



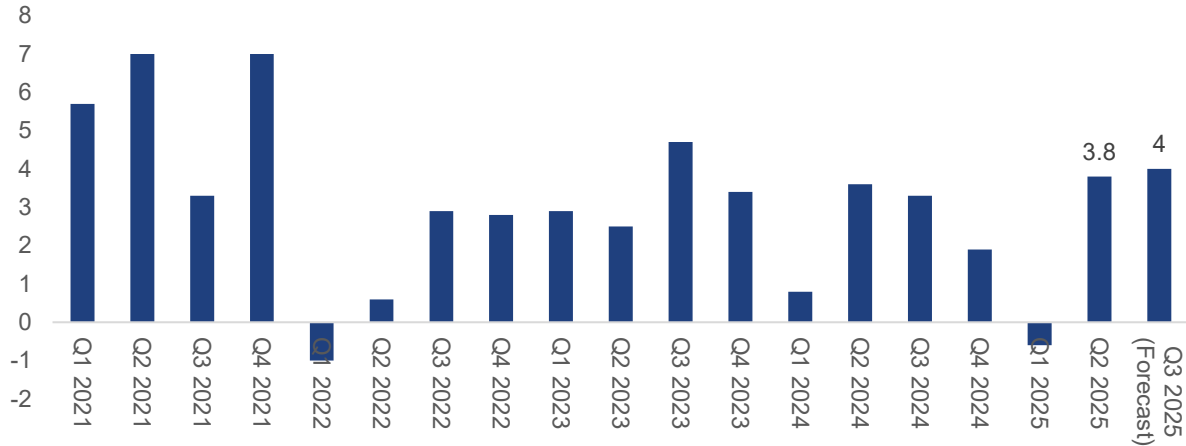
# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2026

# MỸ: THÀNH BẠI TẠI AI



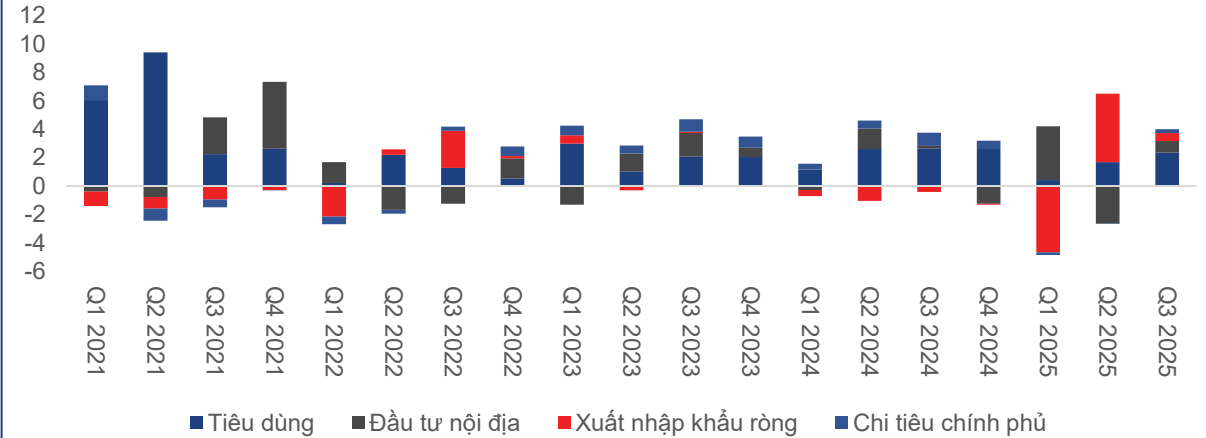
## GDP MỸ TĂNG MẠNH LIÊN TỤC 2 QUÝ BẤT CHẤP THUẾ QUAN & LÃI CAO

### % TĂNG TRƯỞNG GDP MỸ (QoQ annualized)



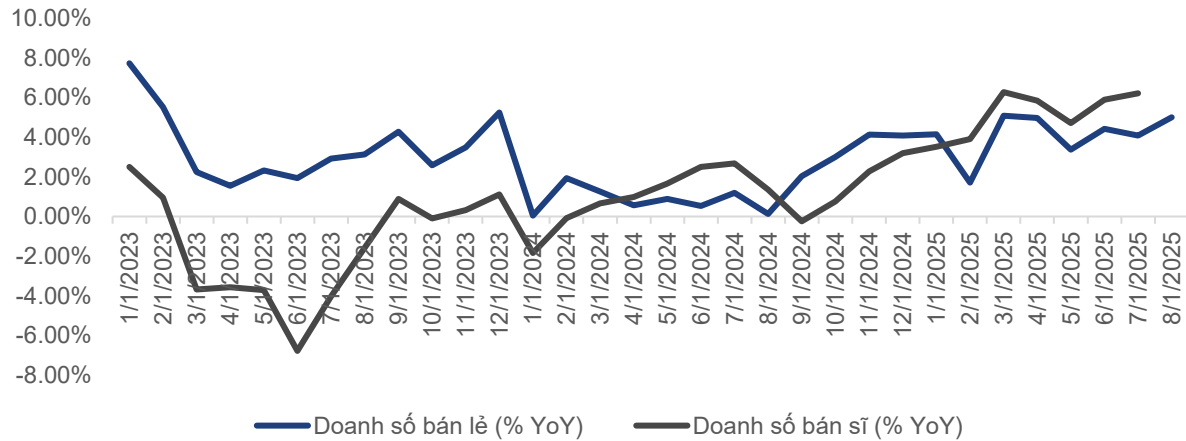
## TIÊU DÙNG VẪN TĂNG TRƯỞNG MẠNH TRONG 2 QUÝ 2 & 3 CỦA 2025

### ĐÓNG GÓP VÀO TĂNG TRƯỞNG GDP CỦA MỸ (%)



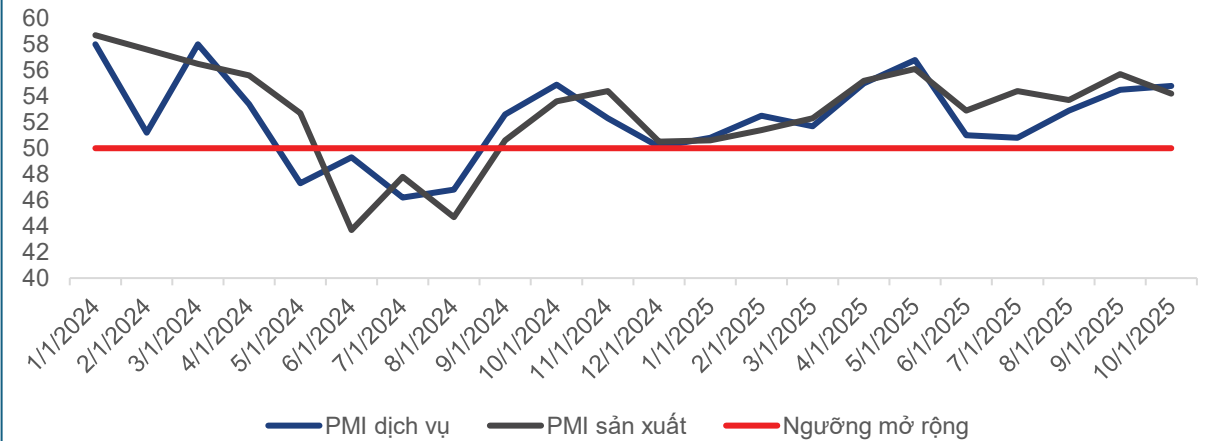
## DOANH SỐ BÁN LẺ & BÁN SĨ ĐỀU TĂNG TỐT SO VỚI CÙNG KỲ

### TĂNG TRƯỞNG DOANH SỐ BÁN LẺ & SĨ Ở MỸ (%)



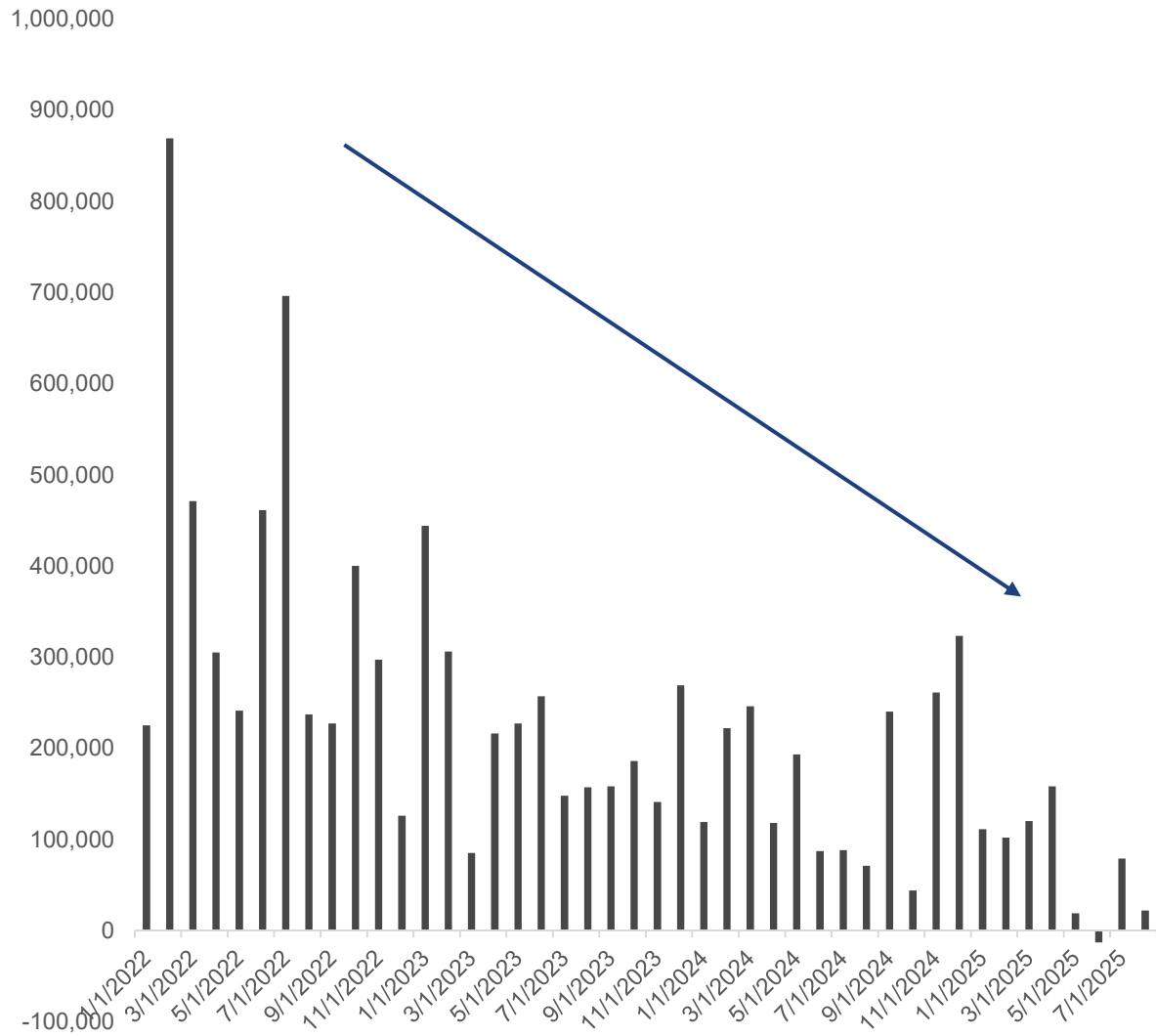
## PMI DỊCH VỤ VÀ SẢN XUẤT THỂ HIỆN XU HƯỚNG MỞ RỘNG LIÊN TỤC

### PMI DỊCH VỤ & SẢN XUẤT Ở MỸ



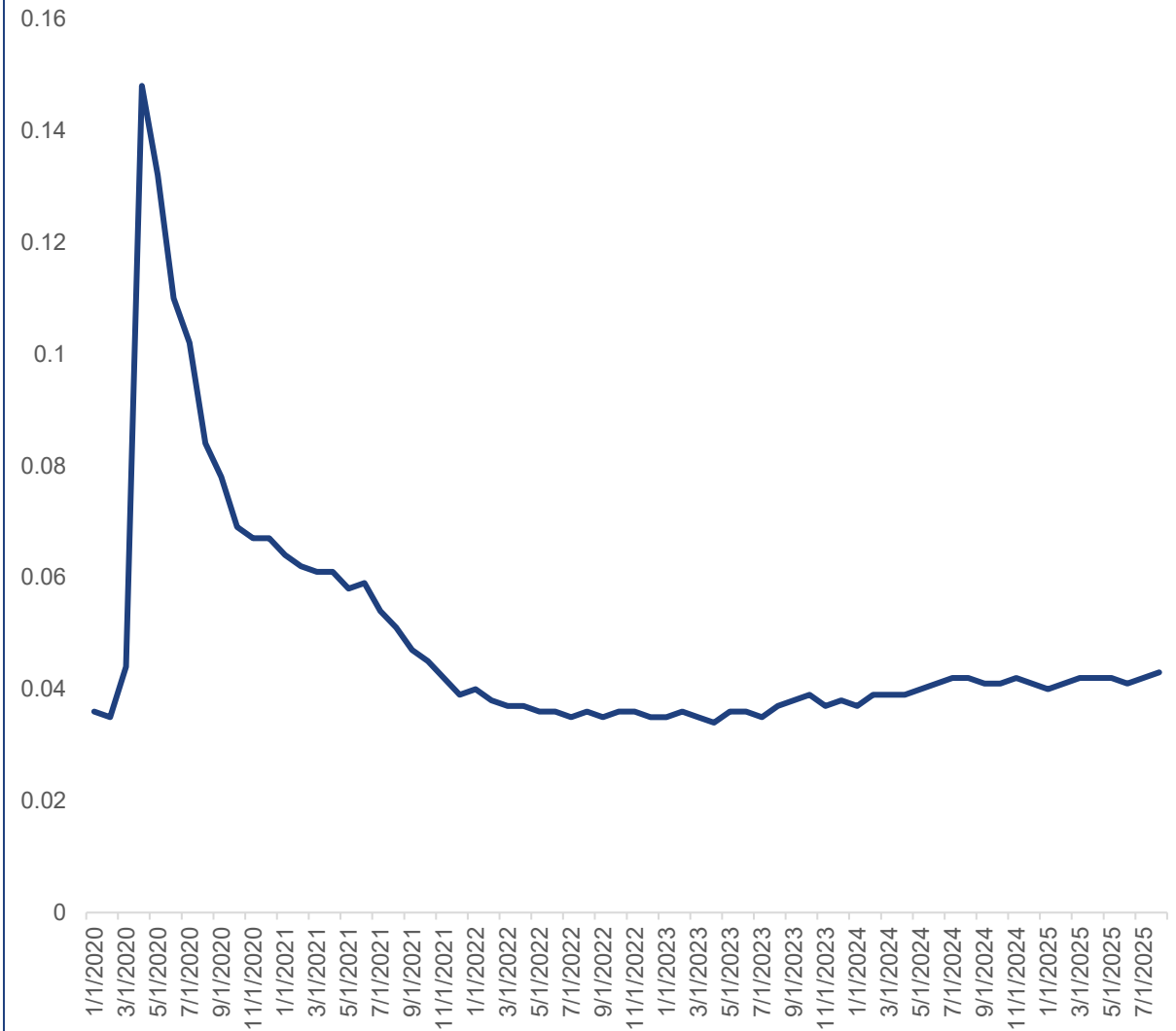
## SỐ VIỆC LÀM PHI NÔNG NGHIỆP MỞ MỚI TĂNG TRƯỞNG CHẬM LẠI

### SỐ VIỆC LÀM PHI NÔNG NGHIỆP MỞ MỚI (VIỆC LÀM)

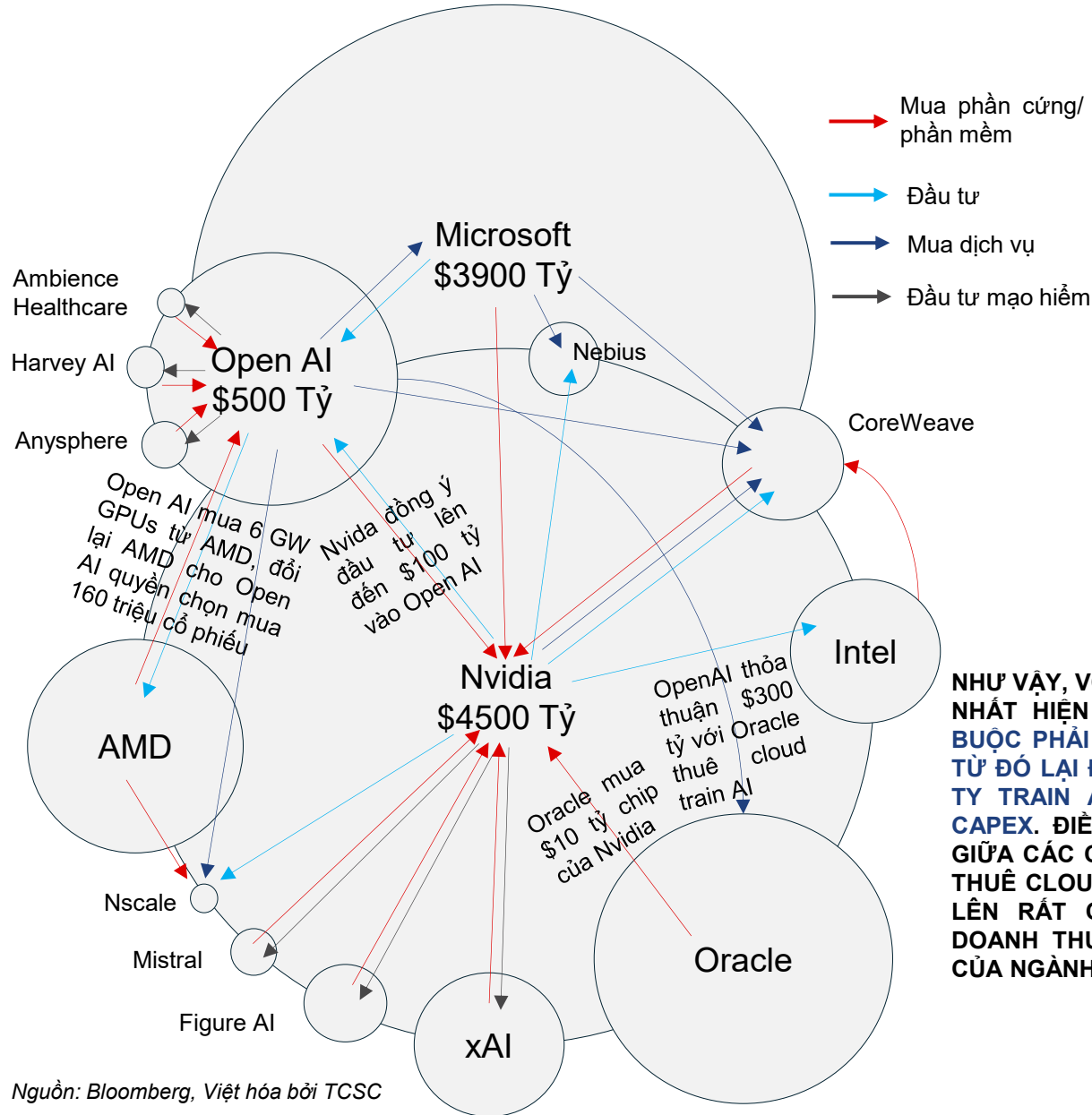


## NHƯNG TỶ LỆ THẤT NGHIỆP VẪN Ở MỨC THẤP QUANH 4%

### TỶ LỆ THẤT NGHIỆP Ở MỸ (%)

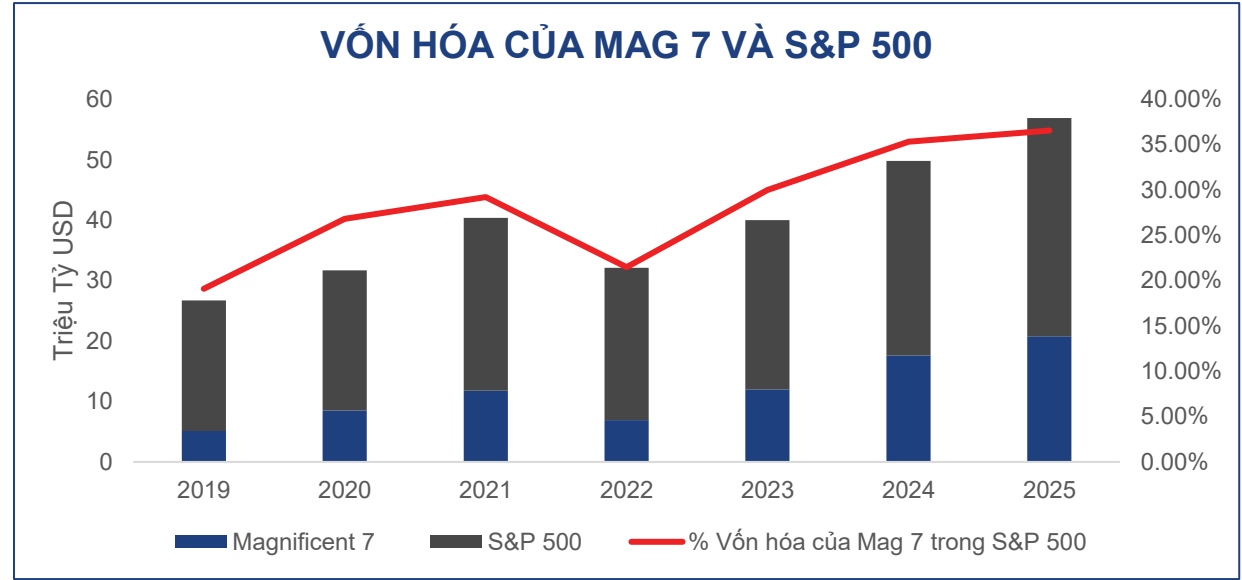


## SƠ ĐỒ ĐẦU TƯ CHÉO GIỮA CÁC CÔNG TY TRONG HỆ SINH THÁI AI

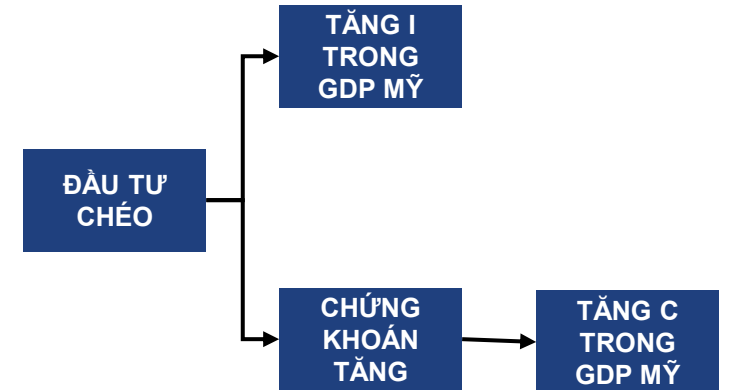


Nguồn: Bloomberg, Việt hóa bởi TCSC

## VỐN HÓA CỦA NHÓM MAGNIFICENT 7 NGÀY CÀNG TĂNG CAO



NHƯ VẬY, VỚI VIỆC LÀ NHÀ THIẾT KẾ CHIP MẠNH NHẤT HIỆN TẠI, CÁC CÔNG TY TRAIN AI ĐỀU BUỘC PHẢI SỬ DỤNG CHIP CỦA NVIDIA. NVIDIA TỪ ĐÓ LẠI ĐẦU TƯ NGƯỢC LẠI VÀO CÁC CÔNG TY TRAIN AI ĐỂ HỌ TIẾP TỤC CÓ TIỀN CHO CAPEX. ĐIỀU NÀY CŨNG ÁP DỤNG TƯƠNG TỰ GIỮA CÁC CÔNG TY TRAIN AI VÀ CÔNG TY CHÓ THUÊ CLOUD, ĐẨY ĐỊNH GIÁ CỦA CÁC CÔNG TY LÊN RẤT CAO KHI MÀ QUY TĂNG TRƯỞNG DOANH THU, LỢI NHUẬN NHANH, "TIỀM NĂNG CỦA NGÀNH AI" KHÔNG THỂ LƯỢNG HÓA ĐƯỢC.



**DIỄN BIẾN VIỆC ĐÀM PHÁN THUẾ ĐỐI ỨNG**

Quốc gia	Diễn biến quá trình đàm phán thuế với Mỹ (tại thời điểm báo cáo được làm ~ tháng 11/2025)	Cam kết thực hiện với Mỹ
Trung Quốc	- 2/2025: Áp thuế 10% lên một số mặt hàng liên quan đến chuỗi cung ứng fetanyl - 3/2025: Áp thêm 10% thuế fetanyl lên mức cũ (tổng 20%) - 4/2025: Áp thêm 34% thuế đối ứng lên mức cũ (tổng 54% cho các mặt hàng liên quan fetanyl và 34% cho các mặt hàng khác) sau đó lần lượt tăng thuế lên 104% (20 cũ, 84 đối ứng) và 145% (20 cũ, 125 đối ứng) vào ngày 9/4 khi TQ có đồng thái đáp trả cứng rắn - 5/2025: 2 bên gặp nhau ở Geneva, tạm giảm thuế đối ứng xuống 10% (tổng 30% - 20 % fetanyl cũ, 10% đối ứng cho tất cả mặt hàng) - 10/2025: <b>giảm thuế fetanyl về 10% từ 20% và giữ mức thuế đối ứng 10%. Như vậy, mức thuế trung bình mà TQ chịu giảm từ 57% xuống 47% (Do có tác động từ các thuế ngành)</b>	Tăng mua đậu nành, kiểm soát xuất khẩu fentanyl, gỡ bỏ hạn chế đất hiếm
Nhật Bản	- 4/2025: thuế đối ứng 25% - 7/2025: đồng ý giảm thuế đối ứng còn 15%, thuế cho ô tô và linh kiện còn 15%, miễn thuế cho ngành hàng không vũ trụ, dược phẩm	Cam kết đầu tư \$550B vào Mỹ, mua \$8B nông sản/năm, tăng nhập khẩu gạo Mỹ 75% trong hạn ngạch, chấp nhận nhập khẩu xe Mỹ theo tiêu chuẩn an toàn Mỹ
Hàn Quốc	- 4/2025: thuế đối ứng 25% - 7/2025: đồng ý giảm thuế đối ứng còn 15%	Cam kết đầu tư \$350B vào Mỹ, mua \$100B LNG, mở cửa thị trường cho hàng hóa Mỹ
EU	- 4/2025: thuế đối ứng 20% - 7/2025: đồng ý giảm thuế đối ứng còn 15% - 9/2025: giảm thêm cho ô tô xuống 15%, bán dẫn, dược phẩm, gỗ không quá 15% (thay vị bị áp theo các mức thuế khác bên ngoài)	Mua \$750B năng lượng, €40B AI chips, mua thiết bị quốc phòng, miễn thuế tất cả hàng công nghiệp Mỹ
Anh	- 4/2025: thuế đối ứng 10% - 5/2025: Giữ nguyên thuế đối ứng nhưng giảm thuế cho các ô tô trong hạn ngạch, miễn thuế cho hàng hàng không vũ trụ	Tăng nhập thịt bò, ethanol Mỹ
Việt Nam	- 4/2025: thuế đối ứng 46% - 7/2025: thuế đối ứng 20%, 40% cho transshipping - 11/2025: cụ thể hơn các điều khoản, đề nghị khả năng có một số mặt hàng được thuế về 0%	Miễn thuế phần lớn hàng Mỹ, đơn giản hóa tiêu chuẩn nhập khẩu hàng Mỹ
Philippines	- 4/2025: thuế đối ứng 17% - 7/2025: Sau đàm phán tăng lên thành 19% - ngang mức các nước khác trong khu vực ASEAN	Toàn bộ hàng Mỹ 0% thuế
Indonesia	- 4/2025: thuế đối ứng 32% - 7/2025: Giảm xuống 19%	Miễn thuế dịch vụ kỹ thuật số cho Mỹ, bỏ yêu cầu kiểm tra hàng Mỹ trước khi xuất khẩu từ Mỹ vào Indo
Malaysia	- 4/2025: thuế đối ứng 24% - 10/2025: Giảm xuống 19%	Miễn thuế cho 3 nhóm hàng hóa lớn, hợp tác đất hiếm
Thái Lan	- 4/2025: thuế đối ứng 36% - 10/2025: Giảm xuống 19%	Miễn 99% hàng Mỹ, cam kết dùng >\$20B mua hàng Mỹ
Campuchia	- 4/2025: thuế đối ứng 49% - 10/2025: Giảm xuống 19%	Miễn 100% hàng công nghiệp Mỹ
Đài Loan	- 4/2025: thuế đối ứng 32% - 8/2025: Giảm xuống 20%	TSMC đầu tư \$100B vào Mỹ
Ấn Độ	- 4/2025: thuế đối ứng 26% - 8/2025: Tăng lên 50% vì Ấn Độ nhập dầu của Nga - 11/2025: Đang đàm phán với Mỹ và Trump vừa tuyên bố đã có thỏa thuận, sẽ giảm thuế cho Ấn	Đàm phán giảm nhập dầu Nga, miễn thuế dược phẩm, điện tử, năng lượng cho Mỹ
Brazil	- 4/2025: thuế đối ứng 10% (base rate) - 7/2025: áp thêm 40% do chính quyền Bolsonaro cáo buộc Mỹ không "fair-play" - 11/2025: Đang đàm phán giảm thuế	Miễn thuế nước cam ép, máy bay dân dụng, một số kim loại, năng lượng
Canada	- 2/2025: công bố thuế 25%, nhưng miễn cho hàng hóa thuộc USMCA - 7/2025: tăng lên 35% vì chính quyền Canada đáp trả cứng rắn nhưng vẫn miễn cho hàng hóa thuộc USMCA (Hiện 85% kim ngạch xuất khẩu Canada thuộc USMCA)	Miễn ngược lại các hàng hóa thuộc USMCA cho Mỹ
Mexico	- 2/2025: công bố thuế 25%, nhưng miễn cho hàng hóa thuộc USMCA (Hiện 84% kim ngạch xuất khẩu Mexico thuộc USMCA) - 4/2025: thuế đối ứng 10%	Miễn ngược lại các hàng hóa thuộc USMCA cho Mỹ

Nguồn: TCSC tổng hợp

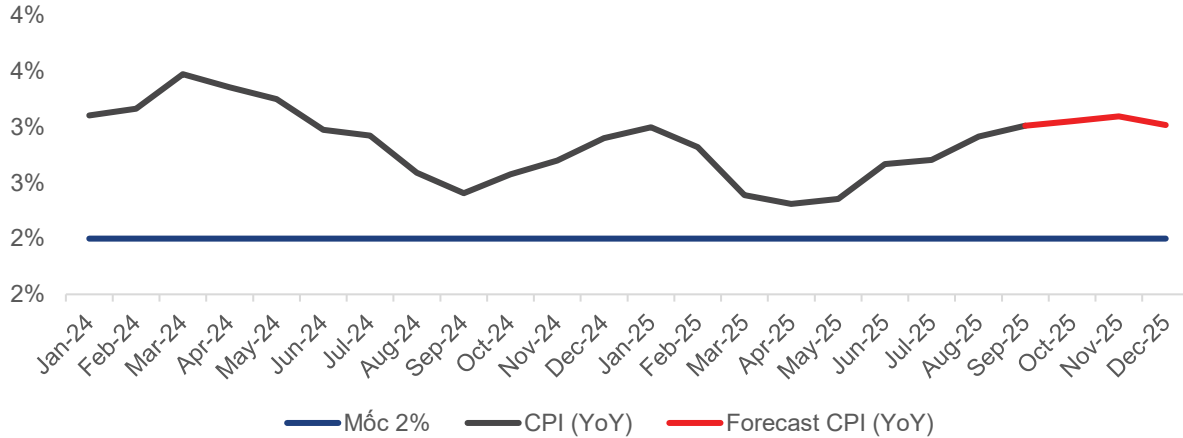
**THUẾ NGÀNH THEO SECTION 232 (KHÔNG CỘNG DÒN VỚI THUẾ ĐỐI ỨNG)**

Tên mặt hàng	Thuế suất	Ngày có hiệu lực
Thép, nhôm và các sản phẩm từ thép nhôm	50%	6/2025
Ô tô và phụ tùng ô tô	25%	4 & 5/2025
Sản phẩm từ đồng	50%	8/2025
Gỗ và sản phẩm từ gỗ	Gỗ xây dựng 10%, Sản phẩm bọc gỗ 25% (30% từ 1/2026), tủ bếp và bàn trang điểm 30% (50% từ 1/2026)	10/2025 & 1/2025

- **Đa số các quốc gia đã đàm phán xong mức thuế đối ứng với Mỹ**, trừ một số quốc gia như Ấn, Brazil
- Các quốc gia khu vực ASEAN bị áp quanh mức 20%, nhìn chung **không có quốc gia nào có lợi thế cạnh tranh đáng kể**, chỉ có Mỹ hưởng lợi từ thương vụ này khi có thêm doanh thu từ thuế và các điều khoản mà các nước nhỏ buộc phải nhường
- Rủi ro liên quan đến thuế quan là thấp, tuy nhiên trade deal giữa Mỹ và Trung Quốc chỉ kéo dài 1 năm, vì thế **vẫn có rủi ro bùng lên lại bất kỳ lúc nào Trump còn trong nhiệm kỳ**

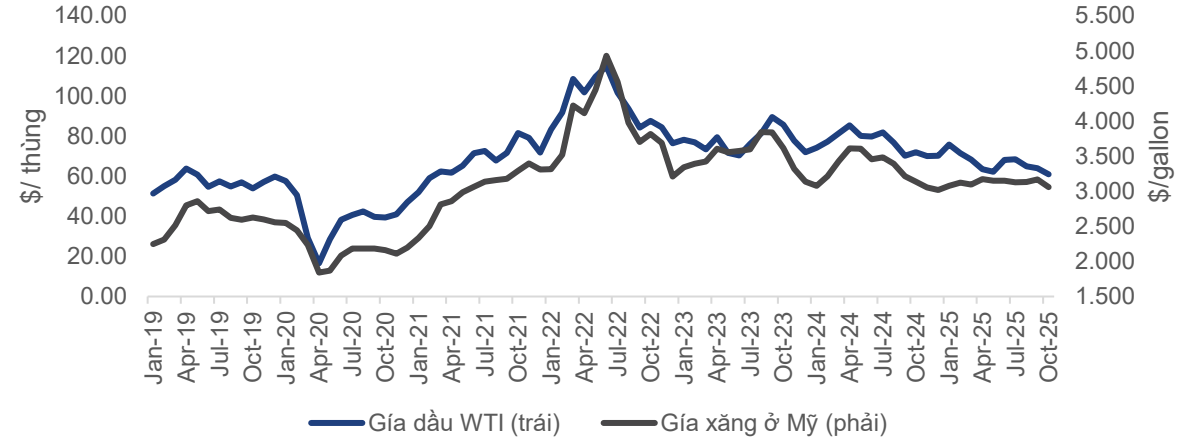
## LẠM PHÁT MỸ VẪN KHÁ CỨNG ĐẦU, ÍT NHẤT LÀ CHO ĐẾN CUỐI 2025

### LẠM PHÁT CƠ BẢN CỦA MỸ (%YoY)



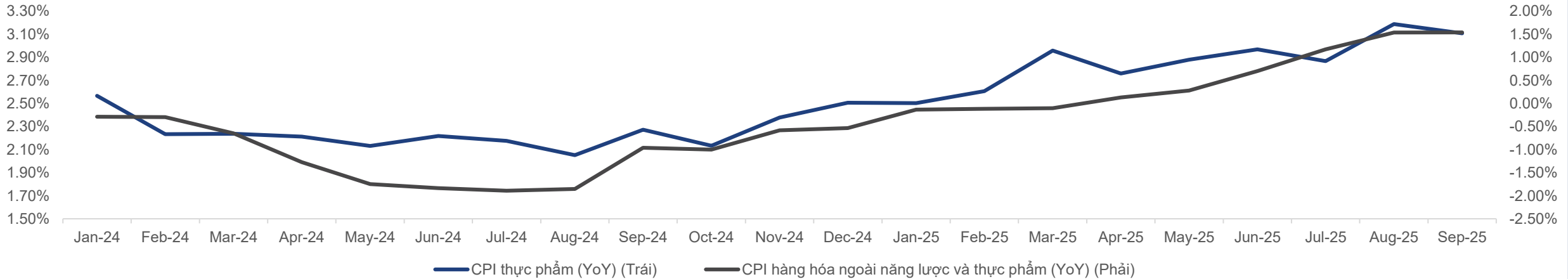
## DÙ CHO HIỆN TẠI GIÁ XĂNG DẦU ĐÃ HẠ NHIỆT RẤT NHIỀU

### DIỄN BIẾN GIÁ XĂNG & DẦU TẠI MỸ



## DO CÁC TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ QUAN MÀ GIÁ CẢ CÁC MẶT HÀNG ĐỀU TĂNG

### CPI THỰC PHẨM & HÀNG HÓA (%YoY)



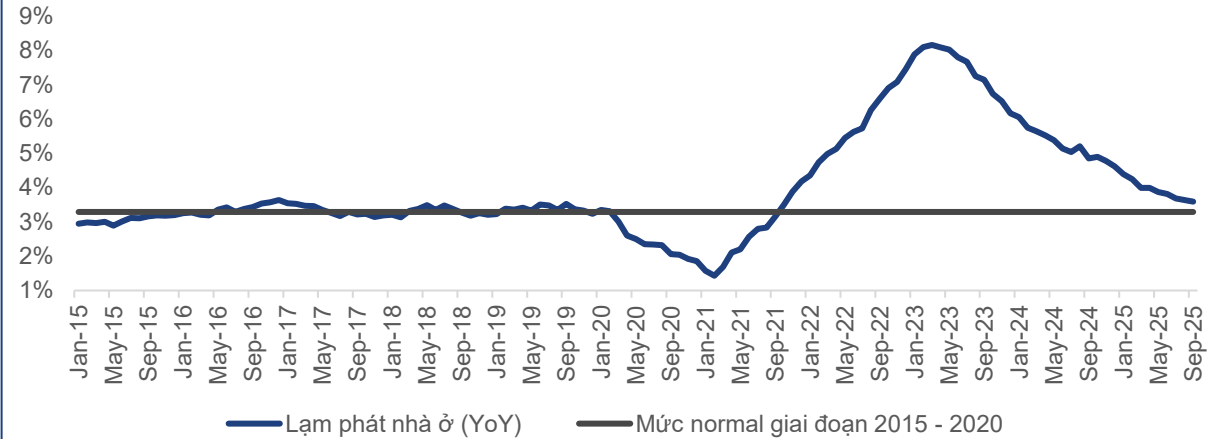
**LÃI SUẤT NEO CAO KHIẾN CHO NHU CẦU MUA NHÀ GIẢM**

**LÃI SUẤT CHO VAY MUA NHÀ THẾ CHẤP 30 NĂM CỦA MỸ**



**TỐC ĐỘ TĂNG GIÁ NHÀ Ở MỸ ĐANG QUAY VỀ MỨC NORMAL**

**CPI NHÀ Ở MỸ (%YoY)**



**YẾU TỐ TĂNG GIÁ DO THUẾ QUAN**

**GIÁ NHÀ**

**GIÁ DẦU**

**KHIẾN GIÁ TĂNG LÊN MẶT BẰNG MỚI, VÌ THỂ CHỈ TÁC ĐỘNG MỘT LẦN**

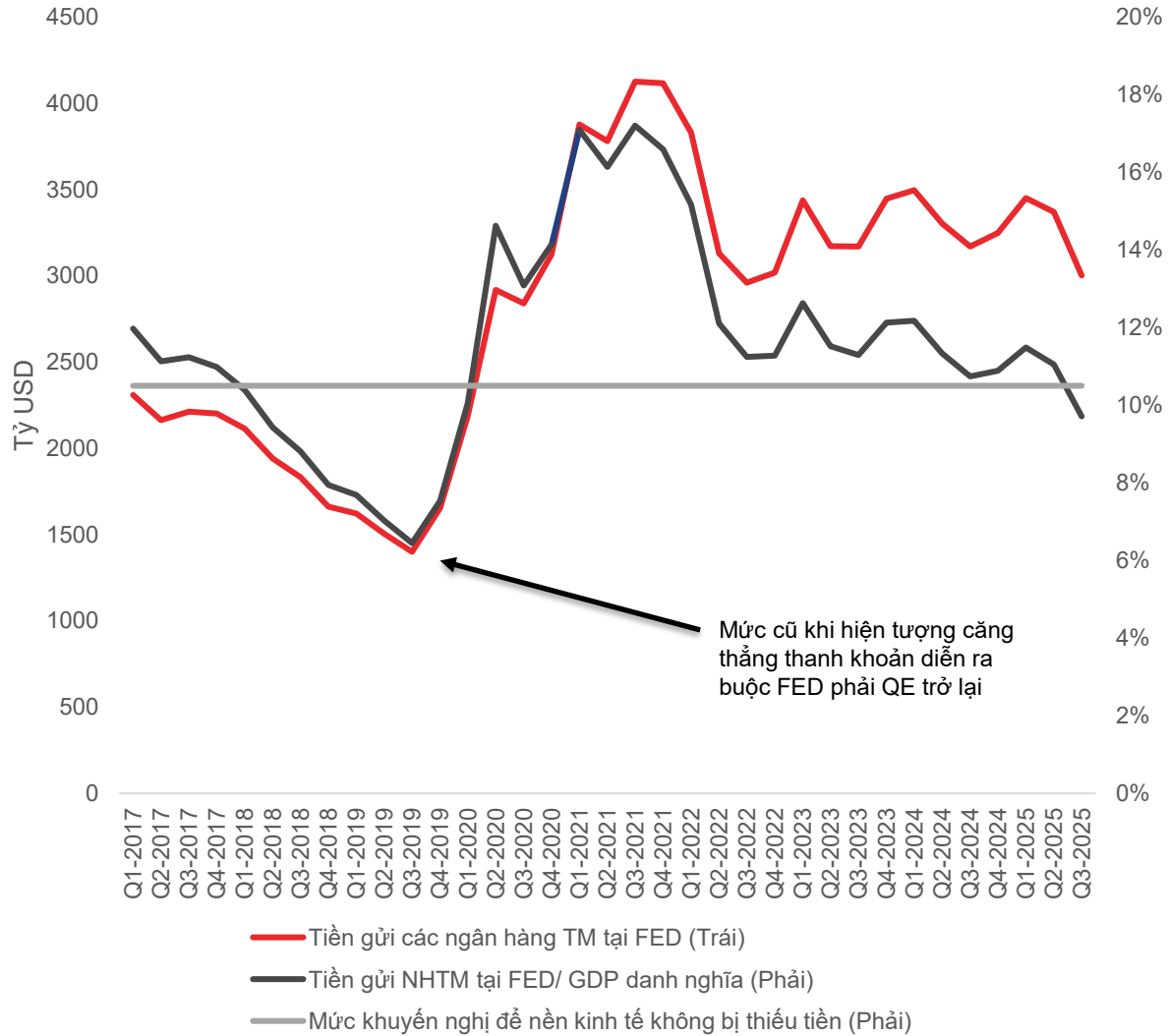
**GIẢM VỀ MẶT BẰNG THẤP TRƯỚC COVID KHI LÃI SUẤT CAO DẦN NGẮM**

**DUY TRÌ Ở VÙNG THẤP KHI CÁC RỦI RO ĐỊA CHÍNH TRỊ ĐI ĐẾN HỜI KẾT**

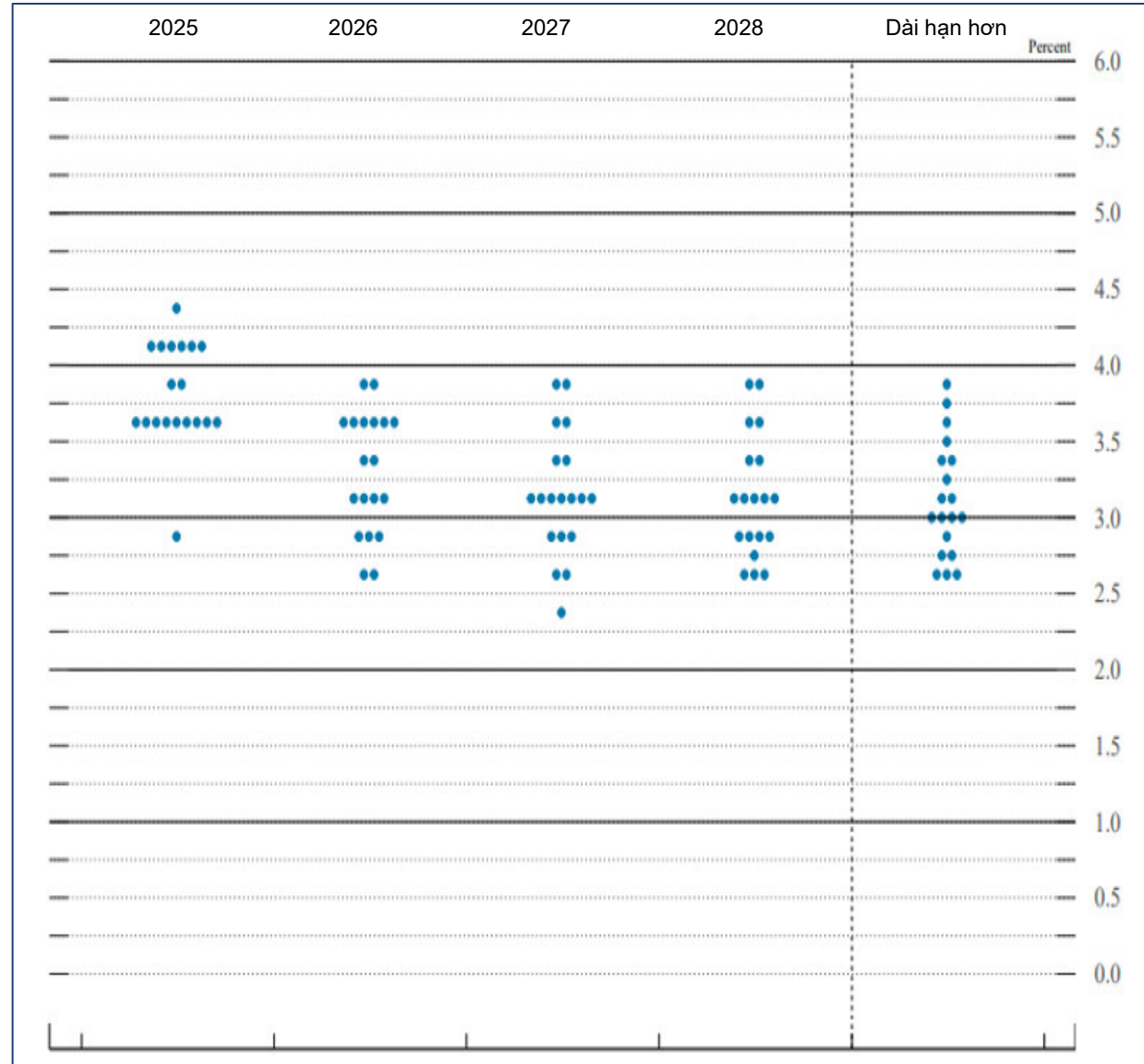
**KỲ VỌNG LẠM PHÁT SẼ QUAY VỀ MỨC NORMAL TRONG NĂM SAU (0.1-0.2% MOM) VÀ VÌ THỂ ĐƯA MỨC CPI VỀ MỨC CPI MỤC TIÊU, TỪ ĐÓ FED CÓ THỂ HẠ LÃI SUẤT DẦN VỀ 2.5% TỪ 2H 2026**

## RESERVE BALANCE Ở MỨC THẤP, FED SẼ DỪNG QT TRONG THÁNG 12

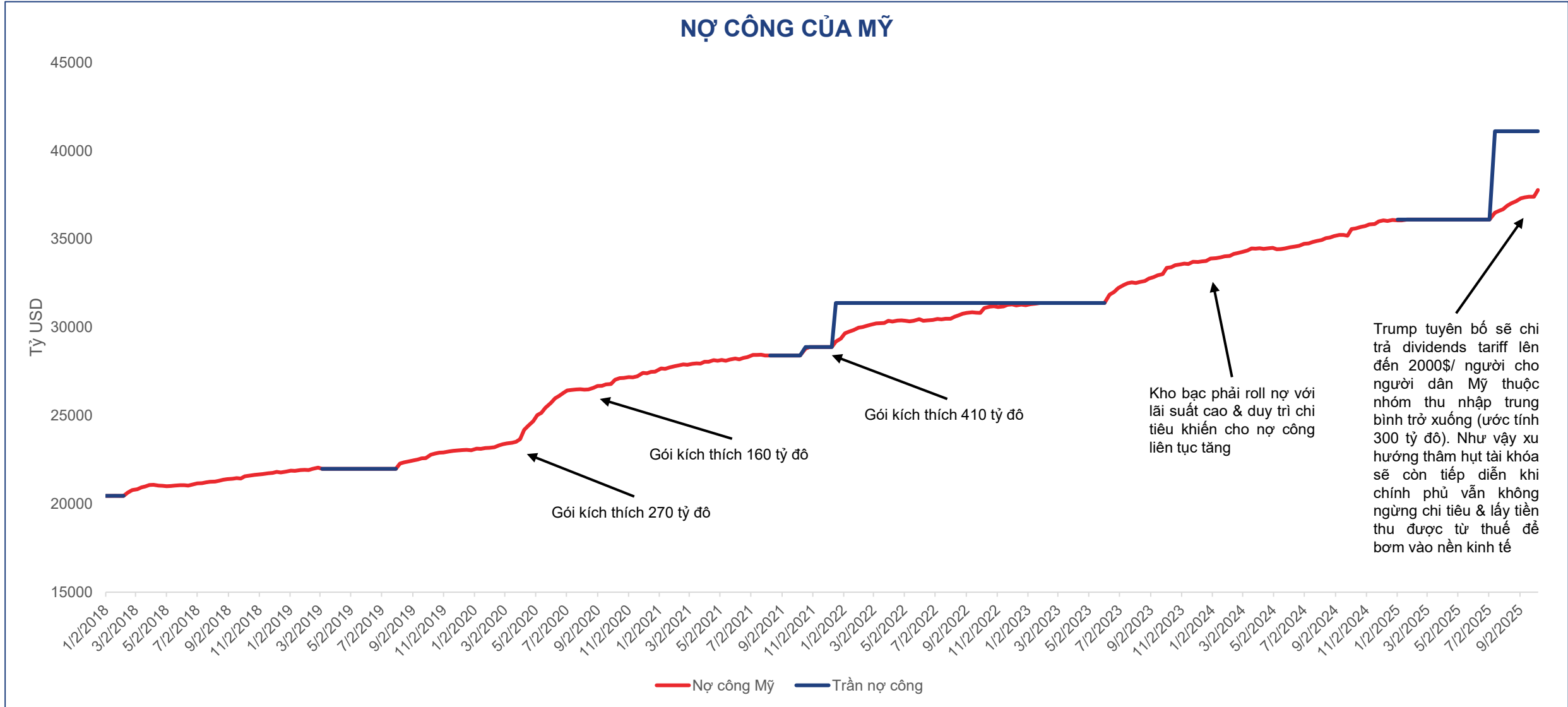
### LƯỢNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ MỸ



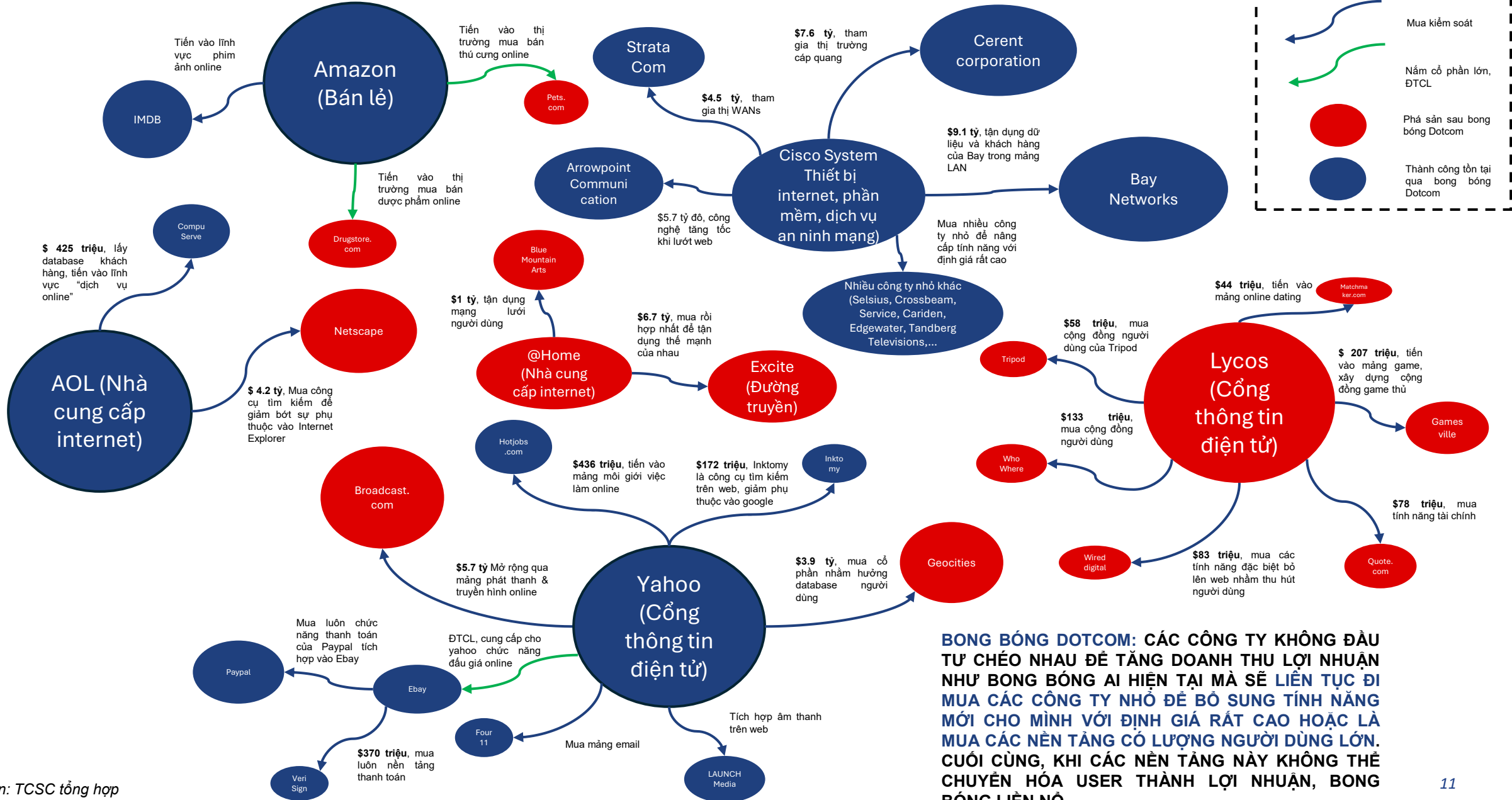
## VÀ SẼ TIẾP TỤC CẮT GIẢM LÃI SUẤT NẾU CPI KHÔNG TĂNG CAO



“CỖ TỨC TỪ THUẾ QUAN” CỦA TRUMP DỰ KIẾN SẼ LẠI BƠM THÊM NHIỀU TIỀN VÀO NỀN KINH TẾ MỸ



## MỘT SỐ THƯƠNG VỤ SÁP NHẬP LỚN TRONG BONG BÓNG DOTCOM



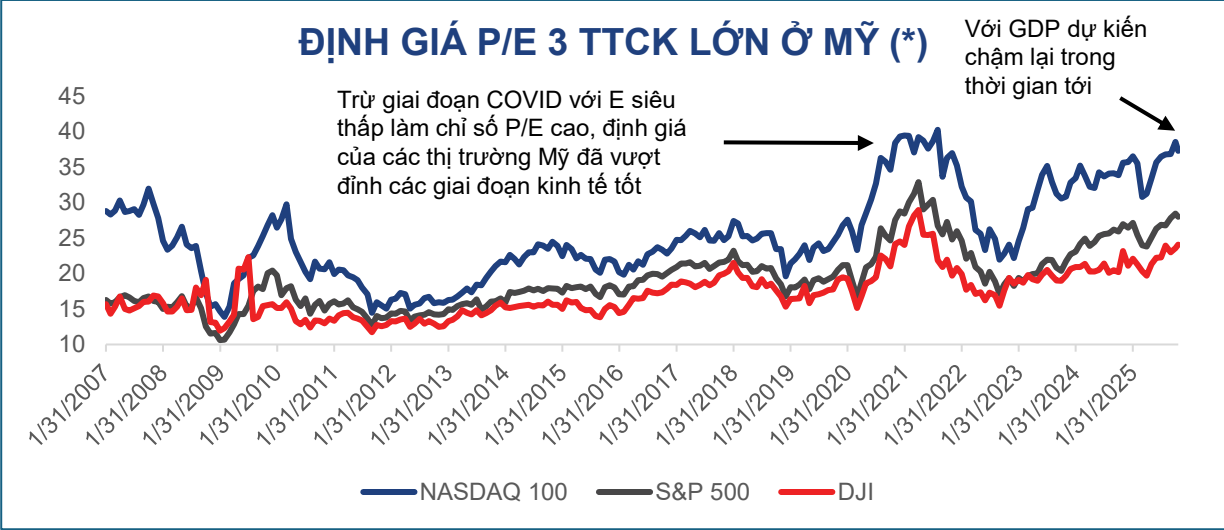
**BONG BÓNG DOTCOM: CÁC CÔNG TY KHÔNG ĐẦU TƯ CHÉO NHAU ĐỂ TĂNG DOANH THU LỢI NHUẬN NHƯ BONG BÓNG AI HIỆN TẠI MÀ SẼ LIÊN TỤC ĐI MUA CÁC CÔNG TY NHỎ ĐỂ BỔ SUNG TÍNH NĂNG MỚI CHO MÌNH VỚI ĐỊNH GIÁ RẤT CAO HOẶC LÀ MUA CÁC NỀN TẢNG CÓ LƯỢNG NGƯỜI DÙNG LỚN. CUỐI CÙNG, KHI CÁC NỀN TẢNG NÀY KHÔNG THỂ CHUYỂN HÓA USER THÀNH LỢI NHUẬN, BONG BÓNG LIỀN NỔ**



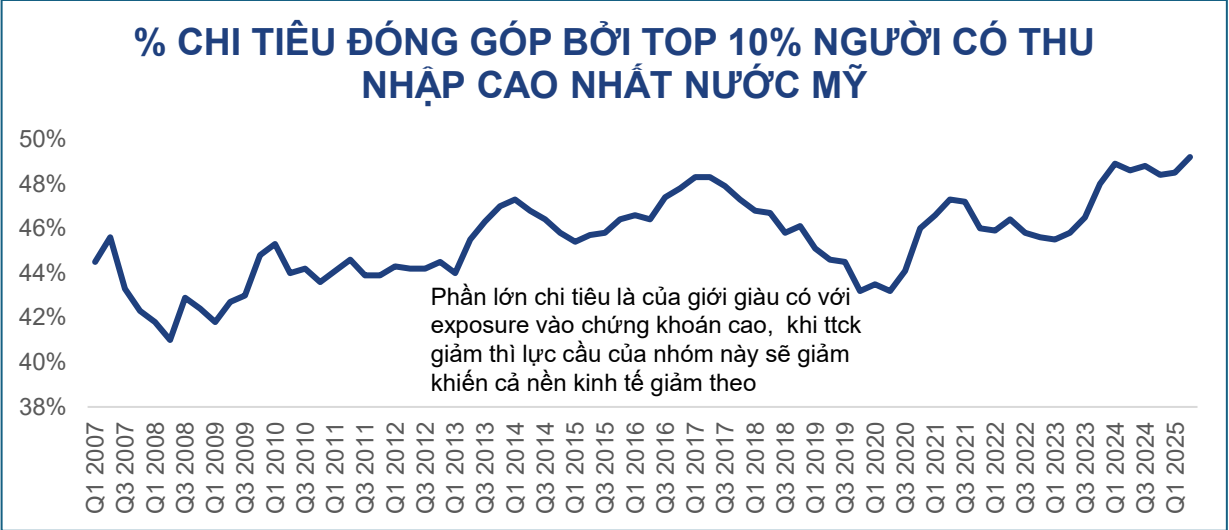
# DÙ KHÁC NHAU VỀ HÌNH THỨC, RỦI RO TƯƠNG TỰ Ở BONG BÓNG AI SẼ LÀ ĐIỀU MÀ NĐT CẦN CẦN TRỌNG

(\*) Chỉ số NASDAQ gồm hơn 3000 công ty phi tài chính, trong đó có cả các công ty siêu nhỏ không có lợi nhuận nên chúng tôi dùng chỉ số NASDAQ 100 gồm 100 doanh nghiệp lớn nhất để giảm bớt tính biến động

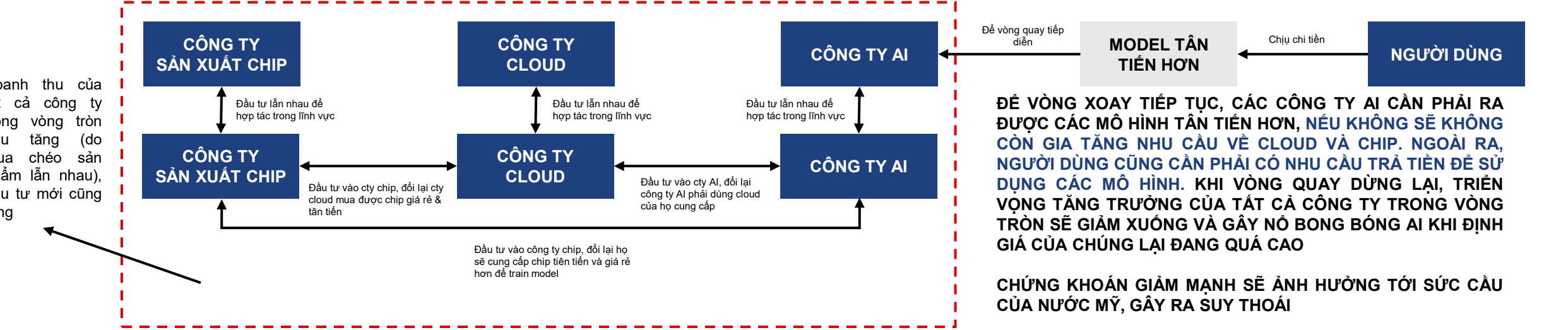
## ĐỊNH GIÁ CÁC CHỈ SỐ CHỨNG KHOÁN ĐỀU Ở ĐỈNH



## PHẦN LỚN TIÊU DÙNG NGƯỜI MỸ ĐẾN TỪ GIỚI GIÀU CÓ



## CÁC CÔNG TY CÔNG NGHỆ ĐANG ĐẦU TƯ CHÉO LẤN NHAU, NẾU KO TẠO ĐƯỢC LỢI NHUẬN THÌ SẼ BỊ HẠ ĐỊNH GIÁ, GÂY NÊN NỖ BONG BÓNG





**SOFT-  
LANDING  
NHỜ AI  
(7-80%)**

'- Trong kịch bản tốt, không nổ bong bóng AI, chúng tôi cho rằng Mỹ nhiều khả năng sẽ soft-landing trong 2026 vì các lý do sau:

**(1) Về mặt chính sách**, FED vẫn tiếp tục hạ lãi suất, trong khi chính phủ Mỹ về cơ bản vẫn giữ chính sách tài khóa mở rộng

**(2) Về kinh tế**, lạm phát sẽ dần hạ nhiệt khi giá nhà rơi về vùng thấp do bị ăn mòn bởi môi trường lãi suất cao và thiếu tổ thuế quan dần phản ánh xong cuối 2025 - đầu 2026. Bên cạnh đó, sức cầu cũng sẽ dần hạ nhiệt khi tăng trưởng liên tục trên nền cao vào quý 2 & 3 của 2025 như chúng ta đã thấy, đưa tăng trưởng GDP dần dần chậm lại. Thất nghiệp Mỹ sẽ tăng nhẹ từ mức hiện tại nhưng vẫn ở con số thấp, chấp nhận được.

**(3) Định giá thị trường** tiếp tục tăng trong bối cảnh tiền Fiat vẫn tiếp tục được in ra bởi chính phủ Mỹ và dòng tiền toàn cầu tiếp tục phải phân bổ vào Mỹ do tính chất vốn hóa lớn của nó. Tuy nhiên, nhiều nhà đầu tư Mỹ nhận thấy và e sợ sự hình thành của "bong bóng AI" có thể bán nhóm công nghệ ra và vì thế khiến giá của cổ phiếu công nghệ giảm trước khi bong bóng thực sự nổ - có thể rơi vào nửa sau 2026 tùy theo tình hình phát triển các mô hình AI.

**NỔ BONG  
BÓNG  
(2 - 30%)**

'- Với kịch bản xấu, **việc bong bóng AI nổ sớm hơn trong 2026 khiến cho Mỹ rơi vào suy thoái kỹ thuật** (tương tự như giai đoạn bong bóng Dotcom 2001) khi việc thị trường chứng khoán giảm mạnh gây ảnh hưởng tới sức cầu của người dân (nghèo đi và tương lai thiếu chắc chắn hơn), cũng như các doanh nghiệp ngừng đầu tư mới theo sự giảm cầu (và sự giảm nhu cầu đầu tư từ AI).

- Về kinh tế, GDP do đó sẽ xuất hiện các quý tăng trưởng âm trong nửa sau 2026, thất nghiệp tăng cao vì kinh tế thu hẹp, lạm phát giảm mạnh do cầu yếu, buộc FED phải cắt giảm nhiều đợt lãi suất hơn

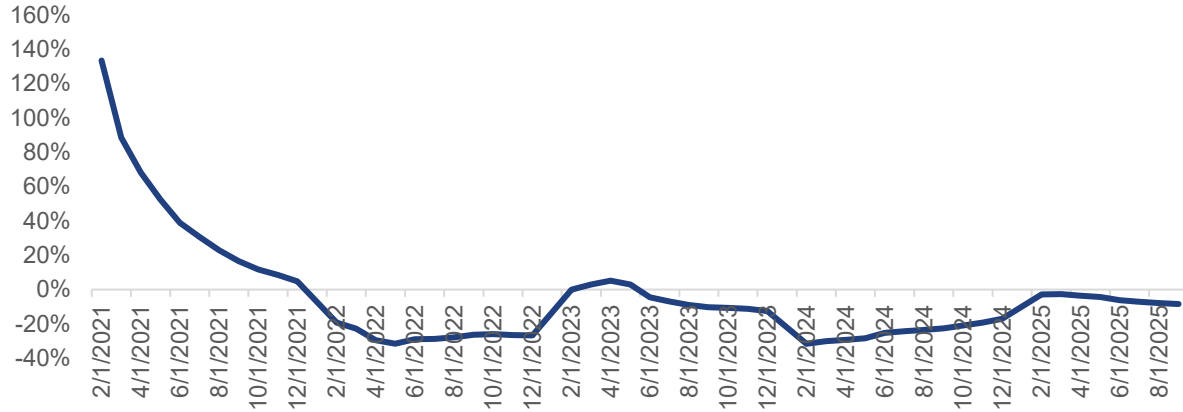
# TRUNG QUỐC: HỒ BỆNH VẪN LÀ HỒ



(\*) Tính từ dư nợ Nhân dân tệ của các ngân hàng dựa trên báo cáo của PBOC

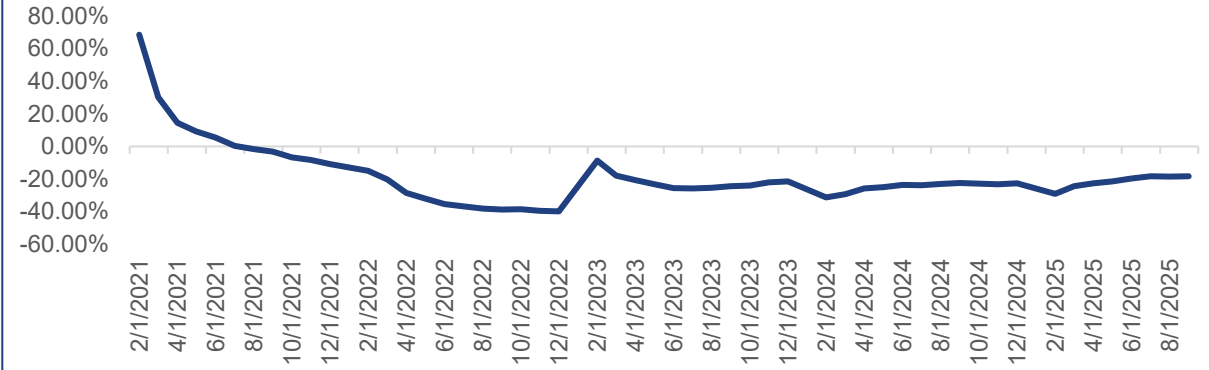
## THỊ TRƯỜNG BĐS TQ VẪN Ế ẦM DÙ TỐC ĐỘ GIẢM ĐÃ HẠ NHIỆT

### DOANH SỐ BĐS THƯƠNG MẠI BÁN RA (YTD % YoY)



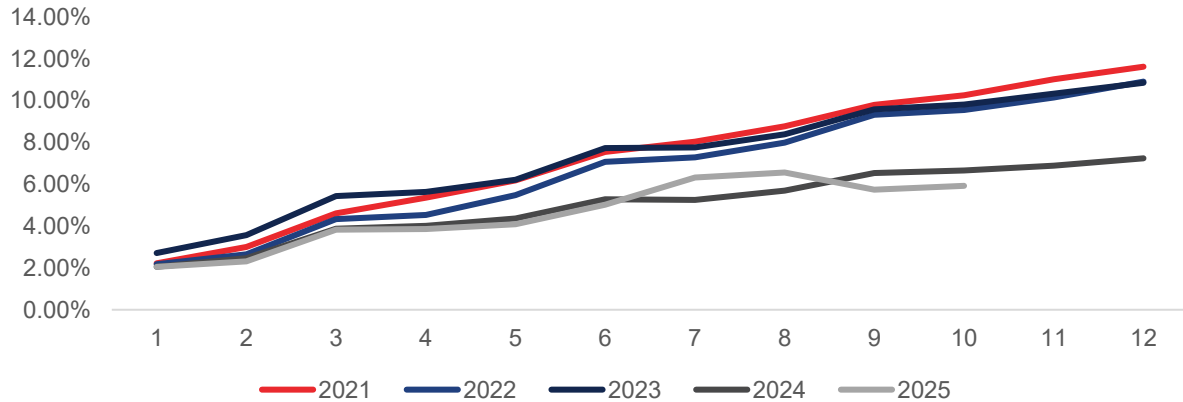
## NHU CẦU KHỞI CÔNG MỚI VÌ THẾ CŨNG CHẬM ĐI ĐÁNG KỂ

### DIỆN TÍCH SÀN CỦA BĐS THƯƠNG MẠI KHỞI CÔNG MỚI (YTD % YoY)



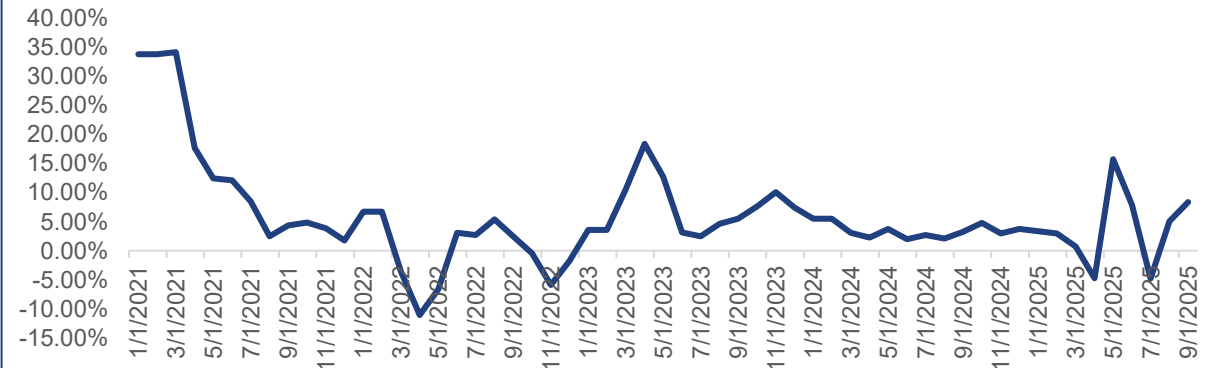
## TÍN DỤNG TĂNG TRƯỞNG YẾU NHẤT TRONG VÒNG 5 NĂM

### TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG TRUNG QUỐC (\*)



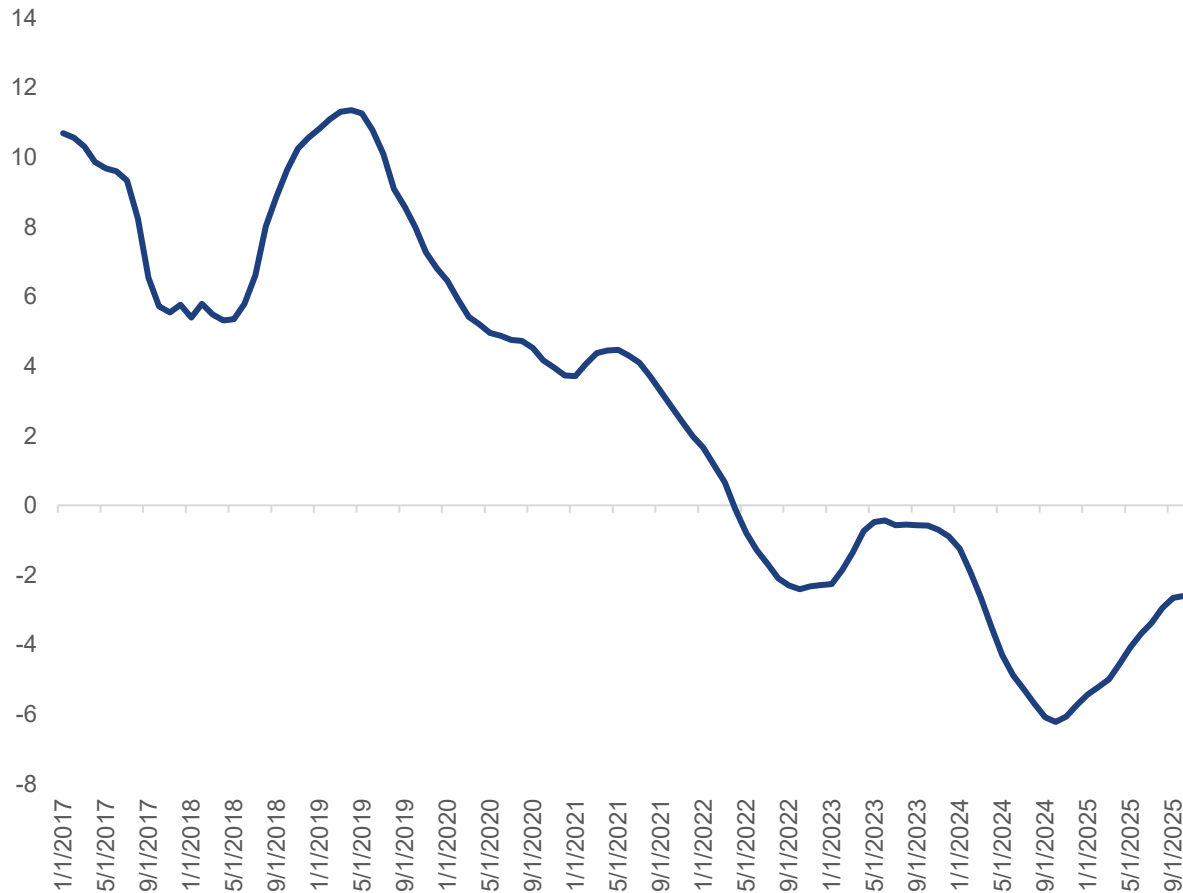
## NHU CẦU TIÊU THỤ TĂNG TRƯỞNG YẾU, ĐÔI KHI TĂNG TRƯỞNG ÂM

### TĂNG TRƯỞNG TỔNG MỨC BÁN LẺ TRUNG QUỐC (%YoY)



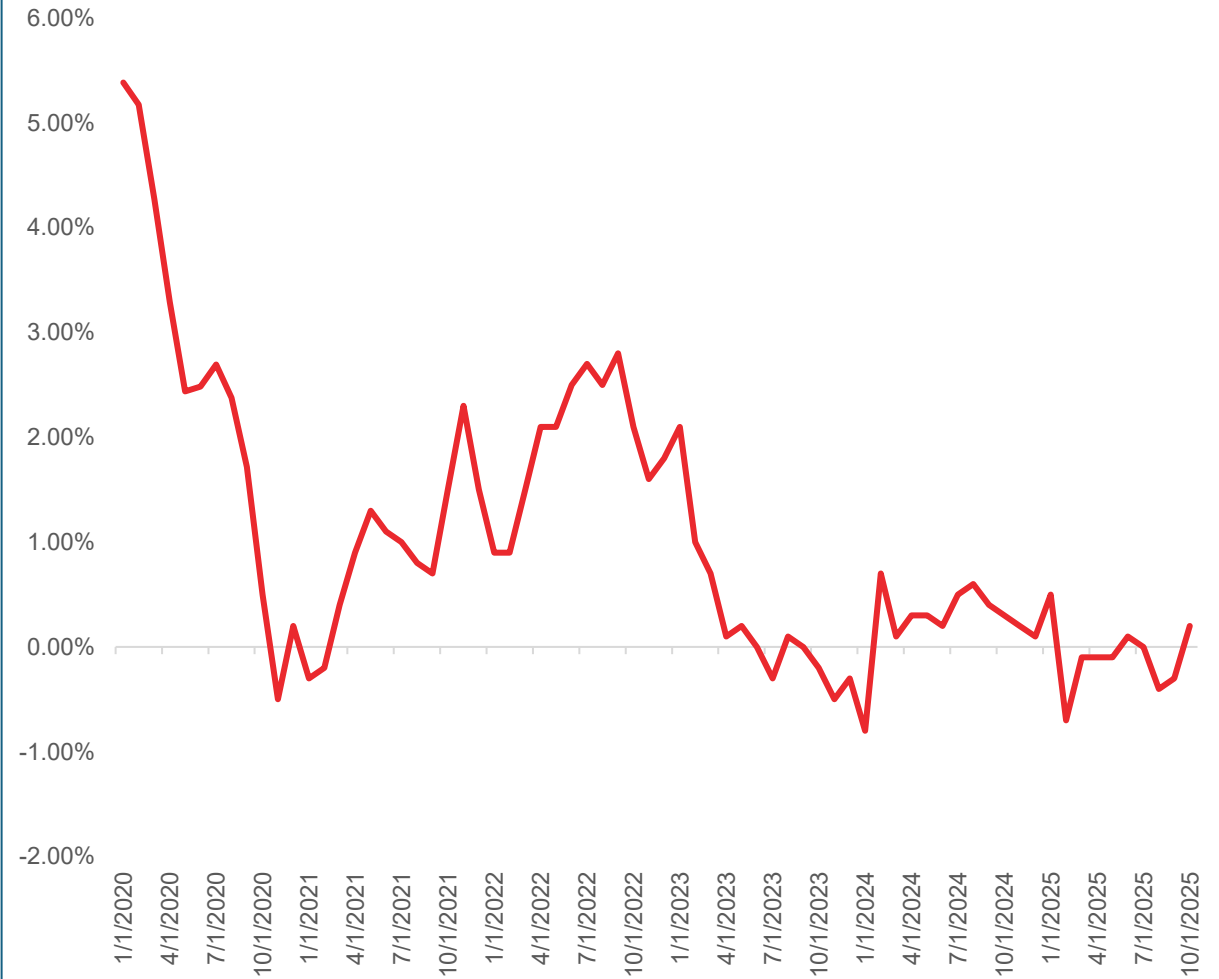
**GIÁ NHÀ LIÊN TỤC GIẢM, ĐẶC BIỆT LÀ Ở CÁC THÀNH PHỐ HẠNG 2 VỚI NHU CẦU YẾU HƠN**

**% THAY ĐỔI GIÁ NHÀ Ở THƯƠNG MẠI MỚI XÂY DỰNG Ở 70 THÀNH PHỐ VỪA & LỚN TRUNG QUỐC (YoY)**



**CHỈ SỐ CPI TĂNG TRƯỞNG ÂM NHIỀU THÁNG LIÊN TỤC, BÁO HIỆU QUỐC GIA NÀY ĐANG RƠI VÀO TÌNH TRẠNG GIẢM PHÁT**

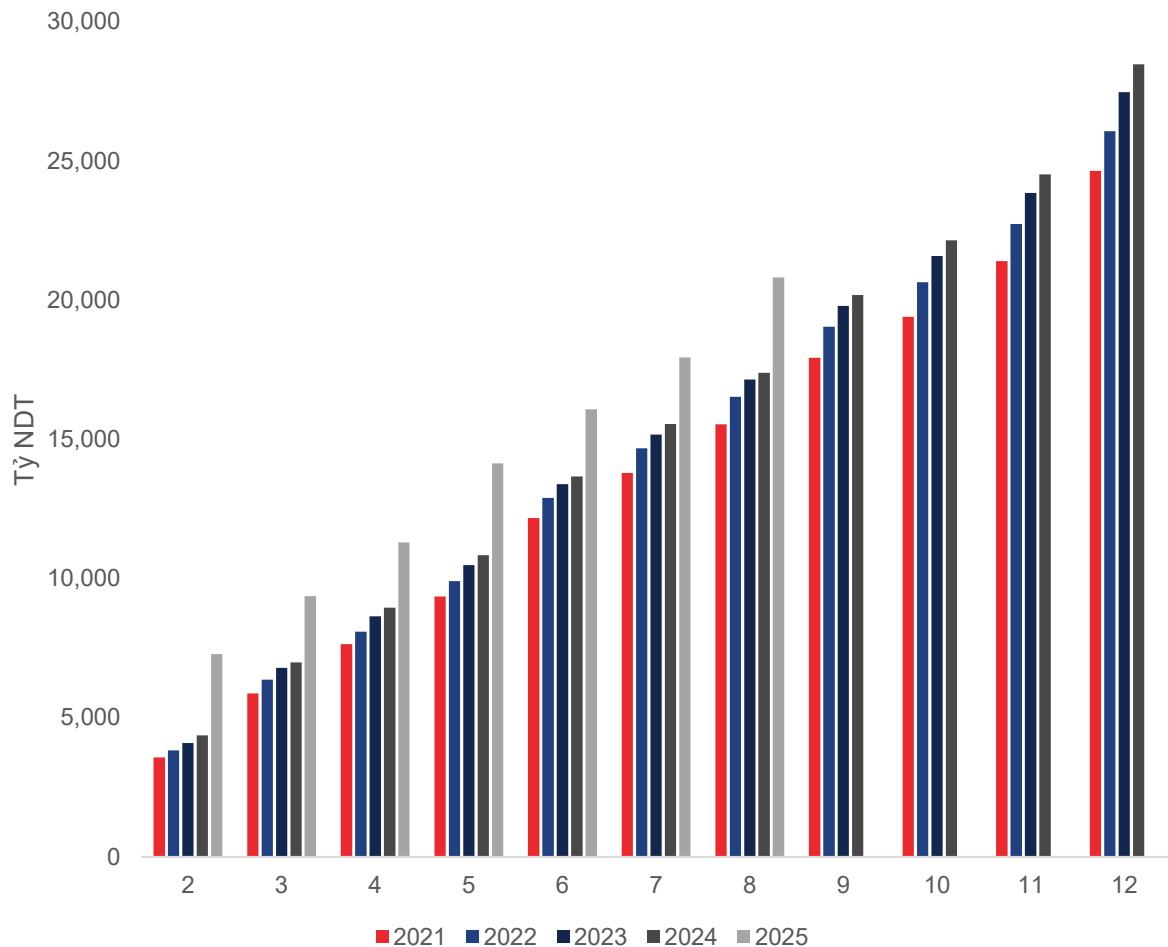
**CHỈ SỐ CPI TRUNG QUỐC (%YoY)**





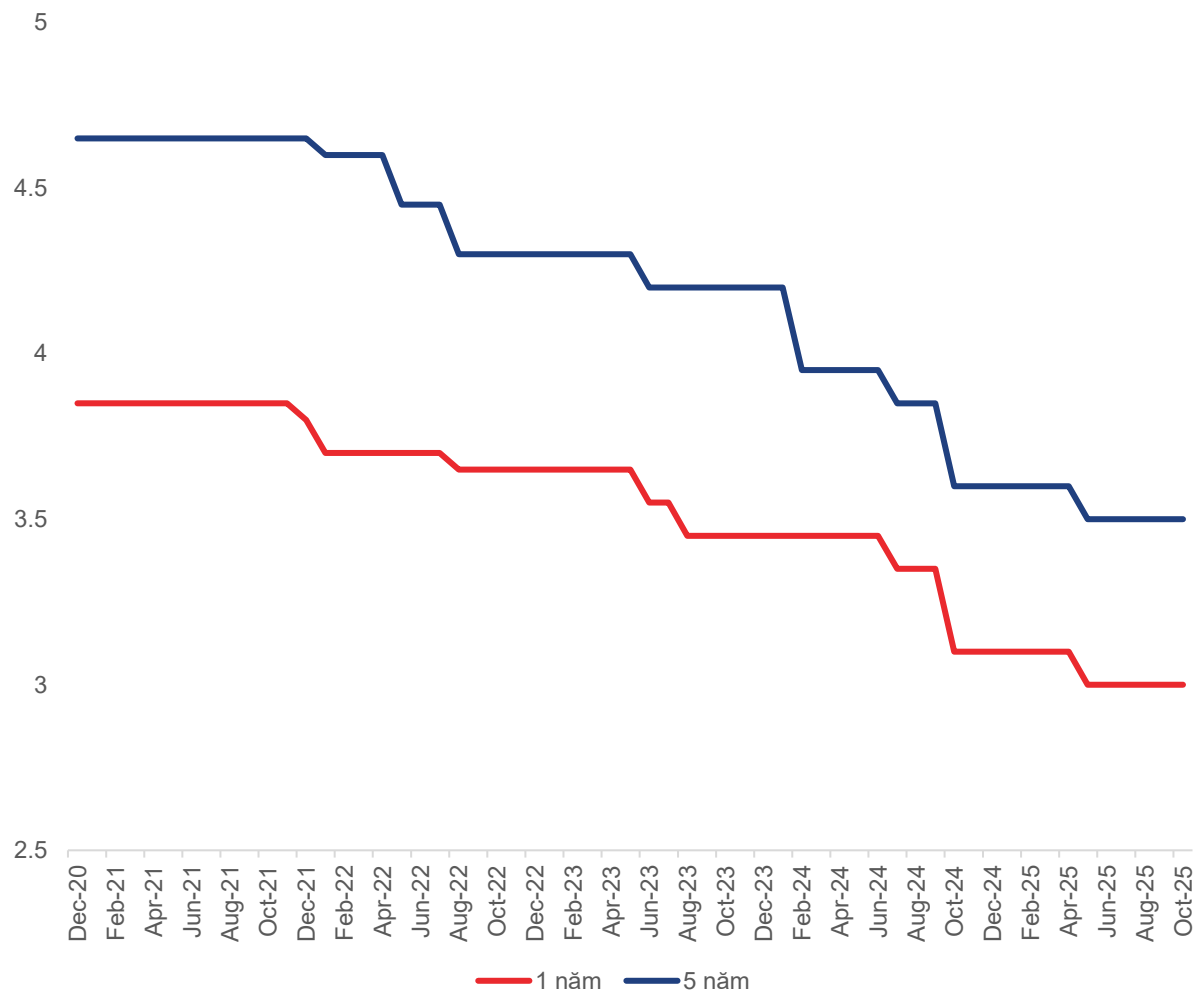
**CHI TIÊU ĐẦU TƯ CÔNG TĂNG MẠNH CÙNG NHIỀU GÓI KÍCH THÍCH ĐƯỢC TUNG RA**

**CHI TIÊU ĐẦU TƯ CÔNG CỦA TRUNG QUỐC (LŨY KẾ)**



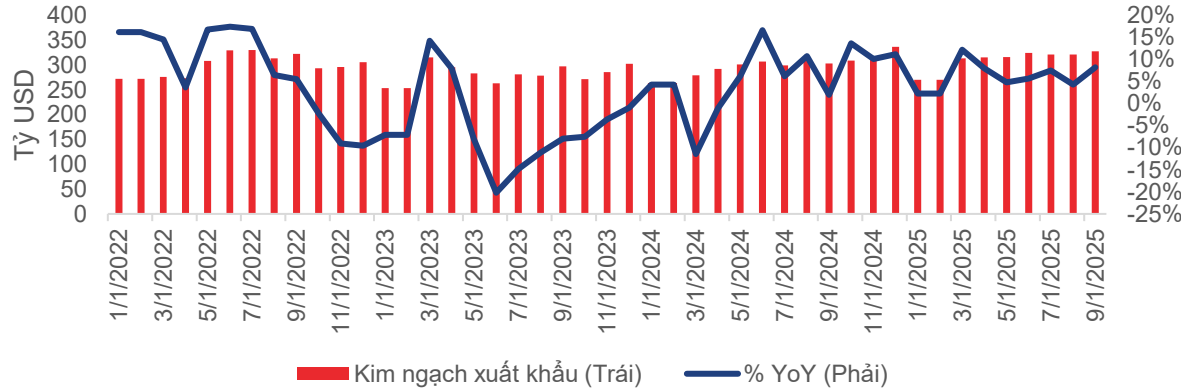
**PBOC LIÊN TỤC HẠ LÃI SUẤT VÀ CŨNG TUNG RA CÁC GÓI CHO VAY ƯU ĐÃI HỖ TRỢ NỀN KINH TẾ**

**LÃI SUẤT CƠ BẢN LPR CỦA TRUNG QUỐC**



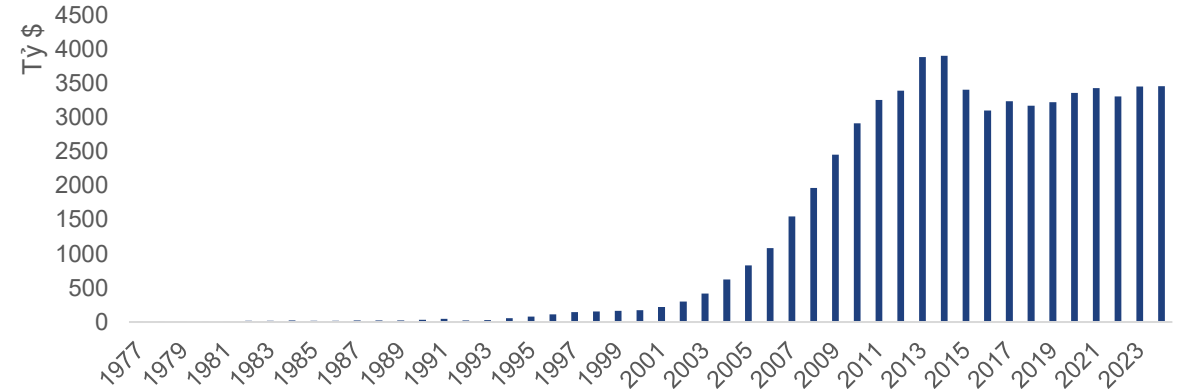
## DÙ BỊ ÁP THUẾ CAO BỜ MỸ, TQ VẪN TÌM ĐƯỢC CÁCH TĂNG XUẤT KHẨU

### KIM NGẠCH XUẤT KHẨU CỦA TRUNG QUỐC



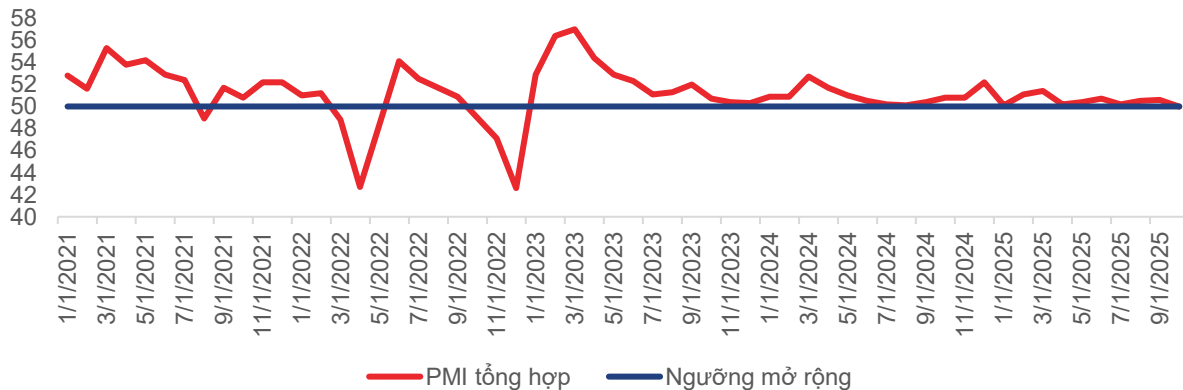
## ĐỆM DỰ TRỮ RẤT DÀY KHIẾN CHO TỶ GIÁ VÔ CÙNG VỮNG CHẮC

### DỰ TRỮ NGOẠI HỐI CỦA TRUNG QUỐC



## HOẠT ĐỘNG KINH TẾ LIÊN TỤC MỞ RỘNG, CHƯA THÁNG NÀO DƯỚI 50

### PMI TỔNG HỢP CỦA TRUNG QUỐC



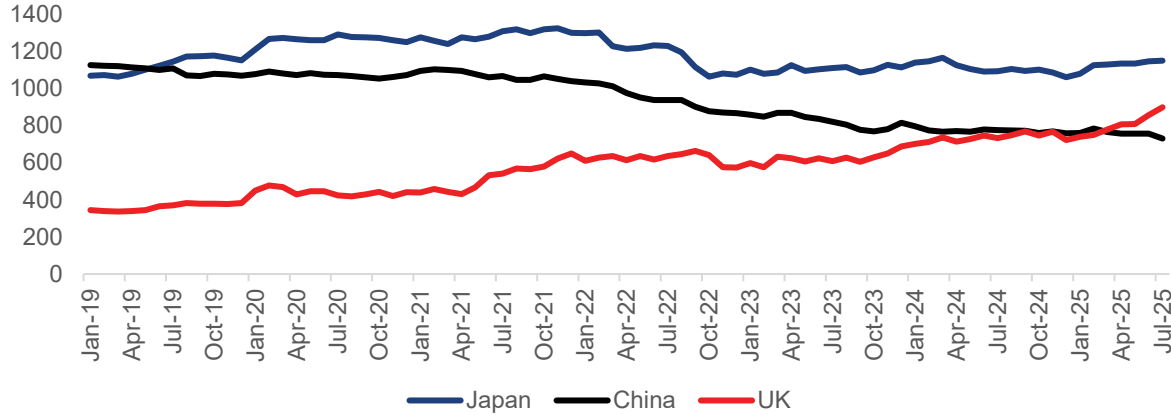
## TĂNG TRƯỞNG GDP VẪN VƯỢT KỶ VỌNG BAN ĐẦU CỦA NHIỀU TỔ CHỨC

Tổ Chức	Dự Báo GDP Trung Quốc 2025 ban đầu (%)	Dự Báo Sau dữ liệu Q3 (%)	Điều Chỉnh (bps)
JPMorgan Chase	4.8	4.8	0
Goldman Sachs	4.7	4.9	20
Morgan Stanley	4.8	4.8	0
World Bank	4	4.8	80
UBS	4	4.7	70
Nomura	4.5	4.5	0
ING	4.6	4.7	10
ANZ	4.2	5.1	90



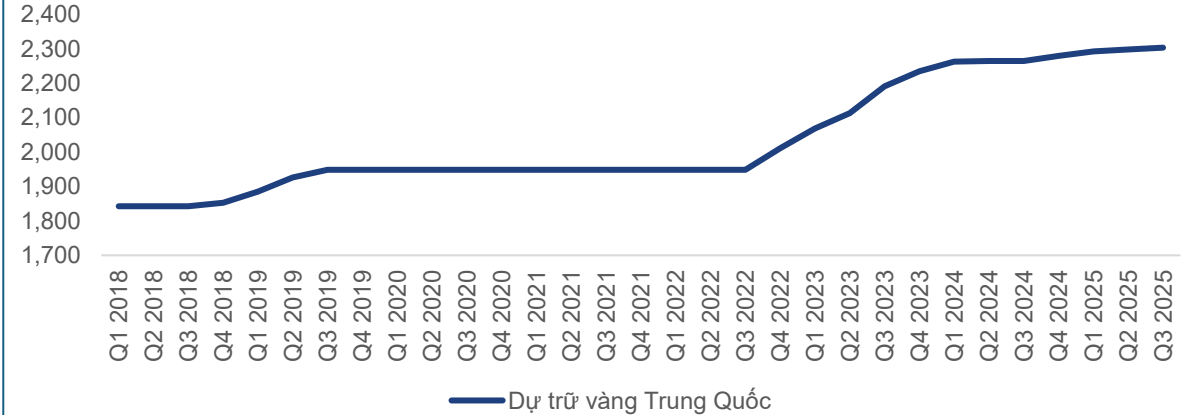
**TRUNG QUỐC ĐANG CỐ THOÁT KHỎI SỰ ẦNH HƯỞNG CỦA ĐỒNG \$**

**TOP CÁC QUỐC GIA NẴM GIỮ TPCP MỸ LỚN NHẤT**



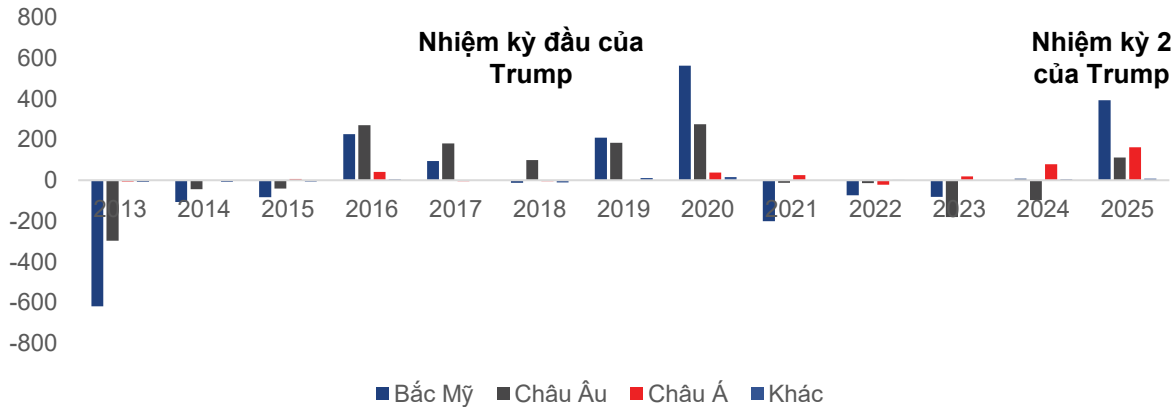
**THAY VÌ NẮM USD, TRUNG QUỐC CHUYỂN HƯỚNG SANG VÀNG**

**DỰ TRỮ VÀNG TRUNG QUỐC (TẤN)**



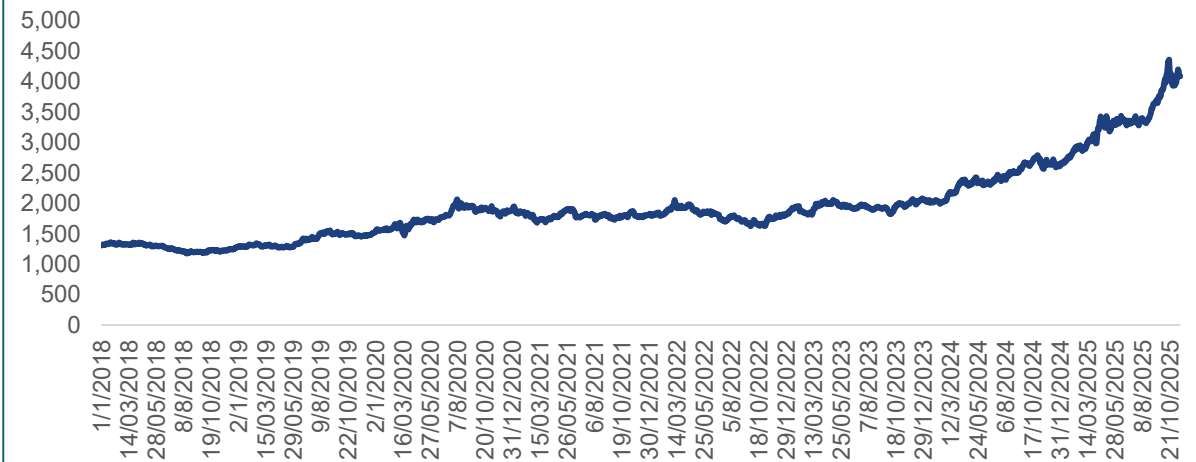
**CÁC QUỸ ETF VÀNG CŨNG GHI NHẬN LƯỢNG LỚN INFLOW**

**THAY ĐỔI LƯỢNG VÀNG NẴM GIỮ BỞI CÁC QUỸ ETF VÀNG TOÀN CẦU (TẤN)**

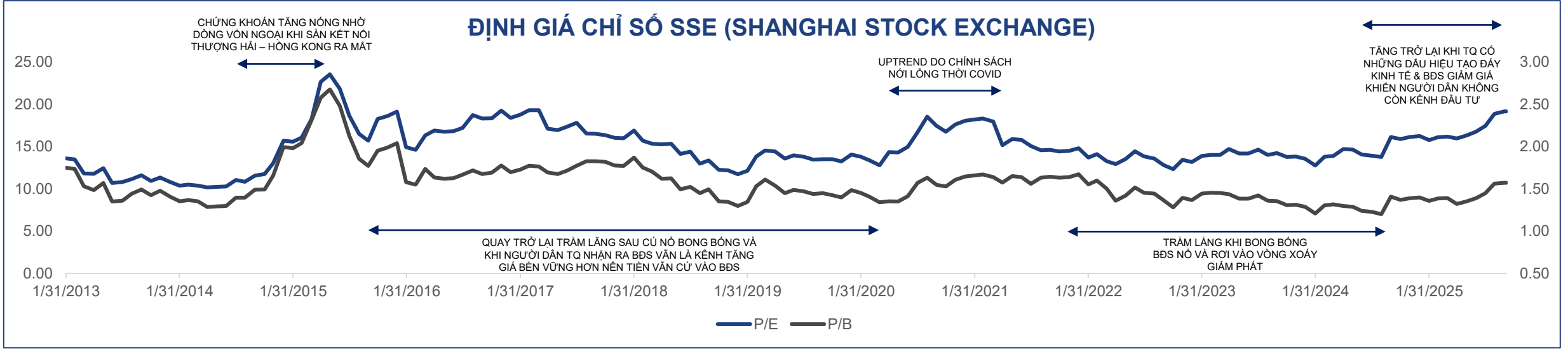


**GIÁ VÀNG GIA TĂNG KHI NHU CẦU NẴM GIỮ TĂNG**

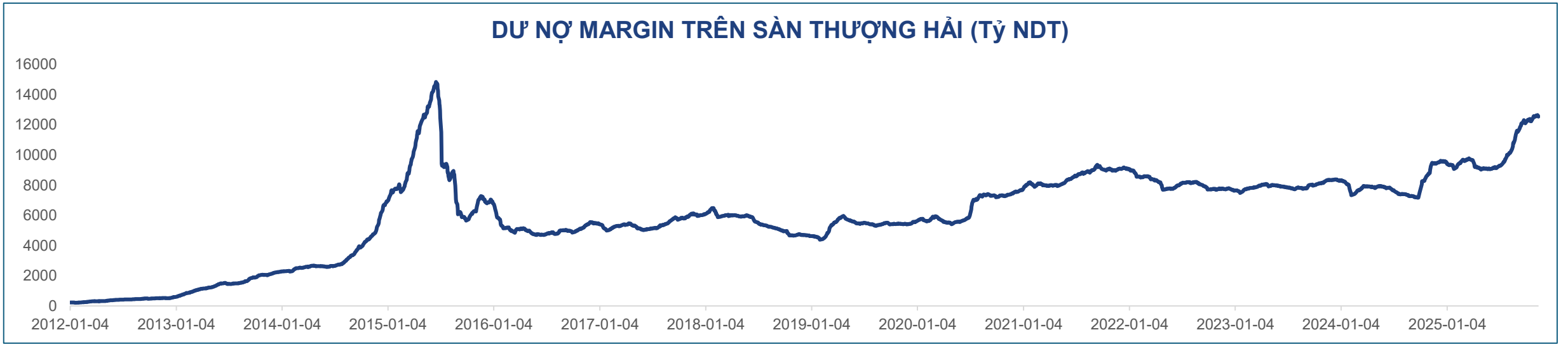
**DIỄN BIẾN GIÁ VÀNG THẾ GIỚI (USD/OUNCE)**



## GIÁ NHÀ VẪN LIÊN TỤC GIẢM, KHIẾN CHO CHỨNG KHOÁN TRỞ THÀNH KÊNH ĐẦU TƯ MỚI CỦA NGƯỜI DÂN TRUNG QUỐC



## DỰ NỢ MARGIN TĂNG CAO TRỞ LẠI, NGANG GIAI ĐOẠN ĐỈNH 2015



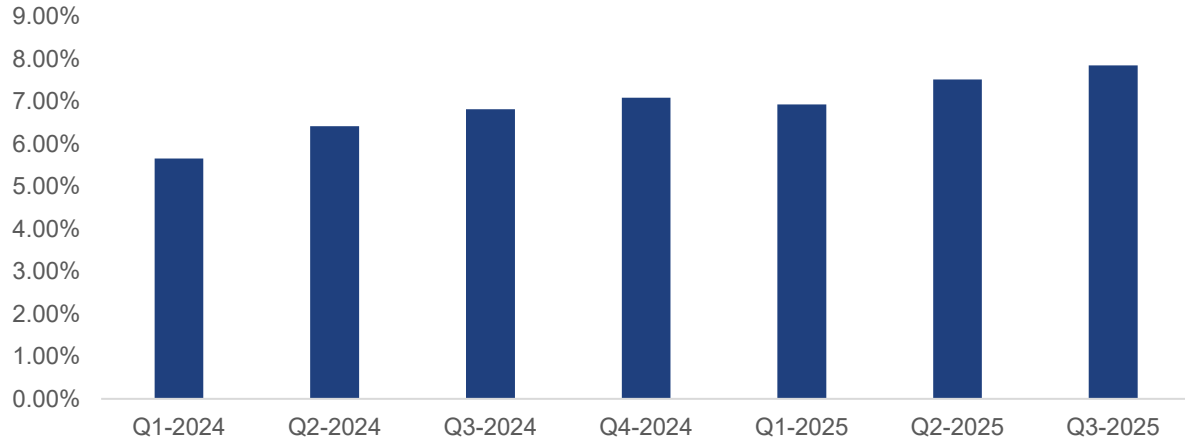
Nguồn: SSE, Bloomberg

**VIỆT NAM: KHÔNG VÀO HANG  
CỌP, SAO BẮT ĐƯỢC CỌP CON?**



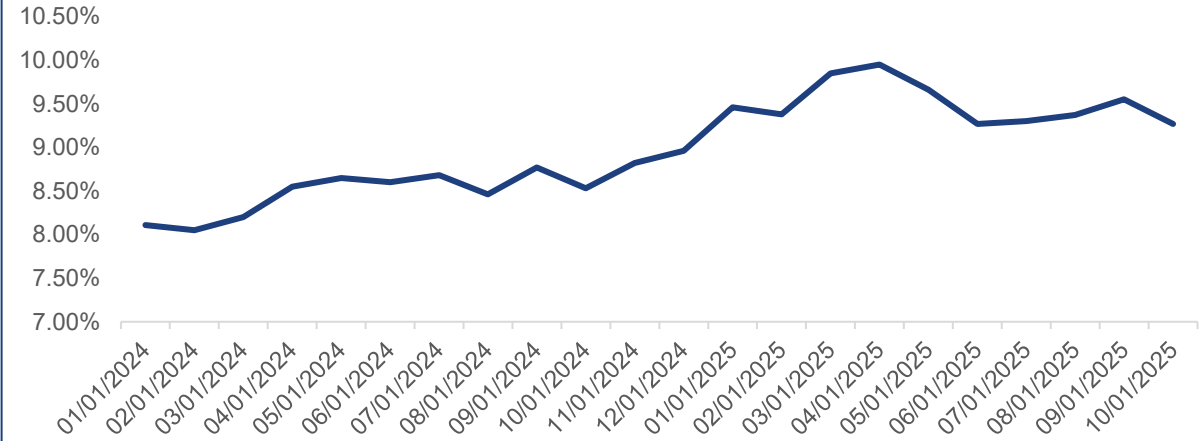
## GDP VIỆT NAM ĐẠT MỨC TĂNG TRƯỞNG 8% TRONG QUÝ 3

### TĂNG TRƯỞNG GDP THỰC VIỆT NAM (%YoY)



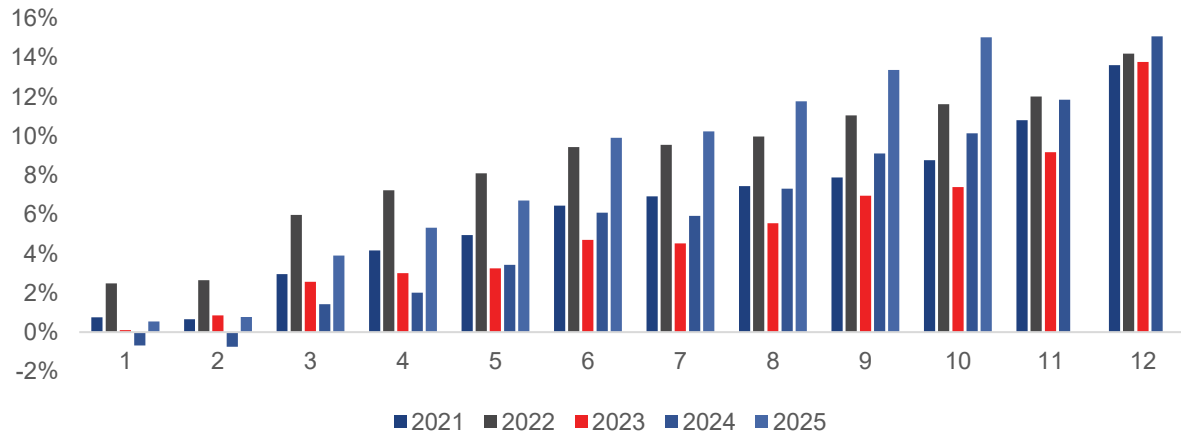
## TỔNG MỨC BÁN LẺ TĂNG TRƯỞNG CAO

### TĂNG TRƯỞNG TỔNG MỨC BÁN LẺ (%YoY)



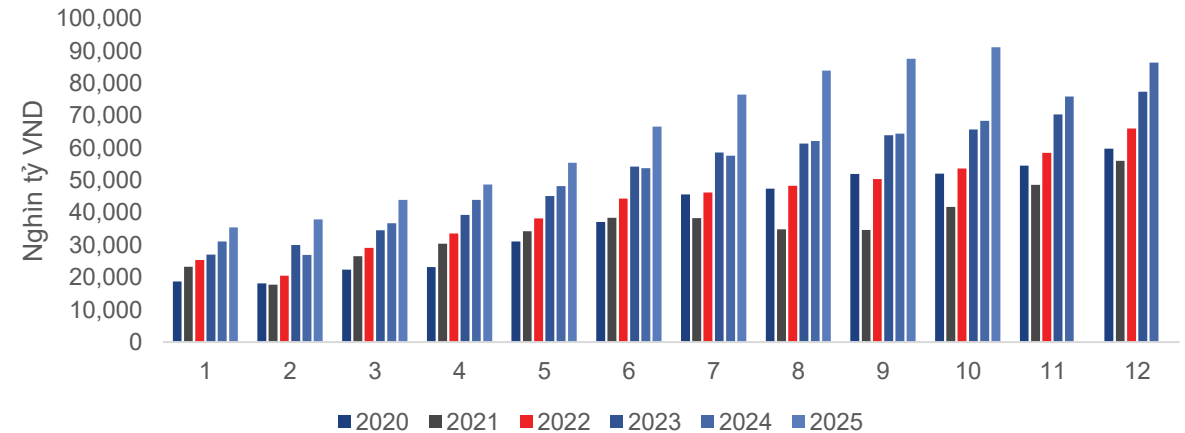
## LÃI SUẤT GIỮ Ở MỨC THẤP ĐỂ KÍCH THÍCH TÍN DỤNG TĂNG TRƯỞNG

### TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG TOÀN NGÀNH (YTD)



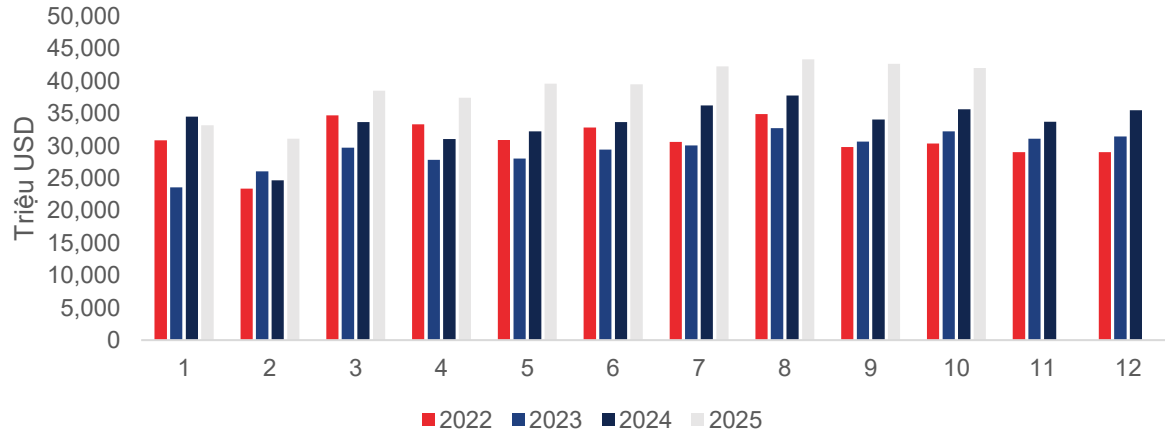
## ĐẦU TƯ CÔNG TĂNG MẠNH SO VỚI CÙNG KỲ CÁC NĂM TRƯỚC

### GIẢI NGÂN ĐẦU TƯ CÔNG (YTD) CỦA VIỆT NAM



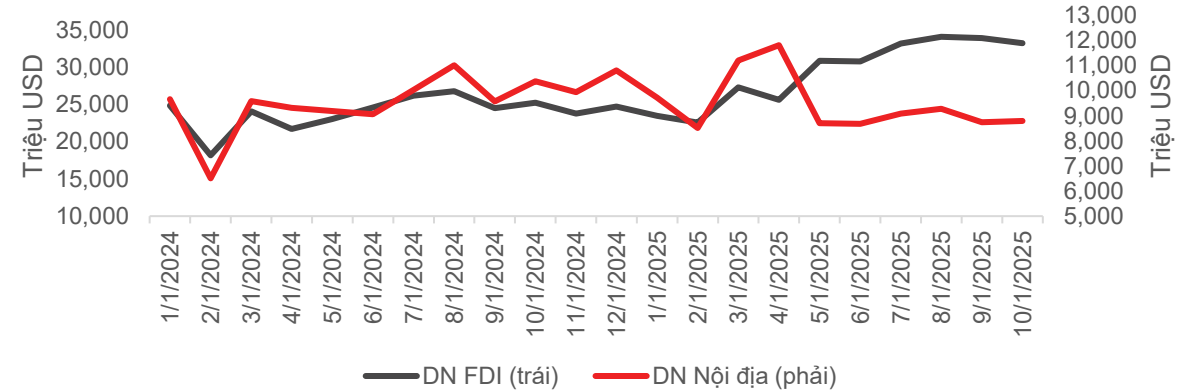
## KIM NGẠCH XUẤT KHẨU TĂNG RẤT MẠNH TRONG 2025

### TỔNG KIM NGẠCH XUẤT KHẨU CỦA VIỆT NAM



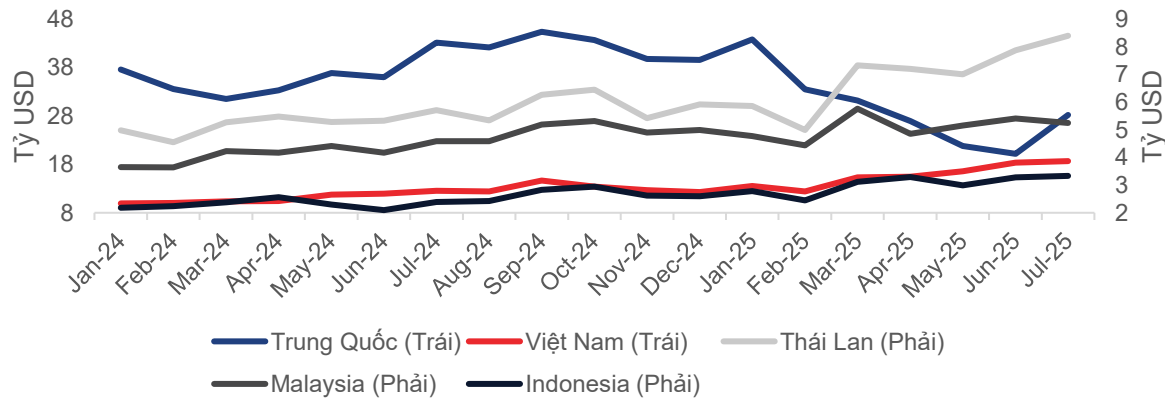
## NHƯNG CHỦ YẾU ĐẾN TỪ FDI, TRONG KHI DN NỘI SUY GIẢM

### KIM NGẠCH XUẤT KHẨU THEO LOẠI HÌNH DOANH NGHIỆP



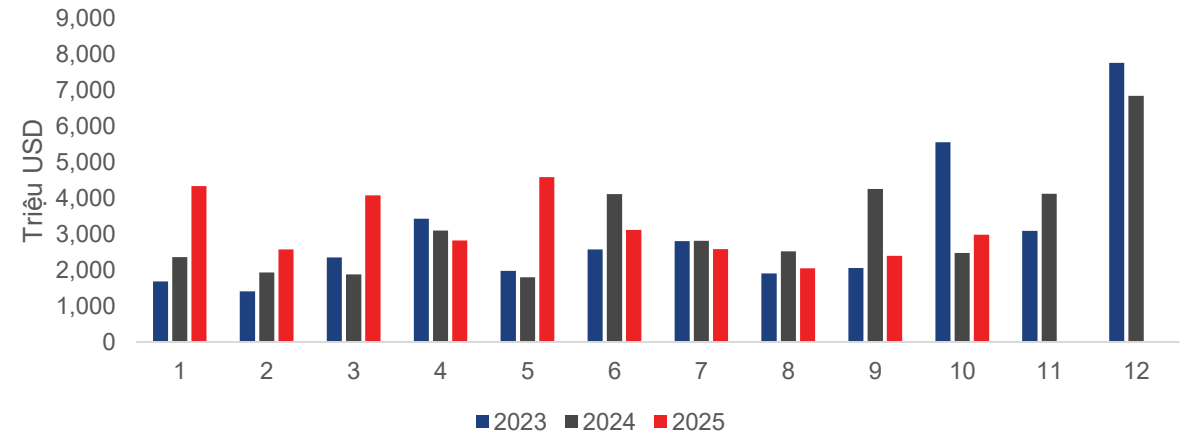
## TĂNG TRƯỞNG XUẤT KHẨU CÓ NHIỀU DẤU HIỆU CỦA “TRANSHIPPING”

### KIM NGẠCH NHẬP KHẨU CỦA MỸ TỪ MỘT SỐ QUỐC GIA CHÂU Á



## FDI ĐĂNG KÝ MỚI CHẬM LẠI RÕ RỆT SAU “NGÀY ĐỘC LẬP” THÁNG 4

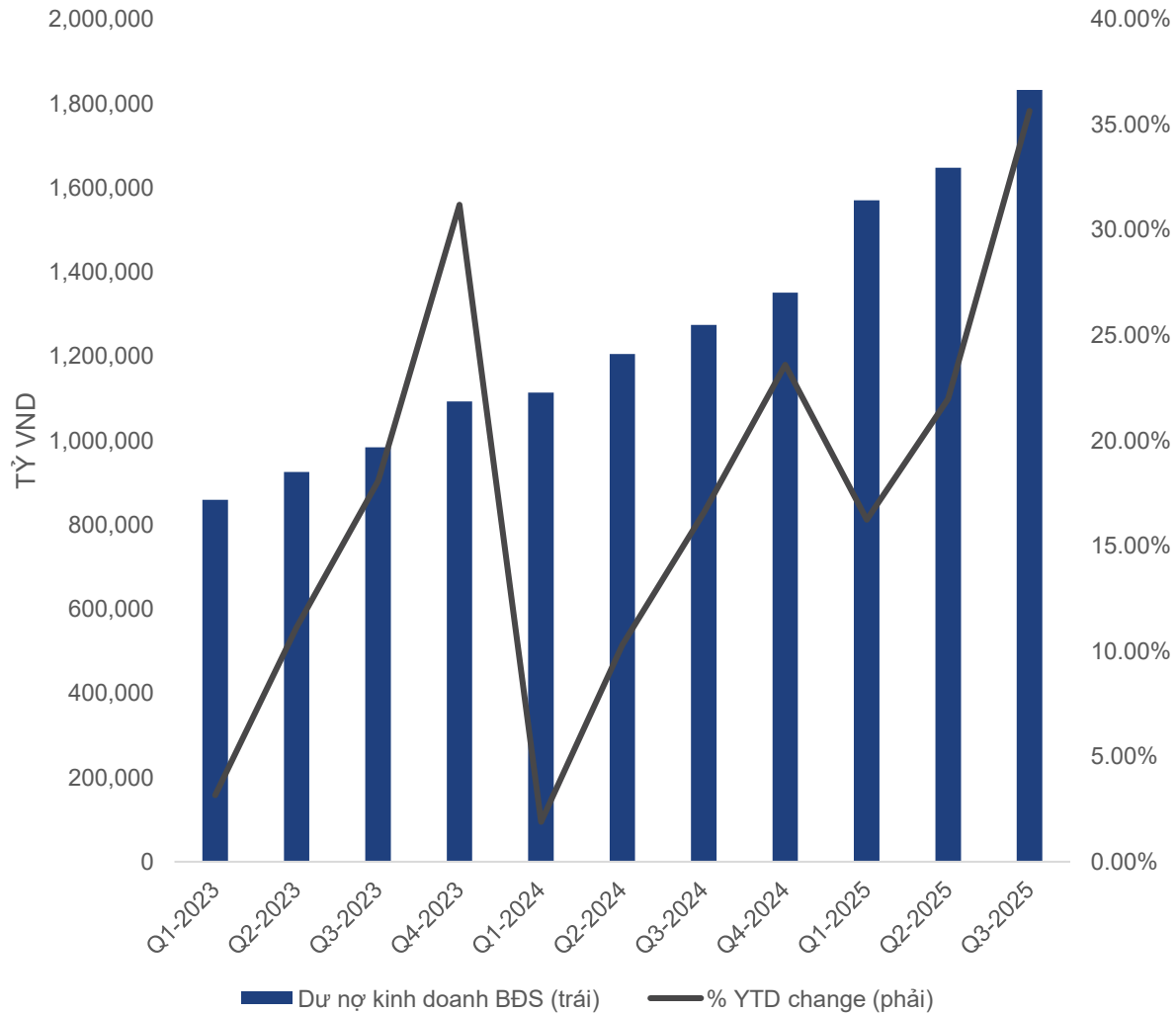
### FDI ĐĂNG KÝ MỚI CỦA VIỆT NAM



(\*) Chưa bao gồm dư nợ cho vay mua nhà thế chấp – không được xem là hoạt động kinh doanh BĐS

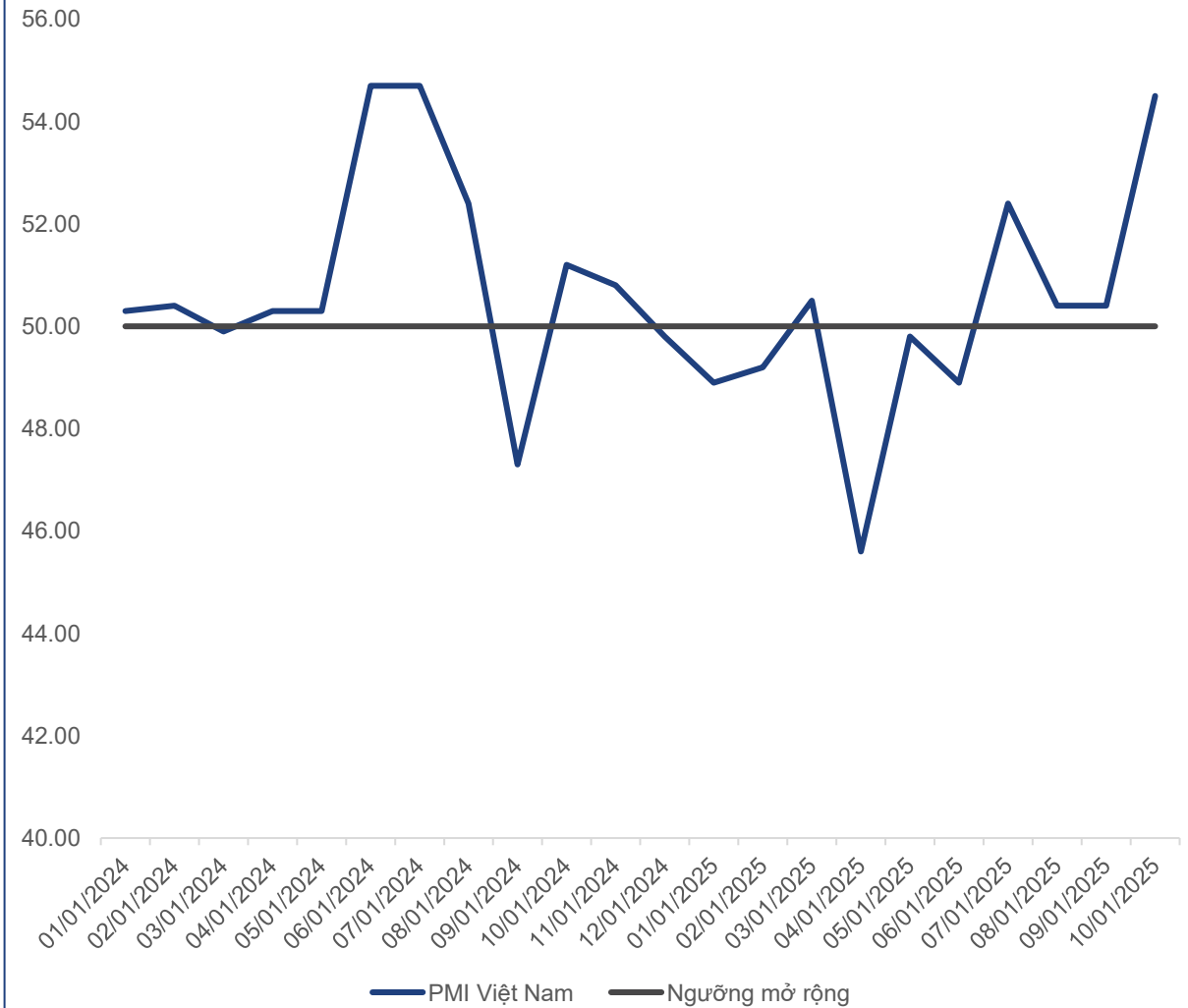
## DƯ NỢ TÍN DỤNG CHO BĐS

### DƯ NỢ CHO VAY KINH DOANH BĐS (\*)



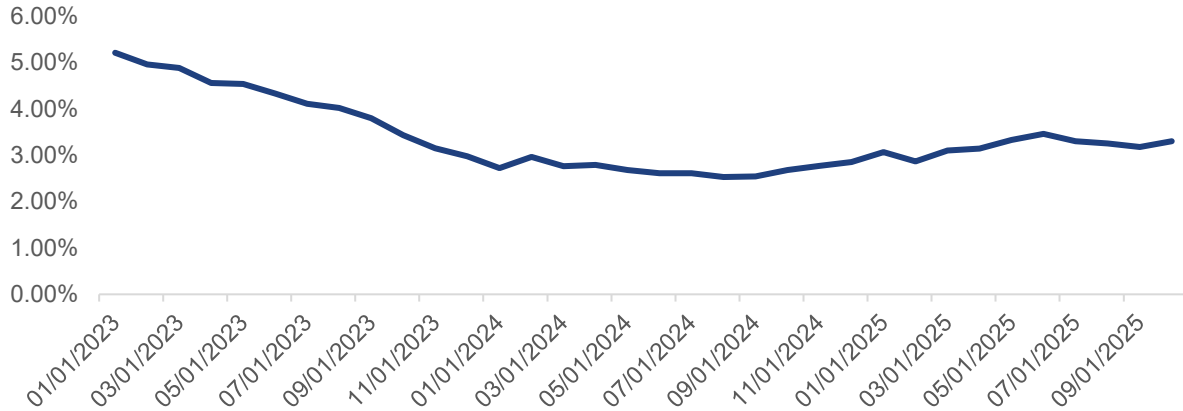
## PMI VIỆT NAM NHIỀU THÁNG LIỀN DƯỚI 50 TRONG NĂM 2025

### PMI SẢN XUẤT VIỆT NAM



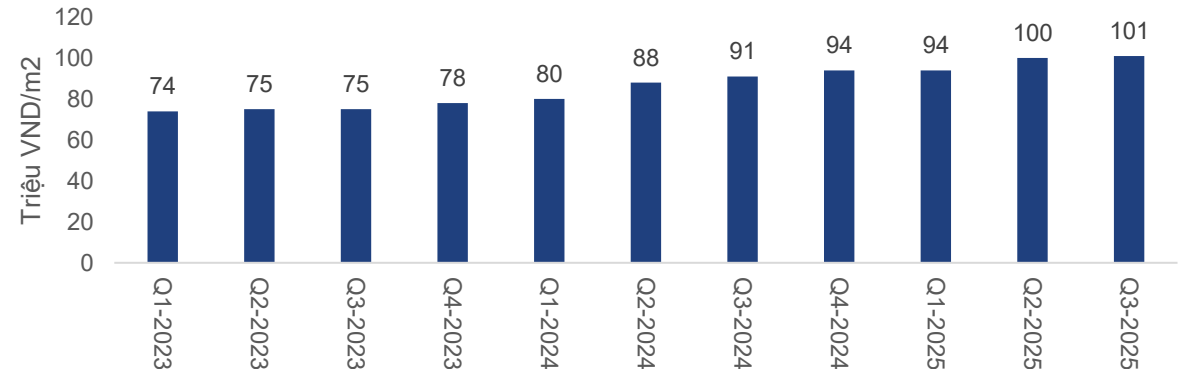
## CPI TĂNG RẤT THẤP VÌ CẤU PHẦN CHỦ YẾU LÀ THỊT LỢN

### LẠM PHÁT CƠ BẢN CỦA VIỆT NAM (%YoY)



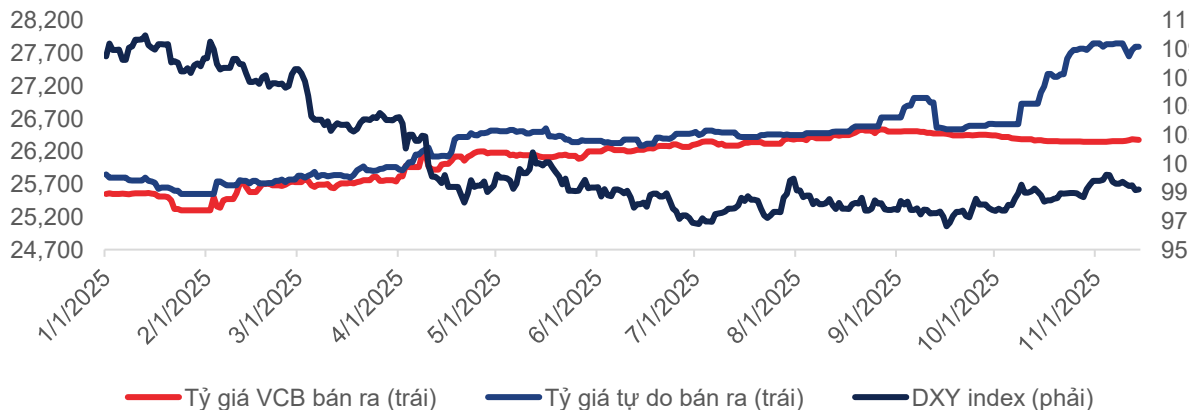
## NHƯNG GIÁ NHÀ ĐÃ CÓ MỨC TĂNG MẠNH Ở CÁC THÀNH PHỐ LỚN

### MỨC GIÁ RAO BÁN BÌNH QUÂN BĐS TRÊN CẢ NƯỚC



## VND LIÊN TỤC MẤT GIÁ SO VỚI USD DÙ DXY YẾU ĐI

### BIẾN ĐỘNG USD/VND VÀ DXY INDEX



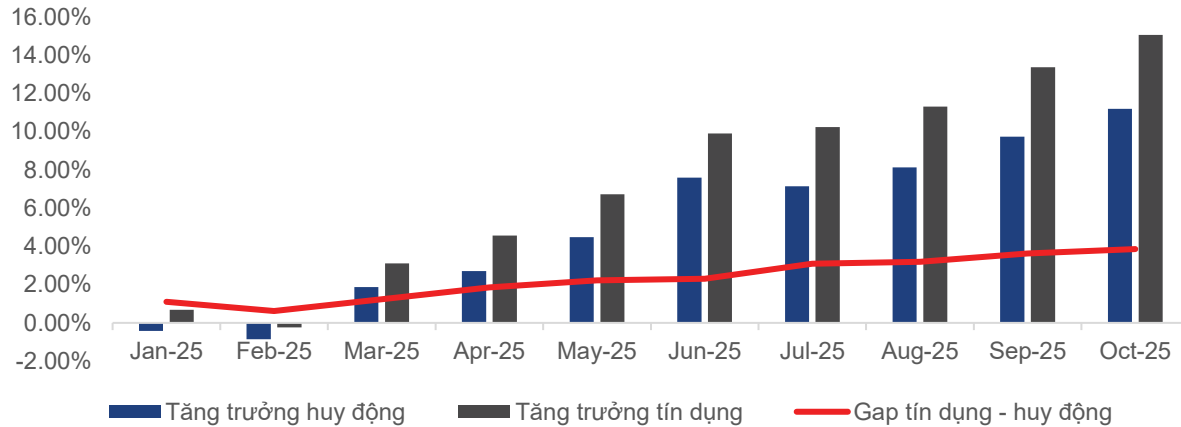
## GIÁ VÀNG TRONG NƯỚC LIÊN TỤC TĂNG NHANH

### DIỄN BIẾN GIÁ VÀNG SJC BÁN RA



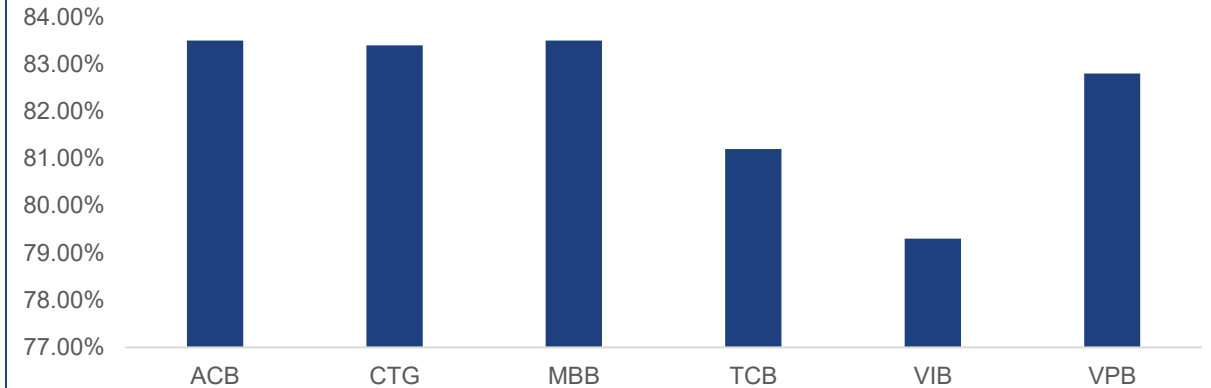
## GAP CHO VAY, HUY ĐỘNG NGÀY CÀNG LỚN VỀ CUỐI NĂM

### TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG & HUY ĐỘNG



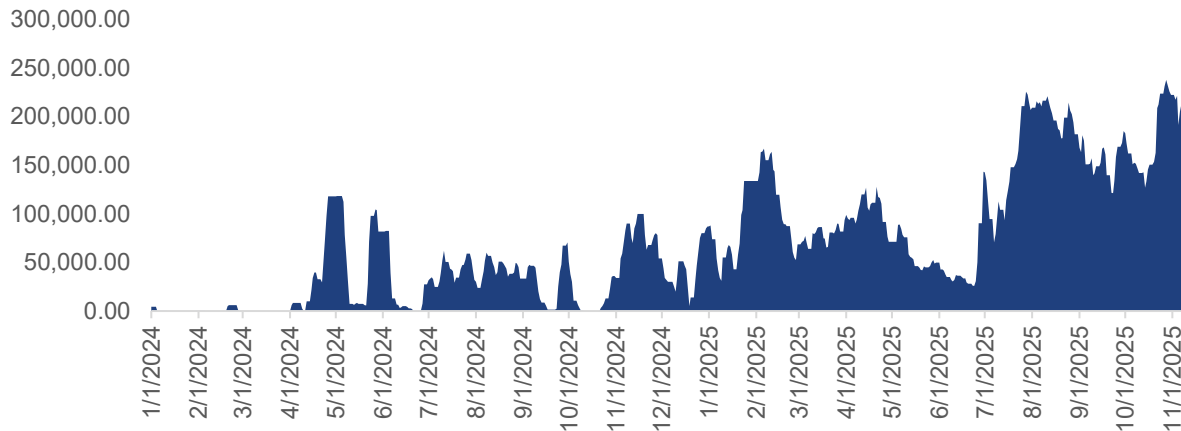
## NHIỀU NGÂN HÀNG LỚN ĐÃ GẦN CHẠM NGƯỠNG VỀ TỶ LỆ LDR

### LDR CỦA MỘT SỐ NGÂN HÀNG LỚN TRONG Q3/2025 (MAX = 85%)



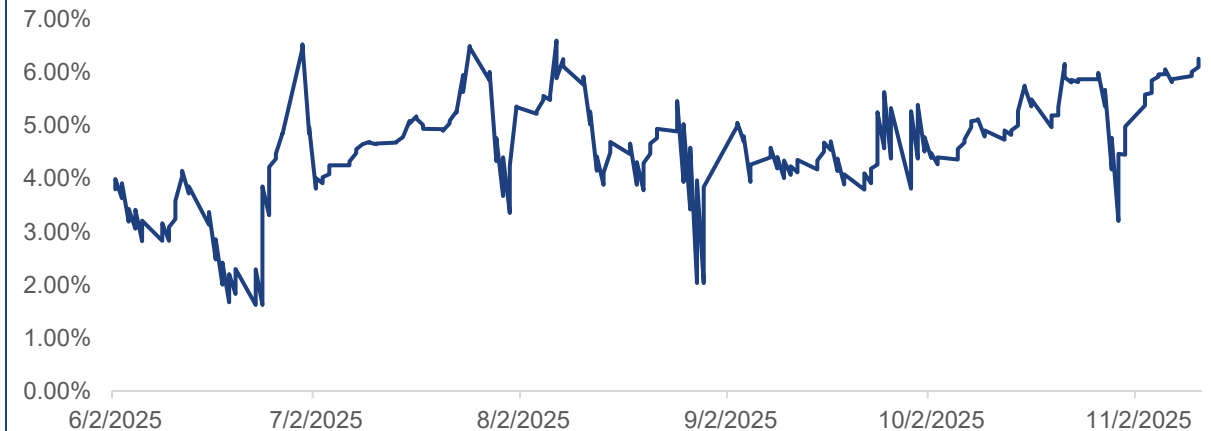
## SBV PHẢI LIÊN TỤC BƠM TIỀN QUA KÊNH OMO ĐỂ HỖ TRỢ TỶ LỆ

### KHỐI LƯỢNG OMO LƯU HÀNH LŨY KẾ

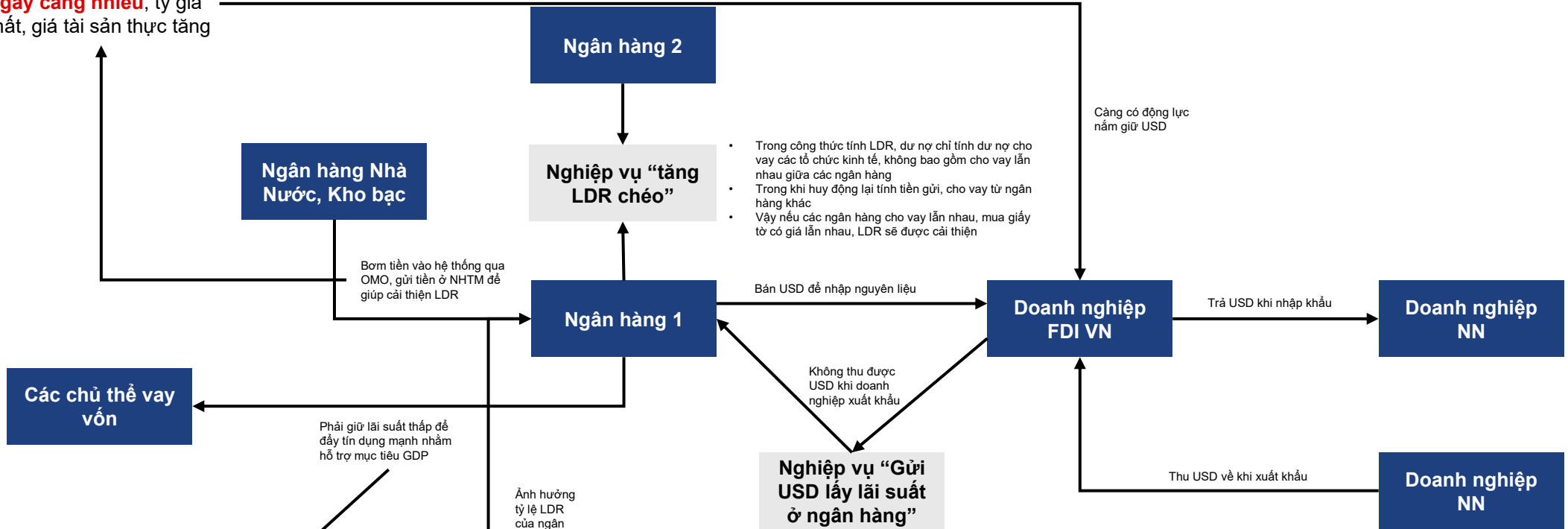


## VNIBOR TRỞ NÊN NHẠY CẢM, DỄ NHẠY VỘT NẾU SBV KHÔNG CAN THIỆP

### LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG QUA ĐÊM



**VND trong lưu thông ngày càng nhiều, tỷ giá mất, giá tài sản thực tăng**



**Nghiệp vụ “tăng LDR chéo”**

- Trong công thức tính LDR, dư nợ chỉ tính dư nợ cho vay các tổ chức kinh tế, không bao gồm cho vay lẫn nhau giữa các ngân hàng
- Trong khi huy động lại tính tiền gửi, cho vay từ ngân hàng khác
- Vậy nếu các ngân hàng cho vay lẫn nhau, mua giấy tờ có giá lẫn nhau, LDR sẽ được cải thiện

**Nghiệp vụ “Gửi USD lấy lãi suất ở ngân hàng”**

- Theo luật, gửi USD sẽ trả lãi suất 0% nhằm giảm động lực các DN giữ USD gây tổn hại nền kinh tế
- Tuy nhiên, ngân hàng vì quá thiếu USD nên đề xuất cho các doanh nghiệp gửi USD 0% tại ngân hàng, bù lại họ sẽ cho doanh nghiệp vay VND với lãi suất siêu rẻ (chỉ 1-2%/ năm) với tài sản bảo đảm là lượng USD đó.
- Như vậy, bản chất của việc này là ngân hàng đang trả lãi cho tiền USD của doanh nghiệp, từ đó tạo thêm động lực cho doanh nghiệp nắm giữ USD

**Các chủ thể vay vốn**

COF tăng vì phải giành giật huy động trong khi YEA không tăng được do phải giữ lãi suất thấp, **NIM NGÂN HÀNG GIẢM VỀ VÙNG THẤP TRONG DÀI HẠN**

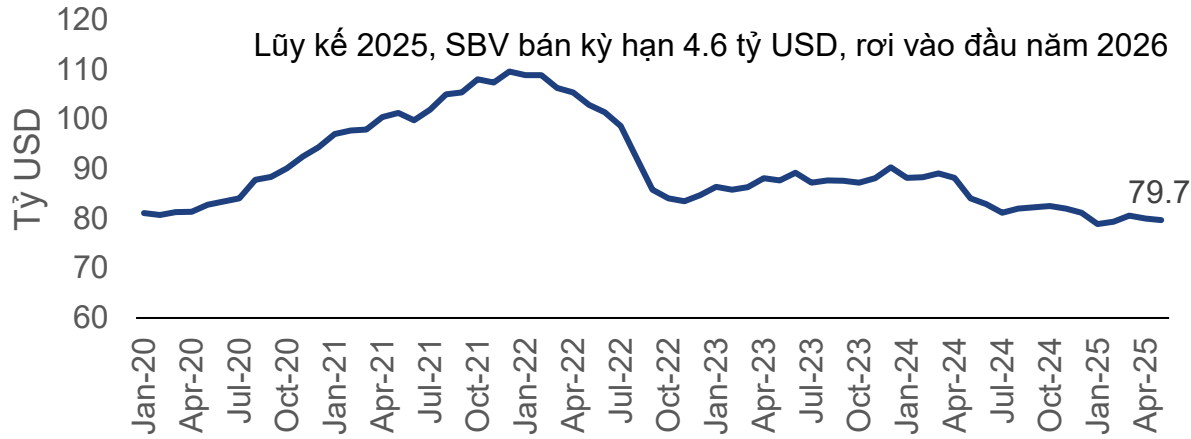
Tín dụng VND gia tăng nhưng huy động VND **KHÔNG GIA TĂNG TƯƠNG ỨNG** vì cứ xoay xong 1 vòng trong nền kinh tế, VND sẽ lại bị chuyển bớt thành USD

**NẾU TÌNH HÌNH TIẾP DIỄN, TA SẼ CHỨNG KIẾN HIỆN TƯỢNG “THỪA VND SO VỚI USD, NHƯNG NGÂN HÀNG LẠI THIẾU VỐN”. MỘT MẠC, LƯỢNG TIỀN BƠM VÀO NỀN KINH TẾ QUA CS TÀI KHÓA & TIỀN TỆ NỢI LÒNG SẼ KHIẾN LƯỢNG VND TRONG LƯU THÔNG TĂNG NHANH LÊN, GIÁ CẢ CÁC LOẠI TÀI SẢN ĐỀU SẼ TĂNG DO KHÔNG THỂ HẤP THỤ HẾT VÀO SẢN XUẤT (THỪA MỬA VND SO VỚI NHU CẦU). MẶT KHÁC, VÌ VND MẤT GIÁ LIÊN TỤC, HIỆN TRẠNG GẮM GIỮ USD SẼ DIỄN RA VÀ KHIẾN CÁC NGÂN HÀNG THIẾU HUY ĐỘNG VND DÀI HẠN ĐỂ TIẾP TỤC DUY TRÌ QUY MÔ VND KHÔNG LỖ CỦA NỀN KINH TẾ (VÌ ĐA PHẦN NHU CẦU VAY LÀ DÀI HẠN) NẾU MUỐN TIẾP TỤC TĂNG TÍN DỤNG, TỪ ĐÓ PHẢI NÂNG LÃI SUẤT ĐỂ CẠNH TRANH TIỀN GỬI VỚI NHAU**

## DỰ TRỮ NGOẠI HỒI VIỆT NAM LIÊN TỤC SUY GIẢM TỪ 2021

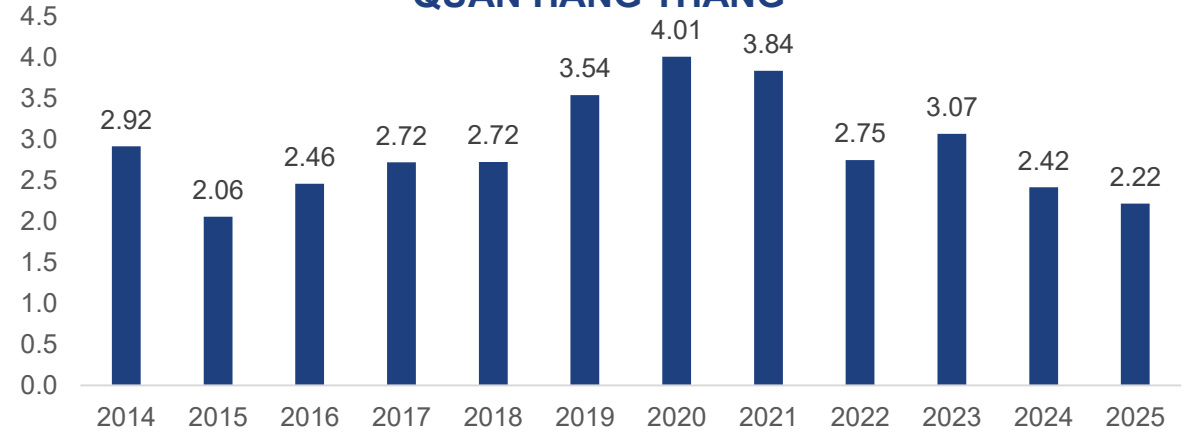
### DỰ TRỮ NGOẠI HỒI VIỆT NAM

Lũy kế 2025, SBV bán kỳ hạn 4.6 tỷ USD, rơi vào đầu năm 2026



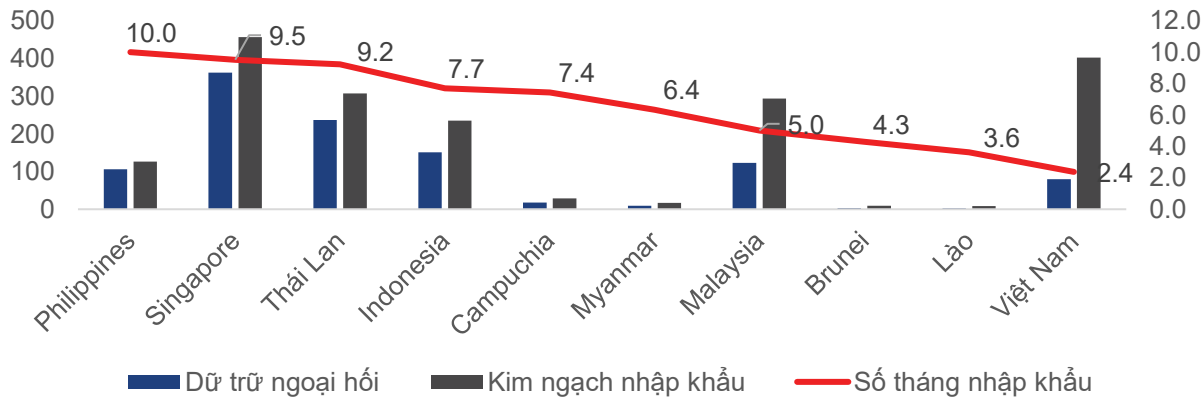
## TỶ LỆ DỰ TRỮ/ SỐ THÁNG NHẬP KHẨU BÌNH QUÂN Ở MỨC BÁO ĐỘNG

### DỰ TRỮ NGOẠI HỒI/ KIM NGẠCH NHẬP KHẨU BÌNH QUÂN HÀNG THÁNG



## VIỆT NAM ĐANG CÓ TỶ LỆ DỰ TRỮ THUỘC NHÓM THẤP NHẬP KHU VỰC

### DỰ TRỮ NGOẠI HỒI/ SỐ THÁNG NHẬP KHẨU CÁC QUỐC GIA ĐNÁ



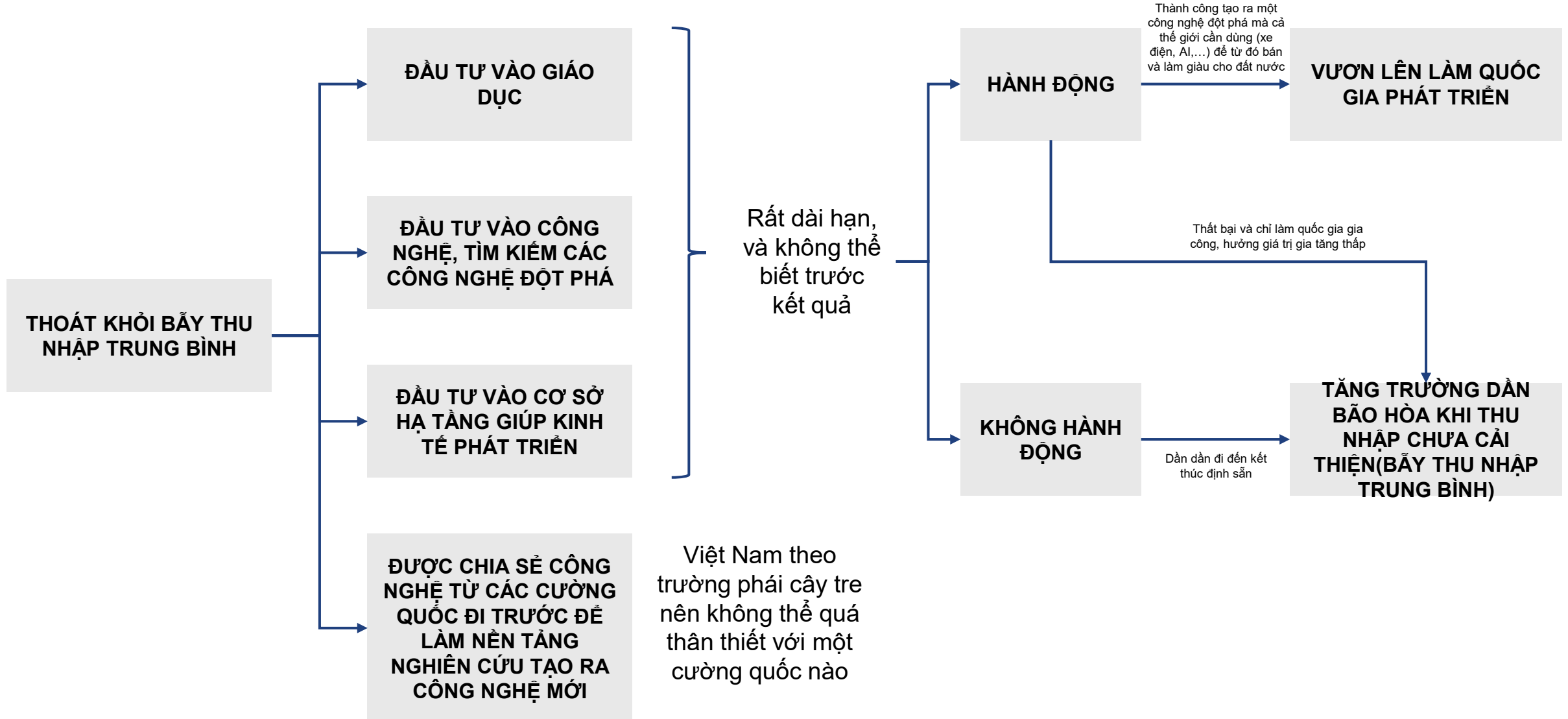
## NẾU ĐỀ VND BỊ SHORT, MỘT THÁI LAN 1997 CÓ THỂ TÁI DIỄN

### DIỄN BIẾN TỶ GIÁ BAHT/USD

Hiện VND chưa mất giá mạnh như Baht 1997 chủ yếu bởi vì **VN HẠN CHẾ** tự do hóa dòng vốn.



**HÀNH ĐỘNG LÀ CÁCH DUY NHẤT ĐỂ CÓ HY VỌNG THOÁT KHỎI KẾT CỤC “BÃY THU NHẬP TRUNG BÌNH”**



## SO SÁNH MỘT SỐ CHỈ TIÊU GIỮA VIỆT NAM VÀ TRUNG QUỐC

	Việt Nam (2023)	Trung Quốc (2023)	Ghi chú
<b>Một số chỉ số vĩ mô</b>			
GDP bình quân đầu người (theo giá hiện hành)	4,347 USD	12,614 USD	Tương đương TQ năm 2010
Tiết kiệm/GDP	36.7%	44.3%	Tương đương TQ năm 2000
Tiêu dùng/GDP	54.4%	39.2%	-
Thu hút FDI (đăng ký)/GDP	8.5%	1.1%	Cao nhất TQ đạt được 6.2% GDP vào 1993
<b>Nhân khẩu học</b>			
Tỷ lệ tham gia lực lượng lao động	68.9%	48.3%	1999
Dân số trong độ tuổi lao động (15-64)	67.5%	69.1%	Việt Nam có khả năng ghi nhận đỉnh vào năm 2037, Trung Quốc đạt đỉnh 72.86% vào năm 2010
Tỷ lệ thất nghiệp	2.3%	4.7%	Tương đương TQ năm 1990
Mức lương trung bình/năm	88 triệu VND (~3,500 USD/năm)	120,698 CNY (~16,667 USD/năm)	Tương đương TQ năm 2008
Tỷ lệ sinh (con/phụ nữ)	1.95	1.18	Tương đương TQ năm 1991
Tỷ lệ đô thị hóa	42%	66%	Tương đương TQ năm 2004
<b>Định giá tài sản</b>			
P/E của TTCK	14x	14x (Sàn Thượng Hải)	
Vốn hóa TTCK/GDP	69%	61%	
Giá nhà/thu nhập (HPR)	23.7	29.6	Tương đương TQ năm 2014
<b>Thương mại</b>			
Thị phần xuất khẩu so với kim ngạch thương mại toàn cầu	1.2%	11.7%	
Xuất khẩu/GDP	83%	20%	Trung Quốc đạt mức cao nhất 36% GDP vào năm 2006
<b>Đầu tư CSHT</b>			
Số mét đường cao tốc trên người dân	0.02 m/người	0.13 m/người	Trung Quốc gấp 6 lần Việt Nam
Số km đường sắt cao tốc trên người dân	0	0.03 m/người	









THU NHẬP CÒN NGHÈO, NGANG TQ GIAI ĐOẠN 2009, KHI TRUNG QUỐC BẮT ĐẦU ĐẦU TƯ CSHT MẠNH MẼ

TRONG KHI LỰC LƯỢNG LAO ĐỘNG CÒN TRẺ & KHỎE, ĐÔ THỊ HÓA THẤP NHIỀU TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG

GIÁ BĐS THỊ LẠI ĐANG TĂNG NHANH SO VỚI THU NHẬP

CƠ SỞ HẠ TẦNG NHIỀU DƯ ĐỊA PHÁT TRIỂN

## DỰ BÁO CÁC BIẾN SỐ VĨ MÔ CHÍNH TRONG 2026 DƯỚI ĐỊNH HƯỚNG TIẾP TỤC VƯỜN MÌNH CỦA CHÍNH PHỦ:

Các chỉ tiêu chính	Cải thiện/Suy giảm	Diễn giải
<b>GDP, tổng mức bán lẻ</b>		Tiếp tục tăng tốt, vượt mức 8% của năm nay. Tuy nhiên theo chúng tôi, các con số này không quá quan trọng vì nó là ý chí của chính phủ ngay từ đầu năm nên nếu đạt được cũng không có gì bất ngờ
<b>CPI</b>		Có thể nhích lên quanh 4-5% vì tỷ giá, song vì cấu phần CPI đa số tập trung vào thịt lợn - vốn đang giảm giá rất mạnh theo xu hướng giảm phát của Trung Quốc, thế nên CPI không còn phản ánh trung thực độ mất giá của VND
<b>Tín dụng</b>		Tăng rất mạnh, theo nghiên cứu, tín dụng cần phải đạt từ 20 - 25% nếu muốn đạt mục tiêu GDP 10%. Do đó, mức tăng thậm chí có thể còn khủng khiếp hơn năm hiện tại. Lãi suất sẽ giữ đi ngang đến tăng nhẹ để kích thích nhu cầu vay vốn nếu không có biến động từ bên ngoài (FED giảm lãi suất chậm hơn dự kiến sẽ là một rủi ro)
<b>Đầu tư công</b>		Tiếp tục tăng mạnh khi Việt Nam thực hiện xây dựng đường sắt cao tốc cũng như tiếp tục đầu tư cơ sở hạ tầng với quy mô lớn
<b>Tỷ giá</b>		Tiếp tục mất giá trong năm, nhưng tốc độ mất có thể chậm lại từ 2H khi FED đã giảm nhiều lần lãi suất hơn. Tỷ giá mất do xu hướng đã đề cập ở trên khi cả tín dụng & đầu tư công tăng mạnh khiến tiền bơm vào nền kinh tế ồ ạt. Cứu cánh cho tỷ giá có thể đến từ các nguồn vốn vay nước ngoài (nhưng đồng nghĩa với việc đẩy rủi ro sang cho thế hệ sau khi đến kì trả nợ). Chúng tôi không quá kì vọng vào các nguồn vốn vay từ tổ chức quốc tế như WB, IMF vì điều kiện để vay các khoản vay đó không hề đơn giản và sẽ bị giám sát trong việc chi tiêu rất chặt, cũng như phải đáp ứng các điều kiện mang tính chính trị (ví nguồn vốn để các tổ chức này hoạt động đến từ Mỹ, Châu Âu) mà Việt Nam sẽ gặp khó khi chấp nhận
<b>Xuất khẩu</b>		Nhiều khả năng đi ngang/ tăng nhẹ trong 2026 khi frontloading đã diễn ra mạnh mẽ trong 2025 và mức thuế cao mới cũng làm suy giảm tổng cầu của Mỹ - một nguồn tiêu thụ lớn của các sản phẩm xuất khẩu Việt Nam
<b>FDI</b>		Vì hiện các nước trong khu vực bị đánh một mức thuế như nhau và không có nước nào có lợi thế rõ rệt, các doanh nghiệp FDI vào tình thế "ai ở đâu thì ở yên đấy" vì việc chuyển dịch sang một quốc gia khác mà không có lợi thế đáng kể sẽ rất tốn kém và không hiệu quả. Ngoài ra, rủi ro căng thẳng thương mại Mỹ Trung vẫn còn khi thỏa thuận chỉ kéo dài 1 năm & hai nước có thể quay xe bất kỳ lúc nào, do đó một phần FDI từ Trung Quốc cũng sẽ buộc phải tìm sang các nước như Việt Nam để đa dạng hóa rủi ro
<b>Giá tài sản thực</b>		Tăng mạnh vì tâm lý lo sợ nắm giữ VND: - Đối với BĐS, nếu xu hướng kể trên diễn ra, giá chắc chắn sẽ tiếp tục tăng vì nhu cầu hấp thụ vốn của lĩnh vực SXKD không đủ, vì thế dòng tiền chắc chắn phải tìm sang BĐS. Tuy nhiên mức tăng có thể không còn mạnh như 2025 vì các chính sách siết chặt bong bóng và nền giá đã cao. - Đối với vàng, giá sẽ tăng theo sự mất giá của VND, gap vàng và giá vàng thế giới. Gap vàng sẽ phụ thuộc vào nhu cầu nắm giữ vàng của người dân (tăng theo tốc độ mất giá của VND vì người dân không muốn nắm VND) - Chứng khoán cũng sẽ tăng về mặt định giá tương tự như BĐS, tuy nhiên cần phải tìm đến cổ phiếu có giá trị để backup.

**Ở THỜI ĐIỂM HIỆN TẠI, KHÓ MÀ NÓI LIỆU QUYẾT ĐỊNH NÀY SẼ THÀNH CÔNG HAY THẤT BẠI. TUY NHIÊN, CHÚNG TA ĐỀU HIỂU RÕ LÝ DO VÀ ĐỘNG LỰC RA QUYẾT ĐỊNH NÀY CỦA CHÍNH PHỦ. MỖI CHÍNH SÁCH ĐỀU SẼ CÓ HAI MẶT TỐT VÀ XẤU, ĐIỀU TỐT NHẤT CHÚNG TA CÓ THỂ LÀM LÀ HẠN CHẾ NHỮNG TÁC ĐỘNG XẤU BẰNG CÁCH ĐẦU TƯ ĐỂ BẢO VỆ TÀI SẢN**



XÃ HỘI

## Dừng xe máy xăng trong vành đai 1 từ 1/7/2026: Người dân đi bằng gì?

Thứ hai, 14/7/2025 08:00 (GMT+7)

Thủ tướng lưu ý Hà Nội thực hiện các giải pháp chuyển đổi phương tiện, lộ trình đến 1/7/2026 không có xe mô tô, xe gắn máy sử dụng nhiên liệu hóa thạch lưu thông trong Vành đai 1.

Đọc tiếp



Tiếp tục làm đường ven sông Sài Gòn dài gần 100 km sau sáp nhập

## “Kích hoạt” thuế chống bán phá giá với thép cán nóng nhập khẩu: Thép nội bớt khó

Thế Hải - 01/03/2025 10:29

Thích 0 Chia sẻ

Việc áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với thép cán nóng (HRC) nhập khẩu từ Trung Quốc, với mức thuế 19,38 - 27,83%, là động thái gỡ khó cho ngành sản xuất nội địa thời gian tới.

## HDBANK CHÍNH THỨC NHẬN CHUYỂN GIAO BẮT BUỘC, BẮT ĐẦU THỜI KỲ ỔN ĐỊNH PHÁT TRIỂN CHO DONGA BANK

Tin tức HDBank

17/01/2025 11:40

CHÚNG TA SẼ KHÔNG BÀN VỀ GDP, LẠM PHÁT, THẤT NGHIỆP CỦA VIỆT NAM VÌ NHỮNG CON SỐ ĐÓ KHÔNG CÓ NHIỀU Ý NGHĨA NHƯ ĐÃ TRÌNH BÀY. ĐIỀU CHÚNG TA CẦN QUAN TÂM SẼ LÀ TỶ GIÁ VÀ DÒNG NGOẠI HỐI CỐ ỦNG HỘ CHO QUYẾT ĐỊNH “ĐI NGƯỢC CHIỀU GIÓ” CỦA VIỆT NAM HAY KHÔNG

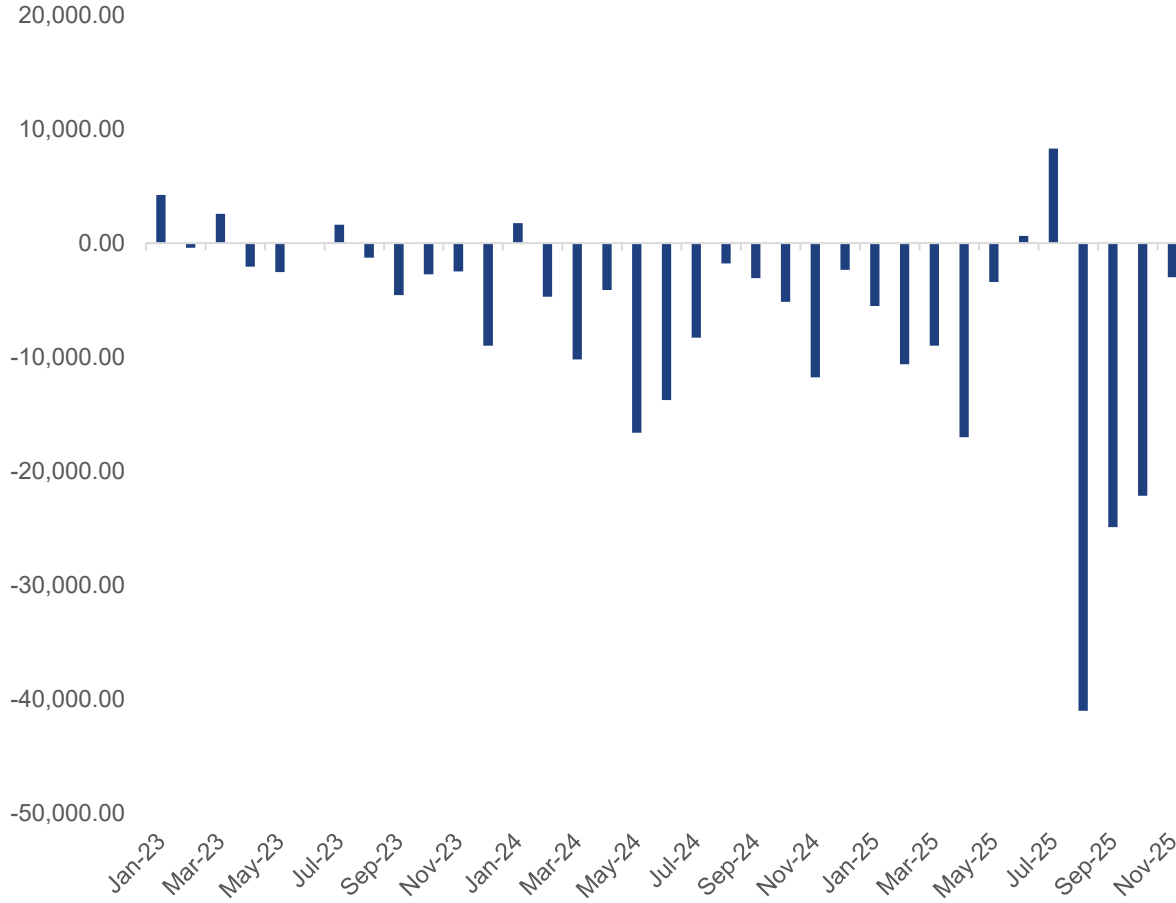
<b>MỸ SOFT-LANDING NHỜ AI (7-80%)</b>	<b>Cơ sở</b>	<b>FED CHỈ HẠ LÃI SUẤT 2-3 LẦN CHO 2026 NHƯ CONSENSUS (70%)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Với việc đặt mục tiêu GDP 10%, Việt Nam sẽ tiếp tục tăng tín dụng mạnh mẽ và chi mạnh cho đầu tư công từ đầu năm 2026, <b>xu hướng mất tỷ giá vì thế sẽ diễn ra mạnh trong Q2</b> (sau giai đoạn kiều hối gửi về trong Q1 phần nào chữa cháy lượng bị rút ra) và <b>tình trạng căng thanh khoản của 2025 (hiện tại), có thể đến sớm hơn trong 2026</b> (trong Q3 thay vì Q4) do thị trường đã quá quen thuộc với kịch bản này và đầu cơ USD từ trước để đề phòng.</li> <li><b>Giá các tài sản sẽ tăng trong Q1-Q2 và lại chững lại trong Q3</b> khi môi trường tiếp tục không thuận lợi</li> <li>Đề có USD tài trợ cho một số dự án lớn và chữa cháy cho tình hình, <b>các thương vụ vay \$ lớn từ tổ chức quốc tế nhiều khả năng diễn ra, đồng thời, một số biến pháp như “sửa tỷ lệ LDR” được thực hiện trong 2026 và đẩy “quả bomb” về sau</b></li> </ul>
	<b>Bull</b>	<b>FED HẠ LÃI SUẤT 4-5 LẦN DO LẠM PHÁT HẠ NHANH (30%)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Các xu hướng khác tương tự như kịch bản cơ sở, tuy nhiên vì việc FED hạ lãi suất nhanh hơn khiến cho đồng USD yếu đi mạnh và tạo cơ sở cho Việt Nam bơm tiền mạnh hơn. <b>Xu hướng căng thanh khoản có thể được delay tới Q4 mới diễn ra (tương tự 2025)</b></li> </ul>
<b>NỔ BONG BÓNG (2 - 30%)</b>	<b>Bear</b>	<b>MỸ RƠI VÀO SUY THOÁI VÀ ÉP FED PHẢI CẮT LÃI SUẤT NHANH</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Trong kịch bản nổ bong bóng</b>, việc Mỹ rơi vào suy thoái sẽ ảnh hưởng xuất khẩu Việt Nam làm hoạt động sản xuất kinh doanh chậm lại. Các kế hoạch vươn mình phải phụ thuộc phần lớn vào chi tiêu công chứ đẩy tín dụng ra nền kinh tế cũng không thể hấp thụ được. Đồng thời, <b>thị trường chứng khoán cũng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực và gây nên downtrend trong 6 tháng – 1 năm.</b></li> <li>Tuy nhiên, <b>vì Mỹ rơi vào suy thoái, việc FED cắt lãi suất nhanh và đưa FFR về vùng thấp có thể là một môi trường cực kỳ thuận lợi cho việc vươn mình của Việt Nam</b> vì chính phủ - với dự địa tiêu tiền rất lớn chỉ e ngại một vấn đề duy nhất – tỷ giá – nay đã được giải quyết nhờ việc đồng USD yếu đi mạnh. Xu hướng này sẽ cực kỳ ủng hộ cho việc Việt Nam nói lòng vì không còn “gió ngược” nữa và vì thế <b>sẽ là cơ hội trong các năm sau nếu NĐT né được giai đoạn nhay cảm nhất</b></li> </ul>

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN & KỊCH BẢN ĐẦU TƯ:



## NĐT NƯỚC NGOÀI LIÊN TỤC BÁN RÒNG KHI NHÌN THẤY CÁC MẶT TRÁI CỦA CHÍNH SÁCH & SỢ MỘT THÁI LAN 1997 LẶP LẠI

### GIÁ TRỊ NƯỚC NGOÀI MUA RÒNG



## % SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI RƠI VỀ MỨC THẤP KỶ LỤC 13 NĂM VỚI ĐA SỐ CÁC NGÀNH ĐỀU CÓ TỶ LỆ SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI CHẠM ĐÁY

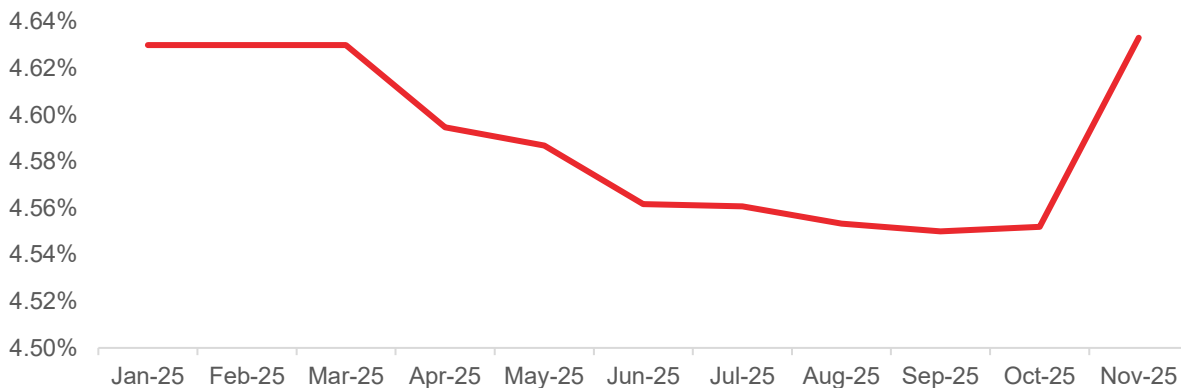
Ngành	2020	2021	2022	2023	2024	30/9/2025
Bán lẻ	21	25.4	32.1	29.3	30.2	30.7
Bảo hiểm	26.8	25.8	26.1	25.7	31.9	30.6
Công nghệ Thông tin	30	28.9	29.5	29.6	28.9	25
Thực phẩm và đồ uống	20.1	18.5	19	20.2	19.9	18.9
Dịch vụ tài chính	29.5	24.1	23.1	23.7	18	18.9
Ngân hàng	18.6	17.6	19.8	19.4	17.2	17.2
Hàng cá nhân & Gia dụng	14.6	13.7	15.3	14.7	14.4	14
Y tế	10.6	9.2	8.7	9.6	12	12
Tài nguyên Cơ bản	14.7	12.3	12.4	14.5	11.9	11.2
Truyền thông	7.6	5.9	6.1	6.4	6.5	6.2
Bất động sản	12.4	11	11.4	10.8	7.6	7.5
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	6.1	5.8	6.4	6.3	6.1	5.4
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	5.6	4.7	4.5	5.3	5.3	5.4
Du lịch và Giải trí	9.6	7.3	7.5	7	5.6	4.7
Xây dựng và Vật liệu	5.9	4.4	4.6	4.8	4.1	4
Dầu khí	5.9	5.4	4.2	3.8	6.9	3.9
Hóa chất	1.9	1.8	2	2.1	2.3	2.2
Ô tô và phụ tùng	5.2	4.6	2.8	4.4	2.1	1.9
Viễn thông	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1

**VỚI NĐT NƯỚC NGOÀI – VỐN CÓ NHIỀU THỊ TRƯỜNG ĐỂ LỰA CHỌN, HỌ SẼ CHỈ QUAY LẠI MẠNH MẼ KHI BỨC TRANH VIỆT NAM RÕ RÀNG HƠN: VƯƠN MÌNH THÀNH CÔNG HAY TRỞ THÀNH THÁI LAN THỨ 2 VỚI ĐỊNH GIÁ ĐỦ RẺ**

(\*) Bao gồm các ngân hàng TCB, MBB, STB, ACB, VPB

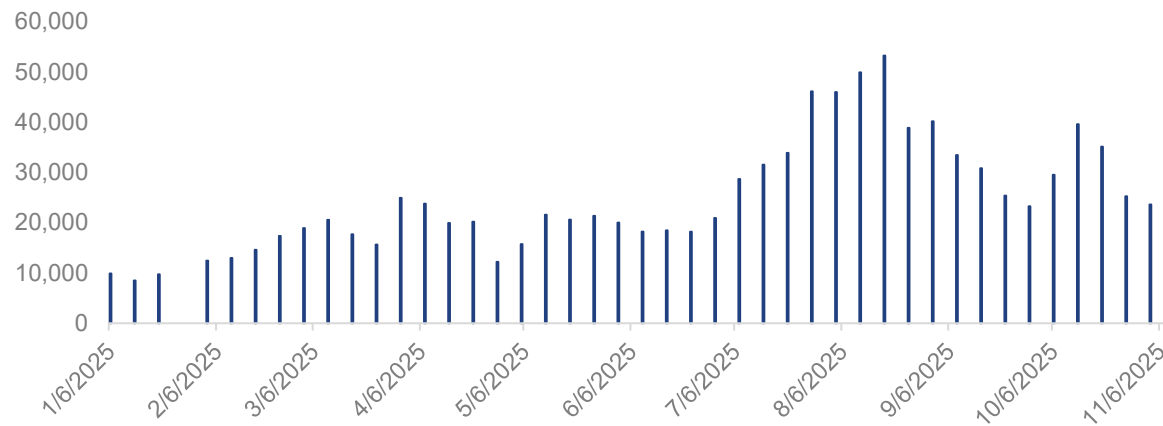
**CÁC NGÂN HÀNG LỚN RỤC RỊCH TĂNG LÃI SUẤT KHI QUÁ CĂNG TỶ LỆ**

**DIỄN BIẾN LÃI SUẤT HUY ĐỘNG 6M CÁC NHTM TỰ NHẬN LỚN (\*)**



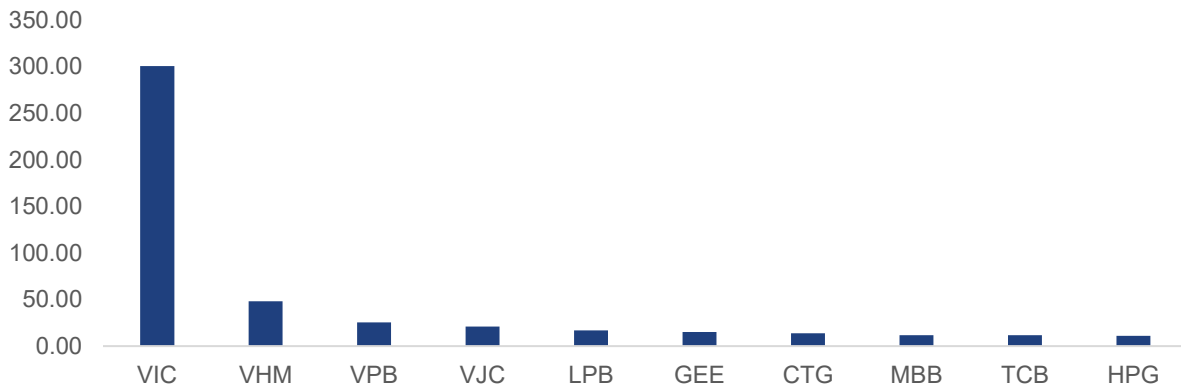
**THANH KHOẢN GIẢM MẠNH TRƯỚC NHIỀU THÔNG TIN TIÊU CỰC**

**THANH KHOẢN BÌNH QUÂN VNINDEX THEO TUẦN**



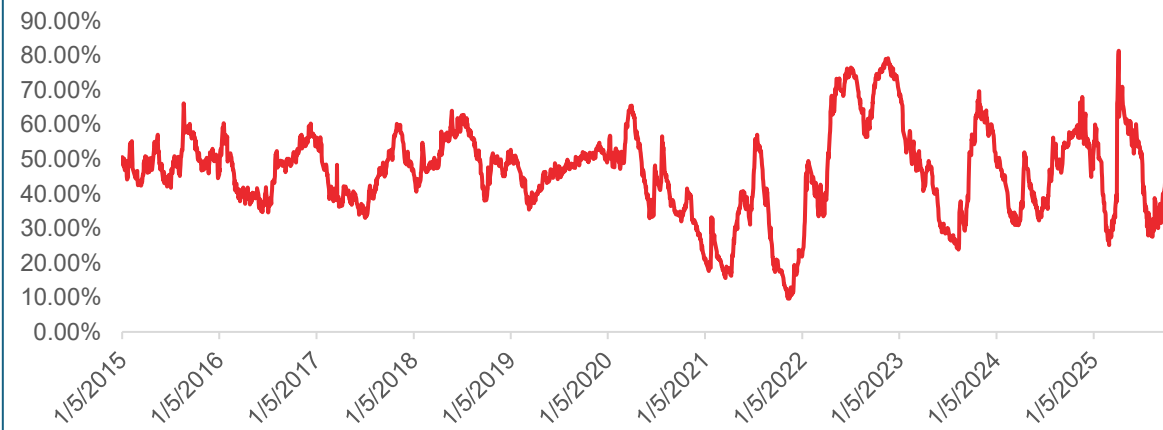
**VNINDEX MẠC DÙ TĂNG ĐIỂM NHƯNG ĐA PHẦN ĐÓNG GÓP TỪ HỘ VIC**

**ĐÓNG GÓP VÀO MỨC TĂNG ĐIỂM CỦA INDEX TRONG VÒNG 6 THÁNG**



**PHẦN LỚN CỔ PHIẾU ĐANG Ở MỨC ĐỊNH GIÁ THẤP**

**% CỔ PHIẾU DƯỚI MA 100**



**CHÚNG TÔI CHO RẰNG THỊ TRƯỜNG CHUNG VẪN SẼ TIẾP TỤC TĂNG TRONG 2026 VÌ MÔI TRƯỜNG THỪA TIỀN NHƯ ĐÃ ĐỀ CẬP. TUY NHIÊN VÌ TÒN TẠI NHIỀU “LÀN GIÓ NGƯỢC”, THỊ TRƯỜNG SẼ KHÓ MÀ TĂNG BỪA BÃI, ĐẦU CƠ MỘT CÁCH DỄ DÃI NHƯ 2021 MÀ MANG HƠI HƯỚNG CỦA 2025 (SAU MỘT CHU KỲ TĂNG, CÁC CỔ PHIẾU CÓ KẾT QUẢ KINH DOANH TỐT THỰC SỰ MỚI GIỮ ĐƯỢC GIÁ CAO, CÒN CÁC CỔ PHIẾU ĐẦU CƠ SẼ GIẢM LẠI GẦN HẾT). HIỆN CHÚNG TÔI CÓ 4 THEME ĐẦU TƯ CHÍNH NHƯ SAU:**

Theme	Theme đầu tư 2026	Các ngành hưởng lợi	Diễn giải	Cổ phiếu tiêu biểu
1	Hòa mình theo xu hướng tăng GDP 10%	Ngân hàng, Bất động sản, Bán lẻ	<p>- Với định hướng tăng trưởng gdp 10% trong năm sau, xu hướng các ngân hàng tăng tín dụng mạnh, giữ lãi suất ở mức thấp sẽ tiếp diễn trong 2026. Từ đó, các ngân hàng sẽ tiếp tục báo lãi tăng trưởng với dư nợ tăng cao, nợ xấu thấp,... Tuy nhiên, <b>vi xu hướng NIM thấp kéo dài (thậm chí có thể thấp hơn so với năm nay)</b>, nếu chỉ đến từ việc tín dụng tăng trưởng, mức tăng lợi nhuận của ngân hàng sẽ không quá cao (khoảng 1x% YoY) và từ đó <b>các ngân hàng có câu chuyện riêng bên lề với thu nhập tăng mạnh hơn ngành sẽ dễ nhận được sự chú ý của dòng tiền hơn</b>. Hiện có 2 nhóm chúng tôi nghĩ rằng có 2 nhóm cổ phiếu ngân hàng chính: <b>cổ phiếu có câu chuyện riêng (CTG,STB) và nhóm tăng trưởng tín dụng mạnh với nền tảng funda ổn (MBB, VPB)</b>.</p> <p>- <b>Tình trạng thừa tiền cũng sẽ làm bds tăng giá, nhóm bds sẽ dễ fomo theo tin giá đất</b>. Tuy nhiên NĐT cần tìm kiếm các công ty BĐS có dự án thật, nhu cầu cao (tốt nhất là quỹ đất khu vực thành phố lớn) và mở bán trong năm sau để có thể ghi nhận lợi nhuận thực <b>vi môi trường lãi suất thời điểm này khá nhạy cảm, có thể đảo chiều bất kỳ lúc nào, việc mua đất đầu cơ, sẽ không bền vững</b>.</p> <p>- Cuối cùng, sự giàu lên của người dân cũng sẽ phản ánh bằng việc sức mua tăng cao và giúp <b>các doanh nghiệp bán lẻ gia tăng doanh thu cũng như lợi nhuận</b></p>	<p><b>Ngân hàng funda:</b> CTG  <b>Ngân hàng có câu chuyện:</b> STB  <b>BDS:</b> KDH  <b>Bán lẻ:</b> MWG</p>
2	Đầu tư công	Nhựa, thép	<p>- <b>Ngành nhựa và thép nói chung được hưởng lợi mạnh từ xu hướng đầu tư công mạnh mẽ, từ đó sản lượng bán hàng tăng cao và doanh thu tăng mạnh</b>. Đặc biệt là đối với ngành nhựa, vì xu hướng giảm phát của trung quốc và giá dầu thế giới ở mức thấp, giá hạt nhựa - nguyên vật liệu đầu vào quan trọng của ngành còn liên tục suy giảm, giúp cho biên lợi nhuận của ngành nở ra. Đối với ngành thép, dù tăng được công suất nhưng trước tình hình giá thép kém và còn kéo dài, lợi nhuận của doanh nghiệp thép khó mà đột phá mà chỉ tăng theo sản lượng bán ra. Nhiều ngành xuất khẩu như dệt may, thủy sản vẫn đạt được kết quả tốt trong 2025 dù cho có thuế quan. Sắp tới còn có kỳ vọng cho nhóm này được hưởng thuế 0% khi Trump không muốn mang các ngành có giá trị quá thấp về mỹ. Tương tự, nhóm khu công nghiệp cũng có kết quả kinh doanh khá tốt, các doanh nghiệp FDI vẫn phải tiếp tục ở lại việt nam vì không có thị trường nào có lợi thế vượt trội về thuế để các doanh nghiệp này di dời nhà máy. <b>Hiện thị trường đang phản ánh triển vọng của nhóm này tiêu cực hơn thực tế, giá cổ phiếu của các nhóm này đều ở mức rẻ, vẫn là những cơ hội đầu tư tiềm năng trong ngắn hạn</b>.</p>	<p><b>Nhựa:</b> NTP  <b>Thép:</b> HPG</p>
3	Xuất khẩu, FDI không tệ như thị trường đang phản ánh	Dệt may, thủy sản, BĐS khu công nghiệp	<p>- Với ngành heo, giá heo hiện đang có mức giảm mạnh do bị ảnh hưởng từ thị trường trung quốc, hiện các hộ nông dân nuôi heo đang bắt đầu chịu lỗ. Đồng thời, xu hướng bão lũ ở miền bắc &amp; trung trong năm 2025 cũng khiến cho việc tái đàn trở nên khó khăn, từ đó sẽ khiến cho nguồn cung thịt heo giảm vào dịp tết năm sau - thời điểm nhu cầu thịt heo tăng cao nhất cả năm và dễ có một đợt sóng heo. <b>Do đó cổ phiếu ngành chăn nuôi heo có thể cần nhắc để đầu tư nếu giá giảm về mức đủ rẻ khi KQKD các quý 3-4 của doanh nghiệp sụt giảm do giá heo thấp</b></p> <p>- với việc VND mất giá, nhu cầu nắm giữ vàng tăng cao khi người dân cố bảo vệ tài sản của mình. Tuy nhiên, với việc không thể nhập khẩu vàng nguyên liệu, các doanh nghiệp vàng bạc đá quý giai đoạn trước không thể tăng trưởng doanh thu vì không đủ vàng để bán. <b>Việc thông qua cơ chế cấp hạn mức nhập khẩu vàng được kỳ vọng giúp các doanh nghiệp này có thể mở rộng quy mô kinh doanh và gia tăng lợi nhuận</b></p>	<p><b>Dệt may:</b> TNG  <b>BDS KCN:</b> SIP  <b>Thủy sản:</b> VHC</p>
4	Cổ phiếu có câu chuyện riêng	Nhựa, heo, thép, vàng bạc đá quý	<p>- Với ngành heo, giá heo hiện đang có mức giảm mạnh do bị ảnh hưởng từ thị trường trung quốc, hiện các hộ nông dân nuôi heo đang bắt đầu chịu lỗ. Đồng thời, xu hướng bão lũ ở miền bắc &amp; trung trong năm 2025 cũng khiến cho việc tái đàn trở nên khó khăn, từ đó sẽ khiến cho nguồn cung thịt heo giảm vào dịp tết năm sau - thời điểm nhu cầu thịt heo tăng cao nhất cả năm và dễ có một đợt sóng heo. <b>Do đó cổ phiếu ngành chăn nuôi heo có thể cần nhắc để đầu tư nếu giá giảm về mức đủ rẻ khi KQKD các quý 3-4 của doanh nghiệp sụt giảm do giá heo thấp</b></p> <p>- với việc VND mất giá, nhu cầu nắm giữ vàng tăng cao khi người dân cố bảo vệ tài sản của mình. Tuy nhiên, với việc không thể nhập khẩu vàng nguyên liệu, các doanh nghiệp vàng bạc đá quý giai đoạn trước không thể tăng trưởng doanh thu vì không đủ vàng để bán. <b>Việc thông qua cơ chế cấp hạn mức nhập khẩu vàng được kỳ vọng giúp các doanh nghiệp này có thể mở rộng quy mô kinh doanh và gia tăng lợi nhuận</b></p>	<p>DBC, PNJ, VTO, REE, NT2, PVT</p>

Theme đầu tư	STT	Mã cổ phiếu	Luận điểm đầu tư	Giá mục tiêu (VND)	% Upside (so với 25/11/2025)
Hòa mình theo xu hướng tăng GDP 10%	1	CTG	- Trích lập dự phòng tiếp tục giảm giúp lợi nhuận trong đoạn 2025- 2029 tăng trưởng cao. Chúng tôi kỳ vọng thị trường tái định giá lại CTG khi chất lượng tài sản được cải thiện - Phần cho vay BOT dính nợ xấu sẽ được hoàn lại vào 2026, giúp thu nhập của ngân hàng cải thiện	65,700	36%
	2	STB	- Đề án VAMC đang ngày càng hoàn thiện và dự kiến sẽ xong trong 2026, từ đó STB có thể tổ chức bán đấu giá phần 32.5% đang giữ ở VAMC để thu lại tiền cho ngân hàng. Mức bán dự kiến có thể dao động từ 33 – 40 nghìn VND/ cổ phiếu, giúp ngân hàng tăng lượng lớn giá trị sổ sách. - Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ thu hồi các khoản nợ xấu (Bán KCN Phong Phú), giảm trích lập và sắp tới sau khi hoàn thành đề án sẽ là được room tín dụng cao hơn	66,000	32%
	3	MWG	- Chuỗi TGDD và ĐMX tiếp tục chiếm lĩnh thị trường, doanh thu tăng trưởng nhờ sức mua của người dân trở lại đồng thời lợi nhuận kinh doanh tăng tốt sau giai đoạn tối ưu mô hình kinh doanh. - Chuỗi BHX tiếp tục mở rộng mạnh mẽ sau giai đoạn tái cấu trúc, thời gian hòa vốn cửa hàng mở mới ngày càng nhanh giúp cải thiện lợi nhuận toàn chuỗi.	100,000	27%
	4	KDH	- Quỹ đất 500ha tại TPHCM cũ lớn bậc nhất trong các công ty niêm yết - Hưởng lợi chính từ xu hướng hoàn thiện hạ tầng và giãn dân ra vùng ven. Các dự án được triển khai gói đầu đảm bảo tăng trưởng doanh thu lợi nhuận 5 năm tới. - Định giá về vùng thấp trong lịch sử doanh nghiệp (P/B 2 lần), không còn premium so với các công ty BĐS khác như thường lệ trước đây. Phần lớn book value là giá gốc bỏ vào các dự án từ nhiều năm nay trong khi giá đất thương phẩm hiện tại đã tăng gấp nhiều lần.	45,000	30%
Đầu tư công	5	NTP	- Đầu tư công và bất động sản tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2026 - NTP với chính sách giá bán tốt đã gia tăng thị phần đáng kể trong suốt giai đoạn 2023 - 2025 - Giá hạt nhựa PVC tiếp tục giảm giúp biên lợi nhuận của NTP tiếp tục cải thiện	80,000	28%
	6	HPG	- Nhu cầu thép dành cho đầu tư công và bất động sản tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2026 - Sản lượng tiếp tục duy trì tăng trưởng 40% so với năm 2025 - Giá thép dự kiến đã tạo đáy trong năm 2025	35,000	30%
Xuất khẩu, FDI không tệ như thị trường đang phản ánh	7	SIP	- Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định bất chấp thuế quan. - Quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, nằm gần các hạ tầng cao tốc, sân bay đang dần hoàn thiện - Tài chính mạnh, tiền mặt nhiều và các khoản đầu tư giá trị. - Định giá đang nằm ở vùng khá thấp so với chất lượng tài sản.	77,000	35%
	8	VHC	- Giá cả tra xuất khẩu đang ở vùng đáy và đang có xu hướng tăng lên do thiếu hụt nguồn cung cá giống - VHC bắt đầu tham gia thị trường chế biến cá rô phi - Định giá cổ phiếu ở vùng thấp với PE 8.2 lần và EV/EBITDA 5.5 lần	75,000	30%
	9	TNG	- Doanh thu & lợi nhuận vẫn tăng trưởng tốt bất chấp thuế quan khi mặc hàng dệt may là đồ thiết yếu, giá rẻ nên sức cầu không bị ảnh hưởng nhiều - Định giá rơi về vùng thấp khi thị trường phản ánh tiêu cực thái quá đối với thông tin bị áp thuế với P/E chỉ khoảng 7 lần so với trung vị 10 lần - Cổ tức tiền mặt 12% (tương đương yield 6%/ năm) back up cho định giá với downside thấp	23,000	20%
Cổ phiếu có câu chuyện riêng	10	PNJ	Với việc Nghị định 232 cho phép doanh nghiệp đủ điều kiện được nhập khẩu vàng nguyên liệu, PNJ sẽ chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào. Điều này giúp giải quyết bài toán "thiếu nguyên liệu" từng gây gián đoạn sản xuất trong năm 2024-2025.	100,000	14%
	11	VTO	- Hầu hết đội tàu của VTO sẽ hết khấu hao kể từ năm 2026, giúp lợi nhuận gia tăng - Cổ tức duy trì tối thiểu 1,000đ/cp và có thể tiếp tục gia tăng khi lợi nhuận đi lên - Định giá cổ phiếu ở vùng thấp với EV/EBITDA chỉ 0.5 lần	16,000	38%
	12	REE	- Chu kỳ La-Nina dự kiến sẽ tiếp diễn trong năm 2026 giúp lợi nhuận mảng điện của REE tăng tốt -Toà nhà E.Town 6 bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2026 -Mảng M&E tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng đầu tư công và bất động sản phục hồi -Cho năm 2026, lợi nhuận công ty mẹ của REE ước đạt 3,800 tỷ, tăng trưởng 16% so với 2025	80,000	23%
	13	NT2	- Nhà máy bắt đầu hết khấu hao kể từ Q4/2025 - Nhu cầu huy động điện khí duy trì ổn định hơn trong năm 2026 - Định giá hấp dẫn với EV/EBITDA ở mức 3.8 lần - Cho năm 2026, lợi nhuận sau thuế của NT2 ước đạt 800 tỷ, tăng trưởng 11% so với 2025	29,000	24%
	14	PVT	- Đội tàu được mở rộng nhanh giai đoạn 2021 – 2025 giúp doanh thu tăng trưởng tốt - Giá cước vận tải dần phục hồi - Định giá hấp dẫn với EV/EBITDA ở mức 3.3 lần. - Cho năm 2026, lợi nhuận sau thuế của PVT ước đạt 1602 tỷ, tăng trưởng 16% so với 2025	26,000	41%
	15	DBC	- Với ngành heo, giá heo hiện đang có mức giảm mạnh do bị ảnh hưởng từ thị trường trung quốc, hiện các hộ nông dân nuôi heo đang bắt đầu chịu lỗ. Đồng thời, xu hướng bão lũ ở miền bắc & trung trong năm 2025 cũng khiến cho việc tái đàn trở nên khó khăn, từ đó sẽ khiến cho nguồn cung thịt heo giảm vào dịp tết năm sau - thời điểm nhu cầu thịt heo tăng cao nhất cả năm và để có một đợt sóng heo. Do đó cổ phiếu ngành chăn nuôi heo có thể cần nhắc đề đầu cơ nếu giá giảm về mức đủ rẻ khi KQKD các quý 3-4 của doanh nghiệp sụt giảm do giá heo thấp	<b>Đầu cơ (cần nhắc mua khi KQKD Q4 của doanh nghiệp kém và làm giá cổ phiếu giảm sâu, bán khi thấy giá heo ngừng tăng)</b>	

# DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ



## Tóm tắt khuyến nghị

2026F

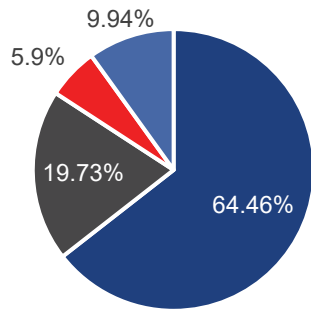
Giá kỳ vọng (VND) 65,700 (P/B 1.6x)

Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025 48,150

Upside (%) 36%

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG (25/11/2025)

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG CTG



■ SBV ■ Ngân hàng MUFG ■ Tổ chức nước ngoài khác ■ Còn lại

### Định giá và luận điểm đầu tư:

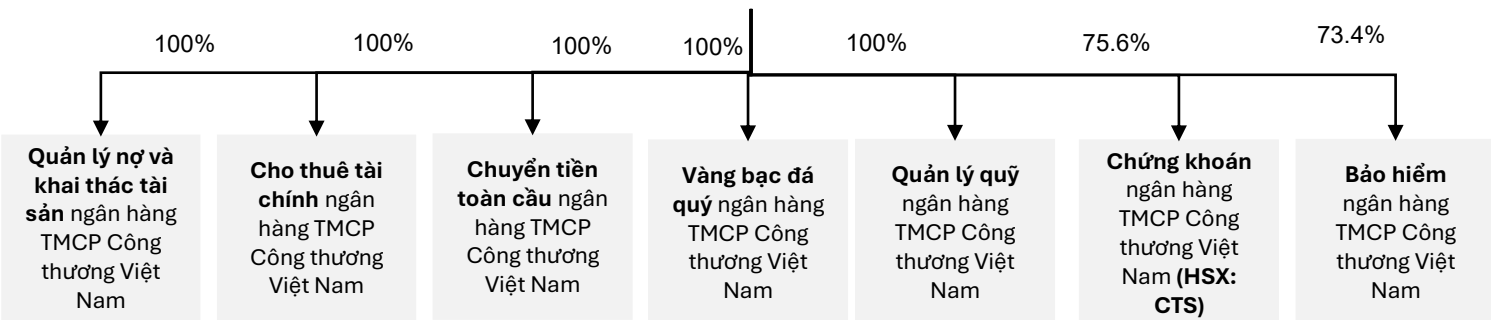
Chúng tôi khuyến nghị **mua** với **CTG** giá mục tiêu **65,700 VNĐ/CP** bằng phương pháp định giá kết hợp lợi nhuận thặng dư, P/B, dựa trên các luận điểm sau:

- CTG là ngân hàng Nhà Nước chuyên cho vay vốn lưu động phục vụ sản xuất kinh doanh nên có **rủi ro thấp, hoạt động ổn định, NII, NFI tăng trưởng đều** hàng năm cùng **chi phí được tối ưu tốt**
- **Trích lập dự phòng tiếp tục giảm** giúp lợi nhuận trong đoạn 2025- 2029 tăng trưởng cao. Chúng tôi kỳ vọng thị trường **tái định giá lại CTG** khi chất lượng tài sản được cải thiện
- **Phần cho vay BOT dính nợ xấu sẽ được hoàn lại vào 2026**, giúp thu nhập của ngân hàng cải thiện

### Điểm trừ:

- Chi phối bởi SBV nên CTG phải **ưu tiên hỗ trợ** cho mục tiêu phát triển kinh tế
- Không còn dư địa để bán vốn cho cổ đông chiến lược để tăng CAR nên **định giá luôn ở mức rẻ** so với các ngân hàng quốc doanh khác
- Không thể chi trả cổ tức tiền mặt vì **rào cản tỷ lệ**

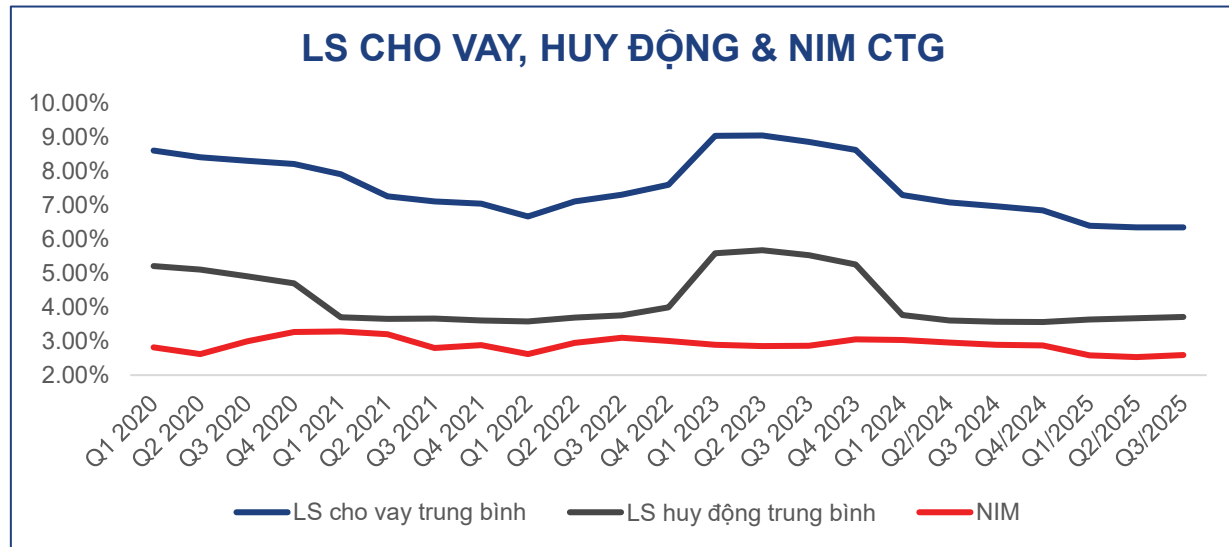
## CÔNG TY CON & TỶ LỆ SỞ HỮU



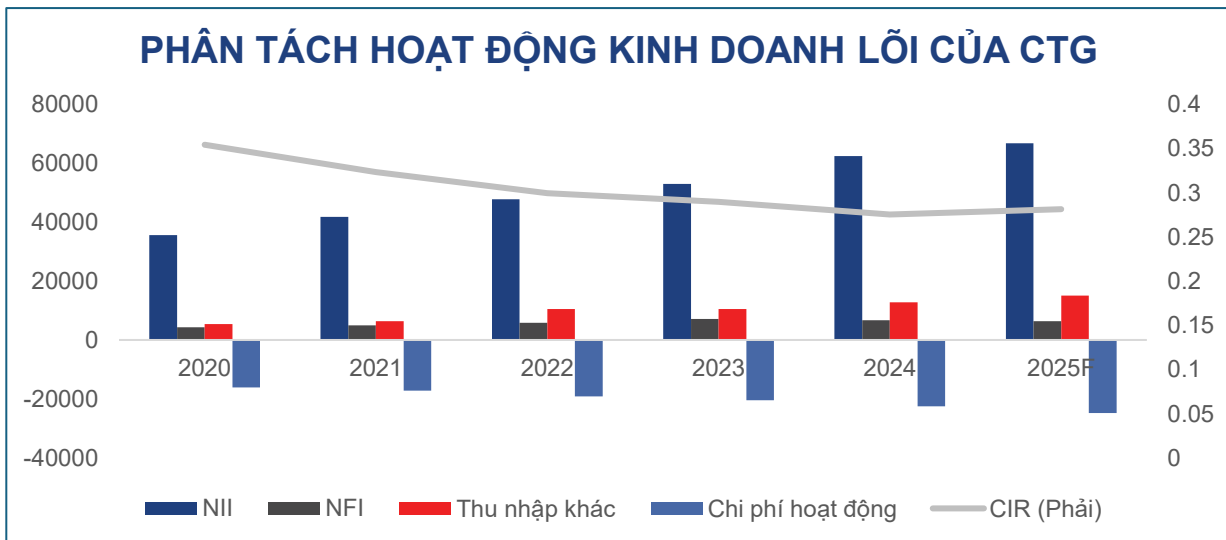
## TTTT THUỘC TOP ĐẦU NGÀNH, CAO NHẤT TRONG NHÓM BIG 4 NIỀM YẾT

	2021	2022	2023	2024	6T-2025	9T-2025
BID	11.20%	12.10%	16.30%	15.50%	6.34%	9.05%
CTG	11.10%	12.20%	15.50%	16.80%	10.38%	15.69%
VCB	15.10%	18.90%	10.80%	13.90%	7.27%	12.16%
ACB	16.20%	14.30%	17.90%	19.10%	8.80%	14.18%
MBB	24.60%	25.00%	28.00%	24.70%	12.28%	13%
TCB	26.50%	12.50%	21.60%	21.70%	10.65%	16.77%
VPB	18.70%	23.00%	25.40%	18.60%	21%	30.23%
SHB	16.40%	8.20%	12.30%	18.10%	13.25%	15.94%
STB	14.00%	13.10%	10.10%	11.70%	9.04%	12.39%
HDB	13.40%	25.60%	31.80%	27.00%	15.87%	11.49%
VIB	19.20%	14.50%	14.20%	21.50%	9.82%	14.96%
OCB	15.30%	18.50%	22.50%	16.50%	8.82%	13.27%
<b>Ngành</b>	<b>15.20%</b>	<b>15.10%</b>	<b>16.90%</b>	<b>17.60%</b>	<b>10%</b>	<b>13.37%</b>

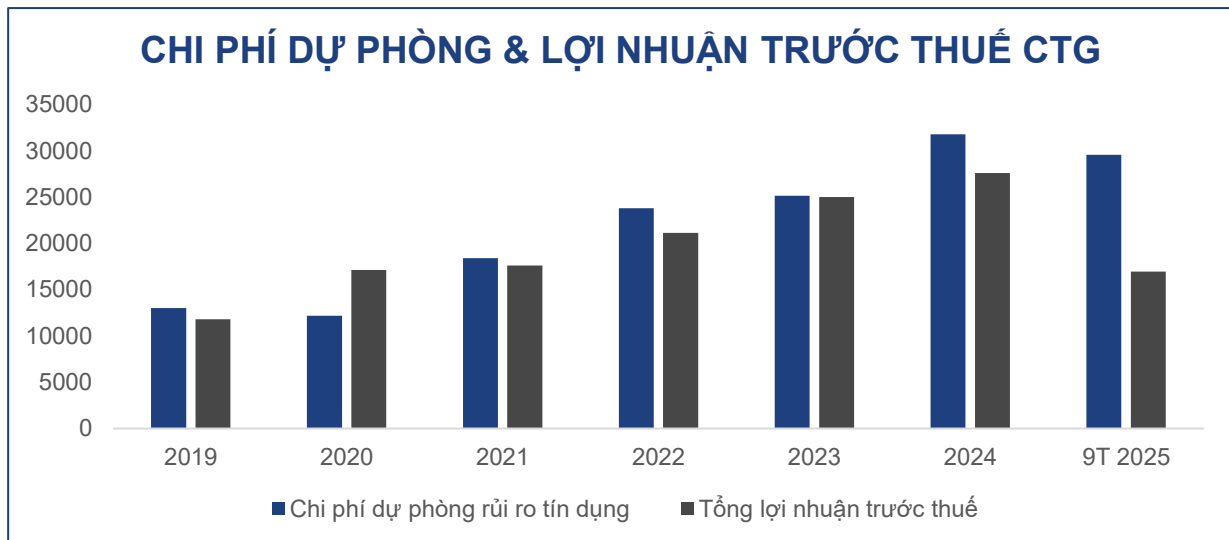
## NHỜ LÃI SUẤT CHO VAY RẺ, NIM KHÔNG BỊ ẢNH HƯỞNG NHIỀU



## CHI PHÍ TỐI ƯU TỐT TRONG KHI THU NHẬP CORE TĂNG TRƯỞNG ĐỀU



## DỰ PHÒNG GIẢM VỀ MỨC BÌNH THƯỜNG GIÚP LỢI NHUẬN TĂNG MẠNH



	Dự án BOT	Mức hỗ trợ (Tỷ VND)	Tổng mức đầu tư dự án (Tỷ VND)	Công ty	MST	Ngân hàng cho vay chính	Dư nợ cho vay (Tỷ đồng)	Dư nợ xấu cuối 2024
	Ba vì - Việt Trì	598	1,459	Công ty TNHH BOT Phú Hà				
	Thái Hà	1,024	1,707	BOT		CTG	983	313
Nhóm bù đắp doanh thu thiếu hụt	Hầm đường bộ qua Đèo Cả	2,280	6,162	Nhóm đèo cả		CTG		Do cơ chế hỗ trợ đặc biệt của chính phủ, nhóm này ko bị nhảy CIC để không trở thành nợ xấu nhưng CTG vẫn phải trích lập và sử dụng dự phòng
	cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	4,600	12,105	Nhóm đèo cả		CTG	10,543	Do cơ chế hỗ trợ đặc biệt của chính phủ, nhóm này ko bị nhảy CIC để không trở thành nợ xấu nhưng CTG vẫn phải trích lập và sử dụng dự phòng
	Tuyến tránh TP Thanh Hoá	882		Công ty CP BOT đường tránh Thanh Hóa	0101596854			
	Xây dựng mới cầu Bình Lợi	571		Công ty TNHH MTV BOT Bình Lợi.	0107312805			
Nhóm chấm dứt sớm dự án (mua lại từ DN)	Cải tạo quốc lộ 91	1,278		Công ty CP Đầu tư BOT Quốc lộ 91 Cần Thơ - An Giang	3603181739	CTG	~1,000	
	Xây dựng đường Thái Nguyên - Chợ Mới	2,631		Công ty CP BOT Thái Nguyên - Chợ Mới	4601188635			
	Đường Hồ Chí Minh qua Đắc Lắc	379		CÔNG TY CỔ PHẦN BOT QUANG ĐỨC	6001390949			
	Xây dựng cầu An Hải	33		CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG KINH DOANH ĐỊA ỐC HÒA BÌNH	1800668239			
	Nâng cấp đường 39 B thị trấn Thanh Nê	543		HUT				

**Tóm tắt khuyến nghị**
**2026F**

Giá kỳ vọng (VND) 66,000 (P/B 1.2x)

Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025 50,000

Upside (%) 32%

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG (25/11/2025)**
**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG STB**


- PYN elite fund
- Ông Dương Công Minh
- Tổ chức nước ngoài khác
- VAMC
- Còn lại

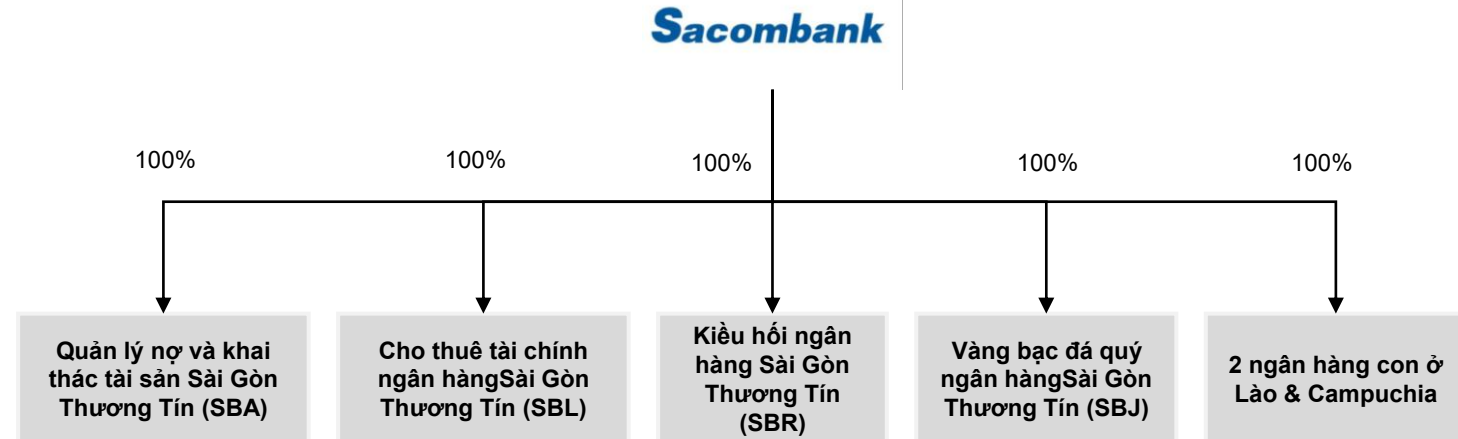
**Định giá và luận điểm đầu tư:**

Chúng tôi khuyến nghị **mua với STB** giá mục tiêu **66,000 VNĐ/CP** bằng phương pháp định giá P/B, dựa trên các luận điểm sau:

- Đề án VAMC đang ngày càng hoàn thiện và dự kiến sẽ xong trong 2026, từ đó STB có thể tổ chức bán đấu giá phần 32.5% đang giữ ở VAMC để thu lại tiền cho ngân hàng. Mức bán dự kiến có thể dao động từ 33 – 40 nghìn VND/ cổ phiếu, giúp ngân hàng tăng lượng lớn giá trị sổ sách.
- Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ thu hồi các khoản nợ xấu (Bán KCN Phong Phú), giảm trích lập và sắp tới sau khi hoàn thành đề án sẽ là được room tín dụng cao hơn .

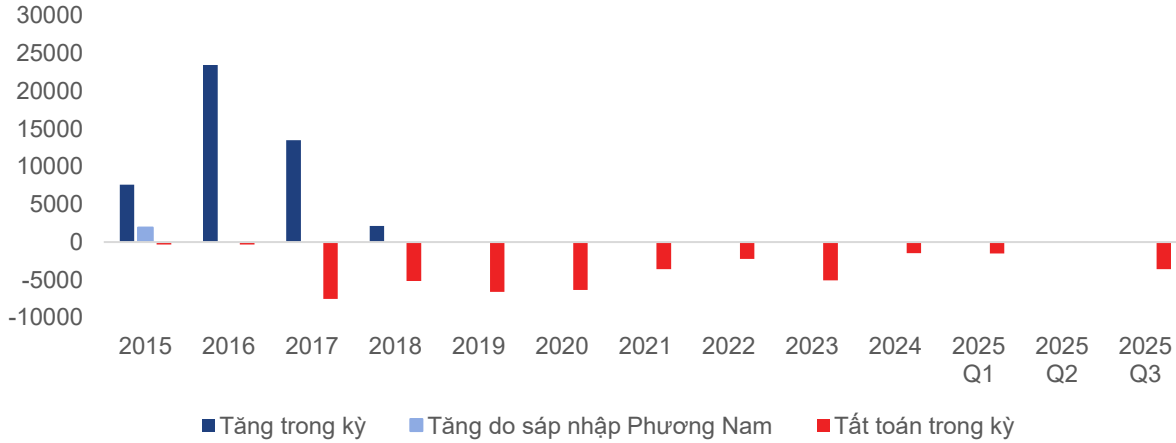
**Điểm trừ:**

- Hoạt động kinh doanh lõi yếu trong nhóm ngân hàng TMCP lớn với nợ xấu tăng rất cao trong thời gian gần đây, gia tăng không ít chi phí trích lập dự phòng
- Định giá phụ thuộc rất nhiều vào việc hoàn thành đề án

**CÔNG TY CON & TỶ LỆ SỞ HỮU**


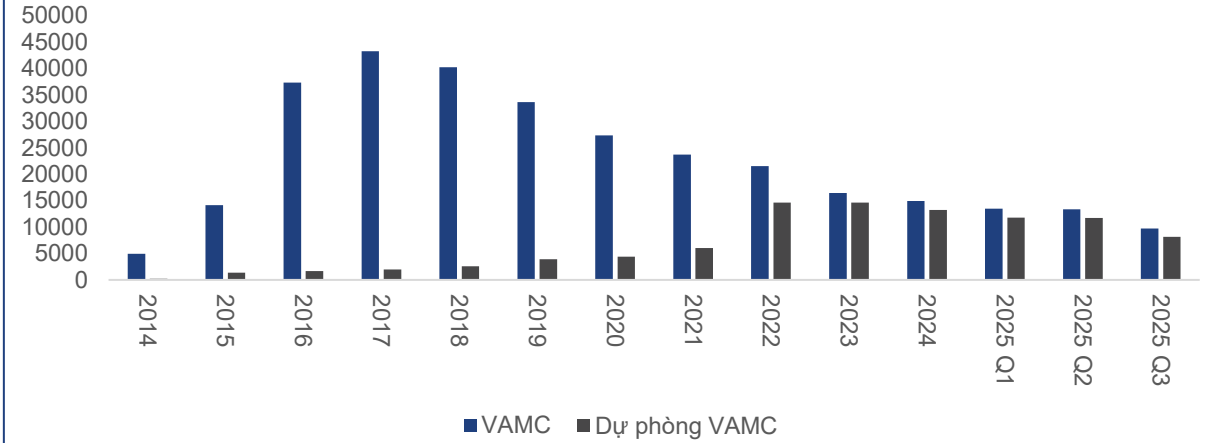
## TRÁI PHIẾU VAMC TIẾP TỤC ĐƯỢC TẮT TOÁN TRONG 2025

### THAY ĐỔI TRÁI PHIẾU VAMC



## ĐƯ NỢ VAMC GIẢM DẦN VÀ GẦN NHƯ ĐỰ PHÒNG HẾT

### SỐ ĐƯ VAMC VÀ ĐỰ PHÒNG



## NHIỀU TÍN HIỆU THỂ HIỆN VIỆC ĐỀ ÁN ĐÃ SẮP HOÀN THÀNH

### 1. THÔNG QUA CHI TRẢ CỔ TỨC CỔ PHIẾU

(Thông thường mọi năm, STB sẽ không được trả cổ tức vì đang trong thời gian thực hiện đề án sẽ không được ra các quyết định làm ảnh hưởng tới vốn chủ sở hữu)

### 2. CHO TỪ NHIỆM TỔNG GIÁM ĐỐC

(Nhiệm vụ của Bà Diễm chủ yếu là hỗ trợ ngân hàng trong việc tái cơ cấu, việc bà từ nhiệm và trở thành thành viên HĐQT là dấu hiệu cho thấy việc tái cơ cấu theo đề án sắp hoàn thành)

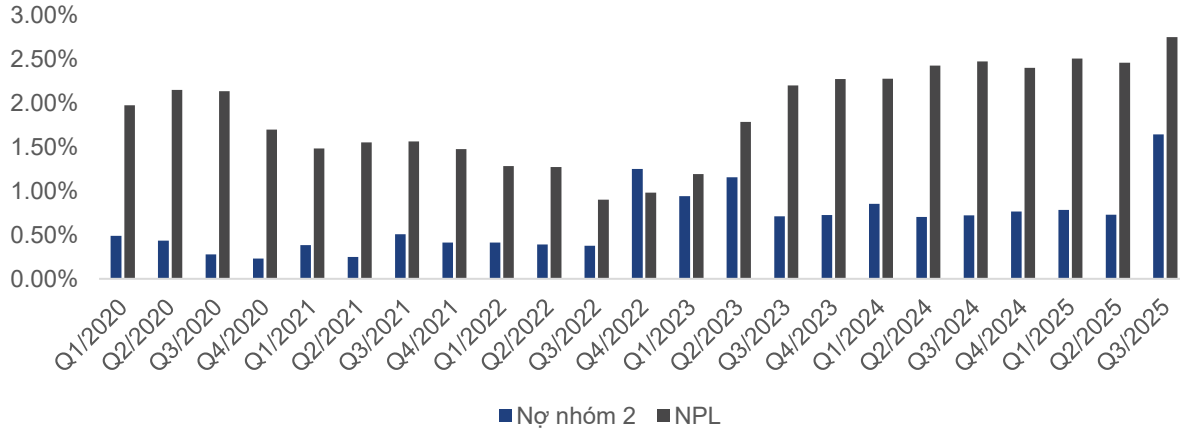
## ÍT NHẤT 20 NGHÌN TỶ SẼ ĐƯỢC THU HỒI NẾU ĐÁU GIÁ CỔ PHẦN

CÁC KHOẢN NỢ TỒN ĐỘNG TỪ ĐỀ ÁN TÁI CƠ CẤU (TỶ VND)	Nợ gốc	Tiền lãi dự thu	Tổng
<b>2017</b>	<b>35,400</b>	<b>12,919</b>	<b>48,319</b>
Lãi dự thu 2017 - 2024		44,686	
<b>Cuối năm 2024</b>	<b>35,400</b>	<b>57,605</b>	<b>93,005</b>
<i>Trong đó: Các khoản vay được đảm bảo bằng 32.5% cổ phần</i>	6,611	13,450	20,061
<i>Các khoản vay khác</i>	23,655	33,093	54,748
<b>Phần đã thu hồi được tới cuối năm 2024</b>	<b>23,000</b>	<b>2,000</b>	<b>25,000</b>
<b>Phần còn lại chưa thu hồi</b>	<b>12,400</b>	<b>55,605</b>	<b>68,005</b>

(\*) NIM Q3/2025 của STB tăng mạnh nhờ khoảng 2 nghìn tỷ lãi dự thu được thu từ việc bán thành công KCN Phong Phú, thực tế NIM chỉ khoảng 3.3-3.4%

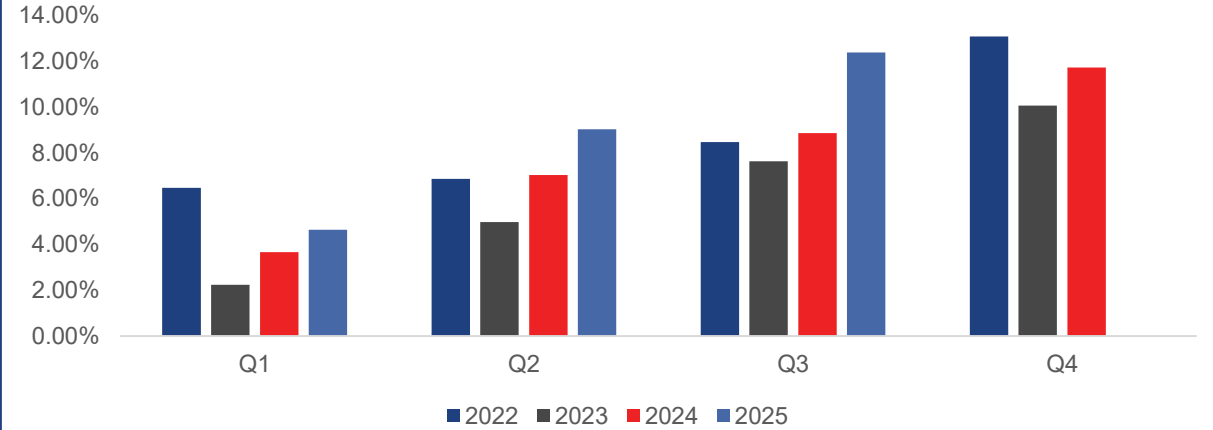
## NỢ XẤU TĂNG MẠNH TRONG 2025

### TỶ LỆ NỢ XẤU & NỢ NHÓM 2 STB



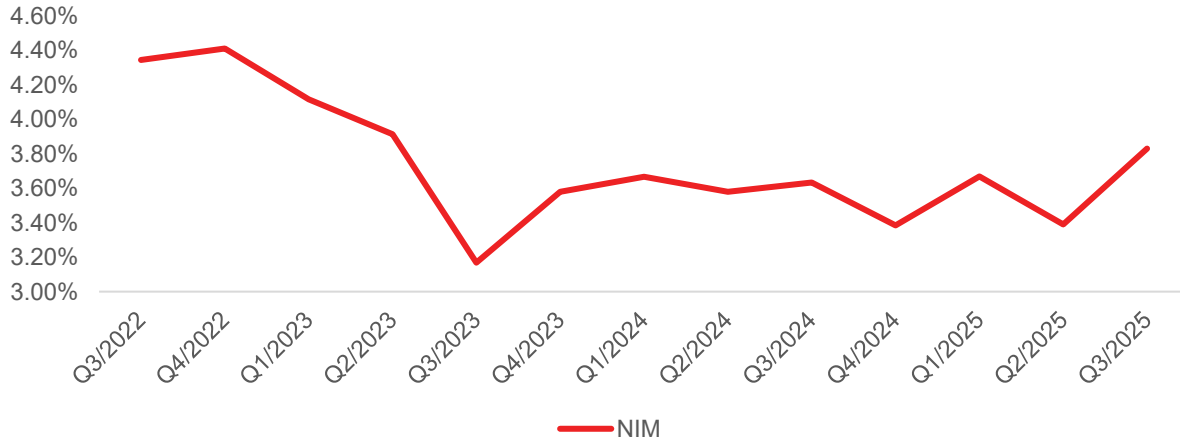
## DƯ NỢ TĂNG YẾU SO VỚI NGÀNH VÌ THƯỜNG BỊ CẤP QUANH 12%

### TĂNG TRƯỞNG DƯ NỢ CHO VAY CỦA STB



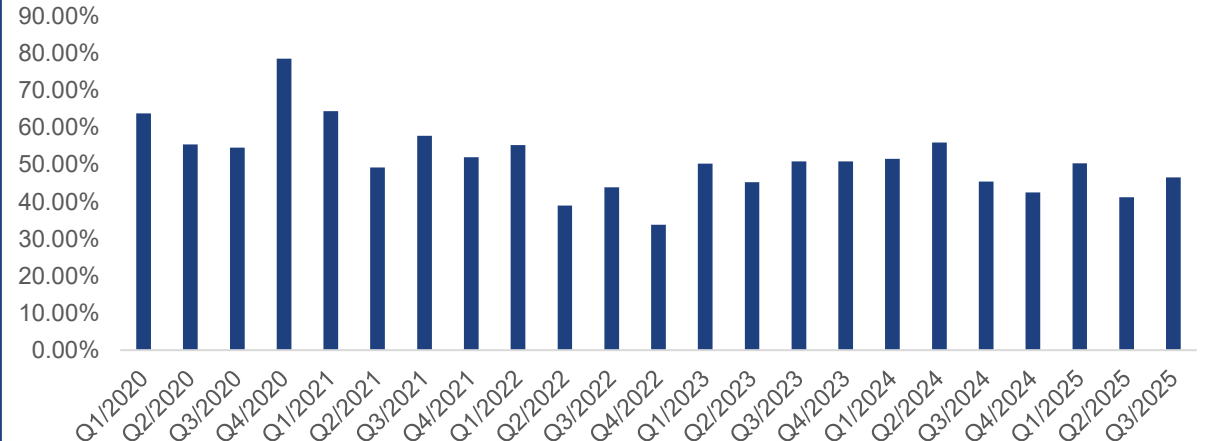
## NIM GIẢM MẠNH TỪ MỨC CAO VÀ HIỆN CHỈ CÒN 3.3

### NIM CỦA STB (\*)



## CHI PHÍ TỐI ƯU KHÔNG TỐT SO VỚI QUY MÔ LỢI NHUẬN

### TỶ LỆ CIR CỦA STB



Tổng quan doanh nghiệp		HSX: MWG
Ngành nghề kinh doanh		Bán lẻ
Vốn điều lệ (tỷ VND)		14,797
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)		99,204
Tăng trưởng Doanh thu 3 năm (%)		3.0%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)		-8.8%
ROE (2024)		13.2%
Tỷ suất cổ tức 2024		10% tiền mặt
PE Trailing		20.2x

Cơ cấu cổ đông	
BLĐ và bên liên quan	17.61%
<i>TNHH Thế giới Bán lẻ</i>	10.49%
Dragon Capital	4.99%
Khác	77.40%

### Tổng quan doanh nghiệp

#### ❖ Định giá và luận điểm đầu tư

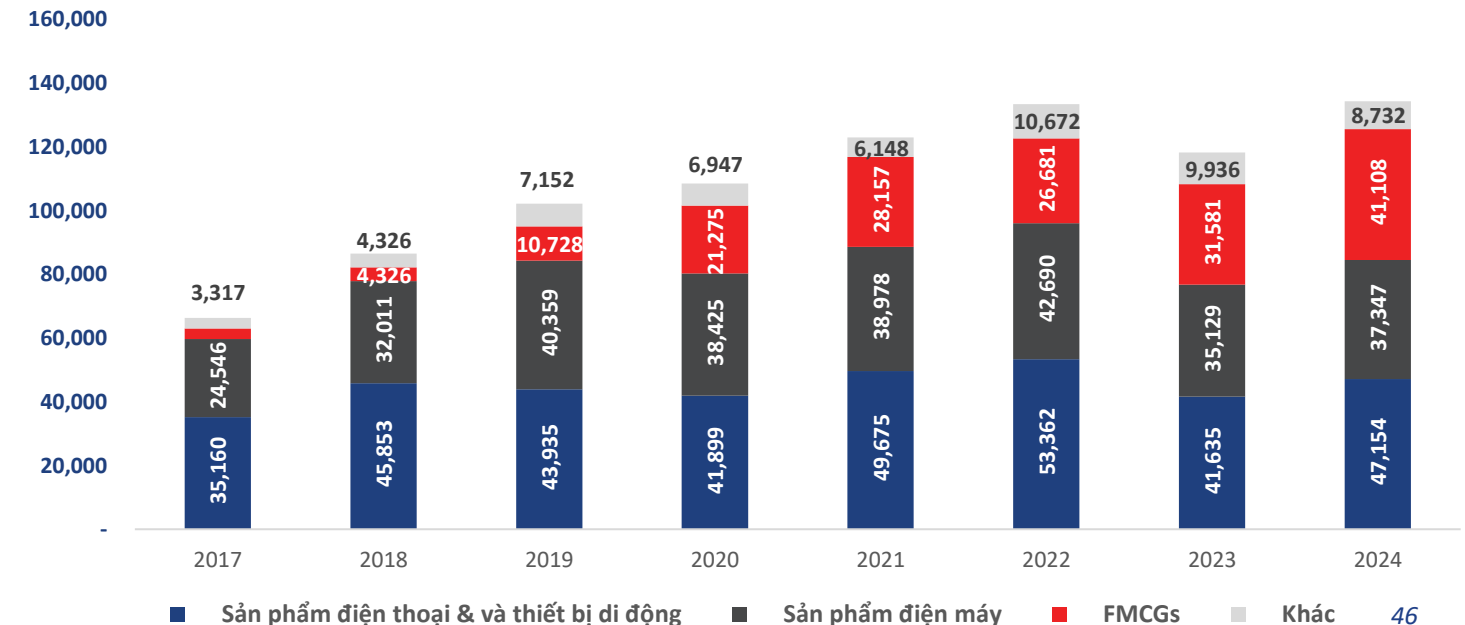
Chúng tôi khuyến nghị mua MWG với giá mục tiêu 90,000đ/cp bằng phương pháp định giá từng phần doanh nghiệp, dựa trên các luận điểm sau:

- Chuỗi TGDD và ĐMX tiếp tục chiếm lĩnh thị trường, doanh thu tăng trưởng nhờ sức mua của người dân trở lại đồng thời lợi nhuận kinh doanh tăng tốt sau giai đoạn tối ưu mô hình kinh doanh.
- Chuỗi BHX tiếp tục mở rộng mạnh mẽ sau giai đoạn tái cấu trúc, thời gian hòa vốn cửa hàng mở mới ngày càng nhanh giúp cải thiện lợi nhuận toàn chuỗi.

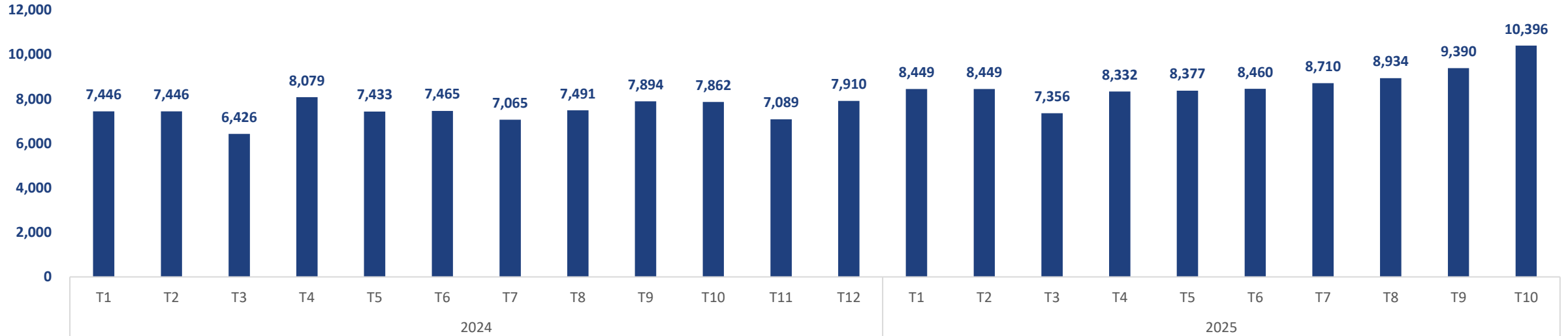
#### ❖ Rủi ro

- Sức mua suy giảm ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của MWG.
- Doanh thu trung bình cửa hàng Bách hóa xanh giảm do mở cửa hàng mới.

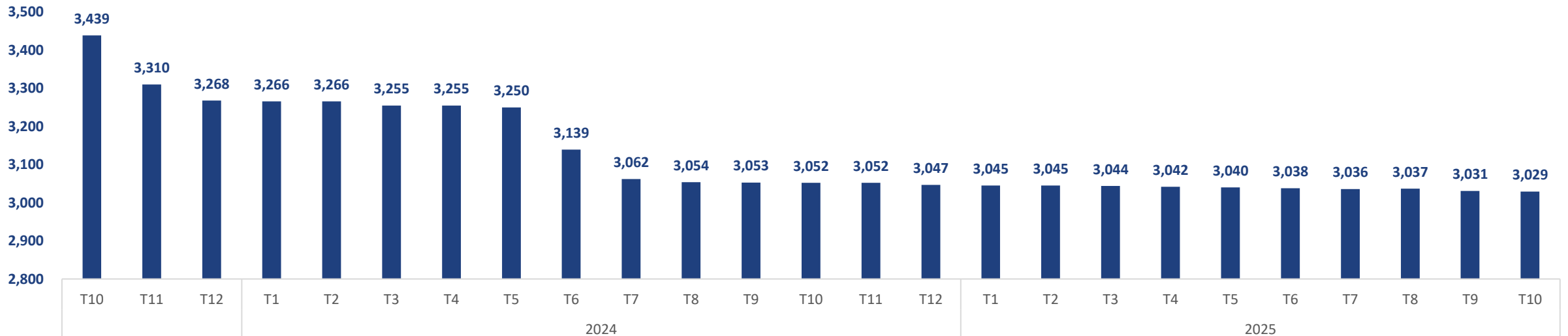
### Cơ cấu doanh thu MWG



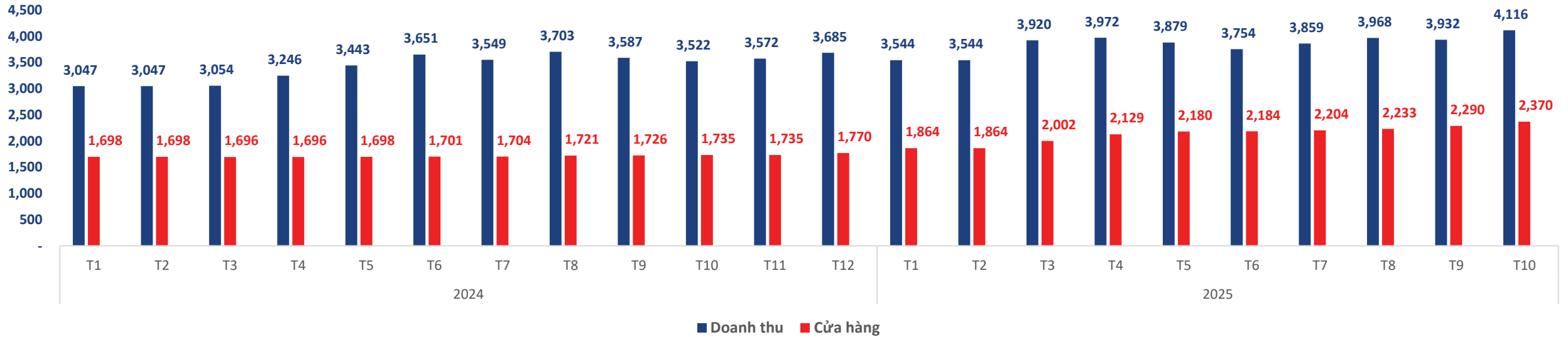
### DOANH THU ICT & CE



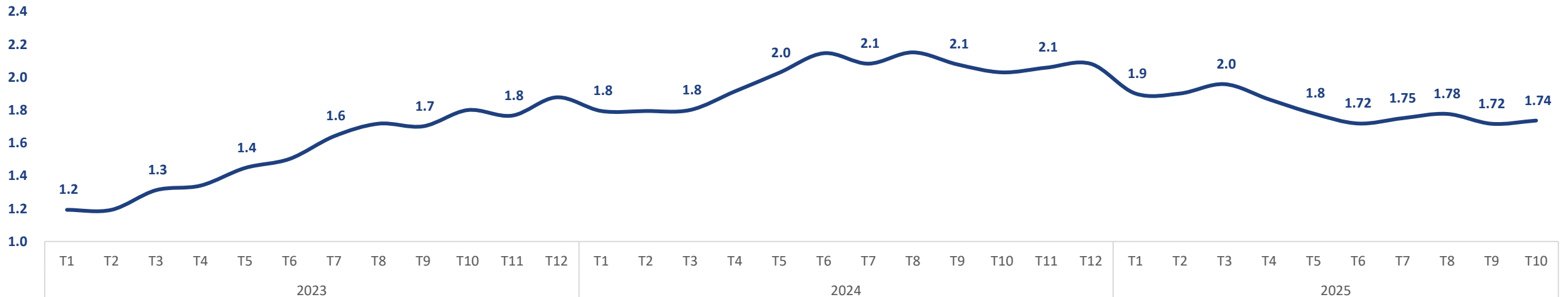
### SỐ CỬA HÀNG ICT & CE



**DOANH THU BÁCH HÓA XANH**



**DOANH THU TRUNG BÌNH CỬA HÀNG BÁCH HÓA XANH**



## Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND) 45,000

Giá hiện tại (VND) – ngày 28/11/2025 35,000

Upside (%) 28.5%

## Cơ cấu cổ đông

CTCP Đầu tư Tiên Lộc 11.33%

Công ty TNHH Đầu tư Gam Ma 7.62%

Công ty TNHH Đầu tư Thương mại Á Âu 7.58%

Vietcap 3.48%

Mai Trần Thanh Trang (Chủ tịch) 2.72%

Lý Điền Sơn (Phó chủ tịch) 1.59%

Nước ngoài 33%

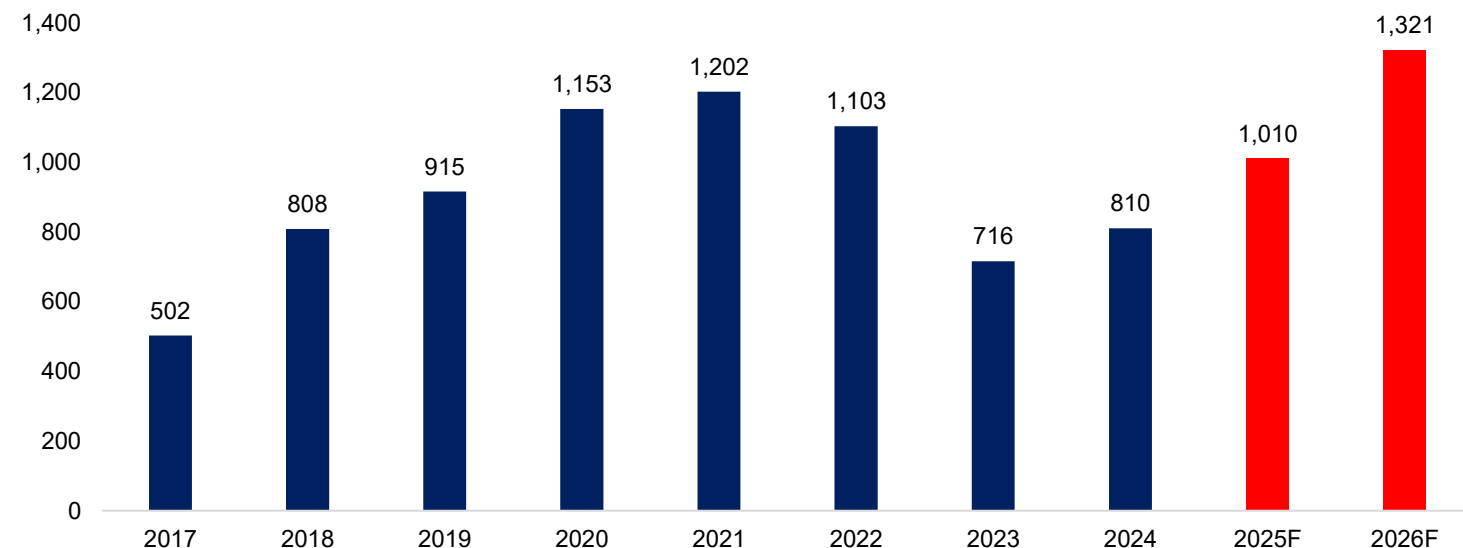
Khác 32.68%

## Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **mua với KDH** giá mục tiêu **45,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Quỹ đất 500ha tại TPHCM cũ lớn bậc nhất trong các công ty niêm yết
- Hưởng lợi chính từ xu hướng hoàn thiện hạ tầng và giãn dân ra vùng ven. Các dự án được triển khai gói đầu đảm bảo tăng trưởng doanh thu lợi nhuận 5 năm tới.
- Định giá về vùng thấp trong lịch sử doanh nghiệp (P/B 2 lần), không còn premium so với các công ty BĐS khác như thường lệ trước đây. Phần lớn book value là giá gốc bỏ vào các dự án từ nhiều năm nay trong khi giá đất thương phẩm hiện tại đã tăng gấp nhiều lần.

## LỢI NHUẬN SAU THUẾ KDH



Dự án	Địa chỉ	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích	Thương phẩm	Số căn	Ghi chú
Thấp tầng Gladia	Quận 2, TPHCM	51%	11.8	4.7 ha	159	Mở bán thành công 100 căn đợt 1. Tiếp tục mở bán các đợt tiếp theo vào 12/2025 và 2026.
Cao tầng Gladia	Quận 2, TPHCM	51%	2.5	80.000 m2 sàn	602	Gladia cao tầng đã nộp tiền đất chung đợt với thấp tầng. Dự kiến sẽ có GPXD trong tháng 1 hoặc tháng 2, sau đó sẽ xây dựng để kịp bán trong Q3/2026. Giá dự đoán >100 triệu/m2.
The Solina (Khu dân cư 11A)	Bình Chánh, TPHCM	100%	16.4	52.000 m2 thấp tầng 104.000 m2 sàn cao tầng	750	Đã bắt đầu san nền Bắt đầu xây dựng hạ tầng và nhà vào 2026 và mở bán, ghi nhận doanh thu trong năm 2027.
Green Village	Bình Chánh, TPHCM	100%	132	50 ha	3,383	Đã đền bù xong cho 1 tiểu khu rộng 26ha, đang làm pháp lý. Các phần đất còn lại triển khai sau
Tân Tạo	Bình Chánh, TPHCM	100%	330	83 ha	3,297	KDH cố gắng qua 2026 đền bù xong và bắt đầu xây từ cuối 2026, presales từ 2027. Tuy nhiên, rất khó để bám được tiến độ này.
Cụm dự án Bình Trưng (Gladia mở rộng)	Quận 2, TPHCM	100%	18	6 ha	N.a	Đã đền bù xong, đã có chủ trương đầu tư. Đang chờ tính tiền sử dụng đất.
<b>Tổng</b>			<b>500 ha</b>	<b>&gt; 170 ha</b>		

### Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND) 36,000

Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025 26,900

Upside (%) 30.1%

### Cơ cấu cổ đông

Ban lãnh đạo và bên liên quan 46.4%

Nước ngoài 19.4%

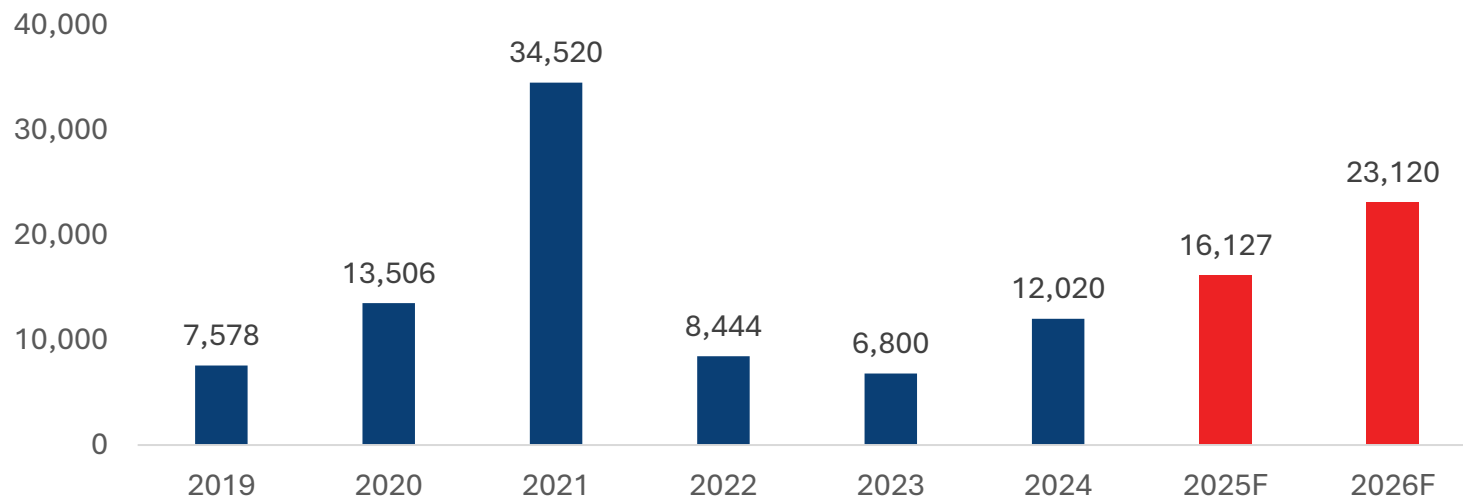
Khác 34.2%

### Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **mua với HPG** giá mục tiêu **35,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Nhu cầu thép dành cho đầu tư công và bất động sản tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2026
- Sản lượng tiếp tục duy trì tăng trưởng 40% so với năm 2025
- Giá thép dự kiến đã tạo đáy trong năm 2025
- Cho năm 2026, TCSC dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của HPG đạt 23,000 tỷ, tăng trưởng 42% so với năm 2025

### LỢI NHUẬN SAU THUẾ HPG



### Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND) 80,000

Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025 62,600

Upside (%) 27.8%

### Cơ cấu cổ đông

SCIC 37.1%

Sekisui Chemical 15.0%

CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong Miền Nam 13.1%

Ban lãnh đạo và bên liên quan 13.1%

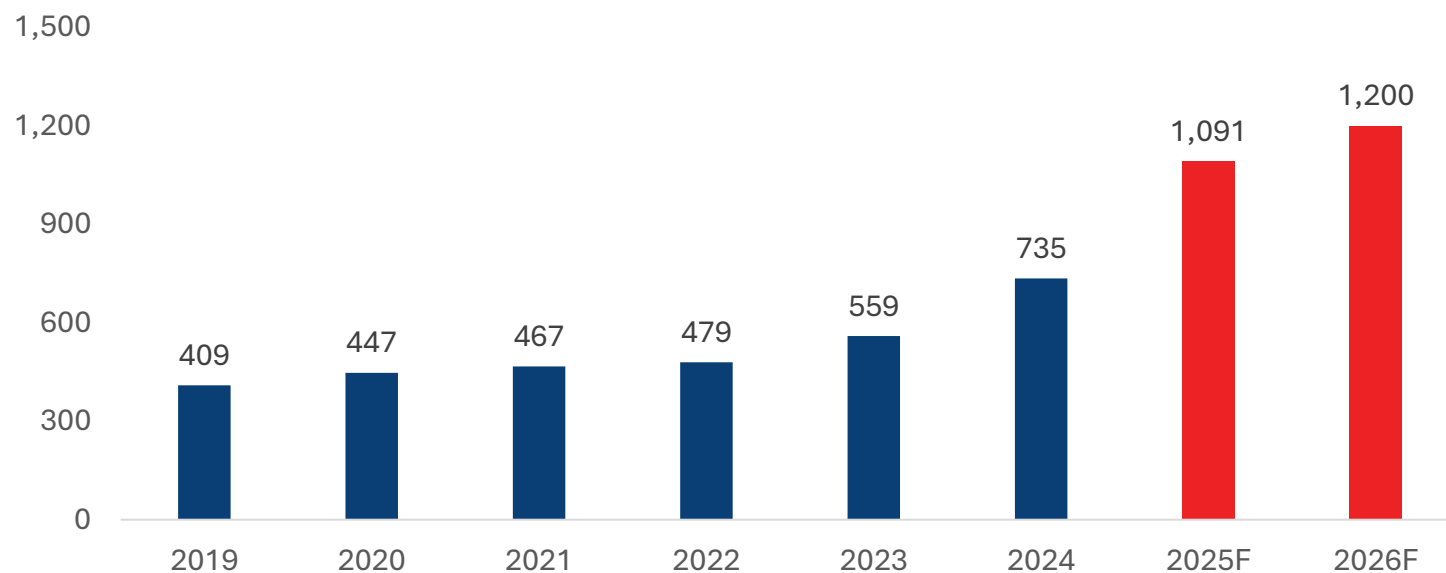
Khác 21.7%

### Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **mua với NTP** giá mục tiêu **80,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Đầu tư công và bất động sản tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2026
- NTP với chính sách giá bán tốt đã gia tăng thị phần đáng kể trong suốt giai đoạn 2023 - 2025
- Giá hạt nhựa PVC tiếp tục giảm giúp biên lợi nhuận của NTP tiếp tục cải thiện
- Cho năm 2026, TCSC dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của NTP đạt khoảng 1,200 tỷ

### LỢI NHUẬN SAU THUẾ NTP



### Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND) 77,000

Giá hiện tại (VND) – ngày 27/11/2025 57,000

Upside (%) 35%

### Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **mua với SIP** giá mục tiêu **77,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định bất chấp thuế quan.
- Quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, nằm gần các hạ tầng cao tốc, sân bay trọng điểm đang dần hoàn thiện.
- Tài chính mạnh, tiền mặt nhiều và các khoản đầu tư giá trị.
- Định giá đang nằm ở vùng khá thấp so với chất lượng tài sản.

### Cơ cấu cổ đông

CTCP Đầu tư và Phát triển Đô Thị An Lộc 19,93%

Trần Mạnh Hùng (Chủ tịch HĐQT) 10,26%

CTCP KCN Nam Tân Uyên 9,06%

Lư Thanh Nhã (Tổng giám đốc) 7,52%

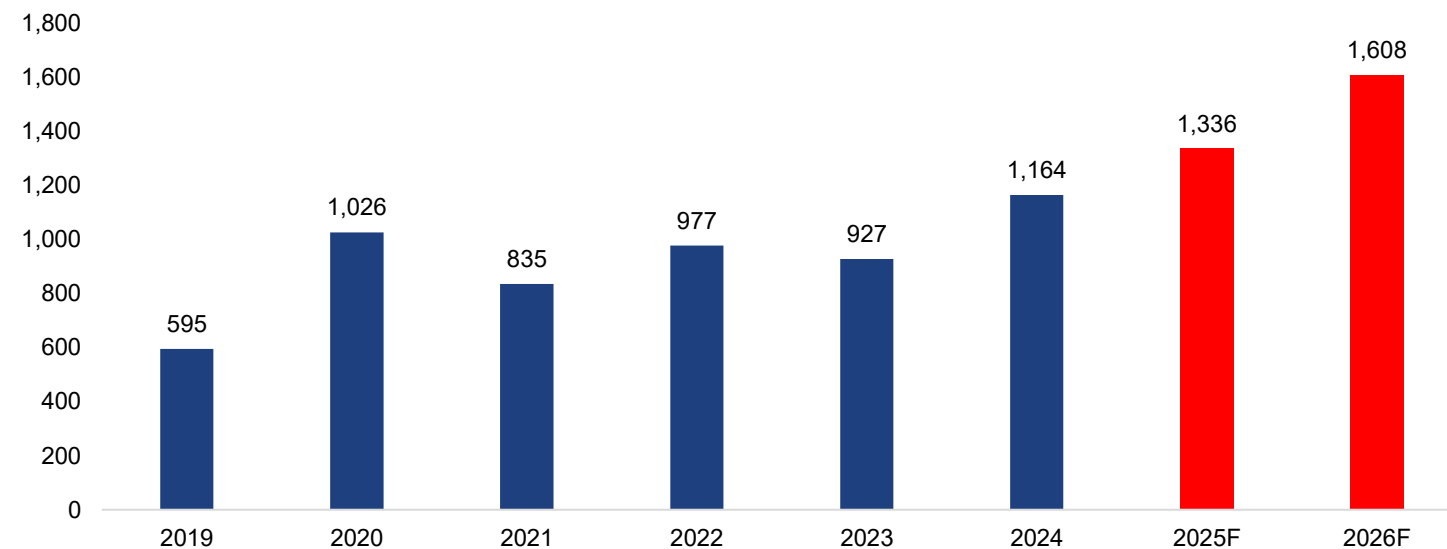
Phạm Hồng Hải & Người liên quan 4,38%

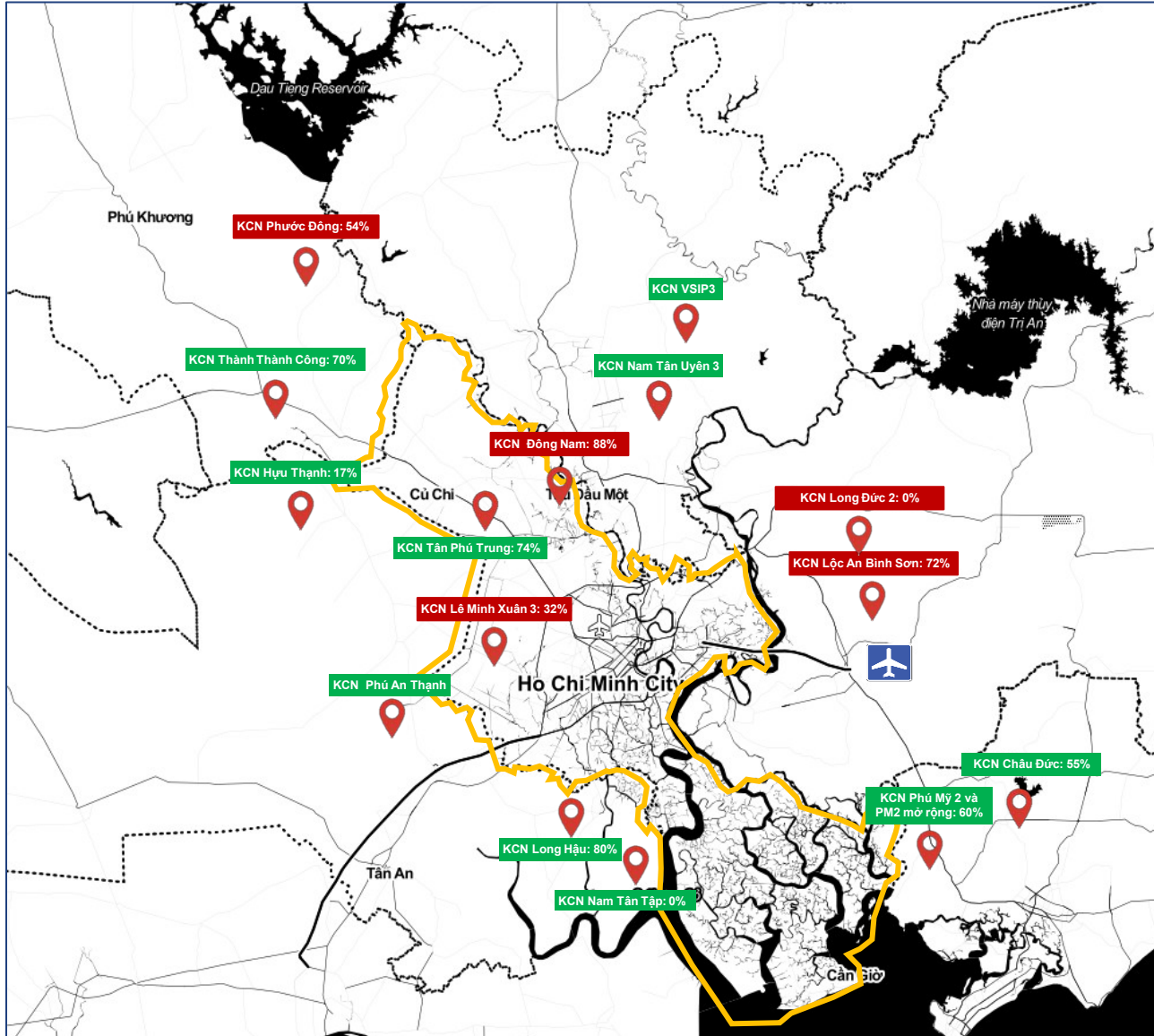
GVR 1,77%

Nguyễn Thanh Tùng 1,7%

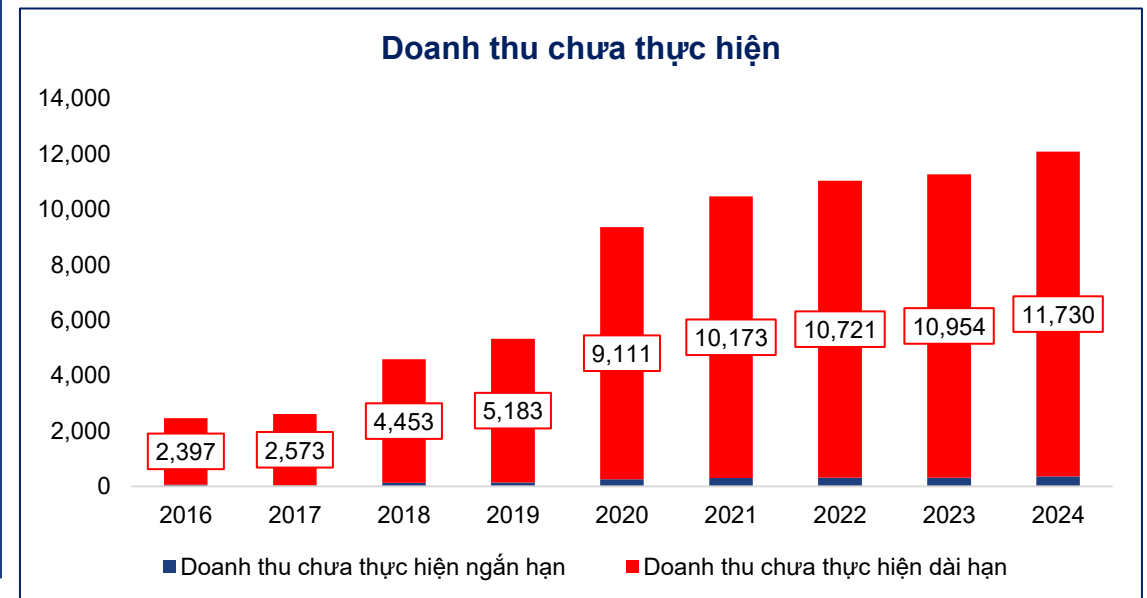
Khác 45,39%

### LỢI NHUẬN SAU THUẾ SIP





Tên KCN	Diện tích thương phẩm (ha)	Lắp đầy	Thương phẩm còn lại (ha)	Giá cho thuê mới đất KCN (USD/m <sup>2</sup> /chu kỳ)
Phước Đông	1.718	59%	705	70 - 80
Đông Nam	194	88%	24	260
Lê Minh Xuân 3	156	32%	106	280
Lộc An – Bình Sơn	361	72%	94	230 - 240
Long Đức 2	202	0%	Chưa sẵn sàng cho thuê	Dự kiến >220
<b>Tổng</b>	<b>2.631</b>		<b>929</b>	



Nguồn: TCSC tổng hợp

### Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND) 75,000

Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025 57,400

Upside (%) 30.7%

### Cơ cấu cổ đông

Ban lãnh đạo và bên liên quan 45.0%

Mitsubishi 6.5%

Nước ngoài khác 13.2%

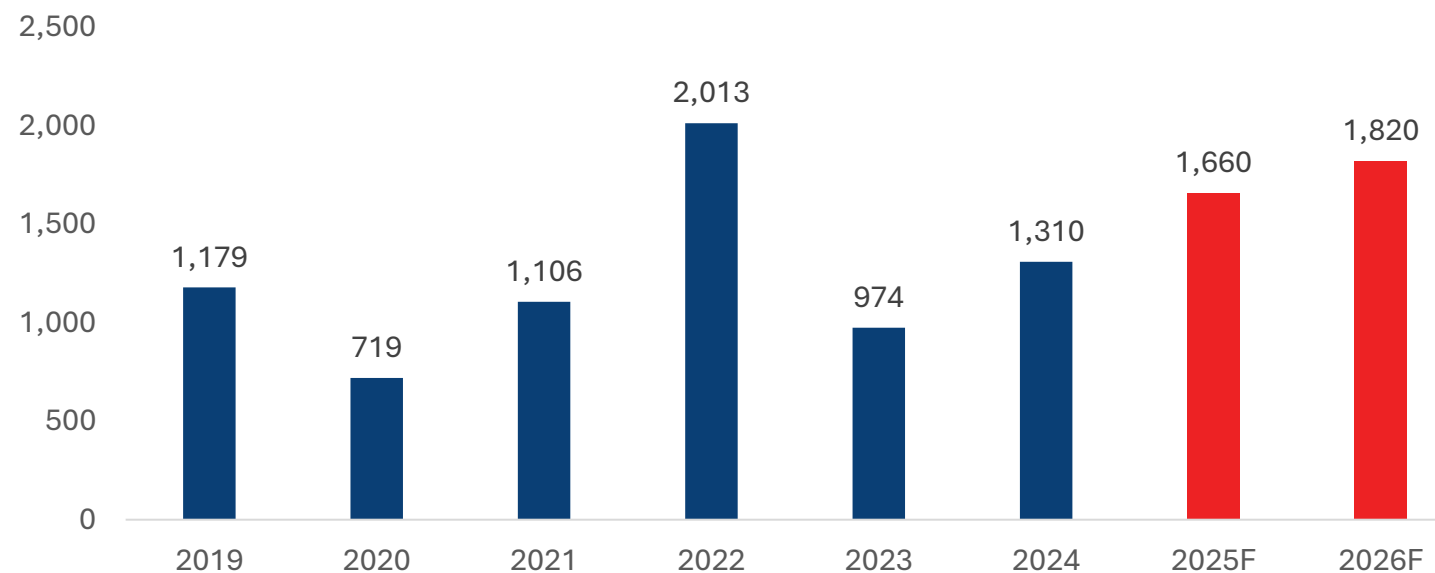
Khác 35.3%

### Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **mua với VHC** giá mục tiêu **75,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Giá cá tra xuất khẩu đang ở vùng đáy và đang có xu hướng tăng lên do thiếu hụt nguồn cung
- VHC bắt đầu tham gia thị trường chế biến cá rô phi
- Định giá cổ phiếu ở vùng thấp với PE 8.2 lần và EV/EBITDA 5.5 lần
- Cho năm 2026, TCSC dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của VHC đạt khoảng 1,820 tỷ

### LỢI NHUẬN SAU THUẾ VHC



**Tóm tắt khuyến nghị**

Giá kỳ vọng (VND)	16,000
-------------------	--------

Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025	11,700
--------------------------------------	--------

Upside (%)	36.75%
------------	--------

**Cơ cấu cổ đông**

Tổng công ty vận tải thủy Petrolimex	51.9%
--------------------------------------	-------

Ban lãnh đạo và bên liên quan	3.0%
-------------------------------	------

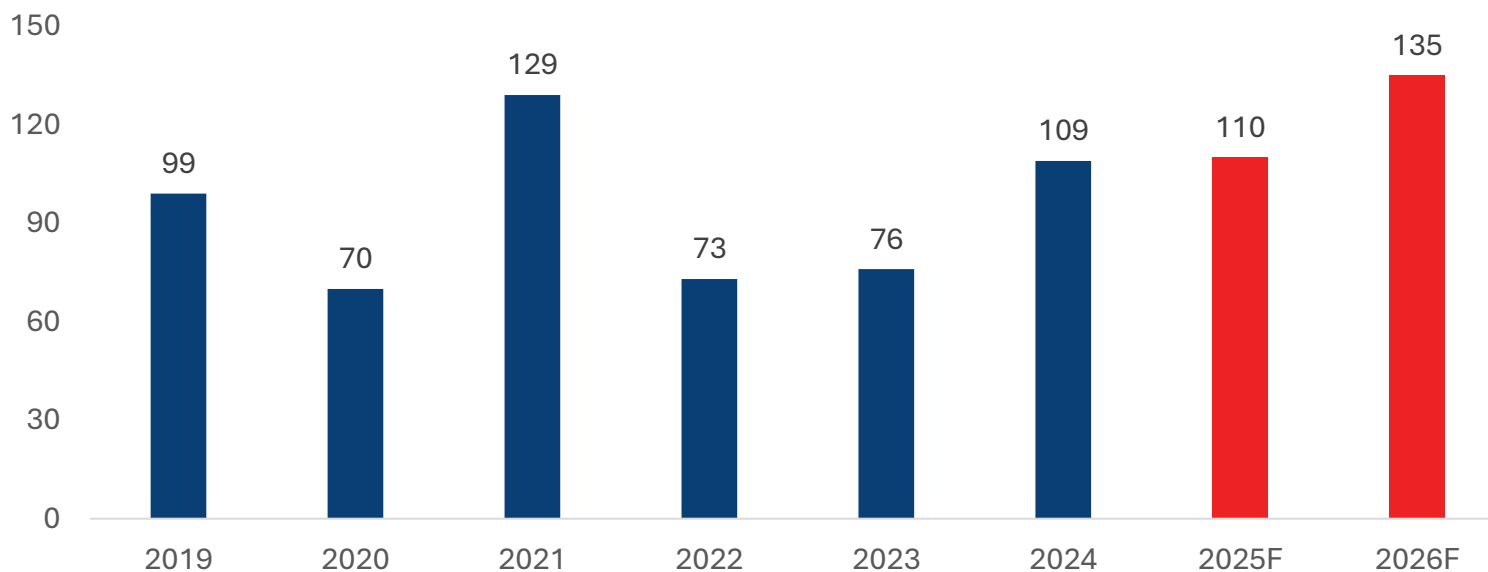
Nước ngoài	4.1%
------------	------

Khác	41.0%
------	-------

**Định giá và luận điểm đầu tư:**

Chúng tôi khuyến nghị **mua với VTO** giá mục tiêu **16,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Hầu hết đội tàu của VTO sẽ hết khấu hao kể từ năm 2026, giúp lợi nhuận gia tăng
- Cổ tức duy trì tối thiểu 1,000đ/cp và có thể tiếp tục gia tăng khi lợi nhuận đi lên
- Định giá cổ phiếu ở vùng thấp với EV/EBITDA chỉ 0.5 lần
- Cho năm 2026, TCSC dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của VTO đạt khoảng 135 tỷ

**LỢI NHUẬN SAU THUẾ VTO**


Tổng quan doanh nghiệp		HSX: PNJ
Ngành nghề kinh doanh	Bán lẻ trang sức	
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,381	
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	29,533	
Tăng trưởng Doanh thu 3 năm (%)	24.6%	
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	27.1%	
ROE (2024)	18.8%	
Tỷ suất cổ tức 2024	20% tiền mặt	
PE Trailing	14.4x	

Cơ cấu cổ đông	
Ban lãnh đạo và BLQ	18.24%
Tổ chức	11.01%
<i>Dragon Capital</i>	4.99%
<i>T. Rowe Price Associates</i>	6.02%
Khác	70.75%

### Tổng quan doanh nghiệp

#### ❖ Định giá và luận điểm đầu tư

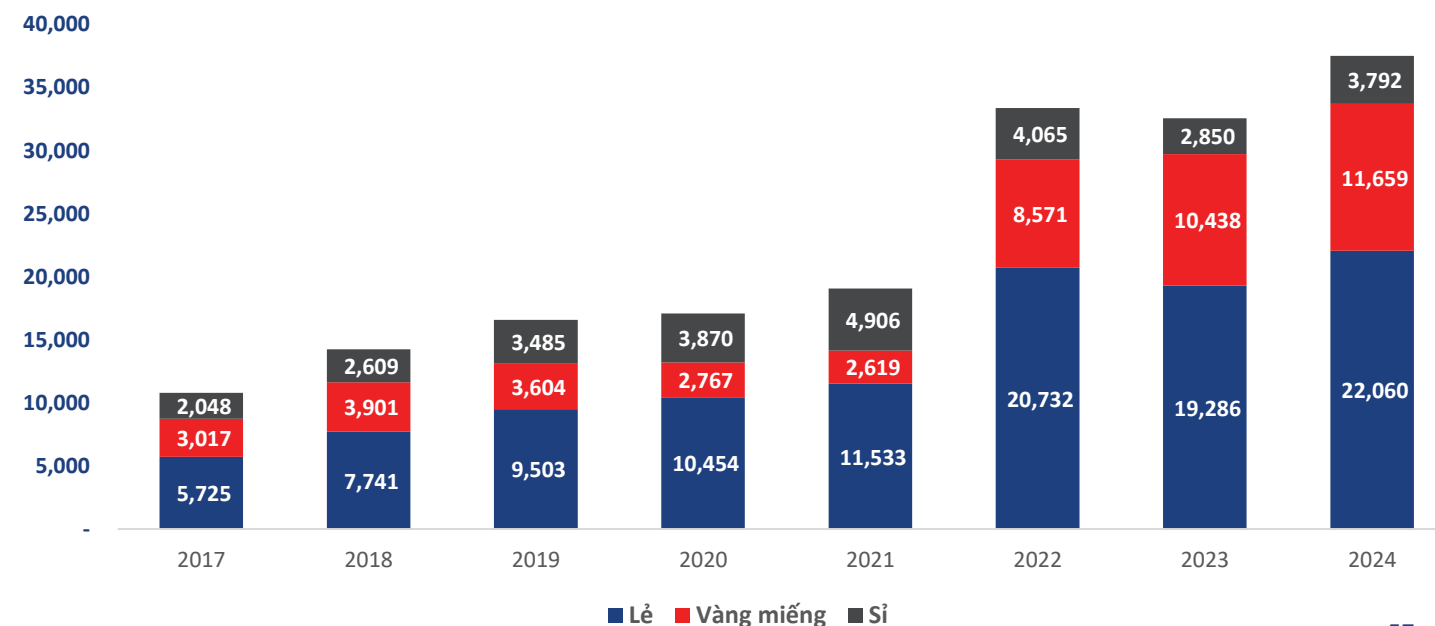
Chúng tôi khuyến nghị mua PNJ với giá mục tiêu 100,000/cp dựa trên các luận điểm sau:

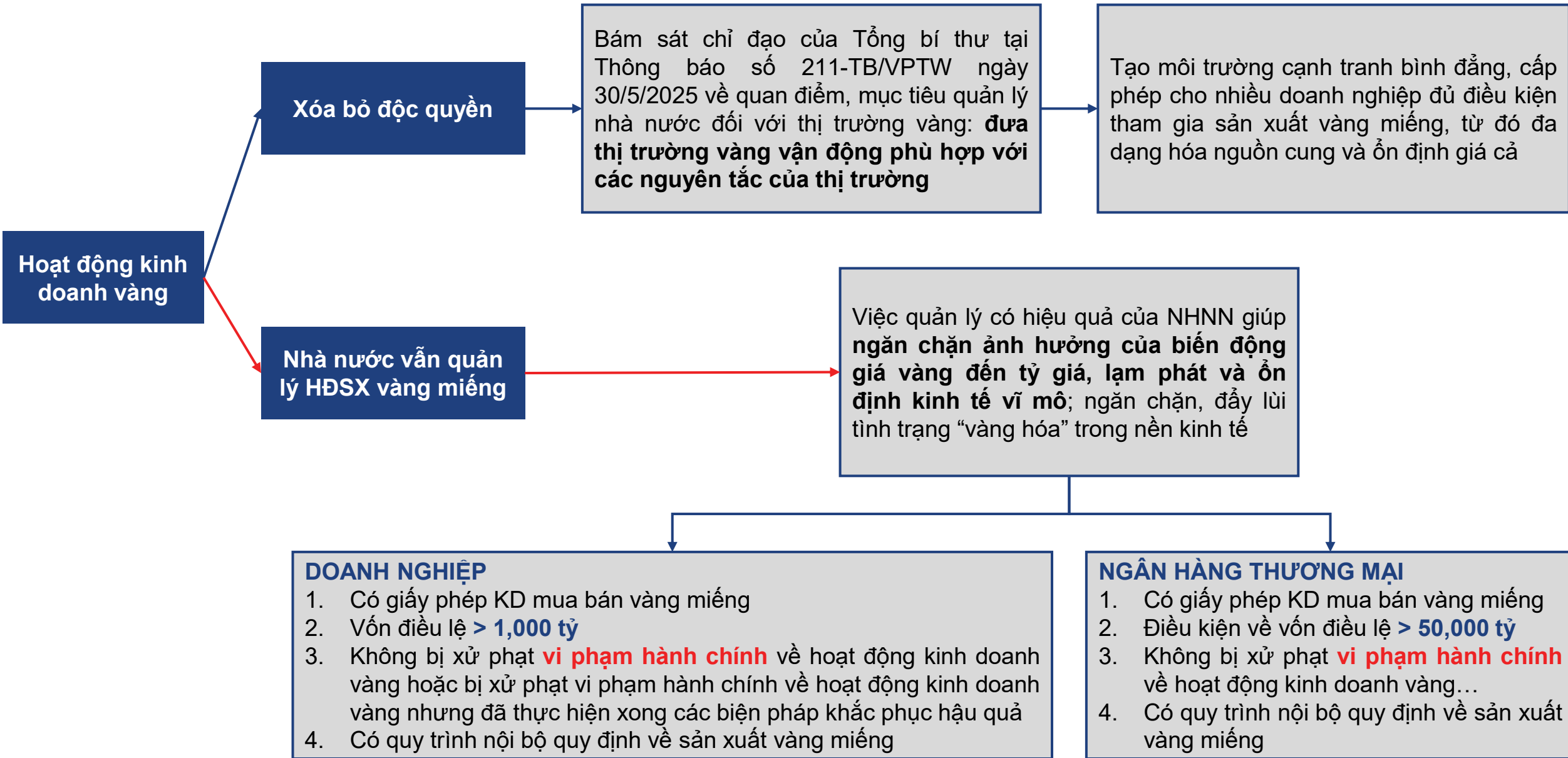
- Với việc Nghị định 232 cho phép doanh nghiệp đủ điều kiện được nhập khẩu vàng nguyên liệu, PNJ sẽ chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào. Điều này giúp giải quyết bài toán "thiếu nguyên liệu" từng gây gián đoạn sản xuất trong năm 2024-2025.

#### ❖ Rủi ro

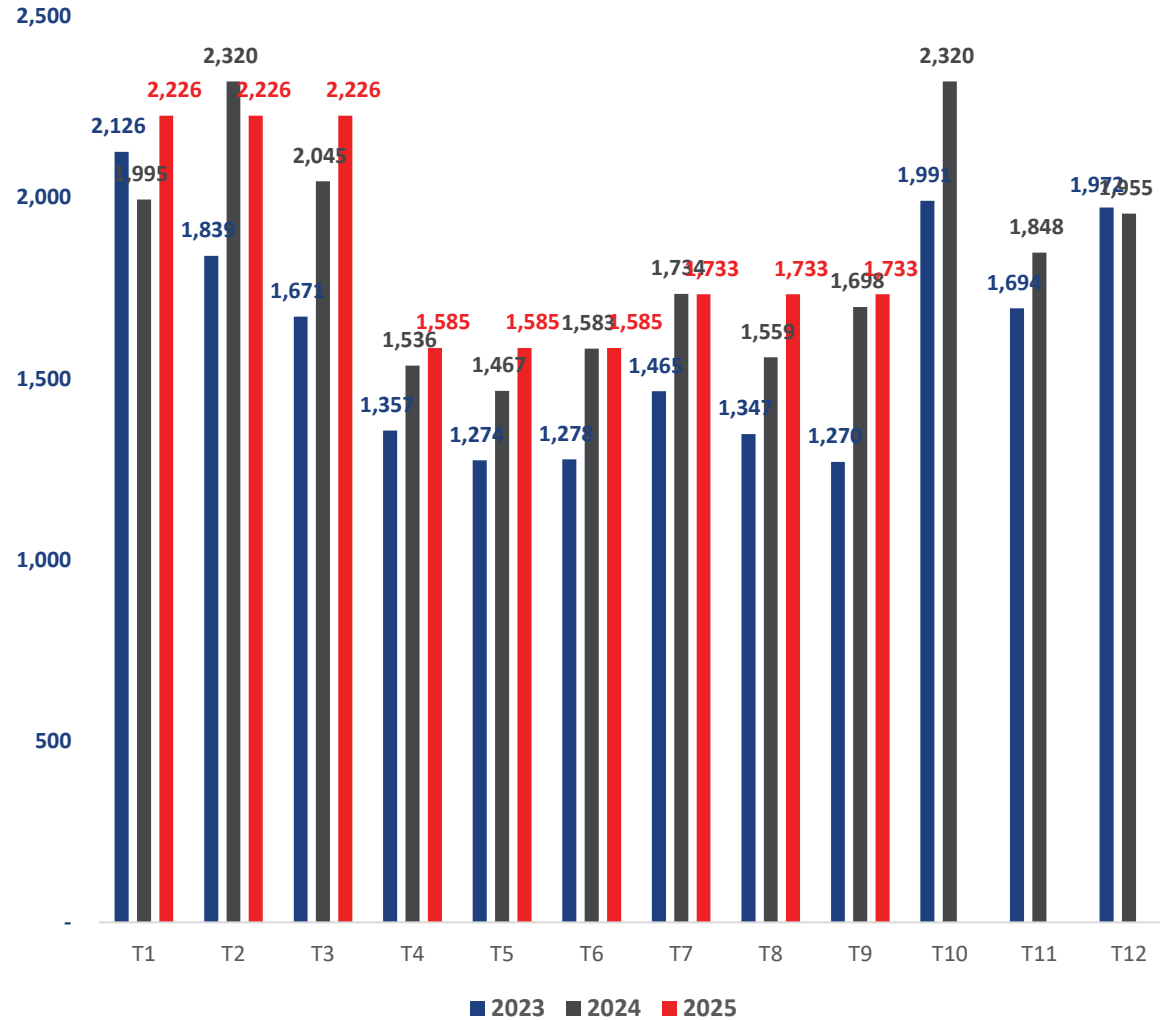
- Sức mua suy giảm ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của PNJ.
- Sự biến động quá lớn của giá vàng có thể ảnh hưởng đến chi phí nguyên liệu đầu vào và tâm lý của người mua.

### Cơ cấu doanh thu PNJ

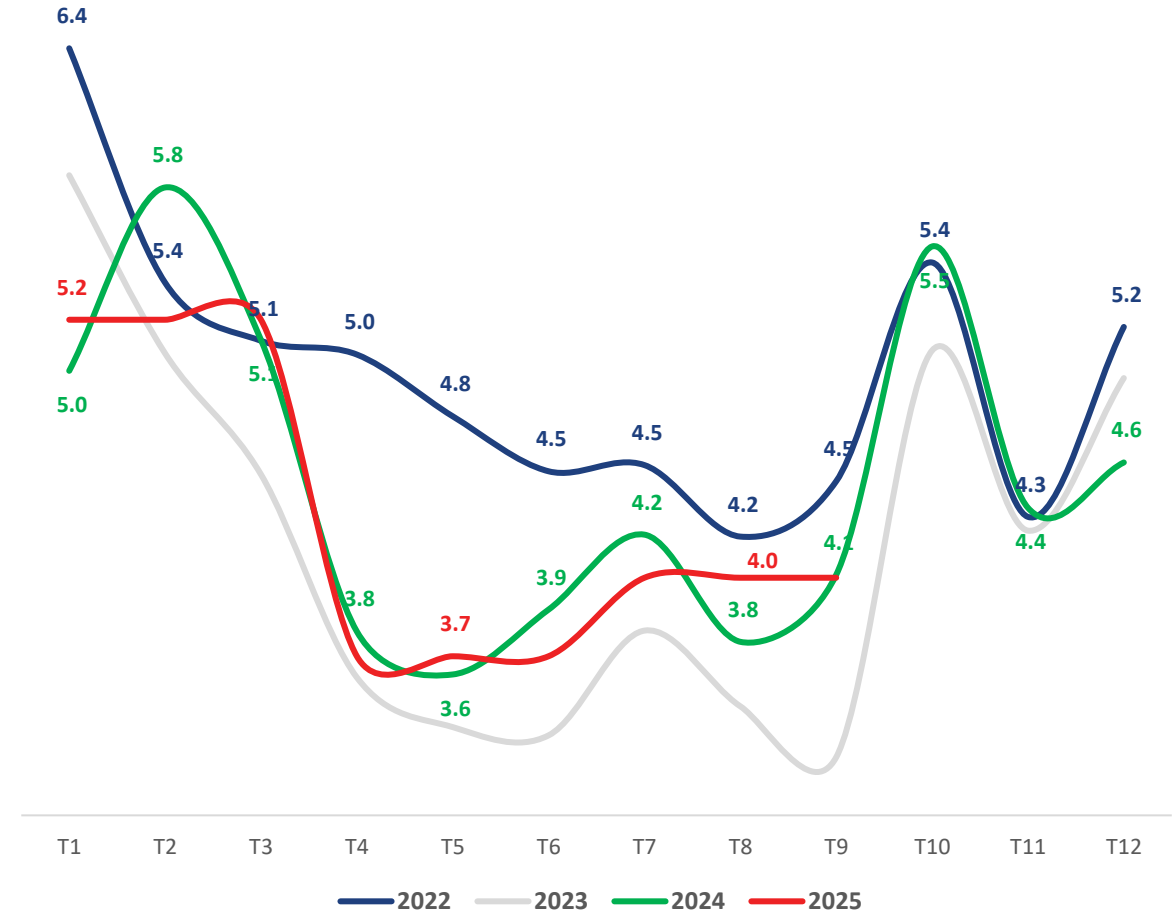




## DOANH SỐ BÁN LẺ THEO THÁNG



## DOANH THU TRUNG BÌNH CỬA HÀNG



### Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND) 80,000

Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025 65,000

Upside (%) 23.08%

### Cơ cấu cổ đông

Platinum 41.6%

Ban lãnh đạo và bên liên quan 14.8%

Nước ngoài khác 7,4%

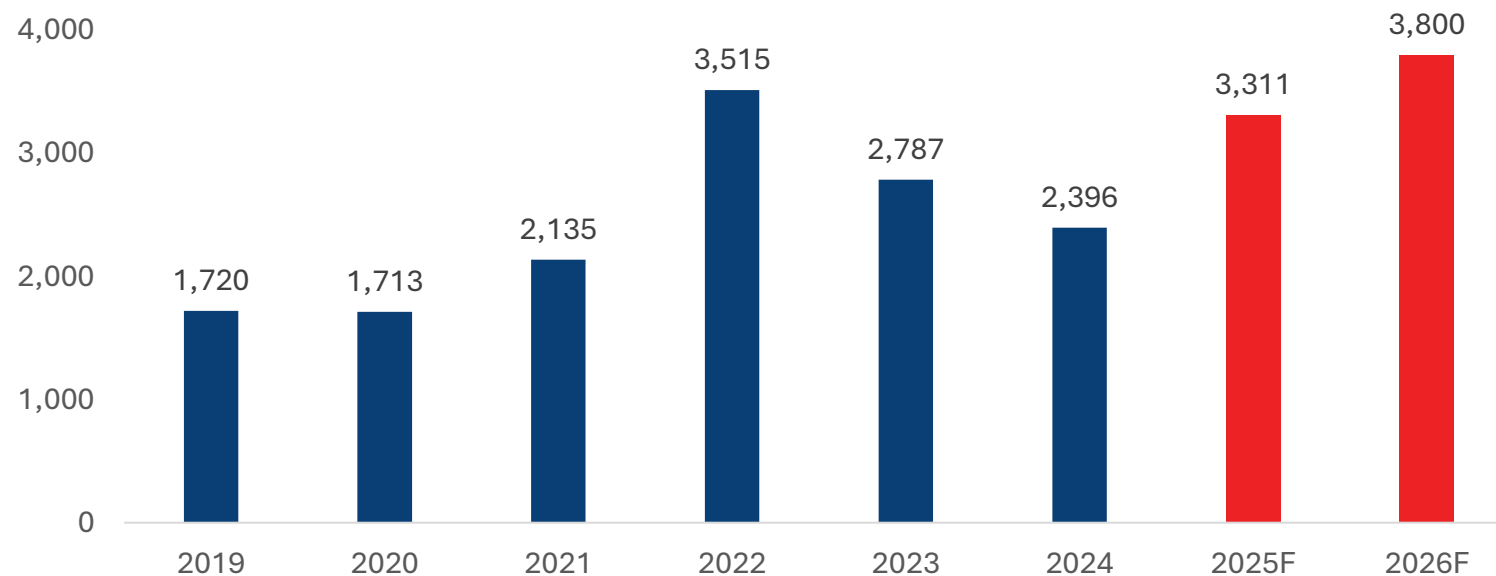
Khác 36,2%

### Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **mua với REE** giá mục tiêu **80,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Chu kỳ La-Nina dự kiến sẽ tiếp diễn trong năm 2026 giúp lợi nhuận mảng điện của REE tăng tốt
- Toà nhà E.Town 6 bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2026
- Mảng M&E tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng đầu tư công và bất động sản phục hồi
- Cho năm 2026, lợi nhuận công ty mẹ của REE ước đạt 3,800 tỷ, tăng trưởng 16% so với 2025

### LỢI NHUẬN SAU THUẾ REE



**Tóm tắt khuyến nghị**

Giá kỳ vọng (VND) 29,000

Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025 23,400

Upside (%) 23,93%

**Cơ cấu cổ đông**

POW 59.37%

Công ty TNHH Phát triển Công nghệ 8.27%

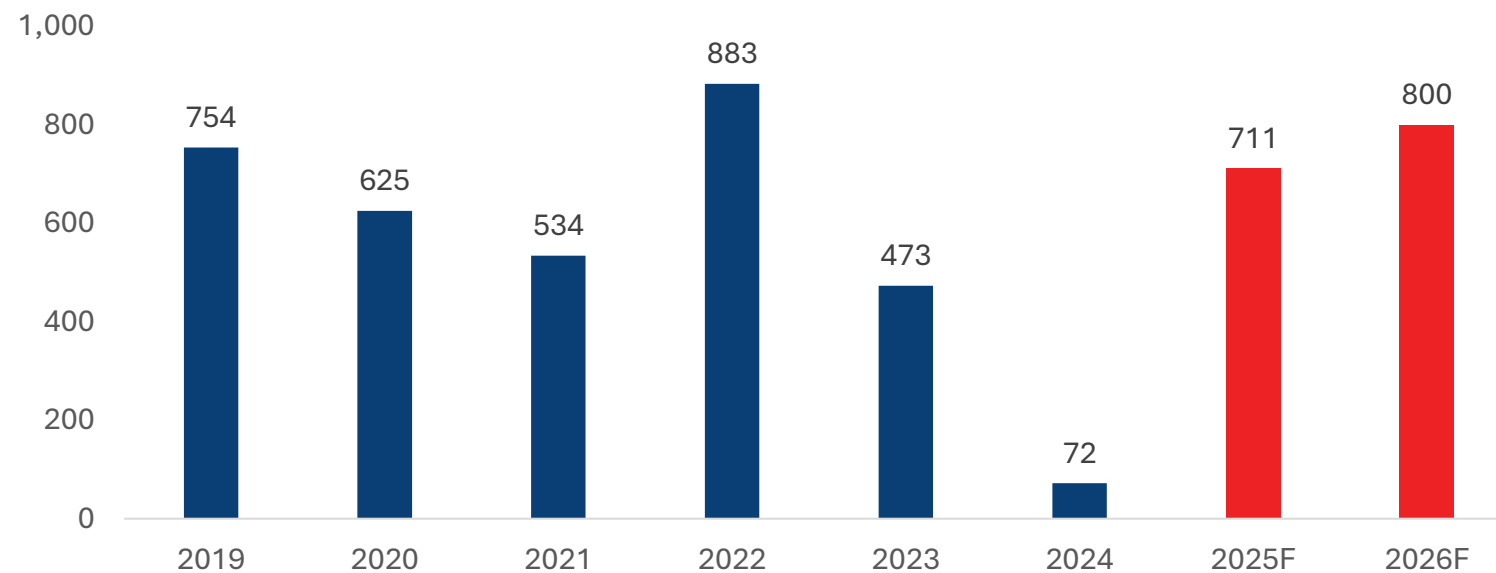
Nước ngoài 12.01%

Khác 20.35%

**Định giá và luận điểm đầu tư:**

Chúng tôi khuyến nghị **mua với NT2** giá mục tiêu **29,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Nhà máy bắt đầu hết khấu hao kể từ Q4/2025
- Nhu cầu huy động điện khí duy trì ổn định hơn trong năm 2026
- Định giá hấp dẫn với EV/EBITDA ở mức 3.8 lần
- Cho năm 2026, lợi nhuận sau thuế của NT2 ước đạt 800 tỷ, tăng trưởng 11% so với 2025

**LỢI NHUẬN SAU THUẾ NT2**


### Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND)	26,000
Giá hiện tại (VND) – ngày 25/11/2025	18,500
Upside (%)	40.54%

### Cơ cấu cổ đông

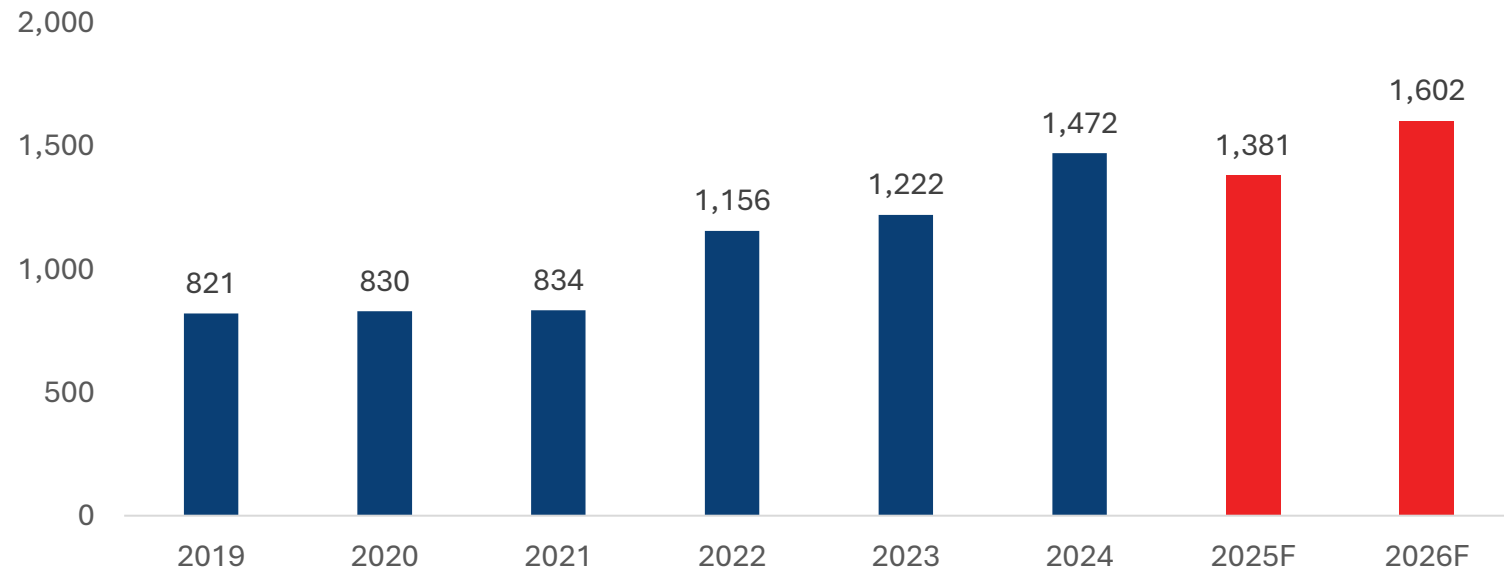
PVN	51.0%
Nước ngoài	9.6%
Khác	39.4%

### Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **mua với PVT** giá mục tiêu **26,000 VNĐ/CP** dựa trên các luận điểm sau:

- Đội tàu được mở rộng nhanh giai đoạn 2021 – 2025 giúp doanh thu tăng trưởng tốt
- Giá cước vận tải dần phục trở lại
- Định giá hấp dẫn với EV/EBITDA ở mức 3.3 lần.
- Cho năm 2026, lợi nhuận sau thuế của PVT ước đạt 1602 tỷ, tăng trưởng 16% so với 2025

### LỢI NHUẬN SAU THUẾ PVT



## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

---

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

---

**PHẠM HOÀNG ÂN**  
Phó phòng phân tích  
[An.ph@tcsc.vn](mailto:An.ph@tcsc.vn)

**PHẠM TIẾN THẮNG**  
Chuyên viên phân tích  
Bán lẻ, F&B, Logistics & CNTT  
[Thang.pt@tcsc.vn](mailto:Thang.pt@tcsc.vn)

**ĐINH KIẾN VƯƠNG, CFA**  
Chuyên viên phân tích  
Tài chính & Kinh tế vĩ mô  
[Vuong.dk@tcsc.vn](mailto:Vuong.dk@tcsc.vn)