao hơn từ mảng này, trong khi đó tăng trưởng doanh thu từ cho vay ký quỹ bị chậm lại do tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu đã chạm trần theo quy định.

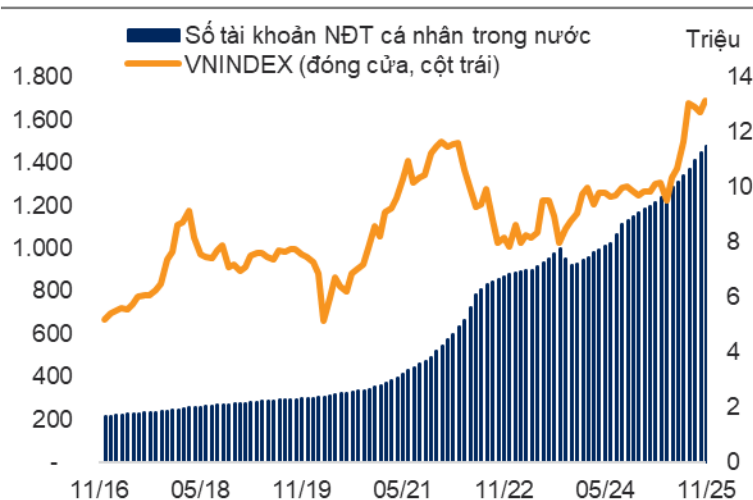
*Dữ liệu bao gồm 30 CTCK lớn nhất theo quy mô VCSH, chiếm 85% tài sản toàn ngành

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

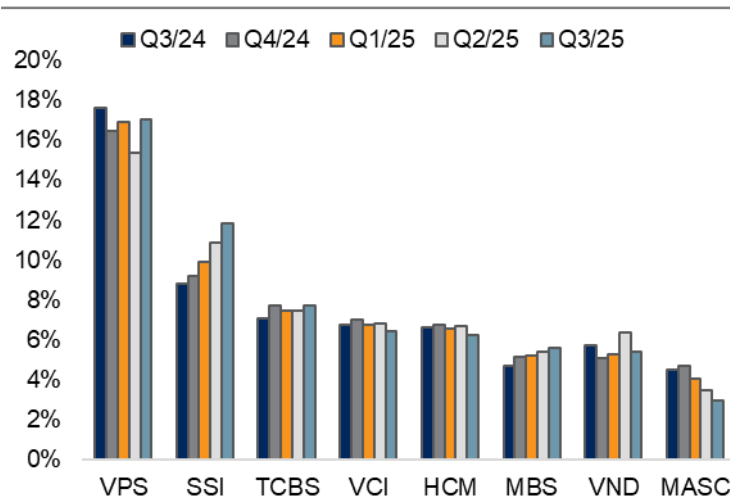
Số lượng khách hàng mở tài khoản chứng khoán ngày một gia tăng và lợi nhuận cho mảng môi giới cải thiện khiến mảng bán lẻ cũng đang cạnh tranh gay gắt

Thị phần môi giới lớn sẽ là cơ sở để các công ty chứng khoán phát triển các dịch vụ như cho vay, tư vấn tài chính về sau

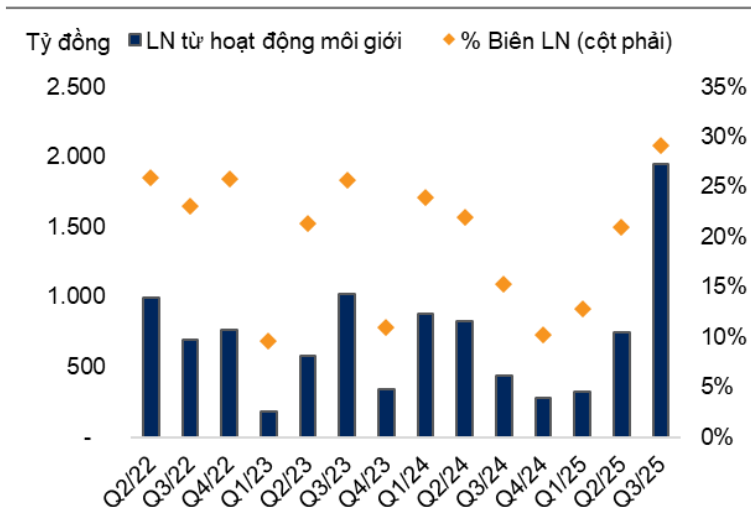
SL khách hàng mở mới gia tăng khiến các công ty cạnh tranh mạnh mẽ hơn



Top 8 công ty có thị phần môi giới lớn nhất thị trường đến Q3/25



Lợi nhuận từ môi giới cải thiện trở lại thúc đẩy việc mở rộng thị phần của CTCK



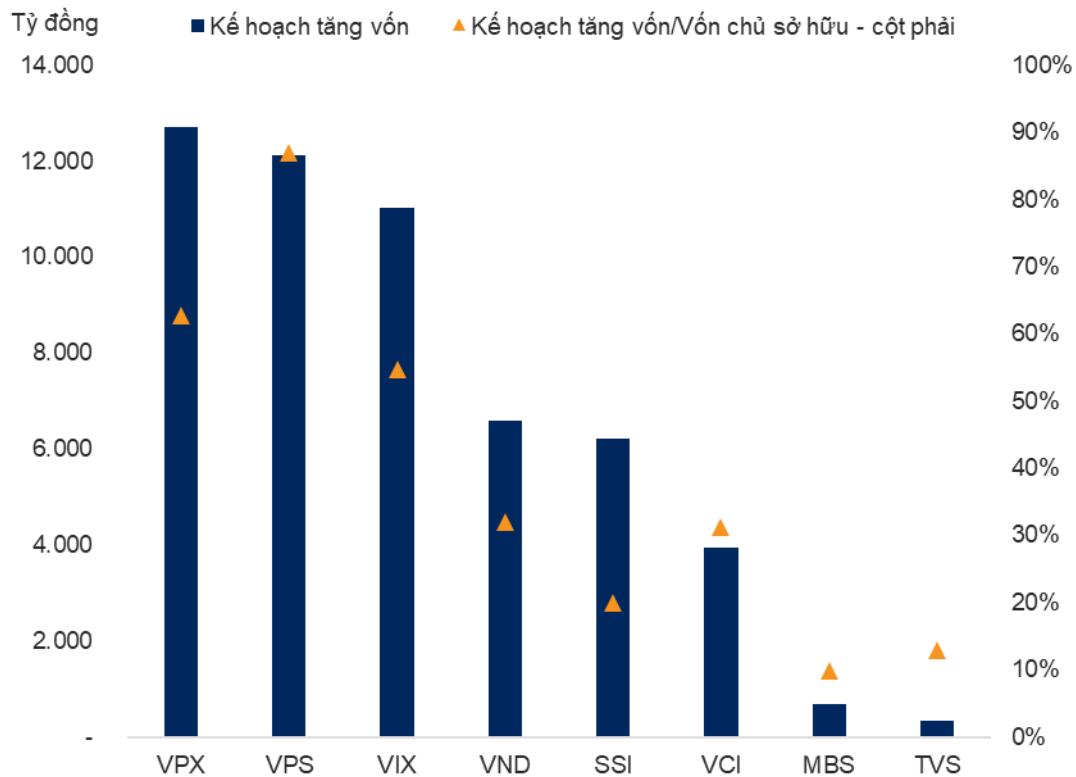
- Thị trường chứng khoán thuận lợi đang đẩy số lượng khách hàng mở mới gia tăng mạnh mẽ hơn. Lợi nhuận từ mảng môi giới cũng đã cải thiện hơn so với trước đây do giá trị giao dịch chứng khoán tăng mạnh hơn trong năm 2025, đặc biệt trong Quý 3 2025.
- Trong xu thế đó, các CTCK cũng đang tích cực mở rộng thêm thị phần môi giới nhằm mở rộng thêm tập khách hàng để phát triển các dịch vụ về sau như cho vay chứng khoán, tư vấn quản lý tài sản (wealth management) trong dài hạn. Tính đến hết Quý 3 2025, VPS, SSI, TCBS và MBS là những công ty chứng khoán đang cải thiện được thị phần của công ty so với năm 2024.

*Dữ liệu bao gồm 30 CTCK lớn nhất theo quy mô VCSH, chiếm 85% tài sản toàn ngành

Tăng vốn sẽ là xu thế chung trong ngành chứng khoán trong năm 2025 và 2026

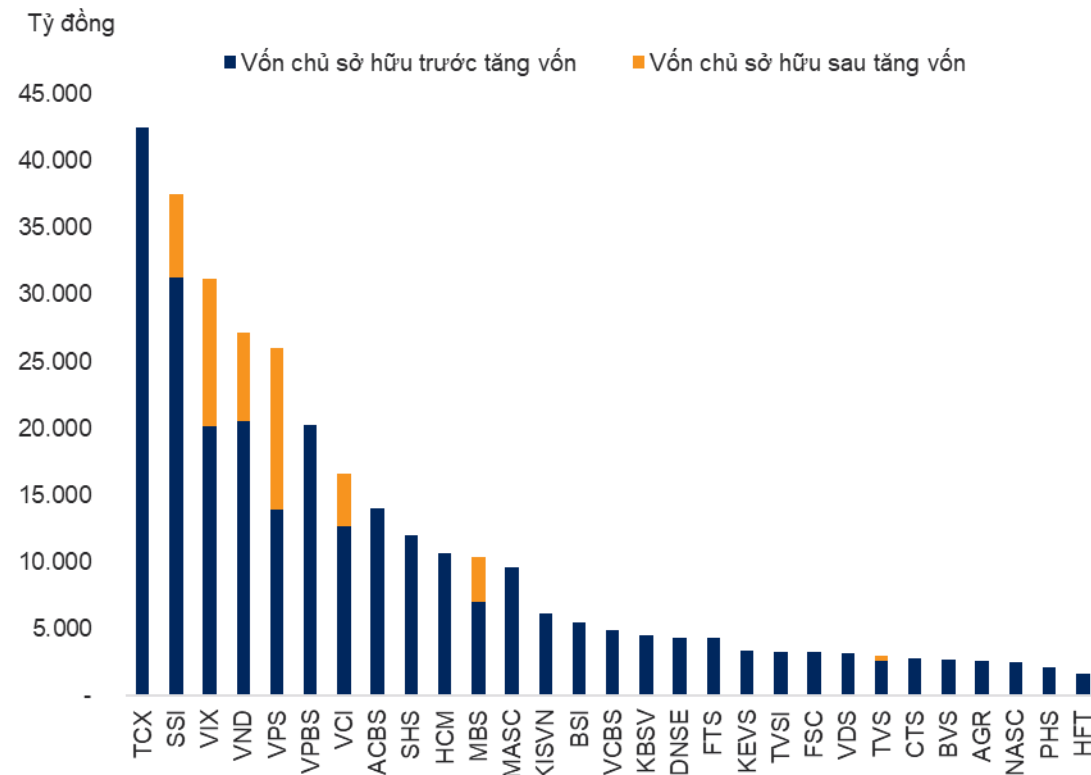
Các CTCK sẽ cần có quy mô vốn đủ lớn để đáp ứng nhu cầu giao dịch và cho vay ký quỹ của nhà đầu tư, đồng thời có nguồn lực để nâng cấp hệ thống và công nghệ

Kế hoạch tăng vốn tại các CTCK



Tổng vốn chủ sở hữu được ghi nhận tại thời điểm Q3/2025; VPX đã hoàn tất tăng vốn trong tháng 12 năm 2025

Biểu đồ tăng vốn điều lệ của một số công ty chứng khoán sau khi hoàn tất kế hoạch tăng vốn

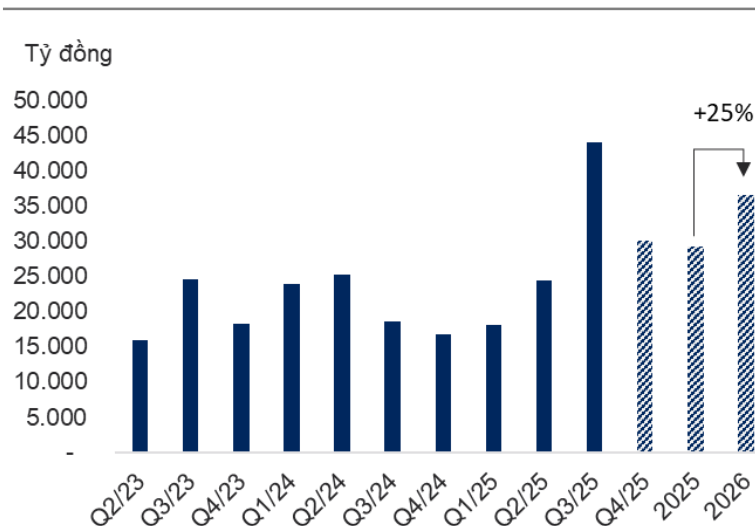


Tổng vốn chủ sở hữu được ghi nhận tại thời điểm Q3/25;

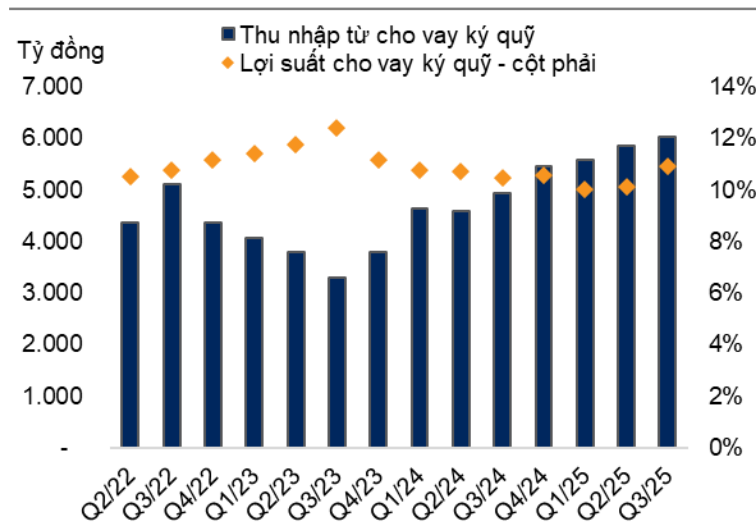
Năm 2026: Dự báo lợi nhuận của các công ty chứng khoán sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng nhờ sự phục hồi và tăng điểm trở lại của VN-Index

Thị trường chứng khoán sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ trở lại, thúc đẩy lợi nhuận của các công ty chứng khoán

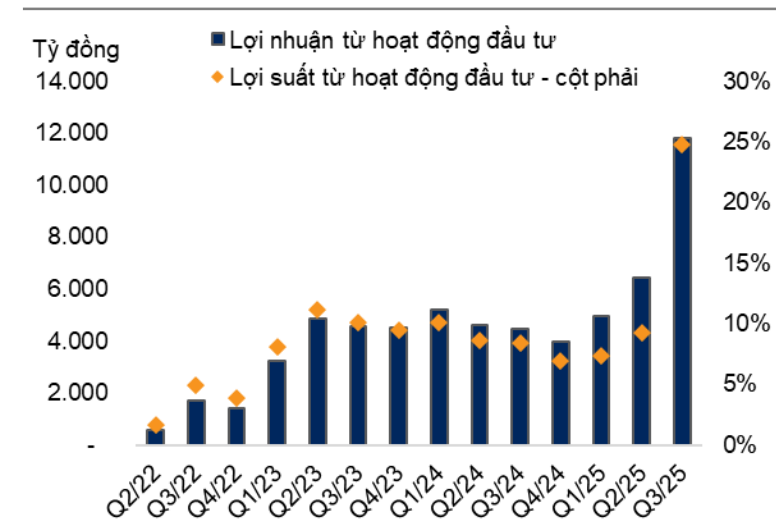
Giao dịch trung bình ngày của thị trường dự báo có thể tăng 25% so với năm 2025



Cho vay margin sẽ được hỗ trợ bởi việc tăng vốn của các công ty chứng khoán



Hoạt động tự doanh sẽ tiếp tục trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận năm 2026



Chúng tôi cho rằng ROE của ngành chứng khoán có thể lên mức 15% vào năm 2026, động lực chính đến từ:

- Giá trị giao dịch TB của thị trường (ADTV) có thể tăng 25% so với năm 2025, lên mức 36,4 nghìn tỉ đồng nhờ nâng hạng thị trường, định giá cổ phiếu gia tăng và nền lãi suất thấp.
- Với sự gia tăng khối lượng giao dịch, định giá cổ phiếu, hoạt động tự doanh cũng sẽ tiếp tục tăng trưởng và trở thành một nguồn lợi nhuận lớn cho các công ty chứng khoán.
- Việc tăng vốn của các công ty chứng khoán cũng giúp mở rộng khả năng cho vay của các công ty trong năm 2026, giúp hoạt động cho vay ký quỹ tiếp tục đóng góp lớn vào lợi nhuận của công ty chứng khoán.

*Dữ liệu bao gồm 30 CTCK lớn nhất theo quy mô VCSH, chiếm 85% tài sản toàn ngành

Phát triển thị trường vốn Việt Nam



Mục tiêu

Quyết định 2014/QĐ-TTg (Phê duyệt Đề án nâng hạng thị trường)

- Nâng hạng thị trường từ Cận biên lên Mới nổi (FTSE/MSCI).
- Phát triển sản phẩm mới phục vụ nhu cầu của thị trường
- Thu hút dòng vốn ngoại (FII) quy mô lớn (ước tính 5-10 tỷ USD).

Quyết định 318 (Tái cấu trúc nhà đầu tư & phát triển quỹ)

- Chuyên nghiệp hóa cơ cấu nhà đầu tư (tăng tỷ trọng nhà đầu tư tổ chức)
- Tăng quy mô tài sản quản lý (AUM) của các quỹ.

Thông tư số 102/2025/TT-BTC (Sửa đổi TT 91/2020 về an toàn tài chính)

- Quản trị rủi ro hệ thống công ty chứng khoán (CTCK)
- Nâng cao "bộ đệm" vốn trước biến động thị trường.



Nội dung chính

- Cơ chế giao dịch không ký quỹ trước (Non-prefunding) cho NĐT nước ngoài.
- Lộ trình bắt buộc công bố thông tin bằng Tiếng Anh.
- Triển khai mô hình đối tác bù trừ trung tâm

- Ưu đãi thuế/phí cho các Quỹ hưu trí tự nguyện, Quỹ mở.
- Nới lỏng điều kiện thành lập quỹ đầu tư.
- Khuyến khích sản phẩm hưu trí bổ sung.

- Điều chỉnh hệ số rủi ro đối với cho vay ký quỹ (Margin) và tự doanh trái phiếu.
- Siết quy định về tính thanh khoản tài sản.
- Giới hạn tỷ lệ đầu tư vào các tài sản rủi ro cao.



Tác động

- Thanh khoản bùng nổ nhờ dòng vốn ngoại.
- Tăng doanh thu mảng môi giới và lưu ký cho CTCK top đầu.
- Thúc đẩy đầu tư công nghệ trong ngành, phát triển thêm các sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu thị trường

- Giảm biến động tâm lý đám đông của nhà đầu tư nhỏ lẻ (FOMO/Panic sell).
- Thúc đẩy mảng Quản lý tài sản (Wealth Management) phát triển mạnh trong ngành chứng khoán
- Dòng tiền ổn định và dài hạn hơn

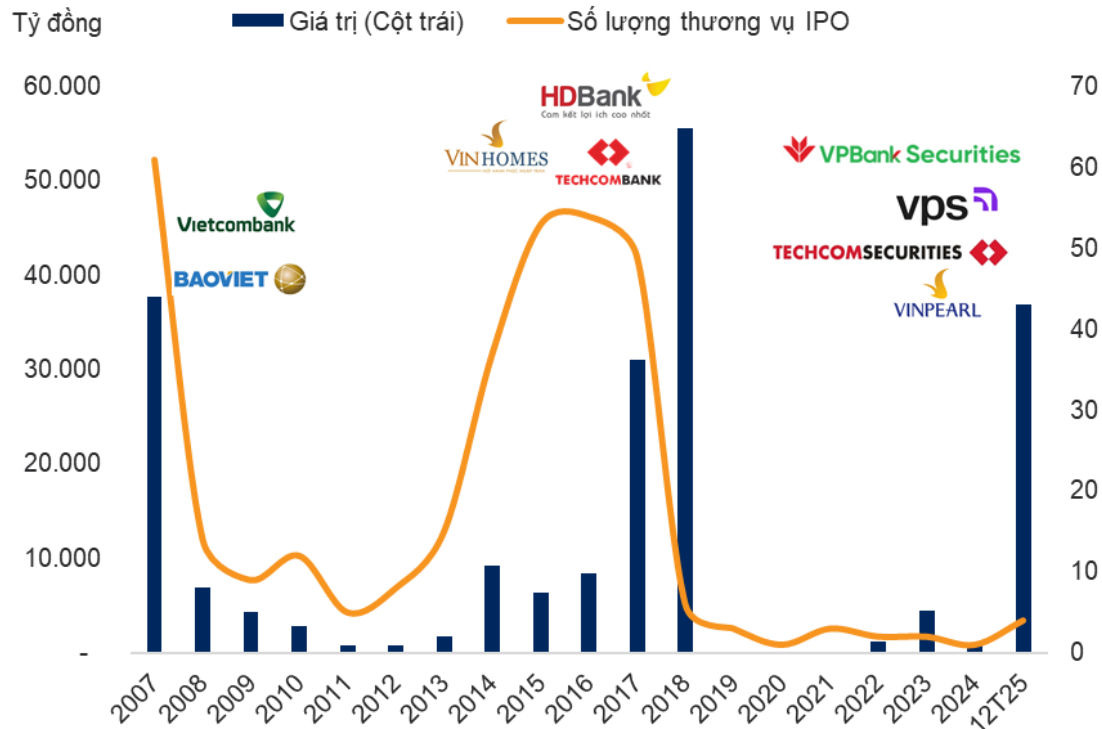
- Áp lực tăng vốn điều lệ đè nặng lên các CTCK vừa và nhỏ.
- Thúc đẩy làn sóng M&A trong ngành.
- Hoạt động cho vay Margin trở nên chặt chẽ và an toàn hơn.

Hướng tới một thị trường vốn phát triển bền vững dài hạn, trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế

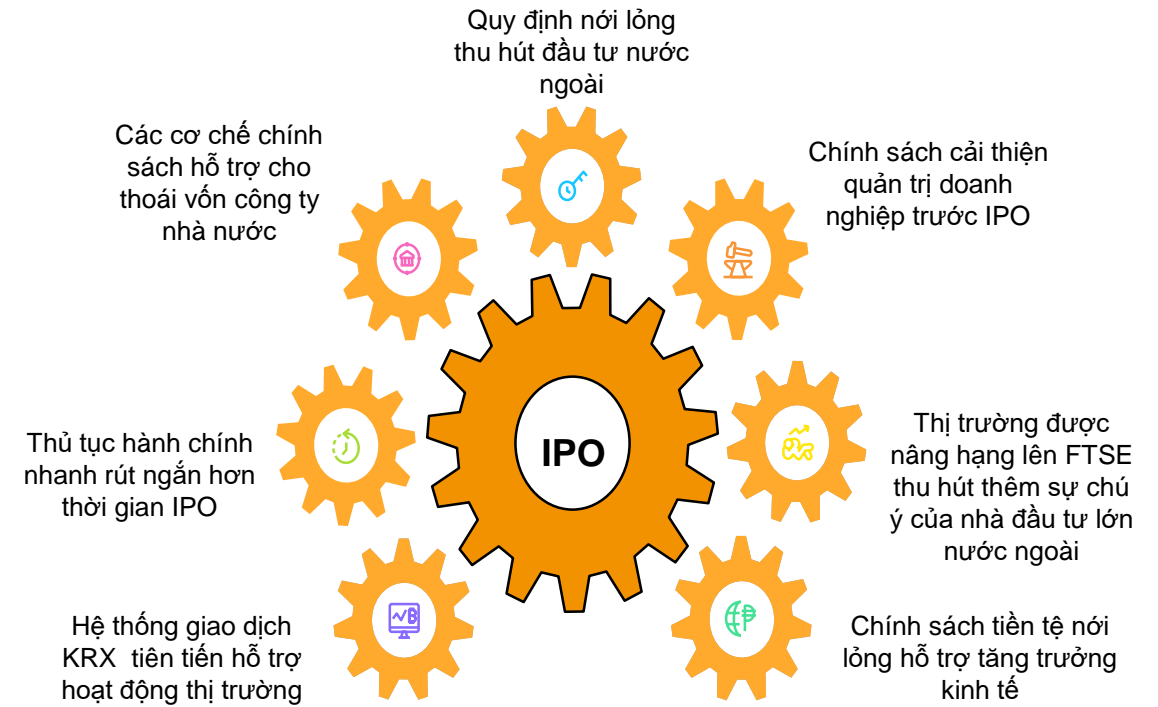
Làn sóng IPO của các công ty chứng khoán được xem là bước khởi đầu cho chu kỳ IPO tiếp theo trên thị trường

Thị trường chứng khoán đã chứng kiến hai làn sóng IPO lớn vào các năm 2008 và 2018, và chúng tôi dự phóng làn sóng này sẽ quay trở lại vào năm 2026 nhờ những cải cách mạnh mẽ về thể chế và chính sách

Những công ty lớn đã IPO vào năm 2025 hứa hẹn kích hoạt làn sóng IPO trong năm 2026.

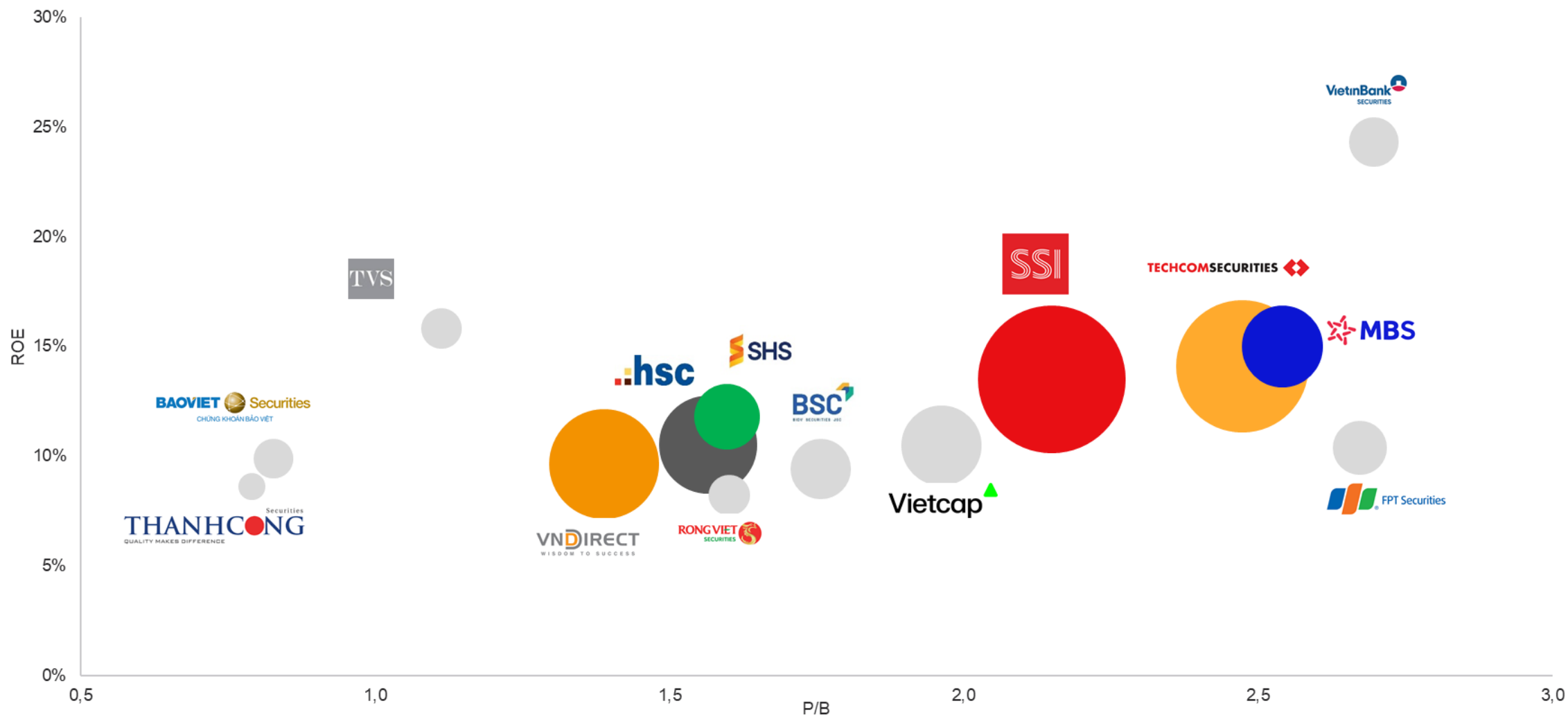


Chúng tôi cho rằng có 7 động lực chính để thúc đẩy làn sóng IPO lần này



(Chi tiết tham khảo tại Báo cáo đã phát hành)

So sánh P/B và ROE của các công ty chứng khoán

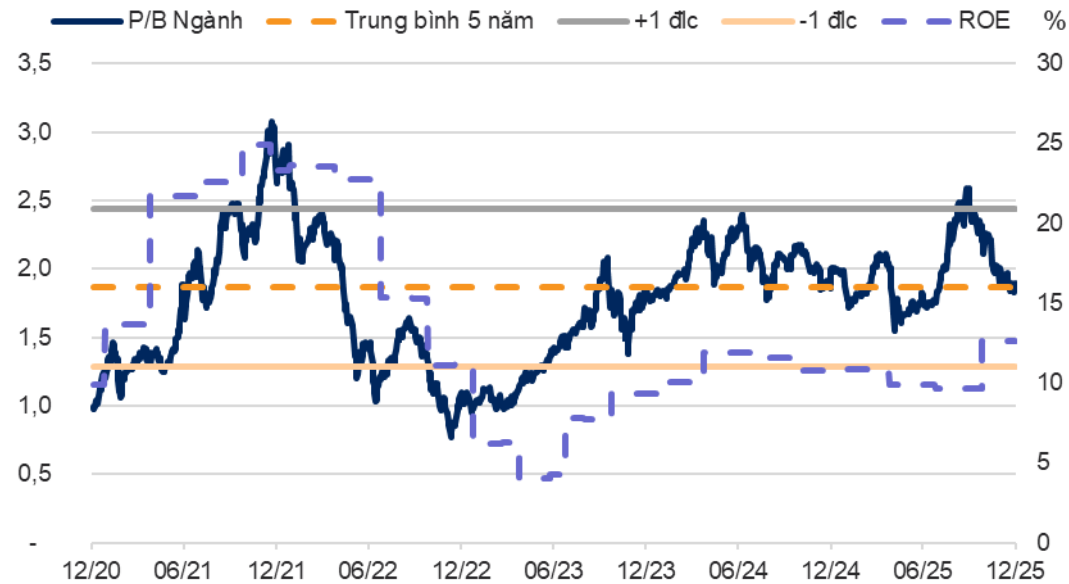


Ghi chú: Bubble size là tổng tài sản của các CTCK tại thời điểm 9T25

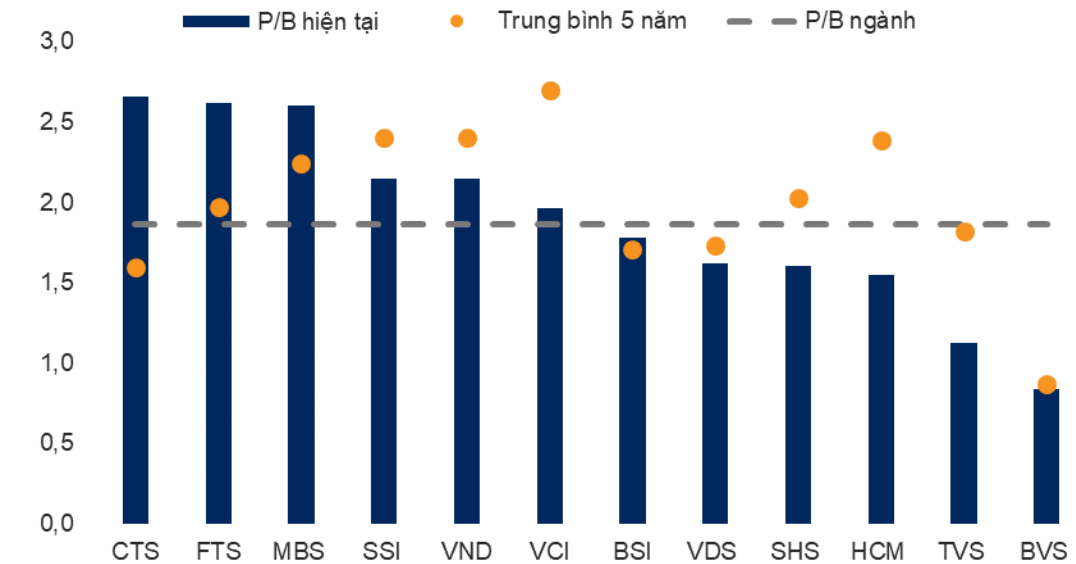
Năm 2026: Ngành chứng khoán sẽ chứng khiến nhịp tăng quay trở lại khi định giá đã về mức trung bình 5 năm trở lại đây, tạo dư địa cho việc tăng giá

ROE đang tăng trở lại trong ngành chứng khoán sẽ giúp chứng khoán được định giá tốt hơn trong năm 2026

Định giá toàn ngành đã quay về vùng P/B trung bình 5 năm trở lại đây, tạo động lực cho đà tăng giá tiếp theo



Định giá của một số mã chứng khoán đã thấp hơn mức trung bình 5 năm trở lại đây



- Sau thời gian điều chỉnh của thị trường chứng khoán, định giá của các công ty chứng khoán đã quay trở lại mức trung bình 5 năm trở lại đây và tạo ra một động lực tăng giá mới trong thời gian tới.
- Với việc ROE của các công ty chứng khoán quay trở lại, chúng tôi tin rằng mức P/B của ngành chứng khoán cũng sẽ được nâng lên mức mới phù hợp hơn, phản ánh sự phát triển và chuyên nghiệp hóa của các công ty chứng khoán trong bối cảnh thị trường vốn cần phát triển để trở thành một kênh dẫn vốn mới cho nền kinh tế Việt Nam.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| BB Code | Tên công ty | Mã CK | Vốn hoá | P/B (x) | P/E (x) | ROE (%) | ROA (%) | Tăng trưởng LNST svck (%) | Tăng trưởng TOI svck (%) |
|---------|--------------------------|-------|---------|------------|-------------|------------|-----------|---------------------------|--------------------------|
| | | | tr USD | Hiện tại | 12T | 12T | 12T | 12T | 12T |
| SSI | CTCPCK SSI | SSI | 2.775 | 2,1 | 17,2 | 13,5% | 4,5% | -15,7% | 28,2% |
| HCM | CTCPCK TPHCM | HCM | 947 | 1,6 | 17,4 | 10,5% | 2,8% | 34,4% | 9,8% |
| VCI | CTCPCK Vietcap | VCI | 944 | 2,0 | 21,7 | 10,5% | 4,5% | 9,6% | 34,7% |
| TCX | CTCPCK Kỹ Thương | VCI | 4.786 | 2,5 | 17,0 | 14,1% | 7,3% | 37,1% | 26,3% |
| VND | CTCPCK VNDIRECT | VND | 1.083 | 1,4 | 14,8 | 9,7% | 3,9% | 25,7% | -14,4% |
| MBS | CTCPCK MB | MBS | 703 | 2,5 | 18,1 | 15,0% | 3,9% | 31,5% | -7,3% |
| CTS | CTCPCK NH Công Thương VN | CTS | 287 | 2,7 | 11,5 | 24,3% | 5,9% | 197,2% | 180,9% |
| TVS | CTCPCK Thiên Việt | TVS | 121 | 1,1 | 7,6 | 15,8% | 5,3% | 89,4% | 96,7% |
| VDS | CTCPCK Rồng Việt | VDS | 187 | 1,6 | 20,5 | 8,2% | 3,5% | -38,4% | -37,9% |
| BSI | CTCPCK BIDV | BSI | 362 | 1,8 | 19,5 | 9,4% | 3,6% | 26,8% | 26,4% |
| SHS | CTCPCK Sài Gòn - Hà Nội | SHS | 734 | 1,6 | 13,8 | 11,8% | 8,2% | 41,9% | 43,0% |
| TCI | CTCPCK Thành Công | TCI | 42 | 0,8 | 9,8 | 8,6% | 4,5% | 87,5% | 121,7% |
| BVS | CTCPCK Bảo Việt | BVS | 84 | 0,8 | 9,5 | 9,9% | 4,3% | 32,8% | 31,2% |
| FTS | CTCPCK FPT | FTS | 435 | 2,7 | 26,2 | 10,4% | 3,8% | -4,8% | -4,2% |
| | Trung bình | | | 1,8 | 16,0 | 12% | 5% | 40% | 38% |

Tiêu dùng & bán lẻ



Cuộc tái cấu trúc ngành bán lẻ

Một sự phục hồi ổn định với các cơ hội phân hóa giữa các phân ngành:

- Chi tiêu tiêu dùng được hỗ trợ mạnh mẽ bởi Chính phủ
- Các nhà bán lẻ hàng tiêu dùng không thiết yếu sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ
- Các nhà bán lẻ hàng thiết yếu có thể tiếp tục chịu gián đoạn từ kênh GT
- Xu hướng dịch chuyển từ GT sang MT được đẩy nhanh

Cổ phiếu ưa thích

| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|---|
| MWG | 108.100 | <ul style="list-style-type: none">• Cải thiện doanh số CE nhờ nhu cầu phục hồi• Cải thiện hiệu quả hoạt động và mở rộng mạnh của BHX• An Khang mở rộng trở lại, được hỗ trợ bởi việc siết chặt chống hàng giả• Quy định tuân thủ thuế mới mang lại lợi thế cho mô hình bán lẻ hiện đại |
| PNJ | 113.500 | <ul style="list-style-type: none">• Vị thế dẫn đầu của PNJ hưởng lợi từ nhu cầu hồi phục• Nguồn cung nguyên liệu được cải thiện hỗ trợ doanh số trang sức vàng và biên lợi nhuận gộp• Cung cấp dịch vụ gia công bổ sung cho các ngân hàng thương mại tham gia bán lẻ vàng miếng |
| DGW | 51.500 | <ul style="list-style-type: none">• Làn sóng đầu tư trung tâm dữ liệu và FDI thúc đẩy mảng thiết bị văn phòng• Mảng gia dụng hưởng lợi từ BĐS phục hồi và đồ gia dụng thông minh• Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ mở rộng danh mục các sản phẩm mới |

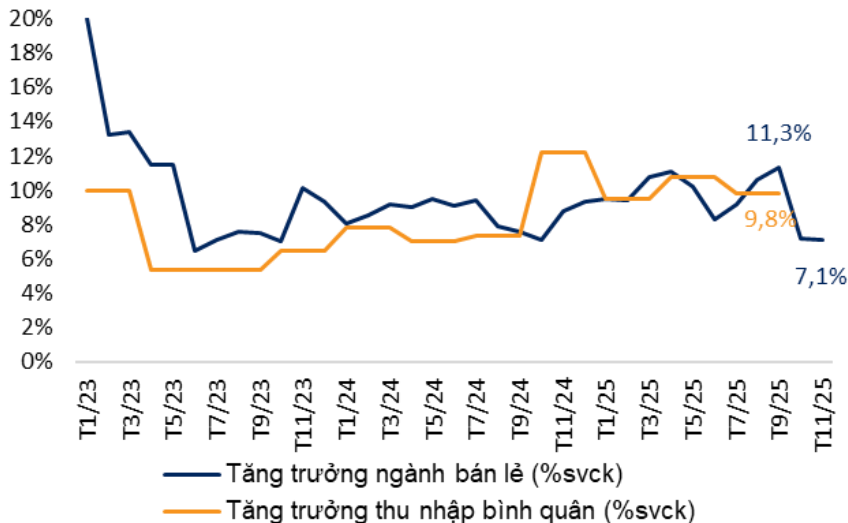
Loạt chính sách của chính phủ sẽ hỗ trợ tiêu dùng trong năm 2026

| | CẢI CÁCH | VĂN BẢN QUY ĐỊNH | THỜI GIAN HIỆU LỰC | ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI ÁP DỤNG | TÁC ĐỘNG NGÂN SÁCH | TÁC ĐỘNG THỊ TRƯỜNG |
|-------------------|---|---|-------------------------|---|---------------------|---|
| HỖ TRỢ TIÊU DÙNG | Bỏ thuế khoán, miễn thuế TNCN cho hộ kinh doanh DT dưới 500 triệu | Nghị quyết 198/2025/QH15 Luật thuế TNCN sửa đổi | 1/1/2026 | Hộ kinh doanh toàn quốc | ↓ Thu | Giảm gánh nặng thuế cho hộ nhỏ, giúp họ duy trì kinh doanh Gián tiếp tăng cung và kích cầu tiêu dùng tại địa phương |
| | Tăng lương cơ sở | Nghị định số 293/2025/NĐ-CP | 1/1/2026 | Cán bộ, nhân viên hành chính công và nhóm hưu trí | ↑ Chi | Giúp tăng thu nhập khả dụng cho nhóm dân số lớn Gia tăng sức mua tiêu dùng với hàng hoá thiết yếu (FMCG, F&B, dịch vụ) |
| | Tăng lương tối thiểu vùng | Nghị định 293/2025/NĐ-CP | 1/1/2026 | Lao động phổ thông, công nhân khu công nghiệp | ↔ Tác động nhẹ | Nâng thu nhập cơ bản cho lao động, tăng chi tiêu tiêu dùng: thực phẩm, đồ uống, thời trang, điện máy |
| | Tăng mức giảm trừ thuế TNCN | Nghị quyết 110/2025/UBTVQH15 | 1/1/2026 | Người lao động | ↓ Thu | Giúp giảm mức thuế TNCN phải đóng, gián tiếp tăng sức mua |
| | Rút gọn biểu thuế TNCN | Luật thuế TNCN sửa đổi | 1/7/2026 | Người lao động | ↓ Thu | Nâng ngưỡng đóng thuế đối với từng mức thuế suất, giúp giảm mức thuế TNCN phải đóng, gián tiếp tăng sức mua & thu hút nhân lực trình độ cao |
| | Miễn học phí | Nghị quyết số 217/2025/QH15 | 1/9/2025 | Học sinh mầm non & bậc phổ thông công lập | ↑ Chi | Nâng thu nhập cơ bản cho lao động, tăng chi tiêu tiêu dùng: thực phẩm, đồ uống, thời trang, điện máy |
| | Giảm thuế VAT từ 10% xuống 8% | Nghị quyết 204/2025/QH15 Nghị định 174/2025/NĐ-CP | 30/06/2025 - 31/12/2026 | Doanh nghiệp và hộ kinh doanh cả nước | ↓ Thu | Giảm giá bán hàng hoá/dịch vụ chịu VAT, tăng khả năng mua sắm, kích cầu tiêu dùng. Giảm chi phí thuế GTGT đầu vào cho doanh nghiệp, tăng lợi nhuận |
| | Chương trình kích cầu | Quyết định số 2269/QĐ-BCT Công điện số 179/CĐ-TTg | 8/8/2025 | Thị trường toàn quốc | ↑ Tăng thu nhẹ | Tạo bùng nổ giao dịch ngắn hạn nhờ giảm giá mạnh. Tăng lưu lượng khách vào các kênh hiện đại, giảm tồn kho, tăng tiêu thụ sản phẩm mới hoặc cao cấp |
| | Lãi suất cho vay duy trì mức thấp | Quyết định điều hành của Ngân hàng Nhà nước | n/a | Toàn quốc | ↑ Thu | Giảm chi phí vốn, hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng sản xuất Người tiêu dùng mua sắm lớn (điện máy, xe, dịch vụ) nhiều hơn |
| | Đẩy mạnh đầu tư công | Công điện số 162/CĐ-TTg | 11/9/2025 | Toàn quốc | ↑ Chi ↑ Thu | Tạo việc làm, tăng thu nhập lao động Tăng nhu cầu tại các tuyến kinh doanh địa phương |
| THẤT CHẤT QUẢN LÝ | Thắt chặt quản lý hóa đơn thuế, kê khai thuế điện tử | Nghị định 70/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 123/2020/NĐ-CP | 01/06/2025 | Doanh nghiệp và hộ kinh doanh cả nước | ↑ Thu | Các đơn vị chuyển sang hóa đơn điện tử, kê khai trung thực Kênh tiêu dùng chính thống được kích cầu |
| | Chuyển đổi số & dẹp chợ cóc, chợ tạm | Nghị quyết số 436/NQ-HĐND Quyết định số 2269/QĐ-BCT | 10/7/2025 | Thị trường khu vực Hà Nội | ↑ Tăng thu bền vững | Phát triển thị trường bền vững và hệ sinh thái chuyển đổi số (chợ thông minh, chuỗi bán lẻ hiện đại, logistics số hóa, ứng dụng AI và phân tích dữ liệu số lớn ở mức cao...). |

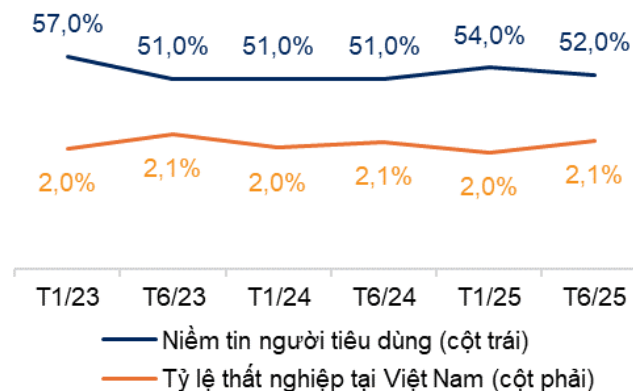
Tiêu dùng đã phục hồi đáng kể với sức tăng trưởng phân hóa giữa các nhóm ngành

Trong 11T25, doanh số bán lẻ danh nghĩa tăng 9,1% svck, cao hơn mức 8,5% của 11T24. Chúng tôi dự báo tổng mức bán lẻ sẽ tăng 11% svck trong 2026 nhờ tín dụng, đầu tư hạ tầng và điều chỉnh thuế hỗ trợ thu nhập cá nhân giúp cải thiện sức mua

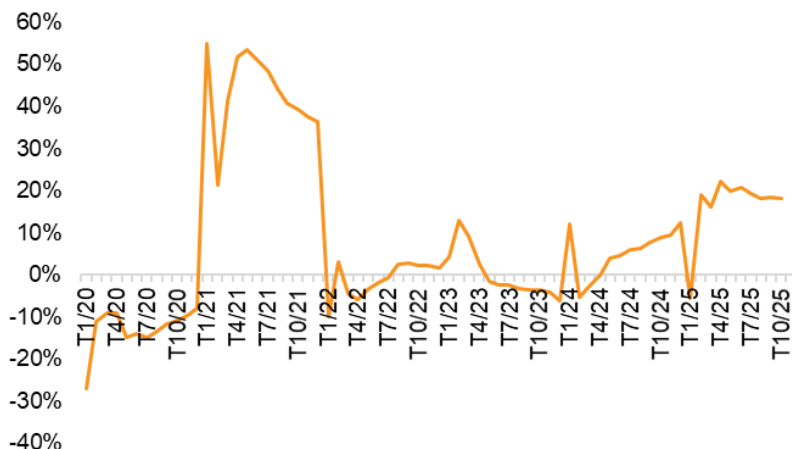
Mảng bán lẻ và thu nhập ghi nhận tăng trưởng tích cực trước khi chững lại trong Quý 4/2025 do điều kiện thời tiết cực đoan.



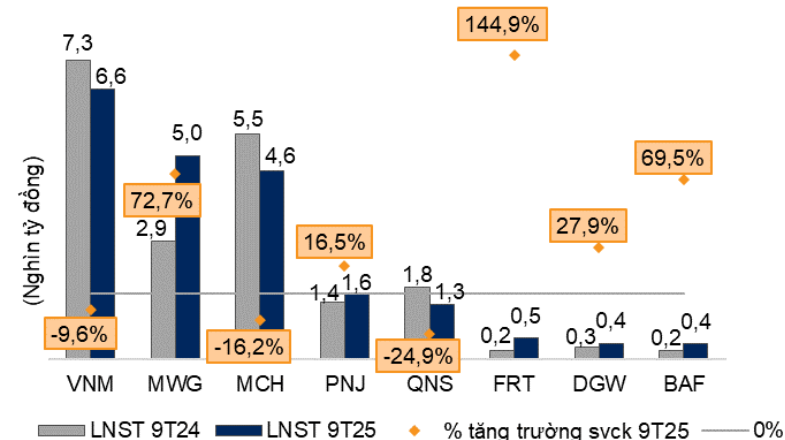
Niềm tin tiêu dùng phục hồi trong 6T25, trong khi tỷ lệ thất nghiệp duy trì ổn định



Tăng trưởng giá trị nhập khẩu hàng tiêu dùng duy trì tích cực trước khi chững lại trong 2H25











LNST của các nhà bán lẻ hàng không thiết yếu tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong 9T25



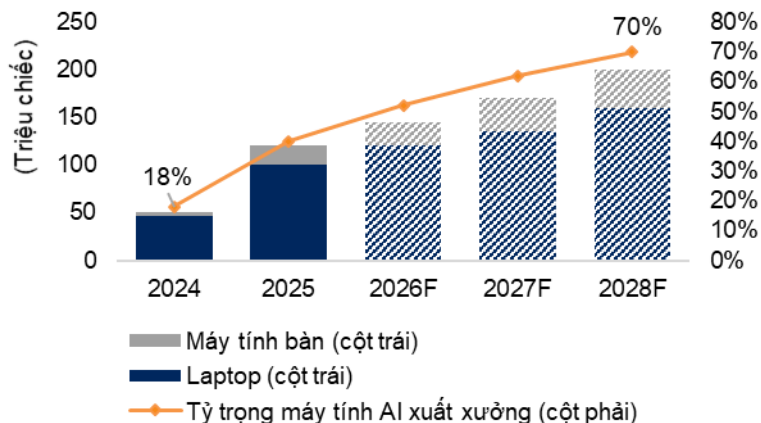
Bán lẻ hàng không thiết yếu tăng trưởng mạnh nhờ lối sống hiện đại hóa và chính sách hỗ trợ

Tiêu dùng không thiết yếu chứng kiến lợi nhuận tăng vọt trong năm 2025 nhờ nhu cầu phục hồi mạnh mẽ, tăng trưởng tín dụng tiêu dùng và việc giảm thuế VAT từ 10% xuống 8%. Đà tăng trưởng này được kỳ vọng sẽ tiếp tục trong năm 2026.

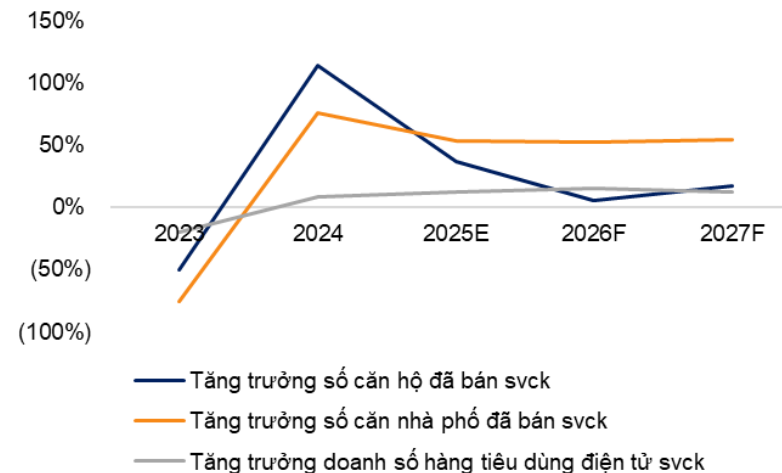
| Ngành | Xu hướng ngành | Cổ phiếu | Tăng trưởng doanh thu (% svck) | | | | Tăng trưởng lợi nhuận (% svck) | | | |
|---|--|----------|--------------------------------|-------|-------|-------|--------------------------------|---------|--------|-------|
| | | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026F | 2023 | 2024 | 2025E | 2026F |
|  Chuỗi bán lẻ tạp hóa | Được chính phủ hỗ trợ hiện đại hoá | MWG | -11,3% | 13,6% | 12,2% | 9,2% | -95,9% | 2124,5% | 81,0% | 18,8% |
|  Chuỗi nhà thuốc | Hưởng lợi từ chiến dịch chống hàng giả | FRT | 5,6% | 25,9% | 24,5% | 20,2% | na | na | 82,1% | 64,3% |
|  Nhà phân phối ICT | Tối ưu hóa doanh số laptop và hàng điện tử tiêu dùng | DGW | -14,7% | 17,3% | 15,2% | 18,1% | -47,0% | 21,2% | 33,7% | 38,4% |
|  Bán lẻ trang sức | Tận dụng cơ hội từ Nghị định 232 | PNJ | -2,2% | 14,1% | -5,0% | 8,1% | 8,8% | 7,2% | 23,9% | 13,1% |
|  Sản xuất hàng tiêu dùng nhanh | Cao cấp hóa sản phẩm và đẩy mạnh xuất khẩu | MCH | 4,7% | 9,4% | -3,6% | 4,5% | 30,0% | 10,1% | -16,7% | 8,7% |
|  Sản xuất thịt heo | Công suất mô hình 3F tăng mạnh | BAF | -26,6% | 8,5% | -6,7% | 15,3% | -89,5% | 951,7% | 161,9% | 20,0% |
|  Sản xuất sữa | Nỗ lực cao cấp hóa và đa dạng hóa trong bối cảnh nhu cầu sữa bão hòa | VNM | 0,7% | 2,3% | 4,1% | 4,7% | 5,2% | 4,8% | 8,6% | 2,5% |
|  Sản xuất đường | Giá đường tiếp tục duy trì ở vùng thấp | QNS | 21,4% | 2,2% | 7,7% | 5,7% | 70,2% | 8,6% | -3,7% | 1,4% |

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu điện tử/điện máy sẽ tiếp tục tăng tốc trong năm 2026 nhờ xu hướng thiết bị tích hợp AI, sự phục hồi của doanh số bất động sản cùng với hỗ trợ từ chính sách tín dụng tiêu dùng

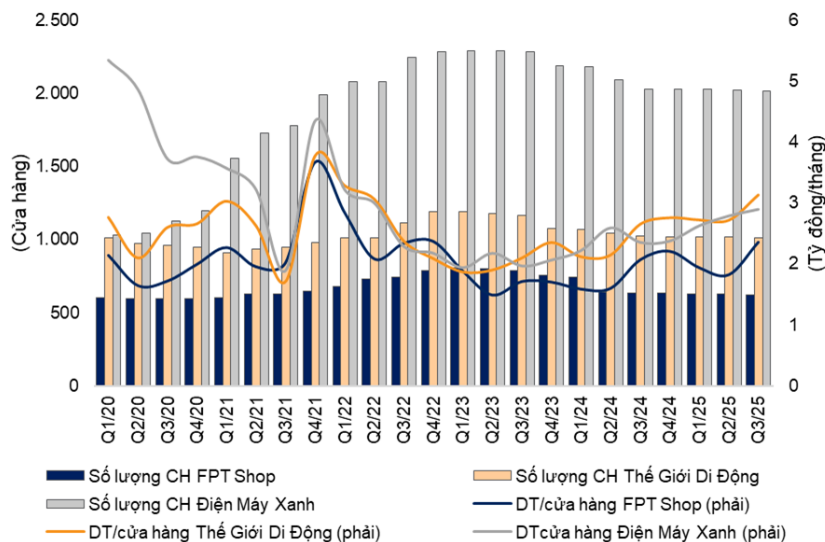
Thiết bị điện tử tích hợp AI tạo động lực để người tiêu dùng nâng cấp máy tính.



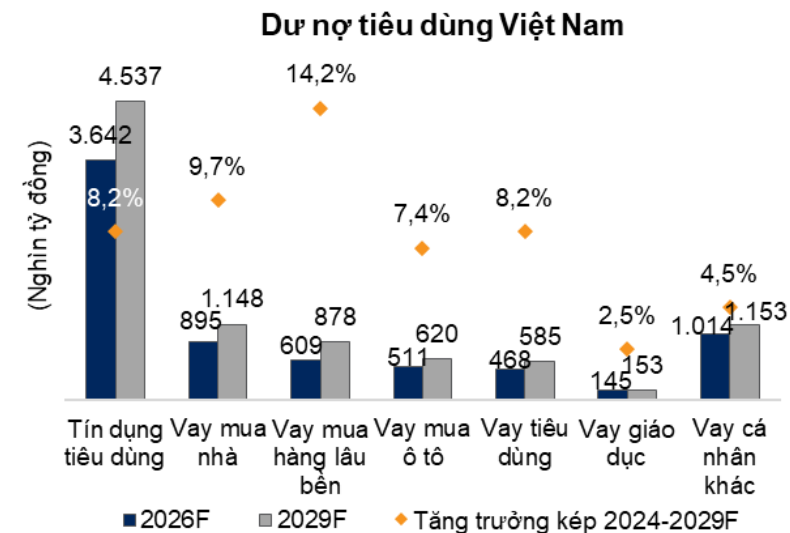
Sự phục hồi của ngành bất động sản trong giai đoạn 2025-2027 hỗ trợ cho đà tăng doanh số hàng điện tử gia dụng.



Các nhà bán lẻ hàng điện tử tiếp tục duy trì số lượng cửa hàng ổn định đồng thời tối ưu hóa vận hành

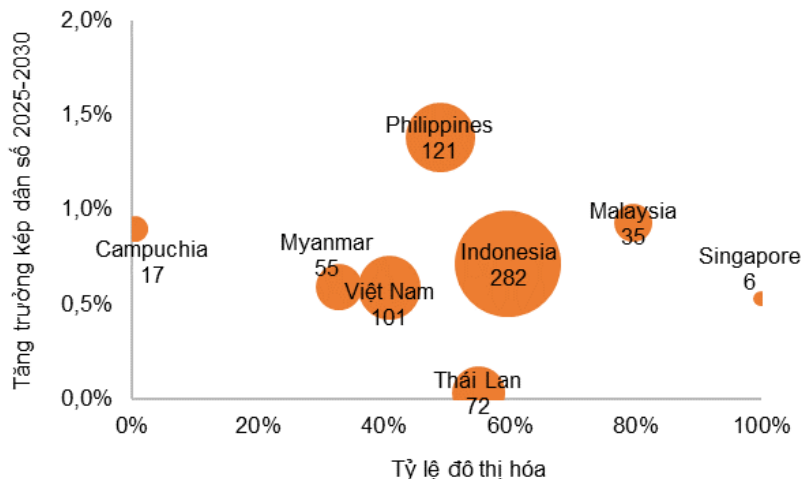


Tín dụng tiêu dùng trên đà phát triển mạnh ở Việt Nam, đơn giản hóa giao dịch trả góp các sản phẩm điện tử và đồ gia dụng.



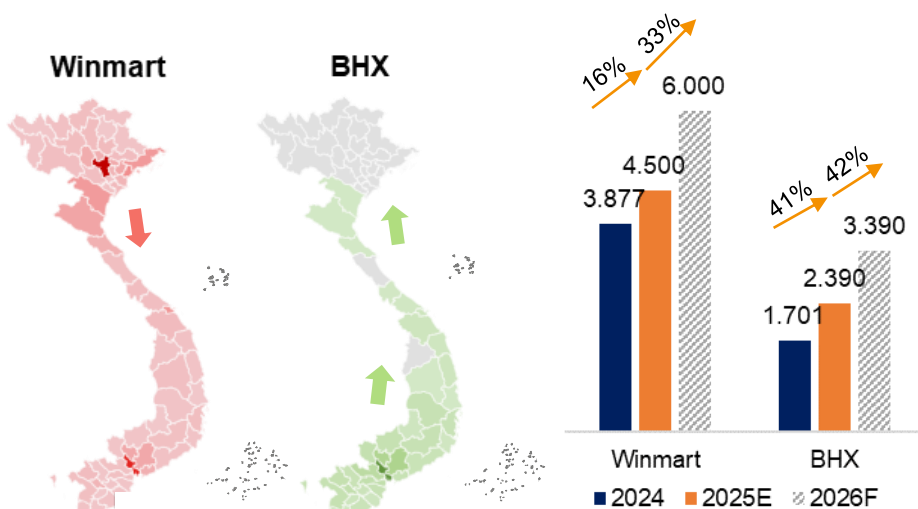
Các chuỗi cửa hàng tiện lợi bứt tốc trong việc mở rộng quy mô, cải thiện dịch vụ tiêu dùng, chú trọng hơn đến thực phẩm tươi và sản phẩm nhãn hiệu riêng, nâng cao năng lực quản lý và nâng tầm trải nghiệm mua sắm, tận dụng nỗ lực hiện đại hóa của chính phủ.

Việt Nam cho thấy sự tăng trưởng dân số và đô thị hóa nhanh chóng, theo xu hướng của các quốc gia Đông Nam Á khác.

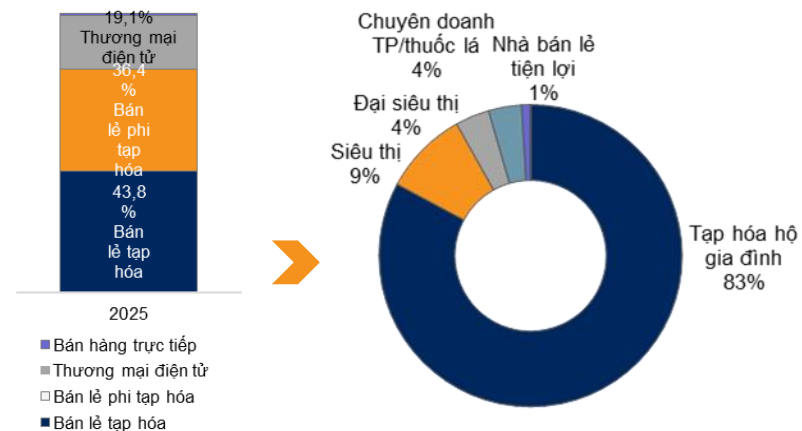


Chú thích: Bong bóng – Quy mô dân số 2025 (triệu người)

Hai chuỗi bán lẻ tạp hóa lớn nhất Việt Nam đang tích cực mở rộng mạng lưới cửa hàng



Tỷ lệ trọng kênh hiện đại ước đạt 14% tổng thị trường bán lẻ tạp hóa, cho thấy còn nhiều cơ hội tăng trưởng trong tương lai



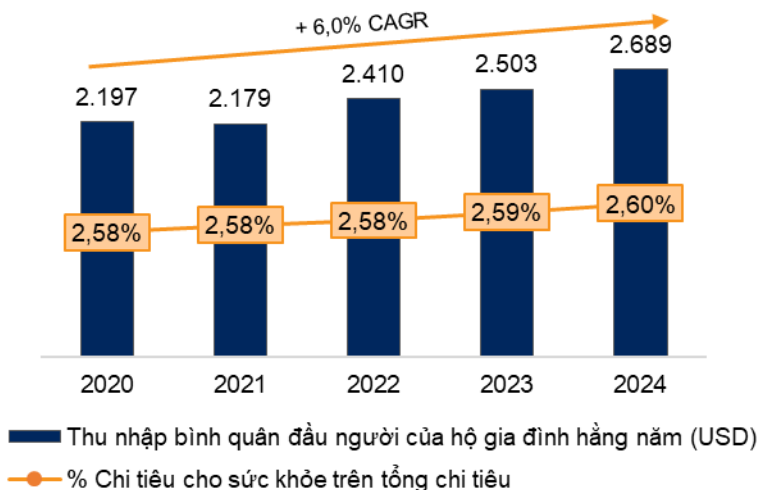
Các chủ trương mới của chính phủ góp phần hỗ trợ chuỗi bán lẻ hiện đại phát triển

- Thắt chặt kê khai thuế điện tử**
 - DN bắt buộc thực hiện các thủ tục thuế bằng hình thức điện tử
 - Bắt đầu từ 10/9/2025
- Chống hàng giả hàng nhái**
 - Chống buôn lậu, gian lận thương mại, hàng giả và xâm phạm quyền sở hữu trí tuệ
 - Chiến dịch cao điểm từ 15/5 đến 15/6/2025
- Đẹp chợ cóc, chợ tạm**
 - Hà Nội, HCMC triển khai đề án dẹp chợ tự phát tại nội thành
 - Hà Nội quyết tâm xóa bỏ chợ cóc, chợ tạm trong 2025
 - Quy hoạch phát triển mạng lưới chợ – siêu thị – TTTM

Thị trường nhà thuốc hiện đại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong dài hạn

Chúng tôi cho rằng xu hướng tuổi thọ người già tăng cùng việc thu nhập hộ gia đình cải thiện sẽ là động lực tăng trưởng của thị trường dược phẩm VN tới 2033. Trong khi đó, các chính sách hỗ trợ BHYT sẽ hỗ trợ nâng nhu cầu chăm sóc sức khỏe, cùng chủ trương chống thuốc giả đẩy nhanh xu hướng chuyển dịch sang nhà thuốc hiện đại

Thu nhập bình quân mỗi hộ gia đình Việt Nam tăng trưởng kép 6%/năm trong 2014-2023, giúp tăng chi tiêu khả dụng cho chăm sóc sức khỏe



Chủ trương phòng chống thuốc giả và các chính sách hỗ trợ BHYT sẽ góp phần hiện đại hóa bán lẻ dược phẩm và nâng cao ý thức chăm sóc sức khỏe

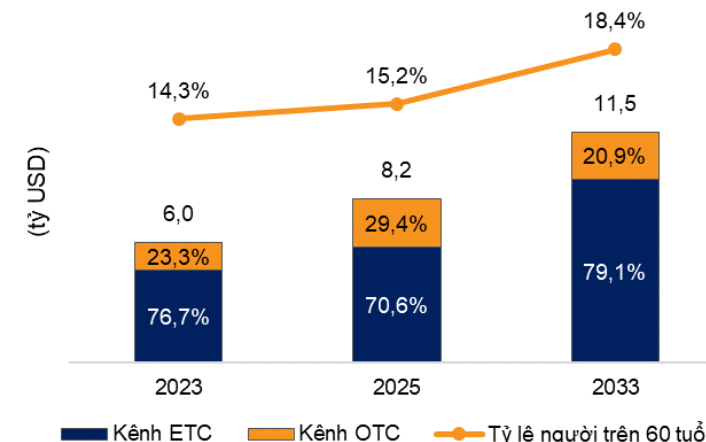
Phòng chống thuốc giả

- Chiến dịch truy quét thuốc giả của Bộ Công an trong năm 2025 dự kiến sẽ tiếp tục diễn ra trong thời gian tới
- Hoàn thiện khung pháp lý: Bộ Y tế dự kiến sẽ trình Quốc hội xem xét Luật An toàn thực phẩm sửa đổi
- Sửa đổi Nghị định số 15/2018/NĐ-CP để hoàn thiện pháp lý liên quan đến thuốc giả và nâng mức xử phạt vi phạm

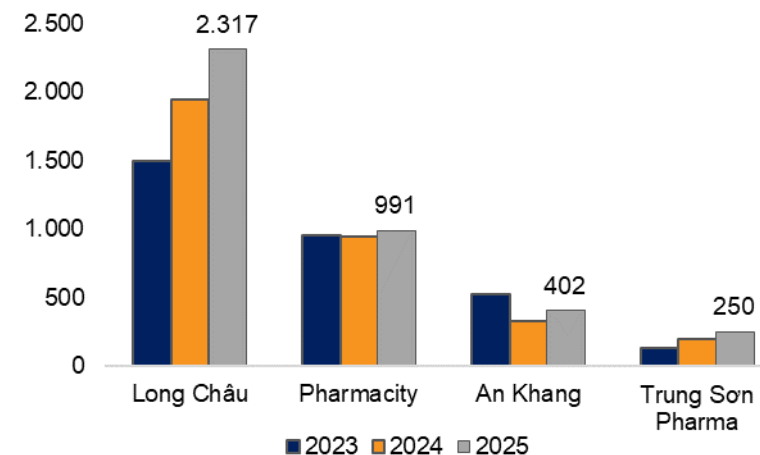
Chính sách hỗ trợ bảo hiểm Y tế

- Nâng tỷ lệ người dân có thẻ BHYT: Chỉ thị số 52-CT/TW ngày 3/10/2025, đặt mục tiêu đến năm 2026 tỷ lệ người dân có thẻ BHYT đạt trên 95%
- Bộ Y tế đang xây dựng lộ trình khám sức khỏe định kỳ toàn dân, miễn viện phí với hộ nghèo và người trên 75 tuổi, và tăng mức đóng BHYT

Thị trường dược phẩm VN dự kiến sẽ tăng trưởng kép 6,8%/năm trong giai đoạn 2023-2033, khi tỷ lệ người già trên 60 tuổi dự báo đạt 18% tổng dân số



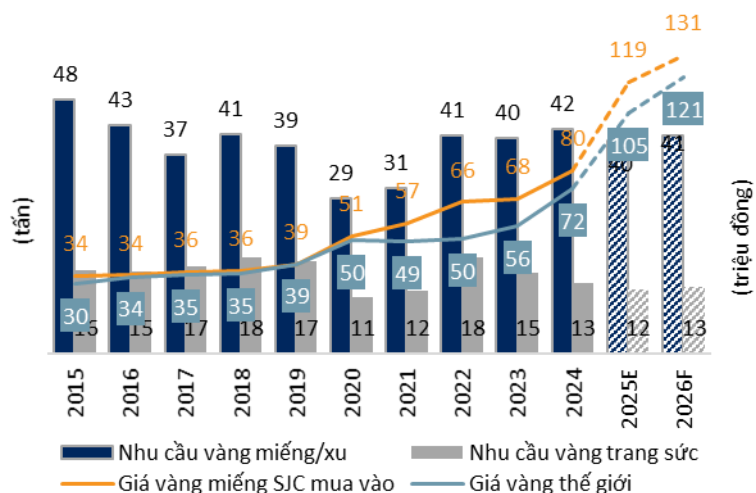
Long Châu hiện đang dẫn đầu về quy mô giữa các chuỗi nhà thuốc hiện đại



Trang sức bán lẻ với giá thành cao trong bối cảnh giá vàng tăng vọt

Kỳ vọng FED duy trì mức lãi suất có thấp thể duy trì đà tăng giá vàng thêm 5% trong 2026, đồng thời việc loại bỏ tính độc quyền nhà nước trong nhập khẩu có thể giảm chênh lệch giữa giá vàng thế giới và trong nước, hỗ trợ các nhà bán lẻ mở rộng biên lợi nhuận.

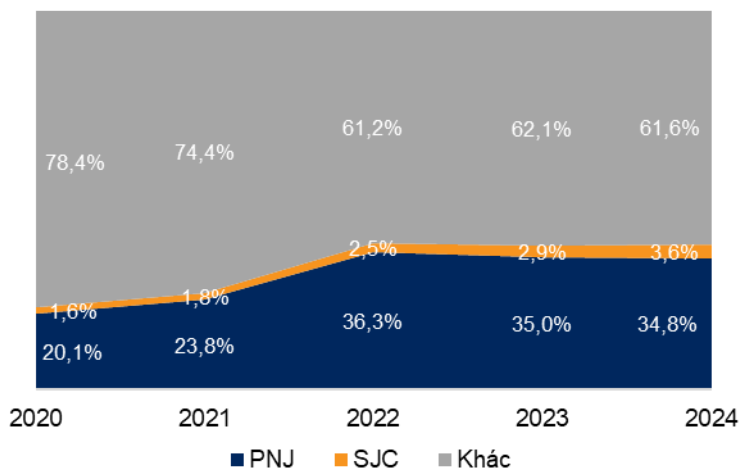
Giá vàng tăng vọt dẫn đến sự giảm sút về khối lượng vàng bán ra, mặc dù tổng giá trị giao dịch vẫn đang tăng mạnh ở Việt Nam.



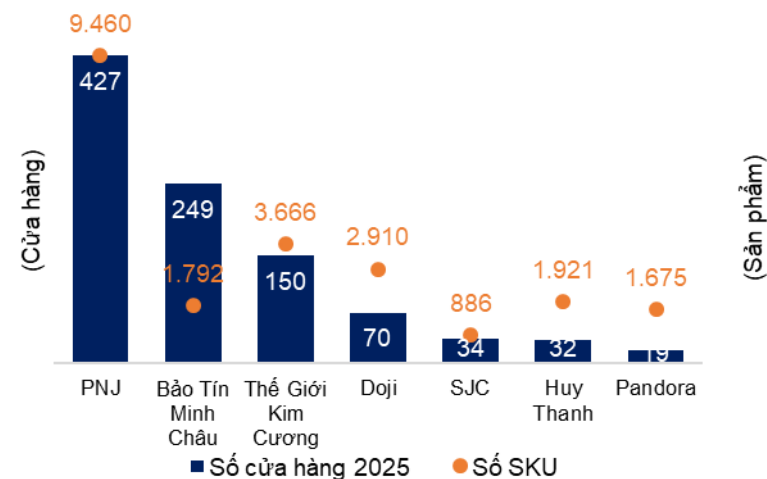
Việc các ngân hàng thương mại và nhà bán lẻ được tham gia nhập khẩu & sản xuất vàng miếng có thể hạn chế thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu.



Thị phần SJC tăng trưởng trong 2023-2024 khi nhà nước kiểm soát giao dịch vàng miếng do trước nay vẫn được độc quyền nhập và sản xuất mặt hàng này



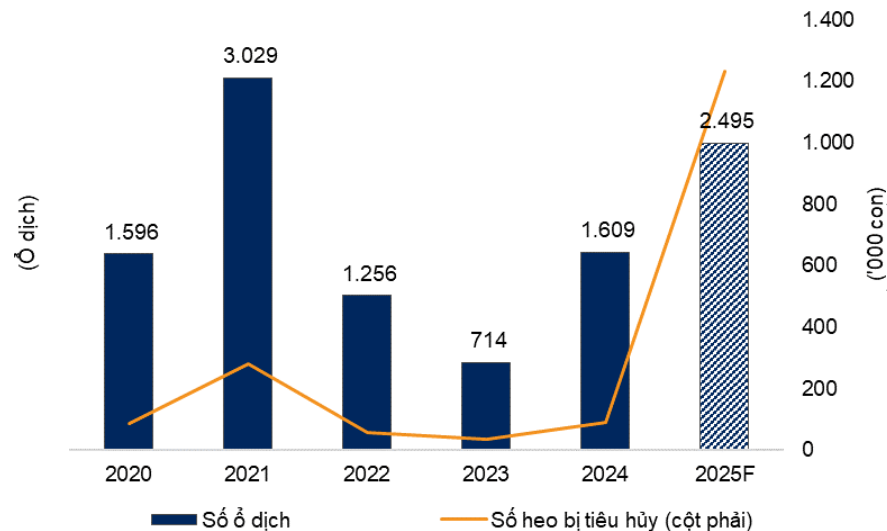
PNJ với chuỗi cửa hàng lớn nhất cả nước có thể tận dụng cơ hội từ Nghị định 232 ở cả mảng kinh doanh vàng miếng và trang sức.



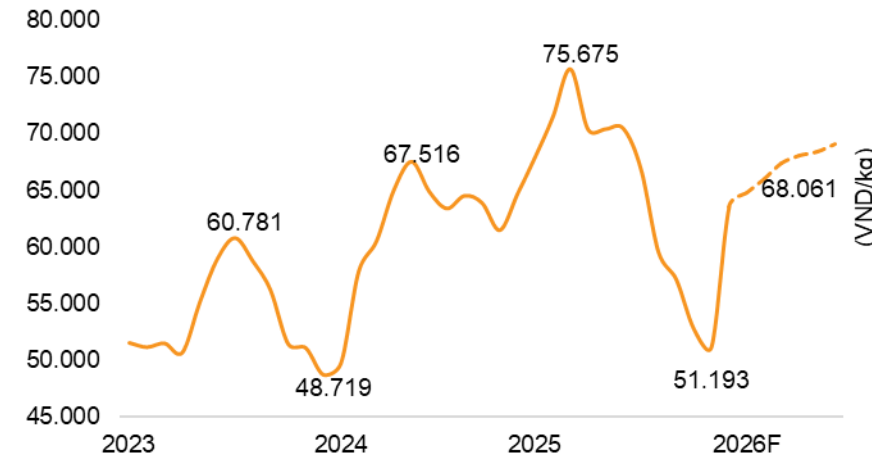
Các doanh nghiệp nuôi heo hưởng lợi từ cơ hội giá heo phục hồi trong nửa đầu năm

Kỳ vọng giá heo phục hồi vào nửa đầu năm 2026 do nguồn cung giảm mạnh sau dịch tả heo Châu Phi và bão lụt trong khi nhu cầu tăng mạnh cho Tết Nguyên Đán. Bên cạnh đó, doanh nghiệp nuôi heo kỳ vọng tiếp tục hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào TACN ở mức thấp

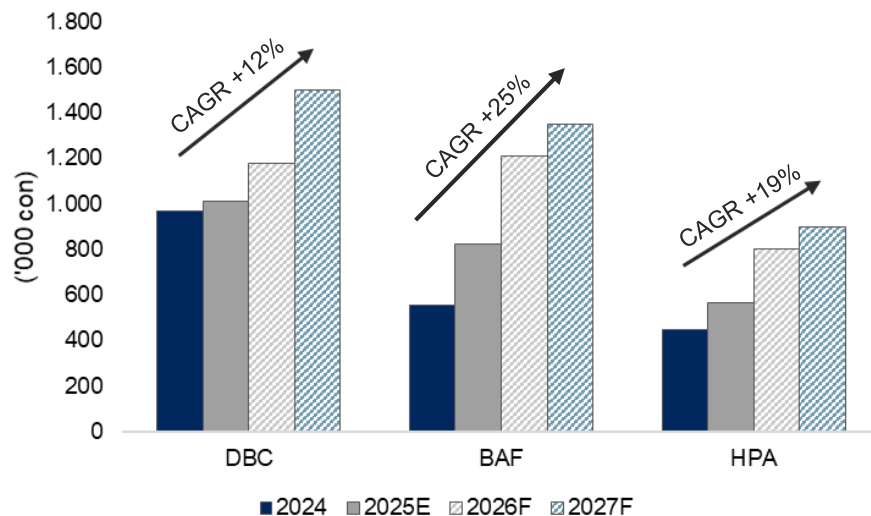
Trong 2025, số heo bị tiêu hủy tăng mạnh ~ 9,6% tổng đàn heo cả nước, dịch bệnh chủ yếu phát sinh ở các trại truyền thống của nông hộ



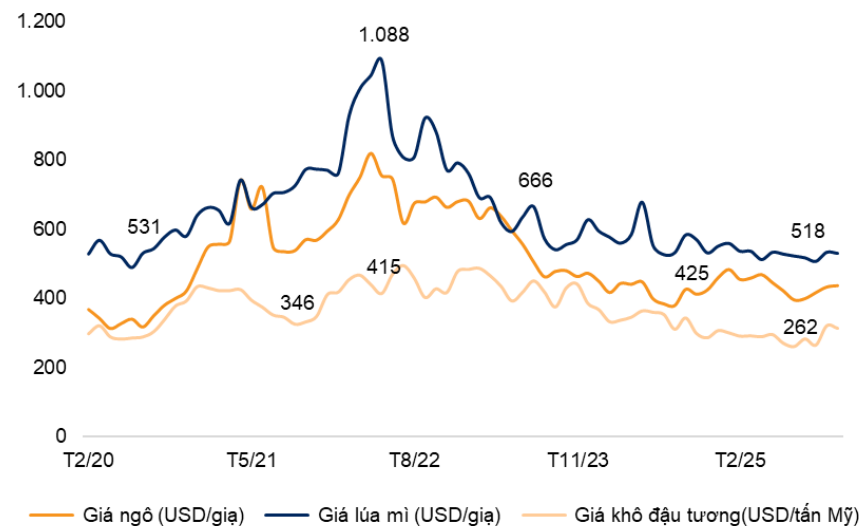
Chúng tôi dự phóng giá heo phục hồi vào nửa đầu năm 2026, do nguồn cung giảm ngắn hạn và nhu cầu tăng cao vào dịp Tết Nguyên Đán



Trước chủ trương chăn nuôi an toàn vệ sinh môi trường và dịch tễ, các doanh nghiệp chăn nuôi mở rộng công suất, chú trọng mô hình 3F



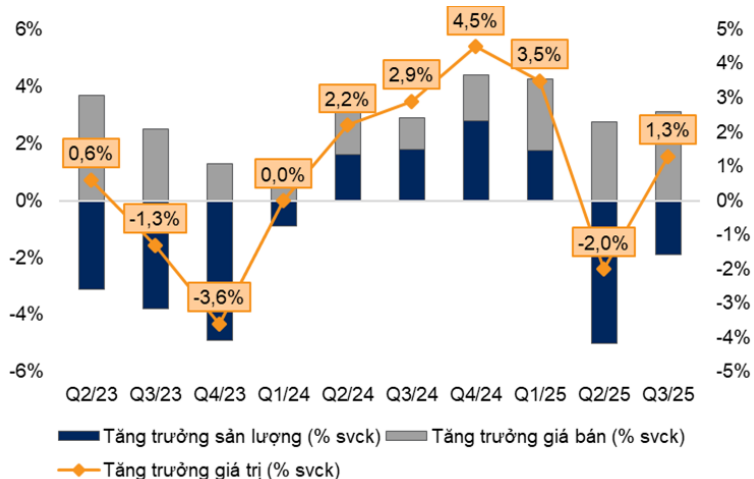
Biên lợi nhuận gộp được hỗ trợ bởi giá nguyên liệu đầu vào TACN thấp, do nguồn cung dồi dào từ Nam Mỹ và nhu cầu nhập vào Trung Quốc giảm



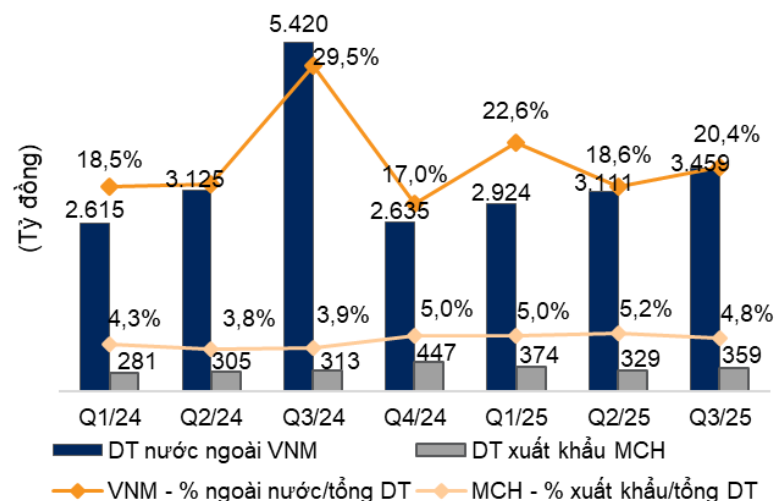
Doanh số hàng FMCG đã suy giảm từ quý 2/2025, và thách thức vẫn còn phía trước

Chúng tôi kỳ vọng các nhà sản xuất FMCG sẽ hưởng lợi dài hạn từ chiến dịch chống hàng giả, hàng nhái. Tuy nhiên, kỳ vọng giá trị chi tiêu 2026 của FMCG – vốn phụ thuộc lớn vào phân phối kênh truyền thống – sẽ phục hồi chậm khoảng 4% svck, khi hộ kinh doanh gia đình chính thức áp dụng cách tính thuế TNCN mới từ 1/1/2026.

Cải cách thuế hộ kinh doanh gia đình và chiến dịch chống hàng giả đã tác động lên hệ thống phân phối FMCG, đặc biệt ở nông thôn và trong ngành đồ uống.

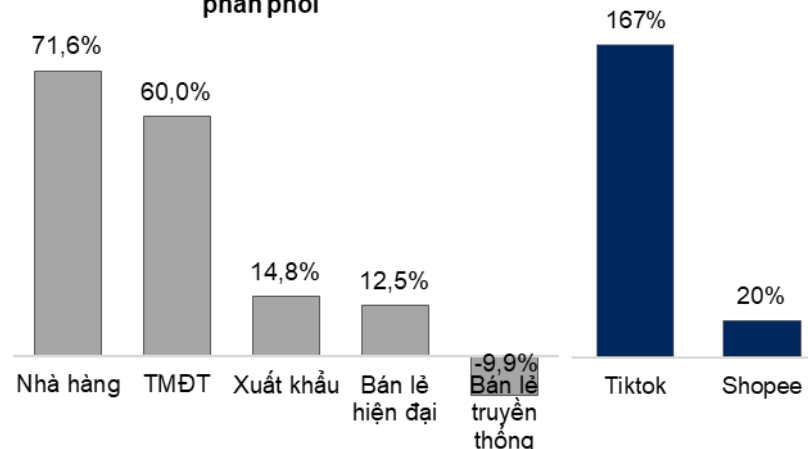


Bên cạnh đó, các nhà sản xuất FMCG tìm kiếm thêm các cơ hội tăng trưởng từ thị trường quốc tế.

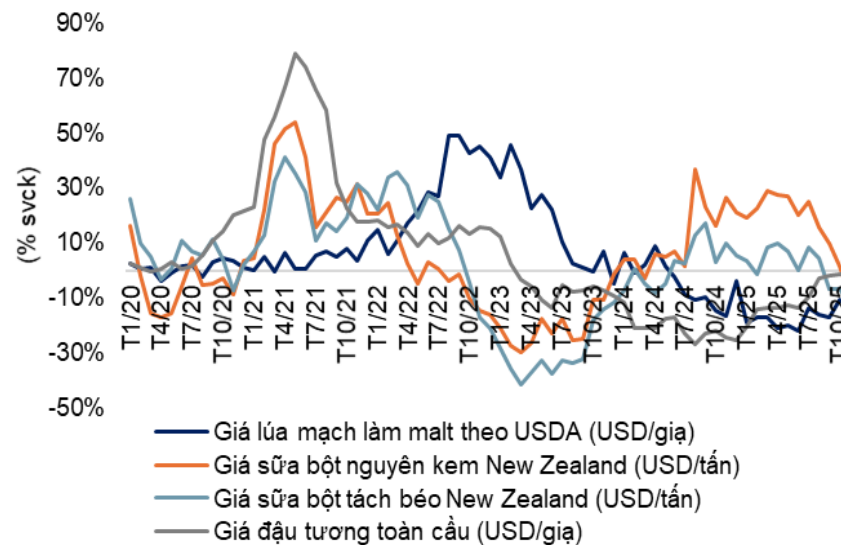


Do đó, các doanh nghiệp lớn đang nỗ lực phát triển kênh bán lẻ hiện đại và trực tuyến, tận dụng cơ hội từ sự gia tăng lo ngại về nguồn gốc sản phẩm.

Tăng trưởng doanh thu MCH theo kênh phân phối



Mặt khác, biên lợi nhuận của ngành F&B trong nước dự kiến sẽ được hỗ trợ nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào giảm.



MWG | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND108,100 | Tăng trưởng DT thuần | (11,3%) | 13,6% | 14,6% | 13,8% | 14,1% |
| Tiềm năng tăng giá | 24,1% | Tăng trưởng EPS | (95,9%) | 2119,8% | 80,8% | 12,6% | 4,1% |
| Tỷ suất cổ tức | 0,6% | Biên lợi nhuận gộp | 19,0% | 20,5% | 20,8% | 20,3% | 20,2% |
| Tổng lợi tức | 24,7% | Biên LN ròng | 0,1% | 2,8% | 4,4% | 4,4% | 4,0% |
| Vốn hóa (tr USD) | 4.859 | P/E (x) | 374,7 | 24,3 | 19,5 | 17,3 | 16,6 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 22,1 | Rolling P/B (x) | 2,7 | 3,2 | 3,8 | 3,2 | 2,7 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 94,3 | ROAE | 0,7% | 13,4% | 19,6% | 18,5% | 16,5% |
| P/E trượt | 22,0 | Nợ ròng trên VCSH | 3,5% | (24,9%) | (8,4%) | (28,6%) | (20,5%) |

Luận điểm đầu tư:
Cải thiện doanh số CE nhờ nhu cầu phục hồi

Mảng CE của MWG được kỳ vọng hưởng lợi từ sự phục hồi dần của nhu cầu thay thế khi niềm tin tiêu dùng cải thiện và điều kiện tài chính trở nên thuận lợi hơn. Thị trường bất động sản phục hồi cũng hỗ trợ nhu cầu đối với các sản phẩm điện máy – điện tử tiêu dùng. Bên cạnh sự phục hồi về hoạt động, khả năng IPO của Điện Máy Xanh có thể trở thành yếu tố xúc tác về định giá, giúp nâng cao tính minh bạch, hỗ trợ thanh khoản cho cổ đông và củng cố nền tảng vốn của MWG cho tăng trưởng dài hạn của mảng CE cốt lõi. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu TGDD/DMX sẽ tăng lần lượt 7%/17% trong năm 2026.

Cải thiện hiệu quả hoạt động và mở rộng mạnh của BHX

BHX được dự báo tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026, nhờ cải thiện liên tục hiệu quả ở cấp cửa hàng, tối ưu hóa danh mục hàng hóa và kiểm soát chi phí. Khi quá trình tái cấu trúc về cơ bản đã hoàn tất, BHX có thể nói lại việc mở rộng có chọn lọc ra khu vực miền Bắc với các mô hình sinh lời hiệu quả và khu vực thị trường mới. Điều này dự kiến thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của BHX 15%/22% svck trong năm 2025/2026.

An Khang mở rộng trở lại, được hỗ trợ bởi việc siết chặt chống hàng giả

Sau khi hoàn tất tái cấu trúc từ năm 2024, số lượng cửa hàng An Khang dự kiến tăng lên gần 400 cửa hàng trong năm 2025. Chuỗi nhà thuốc An Khang có thể hưởng lợi từ việc tăng cường thực thi các biện pháp chống thuốc giả và thuốc kém chất lượng, qua đó tạo lợi thế cho các nhà bán lẻ quy mô lớn, được cấp phép đầy đủ. Chúng tôi dự báo doanh thu An Khang sẽ tăng 22%/21% svck trong năm 2025/2026.

Quy định tuân thủ thuế mới mang lại lợi thế cho mô hình bán lẻ hiện đại

Việc đẩy nhanh tuân thủ thuế, bao gồm bắt buộc hóa đơn điện tử và siết chặt quản lý đối với hộ kinh doanh và kênh bán lẻ phi chính thức, nhiều khả năng sẽ làm giảm cạnh tranh không lành mạnh từ thương mại truyền thống. Các doanh nghiệp bán lẻ hiện đại như MWG có vị thế tốt hơn để đáp ứng các yêu cầu này, từ đó hỗ trợ gia tăng thị phần và cải thiện môi trường cạnh tranh trong trung hạn.

PNJ | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND113.500 | Tăng trưởng DT thuần | (2,2%) | 14,1% | (3,9%) | 10,8% | 8,4% |
| Tiềm năng tăng giá | 20,9% | Tăng trưởng EPS | (18,4%) | 4,1% | 22,7% | 12,1% | 12,2% |
| Tỷ suất cổ tức | 2,1% | Biên lợi nhuận gộp | 18,3% | 17,6% | 20,3% | 19,8% | 19,6% |
| Tổng lợi tức | 22,9% | Biên LN ròng | 5,9% | 5,6% | 7,2% | 7,4% | 7,7% |
| Vốn hóa (tr USD) | 1.244 | P/E (x) | 13,0 | 12,5 | 10,2 | 9,1 | 8,1 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 2,1 | Rolling P/B (x) | 2,1 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 1,3 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 0,4 | ROAE | 20,0% | 19,0% | 20,9% | 21,0% | 20,9% |
| P/E trượt | 14,0 | Nợ ròng trên VCSH | 15,2% | 19,7% | 17,1% | 22,1% | (6,8%) |

Luận điểm đầu tư:

Vị thế thống trị của PNJ hưởng lợi từ nhu cầu phục hồi mạnh mẽ

Các biện pháp mở rộng - chẳng hạn như chi tiêu hạ tầng, tăng trưởng tín dụng, cắt giảm VAT và hỗ trợ thất nghiệp—đã góp phần khôi phục việc làm và thu nhập, thúc đẩy doanh số bán lẻ tăng 9% svck từ đầu năm 2025 tới nay.. Doanh số cùng cửa hàng của PNJ, vốn giảm xuống 3,4 tỷ VND (131 nghìn USD)/tháng ở quý 2/2023, dự kiến sẽ phục hồi lên mức 3,7-5,2 tỷ VND (142-200 nghìn USD) từ quý 2/2025. Kết hợp với chiến lược đa dạng hóa sản phẩm, điều này định vị PNJ để tận dụng tăng trưởng khi thị trường trở lại bình thường.

Nguồn cung nguyên liệu được nói lòng hỗ trợ doanh số trang sức vàng và biên lợi nhuận gộp (GPM)

Thiếu hụt vàng nguyên liệu dẫn đến thu hẹp mạnh biên lợi nhuận gộp trang sức của PNJ ở Q324, trước khi phục hồi dần qua chính sách mua lại và tối ưu hóa hàng tồn kho. Nghị định 232, loại bỏ độc quyền nhà nước về vàng, sẽ khôi phục giao dịch vàng miếng qua chuỗi bán lẻ trang sức đồng thời giảm chi phí nguyên liệu và hỗ trợ biên lợi nhuận trang sức, đặc biệt trong mùa cưới sắp tới.

Dịch vụ gia công bổ sung cho các ngân hàng thương mại tham gia bán lẻ vàng miếng

Có 8 ngân hàng tiềm năng nhập khẩu và giao dịch vàng miếng theo quy định của Nghị định 232. Do chưa nhiều kinh nghiệm và thiết bị sản xuất, một số ngân hàng đang xem xét thuê gia công bên ngoài để chuẩn hóa chất lượng sản phẩm. PNJ, với vị thế là một trong những nhà sản xuất trang sức lớn nhất Việt Nam, sở hữu kinh nghiệm và cơ sở vật chất đầy đủ, có cơ hội tăng doanh số B2B dựa theo xu hướng này.

DGW | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND51.500 | Tăng trưởng DT thuần | 17,3% | 15,2% | 18,1% | 15,9% | 13,0% |
| Tiềm năng tăng giá | 27,2% | Tăng trưởng EPS | 22,7% | 33,7% | 38,4% | 31,1% | 22,2% |
| Tỷ suất cổ tức | 1,2% | Biên lợi nhuận gộp | 9,3% | 9,2% | 9,7% | 10,2% | 10,5% |
| Tổng lợi tức | 28,3% | Biên LN ròng | 2,0% | 2,3% | 2,7% | 3,1% | 3,3% |
| Vốn hóa (tr USD) | 328 | P/E (x) | 19,8 | 14,8 | 10,7 | 8,2 | 6,7 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 2,6 | Rolling P/B (x) | 3,0 | 2,7 | 2,2 | 1,8 | 1,5 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 90 | ROAE | 14,8% | 17,6% | 20,7% | 22,4% | 22,4% |
| P/E trượt | 16,0 | Nợ ròng trên VCSH | 36,3% | 34,0% | 31,1% | 22,7% | 11,2% |

Luận điểm đầu tư:
Làn sóng đầu tư trung tâm dữ liệu và FDI thúc đẩy mảng thiết bị văn phòng

Làn sóng đầu tư các trung tâm dữ liệu quy mô lớn cùng dòng vốn FDI tăng mạnh dự kiến sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu thiết bị văn phòng, giúp mảng này trở thành trụ cột tăng trưởng của DGW trong 2026. Việt Nam đang nổi lên như điểm đến hấp dẫn cho các dự án trung tâm dữ liệu và các doanh nghiệp FDI nhờ môi trường ổn định, chi phí cạnh tranh, nâng hạng thị trường và đầu tư công được đẩy mạnh. Nhờ đó, doanh thu thiết bị văn phòng của DGW được dự báo tăng mạnh 42%/24% trong 2025/2026, đạt 6,2 và 8,3 nghìn tỷ đồng.

Mảng gia dụng hưởng lợi từ BĐS phục hồi và đồ gia dụng thông minh

Mảng gia dụng cũng được kỳ vọng sẽ trở thành một trụ cột tăng trưởng của DGW nhờ thị trường BĐS nhà ở phục hồi từ 2026 và xu hướng tích hợp AI vào thiết bị gia dụng. Nguồn cung nhà ở tại Hà Nội và TP.HCM đang cải thiện, nhu cầu vẫn hấp thụ tốt, tạo nền tảng cho nhu cầu mua sắm và thay thế thiết bị. Đồng thời, các sản phẩm gia dụng thông minh ứng dụng AI ngày càng phổ biến khi thu nhập người dân tăng và nhu cầu tiện nghi cao hơn. Nhờ đó, doanh thu mảng gia dụng được dự báo tăng mạnh 85%/68% trong 2025/2026, đạt 1,8 và 3,1 nghìn tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ mở rộng danh mục các sản phẩm mới

DGW sẽ tiếp tục duy trì chiến lược tăng trưởng bằng cách mở rộng danh mục thương hiệu mới trong năm 2026. Trong Q4/25, công ty đã bổ sung thêm sản phẩm từ Xiaomi, Sony và Motorola, trong đó nhóm gia dụng thông minh Mijia của Xiaomi được kỳ vọng giúp cải thiện biên lợi nhuận nhờ tính kết nối cao trong hệ sinh thái Xiaomi Home. Năm 2026, DGW dự kiến mở rộng thêm nhiều sản phẩm mới thuộc mảng thiết bị văn phòng, gia dụng và cả ngành hàng liên quan đến xe điện. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp được dự báo sẽ đạt 9,7% vào năm 2026, tăng 0,5 điểm % svck.

Công nghệ



Bước sang giai đoạn tăng trưởng mới

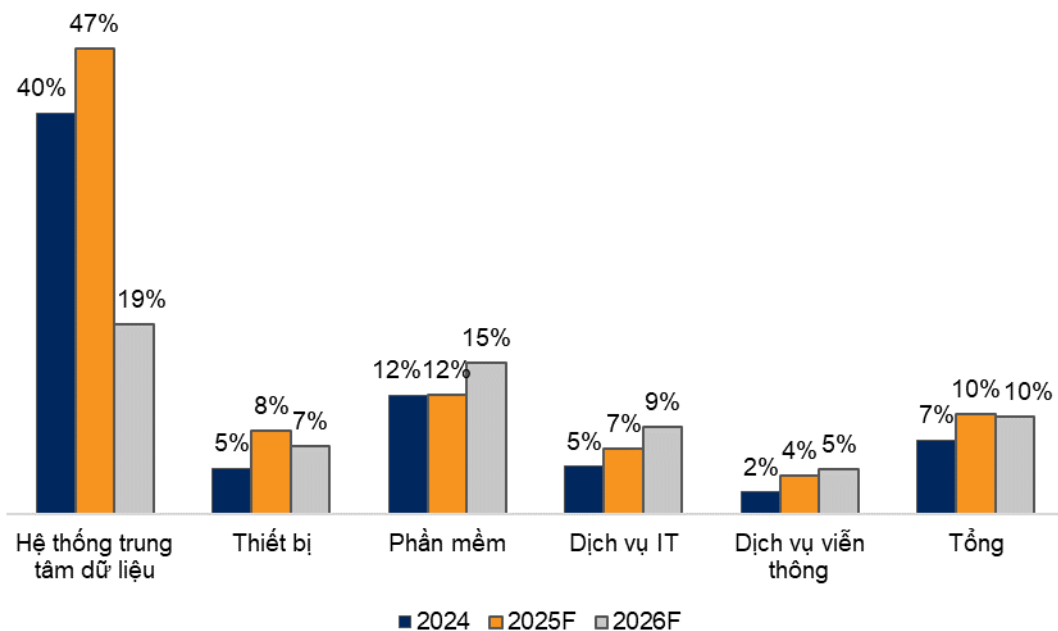
- Chi tiêu CNTT toàn cầu dự báo duy trì ổn định nhờ chi tiêu cho phần mềm và dịch vụ cải thiện, thúc đẩy bởi sự phát triển mạnh mẽ của GenAI, điện toán đám mây.
- Chi tiêu CNTT khu vực APAC dự báo phục hồi nhờ tình hình thuế quan Mỹ hạ nhiệt.
- APAC dẫn đầu trong lĩnh vực chuyển đổi số trong khi Nhật Bản và EU đang tụt lại. Việt Nam chủ trương tăng tốc chuyển đổi số trong 2026-2030.
- Nhu cầu lưu trữ dữ liệu tại Việt Nam dự báo tăng mạnh kéo theo sự bùng nổ của trung tâm dữ liệu siêu lớn và AI.

Cổ phiếu ưa thích

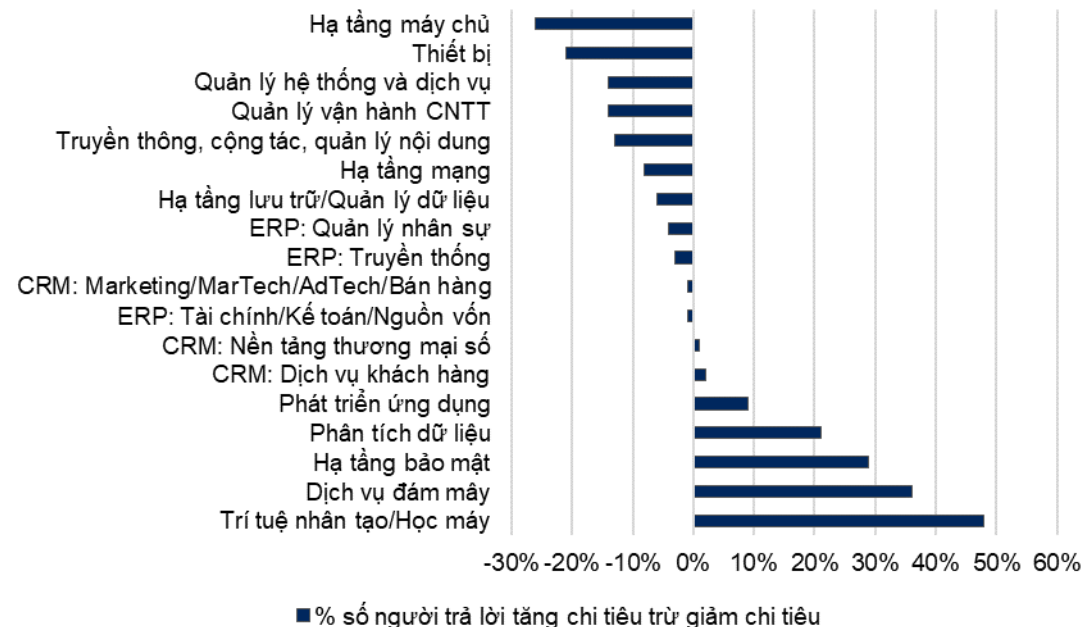
| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|---|
| FPT | 118.200 | <ul style="list-style-type: none">• Nhật Bản là động lực tăng trưởng chính cho dịch vụ CNTT toàn cầu.• Khu vực APAC dự kiến phục hồi trong nửa cuối 2025 do thuế quan hạ nhiệt.• Mạng viễn thông tăng trưởng ổn định nhờ tăng số lượng thuê bao và phí. |

Chi tiêu CNTT được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong năm 2026 nhờ chi tiêu cho phần mềm và dịch vụ CNTT cải thiện, được thúc đẩy bởi sự phát triển mạnh mẽ của GenAI, dịch vụ đám mây, hạ tầng bảo mật và phân tích dữ liệu.

Chi tiêu CNTT sẽ duy trì ổn định trong 2026 khi chi tiêu cho phần mềm và dịch vụ CNTT cải thiện, trong khi chi tiêu cho trung tâm dữ liệu và thiết bị chậm lại do mức nền cao trong năm 2025



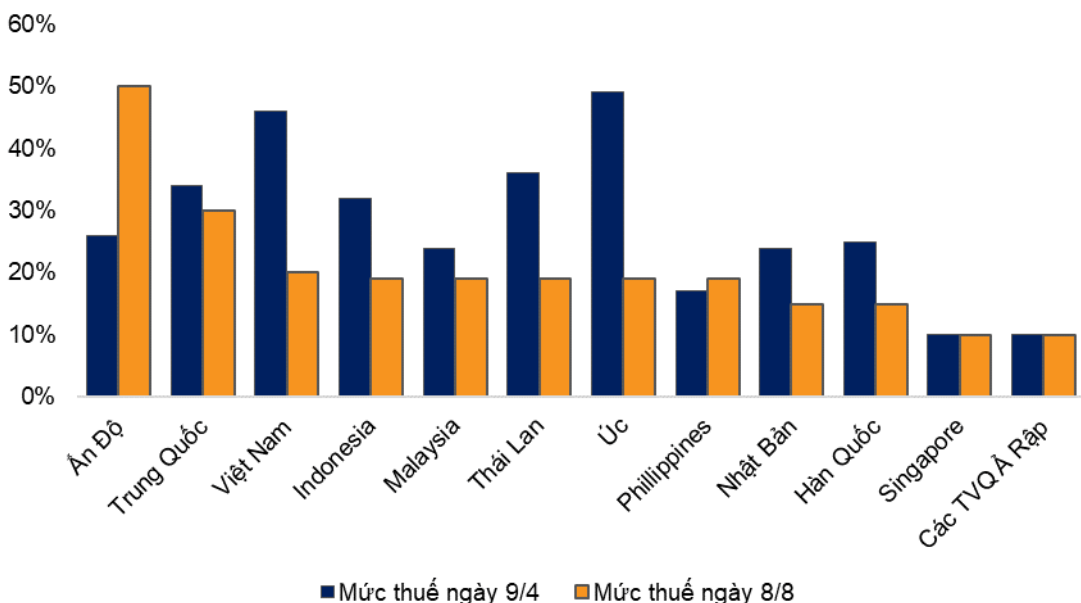
Chi tiêu vào AI/học máy kỳ vọng sẽ tăng mạnh gần 50% svck



- Chi tiêu CNTT được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong năm 2026, được thúc đẩy bởi chi tiêu cho mảng phần mềm và dịch vụ CNTT. Đặc biệt, các mảng như trí tuệ nhân tạo tạo sinh (GenAI), học máy, dịch vụ đám mây, hạ tầng bảo mật và phân tích dữ liệu được dự báo sẽ ghi nhận mức tăng chi tiêu cao hơn đáng kể so với các phân khúc công nghệ truyền thống.
- Chi tiêu cho trung tâm dữ liệu và thiết bị vẫn được kỳ vọng duy trì tăng trưởng dương, nhưng tốc độ sẽ chậm lại do mức nền cao trong năm 2025.

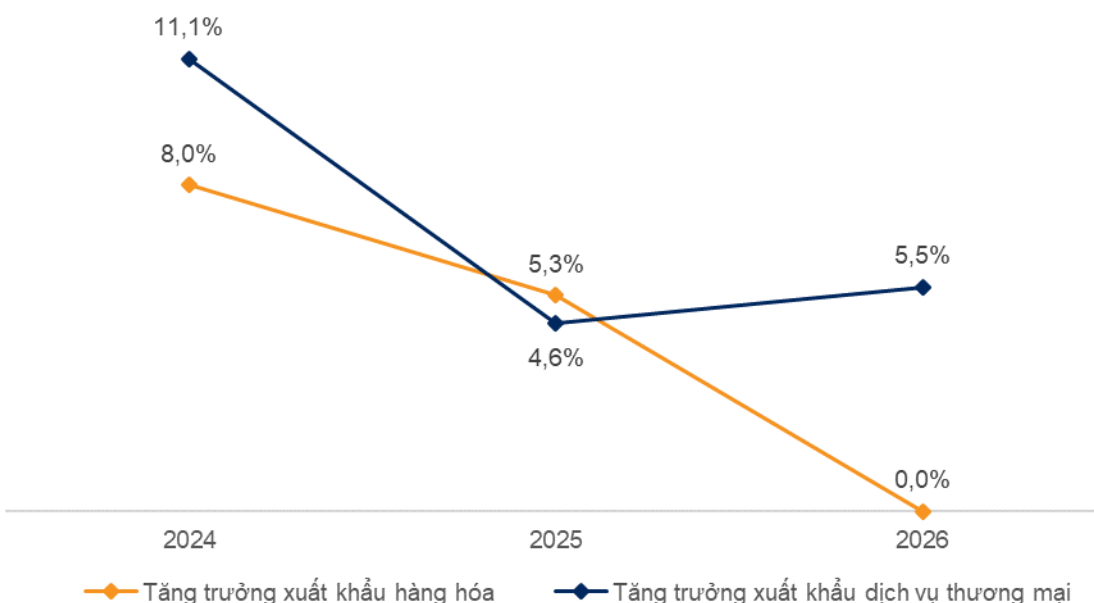
Chi tiêu CNTT tại APAC được kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ những diễn biến tích cực về thuế quan giữa các quốc gia APAC và Mỹ, dù vẫn thận trọng khi tác động của các mức thuế mới vẫn chưa thể quan sát đầy đủ.

Thuế đối ứng Mỹ áp lên một số quốc gia trong khu vực APAC giảm (Đơn vị: %)



Lưu ý: Thuế áp lên Ấn Độ bao gồm 25% đối ứng + 25% trừng phạt bổ sung

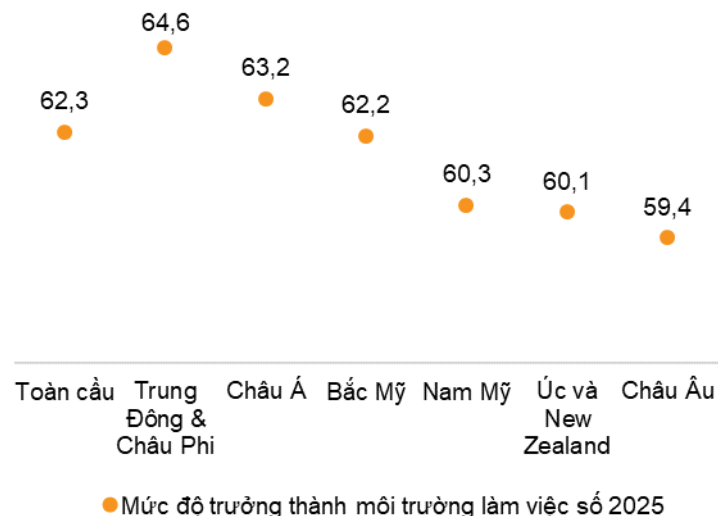
Xuất khẩu dịch vụ thương mại và xuất khẩu hàng hóa của khu vực APAC được dự đoán tăng trưởng không đồng pha (Đơn vị: %)



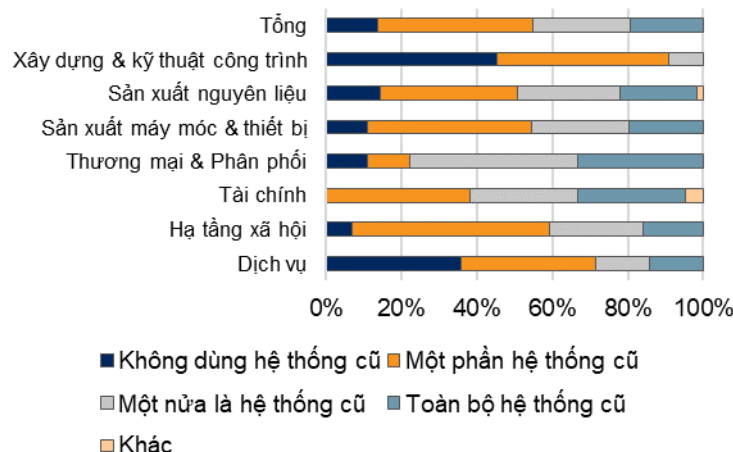
- Thuế đối ứng Mỹ áp lên một số quốc gia trong khu vực APAC đã được giảm xuống sau những diễn biến đàm phán tích cực với phía Mỹ, được kỳ vọng sẽ phần nào cải thiện tình trạng trì hoãn chi tiêu đầu tư công nghệ.
- Tăng trưởng xuất khẩu dịch vụ thương mại tại APAC được dự báo sẽ cải thiện trong năm 2026.
- Trong khi đó, tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa sẽ chậm lại do tác động của thuế quan chưa đầy đủ, có thể tiếp tục ảnh hưởng đến ngân sách chi tiêu cho công nghệ thông tin.

APAC sẽ tiếp tục dẫn đầu thế giới về chuyển đổi số trong năm 2026, trong khi Nhật Bản và EU bị tụt lại phía sau. Tại Việt Nam, chuyển đổi số được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong năm 2026, đặc biệt trong khu vực công nhờ các chính sách và luật mới ở cấp quốc gia.

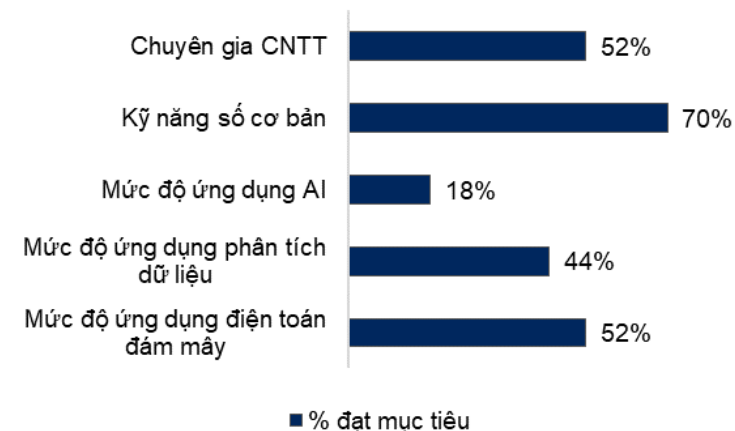
Mức độ trưởng thành về chuyển đổi số của châu Á chỉ sau MEA và đã vượt các quốc gia phát triển cũng như mức trung bình toàn cầu.



Nhật Bản vẫn chậm trễ trong chuyển đổi số dù 80% doanh nghiệp vẫn phụ thuộc vào các hệ thống IT cũ.



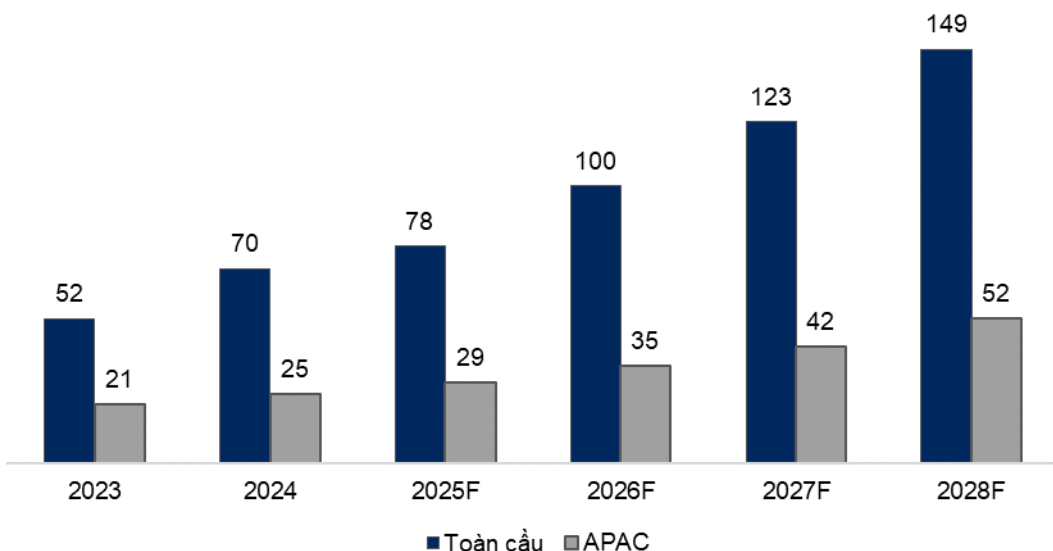
EU cho thấy tiến độ chuyển đổi số chưa đạt kỳ vọng so với các mục tiêu đặt ra trong Chương trình Chính sách Thập kỷ Số 2030.



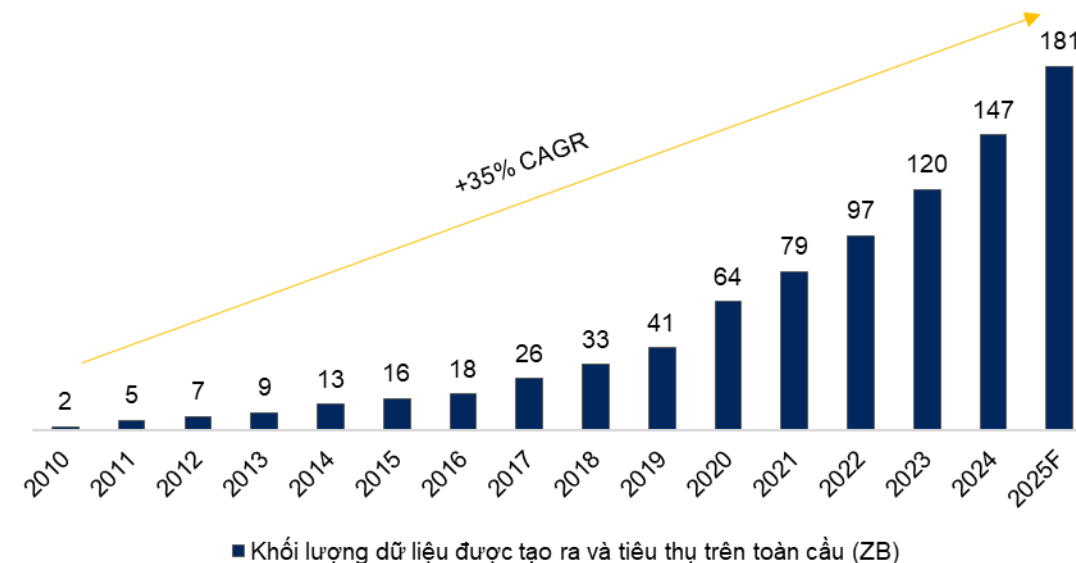
- **APAC được dự báo sẽ tiếp tục dẫn đầu về chuyển đổi số trong năm 2026**, theo Zoho Workplace, qua đó củng cố vị thế là một thị trường hấp dẫn đối với các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ chuyển đổi số.
- **Các doanh nghiệp Nhật Bản vẫn chậm trễ trong việc nâng cấp các hệ thống CNTT cũ**, bất chấp những cảnh báo từ năm 2018 về cuộc khủng hoảng công nghệ sắp xảy ra mang tên “Vực thẳm số 2025”. **EU cũng cho thấy tình trạng tương tự** khi các mục tiêu chuyển đổi số trong Chương trình Chính sách Thập kỷ Số 2030 (DDPP 2030) vẫn chưa đạt được, qua đó tạo ra nhiều dư địa chưa được khai thác cho các doanh nghiệp CNTT cung cấp dịch vụ chuyển đổi số (DX) tại cả hai thị trường.
- **Chuyển đổi số tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong giai đoạn 2026–2030**, được hỗ trợ bởi Chương trình Phát triển Chính phủ số được phê duyệt ngày 1/12/2025, với mục tiêu hoàn thiện chính phủ số dựa trên dữ liệu và ứng dụng AI vào năm 2030; cùng với Luật Chuyển đổi số hiện đang được Bộ Khoa học và Công nghệ soạn thảo, dự kiến sẽ tạo hành lang pháp lý để tiếp tục thúc đẩy mạnh mẽ tiến trình chuyển đổi số quốc gia.

Nhu cầu trung tâm dữ liệu tại APAC và Việt Nam được dự báo sẽ bùng nổ nhờ các công nghệ mới, sự phát triển của lĩnh vực số, dòng vốn FDI và các quy định nghiêm ngặt hơn về lưu trữ dữ liệu nội địa.

Nhu cầu trung tâm dữ liệu toàn cầu được dự báo tăng trưởng kép 19–22% trong giai đoạn 2023–2028, đạt 90–100 GW, trong đó APAC sẽ chiếm 45–55 GW (Đơn vị: GW)



Mức tiêu thụ dữ liệu toàn cầu tăng trưởng kép 35% trong giai đoạn 2010–2025 nhờ cuộc cách mạng số, qua đó thúc đẩy nhu cầu đối với trung tâm dữ liệu



Nhu cầu trung tâm dữ liệu tại APAC và Việt Nam được dự báo sẽ tăng mạnh trong thời gian tới, được thúc đẩy bởi:

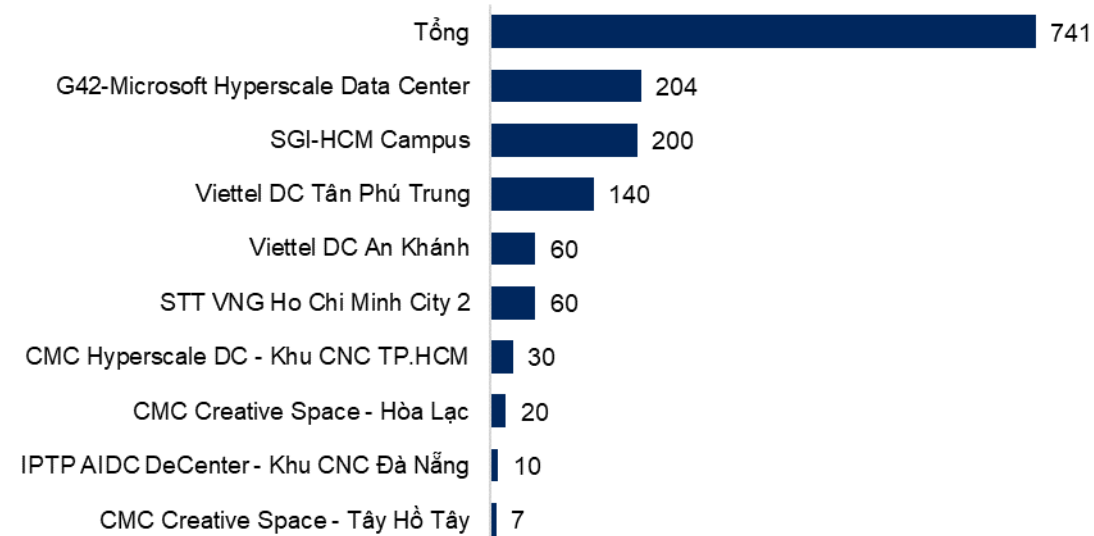
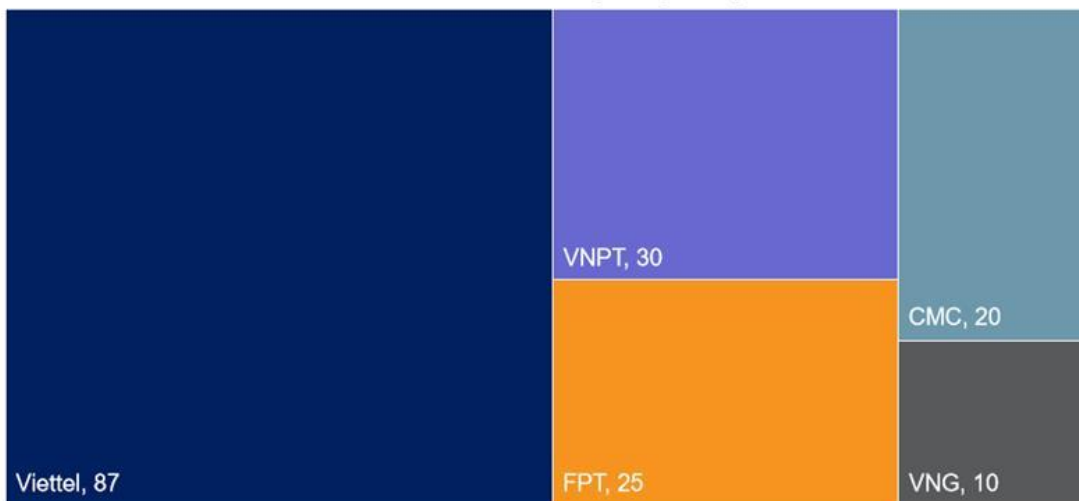
- Việc ứng dụng rộng rãi các công nghệ mới như GenAI, điện toán biên/điện toán đám mây, blockchain;
- Tăng trưởng nhanh của các lĩnh vực thương mại điện tử và fintech;
- Làn sóng FDI đổ vào mạnh mẽ;
- Các yêu cầu pháp lý nghiêm ngặt hơn về lưu trữ dữ liệu như Luật An ninh mạng (hiệu lực từ 1/10/2022) và Luật Bảo vệ Dữ liệu Cá nhân (hiệu lực từ 1/1/2026), buộc các doanh nghiệp nước ngoài cung cấp dịch vụ tại Việt Nam phải lưu trữ dữ liệu người dùng Việt Nam trong nước và quy định chế tài đối với vi phạm chuyển dữ liệu xuyên biên giới.

Nguồn cung trung tâm dữ liệu siêu lớn (hyperscale) và AI tại Việt Nam đang gia tăng nhờ sự ổn định về chính trị và địa lý, chi phí xây dựng thấp, cùng các quy định mới cho phép nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 100%.

Công suất IT hiện tại của các trung tâm dữ liệu tại Việt Nam đạt 182MW, chủ yếu đến từ các trung tâm dữ liệu quy mô nhỏ

Tổng cộng 741MW công suất trung tâm dữ liệu siêu lớn và AI đang được lên kế hoạch triển khai trong giai đoạn 2026–2030 (Đơn vị: MW)

Công suất trung tâm dữ liệu tại Việt Nam (MW)



- **Nguồn cung trung tâm dữ liệu siêu lớn và AI tại Việt Nam đang tăng mạnh**, với tổng công suất 741MW dự kiến đưa vào triển khai giai đoạn 2026–2030. Việt Nam đang có vị thế thuận lợi để trở thành trung tâm dịch vụ cho thuê ngoài trung tâm dữ liệu của khu vực, nhờ (1) sự ổn định về chính trị và địa lý, (2) chi phí xây dựng trung tâm dữ liệu thấp (7,1 triệu USD/MW, thấp hơn nhiều so với mức trung bình khu vực là 10,1 triệu USD/MW) và (3) Luật Viễn thông sửa đổi – có hiệu lực từ tháng 7/2024 – cho phép nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 100% dự án trung tâm dữ liệu.

FPT | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND118.200 | Tăng trưởng DT thuần | 19,5% | 19,4% | 14,9% | 18,9% | 17,1% |
| Tiềm năng tăng giá | 26,1% | Tăng trưởng EPS | 5,5% | 4,8% | (1,1%) | 2,0% | 2,8% |
| Tỷ suất cổ tức | 1,8% | Biên lợi nhuận gộp | 38,6% | 37,9% | 36,8% | 35,2% | 34,3% |
| Tổng lợi tức | 28,0% | Biên LN ròng | 12,3% | 12,5% | 12,4% | 12,2% | 12,3% |
| Vốn hóa (tr USD) | 6.072 | P/E (x) | 18,7 | 17,6 | 17,8 | 17,4 | 16,9 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 35,3 | Rolling P/B (x) | 4,9 | 3,9 | 3,5 | 3,2 | 3,0 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 601 | ROAE | 23,4% | 23,9% | 22,0% | 20,6% | 19,6% |
| P/E trượt | 18,3 | Nợ ròng trên VCSH | (34,5%) | (45,2%) | (51,0%) | (58,5%) | (64,8%) |

Luận điểm đầu tư:
Nhật Bản là động lực tăng trưởng chính cho dịch vụ CNTT toàn cầu

Doanh thu dịch vụ CNTT tại Nhật Bản dự kiến tăng 30%/25% svck trong 2025-2026. Việc 80% doanh nghiệp Nhật vẫn phụ thuộc vào hệ thống cũ và lực lượng lao động CNTT già hóa khiến chính phủ Nhật đang tích cực khuyến khích và triển khai các chính sách chuyển đổi số, kèm theo nhu cầu mạnh mẽ về chuyển đổi số (DX), điện toán đám mây lai và AI. FPT đặt mục tiêu đạt 1 tỷ USD doanh thu từ thị trường Nhật vào 2027, được hỗ trợ bởi thương vụ mua lại Next Advanced Communications (NAC) và các mối quan hệ hợp tác chiến lược.

Khu vực APAC dự kiến phục hồi trong nửa cuối 2025 do thuế quan hạ nhiệt

Sau khi nhiều quốc gia tại APAC đàm phán giảm thuế thành công vào cuối quý 2/2025, tâm lý chi tiêu CNTT được kỳ vọng sẽ phục hồi trong nửa cuối 2025. Về dài hạn, APAC đang nổi lên như một động lực tăng trưởng mới của mảng dịch vụ CNTT toàn cầu, dẫn đầu về chuyển đổi số trong môi trường làm việc và ứng dụng công nghệ AI tạo sinh. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu dịch vụ CNTT tại APAC sẽ tăng 10%/35% svck trong 2025-2026.

Mảng viễn thông tăng trưởng ổn định nhờ tăng số lượng thuê bao và phí

Doanh thu băng rộng được kỳ vọng tăng trưởng ổn định, nhờ tăng phí thuê bao đối với khách hàng mới, và tăng số lượng thuê bao do sự gia tăng của các hộ gia đình trẻ và các gói dịch vụ riêng cho nhà sáng tạo nội dung và game thủ của FPT. Thị trường trung tâm dữ liệu (DC) tại APAC còn thiếu hụt và được kỳ vọng sẽ tăng gấp đôi lên 37GW vào 2030 (CAGR +13,1%), với Việt Nam là một điểm đến hấp dẫn nhờ làn sóng FDI, tốc độ số hóa nhanh, chi phí xây dựng thấp và quy định về lưu trữ dữ liệu trong nước. FPT hiện có bốn trung tâm dữ liệu quy mô lớn tại Hà Nội và TP.HCM, có tổng diện tích 17.000 m² và 7.000 tủ rack. Được thúc đẩy bởi nhu cầu internet băng rộng và thuê trung tâm dữ liệu (DC), chúng tôi dự báo doanh thu mảng viễn thông sẽ tăng lần lượt 13,8%/13,5% svck trong 2025-2026.

Bất động sản nhà ở



Bước vào chu kỳ mới với động lực từ chính sách và hạ tầng

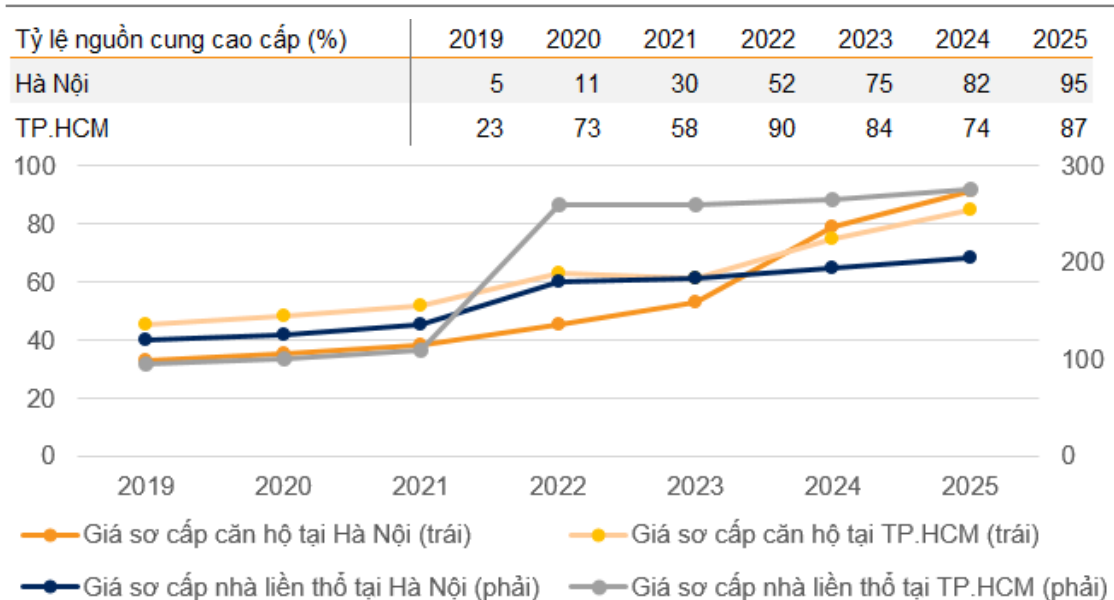
- Thị trường bất động sản bước vào pha mở rộng, trong đó các chính sách sẽ giúp chu kỳ hiện tại của thị trường lành mạnh hơn
- Mạng lưới hạ tầng liên vùng và các điều chỉnh quy hoạch đang tái định vị dòng vốn và nhu cầu thị trường.
- Xu hướng TOD cùng nguồn cung từ Nhà ở xã hội, nhà ở thương mại giá hợp lý giúp giảm lệch pha cung cầu.
- Nội lực doanh nghiệp cải thiện nhờ dòng tiền từ hoạt động cốt lõi, kỳ vọng doanh số mở bán năm 2026 đạt 318 nghìn tỷ (+47% svck) là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận 2027-2028.
- Các doanh nghiệp có năng lực hoàn thiện pháp lý và triển khai dự án, quỹ đất phục vụ nhu cầu ở thực như KDH và NLG sẽ được hưởng lợi.

Cổ phiếu ưa thích

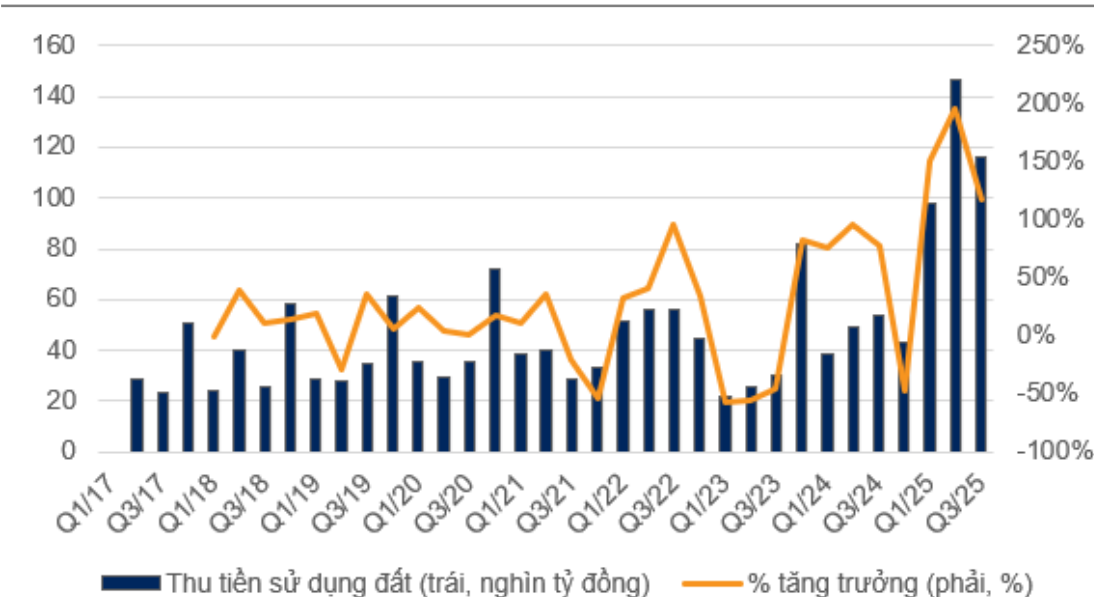
| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|---|
| KDH | 41.800 | <ul style="list-style-type: none">• Mở bán Gladia tạo cú hích tăng trưởng giữa bối cảnh thị trường thuận lợi• Gladia dẫn dắt tăng trưởng 2026, trong khi quỹ đất hỗ trợ mở rộng dài hạn• Sức khỏe tài chính vững chắc bảo đảm khả năng triển khai dự án• Đà hồi phục mở ra cơ hội định giá lại |
| NLG | 42.200 | <ul style="list-style-type: none">• Vị thế bền vững giúp duy trì khả năng bán hàng tốt và tăng trưởng giá bán• Doanh số ký bán vượt kỳ vọng, ghi nhận kết quả tăng mạnh• Giá cổ phiếu hiện tại vẫn tiềm ẩn dư địa tăng |

Trong năm 2025, thị trường BĐS ghi nhận nhiều dự án mới được thúc đẩy quá trình phê duyệt, trong khi mặt bằng giá nhà ở tiếp tục leo thang

Giá nhà cao trong năm trở thành 1 câu chuyện mang tính xã hội



Nguồn cung được cải thiện mạnh nhờ pháp lý cải thiện, thu từ tiền sử dụng đất cũng đạt kỷ lục

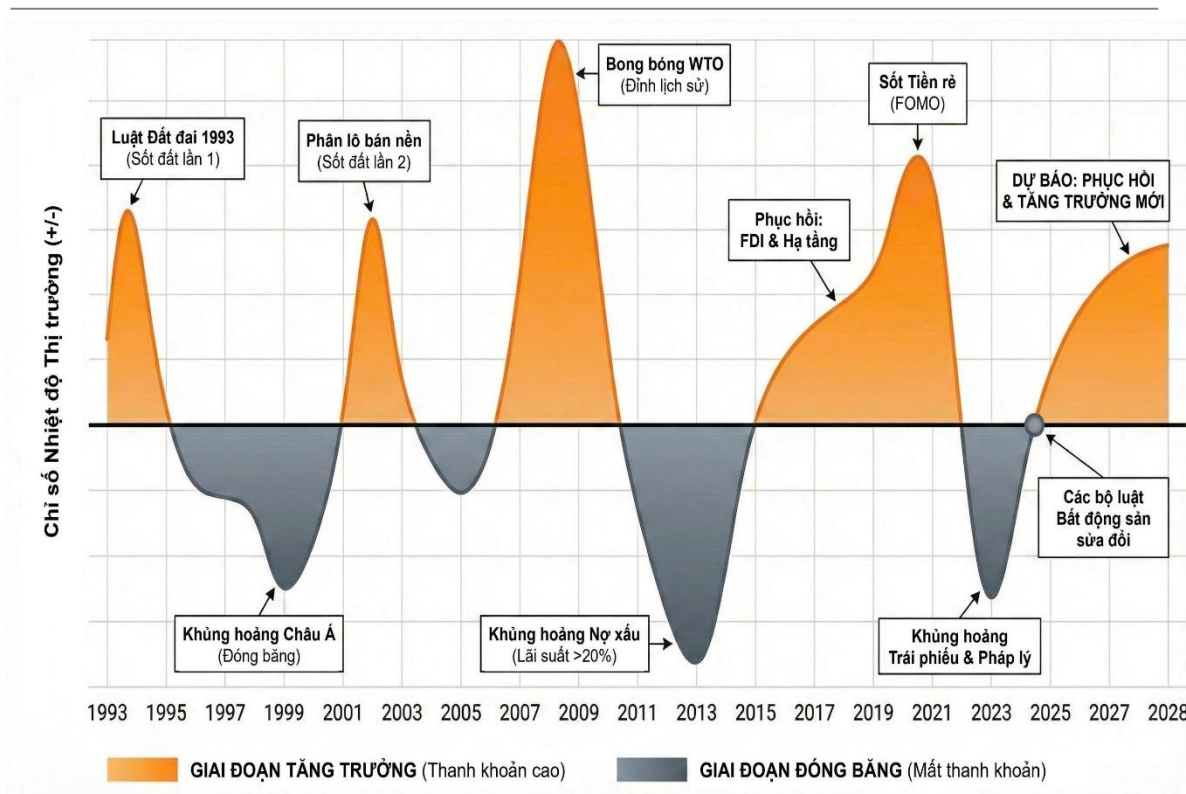


- Trong năm qua, một số nghị định mang tính đột phá đã được ban hành nhằm làm rõ và đơn giản hóa quy trình pháp lý cho dự án bất động sản (BĐS), gỡ vướng cho các dự án bị thanh tra ở TP.HCM và Đà Nẵng, cho phép thương lượng nhận chuyển nhượng đất và xử lý các chướng ngại pháp luật
- Theo Nghị quyết 201/2025/QH15 và Nghị định 192/2025/NĐ-CP, Chính phủ triển khai loạt cơ chế thí điểm thúc đẩy phát triển nhà ở xã hội (NOXH), gồm: miễn toàn bộ tiền sử dụng đất, giảm 50% thuế TNDN, cho phép lựa chọn chủ đầu tư không qua đấu thầu và áp dụng các gói tín dụng ưu đãi.
- Bên cạnh đó, chính phủ đưa ra dự thảo Nghị quyết nhằm đẩy nhanh pháp lý, gồm cơ chế hỗ trợ thu hồi đất khi dự án đã bồi thường trên 75%, chuyển bảng giá đất sang chu kỳ 5 năm kèm hệ số điều chỉnh và rút gọn thủ tục quy hoạch đất xuống còn hai cấp

Các đề xuất, yêu cầu góp phần giúp minh bạch thị trường, hạn chế đầu cơ thổi giá và đảm bảo an sinh xã hội

| Chính sách | Thông điệp |
|--|--|
| Thành lập trung tâm giao dịch BĐS | Tăng cường minh bạch và rút ngắn thời gian xử lý thủ tục |
| Áp dụng hạn mức cho vay đối với các khoản vay mua nhà thứ hai trở lên (trừ NOXH) | Hạn chế đầu cơ, kiểm chế giá nhà |
| Phát triển NOXH/nhà ở thương mại giá phù hợp | Thúc đẩy khả năng tiếp cận nhà cho phân khúc thu nhập thấp |
| Tạm ngưng cho vay với các khoản thanh toán đặt cọc tại TP.HCM (cũ) và Đồng Nai | Đảm bảo an toàn hệ thống tín dụng |

... giúp củng cố kỳ vọng của chúng tôi về 1 chu kỳ mới bền vững hơn cho thị trường bất động sản

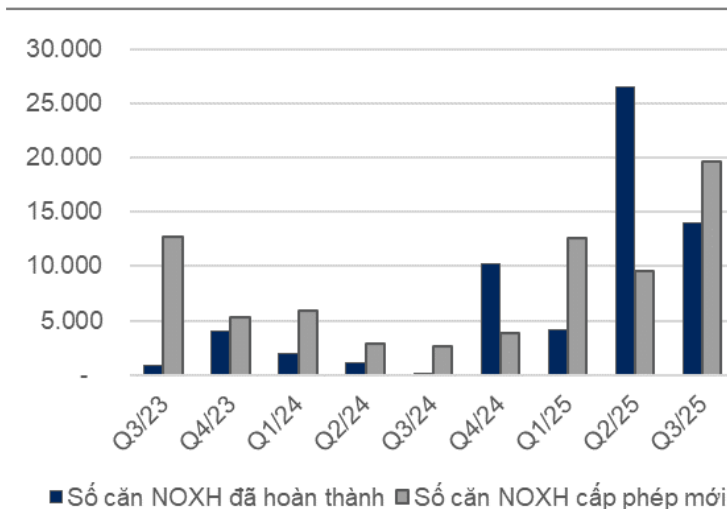
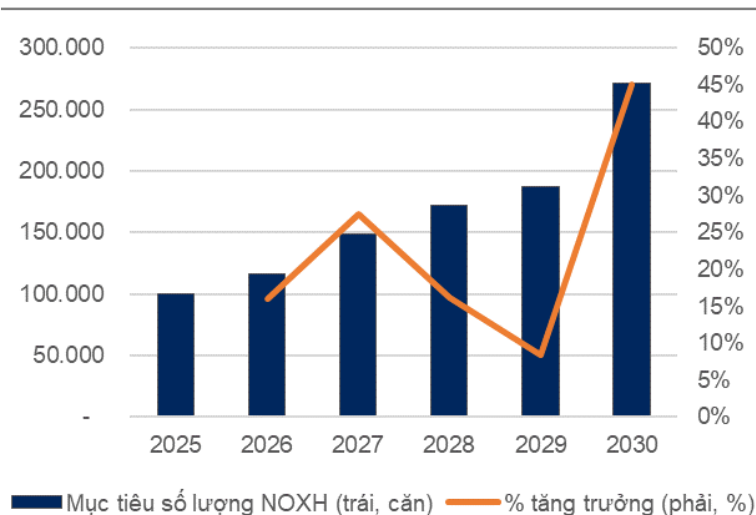


Chúng tôi kỳ vọng rằng việc đẩy mạnh NOXH và nhà ở giá phù hợp có thể giúp cân bằng nguồn cung, kiềm chế bọt bả tăng giá của phân khúc trung - cao cấp do tình trạng cầu vượt cung

Mục tiêu nguồn cung số lượng nhà ở xã hội đến năm 2030 gần gấp 3 lần hiện nay

Nguồn cung nhà ở xã hội đang được đẩy nhanh trong những quý gần đây

Hệ số rủi ro tín dụng được điều chỉnh giảm với nhu cầu ở thực (*)



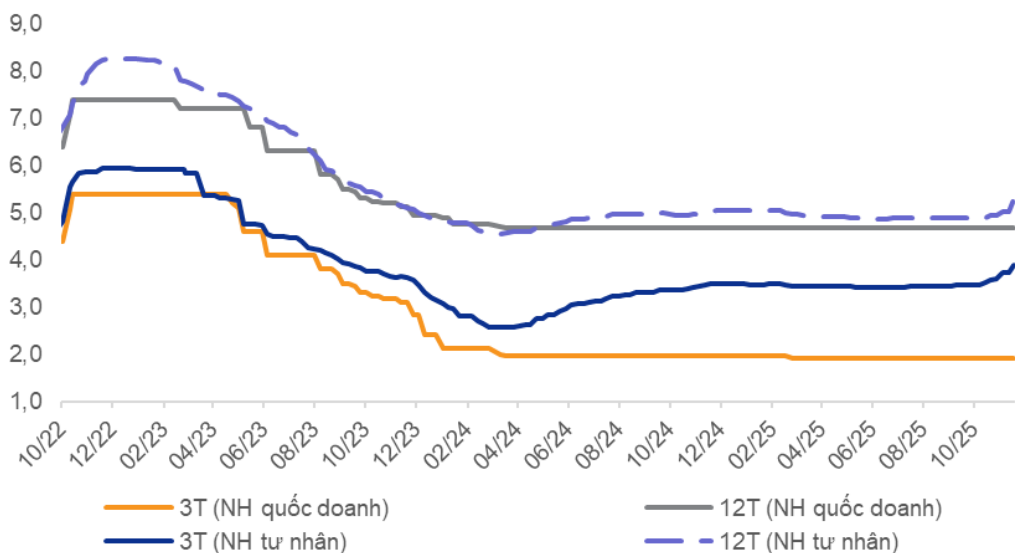
| | Thông tư 41/2016 | Thông tư 14/2025 |
|------------------|--|--|
| NOXH | LTV < 60%: 75% 60% ≤ LTV < 75%: 100% LTV ≥ 75%: 120% | Nguồn trả nợ KHÔNG phải là tài sản đảm bảo LTV < 40%: 20% 40% ≤ LTV < 60%: 25% 80% ≤ LTV < 90%: 35% 90% ≤ LTV < 100%: 40% LTV ≥ 100%: 45% |
| | | Nguồn trả nợ CHÍNH LÀ tài sản đảm bảo LTV < 40%: 25% 40% ≤ LTV < 60%: 30% 60% ≤ LTV < 80%: 35% 80% ≤ LTV < 90%: 40% 90% ≤ LTV < 100%: 45% LTV ≥ 100%: 50% |
| Nhà ở thương mại | | Nguồn trả nợ KHÔNG phải là tài sản đảm bảo LTV < 40%: 25% 40% ≤ LTV < 60%: 30% 60% ≤ LTV < 80%: 35% 80% ≤ LTV < 90%: 40% 90% ≤ LTV < 100%: 45% LTV ≥ 100%: 50% |
| | | Nguồn trả nợ CHÍNH LÀ tài sản đảm bảo LTV < 40%: 30% 40% ≤ LTV < 60%: 40% 60% ≤ LTV < 80%: 50% 80% ≤ LTV < 90%: 70% 90% ≤ LTV < 100%: 80% LTV ≥ 100%: 100% |

- Theo Bộ Xây dựng, trong 9T25, cả nước đã hoàn thành 43.681 căn NOXH, tương đương 43,6% so với mục tiêu năm 2025 là 100.275 căn. Dự kiến đến cuối năm, thêm 39.245 căn sẽ được bàn giao, nâng tổng số lên 82.926 căn (đạt 83% kế hoạch). Theo chúng tôi, tiến độ chậm chủ yếu xuất phát từ: 1) thiếu quỹ đất sạch do công tác giải phóng mặt bằng và tái định cư kéo dài; 2) năng lực tài chính hoặc kinh nghiệm của một số chủ đầu tư còn hạn chế, cùng với mức lợi nhuận thấp khiến họ kém mặn mà; 3) thủ tục hành chính phức tạp; và 4) các gói tín dụng ưu đãi, chính sách hỗ trợ chưa được triển khai hiệu quả.
- Chúng tôi đánh giá mục tiêu hoàn thành NOXH trong năm 2026 là khả thi nhờ đến tháng 8/2025 đã có 124 dự án đang xây dựng với 111.622 căn
- Bên cạnh đó, Thông tư 14/2025 bổ sung quy định phân loại chi tiết hơn về hệ số rủi ro tín dụng (CRW) cho từng loại hình BĐS và nguồn trả nợ. Theo đó, các khoản vay NOXH hoặc có nguồn thu không dựa vào TSDB sẽ được áp dụng hệ số rủi ro thấp hơn so với Thông tư 41/2016. Quy định mới này kỳ vọng trong dài hạn sẽ giúp giảm chi phí lãi vay đối với nhóm khách hàng có nhu cầu ở thực, qua đó củng cố khả năng hấp thụ của phân khúc NOXH

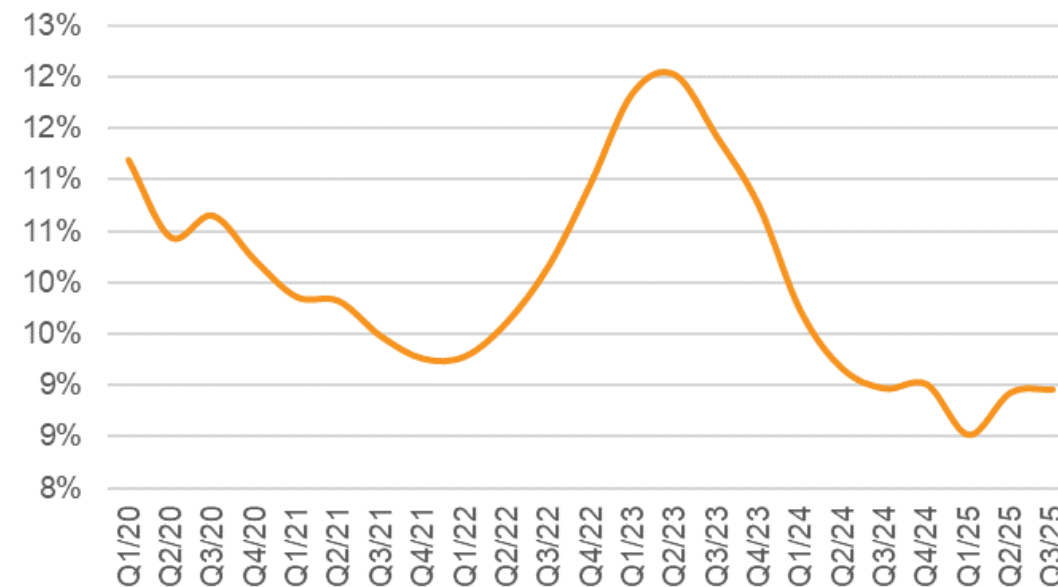
(*) LTV: Tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản

Lãi suất cho vay có thể tăng 50–100 điểm cơ bản trong 2026 nhưng khó tạo áp lực lớn nhờ nền lãi suất thấp, ngân hàng duy trì các gói lãi suất ưu đãi cho người mua nhà lần đầu và chính sách hỗ trợ thanh toán từ chủ đầu tư

Lãi suất huy động 3T và 12T của ngân hàng tư nhân tăng nhẹ từ tháng 10/2025



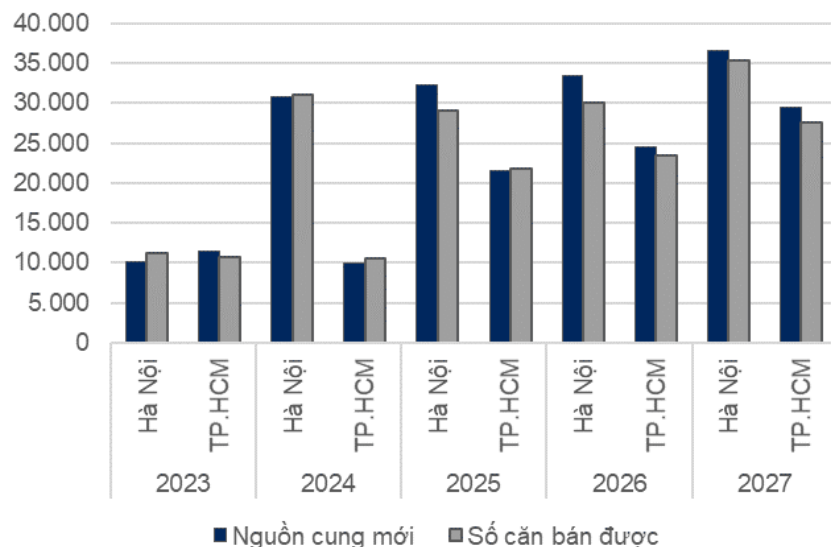
Lãi suất cho vay thả nổi có dấu hiệu tăng nhẹ, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với giai đoạn Covid



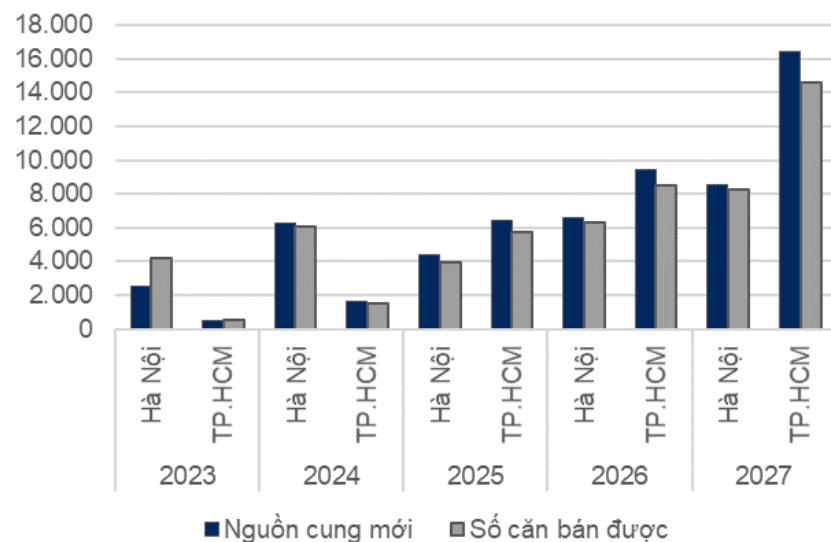
- Chúng tôi kỳ vọng trong nửa đầu năm 2026, lãi suất có thể tăng thêm 50-100 điểm cơ bản. Tuy nhiên, sang nửa cuối năm, mặt bằng lãi suất nhiều khả năng sẽ hạ nhiệt, trong bối cảnh giải ngân đầu tư công được triển khai hiệu quả, qua đó cải thiện thanh khoản hệ thống.
- Tuy nhiên, về dài hạn, khi lãi suất tăng cao trong khi giá nhà đã vượt xa tốc độ tăng thu nhập của người dân, chúng tôi lo ngại khả năng hấp thụ của thị trường sẽ suy yếu, đặc biệt đối với các chủ đầu tư tập trung vào phân khúc cao cấp và hạng sang, nơi khách mua chủ yếu là nhà đầu tư/đầu cơ, nhóm có độ nhạy cao với biến động lãi suất

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức cao nhờ lãi suất thấp, hạ tầng đẩy mạnh, chính sách bán hàng ưu đãi

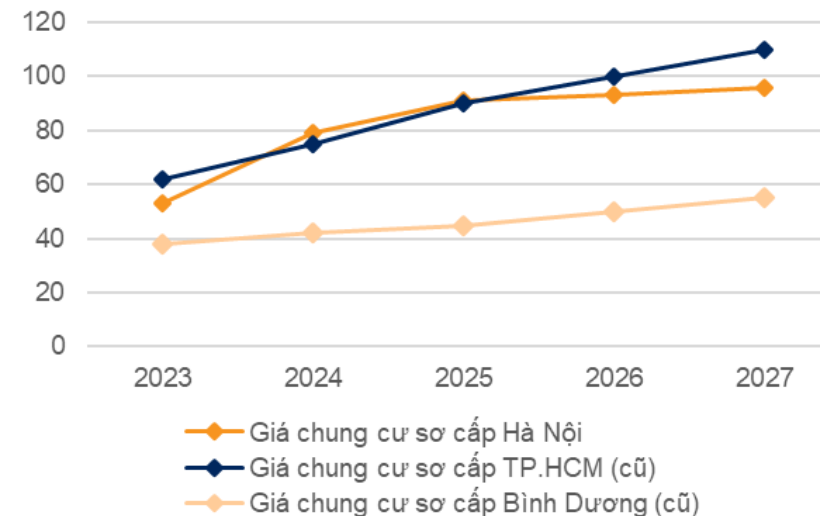
Nguồn cung chung cư tại Hà Nội và TP.HCM tăng nhẹ, tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức cao (đơn vị: căn)



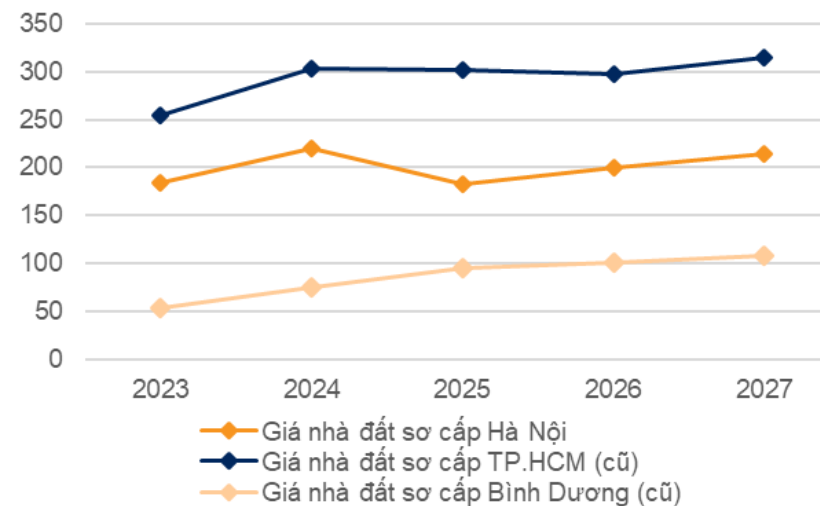
Nguồn cung nhà liền thổ tăng ~50% svck ở cả 2 thị trường. Dù mặt bằng giá đã tăng đáng kể, nhu cầu vẫn duy trì mạnh (đơn vị: căn)



Giá chung cư tăng nhẹ, trong đó TP.HCM tăng mạnh hơn sv Hà Nội nhờ hạ tầng được đẩy mạnh (đơn vị: triệu đồng)



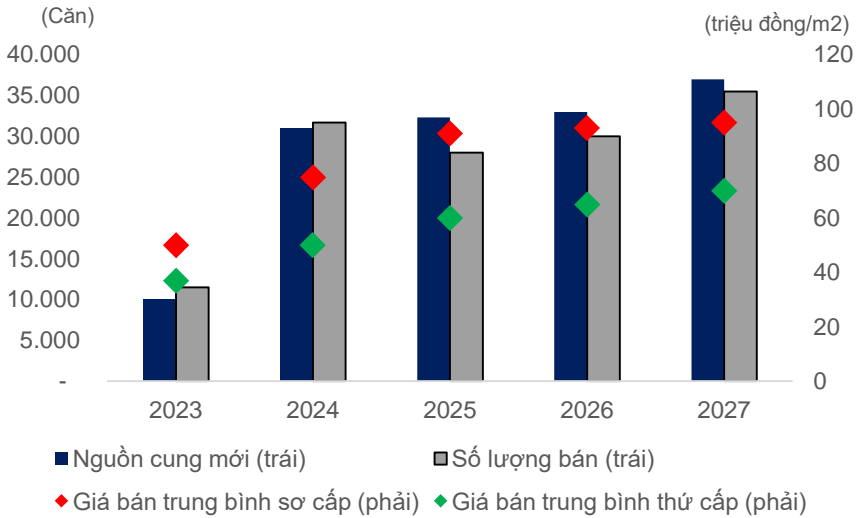
Giá nhà đất giảm nhẹ ở TP.HCM khi mà nguồn cung mới tăng mạnh sau giai đoạn khan hiếm trước đó (đơn vị: triệu đồng)



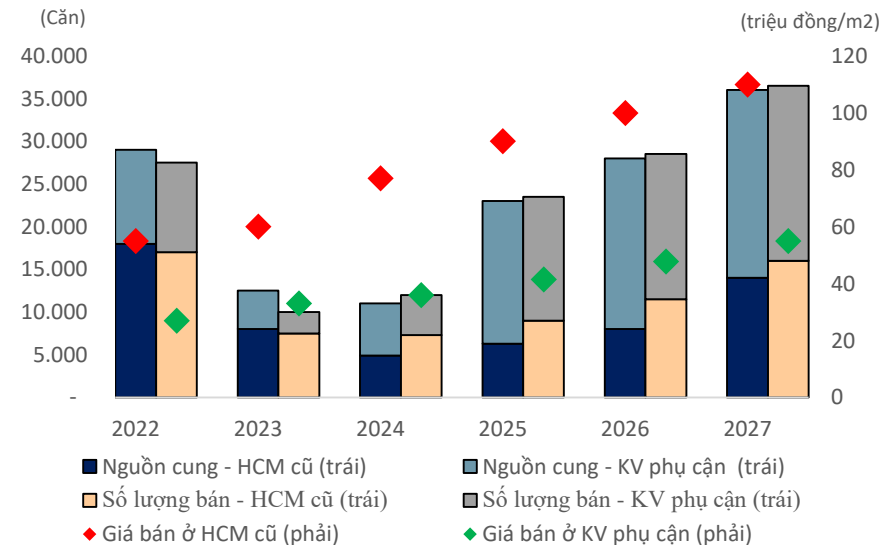
(*): Mức giá TB giảm do giá bán các sản phẩm mở bán mới trong năm thấp hơn

Nguồn cung nhà ở thương mại dịch chuyển ra vùng phụ cận và chính sách tăng cung NOXH là giải pháp để cân bằng lại quan hệ cung – cầu và ổn định mặt bằng giá bất động sản

Giá nhà ở HN dự kiến đi ngang hoặc tăng nhẹ



Nguồn cung kéo giãn ra vùng phụ cận TP.HCM giúp ổn định giá bất động sản toàn khu vực

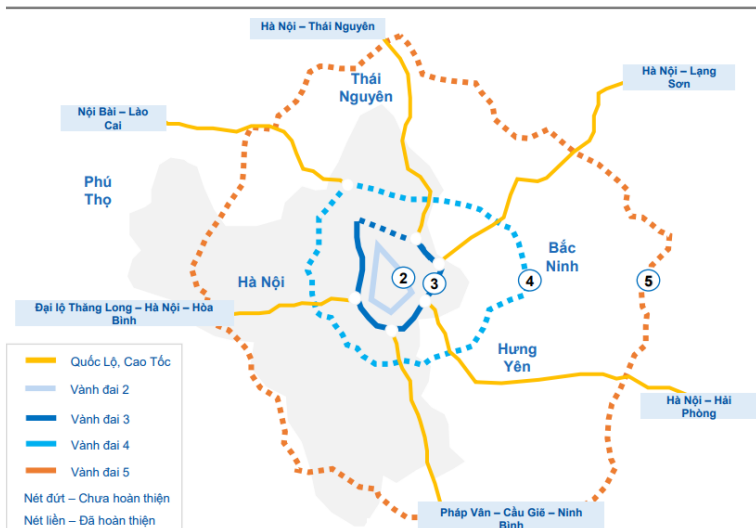


Tiến độ mở bán ở các dự án trọng điểm của các doanh nghiệp niêm yết

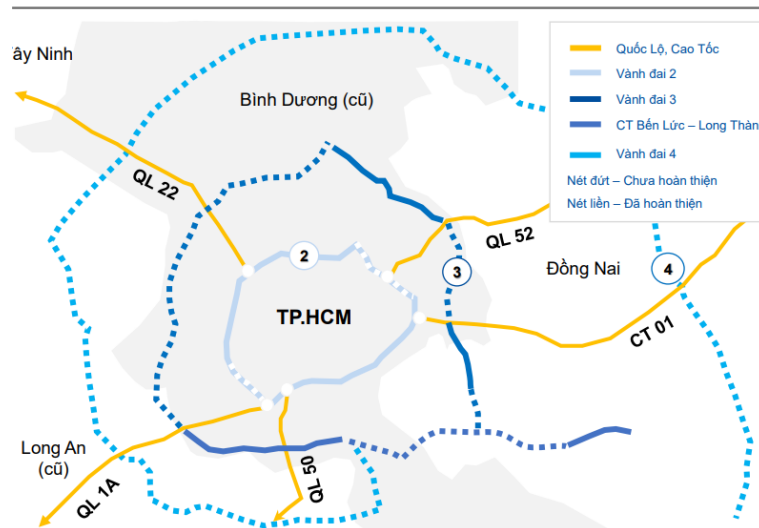
| Doanh nghiệp | Dự án | Vị trí | Quy mô (ha) | Kế hoạch mở bán | | | | | |
|--------------|---------------------|------------|-------------|-----------------|------|------|------|------|------|
| | | | | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
| VHM | Wonder Park | Hà Nội | 133 | | | | | | |
| | Green City | Long An | 197 | | | | | | |
| | Golden City | Hải Phòng | 240 | | | | | | |
| | Phước Vĩnh Tây | Long An | 1,089 | | | | | | |
| | Green Paradise | TP.HCM | 2,870 | | | | | | |
| | Apolo City | Quảng Ninh | 5,540 | | | | | | |
| NLG | Southgate | Long An | 165 | | | | | | |
| | Central Lake | Cần Thơ | 43.8 | | | | | | |
| | Izumi | Đồng Nai | 170.0 | | | | | | |
| | Mizuki | TP.HCM | 26.3 | | | | | | |
| | Elyse Island | Đồng Nai | 45.5 | | | | | | |
| | Akari City GD3 | TP.HCM | 8.5 | | | | | | |
| KDH | Gladia by the Water | TP.HCM | 11.8 | | | | | | |
| | The Solina | TP.HCM | 16.6 | | | | | | |
| | KĐT Tân Tạo | TP.HCM | 330.0 | | | | | | |
| DXG | The Prive | TP.HCM | 4.2 | | | | | | |
| | Opal Luxury | Bình Dương | 8.4 | | | | | | |
| | DXH Parkview | Bình Dương | 5.1 | | | | | | |
| | DXH Parkcity | Bình Dương | 7.4 | | | | | | |
| | Gem Premium | TP.HCM | 15.0 | | | | | | |

Thị trường BĐS đang tái cấu trúc theo hạ tầng và quy hoạch đô thị. Trong đó, hệ thống vành đai, cao tốc, metro và các điều chỉnh quy hoạch đang tạo ra các cực tăng trưởng mới, tái định hình dòng vốn và phân bổ lại nguồn cầu toàn thị trường.

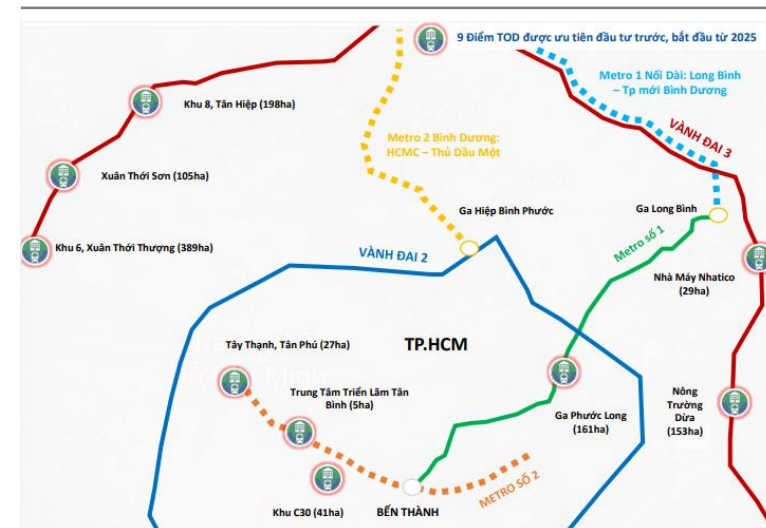
Các dự án hạ tầng trọng điểm phía Bắc



Các dự án hạ tầng trọng điểm phía Nam



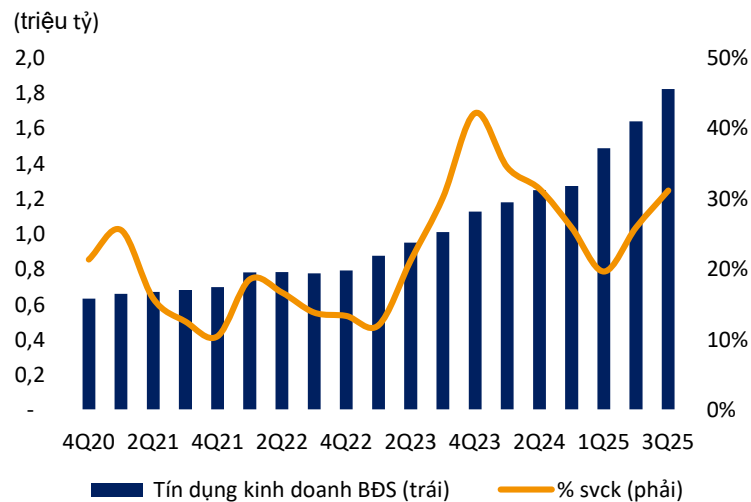
TOD định hình lại thị trường theo hướng gắn kết hạ tầng giao thông công cộng



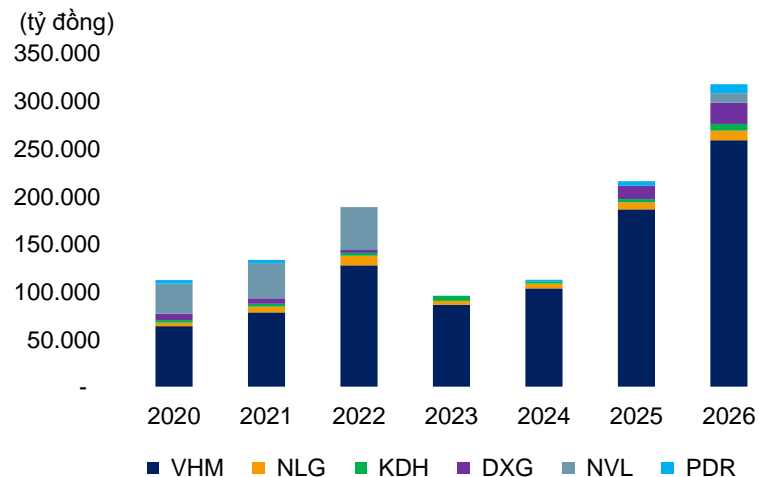
- Các dự án hạ tầng trọng điểm phía Bắc gồm Vành đai 4 và Vành đai 5 đang được đẩy nhanh tiến độ, giúp tăng cường kết nối các tỉnh và giảm tải cho Hà Nội. Khi hoàn thành, hai tuyến này sẽ tạo trực liên kết vùng quy mô lớn, thúc đẩy phát triển đô thị - công nghiệp và nâng giá trị bất động sản dọc tuyến.
- TP.HCM thúc đẩy các dự án hạ tầng lớn như Vành đai 3-4, Metro và cao tốc liên vùng, từ đó hình thành siêu đô thị mở rộng liên kết Bình Dương – Đồng Nai – Bà Rịa Vũng Tàu, giảm tải giao thông và tạo trục công nghiệp – dịch vụ - logistics mới. Dân cư dịch chuyển từ trung tâm ra các vùng ven nhờ hạ tầng đồng bộ, giảm áp lực giao thông nội bộ.
- TP. HCM sau sáp nhập thúc đẩy mạnh mô hình đô thị TOD với 9 điểm ưu tiên dọc các tuyến Metro và vành đai giúp tái định hình thị trường BĐS theo hướng gắn kết hạ tầng giao thông công cộng.

Tín dụng ngân hàng vẫn là nguồn lực quan trọng, đóng vai trò khơi thông dự án giúp dòng tiền quay trở lại

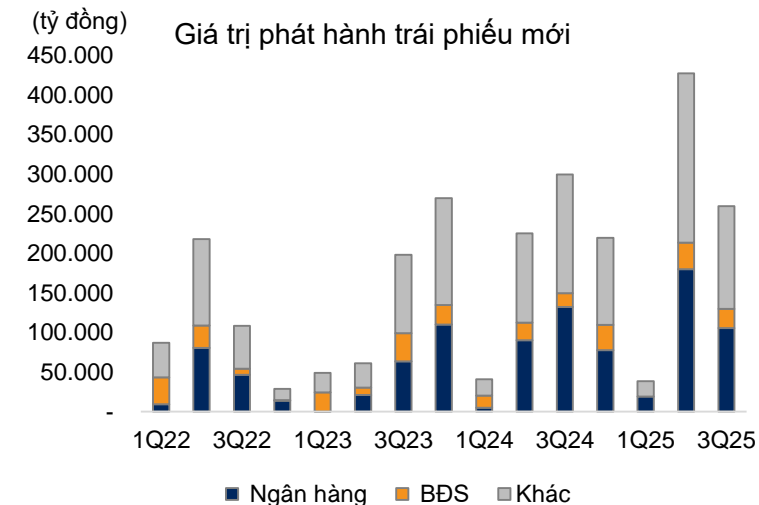
Tín dụng kinh doanh bất động sản 9T25 tăng +35% so với đầu năm, cao vượt trội so với mức +13,4% toàn hệ thống



Doanh số ký bán (presales) dự báo phục hồi mạnh trong giai đoạn 2025-26



... trong bối cảnh thị trường trái phiếu BĐS phát hành mới vẫn còn ảm đạm



- Tín dụng và dòng tiền mở bán dự án (presales) dự kiến là các kênh dẫn vốn chính cho các doanh nghiệp trong bối cảnh thị trường trái phiếu chưa hồi phục mạnh.
- **Tín dụng ngân hàng vẫn sẽ là kênh dẫn vốn chủ đạo của thị trường bất động sản.** Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tín dụng ngân hàng duy trì vai trò chủ đạo trong bối cảnh Chính phủ theo đuổi mục tiêu tăng trưởng GDP cao và mặt bằng lãi suất được giữ ổn định, nhiều khả năng đi ngang hoặc tăng nhẹ trong biên độ ~50bps. Dòng vốn được dự báo sẽ chọn lọc hơn, ưu tiên chảy vào các phân khúc an toàn, nhu cầu ở thực và dự án đáp ứng pháp lý.
- **Presales sẽ trở thành nguồn vốn quan trọng và lành mạnh của thị trường trong năm 2026.** Chúng tôi kỳ vọng doanh số mở bán mới sẽ phục hồi mạnh nhờ loạt dự án đủ điều kiện bán hàng và môi trường thị trường thuận lợi hỗ trợ nhu cầu. Theo ước tính, doanh số mở bán dự phóng 2025/2026 đạt 216 nghìn tỷ (+91% svck) / 318 nghìn tỷ (+47% svck); hoặc 30 nghìn tỷ (+222% svck) / 58 nghìn tỷ (+96% svck) nếu loại trừ VHM.

Định giá hấp dẫn nhưng nhóm này sẽ có sự phân hóa, những doanh nghiệp bài bản, tài chính lành mạnh, bán hàng tốt sẽ có cơ hội hồi phục nhanh hơn

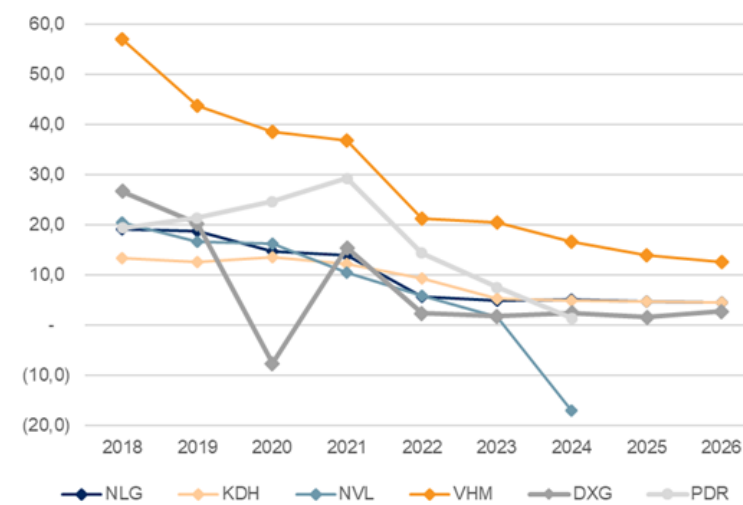
VHM tăng vượt trội sv ngành trong khi các mã khác chỉ tăng nhẹ (đơn vị: đồng)



VHM, KDH và NLG đang giao dịch với mức P/B cao hơn trung bình ngành (đơn vị: lần)



VHM, KDH và NLG là nhóm các DN có mức ROE cao nhất trong ngành



- Chúng tôi ưa thích KDH và NLG trong năm 2026 nhờ việc đã chuẩn bị sẵn nguồn cung, tài chính, sẵn sàng đón nhận giai đoạn ghi nhận doanh thu trong năm 2026.
- Chúng tôi cho rằng động lực tăng giá cổ phiếu trong năm tới sẽ đến từ việc đẩy nhanh triển khai dự án, cải thiện pháp lý, tiến độ hạ tầng và khả năng huy động vốn. Những yếu tố này sẽ giúp doanh nghiệp tăng dòng tiền và thúc đẩy tốc độ ghi nhận doanh thu

KDH | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND41.800 | Tăng trưởng DT thuần | (27,1%) | 52,1% | 41,8% | 15,9% | (4,0%) |
| Tiềm năng tăng giá | 24,8% | Tăng trưởng EPS | (35,1%) | 13,2% | 17,0% | 6,7% | 7,6% |
| Tỷ suất cổ tức | 0% | Biên lợi nhuận gộp | 73,2% | 52,8% | 54,5% | 63,2% | 50,4% |
| Tổng lợi tức | 24,8% | Biên LN ròng | 33,0% | 24,6% | 20,3% | 18,7% | 20,9% |
| Vốn hóa (tr USD) | 1.388 | P/E (x) | 36,7 | 45,5 | 44,0 | 45,8 | 47,2 |
| GTGD BQ 3 tháng (tr USD) | 7,1 | Rolling P/B (x) | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 0,3 | ROAE | 5,2% | 4,6% | 4,7% | 4,6% | 4,8% |
| P/B hiện tại | 2,0 | Nợ ròng trên VCSH | 16,8% | 19,2% | 27,8% | 33,2% | 41,2% |

Luận điểm đầu tư:
Mở bán Gladia tạo cú hích tăng trưởng giữa bối cảnh thị trường thuận lợi

KDH đã cho ra mắt thị trường dự án Gladia vào tháng 7, sau khi nhận chứng nhận BCA – yếu tố giúp gia tăng giá trị sản phẩm và cho phép mức giá bán cao hơn (ước tính trung bình khoảng 230 triệu VND/m² cho phân khúc thấp tầng). Dự án chính thức được mở bán vào tháng 9, với phần lớn căn thấp tầng đã hoàn thiện, cho phép bàn giao ngay, giúp thu tiền và ghi nhận DT nhanh chóng. Song song đó, bối cảnh vĩ mô thuận lợi với lãi suất duy trì ở mức hấp dẫn và khả năng tiếp cận tín dụng được cải thiện đã củng cố đà bán hàng, góp phần nâng triển vọng lợi nhuận của KDH trong năm nay.

Gladia dẫn dắt tăng trưởng 2025/26, trong khi quỹ đất hỗ trợ mở rộng dài hạn

Gladia sẽ là động lực tăng trưởng chính, đóng góp khoảng 65% lợi nhuận ròng năm 2025 và 100% năm 2026. Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ bắt đầu xây dựng hạ tầng giai đoạn 1 dự án Solina (13ha, 500 căn thấp tầng) trong Q3/25, hướng tới mở bán vào 2027 và ghi nhận dần DT trong giai đoạn 2027–2031, trong khi KCN Lê Minh Xuân 2 (89ha) dự kiến sẽ bắt đầu cho thuê từ 2027. Về dài hạn, dự án Tân Tạo (329ha, đã giải phóng 85–90%) được kỳ vọng trở thành động lực tăng trưởng then chốt, cùng với các dự án Phong Phú 2 (40ha) và Bình Trưng Đông (18ha).

Sức khỏe tài chính vững chắc bảo đảm khả năng triển khai dự án

Chiến lược triển khai dự án thận trọng và gói đầu của KDH giúp đảm bảo dòng tiền ổn định. Chúng tôi kỳ vọng tổng nhu cầu vốn giai đoạn 2025–2029 khoảng 42,8 nghìn tỷ VND, trong đó 11,6 nghìn tỷ VND sẽ được tài trợ bằng nợ vay. Với phần lớn nguồn vốn đến từ VCSH và khách hàng trả tiền trước, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ ròng/VCSH sẽ duy trì an toàn dưới 50%, hỗ trợ cấu trúc tài chính lành mạnh và khả năng tiếp cận nguồn vốn thuận lợi trong bối cảnh vĩ mô ổn định.

Đà hồi phục mở ra cơ hội định giá lại

Trong quá khứ, hệ số P/B của KDH thường dao động quanh mức trung bình 5 năm là 2.x. Khi KDH, cùng với toàn ngành, bước vào giai đoạn hồi phục, được hỗ trợ bởi môi trường vĩ mô tích cực, cải cách pháp lý và lợi thế từ danh mục dự án/quỹ đất, chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ tạo cơ hội cho KDH được định giá lại lên mức P/B trên 2.x, phù hợp với mục tiêu 2,2x trong năm. P/B kỳ vọng hiện tại là 1,6x cho thấy dư địa tăng giá đáng kể.

NLG | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND42.200 | Tăng trưởng DT thuần | (26,7%) | 126,2% | (20,6%) | 15,6% | 27,3% |
| Tiềm năng tăng giá | 18,2% | Tăng trưởng EPS | (13,0%) | 7,1% | 48,0% | 10,0% | 18,8% |
| Tỷ suất cổ tức | 1,2% | Biên lợi nhuận gộp | 49,1% | 42,5% | 42,2% | 41,8% | 42,0% |
| Tổng lợi tức | 19,4% | Biên LN ròng | 15,2% | 7,2% | 13,4% | 12,8% | 11,9% |
| Vốn hóa (tr USD) | 587 | P/E (x) | 26,1 | 30,9 | 22,6 | 20,5 | 17,3 |
| GTGDDBQ 3 tháng (tr USD) | 4,8 | Rolling P/B (x) | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,3 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 24,9 | ROAE | 3,6% | 3,7% | 4,7% | 4,6% | 5,1% |
| P/B hiện tại | 1,4 | Nợ ròng trên VCSH | 18,6% | 6,1% | (0,8%) | (4,6%) | (12,5%) |

Luận điểm đầu tư:
Vị thế bền vững giúp duy trì doanh số ký bán tốt và tăng trưởng giá bán

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất thuận lợi, đầu tư cơ sở hạ tầng được đẩy mạnh và tăng trưởng GDP mạnh mẽ hơn sẽ tạo nền tảng hỗ trợ cho thị trường bất động sản. NLG đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng thị trường phục hồi này nhờ vị trí dự án nằm gần các tuyến hạ tầng trọng điểm. Mặc dù giá bất động sản khu vực phía Nam tăng cao trong năm 2025, chúng tôi cho rằng, xét theo chu kỳ, tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn 2020–2025 ở mức ~12%, ngang bằng giai đoạn 2015–2020, và là mức tăng hợp lý. Với những yếu tố này, chúng tôi kỳ vọng các dự án ra mắt trong năm 2025/26 của NLG sẽ duy trì tỷ lệ hấp thụ tốt và vẫn có dư địa để tăng giá nhẹ trong các đợt mở bán mới.

Lợi nhuận từ việc bán 15,1% cổ phần tại dự án Izumi

Vào T7/25, NLG đã bán 15,1% cổ phần tại dự án Izumi cho Tokyu Nhật Bản, qua đó giảm tỷ lệ sở hữu xuống còn 50%. Dự án sẽ không được hợp nhất kể từ Q4/25, và ước tính mang lại khoản DT tài chính ~331 tỷ đồng, chiếm ~55% LNR năm 2025

Doanh số bán hàng vượt kỳ vọng, Q4/25 lập kỷ lục

Chúng tôi nâng dự phóng doanh số ký bán năm 2025/26 do việc mở bán các phân khu sớm hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng giá trị bán BĐS trong Q4/25 sẽ đạt ~4.839 tỷ đồng, chiếm 49% tổng doanh số ký bán năm 2025 và tăng 188% svck, mức cao nhất trong các năm gần đây. Năm 2026, chúng tôi dự báo doanh số bán trước bất động sản sẽ tăng 55% svck, đạt ~15.225 tỷ đồng, chủ yếu đến từ dự án Southgate, Mizuki và Izumi.

Giá cổ phiếu hiện tại vẫn tiềm ẩn dư địa tăng

Mặc dù lãi suất tăng nhẹ có thể ảnh hưởng đến tâm lý thị trường trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng NLG và thị trường bất động sản nói chung vẫn sẽ tiếp tục xu thế phục hồi. Theo đó, giá mục tiêu của chúng tôi hàm ý mức P/B năm 2026 là 1,53 lần, bằng mức trung bình 5 năm. Với mức P/B 2026 hiện tại là 1,36 lần, chúng tôi cho rằng mức định giá này khá hấp dẫn.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty | Mã | Quốc gia | Vốn hóa | Doanh thu | Nợ/VCSH | EV/EBITDA | ROE | ROA | P/E | P/B |
|--|---------------|----------|-----------------|---------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| | | | tr USD | tr USD | % | % | % | (x) | (x) | |
| CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền | KDH VN Equity | VN | 1.387,95 | 130,89 | 19,15 | 25,17 | 5,10 | 2,95 | 40,72 | 2,03 |
| Công ty Cổ phần Vinhomes | VHM VN Equity | VN | 15.091,83 | 4.085,00 | 21,35 | 27,13 | 12,72 | 4,11 | 15,20 | 1,83 |
| Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long | NLG VN Equity | VN | 587,18 | 287,28 | 6,14 | 8,96 | 8,54 | 2,94 | 16,54 | 1,36 |
| Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh | DXG VN Equity | VN | 737,56 | 191,45 | 34,40 | 23,52 | 3,31 | 1,20 | 42,77 | 1,42 |
| Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt | PDR VN Equity | VN | 705,50 | 32,80 | 44,17 | 54,56 | 1,77 | 0,86 | 88,85 | 1,56 |
| Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư Novaland | NVL VN Equity | VN | 1.042,56 | 362,23 | 120,38 | 30,13 | (10,62) | (1,63) | N/A | 0,68 |
| Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Phát triển | DIG VN Equity | VN | 438,44 | 51,94 | 26,97 | 26,50 | 4,34 | 1,84 | 36,86 | 1,57 |
| <i>Trung vị</i> | | | <i>721,53</i> | <i>239,37</i> | <i>30,68</i> | <i>26,81</i> | <i>3,83</i> | <i>1,52</i> | <i>36,86</i> | <i>1,49</i> |
| <i>Trung bình</i> | | | <i>3.100,51</i> | <i>835,12</i> | <i>42,23</i> | <i>28,46</i> | <i>3,34</i> | <i>1,55</i> | <i>40,04</i> | <i>1,41</i> |

BĐS Khu công nghiệp



Định giá hiện ở mức hấp dẫn

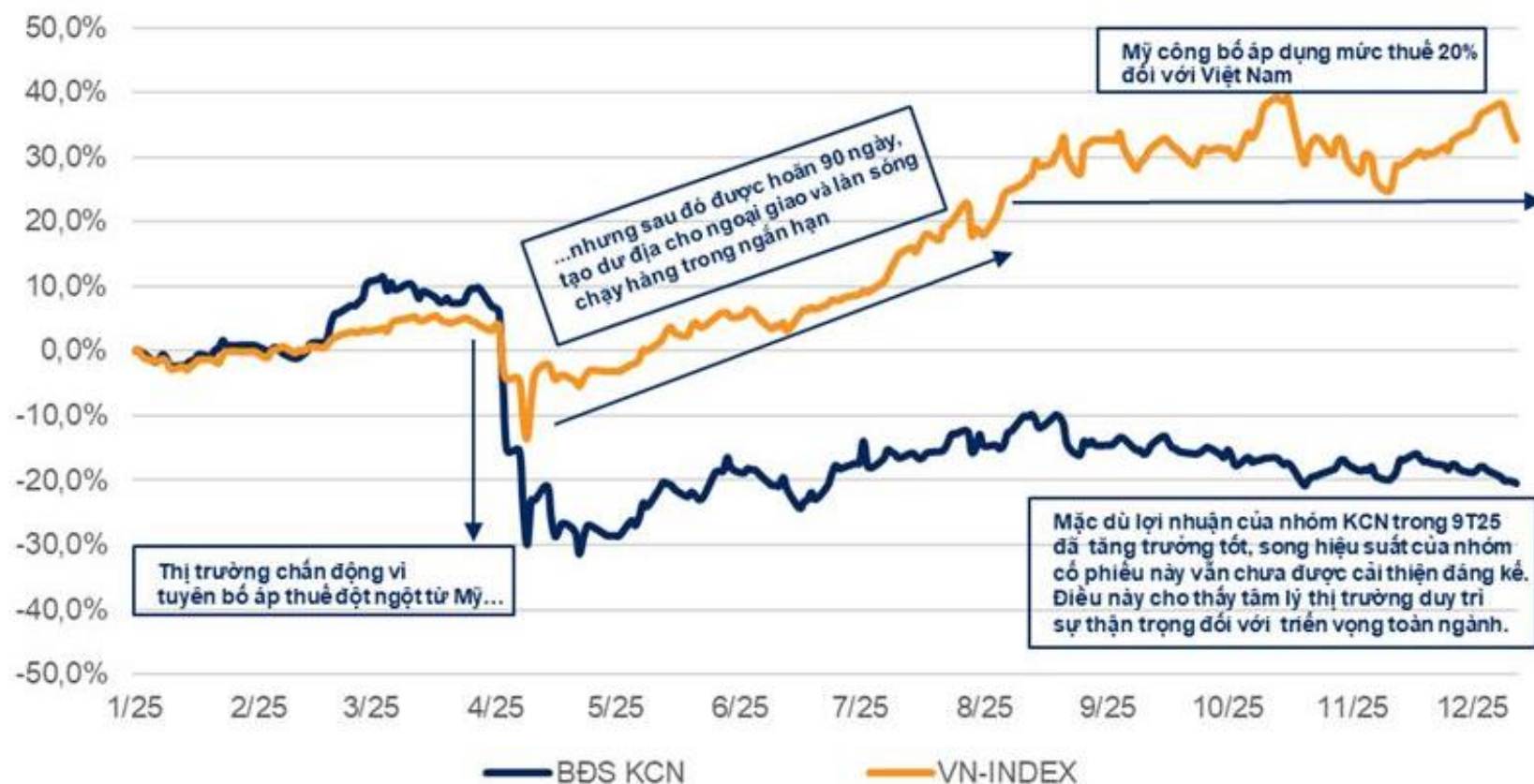
- Bức tranh thuế quan đang dần trở nên tích cực hơn dành cho triển vọng ngành BĐS KCN.
- Thị trường hiện đang thận trọng với ngành, phản ánh ở định giá P/B đa số ở dưới mức trung bình 3 năm.
- Chúng tôi duy trì kỳ vọng khả năng thu hút FDI của Việt Nam tích cực trong trung và dài hạn.

Cổ phiếu theo dõi

| Cổ phiếu | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|----------|--------------|---|
| PHR | 68.400 | <ul style="list-style-type: none">• Mảng cao su có thể chậm lại trong ngắn hạn.• DN được kỳ vọng ghi nhận khoản LN từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1.• Định giá PHR hấp dẫn ở mức P/B 1,8 lần, thấp hơn trung bình 5 năm. |

Triển vọng thương mại của Việt Nam trong năm 2025: từ cú sốc ban đầu với mức thuế 46%, sang những lo ngại liên quan đến cách Mỹ định nghĩa hàng hóa “trung chuyển” do tỷ lệ nội địa hóa thấp, trước khi xuất hiện các tín hiệu tích cực hơn sau những nỗ lực trên bàn đàm phán.

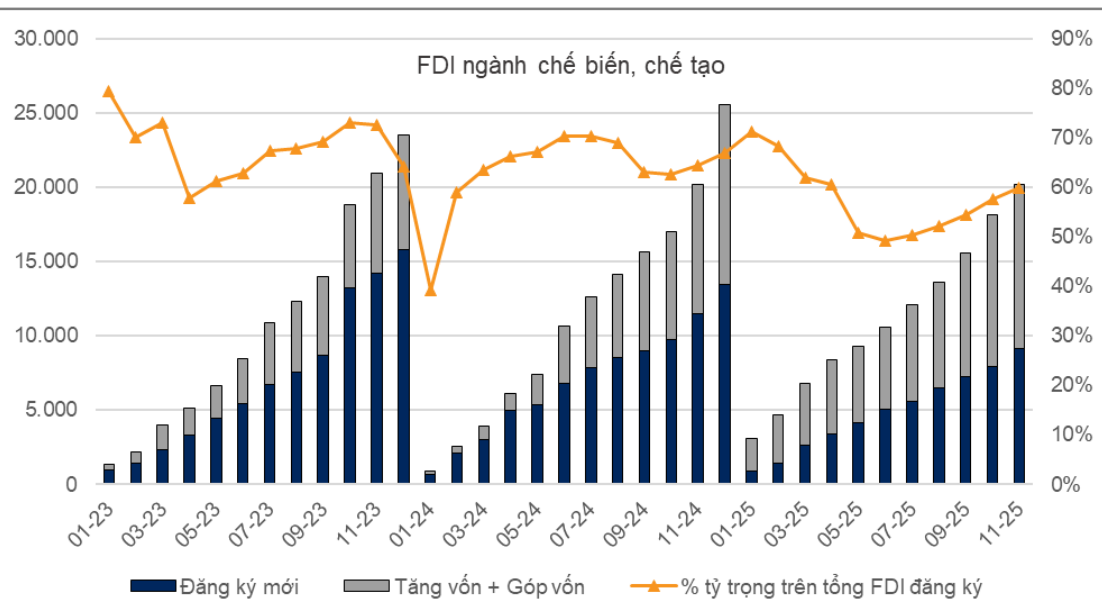
Trong bối cảnh mức thuế quan được xem là tích cực, nhà đầu tư dường như vẫn bỏ rơi nhóm BĐS khu công nghiệp trong nhịp tăng của thị trường trong nửa sau của năm 2025



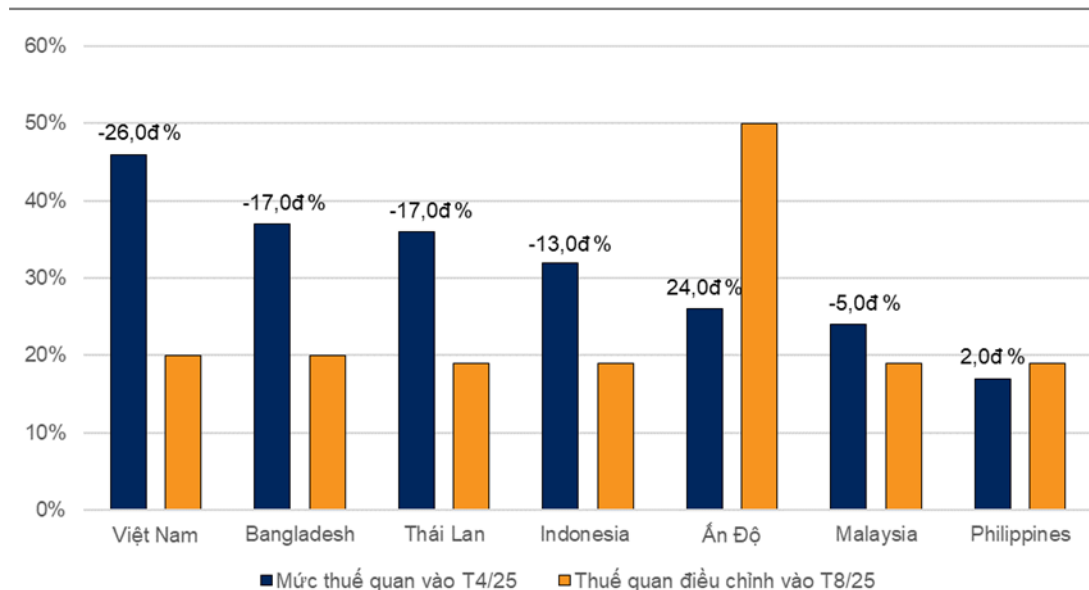
- Bức tranh thuế quan của Mỹ trong năm 2025 diễn biến đặc biệt phức tạp, nhất là đối với Việt Nam. Ngay trong ngày đầu công bố vào T4/25, Tổng thống Trump đưa ra mức thuế đối ứng lên tới 46% đối với hàng hóa Việt Nam – cao nhất trong nhóm các quốc gia ASEAN. Sau đó, Nhà Trắng thông báo lùi thời điểm thực thi các mức thuế này thêm 90 ngày. Động thái này giúp cải thiện tâm lý thị trường trong ngắn hạn, tuy nhiên không lan tỏa sang nhóm BĐS KCN, khi triển vọng của ngành vẫn đối mặt với nhiều nghi ngại cả trong ngắn và dài hạn.
- Mặc dù trong 9T25, HĐKD của phần lớn DN BĐS KCN ghi nhận tăng trưởng svck, song các con số này vẫn chưa đủ thuyết phục thị trường. Trong bối cảnh VN-Index được dẫn dắt chủ yếu bởi nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn, nhóm BĐS KCN nhiều khả năng sẽ khép lại năm 2025 với mức sinh lời thấp hơn mặt bằng chung của thị trường.

Trong năm 2025, vốn đăng ký FDI duy trì tăng trưởng. Tuy nhiên, bức tranh này có chút thay đổi khi lượng vốn thúc đẩy mức tăng trưởng này đến từ lượng vốn FDI tăng vốn của các doanh nghiệp, trong khi lượng vốn đăng ký mới vẫn còn những tín hiệu thận trọng nhất định.

Vốn FDI đăng ký vào mảng Chế biến chế tạo tăng tốc trong những tháng cuối năm (Đơn vị: triệu USD)



Mức thuế hiện hành của Mỹ tại các quốc gia



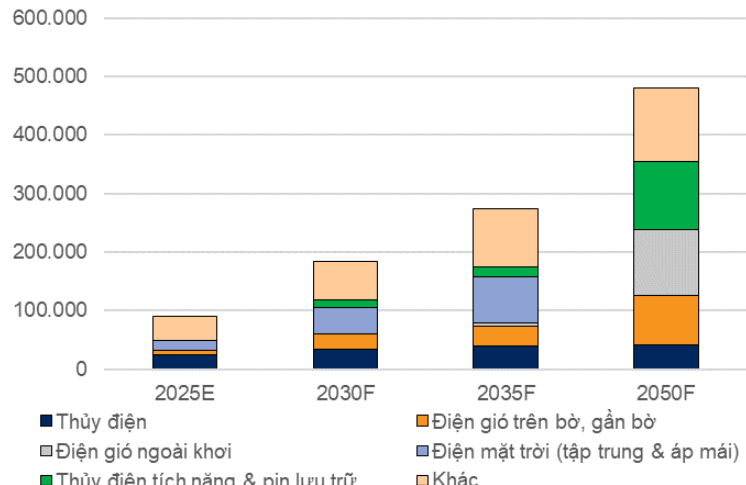
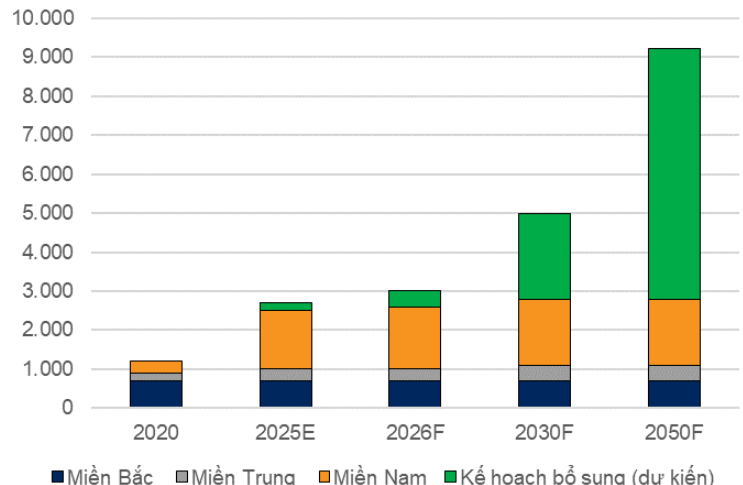
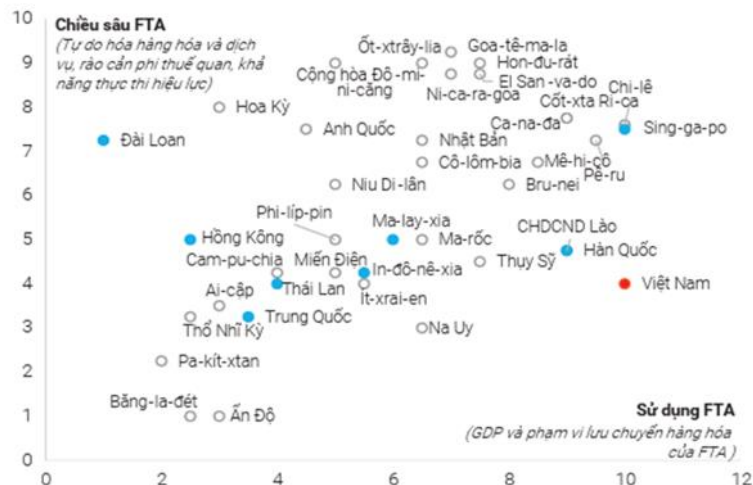
- Ở chiều tích cực, vốn FDI vào lĩnh vực chế biến, chế tạo đã tăng tốc trở lại kể từ T6/25. Tính đến nay, FDI lũy kế 11T25 duy trì ở mức gần tương đương so với cùng kỳ. Đáng chú ý, động lực tăng trưởng trong năm 2025 chủ yếu đến từ dòng vốn FDI đăng ký tăng thêm, cho thấy tín hiệu khả quan khi các DN hiện hữu tiếp tục duy trì niềm tin và gia tăng đầu tư, mở rộng hoạt động sản xuất tại Việt Nam.
- Bước sang Q3/25, sau các nỗ lực đàm phán, Mỹ công bố mức thuế 20% đối với Việt Nam. Dù đây không phải là mức thuế ưu đãi, nhưng mức điều chỉnh này đã giảm đáng kể so với con số 46% trước đó, qua đó giúp Việt Nam duy trì năng lực cạnh tranh tương đối so với các quốc gia sản xuất khác. Diễn biến này cho thấy, để cải thiện triển vọng và gia tăng khả năng thu hút đầu tư, các quốc gia sẽ cần tập trung củng cố nội lực, nâng cao năng lực sản xuất nhằm khẳng định vị thế trong mắt các DN FDI đang cân nhắc quyết định đầu tư.

Việt Nam, với 1 độ mở kinh tế lớn, sau một giai đoạn đẩy mạnh hội nhập thương mại rộng rãi, đã chứng minh là một trong những điểm đến hấp dẫn trong mắt các quốc gia khác trước bối cảnh dịch chuyển chuỗi cung ứng

Việt Nam mức độ hội nhập thương mại rộng rãi, theo đánh giá của World Bank

Kế hoạch đường cao tốc chính của Việt Nam cho tới năm 2050 (Đơn vị: km)

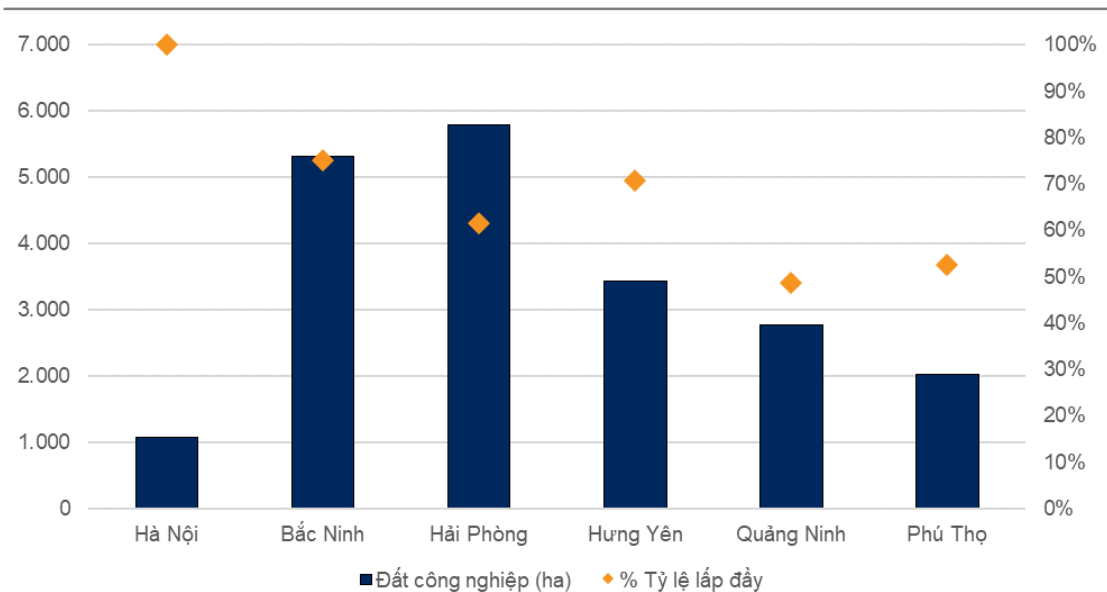
Việt Nam đẩy mạnh công suất năng lượng sạch (Đơn vị: MW)



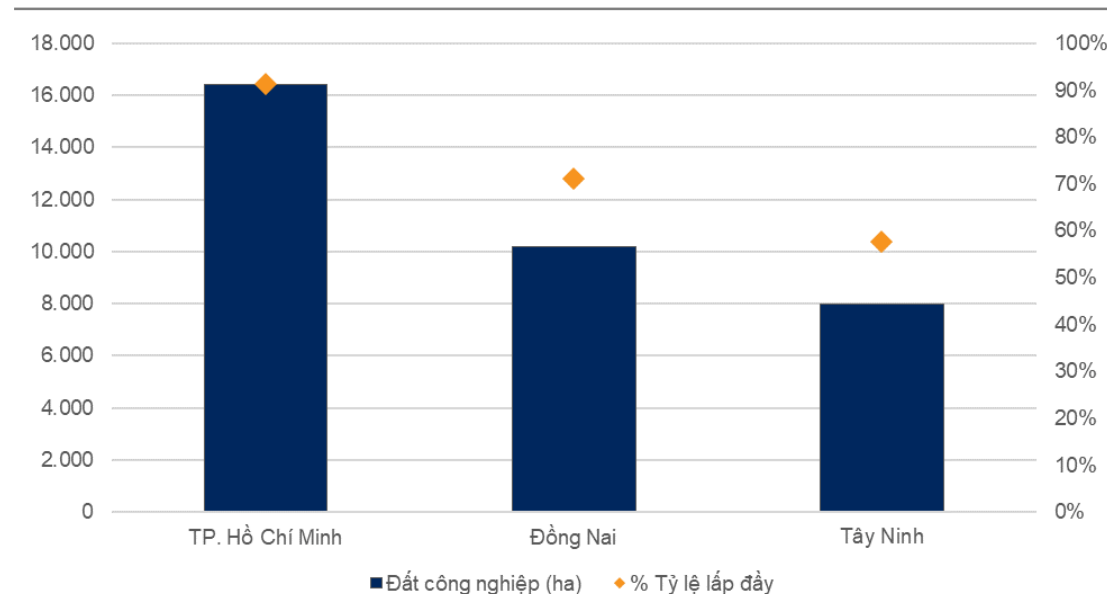
- Nhìn lại quá khứ, Việt Nam đã trở thành một trung tâm sản xuất gia công quan trọng, với khu vực FDI đóng góp tới khoảng 70% giá trị xuất khẩu. Lợi thế về chi phí, nguồn nhân lực dồi dào và mức độ hội nhập thương mại sâu rộng tiếp tục là những yếu tố giúp Việt Nam được xem là điểm đến hấp dẫn trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Để thúc đẩy hợp tác sâu rộng hơn với khu vực FDI, Việt Nam đang đẩy mạnh đầu tư và cải thiện hạ tầng, đồng thời ban hành các chính sách ưu đãi và tăng cường liên kết giữa DN FDI và DN nội địa. Đây là những yếu tố được kỳ vọng sẽ đóng vai trò ngày càng quan trọng trong giai đoạn tới.
- Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI vào Việt Nam vẫn duy trì triển vọng tích cực trong dài hạn, nhờ: (1) môi trường chính sách ổn định và định hướng phát triển công nghệ cao; (2) nền tảng kinh tế nội địa vững chắc cùng hệ thống hạ tầng đang từng bước cải thiện; và (3) xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng toàn cầu.

Kể từ khi thẩm quyền phê duyệt chủ trương đầu tư được phân cấp về địa phương, các tỉnh, thành đã đẩy mạnh việc phê duyệt các dự án KCN, qua đó tạo ra một nguồn cung backlog lớn cho thị trường trong trung và dài hạn.

Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy tại thị trường phía Bắc



Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy tại thị trường phía Nam

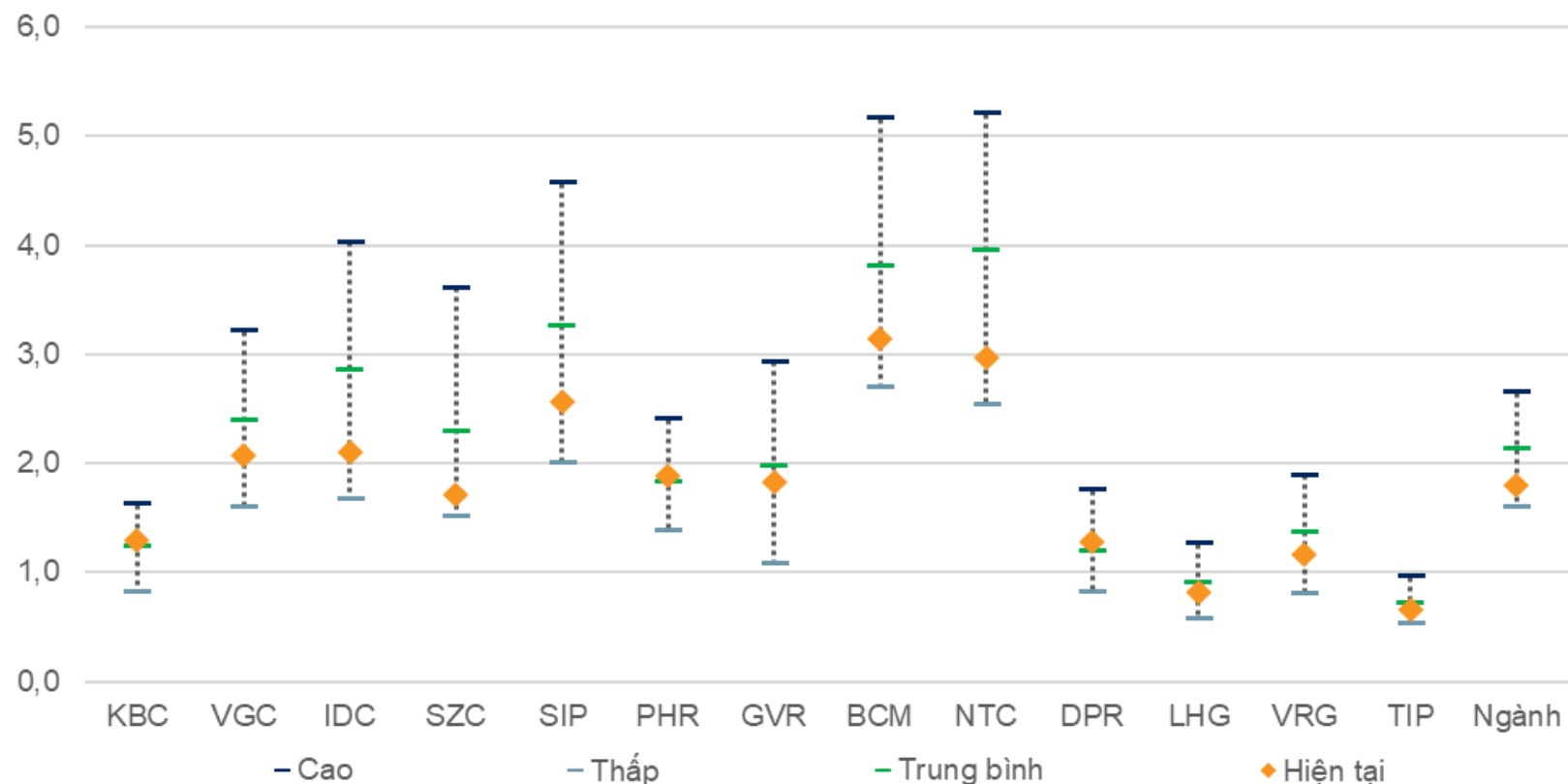


- Tại phía Bắc, trong Q3/25 đã có hơn 700ha đất công nghiệp gia nhập thị trường đến từ các thị trường tại các tỉnh/thành như Phú Thọ, Hải Phòng và Ninh Bình. Tỷ lệ lấp đầy tại hai thủ phủ hàng đầu là Bắc Ninh và Hải Phòng giảm do hai tỉnh Bắc Giang và Hải Dương trước sáp nhập có tỷ lệ lấp đầy trung bình thấp hơn. Giá cho thuê tăng trưởng 4% svck, cho thấy xu hướng bền vững tại các khu vực trọng điểm.
- Thị trường miền Nam, sau khi sáp nhập thì TP. HCM đã chiếm tỷ trọng lớn nhất đạt 47% tổng nguồn cung. Giá cho thuê đạt trung bình 180USD/m²/thời hạn thuê, tăng nhẹ 0,55% svck.
- Trong năm 2025-26, chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê tại hai khu vực trọng điểm sẽ có tốc độ tăng trưởng chậm lại so với giai đoạn 2023-24 trước đó, marginally ở mức 3-5%. Về phía nguồn cung, theo Cushman & Wakefield, thị trường miền Bắc và miền Nam dự kiến sẽ lần lượt có khoảng 6.500 ha/7.300ha đất công nghiệp được bổ sung vào thị trường trong giai đoạn 2025-28.

Nhóm cổ phiếu KCN hiện ở mức định giá hấp dẫn

Đa phần các cổ phiếu BĐS KCN hiện đang ở mức định giá P/B thấp hơn so với trung bình 3 năm.

Phần lớn các cổ phiếu BĐS Khu công nghiệp đang giao dịch ở mức định giá thấp so với nhiều năm, cho thấy tâm lý thị trường vẫn đang rất thận trọng với ngành



- Về diễn biến thị trường, sau nhịp điều chỉnh mạnh từ T4/25, phần lớn cổ phiếu BĐS KCN đã giảm sâu và hiện đang giao dịch ở mức định giá P/B thấp hơn đáng kể so với trung bình 3 năm. Điều này phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước các biến động khó lường của môi trường toàn cầu.
- Riêng KBC vẫn duy trì được mặt bằng giá tương đối tốt, nhờ: (1) cổ phiếu trước đó đã được định giá trong biên độ P/B khá hẹp, khoảng 0,9x–1,5x; và (2) triển vọng tại dự án KĐT Trảng Cát, dự án chiếm tỷ trọng lớn nhất trong định giá, đã ghi nhận những tiến triển rõ ràng hơn.
- Bên cạnh đó, nhóm cao su như PHR và DPR vẫn đang giao dịch ở mức P/B tương đối hấp dẫn, được hỗ trợ bởi LN từ mảng cao su, trong bối cảnh các DN bước vào giai đoạn thanh lý dần vườn cây để chuyển đổi sang quỹ đất công nghiệp.
- Khi mà các nút thắt về triển vọng đang từng bước được tháo gỡ, chúng tôi đưa ra đánh giá Khả quan đối với nhóm BĐS KCN.

PHR | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND68.400 | Tăng trưởng DT thuần | (20,9%) | 20,9% | 13,1% | (2,6%) | 4,2% |
| Tiềm năng tăng giá | 23,9% | Tăng trưởng EPS | (30,0%) | (25,2%) | 14,0% | 211,3% | (24,6%) |
| Tỷ suất cổ tức | 5,4% | Biên lợi nhuận gộp | 24,2% | 25,9% | 25,8% | 25,5% | 25,1% |
| Tổng lợi tức | 29,3% | Biên LN ròng | 45,9% | 28,7% | 29,0% | 92,6% | 67,0% |
| Vốn hóa (tr USD) | 285 | P/E (x) | 12,2 | 16,1 | 14,1 | 4,5 | 6,0 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 0,8 | Rolling P/B (x) | 2,0 | 2,0 | 1,9 | 1,4 | 1,3 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 178 | ROAE | 18,2% | 12,7% | 14,1% | 37,9% | 23,7% |
| P/E trượt | 11,2 | Nợ ròng trên VCSH | 4,5% | (3,3%) | -0,9% | (12,9%) | (11,1%) |

Luận điểm đầu tư:
Mảng cao su có thể chậm lại trong ngắn hạn

Diễn biến giá cao su đảo chiều giảm mạnh tạo sức ép lớn lên các giả định trước đây của chúng tôi. Cùng lúc đó, Trung Quốc là quốc gia nhập khẩu cao su lớn nhất thế giới cũng đang đối mặt với ngành ô tô dư thừa công suất mang tính cấu trúc và chu kỳ giải phóng hàng tồn kéo dài. Khi nhu cầu suy yếu ở nhiều phía, chúng tôi điều chỉnh giảm 5% ASP năm 2025 và giảm 9% sản lượng tiêu thụ năm 2026, cho thấy cao su sẽ không còn đóng vai trò là động lực tăng trưởng trong giai đoạn này.

Tâm lý FDI cải thiện tiếp tục củng cố triển vọng dài hạn

Tâm lý FDI theo hướng tích cực hơn rõ rệt sau khi Mỹ điều chỉnh mức thuế theo hướng linh hoạt và có thể đàm phán. Mức thuế hiện tại của Việt Nam ở nhóm tương đồng các nước trong khu vực cùng khả năng tiếp tục đàm phán giảm sâu hơn nữa giúp củng cố niềm tin vào triển vọng thu hút đầu tư dài hạn của Việt Nam. Chúng tôi giữ nguyên phần lớn các dự phóng hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi chuyển thời điểm ghi nhận doanh thu của Tân Lập I từ 2026 sang 2028 do tiến độ triển khai còn hạn chế.

Bắc Tân Uyên I đưa vào định giá, tạo động lực tăng giá quan trọng

Tăng trưởng lợi nhuận của PHR hiện phụ thuộc lớn hơn vào các dự án khu công nghiệp, trong đó Bắc Tân Uyên I trở thành động lực cốt lõi. Dự án đã vượt qua hầu hết yêu cầu pháp lý chính và PHR đang trong giai đoạn tham vấn nội bộ nhằm chuẩn bị cho đàm phán bồi thường với THACO. Dù điều chỉnh ở mảng cao su khiến lợi nhuận cốt lõi giảm nhẹ, khoản thu nhập một lần từ Bắc Tân Uyên I nâng giá mục tiêu lên 68.400 đồng/cp, tương ứng mức tăng 23.9%.

Định giá PHR hấp dẫn ở mức P/B 1.8 lần, thấp hơn trung bình 5 năm

Giá cổ phiếu PHR đã chịu tác động từ mức thuế suất đáp trả trước đây khiến định giá bị thu hẹp mạnh. Mức P/B hiện tại 1.8 lần trở nên hấp dẫn khi so với mức trung bình 5 năm là 1.9 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi hàm ý mức P/B 2.3 lần phù hợp với các giai đoạn PHR ghi nhận lãi bồi thường từ NTC3 năm 2020 và VSIP giai đoạn 2023–24. Chúng tôi cho rằng định giá đủ hấp dẫn trong bối cảnh triển vọng vĩ mô đang dần cải thiện.

So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty | Mã CK | Vốn hóa | Doanh thu | % svck | LN ròng | % svck | Nợ/VCSH | ROE | P/E trượt | P/B quý |
|---|--------|---------|-----------|--------|---------|--------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | | tr USD | 2024 | | 2024 | | % | % | 12T | trước |
| | | | tr USD | | tr USD | | | | x | x |
| BDS KCN | | | | | | | | | | |
| TCT Đầu tư và Phát triển Công nghiệp | BCM VN | 2.586 | 209 | (34,1) | 83 | (13,1) | 115,4 | 18,2 | 18,6 | 3,2 |
| Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc | KBC VN | 1.278 | 111 | (50,6) | 17 | (79,0) | 114,3 | 7,3 | 19,1 | 1,4 |
| Tổng công ty Viglacera | VGC VN | 746 | 475 | (9,8) | 43 | (9,3) | 48,9 | 15,9 | 14,2 | 2,2 |
| Tổng công ty IDICO | IDC VN | 573 | 353 | 22,2 | 78 | 43,2 | 48,3 | 31,1 | 8,2 | 2,3 |
| Tổng CTCP Phát triển KCN | SNZ VN | 514 | 311 | 8,1 | 38 | 16,3 | 43,5 | 27,5 | 10,6 | 2,7 |
| CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG | SIP VN | 417 | 234 | 16,8 | 46 | 25,6 | 73,9 | 13,9 | 12,2 | 1,6 |
| CTCP Sonadezi Châu Đức | SZC VN | 214 | 35 | 6,5 | 12 | 37,9 | 75,1 | 10,3 | 17,3 | 1,8 |
| CTCP KCN Nam Tân Uyên | NTC VN | 146 | 15 | 56,6 | 12 | 5,7 | 240,2 | 32,5 | 9,8 | 3,1 |
| CTCP Long Hậu | LHG VN | 56 | 17 | 7,1 | 7 | 10,8 | 10,9 | 17,3 | 5,0 | 0,8 |
| Trung bình | | | | 2,5 | | 4,2 | 85,6 | 19,3 | 12,8 | 2,1 |
| Trung vị | | | | 7,1 | | 10,8 | 73,9 | 17,3 | 12,2 | 2,2 |
| Cao su | | | | | | | | | | |
| Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam | GVR VN | 4.124 | 1048 | 18,6 | 165 | 60,6 | 12,1 | 8,2 | 17,4 | 2,6 |
| Cao su Đồng Phú | DPR VN | 126 | 48 | 17,7 | 11 | 33,5 | 0,0 | 11,6 | 9,6 | 1,3 |
| Cao su Bà Rịa | BRR VN | 78 | 16 | (2,2) | 5 | (2,2) | 0,0 | 9,7 | 19,7 | 1,9 |
| Cao su Tân Biên | RTB VN | 95 | 46 | 24,2 | 14 | 93,7 | 5,4 | 21,6 | 9,2 | 1,9 |
| Đầu tư Cao su Đắk Lắk | DRI VN | 35 | 18 | 5,9 | 4 | 47,3 | 5,2 | 13,4 | 15,7 | 2,2 |
| Trung bình | | | | 12,8 | | 46,6 | 4,5 | 12,9 | 14,3 | 2,0 |
| Trung vị | | | | 17,7 | | 47,3 | 5,2 | 11,6 | 15,7 | 1,9 |
| Trung vị hỗn hợp | | | | | | | 39,5 | 14,4 | 11,2 | 2,0 |
| Cao su Phước Hòa | PHR VN | 284 | 64 | 20,9 | 18 | (24,2) | 1,5 | 16,9 | 11,2 | 1,9 |

Cảng & Vận tải biển



Chậm lại tạo đà cho đường dài còn nhiều dư địa

- Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá cước container và giá cho thuê tàu container sẽ hạ nhiệt trong giai đoạn tới khi mà gián đoạn tại biển Đỏ đã hạ nhiệt
- Sản lượng container Việt Nam ghi nhận mức tăng mạnh nhờ yếu tố thuế quan, tuy nhiên đây nhiều khả năng chỉ mang tính nhất thời và khó duy trì sang năm 2026.
- Nguồn cung (hạ tầng cảng biển, đội tàu container) được dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh trong những năm tới.

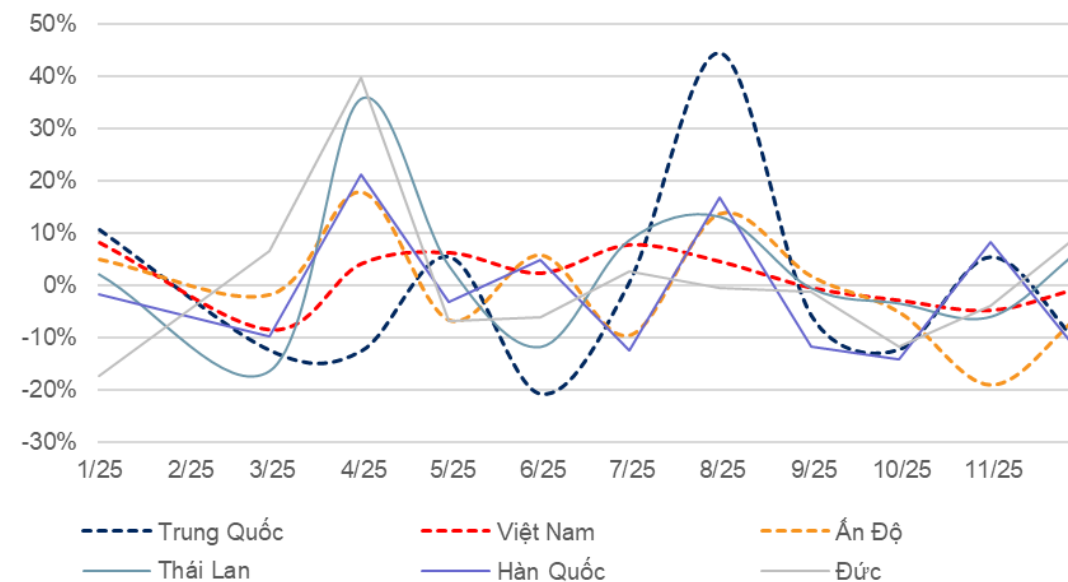
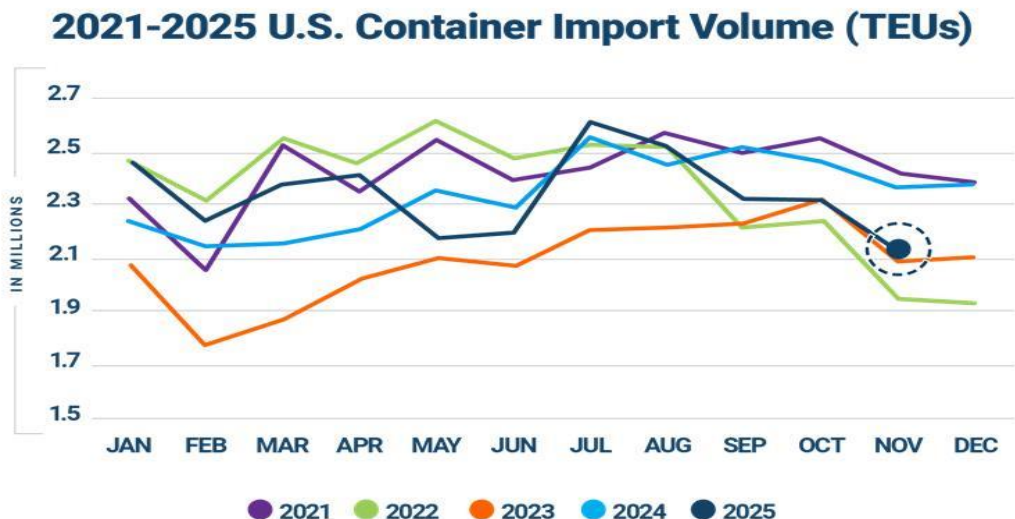
Cổ phiếu ưa thích

| Cổ phiếu | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|------------|---------------|---|
| GMD | 72.000 | <ul style="list-style-type: none">• Việc dự án NĐV 3 bắt đầu hoạt động là sẽ động lực tạo ra dư địa tăng trưởng trong năm 2026.• Hoạt động thương mại của Việt Nam được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong dài hạn• Chúng tôi kỳ vọng GMD tương xứng với mức định giá P/B 2,3x, với cương vị là doanh nghiệp niếm yết khai thác Cảng biển Container hàng đầu. |

Năm 2025, hoạt động thương mại toàn cầu đối mặt với nhiều biến động khó lường khi cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung leo thang. Phần lớn doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng và vận tải container ghi nhận khối lượng công việc tăng vọt, đặc biệt trong giai đoạn giữa năm.

Sản lượng nhập khẩu container hàng tháng của Mỹ

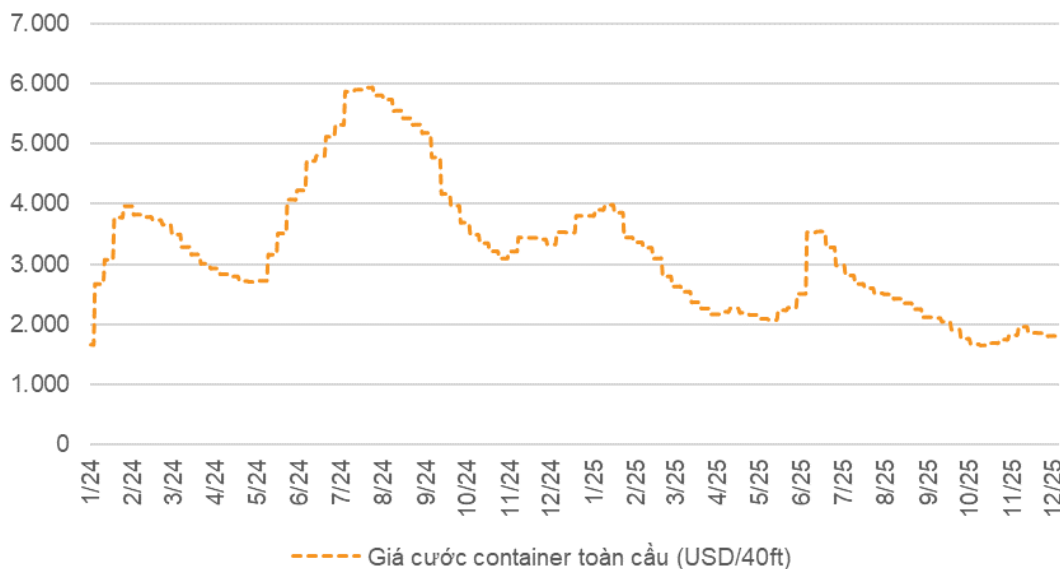
% Thay đổi sv tháng trước sản lượng container nhập khẩu của Mỹ với các quốc gia



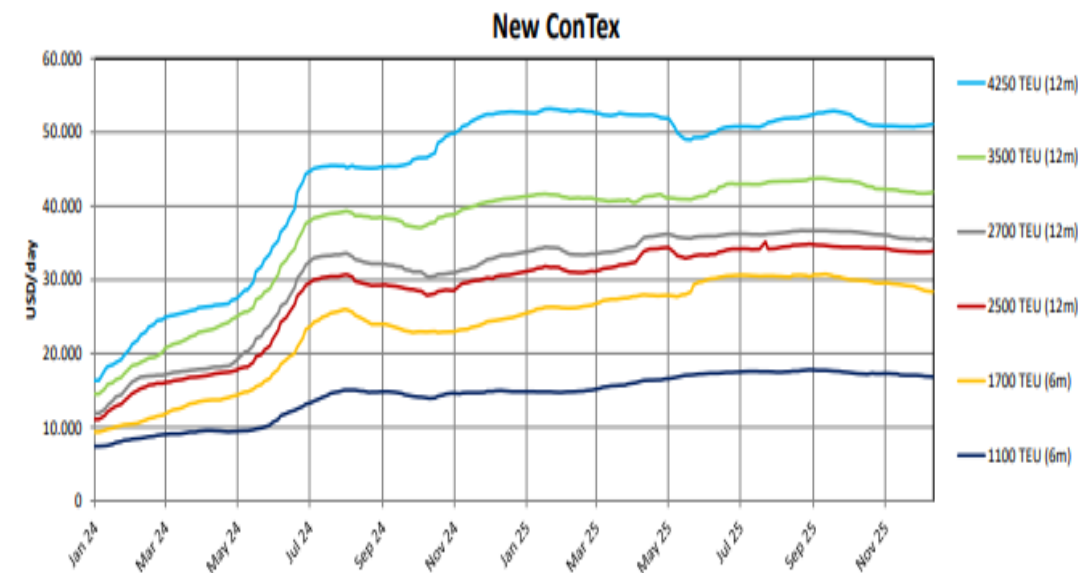
- Kể từ khi Tổng thống Trump công bố chính sách thuế quan đối ứng vào T4/25, lưu lượng hàng hóa trên các tuyến Viễn Đông đi tới cả bờ Đông và bờ Tây Hoa Kỳ gia tăng mạnh. Q2/25 trở thành quý bận rộn nhất của thị trường, qua đó đẩy mùa cao điểm thường niên đến sớm hơn đáng kể so với thông lệ các năm. Trái lại, tại các tuyến còn lại, tiêu biểu là các tuyến giao thương giữa châu Âu và các quốc gia châu Á, sản lượng vận chuyển gần như đi ngang.
- Bước sang những tháng cuối năm, hoạt động thương mại dần hạ nhiệt khi số chuyến tàu bị hủy của các hãng tàu gia tăng. Theo S&P Global Ratings, sản lượng container tại quốc gia nhập khẩu hàng đầu thế giới được dự báo sẽ tiếp tục suy giảm trong năm 2026, chưa xuất hiện tín hiệu phục hồi rõ ràng và nhiều khả năng kéo dài sang năm 2027.

Trong hai năm vừa qua, diễn biến tại Kênh đào Suez đã khiến năng lực vận tải toàn cầu bị bóp nghẹt, tạo nên tình trạng thiếu hụt nguồn cung và đẩy nhu cầu luân chuyển hàng hóa (TEU.miles) lên mức cao bất thường.

Chỉ số container toàn cầu, theo Drewry (USD/40ft)



Giá cước cho thuê theo cỡ tàu

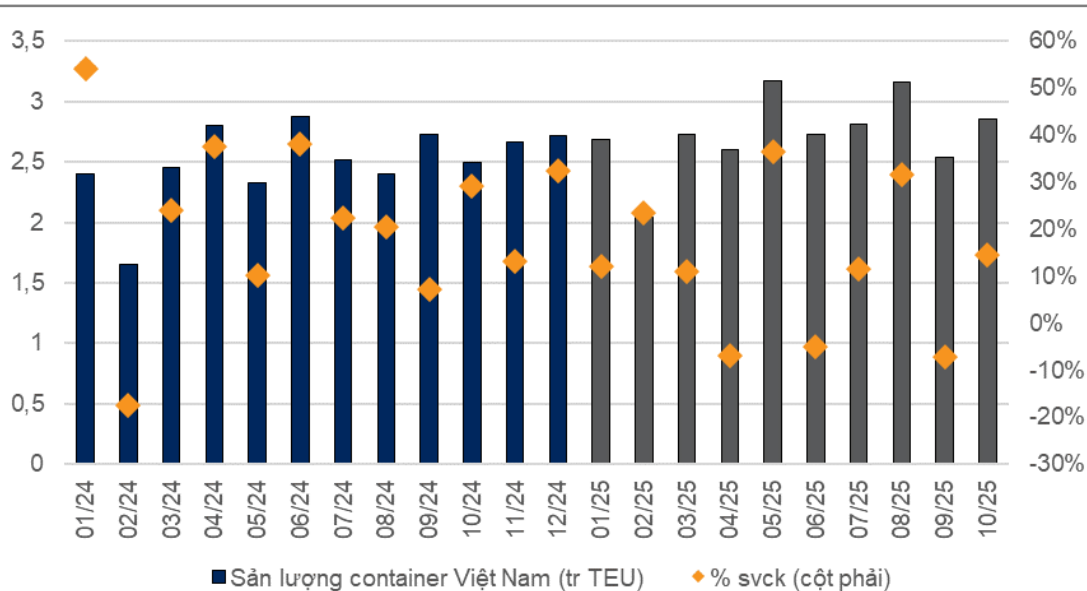


- Đến cuối năm 2025, sự kiện ngừng bán tại biển Đỏ này đang mở đường cho các hãng tàu dần chuyển hướng trở lại Suez, trước mắt là với các tàu cỡ nhỏ. Tuy nhiên, phần lớn hãng vận tải vẫn duy trì thái độ thận trọng, chưa quay lại hoàn toàn. Song song đó, WTO dự báo thương mại toàn cầu trong năm 2025 chỉ tăng khoảng 0,5%, phản ánh một bức tranh bớt biến động. Những yếu tố này, theo chúng tôi, sẽ tạo ra áp lực giảm lên mặt bằng giá cước container toàn cầu trong giai đoạn tới.
- Xét sang thị trường cho thuê tàu, thị trường đang chứng kiến một sự lệch pha lớn giữa cước vận chuyển và cước cho thuê. Đáng chú ý, giá cho thuê tàu cỡ 1.700 TEU – nhóm tàu chủ lực của HAH – ghi nhận mức tăng mạnh nhất trong năm vừa qua, giải thích cho mức tăng trưởng lợi nhuận đột biến của doanh nghiệp trong năm 2025. Điều này một phần là bởi trong 2025, các hãng tàu tiếp tục đặt ưu tiên vào ổn định dịch vụ và duy trì đội tàu tại các quãng ngắn, khiến nhu cầu thuê tàu neo ở mức cao. Tuy nhiên, theo chúng tôi, thị trường cho thuê nhiều khả năng sẽ bước vào nhịp điều chỉnh trong năm 2026. Drewry dự báo giá cước vận tải biển (cả giao ngay lẫn hợp đồng) sẽ giảm khoảng 16% trong năm 2026, kéo giá cước cho thuê về mức hợp lý hơn.

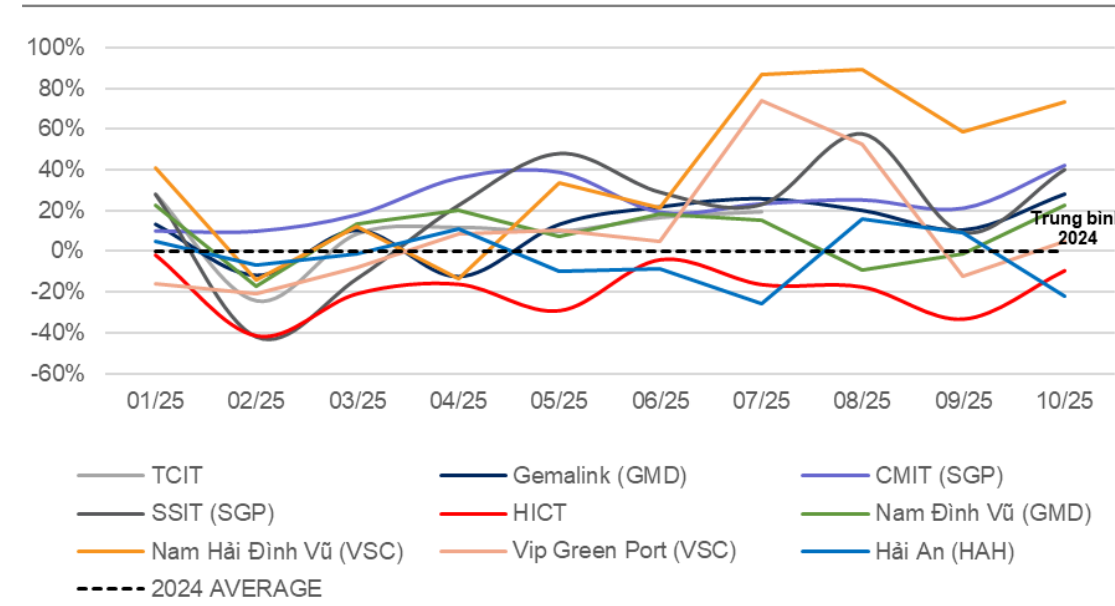
Sản lượng container Việt Nam tăng mạnh nhờ tác động từ thuế quan, song đà tăng này có thể không lặp lại trong năm 2026

Các mức thuế từ 10% trở lên do Tổng thống Donald Trump áp lên hàng nhập khẩu từ hầu hết đối tác thương mại lớn đã gây xáo trộn dòng chảy thương mại trong phần lớn năm 2025. Nhiều nhà nhập khẩu Mỹ đặt hàng sớm để né thuế, đẩy sản lượng vận chuyển tăng mạnh trong năm 2025.

Sản lượng container các cảng tại Việt Nam theo ước tính của chúng tôi (cập nhật vào 30/11/2025)



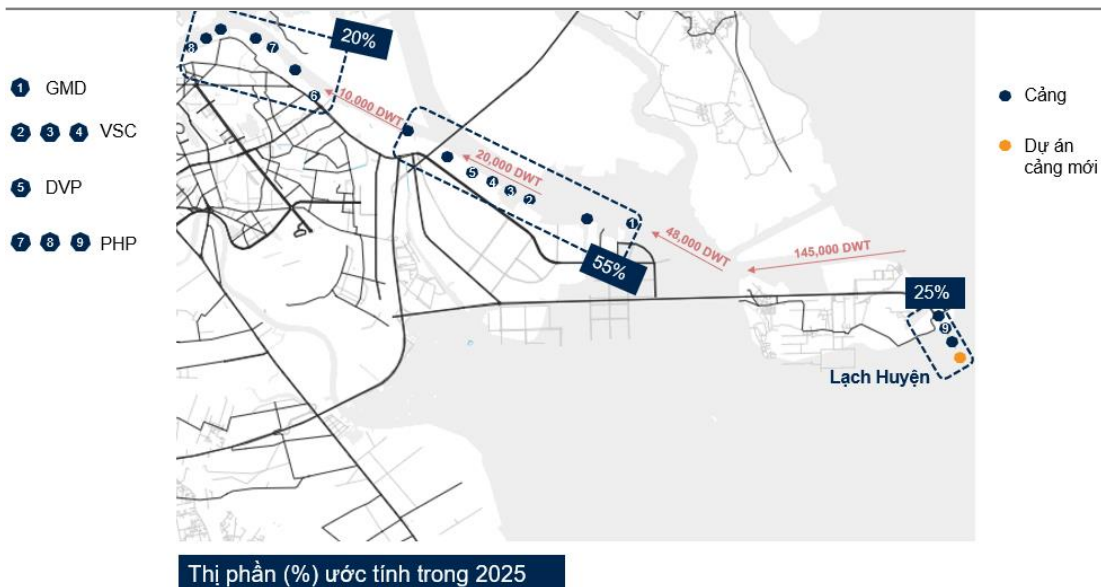
Đa phần các cảng container đều hoạt động trên mức sản lượng trung bình hàng tháng của năm 2024



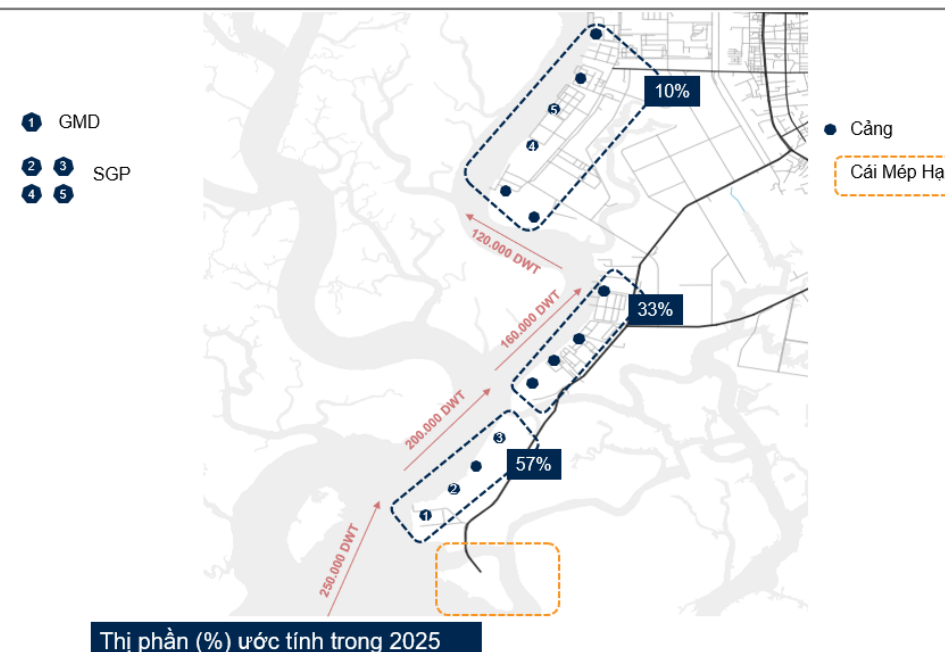
- Trong 10T25, chúng tôi ước tính sản lượng container của Việt Nam tăng khoảng 10,9% svck. Tổng kết năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ giữ ổn định trong các tháng cuối năm, duy trì mức tăng trên 10,5% svck, trong bối cảnh PMI Việt Nam liên tục ở trạng thái tích cực trong giai đoạn gần đây.
- Bước sang 2026, chúng tôi cho rằng thương mại hàng hóa của Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng, nhưng nhịp độ sẽ chậm lại. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng sản lượng container sẽ tăng khoảng 7% svck trong năm 2026.
- Thay vào đó, trên góc độ tầm nhìn dài hạn, chúng tôi cho rằng sản lượng container Việt Nam vẫn được duy trì ở mức tăng trưởng ổn định khi mà 1) triển vọng XNK Việt Nam đã có những điểm sáng đáng kể so với giai đoạn trước đây khi Mỹ điều chỉnh mức thuế theo hướng linh hoạt hơn và có thể đàm phán, 2) Chính phủ nỗ lực đẩy mạnh gia tăng đầu tư, nâng cao chất lượng hạ tầng. Những điều trên sẽ là tiền đề quan trọng để Việt Nam từ đó nâng cao năng lực cạnh tranh trong khu vực, thu hút nguồn vốn FDI chất lượng trong dài hạn và tạo ra động lực cho triển vọng của hoạt động xuất nhập khẩu.

Tại hai cụm cảng hàng đầu của Việt Nam, chúng tôi duy trì quan điểm đẩy mạnh mở rộng công suất ra ngoài phía biển trong dài hạn, đáp ứng xu hướng tàu lớn đến từ các hãng vận tải toàn cầu.

Cụm cảng Hải Phòng



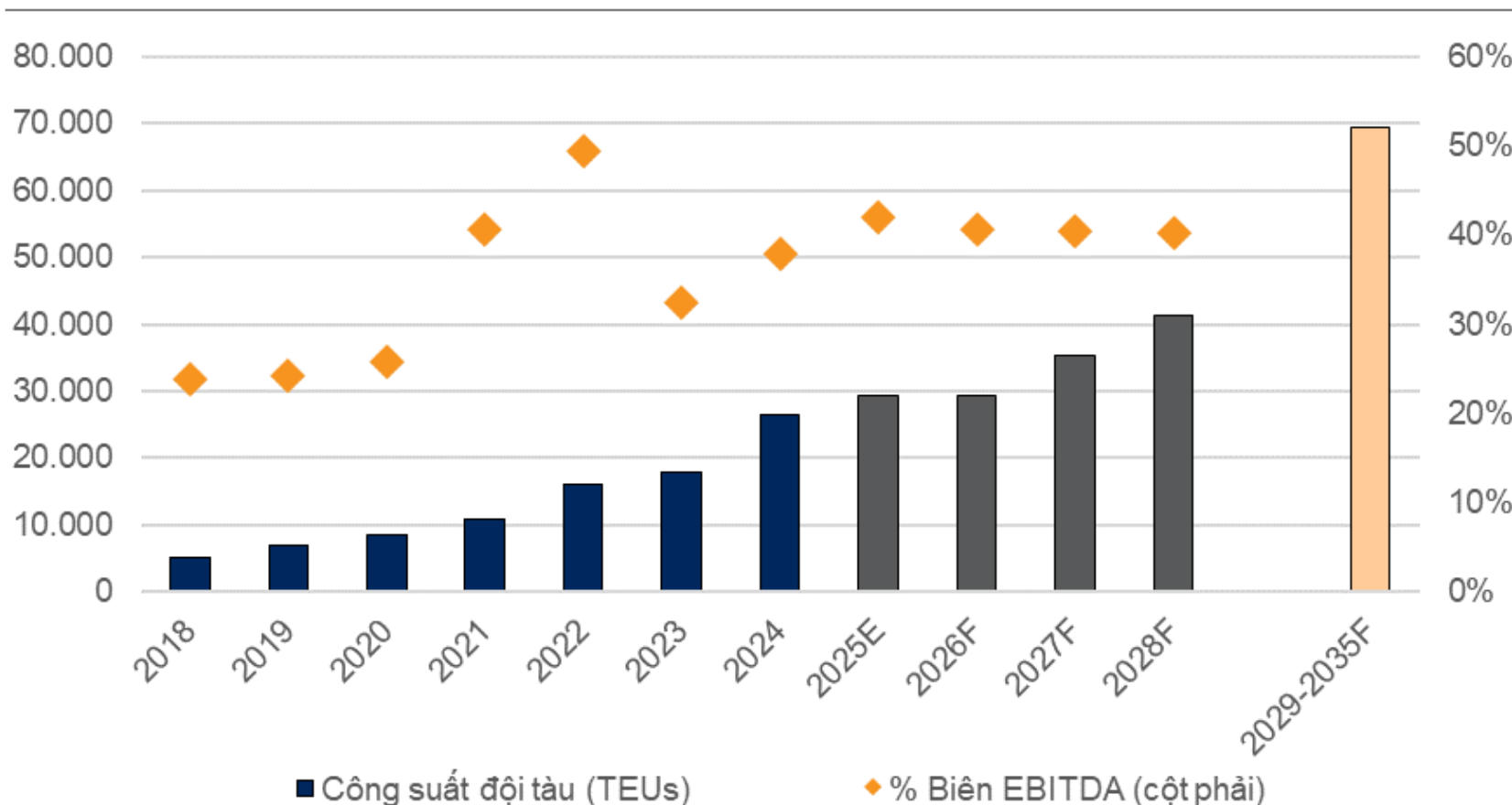
Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (Vũng Tàu, TP. HCM)



- Tại cụm cảng Hải Phòng, bên cạnh hai dự án HTIT và HHIT đi vào hoạt động trong năm 2025, dự án Nam Đình Vũ 3 (650.000 TEUs; +40% tổng công suất) – phần mở rộng tiếp theo của cụm Nam Đình Vũ (vị trí số 1 trên hình trái) của GMD – cũng đã được đưa vào khai thác từ cuối năm. Trong trung hạn, cụm cảng dự kiến sẽ bổ sung thêm bến 7 và 8, do CMA–CGM hợp tác cùng Tân Cảng Sài Gòn, với thời điểm vận hành dự kiến trong năm 2028. Về dài hạn, năng lực hạ tầng cảng biển tại Hải Phòng tiếp tục được củng cố nhờ dự án khu bến cảng và trung tâm logistics Nam Đồ Sơn do VinGroup (VIC) đề xuất.
- Tại phía Nam, sau khi được sáp nhập vào TP.HCM, cụm cảng Cái Mép – Thị Vải vẫn duy trì vai trò đầu tàu trong hoạt động xuất nhập khẩu khu vực. Về dài hạn, Trung tâm logistics Cái Mép Hạ được xem là dự án trọng điểm, thu hút sự quan tâm của nhiều doanh nghiệp tư nhân lớn và các liên doanh quốc tế muốn tham gia đầu tư.
- Tựu chung, trong bối cảnh Việt Nam tiếp tục nỗ lực duy trì dòng vốn FDI với tầm nhìn dài hạn, hạ tầng cảng biển là một trong những ưu tiên phát triển hàng đầu. Việc liên tục mở rộng công suất có thể tạo áp lực cạnh tranh trong ngắn hạn, nhưng theo chúng tôi, đây là bước chuẩn bị tất yếu để đáp ứng nhu cầu thị trường đang mở rộng nhanh trong thập kỷ tới.

Trong hai năm vừa qua, diễn biến tại Kênh đào Suez đã khiến năng lực vận tải toàn cầu bị bóp nghẹt, tạo nên tình trạng thiếu hụt nguồn cung và đẩy nhu cầu luân chuyển hàng hóa (TEU.miles) lên mức cao bất thường.

Công suất đội tàu HAH và biên EBITDA, theo dự phóng trong báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi



- Về phía năng lực đội tàu container, HAH là doanh nghiệp đại diện cho đơn vị có đội tàu container hàng đầu, có kế hoạch mở rộng đội tàu, nâng cao công suất rất mạnh mẽ trong giai đoạn sắp tới. Theo ước tính của chúng tôi, trong kịch bản các series tàu đóng mới hoàn thành, công suất của HAH tăng hơn gấp đôi trong giai đoạn mười năm tới. Lượng cung tàu mới dự kiến sẽ nguồn bổ sung dồi dào dành cho lượng hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc trong ngắn và trung hạn, và đưa hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam tới phía Tây bán cầu (châu Âu – châu Mỹ) trong dài hạn.
- Xét chi tiết hơn về góc nhìn dài hạn, chúng tôi cho rằng lượng hàng hóa xuất nhập khẩu của Việt Nam tiếp tục duy trì tích cực. Điều này sẽ kéo theo lượng hàng hóa vận chuyển duy trì sôi động. Do đó, doanh thu hoạt động khai thác tàu – động lực tăng trưởng chính của HAH sẽ được đảm bảo trong giai đoạn dài hạn.

GMD | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND72.000 | Tăng trưởng DT thuần | 21,6% | 25,6% | 13,2% | 4,1% | 5,2% |
| Tiềm năng tăng giá | 22,6% | Tăng trưởng EPS | 120,3% | (48,8%) | 9,1% | 12,9% | 5,5% |
| Tỷ suất cổ tức | 3,7% | Biên lợi nhuận gộp | 46,2% | 45,8% | 43,8% | 43,5% | 43,2% |
| Tổng lợi tức | 26,3% | Biên LN ròng | 57,8% | 57,8% | 27,6% | 28,9% | 33,4% |
| Vốn hóa (tr USD) | 974 | P/E (x) | 8,4 | 10,5 | 19,3 | 16,1 | 13,2 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 6,4 | Rolling P/B (x) | 2,2 | 2,2 | 1,9 | 1,8 | 1,7 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 909 | ROAE | 26,0% | 28,7% | 13,8% | 15,1% | 16,1% |
| P/E trượt | 19,2 | Nợ ròng trên VCSH | 5,7% | 12,3% | 9,3% | 7,4% | 6,2% |

Luận điểm đầu tư:
Triển vọng thương mại dài hạn của Việt Nam vẫn bền vững

Trong dịp công bố thuế quan đợt T8/25 của Mỹ, mức thuế của Việt Nam sẽ ở mức 20%, thấp hơn 26đ % so với mức T4/25. Mức 20% này không hẳn là bất lợi, do phần lớn các đối thủ cạnh tranh nằm ở mức tương tự hoặc thấp hơn một chút (~19%). Chúng tôi cho rằng thương mại của Việt Nam vẫn duy trì được sự vững vàng trong dài hạn, nhờ chính sách ổn định và hỗ trợ đối với FDI. Ngoài ra, khả năng đã được kiểm chứng của Việt Nam trong việc mở rộng mạng lưới thương mại ngang sẽ giúp ngành sản xuất tiếp tục gia tăng đối tác toàn cầu. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng container của GMD giai đoạn 2025–2030 sẽ duy trì tăng trưởng kép 8,0%/năm.

Hàng trung chuyển đang là đám mây treo lơ lửng trên các nhóm ngành sản xuất

Hàng trung chuyển vẫn là mối lo thường trực của ngành sản xuất. Mặc dù chỉ chiếm một phần nhỏ trong sản lượng thông qua của Gemalink, sự bất định trong cách Mỹ định nghĩa “hàng trung chuyển” đã làm dấy lên lo ngại về áp lực sản lượng. Khi cách phân loại này vẫn chưa được làm rõ, gần như không có số liệu cụ thể để xác định tác động tiềm ẩn. Giá cổ phiếu GMD từ đầu năm đến nay đã kém tích cực so với VN-Index, phần nào phản ánh rủi ro này.

Chúng tôi đặt niềm tin vào triển vọng dài hạn của GMD

Chúng tôi duy trì sự tự tin vào triển vọng của Gemalink dựa trên ba yếu tố: (1) sản lượng ổn định với tỷ lệ nội địa hóa cao, đặc biệt tại thị trường phía Nam, đảm bảo nền tảng throughput vững chắc; (2) GMD chủ động đa dạng hóa mở rộng khai thác các tuyến hàng hải mới để giảm phụ thuộc vào hàng xuất sang Mỹ; và (3) chính sách cùng hạ tầng hỗ trợ mạnh mẽ hơn cho cụm cảng Cái Mép sau khi Vũng Tàu sáp nhập vào TP.HCM. Với những động lực này, giá mục tiêu của chúng tôi cho GMD là 72.000 đồng/cp, tương ứng P/B 2,3x, duy trì khuyến nghị Khả quan.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Tên công ty | Mã CP | Vốn hóa (tr USD) | Tăng trưởng EPS 3 năm (%) | P/E | | P/B | ROE (%) | | ROA (%) | | D/E (%) EV/EBITDA | |
|--|---------------|---------------------|---------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------------|-------------|
| | | | | 2024 | TTM | TTM | 2024 | TTM | 2024 | TTM | 2024 | TTM |
| Cảng biển nội địa | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Gemadep | GMD VN | 974,1 | 19,1 | 19,8 | 19,2 | 2,1 | 13,0 | 11,8 | 9,2 | 8,2 | 15,7 | 12,1 |
| CTCP Cảng Sài Gòn | SGP VN | 260,2 | (24,9) | 35,5 | 39,9 | 2,5 | 6,3 | 6,3 | 3,1 | 3,1 | 2,5 | 30,4 |
| CTCP Cảng Đà Nẵng | CDN VN | 121,7 | 7,2 | 11,2 | 9,6 | 1,7 | 17,1 | 18,8 | 12,9 | 13,3 | 23,7 | 4,8 |
| CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ | DVP VN | 113,7 | 7,4 | 9,8 | 9,3 | 2,4 | 23,5 | 25,2 | 20,5 | 21,0 | - | 6,6 |
| CTCP Cảng Đồng Nai | PDN VN | 200,9 | 32,4 | 12,1 | 12,2 | 2,8 | 28,8 | 32,1 | 23,9 | 24,2 | 5,5 | 5,5 |
| CTCP Cảng Cát Lái | CLL VN | 45,0 | 3,1 | 13,1 | 11,4 | 1,9 | 15,4 | 15,5 | 14,4 | 14,0 | 0,4 | 7,0 |
| CTCP Cảng Hải Phòng | PHP VN | 485,4 | 3,6 | 16,9 | 15,8 | 2,3 | 15,3 | 15,3 | 10,4 | 10,4 | 8,0 | 13,7 |
| CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng | TCL VN | 42,1 | 9,7 | 8,6 | 8,4 | 1,8 | 20,4 | 22,2 | 14,2 | 14,4 | 5,2 | 4,6 |
| CTCP Cảng Đoạn Xá | DXP VN | 26,7 | (11,1) | 12,9 | 8,9 | 0,8 | 6,3 | 9,3 | 5,4 | 7,8 | 10,7 | 1,8 |
| CTCP Cảng Rau Quả | VGP VN | 8,6 | (0,7) | 14,8 | 13,2 | 0,9 | 7,4 | 7,2 | 0,3 | 0,4 | 683,4 | 51,1 |
| <i>Trung bình Việt Nam</i> | | <i>245,5</i> | <i>4,0</i> | <i>15,1</i> | | <i>2,0</i> | <i>14,8</i> | | | | <i>72,3</i> | <i>13,8</i> |
| <i>Trung vị Việt Nam</i> | | <i>121,7</i> | <i>3,6</i> | <i>12,9</i> | | <i>2,1</i> | <i>15,3</i> | | | | <i>8,0</i> | <i>6,8</i> |
| Cảng biển khu vực | | | | | | | | | | | | |
| Adani Ports And Special Econ | ADSEZ IN | 32.670,4 | 37,8 | 23,0 | 25,8 | 4,6 | 19,2 | 19,2 | 8,7 | 8,7 | 79,2 | 15,9 |
| Westports Holdings Bhd | WPRTS MK | 4.670,5 | 4,3 | 17,7 | 20,9 | 5,0 | 24,5 | 25,1 | 13,7 | 13,8 | 30,5 | 12,1 |
| Xiamen International Air-A | 600897 CH | 862,2 | 387,4 | 14,7 | 14,3 | 1,3 | 10,0 | 9,8 | 7,7 | 7,4 | 4,1 | NA |
| Gujarat Pipavav Port Ltd | GPPV IN | 868,3 | 27,1 | 16,8 | 19,1 | 3,3 | 17,1 | 17,1 | 13,5 | 13,5 | 2,7 | 9,8 |
| Namyong Terminal Pcl | NYT TB | 113,7 | 34,1 | 7,4 | 8,4 | 1,0 | 14,0 | 11,8 | 7,4 | 6,2 | 70,9 | 5,8 |
| Suria Capital Holdings Bhd | SURIA MK | 132,2 | (1,4) | 18,8 | 17,9 | 0,5 | 3,0 | 2,7 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 6,2 |
| Navkar Corp Ltd | NACO IN | 206,3 | NA | NA | NA | 0,9 | (2,3) | (2,3) | (2,1) | (2,1) | 8,7 | NA |
| <i>Trung bình khu vực</i> | | <i>5.646,2</i> | <i>81,5</i> | <i>16,4</i> | | <i>2,4</i> | <i>12,2</i> | | | | <i>28,3</i> | <i>10,0</i> |
| <i>Trung vị khu vực</i> | | <i>862,2</i> | <i>30,6</i> | <i>17,3</i> | | <i>1,3</i> | <i>14,0</i> | | | | <i>8,7</i> | <i>9,8</i> |

Xuất khẩu



Điểm rơi hồi phục vào nửa sau năm 2026

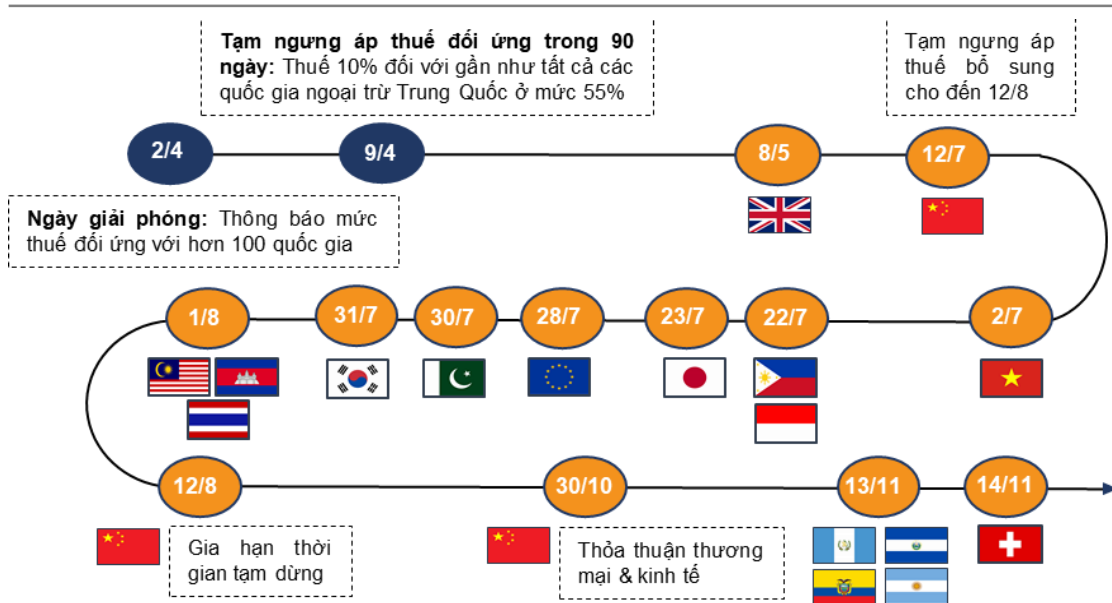
- Căng thẳng thương mại từ thuế đối ứng Mỹ hạ nhiệt sau khi Tổng thống Trump mở cơ hội đàm phán và đưa các tín hiệu về mức thuế thấp hơn cho một số mặt hàng
- Việt Nam đã sớm có được mức thuế thấp hơn nhiều và thuế đối ứng chưa có nhiều tác động tiêu cực lên hoạt động xuất khẩu của Việt Nam
- Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2026 và các mặt hàng nông-thủy sản, máy móc, điện thoại cũng như linh kiện điện tử sẽ có lợi thế về thuế hơn, hỗ trợ xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng

Cổ phiếu ưa thích

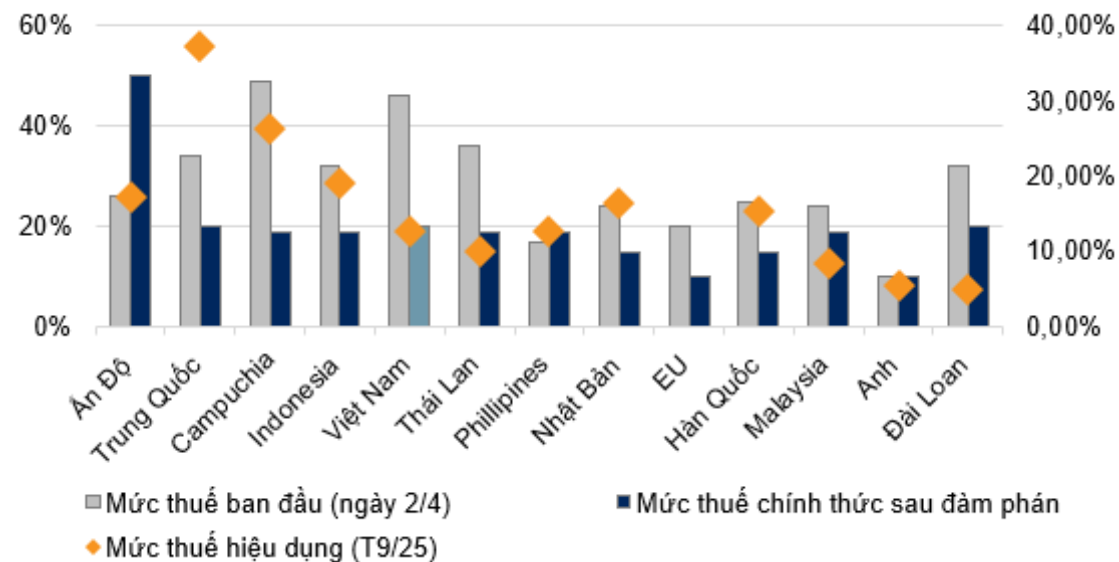
| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|--|
| VHC | 71.300 | <ul style="list-style-type: none">• Mức thuế 20% vẫn nằm trong khả năng ứng phó của VHC• Sản lượng XK sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2025 sau đợt Mỹ gom hàng chạy thuế• Thị trường Mỹ & EU ổn định trong khi thị trường Trung Quốc kém tích cực• Biên lợi nhuận mở rộng nhờ chi phí đầu vào duy trì thấp |

Chúng tôi cho rằng việc Tổng thống Trump tạm hoãn thời gian áp thuế và mở ra cơ hội đàm phán đã giúp căng thẳng thương mại toàn cầu được xoa dịu. Việt Nam đã nhanh chóng và quyết liệt để có được thỏa thuận thương mại sớm với Mỹ, hỗ trợ xuất khẩu.

Việt Nam là quốc gia châu Á đầu tiên có được thỏa thuận thương mại với Hoa Kỳ



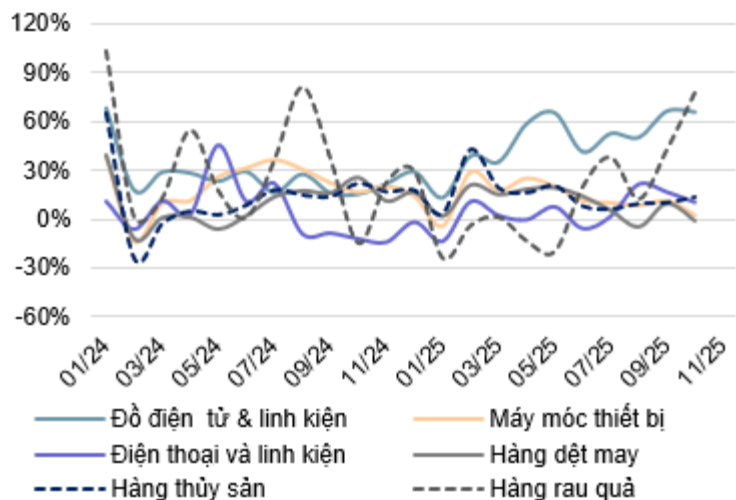
Mức thuế đối ứng chính thức của Việt Nam đã giảm đáng kể so với mức công bố ngày 2/4, và tương đương các quốc gia trong khu vực



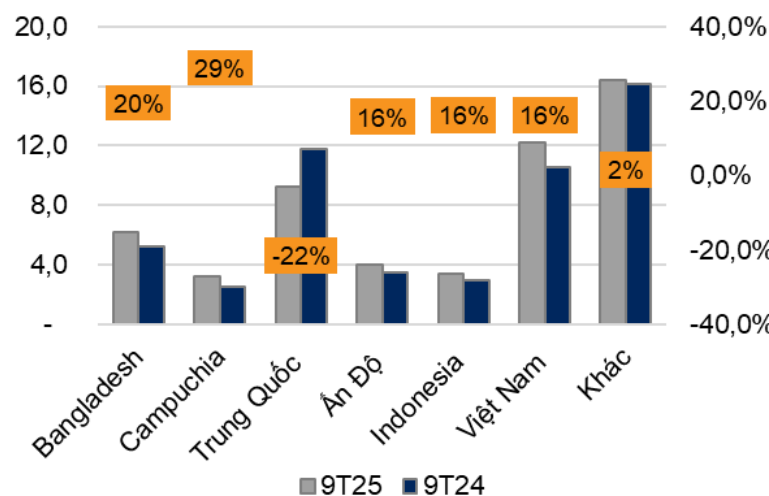
- Căng thẳng thương mại dường như đã hạ nhiệt khi Tổng thống Trump liên tục ký kết các thỏa thuận mới giảm mức thuế đối ứng chính thức với nhiều quốc gia sau nhiều vòng đàm phán và gợi mở về khả năng có thể áp thuế thấp hơn với một số sản phẩm. Phần lớn các nước ở khu vực Châu Á thường xuyên giao thương với Mỹ đã thương lượng được mức thuế mới thấp hơn, trong đó, Việt Nam nổi bật là quốc gia châu Á đầu tiên có được thỏa thuận này.
- Dù có thâm hụt thâm mại lớn hơn nhiều nhưng mức thuế chính thức lại gần như tương đương các quốc gia trong khu vực. Chúng tôi kỳ vọng mức thuế ưu đãi hơn có thể được công bố với một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực như linh kiện điện tử, máy móc, điện thoại và nông sản sau khi Tổng thống Trump thông báo về việc có thể sẽ miễn thuế cho các mặt hàng này.
- Vì vậy, việc mở rộng đàm phán thương mại có thể là tín hiệu tích cực cho thương mại toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng, do đó chúng tôi cho rằng những căng thẳng liên quan đến thuế đã được giảm bớt.

Tác động của thuế đối ứng đối với xuất khẩu các mặt hàng chính của Việt Nam là không đáng kể khi giá trị xuất khẩu vẫn duy trì đà tăng trưởng dương kể cả sau giai đoạn front-loading

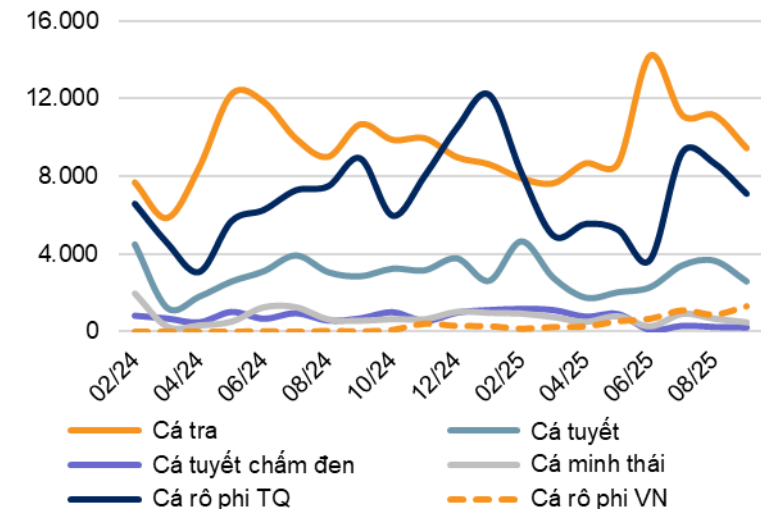
Các mặt hàng xuất khẩu chính vẫn duy trì đà tăng trưởng dương svck



Việt Nam vượt Trung Quốc trở thành đối tác xuất khẩu hàng dệt may lớn nhất sang Mỹ (tỷ USD)



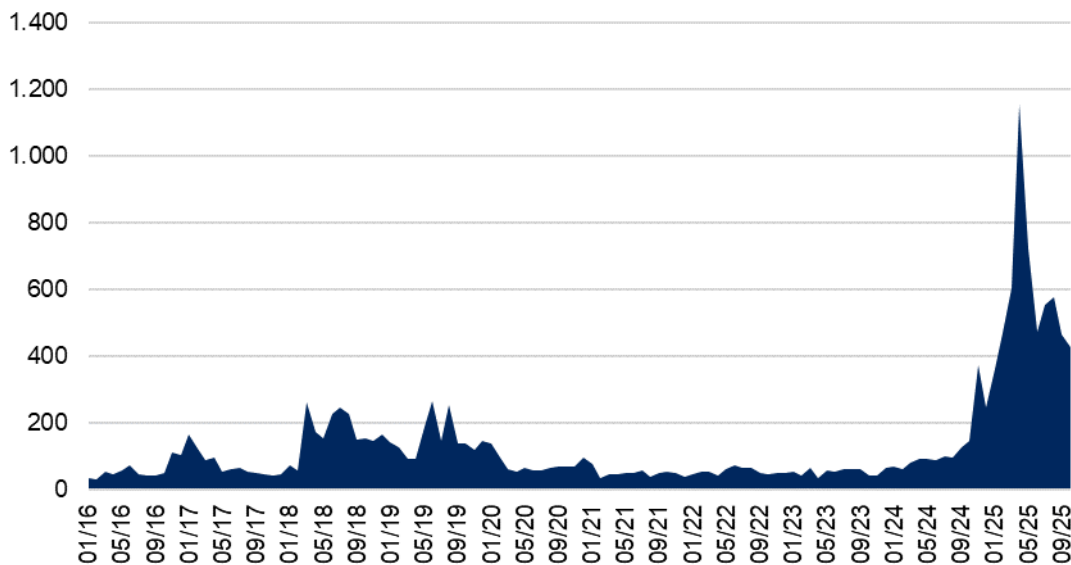
Cá tra dẫn đầu cá thịt trắng nhập khẩu vào Mỹ, trong khi cá rô phi bắt tốc nhờ lợi thế về thuế (nghìn tấn)



- Trong 11T25, xuất khẩu đạt 428,9 tỷ USD, tăng 16,8% svck, với đà tăng trưởng dương được duy trì ở hầu hết các mặt hàng xuất khẩu chính. XK tăng tốt trong cả năm dù có chậm lại trong T4 & T5, sau khi mức thuế đối ứng ban đầu được công bố. Tuy nhiên, đà tăng quay trở lại ngay sau đó nhờ nhu cầu front-loading tại Mỹ và tiếp tục duy trì, cho thấy thuế đối ứng chưa có nhiều tác động đến xuất khẩu của Việt Nam nói chung.
- Xuất khẩu hàng dệt may đã có đợt tăng trưởng tốt trong giai đoạn T5-T7, thúc đẩy bởi nhu cầu front-loading cao điểm tại Mỹ và đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc. Trong 9T25, Mỹ nhập khẩu 12,3 tỷ USD tổng giá trị hàng dệt may từ Việt Nam, và Việt Nam cũng vượt qua Trung Quốc trở thành đối tác xuất khẩu mặt hàng này lớn nhất sang Mỹ với thị phần tăng thêm 2,1đ % svck. Tuy tăng trưởng có dấu hiệu chậm lại trong những tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng đây là một sự bình thường hóa sau một giai đoạn sôi động và kỳ vọng tăng trưởng tốt hơn dần về cuối năm 2026.
- Với mức giá cạnh tranh và thuế thấp hơn nhiều so với đối thủ cạnh tranh chính là cá rô phi Trung Quốc, cá tra đã trở thành cá thịt trắng được nhập khẩu nhiều nhất vào Mỹ trong 9T25. Bên cạnh cá tra, cá rô phi Việt Nam cũng tận dụng cơ hội này tăng tốc xuất khẩu sang thị trường Mỹ

Chúng tôi kỳ vọng XK sẽ mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2026, khi nền kinh tế Mỹ ổn định trở lại và nhu cầu tiêu dùng tốt hơn

Mức độ bất định trong chính sách thương mại đã đạt mức cao nhất lịch sử trong T4/25 và đã giảm đi sau khi các thỏa thuận thuế thấp hơn được đưa ra, xoa dịu căng thẳng thương mại

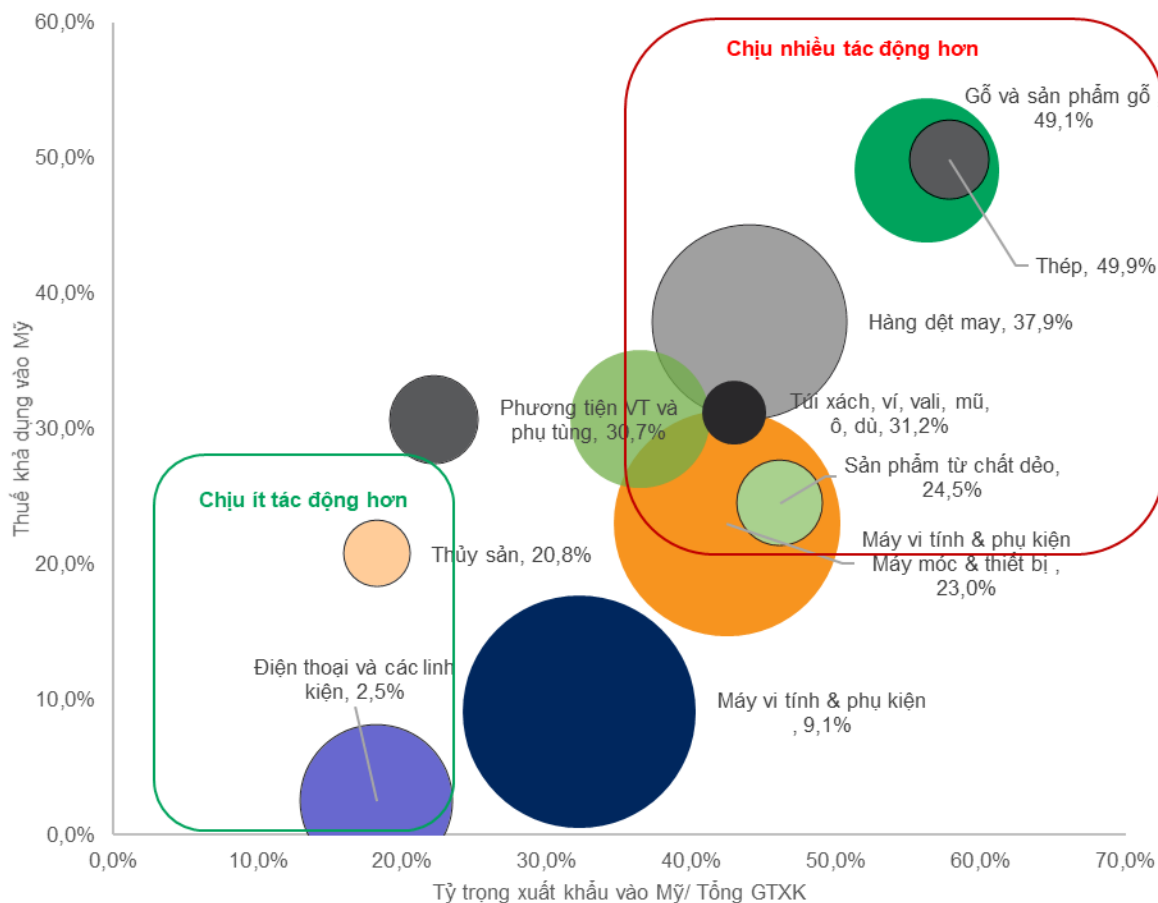


Nền kinh tế Mỹ được dự báo chậm lại trong nửa đầu 2026 và sẽ trở lại tăng trưởng trong nửa sau khi đã thích nghi với mức thuế mới

| Chỉ báo kinh tế | Tổ chức dự báo | 2025 | 2026 | 2027 |
|-------------------|------------------|------|------|------|
| Tăng trưởng GDP | IMF | 2,8% | 1,4% | 1,6% |
| | OECD | 2,0% | 1,7% | 1,9% |
| | ĐH Bang Colorado | 1,6% | 0,7% | 1,7% |
| Lạm phát | IMF | 2,7% | 2,4% | |
| | OECD | 2,7% | 3,0% | 2,3% |
| | ĐH Bang Colorado | 2,8% | 3,4% | 2,3% |
| Tỷ lệ thất nghiệp | IMF | 4,2% | 4,1% | |
| | OECD | 4,2% | 4,4% | 4,4% |
| | ĐH Bang Colorado | 4,2% | 4,6% | 4,7% |

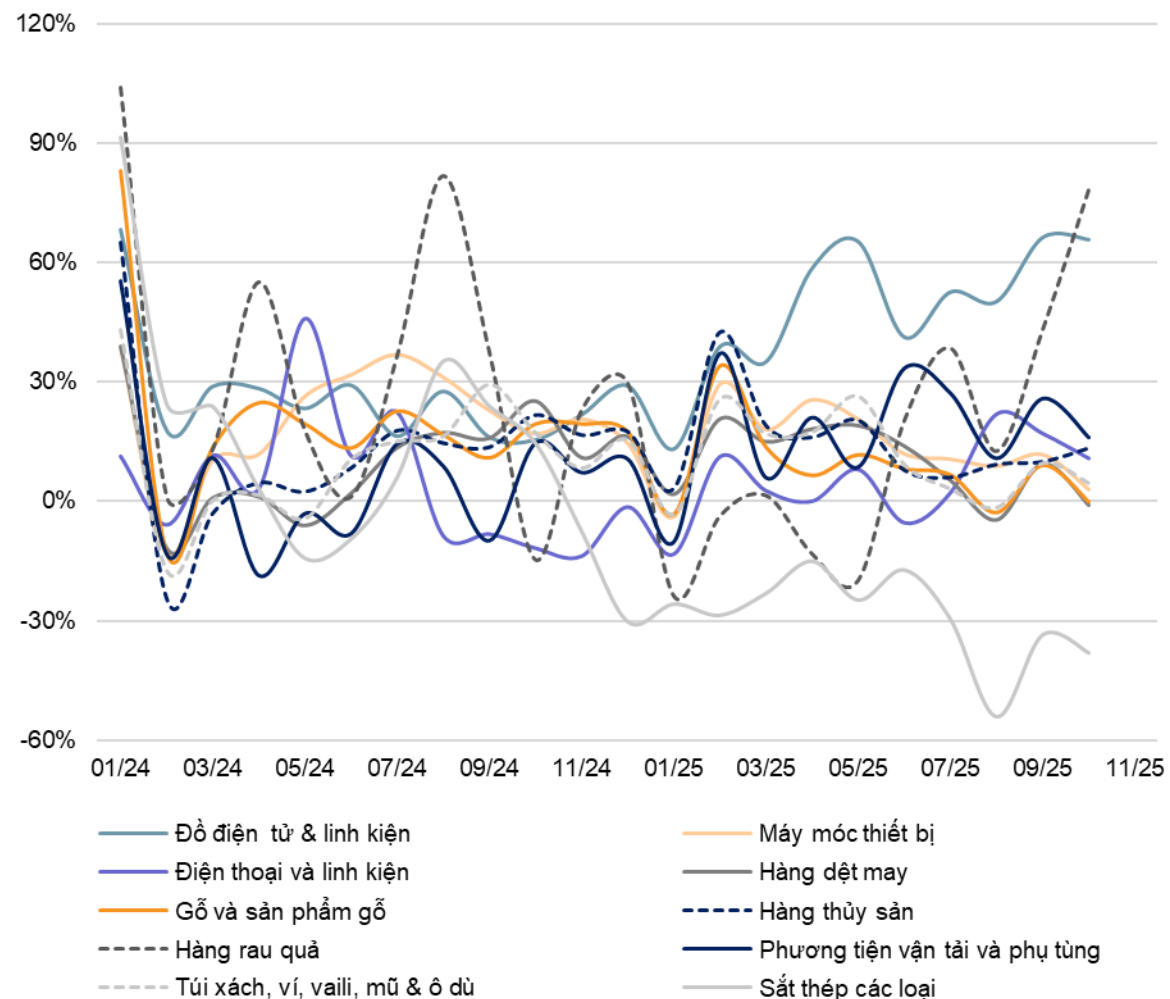
- Theo các tổ chức kinh tế dự báo, căng thẳng thương mại sẽ ảnh hưởng mạnh nhất đến tăng trưởng GDP vào năm 2026, trước khi dần phục hồi trong năm 2027.
- Đà chậm lại trong năm 2026 chủ yếu xuất phát từ lạm phát gia tăng và được dự báo sẽ đạt đỉnh trong nửa đầu năm 2026, do tác động của giá tăng đột ngột từ thuế nhập khẩu tăng vọt, kéo theo tỷ lệ thất nghiệp tăng và hoạt động bán lẻ trầm lắng. Tuy nhiên, đến cuối năm 2026, áp lực lạm phát được kỳ vọng sẽ giảm dần khi thị trường thích nghi với mặt bằng giá mới, tạo nền tảng cho đà phục hồi nhẹ trong năm 2027.
- Hoạt động thương mại của Việt Nam sẽ phụ thuộc nhiều vào nền kinh tế Mỹ, do đó chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm sau khi chững lại trong nửa đầu.

Thép và Gỗ chịu áp lực tương đối lớn, trong khi Thủy sản, Điện thoại nhìn chung ít chịu tác động hơn



Mức độ quan trọng của Mỹ lớn hơn với mặt hàng

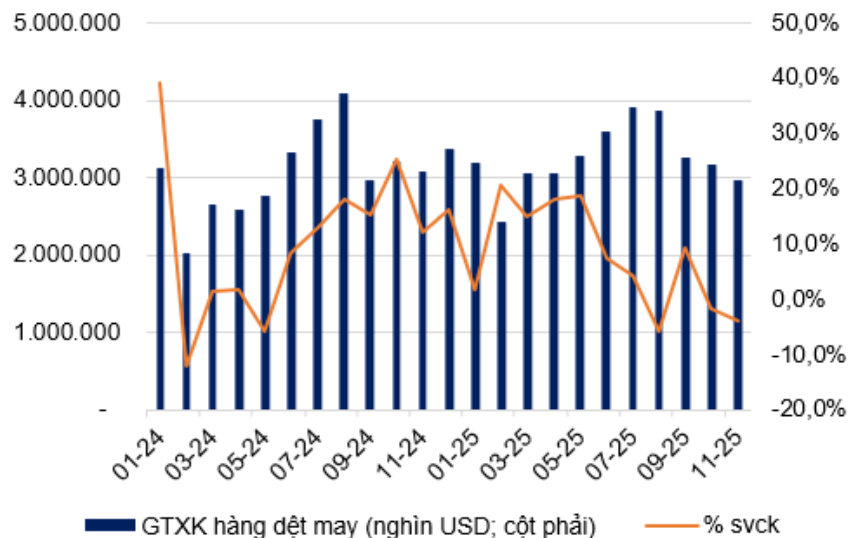
Trong khi xuất khẩu các mặt hàng điện tử và nông-thủy sản tốt hơn, xuất khẩu các mặt hàng gỗ và thép giảm mạnh



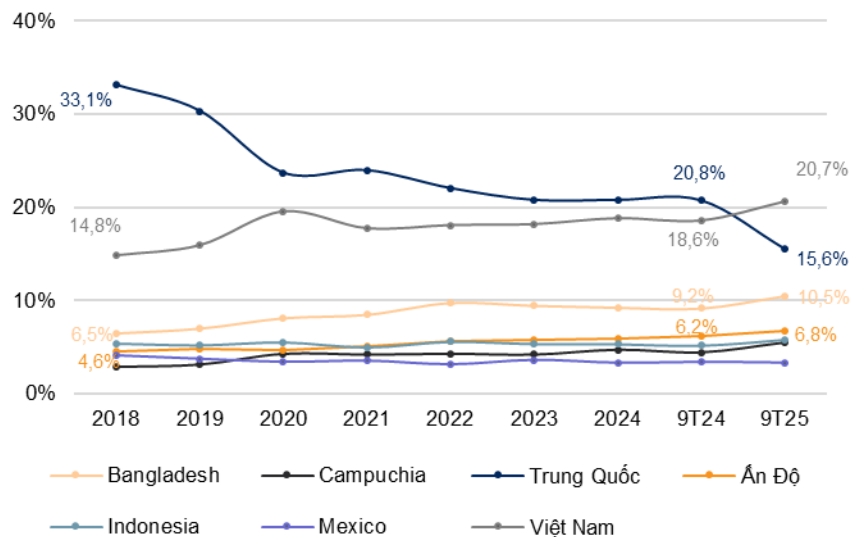
Đệt may: Đơn hàng tăng trưởng mạnh hơn trong nửa cuối 2026

Đơn hàng XK dệt may sang Mỹ sẽ chậm lại trong nửa đầu năm 2026, nhưng có thể là cơ hội mở rộng xuất khẩu sang các thị trường khác

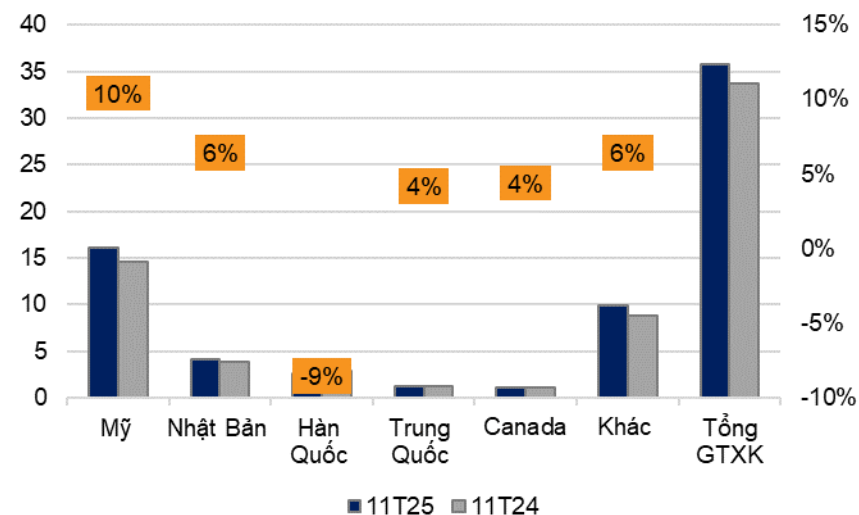
Xuất khẩu dệt may của Việt Nam chậm lại từ T10/25 sau giai đoạn gom hàng tại Mỹ



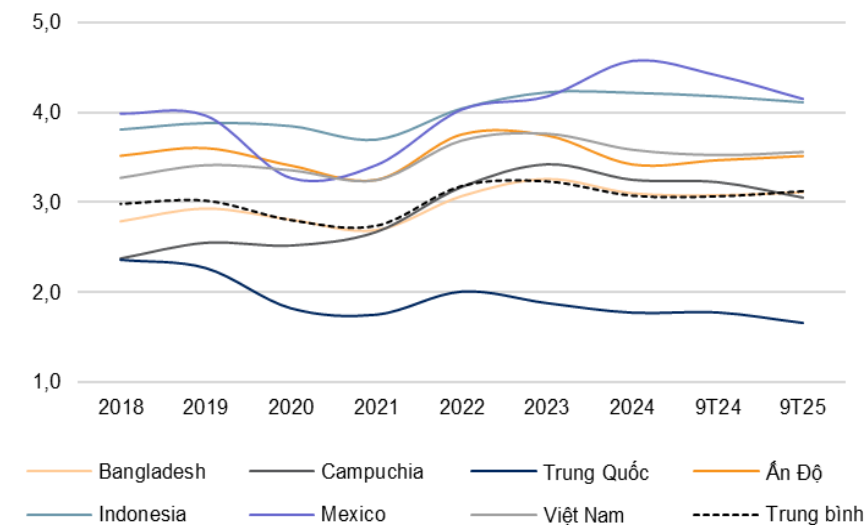
Việt Nam vượt Trung Quốc dẫn đầu thị phần XK sang Mỹ, nhưng phải cạnh tranh gay gắt với các quốc gia khác



Các DN may mở rộng xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản và Canada nhờ hiệp định CPTPP (tỷ USD)



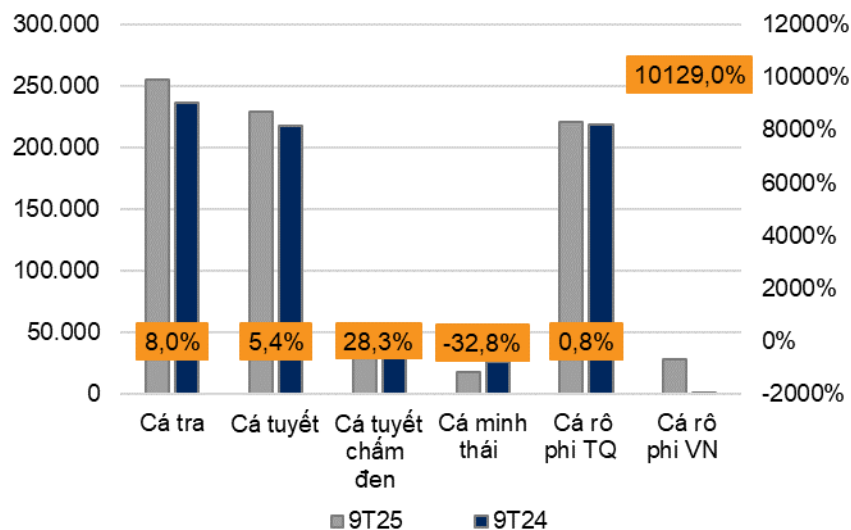
Đơn giá nhiều khả năng sẽ gặp áp lực giảm khi cạnh tranh gia tăng và tồn kho toàn cầu vẫn đang ở mức cao (USD/sp)



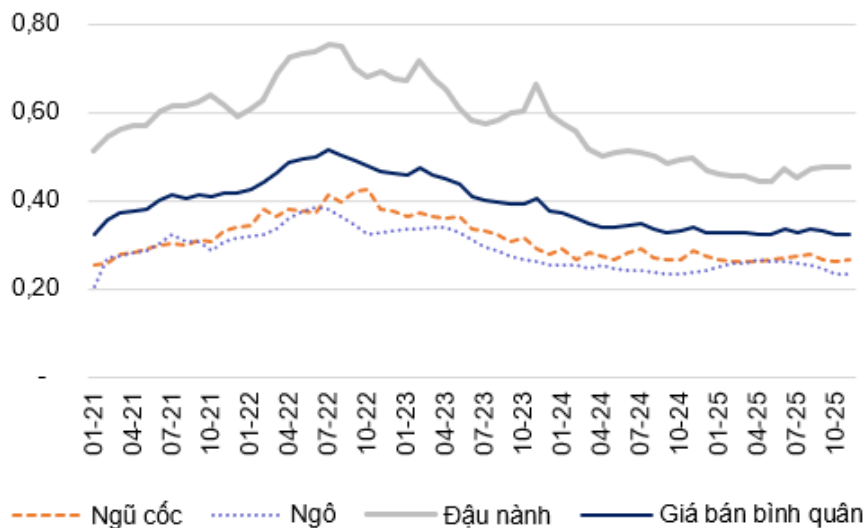
Thủy sản: Cơ hội cho cá rô phi bút tốc, lợi thế cạnh tranh cá tra được củng cố

Cá tra duy trì lợi thế cạnh tranh với giá rẻ và thuế thấp trong khi XK cá rô phi sang Mỹ tăng mạnh khi Trung Quốc suy yếu do thuế cao

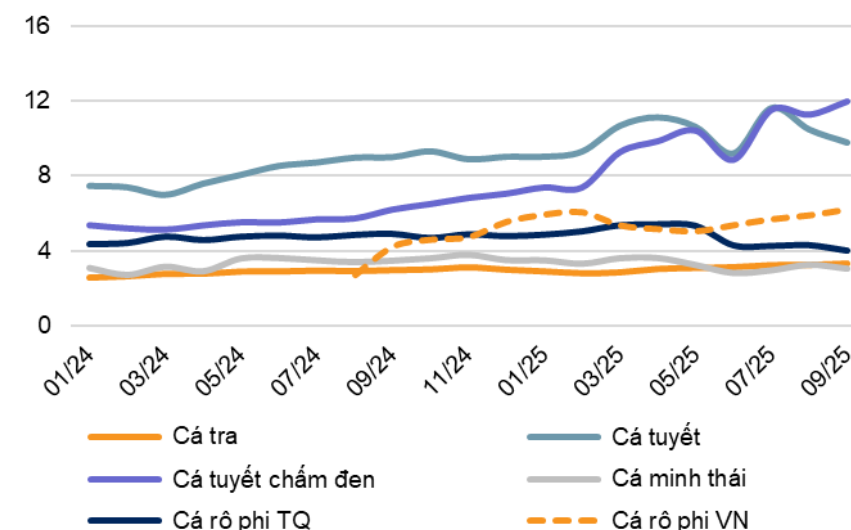
Cá tra dẫn đầu NK cá thịt trắng vào Mỹ trong khi cá rô phi Việt Nam bút tốc trong 9T25 (nghìn USD)



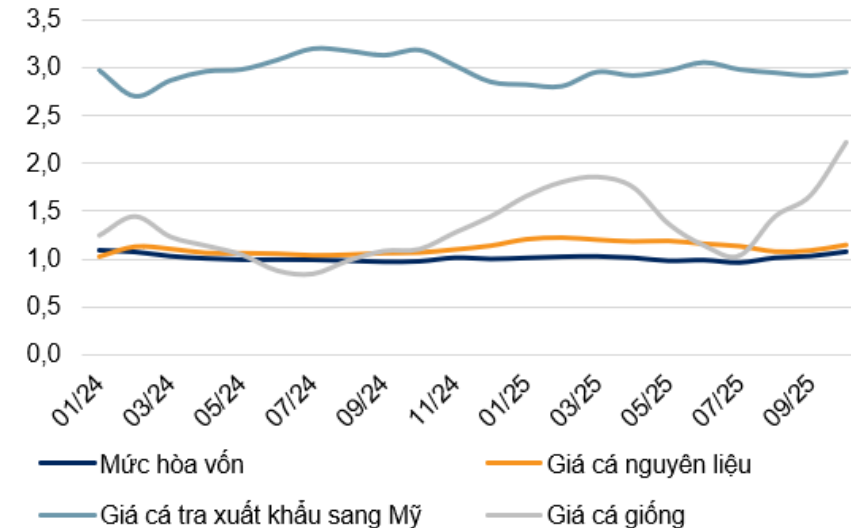
Giá thức ăn đầu vào dự kiến duy trì ổn định ở mức thấp (USD/ kg)



Giá cá tra ổn định thấp trong phân khúc giá rẻ, và giá cá rô phi VN tận dụng chênh lệch thuế để XK với mức cao hơn (USD/ kg)



Nguồn cung cá giống cá tra có thể bị thắt chặt khi giá tăng mạnh, bào mòn lợi nhuận của người nuôi (USD/kg)



VHC | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND71.300 | Tăng trưởng DT thuần | -24,2% | 24,7% | -2,0% | 5,2% | 3,5% |
| Tiềm năng tăng giá | 31,5% | Tăng trưởng EPS | -51,3% | 9,3% | 55,0% | 13,2% | 6,9% |
| Tỷ suất cổ tức | 2,8% | Biên lợi nhuận gộp | 14,9% | 15,1% | 21,8% | 22,2% | 22,4% |
| Tổng lợi tức | 34,3% | Biên LN ròng | 9,7% | 10,4% | 16,5% | 17,7% | 18,3% |
| Vốn hóa (tr USD) | 464,7 | P/E (x) | 8,89 | 17,43 | 11,8 | 10,4 | 9,8 |
| GTGDĐQ 3 tháng (tr USD) | 2,6 | Rolling P/B (x) | 1,0 | 2,4 | 2,1 | 1,8 | 1,6 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 372,4 | ROAE | 11,3% | 14,5% | 19,1% | 18,4% | 17,0% |
| P/E trượt | 7,8 | Nợ ròng trên VCSH | 23,6% | 19,0% | 4,4% | -7,6% | -18,1% |

Luận điểm đầu tư:
Thuế 20% vẫn nằm trong khả năng ứng phó của VHC

Thuế đối ứng ở mức 20% phù hợp với kịch bản cơ sở của chúng tôi và vẫn nằm trong khả năng kiểm soát của VHC. Với chuỗi cung ứng gần như nội địa hoàn toàn, công ty khả năng cao sẽ không bị xếp vào nhóm hàng trung chuyển bị áp thuế 40%. So với các quốc gia đối thủ, mức thuế của Việt Nam vẫn tương đối thuận lợi - thấp hơn nhiều so với Trung Quốc (55%) và tương đương Indonesia, Đài Loan. Điều này củng cố lợi thế chi phí của cá tra trong phân khúc cá thịt trắng giá rẻ, giúp VHC giữ ổn định sản lượng và năng lực cạnh tranh.

Sản lượng XK sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối 2025 sau đợt Mỹ gom hàng chạy thuế

Chúng tôi dự báo sản lượng cá tra cả năm 2025 giảm 1,5% svck do xuất khẩu hạ nhiệt trong nửa cuối năm sau giai đoạn gom hàng mạnh mẽ. Tăng trưởng nhiều khả năng giảm về mức một chữ số khi tồn kho đã được bổ sung và người tiêu dùng có xu hướng thắt chặt chi tiêu và ưu tiên hàng thiết yếu. Dù cá tra có thể hưởng lợi khi người mua chuyển sang loại thực phẩm có giá rẻ hơn, dư địa tăng trưởng vẫn bị giới hạn bởi chi tiêu tổng cắt giảm. Chúng tôi cho rằng nửa cuối năm sẽ là giai đoạn “bình thường hóa”, thay vì tiếp nối đà mạnh mẽ đầu năm.

Thị trường Mỹ và EU ổn định, trong khi thị trường Trung Quốc kém tích cực

Bước sang 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng 5,2% svck. Động lực chính đến từ thị trường Mỹ và EU nhờ nhu cầu bền vững và giành được thị phần từ cá rô phi, mở ra cơ hội duy trì sản lượng và giá bán. Ngược lại, Trung Quốc vẫn kém tích cực khi nguồn cung cá rô phi dư thừa gây áp lực giảm giá. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ tập trung nguồn lực vào các thị trường có lợi nhuận cao hơn như Mỹ và EU, trong khi giữ thị trường Trung Quốc như một kênh đa dạng hóa xuất khẩu.

Biên lợi nhuận mở rộng nhờ chi phí đầu vào duy trì thấp

Chúng tôi dự phóng biên LN gộp tăng 1,5đ%/0,5đ% trong 2025/26 nhờ chi phí sản xuất thấp hơn. Giá thức ăn chăn nuôi được kỳ vọng duy trì thấp đến hết 2026 trong bối cảnh nguồn cung lúa mì, ngô, đậu nành dồi dào. Giá cá giống có biến động tăng do thời tiết bất thường, song nhiều khả năng sẽ hạ nhiệt khi điều kiện ổn định trở lại. Đồng thời, giá cá nguyên liệu đã giảm xuống mức thấp nhất trong năm và dự kiến duy trì nhờ sản lượng thu hoạch cao, qua đó giảm áp lực chi phí.

| Công ty | Mã CP | Doanh thu | | ROE | P/E trượt | P/B hiện tại | Nợ/ VCSH | |
|---|-------|-----------|--------|----------|-----------|--------------|----------|-----|
| | | Vốn hóa | LNST | | | | | |
| | | 9T25 | 9T25 | % | x | x | Q3/25 | |
| | | triệu USD | % svck | % svck | | | x | |
| <u>DN xuất khẩu cá tra niêm yết</u> | | | | | | | | |
| Thủy sản Nam Việt | ANV | 274,9 | 36,1% | 1660,1% | 24,1% | 9,6 | 2,0 | 0,6 |
| Đầu tư và PT Đa Quốc Gia I.D.I | IDI | 72,4 | -5,2% | 80,1% | 3,1% | 18,4 | 0,6 | 1,6 |
| Thủy sản Vĩnh Hoàn | VHC | 466,0 | -0,2% | 38,6% | 17,0% | 7,8 | 1,3 | 0,3 |
| <u>DN xuất khẩu tôm tra niêm yết</u> | | | | | | | | |
| Thực phẩm Sao Ta | FMC | 88,6 | 23,5% | 6,7% | 14,7% | 7,3 | 1,1 | 1,0 |
| Thủy sản Minh Phú | MPC | 252,5 | -5,4% | -1010,7% | 3,9% | 34,8 | 1,3 | 0,9 |
| <u>DN xuất khẩu dệt may niêm yết</u> | | | | | | | | |
| Dệt may Hòa Thọ | HTG | 63,8 | 8,8% | 43,0% | 36,0% | 4,7 | 1,5 | 2,0 |
| May Sông Hồng | MSH | 142,4 | 7,7% | 73,6% | 30,4% | 6,3 | 1,7 | 1,0 |
| Sợi Thế Kỷ | STK | 89,6 | 17,4% | 47,0% | 1,4% | 94,0 | 1,3 | 1,4 |
| Dệt may Thành Công | TCM | 116,1 | -3,4% | 3,8% | 12,3% | 10,7 | 1,3 | 0,7 |
| Đầu tư và Thương mại TNG | TNG | 89,9 | 13,4% | 16,4% | 18,7% | 6,4 | 1,2 | 2,4 |
| May Việt Tiến | VGG | 74,1 | 3,6% | 24,2% | 18,9% | 4,8 | 0,9 | 1,4 |
| VINATEX | VGT | 233,9 | 9,6% | 132,0% | 10,4% | 8,4 | 0,9 | 1,1 |

Thép



Thị trường nội địa thúc đẩy tăng trưởng sản lượng

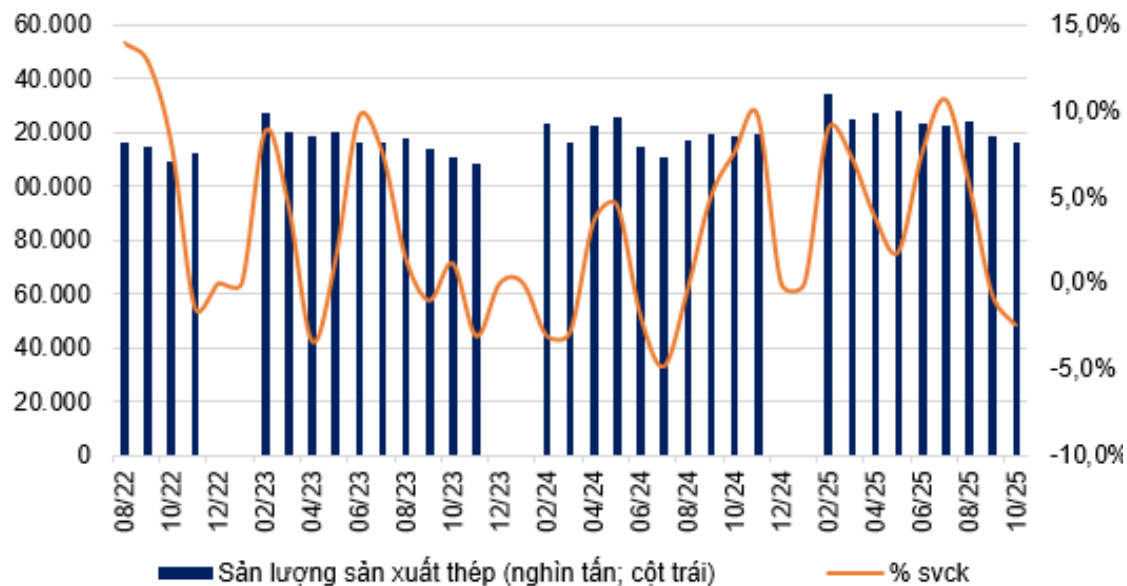
- Xuất khẩu kém thuận lợi với mặt bằng giá thấp và cạnh tranh gắt gao từ Trung Quốc
- Thị trường nội địa sẽ là động lực tăng trưởng chính cho tiêu thụ thép, phục vụ nhu cầu xây dựng cho BĐS nhà ở và các dự án đầu tư công
- Triển vọng dài hạn sôi động với nhu cầu mạnh mẽ từ các dự án đầu tư công và nguồn cung mới sau sự gia nhập ngành của VinMetal
- Chúng tôi đưa cổ phiếu HPG vào danh mục theo dõi

Cổ phiếu ưa thích

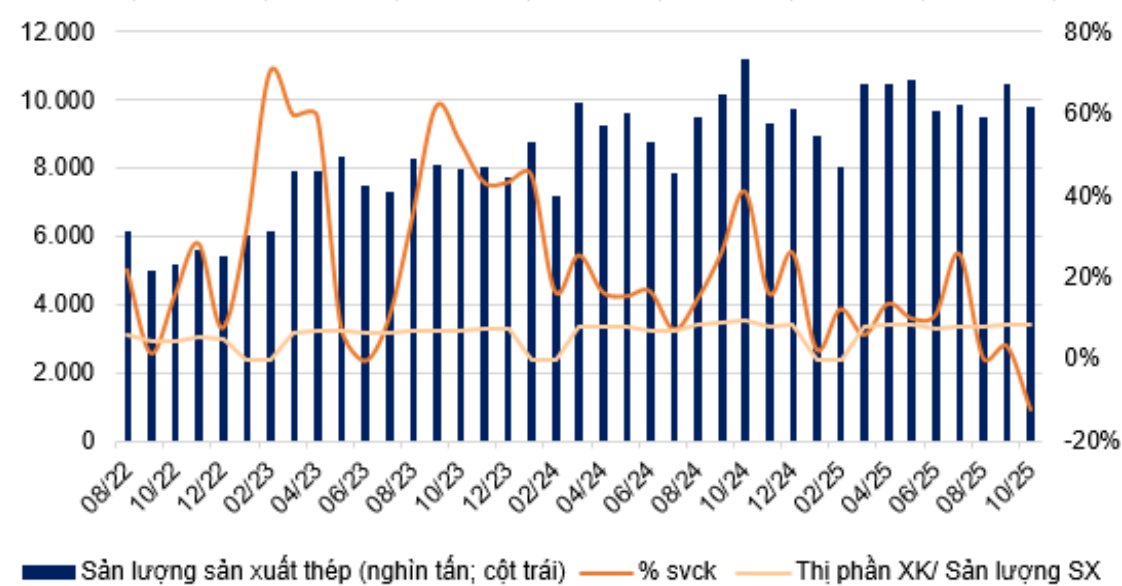
| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|--|
| HPG | 30.000 | <ul style="list-style-type: none">• Giá thép Trung Quốc tiếp tục chịu nhiều áp lực do cắt giảm sản lượng và nhu cầu suy yếu• Thuế nhập khẩu thép phần nào hỗ trợ thị trường nội địa• Sản lượng thép dự kiến tăng nhờ dự án Dung Quất 2 |

Sản lượng thép tại Trung Quốc được dự báo sẽ giảm trong năm 2026 khi hoạt động sản xuất – xuất khẩu bị siết chặt

Sản lượng sản xuất thép ở Trung Quốc vẫn đang ở mức cao nhưng đà tăng trưởng đã chậm lại sau khi việc mở rộng công suất bị siết chặt



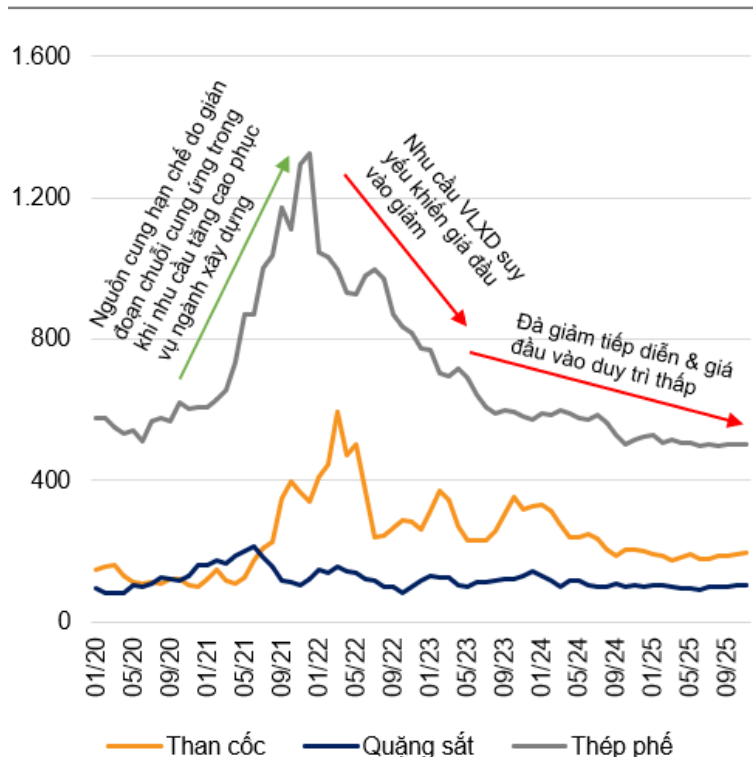
Sản lượng xuất khẩu thép vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực trong 10T25, tuy nhiên đà tăng trưởng khó duy trì khi chủ nghĩa bảo hộ thương mại dâng cao tại các quốc gia nhập khẩu



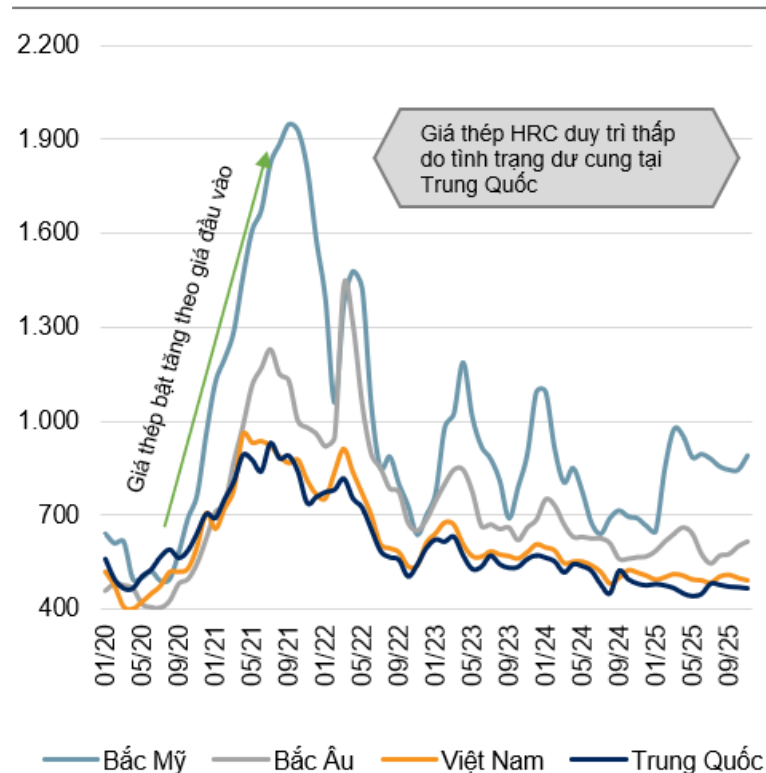
- Sản lượng thép của Trung Quốc được dự báo tiếp tục suy giảm khoảng 4,5% theo Fitch Ratings, trong bối cảnh Chính phủ tăng cường kiểm soát việc mở rộng công suất mới và các thị trường nhập khẩu lớn đẩy mạnh các biện pháp bảo hộ thương mại, qua đó hạn chế khả năng tiêu thụ thép xuất khẩu.
- Gần đây, Bộ Thương mại Trung Quốc đã triển khai cơ chế cấp phép xuất khẩu đối với khoảng 300 mặt hàng thép. Mặc dù tác động trong ngắn hạn được đánh giá là chưa đáng kể do điều kiện cấp phép còn tương đối dễ đáp ứng, chính sách này mang tính định hướng dài hạn, đặt nền móng cho các quy định nghiêm ngặt hơn nhằm kiểm soát nguồn cung và từng bước cải thiện tình trạng dư cung kéo dài.
- Trong khi đó, xuất khẩu thép Trung Quốc vẫn tăng 6,2% trong 10T25, chủ yếu nhờ lợi thế giá thấp trong bối cảnh nhu cầu nội địa suy yếu. Tuy nhiên, việc đẩy mạnh xuất khẩu có thể kích hoạt thêm các biện pháp phòng vệ thương mại từ các quốc gia nhập khẩu, khiến triển vọng duy trì tăng trưởng xuất khẩu kém bền vững.

Giá nguyên vật liệu đầu vào vẫn đang ở mức thấp cùng với giá thép HRC toàn cầu, khiến xuất khẩu sắt thép của Việt Nam giảm mạnh svck

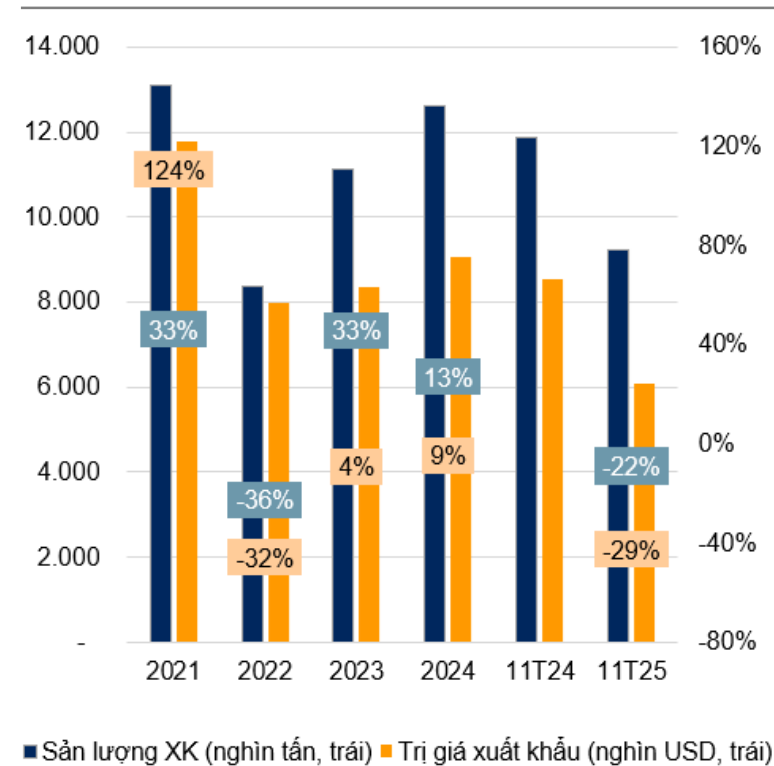
Giá quặng sắt, than cốc và thép phế ổn định ở mức thấp (USD/ tấn)



Giá thép HRC kém tích cực trên toàn cầu (USD/ tấn)



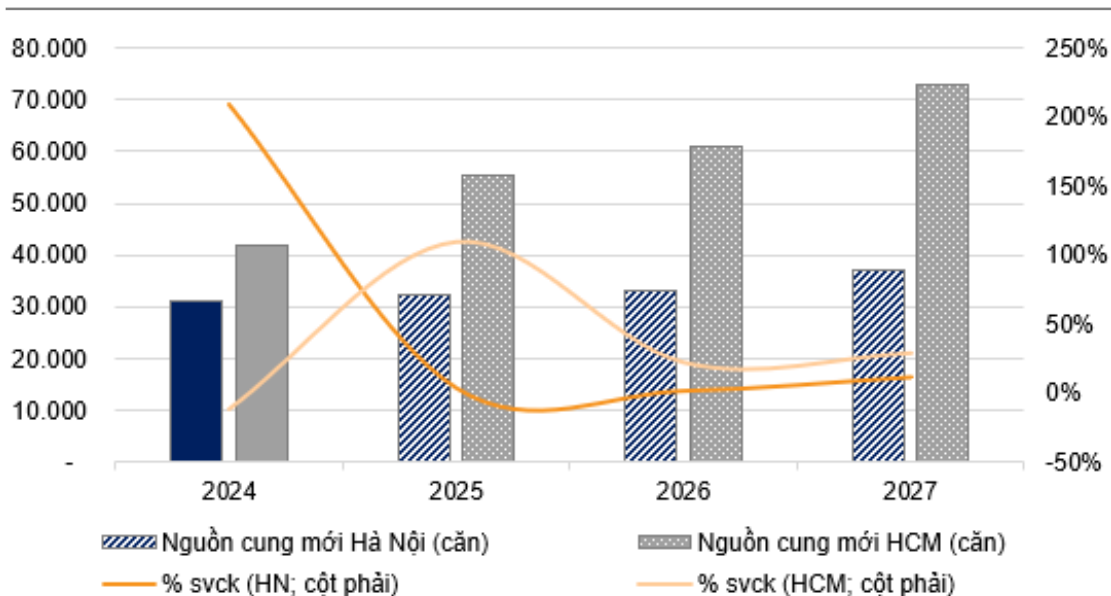
Xuất khẩu sắt thép Việt Nam giảm mạnh do giá bán thấp và thuế nhập khẩu cao hơn ở một số quốc gia



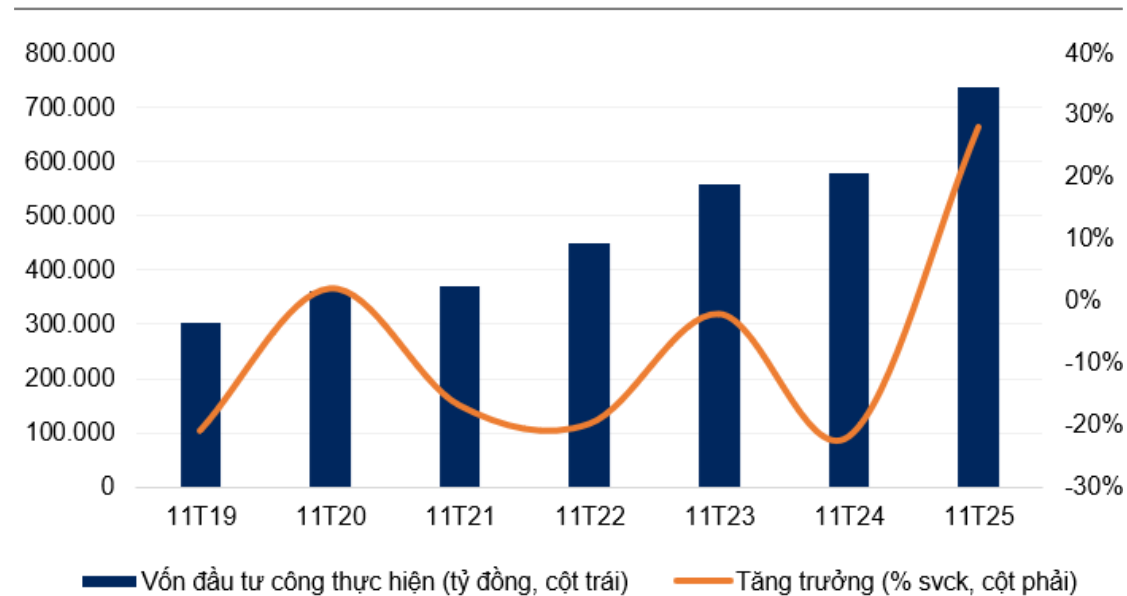
- Tại Việt Nam, xuất khẩu sắt thép 11T25 đạt 6 tỷ USD, giảm 28,9% svck; sản lượng xuất khẩu giảm 22,5% svck xuống còn 9.223 nghìn tấn, chủ yếu do (1) giá HRC quốc tế duy trì thấp kéo mật bằng giá xuất khẩu của Việt Nam giảm theo, (2) nhiều quốc gia tăng cường áp dụng biện pháp phòng vệ thương mại khiến khả năng cạnh tranh của thép Việt Nam suy yếu so với thép giá rẻ từ Trung Quốc

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu nội địa nhờ sự hồi phục của thị trường BĐS nhà ở và đẩy mạnh giải ngân đầu tư công

Nguồn cung căn hộ chung cư được dự báo sẽ tiếp tục tăng



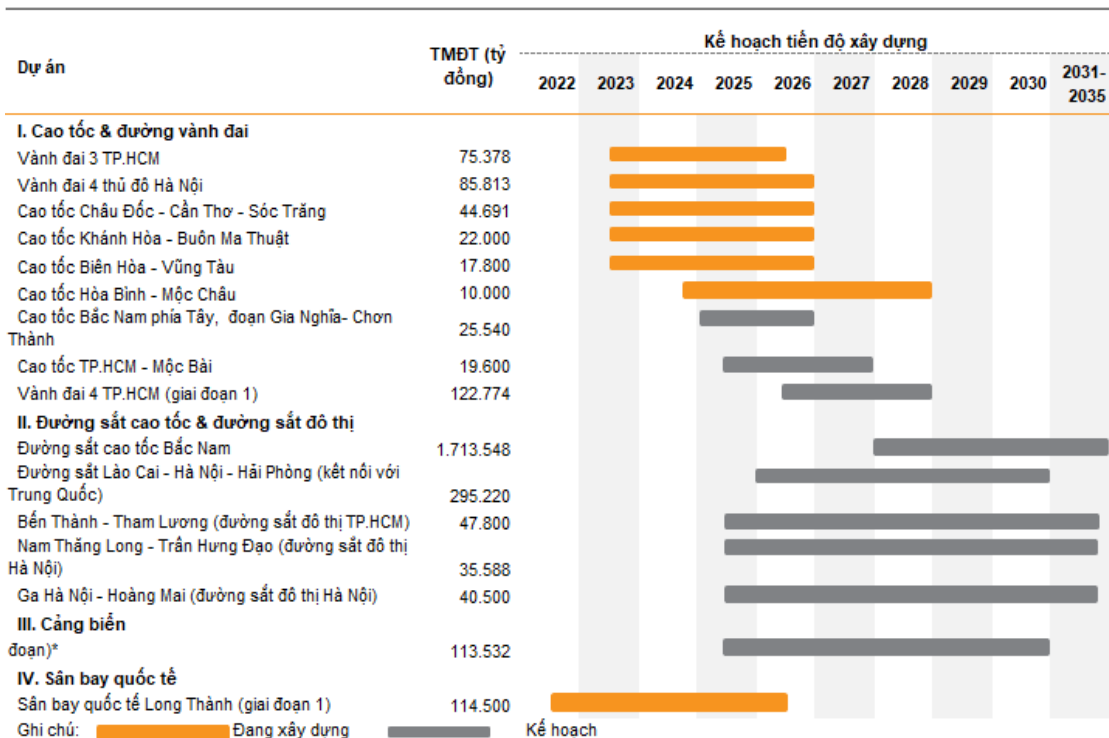
Giải ngân vốn đầu tư công đạt mức kỷ lục trong 11T25



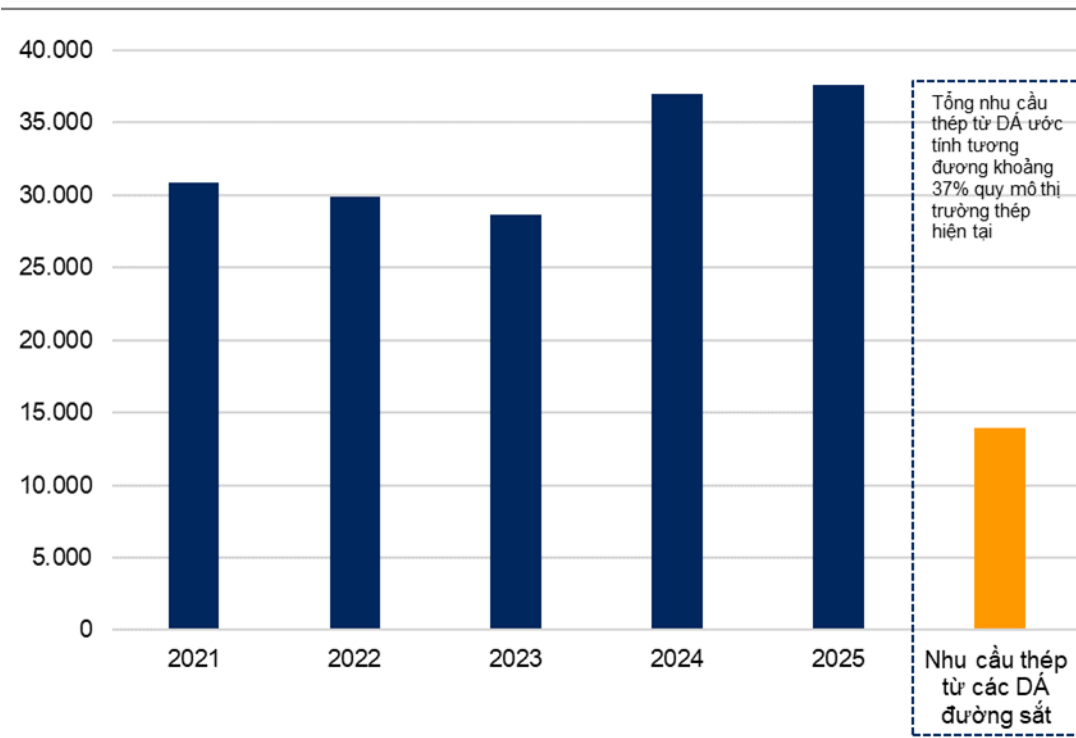
- Với mặt bằng lãi suất nhìn chung vẫn ở mức hấp dẫn và sự quyết liệt trong việc tháo gỡ khó khăn, đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án BĐS của Chính phủ, thị trường BĐS nhà ở, đặc biệt là chung cư sẽ được hỗ trợ mạnh mẽ. CBRE dự báo tổng nguồn cung Hà Nội và HCM (sau sáp nhập) đạt lần lượt 55.300 căn/ 61.000 căn/ 73.000 căn trong năm 2025/26/27, tương ứng tăng 31,7%/ 10,3%/ 19,7% svck.
- Trong 11T25, tổng vốn đầu tư công đạt mức cao kỷ lục với 736,4 nghìn tỷ đồng, tăng 26,8% svck, hoàn thành 72,2% kế hoạch năm. Đà tăng trưởng mạnh mẽ này được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì trong tháng cuối năm 2025 và sang các năm sau với mức giải ngân ước tính lần lượt là 867,4 nghìn tỷ đồng và 1.120 nghìn tỷ đồng trong năm 2025/26, tương ứng tăng hoàn thành 95%/ 100% kế hoạch đề ra.

Chúng tôi kỳ vọng triển vọng dài hạn sẽ trở nên hấp dẫn hơn khi sản lượng tiêu thụ được đẩy mạnh nhờ hàng loạt dự án đầu tư công và sự gia nhập của VinMetal sẽ làm thị trường sôi động hơn với nguồn cung tăng lên phục vụ nhu cầu thép cho các dự án

Các dự án đầu tư công sẽ là động lực chính cho nhu cầu tiêu thụ thép



Tổng nhu cầu thép cho các dự án đường sắt ước tính tương đương 37% quy mô thị trường



- Chúng tôi ước tính tổng nhu cầu thép dự án đường sắt cao tốc Bắc Nam & các dự án đường sắt khác sẽ tương đương khoảng 37% quy mô thị trường thép nội địa.
- Bên cạnh đó, trong dài hạn, nguồn cung được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng khi dự án Dung Quất 2 – GD2 đi vào hoạt động với 2,8 triệu tấn thép/ năm và sự gia nhập của VinMetal sẽ bổ sung thêm 5 triệu tấn thép hàng năm.

So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty | Mã CP | Vốn hóa | Doanh thu | LNST | ROE | P/E | P/B | Nợ/ VCSH |
|---|-----------|-----------|----------------|----------------|---------|------------|---------------|------------|
| | | triệu USD | 9T25 % svck | 9T25 % svck | | trượt x | hiện tại x | Q3/25 x |
| CTCP Tập đoàn Hòa Phát | HPG VN | 8.247 | 5,3% | 25,8% | 12,1486 | 15,0 | 1,7 | 0,5 |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen | HSG VN | 450 | -12,9% | 37,6% | 6,5843 | 16,1 | 1,0 | 0,3 |
| CTCP Thép Nam Kim | NKG VN | 301 | -27,7% | -52,5% | 3,3368 | 34,1 | 1,0 | 0,7 |
| CTCP Ống thép Việt Đức | VGS VN | 71 | -0,1% | 291,1% | 19,0752 | 9,0 | 1,5 | 0,0 |
| CT Thép Baoshan (Trung Quốc) | 600019 CH | 22.000 | -4,3% | 35,3% | 4,6812 | 16,3 | 0,8 | 0,1 |
| CT Thép Bao Đầu – Nội Mông (Trung Quốc) | 600010 CH | 15.398 | -3,6% | -145,0% | 1,9597 | 106,4 | 2,1 | 0,7 |
| TĐ Thép Đặc biệt CITIC Pacific (Trung Quốc) | 000708 CH | 9.820 | -2,8% | 12,9% | 13,7605 | 12,1 | 1,6 | 0,7 |
| TĐ Nippon Steel (Nhật Bản) | 5401 JP | 21.004 | 2,6% | -135,6% | -0,1232 | 1.057,7 | 0,6 | 0,8 |
| TĐ Gerdau (Brazil) | GGBR4 BZ | 5.815 | 5,3% | -36,8% | 5,465 | 11,0 | 0,6 | 0,2 |

Điện



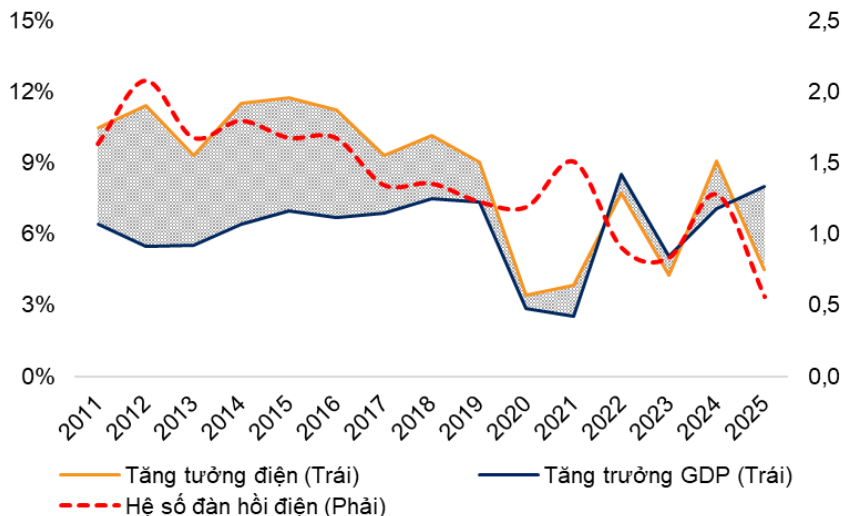
Cải cách xây nền tảng cho tăng trưởng

- Việt Nam tiếp tục quá trình cải cách cơ chế để theo đuổi mục tiêu kép, vừa đảm bảo nguồn cung điện cho phát triển và vừa đáp ứng các cam kết về môi trường.
- Phụ tải đỉnh liên tục thiết lập kỷ lục mới và tăng trưởng tiêu thụ điện kỳ vọng sẽ tăng tốc trở lại trong năm 2026 càng làm bật lên tính cấp thiết của nhu cầu đầu tư công suất điện mới.
- Nghị quyết 70/TW và Nghị quyết của Quốc hội hứa hẹn sẽ thúc đẩy đầu tư vào điện khí LNG và NLTT trong thời gian tới.

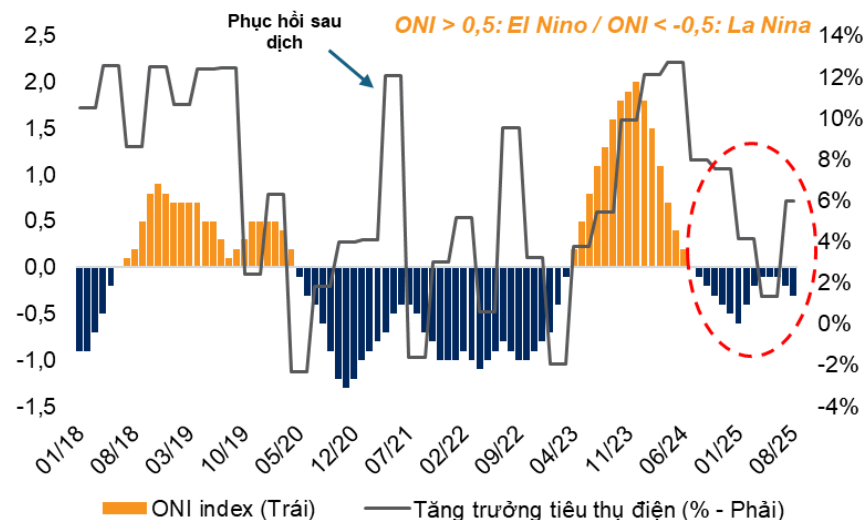
Cổ phiếu ưa thích

| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|--|
| POW | 14.400 | <ul style="list-style-type: none">• Cải cách khung pháp lý giúp nâng cao triển vọng ngành điện.• Nhu cầu tăng và EVN cải thiện sức khỏe tài chính tạo điều kiện cho việc huy động nhiệt điện.• Nhà máy điện LNG đầu tiên tại Việt Nam NT3&4 hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.• Đợt tăng vốn vừa qua giúp giảm bớt một phần áp lực nợ vay. |
| REE | 76.600 | <ul style="list-style-type: none">• Các dự án điện gió mới thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng dài hạn.• Dự án sân bay Long Thành hỗ trợ tăng trưởng mảng M&E trong 2025-26.• Mạng bất động sản sẽ là động lực tăng trưởng trong năm 2026.• Định giá hấp dẫn khi xét đến triển vọng vững chắc của doanh nghiệp |

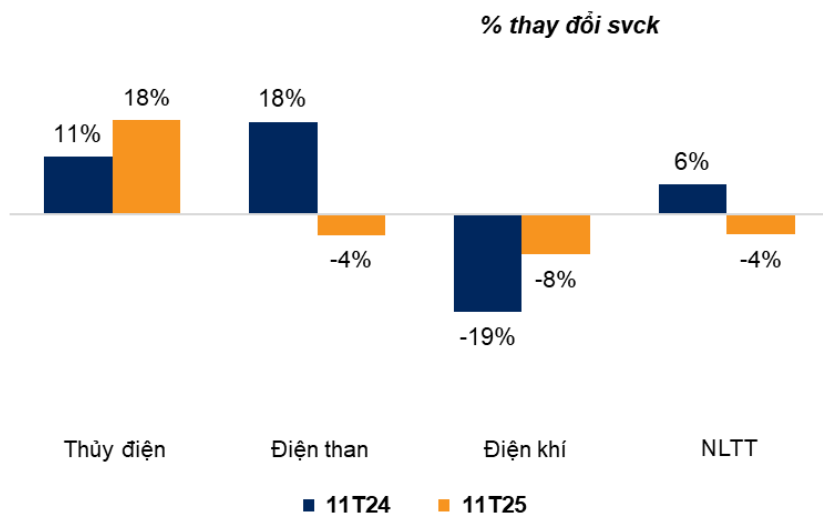
Tiêu thụ điện chỉ tăng ~4% svck) thấp hơn so với kỳ vọng và có sự lệch pha so với tăng trưởng GDP



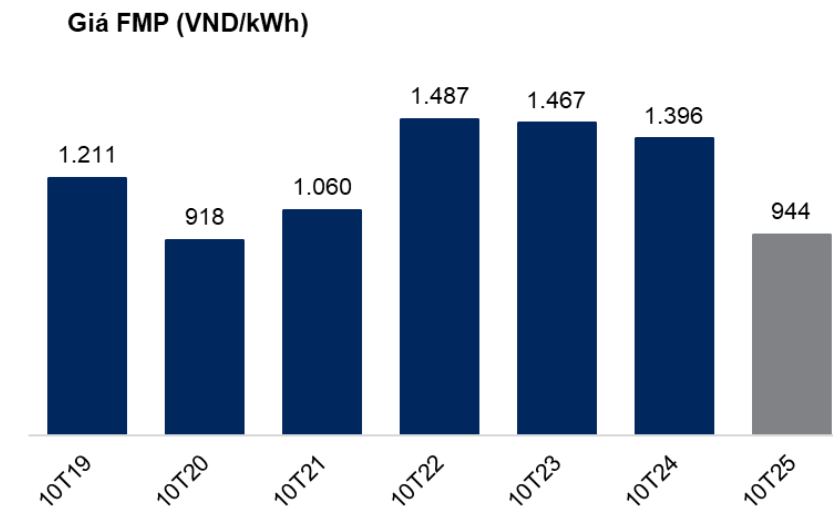
Thời tiết mát mẻ là một yếu tố có tác động đáng kể đến mức tăng trưởng điện thấp



Thủy điện tiếp tục trải qua một năm tích cực, ghi nhận sản lượng kỷ lục và lấn át các nguồn điện khác

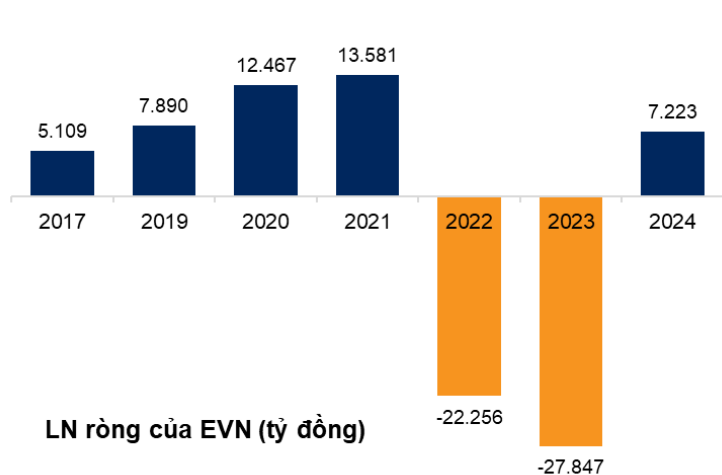


Giá điện toàn phần ghi nhận mức thấp nhất kể từ năm 2020 do mức giá trần thấp hơn và sự áp đảo của thủy điện

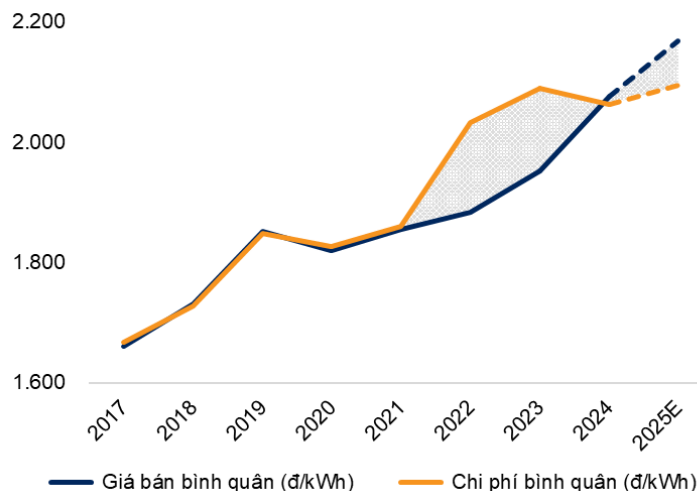


Là đơn vị mua điện duy nhất tại Việt Nam, tình hình tài chính của EVN tác động rất lớn đến môi trường hoạt động của thị trường phát điện

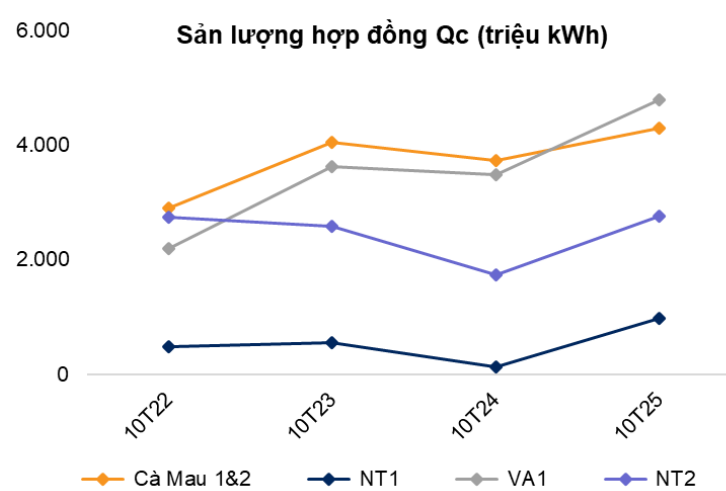
Lợi nhuận của EVN đã ghi nhận mức dương trong năm 2024 sau hai năm lỗ lớn



Chênh lệch giá bán/chi phí đã dương trở lại, và kỳ vọng sẽ mở rộng trong 2025



Sản lượng hợp đồng tại một số nhà máy điện đã tăng trở lại trong năm 2025

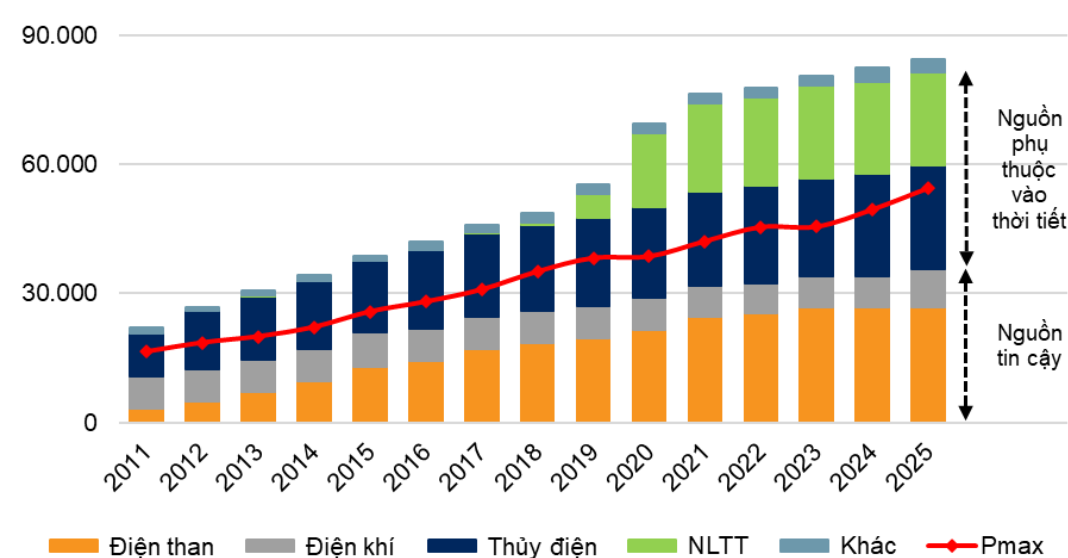
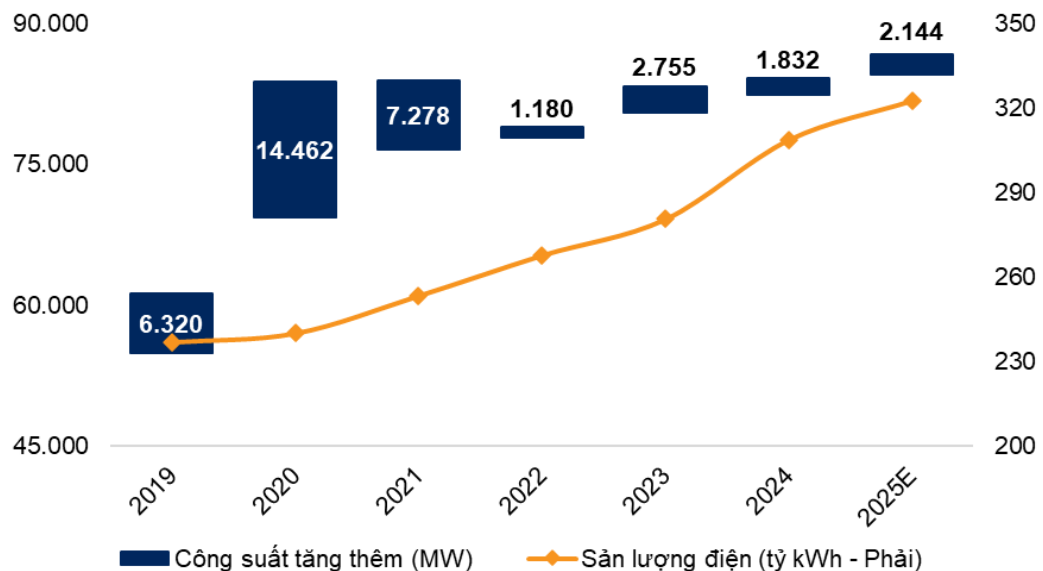


- EVN ghi nhận mức LN ròng hơn 7 nghìn tỷ trong năm 2024, cải thiện mạnh so với hai năm thua lỗ liên tiếp nhờ ba lần điều chỉnh tăng giá bán điện liên tiếp trong năm 2023-24 giúp thu hẹp mức chênh lệch âm giữa giá bán bình quân và chi phí sản xuất bình quân. Với việc EVN tiếp tục điều chỉnh tăng giá điện từ nửa đầu năm 2025 (tăng 4,8%) trong bối cảnh chi phí sản xuất điện năm nay nhìn chung sẽ được kiểm soát tốt nhờ đóng góp cao của nhóm thủy điện trong và các chi phí nhiên liệu đầu vào khác (than, khí) ít biến động, **chúng tôi tin rằng EVN sẽ tiếp tục ghi nhận mức lợi nhuận cao trong năm 2025**, qua đó giúp EVN tiếp tục cải thiện hơn nữa sức khỏe tài chính.
- Là đơn vị mua điện duy nhất cũng như là đơn vị phát điện lớn nhất tại Việt Nam, **sức khỏe tài chính được củng cố** sẽ tạo tiền đề cho EVN có thể tài trợ cho các dự án mới cũng như phần nào giảm bớt tình trạng thắt chặt trên thị trường phát điện. Điều này (cùng với việc A0 được tách ra độc lập) đã giúp sản lượng hợp đồng (Qc) phân bổ cho các nhà máy điện giá thành cao (như nhóm điện khí) được cải thiện mạnh trong năm 2025. Với kỳ vọng tình hình tài chính của EVN tiếp tục cải thiện, chúng tôi cho rằng Qc phân bổ cho nhóm điện khí sẽ tiếp tục duy trì ở mức tốt trong năm 2026.

Việt Nam cần khẩn trương đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng điện để đảm bảo an ninh năng lượng cho phát triển trong những năm tới

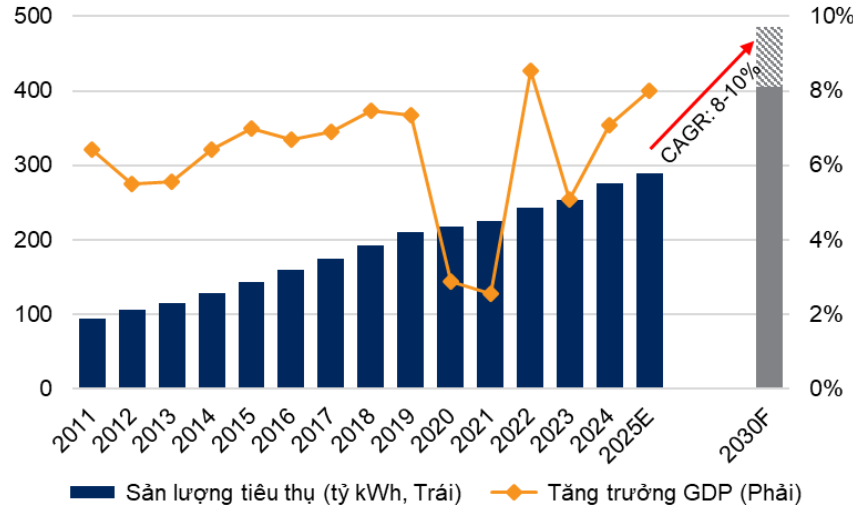
Tiêu thụ điện tiếp tục tăng trong bối cảnh tốc độ đầu tư công suất mới vẫn rất chậm

Pmax tiếp tục lập kỷ lục mới trong năm 2025 (54,5 GW) bất chấp đây là một năm tương đối mát mẻ

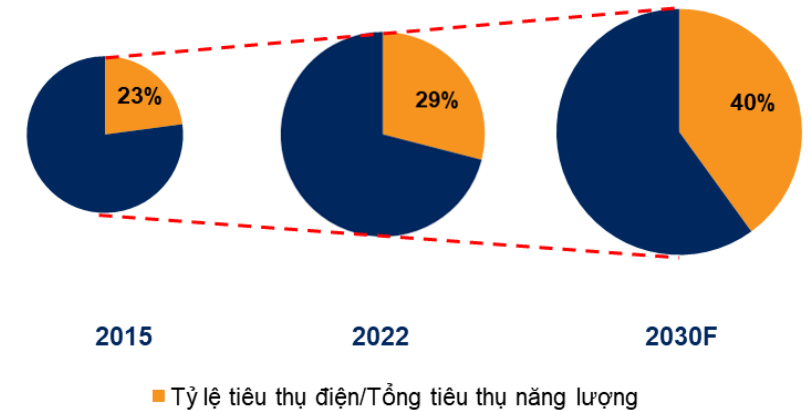


- **2025 tiếp tục chứng kiến một năm khá trầm lắng trong việc đầu tư nguồn điện**, với ước tính chỉ có hơn 2.000 MW công suất mới đi vào vận hành, đến từ nhà máy NT3&4 (1.624 MW) và thủy điện Hòa Bình mở rộng (480 MW). Trong khi đó, tốc độ tiêu thụ điện, tuy có chậm lại, vẫn tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng trong năm 2025.
- Một điểm đáng lưu ý là phụ tải đỉnh (Pmax) tiếp tục ghi nhận kỷ lục mới trong năm 2025, đạt 54.500 MW (+10% sv. năm 2024) vào tháng 8/2025 bất chấp 2025 là một năm tương đối mát mẻ. Với hơn một nửa công suất thiết kế phụ thuộc vào thời tiết, **Việt Nam vẫn phải đối mặt với nguy cơ thiếu điện cục bộ** trong thời gian cao điểm của mùa nóng (chủ yếu là những năm hiện tượng El Nino chiếm ưu thế), đặc biệt là ở phía Bắc, nơi có Pmax (Phụ tải đỉnh) tăng mạnh nhất trong khi hệ thống điện lại phụ thuộc nhiều vào thủy điện.
- Do đó, chúng tôi cho rằng **nhu cầu đầu tư công suất mới là rất cấp thiết** để đảm bảo nguồn cung ứng điện cho phát triển.

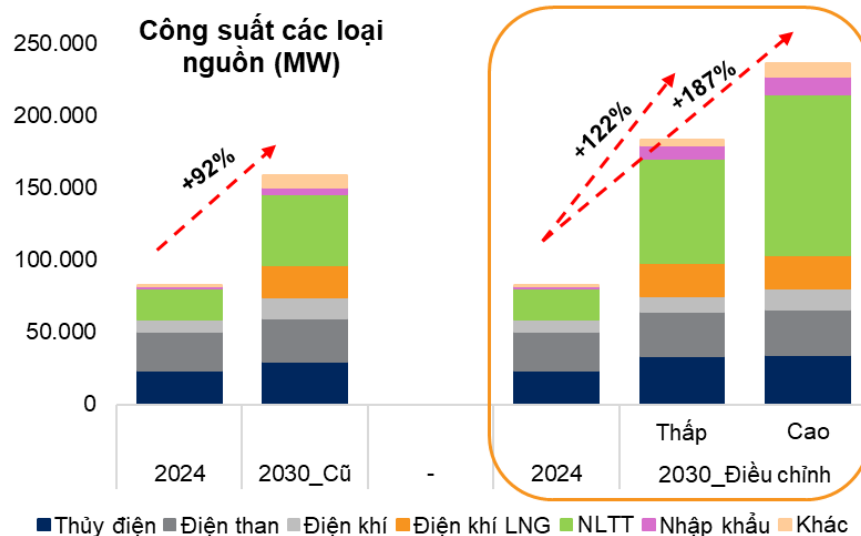
Tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ đi cùng mục tiêu tăng trưởng kinh tế hai chữ số trong những năm tới...



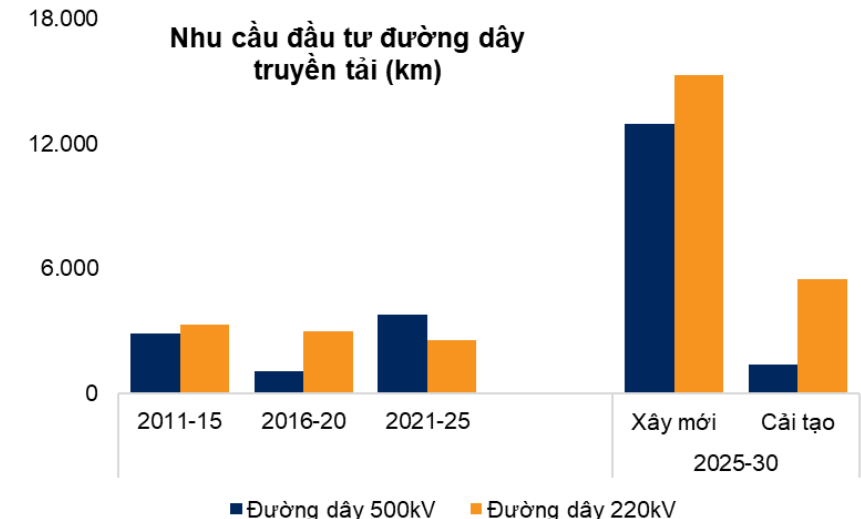
... và được thúc đẩy bởi xu hướng điện hóa nền kinh tế ngày càng gia tăng



Mục tiêu công suất tăng 122-187% đến năm 2030 để đáp ứng nguồn cung cho giai đoạn tăng trưởng kinh tế 2 chữ số



Đầu tư hệ thống lưới điện cũng sẽ là trọng tâm trong định hướng phát triển hệ thống điện quốc gia đến 2030



Tiếp tục cải cách cơ chế để tái kích hoạt chu kỳ đầu tư công suất mới

Cơ chế tiếp tục được cập nhật, sửa đổi với mục tiêu tái kích hoạt chu kỳ đầu tư công suất mới để hiện thực hóa định hướng phát triển công suất nguồn điện tại Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng rằng tinh thần của Nghị quyết 70-NQ/TW (văn bản có tính chính trị cao nhất) và những cơ chế, chính sách cụ thể từ Nghị quyết của Quốc hội sẽ thu hút được vốn đầu tư vào nguồn điện trong thời gian tới



Từ định hướng của NQ 70/NQ-TW, Quốc hội đã thể chế hóa thành chính sách cụ thể với việc thông qua Nghị quyết về cơ chế, chính sách phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026 – 2030

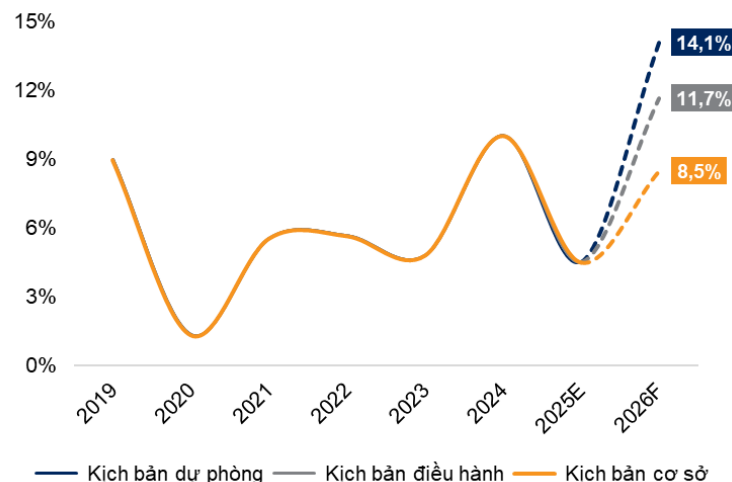
| Mục tiêu đến năm 2030 | Nghị quyết 55/2020/NQ-TW | Nghị quyết 70/2025/NQ-TW |
|---|---------------------------|-------------------------------------|
| Tổng cung năng lượng sơ cấp | 175-190 triệu tấn quy dầu | 150-170 triệu tấn quy dầu |
| Tổng công suất nguồn điện | 125-130 GW | 183-236 GW hoặc có thể cao hơn |
| Tổng sản lượng điện | 550-600 tỷ kWh | 560-624 tỷ kWh |
| Tỷ lệ NLTT | 15-20% | 25-30% |
| Tỷ lệ tiết kiệm năng lượng so với kịch bản phát triển bình thường | 7% | 8-10% |
| Độ tin cậy cung cấp điện | Top 4 ASEAN | Top 3 ASEAN |
| Điện hạt nhân | Không đề cập | Sớm triển khai dự án Ninh Thuận 1&2 |

Định hướng chiến lược phát triển theo NQ70

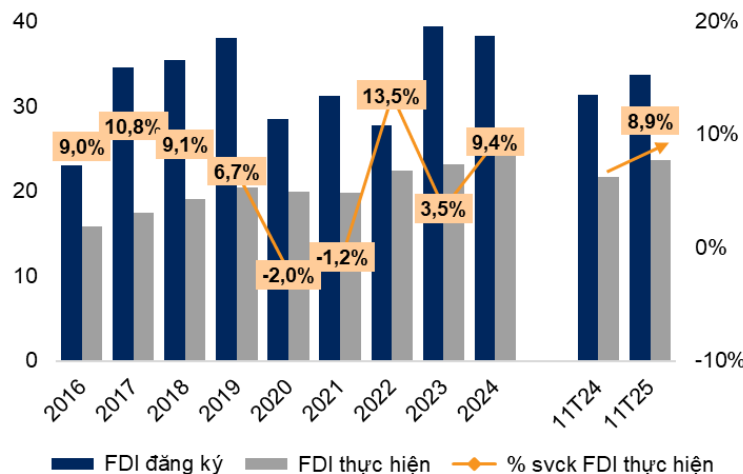
- Năng lượng là nền tảng chiến lược quốc gia
- Phát triển bền vững gắn liền với các cam kết về khí hậu, tăng trưởng xanh và bảo vệ môi trường
- Đa dạng hóa cơ cấu năng lượng: Ưu tiên nguồn năng lượng sạch và sử dụng hợp lý các nguồn hóa thạch (nhưng giảm dần tỷ trọng điện than và thúc đẩy phát triển nguồn điện khí/LNG)
- Đảm bảo cải cách thị trường cạnh tranh, minh bạch, xóa bỏ bù giá chéo
- Hiện đại hóa lưới điện và truyền tải
- Thúc đẩy nội địa hóa và công nghệ, phát triển các nhà thầu EPC và sản xuất thiết bị trong nước
- Cải cách chính sách: tinh giản thủ tục, cải thiện khuôn khổ pháp lý và tạo ra cơ chế ổn định dài hạn cho nhà đầu tư
- Cân bằng vai trò nhà nước và tư nhân trong phát triển ngành năng lượng quốc gia

Nhu cầu điện sẽ tăng tốc trở lại khi Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao trong năm 2026 và pha La Nina được dự báo sẽ kết thúc

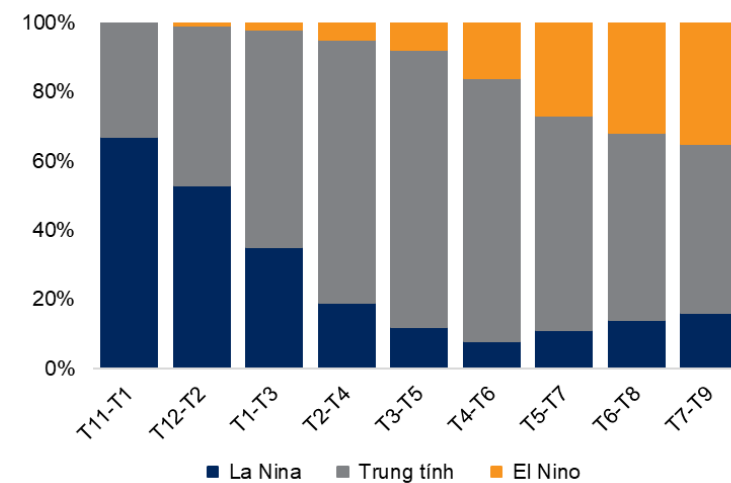
Bộ Công thương đã đặt ra kịch bản tăng trưởng điện 8,5% cho năm 2026



Vốn FDI thực hiện 10T25 đạt kỷ lục bất chấp những bất định trong thương mại toàn cầu (tỷ USD)



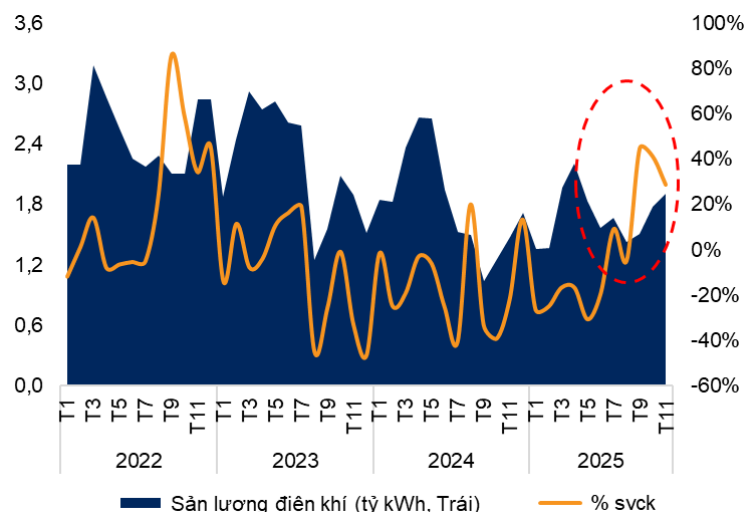
Theo dự báo ENSO mới nhất, pha Trung tính sẽ chiếm ưu thế trong năm 2026



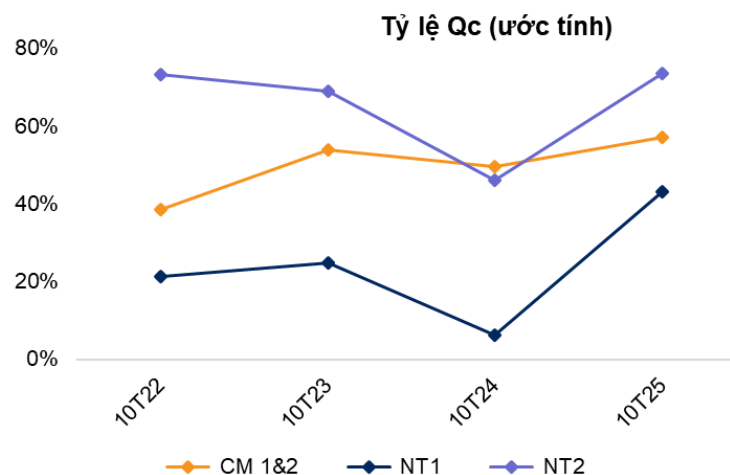
- **Tiêu thụ điện tại Việt Nam sẽ có nhiều dự địa tăng trưởng mạnh trong giai đoạn tới**, được hỗ trợ bởi quá trình công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước. Dòng vốn FDI vào Việt Nam vẫn đang duy trì ở mức cao và ghi nhận sự tăng trưởng tích cực bất chấp những rủi ro thương mại toàn cầu. Dòng vốn FDI tập trung vào những ngành công nghiệp sản xuất công nghệ cao, điện tử và trung tâm dữ liệu – những ngành có mức tiêu thụ điện lớn – sẽ là động lực thúc đẩy chính cho tăng trưởng tiêu thụ điện. Bên cạnh đó, quá trình đô thị hóa nhanh, thu nhập dân cư cải thiện và xu hướng điện hóa lĩnh vực giao thông, dịch vụ cũng sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu điện dân dụng trong thời gian.
- Ngoài ra, với dự báo **pha Trung tính sẽ chiếm ưu thế trong năm 2026**, nền nhiệt độ có thể sẽ ở mức cao hơn so với năm 2025, qua đó phần nào cũng sẽ có tác động tích cực lên tăng trưởng điện khi nhu cầu làm mát là một trong những động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ điện ở nhóm tiêu dung, đặc biệt là tại các quốc gia đang phát triển với tốc độ đô thị hóa nhanh như Việt Nam
- Do đó, chúng tôi cho rằng **kịch bản tăng trưởng điện cơ sở 8,5% của Bộ Công thương cho năm 2026 là hoàn toàn khả thi.**

Bức tranh chung đối với điện khí trong ngắn hạn vẫn tương đối khó khăn, những vẫn xuất hiện những điểm sáng từ kỳ vọng tỷ lệ Qc phân bổ cao

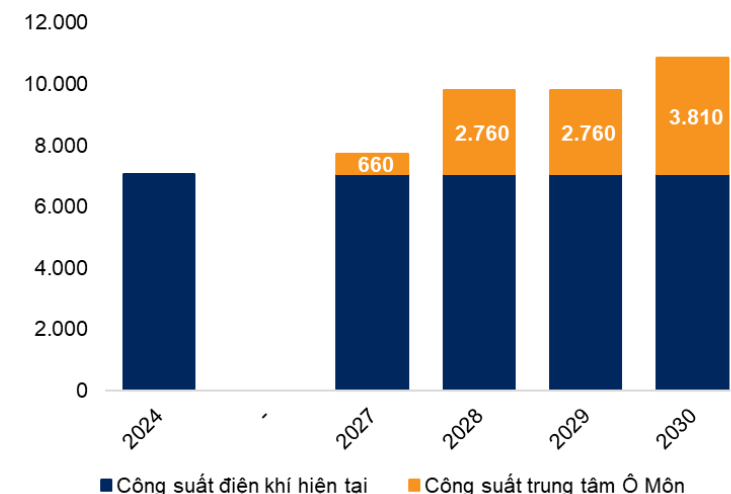
Điện khí có dấu hiệu đã tạo đáy và bắt đầu hồi phục đáng kể từ nửa cuối 2025



Chúng tôi kỳ vọng Qc cho các nhà máy điện sẽ duy trì ở mức tốt như năm 2025



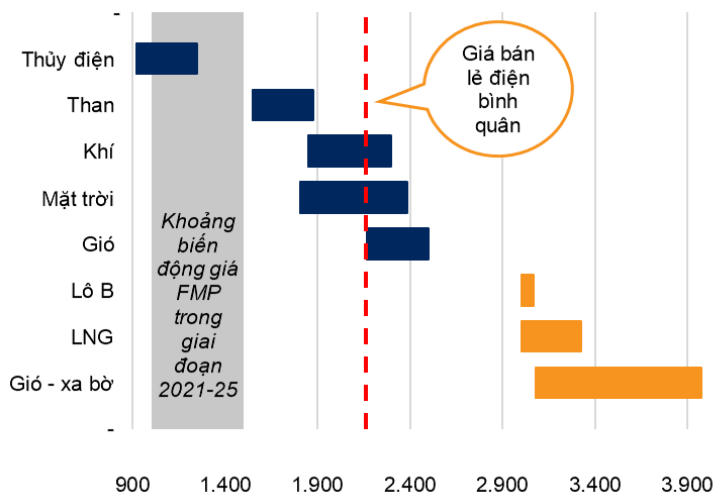
Trong dài hạn, điện khí sẽ chỉ có thể gia tăng từ cuối 2027 khi trung tâm Ô Môn đi vào vận hành



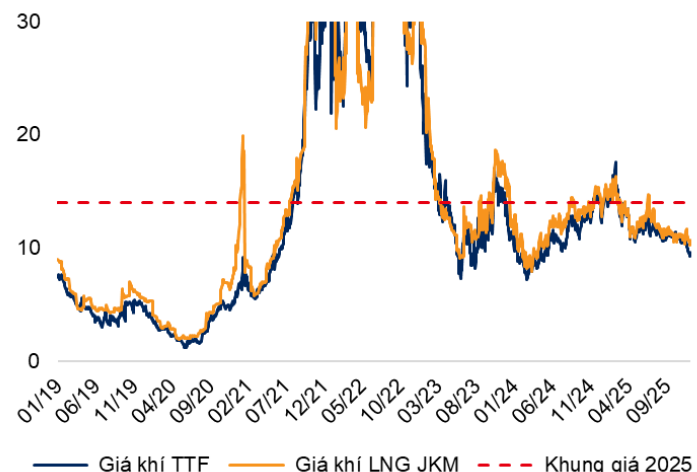
- Tính trong 11T25, sản lượng điện khí tiếp tục giảm 8% svck do nguồn khí trong nước tiếp tục suy giảm và hợp đồng mua bán điện của nhà máy điện khí BOT còn lại tại Phú Mỹ hết hạn kể từ tháng 2/2025. Tuy nhiên, **bức tranh đã có sự chuyển biến đáng kể trong nửa sau của năm 2025** khi sản lượng phục hồi 21,7% svck từ mức nền thấp, được đóng góp chính từ tăng trưởng sản lượng của các nhà máy NT1 và CM1&2.
- Chúng tôi cho rằng **sản lượng điện khí đã tạo đáy và có nhiều cơ hội phục hồi đi lên, dù ở mức độ giới hạn** do nguồn khí suy giảm và giá thành vẫn ở mức cao hơn so với các nguồn điện khác. Trong bức tranh phục hồi ấy, nhóm nhà máy vẫn còn được đảm bảo nguồn cung khí như Nhơn Trạch và Cà Mau sẽ có nhiều cơ hội được huy động, nhất là trong bối cảnh kỳ vọng tỷ lệ Qc tiếp tục được duy trì ở mức cao.
- Về dài hạn, **triển vọng mảng điện khí chỉ có thể bứt phá kể từ cuối năm 2027** khi dự án Lô B – Ô Môn đón dòng khí đầu tiên và bốn nhà máy điện tại trung tâm điện lực Ô Môn lần lượt đi vào hoạt động trong giai đoạn 2027-30.

Với đặc thù giá thành cao, điện LNG sẽ phụ thuộc phần lớn vào sản lượng cam kết dài hạn để đảm bảo hiệu suất vận hành

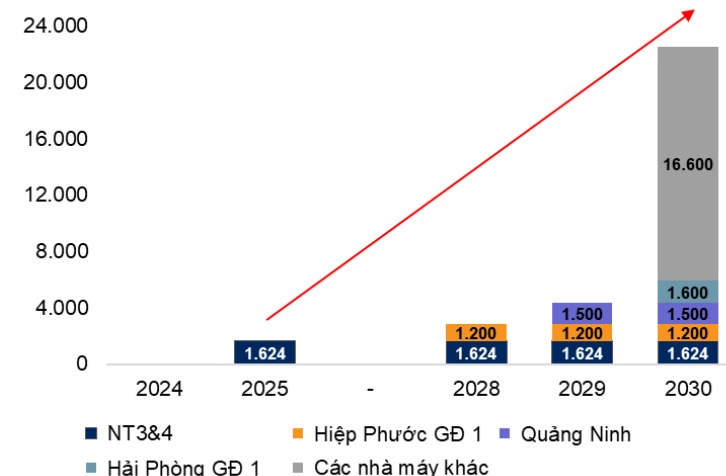
Giá phát điện các loại nguồn. LNG sẽ nằm trong nhóm có giá thành cao vượt trội so với các nhà máy hiện tại (đ/kWh)



Chủ yếu do giá LNG vẫn duy trì ở mức cao dù đã hạ nhiệt đáng kể từ sau khủng hoảng Ukraine



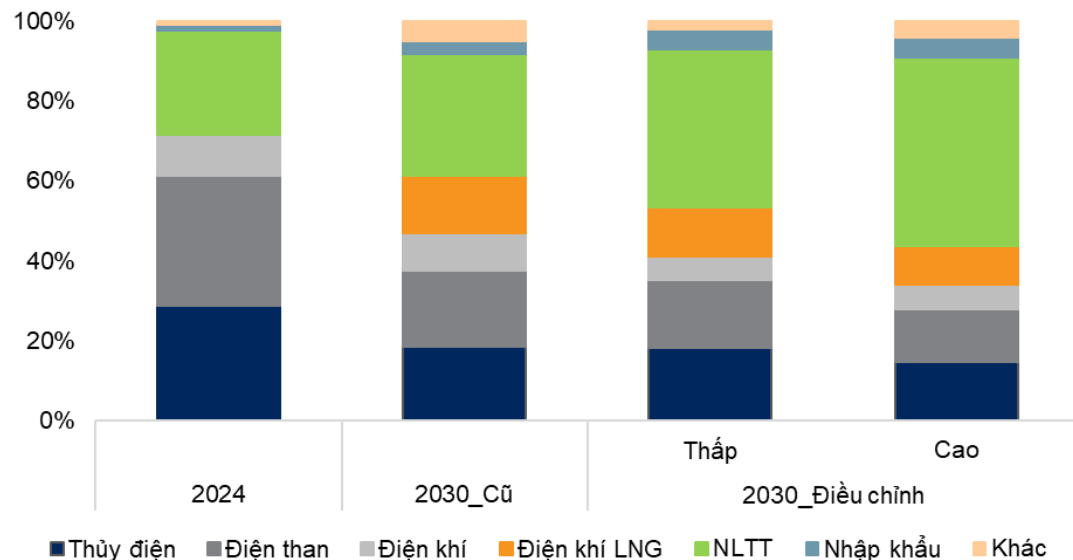
Ngoài NT3&4, Hiệp Phước 1, Quảng Ninh và Hải Phòng 1 là những dự án có những chuyển biến tích cực (MW)



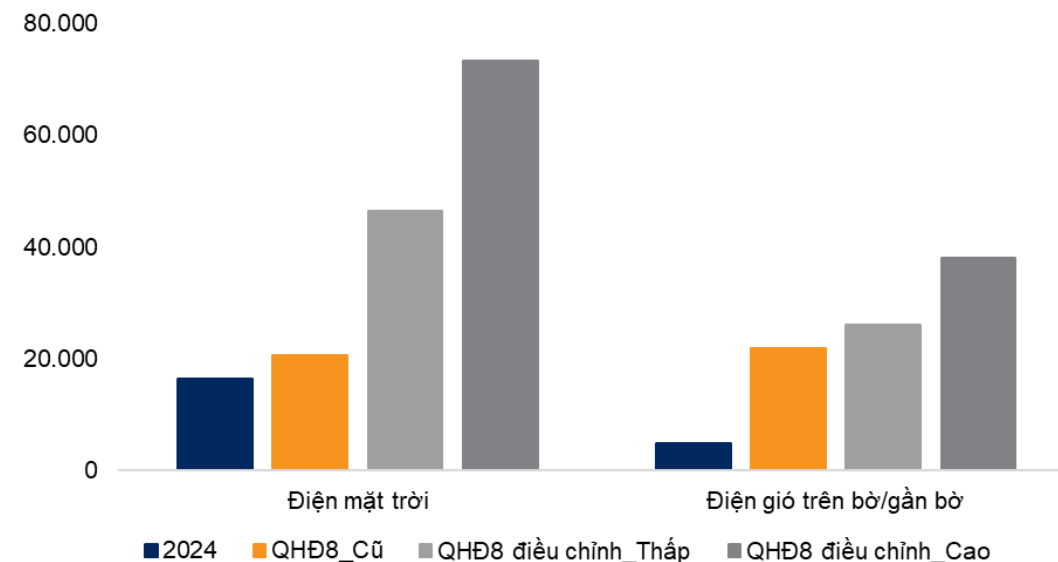
- Do nhu cầu vốn với mỗi nhà máy điện LNG là rất lớn trong bối cảnh giá thành phát điện cao (do giá LNG đang neo ở mức cao), **các nhà máy điện LNG sẽ phụ thuộc phần lớn vào cơ chế cam kết sản lượng dài hạn Qc** để tạo ra doanh thu, dòng tiền ổn định và qua đó làm cơ sở để có thể huy động vốn cho phát triển dự án. Trong Nghị quyết Quốc hội vừa thông qua, điều khoản cơ chế Qc cao hơn (75% như trong dự thảo ban đầu) chưa được đề cập và cơ chế này sẽ được Chính phủ tiếp tục xem xét để hoàn thiện.
- **Năm 2025 Việt Nam chứng kiến nhà máy điện LNG đầu tiên – NT3&4 – đi vào vận hành.** Ngoài ra, trong danh mục các dự án điện LNG, chúng tôi nhận thấy có một số dự án đạt được chuyển biến và kỳ vọng sẽ có thể vận hành trước năm 2030 như LNG Hiệp Phước 1 (đang triển khai), LNG Quảng Ninh (liên danh có POW làm chủ đầu tư) và LNG Hải Phòng 1 (liên danh Vingroup – VinEnergó).
- Nhìn chung, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm rằng sẽ **rất khó để đạt được mục tiêu công suất điện LNG** vào năm 2030 theo QHĐ8, và Việt Nam cần có những cơ chế hấp dẫn hơn để thúc đẩy đầu tư nguồn điện LNG.

QHĐ 8 định hướng phát triển NLTT trở thành nguồn điện chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu nguồn điện tại Việt Nam đến 2030

Tỷ lệ công suất NLTT tăng mạnh trong lần điều chỉnh QHĐ 8 vừa qua, trở thành nguồn chiếm ưu thế trong toàn hệ thống



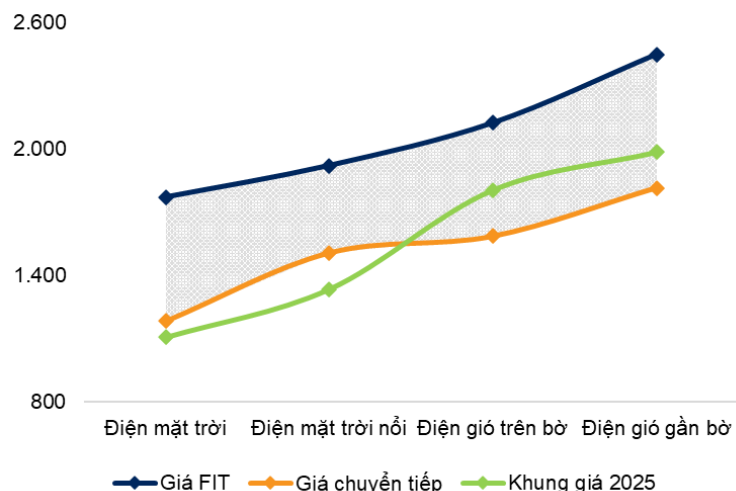
Dự địa gia tăng công suất đến năm 2030 cho các loại hình NLTT chính là rất lớn (MW)



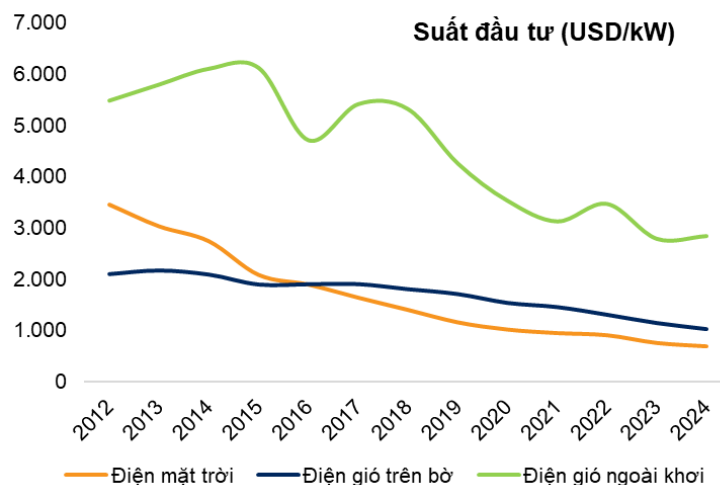
- Trong dòng hải lưu chuyển dịch năng lượng toàn cầu, **Việt Nam là quốc gia theo đuổi các cam kết rất cao về môi trường, và hội tụ nhiều yếu tố để phát triển năng lượng sạch** như: tiềm năng tài nguyên NLTT dồi dào, cơ chế chính sách phát triển NLTT đang ngày càng hoàn thiện. Trong QHĐ 8 mới nhất, ưu tiên đầu tư vào NLTT được chứng minh ở sự gia tăng tỷ trọng nguồn NLTT trong toàn hệ thống với mục tiêu tổng công suất nguồn NLTT sẽ chiếm 40-47% tổng công suất toàn hệ thống so với mức 26% hiện nay và 30,6% trong bản QHĐ 8 trước đó.
- **Dự địa phát triển cho NLTT là rất lớn** khi công suất điện mặt trời được đặt mục tiêu tăng 2,8-4,5 lần trong khi công suất điện gió dự kiến tăng 6,2-7,6 lần vào năm 2030 so với mức hiện tại, mở ra không gian phát triển lớn cho loại hình này trong thời gian tới.

Khung pháp lý để triển khai dự án đã có, những vẫn còn đó những nút thắt liên giá điện thấp; cơ chế, chính sách chưa có tính khả thi cao, và năng lực hạ tầng truyền tải

Bộ Công Thương công bố khung giá điện NLTT năm 2025 (đ/kWh)



Theo IRENA, suất đầu tư NLTT đã giảm mạnh trong một thập kỷ qua



Nhiều dự án trong năm 2025 đã bắt được kêu gọi đầu tư, nhưng vẫn chỉ mới có số ít dự án bắt đầu được triển khai

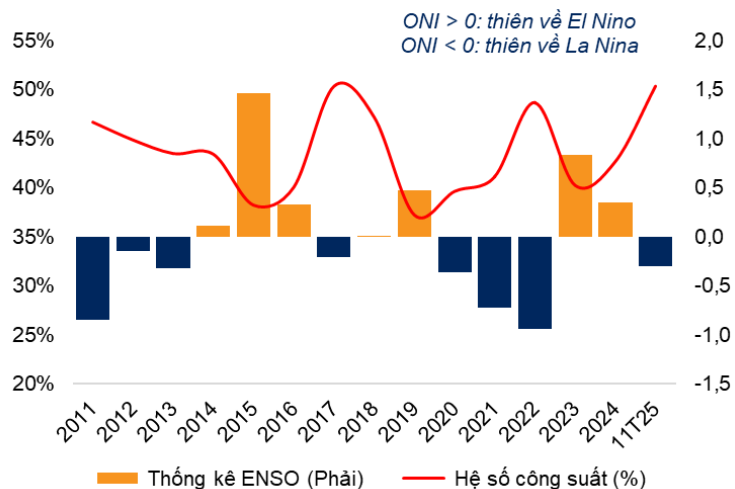
| Dự án | Công suất (MW) | Vốn đầu tư (tỷ đồng) | Tình trạng |
|---------------------------|----------------|----------------------|---------------------|
| Quảng Trị | | | |
| Điện gió Quảng Trị Win 1 | 48 | 1.758 | Mở thầu |
| Điện gió Quảng Trị Win 2 | 48 | 1.609 | Mở thầu |
| Điện gió Quảng Trị Win 3 | 48 | 1.689 | Mở thầu |
| Điện gió Cam Lộ | 200 | 6.500 | Mở thầu |
| Điện gió Halcom Hồng Đức | 200 | 9.127 | Mở thầu |
| Vĩnh Long | | | |
| Điện gió V1-3 GD2 | 48 | 2.257 | REE |
| Điện gió V1-5 và V1-6 GD2 | 80 | 3.864 | REE |
| Điện gió V1-2 mở rộng | 48 | 2.393 | TTVN & Tokyo Gas |
| Điện gió Đông Hải 3 | 48 | 2.771 | TTVN & Kumagai Gumi |
| Cà Mau | | | |
| Điện gió Đông Hải 13 | 100 | 3.620 | Mở thầu |
| Điện gió Đông Hải 3 GD1 | 500 | 1.757 | Mở thầu |
| Gia Lai | | | |
| Điện gió Vĩnh Thuận | 143 | 4.679 | Mở thầu |
| Điện gió Vân Canh 1 | 160 | 6.904 | Mở thầu |
| Điện gió Vân Canh 2 | 180 | 7.771 | Mở thầu |
| Hà Tĩnh | | | |
| Điện gió Kỳ Anh | 400 | 17.051 | VinEnergy |
| Điện gió Eco Wind Kỳ Anh | 498 | 22.647 | VinEnergy |

- **Kế hoạch thực hiện QHĐ 8, khung giá phát điện và cơ chế đấu thầu được ban hành về cơ bản đã tạo ra đủ cơ sở để các doanh nghiệp triển khai dự án.** Trong các loại hình, khung giá điện gió vẫn ở mức tương đối tích cực và điện gió cũng là loại hình mà chúng tôi đánh giá Việt Nam có nhiều tiềm năng cũng với hiệu suất vận hành ổn định hơn so với điện mặt trời.
- Tuy nhiên, với khung giá điện thấp, không còn cơ chế bao tiêu sản lượng, cơ chế, chính sách mới chưa có “tính thực thi” cao và hạ tầng truyền tải chưa đảm bảo sẽ **khó kích hoạt được làn sóng đầu tư mạnh vào ngành trong ngắn hạn**, và chúng tôi cho rằng sẽ chỉ có những DN (niêm yết) có kinh nghiệm trong ngành và có vị thế tài chính vững mạnh là có đủ năng lực để triển khai dự án, như REE hay HDG.
- **Một yếu tố tích cực đó là chi phí đầu tư NLTT đã giảm mạnh nhờ các yếu tố thị trường và cải tiến công nghệ**, qua đó giúp tiết giảm giá thành sản xuất điện. Dữ liệu từ IRENA cho thấy giá thiết bị NLTT toàn cầu đã giảm mạnh trong 10 năm qua. Qua đó, suất đầu tư NLTT cũng đã liên tục giảm ở tất cả các loại hình. Về dài hạn, nếu chi phí đầu tư tiếp tục được tiết giảm thì NLTT sẽ có nhiều cơ hội hơn để “cạnh tranh tự nhiên về giá” với các loại hình khác.

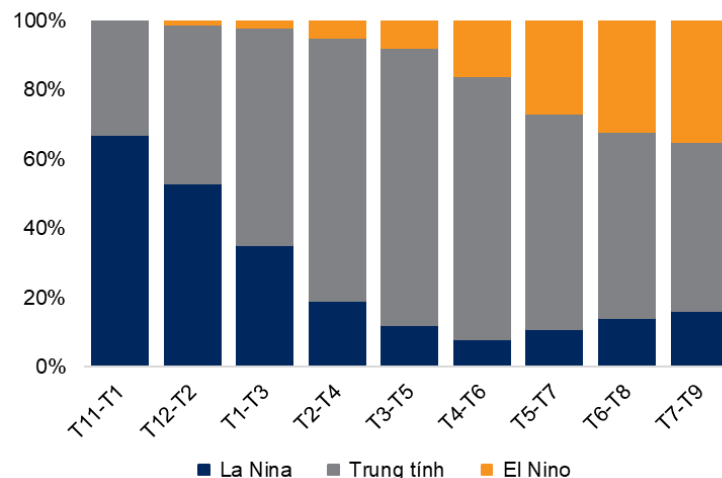
Thủy điện: Triển vọng khiêm tốn sau một năm 2025 bùng nổ

Triển vọng thủy điện ở mức khiêm tốn trong năm 2026 khi chu kỳ La Nina được dự báo đã đi qua

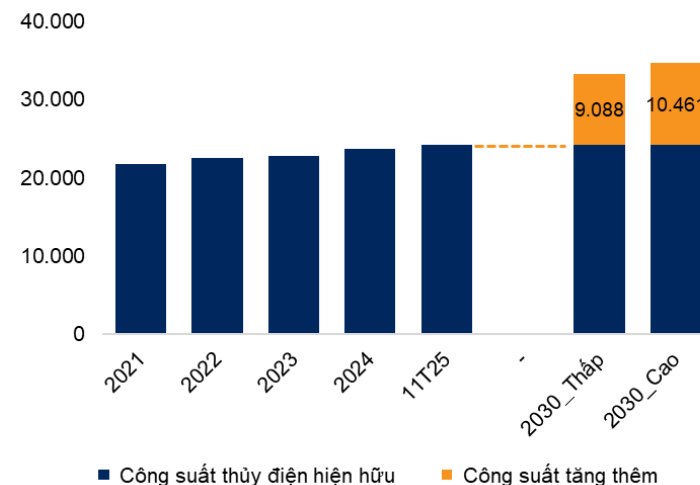
Công suất vận hành của thủy điện có tương quan cao với điều kiện thời tiết



2026 dự báo sẽ thiên về pha Trung tính, báo hiệu triển vọng khiêm tốn sau một năm 2025 bùng nổ



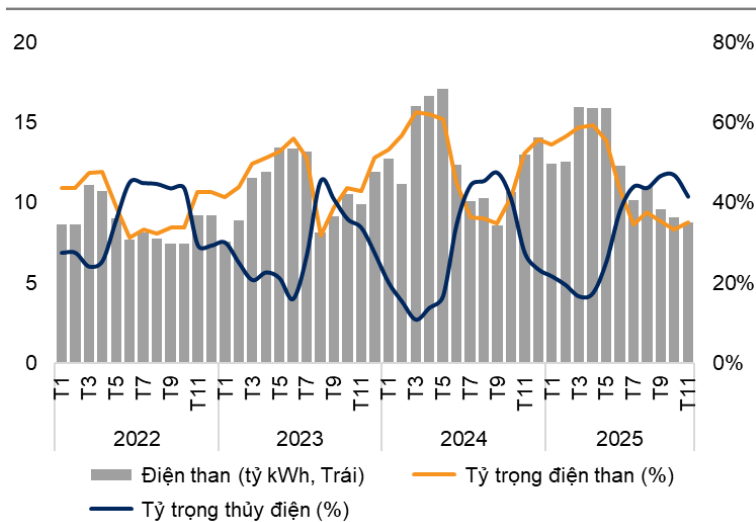
Dự địa tăng trưởng nguồn thủy điện là có giới hạn khi Việt Nam đã gần đạt đến mức giới hạn tiềm năng phát triển thủy điện



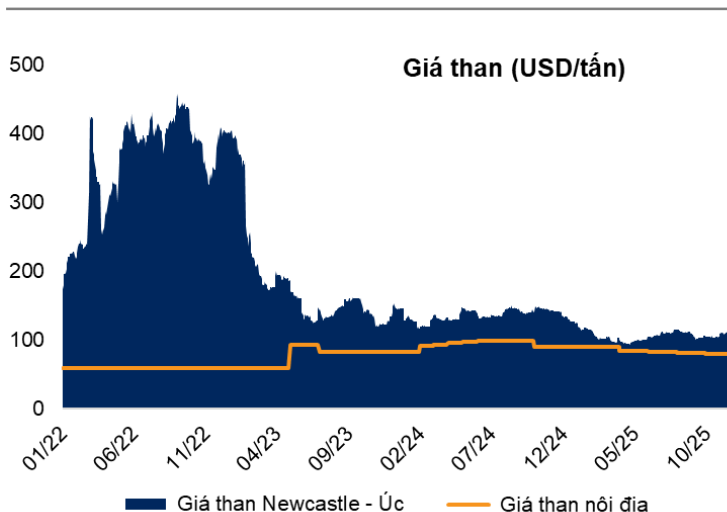
- **Sản lượng thủy điện ghi nhận mức kỷ lục 98 tỷ kWh trong 11T25**, tăng 18% svck và đã vượt kỷ lục sản lượng cả năm 2022 (95 tỷ kWh) nhờ những đợt mưa lớn hơn bình thường và kéo dài, đặc biệt là tại khu vực miền Trung.
- Với đặc tính tương quan cao với điều kiện thời tiết, chúng tôi cho rằng **triển vọng thủy điện sẽ ở mức khiêm tốn và đi xuống trong năm 2026** khi hình thái thời tiết nhiều khả năng thiên về pha Trung tính (theo dự báo ENSO mới nhất), đặc biệt là so với mức nền cao của năm 2025.
- Trong dài hạn, **dự địa tăng trưởng công suất thủy điện là có giới hạn** khi Việt Nam đã gần đạt đến mức giới hạn tiềm năng phát triển thủy điện và tăng trưởng công suất thủy điện chủ yếu sẽ đến từ việc mở rộng các nhà máy hiện hữu, đơn cử như dự án thủy điện Hòa Bình mở rộng (480 MW) vừa hoàn thành.

Điện than nhìn chung vẫn sẽ là trụ cột của hệ thống điện trong ngắn hạn, trước khi dần bị thay thế để đáp ứng các cam kết về môi trường

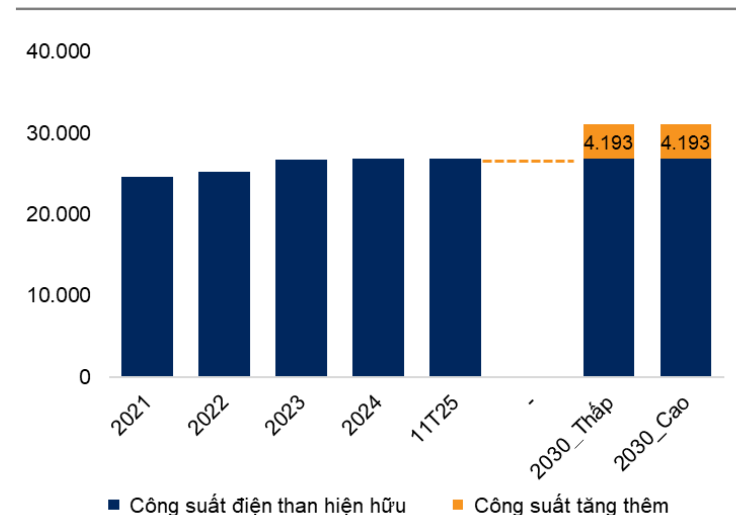
Điện than thường được tăng huy động để bù đắp cho việc thủy điện suy giảm....



... nhờ lợi thế chi phí và giá than trong nước được kiểm soát ở mức ổn định



Nhưng điện than sẽ không còn được ưu tiên phát triển trong dài hạn



- Trong bối cảnh đầu tư công suất điện bị đình trệ trong những năm gần đây, **Việt Nam vẫn phải gia tăng sự phụ thuộc vào nguồn nhiệt điện than** để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng tăng. Cùng với thủy điện, điện than đóng góp ~80% sản lượng điện trong những năm gần đây.
- Sản lượng điện than giảm nhẹ 4% svck xuống 133 tỷ kWh trong 11T25 chủ yếu do sự tăng trưởng mạnh mẽ của thủy điện. Trong bối cảnh thủy điện nhiều khả năng sẽ suy giảm trong năm 2026, chúng tôi cho rằng **sản lượng điện than sẽ tăng trưởng để bù đắp cho sự sụt giảm thủy điện**.
- Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy **du địa phát triển cho điện than là không còn** khi Việt Nam sẽ không tiếp tục phát triển điện than sau năm 2030 (theo QHĐ 8) và sản lượng điện than nhìn chung cũng sẽ từng bước được cắt giảm theo lộ trình để đáp ứng các cam kết về môi trường,

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Tên công ty | Mã CP | Vốn hóa tr USD | D/E rỗng % | Tăng trưởng DT (%) | | Tăng trưởng LN (%) | | P/E (lần) | | P/BV (lần) | | ROE (%) | | EV/EBITDA (lần) |
|---|--------|-------------------|---------------|-----------------------|--------|-----------------------|--------|---------------|------------------|---------------|---------------|-----------|------|--------------------|
| | | | | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 | Trượt 2025 | Hiện tại 2025 | Trượt 2025 | Trượt 2025 | Trượt 12T | | |
| Điện khí | | | | | | | | | | | | | | |
| PVPower | POW VN | 1.346,9 | 20,1 | 7,0 | 17,5 | 7,1 | 63,5 | 17,6 | 17,4 | 1,0 | 1,1 | 5,8 | 5,8 | 8,2 |
| GENCO 3 | PGV VN | 828,2 | 194,9 | (11,3) | (3,8) | (182,5) | N/A | 30,4 | N/A | 1,4 | 1,4 | 4,8 | 14,4 | 5,6 |
| CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 NT2 VN | | 248,9 | (31,8) | (6,9) | 19,5 | (82,5) | 976,1 | 10,4 | 9,4 | 1,5 | 1,4 | 14,6 | 16,6 | 3,3 |
| <i>Trung bình</i> | | - | 61,1 | (3,7) | 11,1 | (86,0) | 519,8 | 19,5 | 13,4 | 1,3 | 1,3 | 8,4 | 12,3 | 5,7 |
| Điện than | | | | | | | | | | | | | | |
| Tổng Công ty Điện lực TKV | DTK VN | 319,1 | 30,9 | 8,5 | N/A | 27,0 | N/A | 11,0 | N/A | 1,0 | N/A | 9,0 | N/A | 4,4 |
| CTCP Nhiệt điện Hải Phòng | HND VN | 201,4 | (0,6) | (3,6) | (11,9) | (41,3) | N/A | 23,1 | N/A | 0,9 | N/A | 3,8 | N/A | 6,1 |
| CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh | QTP VN | 215,5 | (7,2) | (1,2) | (8,2) | 1,2 | (10,0) | 9,2 | 11,2 | 1,1 | N/A | 12,0 | 10,5 | 4,1 |
| CTCP Nhiệt điện Phả Lại | PPC VN | 120,0 | (0,6) | 32,1 | (16,1) | 12,4 | (70,0) | 14,0 | 25,2 | 0,7 | 0,7 | 4,9 | 2,1 | 36,8 |
| <i>Trung bình</i> | | 0,0 | 5,6 | 9,0 | -12,1 | -0,2 | -40,0 | 14,3 | 18,2 | 0,9 | 0,7 | 7,4 | 6,3 | 12,9 |
| Thủy điện | | | | | | | | | | | | | | |
| Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh | VSH VN | 395,0 | 62,9 | (29,0) | N/A | (54,9) | 59,7 | 11,0 | 14,8 | 2,1 | N/A | 19,5 | 14,9 | 6,8 |
| CTCP Thủy điện Hòa Na | HNA VN | 188,6 | 2,5 | 5,4 | N/A | 14,0 | N/A | 10,4 | N/A | 1,5 | N/A | 14,7 | N/A | 6,0 |
| CTCP Thủy điện Thác Bà | TBC VN | 86,9 | (4,5) | 25,0 | N/A | 41,6 | N/A | 11,8 | N/A | 1,9 | N/A | 17,2 | N/A | 6,9 |
| <i>Trung bình</i> | | 0,0 | 20,3 | 0,4 | N/A | 0,3 | 59,7 | 11,0 | 14,8 | 1,8 | N/A | 17,1 | 14,9 | NA |
| Năng lượng tái tạo | | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Điện Gia Lai | GEG VN | 189,9 | 152,5 | 7,5 | 34,3 | (16,3) | 618,3 | 8,3 | 6,2 | 1,1 | 1,0 | 15,7 | 14,1 | 6,5 |
| Doanh nghiệp đa ngành | | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Cơ Điện Lạnh | REE VN | 1.282,7 | 16,5 | (2,2) | 25,7 | (8,9) | 34,9 | 13,1 | 12,5 | 1,7 | 1,6 | 13,4 | 13,6 | 9,2 |
| CTCP Tập đoàn Hà Đô | HDG VN | 395,2 | 51,7 | (5,9) | 15,2 | (47,6) | 165,8 | 29,6 | 12,9 | 1,6 | 1,5 | 5,5 | 14,0 | 8,7 |
| CTCP Tập Đoàn PC1 | PC1 VN | 322,1 | 97,0 | 31,1 | 27,1 | 1.192,8 | 35,8 | 17,6 | 13,3 | 1,5 | 1,4 | 8,8 | 8,8 | 7,2 |
| CTCP Tập đoàn Bamboo Capital | BCG VN | 84,6 | 47,9 | 9,0 | N/A | 585,0 | N/A | 4,8 | N/A | 0,2 | N/A | 4,8 | N/A | 20,8 |
| <i>Trung bình</i> | | 0,0 | 53,3 | 8,0 | 22,7 | 430,3 | 78,8 | 16,3 | 12,9 | 1,2 | 1,5 | 8,1 | 12,1 | 11,5 |

POW | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu (*) | VND14.400 | Tăng trưởng DT thuần | 14,9% | 0,4% | 7,0% | 17,5% | 41,6% |
| Tiềm năng tăng giá | 24,7% | Tăng trưởng EPS | 14,6% | (49,6%) | 7,1% | 52,9% | 18,1% |
| Tỷ suất cổ tức | 0,0% | Biên lợi nhuận gộp | 13,2% | 9,5% | 6,6% | 9,9% | 9,3% |
| Tổng lợi tức | 24,7% | Biên LN ròng | 7,3% | 3,7% | 3,7% | 4,8% | 4,0% |
| Vốn hóa (tr USD) | 1.347 | P/E (x) | 13,1 | 26,0 | 24,3 | 20,9 | 17,7 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 4,6 | Rolling P/B (x) | 0,8 | 0,8 | 0,9 | | |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 470,9 | ROAE | 6,8% | 3,3% | 3,5% | 5,0% | 5,3% |
| P/E trượt | 19,8 | Nợ ròng trên VCSH | (2,7%) | 5,4% | 20,1% | 46,6% | 26,2% |

Luận điểm đầu tư:
Cải cách khuôn khổ pháp lý giúp nâng cao triển vọng ngành điện

Ngành điện đang trong giai đoạn cải cách quan trọng do nhu cầu cấp thiết phải đảm bảo nguồn cung điện trong những năm tới để phục vụ giai đoạn tăng trưởng GDP cao, điều này có thể giúp nâng cao triển vọng của ngành. Nghị quyết 70/NQ-TW mới nhất đã nhấn mạnh nhu cầu cải cách chính sách (đặc biệt là cơ chế và giá điện) để thúc đẩy đầu tư vào công suất điện mới như điện khí LNG và năng lượng tái tạo. Theo sau đó, chúng tôi kỳ vọng các cơ quan quản lý sẽ ban hành các Nghị định sửa đổi với các điều khoản tích cực hơn như nâng tỷ lệ Qc cho các nhà máy điện LNG.

Nhu cầu tăng và EVN cải thiện tạo điều kiện cho việc huy động nhiệt điện

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu điện sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn, đồng pha với nền kinh tế đang phát triển. Nhu cầu tăng trong bối cảnh công suất mới hạn chế sẽ có lợi cho các nhà máy điện đang hoạt động dưới công suất, dẫn đến tỷ lệ sử dụng công suất cao hơn, đặc biệt là các nhà máy nhiệt điện có giá thành cao của POW. Hơn nữa, với tư cách là đơn vị mua điện duy nhất tại Việt Nam, sức khỏe tài chính được cải thiện này sẽ tạo tiền đề để EVN nới lỏng các điều kiện vận hành trên thị trường phát điện như tăng Qc cho các nguồn điện giá cao. Nhìn chung, POW đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự tăng trưởng nhu cầu điện trong dài hạn.

Nhà máy điện LNG đầu tiên tại Việt Nam NT3&4 hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Nhà máy điện LNG NT3&4 là dự án trọng điểm với tổng vốn đầu tư hơn 32 nghìn tỷ đồng. Nhà máy NT3 đã hoàn thành xây dựng và chính thức vận hành thương mại từ T11/2025, tiếp theo là NT4 dự kiến từ cuối năm 2025. Hiện tại, chúng tôi giả định NT3&4 sẽ sản xuất lần lượt 690/6.074 triệu kWh, đóng góp 3,7%/25,7% vào tổng sản lượng điện của POW trong năm 2025-2026. Ngoài ra, chúng tôi cũng lưu ý rằng định hướng của Nghị quyết 70 có thể dẫn đến cơ chế Qc cao hơn cho NT3&4.

(*) giá mục tiêu điều chỉnh sau sự kiện tăng vốn

REE | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND76.600 | Tăng trưởng DT thuần | 61,3% | -8,5% | -2,2% | 25,7% | 14,4% |
| Tiềm năng tăng giá | 23,0% | Tăng trưởng EPS | 45,1% | -18,7% | -8,9% | 34,9% | 10,2% |
| Tỷ suất cổ tức | 1,6% | Biên lợi nhuận gộp | 46,2% | 43,2% | 37,2% | 38,9% | 36,9% |
| Tổng lợi tức | 24,6% | Biên LN ròng | 28,7% | 25,5% | 23,7% | 25,5% | 24,5% |
| Vốn hóa (tr USD) | 1.283 | P/E (x) | 9,0 | 10,3 | 15,8 | 12,5 | 11,4 |
| GTGDĐQ 3 tháng (tr USD) | 1,2 | Rolling P/B (x) | 1,6 | 1,3 | 1,7 | | |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 0,0 | ROAE | 18,7% | 13,3% | 11,0% | 13,6% | 13,9% |
| P/E trượt | 12,8 | Nợ ròng trên VCSH | 0,0% | 37,2% | 21,2% | 21,4% | 25,1% |

Luận điểm đầu tư:
Các dự án điện gió mới thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng dài hạn

REE chính thức nhận được quyết định phê duyệt đầu tư và khởi động hai dự án điện gió gần bờ là V1-3 GD2 (48 MW) và V1-5 & V1-6 GD2 (80 MW) với tổng vốn hơn 6.100 tỷ. Đây là bước đi tiếp theo trong chiến lược phát triển năng lượng xanh của REE. Cùng với dự án V1-4 đang triển khai, REE sẽ tăng công suất điện gió lên 2,4 lần, đạt 302 MW vào năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng điện của REE trong giai đoạn 2026-2027, trong bối cảnh triển vọng thủy điện có thể sẽ khiêm tốn sau một năm 2025 mạnh mẽ. Ngoài ra, REE cũng vừa được giao nhiệm vụ khảo sát điện gió ngoài khơi tại phía Nam, điều này có thể mở ra cơ hội cho REE phát triển mảng kinh doanh này trong tương lai.

Dự án sân bay Long Thành (LTIA) thúc đẩy mảng M&E trong ngắn hạn

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực đối với mảng cơ điện lạnh (M&E) của REE trong những năm tới với DT dự kiến tăng 30,2%/22,4% svck và LN ròng M&E tăng 20,4%/37,5% svck trong năm 2025-26, chủ yếu nhờ việc triển khai dự án LTIA, dự kiến hoàn thành vào cuối 2025 đến đầu 2026. Ngoài ra, nếu không tính dự án LTIA, giá trị hợp đồng ký mới cũng tăng gấp đôi svck trong 9T25, cao hơn đáng kể so với mức trung bình lịch sử và là tín hiệu tích cực cho mảng M&E trong những năm tới.

Mảng bất động sản (BDS) sẽ là động lực tăng trưởng trong năm 2026

BDS sẽ là động lực tăng trưởng trong năm 2026, với sự đóng góp từ cả hoạt động cho thuê văn phòng và phát triển dự án. Chúng tôi kỳ vọng tòa nhà E.town 6 sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy 50%/85% trong năm 2025-26, hỗ trợ LN ròng cho thuê văn phòng tăng 2,6%/26,4% svck. Trong khi đó, việc bán và bàn giao phần lớn các sản phẩm của dự án Light Square sẽ bị trì hoãn sang năm 2026 (sv. Kỳ vọng trước đó là nửa cuối năm 2025). Dự án này dự kiến mang lại DT 699 tỷ đồng và LN ròng 192 tỷ đồng trong năm 2026, đóng góp 6% tổng LN ròng của REE.

Định giá hấp dẫn khi xét đến triển vọng vững chắc của doanh nghiệp

REE hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt là 12,8x, cao hơn một chút so với mức P/E trung bình 5 năm là 12x. Chúng tôi đánh giá đây là mức định giá hấp dẫn, xét đến tiềm năng LN tích cực trong ngắn hạn cũng như triển vọng dài hạn đầy hứa hẹn của doanh nghiệp với nhiều dự án năng lượng xanh mới được triển khai.

Dầu khí



Thượng nguồn bút tốc dẫn dắt cơ hội

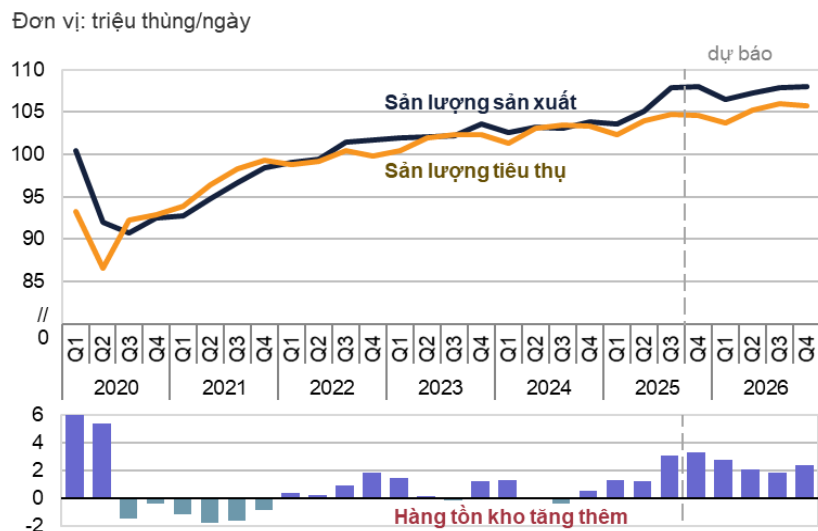
- Đầu tư thượng nguồn tăng tốc rõ rệt, tạo khối lượng công việc và động lực tăng trưởng bền vững cho các doanh nghiệp dịch vụ thượng nguồn.
- Giá dầu duy trì vùng thấp giữ tâm lý thị trường ở trạng thái thận trọng và hạn chế khả năng mở câu chuyện tăng trưởng cho các phân khúc trung - hạ nguồn.
- Định giá toàn ngành vẫn chiết khấu, mở ra cơ hội tích lũy cho nhóm doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp từ thượng nguồn.

Cổ phiếu ưa thích

| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|--|
| PVS | 41.800 | <ul style="list-style-type: none">• Backlog mảng M&C vững chắc hỗ trợ tăng trưởng nhiều năm.• FSO/FPSO – mảng kinh doanh mang lại lợi nhuận ổn định trong dài hạn.• Định giá rẻ, chưa phản ánh tăng trưởng dài hạn. |
| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
| PVD | 32.600 | <ul style="list-style-type: none">• Hợp đồng cho thuê giàn khoan chắc chắn trong trung hạn là động lực then chốt cho tăng trưởng lợi nhuận.• Mở rộng đội giàn tạo động lực tăng trưởng mới.• Mảng dịch vụ giếng khoan hưởng lợi từ đầu tư thượng nguồn sôi động. |

Nguồn cung toàn cầu tiếp tục tăng mạnh hơn nhu cầu. Chênh lệch cung-cầu này hạn chế dự địa tăng giá dầu

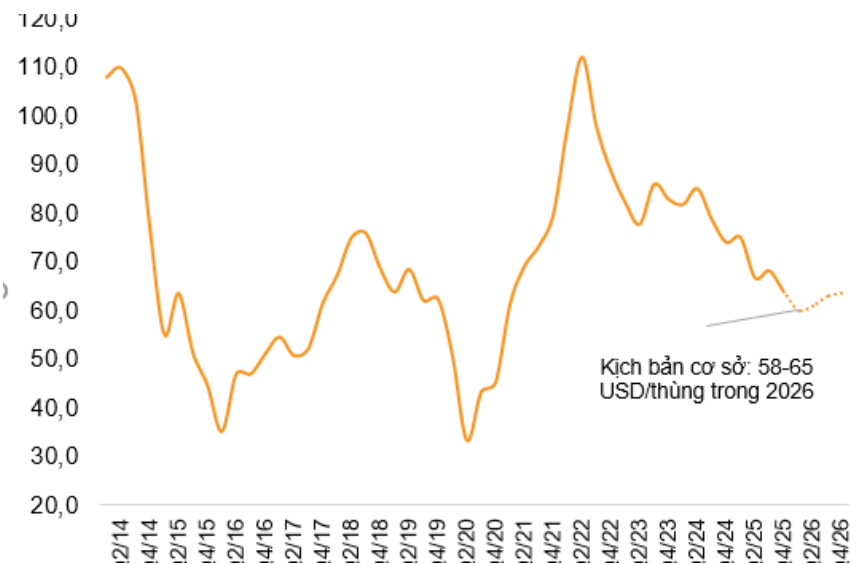
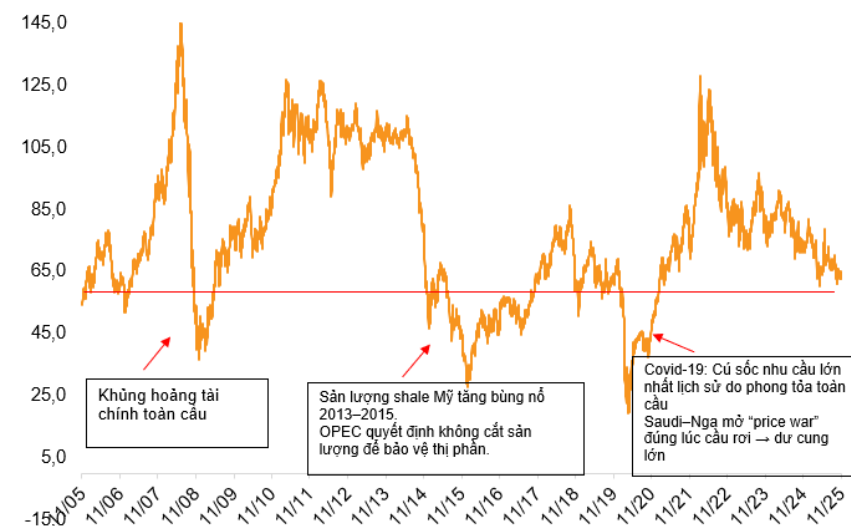
Các tổ chức lớn đều dự báo giá Brent duy trì vùng quanh 60 USD/thùng trong năm 2026



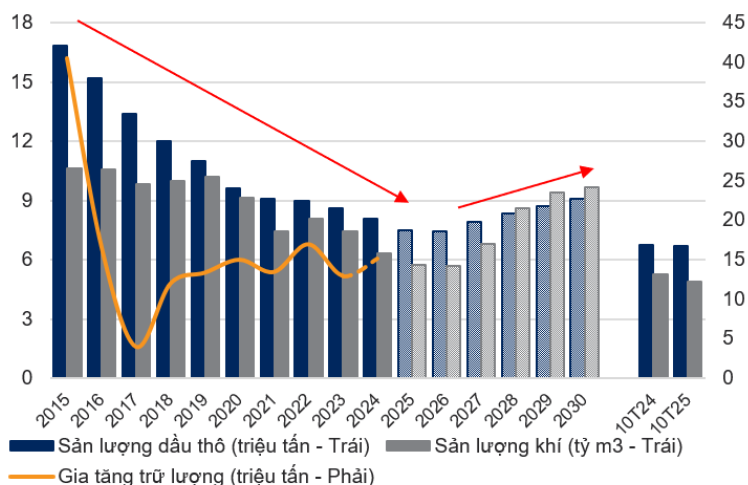
| Tổ chức | Cập nhật | 2025 | 2026 |
|--------------------------------|------------|-----------|-----------|
| Standard Chartered Bank | 18/11/2025 | 69 | 64 |
| Citigroup Inc | 17/11/2025 | 68 | 62 |
| Goldman Sachs Group Inc/The | 18/11/2025 | 68 | 56 |
| BMI, a Fitch Solutions company | 14/11/2025 | 69 | 67 |
| JPMorgan Chase & Co | 13/11/2025 | 66 | 58 |
| Rabobank | 12/11/2025 | 68 | 59 |
| Deutsche Bank AG | 11/11/2025 | 68 | 55 |
| HSBC Holdings PLC | 04/11/2025 | 68 | 65 |
| Wood Mackenzie | 29/10/2025 | 69 | 59 |
| EIA | 06/11/2025 | 69 | 55 |
| Trung bình | | 68 | 61 |

Tuy nhiên, Brent chỉ rơi dưới 60 USD/thùng khi xuất hiện các “thiên nga đen” làm gãy cân bằng cung-cầu toàn cầu

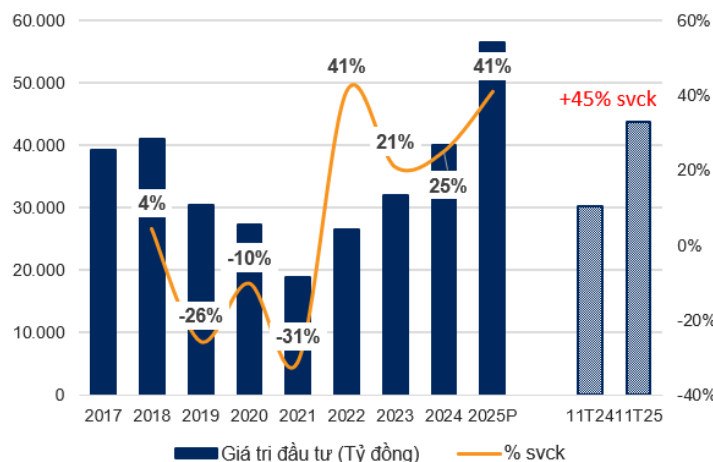
Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ dao động trong vùng 58-65 USD/thùng, và đạt mức trung bình 62 USD/thùng cho cả năm 2026



Sản lượng khai thác dầu khí sụt giảm nhấn mạnh tính cấp thiết của việc đầu tư vào khu vực thượng nguồn tại Việt Nam



Tổng giá trị giải ngân đầu tư của PVN đạt hơn 43,8 nghìn tỷ đồng trong 11T25, tăng 45% svck

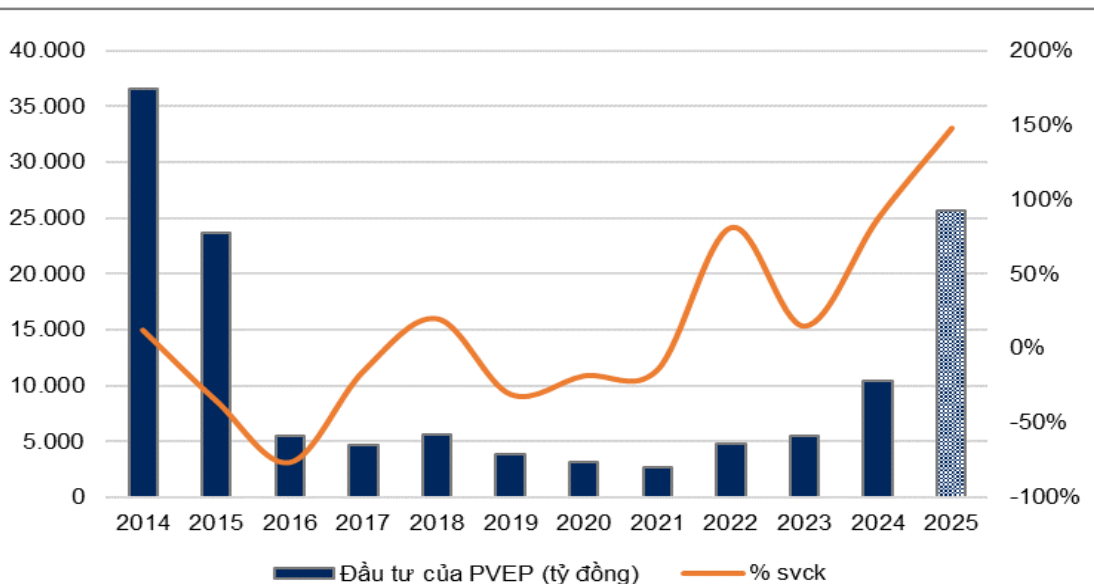


Các dự án dầu khí thượng nguồn đang và kỳ vọng được triển khai trong thời gian tới

| Dự án | Điều hành | Tổng mức ĐT (tr USD) | Thời gian triển khai | | | | | |
|--------------------|--------------|----------------------|----------------------|-----------------|-----------------|------|-------------------------|------|
| | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Đại Hùng pha 3 | PVEP POC | 112 | Hoàn thành | | | | | |
| Kinh Ngư Trắng | Vietsopectro | 650 | Hoàn thành | | | | | |
| Lạc Đà Vàng | Murphy | 693 | | | Đang triển khai | | | |
| Sử Tử Trắng pha 2B | Cuu Long JOC | 1.100 | | | Đang triển khai | | | |
| Nam Du - U Minh | Jadestone | N/A | | | | | Kỳ vọng được triển khai | |
| Thiên Nga - Hải Âu | Zarubezhneft | 349 | | | Đang triển khai | | | |
| Lô B | Phu Quoc POC | 6.700 | | Đang triển khai | | | | |
| Khánh Mỹ-Đầm Dơi | PVEP POC | 395 | | | | | Kỳ vọng được triển khai | |

- Nhu cầu dầu khí trong nước tăng trong khi sản lượng khai thác liên tục giảm từ 2015, còn trữ lượng bổ sung mới thấp, gây áp lực lớn lên khả năng tự chủ nguồn cung và an ninh năng lượng. Cùng với việc ngành dầu khí đóng góp khoảng 9–10% GDP năm 2024, nhu cầu đầu tư trở lại vào thượng nguồn trở nên cấp thiết.
- Thực tế đã cho thấy điều này khi PVN đẩy mạnh giải ngân đầu tư, đạt hơn 43,8 nghìn tỷ đồng trong 11 tháng (+45% svck), tập trung vào các dự án trọng điểm như Chuỗi Lô B – Ô Môn, Ô Môn 4, Nhơn Trạch 3, Dung Quất mở rộng, Long Phú 1 và Ninh Thuận 2. Điều này phản ánh động lực đầu tư đang tăng tốc trên toàn chuỗi dầu khí.
- Trong bối cảnh đó, các dự án lớn như Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng và Sử Tử Trắng 2B đã bước vào giai đoạn triển khai cao điểm, cùng nhiều dự án khác dự kiến khởi động giai đoạn 2025–2027. Đây sẽ là động lực quan trọng giúp đảo chiều suy giảm sản lượng và tạo mặt bằng công việc ổn định cho các doanh nghiệp dịch vụ dầu khí trong những năm tới.

Hoạt động thăm dò – khai thác phát tín hiệu hồi phục trong 2024–2025



Các chính sách ảnh hưởng đến hoạt động dầu khí

| STT | Thời điểm | Chính sách / Chiến lược | Nội dung chính / Tác động tới ngành |
|-----|-----------|--|--|
| 1 | 2022 | Luật Dầu khí (Hiệu lực 2023) | Tăng nguồn cung tiềm năng nhờ khuyến khích thăm dò – phát triển mỏ nhỏ, cận biên, cho phép cơ chế PSC linh hoạt, giảm rủi ro pháp lý, tăng tính hấp dẫn đầu tư upstream. |
| 2 | 2024/25 | Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh (PDP VIII điều chỉnh 2025) | Đưa điện khí (khí nội địa + LNG) vào cơ cấu nguồn lớn (~25% công suất đến 2030); tạo nhu cầu khí lớn → kích cầu phát triển khí & mỏ dầu-khí. |
| 3 | 2024 | Chiến lược năng lượng quốc gia đến 2030, tầm nhìn 2045 | - Tỷ trọng năng lượng tái tạo trong tổng năng lượng sơ cấp 15 - 20% năm 2030 và 65 - 70% năm 2045 Đủ năng lực nhập khẩu khí tự nhiên hoá lỏng (LNG) khoảng 15 - 20 tỷ m3 vào năm 2030 và khoảng 10 - 15 tỷ m3 vào năm 2045 => Khuyến khích phát triển khai thác & hạ tầng khí và việc phát triển năng lượng tái tạo. |
| 4 | 2025 | Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP | Giúp PVN chủ động hơn trong triển khai các hoạt động dầu khí. Dự kiến rút ngắn thời gian cho mỗi vòng thăm định/phê duyệt. Tạo điều kiện khởi thông tiến độ, giảm điểm nghẽn hành chính. |
| 5 | 2025 | Chiến lược phát triển Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) đến 2030 | PVN định hướng ưu tiên upstream: tăng trữ lượng, khai thác mỏ mới, đẩy mạnh khí & dầu — tạo thanh khoản và ổn định nguồn cung dài hạn. |

- Trong giai đoạn 2024–2025, hoạt động thăm dò – khai thác bắt đầu phục hồi sau nhiều năm trầm lắng, thể hiện qua mức đầu tư của PVEP-đơn vị đầu tàu trong hoạt động thượng nguồn của PetroVietnam tăng trở lại sau thời gian dài duy trì thấp. Đây là tín hiệu rõ ràng cho thấy một chu kỳ đầu tư thượng nguồn mới đang được khởi động.
- Sự phục hồi này không chỉ đến từ nhu cầu thị trường mà còn từ thay đổi mang tính cấu trúc về chính sách. Hàng loạt khung pháp lý mới – Luật Dầu khí 2023, Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh 2025, Chiến lược năng lượng quốc gia và Nghị quyết 66 cho các dự án trọng điểm – đã tháo gỡ đáng kể các điểm nghẽn, rút ngắn phê duyệt và giảm rủi ro triển khai.
- Những bước tiến này đang mở ra một chu kỳ đầu tư thượng nguồn mới, giúp ổn định nguồn cung dầu khí dài hạn và tạo mặt bằng công việc cao hơn cho các doanh nghiệp dịch vụ trong các năm tới.

PVS là DN hưởng lợi nhiều nhất từ chuỗi dự án Lô B do đảm nhiệm phần lớn các gói thầu chính

| Các gói thầu chính dự án Lô B - Pha 1 | Giá trị Nhà thầu (tr USD) | Tình trạng |
|---------------------------------------|--|---|
| Thượng nguồn EPCI#1 | 1.086 McDermott & PTSC | <ul style="list-style-type: none"> Trao thầu hoàn chỉnh vào T9/2024. Đang trong giai đoạn chế tạo, tổng tiến độ đạt 29% |
| Thượng nguồn EPCI#2 | 300 PTSC M&C | Đang trong giai đoạn chế tạo, tổng tiến độ đạt 55% |
| Thượng nguồn Tàu FSO | 600 PTSC SEA | Đã trao thầu vào T5/2025 |
| Trung nguồn EPCI tuyến ống bờ | 237 PTSC & Lilama 18 | <ul style="list-style-type: none"> Trao thầu hoàn chỉnh vào T5/2024. Đang trong giai đoạn chế tạo, tiến độ đạt hơn 29,63%, trong đó thiết kế hoàn tất 100% |
| Trung nguồn PC tuyến ống biển | 311 PC1: Vietsovpetro – Thiên Nam Offshore PC2: Vietsovpetro – TIMAS – Tân Cảng Offshore | <ul style="list-style-type: none"> Trao thầu vào tháng 7/2025. Đang trong giai đoạn chế tạo, đạt hơn 16,2% tổng tiến độ. Công tác mua sắm cho tuyến ống đã đạt 50%. |

Các dự án M&C thuộc lĩnh vực dầu khí của PVS đã được chúng tôi đưa vào mô hình dự phóng

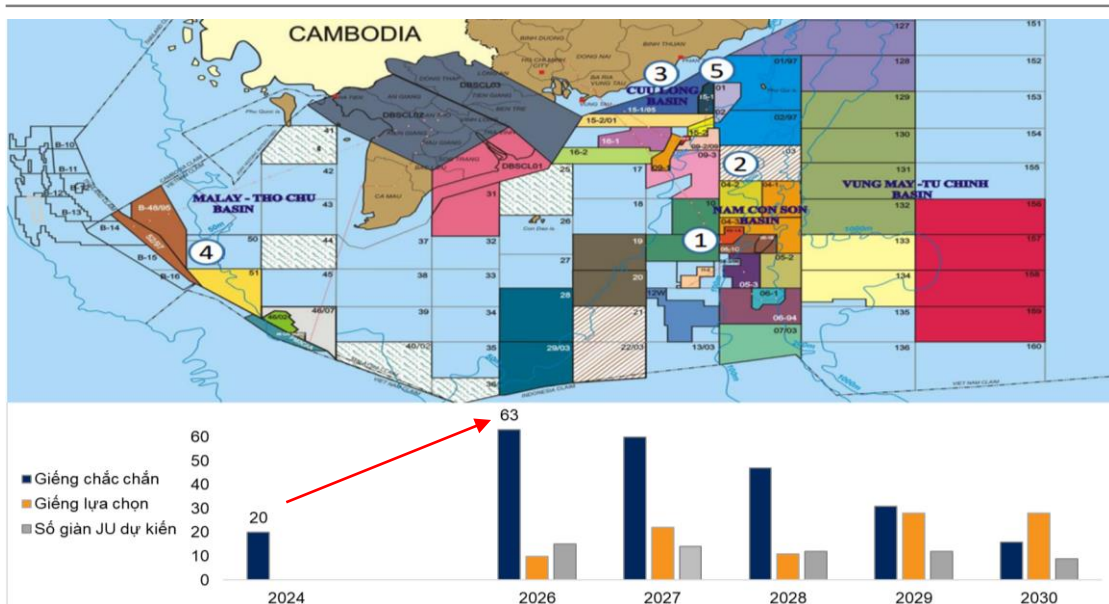
| STT | Dự án | Giá trị HĐ ước tính của PVS (tr USD) | DT ước tính ghi nhận năm 2025 (tr USD) | GTHĐ còn lại cuối năm 2025 (tr USD) | Thời gian triển khai |
|---------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|--|-------------------------------------|----------------------|
| Các dự án Dầu khí truyền thống | | | | | |
| 1 | Thượng nguồn Lô B - EPCI#1 | 493 | 148 | 277 | Q4/23 - 2027 |
| 2 | Thượng nguồn Lô B - EPCI#2 | 300 | 120 | 104 | 2024 - 2027 |
| 3 | Đường ống bờ Lô B - Ô Môn | 237 | 59 | 137 | 2024 - 2027 |
| 4 | Lạc Đà Vàng | 245 | 74 | 177 | 2024 - 2026 |
| 5 | Sư Tử Trắng pha 2B | 400 | 120 | 280 | 2025 - 2027 |
| 6 | Nam Du - U Minh | 150 | 45 | 105 | 2026 - 2027 |

- Khối lượng lớn các gói thầu thượng nguồn của Lô B đã được ký và bước vào giai đoạn chế tạo, giúp PVS đảm nhận phần lớn các gói EPCIC chủ chốt. Các gói EPC#1, EPC#2, tàu FSO và tuyến ống Lô B đều đang triển khai đúng tiến độ và sẽ tạo dòng doanh thu ổn định từ nay đến 2027.
- Bên cạnh Lô B, PVS còn ghi nhận nhiều dự án M&C dầu khí truyền thống khác như Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng 2B, Lô B. Tổng giá trị hợp đồng ước tính của các dự án Dầu khí truyền thống giai đoạn 2025–2027 lên tới 1,6 tỷ USD, tạo nền tảng tăng trưởng doanh thu – lợi nhuận vững chắc trong trung hạn.

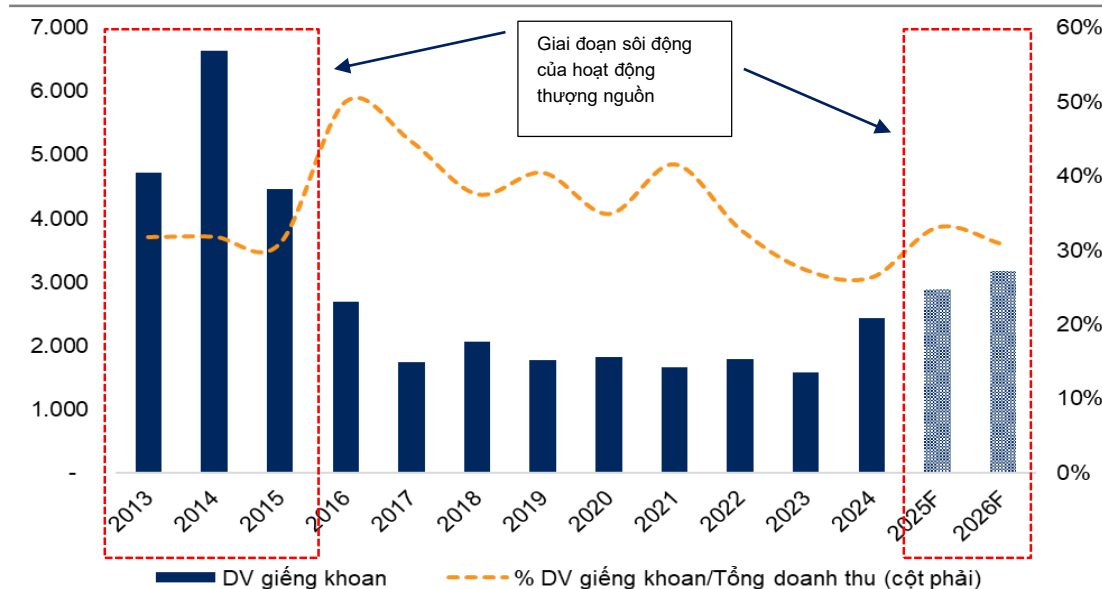
Thượng nguồn: DN xây lắp và dịch vụ khoan hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ đầu tư thượng nguồn (2)

Hoạt động khoan tại Việt Nam đang bước vào giai đoạn sôi động nhất kể từ 2015, kéo theo mặt bằng công việc lớn và ổn định cho các nhà thầu giàn khoan.

Nhu cầu giếng khoan dự kiến tăng mạnh từ 2026–2028

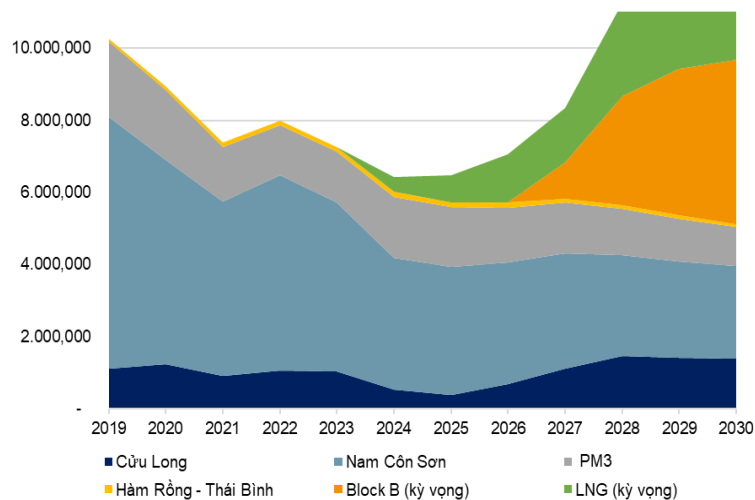


Doanh thu dịch vụ giếng khoan của PVD đã tăng mạnh từ 2024 nhờ các dự án thượng nguồn được đẩy nhanh

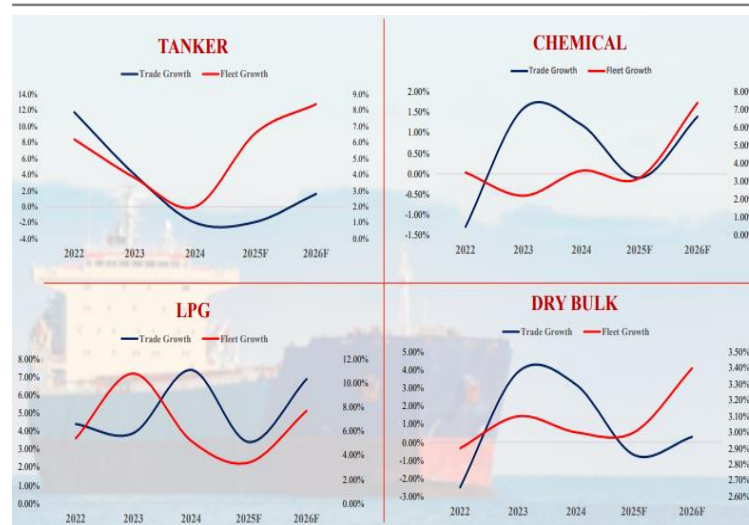


- Hoạt động khoan tại Việt Nam bước vào chu kỳ sôi động nhất kể từ 2015, với các dự án thượng nguồn lớn chuyển sang giai đoạn phát triển. Số giếng “chắc chắn” dự kiến tăng gấp 3 lần vào 2026 và duy trì cao trong 2027–2028, tạo mặt bằng công việc ổn định cho các nhà thầu giàn khoan.
- Mảng dịch vụ giếng khoan của PVD phục hồi mạnh từ 2024 khi các chiến dịch khoan nội địa tái khởi động và các hợp đồng bundled (như Đại Hùng Pha 3) được triển khai, cải thiện rõ rệt sản lượng công việc và biên lợi nhuận.
- Với vị thế dẫn đầu thị trường khoan Việt Nam, PVD hưởng lợi lớn nhất từ chu kỳ thượng nguồn mới, khi nhu cầu khoan tăng mạnh giai đoạn 2025–2027 giúp mở rộng khối lượng công việc và tạo động lực tăng trưởng trung hạn.

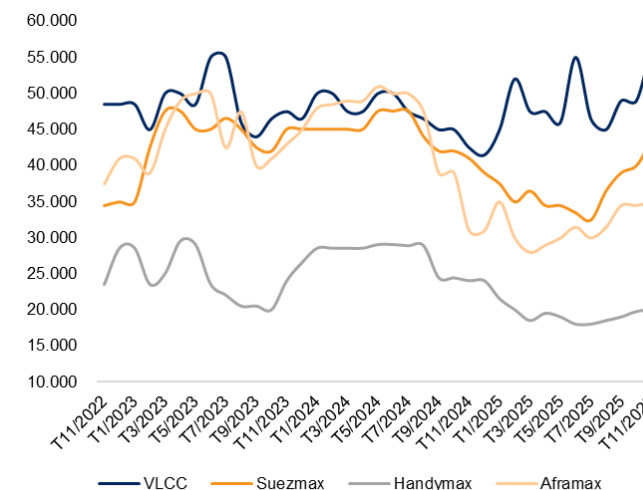
LNG sẽ bù đắp thiếu hụt khí nội địa cho GAS trước khi Lô B đi vào vận hành thương mại (m³)



Tăng trưởng đội tàu mới cao hơn tăng trưởng thương mại ở tất cả các phân khúc tàu



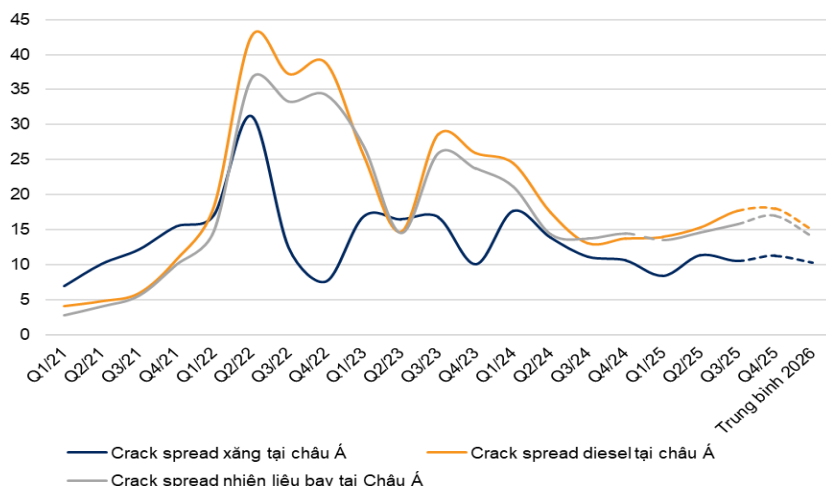
Giá cước thuê tàu định hạn 1 năm (Đơn vị: USD/ngày)



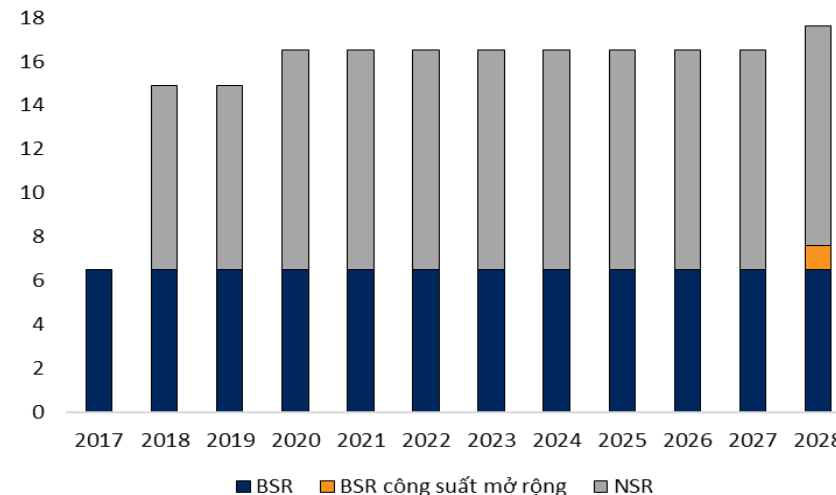
- Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp đầu khí trung nguồn tiêu biểu vẫn sở hữu những động lực tăng trưởng nhất định, đủ để bù đắp phần nào bối cảnh ngành kém thuận lợi trong năm 2026.
- **Phân phối khí:** Biên lợi nhuận khí khô tiếp tục chịu sức ép từ giá đầu vào giảm, nhưng rủi ro suy giảm sản lượng nội địa sẽ được bù đắp bởi LNG nhập khẩu, đặc biệt giai đoạn 2024–2026 trước khi Lô B vận hành. Việc NT3–NT4 đi vào thương mại cuối 2025, đầu 2026 tạo thêm điểm tựa cho tăng trưởng trung nguồn trong trung hạn.
- **Vận tải dầu khí:** Giá cước tàu—sau khi duy trì mức cao nhiều năm—được kỳ vọng hạ nhiệt trong 2026 khi lượng tàu mới bàn giao tăng mạnh. Tuy nhiên, nhu cầu vận tải hóa chất vẫn tăng tích cực (~3%/năm đến 2029), giúp thị trường giữ trạng thái cân bằng và tránh rơi vào chu kỳ giảm sâu như các phân khúc hàng rời. Những doanh nghiệp đầu ngành như PVT có chiến lược mở rộng đội tàu hoá chất – dầu thô, giúp duy trì tăng trưởng ổn định trong 2026–2027.

Chúng tôi đánh giá nhóm hạ nguồn bước vào năm 2026 với triển vọng tương đối trầm lắng, khi chưa xuất hiện các yếu tố đủ mạnh để tạo ra câu chuyện tăng trưởng rõ ràng trong ngắn hạn.

Chúng tôi cho rằng crack spread của tất cả các loại sản phẩm sẽ giảm trong 2026



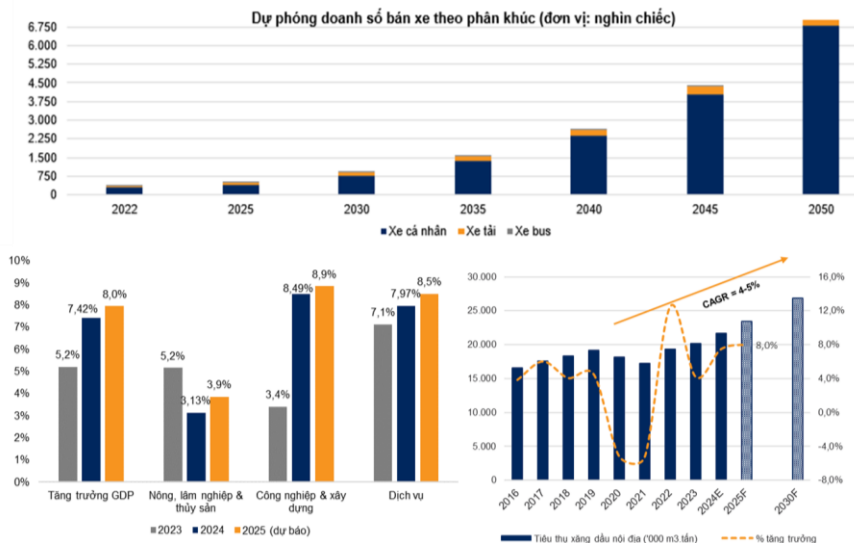
Công suất lọc dầu thiết kế của Việt Nam sẽ không tăng cho đến năm 2028 (triệu tấn)



Dự thảo 7 của Nghị định kinh doanh xăng dầu vẫn tính giá bán lẻ bằng chi phí kinh doanh định mức thay vì thực tế của DN

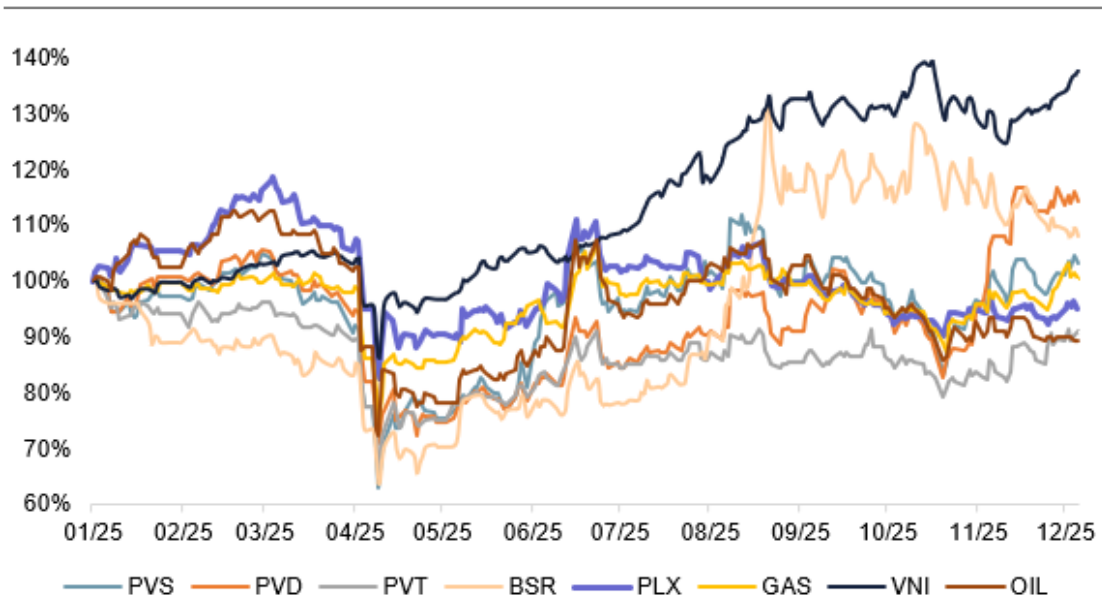
| Nhóm nội dung | NĐ 80/2023 (Hiện hành) | Dự thảo 6 | Dự thảo 7 |
|------------------------------------|--|---|--|
| Công thức giá | Giá cơ sở = Giá thế giới + Chi phí đưa hàng + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức + Thuế + Quỹ BOG. | Giá do doanh nghiệp tự quyết theo chi phí thực tế: Chi phí tạo nguồn + Chi phí kinh doanh (thực tế) + Lợi nhuận + Thuế. | Giá do DN quyết định; dùng Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận + Thuế (NK, TTĐB, BVMT, GTGT). |
| Yêu cầu để làm thương nhân đầu mỗi | Không đề cập trong nguồn NĐ 80/2023 | Là thương nhân phân phối xăng dầu tối thiểu 36 tháng liên tục. | Là thương nhân phân phối xăng dầu tối thiểu 36 tháng liên tục. |
| Yêu cầu về kho chứa | Tổng sức chứa ≥ 15.000 m ³ . | Giữ ≥ 15.000 m ³ . | Giữ ≥ 15.000 m ³ ; yêu cầu siết chặt: phải có ít nhất 1 kho gắn với cảng chuyên |
| Hệ thống phân phối | Yêu cầu 40 TNBL; chấp nhận Tổng đại lý/Đại lý trong giai đoạn chuyển tiếp. | Giữ tương tự NĐ 80. | Yêu cầu 40 TNBL chỉ thuộc hệ thống; mở rộng chấp nhận đại lý bán lẻ, thương nhân nhượng quyền trong chuyển tiếp. |
| Căn cứ thu hồi giấy phép | Thu hồi khi: ngừng KD 90 ngày, không đủ tổng nguồn 2 năm, vi phạm dự trữ, tái phạm chất lượng. | Giữ tương tự NĐ 80. | Bổ sung quan trọng: thu hồi nếu DN không thực hiện đúng chỉ đạo về bảo đảm nguồn cung, bình ổn giá. |

Tuy nhu cầu xăng dầu trong dài hạn vẫn tăng trưởng dương nhưng triển vọng ngành ảnh hưởng bởi chính sách xe điện

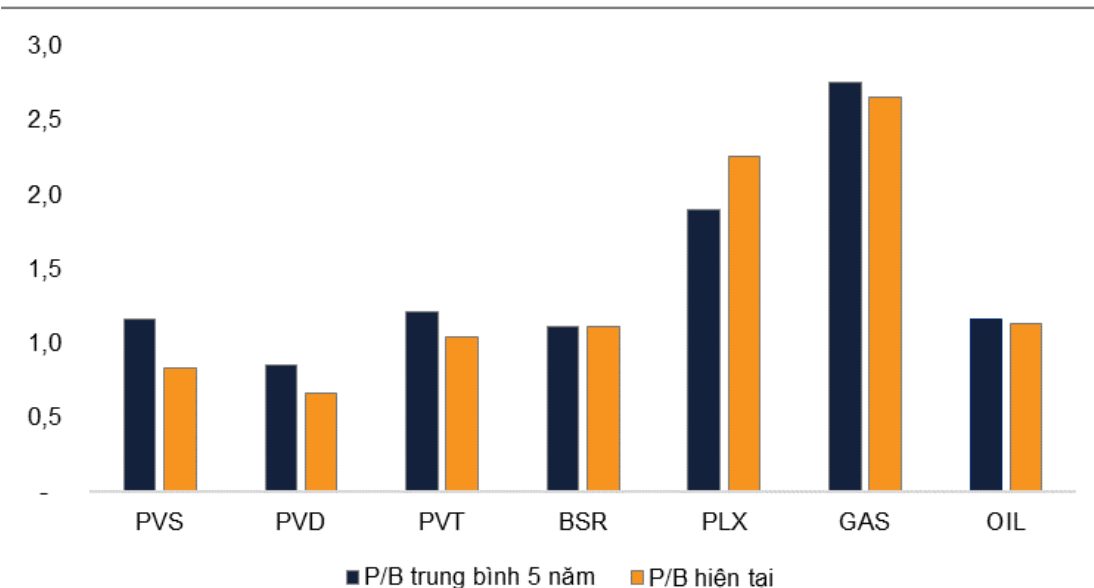


Chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu dầu khí thượng nguồn và trung nguồn đang bước vào vùng giá có thể tích lũy, nhờ nền định giá thấp và triển vọng tăng trưởng cải thiện trong 2026.

Hiệu suất cổ phiếu dầu khí kém tích cực so với VN-Index trong 2025



P/B hiện tại của 1 số DN thượng nguồn và trung nguồn vẫn thấp hơn mức TB 5 năm



- Năm 2025, giá Brent duy trì ở vùng thấp và thiếu chất xúc tác vĩ mô, kéo tâm lý thị trường yếu và khiến nhóm cổ phiếu dầu khí liên tục có diễn biến kém hơn so với VN-Index. Mặt bằng giá dầu thấp cũng khiến cổ phiếu ngành này kéo dài giai đoạn tích lũy, chưa hình thành xu hướng tăng rõ ràng.
- Dù triển vọng trung hạn cải thiện nhờ chu kỳ đầu tư thượng nguồn tăng tốc, định giá các doanh nghiệp dầu khí vẫn ở vùng hấp dẫn. P/B nhiều mã đang thấp hơn mức trung bình 5 năm, phản ánh sự thận trọng của thị trường nhưng đồng thời tạo ra biên an toàn cho việc tích lũy trong các nhịp điều chỉnh.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty | Mã CK | Vốn hóa | Giá mục tiêu | Nợ ròng/VCSH | Tăng trưởng DT 2025 | Tăng trưởng EPS 2025 | Tỷ suất cổ tức | ROE | ROA | P/E | P/B |
|--------------------------------|---------------|------------|---------------|--------------|---------------------|----------------------|----------------|-------------|------------|-------------|------------|
| | | tr. USD | đồng/cp | % | % | % | % | % | % | x | x |
| Ngành dịch vụ khoan dầu | | | | | | | | | | | |
| Velesto Energy Bhd | VEB MK | 573 | N/A | -2,5 | -7,1 | -13,0 | 8,4 | N/A | N/A | N/A | 0,9 |
| Borr Drilling Ltd | BORR NO | N/A | N/A | 206,3 | -1,2 | -92,0 | N/A | 5,2 | 1,5 | N/A | N/A |
| Valaris Ltd | VAL US | 3.766 | N/A | 35,6 | -8,7 | -19,3 | 0,6 | 17,5 | 8,9 | 12,9 | 1,5 |
| Transocean | RIG US | 4.549 | N/A | 65,0 | -2,8 | 171,8 | 0,0 | -32,0 | -16,4 | N/A | 0,6 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | -5,0 | 11,8 | 3,0 | -3,1 | -2,0 | 12,9 | 1,0 |
| PVDrilling | PVD VN | 510 | 32.600 | 0,5 | 0,6 | 36,7 | 2,1 | 5,5 | 3,6 | 14,9 | 0,8 |
| Ngành dịch vụ dầu khí | | | | | | | | | | | |
| Malaysia Marine Eng | MMHE MK | 137 | N/A | -13,7 | 7,5 | 12,9 | 2,0 | 5,1 | 2,0 | 7,8 | 0,4 |
| Yinson Holdings | YNS MK | 1.651 | N/A | 170,3 | 6,0 | 10,9 | 2,3 | 16,0 | 3,8 | 8,2 | 1,2 |
| Seatrium Ltd | STM SP | 5.564 | N/A | 18,6 | -0,5 | 59,8 | 1,7 | 4,1 | 1,5 | 27,1 | 1,1 |
| Hyundai Engineering | 000720 KS | 5.526 | N/A | -21,2 | -1,4 | 52,1 | 1,1 | -3,2 | -1,0 | N/A | 1,0 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 2,9 | 33,9 | 1,8 | 5,5 | 1,6 | N/A | 0,9 |
| PTSC | PVS VN | 593 | 41.800 | -92,6 | 39,9 | 25,8 | 3,3 | 10,5 | 4,4 | 10,7 | 1,1 |
| Ngành vận tải dầu khí | | | | | | | | | | | |
| Vietnam Tanker JSC | VTO VN | 34 | N/A | -57,6 | N/A | N/A | N/A | 9,9 | 7,0 | 8,6 | 0,8 |
| MISC Bhd | MISC MK | 8.318 | N/A | 23,0 | 2,9 | 7,3 | 4,7 | 3,6 | 2,2 | 26,9 | 1,0 |
| Thoresen Thai Agencies | TTA TB | 249 | N/A | 14,8 | -2,7 | -61,3 | 4,1 | 8,7 | 4,8 | 3,4 | 0,4 |
| Great Eastern Shipping | GESCO IN | 1.758 | N/A | -41,0 | 3,6 | 3,1 | 2,8 | 17,6 | 13,6 | 6,8 | 1,1 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 1,2 | -17,0 | 3,9 | 9,9 | 6,9 | 11,4 | 0,8 |
| PVTrans | PVT VN | 318 | 23.400 | 22,7 | -1,3 | -12,4 | 1,7 | 12,4 | 4,9 | 8,5 | 1,0 |

| Công ty | Mã CK | Vốn hóa | Giá mục tiêu | Nợ ròng/VCSH | Tăng trưởng DT 2025 | Tăng trưởng EPS 2025 | Tỷ suất cổ tức | ROE | ROA | P/E | P/B |
|---------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------------|----------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | | tr. USD | đồng/cp | % | % | % | % | % | % | x | x |
| Ngành phân phối khí | | | | | | | | | | | |
| China Gas Holdings | 384 HK | 5.643 | N/A | 84,9 | 1,1 | 6,4 | 6,2 | 5,0 | 1,8 | 15,4 | 0,8 |
| Petronas Gas Bhd | PTG MK | 8.546 | N/A | -5,3 | 1,6 | 4,0 | 4,3 | 12,7 | 9,3 | 19,6 | 2,5 |
| Gail India | GAIL IN | 12.302 | N/A | 22,1 | 7,5 | 15,7 | 3,9 | 15,4 | 9,7 | 9,0 | 1,3 |
| Perusahaan Gas Negara | PGAS IJ | 2.669 | N/A | -3,1 | 2,2 | 3,1 | 9,1 | 11,4 | 5,0 | 8,2 | 1,0 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 3,1 | 7,3 | 5,9 | 11,1 | 6,5 | 13,1 | 1,4 |
| PV GAS | GAS VN | 5.713 | 79.600 | -48,5 | 13,4 | 19,0 | 3,4 | 19,6 | 13,0 | 12,4 | 2,3 |
| Ngành lọc dầu | | | | | | | | | | | |
| Thai Oil | TOP TB | 2.503 | N/A | 81,0 | 0,5 | -2,8 | 5,8 | 8,8 | 3,7 | 5,3 | 0,5 |
| IRPC | IRPC TB | 656 | N/A | 88,6 | 1,2 | 71,9 | 1,0 | -6,0 | -2,3 | N/A | 0,3 |
| Star Petroleum Refining | SPRC TB | 820 | N/A | 22,7 | -5,7 | 14,2 | 6,4 | 4,4 | 2,5 | 16,2 | 0,7 |
| PTT Global Chemical | PTTGC TB | 2.881 | N/A | 83,7 | 4,2 | 137,8 | 3,1 | -7,6 | -3,2 | N/A | 0,3 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 0,0 | 55,3 | 4,1 | -0,1 | 0,2 | N/A | 0,4 |
| Lọc hóa dầu Bình Sơn | BSR VN | 2.740 | 16.700 | -48,9 | 6,9 | 364,9 | 4,9 | 3,7 | 2,4 | 34,8 | 1,3 |
| Ngành phân phối xăng dầu | | | | | | | | | | | |
| PVOil | OIL VN | 413 | 14.600 | -65,0 | 11,7 | 22,6 | 1,9 | 3,1 | 1,0 | 33,2 | 1,0 |
| Pilipinas Shell Petroleum | SHLPH PM | 164 | N/A | 180,1 | N/A | N/A | N/A | 4,8 | 1,4 | 6,2 | 0,3 |
| PTT Oil & Retail | OR TB | 4.959 | N/A | -17,0 | 2,0 | 6,7 | 3,8 | 11,2 | 6,1 | 12,7 | 1,4 |
| Petronas Dagangan Bhd | PETD MK | 4.689 | N/A | -33,1 | 3,7 | 3,3 | 5,1 | 18,3 | 9,9 | 17,6 | 3,2 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 5,8 | 10,8 | 3,6 | 9,4 | 4,6 | 17,4 | 1,5 |
| Petrolimex | PLX VN | 1.634 | 47.700 | -41,5 | -1,0 | 29,3 | 3,8 | 10,4 | 3,3 | 17,3 | 1,7 |

PVS | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND41.800 | Tăng trưởng DT thuần | 14,8% | 18,4% | 22,7% | 39,3% | 34,8% |
| Tiềm năng tăng giá | 26,0% | Tăng trưởng LN ròng | 46,7% | 3,7% | 4,2% | 25,8% | 21,0% |
| Tỷ suất cổ tức | 2,1% | Biên LN gộp | 6,2% | 5,4% | 4,5% | 4,3% | 4,2% |
| Tổng lợi tức | 28,1% | Biên LN ròng | 6,0% | 5,3% | 4,5% | 4,1% | 3,6% |
| Vốn hóa (tr USD) | 641,7 | P/E (x) | 11,6 | 20,3 | 17,3 | 12,4 | 10,2 |
| GTGDĐQ 3 tháng (tr USD) | 5,7 | Rolling P/B (x) | 1,1 | 1,6 | 1,4 | 1,1 | 1,0 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 214,3 | ROAE | 8,2% | 8,2% | 8,1% | 9,4% | 10,5% |
| P/E trượt | 16,9 | Nợ ròng trên VCSH | (66,5%) | (61,6%) | (92,6%) | (83,8%) | (82,6%) |

Luận điểm đầu tư:
Backlog M&C vững chắc hỗ trợ tăng trưởng nhiều năm

Doanh thu mảng M&C của PVS tăng trưởng 55% svck trong Q2/25 nhờ các dự án Lô B, Lạc Đà Vàng và điện gió ngoài khơi, với backlog ước tính khoảng 3,6 tỷ USD cho giai đoạn 2025–28. Dù PVS không tham gia gói thầu đường ống ngoài khơi của Block B, hợp đồng Sư Tử Trắng 2B trị giá 400 triệu USD vẫn đảm bảo backlog. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng M&C đạt mức tăng trưởng kép 58% trong 2025–26, được hỗ trợ bởi các dự án dầu khí trong nước và các hợp đồng điện gió quốc tế.

FSO/FPSO – mảng kinh doanh mang lại lợi nhuận ổn định trong dài hạn

Mảng FSO/FPSO vẫn là nguồn lợi nhuận ổn định và biên LN cao dự kiến đóng góp 57–67% LN ròng hằng năm giai đoạn 2025–28. Chúng tôi kỳ vọng mảng này mang lại lợi nhuận bền vững nhờ hợp đồng thuê dài hạn và biến động vận hành thấp. Ngoài ra, do phần lớn hợp đồng được tính bằng USD, tỷ giá tăng sẽ giúp gia tăng lợi nhuận. Trong trung hạn, việc triển khai các dự án mới như FSO Lô B và Lạc Đà Vàng sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận từ mảng này.

Thanh khoản vững chắc tạo bộ đệm lợi nhuận và đầu tư tương lai

Tính đến cuối Q2/25, PVS nắm giữ 17,0 nghìn tỷ đồng tiền mặt và với mức nợ thấp (Nợ ròng/Vốn CSH tương đương -102% vào cuối Q2/25), liên tục tạo ra thu nhập lãi tiền gửi ổn định. Đồng thời, tỷ giá USD/VND tăng đã giúp lãi ròng chênh lệch tỷ giá tăng 62% svck lên 118 tỷ đồng trong Q2/25. Các khoản lợi nhuận tài chính này, vẫn tạo bộ đệm quan trọng cho lợi nhuận giúp biến động biên lợi nhuận trong hoạt động EPC. Bảng cân đối mạnh và thanh khoản dồi dào cũng giúp PVS có đủ nguồn lực cho các dự án vốn lớn như điện gió ngoài khơi, đảm bảo tăng trưởng dài hạn.

Định giá hấp dẫn với tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ

PVS hiện giao dịch ở mức P/E lũy kế chỉ 12,8x, thấp hơn mức trung bình lịch sử 5 năm, dù LN ròng dự báo đạt tăng trưởng kép 23,5% trong 2025–26. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu vẫn còn dư địa tăng giá đáng kể, do định giá hiện tại chưa phản ánh đầy đủ backlog vững chắc, thu nhập ổn định từ liên doanh và triển vọng tăng trưởng dài hạn ở cả dầu khí và điện gió ngoài khơi.

PVD | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND32.600 | Tăng trưởng DT thuần | 35,9% | 6,9% | 60,0% | 4,5% | 13,9% |
| Tiềm năng tăng giá | 18,8% | Tăng trưởng LN ròng | NM | NM | 19,3% | 43,9% | 49,4% |
| Tỷ suất cổ tức | 1,8% | Biên LN gộp | 10,6% | 22,5% | 18,9% | 20,4% | 24,1% |
| Tổng lợi tức | 20,6% | Biên LN ròng | (1,9%) | 10,1% | 7,5% | 10,3% | 13,6% |
| Vốn hóa (tr USD) | 579,4 | P/E (x) | (96,5) | 26,9 | 19,1 | 13,3 | 8,9 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 7,1 | Rolling P/B (x) | 0,72 | 1,07 | 0,84 | 0,82 | 0,77 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 226,5 | ROAE | (0,8%) | 4,1% | 4,6% | 6,3% | 8,9% |
| P/E trượt | 17,1 | Nợ ròng trên VCSH | 9,5% | (1,3%) | 0,5% | 6,7% | 3,2% |

Luận điểm đầu tư:
Hợp đồng chắc chắn và giá thuê ổn định là trụ cột tăng trưởng lợi nhuận

Triển vọng lợi nhuận của PVD được hỗ trợ bởi mức độ đảm bảo hợp đồng cao, với toàn bộ đội giàn đã có hợp đồng đến hết năm 2026 và 4/5 giàn đã có hợp đồng kéo dài tới giữa năm 2027. Các hợp đồng dài hạn này đảm bảo công suất sử dụng 80–100% và giúp giảm đáng kể mức độ nhạy cảm với biến động giá dầu. Bên cạnh đó, thị trường Đông Nam Á đang trong trạng thái thắt chặt—nhờ hoạt động khoan sâu động tại Việt Nam, Malaysia, Indonesia và Thái Lan—cũng hỗ trợ xu hướng cải thiện giá thuê giàn. Theo đó, chúng tôi dự báo giá thuê bình quân của PVD tăng nhẹ khoảng 1,9%/2,0% svck trong 2025/26, làm nền tảng cho dự báo tăng trưởng LN ròng 43,9%/49,9% svck trong 2025–26.

Mở rộng đội giàn củng cố triển vọng tăng trưởng

Chúng tôi kỳ vọng việc mở rộng đội giàn sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng, với PVD VIII đi vào hoạt động từ tháng 9/2025 và PVD IX dự kiến vận hành từ giữa năm 2026. Các giàn mới sẽ nâng đáng kể công suất và được dự báo đóng góp khoảng 22% doanh thu mảng khoan trong năm 2026. Trong bối cảnh giá thuê tại Đông Nam Á phục hồi và tỷ lệ sử dụng dự kiến đạt 99% từ năm 2026, đội giàn mở rộng sẽ củng cố tăng trưởng trung hạn.

Dịch vụ giếng khoan dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận mạnh

Mảng dịch vụ giếng khoan của PVD tiếp tục duy trì lợi nhuận và ghi nhận tăng trưởng mạnh khi hoạt động thăm dò—khai thác trong nước tăng tốc. Với biên lợi nhuận cao khoảng 23–24% và backlog từ các dự án Lô B–Ô Môn, Lạc Đà Vàng và Sư Tử Trắng 2B, chúng tôi dự báo doanh thu mảng này tăng 30% trong năm 2025 và 18% trong năm 2026, nâng tỷ trọng đóng góp vào tổng LN gộp lên 33–38%. Khi quy mô mở rộng, mảng biên cao này sẽ tiếp tục hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận hợp nhất từ năm 2025 trở đi.

Định giá hấp dẫn với dự địa tái định giá rõ ràng

PVD hiện vẫn giao dịch dưới mức định giá của các chu kỳ tăng trưởng trước. Mức P/B mục tiêu 1,1x—dựa trên bình quân chu kỳ 2013–2015 trừ đi một độ lệch chuẩn—phản ánh hợp lý bối cảnh giá dầu thấp hơn hiện nay. Với nền tảng hợp đồng vững chắc, giá thuê cải thiện, mở rộng các giàn mới và biên lợi nhuận cao hơn từ mảng dịch vụ giếng khoan, chúng tôi cho rằng cổ phiếu có dự địa tái định giá rõ rệt khi lợi nhuận tăng trưởng trong giai đoạn 2025–27.

Phân bón



Sự trở lại của Trung Quốc gây áp lực lên triển vọng giá phân bón toàn cầu

- Giá bán urê/DAP nhiều khả năng giảm trong 2026, gây áp lực lên biên LN gộp của ngành.
- Xu hướng giá luôn đứng trước rủi ro đảo chiều do các yếu tố thế giới.
- Nhu cầu trong nước ổn định trong khi xuất khẩu có thể đối mặt với áp lực trong 2026
- Nhu cầu dịch chuyển, lợi thế nghiêng về phía các nhà sản xuất phân bón phức hợp như: DCM, DPM, DDV

Cổ phiếu ưa thích

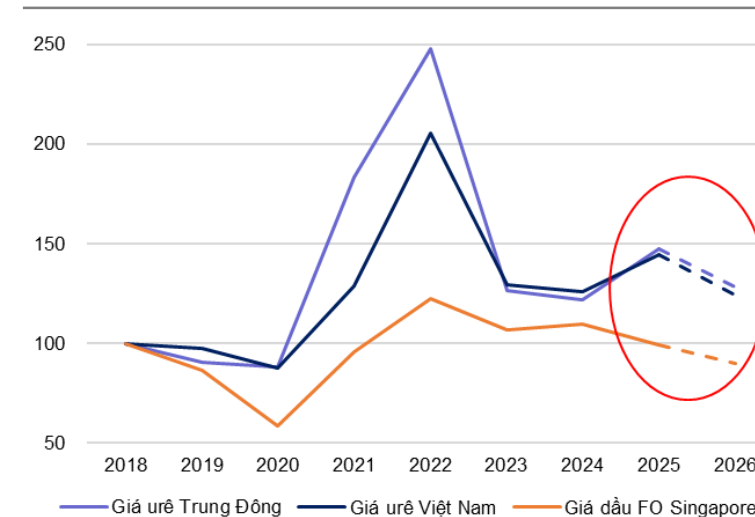
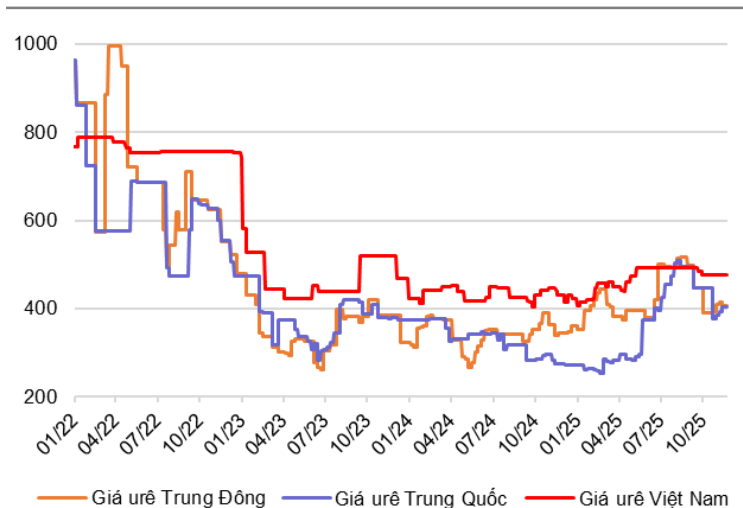
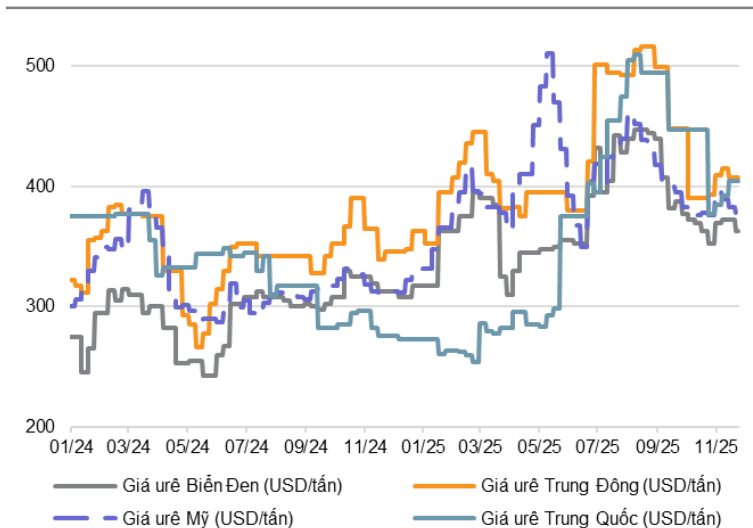
| Mã | Giá mục tiêu | Luận điểm đầu tư |
|-----|--------------|---|
| DCM | 40.000 | <ul style="list-style-type: none">• Giá urê dự kiến sẽ tiếp tục hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh vào giữa tháng 8• Xuất khẩu tăng mạnh bù đắp cho sản lượng tiêu thụ urê nội địa sụt giảm trong 2025• Biên LN gộp urê dự kiến tăng mạnh trong 2025 trước khi thu hẹp từ 2026 |

Chúng tôi dự báo giá urê thế giới sẽ giảm 15-18% svck trong 2026, gây áp lực lên giá bán của các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên triển vọng giá dầu tiếp tục giảm sẽ giảm bớt áp lực thu hẹp biên LN gộp của các doanh nghiệp sản xuất trong 2026.

Giá urê đạt đỉnh và suy giảm từ giữa tháng 8, khi Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu trở lại

Giá bán urê nội địa Việt Nam tương quan với giá thế giới trong lịch sử (USD/tấn)

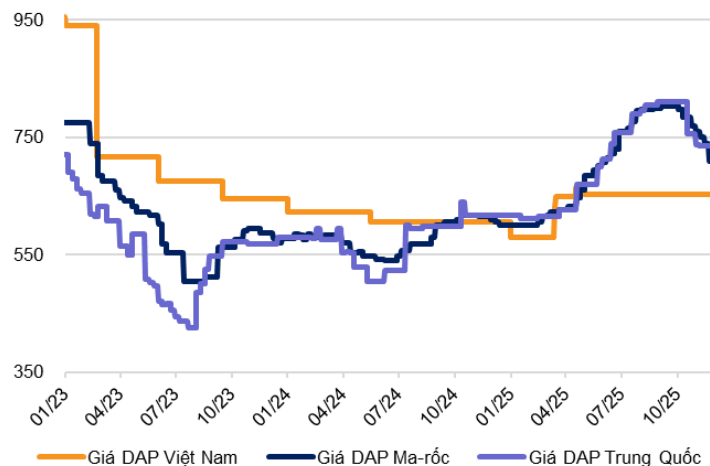
Giá bán giảm nhưng triển vọng giá dầu thấp hơn giảm bớt áp lực lên biên LN gộp



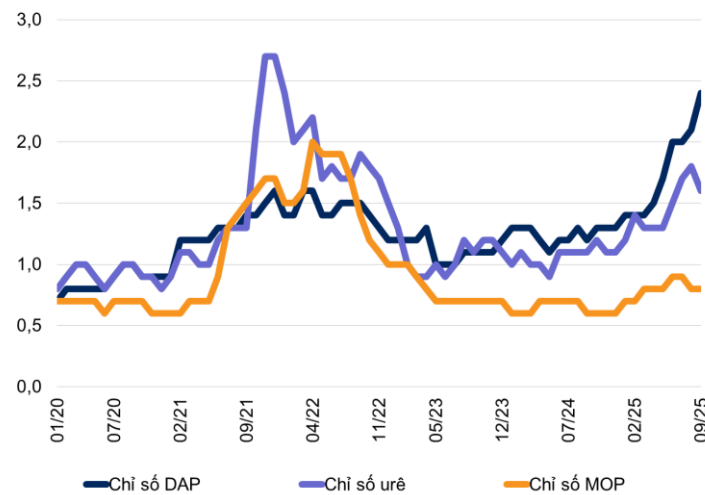
- Vào cuối tháng 8, Trung Quốc cấp bổ sung một hạn ngạch xuất khẩu urê mới, nâng hạn ngạch xuất khẩu dự kiến trong 2025 lên 4,2 triệu tấn, đồng thời nới lại xuất khẩu urê với Ấn Độ. Ngay sau đó, giá urê thế giới đã quay đầu giảm liên tục, cho thấy thị trường dường như đã đạt đỉnh và bước vào giai đoạn hạ nhiệt.
- Trong 2025, Trung Quốc ước tính bổ sung thêm gần 6 triệu tấn công suất urê mới, nâng tổng công suất thiết kế lên 82,3 triệu tấn, mở đường cho xuất khẩu urê có thể phục hồi về mức 5 triệu tấn trong 2026. Tuy nhiên, hiện Trung Quốc mới dừng lại ở việc mở cửa có điều tiết, sản lượng xuất khẩu urê thực tế trong 2026 phụ thuộc nhiều vào việc cấp hạn ngạch và ưu tiên của Trung Quốc ở từng thời điểm. Nhìn chung, chúng tôi vẫn dự báo giá urê thế giới (Trung Đông) trong 2026 sẽ giảm 15-18% svck do triển vọng nguồn cung phục hồi. Do giá bán urê Việt Nam có tương quan với giá urê thế giới, chúng tôi dự báo giá bán urê trong nước cũng giảm 10-15% svck trong 2026.
- Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình trong 2026 tiếp tục giảm 9% svck xuống 62 USD/thùng do triển vọng nguồn cung tăng nhanh hơn nhu cầu dẫn đến tồn kho nhiều khả năng tăng mạnh, điều này khiến thị trường dầu mỏ nhiều khả năng dư cung từ 2026. Chúng tôi cho rằng triển vọng giá dầu tiếp tục giảm giúp các nhà sản xuất urê trong nước tiết giảm đáng kể chi phí khí đầu vào. Điều này sẽ phần nào làm giảm áp lực từ xu hướng giá bán urê giảm, từ đó giảm bớt áp lực thu hẹp biên LN gộp.

Chúng tôi dự báo biên LN gộp các nhà sản xuất DAP trong nước sẽ chịu áp lực từ cả giá bán và chi phí đầu vào trong 2026.

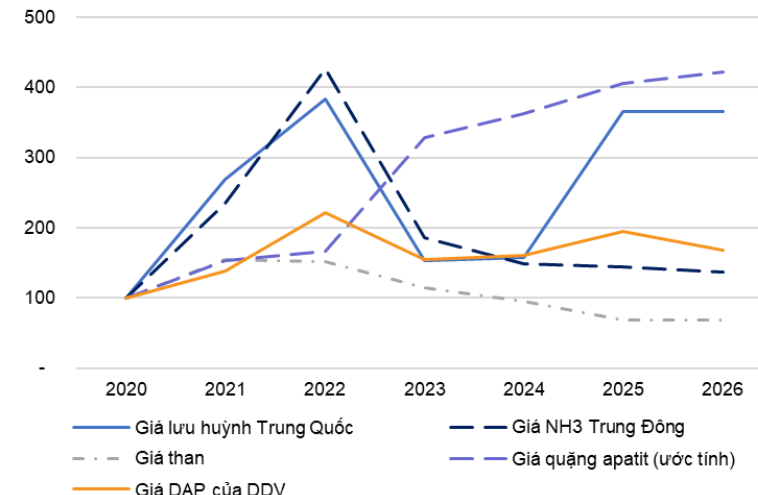
Giá DAP cũng đã hạ nhiệt, khi nguồn cung từ Trung Quốc giải khát một phần nhu cầu (USD/tấn)



Khả năng chi trả phân bón tăng mạnh, người mua tỏ ra kháng cự mạnh với mức giá cao (x)



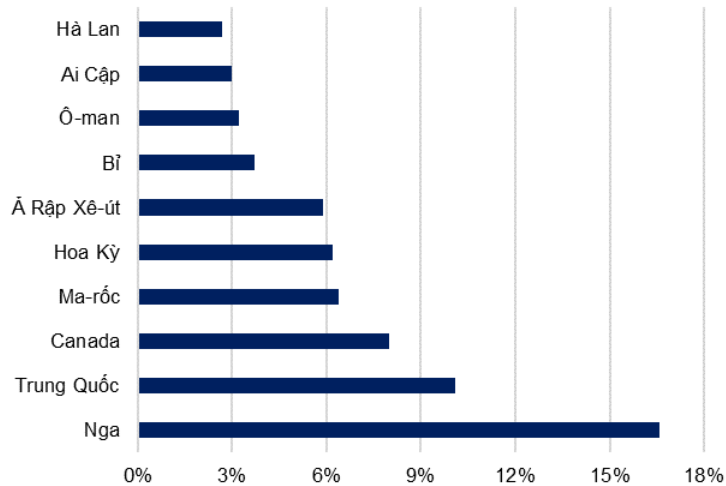
Giá DAP kỳ vọng giảm, tuy nhiên chi phí đầu vào tăng gây áp lực lên biên LN gộp



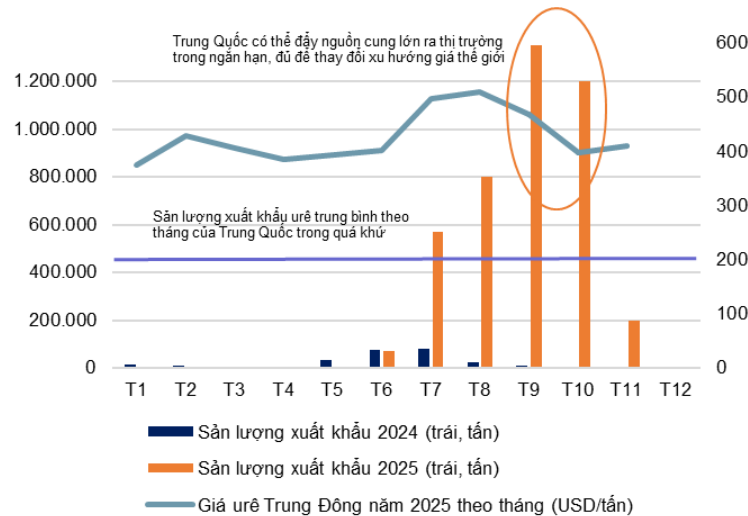
- Sau giai đoạn nửa đầu năm vắng bóng trên thị trường quốc tế, Trung Quốc đã quay lại đẩy mạnh xuất khẩu DAP, góp phần hạ nhiệt căng thẳng nguồn cung toàn cầu. Bên mua cũng có động thái phản kháng trước mức giá tăng cao, khiến đà tăng giá chững lại và đảo chiều đi xuống từ đầu tháng 10/2025. Gần đây, Trung Quốc đang xem xét một đợt hạn chế xuất khẩu DAP/MAP/NP mới kéo dài đến tháng 8/2026. Chúng tôi đánh giá đây là một rủi ro tăng giá với DAP và sẽ cập nhật thêm khi có những thông tin cụ thể.
- Một cách thận trọng, chúng tôi vẫn dự báo giá DAP thế giới trong 2026 sẽ giảm khoảng 10% svck sau khi tăng khoảng 22% svck trong 2025. Các yếu tố gây áp lực lên giá bao gồm nguồn cung bổ sung từ Ma-rốc kỳ vọng tiếp tục tăng, và chỉ số khả năng chi trả phân bón tăng cao tiếp tục gây áp lực lên tâm lý người mua. Ngược lại, các yếu tố có thể làm tăng giá bán bao gồm lo ngại thiếu hụt nguồn cung từ Trung Quốc leo thang và giá các nguyên liệu đầu vào (lưu huỳnh, quặng apatit) ở mức cao tiếp tục gây áp lực lên chi phí đầu vào và làm tăng giá bán.
- Do giá bán DAP nội địa Việt Nam có tương quan với diễn biến giá thế giới, chúng tôi cho rằng giá bán DAP trong nước cũng có xu hướng giảm trong 2026. Cùng với dự báo chi phí đầu vào tăng, chúng tôi nhận thấy áp lực thu hẹp biên LN gộp cho các nhà sản xuất DAP trong nước trong 2026.

Thị trường phân bón toàn cầu vốn bất định, xu hướng giá luôn đứng trước rủi ro có thể đảo chiều khi những sự kiện có liên quan xảy ra.

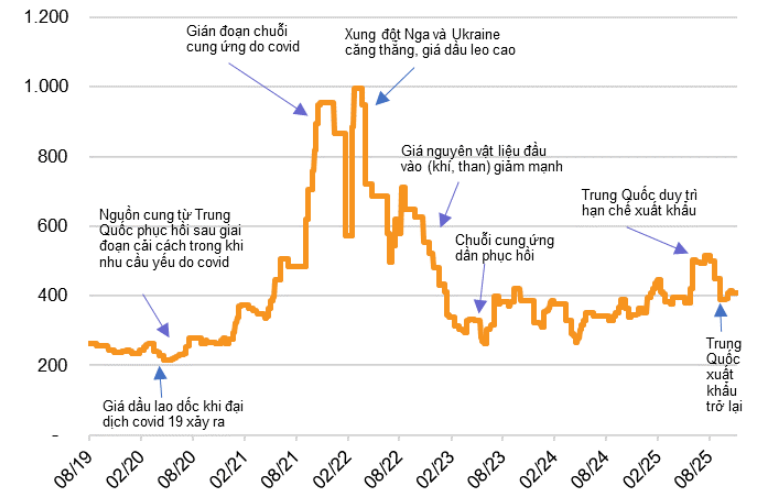
Trung Quốc và Nga chi phối thị trường xuất khẩu phân bón toàn cầu (dữ liệu ước tính thị phần xuất khẩu phân bón 2024)



Năng lực điều tiết nguồn cung urê cao giúp Trung Quốc ngày càng tăng cường khả năng chi phối thị trường thế giới



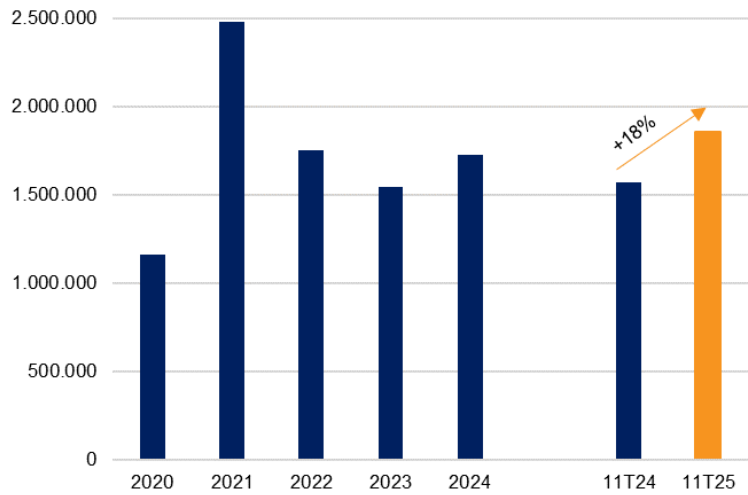
Biến động giá urê thế giới trong quá khứ cho thấy sự bất định và chịu tác động của nhiều yếu tố thế giới (USD/tấn)



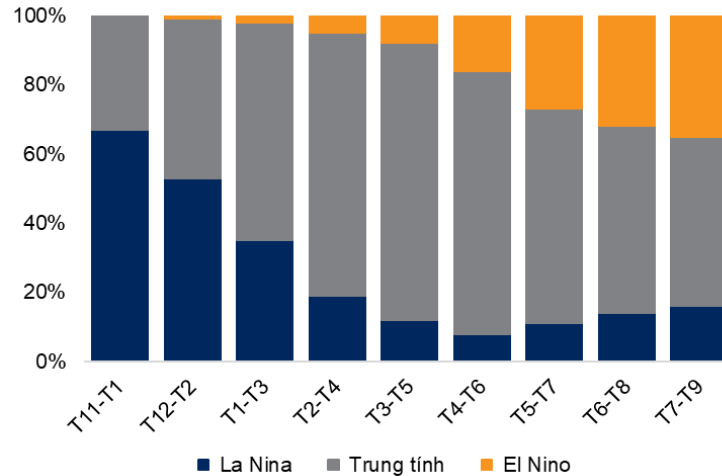
- Trung Quốc siết chặt xuất khẩu urê từ cuối Q3/23 và duy trì đến hết 5 tháng đầu 2025. Với DAP, quốc gia này cũng tạm dừng xuất khẩu từ tháng 12/2024 đến hết tháng 5/2025, gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu.
- Việc siết chặt xuất khẩu một phần nhằm đảm bảo nguồn cung phân bón nội địa, mặt khác thể hiện Trung Quốc ngày càng tăng cường khả năng chi phối tới thị trường phân bón quốc tế, khi họ có thể đột ngột dừng xuất khẩu khiến cung - cầu mất cân bằng và giá leo thang, hoặc tái xuất khẩu với khối lượng lớn (1–1,3 triệu tấn/tháng) đủ để đảo chiều giá xu hướng toàn cầu.
- Trong bối cảnh Trung Quốc chiếm thị phần xuất khẩu phân bón lớn trên thế giới, chúng tôi nhận thấy sự bất định do chính sách xuất khẩu không nhất quán và thiếu minh bạch từ quốc gia này. Ngoài ra, các yếu tố khác như biến động giá dầu, xung đột địa chính trị cũng có thể đảo chiều xu hướng giá. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp Việt Nam có thể tận dụng cơ hội xuất khẩu với giá cao khi nguồn cung khan hiếm, nhưng khi nguồn cung phục hồi, hoạt động xuất khẩu và giá bán có thể chịu áp lực.

Chúng tôi cho rằng tiêu thụ phân bón (urê/DAP) của các nhà sản xuất trong nước có thể giảm nhẹ trong 2026, chủ yếu do xuất khẩu nhiều khả năng hạ nhiệt.

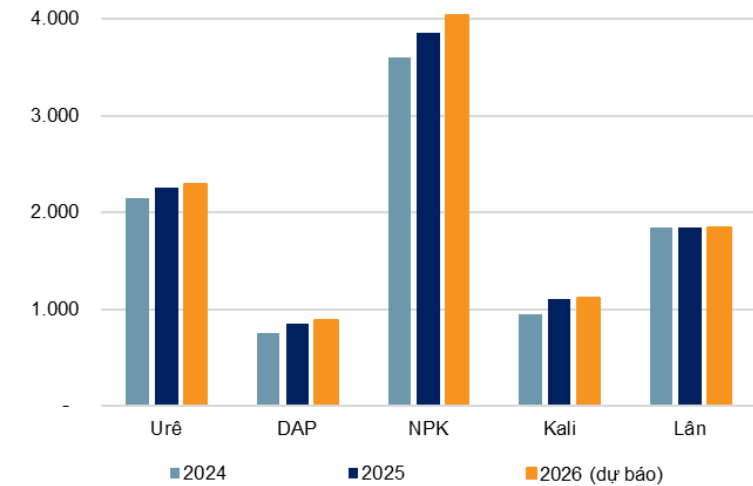
Xuất khẩu phân bón trong nước tăng trưởng đáng kể trong 2025 nhờ thị trường thuận lợi (tấn)



ENSO được dự báo duy trì trạng thái trung tính trong 2026...



...sẽ hỗ trợ nhu cầu canh tác nông nghiệp và tiêu thụ phân bón trong nước ('000 tấn)



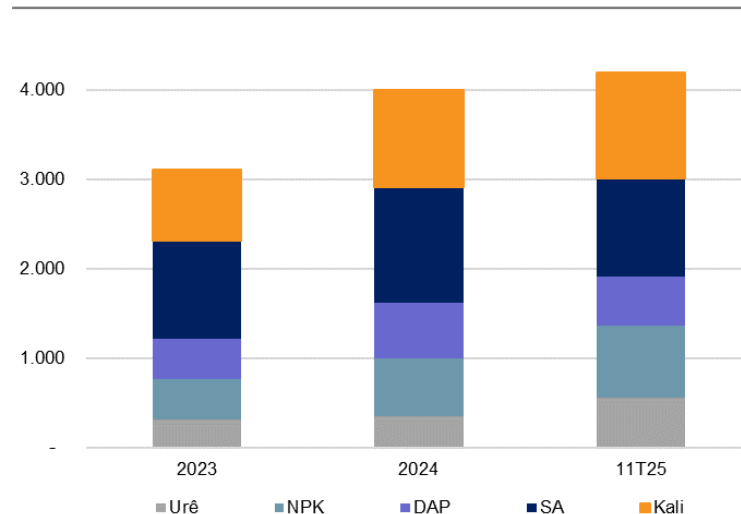
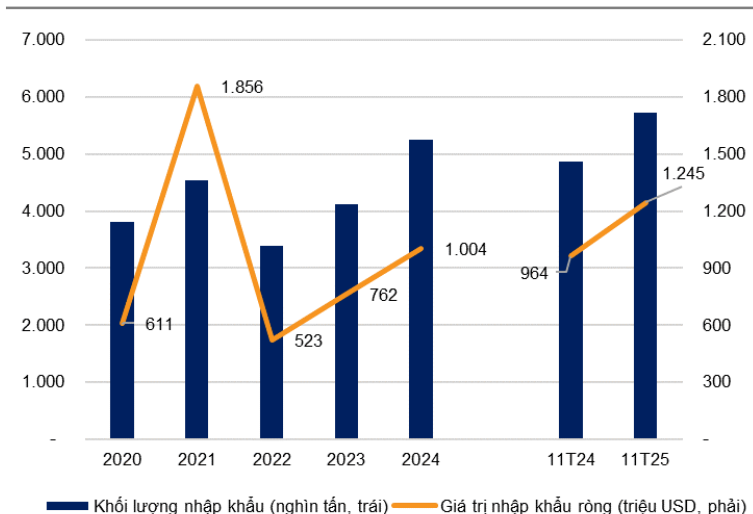
- Năm bắt tốt cơ hội trong bối cảnh mất cân bằng cung – cầu phân bón tạm thời trên thị trường quốc tế, tổng sản lượng xuất khẩu phân bón Việt Nam trong 11T25 tăng trưởng ấn tượng 18% svck đạt gần 1,9 triệu tấn. Các đơn hàng không chỉ được xuất đến các đối tác truyền thống mà còn tiếp cận những khách hàng lớn như Ấn Độ. Chúng tôi nhận thấy các yếu tố sẽ tiếp tục hỗ trợ hoạt động xuất khẩu phân bón trong nước từ năm 2026 như: năng lực cạnh tranh về sản phẩm và điều kiện giao hàng của doanh nghiệp cải thiện, tích cực đầu tư hạ tầng kho cảng xuất khẩu, và liên tục mở rộng sang các thị trường phát triển.
- Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng các thị trường xuất khẩu mới trong 2025, như Ấn Độ, có thể chưa thực sự bền vững, đồng thời, sự phục hồi dần của nguồn cung phân bón toàn cầu từ 2026 có thể tạo áp lực lên xuất khẩu phân bón của Việt Nam từ mức nền cao năm 2025.
- Về phía thị trường nội địa, chúng tôi kỳ vọng điều kiện thời tiết dự báo ở pha trung tính trong phần lớn thời gian năm 2026 sẽ hỗ trợ việc canh tác nông nghiệp và tiêu thụ phân bón. Đồng thời mặt bằng giá kỳ vọng hạ nhiệt sẽ phần nào khuyến khích nông dân đầu tư vào hoạt động canh tác nông nghiệp và chăm sóc cây trồng.

Những doanh nghiệp chủ động tiếp cận xu hướng chuyển dịch, làm chủ công nghệ sản xuất và quan tâm tới môi trường sẽ chiếm lĩnh thị phần phân bón trong tương lai.

Dù dư cung, Việt Nam vẫn nhập khẩu ròng phân bón mỗi năm,...

...phần lớn là kali, phân bón phức hợp và các sản phẩm hữu cơ nhằm bù đắp sự thiếu hụt và đáp ứng nhu cầu mới ('000 tấn)

Đầu tư vào phân bón phức hợp công nghệ cao và sản phẩm hữu cơ đang là hướng đi của nhiều ông lớn trong ngành



| Doanh nghiệp | Mã chứng khoán | Các dự án/chiến lược mới |
|---|----------------|---|
| CTCP - Tổng công ty phân bón dầu khí Cà Mau | DCM | - Sáp nhập với KVF, bổ sung thêm 360.000 tấn công suất thiết kế NPK. - Đầu tư Nhà máy sản xuất phân bón Cà Mau - cơ sở Bình Định, bổ sung thêm 50.000 tấn công suất thiết kế NPK. |
| Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí | DPM | - Ra mắt sản phẩm phân bón DAP do nhà máy NPK của DPM tự sản xuất. - Đang nghiên cứu đầu tư nâng công suất sản xuất NPK thêm 250.000 tấn. - Liên tục cho ra mắt các sản phẩm phân bón hữu cơ. |
| Công ty cổ phần DAP - Vinachem | DDV | - Đang đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất phân bón MAP với công suất 60.000 tấn/năm. |

- Mặc dù hiện tại Việt Nam vẫn dư cung urê, lân, và NPK, nước ta vẫn nhập khẩu 4 – 5 triệu tấn phân bón các loại mỗi năm. Khối lượng nhập khẩu vẫn trong xu hướng tăng, chủ yếu là: các phân bón Việt Nam không có sẵn (kali), các dòng phân bón phức hợp Việt Nam chưa sản xuất được, công suất nội địa còn hạn chế, hoặc nguồn cung chất lượng cao trong nước chưa đáp ứng đủ (SA, DAP, MAP, NPK chất lượng cao, phân hữu cơ) và một khối lượng ít urê.
- Xu hướng dịch chuyển một phần từ phân đơn sang phân bón phức hợp chất lượng cao (NPK, DAP, MAP) và phân hữu cơ đang trở thành tất yếu trong nông nghiệp với các điểm vượt trội như: cân đối các nhóm dưỡng chất tốt hơn, tiết kiệm thời gian và công chăm bón, cho năng suất cao và ảnh hưởng ít hơn tới môi trường.
- Chúng tôi tin rằng việc mở rộng hoặc chuyển dịch dần mô hình kinh doanh sang các nhóm phân bón nói trên là hướng đi phù hợp để các nhà sản xuất tăng tính cạnh tranh, tận dụng được xu hướng thị trường để ổn định KQKD và duy trì tăng trưởng trong các năm tới.
- Chúng tôi quan sát thấy một số ông lớn trong ngành như DCM, DPM, DDV đang có những chiến lược mới rất phù hợp với xu hướng tương lai của thị trường, từ đó có thể giúp các doanh nghiệp này phát triển bền vững trong bối cảnh thị trường chung tương đối cạnh tranh và bão hòa.

DCM | (Báo cáo cập nhật)

| Thông tin cổ phiếu: | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------------|-----------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Giá mục tiêu | VND40.000 | Tăng trưởng DT thuần | 61,3% | -21,1% | 7,0% | 28,6% | -6,6% |
| Tiềm năng tăng giá | 24,2% | Tăng trưởng EPS | 136,7% | -74,3% | 28,0% | 62,9% | -30,8% |
| Tỷ suất cổ tức | 4,6% | Biên lợi nhuận gộp | 35,8% | 16,2% | 18,7% | 24,6% | 20,4% |
| Tổng lợi tức | 28,8% | Biên LN ròng | 27,1% | 8,8% | 10,6% | 13,4% | 9,9% |
| Vốn hóa (tr USD) | 467,9 | P/E (x) | 3,9 | 15,4 | 12,0 | 7,4 | 10,7 |
| GTGDDBQ 3 tháng (tr USD) | 3,1 | Rolling P/B (x) | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,4 | 1,4 |
| Sở hữu nước ngoài (tr USD) | 294,1 | ROAE | 47,9% | 10,8% | 14,1% | 21,0% | 13,2% |
| P/E trượt | 9,4 | Nợ ròng trên VCSH | -84,2% | -97,1% | -74,6% | -75,9% | -65,5% |

Luận điểm đầu tư:
Giá urê dự kiến sẽ tiếp tục hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh vào giữa tháng 8

Sau thông tin Trung Quốc cấp bổ sung hạn ngạch xuất khẩu urê, nâng tổng hạn ngạch dự kiến lên 4,3 triệu tấn trong 2025 (cao hơn nhiều so với dự báo trước ở mức 2-3 triệu tấn), giá urê thế giới có dấu hiệu đạt đỉnh và giảm từ giữa tháng 8. Dù vậy, với đà tăng mạnh mẽ trong 8T25, chúng tôi dự báo giá urê thế giới (Trung Đông) vẫn tăng 21% svck trong 2025 trước khi giảm mạnh về mức trung bình 2023-24 trong 2026. Do giá urê trong nước có tương quan với giá thế giới, chúng tôi dự báo giá bán urê TB của DCM tăng 14,1% svck trong 2025 trước khi giảm 14,3% svck trong 2026

Xuất khẩu tăng mạnh bù đắp cho sản lượng tiêu thụ urê nội địa sụt giảm trong 2025

Sản lượng XK urê trong 11T25 tăng mạnh 39,3% svck nhờ điều kiện xuất khẩu tích cực và vị thế tốt hơn của doanh nghiệp trên thị trường quốc tế. Trong khi đó tiêu thụ nội địa giảm 25,6% svck. Chúng tôi tin rằng xuất khẩu sẽ bù đắp cho sản lượng tiêu thụ urê nội địa sụt giảm, với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ urê (bao gồm đạm chức năng năm 2025 sẽ tương đương năm 2024. Tuy nhiên, triển vọng nguồn cung urê thế giới hồi phục từ 2026 có thể làm giảm cơ hội xuất khẩu. Chúng tôi dự báo sản lượng XK urê năm 2026 sẽ giảm từ nền cao 2025, trong khi tiêu thụ nội địa có thể phục hồi nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn, từ đó hỗ trợ sản lượng tiêu thụ urê nhìn chung cải thiện.

Biên LN gộp urê dự kiến tăng mạnh trong 2025 trước khi thu hẹp từ 2026

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent/FO Singapore giảm 15%/10% svck trong 2025 và tiếp tục giảm 8,8%/8,8% trong 2026. Trong khi tỷ trọng nguồn khí dự kiến ổn định trong 2025-26, chúng tôi duy trì dự báo giá khí đầu vào của DCM sẽ giảm đáng kể trong 2025/26. Kết hợp với việc giá bán urê TB dự kiến tăng 14,1% svck trong 2025, chúng tôi ước tính biên LN gộp urê sẽ mở rộng đáng kể trong 2025 trước khi thu hẹp trở lại trong 2026 khi giá urê kỳ vọng giảm.

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty | Mã CK | Giá đồng/cp | Vốn hóa tr. USD | P/E trượt 12T x | P/B hiện tại x | ROE trượt 12T | ROA trượt 12T | Nợ/VCSH % | |
|---|--------|----------------|--------------------|-----------------------|-------------------|------------------|------------------|--------------|------|
| CTCP phân bón Miền Nam | SFG VN | 10.150 | 18,2 | 14,2 | 0,7 | 5,2% | 2,1% | 97,5 | |
| CTCP supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao | LAS VN | 15.900 | 68,2 | 11,8 | 1,2 | 11,0% | 6,2% | 49,0 | |
| Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí | DPM VN | 22.000 | 567 | 41,9 | 1,3 | 5,6% | 3,5% | 31,0 | |
| CTCP phân bón Bình Điền | BFC VN | 42.600 | 92,7 | 7,9 | 1,8 | 24,1% | 8,3% | 51,5 | |
| CTCP phân bón dầu khí Cà Mau | DCM VN | 32.200 | 647 | 12,0 | 1,6 | 16,6% | 9,4% | 17,5 | |
| CTCP DAP - Vinachem | DDV VN | 25.500 | 138 | 13,2 | 2,5 | 18,5% | 13,1% | 157 | |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 16,8 | 1,5 | 13,5% | 7,1% | 67,3 |

| Mã | Thị giá vốn (tr USD) | GTGD BQ 3 tháng (tr USD) | Sở hữu nước ngoài (tr USD) | Giá mục tiêu (đ/cp) | Tiềm năng tăng giá (%) | Tỷ suất cổ tức (%) | P/E trượt 12T | P/B hiện tại | ROE (%) | Tăng trưởng LN ròng Q3/25 | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%) | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%) |
|-------------------|----------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------|------------------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|---------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| HÀNG KHÔNG | | | | | | | | | | | | |
| ACV | 7.177 | 1,8 | 3.339 | 64.700 | 22,5% | 0,0% | 17,8 | 2,8 | 17% | 3,0% | 6,5% | -33,5% |
| AST | 131 | 0,0 | 5 | 85.400 | 11,3% | 3,2% | 15,3 | 5,4 | 38% | 75,0% | 62,4% | 15,7% |
| HVN | 3.211 | 1,5 | 675 | 43.400 | 64,4% | 2,3% | 9,1 | 15,1 | | 15,3% | 40,0% | -16,6% |
| Trung bình | 3.507 | 1 | 1.340 | | 38,2% | 2,2% | 14,0 | 8 | 27,5% | | | |
| BÁN LẺ | | | | | | | | | | | | |
| BAF | 415 | 2,6 | 195 | 37.200 | 6,4% | | 19,6 | 2,5 | 13% | 69,4% | 161,1% | -5,2% |
| DGW | 338 | 2,7 | 88 | 49.600 | 26,5% | 1,2% | 16,7 | 2,7 | 17% | 28,0% | 33,9% | 38,3% |
| FRT | 921 | 3,2 | 156 | 150.300 | 7,4% | 0,2% | 39,4 | 7,9 | 25% | 144,8% | 81,8% | 64,4% |
| MWG | 4.600 | 21,3 | 115 | 96.300 | 22,7% | 1,2% | 20,7 | 3,9 | 20% | 72,7% | 81,5% | 18,8% |
| PNJ | 1.196 | 2,1 | 1 | 109.900 | 22,4% | 1,5% | 13,9 | 2,6 | 21% | 16,5% | 23,9% | 13,1% |
| QNS | 622 | 0,2 | 254 | 53.400 | 19,2% | 2,2% | 7,2 | 1,4 | 20% | -24,9% | -3,3% | 3,0% |
| SAB | 2.516 | 2,1 | 1.043 | 59.900 | 19,8% | 3,9% | 15,7 | 2,9 | 18% | -0,1% | 26,0% | |
| VHC | 468 | 2,8 | 376 | 71.300 | 29,6% | 3,6% | 7,9 | 1,3 | 17% | 41,1% | 14,6% | 8,9% |
| VNM | 5.091 | 11,2 | 2.521 | 74.800 | 24,3% | 4,4% | 17,3 | 3,9 | 24% | -9,6% | 7,0% | 2,5% |
| Trung bình | 1.797 | 5,4 | 528 | | 19,8% | 2,3% | 17,6 | 3,2 | 19% | | | |

| Mã | Thị giá vốn (tr USD) | GTGD BQ 3 tháng (tr USD) | Sở hữu nước ngoài (tr USD) | Giá mục tiêu (đ/cp) | Tiềm năng tăng giá (%) | Tỷ suất cổ tức (%) | P/E trượt 12T | P/B hiện tại | ROE (%) | Tăng trưởng LN ròng Q3/25 | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%) | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%) |
|-------------------|----------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------|------------------------|--------------------|---------------|--------------|------------|---------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| NGÂN HÀNG | | | | | | | | | | | | |
| ACB | 4.678 | 11,0 | 57 | 31.300 | 33,2% | 3,6% | 7,1 | 1,3 | 20% | 4,9% | 8,2% | 17,5% |
| BID | 9.964 | 4,4 | 1.284 | 47.200 | 27,6% | 1,2% | 9,9 | 1,6 | 18% | 7,0% | 13,5% | 22,7% |
| CTG | 10.392 | 16,5 | 455 | 49.000 | -1,0% | 0,6% | 8,2 | 1,6 | 22% | 51,4% | 20,7% | 22,1% |
| HDB | 4.701 | 19,8 | 161 | 34.900 | 15,6% | 2,6% | 7,7 | 1,7 | 25% | 18,1% | 21,0% | 18,6% |
| MBB | 7.473 | 25,8 | 158 | 32.900 | 37,1% | 2,0% | 8,1 | 1,5 | 21% | 10,2% | 16,3% | 16,6% |
| STB | 3.366 | 16,3 | 526 | 45.700 | -0,7% | 1,3% | 7,2 | 1,4 | 22% | 33,9% | 64,2% | -5,9% |
| TCB | 8.873 | 19,6 | 0 | 40.300 | 25,9% | 3,0% | 10,6 | 1,4 | 14% | 2,6% | 14,3% | 21,1% |
| TPB | 1.768 | 8,7 | 96 | 17.800 | 8,9% | 5,7% | 7,1 | 1,2 | 17% | 10,7% | 8,2% | 12,7% |
| VCB | 18.040 | 9,5 | 1.580 | 69.300 | 22,0% | 0,8% | 13,5 | 2,1 | 17% | 5,1% | 8,2% | 15,2% |
| VIB | 2.267 | 5,2 | 0 | 23.600 | 36,4% | 3,5% | 7,9 | 1,3 | 18% | 6,7% | 30,4% | 42,6% |
| VPB | 8.504 | 29,2 | 478 | 37.100 | 39,7% | 1,8% | 10,9 | 1,5 | 14% | 43,7% | 48,2% | 30,6% |
| Trung bình | 7.275 | 15,1 | 436 | | 22,2% | 2,4% | 8,9 | 1,5 | 19% | | | |
| DỆT MAY | | | | | | | | | | | | |
| MSH | 144 | 0,5 | 64 | 40.600 | 21,4% | 11,9% | 6,5 | 1,7 | 28% | 64,7% | 39,8% | -6,4% |
| TCM | 115 | 1,4 | 2 | 29.800 | 12,0% | 1,7% | 11,7 | 1,3 | 11% | 3,7% | 2,2% | -0,7% |
| Trung bình | 129 | 1,0 | 33 | | 16,7% | 6,8% | 9,1 | 1,5 | 20% | | | |

| Mã | Thị giá vốn (tr USD) | GTGD BQ 3 tháng (tr USD) | Sở hữu nước ngoài (tr USD) | Giá mục tiêu (đ/cp) | Tiềm năng tăng giá (%) | Tỷ suất cổ tức (%) | P/E trượt 12T | P/B hiện tại | ROE (%) | Tăng trưởng LN ròng Q3/25 (%) | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%) | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%) |
|--------------------------|----------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------|------------------------|--------------------|---------------|--------------|------------|-------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| KHU CÔNG NGHIỆP | | | | | | | | | | | | |
| BCM | 2.545 | 0,6 | 807 | 68.600 | 5,1% | 1,5% | 18,3 | 3,1 | 18% | 205,7% | -6,8% | -12,1% |
| GMD | 953 | 4,9 | 62 | 72.000 | 25,4% | 3,4% | 19,3 | 2,0 | 12% | -5,0% | 101,1% | -49,0% |
| HAH | 372 | 5,0 | 85 | 55.400 | -1,1% | 1,3% | 8,4 | 2,3 | 31% | 142,7% | 36,5% | -0,8% |
| VSC | 289 | 9,7 | 137 | 19.100 | -3,3% | 2,5% | 16,8 | 1,4 | 9% | 65,5% | -15,2% | -100,0% |
| IDC | 533 | 3,2 | 201 | 45.600 | 28,1% | 4,1% | 7,6 | 2,1 | 31% | -9,5% | -11,5% | 7,6% |
| KBC | 1.233 | 7,0 | 480 | 40.000 | 23,6% | 1,1% | 18,4 | 1,3 | 7% | 325,3% | 397,6% | 58,8% |
| PHR | 293 | 0,4 | 103 | 68.400 | 25,5% | 2,4% | 11,5 | 1,9 | 17% | 89,0% | 30,4% | 177,7% |
| VTP | 459 | 2,7 | 203 | 129.200 | 33,5% | 1,1% | 41,0 | 6,9 | 18% | -0,3% | 8,9% | 34,8% |
| Trung bình | 835 | 4,2 | 260 | | 17,1% | 2,2% | 17,7 | 2,6 | 18% | | | |
| TÀI NGUYÊN CƠ BẢN | | | | | | | | | | | | |
| DGC | 1.246 | 7,3 | 478 | 128.300 | 39,5% | 3,5% | 11,1 | 2,1 | 20% | 7,3% | 9,0% | 19,2% |
| HPG | 7.776 | 40,7 | 2.280 | 30.000 | 15,4% | 1,1% | 14,2 | 1,6 | 12% | 25,8% | 31,0% | 13,1% |
| Trung bình | 4.511 | 24,0 | 1.379 | | 27,4% | 2,3% | 12,7 | 1,9 | 16% | | | |
| ĐIỆN | | | | | | | | | | | | |
| POW | 1.443 | 4,1 | 661 | 14.400 | 24,7% | 1,3% | 18,5 | 1,0 | 6% | 74,2% | 93,4% | -6,7% |
| Trung bình | 1.443 | 4,1 | 661 | | 43,3% | 1,3% | 18,5 | 1,0 | 6% | | | |

| Mã | Thị giá vốn (tr USD) | GTGD BQ 3 tháng (tr USD) | Sở hữu nước ngoài (tr USD) | Giá mục tiêu (đ/cp) | Tiềm năng tăng giá (%) | Tỷ suất cổ tức (%) | P/E trượt 12T | P/B hiện tại | ROE (%) | Tăng trưởng LN ròng Q3/25 | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%) | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%) |
|----------------------------|----------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------|------------------------|--------------------|---------------|--------------|------------|---------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| DẦU KHÍ | | | | | | | | | | | | |
| BSR | 2.926 | 5,8 | 1.421 | 16.700 | 23,7% | 2,8% | 37,3 | 1,3 | 4% | 200,9% | 360,4% | 6,0% |
| GAS | 5.887 | 1,8 | 2.778 | 79.600 | 29,9% | 3,2% | 12,8 | 2,4 | 20% | 20,3% | 19,0% | 0,5% |
| OIL | 416 | 0,3 | 25 | 14.800 | 43,7% | 2,4% | 33,5 | 1,1 | 3% | -4,2% | 28,0% | 25,1% |
| PLX | 1.658 | 2,0 | 83 | 47.700 | 41,5% | 3,5% | 17,6 | 1,7 | 10% | -10,0% | 36,7% | 27,5% |
| PVD | 545 | 6,7 | 219 | 32.600 | 38,1% | 9,7% | 15,9 | 0,8 | 6% | 40,4% | 36,7% | 52,9% |
| PVS | 621 | 5,3 | 223 | 41.800 | 38,4% | 2,0% | 11,3 | 1,1 | 11% | 60,7% | 25,7% | 21,3% |
| PVT | 327 | 2,3 | 130 | 23.400 | 34,5% | 1,2% | 8,8 | 1,0 | 12% | -12,6% | 5,5% | 2,8% |
| Trung bình | 1.769 | 3,5 | 697 | | 34,0% | 3,5% | 19,6 | 1,4 | 9% | | | |
| PHÂN BÓN – HOÁ CHẤT | | | | | | | | | | | | |
| DPM | 577 | 3,6 | 268 | 23.300 | 5,9% | 3,9% | 19,6 | 1,4 | 7% | 51,4% | 69,5% | 20,9% |
| DCM | 652 | 3,0 | 296 | 40.000 | 24,2% | 6,2% | 9,9 | 1,6 | 17% | 45,1% | 62,8% | -30,8% |
| DDV | 139 | 1,3 | 64 | 39.700 | 55,7% | 3,6% | 21,8 | 2,1 | 10% | 347,8% | 266,1% | -21,5% |
| PLC | 76 | 0,2 | 37 | 34.100 | 39,2% | 2,0% | 16,9 | 1,5 | 9% | 331,3% | 274,4% | -11,8% |
| Trung bình | 361 | 2,0 | 166 | | 32,0% | 3,9% | 17,1 | 1,6 | 11% | | | |

| Mã | Thị giá vốn (tr USD) | GTGD BQ 3 tháng (tr USD) | Sở hữu nước ngoài (tr USD) | Giá mục tiêu (đ/cp) | Tiềm năng tăng giá (%) | Tỷ suất cổ tức (%) | P/E trượt 12T | P/B hiện tại | ROE (%) | Tăng trưởng LN ròng Q3/25 | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2025 (%) | Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%) |
|---------------------|----------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------|------------------------|--------------------|---------------|--------------|-----------|---------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| ĐIỆN VÀ BĐS | | | | | | | | | | | | |
| HDG | 408 | 4,6 | 120 | 37.400 | 33,1% | 1,4% | 31,0 | 1,7 | 5% | -0,3% | 166,1% | 152,3% |
| PC1 | 350 | 2,3 | 133 | 26.500 | 28,6% | | 18,5 | 1,5 | 9% | 24,8% | 35,7% | 36,5% |
| REE | 1.287 | 1,1 | 0 | 76.600 | 23,0% | 1,4% | 13,1 | 1,7 | 13% | 45,2% | 30,6% | 9,9% |
| Trung bình | 682 | 2,7 | 84 | | 39,1% | 1,4% | 20,9 | 1,6 | 9% | | | |
| BẤT ĐỘNG SẢN | | | | | | | | | | | | |
| DXG | 728 | 16,6 | 225 | 18.300 | 9,3% | 11,6% | 42,3 | 1,4 | 3% | 134,5% | 5,1% | 56,9% |
| KDH | 1.346 | 8,4 | 303 | 41.800 | 37,0% | 0,9% | 39,5 | 2,0 | 5% | 35,1% | 42,1% | -12,2% |
| NLG | 593 | 3,9 | 29 | 42.200 | 28,3% | 1,4% | 16,7 | 1,4 | 9% | 2184,6% | 24,1% | 31,1% |
| VHM | 14.806 | 24,7 | 6.096 | 93.600 | -0,5% | | 14,9 | 1,8 | 13% | -26,8% | 9,5% | -3,2% |
| VRE | 2.552 | 15,5 | 894 | 32.000 | 16,6% | 3,5% | 13,8 | 1,5 | 11% | 25,8% | 49,8% | |
| Trung bình | 4.005 | 13,8 | 1.509 | | 18,1% | 4,4% | 25,5 | 1,6 | 8% | | | |
| CÔNG NGHỆ | | | | | | | | | | | | |
| FPT | 6.134 | 34,0 | 608 | 118.200 | 26,1% | 1,1% | 18,0 | 4,5 | 27% | 19,2% | 13,8% | 17,4% |

KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ VNDIRECT

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư
phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Đình Quang Hình – Trưởng phòng
hinh.dinh@vndirect.com.vn

Nguyễn Bá Khương – Chuyên viên phân tích cao cấp
khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Trương Thanh Nguyên – Chuyên viên phân tích cao cấp
nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Lê Hồng Hải – Chuyên viên phân tích cao cấp
hai.lehong@vndirect.com.vn

Bất động sản – Xây dựng – Vật liệu

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng
tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đỗ Thị Hương – Chuyên viên phân tích
huong.do4@vndirect.com.vn

Nguyễn Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn

Sản xuất – Logistic – Khu công nghiệp

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng
tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên phân tích
hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thùy Dương – Chuyên viên phân tích
duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

Ngô Linh Chi – Chuyên viên phân tích
chi.ngolinh@vndirect.com.vn

Năng lượng – Hóa chất

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng
hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên phân tích
hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên phân tích
hue.duongthu@vndirect.com.vn
Nguyễn Phạm Anh Tuấn – Chuyên viên Phân tích
tuan.nguyenanh11@vndirect.com.vn

Ngân hàng – Dịch vụ tài chính

Lê Chí Hiếu – Trưởng phòng
hieu.lechi@vndirect.com.vn

Nguyễn Mạnh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tung.nguyenmanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thảo Linh – Chuyên viên phân tích
linh.nguyenthao3@vndirect.com.vn

Tiêu dùng – Công nghệ

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng
ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Quyên – Chuyên viên phân tích cao cấp
quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

Đào Thị Hồng Anh - Chuyên viên phân tích
anh.daohong@vndirect.com.vn
Trần Anh Minh – Chuyên viên Phân tích
minh.trananh@vndirect.com.vn

Thực tập sinh hỗ trợ phân tích:

Đoàn Nguyễn Minh Khôi
Phạm An Vy
Đông Minh Hiếu

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

ĐỊA CHỈ LIÊN HỆ

Hội sở

1 Nguyễn Thượng Hiền,
Phường Hai Bà Trưng, Hà Nội
ĐT: +84 24 3972 4568
Fax: +84 24 3972 4568

Chi nhánh Vinh – Nghệ An

204, tờ bản đồ số 01, khối Yên Vinh,
Phường Trường Vinh, Nghệ An
ĐT: +84 23 8730 2886
Fax: NA

Chi nhánh Thanh Hoá

Tầng 2, số 11 Hạc Thành
Phường Hạc Thành, Thanh Hóa
ĐT: +84 90 3255 202
Fax: NA

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tòa nhà 90 Pasteur,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
ĐT: +84 28 7300 0688
Fax: +84 28 3914 6924

Chi nhánh Cần Thơ

Tầng 3 Tòa nhà STS, 11B Hòa Bình,
Phường Ninh Kiều, Cần Thơ
ĐT: +84 710 3766 959
Fax: NA

Chi nhánh Bình Dương

Tầng 1, 280 đường 30/04, Khu 03,
Phường Thủ Dầu Một, TP. HCM
ĐT: +84 27 4222 2659
Fax: +84 27 4222 2660

Chi nhánh Đà Nẵng

57 Duy Tân,
Phường Hoa Cường, Đà Nẵng
ĐT: +84 511 382 1111
Fax: NA

Chi nhánh Quảng Ninh

Tầng 1, 2, 3, Khu CC Việt Hàn,
Phường Hồng Gai, Quảng Ninh
ĐT: +84 98 8619 695
Fax: NA

Chi nhánh Nam Định

88-90 Phạm Sư Mạnh,
Phường Nam Định, Ninh Bình
ĐT: +84 22 8352 8819
Fax: NA

THANK YOU!

