

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

Ngành và danh mục khuyến nghị năm 2026

Phát triển
thị trường
tài chính



Phát triển
Hạ tầng



Kinh tế số &
Tiêu dùng



[Tóm tắt] Vĩ mô và Chiến lược

Việt Nam 2026: Bước ngoặt chuyển mình “tăng trưởng và chất lượng”

Động lực tăng trưởng kinh tế năm 2026 được kỳ vọng chuyển dịch từ Xuất khẩu sang Đầu tư công và Tiêu dùng. Về thị trường chứng khoán, Việt Nam bước vào giai đoạn chuyển đổi cấu trúc từ giai đoạn biến động của một thị trường cận biên.

Chiến lược năm 2026 là “tích lũy thận trọng” các Ngành/Doanh nghiệp hưởng lợi từ 3 bối cảnh vĩ mô chính như sau:

- 1) Phát triển thị trường tài chính:** Với mục tiêu nâng vốn hóa thị trường chứng khoán lên 120% GDP vào năm 2030, Việt Nam đang chủ động tháo gỡ các nút thắt nâng hạng thị trường thông qua việc rà soát các quy định về Giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) và Room ngoại, Kế hoạch triển khai Cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP), phát triển thị trường ngoại hối. Đây là nền tảng giúp thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành tài chính trong thời gian tới.
- 2) Phát triển Hạ tầng:** Động lực tăng trưởng chính cho mục tiêu tăng trưởng GDP 10%/năm giai đoạn 2026–2030 của Chính phủ là Đầu tư công (kế hoạch giai đoạn 2026–2030: 8.500 nghìn tỷ đồng; tăng 166% so với giai đoạn 2021–2025) nhờ dư địa tài khóa dồi dào (nợ công hiện ở mức 34% GDP). Kết nối và logistics được cải thiện thông qua các dự án hạ tầng trọng điểm, bao gồm sân bay (như Long Thành: 16 tỷ USD; Gia Bình: 9,7 tỷ USD), các cảng trung chuyển quốc tế (Cần Giờ: 8,4 tỷ USD), và đường sắt (như Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng: 8,4 tỷ USD; cao tốc Bắc-Nam: 61,4 tỷ USD)...
- 3) Phát triển Kinh tế số & Sự phục hồi tiêu dùng:** Kế hoạch phát triển giai đoạn 2026–2030 nhấn mạnh sự dịch chuyển sang nền kinh tế số (mục tiêu đạt 30% GDP vào năm 2030) và nguồn nhân lực chất lượng cao (Năng suất các nhân tố tổng hợp - TFP mục tiêu đóng góp 55% vào tăng trưởng GDP so với mức 47% giai đoạn 2020–2025). Sự phục hồi sức mua năm 2026 được kỳ vọng sẽ rõ nét hơn nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản và thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp, cũng như các giải pháp chính sách hỗ trợ (gồm tăng mức giảm trừ gia cảnh tính thuế TNCN năm 2026 được điều chỉnh tăng 40,9%).

Các rủi ro chính cần theo dõi: **1) Thương Chiến 2.0**–mức độ ảnh hưởng trước xu hướng bảo hộ thương mại; **2) Tỷ giá**–Sự yếu đi của tiền đồng so với USD kéo dài làm ảnh hưởng việc thu hút dòng vốn ngoại; **3) Những rủi ro của hệ thống tài chính** (áp lực đáo hạn nợ của các doanh nghiệp Bất động sản; việc xây dựng lại niềm tin của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp).

[Tóm tắt] Ngành và danh mục khuyến nghị

Ngân hàng: Với vai trò then chốt trong việc hỗ trợ giai đoạn tăng trưởng kinh tế tiếp theo, triển vọng lợi nhuận và diễn biến cổ phiếu ngành ngân hàng được kỳ vọng sẽ cải thiện, đặc biệt khi dòng tiền đầu tư có xu hướng quay lại các mã có nền tảng cơ bản vững chắc. Đối với 2026, tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng tích cực hơn (+17.9% svck.), hỗ trợ chính bởi NII tăng 19.2% với NIM ổn định hơn. Nhịp điều chỉnh gần đây đã xóa 20–80% mức tăng sv.2024 của nhiều NH. Những ngân hàng có tiềm năng tăng trưởng cao nhưng hiện vướng một vài điểm chưa hấp dẫn như định giá có phần cao hoặc có độ rủi ro tập trung nhất định có thể kể đến như VPB, TCB, và STB. Tạm thời, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng theo hướng hoạt động cẩn trọng hơn, có mức định giá hợp lý, và kỳ vọng lợi nhuận hồi phục trong 2026 có thể kể đến như ACB (GMT: 29,800), VCB (70,800), và MBB (28,600).

CNTT: Tái cấu trúc chuỗi cung ứng CNTT tăng tốc khi Mỹ, EU và Nhật dự báo thiếu hụt 70–85 triệu lao động ICT đến 2030 (OECD), buộc các doanh nghiệp tìm thị trường có chi phí cạnh tranh và khả năng mở rộng nhân lực. Việt Nam nổi lên nhờ chi phí kỹ sư thấp hơn 20–30%, lực lượng ICT tăng 8–10%/năm và năng lực quản trị dự án ngày càng tiệm cận chuẩn quốc tế. Bên cạnh đó, nhờ giá điện tương đối ổn định, quỹ đất lớn và chi phí vận hành thấp, Việt Nam trở thành điểm đến về hạ tầng công nghệ. Các cụm trung tâm dữ liệu tại Hà Nội, TP.HCM, Bình Dương cũ và Đà Nẵng cũng đang mở rộng theo chuẩn Tier III+, thu hút các nhà vận hành quốc tế như NTT Global Data Center (NĐT trung tâm dữ liệu lớn thứ ba thế giới với hệ thống hơn 160 TTDL).

Thép: Trong kịch bản giá thép phục hồi, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp còn nhiều dư địa cải thiện trong 2026F. Điều này dựa trên kỳ vọng về (1) nhu cầu nội địa vẫn tiếp tục đi lên nhờ đầu tư công và thị trường xây dựng dân dụng phục hồi; (2) gia tăng sản lượng từ nhà máy công suất mới giúp tối ưu chi phí và cải thiện giá bán nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn; bên cạnh đó, (3) xu hướng giá HRC ổn định hơn sẽ giảm rủi ro biến động tồn kho và giúp biên lợi nhuận ổn định. HPG là bên hưởng lợi chính từ chu kỳ phục hồi trong nước, trong bối cảnh định giá đã điều chỉnh giảm dù nền tảng cơ bản vẫn tương đối vững chắc. Các mã CP phù hợp cho hoạt động trading là NKG và HSG, khi FY26 được kỳ vọng bắt đầu hưởng lợi từ mức nền thấp. Chúng tôi cũng lưu ý rằng giá HRC tăng có thể kích hoạt hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, qua đó mang lại phần hỗ trợ bổ sung cho lợi nhuận báo cáo.

[Tóm tắt] Ngành và danh mục khuyến nghị

Bất động sản: Quý 4/2025 là giai đoạn cao điểm mở bán trong năm nên thị trường dự kiến sẽ trở nên nhộn nhịp hơn, đặc biệt tại khu vực phía Nam. Riêng TP.HCM được kỳ vọng sẽ nổi bật về nguồn cung mới. CBRE dự phóng TP. HCM sẽ có lượng sản phẩm mở bán mạnh trong quý 4/2025, với khoảng 6,000 căn hộ mới – gấp đôi mức trung bình giai đoạn 2021 đến quý 2/2025. Nguồn cung nhà thấp tầng dự kiến đạt khoảng 3,500 căn, cao hơn rất nhiều so với mức trung bình 140 căn trước đó. Dự phóng giai đoạn 2026/27 nguồn cung căn hộ HCM sẽ tăng 14%/15% CK, cao hơn Khu vực Hà Nội (dự kiến tăng trưởng 4%/9% trong 2026/27). Đối với nhóm niêm yết, hầu hết các doanh nghiệp lớn như DXG, PDR, NLG và KDH đều có lợi nhuận ròng tăng CK trong 9T2025. Trong Q4/2025, nhiều dự án lớn sẽ ra mắt, bao gồm Green Paradise và Làng Vân của VHM; Gladia của KDH; The Prive của DXG; cùng các dự án Mizuki Park, Southgate, Cần Thơ và Izumi City của NLG. Nhìn chung, các doanh nghiệp đã chuẩn bị sẵn nguồn hàng mở bán trong giai đoạn cuối năm nhiều khả năng sẽ hưởng lợi từ diễn biến thị trường tích cực trong năm như thanh khoản cải thiện và giá bán tăng.

Khu công nghiệp: Dự thảo Nghị định thay thế Nghị định 35/2022/NĐ-CP được đánh giá là bước tiến quan trọng nhằm tháo gỡ vướng mắc trong phát triển khu công nghiệp (KCN), tập trung vào hai thay đổi mang tính đột phá: (1) Tăng cường phân cấp quản lý, và (2) Mở rộng cơ chế chuyển đổi đất lúa 2 vụ. Trong khi khu vực miền Nam dự phóng tiếp tục duy trì mức tăng giá 5–7% nhờ lợi thế hạ tầng lớn (như sân bay Long Thành, cảng biển quốc tế Cần Giờ), miền Bắc sẽ chứng kiến sự phân hóa, tập trung chủ yếu ở Bắc Ninh và Hải Phòng – hai địa phương hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng theo chiến lược “Trung Quốc +1”. Theo các doanh nghiệp phát triển KCN, nhu cầu đã có tín hiệu phục hồi từ nửa cuối Q3/2025, trùng thời điểm Việt Nam – Hoa Kỳ công bố các thỏa thuận đầu tiên về thuế đối ứng ở mức trần 20%. Điều này cho thấy giai đoạn khó khăn của ngành (kéo dài từ Q3/2024, đỉnh điểm Q2/2025) đang dần qua, tạo nền tảng để lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết phục hồi mạnh từ năm 2026.

Dầu khí: Chính phủ vừa ban hành Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP, tạo ra bước ngoặt pháp lý quan trọng khi trao quyền tự quyết cho Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) đối với một số quy trình phê duyệt vốn trước đây thuộc thẩm quyền của Bộ Công Thương. Chúng tôi cho rằng sự thay đổi này sẽ là chất xúc tác cho phần lớn dự án khí trong nước (trừ các dự án trọng điểm) khi nguồn cung khai thác đang suy giảm nhanh do đã ở nửa sau của vòng đời dự án. Với các doanh nghiệp niêm yết, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với các DN hoạt động trong lĩnh vực thượng nguồn, dịch vụ (PVS, PVD, PVT), dựa trên: 1) giá dầu vẫn tiếp tục duy trì trên ngưỡng khai thác hòa vốn – quanh 55 USD/thùng; 2) bức tranh đầy triển vọng về hoạt động thăm dò và khai thác tại thị trường trong nước với những dự án lớn đang và sắp được triển khai. Trong đó, chúng tôi đánh giá PVS là cái tên nổi bật với tiềm năng vượt trội. Theo thông tin công bố, PVS đã trúng thầu phần lớn các gói thi công hạ tầng quan trọng tại các dự án trọng điểm, với tổng giá trị hợp đồng ròng theo ước tính lên đến 1.5 tỷ USD.

[Tóm tắt] Ngành và danh mục khuyến nghị

Phân bón: Tác động của yếu tố địa chính trị tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc định hình thị trường phân bón toàn cầu, bao gồm: 1) Diễn biến căng thẳng tại Trung Đông, có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng; 2) Tiến triển của tiến trình hòa bình Nga-Ukraine, ảnh hưởng đến lưu thông, hoạt động xuất nhập khẩu phân bón và chi phí nguyên liệu đầu vào; và 3) Chính sách xuất khẩu của Trung Quốc, khi việc nới lỏng hoặc siết chặt hơn nữa sẽ đóng vai trò quyết định trong việc cân bằng cung-cầu và giá phân bón thế giới. Chúng tôi kỳ vọng giá phân bón toàn cầu sẽ duy trì ở mức cao trong Q4/2025 và 6T2026, tạo môi trường thuận lợi cho các nhà sản xuất phân bón Việt Nam tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh và biên lợi nhuận cao trong giai đoạn này.

Điện: Trong ngắn hạn, điều kiện La Niña được dự phóng sẽ tiếp tục thúc đẩy việc huy động thủy điện, qua đó hỗ trợ duy trì kết quả kinh doanh tích cực của nhóm này trong giai đoạn Q4/2025–6T2026. Về dài hạn, một số nguồn điện cụ thể kỳ vọng được thúc đẩy theo khung giá mới: Quyết định 1508/QĐ-BCT nâng trần giá điện cho điện gió trên bờ/gần bờ thêm 9–23%, tạo động lực cho các doanh nghiệp như GEG, REE, HDG và PC1. Quyết định 988/QĐ-BCT quy định khung giá điện mặt trời, giảm 7–19% đối với các dự án không có hệ thống lưu trữ năng lượng (BESS) tại khu vực miền Trung và miền Nam, nhưng tăng 24–33% đối với các dự án có BESS tại miền Bắc.

Dệt may: Trong Q4/2025 và 6T2026, chúng tôi dự phóng nhu cầu dệt may của Mỹ sẽ suy yếu do giá cả tăng và lo ngại về thị trường lao động suy giảm. Mặc dù nhu cầu ở thị trường châu Á và EU dự kiến ổn định, sự cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi duy trì triển vọng tích cực chung của ngành với kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng đang diễn ra và sự di cư của ngành sản xuất khỏi Trung Quốc. Chúng tôi khuyến nghị CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) trong lĩnh vực may mặc nhờ danh mục khách hàng có chất lượng cao, và Tổng CTCP Phong Phú (PPH) trong lĩnh vực sợi, phần lớn nhờ sự hợp tác chiến lược lâu dài của họ với Tập đoàn Coats.

DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Mã	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Ngân hàng	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam	70,800	23%
	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	28,600	21%
	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	29,800	24%
CNTT	FPT	CTCP FPT	117,700	22%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	103,000	18%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	35,750	35%
Bất động sản	KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	41,500	24%
	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long	43,000	22%
Khu công nghiệp	IDC	Tổng Công ty IDICO - CTCP	46,800	18%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	76,250	17%
	QNS	CTCP Đường Quảng Ngãi	57,900	32%
Bán lẻ	MWG	CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động	99,500	24%
Dầu khí	PVS	Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	41,100	25%
	PLX	Tập đoàn Xăng Dầu Việt Nam	47,300	36%
Phân bón	DCM	CTCP - Tổng công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau	40,600	20%
Tiện ích	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	51,300	17%
	GEG	CTCP Điện Gia Lai	20,100	41%
	BWE	CTCP - Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương	60,500	28%
Dệt may	TNG	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	24,000	27%
	PPH	Tổng CTCP Phong Phú	37,000	33%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research (Lợi nhuận kỳ vọng theo giá đóng cửa ngày 2/12/2025)

DANH MỤC THEO DÕI

Mã	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Các yếu tố cần theo dõi
CTG	Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	57,400	<ul style="list-style-type: none">Lợi nhuận có thể chịu tác động trái chiều tương đối từ 2 yếu tố chi phí tín dụng và NIM, khi cả hai chỉ tiêu đều đang ở gần mức thấp nhất quá khứ.
TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	40,400	<ul style="list-style-type: none">Rủi ro tập trung cao.
VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	31,700	<ul style="list-style-type: none">Tăng trưởng tín dụng cao và tỷ lệ nợ xấu mở rộng tăng trong khi bộ đệm dự phòng mỏng tạo áp lực trích lập dự phòng và suy giảm NIM.Rủi ro tập trung cao.
STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	58,800	<ul style="list-style-type: none">Hoạt động cốt lõi thiếu động lực tăng trưởng rõ ràng sau giai đoạn phục hồi, khiến đà tăng tương đối trầm lắng.Thương vụ bán 32.5% cổ phần vẫn là yếu tố chủ chốt, nhưng vẫn đang chờ phê duyệt của NHNN (chưa có thời hạn cụ thể).Chất lượng tài sản suy yếu.
VIB	Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	21,500	<ul style="list-style-type: none">Khó khăn trong tăng trưởng huy động, do phải trả lãi suất cao hơn cho các sản phẩm tương đồng và cạnh tranh gay gắt hơn ở phân khúc khách hàng giàu và cận giàu, nơi TCB vẫn dẫn đầu.Chất lượng tài sản vẫn ở mức tương đối yếu, thể hiện qua tỷ lệ nợ xấu cao và bộ đệm dự phòng khiêm tốn.

Phần I

Vĩ mô và Chiến lược

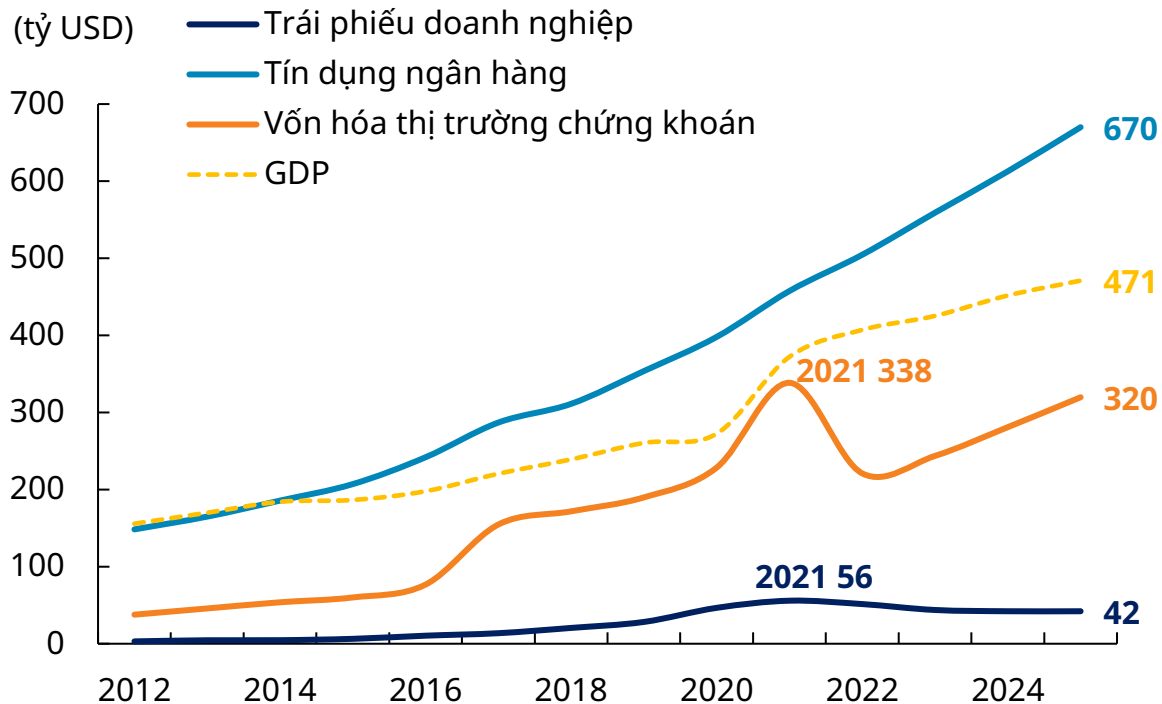


Bối cảnh đầu tư (1): Phát triển thị trường tài chính: Tầm nhìn 2030

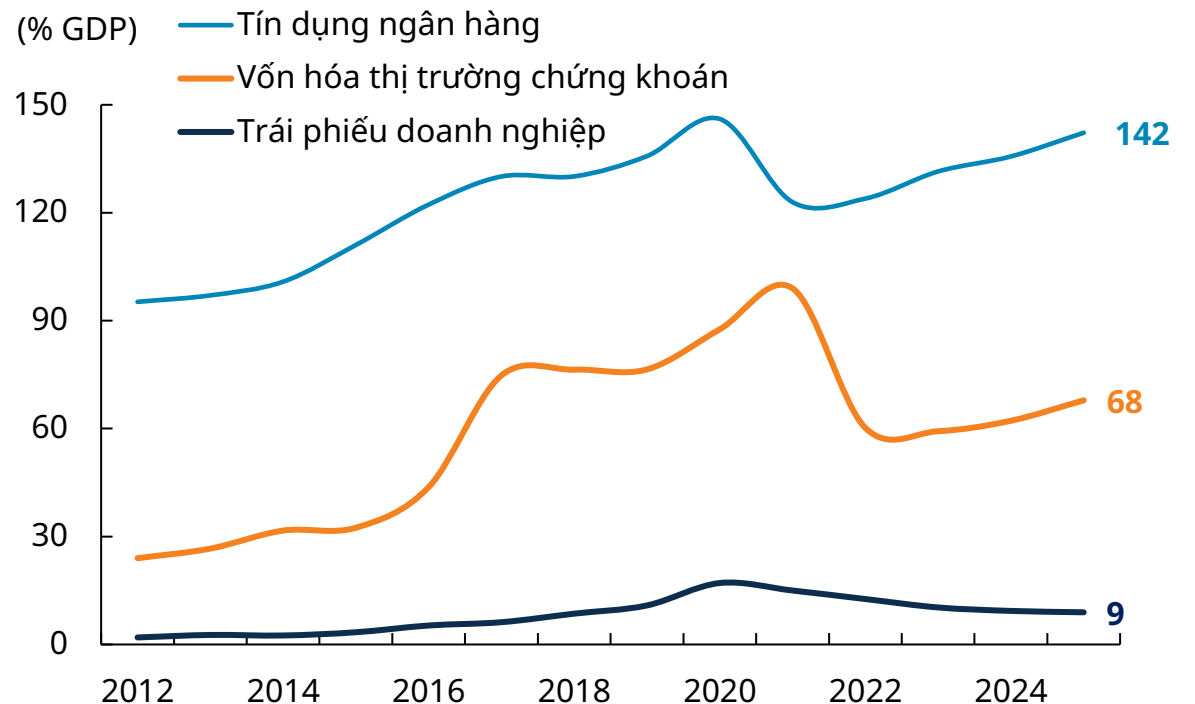
Mục tiêu 2030: Vốn hóa thị trường chứng khoán → 120% GDP

- Mức phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng của Việt Nam khá lớn, do đó, Việt Nam cần phát triển thị trường tài chính để phát triển bền vững.
- Để tăng mức vốn hóa thị trường chứng khoán lên 120% GDP vào năm 2030 (từ mức hiện tại: 68%), **Việt Nam đang tích cực triển khai các giải pháp từ chính sách đến hạ tầng, nâng cao tiêu chuẩn quản trị công ty, và tạo điều kiện thuận lợi cho nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận thông tin và đầu tư.**
 - Đề án áp dụng chuẩn mực kế toán quốc tế, khuyến khích các doanh nghiệp niêm yết có quy mô lớn thực hiện công bố báo cáo tài chính theo chuẩn báo cáo tài chính quốc tế (IFRS); tăng cường quản trị công ty theo tiêu chuẩn của OECD cho các công ty đại chúng.

Mức phụ thuộc vào tín dụng Ngân hàng của Việt Nam khá lớn



Sự cần thiết phát triển thị trường tài chính



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Bloomberg, NHNN, và ADB. Dữ liệu cập nhật tới tháng 9/2025.

Bối cảnh đầu tư (1): Phát triển thị trường tài chính: Tầm nhìn 2030 (tiếp theo)

Mục tiêu 2030: Nâng hạng TTCK → FTSE Russell thị trường mới nổi bậc cao, MSCI thị trường mới nổi

FTSE thị trường mới nổi cận biên

- Tỷ trọng kỳ vọng: **0,3%**
- Quỹ đầu tư thụ động: **1 tỷ USD**
- Quỹ đầu tư chủ động: **5 tỷ USD**

(**) Thông báo nâng hạng ngày 8/10/2025 sẽ được xem xét thêm vào kỳ đánh giá tháng 3/2026 trước khi có hiệu lực từ ngày 21/9/2026.*

Tháng 9/2026

MSCI thị trường mới nổi

- **Mức độ sở hữu nước ngoài và FOL**
- Quyền bình đẳng cho NĐT nước ngoài
- **Tự do hóa thị trường ngoại hối**
- Đăng ký và mở tài khoản
- Quy định thị trường
- Minh bạch Thông tin
- Thanh toán bù trừ
- Khả năng chuyển nhượng

2030

Trước 11/2025

- **11/2024:** NĐT tổ chức nước ngoài không cần ký quỹ 100% khi giao dịch mua cổ phiếu
- **5/2025:** Vận hành hệ thống giao dịch **KRX**

2026–2027

Rà soát quy định pháp luật về tỷ lệ sở hữu nước ngoài để tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa và đưa ra khỏi danh mục những ngành nghề không cần thiết hạn chế về tỷ lệ sở hữu nước ngoài

2027

Phát triển hạ tầng thanh toán, bù trừ tiên tiến đáp ứng cơ chế thanh toán giao dịch không yêu cầu ký quỹ 100%, cơ chế **Đối tác Bù trừ Trung tâm (CCP)**

2026–2030

Phát triển thị trường ngoại hối, cho phép triển khai các công cụ phòng ngừa rủi ro trên thị trường ngoại hối đối với hoạt động đầu tư gián tiếp.

Bối cảnh đầu tư (2): Phát triển Hạ tầng

Giai đoạn tăng trưởng cao 2026–2030 trên nền tảng kế hoạch giải ngân đầu tư công lớn

- Mục tiêu **GDP bình quân đầu người năm 2030 đạt 8.500 USD**; năm 2045, Việt Nam sẽ trở thành quốc gia thu nhập cao.
- Mục tiêu tăng trưởng GDP **giai đoạn 2026–2030 trung bình 10%/năm** (từ mức ước tính tối thiểu 8% năm 2025), với chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng.
- 8.500 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư công giai đoạn 2026–2030** để đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, tăng 166% so với giai đoạn 2021–2025 (khoảng 3.201 nghìn tỷ đồng; tương ứng số kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao năm 2025 là 899 nghìn tỷ đồng — tăng 70% so với 2024). Sự khả thi của kế hoạch này đến từ dự địa chính sách tài khóa, với tỷ lệ nợ công/GDP có thể tăng từ mức 34% GDP năm 2024 lên 42% năm 2030.

Mục tiêu GDP bình quân đầu người năm 2030 đạt 8.500 USD

GDP bình quân đầu người (USD)	Tăng trưởng GDP	Tỷ lệ nợ công (% GDP)
2024: 4.700	2024: 7,09%	2024: 34%
KH 2025: 5.000	KH 2025: 8%	KH 2025: 36%
KH 2026: 5.500	KH 2026: 10%	KH 2026: 38%
KH 2030: 8.500	KH 2026–2030: 10%	KH 2030: 42%

Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công nhằm phát triển cơ sở hạ tầng

Dự án đầu tư công trọng điểm	Vốn đầu tư (Tỷ USD)	Thời gian
Sân bay quốc tế Long Thành	16	2021–2050
Đường cao tốc Bắc Nam phía Đông	5,8	2023–2025
Đường vành đai 3 TP.HCM	3,1	2023–2026
Đường vành đai số 4 Hà Nội	3,6	2023–2027
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ	5,5	2025–2030
Metro Bến Thành - Tham Lương (TPHCM)	2,0	2025–2035
Đường vành đai 4 TP.HCM (giai đoạn 1)	4,8	2026–2027
Sân bay Quốc tế Gia Bình	9,65	2026–2030
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	8,37	2025–2030
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	61,35	2028–2035

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ NSO, MOF, và cập nhật các mục tiêu Chính phủ

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

Bối cảnh đầu tư (3): Phát triển Kinh tế số & Sự phục hồi tiêu dùng

Nền tảng tăng trưởng từ 4 Nghị quyết của Bộ Chính trị được ban hành năm 2025

NGHỊ QUYẾT 57

KHCN,
đổi mới sáng tạo,
chuyển đổi số



NGHỊ QUYẾT 59

Hội nhập quốc tế

NGHỊ QUYẾT 66

Xây dựng và
thi hành pháp luật



NGHỊ QUYẾT 68

Phát triển
kinh tế tư nhân

**BỘ TƯ
TRỤ CỘT**

Thị trường chứng khoán Việt Nam: Các chỉ số theo dõi chính

Định giá hấp dẫn so với các thị trường khác nhờ tiềm năng tăng trưởng và ROE tương đối cao

Thị trường	Chỉ số	Giá đóng cửa	Xu hướng từ 2024	Vốn hóa (tỷ USD)	Thay đổi		Tăng trưởng EPS			P/E		ROE	
					Quý 4	2025	2023	2024	2025F	Hiện tại	Trung bình lịch sử	Hiện tại	Trung bình lịch sử
Việt Nam	VNINDEX	1,741		292	5%	37%	8%	33%	20%	16.9	16.7	13.5	14.0
MSCI thị trường phát triển	MXWO	4,418		90,805	3%	19%	7%	10%	12%	23.7	20.2	15.3	12.4
MSCI thị trường mới nổi	MXEF	1,377		25,807	2%	28%	14%	11%	17%	16.5	14.9	13.0	11.3
Mỹ	SPX	6,857		60,721	3%	17%	7%	14%	13%	27.3	22.2	18.8	15.7
Nhật	NKY	50,492		5,582	12%	27%	61%	19%	-5%	22.5	22.0	10.8	9.1
Trung Quốc	SHCOMP	3,903		8,676	1%	16%	-4%	23%	11%	18.4	15.3	8.3	9.9
Đài Loan	TWSE	27,981		2,863	8%	21%	26%	25%	23%	22.4	17.5	13.4	11.8
Hàn Quốc	KOSPI	4,100		2,191	20%	71%	44%	38%	38%	17.9	15.0	7.6	7.2
Ấn Độ	SENSEX	85,602		1,877	7%	10%	17%	17%	5%	24.4	24.5	16.8	13.9
Indonesia	JCI	8,633		952	7%	22%	20%	26%	22%	21.6	20.9	11.3	10.4
Thái Lan	SET	1,274		501	0%	-9%	18%	-7%	8%	13.6	18.9	7.5	8.0
Singapore	STI	4,524		523	5%	19%	3%	-2%	8%	13.7	15.0	10.0	8.7
Malaysia	FBMKLCI	1,617		279	0%	-2%	0%	-3%	8%	15.5	17.0	9.8	9.4
Philippines	PCOMP	5,949		145	0%	-9%	9%	14%	9%	9.9	18.1	12.3	10.5

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 5/12/2025.

Thị trường chứng khoán Việt Nam: Các chỉ số theo dõi chính (tiếp theo)

Kỳ vọng tăng trưởng EPS cao trong bối cảnh vĩ mô thuận lợi

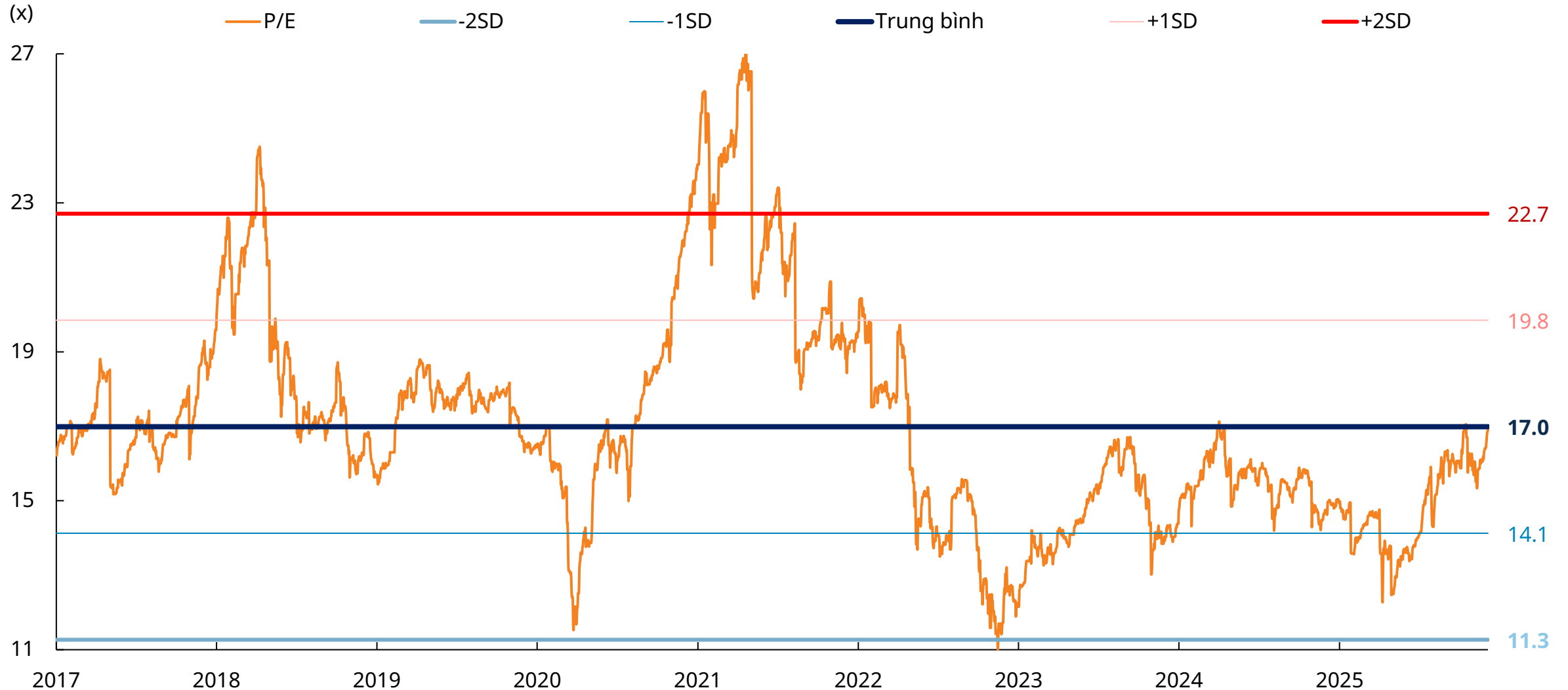
Phân ngành GICS	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ trọng	Vốn hóa từ 2024	Thay đổi		Tăng trưởng LNST			Tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ						
				Quý 4	2025	2023	2024	2025	1024	2024	3024	4024	1025	2025	3025
VN-Index	7,690,826	100%		5%	37%	-7%	18%	29%	11%	7%	22%	33%	10%	33%	22%
Ngân hàng	2,592,218	33.7%		-4%	23%	4%	19%	18%	10%	19%	17%	29%	13%	16%	22%
Bất động sản	1,983,097	25.8%		29%	201%	-7%	-2%	51%	-32%	-72%	49%	108%	24%	185%	-54%
Nguyên vật liệu	474,236	6.2%		-3%	5%	-41%	45%	33%	91%	92%	25%	6%	17%	29%	59%
Thực phẩm, đồ uống	449,851	5.8%		3%	7%	-24%	17%	34%	28%	1%	24%	22%	4%	30%	23%
Dịch vụ tài chính	339,343	4.4%		8%	69%	-29%	-21%	42%	-56%	-23%	69%	-29%	72%	84%	13%
Vận tải	290,386	3.8%		-9%	21%	-14%	41%	84%	33%	27%	6%	110%	5%	92%	193%
Xây dựng cơ bản	336,240	4.4%		5%	50%	43%	23%	49%	106%	35%	1%	-13%	-2%	25%	155%
Tiện ích	386,268	5.0%		36%	33%	116%	1386%	32%	416%	138%	466%	619%	-11%	83%	3%
Phần mềm và dịch vụ	174,815	2.3%		3%	-26%	22%	21%	17%	22%	22%	17%	21%	22%	20%	19%
Bán lẻ	178,399	2.3%		9%	38%	-93%	1102%	61%	710%	1534%	527%	590%	70%	45%	119%
Dầu khí	147,580	1.9%		-2%	0%	-24%	-56%	30%	3%	-6%	-109%	-72%	-63%	12%	622%
May mặc và trang sức	51,873	0.7%		5%	-10%	23%	7%	27%	13%	7%	-1%	9%	17%	34%	58%
Bảo hiểm	52,156	0.7%		-6%	3%	-33%	26%	32%	8%	39%	34%	35%	7%	18%	59%
Dược phẩm	36,846	0.5%		1%	1%	2%	-12%	17%	-23%	-21%	-10%	7%	10%	14%	17%

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg và FiinPro, cập nhật tới 5/12/2025.

Ghi chú: Dự phóng tăng trưởng LNST năm 2025 của chúng tôi dựa trên mục tiêu của Đại hội đồng cổ đông.

Thị trường chứng khoán Việt Nam: Các chỉ số theo dõi chính (tiếp theo)

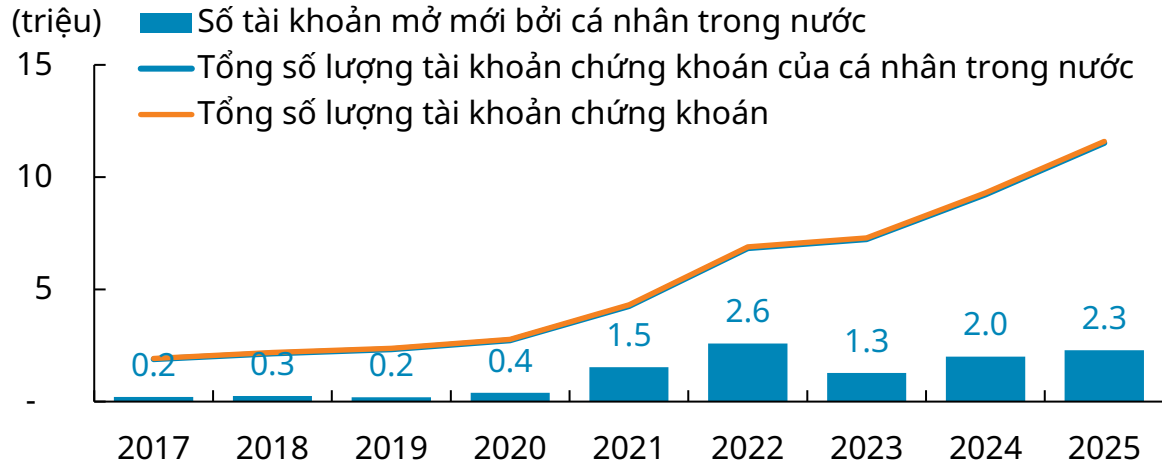
VN-Index đang giao dịch ở mức P/E tại 16,9 lần, so với mức đỉnh trên 20 lần của các chu kỳ trước



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 5/12/2025.

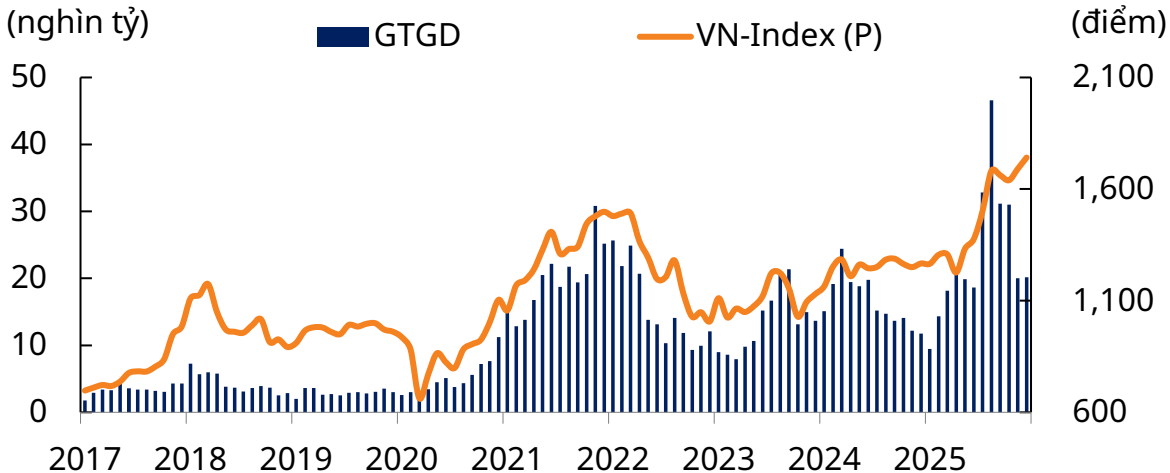
Thị trường chứng khoán Việt Nam: Các chỉ số theo dõi chính (tiếp theo)

Tiềm năng phát triển thị trường từ 11,6 triệu tài khoản chứng khoán



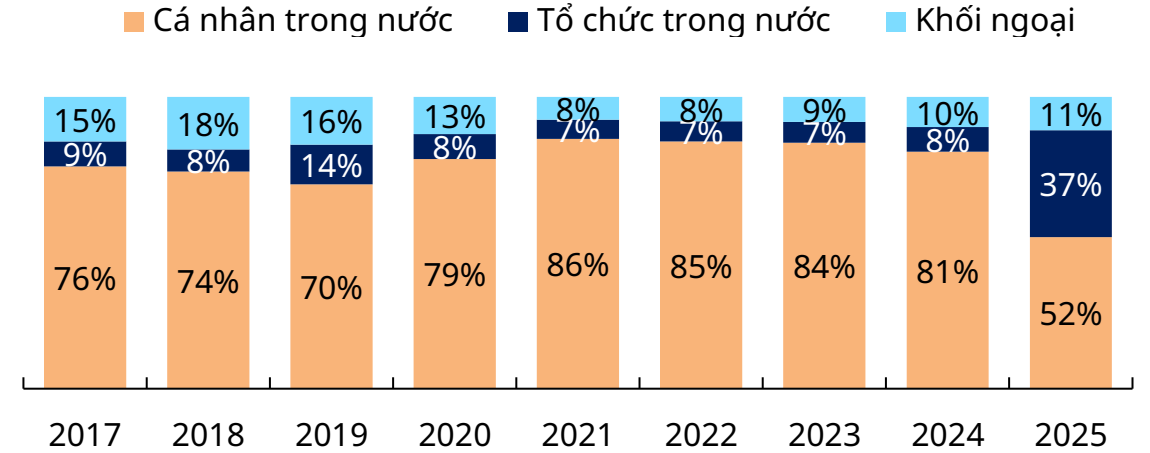
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ VSD. Dữ liệu cập nhật tới **tháng 11/2025**.

VN-Index ghi nhận mức cao mới năm 2025, với thanh khoản đột biến



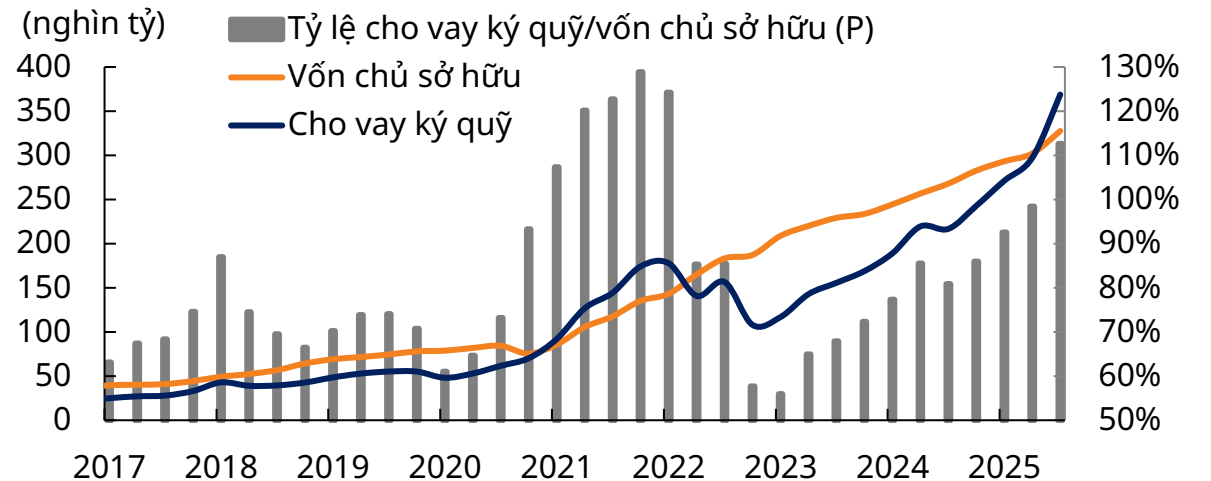
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Fiinpro

Tỷ trọng giao dịch của NĐT Tổ chức trong nước tăng cao kể từ 5/2025



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Fiinpro. Dữ liệu cập nhật tới **tháng 11/2025**.

Các công ty chứng khoán tăng vốn đáp ứng nhu cầu vay ký quỹ gia tăng



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

Phần II

Danh mục khuyến nghị (trung & dài hạn)

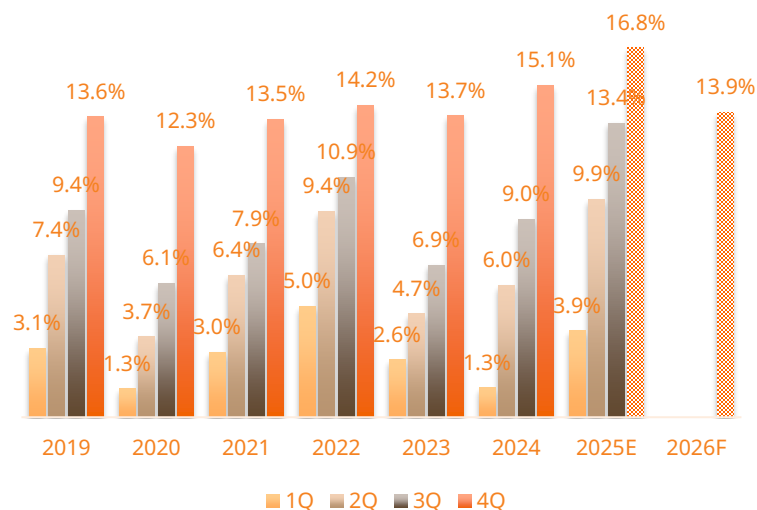


Ngân hàng - Chất lượng song hành

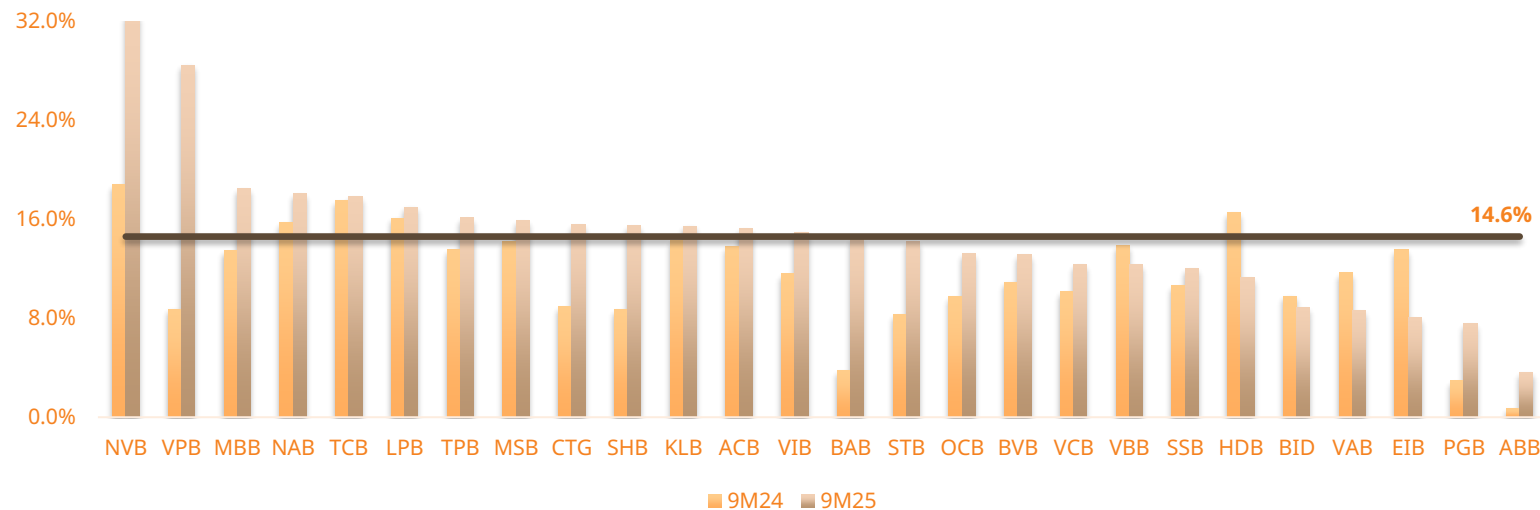
Vững bước về đích

- Tăng trưởng tín dụng ghi nhận dấu hiệu chậm lại trong Q3/2025, khi dư nợ dần tiến sát mục tiêu cả năm.** Cuối quý, tổng tín dụng ngành tăng 13.4% sv.2024 (10T:15.1%), tương đương +3.5%p sv.Q2 (Q1/2025: +3.9%p; Q2/2025: +6.0%p), tiến gần định hướng 16% của NHNN. Đà chậm lại cũng có phần mang tính thời vụ thường thấp trong Q3.
- Khối NH niêm yết tiếp tục vượt trội, với tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 14.6% trong 9T2025.** Ngoại trừ một số trường hợp cá biệt, mức phân hóa không lớn, cho thấy đà mở rộng tương đối đồng đều trong toàn ngành. Nhóm ngân hàng lớn dần lấy lại vị thế dẫn dắt nhờ nền tảng bảng cân đối vững hơn và triển vọng vĩ mô cải thiện sau các cú sốc liên quan đến thuế nhập khẩu. Với mức độ tự tin cao hơn, nhóm này tăng giải ngân vào các phân khúc khách hàng cốt lõi đang phục hồi, đáng chú ý là VPB (+28.5% sv.2024), MBB (+18.5%) và TCB (+17.9%), trong khi HDB ghi nhận thu hẹp 4.1%p sv.Q2 xuống 11.4%, chủ yếu do bán khoản vay cho Vikki. Khối NHQD chỉ có CTG (+15.6%) bám sát mức tăng bình quân, còn VCB (+12.4%) và BID (+8.8%) vẫn có phần chậm nhịp, nhưng phù hợp với quy mô bảng cân đối lớn và thanh khoản vừa phải.
- Dự phóng tăng trưởng tín dụng 2025 được điều chỉnh tăng lên 16.8% (từ 16.0% trước đó),** trong khi tốc độ năm 2026 được kỳ vọng giảm tốc. Dù tín dụng thường tăng tốc vào cuối năm, tốc độ kỳ này được đánh giá sẽ giữ ở mức vừa phải do phần lớn tăng trưởng 9T2025 đến từ các khoản vay ngắn hạn hoặc không thuộc phân khúc cốt lõi. Do đó, các ngân hàng có khả năng sẽ giải ngân chọn lọc hơn trong Q4, vẫn hoàn thành chỉ tiêu tăng trưởng và cũng cân đối hiệu quả. Cho 2026, tăng trưởng tín dụng dự kiến giảm tốc dù mục tiêu GDP hướng đến mức trên 10%, chủ yếu do ba yếu tố: 1) Mức tăng trên 16% hiện đã là mức cao theo lịch sử; 2) Dù các chỉ báo vĩ mô nhìn chung tích cực—nợ công dưới 35% GDP, tín dụng/GDP ở 134% (cao nhưng vẫn kiểm soát), CPI 9T2025 quanh 3.3%—các phát biểu gần đây của NHNN cho thấy cơ chế giới hạn tín dụng sẽ được gỡ bỏ theo lộ trình, phản ánh quan điểm điều hành vẫn cần thận trọng; và 3) Rủi ro tập trung gia tăng và lo ngại việc sử dụng vốn kém hiệu quả ảnh hưởng phần nào đến việc định hình chính sách tiền tệ, nhấn mạnh việc cần cải thiện chất lượng tín dụng tập trung thúc đẩy các trụ cột tăng trưởng bền vững hơn thay vì nở lỏng tiền tệ đơn thuần. Tổng thể, tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng tiếp tục diễn tiến ở nhịp độ vừa phải, với trọng tâm dịch chuyển từ đầu tư tài sản sang sản xuất kinh doanh, phù hợp với tiêu chí tăng trưởng bền vững.

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



Tăng trưởng tín dụng của các NH



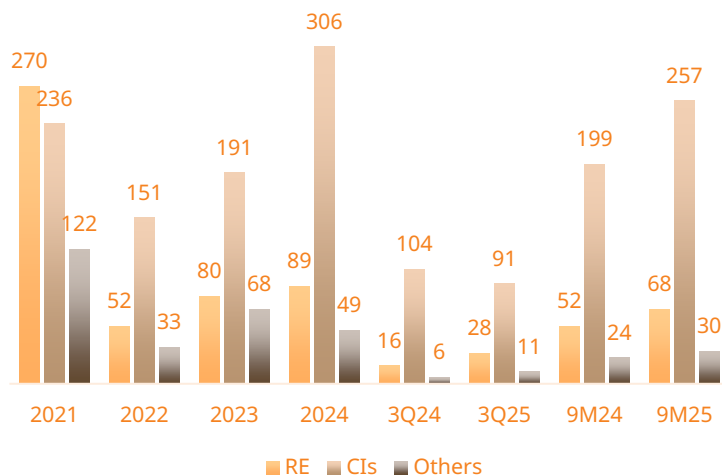
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset VN

Ngân hàng - Chất lượng song hành (tt.)

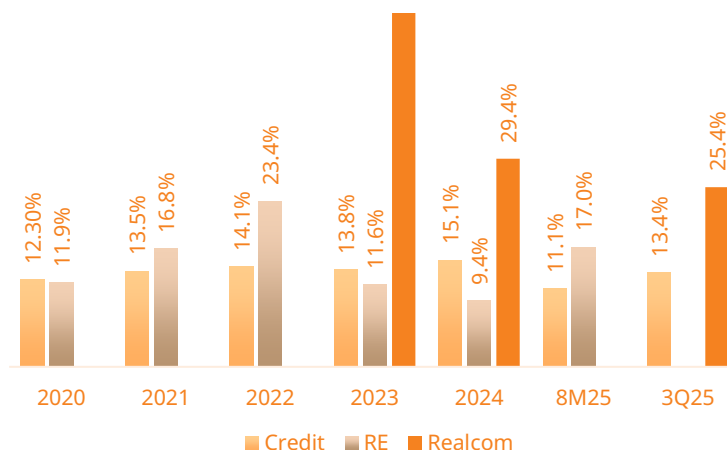
Rủi ro tập trung lũy tiến

- Trong khi khối KHDN duy trì được mức tăng trưởng mạnh hơn, khối KHCN ghi nhận sự phục hồi tích cực tại nhiều NH trong Q3/2025.** Nhóm NHQD tiếp tục mở rộng danh mục KHCN, nhờ mặt bằng lãi suất cho vay cạnh tranh. Ngược lại, các ngân hàng tư nhân có tỷ trọng nhóm này cao ghi nhận giảm nhẹ, bao gồm VIB (-2%p sv.Q2 xuống 72%) và ACB (-1%p xuống 60%). Những ngân hàng có thể mạnh KHDN lớn vẫn gặp hạn chế do khoản vay KD BĐS chưa thể chuyển dịch sang vay mua nhà, điển hình như VPB (tỷ trọng KHCN -4%p sv.Q2 xuống 38%). TCB nổi bật với mức tăng 24.2% sv.Q2 trong cho vay margin (đa phần được phân loại vào KHCN), qua đó nâng tỷ trọng thêm 85đcb lên 42.5%. HDB cũng ghi nhận tăng 1%p nhờ bán bớt một số khoản vay DN sang Vikki Bank.
- Lãi suất cho vay bình quân đối với giải ngân mới tiếp tục giảm, nhưng có sự phân hóa rõ giữa các ngân hàng.** Theo NHNN, lãi suất bình quân cho vay mới ở mức 6.55%, giảm 38đcb so với cuối 2024. Tuy vậy, đến cuối Q3/2025, lãi suất tại một số ngân hàng đã nhích lên 5–20đcb so với Q2/2025, chủ yếu do: (1) tỷ trọng cho vay trung-dài hạn tăng (+0.9%p sv.Q2 ở nhóm NHHY) và (2) lãi suất huy động gia tăng. Lãi suất cho vay dự kiến sẽ tiếp tục điều chỉnh tăng trong Q4/2025 – đầu 2026, với dự báo của các ngân hàng là khoảng 50–70đcb đi kèm với tăng trưởng tín dụng năm 2026 dự phóng tăng nhẹ hơn.
- Phát hành trái phiếu doanh nghiệp giảm 19% svck. trong Q3/2025,** chủ yếu do nhóm TCTD giảm 31%, trong khi nhóm bất động sản tăng 36% (mức này vẫn khiêm tốn so với thời kỳ trước khi phát hiện nhiều sai phạm của thị trường TPDN cũng như hệ thống tài chính). Lợi suất trái phiếu doanh nghiệp bình quân tăng 49đcb sv.Q2 và 58đcb svck., dẫn dắt bởi trái phiếu ngân hàng, trong khi lợi suất trái phiếu BĐS giảm nhẹ, theo VBMA. Việc lợi suất trái phiếu ngân hàng tăng được xem là hợp lý trong bối cảnh dòng tiền huy động kênh tiền gửi yếu và nguồn cung trái phiếu từ TCTD tăng. Việc dư nợ BĐS luân chuyển sang bảng cân đối các NHTM đã làm rủi ro tập trung tại ngân hàng gia tăng đáng kể. Phát hành trái phiếu BĐS kể từ 2022 đến nay vẫn rất thấp, khiến nhu cầu đáo hạn và tài trợ dự án phụ thuộc nặng vào tín dụng ngân hàng. Sự dịch chuyển rủi ro này đã khiến mức độ tập trung ngành tăng lên rõ rệt trong 2–3 năm qua, đồng thời làm gia tăng rủi ro tín dụng. Trong thời gian tới, khung pháp lý minh bạch hơn cho thị trường BĐS và trái phiếu sẽ giúp củng cố niềm tin nhà đầu tư và tạo nền tảng cho sự phục hồi bền vững hơn của thị trường TPDN và BĐS từ 2026 trở đi, giảm phụ thuộc vào hệ thống các tổ chức tín dụng.

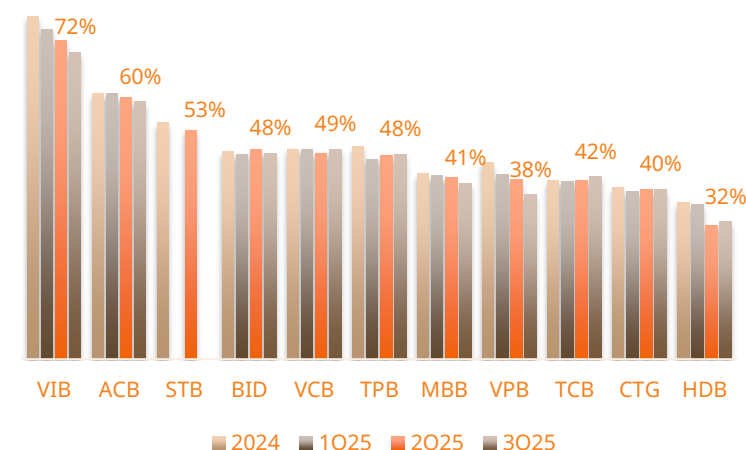
Phát hành TPDN



Tăng trưởng tín dụng BĐS



Tỷ trọng KHCN



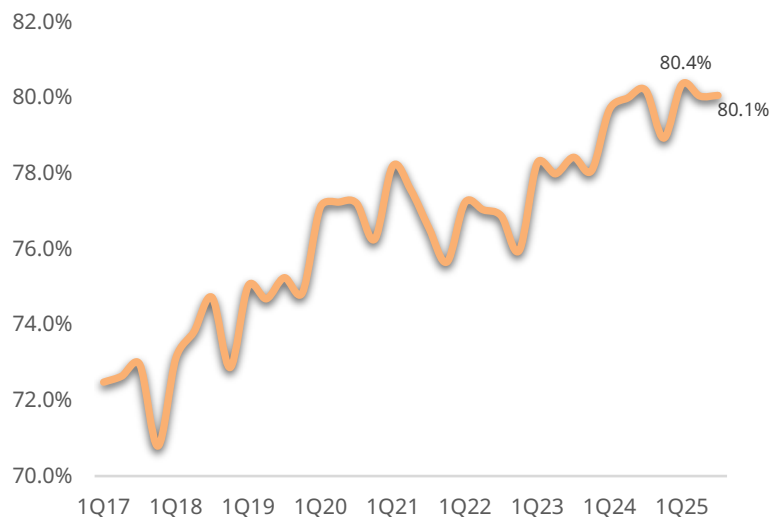
Nguồn: VBMA, Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam
 Ghi chú: RE: BĐS, CIs: tổ chức tín dụng; Credit: tín dụng; Realcom: kinh doanh BĐS

Ngân hàng - Chất lượng song hành (tt.)

Duy trì ổn định

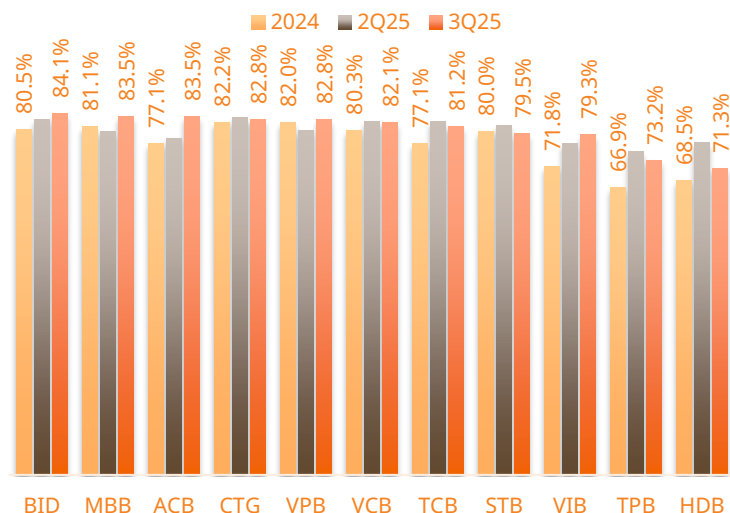
- Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) các NHNY cải thiện nhẹ theo quý, với mức độ phân hóa giữa các ngân hàng ngày càng thu hẹp khi đa phần các NH đẩy tỷ lệ tiến sát trần quy định.**
 Dù tăng trưởng tiền gửi thông thường vẫn chậm hơn tín dụng, việc sử dụng nhiều hơn các kênh huy động thay thế, đặc biệt là chứng chỉ tiền gửi (CCTG) đã trở nên thông dụng hơn giúp thu hẹp phần nào khoảng cách. Bên cạnh đó, một số ngân hàng cũng hưởng lợi từ tiền gửi CP và KBNN tạo thêm dư địa — đặc biệt đối với nhóm NHQD. Tỷ trọng của các nguồn vốn này trong tổng nợ trả lãi (IBL) tăng đáng kể tại BID (7.6%, +1%p YTD), CTG (6.6%, -0.4%p) và VCB (7.7%, +3.5%p), cũng như ở một số ngân hàng tư nhân vừa và nhỏ. Dù vậy, LDR tại nhiều ngân hàng lớn vẫn tăng đáng kể từ đầu năm, tiệm cận giới hạn và thu hẹp dư địa linh hoạt trên bảng cân đối. Tỷ lệ này được kỳ vọng cải thiện trong thời gian tới khi tăng trưởng tín dụng chậm lại, cùng với dự báo lãi suất huy động tăng củng cố đà huy động.
- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) bình quân của ngành tăng nhẹ trong Q3/2025, được hỗ trợ bởi lợi nhuận cải thiện và tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại.** Sự suy giảm chỉ xuất hiện ở một vài ngân hàng như VPB và ACB, khi tăng trưởng lợi nhuận chưa bắt kịp tốc độ giải ngân, tạm thời gây giảm nhẹ CAR. Đồng thời, biến động ở vốn cấp 2 cũng tác động phần nào đến CAR — như tại TCB, CAR tăng dù tăng trưởng tín dụng cao, chủ yếu nhờ phát hành trái phiếu dài hạn nhiều hơn, trong khi tỷ lệ vốn cấp 1 gần như không đổi so với Q2/2025. Với HDB, dư nợ giảm cùng với chiến lược tăng phát hành trái phiếu trên 5 năm đã giúp cải thiện cả thanh khoản (LDR: 71.3%) lẫn CAR (15%), phù hợp với mục tiêu duy trì tăng trưởng tín dụng trên 20% trong ngắn và trung hạn. Ở mức hiện tại, CAR của nhóm ngân hàng tư nhân nhìn chung ổn định ở mức cao và cũng có khá nhiều dư địa (cao hơn nhiều so với mức sàn 8% so với quy định hiện tại hay 10.5% theo các yêu cầu cao nhất, hiện chưa bắt buộc tuân thủ, quy định tại TT.14/2025). Ngược lại, nhóm NHQD không đạt mục tiêu tăng trưởng quá mạnh; thay vào đó, vị thế vốn của họ được kỳ vọng cải thiện dần theo tiến trình phát triển thị trường vốn và các cải cách thể chế. Các giải pháp tiềm năng bao gồm phát hành thêm vốn, điều chỉnh sàn tỷ lệ sở hữu Nhà nước, hoặc gia tăng đầu tư thông qua công ty đầu tư quốc gia thay vì rót vốn trực tiếp. Trong nhóm NHQD, CAR tuy duy trì ở mức thấp hơn nhưng vẫn nằm trong vùng an toàn và tuân thủ quy định hiện hành. Việc củng cố bộ đệm vốn chưa phải ưu tiên hàng đầu, khi nhóm này tiếp tục cân bằng giữa tăng trưởng lợi nhuận và nhu cầu giữ mặt bằng lãi suất cho vay ở mức phù hợp.

Cho vay trên tiền gửi (LDR) (NHNY)

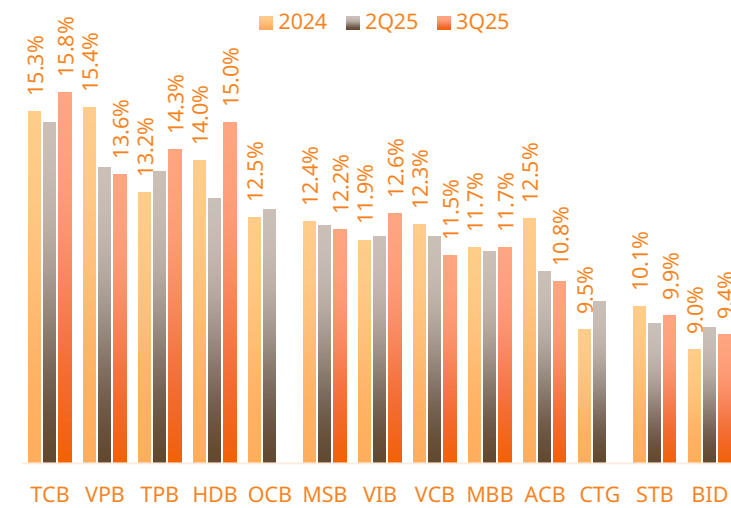


Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

LDR hợp nhất



Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)

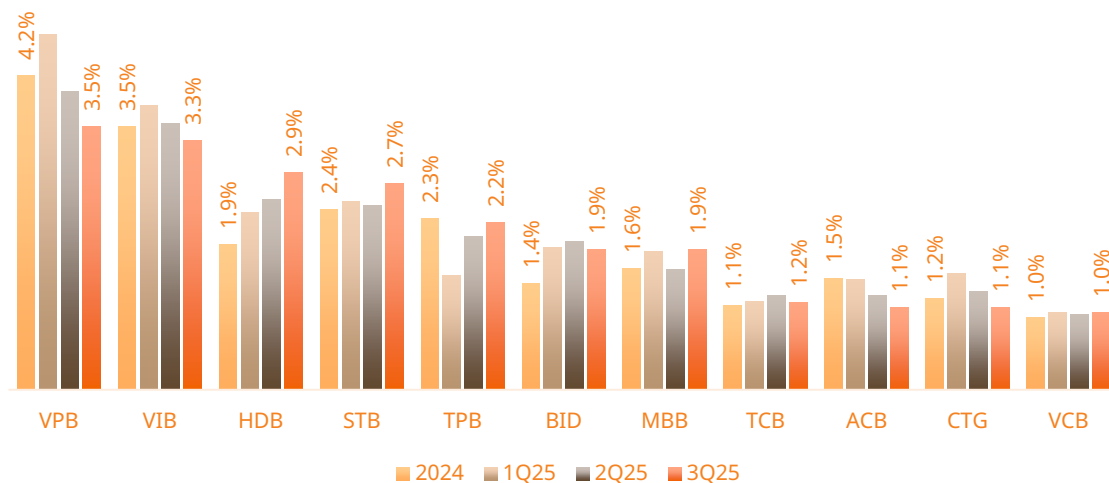


Ngân hàng - Chất lượng song hành (tt.)

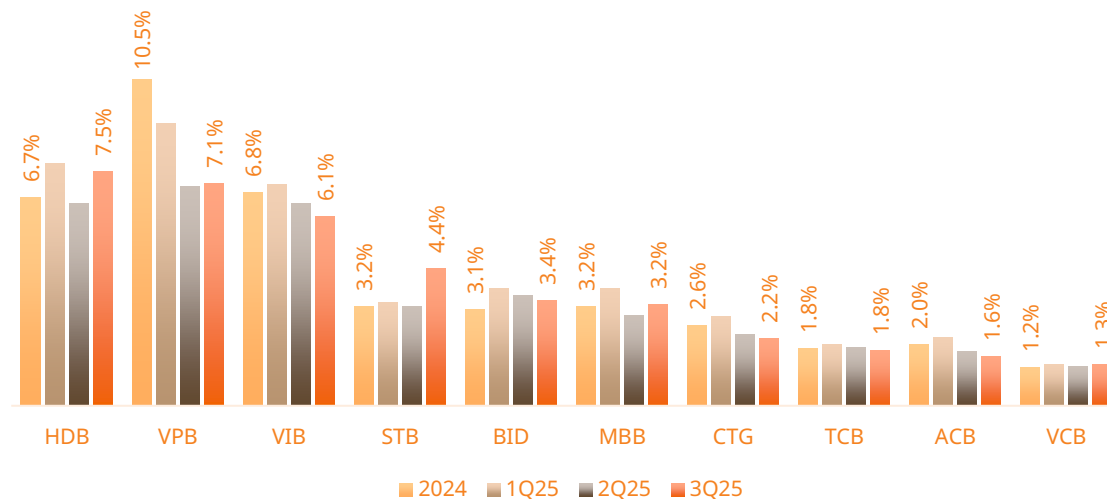
Theo đà hồi phục

- Tuy tồn tại phân hóa, xu hướng chung vẫn cho thấy chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện.** Tỷ lệ nợ xấu (NPL, nhóm 3-5) giảm nhẹ 4đcb sv.Q2 xuống 2.0% — tuy vẫn cao hơn cuối 2024 (1.92%), nhưng đã giảm 15đcb sv. Q1/2025 và thấp hơn ~23đcb sv. giai đoạn giữa 2024. Xu hướng cải thiện chậm nhưng ổn định này tiếp tục được hỗ trợ bởi môi trường lãi suất thấp. Đối với các nhóm chúng tôi theo dõi, các NH với mức NPL cao bất thường đang đẩy nhanh quá trình đưa các chỉ số chất lượng tài sản về lại ngưỡng trung bình quá khứ. Ở nhóm NH có chia sẻ NPL theo từng phân khúc khách hàng, mảng bán lẻ tiếp tục cho thấy sự ổn định, trong khi phân khúc KHDN ghi nhận mức tăng nhẹ do tác động từ những bất ổn vĩ mô trước đây dần được phản ánh vào chất lượng tín dụng phân khúc. Một số ngân hàng ghi nhận NPL tăng cao chủ yếu xuất phát từ đặc điểm riêng của từng danh mục thay vì những rủi ro mang tính hệ thống, qua đó không ảnh hưởng đáng kể đến xu hướng chất lượng tài sản của toàn ngành. Tổng nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) của các NHNY tăng 8đcb sv.Q2 nhưng giảm mạnh từ đầu năm và svck., lần lượt 18đcb và 57đcb, tiếp tục củng cố xu hướng chất lượng tài sản cải thiện trong thời gian tới.
- Môi trường kinh doanh ổn định được kỳ vọng sẽ bù đắp cho áp lực từ lãi suất cho vay tăng.** Hiện tại, các NH cho biết mức tăng lãi suất cho vay (nếu có) nhiều khả năng sẽ thấp hơn mức điều chỉnh tăng của lãi suất huy động, do hiện vẫn còn các gói ưu đãi hỗ trợ hoạt động kinh tế. Đồng thời, các ngân hàng cũng sẽ cân nhắc điều chỉnh lãi suất cho vay một cách phù hợp nhằm cân bằng giữa rủi ro nợ xấu và biên lợi suất. Bên cạnh đó, với tăng trưởng tín dụng có phần vượt trội hơn tại nhóm KHDN trong gần 2 năm trở lại đây, đặc biệt là nhóm KHDN lớn, rủi ro nợ xấu phát sinh trong ngắn hạn cũng sẽ tương đối thấp. Cuối cùng, việc đánh giá tác động của lãi suất tăng cũng cần đặt trong bối cảnh triển vọng kinh doanh, thay vì chỉ so sánh với quá khứ; trong giai đoạn điều kiện kinh doanh cải thiện, mức tăng lãi suất vừa phải thường không gây áp lực quá lớn lên khả năng trả nợ. Nhìn chung, NPL toàn ngành được kỳ vọng sẽ giảm nhẹ cho phần quý cuối năm, tuy nhiên sẽ có sự phân hóa khi một vài ngân hàng lớn dự kiến ghi nhận mức tăng nhẹ khi đã và tiếp tục đặt mục tiêu gia tăng tỷ trọng phân khúc KHCN trong 2026.

NPL



NPL mở rộng



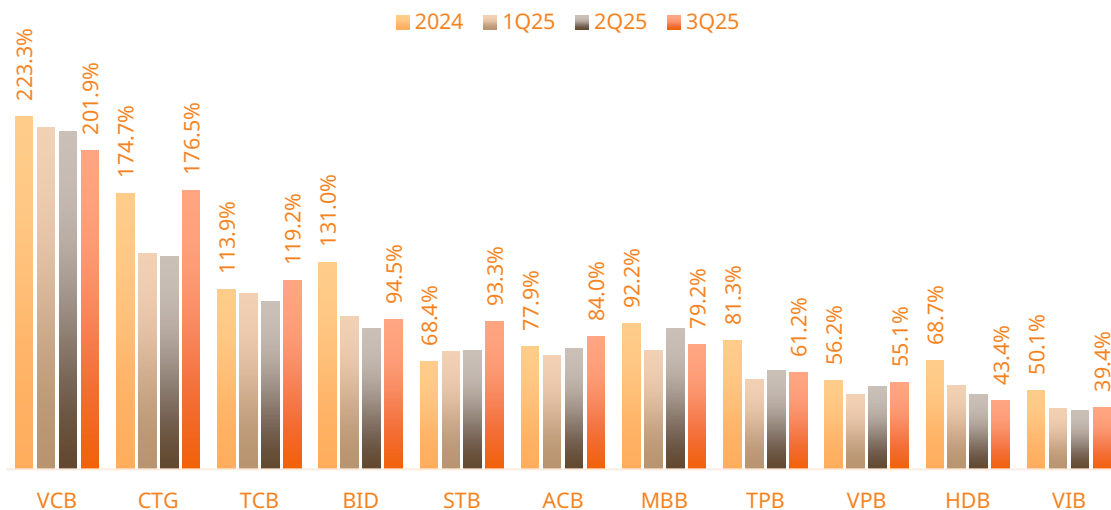
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng - Chất lượng song hành (tt.)

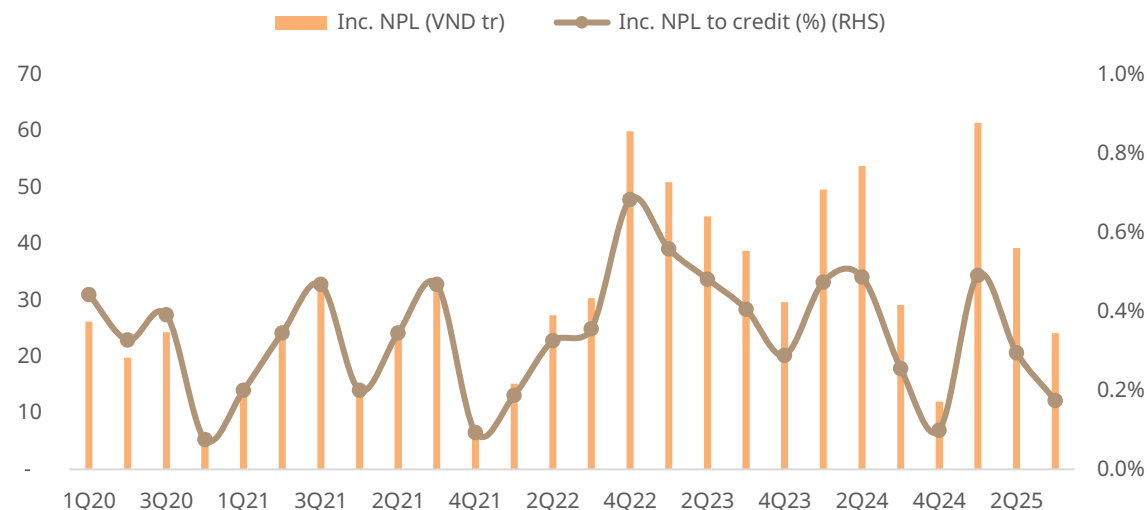
Nỗi lo tiềm ẩn

- **Bộ đệm dự phòng tiếp tục được củng cố trong quý, dù mức cải thiện không đồng đều giữa các NH, nhưng xu hướng chung vẫn tích cực.** Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tuy giảm 6.3%p sv.2024, nhưng đã tăng 4.6%p sv.Q2 và 1.3%p sv.Q3. Tuy xu hướng còn phân hóa với một vài NH giảm nhẹ, nhưng diễn biến tại nhiều ngân hàng khác lại ghi nhận gia tăng bộ đệm rõ nét. Tại các ngân hàng vốn có bộ đệm cao nhưng bị suy giảm trong giai đoạn khó khăn đã dần tích lũy trở lại như TCB, ACB và CTG. Việc củng cố bộ đệm được cho là cần thiết, nhất là khi tỷ trọng cho vay DN tăng có thể khiến tài sản suy giảm chất lượng biến động nhanh hơn so với danh mục thiên về bán lẻ.
- **Nợ xấu phát sinh mới tiếp tục giảm sâu.** Giá trị nợ xấu mới Q3/2025 ước tính khoảng 24 nghìn tỷ, giảm 17.2% sv.Q2 và 60.7% so với đỉnh Q1. So với quy mô tín dụng, tỷ lệ hình thành mới giảm còn 0.17%, thấp hơn nhiều so với 0.3% của Q2/2025, 0.5% của Q1, và mức trên 0.6% giai đoạn cuối 2022 đến đầu 2023 (đảo chiều chính sách).
- **Mặc dù chưa xuất hiện chỉ báo tiêu cực nào đáng kể, rủi ro tiềm ẩn vẫn tồn tại nếu tăng trưởng tín dụng tiếp tục tập trung vào một số phân khúc.** Giá trị trái phiếu chậm thanh toán trong Q3/2025 giảm xuống còn 1,668 nghìn tỷ (-80% sv.Q2), trong đó VND639 tỷ đã được tất toán sau đó, cho thấy tình hình thị trường nợ vẫn khá ổn định. Tuy nhiên, dữ liệu phát hành cho thấy nguồn cung trái phiếu mới từ nhóm BĐS trong vài năm gần đây còn khá hạn chế so với tốc độ mở rộng tín dụng toàn hệ thống. Song song đó, tỷ lệ nợ tái cơ cấu tại nhiều ngân hàng đã giảm xuống dưới 0.1% tổng dư nợ. Tuy nhiên, như đã đề cập trong những phần trước, dư nợ liên quan đến hoạt động kinh doanh bất động sản đã tiến sát 10% tổng tín dụng hệ thống vào cuối Q3/2025 (theo dữ liệu BXD), trong khi tổng dư nợ bất động sản bao gồm cả kinh doanh và mua nhà ở đã tiệm cận 23% vào cuối T8/2025, dẫn đến nhiều lo ngại về rủi ro tập trung gia tăng.

LLR



Nợ xấu phát sinh mới trong quý



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

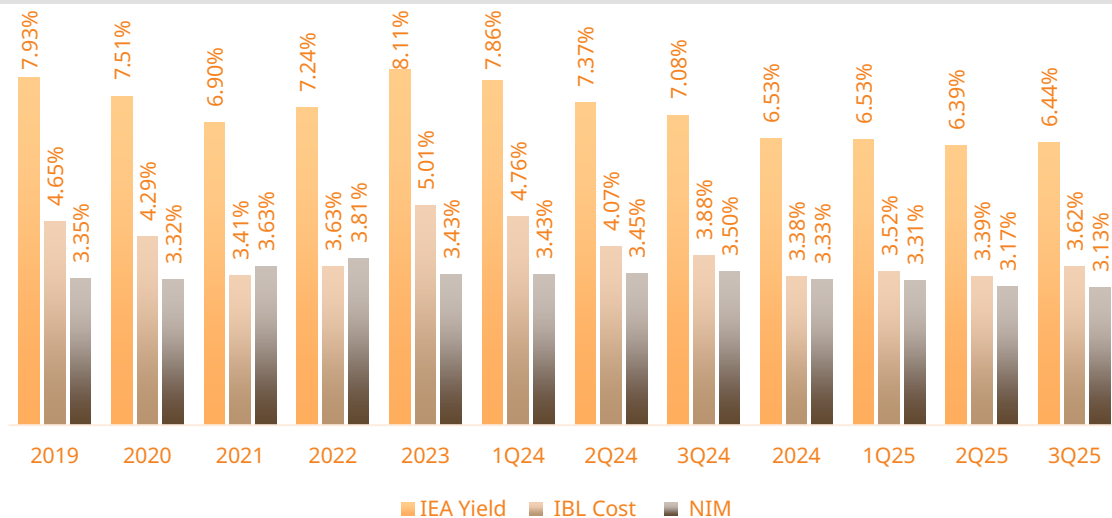
Chú thích: Incremental NPL: Nợ xấu phát sinh mới; Inc. NPL to credit: Tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới theo tổng tín dụng

Ngân hàng - Chất lượng song hành (tt.)

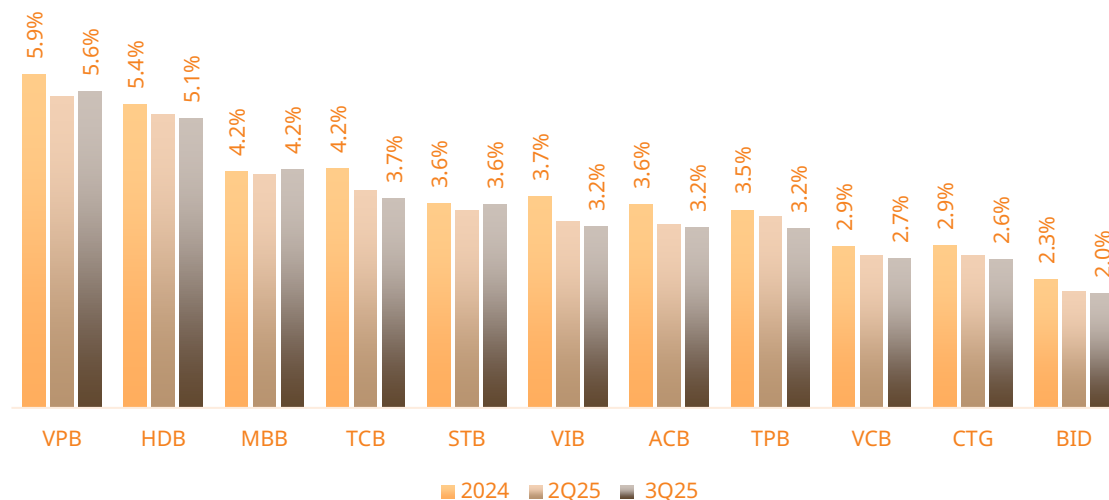
Dấu hiệu sớm cho hồi phục?

- Biên lãi thuần (NIM) tiếp tục thu hẹp tại các NHNY nhưng với biên độ nhỏ dần.** Trong Q3/2025, NIM các NHNY giảm nhẹ 4đcb QoQ xuống 3.13%, lũy kế 9T2025 chỉ số này giảm khoảng 20đcb. Lợi suất tài sản bắt đầu nhích lên khi lãi suất cho vay dần được “bình thường” trở lại, nhưng chi phí huy động tăng có phần nhanh hơn. Trong nhóm các ngân hàng lớn, NIM một số ngân hàng bắt đầu xuất hiện tín hiệu ổn định trở lại sau thời gian dài bị thu hẹp. Nhóm NHQD tiếp tục ghi nhận NIM giảm do vai trò dẫn dắt trong việc giữ mặt bằng lãi suất thị trường. Ở nhóm ngân hàng tư nhân, ngân hàng có dư nợ KD BĐS tăng vượt trội hơn như VPB ghi nhận NIM cải thiện 9đcb QoQ, trong khi NIM của STB tăng 11đcb nhờ việc hoàn tất thu hồi tiền bán KCN Phong phú (một phần trong đó là lãi vay nên được ghi nhận trong doanh thu). Việc giảm tốc thu hẹp NIM trong kỳ cũng phần nào phản ánh cung tín dụng không quá dư thừa, đặc biệt khi nhiều NHTM Nhà nước đã tiến sát trần tỷ lệ an toàn thanh khoản. Về tổng thể, NIM của các NH được kỳ vọng sẽ sớm hồi phục trong giai đoạn Q4/2025 – 6T2026, nhờ sự cân bằng tốt hơn giữa tăng trưởng tín dụng sv. huy động và chi phí huy động từ các kênh ngắn hạn hạ nhiệt. Nhóm ngân hàng trong phạm vi theo dõi được dự báo NIM cải thiện từ 3đcb đến 20đcb trong FY26, tùy theo cơ cấu danh mục cho vay và lợi thế huy động của từng ngân hàng.
- Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) tiếp tục cải thiện, nhưng dư địa nâng hiệu quả hoạt động đang dần thu hẹp.** CIR trung bình các NHNY giảm còn 32.7%, -0.5%p sv.Q2 và -1%p sv.2024, duy trì xu hướng giảm trong nhiều năm qua nhờ tối ưu chi phí nhân sự, gia tăng tự động hóa nhiều nghiệp vụ, và thu nhập ổn định. Điều này giúp ngân hàng nội địa hoạt động hiệu quả hơn so với mức CIR 40–50% thường thấy tại các nước trong khu vực. Tuy nhiên, dư địa để tiếp tục cải thiện có thể còn khá hạn chế. Việc đẩy mạnh chuyển đổi số có thể nâng năng suất nhưng đòi hỏi khoản đầu tư ban đầu khá lớn, khiến chi phí hoạt động có thể tăng trong ngắn và trung hạn. Đồng thời, kỳ vọng phục hồi mảng bán lẻ — bao gồm nhu cầu vay tăng, khối lượng giao dịch lớn hơn và yêu cầu phục vụ khách hàng nhiều hơn — sẽ đòi hỏi mở rộng lượng nhân sự cũng như khả năng vận hành trơn tru của hệ thống. Do đó, CIR được dự báo tăng nhẹ trong FY26.

Lợi suất và chi phí



NIM của các ngân hàng



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

Ngân hàng - Chất lượng song hành (tt.)

Lợi nhuận tăng tốc

- Lợi nhuận của các NHNY gia tăng tốc độ trong Q3/2025, nhờ thu nhập từ các hoạt động cốt lõi hồi phục.** LNTT của khối NHNY tăng 24.6% svck., với tất cả các cấu phần thu nhập chính đều tăng trưởng hai chữ số: NII (+13%), NSI (+19.4%), và NOI (+37.7%). Mạng dịch vụ hồi phục mạnh sau giai đoạn chịu tác động chuyển tiếp từ các thay đổi trong chính sách ghi nhận doanh thu. Ở phía chi phí, CPHĐ chỉ tăng 9.1% svck., trong khi chất lượng tài sản ổn định giúp CPDP chỉ tăng 8.7%. Trong nhóm NH thuộc phạm vi theo dõi, tốc độ tăng trưởng LNTT gia tăng lên 21.2% svck. trong Q3/2025 (Q2: +18%). Trong đó, NII tăng 11.5% svck., thấp hơn trung bình NHNY do nền NIM cao hơn (nên bị ảnh hưởng mạnh hơn) và tác động của nhóm NHQD. Ngược lại, NSI tăng mạnh 24.9% svck., được hỗ trợ bởi các hoạt động NH đầu tư và bán chéo bảo hiểm phục hồi mạnh mẽ. NOI tăng 35.2% svck. chủ yếu nhờ lãi từ giao dịch ngoại tệ, trong khi lãi từ giao dịch CK suy giảm do lợi suất tăng. Thu hồi nợ vẫn ở mức thấp do nền so sánh cao và sự chậm trễ hành chính liên quan đến quá trình sáp nhập cấp tỉnh; tuy nhiên, dự kiến tích cực hơn từ Q4 khi việc luật hóa Nghị quyết 42 bắt đầu có hiệu lực từ giữa tháng 10. CPHĐ và dự phòng tăng tương đồng khoảng 10.1% svck. Lũy kế 9T2025, các NHNY ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận trước thuế 18.1% svck., trong khi các NH trong phạm vi theo dõi của chúng tôi (đa phần các ngân hàng lớn) ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn ở mức 16.5% svck.
- Tuy lợi nhuận tăng tốc nhưng có phần thấp hơn kỳ vọng ban đầu, vì vậy chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận của nhóm này.** Theo chia sẻ cũng như tình hình thực hiện thực tế, nhiều ngân hàng còn cần nỗ lực nhiều hơn nữa để hoàn thành kế hoạch năm, do diễn biến NIM giảm sâu và nhanh hơn kỳ vọng. Dự phóng trước đây của chúng tôi là NIM tạo đáy trong Q2/2025 và sẽ sớm hồi phục trong nửa sau 2025, nhưng việc này sẽ cần thêm thời gian. Do đó, dự báo NII cả năm của 11 ngân hàng trong phạm vi theo dõi đã được điều chỉnh giảm 6.7% sv. dự phóng trước, trong khi chất lượng tài sản tốt hơn nên CPDP cũng ước giảm 12.6%. Ước tính NSI cũng được điều chỉnh tăng +9.2% nhờ thu phí và giao dịch cải thiện, còn CPHĐ ước tính giảm 3.4%. Tổng hợp lại, LNTT của nhóm này cho 2025 bị điều chỉnh giảm nhẹ ~1% sv. dự phóng trước, tương đương mức tăng trưởng khoảng 13% svck. Đối với 2026, tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng tích cực hơn (+17.9% svck.), hỗ trợ chính bởi NII tăng 19.2% với NIM ổn định hơn.

Tóm tắt tăng trưởng 9T2025

MCK	LNTT (tỷ đồng)	LNTT (svck.)	LNTT sv. KH	TTTD (svck.)	TTTD (sv.2024)	TTTD (KH)	NII (svck.)	NSI (svck.)	NOI (svck.)	OPEX (svck.)	Prov. (svck.)
ACB	16,072	4.8%	69.9%	20.6%	15.2%	16.0%	-4.4%	-5.0%	88.4%	-0.3%	-5.5%
BID	23,632	7.2%	60.2%	14.5%	8.8%	16.0%	4.1%	1.0%	65.4%	12.2%	18.8%
CTG	29,535	51.4%	N/A	23.8%	15.6%	0.0%	5.2%	-15.3%	18.5%	8.8%	-32.6%
HDB	14,803	17.0%	69.9%	21.3%	11.3%	31.1%	10.3%	227.3%	126.6%	-7.6%	122.4%
MBB	23,139	11.6%	73.0%	30.2%	18.5%	26.0%	23.5%	40.5%	17.3%	14.4%	82.2%
STB	10,988	35.8%	75.5%	13.9%	14.2%	13.9%	15.7%	15.2%	-12.2%	3.6%	-8.1%
TCB	23,385	2.4%	74.2%	22.0%	17.9%	16.4%	1.7%	-5.8%	27.3%	9.2%	-9.1%
TPB	6,048	10.7%	67.2%	22.6%	16.1%	20.0%	-0.7%	19.5%	47.0%	19.3%	-25.1%
VCB	33,133	5.1%	74.7%	16.1%	12.4%	16.3%	2.3%	-38.2%	58.6%	10.8%	-30.2%
VIB	7,046	6.7%	63.9%	25.2%	15.0%	22.2%	-7.4%	14.4%	16.8%	0.1%	-31.4%
VPB	20,396	47.1%	80.7%	39.3%	28.5%	25.0%	16.7%	7.0%	31.4%	20.5%	-5.3%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

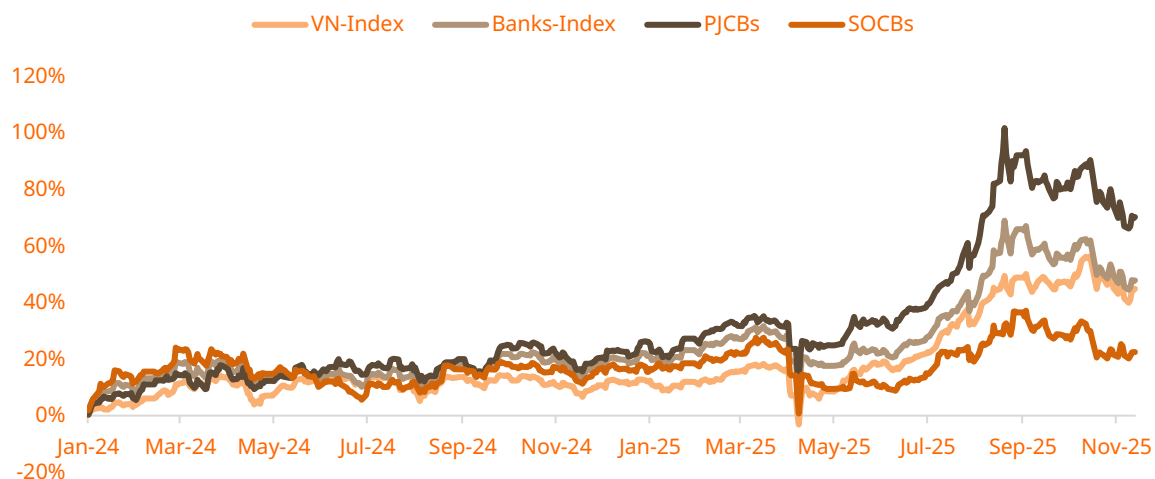
Chú thích: NII: Thu nhập lãi thuần; NSI: Thu nhập thuần từ dịch vụ; NOI: Thu nhập khác; OPEX: CPHĐ; Prov.: Chi phí dự phòng

Ngân hàng - Chất lượng song hành (tt.)

Cần tắc vô ưu

- Ngân hàng so với mặt bằng chung thị trường:** Về nền tảng cơ bản, lợi nhuận ngân hàng nhìn chung vẫn tích cực, nhưng có phần chậm hơn thị trường chung. Lợi nhuận toàn thị trường tăng 41.8% svck., chủ yếu nhờ nhóm phi tài chính (+50.4% svck.), trong khi nhóm NHNY chỉ đạt +24.6% svck trong Q3/2025. Khoảng cách này không quá bất ngờ khi lợi nhuận ngành vẫn tăng trưởng trong giai đoạn bấp bênh. Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp lớn dẫn dắt ở các ngành phi tài chính ghi nhận tăng trưởng vượt trội, kéo trung bình toàn thị trường lên mức cao. Dù vậy, cổ phiếu ngân hàng vẫn thu hút dòng tiền tích cực. Diễn biến toàn ngành nhìn chung bám sát VN-Index nhờ các yếu tố cốt lõi như minh bạch, ổn định, thanh khoản, và lợi nhuận bền vững.
- Hạ nhiệt sau nhịp tăng mạnh:** Trong nhóm NHTM Nhà nước, CTG là điểm sáng duy nhất khi ghi nhận mức tăng tiệm cận VN-Index, được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc và chất lượng tài sản cải thiện rõ rệt. Ngược lại, VCB và BID lại không quá nổi trội về cả định giá và lợi nhuận. Ở nhóm ngân hàng tư nhân, đà tăng cũng chững lại sau cú bút phá mạnh từ Q2/2025 đến đầu Q3. Những cổ phiếu có câu chuyện đầu tư mạnh — như VPB và TCB với IPO công ty con — bước vào giai đoạn trầm lắng hơn khi câu chuyện được hiện thực hóa, khiến định giá quay về vùng trung bình dài hạn sau khi chạm mức +2đlc. STB cũng điều chỉnh từ trên +2đlc xuống dưới +1đlc sau khi giai đoạn sôi động quanh việc thu hồi toàn bộ khoản liên quan KCN Phong Phú lắng xuống cũng như tạm hoãn quá trình đấu giá 32.5% cổ phần. Ngoài ra, nhóm NH còn chịu áp lực bán ròng từ khối ngoại, một phần do động thái chốt lời và các lo ngại ở mặt tỷ giá, đặc biệt trong bối cảnh nhiều đồng tiền lớn mạnh lên sv. đồng USD, trong khi VNĐ suy yếu.
- Cổ phiếu ngân hàng cũng điều chỉnh sâu sau khi kiểm định lại đỉnh.** Nhịp điều chỉnh gần đây đã xóa 20–80% mức tăng sv.2025 của nhiều NH. Những ngân hàng có tiềm năng tăng trưởng cao nhưng hiện vướng một vài điểm chưa hấp dẫn như định giá có phần cao hoặc có độ rủi ro tập trung nhất định có thể kể đến như VPB, TCB, và STB. Tạm thời, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng theo hướng hoạt động cần trọng hơn, có mức định giá hợp lý, và kỳ vọng lợi nhuận hồi phục trong 2026 có thể kể đến như ACB (GMT: 29,800), VCB (70,800), và MBB (28,600).

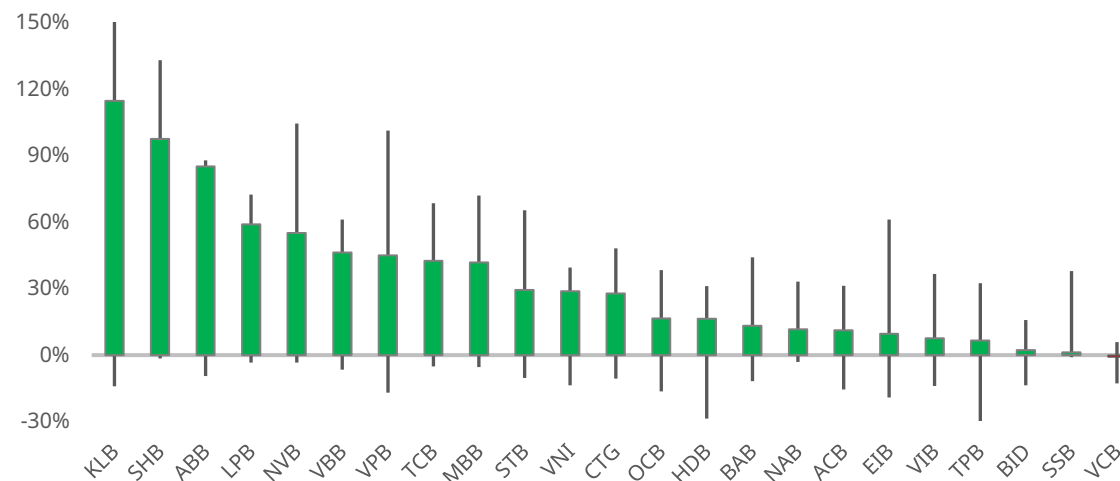
Biểu đồ giá các nhóm ngân hàng so với VN-Index



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

Chú thích: PJCBS: NHTM tư nhân; SOCBs: NHTM quốc doanh; Banks-index: chỉ số ngành NH

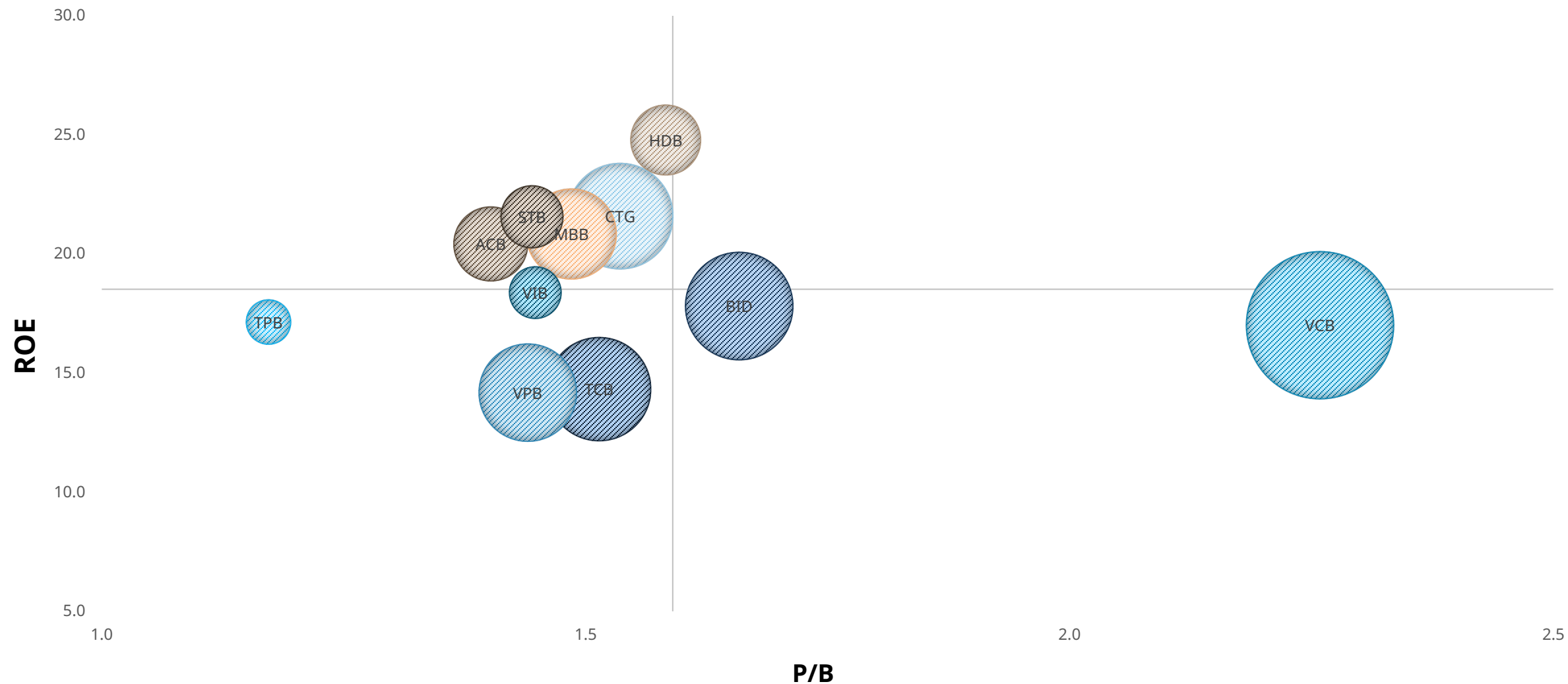
Diễn biến giá của các NHTM (sv. đầu năm 2025)



Ngân hàng - Chất lượng song hành (tt.)

Mức định giá hiện tại

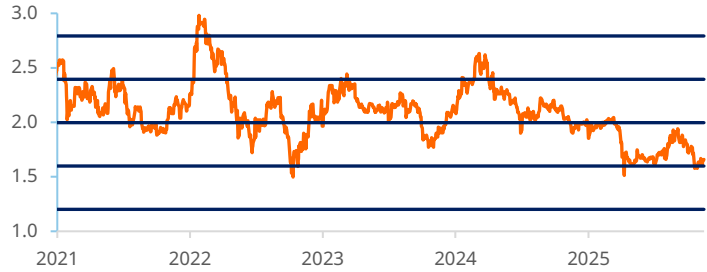
Vốn hóa, ROE, và P/B của các ngân hàng lớn (P/B trung bình 12 NHTM lớn là 1.59x)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

P/B 5 năm của các ngân hàng

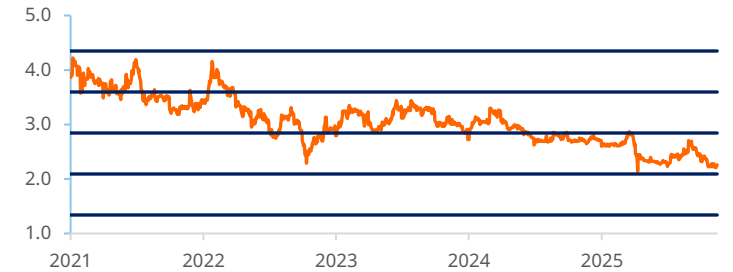
BID



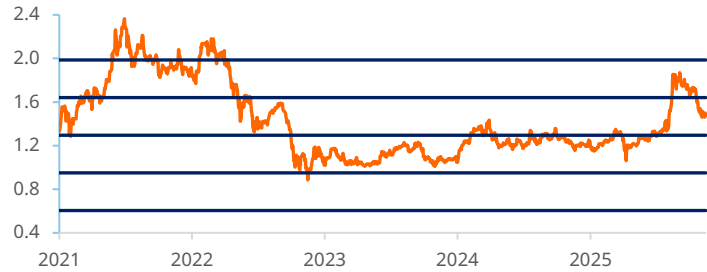
CTG



VCB



MBB



VPB



TCB



ACB



STB



HDB



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

Chậm nhưng chắc

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	70,800
Thị giá (02/12/25)	57,600
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

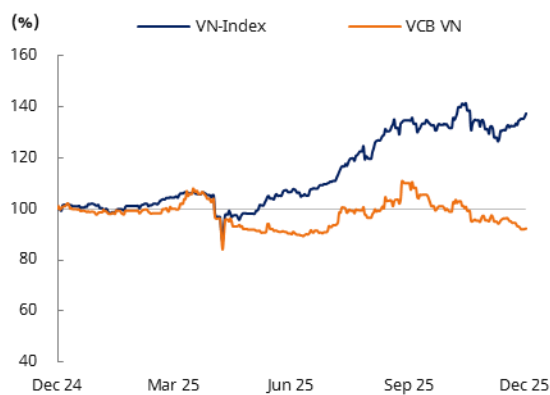
LNST (26F, tỷ đồng)	38,279
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	8.1
P/E (26F, x)	12.5

Vốn hóa (tỷ đồng)	481,287
SL cổ phiếu (triệu)	8,356
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	52,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	70,600

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.4	2.3	-8.6
Tương đối	-8.1	-25.6	-45.8

Điểm nhấn đầu tư

- Tín dụng tiếp tục mở rộng tích cực trong Q3/2025.** Sau 9T2025, tổng tín dụng ngân hàng tăng 12.3% sv.2024 (Q2/2025: +7.2%), tuy vẫn thấp hơn so với diễn biến ngành, nhưng xu hướng này không quá bất thường khi lợi nhuận của ngân hàng khá đa dạng. Cho 2025, tín dụng ngân hàng ước tăng 15.6% (+1.2%p so với dự phóng trước) lên khoảng 1.7 triệu tỷ, kỳ vọng giảm tốc mở rộng trong 2026 với 12.2%, không đổi so với dự phóng trước. Các động lực chính cho tăng trưởng tín dụng bao gồm nhóm KHCN và DN lớn với dự phóng tăng trưởng trong 2025/2026 lần lượt là 18%/14% và 15%/11%, với thực hiện trong 9T2025 (~14.5% và 11.3%). Chất lượng tài sản giảm không đáng kể, NPL và NPL mở rộng tăng lần lượt 3đcb và 6đcb lên 1.03% và 1.31%, kỳ vọng NPL duy trì mức 1% và dưới 0.98% cho 2025 và 2026. Tốc độ NIM thu hẹp giảm dần trong Q3 (-6đcb sv.Q2; Q2/25:-16đcb) với kỳ vọng hồi nhẹ 3đcb với hỗ trợ từ gia tăng tỷ trọng cho vay trung (4.3%, +0.2%p svck.) và dài hạn (34%, +1.3%p svck.) trong danh mục cho vay.
- Lợi nhuận tăng trưởng đều trong kỳ (Q3/2025: +5% svck.; 9T2025: +5.1%), nhờ linh động trong thu chi.** Đáng chú ý, NII tăng khá tích cực +8% trong Q3 svck. (9T2025: +2.3%, 2025F: +5.5%), trong khi NSI giảm 26.2% (9T2025: -38.2%; 2025F: -15.5%). NOI vẫn duy trì xu hướng tăng tốt với +23.7% svck. trong Q3 hay +58.6% 9T2025 (2025F: +36.2%), trong đó thu khác (hỗ trợ chính có thể từ nỗ lực thu hồi nợ xấu) tăng lần lượt 68% và 152.8%. Mặc dù, xu hướng tối ưu nhân sự của ngân hàng đang đi đúng kỳ vọng (9T2025: -2% sv.2024/-0.7% svck.), chi phí nhân sự vẫn tăng mạnh 10.3%/12.7% trong Q3/9T2025. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí CPHĐ cả năm tăng 2.7% sv. dự phóng trước. Ngược lại, nhờ chất lượng tài sản ổn định, CPDP giảm 30.2% trong 9T2025, dự chi khoảng 4.4 nghìn tỷ cho chi phí này trong năm 2025 (+31.6% svck., giảm 28.6% sv. dự phóng trước). Cho kỳ vọng lợi nhuận, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 1.7% LNTT mục tiêu cho năm 2025 xuống 44 nghìn tỷ và 2026 là 47.8 nghìn tỷ.
- Điểm nhấn đầu tư:** VCB là ngân hàng dẫn đầu trong ngành ở mặt chất lượng tài sản và độ ổn định cao trong hiệu quả hoạt động. Vì chiến lược hoạt động có phần cẩn trọng, NH có phần thiếu những triển vọng tăng trưởng tương quan với các NH trong cùng phân khúc trong mảng tín dụng. Tuy nhiên, VCB nhờ vậy, là một trong những NH có cơ cấu thu nhập rất đa dạng (ít phụ thuộc vào tín dụng) với trung bình khoảng 20% đến từ các nguồn thu ngoài lãi (~9% đến từ lợi nhuận giao dịch ngoại hối). Trong bối cảnh gia tăng bảo hộ thương mại, khởi mào bởi Mỹ, Việt Nam vẫn đang nỗ lực đa dạng nguồn khách hàng. Chúng tôi dự phóng VCB vẫn duy trì tăng trưởng từ nguồn này trong 2025/2026 với +25%/+16.2%. Nhìn chung, VCB vẫn có câu chuyện đầu tư ngắn hạn nhưng cũng là lựa chọn an toàn trong dài hạn. Hiện NH đang có KH phát hành riêng lẻ 6.5%. Tuy giá phát hành chưa cụ thể, tham chiếu từ lần phát hành 2019 - VCB được bán với giá khoảng 2.7x GTSS, cao hơn so với mức định giá thị trường hiện tại của ngân hàng 2.2x. Cho 2026, chúng tôi nâng định giá của VCB từ mức VNĐ69,600 lên mức VNĐ70,800. Rủi ro chính đối với VCB là khả năng sinh lời giảm (ROE và ROA) khiến giới đầu tư có thể đánh giá lại mặt bằng định giá của ngân hàng (hiện đang giao dịch với mức chênh lệch khá cao so với mặt bằng chung khoảng 1.5-1.7x).



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25E	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	53,246	53,621	55,406	58,637	66,826	77,149
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,836	14,103	13,173	14,818	13,631	15,373
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	37,359	41,244	42,236	44,211	47,812	58,326
LNST (tỷ đồng)	29,892	33,033	33,831	35,395	38,279	46,696
EPS (đồng)	6,316	5,910	6,053	4,236	4,581	5,588
ROE (%)	24.2	21.6	18.4	16.7	15.9	17.0
P/E (x)	10.7	10.1	11.4	13.6	12.5	10.3
P/B (x)	2.0	2.0	1.7	2.1	1.9	1.6
Giá trị sổ sách (đồng)	29,158	30,156	35,597	27,083	30,706	35,200
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,814,188	1,839,223	2,085,397	2,375,838	2,665,404	2,980,712
VCSH (tỷ đồng)	137,988	168,543	198,956	226,298	256,571	294,119

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Dẫn đầu ngành về tăng trưởng tín dụng

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,600
Thị giá (02/12/25)	23,550
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

LNST (26F, tỷ đồng)	29,090
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	6.2
P/E (26F, x)	5.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	189,695
SL cổ phiếu (triệu)	8,055
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	68.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,735
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.2	27.4	48.0
Tương đối	-4.9	-0.5	10.8

Điểm nhấn đầu tư

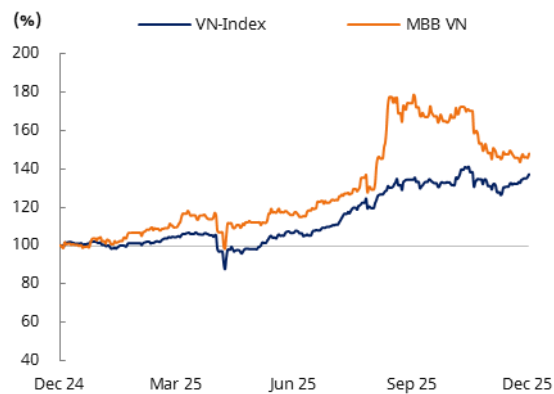
MBB ghi nhận KQKD 9T2025 tích cực với tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 48,165 tỷ đồng (+24% svck) và lợi nhuận trước thuế đạt 23,139 tỷ đồng (+11.6% svck). Tăng trưởng được thúc đẩy bởi mở rộng tín dụng mạnh mẽ và tăng thu nhập ngoài lãi, dù lợi nhuận phần nào bị ảnh hưởng bởi chi phí dự phòng tăng cao. Thu nhập lãi thuần (NII) tăng 23.5% svck lên 37,055 tỷ đồng, trong khi thu nhập phí thuần (NFI) tăng mạnh 40.5% svck lên 4,478 tỷ đồng. Trong cơ cấu NFI, bảo hiểm đóng góp 2,197 tỷ đồng (+50.9% svck), dịch vụ thanh toán 1,084 tỷ đồng (+27.8% svck), và môi giới 530 tỷ đồng (+374.6% svck), trong khi các dịch vụ khác giảm 38% svck còn 661 tỷ đồng. Tỷ lệ CIR giảm mạnh 234đcb svck xuống tỷ lệ 27.9%, phản ánh khả năng kiểm soát chi phí hiệu quả. Chi phí dự phòng tăng mạnh 82.2% svck lên 11,574 tỷ đồng; riêng Q3/2025, chi phí dự phòng của MB tăng 131.8% svck lên 3,801 tỷ đồng. TOI Q3/2025 đạt 15,596 tỷ đồng (+22.8% svck), với NII 12,991 tỷ đồng (+24.7% svck) và NFI 1,326 tỷ đồng (+50% svck), chủ yếu đến từ bảo hiểm và dịch vụ thanh toán.

Tăng trưởng tín dụng đạt 18.5% YTD lên 960 nghìn tỷ đồng, trong đó dư nợ cho vay tăng 20% YTD lên 931 nghìn tỷ đồng, khẳng định vị thế dẫn đầu ngành của MBB về mở rộng tín dụng. Tổng tài sản tăng 17.7% YTD lên 1,329 triệu tỷ đồng. Danh mục trái phiếu doanh nghiệp giảm 15.6% YTD xuống 28.2 nghìn tỷ đồng. Xét theo ngành, cho vay thương mại tăng 16% YTD (27.8% tổng dư nợ), sản xuất tăng 21.7% YTD (22.4%), và kinh doanh BĐS tăng mạnh 51.3% YTD lên 10.4%, phản ánh chiến lược tái gia nhập có chọn lọc vào lĩnh vực BĐS. Cho vay xây dựng và lưu trú – du lịch tăng lần lượt 20.4% và 13.4% YTD. Cho vay bán lẻ tăng 11.1% YTD, khiến tỷ trọng giảm còn 23.5% (từ 26.3%).

Chất lượng tài sản: Bất chấp tăng trưởng tín dụng mạnh, chất lượng tài sản vẫn cải thiện rõ rệt. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm còn 1.87% (-36đcb svck), nợ xấu mở rộng giảm còn 3.23% (-89đcb svck). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng nhẹ lên 79.2% (+10đcb svck).

NIM và CASA: Tiền gửi khách hàng tăng 10.3% YTD lên 788 nghìn tỷ đồng, chiếm 69% nguồn vốn chịu lãi. CASA đạt 292,000 tỷ đồng (37%; +50đcb svck, -90đcb QoQ), trong khi huy động giấy tờ có giá tăng 33% YTD lên 171 nghìn tỷ (15.1% nợ chịu lãi) với mức chi phí vốn cao hơn (lãi suất ~5.5%). NIM TTM giảm 20đcb svck do lợi suất tài sản giảm nhanh hơn chi phí vốn. Tuy nhiên, NIM tăng 9đcb QoQ trong Q3/2025, được hỗ trợ bởi mức phục hồi 19đcb của lợi suất tài sản, dù chi phí vốn tăng 16đcb.

Dự phóng 2026F: NII dự kiến đạt 55,840 tỷ (+15% svck); NFI 5,385 tỷ (+11.5% svck); LNNT 36,363 tỷ (+16.9% svck), với tăng trưởng tín dụng và ROE duy trì ổn định.



	FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		36,023	38,684	41,152	48,561	55,840	68,465
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		9,570	8,622	14,261	14,210	13,453	13,954
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		22,729	26,306	28,829	31,112	36,363	40,727
LNST (tỷ đồng)		17,483	20,677	22,634	24,889	29,090	32,580
EPS (đồng)		3,673	3,764	4,021	4,019	4,270	4,348
ROE (%)		24.6	23.5	21.2	19.8	19.8	18.7
P/E (x)		6.5	6.4	6.0	6.0	5.6	5.5
P/B (x)		1.4	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)		728,532	944,954	1,128,801	1,409,792	1,728,331	2,119,597
VCSH (tỷ đồng)		79,613	96,711	117,060	134,645	159,534	188,624
Giá trị sổ sách (đồng)		16,727	17,604	20,794	21,743	23,420	25,173

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Chờ đợi cơ hội

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	29,800
Thị giá (02/12/25)	23,950
Lợi nhuận kỳ vọng	24%

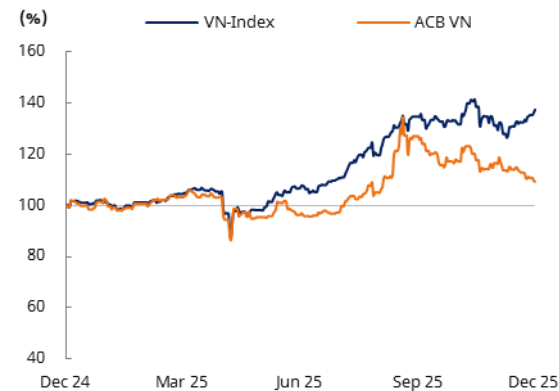
LNST (26F, tỷ đồng)	19,798
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	11.8
P/E (26F, x)	7.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	123,023
SL cổ phiếu (triệu)	5,137
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	92.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	29.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,043
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.1	14.0	9.5
Tương đối	-10.8	-13.9	-27.7

Điểm nhấn đầu tư

- ACB giữ được nhịp tăng trưởng tín dụng (TTTT) trong Q3/2025, +15.2% sv.2024, tuy có phần thấp so với nhiều NHTM lớn khác nhưng vẫn tích cực hơn mặt bằng chung (13.37%). Chúng tôi nâng TTTD mục tiêu từ mức 16% cho 2025 và 2026 lên mức 18.9% và 20%. Mức tăng 2026 có phần cao hơn trên kỳ vọng NH vẫn còn tiềm năng tăng trưởng với dư địa từ CAR cao (Q3/2025: vốn cấp 1 đạt 12.13%). Trong 9T2025, với áp lực cạnh tranh lãi suất nội nhóm và cầu tín dụng từ nhóm KHCN-phân khúc mục tiêu của ACB-còn kém (+10.9% sv.2024), NIM của ngân hàng đang bị ảnh hưởng mạnh (Q3/2025: 3.18%, -6đcb sv.Q2/-41đcb sv.2024), dù đã nỗ lực tối ưu hóa các chỉ số thanh khoản (LDR: tiệm cận trần với 83.5% và SFMLL: 23.5% sv. trần 30%). Chỉ số này kỳ vọng tiếp tục giảm nhẹ khoảng 2đcb cho 2025 sv. Q3 và hồi phục lên mức hơn 3.3% trên kỳ vọng gia tăng tỷ trọng danh mục KHCN trở lại (2024/25/26: 64.1% / 62.6% / 63.2%). Giá nhà tại các dự án tăng cao hạn chế khả năng tiếp cận của thị trường chung, nổi trội như giá sơ cấp căn hộ ở TP.HCM và HN tăng lần lượt 31% và 41% svck trong Q3/2025 (theo CBRE), khi các sản phẩm chào bán tiếp tục thuộc phân khúc cao cấp (phân khúc không phải thế mạnh của ACB). Năm 2026 được kỳ vọng chào đón các dự án giá cả phù hợp hơn khi các nhà điều hành đang muốn cải thiện vấn đề lệch pha này. Theo Bộ Xây Dựng, khoảng 20 nghìn căn NOXH hoàn thành trong 2024, ước hơn 200 nghìn căn hoàn thành trong 2025&26, trong khi các đô thị vệ tinh sau sát nhập cũng có nguồn cung dồi dào hơn (VD: TP.HCM Q3/2025 ~11,000 căn chào bán với 79.6% thuộc Bình Dương và BR-VT) với giá khoảng VND50tr/m², dễ tiếp cận hơn khoảng quanh VND100tr/m² tại trung tâm HCM & Hà Nội.
- Chất lượng tài sản của ACB tiếp tục cải thiện trong Q3/2025 khi NPL giảm dưới 1.1% từ 1.5% cuối 2024, tỷ lệ nợ dưới chuẩn giảm 16đcb sv.Q2 xuống 1.57% và LLR nâng lên 84% (+9.2%p sv.Q2). Việc Chính phủ định hướng không được thu giữ TSBD duy nhất cũng phần nào ảnh hưởng đến danh mục tín dụng của ACB với tỷ trọng cao của cho vay nhà phố (mua nhà ở). Cụ thể, định hướng NHTM phải hỗ trợ chỗ ở/công cụ lao động trong trường hợp xử lý tài sản thế chấp, có thể gia tăng nhẹ chi phí liên quan đến xử lý nợ xấu của ACB. Ngược lại, hành lang pháp lý và phương án xử lý rõ ràng sẽ hỗ trợ gia tốc quá trình xử lý nợ xấu, giúp NH sử dụng vốn huy động hiệu quả hơn. Với chất lượng tài sản đang dần cải thiện và chi phí tín dụng giảm, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ chi phí tín dụng giảm 3đcb cho 2025/2026, NPL kỳ vọng giảm 17đcb/8đcb cho 2025/2026 xuống 1.1%.
- LN có phần khởi sắc nhờ tiết giảm chi phí và đa dạng nguồn thu. Trong Q3, NII giảm 1.6% CK nhưng NSI và NOI tăng lần lượt 6.5% và 29.3%, trong khi CPHĐ và CPDP giảm 7.5% và 19.3%. 9T2025, LNTT +4.8% lên gần 16.1 nghìn tỷ, ước đạt 22.1/24.7 nghìn tỷ cho 2025/2026 (+1.3%/-1.9% sv. dự phóng trước). CPHĐ được tiết giảm đáng kể (CIR TTM Q3/2025: 31.9%), kỳ vọng giảm còn 31% cho 2025 và tăng lên 32% cho 2026 (-1%/+21% trong 2025/2026). CPDP ước tăng 20.6% trong 2025 và 43% cho 2026 khi thu nhập cải thiện tạo dư địa lành mạnh hóa bộ đệm an toàn.
- Duy trì chiến lược phát triển thận trọng và chất lượng tài sản tốt là điểm thu hút của ACB, tuy nhiên, tăng trưởng tương quan cả bảng cân đối chứng lại trong những năm gần đây làm suy giảm tiềm năng tăng giá. Theo đó, diễn biến giá CP ACB tăng thấp hơn so với các NH có khẩu vị rủi ro cao hơn. Tuy nhiên, ACB vẫn là cổ phiếu tiềm năng bên cạnh nhóm NHQD trong giai đoạn thị trường biến động nhờ nền tảng cơ bản tốt và hiệu quả hoạt động ổn định. Chúng tôi nâng giá mục tiêu của ACB lên mức 29,800VND cho 2026, với ROE mục tiêu trong dài hạn của ngân hàng đạt 18% cho phương pháp P/B mục tiêu (1.47x ~ GMT: VND28,300) và phương pháp thu nhập thặng dư (GMT: VND31,300).



	FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25E	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		23,534	24,960	27,795	28,597	34,778	41,340
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		5,257	7,787	5,720	6,267	5,800	6,516
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		17,114	20,068	21,006	22,118	24,736	29,197
LNST (tỷ đồng)		13,688	16,045	16,790	17,703	19,798	23,368
EPS (đồng)		4,053	4,131	3,759	3,428	3,834	4,525
ROE (%)		26.5	24.8	21.7	19.9	19.9	21.1
P/E (x)		6.2	6.0	7.9	8.7	7.8	6.6
P/B (x)		1.4	1.4	1.6	1.6	1.5	1.3
Giá trị sổ sách (đồng)		17,303	18,269	18,685	18,247	20,322	22,670
Tổng tài sản (tỷ đồng)		607,939	718,795	864,006	980,701	1,167,901	1,364,186
VCSH (tỷ đồng)		58,439	70,956	83,462	94,223	104,941	117,066

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



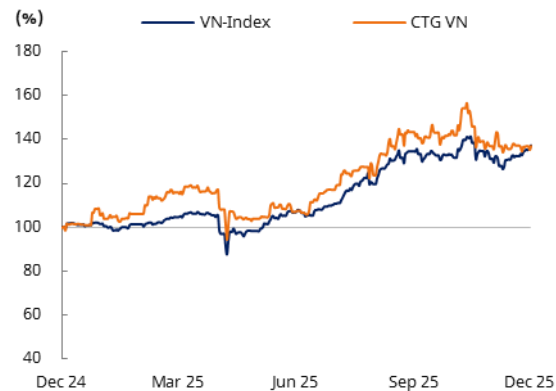
Thông thả về đích

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	57,400		
Thị giá (02/12/25)	49,050		
Lợi nhuận kỳ vọng	17%		
LNST (26F, tỷ đồng)	37,350		
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	37,143		
Tăng trưởng EPS (26F, %)	19.0		
P/E (26F, x)	7.0		
Vốn hóa (tỷ đồng)	263,398		
SL cổ phiếu (triệu)	5,370		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.5		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	25.5		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	33,800		
Cao nhất 52 tuần (VND)	56,500		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.1	27.2	36.8
Tương đối	-4.6	-0.7	-0.4

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng cao trong 9T2025 (+15.6% sv.2024) với triển vọng tiếp tục mở rộng trong 2025/2026 ở mức 19.4%/17.2% svck. Tăng trưởng của CTG trong 9T2025, không chỉ cao trong nhóm các NHQD mà còn khá cao so với các NHTM tư nhân lớn, thúc đẩy nhờ mảng bán lẻ (16% sv.2024), FDI (+21%), và khác (+52.9%). Gia tăng tỷ trọng danh mục KHCN (Q3/2025: 39.6%, 2025F: 39.9%) là giả định chính giúp NIM hồi phục về mức 2.73% cuối 2025 (+6đcb sv.Q3, -20đcb svck.). Nhằm đảm bảo vấn đề an toàn vốn cho tăng trưởng tín dụng trong ngắn và trung hạn, NHNN cũng đã phê duyệt phương án đầu tư bổ sung đối với CTG đầu Q4/2025 thông qua cho phép chia cổ tức bằng cổ phiếu từ nguồn lợi nhuận giữ lại. Cuối Q2/2025, vốn cấp 1 và tỷ lệ an toàn vốn của CTG lần lượt là 7.21% và 10.29%, hiện vẫn gần đạt chuẩn theo Thông tư 14/2025 (mức sàn năm 4 là 8.5% và 10.5%, chưa áp dụng), phản ánh việc CTG đang dần tiệm cận các tiêu chuẩn quy định.
- Chất lượng tài sản cải thiện mạnh mẽ hơn kỳ vọng. Trong 9T2025, các chỉ tiêu như NPL, NPL mở rộng, và bao phủ nợ xấu lần lượt đạt 1.09% (-13đcb sv.2024/-22đcb sv.Q2), 2.17% (-40đcb sv. 2024/-10đcb sv.Q2), và 176.5% (+41.7%p sv.Q2/+1.8%p sv.2024). Vì vậy chúng tôi điều chỉnh giảm NPL mục tiêu cho 2025 và 2026 lần lượt 26/20đcb xuống mức 1.1% và 1.2%. Tương tự, chi phí tín dụng cũng được điều chỉnh giảm 2đcb/19đcb. Tuy nhiên, chi phí dự phòng vẫn được kỳ vọng tăng trong 2025 (+1.1% sv. dự phóng trước) do gia tăng kỳ vọng tăng trưởng tín dụng lên mức 19.1% từ 15.6%.
- LNTT tăng trưởng vượt trội khi ghi nhận hơn 29.5 nghìn tỷ và hoàn thành 75.2% dự phóng năm (-1.3% sv. dự phóng trước) sau 9T2025, trong khi NHRL ghi nhận 27.5 nghìn tỷ và hoàn thành 84.6% KHKD năm. Mặc dù tăng tốc độ mở rộng tín dụng dự phóng khiến triển vọng NIM giảm sút (-6đcb/-24đcb trong 2025 và 2026), tuy nhiên, nhờ chi phí dự phòng ước tính giảm, LNTT kỳ vọng không thay đổi nhiều so với dự phóng trước điều chỉnh (lần lượt +1.3% và +0.2%). Các điều chỉnh khác trong cơ cấu thu nhập bao gồm NOI (+2.9%/-6%) và chi phí hoạt động (+1.1%).
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho ngân hàng từ mức 47,000 VNĐ/cp lên mức 57,400 VNĐ/cp sau khi dời mục tiêu sang cuối năm 2026. Mức định giá này tương đương với 1.46x GTSS dự phóng cho năm 2026, với giả định chính CTG sẽ tiếp tục được giữ lại lợi nhuận cho tăng trưởng tín dụng cao khoảng 14% trong trung hạn. Rủi ro chính của CTG đến từ CP tín dụng khi tỷ lệ này của NH dao động khá mạnh trong 5 năm trở lại đây với biên độ từ 0.6%-1.9%, có thể ảnh hưởng đến KQKD của ngân hàng trong giai đoạn khó khăn.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	47,930	52,957	62,403	68,332	78,707	87,931
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	16,650	17,591	19,506	18,801	15,983	16,740
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	21,113	24,990	31,764	39,274	46,802	52,349
LNST (tỷ đồng)	16,912	19,904	25,348	31,358	37,350	41,757
EPS (đồng)	3,519	3,706	4,720	5,840	6,955	7,776
ROE (%)	16.7	17.0	18.5	19.3	19.3	18.2
P/E (x)	13.8	13.1	10.3	8.3	7.0	6.2
P/B (x)	2.1	2.1	1.8	1.5	1.2	1.0
Giá trị sổ sách (đồng)	22,536	23,440	27,655	32,781	39,427	46,160
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,809,189	2,032,614	2,385,388	2,764,944	3,108,780	3,487,696
VCSH (tỷ đồng)	108,305	125,872	148,505	176,035	211,721	247,878

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Lợi nhuận hồi phục

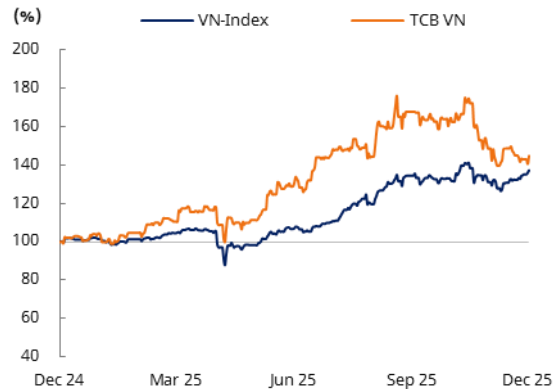
Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	40,400
Thị giá (02/12/25)	34,200
Lợi nhuận kỳ vọng	18%
LNST (26F, tỷ đồng)	30,387
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	30,866
Tăng trưởng EPS (26F, %)	26.0
P/E (26F, x)	8.8
Vốn hóa (tỷ đồng)	242,349
SL cổ phiếu (triệu)	7,086
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	77.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	42,500
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-2.6 10.0 44.6
Tương đối	-7.3 -18.0 7.4

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng tiếp tục tăng tốc trong Q3/2025, tăng 17.9% sv. 2024 và vượt trội hơn so với tăng trưởng ngành 13.4%. Trong đó, danh mục cho vay vẫn đóng vai trò dẫn dắt khi ghi nhận tăng trưởng 21.4% sv. 2024. Với tăng trưởng tín dụng vượt kỳ vọng, chúng tôi điều chỉnh tăng tín dụng mục tiêu 2025 lên 24.7% (từ 22.8%) và trên 20% trong trung hạn dựa trên mục tiêu tăng trưởng trung bình khoảng 20-25% của TCB. Các nhóm ngành được giải ngân vượt trội trong 9T2025 bao gồm kinh doanh BĐS (+23.5%), dịch vụ tài chính (+61.5%), bán buôn & bán lẻ (+23.7%), và đặc biệt là cho vay đòn bẩy (+61%) trong khi cho vay mua nhà vẫn còn khá khiêm tốn (+15.5% sv. 2024). Với kỳ vọng mùa cao điểm giao dịch BĐS rơi vào Q4 các năm (Q4/2024: +7.2% QoQ), mảng này sẽ trở thành động lực lớn cho tăng trưởng danh mục cũng như hỗ trợ triển vọng thu nhập từ lãi. NIM cũng thu hẹp đà giảm trong Q3/2025 (-12đcb sv. Q2/2025:-22đcb) với kỳ vọng hồi phục 10đcb QoQ trong Q4/2025, nhờ CASA tăng 2% QoQ lên 38.4% cuối Q3 (42.5% nếu bao gồm TK tự sinh lời). Chất lượng tài sản cải thiện ở tất cả các chỉ số, kỳ vọng tiếp tục phục hồi trong Q4/2025 nhờ môi trường lãi suất thấp và tăng trưởng tín dụng cao.
- LNTT tăng trưởng trở lại trong Q3/2025, tăng 14.4% svck với sự hồi phục đồng bộ từ các nguồn thu nhập như NII (+11.2%), NSI (+16.4%), và NOI (+133.4%). Trong đó, tích cực nhất là sự trở lại mạnh mẽ của thu nhập bảo hiểm (Q3/2025: +66%, 9T2025:+35% svck) và phí tư vấn phát hành (> +30%). Lũy kế 9T2025, LNTT đạt gần 23.4 nghìn tỷ, tuy chỉ tăng nhẹ 2.4% svck., nhưng cả năm ước tăng 13.1% khi Q4/2024 là quý lợi nhuận thấp của TCB vì phải chi trả phí liên quan đến chấm dứt hợp tác với Manulife.
- Triển vọng của TCB không có quá nhiều thay đổi trong những năm gần đây khi ngân hàng đi theo định hướng chiến lược phát triển theo hệ sinh thái khép kín nhưng có khá nhiều câu chuyện đầu tư. TCB duy trì được mức tăng trưởng tốt bằng cân đối từ sự hồi phục của thị trường BĐS, khi các dự án của đối tác chiến lược luôn có sức hấp thụ tốt nhờ vị trí cũng như truyền thông hiệu quả. Ngoài ra, TCB hiện đang đẩy mạnh mảng bảo hiểm với động thái tăng vốn tại cả phân khúc nhân thọ và phi nhân thọ, kỳ vọng sẽ sớm khởi động lại nguồn thu này nhằm đa dạng hóa thu nhập NSI (+63%/24% cho 2025/2026F). TCB cũng có kế hoạch tham gia thị trường tài sản số thông qua TCBS, tuy nhiên, sẽ chưa được lượng hóa do vẫn đang trong giai đoạn tiền triển khai. Về TCBS, thương vụ PHRL cuối cùng đã được thực hiện hóa. Về cơ bản, thương vụ này tuy chưa tìm thấy cổ đông chiến lược như kỳ vọng ban đầu của ban lãnh đạo, nhưng cũng gia tăng nhẹ GTSS của CP. Nhìn chung, thương vụ PHRL của TCBS không ảnh hưởng quá nhiều đến triển vọng tăng trưởng tín dụng của NH khi thanh khoản hay an toàn vốn không phải là vấn đề.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ giá mục tiêu cho TCB từ mức VNĐ40,000 lên mức VNĐ40,400. Mặc dù điều chỉnh giá mục tiêu sang cuối 2026, tuy nhiên chúng tôi áp dụng trở lại hai phương pháp là thu nhập thặng dư và P/B dài hạn, từ chỉ sử dụng P/B mục tiêu trong giai đoạn IPO của TCX nhằm nắm bắt cơ hội đầu tư ngắn hạn. Mức định giá mới hiện tương đương với P/B dự phóng 2026 khoảng 1.5x được cho là phù hợp hơn trong giai đoạn hiện tại.



	FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25E	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		30,290	27,691	35,508	38,060	47,282	55,723
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		10,612	12,370	11,482	13,365	13,392	14,529
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		25,568	22,888	27,538	30,395	39,038	46,616
LNST (tỷ đồng)		20,150	18,148	21,523	24,078	30,387	36,286
EPS (đồng)		5,729	5,152	3,046	3,403	4,288	5,113
ROE (%)		19.5	14.8	15.4	14.9	16.3	17.1
P/E (x)		6.6	7.4	12.4	11.1	8.8	7.4
P/B (x)		1.2	1.0	1.8	1.6	1.4	1.2
Giá trị sổ sách (đồng)		32,248	37,368	20,583	23,629	26,668	30,485
Tổng tài sản (tỷ đồng)		699,033	849,482	978,799	1,127,742	1,327,726	1,564,328
VCSH (tỷ đồng)		113,425	131,628	147,940	175,119	197,744	226,125

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Giai đoạn tăng trưởng mới

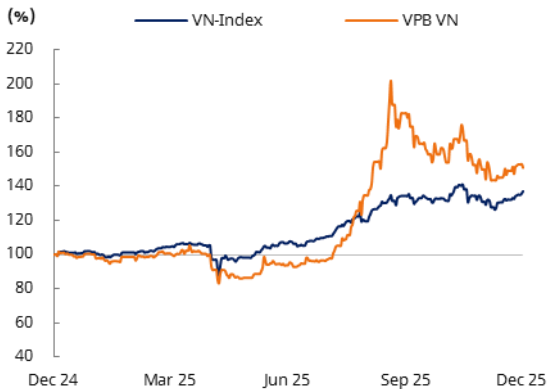
Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	31,700
Thị giá (02/12/25)	28,900
Lợi nhuận kỳ vọng	10%

LNST (26F, tỷ đồng)	27,881
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	23,346
Tăng trưởng EPS (26F, %)	21.4
P/E (26F, x)	9.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	229,290
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	91.8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,150
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,900
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	0.7 59.7 50.5
Tương đối	-4.0 31.7 13.3

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng bằng cân đối vượt kỳ vọng.** Với mức tăng trưởng tín dụng (TTTD) trong Q3/2025 của VPB đạt 28.6% sv. 2024, chúng tôi điều chỉnh tăng TTTD 2025 từ 30.6% lên 35.1%. Tuy nhiên, NII chỉ điều chỉnh tăng 0.8% khi cắt giảm NIM kỳ vọng 5bps trong môi trường lãi suất thấp. Với tiền đề mục tiêu TTTD cao 2024-2029 và mức độ hoàn thành vượt trội trong 2025, chúng tôi điều chỉnh TTTD 2026 lên 24.3% (từ 19.9%) và trung bình 23% trong trung hạn. Tuy nhiên, NIM trung hạn điều chỉnh giảm 5bps xuống 5.86% (Q3/2025: 5.62%, +8bps QoQ) trên giả định VPB sẽ cho vay thận trọng hơn trong giai đoạn sắp tới nhằm giảm thiểu biến động mạnh trong lợi nhuận liên quan đến chi phí dự phòng cao đi kèm với đó là triển vọng thị trường tín dụng tiêu dùng vẫn kém tích cực.
- Chất lượng tài sản tiếp đà hồi phục đi kèm với thu nhập từ các hoạt động cốt lõi dần tích cực.** Nợ xấu giảm ở cả tổng giá trị lẫn tỷ lệ, lần lượt là 4.4% QoQ và 46bps. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng dù tăng nhẹ 12bps nhưng đã giảm 3.3%p sv.Q4/2024, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu hồi phục lên trên mức 55%. Dự phóng tỷ lệ nợ xấu giảm còn 3.19% năm 2025 và 3.07% năm 2026, với chi phí tín dụng hạ còn 2.66-2.63%. Trong Q3, LNTT VPB ghi nhận mức tăng trưởng 77% svck nhờ NII (+23.9%), NSI (+108.4%), ghi nhận hồi phục tại mảng dịch vụ tư vấn và bảo hiểm), NOI (+52.5% nhờ hỗ trợ từ LN GDCK trong khi thu hồi nợ xấu đi ngang), và các chi phí tăng khá thấp. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng LNTT 2025/2026 là 12.9%/10.7%, ~ +47.3%/+21.7% svck, phản ánh TTTD kỳ vọng cao hơn, mảng dịch vụ hồi phục tích cực và tiết giảm các loại chi phí đặc biệt là chi phí tín dụng.
- Cổ phiếu có nhiều cơ hội và thách thức mặt bằng định giá từ các yếu tố cả trong và ngoài hoạt động cốt lõi.** Đầu tiên, với bộ đệm vốn chất lượng bên cạnh chủ trương sẽ sớm loại bỏ giới hạn TTTD từ phía nhà điều hành, VPB có khả năng theo đuổi mục tiêu TTTD cao mà không cần quá quan ngại an toàn vốn mới hay bị giới hạn trong việc chia cổ tức tiền mặt. Tuy nhiên, vẫn có khả năng LN không theo kịp (NIM điều chỉnh mạnh hay chi phí tín dụng không giảm như kỳ vọng). Khả năng bán thêm vốn cho CĐCL hay mở sở hữu khối ngoại lên 49% (NĐ 69/2025) ngoài mang lại tiềm năng huy động vốn, còn đi kèm khả năng định giá lại (với mức thoái vốn cuối 2023 ~ 1.8x GTSS). Việc IPO VPBS cũng là một trong những câu chuyện đầu tư của VPB, tuy không mang lại dòng tiền cho ngân hàng mẹ (phát hành thêm tối đa 25% VDL) nhưng cũng là một bước tiến đáng ghi nhận của hệ sinh thái tài chính VPB. Số tiền huy động được dự kiến sẽ sử dụng cho mảng tự doanh và cho vay ký quỹ với phân khúc tập trung là thị trường vốn. VPBS cũng đặt kế hoạch tăng trưởng 50%/năm 2025-2030. Ngoài ra, các dự án mới như CAEX (tài sản số) và bảo hiểm nhân thọ hứa hẹn mở rộng nguồn thu. NH Kỷ Nguyên Thịnh Vượng (GPB) – sáp nhập bắt buộc – đã có lợi nhuận dương từ T6/2025, KH LNTT 500 tỷ 2025, có thể đóng góp thêm vào hệ sinh thái sau khi tái cấu trúc hoặc tạo lợi nhuận bất thường khi thoái vốn. Tuy nhiên, với việc một ngân hàng có thu nhập tương đối từ thu hồi nợ xấu thì những thay đổi về mặt chính sách có thể gia tăng chi phí xử lý nợ cũng như khả năng thu hồi nợ. Rủi ro chính là dư nợ cao đối với nhóm xây dựng, KD BĐS, và đặc biệt là dịch vụ lưu trú ăn uống tăng mạnh gần đây với tổng tỷ trọng 35.2% danh mục cho vay có thể chịu ảnh hưởng mạnh từ những bất ổn khó được dự báo từ nền kinh tế vĩ mô hay những thay đổi trong chính sách đặc biệt là đối với mảng bất động sản, chưa bao gồm một phần dư nợ cho vay mua nhà (13.2% danh mục) cũng có thể liên quan đến phân khúc này.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25E	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	41,021	38,175	49,080	58,918	72,947	86,846
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	16,776	11,569	13,175	15,132	16,704	17,042
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	21,220	10,987	20,013	29,487	35,876	44,790
LNST (tỷ đồng)	18,168	10,053	15,779	22,952	27,881	34,752
EPS (đồng)	2,706	1,267	1,989	2,893	3,514	4,380
ROE (%)	19.1	8.3	11.0	14.8	16.2	17.7
P/E (x)	12.0	25.7	16.4	11.3	9.3	7.4
P/B (x)	2.2	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3
Giá trị sổ sách (đồng)	14,490	16,980	17,886	19,721	22,165	25,457
Tổng tài sản (tỷ đồng)	631,013	817,700	923,848	1,166,610	1,383,469	1,634,993
VCSH (tỷ đồng)	103,502	139,947	147,275	162,374	182,479	209,566

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Xử lý tài sản KCN Phong Phú tạo bộ đệm

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	58,800
Thị giá (02/12/25)	49,400
Lợi nhuận kỳ vọng	19%

LNST (26F, tỷ đồng)	14,231
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	16.9
P/E (26F, x)	7.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	93,130
SL cổ phiếu (triệu)	1,885
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	96.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	14.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	32,150
Cao nhất 52 tuần (VND)	61,300

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-11.0	19.5	49.2
Tương đối	-15.7	-8.5	12.0

Điểm nhấn đầu tư

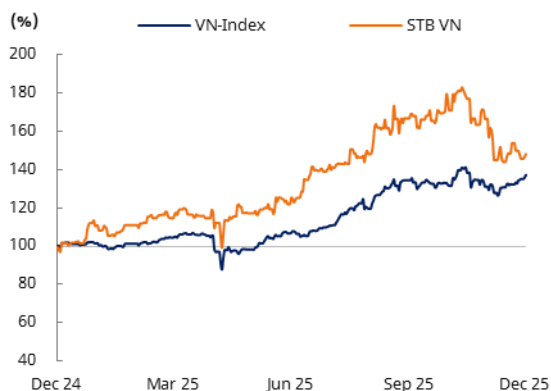
Hiệu quả hoạt động cải thiện trong 9T2025: Sacombank (STB) ghi nhận dư nợ cho vay đạt 591 nghìn tỷ đồng (+9% YTD) và huy động khách hàng đạt 641 nghìn tỷ đồng (+9.5% YTD). Tăng trưởng tín dụng và huy động diễn ra cân bằng, cho thấy ngân hàng không gặp áp lực thanh khoản và còn dư địa để mở rộng cho vay. Lợi nhuận trước thuế đạt 10,988 tỷ đồng (+35.8% svck), hoàn thành 75% kế hoạch năm 2025 (14,650 tỷ đồng). Tổng thu nhập hoạt động (TOI) tăng 14.5% svck lên 24,362 tỷ đồng, trong khi chi phí hoạt động chỉ tăng nhẹ 3.6% svck lên 11,222 tỷ đồng, giúp tỷ lệ CIR giảm còn 46% (-4.9%p svck).

Tăng trưởng tín dụng vững chắc: Tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt 16% trong năm 2025 (2024: 11.7%; 9T2025: 12.4% YTD), nhờ phục hồi ở các lĩnh vực bất động sản, bán buôn và sản xuất. Biên lãi ròng (NIM) dự kiến duy trì quanh mức 3.7%. Trong 9T2025, thu nhập dịch vụ thuần tăng lên 2,320 tỷ đồng (+15% svck).

Chất lượng tài sản suy giảm: Tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức 2.7% (+28đcb svck; +29đcb QoQ) trong 9T2025, cho thấy áp lực xử lý nợ vẫn hiện hữu. Nợ cần chú ý (nhóm 2) tăng lên 1.6% (+90đcb QoQ) trong Q3/2025, trong khi nợ nhóm 5 chiếm 1.9% tổng dư nợ, tăng nhẹ 20đcb CK. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) cải thiện lên 93% (+17đcb QoQ).

Giải quyết nợ KCN Phong Phú: Sacombank ghi nhận phần lớn khoản thu từ bán nợ Phong Phú trong Q3/2025, với thu nhập lãi khoảng 2,000 tỷ đồng, đồng thời hoàn nhập gần 3,600 tỷ đồng dự phòng nhờ xử lý thành công các khoản nợ đã chuyển cho VAMC. Khoản nợ này bắt nguồn từ Ngân hàng Phương Nam giai đoạn 2011–2012, thế chấp bằng quyền sử dụng đất KCN Phong Phú (Bình Chánh, TP.HCM).

Dự phóng FY26: Đà tăng trưởng bằng cân đối dự kiến duy trì ổn định, với tăng trưởng tài sản +14.8% svck và tăng trưởng tiền gửi +15.2% svck. Chúng tôi kỳ vọng NII đạt 34,708 tỷ đồng (+16.9% svck), được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng +14.6% svck và NIM 4.03% (+15bps svck), dẫn dắt bởi mảng bất động sản và cho vay thương mại. NFI dự phóng đạt 3,669 tỷ đồng (+8.9% svck) nhờ sự hồi phục dần của mảng bảo hiểm; NOI đạt 1,296 tỷ đồng (+12.9% svck). Với việc tiếp tục giảm nhân sự và siết chặt chi phí, CIR được kỳ vọng cải thiện về 44.4% (-1.8%p svck). Chi phí dự phòng vẫn ở mức cao, tăng lên 4,120 tỷ đồng (+35.1% svck). Tổng kết, LNST dự phóng tăng 17% CK trong 2026. Kỳ vọng thị trường đối với CP SBT trong năm 2026 sẽ phụ thuộc đáng kể vào việc NHNN phê duyệt phương án bán 32.5% cổ phần—yếu tố cuối cùng mở khóa hoàn toàn quá trình tái cơ cấu của STB. Nếu được phê duyệt, STB có thể thu hồi 11–13 nghìn tỷ đồng (gồm 6 nghìn tỷ gốc và khoảng 6 nghìn tỷ tiền lãi).



	FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		26,141	22,072	24,532	29,679	34,708	38,323
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		8,994	4,101	4,145	4,518	4,965	5,876
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		6,339	9,595	12,720	15,352	17,946	20,620
LNST (tỷ đồng)		2,447	7,719	10,087	12,175	14,231	16,352
EPS (đồng)		13.8	3,747	4,896	5,910	6,908	7,937
ROE (%)		20.4	18.3	20.0	19.9	19.1	18.2
P/E (x)		2.7	13.3	10.2	8.3	7.1	6.2
P/B (x)		2.7	2.3	1.9	1.5	1.2	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)		591,908	674,390	748,095	866,211	994,387	1,141,440
VCSH (tỷ đồng)		38,627	45,734	54,972	67,285	81,516	97,868
Giá trị sổ sách (đồng)		18,750	22,199	26,683	32,660	39,568	47,505

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research



Tái cấu trúc tiếp diễn

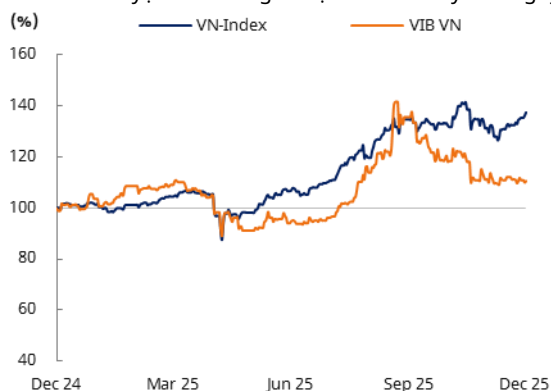
Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	21,500
Thị giá (02/12/25)	18,450
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

LNST (26F, tỷ đồng)	10,151
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	10,682
Tăng trưởng EPS (26F, %)	25.5
P/E (26F, x)	6.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	62,804
SL cổ phiếu (triệu)	3,404
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	63.6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,298
Cao nhất 52 tuần (VND)	24,800
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-0.5 16.9 11.6
Tương đối	-5.3 -11.1 -25.7

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng bảng cân đối cần trọng hơn.** 9T2025, TTS của VIB đạt 543.6 nghìn tỷ (+10.2% sv.2024), chủ yếu nhờ tín dụng tăng 15%. Chúng tôi duy trì tăng trưởng mục tiêu cho 2025 tại mức hơn 20% và gần 22% cho 2026. Các phân khúc ghi nhận tăng trưởng tín dụng cao trong kỳ bao gồm KD BĐS +62.4% sv.Q2, DVTC +15%, và xây dựng +10.1%. Ngược lại, danh mục KHCN gần như đi ngang (-0.1% sv.Q2/-1.1% sv.2024), khiến tỷ trọng nhóm này giảm về 62% cuối Q3 (2024: 72.1%) hay 71.6% nếu bao gồm HKD. Tỷ trọng của nhóm khách hàng này kỳ vọng giảm xuống dưới 70%/65% cho 2025 và 2026, khi ngân hàng đa dạng hóa danh mục theo hướng tăng trưởng cân bằng hơn.
- Nguồn thu nhập từ tín dụng vẫn chịu áp lực từ môi trường lãi suất thấp trong khi từ dịch vụ dần hồi phục.** NIM của ngân hàng giảm sâu từ đầu Q1/23 do chất lượng tài sản cũng như tái định hướng phát triển danh mục, nhưng dần cho dấu hiệu ổn định trong các quý gần đây (Q3/2025: 3.41%, -8đcb sv.Q2/ -47đcb sv.2024), ước chỉ giảm nhẹ 2đcb trong quý cuối năm và hồi phục lên mức gần 3.6% cho 2026, vùng trung bình với các NH trong cùng phân khúc. Đáng lưu ý, theo VIB, dù CASA bao gồm TK siêu lợi suất tăng mạnh 39% sv đầu năm (tương đương tỷ lệ CASA ~17.4%, CASA thuần ~15.4%, -1.4%p sv.Q2), chi phí huy động từ kênh tiền gửi vẫn tăng 23đcb, cho thấy chi phí huy động nhìn chung vẫn tương đối cao so với tiền gửi không kỳ hạn. Về thu từ các dịch vụ, VIB ghi nhận doanh thu thuần tăng 20.6% svck. nhờ thu nhập từ dịch vụ thanh toán tăng 14.7% và phí bảo hiểm +2.6x trong Q3/2025. Nguồn này kỳ vọng đóng góp khoảng 1.8/2 nghìn tỷ cho ngân hàng trong 2025/2026F.
- Điểm nhấn đầu tư chính của VIB xoay quanh câu chuyện tái định hướng danh mục và chất lượng tài sản, tác động lên các khía cạnh như thu nhập lãi, chi phí tín dụng cũng như thu hồi nợ xấu và CPHĐ.** NPL tiếp tục cải thiện, giảm xuống mức 3.32% cuối Q3 (-24đcb sv.Q2), vẫn tương đối cao so với mặt bằng chung và cần một khoản thời gian để "bình thường hóa" sau giai đoạn mở rộng tín dụng phân khúc có lợi suất cao đi kèm rủi ro. Tuy nhiên, dư địa từ các nguồn thu nhập cốt lõi không tốt như kỳ vọng khiến tốc độ cải thiện có phần chậm, NPL mục tiêu cho 2025/2026 bị điều chỉnh tăng 15đcb/13đcb lên mức 3.1% và 2.9%. Tỷ lệ LLR có phần cải thiện (39.4%, +2.2%p sv.Q2), nhưng vẫn thấp so với lịch sử và các NH cùng phân khúc (50-80%). Trong Q3, VIB trích lập khoảng 1.2 nghìn tỷ (+0.2% svck.) cho thấy CPDP khá thấp so với kỳ vọng, vì vậy chi phí này điều chỉnh giảm 26.1% cho cả 2025, ước đạt 3.9 nghìn tỷ (Q4/2025F: 1.7 nghìn tỷ) và 2026 duy trì ở 5.8 nghìn tỷ khi thu nhập có nhiều dư địa hơn. Việc tái cơ cấu danh mục, giảm phụ thuộc KHCN và đẩy mạnh tự động hóa giúp nhu cầu nhân sự giảm 9.3% sv.2024, dự phóng hỗ trợ CIR xuống 34.5% và 30.2% trong 2025–2026. Thu hồi nợ xấu dự kiến tăng mạnh 18%/46% trong 2025–2026 nhờ cải thiện môi trường kinh tế và hành chính.
- Định giá đã đưa về vùng hợp lý, nâng giá mục tiêu sau khi dời kỳ vọng sang năm 2026.** Chúng tôi duy trì 2 phương pháp định giá là thu nhập thặng dư và P/B dài hạn cho ngân hàng, với giá mục tiêu mới là VNĐ21,500 (tăng từ 18,800), tương đương mức P/B dự phóng 1.2x tuy thấp hơn trung bình lịch sử của ngân hàng nhưng tương đương với mức trung bình 5 năm của các ngân hàng trong cùng phân khúc. Mức định giá này tương đối hợp lý khi tăng trưởng lợi nhuận đã không còn những bước nhảy vọt như giai đoạn trước (LNST 2025/26: +12.1%/25.7%) và VIB cũng còn nhiều khía cạnh cần cải thiện trước khi hướng tới các mốc định giá cao hơn. Trong ngắn hạn, VIB cũng đang thiêu câu chuyện đầu tư ngắn hạn như niêm yết công ty con/thoái vốn.



(%)	VN-Index	VIB VN	FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25E	12/26F	12/27F
			Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,963	18,484	16,750	17,432	21,599	25,845
			Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,095	3,676	3,819	3,906	4,865	4,241
			Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	10,581	10,704	9,004	10,093	12,687	14,423
			LNST (tỷ đồng)	8,469	8,563	7,204	8,076	10,151	11,540
			EPS (đồng)	4,018	3,376	2,418	2,372	2,978	3,380
			ROE (%)	29.7	24.3	18.1	17.6	18.5	17.9
			P/E (x)	4.7	5.6	7.8	8.0	6.3	5.6
			P/B (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.1	0.9
			Giá trị sổ sách (đồng)	15,492	14,956	14,052	14,623	17,519	20,305
			Tổng tài sản (tỷ đồng)	342,799	409,881	493,158	588,152	683,153	786,590
			VCSH (tỷ đồng)	32,651	37,940	41,862	49,776	59,724	69,326

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CNTT – Xu hướng mở rộng trung tâm dữ liệu

Những yếu tố cấu trúc thúc đẩy ngành

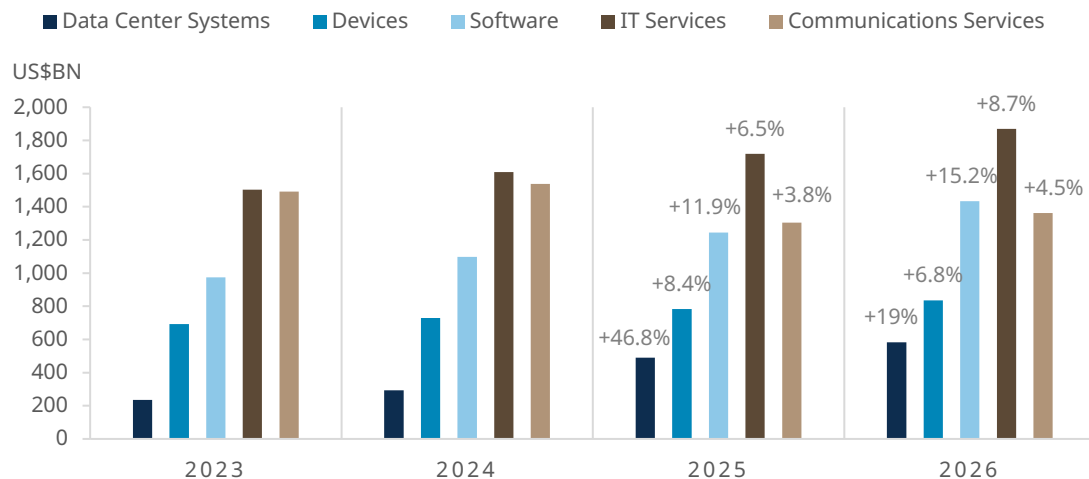
Triển vọng hạ tầng CNTT và số toàn cầu 2025–2027

- Bước vào giai đoạn 2025–2027, chu kỳ CNTT và hạ tầng số toàn cầu đang chuyển sang pha tăng tốc mới. Theo Gartner, chi tiêu CNTT thế giới năm 2025 dự phóng đạt 5.5 nghìn tỷ US\$ (+10% svck), mức cao nhất trong ba năm gần đây, được dẫn dắt bởi nhu cầu AI, cloud, an ninh mạng và hạ tầng dữ liệu.
- Riêng chi tiêu đầu tư phân khúc hệ thống trung tâm dữ liệu tăng mạnh 46–47% trong 2025 và dự kiến 19% trong 2026, phản ánh nhu cầu AI training/inference và mô hình tính toán mật độ cao. Tuy nhiên, Gartner đánh giá năm 2026 có thể xuất hiện hiện tượng “bong bóng kỳ vọng AI” nếu nhu cầu thực tế về hạ tầng tính toán chưa đạt được kỳ vọng.

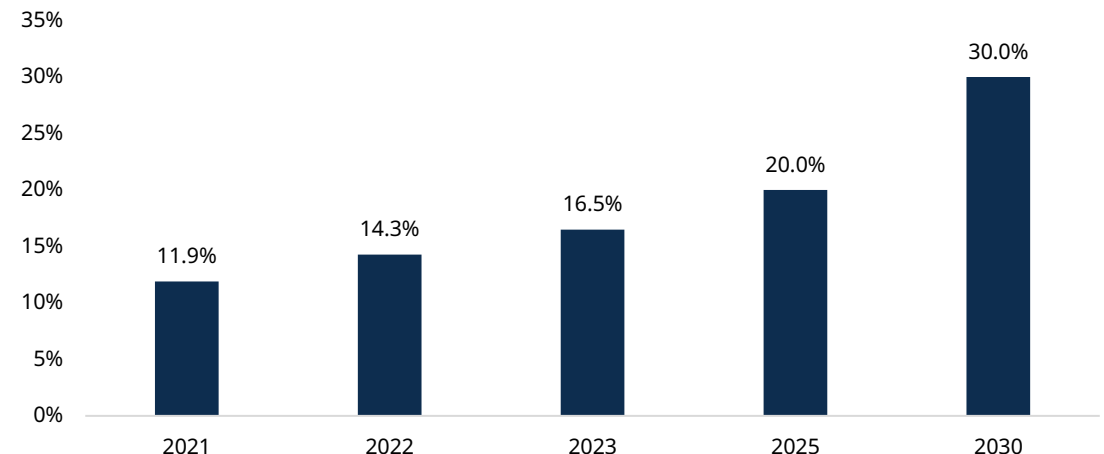
Làn sóng tái cấu trúc ngành

- Tái cấu trúc chuỗi cung ứng CNTT tăng tốc khi Mỹ, EU và Nhật dự báo thiếu hụt 70–85 triệu lao động ICT đến 2030 (OECD), buộc doanh nghiệp tìm thị trường có chi phí cạnh tranh và khả năng mở rộng nhân lực.
- Việt Nam nổi lên nhờ chi phí kỹ sư thấp hơn 20–30%, lực lượng ICT tăng 8–10%/năm và năng lực quản trị dự án ngày càng tiệm cận chuẩn quốc tế. Theo Bộ GD&ĐT, mỗi năm Việt Nam đào tạo khoảng 70,000–80,000 sinh viên CNTT, trong đó các nội dung AI, khoa học dữ liệu, an ninh mạng và điện toán đám mây đã được tích hợp vào chương trình chính quy của nhiều trường. Song song, các tập đoàn như FPT, Viettel, VNPT cùng các doanh nghiệp nước ngoài (Samsung, Intel) triển khai hệ thống đào tạo nội bộ.
- Khung pháp lý dữ liệu được hoàn thiện thông qua Luật Bảo vệ Dữ liệu Cá nhân, Luật Viễn thông sửa đổi và các quy định an ninh mạng, thúc đẩy nhu cầu cloud, trung tâm dữ liệu và bảo mật. Quy hoạch Hạ tầng TT&TT 2021–2030 ưu tiên triển khai 5G, mở rộng cáp biển và phát triển các cụm trung tâm dữ liệu tại Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng và Bình Dương.

Dự báo chi tiêu CNTT toàn cầu của Gartner



Mục tiêu kinh tế số Việt Nam: đạt 20% GDP vào năm 2025, 30% đến 2030



Nguồn: Gartner, Mirae Asset Vietnam Research

CNTT – Xu hướng mở rộng trung tâm dữ liệu (tt.)

Việt Nam đang trở thành điểm đến về hạ tầng và nguồn lao động kỹ thuật

Hạ tầng số & Trung tâm dữ liệu

- Việc Singapore bắt đầu hạn chế cấp phép trung tâm dữ liệu mới do thiếu nguồn điện, khiến nguồn cung trung tâm dữ liệu trong khu vực bị ảnh hưởng. Điều này khiến các workload AI và hạ tầng cloud phải tìm điểm đặt mới với chi phí hợp lý hơn.
- Nhờ giá điện ổn định hơn, quỹ đất lớn và chi phí vận hành thấp, Việt Nam trở thành lựa chọn thay thế phù hợp. Các cụm trung tâm dữ liệu tại Hà Nội, TP.HCM, Bình Dương cũ và Đà Nẵng cũng đang mở rộng theo chuẩn Tier III+, thu hút các nhà vận hành quốc tế như NTT Global Data Center (NĐT trung tâm dữ liệu lớn thứ ba thế giới với hệ thống hơn 160 TTDL).
- Trong nước, Viettel IDC hiện dẫn đầu với quy mô 11,500 rack, 87 MW và 81,000 m² tại 14 trung tâm dữ liệu; FPT có 7,000 rack, trong đó HCM02 đóng góp 3,600 rack; CMC Telecom sở hữu khoảng 3,000 rack, với 1,200 rack tại DC Tân Thuận.

Tầm nhìn ngành công nghiệp bán dẫn

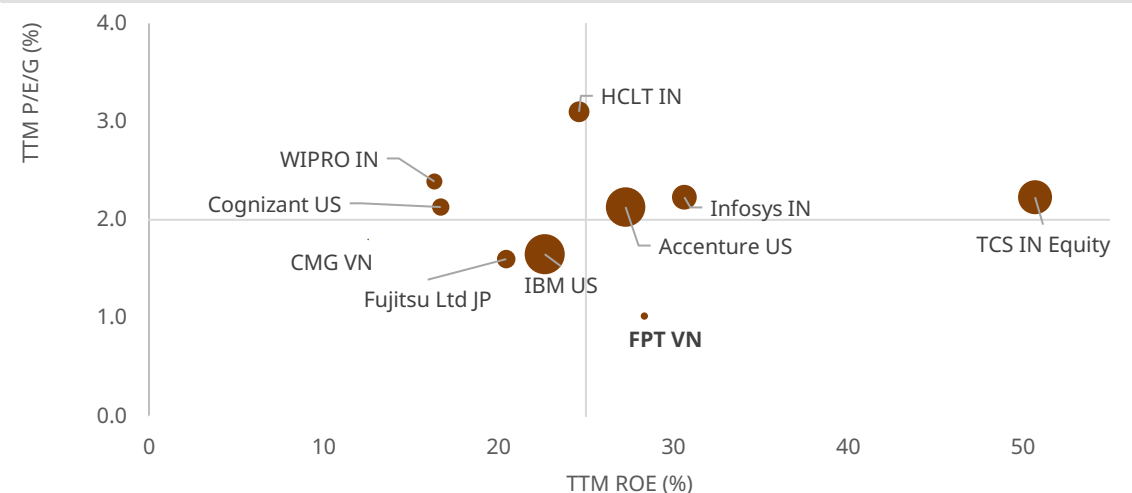
- Quyết định số 1018/QĐ-TTg ngày 21/9/2024 – ban hành Chiến lược phát triển công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030 và tầm nhìn 2050. Nghị định số 88/2025/NĐ-CP được Chính phủ ban hành ngày 13/4/2025 quy định chi tiết hỗ trợ tài chính cho DN, trong đó nhà nước dự chi tối đa 12,800 tỷ đồng để xây dựng nhà máy chế tạo chip phục vụ R&D, thiết kế, đóng gói và kiểm thử; hỗ trợ tối đa 30% vốn đầu tư (không quá 10,000 tỷ đồng) cho các dự án hoàn thành trước 31/12/2030.
- Tại SemiExpo Vietnam T11/2025, Viettel công bố chiến lược bán dẫn xoay quanh ba trọng tâm: (1) xây dựng nhà máy chip công nghệ cao để hình thành hệ sinh thái và hỗ trợ mục tiêu quốc gia về 100 doanh nghiệp thiết kế – 15,000 kỹ sư, (2) phát triển chip 5G-6G, AI, IoT theo mô hình “thiết kế gắn với sản xuất” nhằm rút ngắn chu kỳ thương mại hóa, (3) xây dựng đội ngũ nhân lực với mục tiêu 1,000 kỹ sư thiết kế và 300 kỹ sư sản xuất, đồng thời mở rộng đào tạo cho toàn ngành thông qua đầu tư phòng thí nghiệm và chương trình liên kết.

Các dự án trung tâm dữ liệu (2024–2026)

Khởi công	Dự án	Địa điểm	Điện tải (MW)	Số lượng rack	Diện tích	Vốn đầu tư	Nhà đầu tư
2024	NTT GDC HCMC1	HCMC Hi-Tech Park, Thu Duc	6–7.5	~1,200	3,100 m ²	~US\$56mn	NTT, QD.Tek
2025	Viettel Tân Phú Trung Hyperscale	Cu Chi, HCMC	140	~10,000	~4 ha	N/A	Viettel
	Viettel An Khánh DC	Hoai Duc, Hanoi	60	N/A	~1.9 ha	VND17,500bn (~US\$700mn)	Viettel
	IDC Đà Nẵng DC	Da Nang Hi-Tech Park	N/A	~1,000	~2 ha	~VND800bn	IDC
2026	IPTP AIDC DeCenter	Da Nang Hi-Tech Park	>=10	~1,000	10,000 m ²	~US\$200mn	IPTP Networks

Nguồn: NTT, Viettel, Mirae Asset Vietnam Research

Định giá P/E/G của các doanh nghiệp CNTT toàn cầu



Doanh thu kỷ trước có dấu hiệu hồi phục

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	117,700
Thị giá (02/12/25)	96,600
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

LNST (26F, tỷ đồng)	10,722
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	17
P/E (26F, x)	16

Vốn hóa (tỷ đồng)	164,559		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,704		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	89.5		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	38.8		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	85,043		
Cao nhất 52 tuần (VND)	135,652		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-7.0	-4.9	-21.9
Tương đối	-11.7	-32.8	-59.1

Điểm nhấn đầu tư

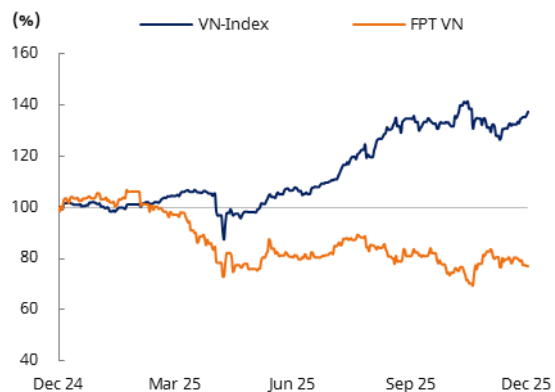
FPT điều chỉnh kế hoạch cơ sở năm 2025 xuống tăng trưởng doanh thu 15% và lợi nhuận 18-19% (so với 20%/21% tại ĐHCĐ). Lũy kế 10T2025, doanh thu đạt 55,897 tỷ đồng (+10% CK) và LNNT 10,805 tỷ đồng (+17.1% CK), biên LNNT 19.3% (10T24: 18.2%). Mảng Công nghệ dẫn dắt với doanh thu 34,795 tỷ đồng (+11% CK) và LNNT 4,855 tỷ đồng (+11% CK), biên LNNT 14%. Ban lãnh đạo cho biết dịch vụ CNTT nước ngoài bị ảnh hưởng do yếu tố thuế quan và giảm hợp đồng nhỏ khi khách hàng chuyển sang giải pháp AI. Hợp đồng ký mới đạt 33,385 tỷ đồng (+21.5% CK) trong 10T2025 (9T2025: 14.4%), cho thấy đà phục hồi rõ nét.

FPT lên kế hoạch xây dựng nhà máy kiểm thử chip đầu tiên tại Việt Nam, đặt tại Đà Nẵng, bao gồm các công đoạn cắt wafer, đóng gói, lắp ráp và kiểm thử (theo Nikkei Asia). Hiện FPT chỉ thiết kế chip và thuê gia công ở nước ngoài. Đà Nẵng được chọn nhờ nguồn nhân lực dồi dào - 19 trường đại học với 100,000 sinh viên - và hệ sinh thái bán dẫn đang phát triển với sự hiện diện của Synopsys và Marvell.

Mảng Viễn thông khánh thành Trung tâm dữ liệu FPT Fornix 02: 10T2025 ghi nhận doanh thu 15,928 tỷ đồng (+11% CK) và LNNT 3,599 tỷ đồng (+20.8% CK), biên LNNT 22.6% (10T2024: 20.8%). Doanh thu Internet băng rộng tăng 10.8% CK. Ngày 20/8/2025, FPT chính thức đưa vào vận hành trung tâm dữ liệu Fornix 02 tại Quận 9, bổ sung 3,600 tủ rack vào công suất hiện hữu 3,400 tủ. Hiện FPT vận hành 4 trung tâm dữ liệu tại Hà Nội (HN01, HN02) và TP.HCM (HCM01, HCM02) với khoảng 7,000 tủ rack.

Mảng Giáo dục & Đầu tư ra mắt khu phức hợp Huế 20,000 sinh viên: Doanh thu 10T2025 đạt 5,173 tỷ đồng (+18% CK) và LNNT 2,351 tỷ đồng (+25.6% CK), biên LNNT 45% (10T2024: 36.8%). Năng lực đào tạo sẽ tăng mạnh khi tổ hợp Huế hoạt động từ 2026. FPT cũng khởi công Trường FPT Vinh (2,800 học sinh, K-12), dự kiến vận hành 2026-2027.

Dự phóng 2025-2026: Chúng tôi dự phóng doanh thu 2025 tăng 13.4% svck và LNNT tăng 17.1%, thấp hơn mức trung bình 20% giai đoạn 2020-2024 nhưng vẫn vượt trội so với ngành. Năm 2026, dự kiến doanh thu đạt 82,701 tỷ đồng (+16.1%), trong đó Công nghệ tăng 17.4%, Viễn thông 13.5%, Giáo dục 15%. Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 10,722 tỷ đồng (+17.3%), thể hiện tiềm năng tăng trưởng ổn định và bền vững.



	FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)		44,010	52,618	62,849	71,254	82,701	96,721
LNHĐ (tỷ đồng)		6,795	8,452	10,508	11,043	12,844	15,320
Biên LNHĐ (%)		15.4	16.1	16.7	15.5	15.5	15.8
EBITDA (tỷ đồng)		8,628	10,738	13,044	13,443	15,939	18,747
LNST (tỷ đồng)		5,310	6,465	7,857	9,142	10,722	12,621
EPS (VND)		4,420	4,648	4,877	4,937	5,790	6,816
ROE (%)		27.2	28.1	28.7	28.0	27.7	27.5
P/E (x)		20.8	19.7	18.8	18.7	16.0	13.6
P/B (x)		5.2	5.1	5.0	4.8	4.1	3.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)		51,650	60,283	72,000	82,355	93,114	106,281
VCSH (tỷ đồng)		21,046	24,974	29,794	35,441	42,064	49,859

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Cho thuê hạ tầng duy trì động lực

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	103,000
Thị giá (02/12/25)	87,000
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNST (26F, tỷ đồng)	688
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	14
P/E (26F, x)	15.5

Vốn hóa (tỷ đồng)	9,952
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	29.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	136,300

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-5.4	-4.5	-26.8
Tương đối	-10.2	-32.4	-64.0

Điểm nhấn đầu tư

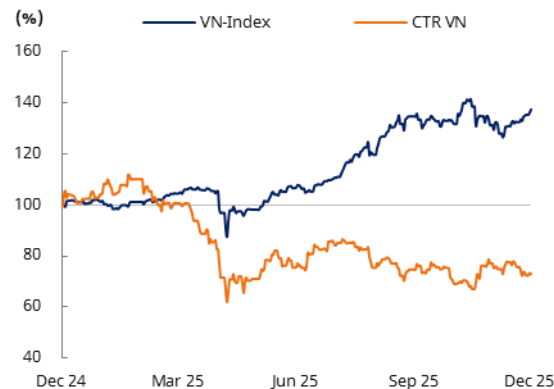
KQKD 10T2025: CTR ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 11,314 tỷ đồng (+9% CK) và lợi nhuận trước thuế (LNST) đạt 608 tỷ đồng (+12% CK). Doanh thu từ khách hàng liên quan tới Viettel tăng 12% CK, đạt 7,128 tỷ đồng, chiếm 63% tổng doanh thu. CTR đã hoàn thành 81% kế hoạch doanh thu (13,968 tỷ đồng) và 84% kế hoạch LNST (721 tỷ đồng).

- Mảng cho thuê hạ tầng đóng góp 6% tổng doanh thu và ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất, đạt 708 tỷ đồng (+40% CK).
- Mảng vận hành khai thác (VHKT) tiếp tục đóng góp doanh thu lớn nhất, 45% tổng doanh thu, với mức tăng nhẹ 1% CK, đạt 5,126 tỷ đồng.
- Doanh thu xây dựng đạt 3,806 tỷ đồng (+12% CK), chiếm 34% tổng doanh thu.
- Giải pháp CNTT tích hợp ghi nhận doanh thu 1,621 tỷ đồng, tăng 17% CK.

Dự phóng FY26: Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 của CTR đạt 15,141 tỷ đồng (+10% CK) và lợi nhuận sau thuế tăng 14% CK, lên 688 tỷ đồng. Các giả định chính bao gồm:

- Mảng xây dựng dự kiến tăng 14% CK, được hỗ trợ bởi đầu tư hạ tầng 5G gia tăng. Trong khi đó, mảng VHKT chỉ tăng nhẹ 3% CK.
- Doanh thu mảng giải pháp CNTT dự kiến tăng 10% CK, được thúc đẩy bởi tăng trưởng mạnh từ năng lượng mặt trời.
- Mảng cho thuê hạ tầng tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh nhất ở mức 40% CK, với biên lợi nhuận gộp ước đạt 25%.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi điều chỉnh các giả định định giá như sau: hệ số P/E trung bình 5 năm (theo Bloomberg) được điều chỉnh giảm từ 18.9x xuống 18.5x, hệ số Beta giảm từ 1.26 xuống 1.18, và lãi suất phi rủi ro của Mỹ giảm từ 4.7% xuống 3.9%. Dựa trên những cập nhật này, chúng tôi nâng khuyến nghị từ **Nắm Giữ** lên **Tăng Tỷ Trọng** và tăng giá mục tiêu từ 100,200 đồng lên 103,000 đồng/cổ phiếu.

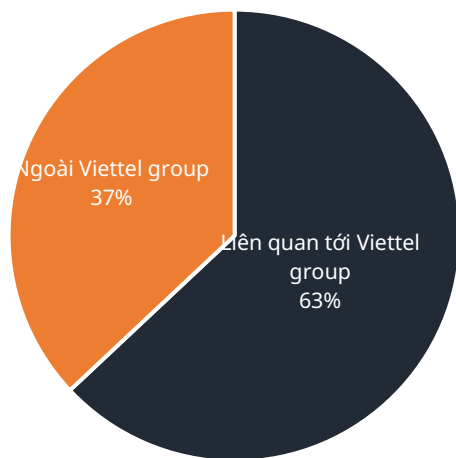


FY (31/12)	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	11,370	12,610	13,794	15,141	16,653
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	654	716	757	841	936
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	5.8%	5.7%	5.5%	5.6%	5.6%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	525	538	604	688	782
EPS (VND)	4,510	4,705	5,281	6,012	6,840
ROE (%)	28.6%	27.9%	29.8%	28.7%	27.5%
P/E (x)	23.9x	21.3x	17.6x	15.5x	13.6x
P/B (x)	6.5x	7.7x	5.4x	4.5x	3.8x
Tổng tài sản (tỷ VND)	6,991	7,106	8,567	9,121	9,628
VCSH (tỷ VND)	1,997	1,865	2,192	2,596	3,087

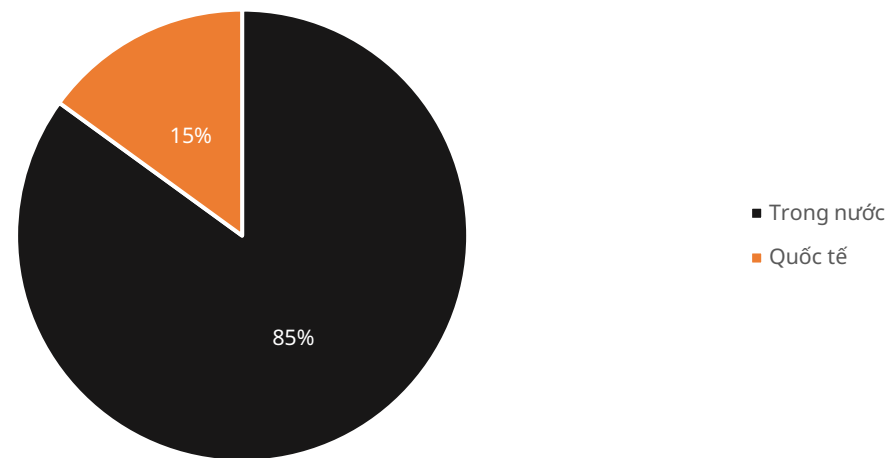
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel (HOSE: CTR)

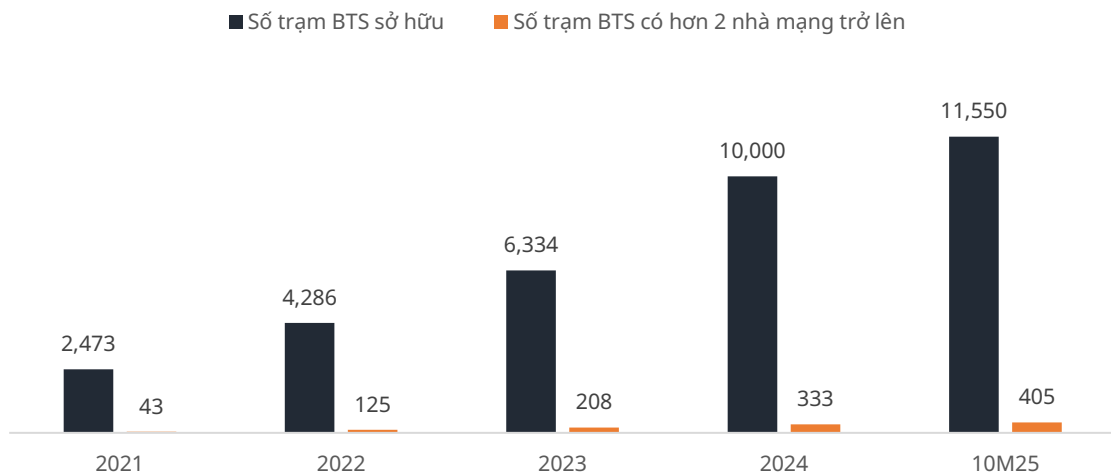
Doanh thu theo khách hàng trong 10T2025



Doanh thu theo vị trí địa lý 10T2025

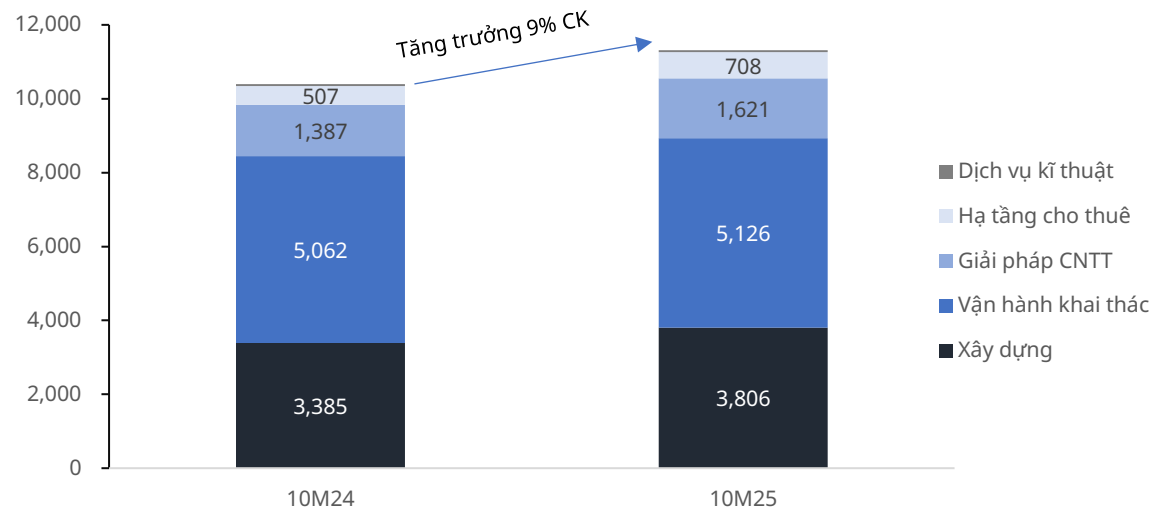


Số lượng trạm BTS sở hữu



Nguồn: CTR, Mirae Asset Vietnam Research

Doanh thu theo mảng kinh doanh 10T2025 (tỷ đồng)



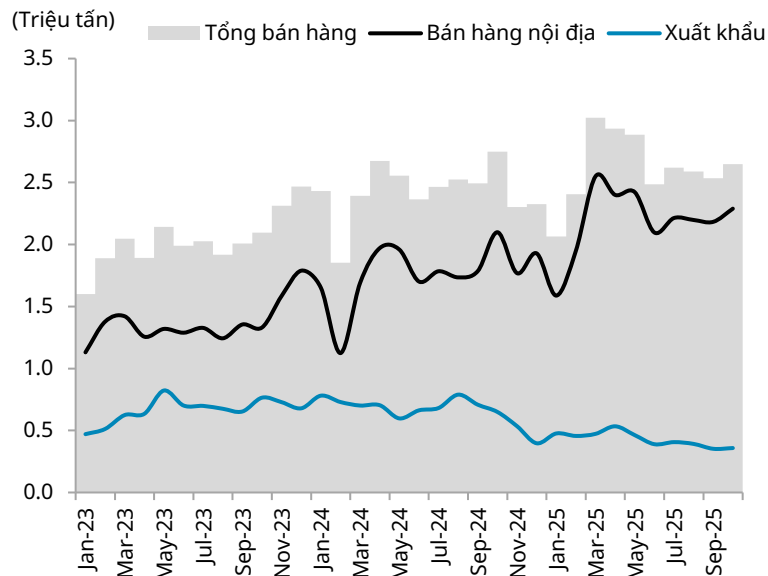
Thép - Nhu cầu nội địa dẫn dắt tăng trưởng

Áp lực xuất khẩu tiếp diễn; Nhu cầu nội địa cho tín hiệu tăng trưởng

Toàn ngành vẫn duy trì tăng trưởng dù xuất khẩu giảm 38.6% CK trong 10T2025. Nhờ tiêu thụ nội địa tăng mạnh (+25.1% CK), tổng sản lượng bán hàng thép của các doanh nghiệp trong nước vẫn tăng 6.9% CK lên 26.2 triệu tấn. Tỷ trọng bán hàng trong nước hiện chiếm 83.5% tổng tiêu thụ, so với mức 72.8% trong 2024.

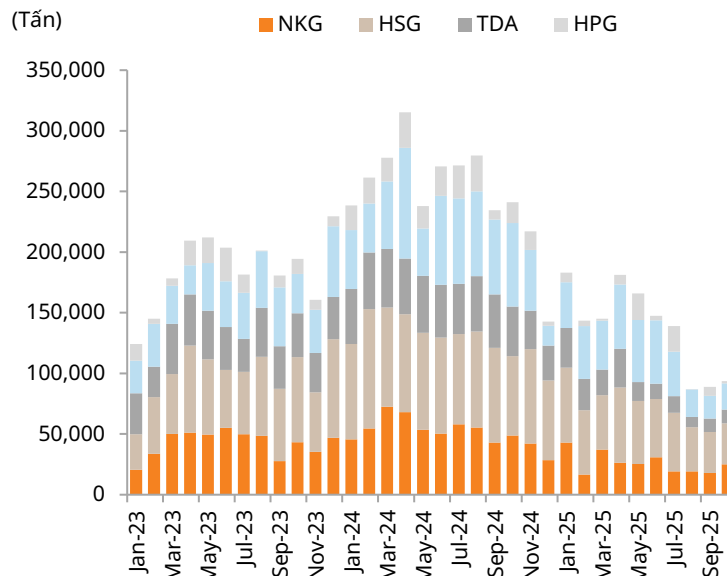
- **HPG ghi nhận sản lượng 10T2025 tăng 20.5% CK** lên 9.5 triệu tấn. HRC là động lực tăng trưởng chính (4 triệu tấn, +64.4% CK; chiếm 42% tổng sản lượng) nhờ công suất mới và tác động của các biện pháp bảo hộ giúp doanh nghiệp lấy lại thị phần từ hàng nhập khẩu. Sản lượng thép xây dựng duy trì ổn định (3.9 triệu tấn, +3% CK; chiếm 41% tổng sản lượng). Ngược lại, tôn mạ (4% cơ cấu sản lượng) giảm 10.8% CK do nhu cầu xuất khẩu yếu.
- **Tổng sản lượng toàn ngành tôn mạ giảm 12.5% CK** khi mức tăng của tiêu thụ nội địa (2.7 triệu tấn, +32.2% CK) không đủ bù đắp xuất khẩu giảm mạnh (-47.2% CK; 1.4 triệu tấn). Xét theo từng doanh nghiệp, sản lượng giảm lần lượt 10%/20%/13% tại NKG/HSG/GDA. Tuy nhiên, điểm sáng đến từ việc các doanh nghiệp đã bắt đầu thích nghi với xu hướng giảm xuất khẩu và xoay trục hiệu quả sang thị trường nội địa. Xét về tăng trưởng nội địa, NKG ghi nhận mức tăng bán hàng trong nước mạnh nhất (426 nghìn tấn, +97% CK), theo sau là GDA (456 nghìn tấn, +53% CK) và HSG (600 nghìn tấn; +11% CK).

Sản lượng bán hàng thép các DN thành viên VSA

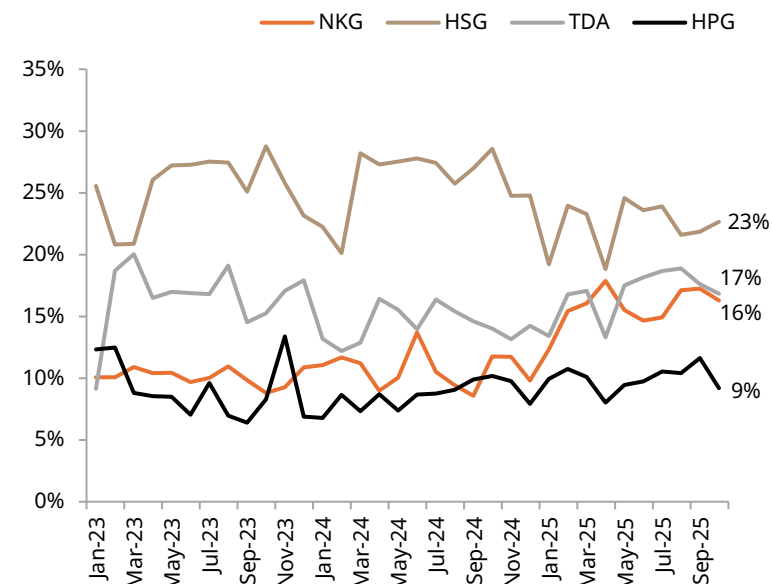


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, VSA, Mirae Asset Research

Xu hướng xuất khẩu tôn mạ các DN nội địa



Thị phần tôn mạ nội địa



Thép - Nhu cầu nội địa dẫn dắt tăng trưởng (tt.)

Giá thép giảm trong Q4 do nhu cầu xây dựng yếu

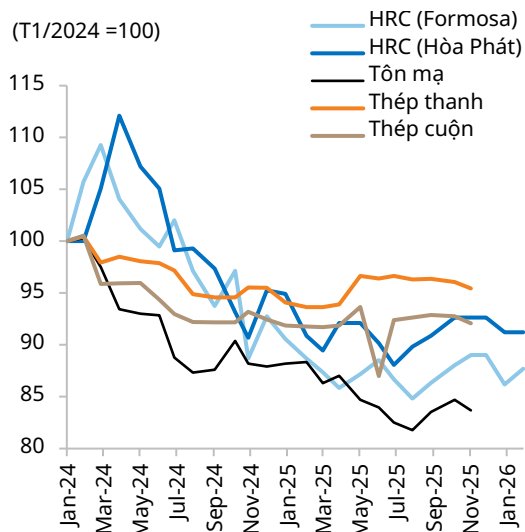
Chúng tôi ghi nhận một số yếu tố đang gây sức ép lên giá thép. Thời tiết cực đoan tiếp tục gián đoạn hoạt động xây dựng và bán hàng thép trong khi các doanh nghiệp hạ nguồn đang chủ động giữ tồn kho ở mức thấp trước sự điều chỉnh tăng giá HRC của Hòa Phát và Formosa đối với hợp đồng tương lai giai đoạn tháng 1 đến tháng 2 năm 2026.

Giá nhìn chung diễn biến kém tích cực trong 2025 với HRC, thép tấm và thép xây dựng lần lượt giảm 5.5%, 4.8% và 1% tính từ đầu năm đến tháng 11. Một số yếu tố ngắn hạn như thời tiết, nguồn cung tăng tạm thời khi công suất mới đi vào hoạt động và mùa Tết cận kề có thể tiếp tục tạo áp lực đến hết Q1/2026. Dù vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng mặt bằng giá sẽ bước vào nhịp tăng ổn định hơn trong thời gian tới. Động lực đến từ nhu cầu cơ bản vẫn vững và tác động của các biện pháp phòng vệ thương mại đã bắt đầu củng cố sự độc lập của nguồn cung nội địa.

Trong kịch bản giá thép phục hồi, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp còn nhiều dư địa cải thiện trong 2026F. Điều này dựa trên kỳ vọng về (1) nhu cầu nội địa vẫn tiếp tục đi lên nhờ đầu tư công và thị trường xây dựng dân dụng phục hồi; (2) gia tăng sản lượng từ nhà máy công suất mới giúp tối ưu chi phí và cải thiện giá bán nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn; bên cạnh đó, (3) xu hướng giá HRC ổn định hơn sẽ giảm rủi ro biến động tồn kho và giúp biên lợi nhuận ổn định.

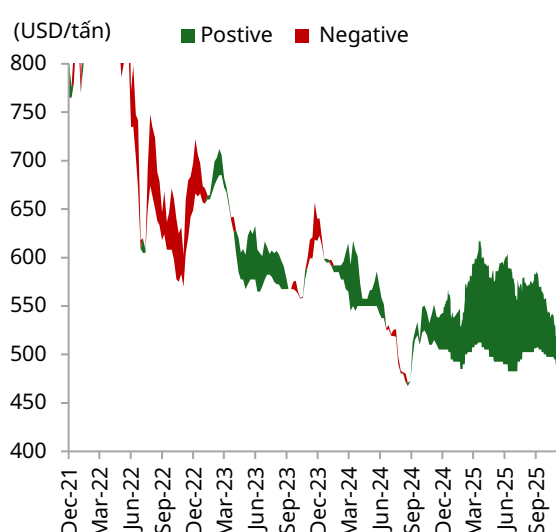
- HPG là bên hưởng lợi chính từ chu kỳ phục hồi trong nước, trong bối cảnh định giá đã điều chỉnh giảm dù nền tảng cơ bản vẫn tương đối vững chắc.
- Các mã CP phù hợp cho hoạt động trading là NKG và HSG, khi FY26 được kỳ vọng bắt đầu hưởng lợi từ mức nền thấp. Chúng tôi cũng lưu ý rằng giá HRC tăng có thể kích hoạt hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, qua đó mang lại phần hỗ trợ bổ sung cho lợi nhuận báo cáo.

Xu hướng giá các mặt hàng thép

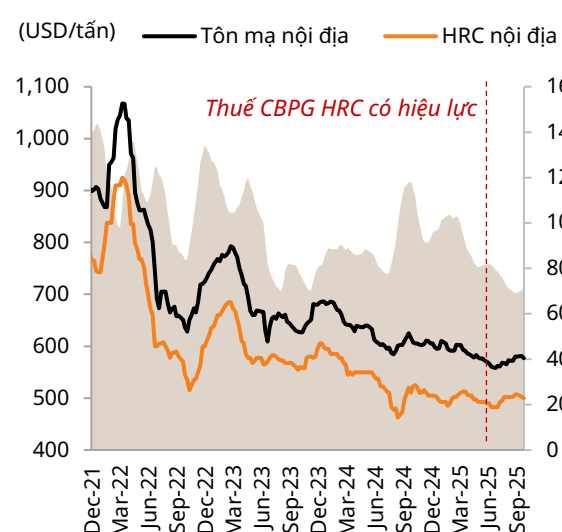


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, VSA, Mirae Asset Research

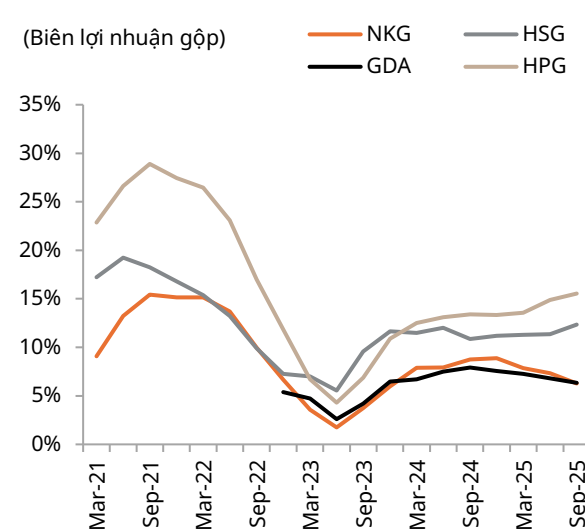
Chênh lệch giá HRC và nguyên liệu



Chênh lệch giá tôn mạ và HRC



Tỷ suất lợi nhuận các DN thép



Vững vàng trong mùa thấp điểm

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	35,750
Thị giá (02/12/25)	26,500
Lợi nhuận kỳ vọng	35%

LNST (26F, tỷ đồng)	21,287
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	39.9
P/E (26F, x)	9.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	203,400
SL cổ phiếu (triệu)	7,675
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	59.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	19.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	30,850

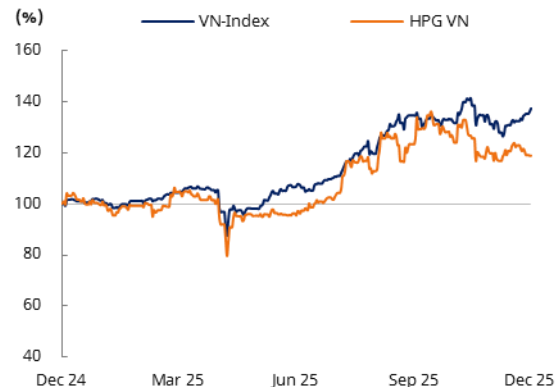
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.2	32.2	24.9
Tương đối	0.4	-2.5	-6.4

Điểm nhấn đầu tư

HPG công bố KQKD Q3 với doanh thu đạt 36.4 nghìn tỷ đồng (+7% CK, +1% QoQ). LNST đạt 4,012 tỷ đồng (+32% CK, -6% QoQ), thấp hơn kỳ vọng thị trường (4,500-4,700 tỷ đồng).

- Mảng thép:** Diễn biến hoạt động tương đối sát cập nhật gần đây của chúng tôi. Giá bán bình quân phục hồi lên 12.6 triệu đồng/tấn (+12.5% QoQ), giúp bù đắp phần nào mức giảm 10% QoQ về sản lượng tiêu thụ trong mùa thấp điểm. Biên lợi nhuận hoạt động thu hẹp còn 11% (so với 12% trong Q2/2025) do chi phí nguyên liệu tăng nhanh hơn mức điều chỉnh giá bán. Theo đó doanh thu/LNHH mảng thép tăng 8%/38% so với cùng kỳ nhưng gần như đi ngang +1%/-8% so với Q2/2025.
- Các mảng phụ:** Mảng nông nghiệp ghi nhận doanh thu giảm 9% QoQ với biên lợi nhuận hoạt động thu hẹp về 19% sv. mức 26% của Q2/2025 do giá heo hơi giảm sâu trong kỳ, trong khi mảng BĐS ghi nhận doanh thu gấp đôi Q2. Tính chung, mảng thép tiếp tục đóng góp chính với 93%/81% tỷ trọng doanh thu/LNHH, tương đương các quý gần đây.
- Các khoản mục đáng chú ý:** **Giá trị tài sản dở dang** giảm còn 39 nghìn tỷ đồng (-33 nghìn tỷ QoQ), trong khi nguyên giá TSCĐ tăng lên 151 nghìn tỷ đồng (+41 nghìn tỷ QoQ), cho thấy HPG đã bắt đầu ghi nhận tài sản và doanh thu liên quan đến GD1 của DQ2. Chi phí khấu hao tăng 22% QoQ (+1,750 tỷ đồng), mức bình quân đạt 65 triệu đồng/tấn (+35% QoQ). **Tồn kho bình quân** duy trì ở mức cao (142 ngày) đảm bảo cho HĐ sản xuất liên tục trong giai đoạn mở rộng công suất. **Chi phí tài chính ròng giảm 25% QoQ**, còn 361 tỷ đồng, chủ yếu nhờ hoạch toán doanh thu từ chênh lệch tỷ giá và lãi tiền gửi (số dư tiền gửi duy trì trên 9,000 tỷ đồng).
- Dự phóng:** Chúng tôi duy trì dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng Q4/2025 đạt lần lượt 45.7 nghìn tỷ đồng (+26% QoQ, +33% CK) và 3.9 nghìn tỷ đồng (đi ngang QoQ, +39% CK), qua đó nâng tăng trưởng cả năm 2025 lên 12% về doanh thu và 27% về lợi nhuận ròng. Bước sang 2026, dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ tăng tương ứng 25% và 40%, nhờ đóng góp toàn phần từ hai tổ hợp Dung Quất và biên lợi nhuận hoạt động cải thiện, phù hợp với môi trường giá thép ổn định và phục hồi theo nhu cầu thị trường.

Định giá: Duy trì GMT ở mức 35,750 đồng/cp, tương ứng 2.1x P/B theo cập nhật gần nhất. Sau KQKD Q3/2025, HPG đang giao dịch quanh mức 1.6x P/B sv. trung vị 5 năm là 1.9x.



FY (31/12)	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	141,409	118,953	138,855	155,643	194,872	220,617
LNHH (tỷ đồng)	13,078	9,669	14,615	20,148	29,560	33,920
Biên LNHH (%)	9.2	8.1	10.5	12.9	15.2	15.4
LNRR (tỷ đồng)	8,484	6,835	12,020	15,218	21,287	25,860
EPS (VND)	1,452	1,169	1,879	1,983	2,774	3,370
ROE (%)	9.04	6.84	11.1	12.4	15.3	16.5
P/E (x)	18.5	24.1	14.3	13.6	9.7	8.0
P/B (x)	1.6	1.5	1.5	1.6	1.4	1.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	170,336	187,783	224,490	243,678	256,955	268,885
VCSH (tỷ đồng)	96,113	102,836	114,355	129,866	147,955	166,140

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Bất động sản – Ưu tiên nhóm dẫn đầu

Cập nhật thị trường

- **Giao dịch:** Theo Bộ Xây dựng, tổng số giao dịch trong 9T2025 đạt 430,769 căn, gần như tương đương cùng kỳ năm trước. Tại Hà Nội, lượng căn hộ sơ cấp bán được tăng nhẹ 4% CK, còn phân khúc nhà thấp tầng tăng mạnh 47% CK. Ở TP. HCM, thị trường ghi nhận mức cải thiện rõ hơn, với giao dịch căn hộ và nhà đất tăng lần lượt 13% CK và 36% CK.
- **Giá bán:** Giá sơ cấp tiếp tục đi lên do nguồn cung mở bán mới chủ yếu thuộc phân khúc cao cấp, cùng với tác động từ việc điều chỉnh địa giới hành chính và đầu tư xây dựng hạ tầng giúp tăng khả năng kết nối dự án vào khu vực trung tâm. Tại Hà Nội, giá trung bình đạt 91 triệu đồng/m², tăng 26% từ đầu năm và 16% so với quý 2. Tại TP. HCM, mức giá trung bình là 87 triệu đồng/m², tương ứng tăng 14% từ đầu năm và 6% so với quý 2.
- **Nguồn cung mới:** CBRE dự báo TP. HCM sẽ có lượng sản phẩm mở bán mạnh trong quý 4/2025, với khoảng 6,000 căn hộ mới – gấp đôi mức trung bình giai đoạn 2021 đến quý 2/2025. Nguồn cung nhà thấp tầng dự kiến đạt khoảng 3,500 căn, cao hơn rất nhiều so với mức trung bình 140 căn trước đó. Dự phóng giai đoạn 2026/27 nguồn cung căn hộ HCM sẽ tăng 14%/15% CK, cao hơn Khu vực Hà Nội (dự kiến tăng trưởng 4%/9% trong 2026/27).
- **KQKD 9T2025:** Hầu hết các doanh nghiệp lớn như DXG, PDR, NLG và KDH đều có lợi nhuận ròng tăng so với cùng kỳ. Kết quả này chủ yếu đến từ việc tiếp tục bàn giao các dự án đã mở bán trong những năm trước. Tuy vậy, một số doanh nghiệp còn ghi nhận thêm lợi nhuận từ các hoạt động thu nhập bất thường như chuyển nhượng dự án, thoái vốn, hoặc lợi nhuận đến từ các mảng không cốt lõi như tư vấn xây dựng.
- **Triển vọng:** Quý 4/2025 là giai đoạn cao điểm mở bán trong năm nên thị trường dự kiến sẽ trở nên nhộn nhịp hơn, đặc biệt tại khu vực phía Nam. Nhu cầu có thể được hỗ trợ bởi dòng tiền dịch chuyển sau khi giá nhà ở Hà Nội tăng mạnh 36% CK trong năm 2024. Trong quý này, nhiều dự án lớn sẽ ra mắt, bao gồm Green Paradise và Làng Vân của VHM; Gladia của KDH; The Prive của DXG; cùng các dự án Mizuki Park, Southgate, Cần Thơ và Izumi City của NLG. Nhìn chung, các doanh nghiệp đã chuẩn bị sẵn nguồn hàng mở bán trong giai đoạn cuối năm nhiều khả năng sẽ hưởng lợi từ diễn biến thị trường tích cực trong năm như thanh khoản cải thiện và giá bán tăng.

Kết quả kinh doanh và triển vọng các doanh nghiệp niêm yết

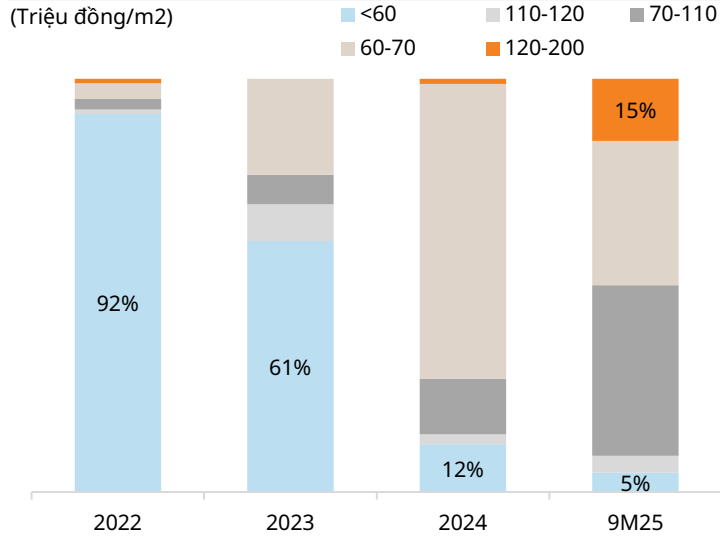
Biến động lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp niêm yết trong 9T2025

tỷ đồng	Q3/2025	Sv. Q2	%CK	9T2025	%CK	%Kế hoạch	Ghi chú
HDC	538	9.3x	41.1x	609	9.4x	144%	Thoái vốn Đại Dương và bàn giao một số ít tồn kho dự án cũ
KDH	236	18.5%	235.1%	557	35.0%	56%	Bàn giao tại Privia và Gladia (mở bán mới trong năm)
DXG	93	14.1%	202.3%	223	134.5%	60%	Bàn Giao Gem Sky World và thu nhập từ môi giới BĐS
NLG	146	46.9%	Có lãi trở lại	354	21.85x	50%	Bàn giao nhiều dự án mở bán năm ngoái, dự kiến thoái vốn Izumi trong Q4
PDR	86	32.2%	67.4%	201	31.1%	28%	Phí tư vấn, thoái vốn Kỳ Đồng (Q3) và dự kiến Quy Nhơn Iconic (Q4)
VHM	4,184	-44.3%	-46.8%	14,381	-26.8%	34%	Bán sỉ tại Golden City và bàn giao SP tại Royal Island, OceanPark2-3
NVL	-878	Giảm lỗ	-128.1%	-1,482	Giảm lỗ		Bàn giao NovaWorld Phan Thiết, NovaWorld Hồ Tràm, Aqua City, Sunrise Riverside, Palm City

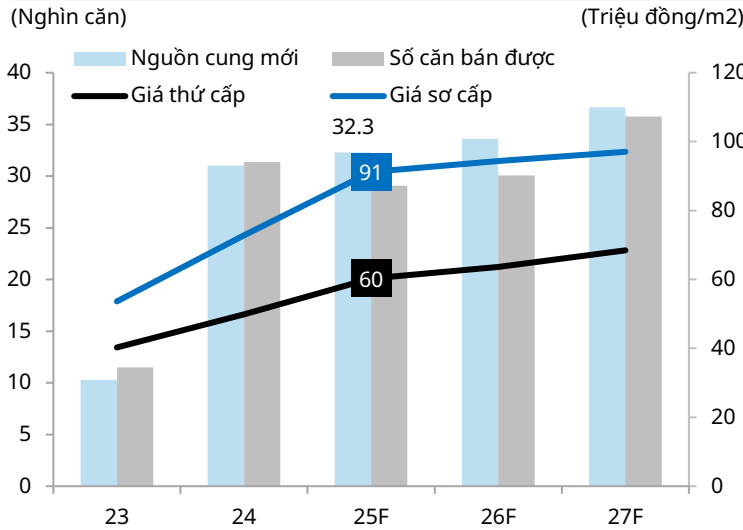
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, CBRE, Mirae Asset Research

Bất động sản - Ưu tiên nhóm dẫn đầu (tt.)

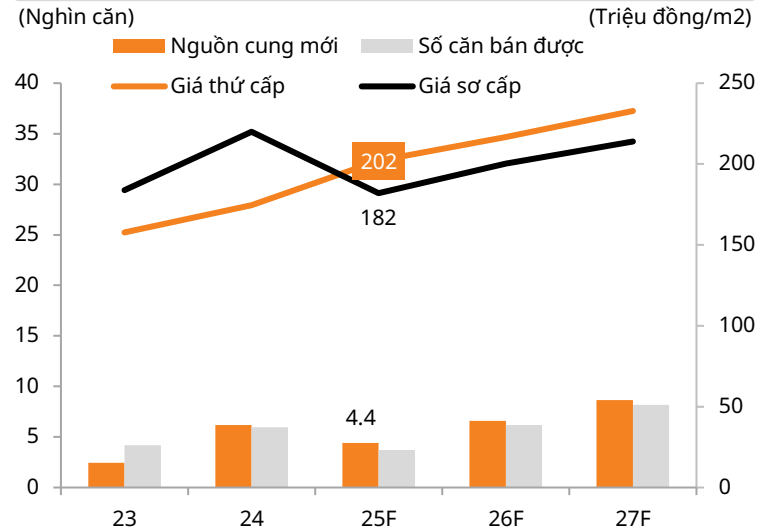
Hà Nội: Cơ cấu nguồn cung căn hộ theo phân khúc giá



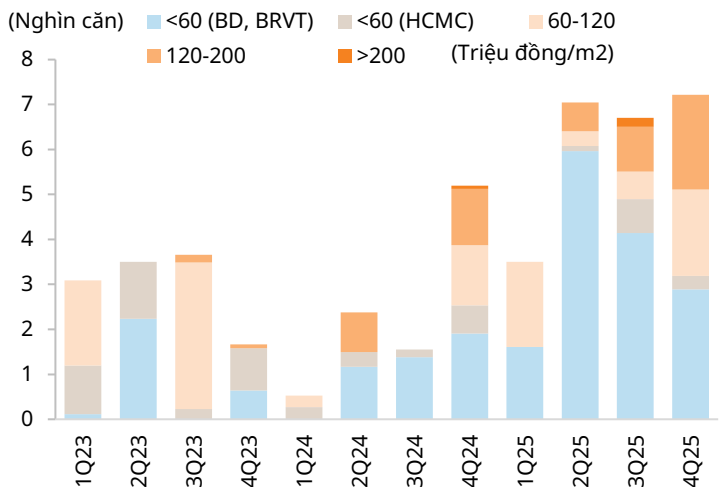
Hà Nội: Nguồn cung căn hộ, tỷ lệ hấp thụ và giá bán



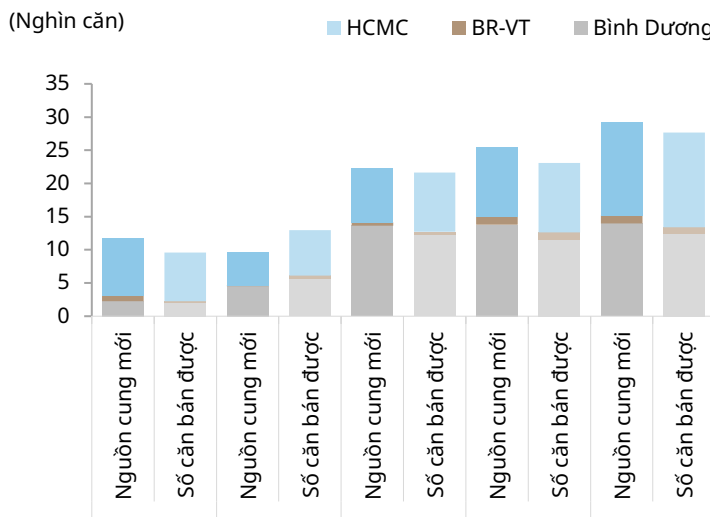
Hà Nội: Nguồn cung nhà phố, tỷ lệ hấp thụ và giá bán



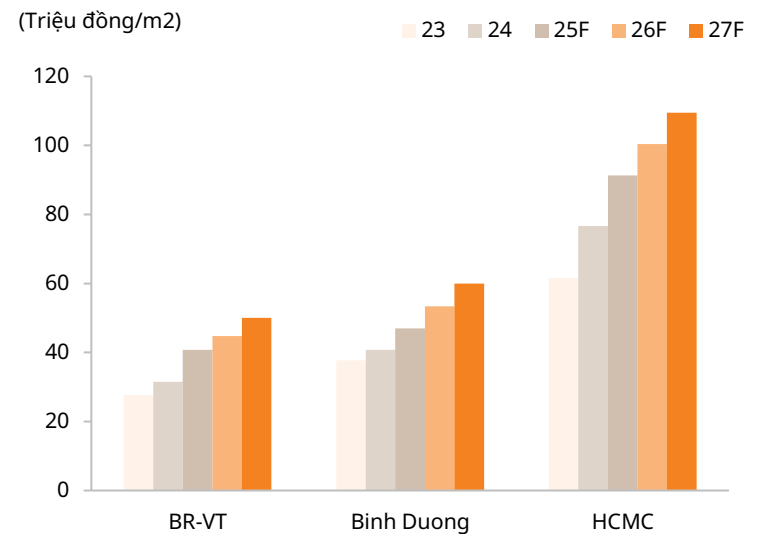
HCM: Nguồn cung căn hộ theo phân khúc giá



HCM: Nguồn cung căn hộ và tỷ lệ hấp thụ



HCMC: Xu hướng giá căn hộ



Nguồn: CBRE, Mirae Asset Research

Hạch toán Gladia sau 1 tháng mở bán

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyenn.nhb@miraesasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	41,500
Thị giá (02/12/25)	33,550
Lợi nhuận kỳ vọng	24%

LNST (26F, tỷ đồng)	1,159
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	21.7
P/E (26F, x)	32.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	37,650
SL cổ phiếu (triệu)	1,122
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	64.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	27.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,045
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,100
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-6.4 22.0 12.3
Tương đối	-11.1 -5.9 -24.9

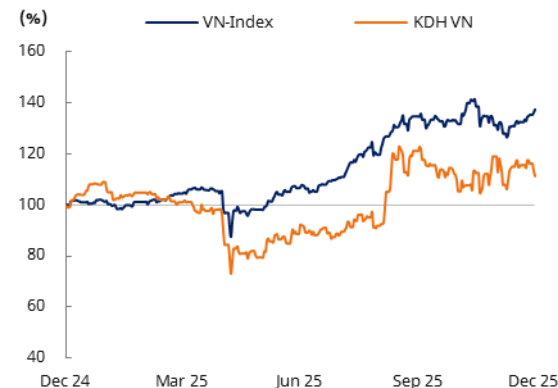
Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q3/2025 vượt kỳ vọng nhờ bàn giao sớm hơn dự kiến. Trong quý 3, KDH ghi nhận doanh thu đạt 1,098 tỷ đồng (+5% QoQ, +335% CK), chủ yếu nhờ bàn giao sớm các sản phẩm tại dự án The Gladia. Tính đến tháng 10, công ty đã bán khoảng 100 căn nhà phố và biệt thự chỉ sau hai tháng chính thức mở bán. Giai đoạn đầu của dự án bao gồm 226 sản phẩm thấp tầng với giá trị phát triển ước tính 9,000–10,000 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính giá bán trung bình 40–45 tỷ đồng/căn, tương ứng với việc KDH đã ghi nhận bàn giao khoảng 25–28 căn, trên tổng số 100 căn đã bán.

- Biên lợi nhuận được cải thiện vượt trội trong kỳ, nhờ (1) tỷ trọng bàn giao cao từ nhóm sản phẩm giá trị lớn nhất (biệt thự tứ lập – thuộc đợt đặt chỗ sớm), và (2) quỹ đất có giá vốn thấp được tích lũy từ nhiều năm trước. Hai yếu tố này giúp biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận hoạt động lần lượt đạt 70.6% và 59.8%, cao hơn đáng kể so với 62.4% và 35.9% cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận trước thuế đạt 654 tỷ đồng (+166% QoQ, +783% CK), sau khi trừ nghĩa vụ thuế và phần lợi ích của cổ đông thiểu số (Keppel sở hữu 49% tại Gladia), LNST-CĐ cty mẹ tăng lên 235 tỷ đồng (+18% QoQ, +234% CK) so với đồng thuận thị trường khoảng 37 tỷ đồng.
- Lũy kế 9T2025, KDH ghi nhận doanh thu 2,855 tỷ đồng (+132% CK) và LNST-CĐ cty mẹ 556 tỷ đồng (+35% CK), tương ứng hoàn thành 56% và 58% dự báo cả năm. Kết quả quý 3 nhìn chung tích cực hơn kỳ vọng thị trường ở thời điểm ghi nhận cũng như liên lợi nhuận của dự án. Biên gộp/ròng cả năm hiện được ước tính 60.3%/18.8%, song thực tế có thể cao hơn nếu KDH tăng cơ cấu sản phẩm bàn giao tại Gladia trong Q4.

Triển vọng: Dự phóng doanh thu đạt 6.28 nghìn tỷ đồng (+24% CK) và LNR 2026 đạt 1,159 tỷ đồng (+22% CK), dựa trên giả định KDH sẽ bàn giao toàn bộ phân khu thấp tầng của Gladia. Đến T10/2025, dự án đã bán được 100/226 căn, tương ứng tồn kho chờ ghi nhận khoảng 70 sản phẩm cho Q4/2025-FY26. Ban lãnh đạo đặt kỳ vọng dự án sẽ tiêu thụ hết trong Q1/2026. Chúng tôi cũng dự báo một phần đóng góp từ phân khu thấp tầng tại Solina, với hạ tầng đã bắt đầu thi công từ 2025. Tương tự Gladia, phân khu thấp tầng của Solina được kỳ vọng mở bán sau khi hoàn thiện hạ tầng, giúp KDH tối ưu nguồn vốn để triển khai phần cao tầng. Chúng tôi giả định phân khu cao tầng của Gladia và Solina được mở bán trong 2026, và bàn giao trong giai đoạn 2027–2029. Ngoài 2 dự án trên, KDH cũng dự kiến mở bán dự án Bình Trưng Đông (kế bên Gladia) vào năm 2027, sớm hơn một năm so với kế hoạch, nhờ hiệu quả bán hàng tích cực tại Gladia. Dự án có quy mô 18 ha, đã hoàn tất giải phóng mặt bằng và vừa được phê duyệt chủ trương đầu tư.

Định giá: Nhờ kết quả kinh doanh vượt kỳ vọng và hiệu quả bán hàng cao tại dự án The Gladia, giá cổ phiếu KDH hiện giao dịch ở mức 1.9x P/B, tương đương trung vị 5 năm. Chúng tôi xác định giá mục tiêu (GMT) cho KDH ở mức 41,500 đồng/cp, theo phương pháp RNAV, tương ứng với lợi nhuận kỳ vọng 24%.



FY (31/12)	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,912	2,088	3,279	5,078	6,278	8,191
LNHĐ (tỷ đồng)	1,065	1,220	1,308	2,382	3,232	3,327
Biên LNHĐ (%)	37.0	58.0	40.0	46.9	51.5	40.6
LNR (tỷ đồng)	1,103	716	810	952	1,159	2,220
EPS (VND)	1,440	840	80	849	1,033	1,978
ROE (%)	10.0	5.2	4.6	4.7	5.2	8.9
P/E (x)	24.9	42.7	448.1	39.5	32.5	17.0
P/B (x)	2.2	1.8	1.9	1.8	1.6	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	21,539	26,481	30,758	35,420	39,647	43,268
VCSH (tỷ đồng)	11,795	15,523	19,453	21,226	23,705	26,244

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Triển khai mở bán 3 dự án lớn trong Q4

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	43,000
Thị giá (02/12/25)	35,200
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

LNST (26F, tỷ đồng)	697
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	14.8
P/E (26F, x)	24.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	17,079
SL cổ phiếu (triệu)	485
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	71.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	45.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	23,596
Cao nhất 52 tuần (VND)	45,633

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-11.4	4.4	1.2
Tương đối	-16.2	-23.6	-36.0

Điểm nhấn đầu tư

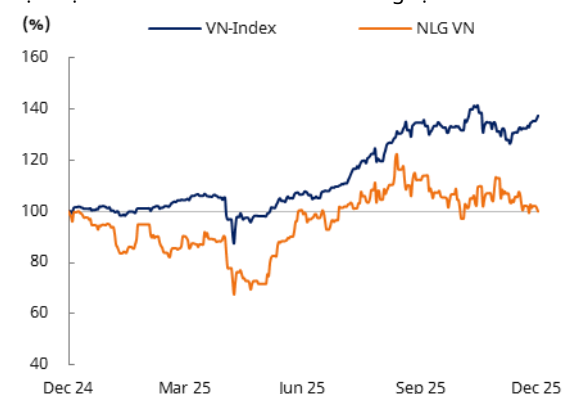
NLG ghi nhận giá trị bán trước tích cực: Lũy kế pre-sales đạt 5 nghìn tỷ trong 9T2025 (+32% CK), với Q3 đóng góp 1,670 tỷ đồng. Hai dự án Southgate và Cần Thơ đóng góp phần lớn với 62% và 21%. Dù vậy, kết quả vẫn dưới khá xa mục tiêu khi mới chỉ đạt 34% trên tổng kế hoạch cả năm 14.6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do các dự án trọng điểm chưa được cấp phép mở bán. Trong buổi Analyst Meeting Q3, NLG vẫn duy trì kế hoạch FY25 và đưa ra số liệu kỳ vọng sơ bộ pre-sales 2026 khoảng 25 nghìn tỷ đồng.

Hầu hết các dự án trong KH đồng loạt nhận được giấy phép mở bán trong Q4, bao gồm The Pearl – Southgate (T9/2025), Izumi Phase 3 (T10/2025) và Trellia Cove – Mizuki Park (T11/2025). Lượng đặt chỗ lớn tại các dự án này được kỳ vọng sẽ nhanh chóng chuyển đổi sang Pre-sales và thu hẹp khoảng cách với kế hoạch năm. NLG chưa công bố số liệu chính thức về giá trị đặt chỗ cũng như tỷ lệ hấp thụ do các dự án này chưa được chính thức mở bán trước đó. Chúng tôi đưa ra một số cập nhật từ thị trường:

- **Trellia Cove:** Gồm 817 căn cao tầng và 24 căn thấp tầng. Đơn vị môi giới ước tính khoảng 25% số lượng đã được đặt chỗ, phản ánh nhu cầu mạnh tại TP HCM trong bối cảnh thanh khoản thứ cấp gần như đóng băng do thiếu nguồn cung. Mức giá dự kiến khoảng 65 triệu đồng/m², cao hơn 10% so với các đợt mở bán trước (55-58 triệu đồng/m²).
- **Izumi GD3:** Gồm khoảng 200 căn thấp tầng, giá ~65 triệu đồng/m² (tăng từ ~55 triệu sv đợt mở bán 2020); trong đó hơn một nửa đã bán. Cầu Long Hưng được phê duyệt gần đây giúp kết nối đường chính của dự án và đường vành đai 3 TP.HCM đã giúp nhu cầu đầu tư tại khu vực này gia tăng mạnh.
- **Southgate – The Pearl:** Cung cấp 241 căn thấp tầng với giá giao động từ 1,900-2,500 USD/m², cao hơn đáng kể sv. mức 30-35tr/m² của các phân khu thấp tầng trước đó. Khảo sát với MG cho biết một số căn đã được bán và đang hoàn thiện thi công phần thô.

Dự phóng: Chúng tôi duy trì dự phóng 2025 với doanh thu 5,933 tỷ đồng (-18% CK) và LNR 607 tỷ đồng (+17% CK). Ước tính này bao gồm phần thu nhập thoái vốn Izumi trong Q3 và đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục để hạch toán trong Q4. Đối với KQKD 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu 6,777 tỷ đồng (+14% CK) và LN ròng 697 tỷ đồng (+15% CK), ước tính không bao gồm kế hoạch thoái vốn WaterPoint GD2. Việc NLG đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính về đất cho các dự án sắp mở bán, cùng mức giá bán mới cao hơn đáng kể so với các giai đoạn mở bán trước, được kỳ vọng sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận mở rộng (dự phóng biên lãi gộp ghi nhận trong 2026 đạt 47% sv 44% trong 2025).

Định giá: Cập nhật sau phát hành thêm, GMT được điều chỉnh tăng lên mức 43,000 đồng/CP từ mức 39,150 dựa trên mức chiết khấu 10% RNAV (từ mức 18%). CP NLG đang giao dịch tại FY26F P/B 1.28x sv. 1.67x trung vị 5 năm.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,181	3,181	7,196	5,933	6,777	8,561
LNHH (tỷ đồng)	582	582	1,664	1,318	1,736	2,240
Biên LNHH (%)	18.3	18.3	23.1	22.2	25.6	26.2
LNR (tỷ đồng)	484	484	518	607	697	981
EPS (VND)	1,257	1,257	1,346	1,251	1,436	2,022
ROE (%)	5.9	5.9	9.5	3.7	3.8	4.9
P/E (x)	27.8	27.8	26.0	28.0	24.4	17.3
P/B (x)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	28,611	28,611	30,318	33,825	37,670	43,352
VCSH (tỷ đồng)	13,533	13,533	14,569	17,921	19,033	20,875

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Khu công nghiệp – Bước qua màn sương

Nỗ lực cải cách thể chế

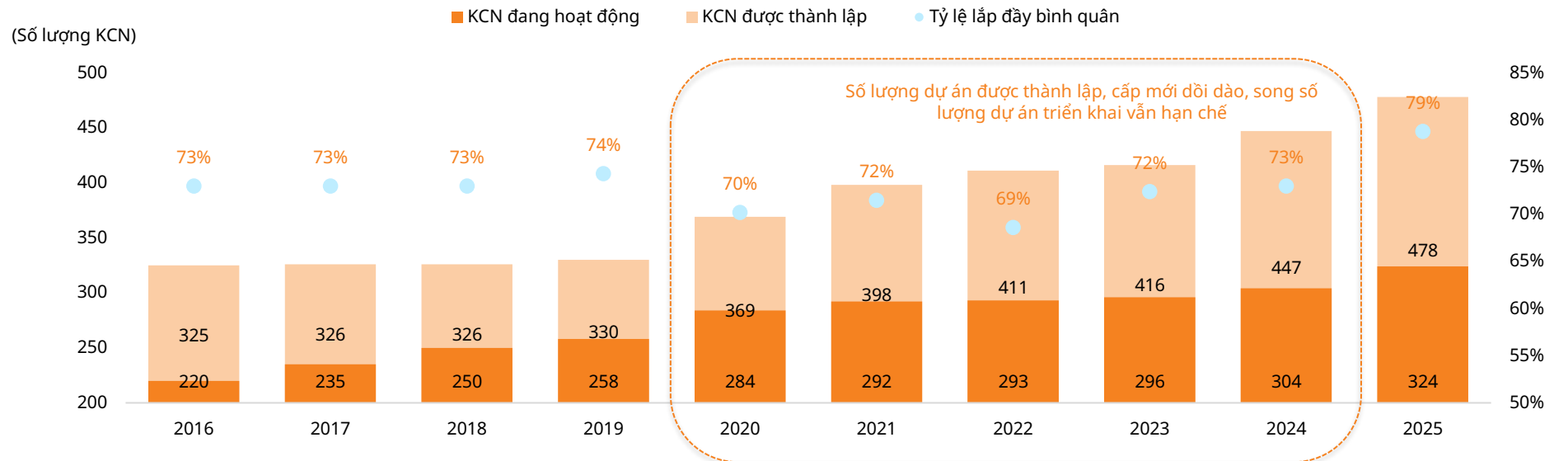
Việc thông qua Luật số 57/2024/QH15 và Luật số 90/2025/QH15 đã cho phép Nghị định số 35/2022/ND-CP (NĐ35) được phát huy tối đa công dụng khi chính thức phân cấp cho phép địa phương – UBND tỉnh – được quyền quyết định chủ trương đầu tư phần lớn các dự án hạ tầng KCN thay vì phải chờ đợi các quyết định thông qua của Thủ tướng. Đây được xem như những bước ngoặt đầu tiên trong việc thúc đẩy sự mở rộng nguồn cung tiềm năng trong thời gian tới – đặc biệt tại khu vực phía kinh tế phía Nam. Kể từ tháng 3/2025, toàn bộ các chấp thuận chủ trương đầu tư hạ tầng KCN đều đã được chuyển sang địa phương phê duyệt và công bố.

Song hành với việc hoàn thiện hành lang pháp lý cho hàng loạt dự luật, Chính phủ cũng đang xem xét dự thảo Nghị định thay thế Nghị định 35/2022/ND-CP nhằm tháo gỡ các nút thắt cơ chế trong phát triển KCN. Qua xem xét, chúng tôi nhận thấy dự thảo tập trung vào hai điểm đột phá chính:

- **Tăng cường phân cấp quản lý, rút gọn thủ tục triển khai dự án:** Trao quyền phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500 cho Ban quản lý các KCN (thay vì UBND tỉnh), qua đó rút ngắn thời gian và đơn giản hóa thủ tục hành chính.
- **Đẩy nhanh tiến trình đầu tư dự án:** Thiết lập thống nhất diện tích chuyển đổi mục đích sử dụng đất lúa 2 vụ theo phương án đề xuất: 1) quy định tất cả tối đa 200 ha mỗi giai đoạn; hoặc 2) UBND tỉnh tự quyết định diện tích quy đổi, tối đa 200 ha mỗi giai đoạn. Trong khi NĐ35 hiện hành quy định hạn mức chuyển đổi đất lúa khác nhau tùy theo khu vực địa lý, dao động 100-200 ha. Thay đổi này giúp các nhà phát triển tránh được tình trạng phải phân mảnh quá nhỏ dự án để đáp ứng thủ tục chấp thuận chủ trương đầu tư như giai đoạn trước, cũng như thúc đẩy dễ dàng việc giải phóng mặt bằng.

Chúng tôi cho rằng đây là thay đổi quan trọng đối với nguồn cung KCN tương lai, đặc biệt tại khu vực Đồng bằng sông Hồng, Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung nơi phần lớn diện tích phát triển khu công nghiệp chủ yếu là đất lúa 02 vụ, chiếm khoảng 60 - 70% diện tích phát triển.

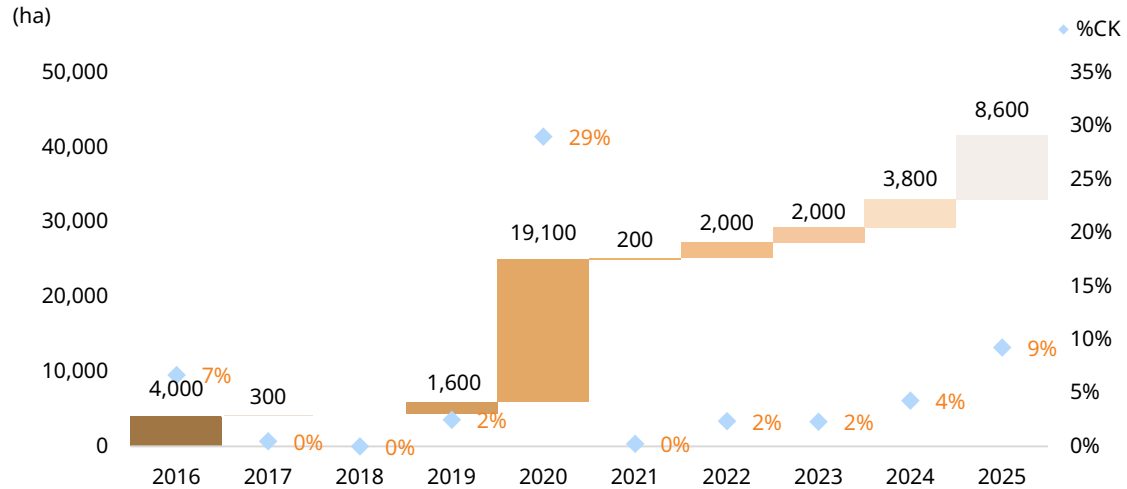
Kỳ vọng sự cởi mở trong hành lang pháp lý sẽ rút ngắn đáng kể thời gian đưa các KCN được thành lập đi vào hoạt động



Nguồn: Bộ Tài Chính, Mirae Asset Research
Dữ liệu tính đến T11/2025, hiện đã có 478 KCN/KTT được thành lập (+7% CK), nâng tổng diện tích đất công nghiệp lên 101,600 ha (+9% CK)

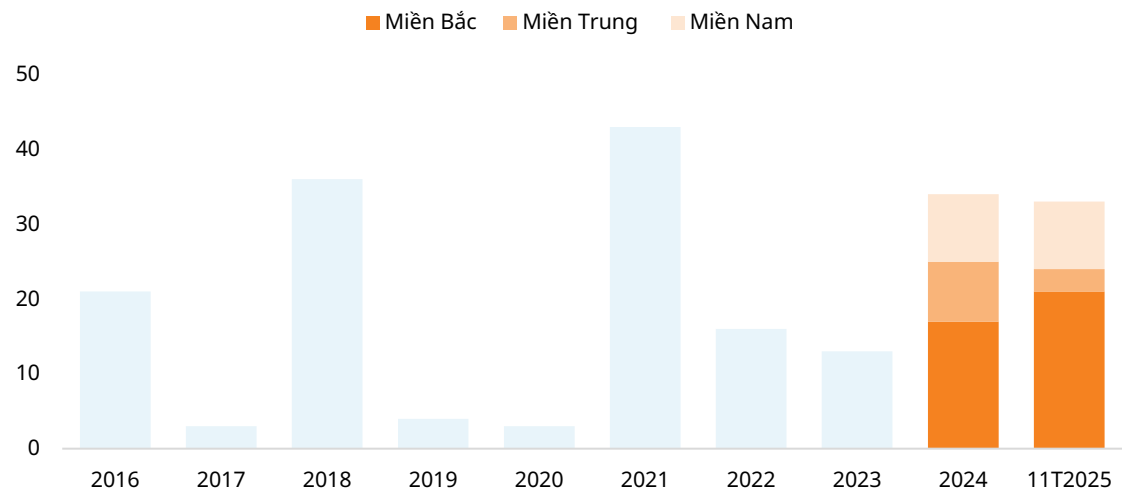
Khu công nghiệp – Bước qua màn sương (tt.)

Diện tích đất công nghiệp bổ sung tăng mạnh trong 2025 sau khi quy hoạch 2025-30 ban hành



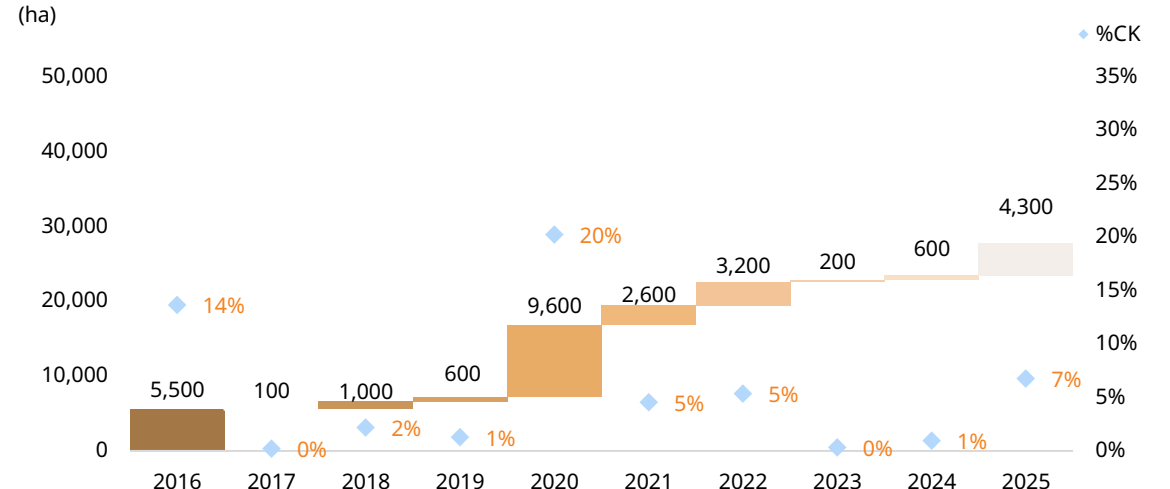
Nguồn: Bộ Tài chính, Mirae Asset Research

21 trên 33 dự án KCN được cấp chủ trương 11T2025 nằm ở khu vực kinh tế phía Bắc



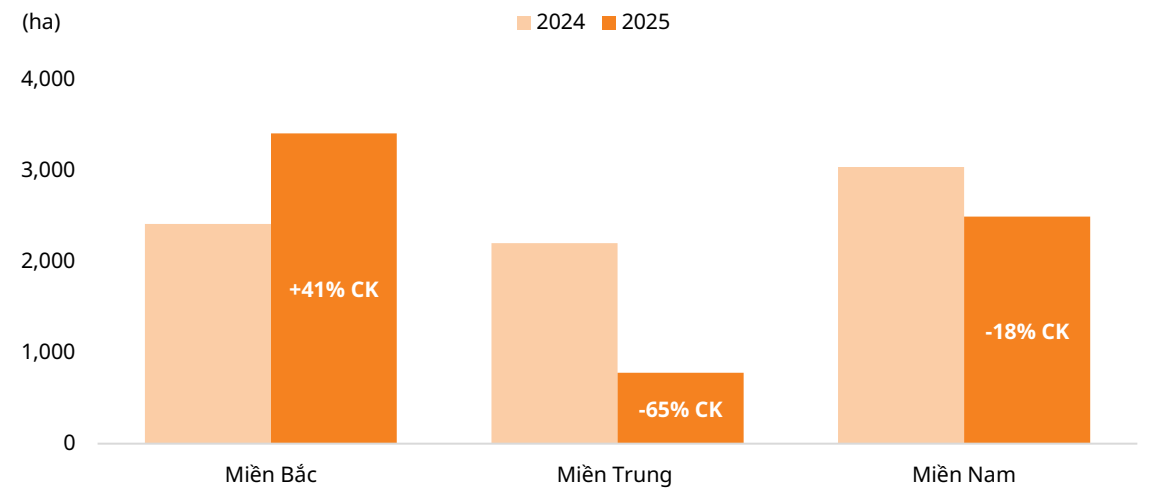
Nguồn: Địa phương, Mirae Asset Research

20 KCN mới bắt đầu vận hành trong 2025 với diện tích sẵn sàng cho thuê khoảng 4,300 ha (+7% CK)



Nguồn: Bộ Tài chính, Mirae Asset Research

Hải Phòng và Bắc Ninh tiếp tục là điểm nóng khi chiếm 36% tổng diện tích CN phê duyệt mới



Nguồn: Địa phương, Mirae Asset Research

Khu công nghiệp – Bước qua màn sương (tt.)

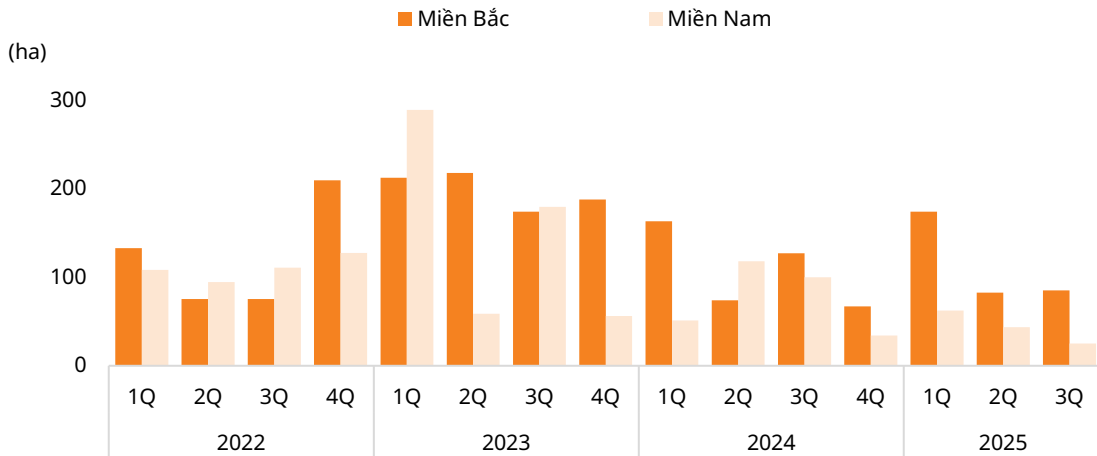
Nhu cầu giảm nhẹ trong khi giá cho thuê vẫn đi lên

Theo dữ liệu thị trường, khu vực miền Nam ghi nhận giá thuê bình quân đạt 185 USD/m² trong Q3/2025, tăng 1.1% so với Q2 và 5.5% so với cùng kỳ, mặc dù diện tích hấp thụ suy giảm mạnh (9T2025: -51% CK) do ảnh hưởng từ sự kiện thuế đối ứng. Diễn biến này phần lớn phản ánh tỷ lệ lấp đầy luôn duy trì ở mức cao, khoảng 89%, trong bối cảnh nguồn cung mới tiếp tục “nhỏ giọt”, còn dòng vốn FDI vào các địa bàn trọng điểm như TP.HCM và Đồng Nai (sau sáp nhập) vẫn giữ ở mức tương đối. Thực tế cho thấy, dù nhiều dự án đã được phê duyệt, quỹ đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê vẫn khá hạn chế, do tiến độ giải phóng mặt bằng gặp nhiều vướng mắc, khiến quá trình triển khai bị kéo dài và hạn chế khả năng bổ sung nguồn cung mới ra thị trường.

Trong khi đó đối với thị trường miền Bắc với tỷ lệ lấp đầy chỉ khoảng 73% nhờ việc nguồn cung liên tục được bổ sung, giá cho thuê bình quân đối với các dự án vẫn tiếp tục ghi nhận mức tăng 3.4% CK, mặc dù có phần đi ngang so với Q2, đạt 138 USD/m² trong Q3/2025. Sự tăng giá chủ yếu đến từ việc liên tục chào thuê giá cao hơn tại các KCN ở Bắc Ninh và Hải Phòng (sau sáp nhập) – 2 thời nam chậm hút vốn FDI sản xuất tại miền Bắc, trong khi những thị trường khác cho thấy xu hướng giá vẫn ảm đạm. Trong 9T2025, chúng tôi nhận thấy lượng hấp thụ vẫn tương đối ổn định với khoảng 340 ha (-6% CK) và phần lớn tập trung vào khu vực trọng điểm trên.

Cùng với câu chuyện môi trường pháp lý thay đổi theo hướng tích cực, trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng, khu vực kinh tế phía Nam vẫn sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng giá 5-7% CK dựa vào những yếu tố liên quan đến câu chuyện tận dụng lợi thế của hàng loạt dự án hạ tầng khổng lồ sắp được đưa vào vận hành như sân bay Long Thành, tuyến đường vành đai 3, ... trong khi đó đối với các KCN tại miền Bắc, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng giá sẽ tiếp tục phân hóa, chủ yếu tập trung vào Bắc Ninh và Hải Phòng – nơi được xem như là điểm sáng trong việc thu hút sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng toàn cầu đi theo chiến lược “Trung Quốc +1”.

Những lo ngại về thuế quan khiến nhu cầu giảm nhẹ trong ngắn hạn song vẫn ổn định



Nguồn: Bộ Xây dựng, CBRE, CW, Mirae Asset Research

Giá cho thuê thể hiện xu hướng tăng chủ yếu tại các KCN mới đi vào hoạt động

Khu vực	2022				2023				2024				2025		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
Tốc độ tăng giá (% QoQ)															
Miền Bắc	5.0	1.6	-2.1	4.1	0.5	4.1	2.3	2.0	-0.4	1.9	1.5	2.6	-1.1	1.5	0.3
Miền Nam	5.1	1.0	1.8	6.1	3.9	0.9	0.9	0.9	-0.4	2.3	0.3	0.2	1.0	3.2	1.1
Tốc độ tăng giá (% CK)															
Miền Bắc	8.4	8.4	8.3	8.7	4.0	6.6	11.4	9.2	8.2	5.9	5.1	5.8	5.1	4.6	3.4
Miền Nam	12.9	12.9	13.2	14.7	13.4	13.2	12.2	6.8	2.3	3.8	3.2	2.4	3.8	4.7	5.5

Nguồn: Bộ Xây dựng, CBRE, CW, Mirae Asset Research

Khu công nghiệp – Bước qua màn sương (tt.)

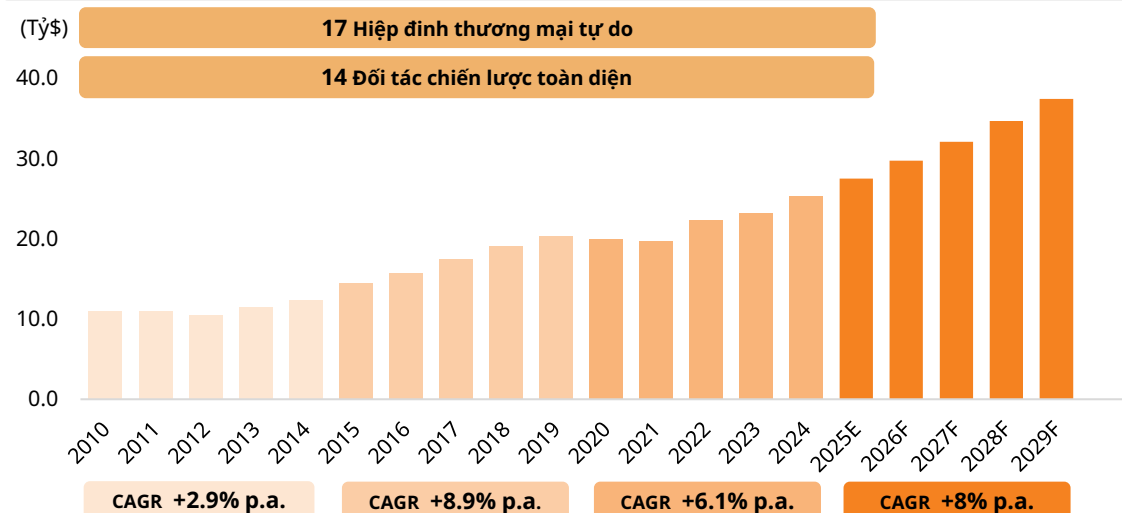
Bước qua màn sương

Theo chia sẻ từ các doanh nghiệp phát triển KCN niêm yết, nhu cầu thực tế đã phát đi tín hiệu phục hồi trở lại trong nửa cuối Q3/2025 – thời điểm VN và Mỹ bắt đầu công bố những thỏa thuận đầu tiên về vấn đề thuế đối ứng ở mức “trần” 20% trong bối cảnh lượng hàng hóa đi Hoa Kỳ chiếm đến 40% tổng sản lượng hàng hóa thông quan các cảng biển trên toàn quốc. Sự ấm lên này hàm ý cho việc giai đoạn khó khăn nhất của ngành cũng đã dần đi qua sau khi kéo dài kể từ Q3/2024 với đỉnh điểm là sự kiện thuế quan trong Q2/2025. Cho đến thời điểm hiện tại, những lo ngại về bất định chính sách đã được giải tỏa đáng kể khi mức thuế suất áp dụng cho Việt Nam và cục diện cạnh tranh thu hút FDI được xác định rõ ràng. Trên thực tế, trong 10T2025, tổng FDI đăng ký và giải ngân tiếp tục lập những đỉnh cao mới ở mức 31.5 tỷ USD (+16% CK) và 21.3 tỷ USD (+9% CK). Trong đó, nguồn đăng ký mới chiếm tỷ lệ lớn nhất, với 3,321 dự án được cấp phép (+21% CK), mặc dù giá trị giảm 7.6% CK chỉ ở mức 14 tỷ USD – phản ánh cơn gió ngược từ rủi ro thuế quan. Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo vẫn duy trì tỷ trọng lớn nhất với 18 tỷ USD (+5% CK), chiếm gần 57% tổng vốn đăng ký.

Về vấn đề thuế đối ứng, theo khung thỏa thuận mới, Nhà Trắng đã “mở cửa” cho phép ưu đãi loại bỏ tác động thuế quan lên một số nhóm sản phẩm nhất định, và trong đó nhóm linh kiện điện tử và bán dẫn nổi lên như ứng viên hàng đầu có khả năng được tạm thời xem xét miễn thuế 0%. Đây là ngành hàng xuất khẩu mũi nhọn của Việt Nam và cũng là mắt xích quan trọng trong chiến lược an ninh chuỗi cung ứng công nghệ cao của Mỹ – với việc nhiều tập đoàn lớn như Apple, Intel, Amkor, ... chọn Việt Nam đặt nhà máy. Bên cạnh đó, cùng với các định hướng mới như Nghị quyết 50 và 57-NQ/TW, chúng tôi cho rằng nhóm này sẽ có nhiều dư địa hơn trong việc thương lượng mức thuế thấp hơn ngưỡng 20%. Trong bối cảnh dịch chuyển dòng vốn hiện nay, chúng tôi kỳ vọng vị thế của Việt Nam trong thu hút dòng vốn công nghệ cao sẽ được tăng cường đáng kể trong thời gian tới.

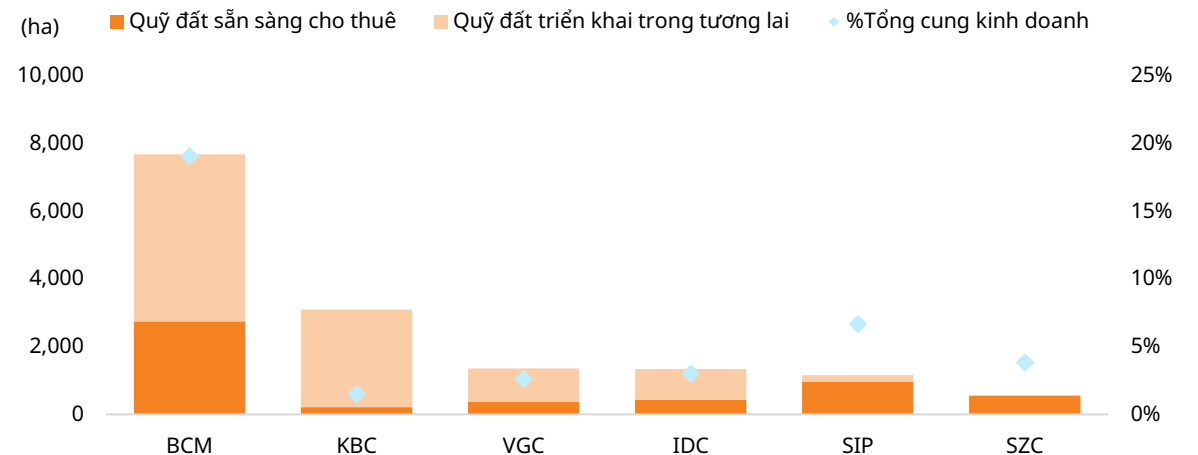
Đối với các DN niêm yết, hiện nay quỹ đất cho thuê vẫn còn tương đối dồi dào và hầu hết đều tập trung vào các khu vực kinh tế trọng điểm, trong khi đó nguồn quỹ đất được bổ sung tiềm năng đang cao hơn rất nhiều so với quỹ đất thương mại khai thác. Điều này hàm ý rằng nguồn cung đất công nghiệp mới sẽ tiếp tục được mở rộng trong giai đoạn tới, đặc biệt khi các thủ tục pháp lý; nhu cầu FDI duy trì tích cực và các dự án hạ tầng lớn liên tiếp được đồng bộ. Sau cùng, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các DN niêm yết sẽ nhanh chóng phục hồi nhanh trở lại trong 2026, sau khi những rủi ro cơ bản đã được giải quyết.

FDI giải ngân dự kiến CAGR 8% trong 2025-2029F, trong đó 35-40% dòng vốn này sẽ phân bổ vào các KCN



Nguồn: Bộ Tài chính, Mirae Asset Research

Quỹ đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê của các nhà phát triển đại diện



*Quỹ đất triển khai trong tương lai bao gồm các dự án đang trong quá trình xây dựng
Nguồn: Doanh nghiệp, Địa phương, Mirae Asset Research



Lợi nhuận bật tăng

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	46,800
Thị giá (02/12/25)	39,700
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNST (26F, tỷ đồng)	2,545
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	14.7
P/E (26F, x)	5.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	15,066
SL cổ phiếu (triệu)	379
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	65.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	11.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,304
Cao nhất 52 tuần (VND)	50,261

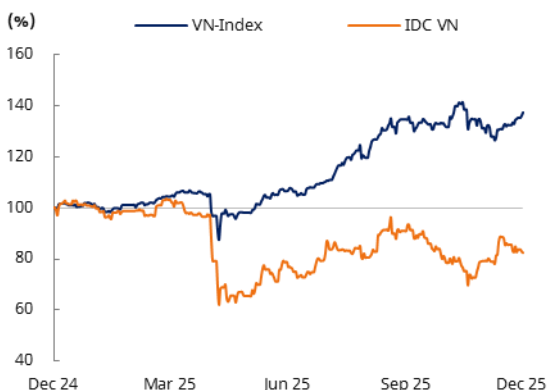
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.2	8.2	-17.7
Tương đối	-0.5	-19.8	-55.0

Điểm nhấn đầu tư

Lợi nhuận Q3 phát tín hiệu tích cực: KQKD Q3 đã cho thấy sự hồi phục, với doanh thu đạt 2,871 tỷ đồng (+26% CK; +62.9% svQ2) và lợi nhuận ròng tăng vọt lên mức cao nhất ba năm, đạt 842 tỷ đồng (+64.7% CK; +183% svQ2). Sự phục hồi được đóng góp chủ yếu đến từ việc đẩy nhanh bàn giao đất KCN, ước khoảng 35 ha (+52% CK), với 1,296 tỷ đồng doanh thu ghi nhận một lần (+59% CK). Bên cạnh việc thúc đẩy tiến độ bàn giao đất, đà tăng trưởng mạnh mẽ này còn được hỗ trợ bởi nền so sánh thấp trong Q3/2024 – thời điểm nhu cầu thuê đất bắt đầu chững lại do lo ngại về thuế quan và bất định địa chính trị xoay quanh chính sách thương mại Mỹ. Trong khi đó, hoạt động phân phối điện ghi nhận sản lượng tăng 12% CK và 8% svQ2, phản ánh hoạt động sản xuất tại các KCN Nhơn Trạch đã hồi phục hoàn toàn trước khi sự kiện thuế quan tác động.

Lợi nhuận tạo đáy và đi lên: Trong phần còn lại của năm 2025, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ tiếp tục được củng cố. Cụ thể, bàn giao đất KCN dự kiến tăng tốc, và mang lại khoảng 1,900 tỷ đồng (~4x CK) với 46 ha được bàn giao, và qua đó hoàn thành dự phóng 109 ha cho cả năm của chúng tôi. Trong năm 2026, doanh thu và lợi nhuận ròng dự phóng đạt lần lượt 9,782 tỷ đồng (+10.5% CK) và 2,545 tỷ đồng (+14.7% CK), chủ yếu nhờ hoạt động bàn giao KCN với 4,958 tỷ đồng doanh thu (+20.5% CK). Chúng tôi ước tính IDC sẽ bàn giao 129 ha (+18% CK), trong đó: 1) lượng bàn giao gia tăng tại KCN Quế Võ 2, ước 34 ha (+49% CK), khi Bắc Ninh tiếp tục nằm trong nhóm dẫn đầu thu hút FDI công nghệ cao ở miền Bắc; và 2) KCN Tân Phước 1 bắt đầu cho thuê với 11 ha được bàn giao. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi, khi cho đến thời điểm hiện tại, những rủi ro ảnh hưởng trực tiếp đến dòng vốn FDI đã được xoa dịu đáng kể - FDI giải ngân đạt mức cao nhất trong 5 năm, cùng với việc sản lượng tiêu thụ điện tăng mạnh tại các KCN của IDC cũng phản ánh việc các doanh nghiệp sản xuất này liên tục mở rộng quy mô.

Mức định giá hấp dẫn trong bối cảnh lợi nhuận phục hồi: Mặc dù đà tăng trưởng đã quay trở lại rõ ràng từ Q3/2025, IDC hiện vẫn giao dịch thấp hơn 20% so với P/B bình quân 3 năm (-1 STD). Sự chênh lệch đáng kể này cũng phần nào thể hiện tâm lý e dè của thị trường dành cho nhóm cổ phiếu ngành KCN, khi hầu hết các cổ phiếu này vẫn chưa phục hồi hoàn toàn sau đợt bán mạnh liên quan đến sự kiện thuế quan. Trong dài hạn, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm IDC sẽ lấy lại đà tăng dựa trên những triển vọng về nền tảng cơ bản của doanh nghiệp cũng như những cú huých lớn về bức tranh hạ tầng và thu hút FDI tại Việt Nam.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,485	7,237	8,846	8,851	9,782	10,390
LNHĐ (tỷ đồng)	2,726	2,061	2,939	3,077	3,496	3,402
Biên LNHĐ (%)	36.4	28.5	33.2	34.8	35.7	32.7
LNR (tỷ đồng)	1,768	1,394	1,996	2,220	2,545	2,548
EPS (VND)	5,605	4,223	6,049	6,726	7,713	7,720
ROE (%)	36.8	26.9	35.7	33.2	32.7	28.2
P/E (x)	5.9	11.5	8.9	5.9	5.1	5.1
P/B (x)	1.2	1.9	1.8	2.3	1.9	1.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	17,013	17,720	18,800	18,122	19,536	21,061
VCSH (tỷ đồng)	6,128	6,205	7,208	7,896	9,280	10,673

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Nổi dài kỷ lục doanh thu

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	76,250		
Thị giá (02/12/25)	65,000		
Lợi nhuận kỳ vọng	17%		
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	10,165		
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA		
Tăng trưởng EPS (26F, %)	7.9		
P/E (26F, x)	14		
Vốn hóa (tỷ đồng)	135,847		
SL cổ phiếu (triệu)	2,090		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.3		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	50.1		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51,400		
Cao nhất 52 tuần (VND)	66,200		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	12.8	15.5	0.8
Tương đối	8.1	-12.5	-36.5

Luận điểm đầu tư

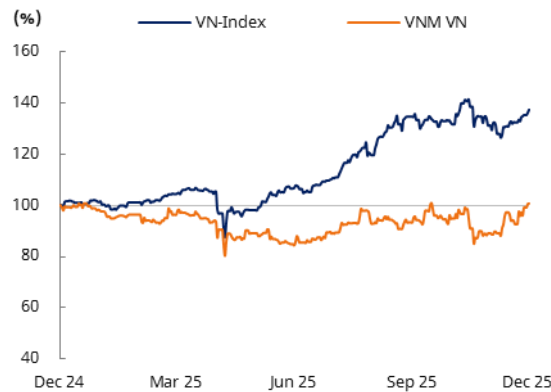
CTCP Sữa Việt Nam (VNM) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 130,000 con. VNM còn có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

Cập nhật HKKD: Trong Q3 2025, VNM ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan khi doanh thu tăng 9.1% CK, đạt 16,968.1 tỷ đồng – xác lập kỷ lục theo quý mới. Cả thị trường trong nước và quốc tế đều ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu thuần, lần lượt là 5.1% CK và 32.6% CK. Đáng chú ý, doanh thu thuần từ xuất khẩu tăng vọt 46.8% CK, đạt 2,019 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 41.8% (Q3 2024: 41.2%) và lợi nhuận gộp đạt 7,087.3 tỷ đồng (+10.7% CK). Trong quý, thu nhập và chi phí tài chính không thay đổi nhiều trong khi chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 4,039.5 tỷ đồng (+7.5% CK). Lợi nhuận hoạt động và LNST Q3 của VNM lần lượt đạt 3,157.7 tỷ đồng (+6.3% CK) và 2,510.5 tỷ đồng (+4.4% CK). Trong 9T 2025, doanh thu và LNST của VNM lần lượt đạt 46,678.1 tỷ đồng (+0.7% CK) và 6,586.4 tỷ đồng (-9.9% CK).

Dự phóng 2025 và 2026: Chúng tôi duy trì quan điểm rằng thị trường nước ngoài sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của VNM. Do nhu cầu trong nước phục hồi chậm, doanh thu trong nước dự kiến sẽ chỉ tăng trưởng nhờ việc tăng giá sản phẩm, ở mức trung bình 2%/năm. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 của VNM là 64,156 tỷ đồng (+3.8% CK). Với hầu hết các giả định về chi phí được duy trì, dự báo LNST của công ty ở mức 9,509 tỷ đồng (+0.6% CK). Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa sẽ duy trì ổn định, trong khi doanh thu từ thị trường nước ngoài tiếp tục tăng trưởng 10% CK. Dự phóng doanh thu và LNST năm 2026 lần lượt đạt 66,671 tỷ đồng (+3.9% CK) và 10,268 tỷ đồng (+7.9% CK).

Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF), với một số giả định chính: 1) tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 11%; và 2) tỷ lệ tăng trưởng dài hạn sau năm 2034 là 3%. Do đó, chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho VNM ở mức 76,250 đồng (điều chỉnh cổ tức) và khuyến nghị Mua.

Rủi ro chính: Chúng tôi tin rằng những rủi ro chính đối với việc xếp hạng và định giá của chúng tôi bao gồm: 1) thuế nhập khẩu sữa Việt Nam giảm xuống 0 từ năm 2018, gia tăng cạnh tranh trong nước; 2) thay đổi giá đầu vào; và 3) những thay đổi trong kế hoạch M&A, đầu tư của VNM.



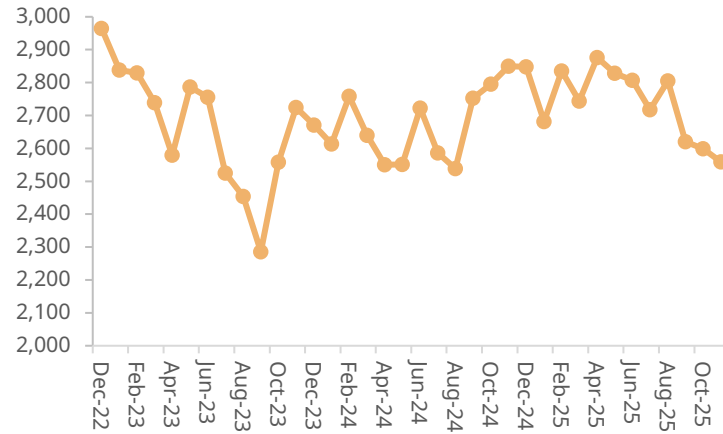
FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	60,075	60,479	61,824	64,156	66,671	69,340
LN HKKD (tỷ đồng)	10,491	10,904	11,594	11,596	12,521	13,168
Biên LN HKKD (%)	17.5	18	18.8	18.1	18.8	19.0
LN trước thuế (tỷ đồng)	10,496	10,968	11,600	11,596	12,521	13,168
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ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

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

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

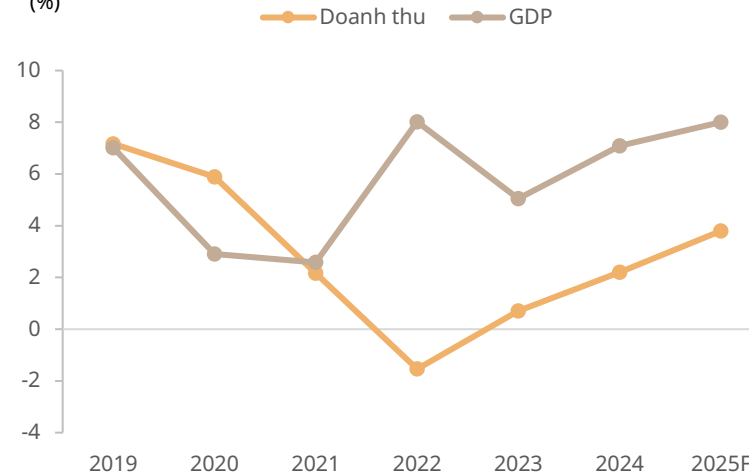
Giá sữa nguyên liệu

(USD/tấn)



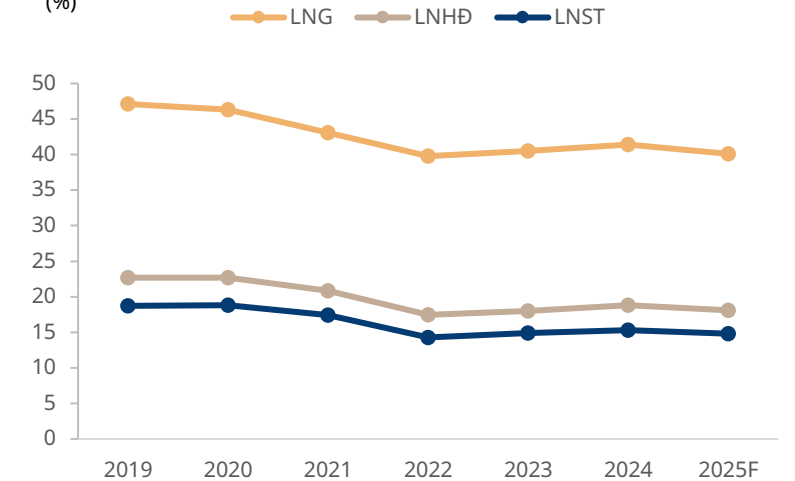
Tăng trưởng doanh thu VNM so với GDP Việt Nam

(%)



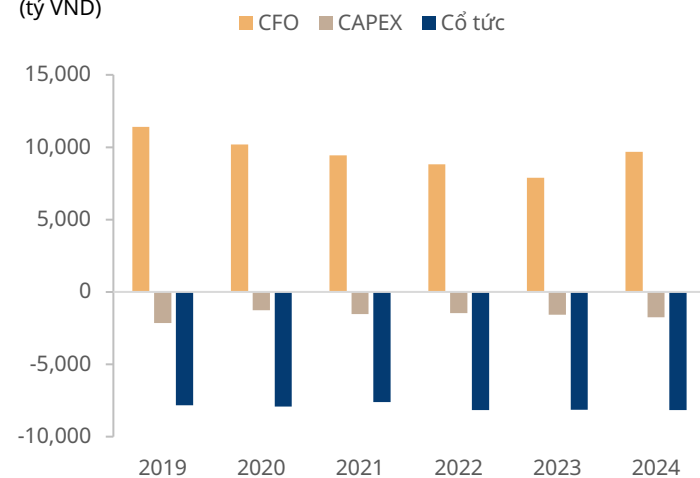
Biên lợi nhuận

(%)



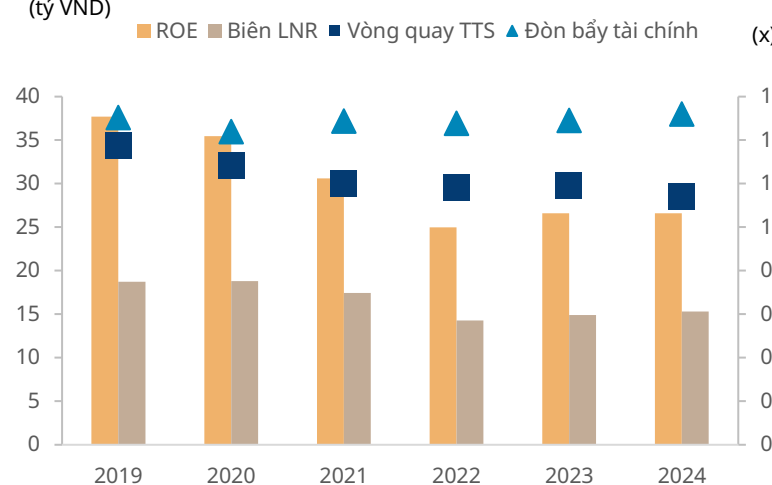
Dòng tiền HĐKD, CAPEX & Cổ tức

(tỷ VND)



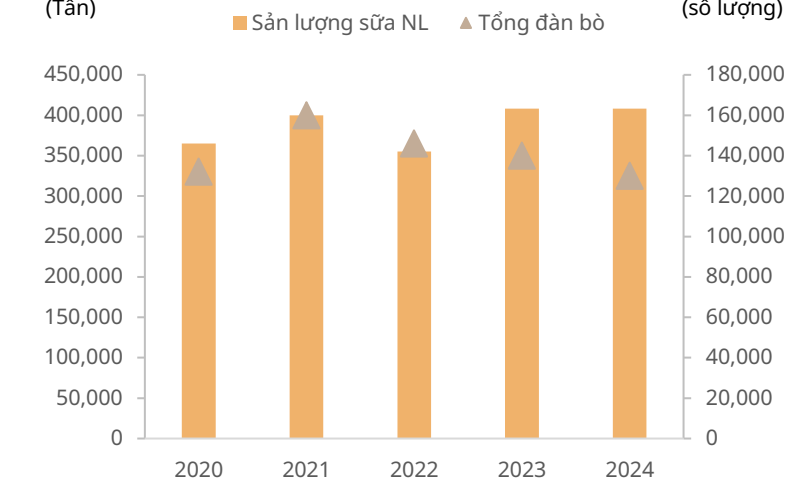
Phân tích DuPont

(tỷ VND)



Quy mô đàn bò và sản lượng sữa tươi nguyên liệu

(Tấn)



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

Sữa ngọt mía đắng

research@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	57,900
Thị giá (02/12/25)	43,900
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

LNST (26F, tỷ đồng)	2,243
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	16
P/E (26F, x)	7.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	16,140
SL cổ phiếu (triệu)	368
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	65.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	9.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	43,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	52,300

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.7	-7.6	-13.1
Tương đối	-7.4	-35.5	-50.3

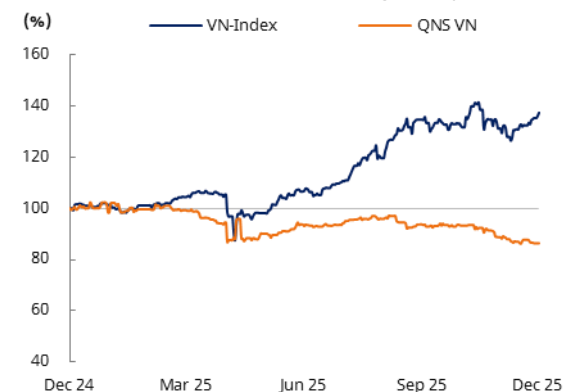
Điểm nhấn đầu tư

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) là doanh nghiệp đa ngành với 5 mảng kinh doanh chính: Sữa đậu nành (Vinasoy), đường và điện sinh khối, nước khoáng và nước giải khát (Thạch Bích), bia (Dung Quất) và bánh kẹo. Trong đó, sữa đậu nành giữ vai trò động lực tăng trưởng chủ lực, đóng góp 40.5% doanh thu năm 2024. Song song, mảng đường và điện sinh khối đang trong lộ trình mở rộng công suất, hứa hẹn khởi đầu cho một giai đoạn tăng trưởng mới.

Cập nhật KQKD 9T2025: QNS ghi nhận doanh thu 7,872 tỷ đồng (-2.4% svck) với biên gộp 32.7% (-0.8%p svck), chịu áp lực chủ yếu từ ngành đường, trong khi mảng sữa duy trì lợi nhuận tích cực. Doanh thu đường giảm 18.3% svck xuống 2,635 tỷ đồng do mặt bằng giá nội địa yếu, với biên gộp ở mức 22.0% (-10.3%p svck). Về mặt tích cực, doanh thu mảng sữa tăng trưởng 12.8% svck lên 3,596 tỷ đồng, biên gộp cải thiện lên đến 43.7% (+5.1%p svck) nhờ chi phí đậu nành giảm. Chi phí bán hàng tăng 42.6% svck lên 999 tỷ đồng, với chi phí khuyến mãi 9T2025 đạt 278 tỷ đồng (gấp 9 lần svck) nhằm hỗ trợ chiến dịch giải phóng hàng tồn kho, qua đó giúp tồn kho Q3/2025 giảm 33.3% sv quý trước, tương ứng chu kỳ mùa vụ của QNS. Lợi nhuận hoạt động và LNST lần lượt giảm còn 1,347 tỷ đồng (-24.8% svck) và 1,319 tỷ đồng (-24.9% svck).

Dự phóng năm 2026: 1) Đường: Giá bán bình quân được kỳ vọng phục hồi về 17.9 triệu đồng/tấn (+2.5% svck) sau giai đoạn đáy FY25, nhưng vẫn dưới vùng đỉnh 2022-24. Sản lượng sản xuất ước tính 0.20 triệu tấn (-9.0% svck) dựa trên giả định năng suất ổn định quanh mức 66 tấn/ha. Tuy nhiên, với lượng tồn kho chuyển vụ, sản lượng bán ra dự kiến tăng nhẹ 2.5% svck. Doanh thu ước đạt 3,595 tỷ đồng (+5.3% svck) với biên gộp 22.1% (+0.2%p svck). **2) Sữa:** Sản lượng tiêu thụ ước tính tăng trưởng kép 5.3%/năm (2024-2027F), với giá bán bình quân duy trì mức tăng 2%/năm. Doanh thu sữa dự kiến đạt 4,833 tỷ đồng (+7.1% svck), biên gộp mở rộng lên 48.4% (+4.5%p svck). Dự phóng doanh thu hợp nhất 2026 đạt 10,420 tỷ đồng (+4.9% svck), biên gộp 34.2% (+1.2%p svck), lợi nhuận hoạt động và LNST lần lượt ở mức 2,330 tỷ đồng (+21.5% svck) và 2,243 tỷ đồng (+15.9% svck).

Định giá: Chúng tôi xác định giá mục tiêu dựa trên bình quân 2 phương pháp FCFF và P/E, với các giả định chính: WACC là 10.4%, EV/EBITDA cuối chu kỳ là 5.0x, P/E mục tiêu là 8.7x (trung vị 5 năm). Theo đó, chúng tôi cập nhật QNS với giá mục tiêu 57,900 đồng/cp. Yếu tố chu kỳ của ngành đường dự kiến sẽ được bù đắp bởi kết quả vượt trội từ mảng sữa – xu hướng mà chúng tôi kỳ vọng sẽ duy trì và trở thành động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất trong thời gian tới. Ngoài ra, QNS giữ vững bảng cân đối kế toán lành mạnh, tạo dư địa cho đầu tư mở rộng và duy trì mức cổ tức hấp dẫn.

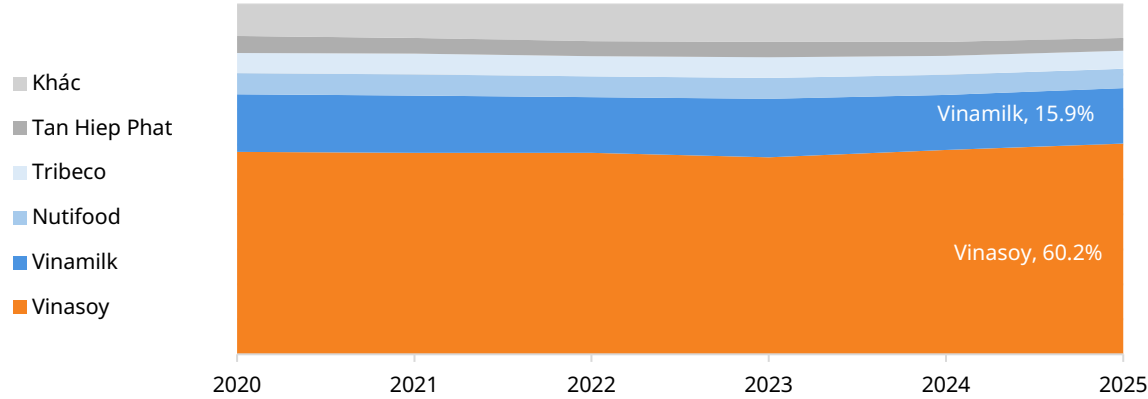


FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	8,255	10,021	10,243	9,932	10,420	11,425
LN HĐKD (tỷ đồng)	1,359	2,154	2,381	1,917	2,330	2,581
Biên LN HĐKD (%)	16.5	21.5	23.2	19.3	22.4	22.6
LN trước thuế (tỷ đồng)	1,505	2,447	2,645	2,162	2,505	2,772
LN R (tỷ đồng)	1,287	2,183	2,377	1,936	2,243	2,482
EPS (VND)	4,226	6,117	6,465	5,266	6,102	6,751
ROE (%)	17.2	25.4	23.8	18.5	19.3	19.1
P/E (x)	10.7	7.4	7.0	8.6	7.4	6.7
P/B (x)	2.2	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	10,266	12,053	13,808	14,580	15,771	17,370
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	7,465	8,581	10,002	10,467	11,607	12,986

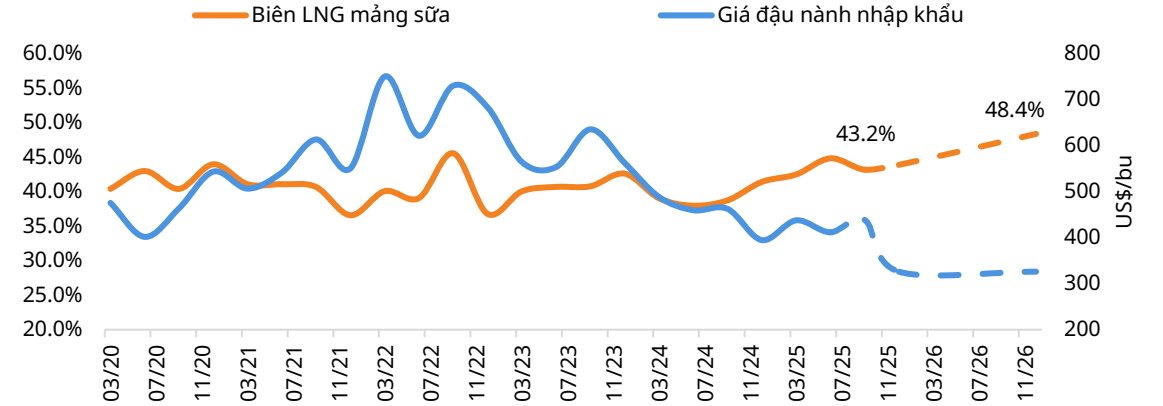
Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

CTCP Đường Quảng Ngãi (UPCoM: QNS)

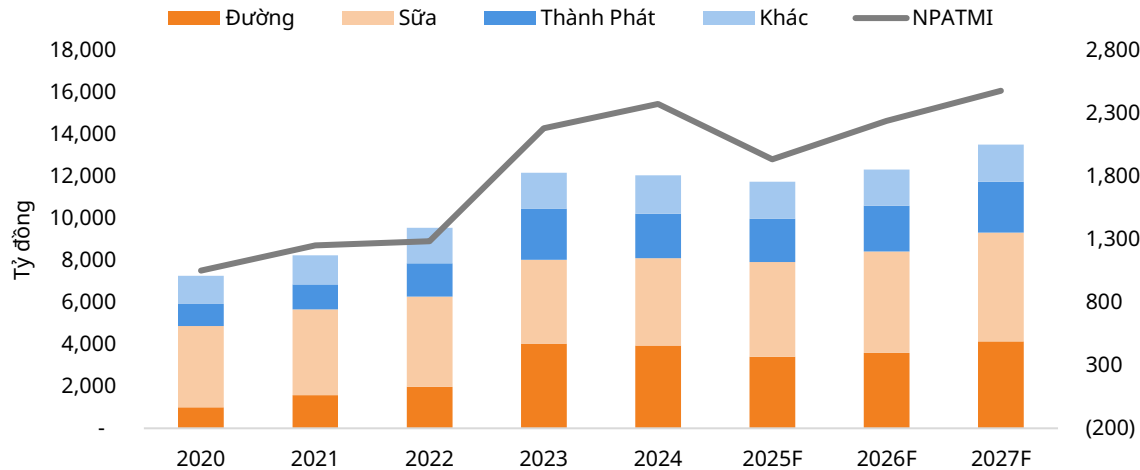
Vị thế vững chắc trên thị trường sữa thực vật Việt Nam



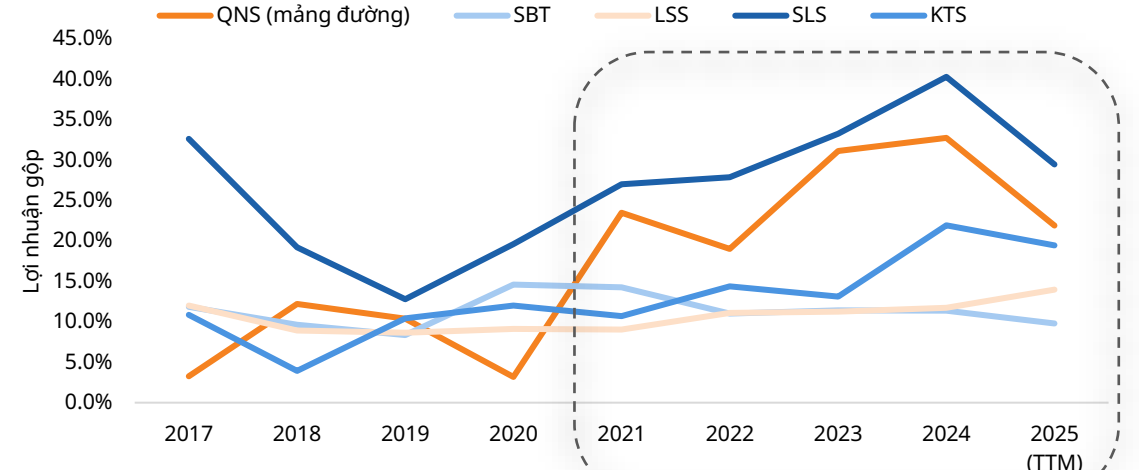
Kỳ vọng biên LNG mẫn sữa FY26F mở rộng +4.5%p svck



LNST FY26F dự kiến phục hồi +15.9% svck, sau mức giảm 18.5% svck trong FY25F



QNS duy trì tỷ suất lợi nhuận mẫn đường cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: QNS, FiinPro, World Bank, Mirae Asset Vietnam



Cân bằng giữa hiệu quả & quy mô

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

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	99,500
Thị giá (02/12/25)	80,000
Lợi nhuận kỳ vọng	24%

LNST (26F, tỷ đồng)	7,114
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	12.8
P/E (26F, x)	16.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	118,277
SL cổ phiếu (triệu)	1,478
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	46.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	45,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	87,900
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-3.1 29.7 32.5
Tương đối	-7.9 1.7 -4.8

Điểm nhấn đầu tư

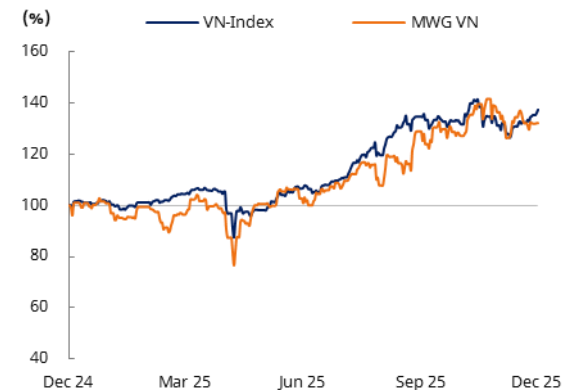
Hiệu quả chi phí cải thiện đáng kể trong 9T2025, với tỷ lệ SG&A giảm còn 15.2% doanh thu (so với 19% năm 2023 và 17% năm 2024) nhờ đóng các cửa hàng có suất đầu tư/khấu hao cao và tinh giản nhân sự tại TGDĐ-ĐMX. Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định nhờ đẩy mạnh hợp tác trực tiếp với các nhà sản xuất thay vì qua trung gian, giúp chủ động hơn về giá và biên lợi nhuận. Nhờ hai yếu tố trên, biên LNHD đã cải thiện lên 4.4% trong 9T2025 (so với mức 1.6%-4.2% năm 2024).

Tăng trưởng duy trì hai chữ số: Doanh thu tăng 14% CK trong 9T2025, kết hợp với biên lợi nhuận cải thiện đã giúp lợi nhuận ròng tăng 73% CK. Tháng 10/2025 tiếp tục duy trì đà tích cực với doanh thu tăng 9% MoM và +28% CK. Chi tiết các mảng góp phần chính vào kết quả kinh doanh:

- **TGDĐ + ĐMX:** Doanh thu mảng thiết bị điện tử 10T2025 đạt 128.3 nghìn tỷ đồng (+15.2% CK). Động lực tăng trưởng đến từ (1) chiến lược thu hút khách hàng hiệu quả hơn như giá cạnh tranh, trả góp 0%, dịch vụ hậu mãi; và (2) áp lực cạnh tranh giảm từ các cửa hàng nhỏ lẻ khi Nhà nước siết kiểm soát hàng xách tay, tăng cường quản lý thuế và các sản phẩm giảm khuyến mại và nâng mức phí hoa hồng. Điều này làm giảm lợi thế giá của cửa hàng tiểu ngạch, giúp MWG gia tăng thị phần.
- **BHX:** Doanh thu 10T2025 đạt 38.5 nghìn tỷ đồng (+13.7% CK), với 600 cửa hàng mở mới kể từ đầu năm (+34%), trong đó khoảng 50% tại miền Trung. Do lưu lượng khách thấp hơn so với miền Nam, doanh thu bình quân/cửa hàng/tháng giảm từ 2.08 tỷ (T12/2024) xuống 1.74 tỷ (T10/2025). Tín hiệu tích cực là BHX đã duy trì lãi ròng 6 quý liên tiếp, với biên LNR Q3/2025 ước tính khoảng 2.5%, cho thấy doanh số cửa hàng hiện hữu ổn định và chi phí mở mới được kiểm soát tốt, không ảnh hưởng đến lợi nhuận tổng thể.

Triển vọng: Đà tăng trưởng năm 2025 dự kiến tiếp tục sang 2026, dù doanh thu mảng thiết bị điện tử được kỳ vọng chậm lại còn +5.2% CK khi mức tăng mạnh trong 2025 đã phản ánh vào mức nền so sánh. Đối với BHX, doanh thu FY26F dự kiến tăng mạnh +42% CK, nhờ đóng góp từ các cửa hàng mở mới năm 2025 và dự phóng mở thêm 800 cửa hàng tại miền Bắc trong 2026 (+34% so với số cửa hàng 10/2025). Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận hoạt động giảm từ 4.3% (FY25F) xuống 3.9% (FY26F) do chi phí mở rộng ban đầu, trước khi phục hồi trong FY27F. Lợi nhuận ròng dự kiến tăng +13%/+30% CK trong FY26F/FY27F, so với tốc độ tăng trưởng doanh thu +17%/+20% CK.

Định giá: Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với MWG với giá mục tiêu 99,500 đồng, dựa trên mô hình FCFE đã cập nhật sang năm 2026F. Mức giá mục tiêu tương ứng +1 độ lệch chuẩn so với mức trung vị 5 năm, phản ánh kỳ vọng tăng trưởng mạnh giai đoạn 2026-2028.

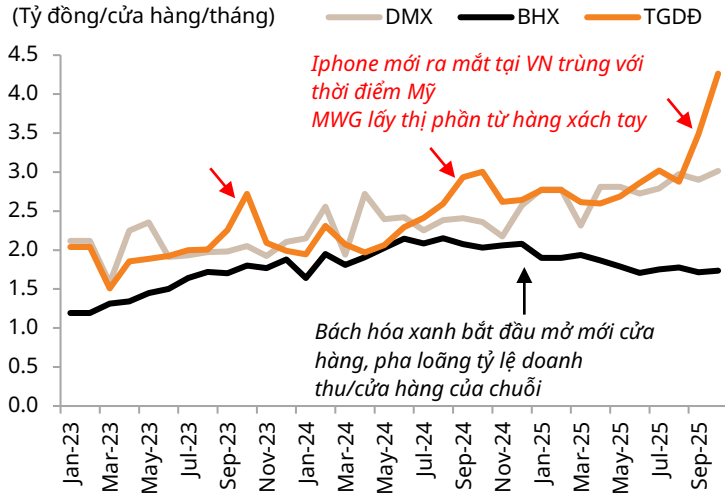


FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	133,405	118,280	134,341	151,448	177,224	212,466
LNHD (tỷ đồng)	6,624	328	4,032	6,539	6,958	9,385
Biên LNHD (%)	5.0	0.3	3.0	4.3	3.9	4.4
LNR (tỷ đồng)	4,100	168	3,722	6,306	7,114	9,278
EPS (VND)	2,802	115	2,547	4,262	4,808	6,270
ROE (%)	17.1	0.7	13.2	19.0	18.4	19.9
P/E (x)	28.6	697.8	31.4	18.8	16.6	12.8
P/B (x)	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	55,834	60,111	70,438	82,187	95,832	113,128
VCSH (tỷ đồng)	23,933	23,360	28,122	33,131	38,765	46,564

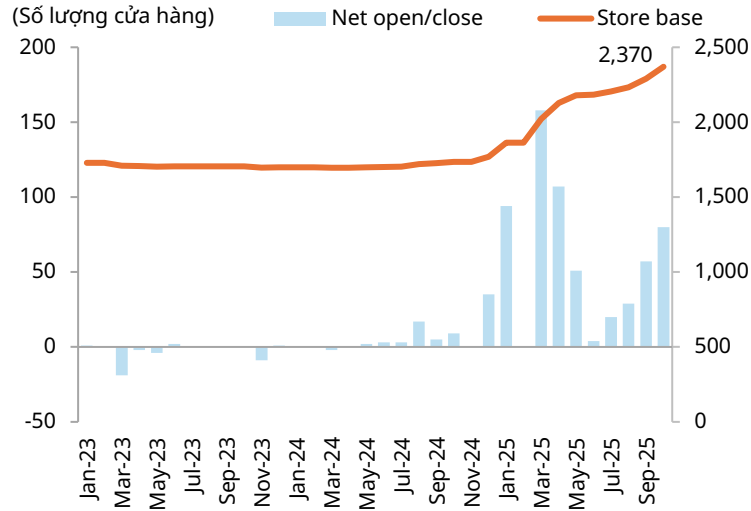
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HOSE: MWG)

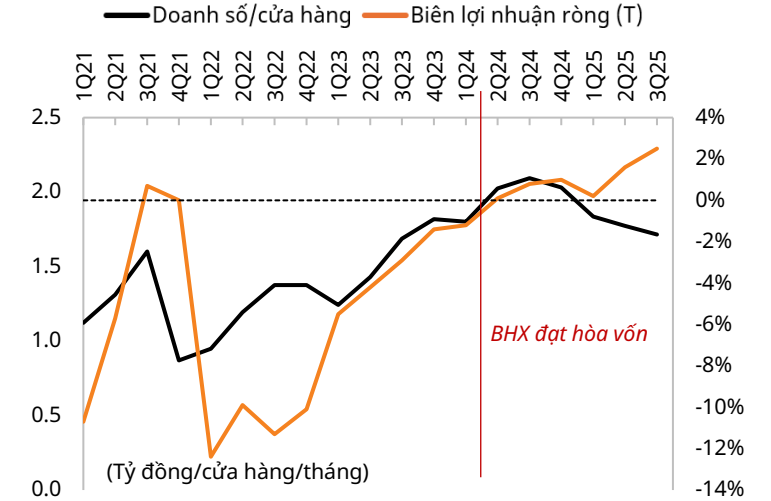
Doanh thu hàng tháng của các chuỗi cửa hàng chính



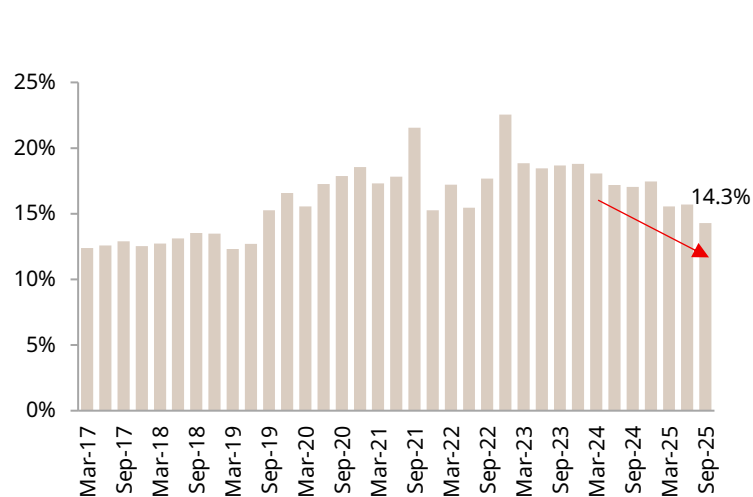
Tốc độ mở mới cửa hàng của Bách hóa xanh



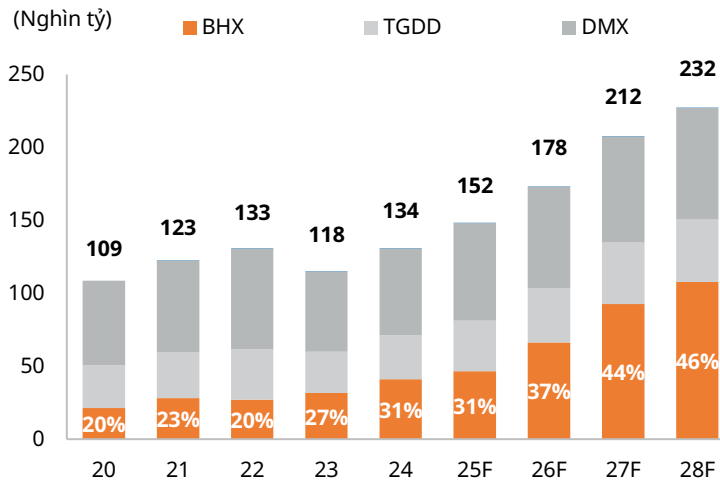
Tương quan giữa doanh số/cửa hàng và biên LN của BHX



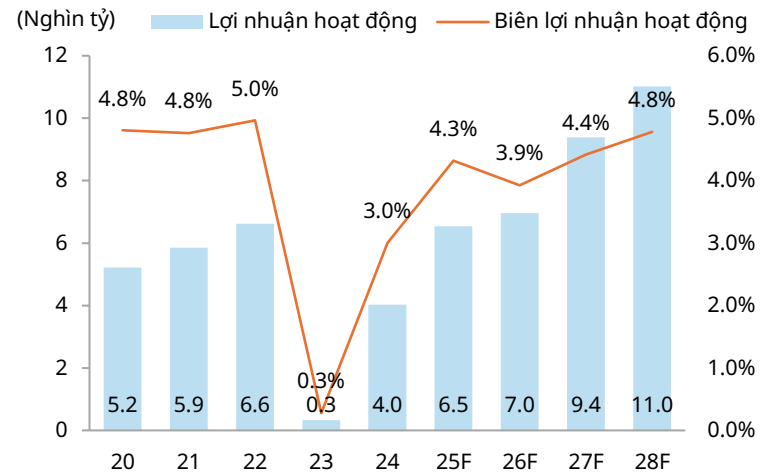
Xu hướng chi phí SG&A/doanh thu



Dự phóng tăng trưởng doanh thu 2025-2028F



Dự phóng lợi nhuận hoạt động và biên lợi nhuận



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí – Làn sóng đầu tư thượng nguồn

Thặng dư cung hạ triển vọng giá dầu

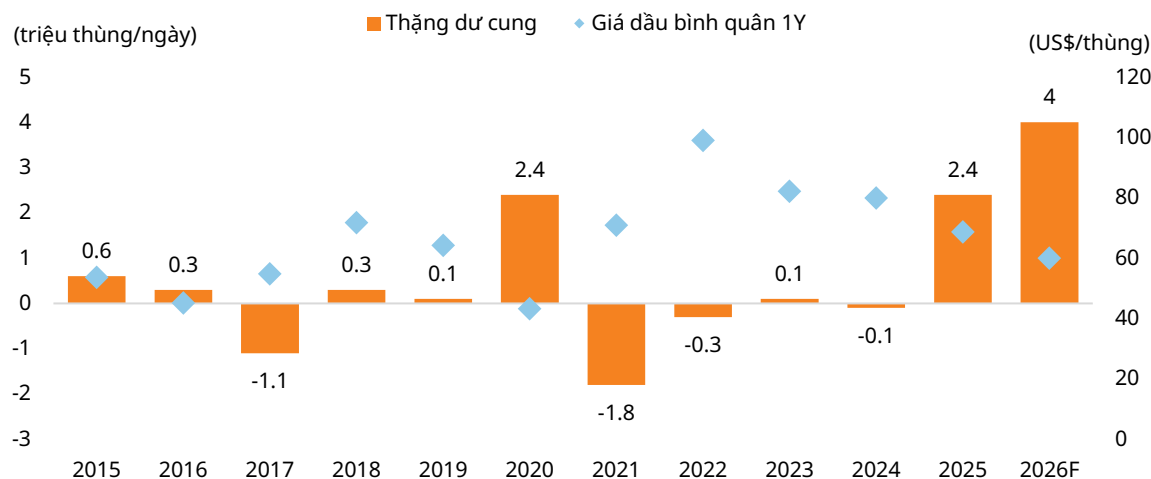
Theo Tổ chức Năng lượng Quốc tế (IEA), nhu cầu dầu toàn cầu 2025 tiếp tục chứng lại ở mức 103.8 triệu thùng/ngày (+0.9% CK), trong bối cảnh chính sách thuế thương mại từ Mỹ đang trực tiếp gây sức ép lên nền kinh tế toàn cầu và đặc biệt là Trung Quốc – thị trường tiêu thụ lớn thứ 2 thế giới, vốn đang đối mặt với nhiều khó khăn nội tại. Trong khi đó, ở phía cung, nhóm OPEC+ cũng dần đảo ngược lại các đợt cắt giảm trong 2 năm trở lại đây, với việc khôi phục nguồn cung 2.8 triệu thùng dầu – ~70% sản lượng cắt giảm trong kế hoạch 2023. Bên cạnh đó, Mỹ liên tiếp mở rộng nguồn cung với sản lượng ước tính 20.7 triệu thùng (+2.5% CK) – đạt mức cao nhất từ trước đến nay, và nối dài chuỗi tăng kể từ 2020. Việc nguồn cung liên tiếp được bơm mạnh trên thị trường với tổng sản lượng sản xuất đạt 106.2 triệu thùng/ngày (+3.5% CK), cùng với nhu cầu có phần âm ảm, trạng thái dư cung đã trở thành bức tranh chủ đạo và gây sức ép trực tiếp lên giá dầu trong phần lớn năm 2025. Giá dầu bình quân ghi nhận giảm gần 14% CK bất chấp những căng thẳng xung đột địa chính trị vẫn duy trì.

Trong năm 2026, tình trạng dư cung vẫn sẽ tiếp diễn, và được dự phóng đạt mức cao nhất từ trước tới nay với khoảng 4 triệu thùng dầu/ngày (+66% CK) khi nhu cầu tiêu thụ vẫn tiếp tục trầm lắng – dự báo chỉ tăng nhẹ 0.7 triệu thùng CK. Theo đó, chúng tôi nhận thấy phần lớn thị trường đều được ra mức dự báo thấp hơn cho giá dầu trong 2026 – dao động quanh 60-65 USD/thùng, thấp hơn đáng kể so với mức dự báo đầu năm 2024 ở quanh 70-75 USD/thùng và giá bình quân 69 USD/thùng trong năm 2025.

Đi ngược cơn gió đồng

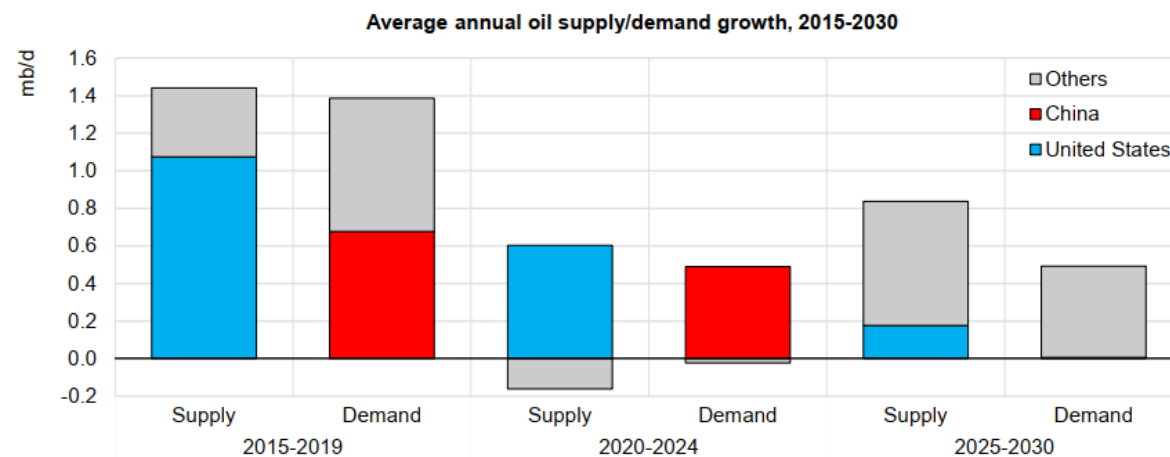
Mặc dù vậy, quay trở lại với các doanh nghiệp niêm yết, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với các DN hoạt động trong lĩnh vực thượng nguồn, dịch vụ (PVS, PVD, PVT), dựa trên: 1) giá dầu vẫn tiếp tục duy trì trên ngưỡng khai thác hòa vốn – quanh 55 USD/thùng; 2) bức tranh đầy triển vọng về hoạt động thăm dò và khai thác tại thị trường trong nước với những dự án lớn đang và sắp được triển khai. Trái ngược với sự tích cực này, chúng tôi thận trọng với triển vọng của các nhóm phân khúc hạ nguồn bao gồm GAS, PLX, OIL bởi những thách thức hiện hữu mà nhóm này vẫn đang đối mặt (rủi ro ngành) như là việc phần lớn các dự án LNG (từ kho cảng đến nhà máy điện) sẽ khó hoàn thành kịp tiến độ theo Quy hoạch Điện VIII do vướng pháp lý, hay câu chuyện ngành xăng dầu đang bị cạnh tranh đáng kể bởi làn sóng “thay thế” xanh.

Áp lực dư cung tiếp tục duy trì, kéo theo sự suy giảm triển vọng giá dầu



Nguồn: IEA, Bloomberg, Mirae Asset Research

Tăng trưởng nhu cầu đạt đỉnh, trong khi nguồn cung vẫn tiếp tục được mở rộng



Nguồn: IEA forecast, Mirae Asset Research

Dầu khí – Làn sóng đầu tư thượng nguồn (tt.)

Kim chỉ nam từ Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP

Chính phủ vừa ban hành Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP, tạo ra bước ngoặt pháp lý quan trọng khi trao quyền tự quyết cho Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) đối với một số quy trình phê duyệt vốn trước đây thuộc thẩm quyền của Bộ Công Thương. Chúng tôi cho rằng chính sách mang tính "cởi trói" và được kỳ vọng sẽ rút ngắn đáng kể thời gian triển khai các dự án thăm dò & khai thác, đặc biệt đối với các dự án nhỏ. Trên thực tế, trước đây, chỉ cần phát sinh thay đổi nhỏ về suất đầu tư (do lạm phát, giá nguyên vật liệu tăng) hoặc kỹ thuật đều phải trình Bộ Công Thương phê duyệt lại, quy trình này có thể kéo dài từ 6-12 tháng, và làm lỡ "thời điểm vàng" khai thác. Trong khi đó với khung pháp lý mới, PVN có thể ra quyết định trong điều kiện tổng vốn đầu tư thay đổi trong biên độ 10%. Chúng tôi cho rằng sự thay đổi này sẽ là chất xúc tác cho phần lớn dự án khí trong nước (trừ các dự án trọng điểm) khi nguồn cung khai thác đang suy giảm nhanh do đã ở nửa sau của vòng đời dự án.

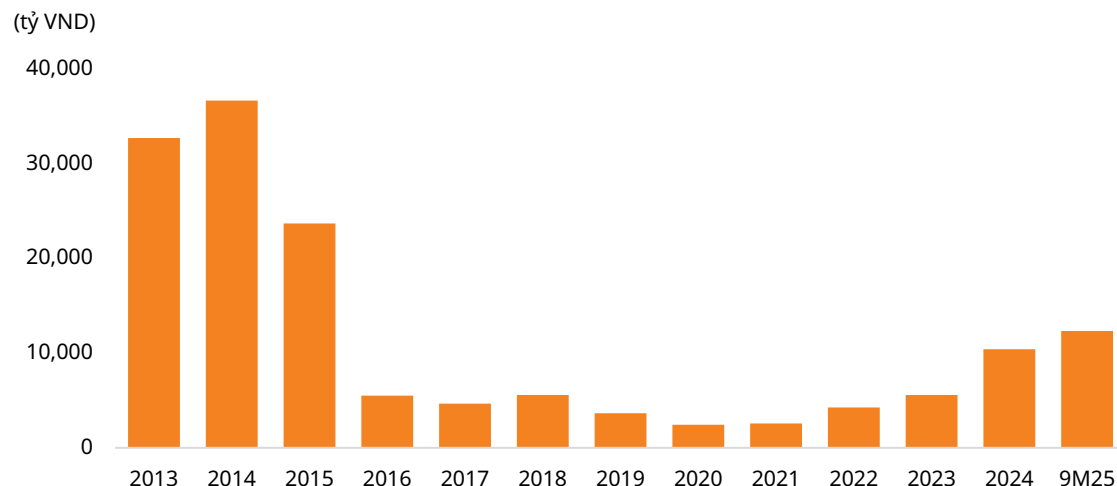
Giai đoạn tăng trưởng mới đến từ các dự án nội địa

Nhờ giá dầu Brent duy trì ở vùng cao, nhiều dự án đã vượt qua điểm hòa vốn, qua đó tái kích hoạt làn sóng đầu tư sau giai đoạn dài ngủ đông. Đầu tư thượng nguồn tại Việt Nam đã phục hồi mạnh kể từ đáy năm 2020. Giá trị thực hiện đầu tư thượng nguồn năm 2024 của PVEP đã tăng gấp 4 lần so với thời điểm 2020, hơn 10,382 tỷ đồng được giải ngân. Trong khi đó, 9T2025, con số này đã đạt mức 12,316 tỷ đồng, khi đưa các dự án Kinh Ngư Trắng – Kinh Ngư Trắng Nam, Đại Hùng pha 3, Hải Sư Vàng vào khai thác.

Chúng tôi cho rằng lượng giải ngân đầu tư sẽ tiếp tục gia tăng mạnh trong thời gian tới khi ước tính tổng vốn đầu tư tại các dự án dầu khí trọng điểm đã công bố đến 2028 sẽ đạt khoảng 10.8 tỷ USD. Hiện tại, các dự án như Sư Tử Trắng 2B, Lạc Đà Vàng, và Lô B đều đang đặt mục tiêu đón dòng sản phẩm đầu tiên vào giai đoạn 2H26-2027. Trong giai đoạn 2025-2027, chúng tôi ước tính sẽ có ít nhất 3.1 tỷ USD được trực tiếp giải ngân tập trung vào các công trình thượng nguồn.

Sự bùng nổ trở lại của hoạt động E&P là tín hiệu tích cực đối với các nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn, bao gồm các nhà thầu EPCI, đơn vị giàn khoan và các công ty dịch vụ kỹ thuật liên quan (PVS, PVD). Khối lượng công việc lớn được xem như động lực tăng trưởng mới cho các DN. Trong đó, chúng tôi đánh giá PVS là cái tên nổi bật với tiềm năng vượt trội. Theo thông tin công bố, PVS đã trúng thầu phần lớn các gói thi công hạ tầng quan trọng tại các dự án trọng điểm, với tổng giá trị hợp đồng ròng theo ước tính lên đến 1.5 tỷ USD.

Giá trị đầu tư thượng nguồn (PVEP) đang tiến về mốc "hoàng kim"



Nguồn: PVEP, Mirae Asset Research

Danh mục dự án thượng nguồn triển khai đến 2030

STT	Dự án	Trữ lượng	Vốn đầu tư	Vận hành
1	Lạc Đà Vàng	~100tr thùng dầu	~693 triệu USD	Q4/2026
2	Sư Tử Trắng 2B	17 tỷ m ³ khí 74tr thùng dầu	~1.3 tỷ USD	Q3/2026
3	Block B	95-110 tỷ m ³ khí 12.65tr thùng condensate	~12.8 tỷ USD	Q3/2027
4	Thiên Nga – Hải Âu	~10.03 tỷ m ³ khí	349 triệu USD	Q4/2026
5	Nam Du – U Minh	~5.6 tỷ m ³	750 triệu USD	2028
6	Khánh Mỹ – Đầm Dơi	~4.03 tỷ m ³ khí	N/A	Q4/2027
7	Cá Voi Xanh	~150-248 tỷ m ³ khí	~10 tỷ USD	2030
8	Kèn Bầu	200-250 tỷ m ³ khí 400-500tr thùng condensate	N/A	2030
9	Báo Vàng – Báo Đen	~58.3 tỷ m ³ khí	~1.3 tỷ USD	2030

Nguồn: PVN, Mirae Asset Research

Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)

Dầu khí – Dịch vụ

Sự đóng góp của các dự án dầu khí dẫn dắt tăng trưởng

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	41,100
Thị giá (02/12/25)	32,800
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (26F, tỷ đồng)	1,755
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	12
P/E (26F, x)	8,9

Vốn hóa (tỷ đồng)	16,775
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	511
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	40.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	13.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	36,449

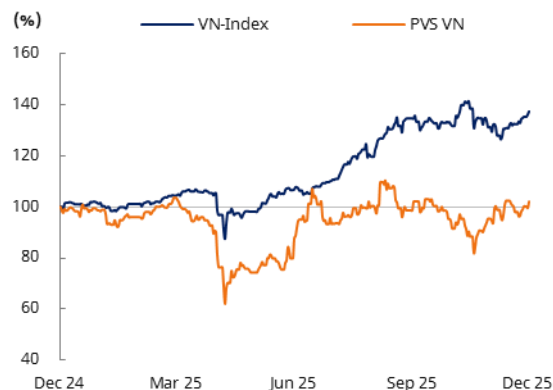
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	7.0	8.0	2.3
Tương đối	2.3	-20.0	-34.9

Điểm nhấn đầu tư

Mảng M&C tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng: PVS công bố KQKD ấn tượng với DTT đạt 9,629 tỷ đồng (2x svck; +30% svQ2) và LNR đạt 324 tỷ đồng (+140% svck; -9.6% svQ2) trong Q3/2025. 9T2025, doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 23,002 tỷ đồng (+63% svck) và 1,014 tỷ đồng (+61% svck). Trong đó, mảng gia công cơ khí (M&C) tiếp tục khẳng định vai trò trụ cột đóng góp hơn 15,305 tỷ đồng (+125% svck) vào tổng doanh thu, chủ yếu nhờ bàn giao toàn bộ dự án điện gió ngoài khơi Greater Changhua 2B&04 và ghi nhận một phần dự án Block B Ô Môn (EPCI#1, EPCI#2 và EPC tuyến ống bờ) và EPCI Lạc Đà Vàng. Ngoài ra, sự tăng trưởng của lợi nhuận ròng cũng được dẫn dắt bởi phần lãi đột biến 795 tỷ đồng (2x svck) ở thu nhập tài chính, chủ yếu là lãi tỷ giá. Trong Q4, dự kiến lãi tỷ giá sẽ tiếp tục được ghi nhận như một phần lợi nhuận đột biến của PVS trong bối cảnh tỷ giá USD/VND đang chịu áp lực đáng kể trong thời gian qua, và PVS cho biết họ chỉ mới ghi nhận khoảng 60% lãi tỷ giá trong 10T2025, phần 40% còn lại sẽ được ghi nhận trong Q4.

Tiến độ bàn giao được đẩy mạnh trong Q4/2026: Tính đến tháng 8/2025, tiến độ của các gói thầu lớn EPCI#1, EPCI#2 và EPC tuyến ống bờ ghi nhận đạt lần lượt 30%, 55% và 30% – tương đương 37% tiến độ tổng thể xét trên tổng giá trị hợp đồng của PVS. Điều này tương ứng hơn 10,000 tỷ đồng trong tổng giá trị 27,500 tỷ đồng có thể ghi nhận vào kết quả kinh doanh của PVS. Tính đến hết 9 tháng 2025, PVS đã ghi nhận 8,936 tỷ đồng (năm 2023: 4,133 tỷ; 9T2025: 4,803 tỷ). Ngoài ra, chúng tôi cũng ghi nhận trong Q4 này, PVS đã bàn giao hoàn toàn dự án Baltical 2, khối thượng tầng của các nhà giàn dự án lô B. Trong phần còn lại của 2025, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PVS sẽ tiếp tục cải thiện đáng kể, được thúc đẩy bởi ghi nhận khối lượng lớn doanh thu từ các dự án như Block B, đặc biệt khi cuối năm thường là giai đoạn PVS đẩy mạnh ghi nhận các dự án đang triển khai.

2026F – điểm rơi lợi nhuận: Dựa trên danh mục các dự án đang được triển khai, chúng tôi cho rằng năm 2026 sẽ là điểm rơi lợi nhuận quan trọng của PVS. Trong đó, mảng M&C – động lực tăng trưởng chủ chốt – được dự phóng đạt đỉnh với doanh thu 31,238 tỷ đồng (+7% svck), nhờ việc bàn giao hàng loạt các dự án trọng điểm. Đáng chú ý, phần lớn giá trị ghi nhận đến từ các công trình dầu khí ngoài khơi trong nước (76% tổng doanh thu ghi nhận) như Lô B và Lạc Đà Vàng. Kết quả, doanh thu và LNST hợp nhất trong năm 2026 được dự báo lần lượt đạt 42,913 tỷ đồng (+7.8% svck) và 1,963 tỷ đồng (+12.2% svck), thiết lập mức cao kỷ lục trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy rằng sau 2026 – thời điểm NQ 66.6/2025/NQ-CP được áp dụng, khả năng sẽ tiếp tục kích hoạt các làn sóng đầu tư, cũng như mở rộng các dự án dầu khí trong nước, khi PVN được cấp nhiều thẩm quyền hơn trong việc phê duyệt/điều chỉnh các kế hoạch đầu tư – vốn trước đây thuộc thẩm quyền của Bộ Công Thương.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	16,366	19,374	23,770	39,805	42,913	37,568
LNHĐ (tỷ đồng)	107	-13	-265	587	856	483
Biên LNHĐ (%)	0.7	-0.1	-1.1	1.5	2.0	1.3
LNR (tỷ đồng)	989	1,026	1,070	1,563	1,755	1,539
EPS (VND)	2,070	2,148	2,238	3,271	3,671	3,219
ROE (%)	8.2	8.0	8.9	11.1	11.2	8.7
P/E (x)	10.0	17.4	15.1	9.9	8.9	10.1
P/B (x)	0.8	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	25,924	26,416	34,077	37,446	39,681	39,297
VCSH (tỷ đồng)	13,055	13,544	14,740	16,476	18,439	20,119

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Sự cải thiện tích cực của biên lợi nhuận

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	47,300
Thị giá (02/12/25)	34,850
Lợi nhuận kỳ vọng	36%

LNST (26F, tỷ đồng)	3,726
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	18
P/E (26F, x)	12.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	44,280
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,271
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	9.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	15.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	30,950
Cao nhất 52 tuần (VND)	44,550

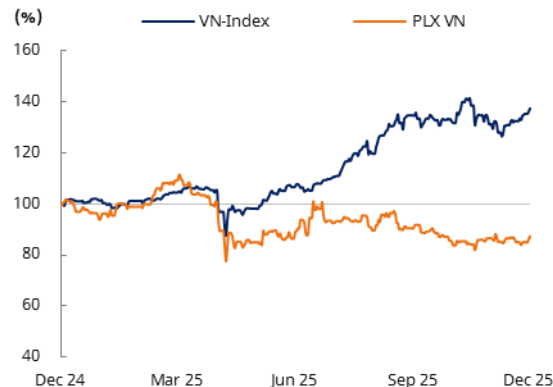
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.9	-3.5	-12.3
Tương đối	-3.9	-31.4	-49.6

Điểm nhấn đầu tư

Tăng tốc sản lượng tạo sức bật cho tăng trưởng: Trong Q3/2025, PLX ghi nhận doanh thu tăng trưởng ấn tượng đạt 83,655 tỷ đồng (+30% svck; +9.3% sv Q2), trong đó chủ yếu đến từ sự gia tăng nguồn thu từ hoạt động tạm nhập tái xuất, và đáng chú ý hơn là sản lượng tiếp tục được mở rộng với mức tăng 12% svck. Sự tăng trưởng tiêu thụ này được xem là bất ngờ và vượt kỳ vọng mức dự phóng ban đầu của chúng tôi chỉ khoảng 8.4% ngay trong bối cảnh thị trường chung bị cạnh tranh gay gắt và xu hướng chuyển dịch xanh diễn ra mạnh mẽ. 6T2025, sản lượng tiêu thụ cả nước ghi nhận giảm xuống còn 12.6 triệu m³/tấn (-4.5% svck). Chi phí SG&A tiếp tục được cải thiện thông qua việc mở rộng kênh COCO (~-4.8% doanh thu; -77bps svck), đã góp phần mở rộng đáng kể biên LNHH lên mức 0.6% so với mức lỗ -0.2% trong Q3/2024. Sau cùng, với việc duy trì tăng trưởng sản lượng trong môi trường giá ổn định và chuyển đổi cơ cấu khách hàng, tổng lợi nhuận ròng ghi nhận tăng mạnh lên 611 tỷ đồng (9x svck). Sự cải thiện vững chắc trong Q2-Q3/2025 đã giúp doanh thu 9T2025 tăng lên 228,031 tỷ đồng (+7% CK), bất chấp giá xăng dầu trong nước giảm CK. Trong khi đó, lợi nhuận ròng 9T2025 giảm 10% CK, chủ yếu do khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho lớn ở mức 162 tỷ đồng (gấp 6 lần CK). Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2025 lần lượt đạt 82% và 67% dự báo cả năm của chúng tôi.

Chờ đợi sự tăng giá từ nghị định mới được thông qua: Dự thảo nghị định mới về kinh doanh xăng dầu đã được chỉnh sửa đến lần thứ bảy kể từ đầu năm 2023. Ngoài việc chi tiết hóa các điều kiện kinh doanh, dự thảo mới đây cũng đã mang lại cơ chế cho phép điều chỉnh chi phí định mức theo CPI - vốn đã bị loại bỏ trong ba phiên bản gần nhất. Chúng tôi cho rằng việc khôi phục cơ chế này cho thấy Chính phủ vẫn giữ lại một phần quyền kiểm soát giá bán, thay vì trao toàn quyền tự chủ cho doanh nghiệp. Mục tiêu của điều này là nhằm kiểm soát lạm phát (CPI), vốn dự kiến sẽ gia tăng khi Việt Nam tiến gần mức tăng trưởng hai con số. Mặc dù khó có thể định lượng chính xác toàn bộ tác động lên kết quả kinh doanh (KQKD), chúng tôi vẫn duy trì quan điểm rằng những cải cách này sẽ mang lại ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận doanh nghiệp, như đã đề cập trong các BC trước đây.

Triển vọng: Trong năm 2025, chúng tôi vẫn duy trì dự phóng ban đầu với doanh thu đạt 278,024 tỷ đồng (-2.1% svck) và lợi nhuận ròng đạt 3,153 tỷ đồng (+9.1% svck), được hỗ trợ bởi diễn biến giá Brent ổn định và quản lý chi phí hiệu quả. Bên cạnh đó, PLX được kỳ vọng sẽ tận dụng tối đa vị thế thị phần để thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận bền vững trong giai đoạn tới, với dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng 2026 ở mức lần lượt đạt 293,573 tỷ đồng (+5.6% CK) và 3,726 tỷ đồng (+18% CK); ứng CAGR FY25-30 đạt 5.2% cho doanh thu và 13.5% cho lợi nhuận ròng. Đáng chú ý, kết quả thực tế có thể vượt dự báo nếu nghị định mới được chính thức ban hành và đưa vào áp dụng.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	304,064	273,979	284,017	278,024	293,573	309,171
LNHH (tỷ đồng)	997	2,175	2,793	3,005	3,705	4,359
Biên LNHH (%)	0.3	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4
LNR (tỷ đồng)	1,450	2,834	2,890	3,153	3,726	4,236
EPS (VND)	1,122	2,190	2,233	2,437	2,879	3,274
ROE (%)	6.8	10.8	10.8	11.5	12.8	13.6
P/E (x)	26.7	15.2	14.8	14.8	12.6	11.0
P/B (x)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	74,476	79,676	81,275	84,337	88,615	93,116
VCSH (tỷ đồng)	27,783	29,202	29,308	30,822	32,974	35,696

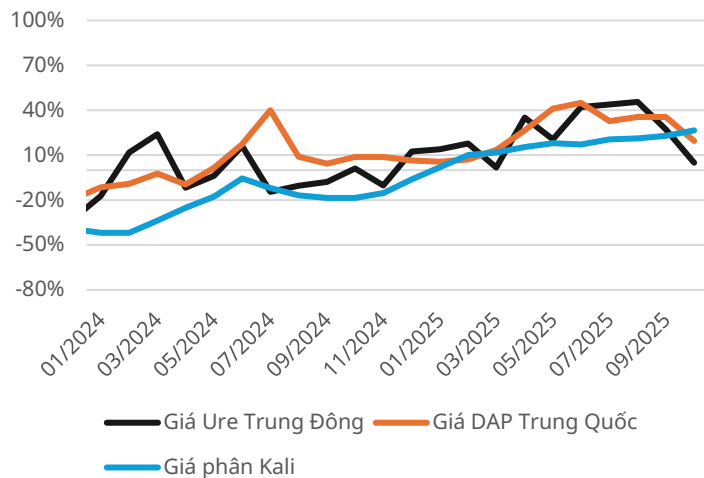
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Phân bón - Tái định hình dưới tác động địa chính trị

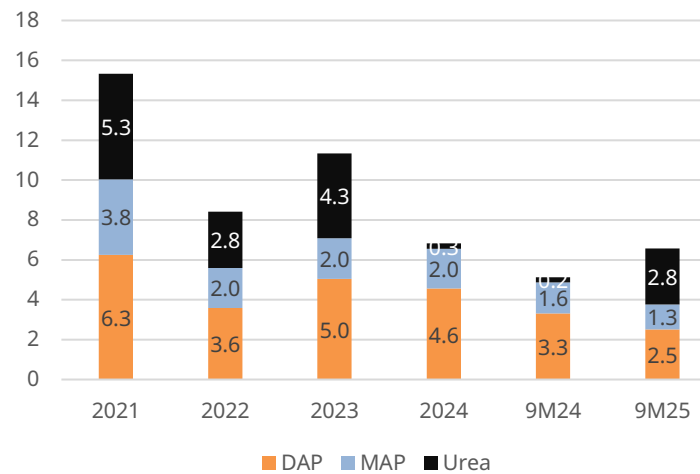
Giá phân bón thế giới tăng cao mở ra triển vọng cho các doanh nghiệp phân bón Việt Nam

- Giá phân bón thế giới đã tăng mạnh kể từ đầu năm 2025, phản ánh nhu cầu duy trì ở mức cao, các hạn chế thương mại kéo dài và gián đoạn nguồn cung — đặc biệt trong mảng urê, vốn chịu ảnh hưởng từ căng thẳng địa chính trị leo thang tại Trung Đông và chính sách hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc trong nửa đầu năm 2025. Tính đến quý 3/2025, chỉ số giá phân bón của World Bank đã tăng 28% CK và 14% so với quý trước.
- Theo dữ liệu hải quan, xuất khẩu phân bón của Trung Quốc đã tăng mạnh kể từ quý 3/2025 sau khi chính phủ nới lỏng một phần các biện pháp hạn chế nhằm ổn định giá nội địa và đảm bảo an ninh lương thực. Trong quý 3/2025, Trung Quốc xuất khẩu khoảng 2.74 triệu tấn urê (so với 120,000 tấn cùng kỳ năm trước), 1.92 triệu tấn DAP (+7% CK) và 0.99 triệu tấn MAP (+55% CK). Tuy nhiên, Trung Quốc đã tái áp đặt hạn chế xuất khẩu phân bón vào giữa tháng 10, có thể đẩy giá phân bón tăng trong quý 4/2025.
- Tác động của yếu tố địa chính trị tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc định hình thị trường phân bón toàn cầu, bao gồm:
 - Diễn biến căng thẳng tại Trung Đông, có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng;
 - Tiến triển của tiến trình hòa bình Nga-Ukraine, ảnh hưởng đến lưu thông và hoạt động xuất nhập khẩu phân bón và chi phí nguyên liệu đầu vào;
 - Chính sách xuất khẩu của Trung Quốc, khi việc nới lỏng hoặc siết chặt hơn nữa sẽ đóng vai trò quyết định trong việc cân bằng cung-cầu và giá phân bón thế giới.
 - Theo dữ liệu của Ngân hàng Thế giới, một số chi phí đầu trong sản xuất phân urê sẽ không tăng mạnh. Trong năm 2026, giá dầu thô Brent được dự phóng sẽ giảm về mức thấp nhất trong 5 năm là 60 USD/thùng, từ mức 68 USD/thùng của năm 2025. Tuy nhiên, giá khí đốt tự nhiên sẽ phân hóa theo từng khu vực, với khả năng tăng dự kiến tại thị trường Mỹ, trái ngược với dự báo suy giảm ở châu Âu và châu Á.
- Chúng tôi kỳ vọng giá phân bón toàn cầu sẽ duy trì ở mức cao trong quý 4/2025 và nửa đầu 2026, tạo môi trường thuận lợi cho các nhà sản xuất phân bón Việt Nam tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh và biên lợi nhuận cao trong giai đoạn này.

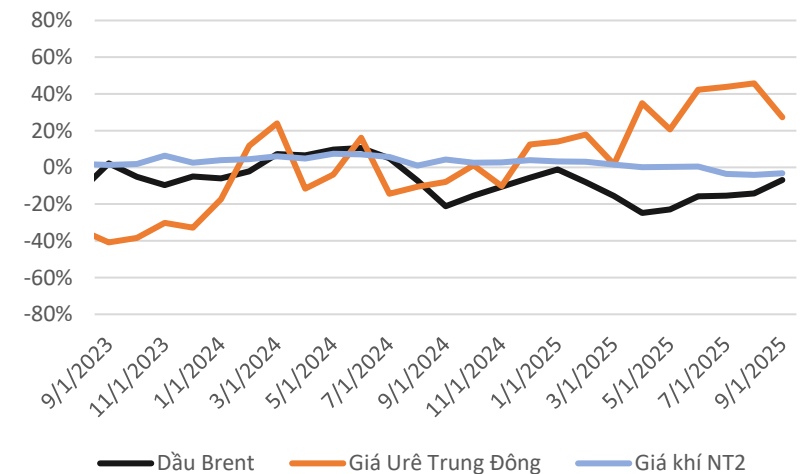
% Tăng trưởng giá phân bón theo loại



Sản lượng xuất khẩu phân bón của Trung Quốc (triệu tấn)



Tăng trưởng giá (% CK) của Ure Trung Đông, giá dầu Brent và giá khí NT2



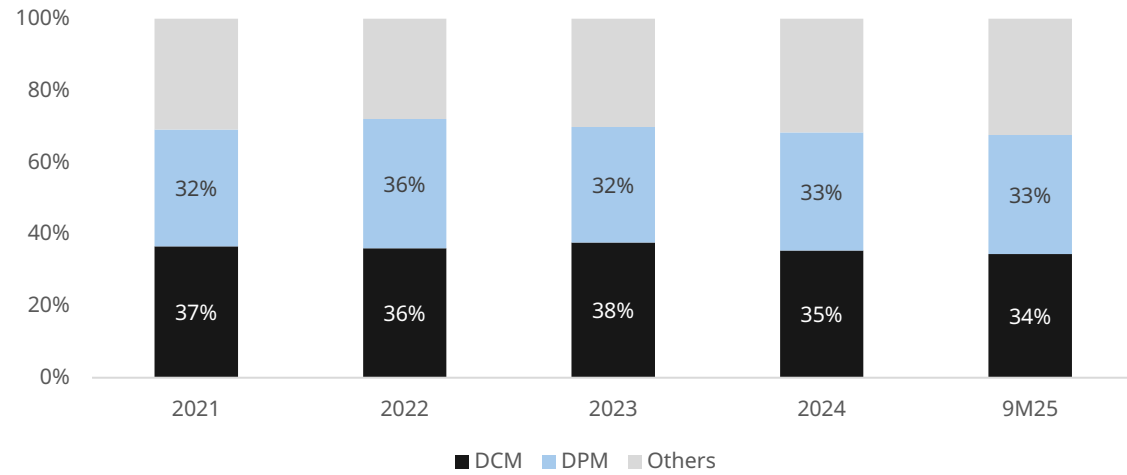
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Nguồn: Cục hải quan Trung Quốc, Mirae Asset Vietnam Research

Nguồn: Bloomberg, NT2, Mirae Asset Vietnam Research

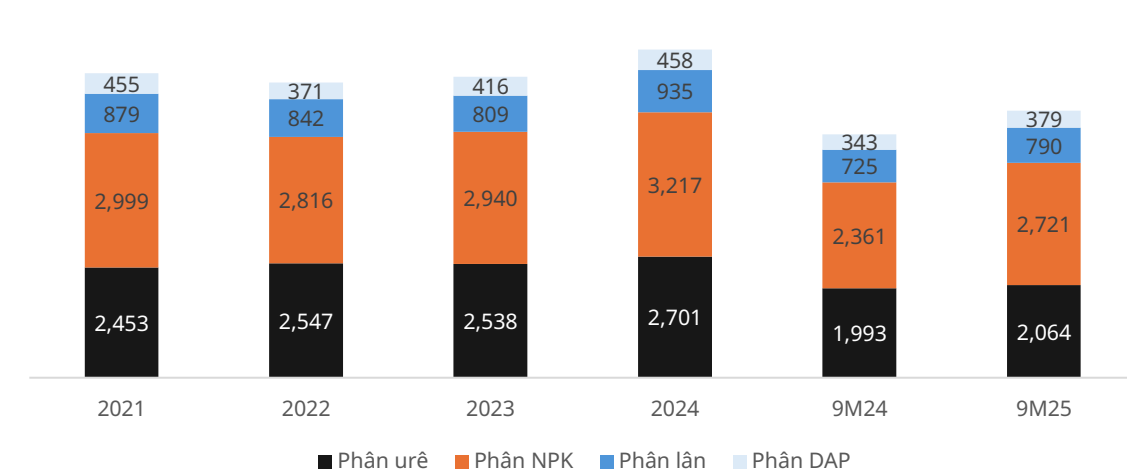
Phân bón - Tổng quan thị trường Việt Nam 2025

Thị phần urê nội địa tại Việt Nam



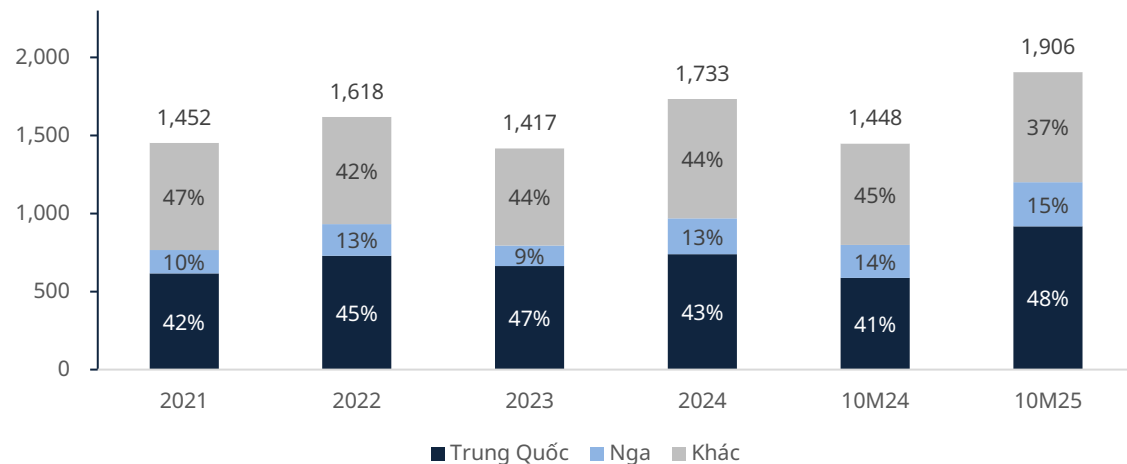
Nguồn: Dữ liệu công ty, BCT, Mirae Asset Vietnam Research

Sản lượng sản xuất trong nước theo loại (nghìn tấn)



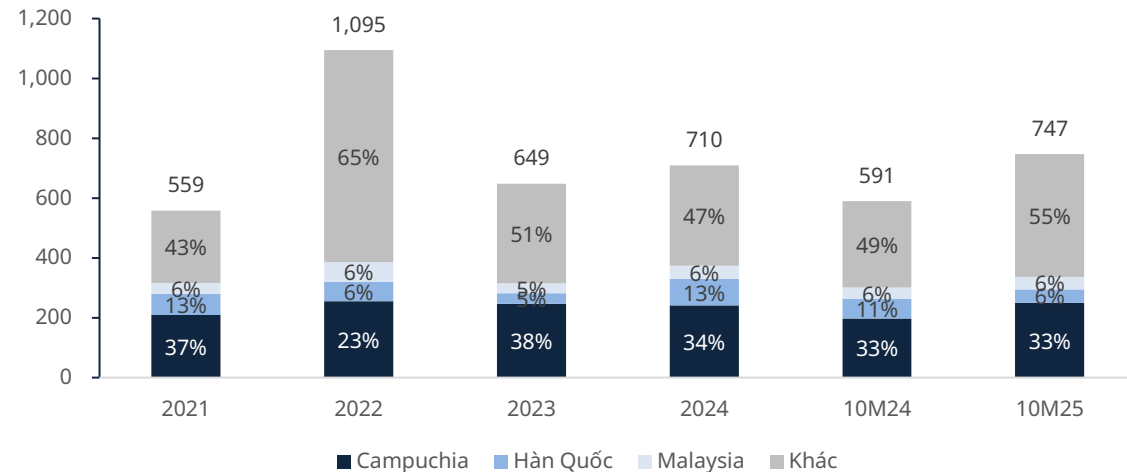
Nguồn: BCT, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị nhập khẩu phân bón theo thị trường (triệu USD)



Nguồn: Cục hải quan Việt Nam, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị xuất khẩu phân bón theo thị trường (triệu USD)



Nguồn: Cục hải quan Việt Nam, Mirae Asset Vietnam Research



Xuất khẩu dẫn dắt tăng trưởng

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	40,600
Thị giá (02/12/25)	33,850
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (26F, tỷ đồng)	1,654
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-11
P/E (26F, x)	11.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	17,920
SL cổ phiếu (triệu)	529
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	24.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	3.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	43,850
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-3.3 -2.3 -8.6
Tương đối	-8.0 -30.2 -45.9

Điểm nhấn đầu tư

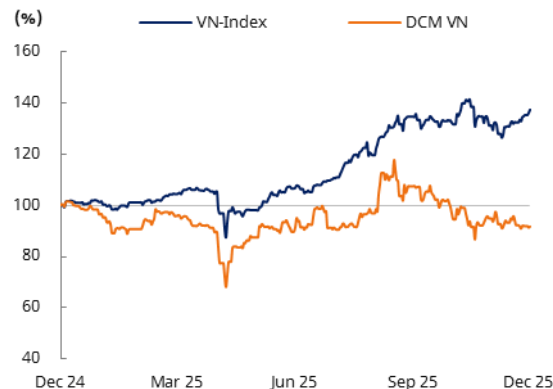
Hoạt động kinh sản xuất kinh doanh 9T2025: DCM sản xuất 712,000 tấn urê (+2% CK) và 181,000 tấn NPK (+38% CK). Doanh thu hợp nhất đạt 12,432 tỷ đồng (+35% CK) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 1,528 tỷ đồng (+45% CK). Kết quả này giúp DCM hoàn thành 89% kế hoạch doanh thu (13,983 tỷ đồng) và 197% kế hoạch LNST (774 tỷ đồng). Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm như sau:

- Urê: Sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 293,000 tấn (-19% CK), mang lại doanh thu 3,313 tỷ đồng (-9% CK). Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu tăng mạnh lên 304,000 tấn (+39% CK), tương ứng với doanh thu xuất khẩu 2,933 tỷ đồng (+52% CK). Biên lợi nhuận gộp tăng lên 37% trong 9T2025 (so với 26% trong 9T2024), chủ yếu nhờ xu hướng tăng giá urê toàn cầu duy trì trong quý 3 năm 2025.
- NPK: Tổng sản lượng tiêu thụ ước đạt 166,000 tấn (+5% CK) theo dữ liệu của công ty mẹ. Thị trường nội địa chiếm 95% tổng doanh thu NPK, với doanh thu trong nước đạt 2,610 tỷ đồng (+46% CK). Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhẹ lên 18% trong 9T2025 (so với 17% trong 9T2024).

Trong tháng 10/2025, DCM sản xuất 84,000 tấn urê (-2% CK) và 24,000 tấn NPK (-18% CK). Về nhu cầu ure, xuất khẩu tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, đạt 62,000 tấn (+106% CK), qua đó bù đắp cho mức tiêu thụ nội địa suy yếu, giảm xuống còn 27,000 tấn (-60% CK) do mưa lớn trên diện rộng làm nhu cầu phân bón tại các vùng nông nghiệp giảm mạnh. Tiêu thụ NPK cải thiện lên 5,000 tấn, tăng đáng kể so với mức 1,000 tấn của tháng 10/2024.

Dự phóng FY26: Kỳ vọng hoạt động xuất khẩu Urê vẫn tích cực mặc dù giá Urê dự kiến giảm dần trong năm 2026. Sản lượng tiêu thụ Urê dự kiến tăng nhẹ 1% CK đạt 829,000 tấn. DCM được kỳ vọng tiếp tục mở rộng thị phần NPK trong nước, với sản lượng tiêu thụ tăng 3% CK lên 314,000 tấn, bao gồm sản lượng từ nhà máy NPK-KVF. Dự phóng doanh thu năm 2026 của DCM đạt 15,652 tỷ đồng (-2% CK), trong khi LNST ước tính đạt 1,654 tỷ đồng (-11% CK). Biên lợi nhuận gộp giảm còn 20% (vs FY25: 22%). Chúng tôi giả định chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 2,000 đồng/cổ phiếu.

Định giá và khuyến nghị: Về định giá theo P/E, chúng tôi dựa theo trung bình 5 năm chỉ số P/E của DCM từ Bloomberg là 11.7 (trước đây là 11.2) nhưng EPS điều chỉnh năm 2026 (normalized EPS) giảm xuống 3,394 đồng (từ 4,038 đồng) sau khi loại bỏ giá trị đột biến năm 2022. Hệ số Beta tính từ 10/2020-10/2025 giảm xuống còn 0.74 từ 1.07. Chúng tôi giữ mức khuyến nghị Mua nhưng giảm giá khuyến nghị xuống 40,600 (từ 43,700) sau khi chuyển mốc định giá qua 2026.



	FY (31/12)	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)		12,571	13,456	15,891	15,652	15,267
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)		683	1,018	1,748	1,536	1,328
Biên lợi nhuận HĐKD (%)		5.4%	7.6%	11.0%	9.8%	8.7%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)		1,110	1,428	1,856	1,654	1,469
EPS (VND)		2,095	2,682	3,505	3,124	2,774
ROE (%)		10.8%	14.2%	17.7%	15.0%	12.9%
P/E (x)		16.x	12.5x	10.x	11.2x	12.6x
P/B (x)		1.8x	1.7x	1.7x	1.6x	1.6x
Tổng tài sản (tỷ VND)		15,238	15,729	17,086	18,548	17,706
VCSH (tỷ VND)		9,936	10,144	10,793	11,256	11,548

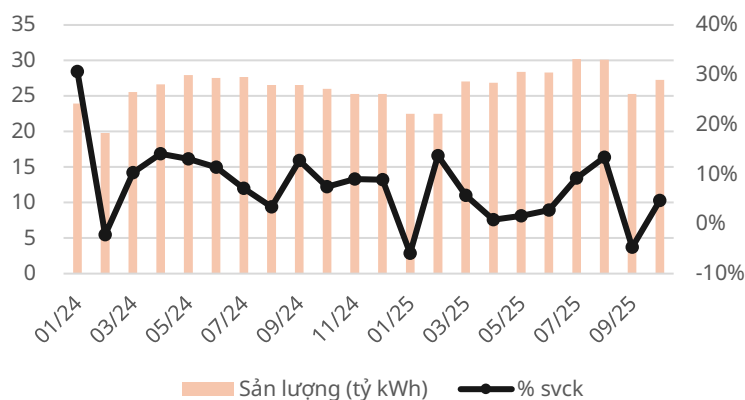
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện - Cải cách chính sách mở ra chu kỳ tăng trưởng mới

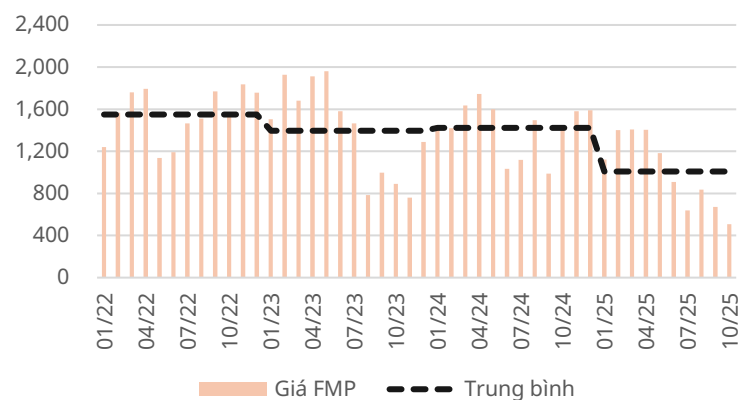
Chính sách thúc đẩy quá trình chuyển đổi

- Trong ngắn hạn, điều kiện La Niña được dự phóng sẽ tiếp tục thúc đẩy việc huy động thủy điện, qua đó hỗ trợ duy trì kết quả kinh doanh tích cực của nhóm này trong giai đoạn Q4/2025-6T2026. Tổng sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu của toàn hệ thống trong tháng 10 đạt 27.26 tỷ kWh (+5% CK) và lũy kế 10 tháng năm 2025 đạt 269 tỷ kWh (+4% CK). Cụ thể:
 - Thủy điện: 87 tỷ kWh (+15% CK), chiếm 33%.
 - Nhiệt điện than: 124 tỷ kWh (-1% CK), chiếm 46%.
 - Tuabin khí: 17 tỷ kWh (-10% CK), chiếm 6%.
 - Năng lượng tái tạo: 33 tỷ kWh (-1% CK), chiếm 12%, trong đó điện mặt trời đạt 21 tỷ kWh (-8% CK), điện gió đạt 11 tỷ kWh (+15% CK).
 - Điện nhập khẩu: 7 tỷ kWh (+63% CK), chiếm 3%.
- Một số quy định và thông tin quan trọng về ngành điện năm 2025:
 - Theo Quyết định số 599/QĐ-EVN ngày 07/05/2025, giá bán lẻ điện bình quân sau điều chỉnh là 2,204 đồng/kWh, tăng 4.8% so với mức giá bán lẻ điện bình quân trước đó.
 - Nghị quyết 70-NQ/TW năm 2025 về bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045, bao gồm: 1) Nâng cao quyền lựa chọn của khách hàng trong việc tiếp cận và chọn nhà cung cấp điện phù hợp nhất với nhu cầu; 2) Thúc đẩy tái cơ cấu ngành điện, nâng cao tính cạnh tranh, minh bạch và bền vững và 3) Ưu tiên phát triển các dự án nguồn điện có công suất lớn, hiệu suất cao và thân thiện với môi trường.
 - Xây dựng và mở rộng khung giá phát điện: Quyết định 1508/QĐ-BCT nâng giá trần điện gió trên bờ/gần bờ 9-23%, tạo động lực cho các doanh nghiệp như GEG, REE, HDG, PC1. Quyết định 988/QĐ-BCT quy định khung giá điện mặt trời, giảm 7-19% với dự án không kèm BESS tại miền Trung và miền Nam, nhưng tăng 24-33% với dự án kèm BESS tại miền Bắc.

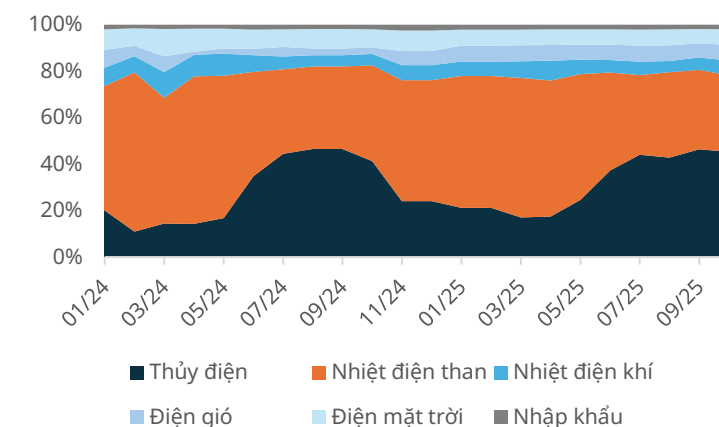
Tổng sản lượng điện của toàn hệ thống theo tháng



Giá điện toàn phần (VND/kWh)



% Sản lượng điện theo nguồn phát



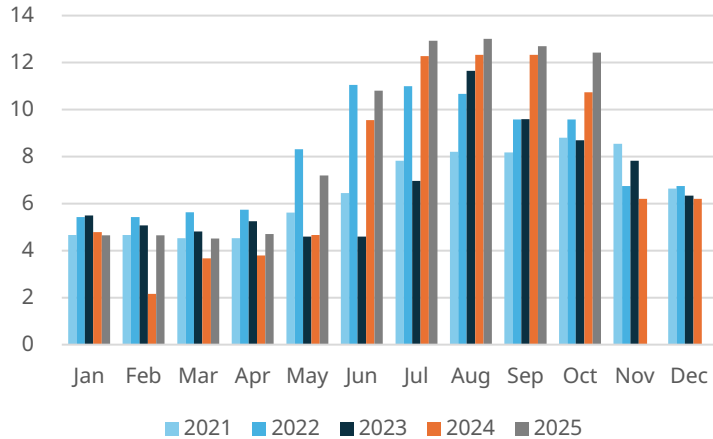
Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Nguồn: PV Power, EVNGENCO3. Mirae Asset Vietnam Research

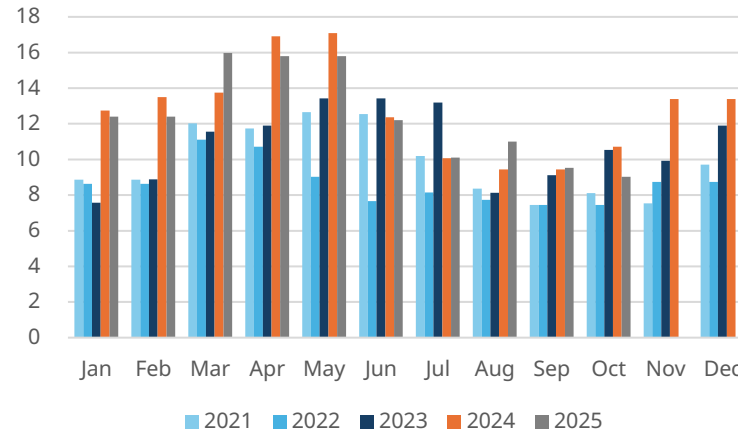
Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện - Sản lượng điện hàng tháng theo nguồn

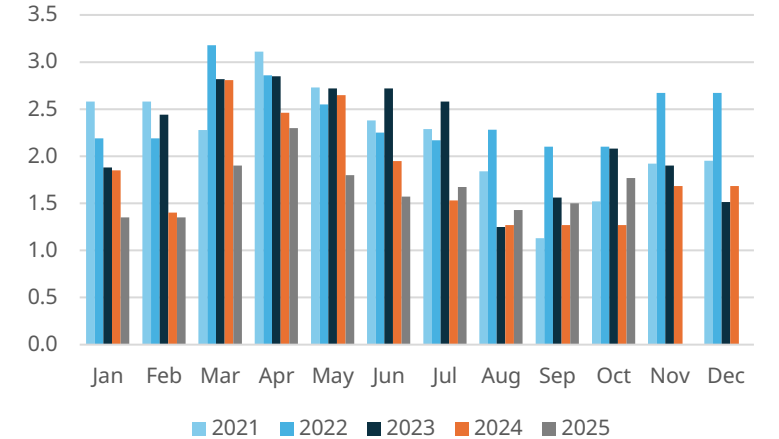
Sản lượng thủy điện (tỷ kWh)



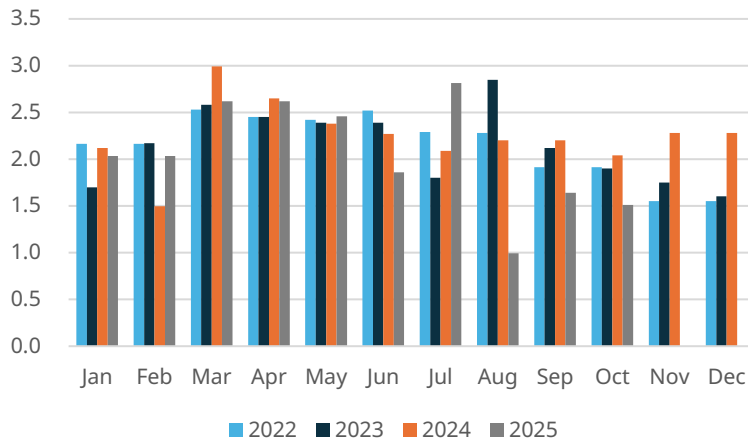
Sản lượng điện than (tỷ kWh)



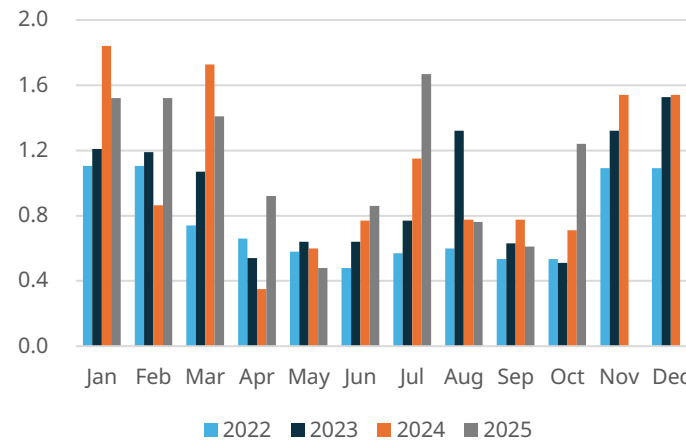
Sản lượng điện khí (tỷ kWh)



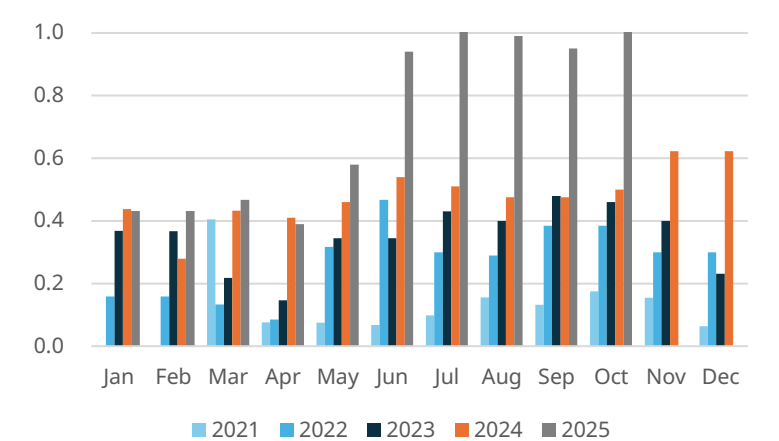
Sản lượng điện mặt trời (tỷ kWh)



Sản lượng điện gió (tỷ kWh)



Sản lượng điện nhập khẩu (tỷ kWh)



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research



Lợi nhuận bất phá

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	51,300
Thị giá (02/12/25)	43,900
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

LNST của công ty mẹ (26F, tỷ đồng)	781
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-2.0
P/E (26F, x)	13.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	10,371
SL cổ phiếu (triệu)	236
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	16.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	1.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	42,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	54,900

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.4	-12.5	-13.1
Tương đối	-7.2	-40.5	-50.3

Điểm nhấn đầu tư

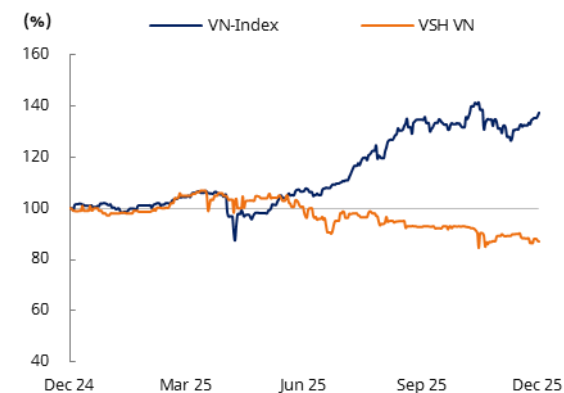
KQKD 9T2025:

- Điều kiện thủy văn thuận lợi tại khu vực miền Trung và Tây Nguyên tiếp tục hỗ trợ hoạt động của VSH trong quý 3, với sản lượng điện đạt 559 triệu kWh (+43% CK). Doanh thu thuần đạt 556 tỷ đồng (+40% CK), biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 53% (so với quý 3/2024: 40%), dù giá bán bình quân (ASP) ước giảm nhẹ 2% CK. Về hoạt động tài chính, chi phí lãi vay giảm 25% CK, còn 49 tỷ đồng, nhờ công ty tiếp tục giảm đòn bẩy tài chính. Kết quả, lợi nhuận sau thuế (LNST) tăng mạnh 172% CK, đạt 211 tỷ đồng.
- Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, sản lượng điện đạt 1,711 triệu kWh (+39% CK), hoàn thành 88% kế hoạch năm. Doanh thu tăng 45% CK lên 1,682 tỷ đồng, trong khi LNST tăng vọt 340% CK, đạt 646 tỷ đồng. Với kết quả này, VSH đã hoàn thành 90% kế hoạch doanh thu và 119% kế hoạch lợi nhuận cả năm.
- Tính đến Q3/2025, nợ vay có lãi của VSH ở mức 2,802 tỷ đồng (-10% QoQ, -18% CK), trong khi tiền mặt và đầu tư ngắn hạn tăng lên 583 tỷ đồng (+57% QoQ, +46% CK).

Dự phóng KQKD 2026:

Chúng tôi kỳ vọng điều kiện thời tiết thuận lợi sẽ tiếp tục hỗ trợ huy động thủy điện trong 6T2026, trước khi dần trở lại trạng thái bình thường ở chu kỳ tiếp theo. Cho cả năm 2026, dự phóng sản lượng điện đạt 2,209 triệu kWh (+2% CK), doanh thu ước đạt 2,248 tỷ đồng (+5% CK). Biên lợi nhuận gộp dự kiến duy trì ổn định ở mức 49%, giúp lợi nhuận sau thuế đạt 781 tỷ đồng (-2% CK). Dự phóng chưa bao gồm các thay đổi trong định phí sau khi VSH điều chỉnh tăng 272 tỷ đồng trong giá trị quyết toán tổng vốn đầu tư nhà máy thủy điện Thượng Kontum. Cổ tức tiền mặt dự kiến ở mức 2,000 đồng/cổ phiếu.

Khuyến nghị: Chúng tôi áp dụng hệ số P/B trung bình 5 năm theo dữ liệu Bloomberg ở mức 1.9x (giảm so với 2.4x trước đây). Hệ số Beta được điều chỉnh tăng từ 0.39 lên 0.46, trong khi lãi suất phi rủi ro của Việt Nam (lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm) được điều chỉnh tăng nhẹ từ 3.46% lên 3.54%. Dựa trên các cập nhật này và điều chỉnh mốc định giá qua 2026, chúng tôi nâng khuyến nghị từ **Nắm giữ** lên **Tăng tỷ trọng**, với giá mục tiêu mới là 51,300 đồng/CP (từ mức 50,600 đồng/cổ phiếu).



FY (12/31)	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ VND)	2,572	1,825	2,140	2,248	1,968
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,498	826	1,100	1,043	894
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	58%	45.2%	51.4%	46.4%	45.4%
LNST (Tỷ VND)	994	448	797	781	678
EPS (VND)	4,184	1,898	3,304	3,239	2,813
ROE (%)	20.7%	9.7%	16.5%	15.2%	12.6%
P/E (x)	11.9	25.6x	13.4x	13.7x	15.8x
P/B (x)	2.6	2.4x	2.1x	2.0x	1.9x
Tổng tài sản (tỷ VND)	9,533	8,608	8,705	8,805	8,385
VCSH (tỷ VND)	4,595	4,683	4,990	5,282	5,472

Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

Động lực từ điện gió và thủy điện

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	20,100
Thị giá (02/12/25)	14,250
Lợi nhuận kỳ vọng	41%

LNST của công ty mẹ (26F, tỷ đồng)	507
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-44
P/E (26F, x)	17.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	5,106
SL cổ phiếu (triệu)	358
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	46.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	18,450

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-10.7	-15.2	29.5
Tương đối	-15.4	-43.1	-7.7

Điểm nhấn đầu tư

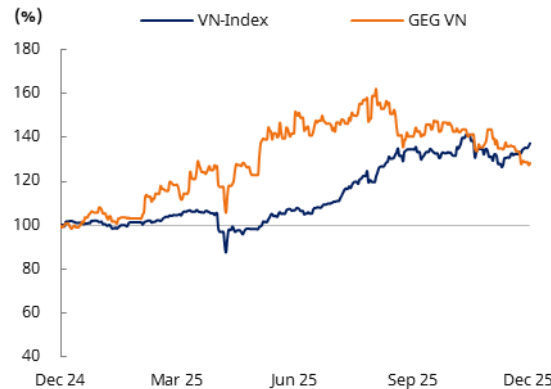
KQKD 9T2025: GEG ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 2,408 tỷ đồng (+36% CK) và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 619 tỷ đồng (+641% CK). Biên lợi nhuận gộp mở rộng mạnh lên 59% trong 9T2025 (so với 49% trong 9T2024). Tổng sản lượng điện thương phẩm và doanh thu lần lượt đạt 998 triệu kWh (-1% CK) và 2,364 tỷ đồng (+34% CK). Cụ thể:

- Điện gió: Sản lượng đạt 482 triệu kWh (-7% CK), chiếm 48% tổng sản lượng, đóng góp 1,421 tỷ đồng doanh thu (+65% CK).
- Điện mặt trời: Sản lượng đạt 294 triệu kWh (-6% CK), tương ứng doanh thu 679 tỷ đồng (-4% CK).
- Thủy điện: Sản lượng từ thủy điện ước đạt 220 triệu kWh (+21% CK), mang lại 232 tỷ đồng doanh thu (+20% CK) nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi.

KQKD 9T2025 được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố, bao gồm: 1) Cơ chế giá mới cho Nhà máy điện gió TPD1 từ Q1/2025; 2) Khoản thu hồi tố trong Q1/2025; 3) Hoàn tất thoái vốn khỏi CTCP Thủy điện Trường Phú trong Q2/2025; 4) Hoạt động thủy điện phục hồi mạnh trong quý 3; và 5) Chi phí lãi vay giảm xuống 536 tỷ đồng (-15% CK) nhờ nỗ lực giảm đòn bẩy tài chính.

Dự phóng FY26: Tổng sản lượng điện 2026 ước đạt 1,403 triệu kWh (+2% CK). Trong đó, sản lượng điện mặt trời và thủy điện dự kiến đạt 402 triệu kWh (+8% CK) và 341 triệu kWh (-2% CK), trong khi điện gió đóng góp 660 triệu kWh (+1% CK). Theo đó, doanh thu hợp nhất dự phóng giảm còn 2,707 tỷ đồng (-10% CK), trong khi LNST cổ đông công ty mẹ đạt 507 tỷ đồng (-44% CK) khi không còn các khoản lợi nhuận bất thường ghi nhận trong năm 2026. Nếu loại trừ thu nhập một lần, doanh thu hoạt động cốt lõi vẫn được kỳ vọng tăng 5% CK.

Định giá và khuyến nghị: Dựa trên dữ liệu Bloomberg, chúng tôi áp dụng hệ số P/B trung bình 5 năm là 1.51x (trước đây 1.56x). Lãi suất phi rủi ro của Việt Nam (trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm) được điều chỉnh tăng lên 3.54% (từ mức 3.28% trước đó). Tỷ lệ tăng trưởng bền vững lên 3% (từ mức 1%) nhờ chính phủ thúc đẩy phát triển năng lượng tái tạo. Chúng tôi nâng khuyến nghị từ Tăng Tỷ Trọng lên Mua và tăng giá mục tiêu lên 20,100 đồng/cp (từ 19,300 đồng/cp) khi chuyển mốc định giá qua 2026. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý rủi ro pha loãng cổ phiếu và đòn bẩy tài chính cao của công ty.



FY (31/12)	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,163	2,325	3,021	2,707	2,901
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	961	938	1,662	1,218	1,276
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	44%	40%	55%	45%	44%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	137	115	904	507	618
EPS (VND)	338	272	2,176	1,171	1,452
ROE (%)	3.2%	2.6%	14.6%	7.4%	8.5%
P/E (x)	40.8	47.7	9.2	17.1	13.8
P/B (x)	1.5	1.4	1.6	1.5	1.3
Tổng tài sản (tỷ VND)	16,132	15,172	15,536	15,561	15,488
VCSH (tỷ VND)	5,767	5,763	6,620	7,046	7,562

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ theo BCTC hợp nhất
 Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Sự khởi sắc vượt kỳ vọng

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	60,500
Thị giá (02/12/25)	47,200
Lợi nhuận kỳ vọng	28%

LNST của công ty mẹ (26F, tỷ đồng)	1,068
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	28.1
P/E (26F, x)	9.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	10,381
SL cổ phiếu (triệu)	220
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	34.6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	7.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	38,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	54,300

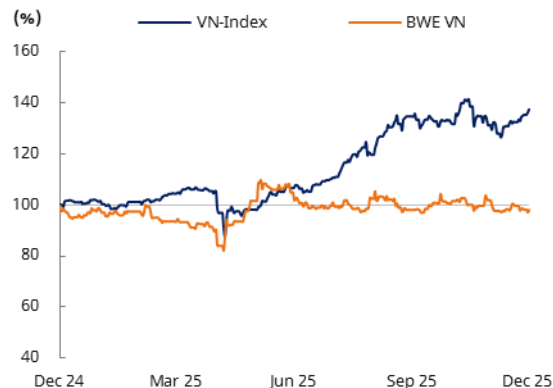
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.7	-3.7	0.4
Tương đối	-8.4	-31.6	-36.8

Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q3/2025 vượt kỳ vọng: BWE ghi nhận doanh thu thuần đạt 903 tỷ đồng (-4.1% svck, -31.8% svQ2) và lợi nhuận ròng đạt 264 tỷ đồng (+45.2% svck, -12.6% svQ2). Sự yếu đi trong doanh thu chủ yếu do sự sụt giảm đáng kể trong mảng xử lý chất thải và nước thải, cùng với hoạt động thương mại, với tổng doanh thu từ các mảng này giảm còn 214 tỷ đồng (-34% svck), gần như triệt tiêu mức tăng 11% của hoạt động kinh doanh nước sạch. Trong Q3/2025, sự cải thiện ở mảng nước được hỗ trợ bởi việc nhà máy Nhì Thành và Cần Thơ 3 vận hành tối đa công suất, và qua đó đã giúp bù đắp nhu cầu tiêu thụ nước có phần sụt giảm tại thị trường Bình Dương. Trái ngược với đà giảm doanh thu, lợi nhuận ròng vượt xa kỳ vọng, chủ yếu nhờ: 1) Nguồn nước huy động từ TDM có chi phí thấp hơn 31% svck – tương đương 20% công suất – giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể, đạt mức cao nhất từ trước đến nay; 2) Doanh thu tài chính ghi nhận tăng gấp đôi lên 117 tỷ đồng, chủ yếu nhờ khoản lãi bất thường từ việc thoái vốn khỏi Biwelco (BWL). Nhìn chung 9T2025, BWE duy trì KQKD vững chắc, hoàn thành 72% dự phóng về doanh thu (3,152 tỷ đồng, +13.9% svck) và 90% dự phóng lợi nhuận (748 tỷ đồng, +46.4% svck).

Sức hấp dẫn tăng trưởng trong dài hạn: Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực cho thị trường Bình Dương trong trung và dài hạn. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ dân số, nhu cầu nhà ở và mở rộng quỹ đất công nghiệp khi khu vực này đang dẫn đầu cả nước về tốc độ đô thị hóa và nhập cư. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ được thúc đẩy hơn nữa sau khi Bình Dương sát nhập vào TP.HCM. Bên cạnh đó dự kiến đến 2030, nguồn cung quỹ đất công nghiệp sẽ được bổ sung khoảng 70% so với hiện tại, và góp phần thúc đẩy nhu cầu nước gia tăng đáng kể. Tương ứng, BWE cũng đã lên kế hoạch tăng công suất cấp nước thêm 350,000 m³/ngày (+44%), theo đó, tăng trưởng công suất bình quân ở mức 7.6%/năm đến 2030. Đến thời điểm hiện tại, hai nhà máy Dĩ An và Bàu Bàng đã được phê duyệt nâng công suất thêm 110,000 m³/ngày.

Dự phóng KQKD: Trong giai đoạn 2025–2030, doanh thu và lợi nhuận ròng được kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 8.5% và 18%. Trong đó, đối với năm 2026, chúng tôi dự kiến doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng khoảng 10.7% và 22.1%, đạt 4,843 tỷ đồng và 1,068 tỷ đồng, dựa trên các yếu tố sau: 1) Tổng lượng nước tiêu thụ đạt 261 triệu m³ (+7.9% svck), cùng với việc hoàn tất việc phê duyệt phương án giá nước tăng 5%. 2) Xu hướng cắt giảm lãi suất của Mỹ dự kiến sẽ giúp BWE giảm bớt áp lực chi phí tài chính, đặc biệt đối với 823 tỷ đồng các khoản vay nước ngoài chưa được phòng ngừa rủi ro tỷ giá, chiếm 30% tổng nợ ngoại tệ.

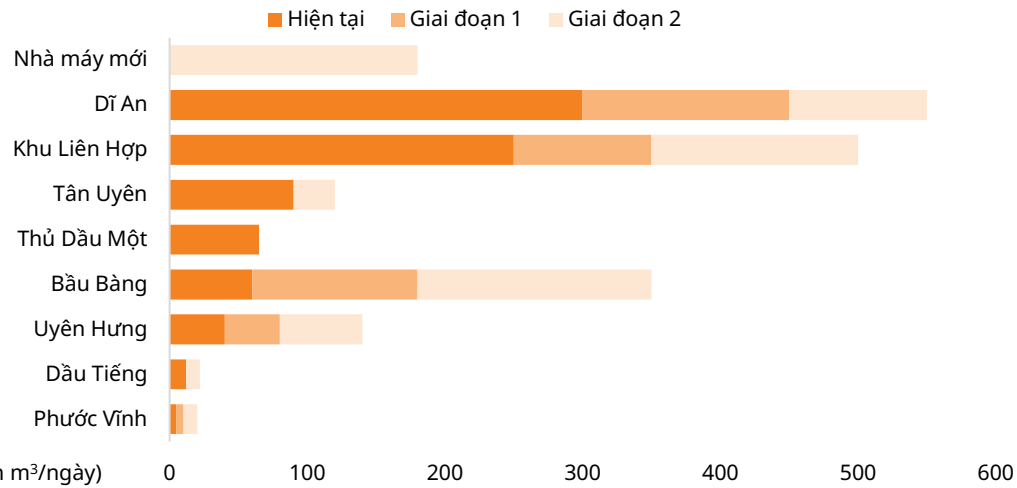


FY (31/12)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,484	3,526	3,959	4,373	4,843	5,289
LNHĐ (tỷ đồng)	919	980	1,050	1,158	1,374	1,587
Biên LNHĐ (%)	26.4%	27.8%	26.5%	26.5%	28.4%	30.0%
LNR (tỷ đồng)	743	674	639	834	1,068	1,296
EPS (VND)	3,378	3,067	2,905	3,792	4,858	5,892
ROE (%)	17.6%	14.4%	12.6%	14.7%	17.3%	18.7%
P/E (x)	12.7	13.4	16.4	12.4	9.7	8.0
P/B (x)	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8	1.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	9,987	12,122	14,200	15,356	15,945	16,392
VCSH (tỷ đồng)	4,538	4,964	5,513	5,955	6,603	7,449

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

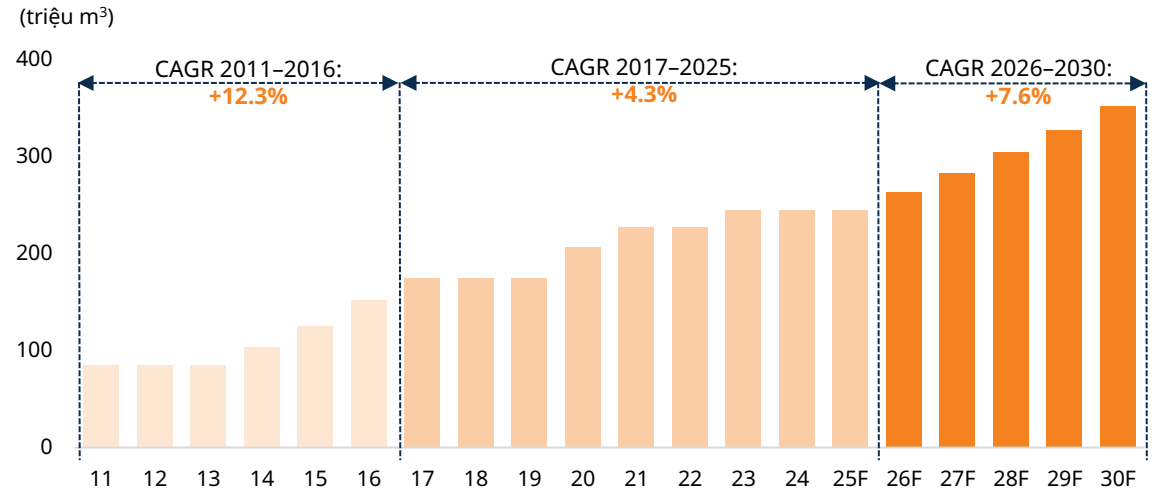
CTCP – Tổng công ty nước – môi trường Bình Dương (HOSE: BWE)

Theo kế hoạch đến 2030, BWE dự kiến bổ sung thêm **44%** công suất so với hiện tại



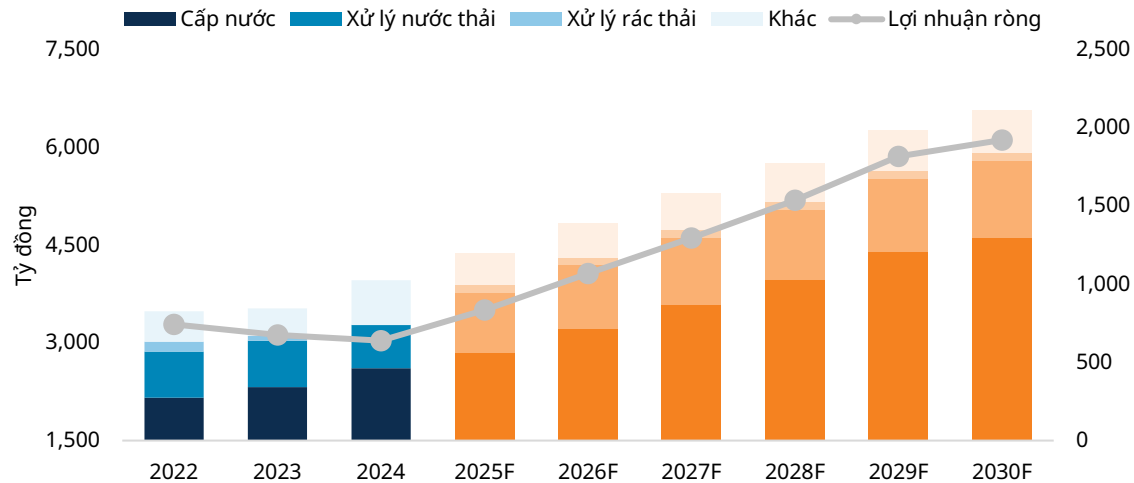
Nguồn: BWE, Cơ quan địa phương, Mirae Asset Research

CAGR sản lượng nước tại Bình Dương (trước sáp nhập): **7.6%** trong 2026-2030F



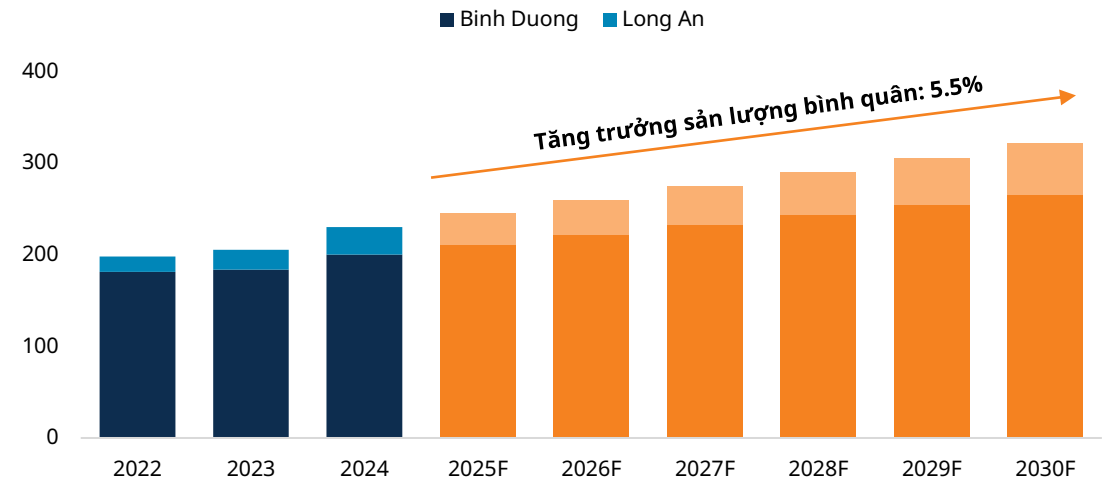
Nguồn: BWE, Mirae Asset Research

CAGR Doanh thu: **8.5%** & CAGR lợi nhuận ròng: **18.2%** trong 2025-2030F



Nguồn: BWE, Mirae Asset Research

Tăng trưởng tổng sản lượng dự phóng duy trì tích cực **5.5%/năm** trong 2025-2030F



Nguồn: BWE, Mirae Asset Research

Dệt may - Giữ vị thế trong môi trường biến động

Tổng quan ngành

- Khi thuế quan đối ứng của Mỹ có hiệu lực, chúng tôi cho rằng lợi thế cạnh tranh so sánh của ngành Dệt may Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì ổn định. Hơn nữa, sự biến động địa chính trị gần đây thậm chí có thể mang lại một số lợi thế cho ngành. Tuy nhiên, môi trường thuế quan cao có khả năng làm giảm nhu cầu chung tại thị trường Mỹ và dẫn đến sự cạnh tranh gay gắt hơn ở các thị trường quan trọng khác. Với các yếu tố kinh tế vĩ mô tích cực và tiêu cực đan xen, chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung tính đối với ngành Dệt may Việt Nam.

Triển vọng và rủi ro

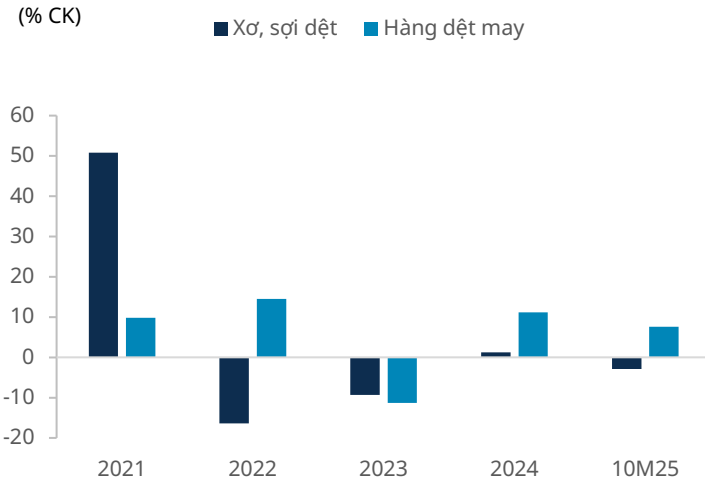
- **Hiệu ứng tăng giá vì thuế quan:** Các chỉ số lạm phát gia tăng cho thấy thuế quan đối ứng đã bắt đầu được chuyển sang người tiêu dùng tại thị trường Mỹ. Giá cao hơn, cộng với niềm tin tiêu dùng thấp, sẽ ảnh hưởng đến tiêu thụ dệt may trong phần còn lại của năm 2025 và nửa đầu 2026. Một khi các mức thuế mới được áp dụng, các hiệu ứng chuyển qua thuế quan nói chung sẽ có tác động lớn hơn.
- Ngoài ra, có vẻ như chính quyền Trump có kế hoạch khiến Nga đàm phán một giải pháp hòa bình với Ukraine bằng cách thắt chặt doanh thu của nước này từ xuất khẩu dầu. Để thực hiện chiến lược này, Mỹ nhắm vào Ấn Độ và Trung Quốc có thể là mục tiêu tiếp theo. Chúng tôi tin rằng các mức thuế mới liên quan đến tiêu thụ dầu của Nga sẽ không được đàm phán nhanh chóng, do tính chất địa chính trị của chúng. Cuối cùng, áp lực thuế quan sẽ được chuyển sang người tiêu dùng cuối cùng của Mỹ và làm giảm hơn nữa nhu cầu đối với sản phẩm từ hai nhà xuất khẩu này.
- Một vấn đề khác cần nhấn mạnh là thuế quan theo ngành sắp tới. Chúng tôi tin rằng những loại thuế quan này được thiết kế để duy trì vị trí hàng đầu của Mỹ trong các ngành công nghệ cao hoặc thâm dụng vốn, chẳng hạn như chất bán dẫn, luyện kim hoặc đóng tàu, và không nhắm vào các lĩnh vực thâm dụng lao động như dệt may. Tuy nhiên, kết hợp với các mức thuế gần đây, các tác động tích lũy lên mức giá chung sẽ rất lớn, và nhu cầu chung ở thị trường Mỹ có thể bị ảnh hưởng.
- **Bối cảnh cạnh tranh tại thị trường Mỹ:** Mặc dù các chi tiết cụ thể của các thỏa thuận thuế quan vẫn chưa được tiết lộ và các cuộc đàm phán vẫn đang diễn ra ngay cả khi mức thuế mới có hiệu lực, chúng tôi tin rằng Việt Nam có một số lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh chính:
 - Mặc dù đã đạt được thỏa thuận thương mại giữa Trung Quốc và Mỹ, khả năng tồn tại lâu dài của nó vẫn chưa chắc chắn. Là một đối thủ kinh tế và địa chính trị của Mỹ, không thể tránh khỏi việc nước này sẽ nhận nhiều tác động hơn trong tương lai. Thị phần hàng may mặc Trung Quốc tiếp tục xu hướng giảm và giảm xuống dưới Việt Nam trong 7T 2025. Khó có khả năng các sản phẩm Trung Quốc có thể chiếm lại thị phần và chúng tôi tin rằng xu hướng giảm sẽ tiếp tục, điều này có lợi cho dệt may Việt Nam.
 - Ấn Độ đang phải đối mặt với mức thuế 50%, do việc mua dầu của Nga. Ngay cả khi không có mức thuế tăng đối với dầu, chúng tôi tin rằng ngay cả mức thuế 25% cũng sẽ làm giảm lợi thế cạnh tranh của hàng dệt may của Ấn Độ. Hơn nữa, với tư cách là thành viên của BRICS, Ấn Độ là mục tiêu của các mức thuế và trừng phạt tiếp theo, vì Tổng thống Mỹ Donald Trump thường đe dọa nhóm này. Ngoài ra, Ấn Độ vẫn đang bị lôi kéo vào một cuộc xung đột biên giới với Pakistan, điều này có thể khiến khách hàng lo ngại khi đặt hàng.
 - Dệt may Bangladesh gần đây đã chứng kiến sự cải thiện về thị phần Hoa Kỳ, ở mức 8.3% trong 7T 2025 (2024: 7.0%). Tuy nhiên, căng thẳng chính trị của đất nước vẫn còn, với các vụ bắt giữ hàng loạt và bạo lực đám đông tiếp tục. Ngoài ra, cuộc xung đột nội bộ đang diễn ra ở Myanmar có thể ảnh hưởng đến sự ổn định biên giới của Bangladesh. Sự bất ổn này gây ra rủi ro cho sản xuất dệt may của nước này.
- **Cạnh tranh ở các thị trường trọng điểm khác:** Khi những khó khăn do thuế quan phát sinh tại thị trường Mỹ, chúng tôi tin rằng sự cạnh tranh ở các thị trường trọng điểm khác chắc chắn sẽ tăng lên. Ví dụ, sự gia tăng thị phần hàng may mặc Trung Quốc gần đây ở Hàn Quốc cho thấy các nhà sản xuất dệt may Trung Quốc đang tìm kiếm thị trường thay thế. Bất chấp sự cạnh tranh khốc liệt, Việt Nam đã và đang ký kết nhiều FTA, cho phép xuất khẩu dệt may thông qua mức thuế thấp, do đó mang lại một số lợi thế so sánh. Cụ thể, trong số các đối thủ châu Á, Bangladesh và Pakistan chưa ký FTA với Nhật Bản và Hàn Quốc, và hàng dệt may xuất khẩu của họ phải chịu thuế quan. Đối với thị trường EU, từ năm nay, hầu hết thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm dệt may có xuất xứ từ Việt Nam sẽ được xóa bỏ, theo EVFTA.

Khuyến nghị đầu tư

- Trong phần còn lại của năm 2025 và nửa đầu năm 2026, chúng tôi dự phóng nhu cầu dệt may của Mỹ sẽ suy yếu do giá cả tăng và lo ngại về thị trường lao động suy giảm. Mặc dù nhu cầu ở thị trường châu Á và EU dự kiến ổn định, sự cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt. Chúng tôi cũng dự đoán khả năng giảm các đơn đặt hàng mới trong nửa đầu năm 2026 do mức tồn kho cao hiện tại. Mảng may mặc của Việt Nam có thể sẽ phải đối mặt với những cơn gió ngược trong nửa đầu năm 2026 và hiệu suất của mảng sợi có thể sẽ tiếp tục tụt lại phía sau, do nhu cầu suy yếu tại thị trường Trung Quốc và Hàn Quốc. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi duy trì triển vọng tích cực cho cả hai mảng, kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng đang diễn ra và sự di cư của ngành sản xuất khỏi Trung Quốc.
- Đối với lĩnh vực may mặc: chúng tôi khuyến nghị CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) và CTCP May Sông Hồng (MSH) nhờ danh mục khách hàng có chất lượng cao.
- Đối với lĩnh vực sợi: chúng tôi khuyến nghị Tổng CTCP Phong Phú (PPH), phần lớn nhờ sự hợp tác chiến lược lâu dài của họ với Tập đoàn Coats.

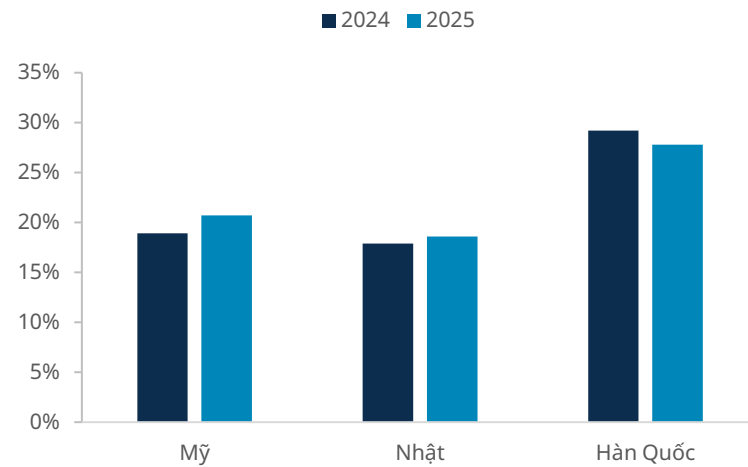
Dệt may - Triển vọng và rủi ro

Tăng trưởng giá trị XK dệt may VN



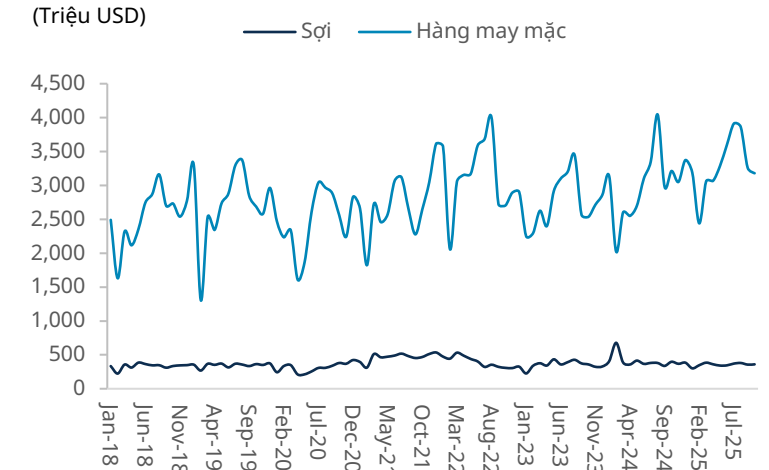
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Thị phần hàng may mặc VN tại một số TT



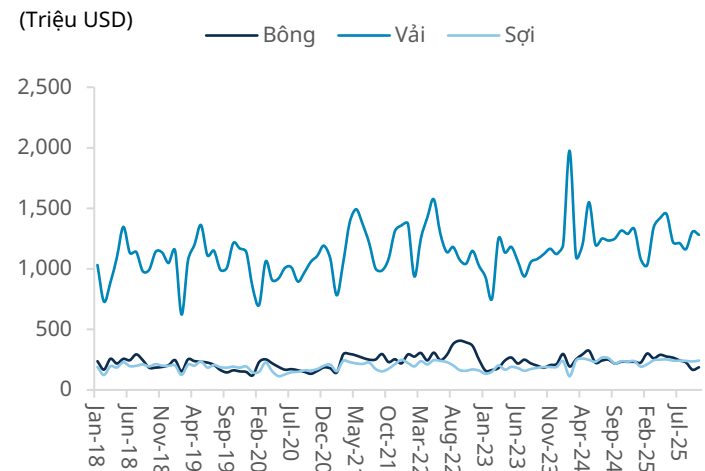
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị XK dệt may theo tháng



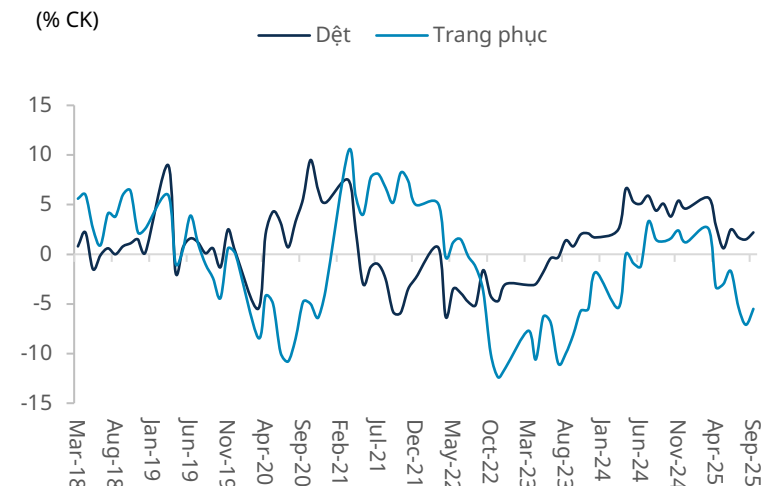
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị NK nguyên liệu dệt may theo tháng



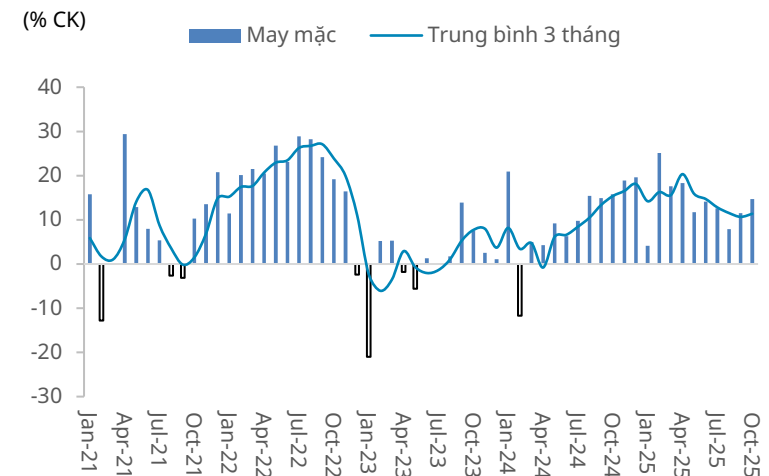
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng khối lượng sản xuất ngành dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

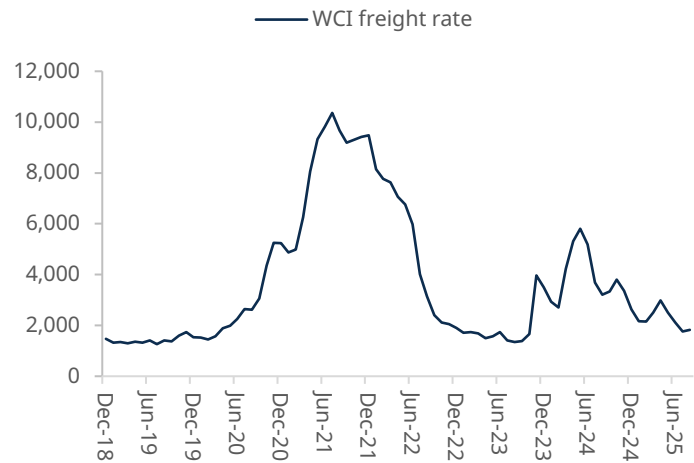
IIP ngành may mặc theo tháng



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

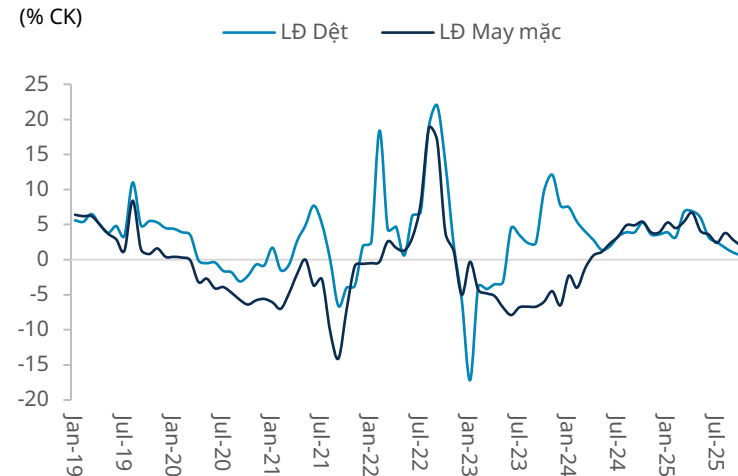
Dệt may - Triển vọng và rủi ro (tt.)

Chỉ số giá vận tải biển



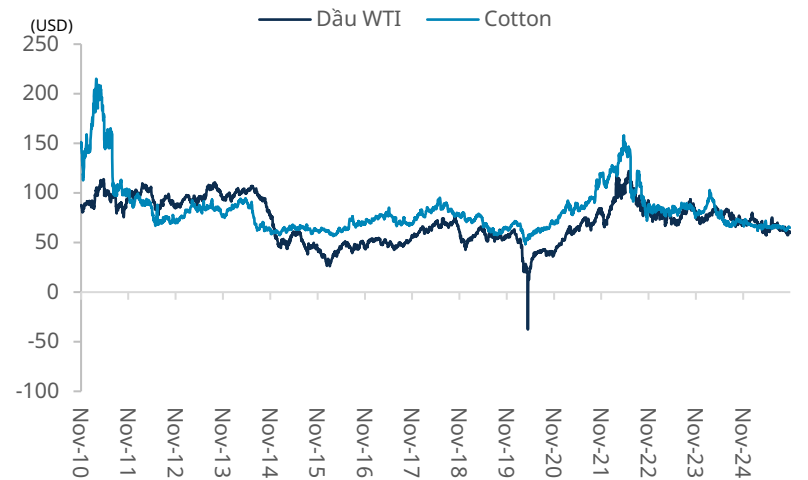
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số sử dụng lao động ngành dệt may VN



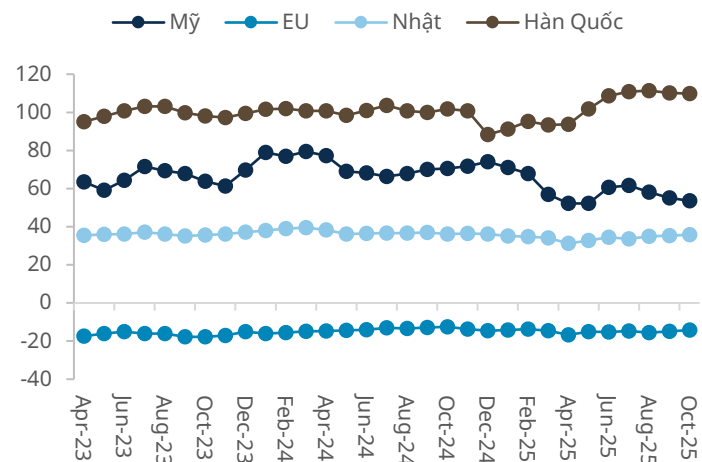
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Giá nguyên liệu sản xuất sợi



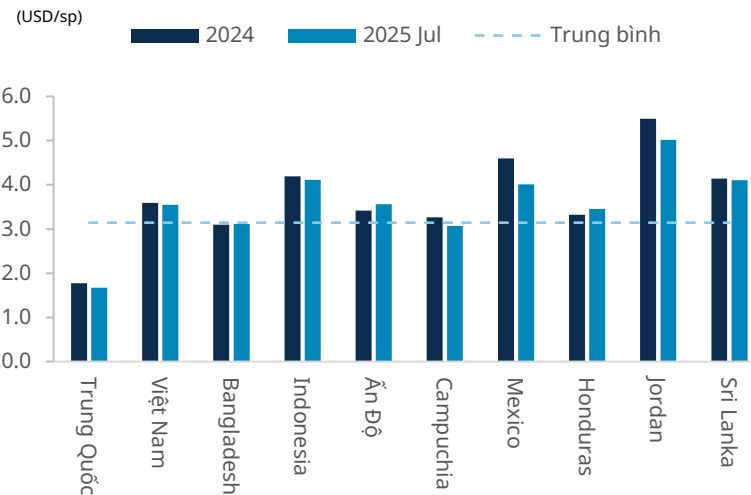
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số niềm tin tiêu dùng các TT



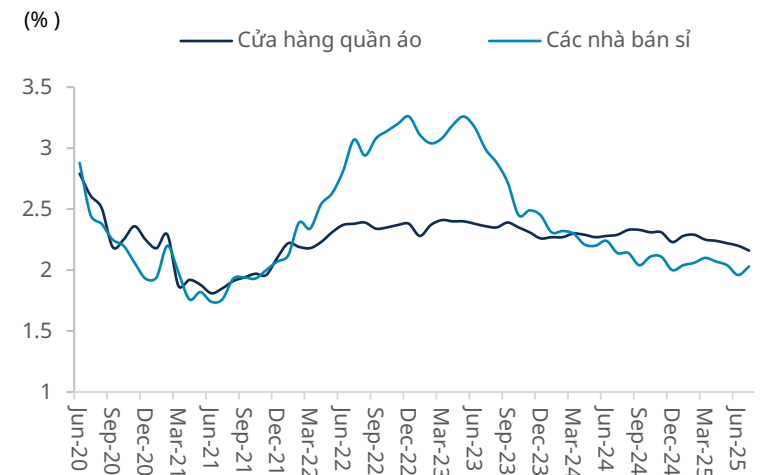
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Đơn giá trung bình XK hàng may mặc vào TT Mỹ



Nguồn: OTEXA, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số tồn kho/doanh thu TT Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hiệu suất ổn định

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

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	24,000
Thị giá (02/12/25)	18,900
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

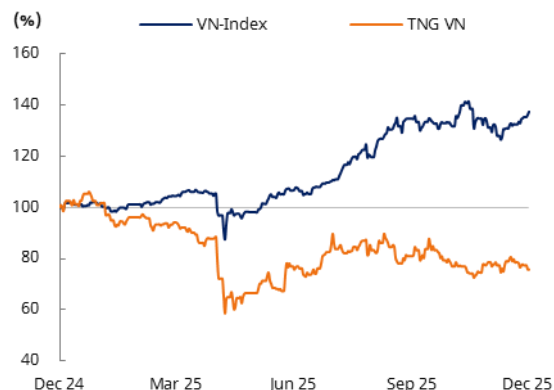
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	386
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	11.6
P/E (26F, x)	7.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,433
SL cổ phiếu (triệu)	129
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	63.6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	17.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,900

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.6	-1.6	-25.0
Tương đối	-8.3	-29.5	-62.2

Luận điểm đầu tư

- CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) là công ty may mặc có tốc độ tăng trưởng nhanh và là doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc hàng đầu Việt Nam. Công ty có danh mục khách hàng đa dạng đến từ nhiều thị trường xuất khẩu dệt may trọng điểm của Việt Nam như Mỹ, EU, Canada. Hoạt động kinh doanh chính của TNG là sản xuất hàng may mặc CMT với các sản phẩm chủ lực là áo khoác, sản phẩm từ lông vũ, quần áo và trang phục thể thao. TNG sở hữu hơn 300 dây chuyền sản xuất tại 18 chi nhánh, có trụ sở tại tỉnh Thái Nguyên.
- Cập nhật HĐKD:** Trong Q3 2025, doanh thu của TNG tăng lên 2,632.8 tỷ đồng (+11.7% CK). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 13.7% (Q3 2024: 14.4%) và lợi nhuận gộp gần như không đổi, đạt 359.7 tỷ đồng. Trong quý, cả thu nhập và chi phí từ hoạt động tài chính đều giảm, trong khi chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 171.9 tỷ đồng (+10.3% CK). Lợi nhuận hoạt động và LNST của TNG trong Q3 lần lượt đạt 147.8 tỷ đồng (+6.1% CK) và 117 tỷ đồng (+5.3% CK). Trong 9T 2025, doanh thu và LNST của TNG lần lượt đạt 6,671.1 tỷ đồng (+13.4% CK) và 280.4 tỷ đồng (+16.4% CK).
- Dự phóng 2025 và 2026:** Với kết quả kinh doanh Q3 đang đi đúng hướng, bên cạnh các điều kiện kinh tế vĩ mô và ngành thuận lợi, chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu và LNST năm 2025 lần lượt đạt 8,000 đồng (+4.5% CK) và 345.7 tỷ đồng (+9.8% CK). Năm 2026, dự kiến xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sẽ vượt trội so với các đối thủ dệt may khác. Chúng tôi kỳ vọng quy mô lực lượng lao động của TNG sẽ đạt 21,000 (2025F: 20,000) và năng suất lao động tăng lên 405 triệu đồng/người (2025F: 400). Do đó, dự báo doanh thu năm 2026 đạt 8,505 tỷ đồng (+6.3% CK). Chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A năm 2026 sẽ tăng nhẹ do lạm phát. Lợi nhuận hoạt động và LNST năm 2026 lần lượt ước đạt 470.4 tỷ đồng (+11.6% CK) và 385.7 tỷ đồng (+11.6% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG. Với tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn là 0% sau năm 2035, chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu của TNG là 24,500 đồng/cổ phiếu.
- Rủi ro chính:** Đòn bẩy bị khai thác quá mức, cạnh tranh về lương, sự phụ thuộc đầu vào các nhà cung cấp từ Trung Quốc và biến động tỷ giá VND/USD là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,778	7,096	7,656	8,000	8,505	9,020
LN HĐKD (tỷ đồng)	371	300	401	422	470	541
Biên LN HĐKD (%)	5.5	4.2	5.2	5.3	5.5	6
LN trước thuế (tỷ đồng)	358	279	390	422	470	541
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	292	226	315	346	386	444
EPS (VND)	2,780	1,988	2,568	2,470	2,756	3,172
ROE (%)	18.0	12.1	16.8	17.7	18.5	19.6
P/E (x)	6.0	10.0	7.9	8.5	7.7	6.7
P/B (x)	1.1	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	5,440	5,251	5,817	5,529	5,732	5,897
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,790	1,861	1,892	2,011	2,165	2,370

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

Tổng CTCP Phong Phú (UPCoM: PPH)

Dệt may



Duy trì nền tảng vững chắc

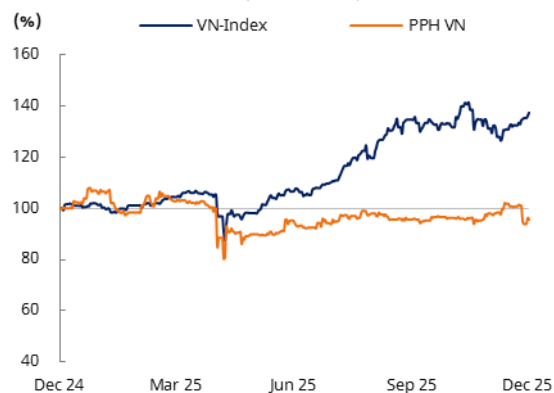
Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	37,000
Thị giá (02/12/25)	27,800
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	381
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	3.8
P/E (26F, x)	6.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,076
SL cổ phiếu (triệu)	75
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	30.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	N/A
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	32,000
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-2.5 3.0 -4.5
Tương đối	-7.2 -25.0 -41.7

Luận điểm đầu tư

- Tổng CTCP Phong Phú (PPH)** là một nhà sản xuất dệt may tại miền Nam Việt Nam. Sau khi trải qua quá trình tái cấu trúc, PPH hiện tập trung vào hai phân khúc: sợi và sản phẩm dệt gia dụng. PPH có lợi thế vững chắc trong phân khúc sợi, nhờ vào sự hợp tác với Coats (thông qua Coats Phong Phú và PPH là công ty Việt Nam duy nhất cung cấp sợi chỉ may cho Coats trên toàn cầu). PPH cũng đang tăng công suất mặt hàng khăn và mở rộng danh mục sản phẩm dệt gia dụng. Với vị thế vững chắc, chúng tôi cho rằng PPH sẽ không chỉ duy trì được lợi nhuận mà còn thể hiện khả năng phát triển trong tương lai.
- Cập nhật HĐKD:** Trong Q3, hoạt động kinh doanh của PPH vẫn ổn định khi doanh thu không thay đổi nhiều, đạt 629.1 tỷ đồng (-0.4% CK). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp tăng lên 19.2% (Q3 2024: 17.1%) và lợi nhuận gộp tăng lên 120.9 tỷ đồng (+11.7% CK). Do lỗ tỷ giá chưa thực hiện và chi phí dự phòng tăng, chi phí tài chính Q3 tăng lên 22.4 tỷ đồng (Q3 2024: 6.3 tỷ đồng). Lợi nhuận từ các công ty liên kết tăng 23.5% CK lên 97 tỷ đồng, nhờ sự cải thiện của Coats Phong Phú. Trong quý, chi phí quản lý và bán hàng giảm nhẹ xuống còn 110.5 tỷ đồng (-5.5% CK). Lợi nhuận hoạt động và LNST của công ty lần lượt đạt 94.4 tỷ đồng (+31.6% CK) và 95.2 tỷ đồng (+29.3% CK). Trong 9T 2025, doanh thu và LNST của PPH lần lượt đạt 1,834.9 tỷ đồng (+9.4% CK) và 310.8 tỷ đồng (+22.2% CK).
- Dự phóng 2025/2026:** Nhờ sự phát triển thuận lợi của ngành và KQKD Q3 đang đi đúng hướng, chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu và LNST 2025 trong kịch bản cơ sở (chúng tôi điều chỉnh dự báo theo kịch bản lạc quan và bi quan). Năm 2026, kỳ vọng PPH sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng di cư khỏi Trung Quốc và sự hợp tác chặt chẽ với Tập đoàn Coats. Trong kịch bản cơ sở, dự kiến PPH sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định với doanh thu năm 2026 ở mức 2,302.8 tỷ đồng (+2.2% CK). Hầu hết các khoản mục chi phí sẽ tăng theo lạm phát. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế 2026 của PPH lần lượt là 392.4 tỷ đồng (+3.8% CK) và 388.5 tỷ đồng (+3.8% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị nội tại của PPH, với một số giả định chính: tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 15%; tỷ lệ tăng trưởng dài hạn sau năm 2035 là 0%; và giả định rằng PPH sẽ tăng dần quy mô lao động và năng suất qua các năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 38,500 đồng/cổ phiếu cho PPH.
- Rủi ro chính:** Sự hợp tác với tập đoàn Coats và sự biến động về nhu cầu toàn cầu cũng như giá nguyên liệu là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,746	1,755	2,238	2,251	2,303	2,366
LN HĐKD (tỷ đồng)	479	325	379	378	392	409
Biên LN HĐKD (%)	27.5	18.5	16.9	16.8	17	17.3
LN trước thuế (tỷ đồng)	480	320	384	378	392	409
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	472	311	373	367	381	397
EPS (VND)	5,946	3,865	4,507	4,421	4,589	4,788
ROE (%)	26.1	16.5	20.5	19.3	18.9	18.5
P/E (x)	3.4	6.4	6.9	6.9	6.6	6.4
P/B (x)	0.8	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,419	3,539	3,579	3,828	3,932	4,056
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,784	1,778	1,884	1,996	2,120	2,260

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

Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.

* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.

* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

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

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

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

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