

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2026F

KỶ NGUYÊN TĂNG TRƯỞNG MỚI - SÓNG LỚN HOÁ RỒNG

BSC Research – T12.2025



MỤC LỤC

01 Tổng quan

Chiến lược đầu tư | Tiêu dùng nội địa tâm điểm đầu tư #09

02 Triển vọng ngành

Ngân hàng #25

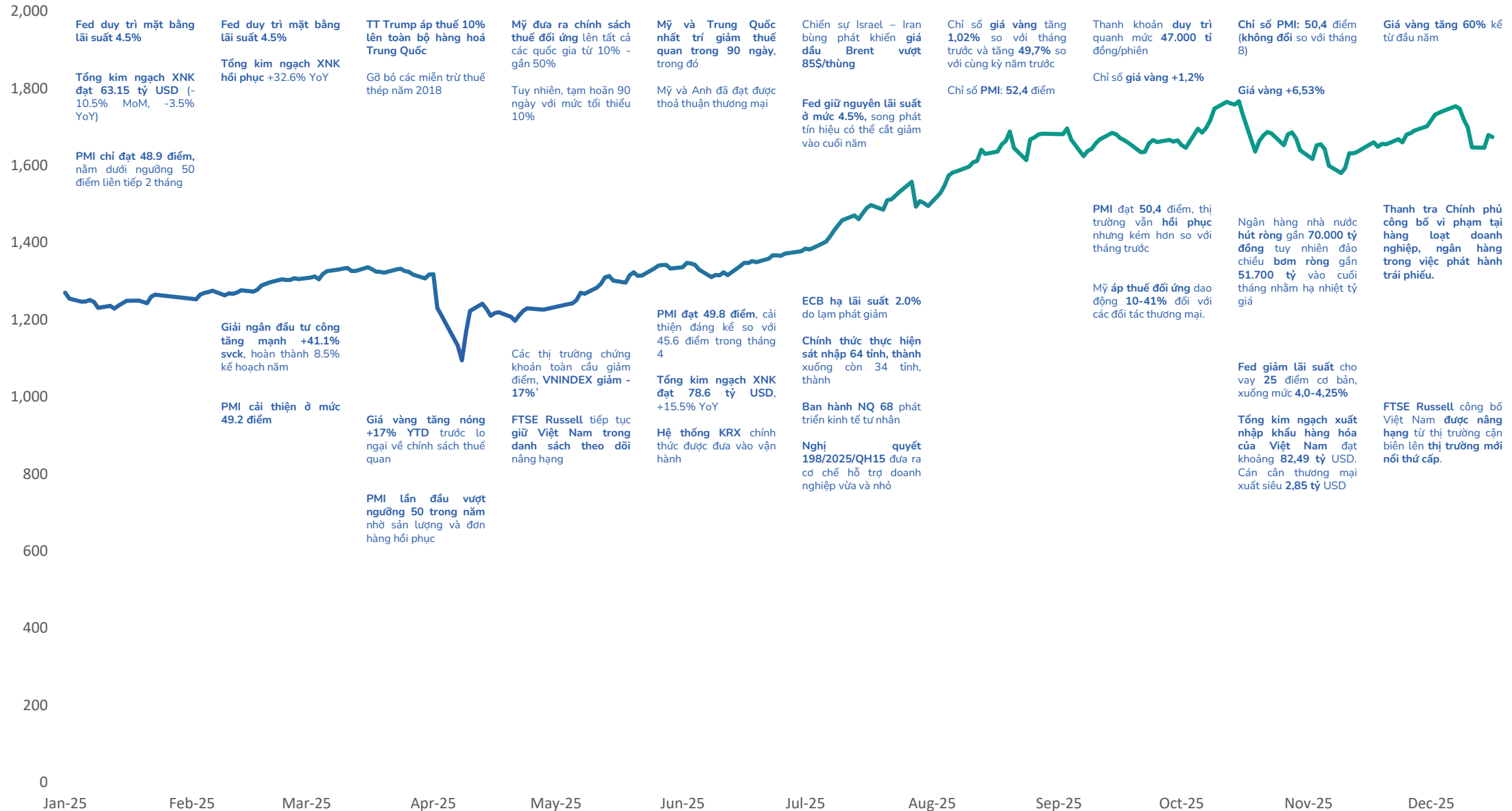
Điện – Đạm – Khí #34

Thép – Bất động sản #55

Xuất nhập khẩu – Logistic – Bán lẻ #75

03 Khuyến cáo

Thị trường ghi nhận mức phục hồi mạnh nhờ sự hạ nhiệt căng thẳng thuế quan



Vĩ mô & chính trị

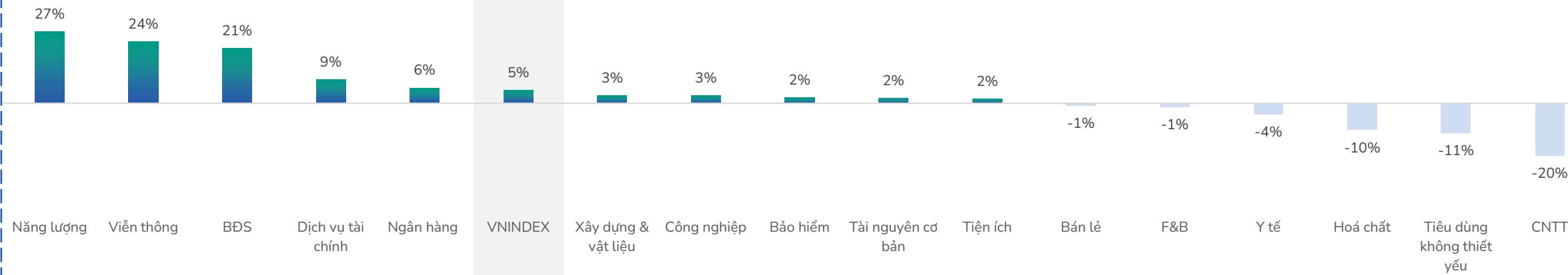
KQKD

Các yếu tố khác

Các nhóm thiên về thị trường NỘI ĐỊA có hiệu suất tốt hơn so với phần còn lại

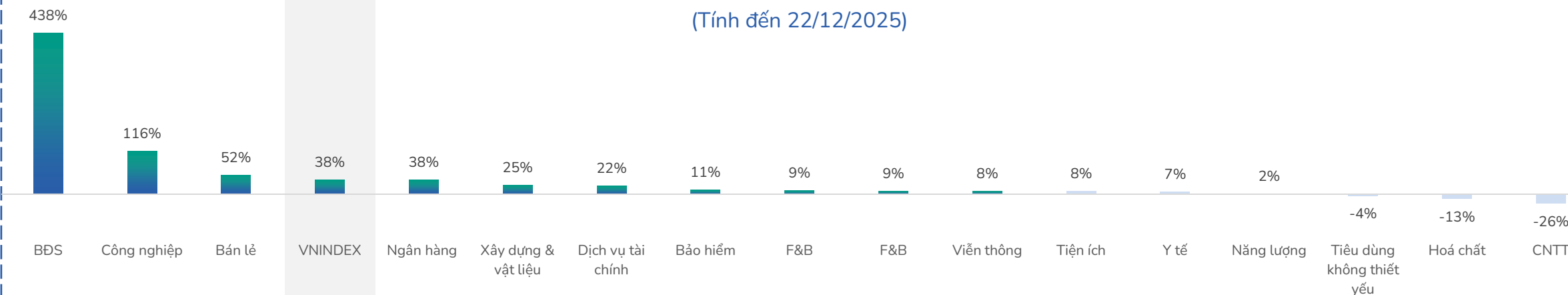
Trước thông báo áp thuế

(Tính đến 02/04/2025)



Year-to-date

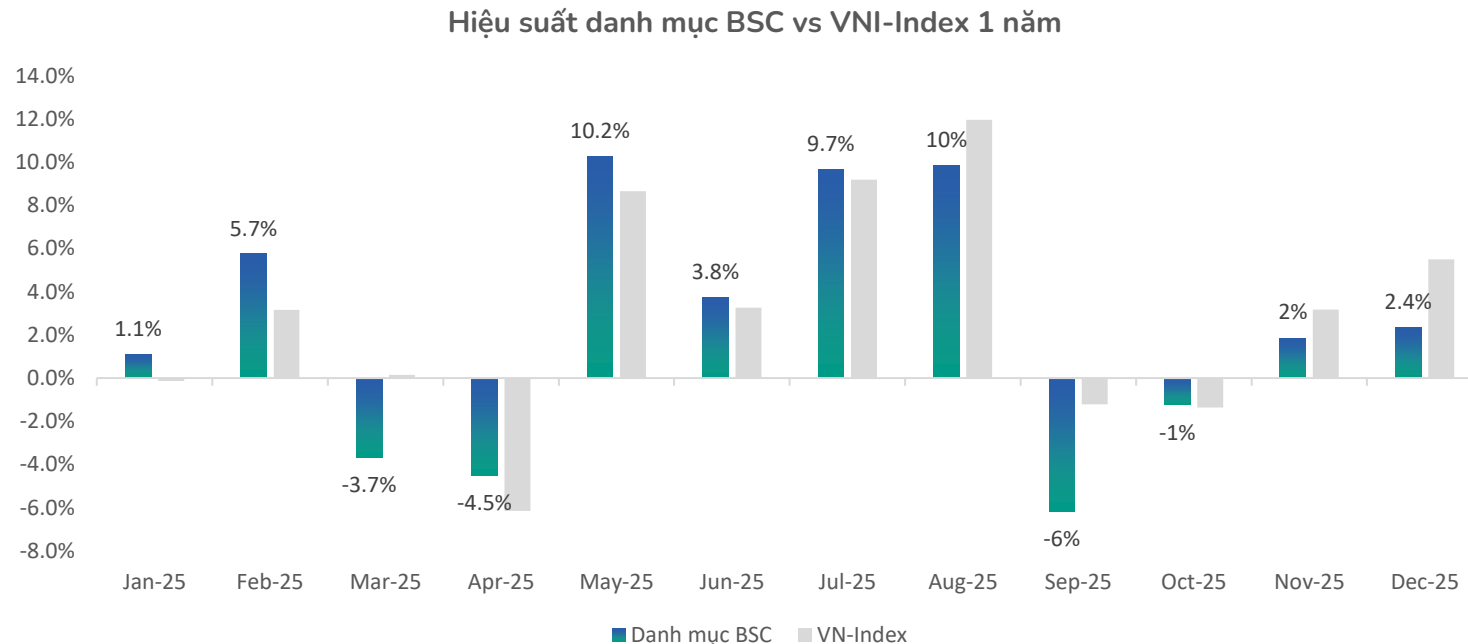
(Tính đến 22/12/2025)



Danh mục mẫu BSC-10 ghi nhận hiệu suất 145%, vượt trội so với mức 73% VNINDEX

2024	Danh mục BSC	VN-Index
T1.2024	5.9%	2.9%
T2.2024	9.8%	8.1%
T3.2024	5.0%	1.8%
T4.2024	-8.0%	-5.6%
T5.2024	19.0%	4.4%
T6.2024	-0.2%	-1.3%
T7.2024	0.6%	0.5%
T8.2024	1.8%	2.6%
T9.2024	2.6%	0.4%
T10.2024	-1.0%	-1.9%
T11.2024	-1.3%	-1.1%
T12.2024	0.4%	1.3%
Lũy kế 2024	38.6%	11.6%

2025	Danh mục BSC	VN-Index
T1.2025	1.1%	-0.1%
T2.2025	5.7%	3.2%
T3.2025	-3.7%	0.1%
T4.2025	-4.5%	-6.2%
T5.2025	10.2%	8.7%
T6.2025	3.3%	3.1%
T7.2025	9.7%	9.2%
T8.2025	9.9%	12.0%
T9.2025	-6.2%	-1.2%
T10.2025	-1.2%	-1.4%
T11.2025	1.9%	3.2%
T12.2025	2.4%	5.5%
2025	31.0%	40.8%



Thông kê hiệu suất của danh mục BSC 10

Hiệu suất	2023	2024	2025	Lũy kế kể từ khi thành lập (3/2023)
BSC 10	35.9%	38.6%	31.0%	145%
VNINDEX	9.5%	11.6%	40.8%	73%

Danh mục BSC – 10 được xây dựng dựa trên các tiêu chí:

- **Đặc điểm:** Danh mục đầu tư dựa trên các yếu tố cơ bản tốt, tính đại chúng cao. Tập trung các doanh nghiệp đầu ngành, có vốn hóa vừa và lớn, tính thanh khoản cao, phù hợp đáp ứng với kế hoạch đầu tư từ 1-3 tháng.
- **Vốn hóa:** Vốn hóa > 2,000 tỷ đồng
- **Thanh khoản:** > 20 tỷ đồng/ trung bình 60 phiên



TRIỂN VỌNG 2026

Chuyển dịch sang pha tăng trưởng
Thúc đẩy tăng trưởng nội địa

⊕ HỒI PHỤC

Nâng hạng thị trường

FTSE Russell công bố Việt Nam là thị trường mới nổi thứ cấp → kích thích dòng vốn ngoại.

Chính sách cải cách

Chính phủ tập trung cải cách thủ tục hành chính, tinh gọn bộ máy, và hoàn thiện khung pháp lý của nhiều lĩnh vực đảm bảo cho chu kỳ chuyển dịch qua pha tăng trưởng

THẨM THẤU

Siêu chu kỳ đầu tư công

Bối cảnh quốc tế: môi trường đầu tư với xu hướng lãi suất giảm dần và duy trì vùng thấp hơn các năm trước (Fed rate), trong khi quốc gia đang đẩy mạnh chi tiêu tài khoá.

Nội địa:

- Thúc đẩy các dự án đầu tư công, hoàn thiện hệ thống cơ sở hạ tầng, tăng tính kết nối liên vùng, từ đó giảm chi phí vận chuyển → mở ra dư địa tăng trưởng.
- Đẩy mạnh các động lực tăng trưởng kinh tế mới như kinh tế số, kinh tế xanh, các dự án số hoá, công nghệ mới.

TĂNG TRƯỞNG

Thị trường nội địa : chất xúc tác chính cho tăng trưởng

BSC Universal 2025F – 2026F kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 20.4% và 16.9% YoY.

Tăng trưởng lợi nhuận tập trung tại các ngành: Tài nguyên cơ bản, Bán lẻ, Xây dựng vật liệu, Ngân hàng...

Tái định giá, lan toả đà tăng sang các nhóm ngành cổ phiếu khác thay vì tập trung 1 số nhóm cổ phiếu



Nâng hạng thị trường

Dòng vốn nước ngoài 11T/2025: **-4.8 tỷ USD**
Dòng vốn nước ngoài T12/2025: **+0.09 tỷ USD**
Mục tiêu MSCI: Đã đáp ứng **10/18** tiêu chí



Định giá thị trường mở rộng lan toả sang các nhóm ngành khác

- Hiệu suất cổ phiếu: VIC (+736%), VHM (210%) VRE (+95%), VPL (10%)
- PE ttm của VNIndex và VNIndex loại trừ lần lượt đạt **15.9x và 13.5x**
- PE FWD 2025- 2026 BSC Universal lần lượt đạt **11.2x và 9.6x**



2030: Vốn hoá đạt 120% GDP

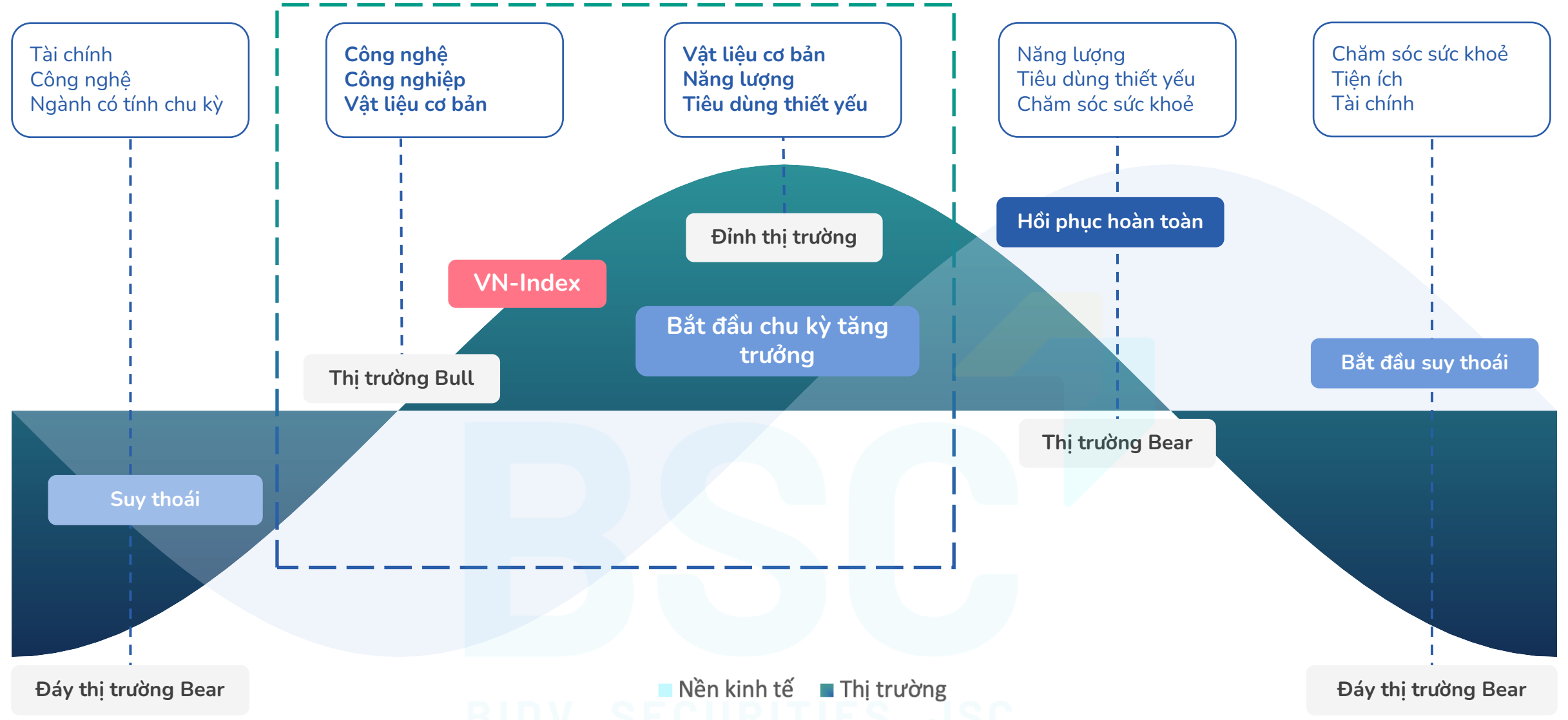
- Hoàn thành 2 chỉ tiêu: số lượng tài khoản đạt **11.6 triệu**
- Nâng hạng thị trường mới nổi : **T3/2026 và T10/2026**
- Quy mô vốn hoá Index cuối T11/2025 đạt **82.3% GDP 2024**



Nâng cấp tiêu chuẩn công nghệ – Số Hoá

- Hệ thống CCP: mục tiêu **năm 2027**
- Giao dịch tài sản số hoá/thị trường vàng: **2026-2030**
- Bán khống chứng khoán, giao dịch T-0: **2026-2028**

CHUYỂN DỊCH SANG CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG: TIÊU DÙNG NỘI ĐỊA TRỌNG TÂM



Năm 2025 đóng vai trò bản lề trong tiến trình cải cách thể chế, khi Chính phủ tập trung cao độ vào hoàn thiện khung chính sách và pháp luật. Trong năm 2025, đã có tổng **150 luật và 181 nghị định** được ban hành so với mức 72 luật và 135 nghị định năm 2024. Khối lượng văn bản lớn này tạo nền tảng pháp lý tương đối hoàn chỉnh, qua đó mở đường cho năm 2026 chuyển trọng tâm sang giai đoạn triển khai, với yêu cầu thực hiện đồng bộ, thần tốc và tối ưu hiệu quả đối với các chương trình, dự án phát triển trọng điểm.

1. Đưa ra mục tiêu tăng trưởng cao
2. Cải thiện năng lực cạnh tranh, đa dạng hóa thị trường
3. Thu hút đầu tư, đổi mới sáng tạo, tư duy đột phá
4. Tái cơ cấu, xây dựng nền kinh tế độc lập

Kinh tế tư nhân

Đầu tư công

Luật đất đai sửa đổi 2024

Nền tảng pháp lý cho việc giao đất, cho thuê đất, chuyển mục đích sử dụng đất.

Nghị quyết 68 Phát triển kinh tế tư nhân

2030: Mục tiêu kinh tế tư nhân đóng góp khoảng 55 - 58% GDP, tốc độ tăng trưởng bình quân của kinh tế tư nhân đạt khoảng 10 - 12%/năm.

Quy hoạch điện VIII điều chỉnh

Bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia và phát triển hệ thống điện cân bằng – xanh – hiện đại nhằm đáp ứng tăng trưởng kinh tế >8%.

Luật đầu tư công 2025

Rút ngắn thời gian triển khai dự án, quy trình phê duyệt rõ ràng và phân cấp mạnh cho địa phương.

Luật PPP 2025

Bổ sung cơ chế chia sẻ rủi ro doanh thu giữa Nhà nước và nhà đầu tư PPP, xử lý khó khăn cho các dự án BOT trước năm 2021.

Nghị quyết 57 Đột phá phát triển khoa học

Tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp đổi mới công nghệ, nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

Luật hoá Nghị quyết 42

Chính thức đưa quyền thu giữ tài sản bảo đảm vào luật, đẩy nhanh xử lý nợ xấu.

Luật thuế thu nhập cá nhân, VAT, thương mại điện tử

Các chính sách kích cầu đi kèm biện pháp quản lý chặt chẽ sẽ gián tiếp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng sản phẩm chính hãng, đồng thời củng cố niềm tin tiêu dùng dài hạn.

Dự thảo Luật công nghiệp công nghệ số

Tạo nền tảng pháp lý đồng bộ để phát triển AI và tài sản số.

Luật đường sắt sửa đổi

Khởi thông dòng vốn đầu tư vào ngành đường sắt, tạo hành lang pháp lý rõ ràng để thu hút khu vực tư nhân.

Thúc đẩy chính sách tài khoá mở khoá siêu chu kỳ đầu tư công trong

2023-2025

Chính sách tiền tệ



Chính sách tài khoá

2026-2028



Hạ tầng sân bay : Long Thành, Gia Bình, Phan Thiết, Ninh Bình, Sapa



Đường sắt cao tốc, đô thị: Bắc Nam, Cần Giờ, Hệ thống Metro, Cao tốc Bắc Nam



Nhà máy nhiệt điện LNG Hải Phòng, dự án Lô B – Ô môn, điện gió Hà Tĩnh, hạt nhân



Siêu cảng Cần giờ, Trung Tâm Logistic Nam Đồ Sơn, Bến cảng container Liên Chiểu, Hòn La



Khu đô thị thể thao Olympic, Saigon Sport City, Trục đại lộ cảnh quan sông Hồng

Đầu tư công trụ cột chính: Đẩy nhanh tiến độ thi công và khởi công dự án mới

Bất động sản nhà ở

Độ lệch pha cung – cầu được thu hẹp, tạo sự thay đổi về mặt cấu trúc và dẫn dắt nền tảng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi trong trung hạn 2026-2028.

Định giá hấp dẫn: Ngành bất động sản đang giao dịch tại P/B trung vị = 1.5x – tương đương mức P/B trung bình trong cả chu kỳ trước (2013-2022), tuy nhiên lại là mức định giá cận dưới trong giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận mạnh.

Công nghệ thông tin

Chính phủ đang đẩy mạnh phát triển Khoa học Công nghệ – Đổi mới sáng tạo – Chuyển đổi số thông qua loạt chính sách và cơ chế mới (ưu tiên công nghệ chiến lược, hỗ trợ hạ tầng số, mở cơ chế PPP, củng cố khung pháp lý ngành), qua đó tạo lực đẩy từ chính sách và mở rộng dư địa thị trường cho các doanh nghiệp CNTT tư nhân tại Việt Nam.

Hưởng lợi gián tiếp: Tiêu dùng nội địa

F&B và Bán lẻ tiêu dùng

Chính sách kích thích kinh tế và xu hướng chuyển dịch ngành, tạo nền tảng thuận lợi để những doanh nghiệp dẫn đầu tận dụng lợi thế về mô hình vận hành tốt ưu, từ đó mở rộng thị phần và thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trung hạn.

Lựa chọn các doanh nghiệp sở hữu kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận vượt trội và định giá hợp lý. Ngoài ra, điểm cộng dành cho các doanh nghiệp còn room ngoại và có câu chuyện niêm yết các mảng kinh doanh.

Chứng khoán

Thanh khoản thị trường cải thiện, nhờ mặt bằng lãi suất ở mức thấp, triển vọng tăng trưởng nhanh của nền kinh tế cải thiện lợi nhuận chung toàn ngành.

Triển vọng nâng hạng thị trường, và triển khai nền tảng giao dịch tài sản mã hóa giúp tái định giá các CTCK đầu ngành.

Vật liệu xây dựng

Chủ đề đầu tư năm 2026 tập trung vào 2 chủ đề chính: (1) Tăng sản lượng nhờ (i) Bất động sản hồi phục, (iii) Tăng tốc đầu tư công – chủ đề đầu tư tiếp nối 2025 như: HPG, HT1, CTD, HHV, DHA, CTI, (2) Tăng được biên lợi nhuận gộp nhờ (i) Giá bán tăng, (i) Sức cầu tốt lên, (iii) hưởng lợi về chính sách như HPG, DHA

Lựa chọn các doanh nghiệp đầu ngành có thị phần nội địa lớn, định giá hợp lý.

Điện – Dầu khí

Ban hành hàng loạt nghị định, thông tư và đặc biệt là các cơ chế đặc thù làm nền tảng pháp lý vững chắc, mở đường cho năm 2026 thực hiện hàng loạt dự án trọng điểm với quy mô lớn.

Đẩy mạnh triển khai dự án dầu khí nội địa với trọng tâm dự án Lô B – Ô Môn.

Ngân hàng

Ưu tiên thúc đẩy tăng trưởng tín dụng bù đắp cho sự co hẹp về NIM, giải ngân từ nguồn KBNN sẽ là động lực chính để cải thiện chênh lệch tín dụng – huy động.

Lựa chọn cổ phiếu các ngân hàng có lợi thế cạnh tranh rõ ràng từ hệ sinh thái và chiến lược phát triển toàn diện, duy trì được triển vọng ROA/ROE vượt trội, được hưởng lợi về mặt chính sách hay có một số câu chuyện riêng biệt trước mắt để được nâng chấp nhận định giá.

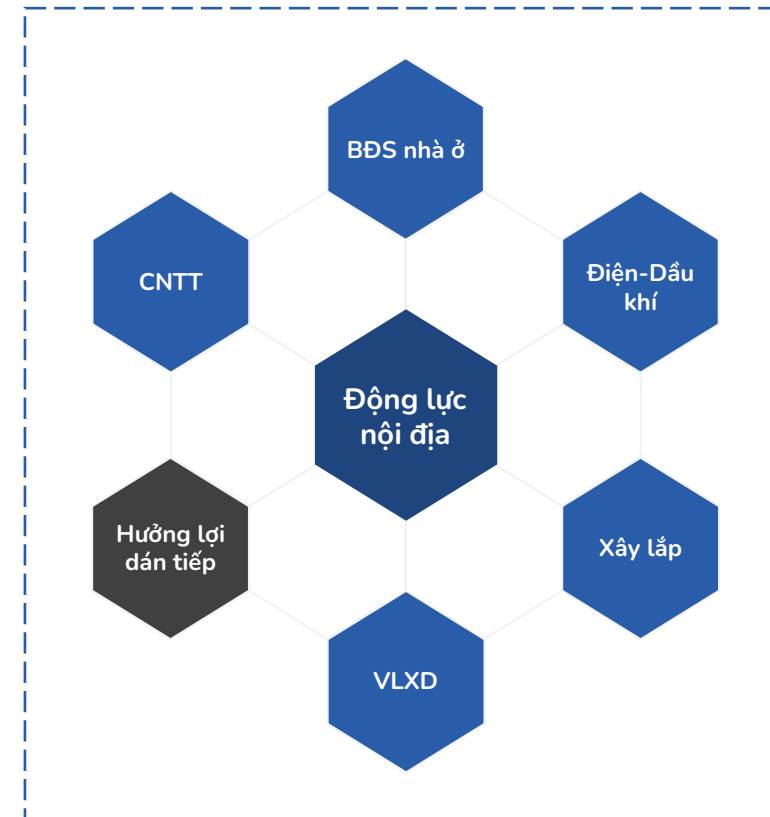
Hàng không

Sản lượng hành khách kỳ vọng duy trì xu hướng hồi phục tích cực, đặc biệt là sản lượng quốc tế khi các chính sách kích cầu du lịch được chính phủ tiếp tục đẩy mạnh.

Xây lắp

Triển vọng tăng trưởng trong năm 2026 nhờ (1) Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm cuối chu kỳ (2) các dự án trọng điểm được đẩy nhanh tốc độ giúp ghi nhận doanh thu và biên lợi nhuận cao.

Lựa chọn các doanh nghiệp có lượng backlog lớn, đảm bảo doanh thu ổn định trong 2-3 năm tới.



Xuất khẩu: chịu áp lực từ nhiều yếu tố bất định

Thuỷ sản

Sản lượng xuất khẩu kỳ vọng chưa có nhiều cải thiện trong 1H.2026 do ảnh hưởng của thuế đối ứng và nhu cầu thấp tại các thị trường xuất khẩu chính. Tín hiệu hồi phục rõ rệt sẽ xuất hiện trong 2H.2026 khi người tiêu dùng đã quen với mặt bằng giá mới và theo yếu tố mùa vụ.

Dệt may

Triển vọng đơn hàng được đảm bảo khi mức thuế Việt Nam phải chịu là thấp hơn hoặc bằng các đối thủ cạnh tranh trực tiếp như Trung Quốc, Ấn Độ, Bangladesh,...

Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đi ngang hoặc giảm nhẹ so với cùng kỳ do các doanh nghiệp phải chia sẻ phần thuế tăng thêm với khách hàng.

Săm lốp

Xuất khẩu: Chững lại trong ngắn hạn do tác động của thuế Mỹ và hiệu ứng "gom hàng" (front-loading) đầu năm. Tuy nhiên, cước vận tải giảm sâu giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh.

Biên lợi nhuận: Kỳ vọng cải thiện nhẹ nhờ chi phí đầu vào (cao su, than) hạ nhiệt, tạo dư địa giảm giá bán để giữ vững thị phần.

Cảng biển

Thông lượng hàng hoá duy trì tăng trưởng ổn định hậu "front-loading" nhờ (1) Việt Nam có mức thuế suất khả quan hơn so với các nước xuất khẩu khác trong khu vực, (2) xu hướng chuyển dịch và đa dạng hoá tuyến dịch vụ sang thị trường khác.

Kỳ vọng giá dịch vụ bốc dỡ tại cụm cảng nước sâu tăng 10%-15% trong cuối năm 2025-2026.

Khu công nghiệp

Triển vọng thu hút đầu tư FDI: (1) Việt Nam duy trì lợi thế về thuế quan đối với các quốc gia cạnh tranh trong khu vực. (2) Đẩy mạnh đầu tư các dự án hạ tầng hỗ trợ việc kết nối giữa các vùng, kỳ vọng giảm thời gian di chuyển từ khu vực sản xuất đến các cửa khẩu

Mức định giá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn: ngành đang giao dịch tại P/B trung vị 1.8, tương đương với mức chiết khấu 21% so với mức định giá trung bình 5 năm.

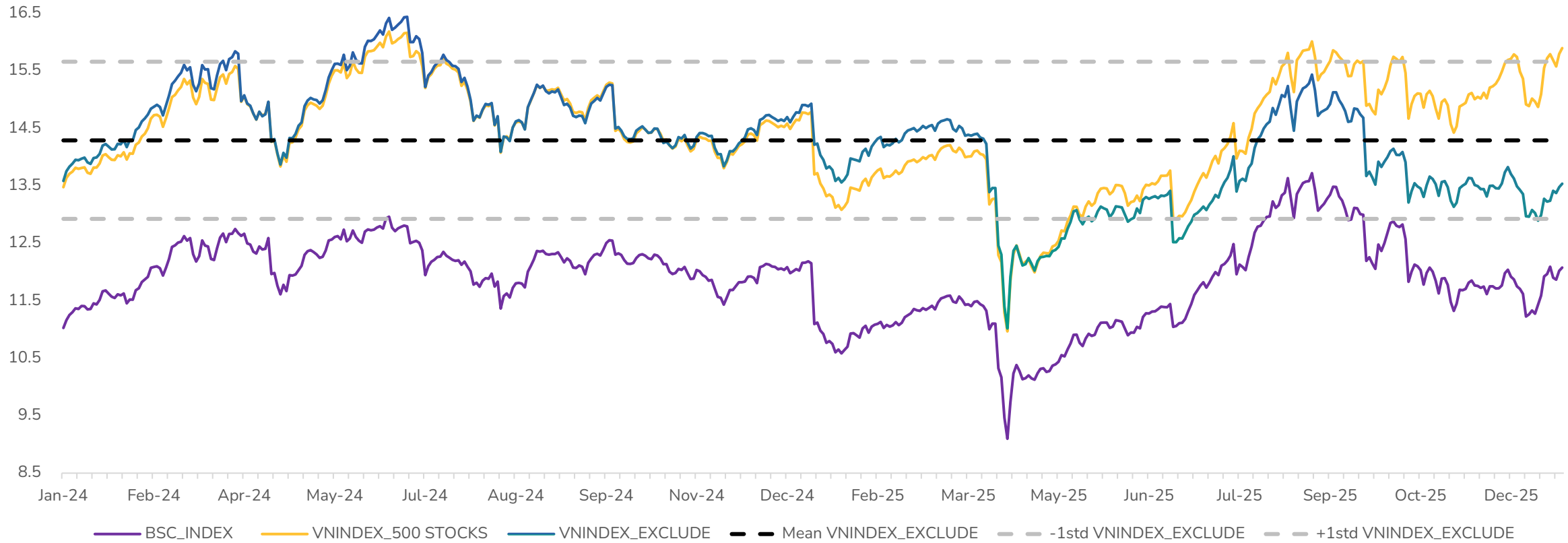
Hoá chất – Phân bón

Phân bón Triển vọng ngành chịu áp lực cạnh tranh do Trung Quốc nới lỏng và biên lợi nhuận bị co hẹp bởi chi phí đầu vào neo cao trong bối cảnh giá bán điều chỉnh giảm.

Hoá chất Nhu cầu Phốt pho phục hồi nhờ xu hướng Bán dẫn/AI, lợi thế cạnh tranh thu hẹp do thuế xuất khẩu tăng.



PE TTM



VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 30/12/2025

PE TTM
13.5x

MEAN
14.3x

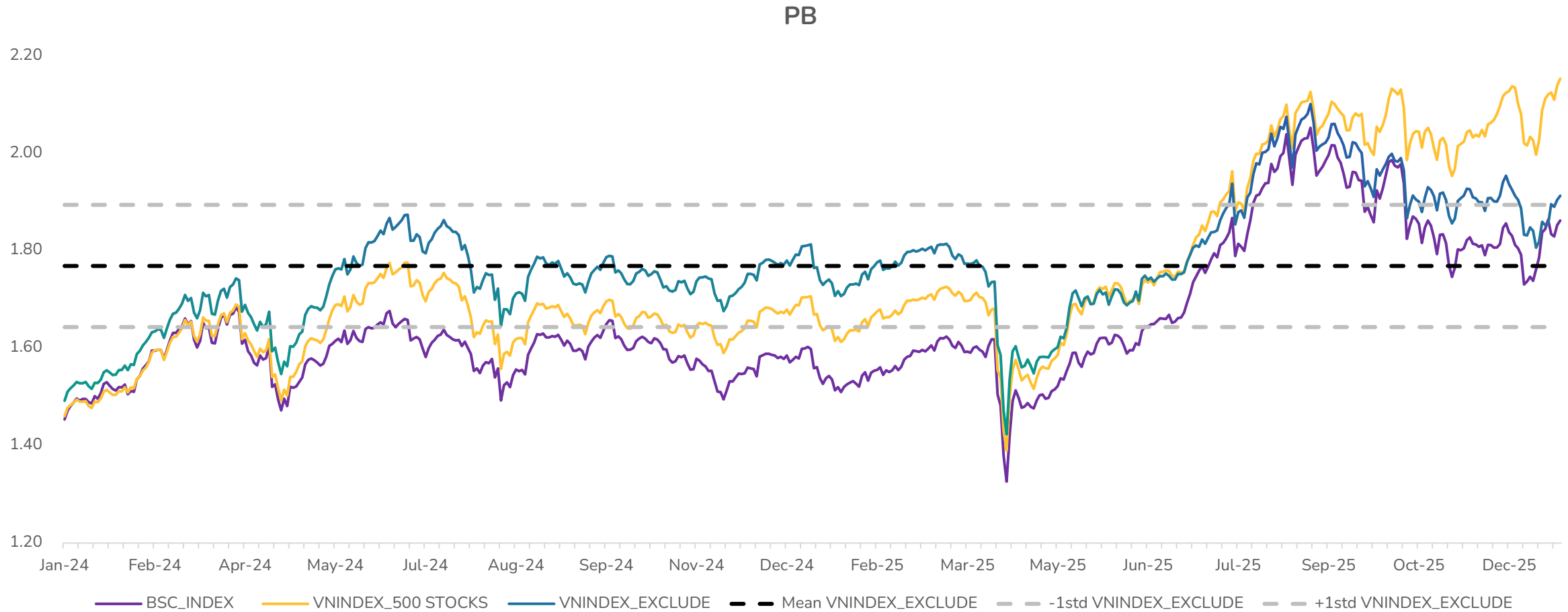
-1 std
12.93x

+1 std
15.66x

Chú giải:

- P/E Vn-index_500 STOCKS (Màu vàng): >500 mã chiếm trên 90% tỷ trọng vốn hoá.
- P/E Vn-index exclude (Màu xanh): loại trừ đóng góp các mã VHM, VIC, VRE, VPL
- P/E BSC's Universal (Màu tím): Top 87 cổ phiếu BSC cover chiếm khoảng 67% tỷ trọng vốn hoá VN-Index

Định giá P/B CŨNG CHO THẤY VÙNG ĐỊNH GIÁ HỢP LÝ ĐỂ TÍCH LUỸ CỔ PHIẾU



VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 30/12/2025

PB TTM
1.91x

MEAN
1.77x

-1 std
1.64x

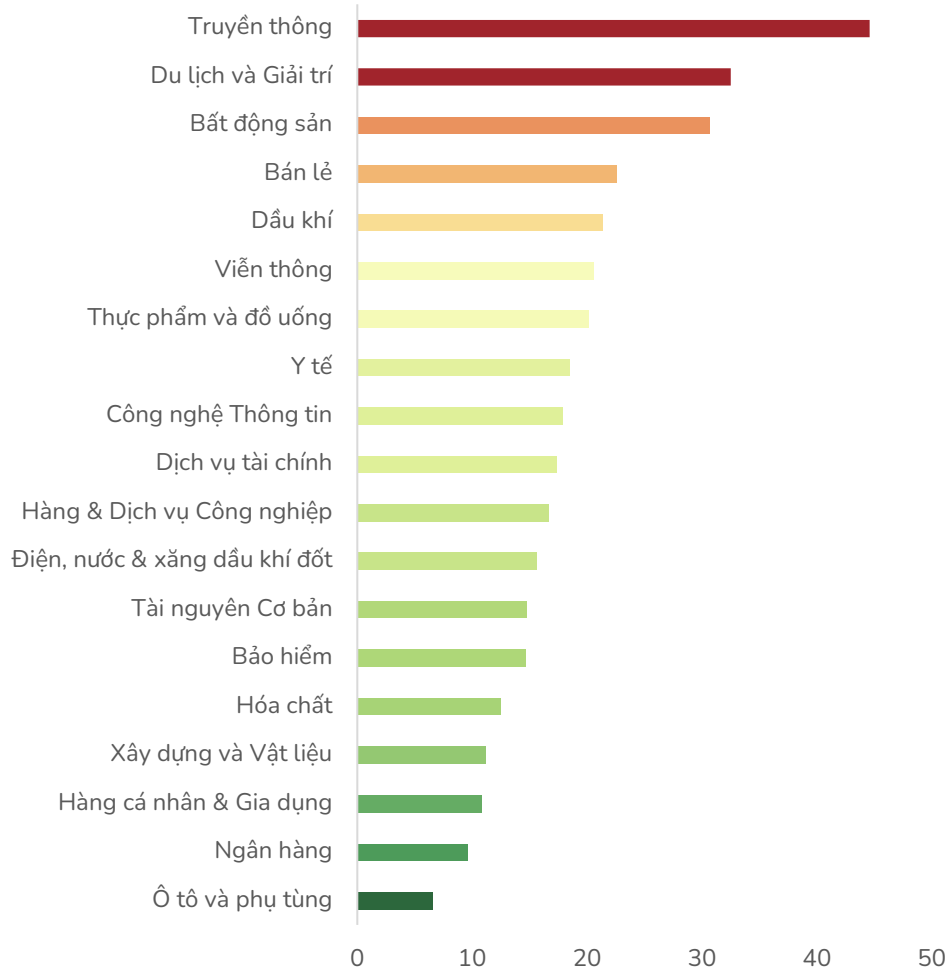
+1 std
1.89x

Chú giải:

- P/E Vn-index_500 STOCKS (Màu vàng): >500 mã chiếm trên 90% tỷ trọng vốn hoá.
- P/E Vn-index exclude (Màu xanh): loại trừ đóng góp các mã VHM, VIC, VRE, VPL
- P/E BSC's Universal (Màu tím): Top 87 cổ phiếu BSC cover chiếm khoảng 67% tỷ trọng vốn hoá VN-Index

13/19 NGÀNH ĐANG CÓ MỨC PE LŨY KẾ NGANG HOẶC THẤP HƠN SO VỚI TRUNG VỊ

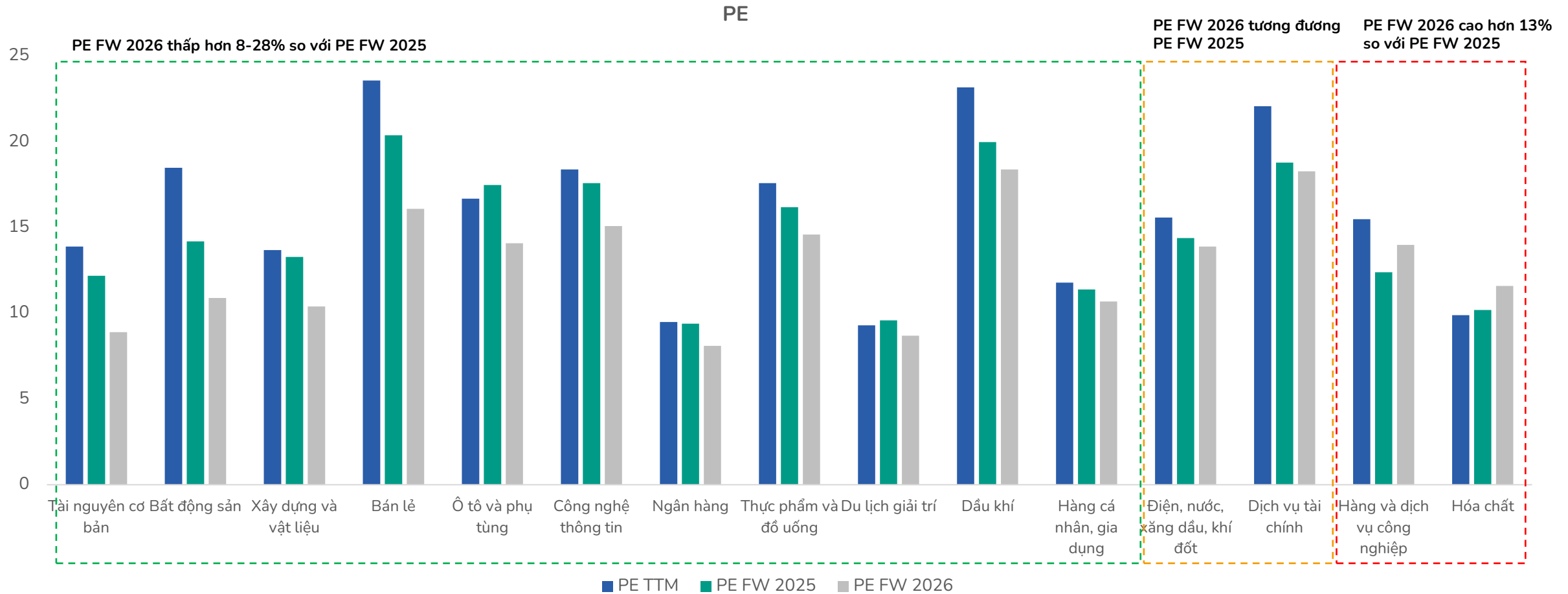
PE- TTM (30/12/2025)



	pe_ttm (30/12/2025)	pe_trung vị	Pe_ttm cao/thấp hơn so với trung vị	pe_min	pe_max
Truyền thông	44.6	20.1	122%	5.3	61.9
Bất động sản	30.7	17.7	73%	10.2	30.1
Tài nguyên Cơ bản	14.8	10.8	37%	4.2	93
Dầu khí	21.4	17.2	25%	4.8	79.3
Bán lẻ	22.6	18.3	24%	7	97.1
Y tế	18.5	15.7	18%	10.6	20.9
Thực phẩm và đồ uống	20.1	17.2	17%	10.2	23.3
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	15.6	13.8	13%	6.6	22.3
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	16.7	16.4	2%	7.4	26.7
Dịch vụ tài chính	17.4	17.3	1%	7.6	36.5
Công nghệ Thông tin	17.9	18.0	0%	8.8	29.4
Ngân hàng	9.6	9.9	-2%	6.5	15.6
Hàng cá nhân & Gia dụng	10.8	11.3	-5%	5.5	16.9
Hóa chất	12.5	14.8	-16%	4.2	25.9
Xây dựng và Vật liệu	11.2	13.9	-20%	7.9	28.4
Du lịch và Giải trí	32.5	43.2	-25%	12.5	100
Bảo hiểm	14.7	22.1	-34%	11.5	55.7
Viễn thông	20.6	40.7	-49%	13.1	99.3
Ô tô và phụ tùng	6.6	22.4	-71%	5.8	86.5

2 CHỮ SỐ: TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN 2025F VÀ 2026F ĐẠT 20.4% VÀ 16.8% YOY

Ngành	Số lượng công ty quan sát	Vốn hóa (nghìn tỷ VND)	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	% tăng trưởng doanh thu	LNST-CĐTS 2025	LNST-CĐTS 2026	% tăng trưởng LNST-CĐTS	PE FW 2025	PE FW 2026
Bất động sản	12	737.2	176.8	199.2	22%	52.0	67.9	41%	14.2	10.9
Xây dựng và Vật liệu	14	97.5	102.1	115.4	13%	7.3	9.3	32%	13.3	10.4
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	5	87.4	65.2	72.0	45%	7.1	6.2	26%	12.4	14.0
Bán lẻ	3	163.9	234.7	283.0	18%	8.0	10.2	24%	20.4	16.1
Ô tô và phụ tùng	2	3.6	9.2	9.8	6%	0.2	0.3	23%	17.5	14.1
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	6	276.1	175.8	214.1	16%	19.2	19.8	16%	14.4	13.9
Ngân hàng	16	2,400.4	661.5	767.1	15%	254.5	295.2	16%	9.4	8.1
Dầu khí	5	171.3	615.8	647.2	10%	8.6	9.3	16%	20.0	18.4
Công nghệ Thông tin	2	167.1	71.2	81.0	10%	9.5	11.1	16%	17.6	15.1
Thực phẩm và đồ uống	6	287.7	183.7	200.0	10%	17.8	19.6	12%	16.2	14.6
Du lịch và Giải trí	1	78.7	115.9	131.0	13%	8.2	9.1	11%	9.6	8.7
Hàng cá nhân & Gia dụng	3	39.1	48.8	52.1	8%	3.4	3.7	7%	11.4	10.7
Dịch vụ tài chính	3	130.8	22.4	23.0	3%	7.0	7.1	3%	18.8	18.3
Tài nguyên Cơ bản	7	231.0	252.9	297.4	12%	19.0	26.1	-2%	12.2	8.9
Hóa chất	7	75.4	52.9	52.7	-4%	7.4	6.5	-26%	10.2	11.6



TOP 15 CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ NĂM 2026

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐTS 2025	LNST-CĐTS 2026	PE FW 2025	PE FW 2026	PB FW 2025	PB FW 2026
TCX	107,360	53,500	46,450	15%	10,189	12,546	5,368	6,393	20.0	16.8	2.8	2.6
DXG	19,467	27,200	17,500	55%	4,129	3,710	326	241	59.6	80.6	1.0	1.0
MSN	116,926	98,300	76,900	28%	80,482	89,962	4,129	5,118	28.3	22.8	2.5	2.2
GMD	26,357	77,700	61,800	26%	5,967	6,749	1,561	1,873	16.9	14.1	1.7	1.5
HPG	203,400	33,170	26,500	25%	165,901	202,218	16,619	23,970	12.2	8.5	1.4	1.2
DBC	10,565	34,000	27,450	24%	16,030	16,661	1,644	1,655	7.3	7.2	1.1	0.9
VPB	227,704	35,000	28,700	22%	72,394	88,723	21,875	26,153	10.4	8.7	1.3	1.1
PVD	15,815	34,600	28,450	22%	9,869	11,781	978	1,170	16.2	13.5	0.9	0.8
TCB	243,412	41,300	34,350	20%	52,861	62,034	24,628	29,413	9.9	8.3	1.2	1.0
PVS	17,695	41,600	34,600	20%	36,151	43,138	1,380	1,534	12.8	11.5	1.1	1.0
GEX	39,886	53,100	44,200	20%	38,457	41,071	3,165	1,813	12.6	22.0	1.3	1.2
MWG	129,958	106,000	88,500	20%	159,592	193,997	6,757	8,600	19.2	15.1	3.4	2.8
POW	39,268	15,200	12,800	19%	39,146	60,242	2,031	1,952	19.3	20.1	1.0	1.0
CTG	276,892	40,200	35,650	13%	87,723	100,078	32,199	38,536	8.6	7.2	1.4	1.2
VHM	509,319	132,600	124,000	7%	134,995	148,415	40,196	52,764	12.0	9.1	1.8	1.5

BẢNG TÓM TẮT TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ BSC_UNIVERSAL

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐT\$ 2025	LNST-CĐT\$ 2026	PE FW 2025	PE FW 2026	PB FW 2025	PB FW 2026
Bán lẻ												
DGW	8,758	47,600	39,600	20%	24,591	27,507	530	610	16.53	14.36	2.29	1.98
MWG	129,958	106,000	88,500	20%	159,592	193,997	6,757	8,600	19.23	15.11	3.37	2.76
FRT	25,154	175,400	147,700	19%	50,531	61,491	736	945	34.18	26.62	5.74	4.72
Công nghệ												
ELC	2,681	28,000	24,350	15%	1,658	1,744	143	164	18.75	16.35	1.66	1.51
FPT	164,388	109,800	96,500	14%	69,575	79,280	9,366	10,905	17.55	15.07	3.15	2.61
Du lịch												
HVN	78,721	32,200	25,300	27%	115,905	130,981	8,172	9,085	9.63	8.66	5.41	3.33
Dầu khí												
PLX	45,424	44,300	35,750	24%	302,099	313,963	2,646	2,746	17.17	16.54	1.44	1.32
PVD	15,815	34,600	28,450	22%	9,869	11,781	978	1,170	16.17	13.52	0.87	0.82
PVS	17,695	41,600	34,600	20%	36,151	43,138	1,380	1,534	12.82	11.54	1.05	0.97
OIL	11,273	11,200	10,900	3%	132,303	149,141	407	567	27.70	19.89	0.94	0.90
BSR	81,118	16,000	16,200	-1%	135,348	129,157	3,146	3,290	25.78	24.66	1.34	1.27

BẢNG TÓM TẮT TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ BSC_UNIVERSAL

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐT\$ 2025	LNST-CĐT\$ 2026	PE FW 2025	PE FW 2026	PB FW 2025	PB FW 2026
Dịch vụ tài chính												
HCM	24,515	25,000	22,700	10%	5,081	5,224	1,215	1,249	20.18	19.63	2.62	2.31
SSI	76,228	31,000	30,600	1%	12,697	12,994	4,498	4,603	16.95	16.56	2.80	2.40
VCI	30,094	33,000	35,400	-7%	4,618	4,801	1,238	1,287	24.31	23.38	3.53	3.07
Hàng dịch vụ, công nghiệp												
GMD	26,357	82,800	61,800	34%	5,967	6,749	1,561	1,873	16.88	14.07	1.67	1.50
GEX	39,886	53,100	44,200	20%	38,457	41,071	3,165	1,813	12.60	22.00	1.30	1.22
TV2	2,380	40,700	35,250	15%	1,166	3,489	77	187	30.77	12.74	1.74	1.53
HAH	9,980	61,700	59,100	4%	5,093	4,991	1,193	1,110	8.37	8.99	1.60	1.36
PVT	8,835	22,450	18,800	19%	14,470	15,719	1,064	1,255	8.30	7.04	0.72	0.66
Hàng cá nhân												
PNJ	33,023	112,200	96,800	16%	34,802	36,879	2,529	2,733	13.06	12.08	2.27	1.91
TNG	2,356	21,100	18,300	15%	8,350	9,177	342	378	6.89	6.23	1.03	0.88
MSH	3,685	36,300	32,750	11%	5,681	6,059	543	549	6.79	6.71	1.22	1.03

BẢNG TÓM TẮT TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ BSC_UNIVERSAL

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐTTS 2025	LNST-CĐTTS 2026	PE FW 2025	PE FW 2026	PB FW 2025	PB FW 2026
Hóa chất												
DGC	24,762	NA	65,200	NA	11,440	12,695	3,368	3,442	7.35	7.19	1.28	1.09
DDV	3,697	32,800	25,300	30%	5,641	5,670	658	334	5.62	11.07	1.33	1.19
DPM	15,230	26,000	22,400	16%	16,830	16,666	1,077	935	14.14	16.29	1.23	1.14
DCM	17,311	36,300	32,700	11%	17,145	16,329	2,059	1,708	8.41	10.14	1.37	1.21
Ô tô phụ tùng												
DRC	2,270	18,600	14,700	27%	4,986	5,208	122	161	18.65	14.14	1.12	1.04
CSM	1,347	15,400	13,000	18%	4,235	4,563	84	96	15.96	14.07	0.92	0.86
Điện, nước, xăng dầu, khí đốt												
POW	39,268	15,200	12,800	19%	39,146	60,242	2,031	1,952	19.33	20.12	1.02	0.97
QTP	5,580	14,500	12,400	17%	9,946	11,189	462	687	12.07	8.12	0.97	0.87
REE	33,149	67,900	61,200	11%	11,797	11,891	2,860	3,906	11.59	8.49	1.23	1.07
NT2	7,024	26,400	24,400	8%	7,150	7,629	689	746	10.19	9.42	1.35	1.18
BWE	10,315	48,300	46,900	3%	4,316	4,776	837	947	12.32	10.89	1.51	1.33
GAS	180,730	75,200	74,900	0%	103,433	118,349	12,321	11,576	14.67	15.61	2.30	2.00

BẢNG TÓM TẮT TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ BSC_UNIVERSAL

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐT5 2025	LNST-CĐT5 2026	PE FW 2025	PE FW 2026	PB FW 2025	PB FW 2026
Ngân hàng												
VIB	60,251	23,000	17,700	30%	20,513	23,123	7,558	8,579	7.97	7.02	1.14	0.98
MSB	39,000	16,000	12,500	28%	14,315	16,031	5,412	6,214	7.21	6.28	0.85	0.75
VCB	478,780	73,200	57,300	28%	73,821	83,682	35,221	39,514	13.59	12.12	1.86	1.61
VPB	227,704	35,000	28,700	22%	72,394	88,723	21,875	26,153	10.41	8.71	1.26	1.10
TCB	243,412	41,300	34,350	20%	52,861	62,034	24,628	29,413	9.88	8.28	1.19	1.04
EIB	40,328	26,000	21,650	20%	8,069	9,219	2,978	3,541	13.54	11.39	1.37	1.22
MBB	201,375	29,750	25,000	19%	65,620	79,887	25,322	29,814	7.95	6.75	1.27	1.07
NAB	24,534	17,000	14,300	19%	9,587	10,645	3,778	4,231	6.49	5.80	0.94	0.81
ACB	123,793	28,400	24,100	18%	36,078	40,124	17,933	20,093	6.90	6.16	1.13	0.96
OCB	31,957	14,000	12,000	17%	10,860	12,367	3,772	4,410	8.47	7.25	0.88	0.78
SHB	75,107	19,000	16,350	16%	29,526	34,507	12,619	14,535	5.95	5.17	0.96	0.81
CTG	276,892	40,200	35,650	13%	87,723	100,078	32,199	38,536	8.60	7.19	1.37	1.15
BID	276,642	44,400	39,400	13%	86,654	98,958	26,308	29,232	10.52	9.46	1.42	1.24
TPB	47,575	18,600	17,150	8%	18,390	20,663	6,816	7,933	6.98	6.00	1.02	0.87

BẢNG TÓM TẮT TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ BSC_UNIVERSAL

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐT5 2025	LNST-CĐT5 2026	PE FW 2025	PE FW 2026	PB FW 2025	PB FW 2026
Ngân hàng												
HDB	139,897	32,100	27,950	15%	42,472	50,018	16,244	19,303	8.61	7.25	1.65	1.35
STB	112,547	53,000	60,000	-14%	32,624	37,000	11,837	13,648	9.56	8.29	1.78	1.59
Bất động sản												
NLG	14,844	50,100	30,600	64%	6,222	5,331	725	871	20.47	17.04	0.98	0.93
DXG	19,467	27,200	17,500	55%	4,129	3,710	326	241	59.63	80.63	1.01	1.00
PDR	19,358	28,200	19,400	45%	3,447	4,831	714	850	27.12	22.77	1.53	1.43
KBC	32,396	46,000	34,400	34%	7,524	10,702	1,875	2,899	17.28	11.18	1.16	1.05
VRE	74,532	43,400	32,800	32%	9,059	10,941	5,654	5,345	13.18	13.94	1.45	1.31
KDH	35,350	39,900	31,500	27%	4,682	5,035	863	1,199	40.98	29.47	1.66	1.58
HDG	10,211	33,200	27,600	20%	2,736	3,588	672	1,338	15.19	7.63	1.17	1.01
TCH	16,692	21,500	18,300	17%	3,963	6,617	997	2,358	16.74	7.08	1.10	0.95
VHM	509,319	132,600	124,000	7%	134,995	148,415	40,196	52,764	12.01	9.15	1.75	1.47

BẢNG TÓM TẮT TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ BSC_UNIVERSAL

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐT5 2025	LNST-CĐT5 2026	PE FW 2025	PE FW 2026	PB FW 2025	PB FW 2026
Thực phẩm đồ uống												
ANV	7,042	36,000	26,450	36%	6,741	7,433	1,053	1,277	6.69	5.51	1.53	1.20
MSN	116,926	98,300	76,900	28%	80,482	89,962	4,129	5,118	28.32	22.85	2.48	2.24
DBC	10,565	34,000	27,450	24%	16,030	16,661	1,644	1,655	7.30	7.20	1.10	0.94
VHC	12,704	60,000	56,600	6%	12,392	14,288	1,428	1,592	8.90	7.98	1.10	0.96
VNM	129,159	64,600	61,800	5%	63,188	66,202	9,144	9,597	14.13	13.46	2.74	2.28
Tài nguyên cơ bản												
GDA	2,415	20,825	16,200	29%	15,811	16,510	306	248	7.88	9.72	0.57	0.54
VGS	1,618	33,000	26,300	25%	7,960	8,915	161	179	10.07	9.02	1.17	1.03
HPG	203,400	33,170	26,500	25%	165,901	202,218	16,619	23,970	12.24	8.49	1.41	1.21
HSG	9,874	19,800	15,900	25%	36,538	37,331	732	664	13.50	14.87	0.82	0.78
PTB	3,763	55,800	46,850	19%	7,290	7,233	501	474	7.51	7.94	1.01	0.89
DHC	3,236	37,600	33,500	12%	3,548	3,756	346	359	9.34	9.02	1.28	1.12
NKG	6,714	15,460	15,000	3%	15,883	21,457	290	167	23.12	40.28	0.85	0.83

BẢNG TÓM TẮT TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ BSC_UNIVERSAL

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐT\$ 2025	LNST-CĐT\$ 2026	PE FW 2025	PE FW 2026	PB FW 2025	PB FW 2026
Xây dựng và vật liệu												
DPG	3,851	55,300	38,200	45%	5,301	7,456	345	487	11.16	7.91	1.22	1.06
CTD	7,807	103,500	73,300	41%	24,885	29,750	456	670	17.11	11.66	0.80	0.75
HHV	7,168	18,000	13,100	37%	3,552	3,718	584	698	12.27	10.27	0.57	0.54
CTI	1,386	29,600	22,000	35%	1,363	1,455	149	203	9.28	6.84	0.70	0.63
CTR	9,757	111,000	85,300	30%	13,957	15,684	566	762	17.24	12.80	3.58	2.80
VGC	18,517	50,500	41,300	22%	12,719	13,399	1,271	1,450	14.57	12.77	1.52	1.36
VLB	2,299	59,800	49,200	22%	1,565	1,893	279	325	8.24	7.07	2.15	1.65
NTP	10,844	72,500	63,400	14%	6,834	7,517	1,045	1,292	10.37	8.39	2.14	1.70
PC1	9,336	25,700	22,700	13%	12,331	13,399	642	988	14.54	9.45	1.04	0.94
LCG	2,118	11,600	10,250	13%	2,902	3,266	141	159	15.02	13.32	0.75	0.71
HT1	5,953	16,660	15,600	7%	7,429	8,090	299	634	19.91	9.39	1.12	1.00
BMP	14,350	172,800	175,300	-1%	5,654	5,937	1,347	1,415	10.65	10.14	3.19	2.43
DHA	1,007	66,000	68,400	-4%	460	578	128	162	7.87	6.22	1.69	1.33
C4G	3,073	8,200	8,600	-5%	3,115	3,227	92	92	33.40	33.40	0.75	0.74

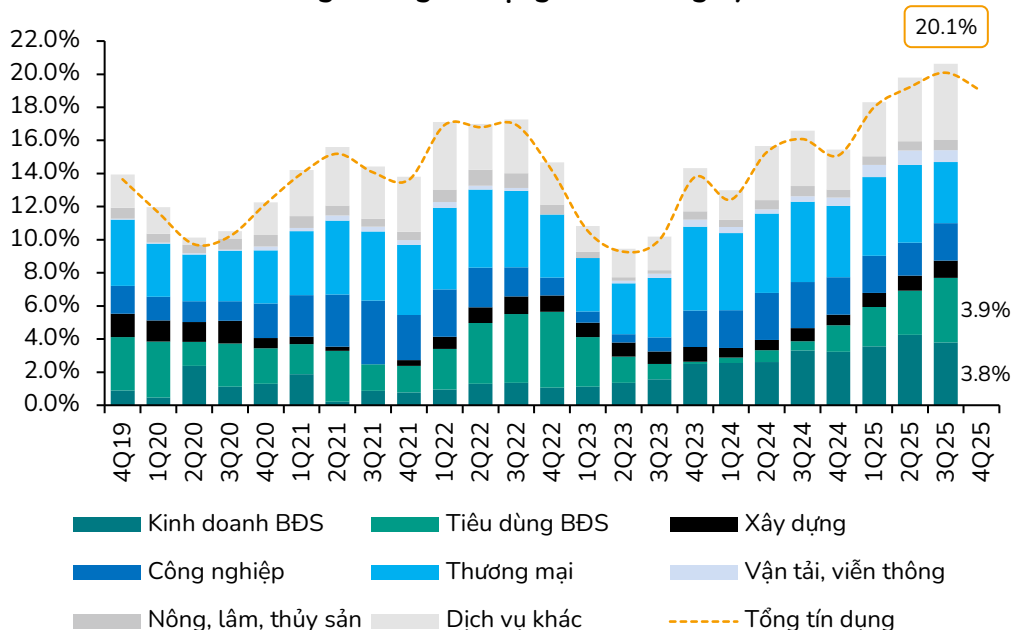


BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

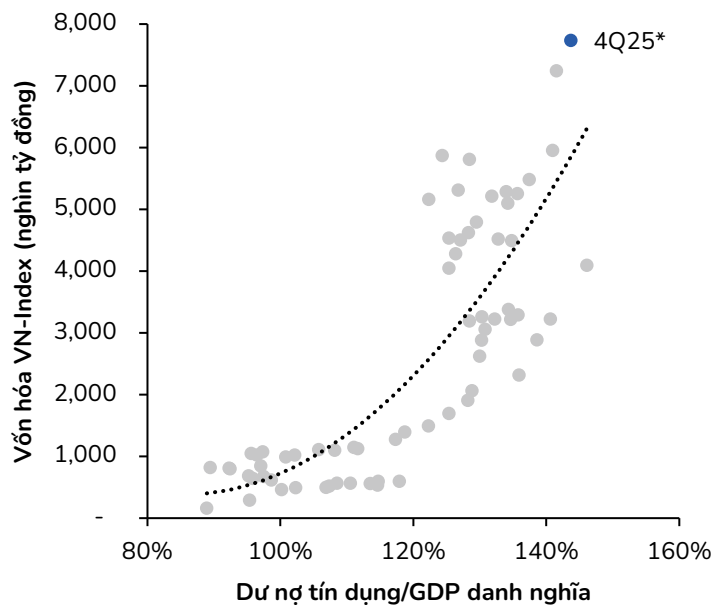
Tăng trưởng tín dụng đến cuối tháng 11/2025 đã vượt mốc 16% so với đầu năm, hướng đến mục tiêu ~20%. Dự kiến mục tiêu 2026 tiếp tục ở mức cao ~18-20%.

- Tính đến hết tháng 11/2025, tín dụng toàn nền kinh tế ước tăng >16% YTD hay ~20% YoY (cao kỉ lục từ 2018 đến nay), trong đó gần 70% tín dụng chảy khu vực dịch vụ (bao gồm lĩnh vực BĐS ước tính chiếm hơn 20% tổng tín dụng), 24% chảy vào khu vực công nghiệp và xây dựng, còn hơn 6% còn lại chảy vào khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản. Đến cuối năm, BSC kì vọng tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống có thể đạt ~20%.
- Nhìn về 2026, với mục tiêu tăng trưởng GDP phần đầu từ 10%, BSC tin rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục được duy trì con số cao ở mức tối thiểu 18%, tương đương con số kì vọng cho 2025.
- Mức tăng trưởng tín dụng cao kỉ lục đang là một trong những động lực chính cho thị trường tài sản như cổ phiếu ghi nhận hiệu suất tương đối tích cực trong 2025, với VN-Index +38% YTD và chỉ số ngành ngân hàng +27% YTD tính đến thời điểm viết báo cáo này.
- Dù vậy, rủi ro phân bổ vốn tiếp tục là yếu tố cần được chú ý. Báo cáo tháng 11 vừa qua của Chính phủ đã nhận xét: “Nếu không điều chỉnh cơ chế phân bổ, tín dụng tăng cao có thể tạo ra bong bóng tài sản hoặc lãng phí nguồn lực, thay vì thúc đẩy tăng trưởng bền vững. Mức tín dụng tăng cao vượt quá khả năng hấp thụ thực tế của nền kinh tế đưa đến nguy cơ lệch pha giữa tốc độ tăng vốn và hiệu quả tăng trưởng.” Quan điểm này phù hợp với đánh giá của BSC trong báo cáo trước đó, tham khảo [ở đây](#).

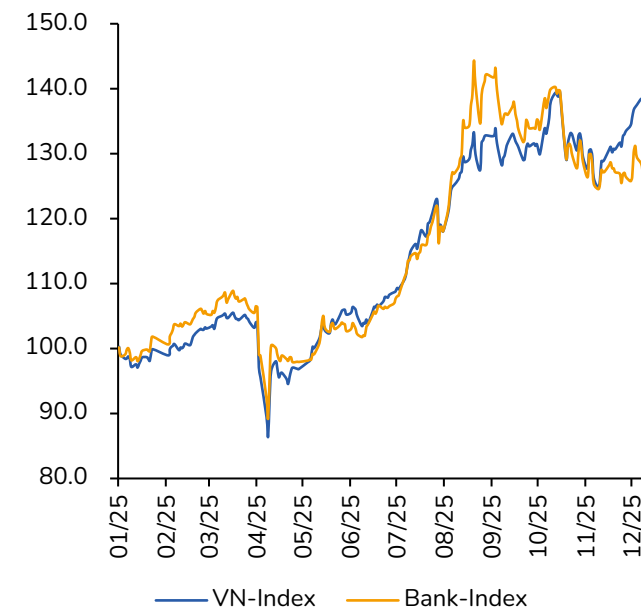
Đóng góp bình quân trọng số của các ngành nghề vào tăng trưởng tín dụng so với cùng kỳ



Tăng trưởng tín dụng là một trong những động lực chính cho thị trường cổ phiếu



Hiệu suất từ đầu năm của VN-Index và chỉ số ngành ngân hàng

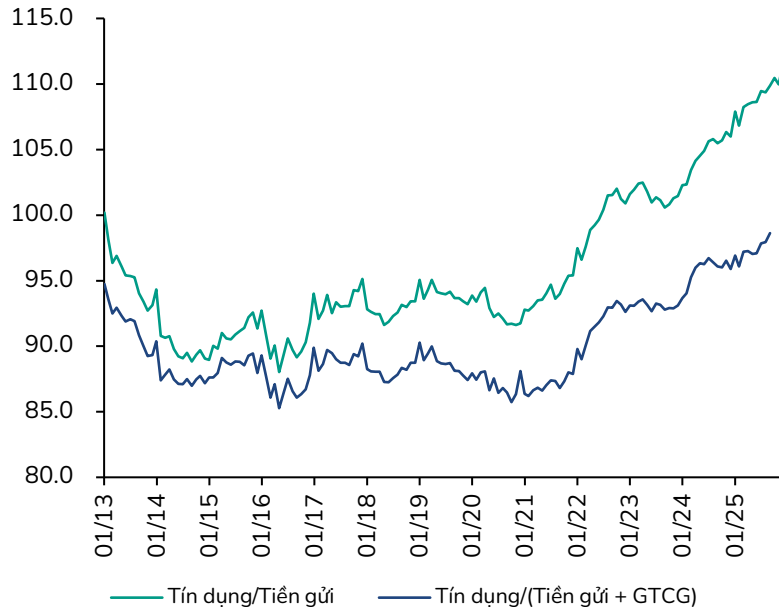


NGÂN HÀNG: THỊ TRƯỜNG TPDN CÓ THỂ LÀ GIẢI PHÁP CHO BÀI TOÁN LDR

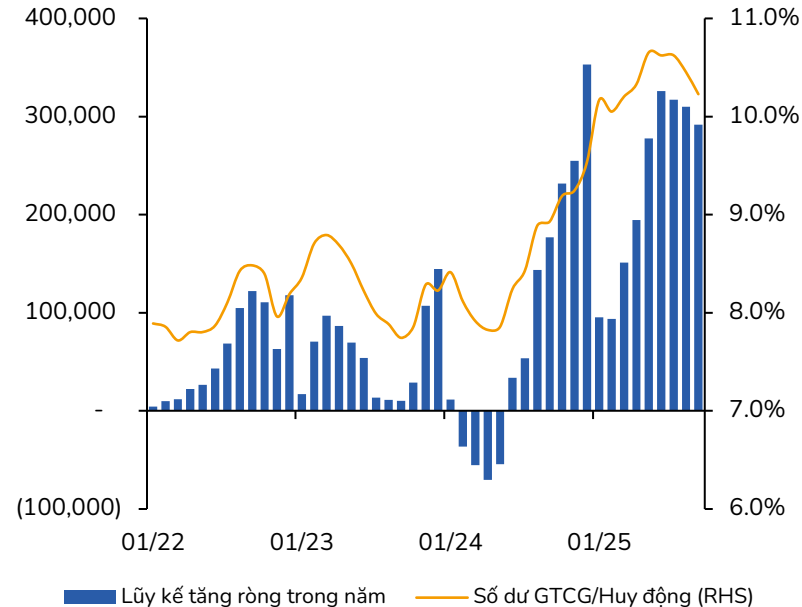
Chênh lệch giữa tín dụng – huy động toàn hệ thống tiếp tục bị kéo giãn. Kênh TPDN có thể là giải pháp hướng đến trong 2026.

- Xét trên góc độ toàn hệ thống, hệ số LDR thị trường 1 ước tính đạt gần 99% đến cuối tháng 09/2025. Riêng tỷ lệ tín dụng/huy động tiền gửi đã ở mức 110% khi huy động chỉ tăng trưởng ~12% YTD đến cuối tháng 11/2025 so với mức >16% YTD của tín dụng. Từ đầu Q3/2025 đến thời điểm gần nhất, chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và tiền gửi liên tục duy trì trung bình >3 điểm %.
- Tình trạng này đã kéo dài trong 2 năm qua, với một số nguyên nhân theo BSC bao gồm **(1)** giải ngân đầu tư công tiếp tục chậm kế hoạch (lũy kế 11T2025 mới đạt 61% kế hoạch), **(2)** xu hướng rút tiền mặt của người dân khi tỷ lệ tiền mặt ngoài lưu thông đã tăng trở lại lên ~10%, **(3)** (có thể) một phần lượng tiền chảy ra nước ngoài từ các giao dịch phi chính thức (ví dụ thị trường tiền ảo, vàng, buôn lậu) khiến Lỗi và Sai sót gia tăng trên Cán cân thanh toán, ...
- Các ngân hàng tiếp tục cân đối LDR bằng việc huy động GTCG (trái phiếu TCTD và chứng chỉ tiền gửi). BSC ước tính tỷ trọng GTCG trong tổng huy động thị trường 1 của hệ thống đạt hơn 10% tại cuối tháng 09/2025, một trong những mức cao nhất lịch sử.
- Trong bối cảnh thị trường cần tiếp tục được bơm vốn nhằm hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng GDP >10% (nhu cầu vốn 5 năm tới được dự kiến ~1.4 nghìn tỷ USD), **BSC cho rằng cần thúc đẩy vai trò của thị trường TPDN trong 2026 nhằm san sẻ bớt áp lực cho kênh tín dụng ngân hàng, có thể bằng cách nới lỏng các quy định liên quan đến mục đích phát hành, đại lý quản lý TSBĐ, ...**

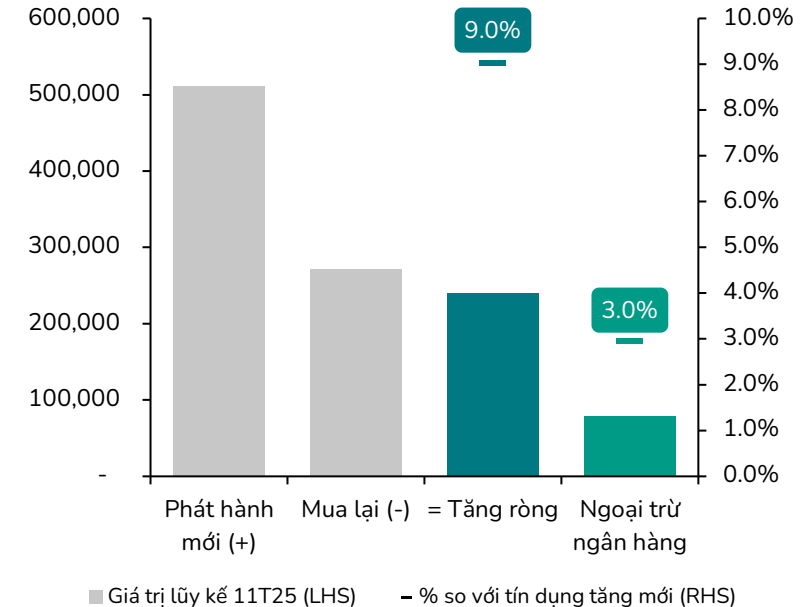
LDR toàn hệ thống tiếp tục thiết lập đỉnh mới



Tỷ trọng huy động qua GTCG cao nhất lịch sử



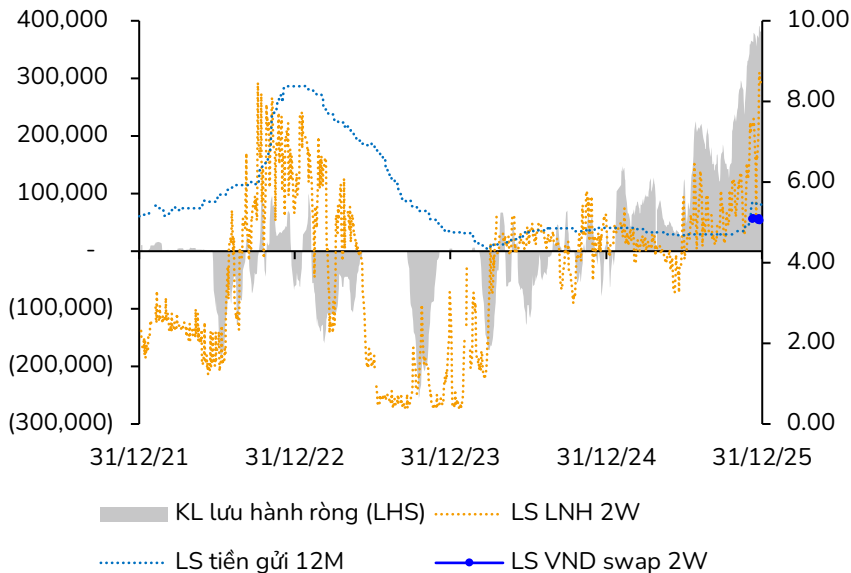
Cần mở van thị trường TPDN để cung ứng vốn



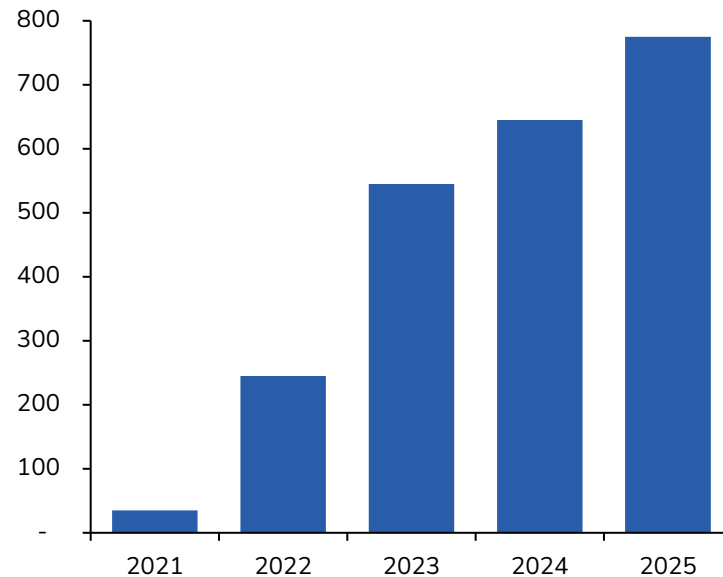
Ngoài các công cụ thông thường như hoạt động OMO, tái cấp vốn, tiền gửi KBNN, ... NHNN vừa lần đầu sử dụng công cụ Hoán đổi ngoại tệ kỳ hạn.

- **2025 là năm ghi nhận nhiều con số kỷ lục đối với thị trường 2**, bao gồm >390 nghìn tỷ OMO lưu hành, >70 nghìn tỷ qua hoán đổi kỳ hạn USD, ~780 nghìn tỷ tiền tái cấp vốn của NHNN cho các TCTD yếu kém, ~450 nghìn tỷ tiền gửi KBNN gửi tại nhóm quốc doanh (có thời điểm vượt 500 nghìn tỷ).
- Kể cả vậy, tình trạng thiếu thanh khoản trong hệ thống vẫn diễn ra, cộng thêm yếu tố mùa vụ về cuối năm, khiến cho **lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 2W hiện lên đến hơn 8%, cao hơn cả trung bình lãi suất tiền gửi 12T trên thị trường 1**. Việc bơm thanh khoản qua OMO gặp giới hạn ở quy mô TPCP ngân hàng nắm giữ để vay cầm cố, trong khi khoản tái cấp vốn của NHNN chỉ dành cho 4 ngân hàng đang tham gia tái cơ cấu.
- Trong bối cảnh đó, **vào ngày 05/12/2025, NHNN đã lần đầu tiên sử dụng công cụ Hoán đổi ngoại tệ kỳ hạn**, trong đó nhận hoán đổi USD với VND kỳ hạn 14 ngày, quy mô ban đầu 500 triệu USD, với mức lãi suất hoán đổi là ~1.1% (hay lãi suất VND ~5%). Hành động này là hợp lý khi huy động USD của các ngân hàng tăng trưởng rất tốt từ đầu năm (hơn 20% YTD).
- Dù đánh giá cao sự linh hoạt của cơ quan điều hành, **BSC nhận thấy các biện pháp này chưa thể giải quyết vấn đề cốt lõi của chênh lệch giữa tín dụng và huy động thị trường 1**, khiến cho lãi suất thị trường 1 dự kiến tiếp tục tăng, lãi suất thị trường 2 duy trì cao cho đến khi Fed cắt giảm lãi suất USD một cách đáng kể hơn nữa.
- Bằng chứng là ngay cả khi Fed cắt giảm FFR mục tiêu 25bps trong cuộc họp tháng 12/2025 vừa qua, lãi suất VND vẫn không hạ nhiệt mà tiếp tục neo cao.

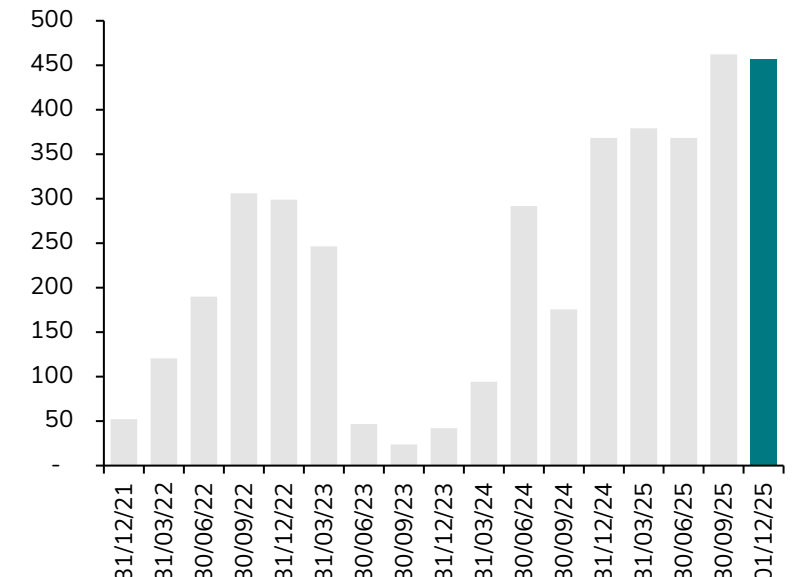
Khối lượng OMO lưu hành cao kỷ lục, lãi suất liên ngân hàng ON cao hơn lãi suất tiền gửi kỳ hạn



Số dư NHNN cho vay tái cấp vốn (SCB và 4 ngân hàng yếu kém)



Tiền gửi Kho bạc để tại các NHTM quốc doanh liên tục duy trì mức cao kỷ lục trong 2025



Chú thích: lãi suất 12M niêm yết bình quân của các NHTMCP tư nhân lớn

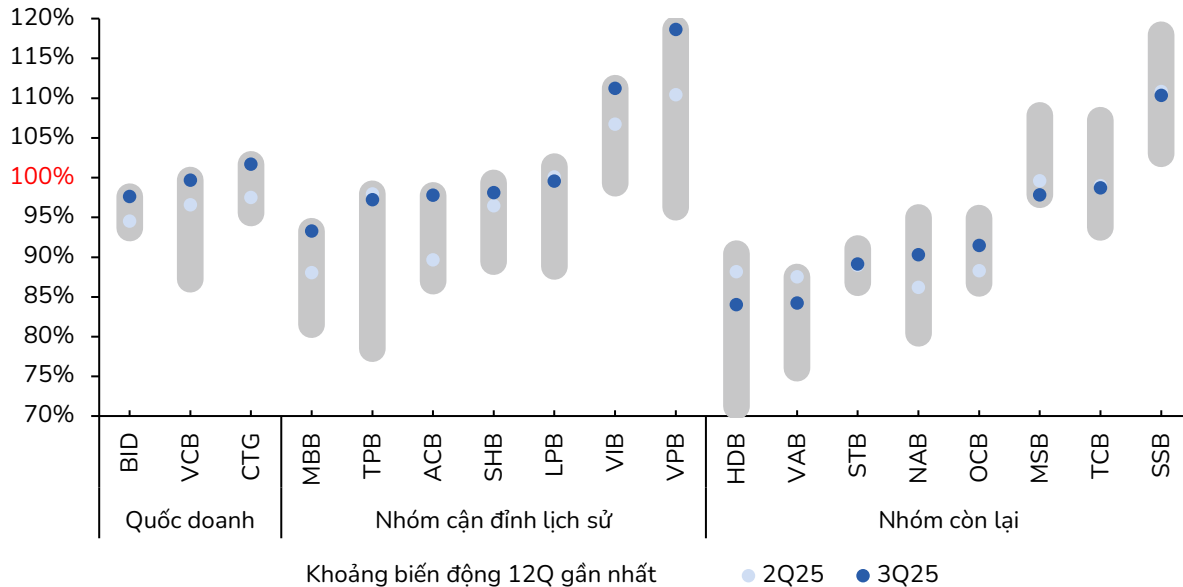
đơn vị: tỷ đồng

Nguồn: SBV, IMF, BSC Research

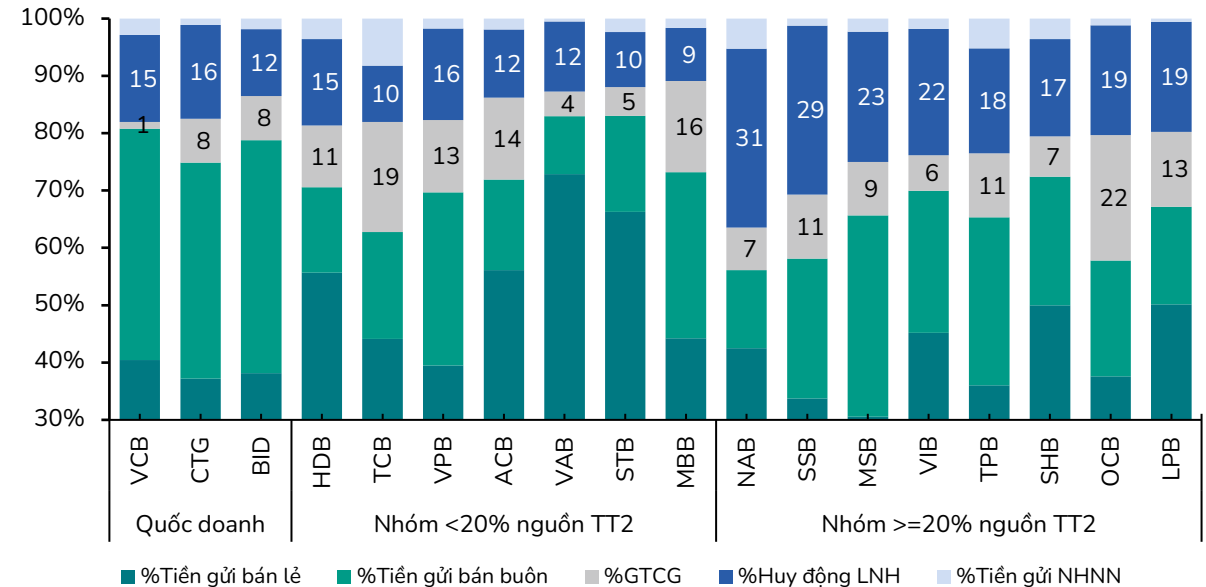
LDR thị trường 1 của nhiều ngân hàng đã ở mức cao lịch sử, một số ngân hàng ghi nhận tình trạng hết “room tín dụng” và chưa được NHNN cấp thêm.

- Nhất quán với bức tranh toàn hệ thống, theo thống kê của BSC đến cuối Q3/2025, LDR thị trường 1 của nhóm ngân hàng quốc doanh và các ngân hàng tư nhân quy mô lớn hầu hết đều đang ở mức cao nhất từng ghi nhận trong 12 quý gần nhất, với mức trung vị xấp xỉ 100%. Lưu ý rằng số liệu này chưa loại ra phần trái phiếu các TCTD mua bán lẫn nhau (phát hành đối ứng) do không có đầy đủ dữ liệu, khi đó ước tính LDR thị trường 1 bình quân có thể lên đến xấp xỉ 110%.
- Việc thiếu nguồn huy động thị trường 1 đang khiến các ngân hàng nói chung phải sử dụng nguồn thị trường 2 để cân đối LDR theo quy định (trần 85% theo Thông tư 22/2019). BSC nhận thấy điểm chung ở các ngân hàng tư nhân lớn là đang bù đắp huy động bằng nguồn GTCG, trong khi nhóm các ngân hàng tư nhân quy mô nhỏ hơn lại thường có cơ cấu huy động sử dụng nhiều nguồn vốn liên ngân hàng.
- **Việc phụ thuộc nhiều vào nguồn tài trợ từ thị trường 2 (với bản chất là bù đắp thanh khoản ngắn hạn) sẽ khiến việc phân bổ tài sản sinh lời chịu giới hạn (ví dụ các tài sản có tính thanh khoản cao nhưng lợi suất thấp) do cần đảm bảo tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn.**
- Điều này có thể phần nào giải thích cho việc một số ngân hàng tạm thời không được cấp thêm “room tín dụng” sau khi sử dụng hết hạn mức trước đó.
- Ngoài 4 ngân hàng được cấp hạn mức vượt trội nhờ tham gia tái cơ cấu TCTD yếu kém bao gồm VCB (~19%), HDB (>30%), MBB (~35%), VPB (~35%) thì chỉ có 1 vài ngân hàng trong danh sách theo dõi của BSC chia sẻ quan điểm rằng có thể được cấp thêm hạn mức về cuối năm như CTG (hiện 17%), TCB (hiện 18.4%).

LDR thị trường 1 của nhiều ngân hàng lớn đã ở mức cao lịch sử trong 3 năm trở lại đây



Cơ cấu huy động của các ngân hàng nhỏ có xu hướng sử dụng nhiều hơn nguồn vốn thị trường 2

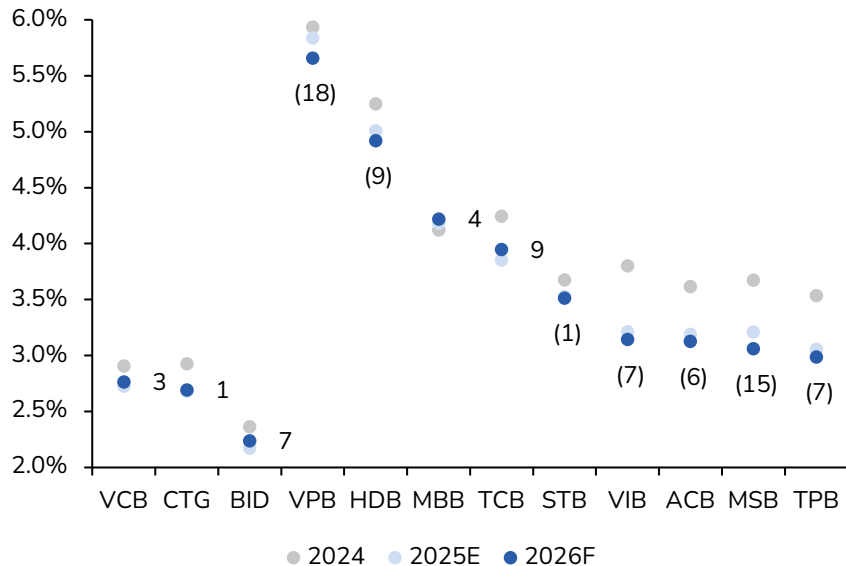


Chú thích: số liệu của MBB, VPB, HDB là số liệu ngân hàng riêng lẻ

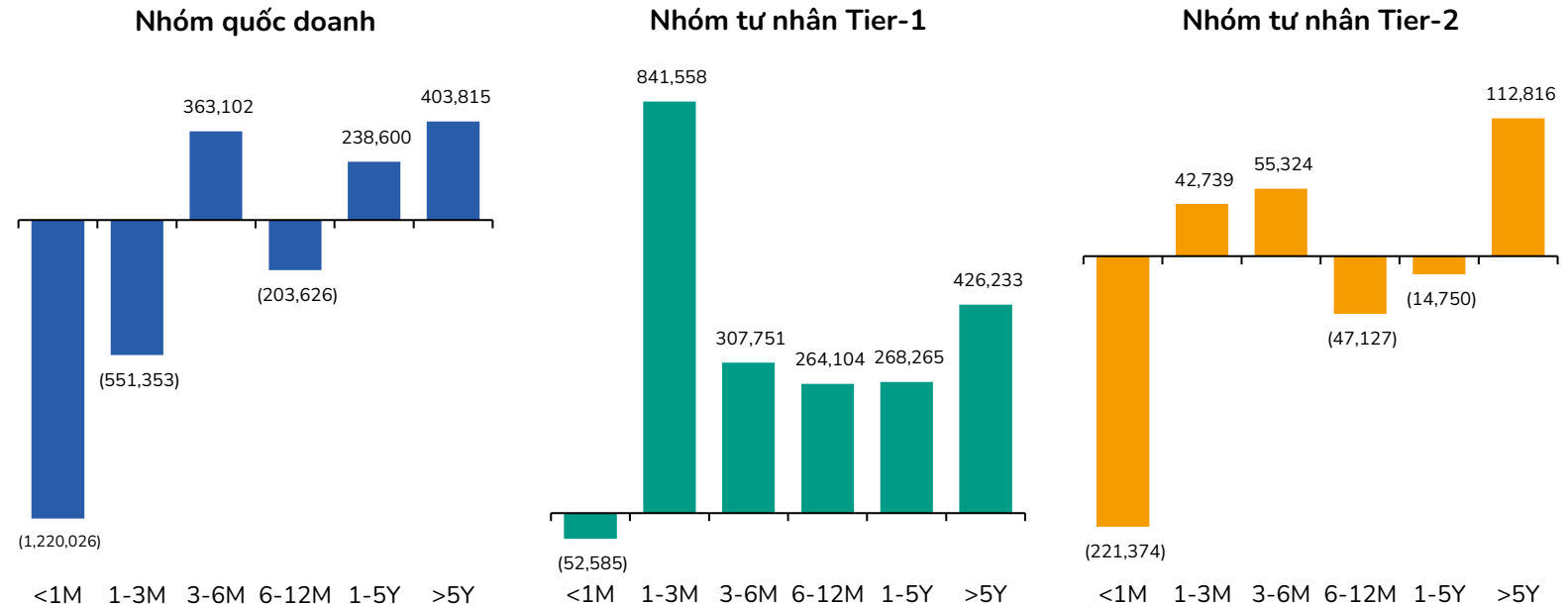
Mặt bằng lãi suất dự kiến tiếp tục tăng và duy trì cao ít nhất đến hết tháng 04/2026, BSC cho rằng triển vọng NIM toàn ngành chưa thể đột phá trong năm tới.

- Tới cuối Q3/2025, NIM của các ngân hàng niêm yết ước đạt 3.3% (-9bps QoQ và -29bps YoY). Dù có dấu hiệu tạo đáy khi các ngân hàng bắt đầu tăng lãi suất đầu ra một cách quyết liệt hơn, triển vọng NIM trong 2026 vẫn còn thách thức khi tỷ lệ LDR đã được đẩy lên mức cao.
- Cần lưu ý rằng NHNN đã thực hiện bán USD kỳ hạn 6T có hủy ngang tổng cộng 4 đợt trong 2025 (vào 25-26/08, 01/10 và 22/10) với tổng giá trị hơn 4.6 tỷ USD. Với dự trữ ngoại hối không còn dồi dào như hiện nay (~80 tỷ USD theo số liệu mới nhất của IMF), **BSC cho rằng NHNN sẽ cần tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất thị trường 2 ở mức cao đến hết tháng 04/2026 nhằm giảm sức ép lên tỷ giá USD/VND, qua đó tránh việc phải thực hiện bán USD cho các NHTM khi đến hạn hợp đồng.**
- Về rủi ro lãi suất, các ngân hàng thường có trạng thái nhạy cảm tài sản Nợ tập trung ở các kỳ hạn dưới 1T (nhất là nhóm quốc doanh), do đó khi lãi suất tăng, giả sử việc điều chỉnh lãi suất đối với tài sản Có và tài sản Nợ là hoàn hảo, sẽ gây ra các tác động tiêu cực đến lợi nhuận trong khung ngắn hạn.
- Đánh giá tổng thể, **BSC cho rằng tình trạng mất cân đối cho vay – huy động kéo dài 2 năm nay sẽ tiếp tục gây áp lực đến NIM của cả ngành trong 2026**, trong đó những ngân hàng ghi nhận mức LDR thiếu bền vững và cơ cấu huy động sử dụng nhiều nguồn thị trường 2 có thể sẽ gặp nhiều khó khăn hơn trong việc cân đối NIM.
- Ngược lại, BSC đánh giá cao những ngân hàng có chiến lược thúc đẩy nguồn thu ngoài lãi qua việc hoàn thiện mô hình tập đoàn tài chính và tự làm chủ chuỗi giá trị sản phẩm. Đây là hướng đi phù hợp nhằm đa dạng hóa nguồn thu và đảm bảo tăng trưởng bền vững.

BSC kì vọng NIM bình quân của các ngân hàng theo dõi sẽ đi ngang trong 2026

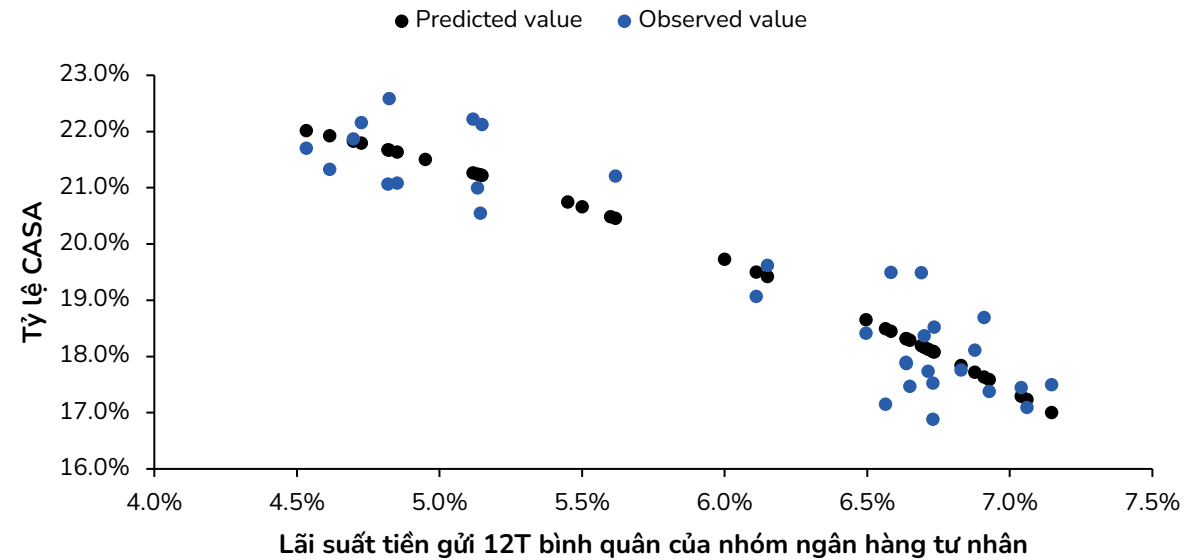
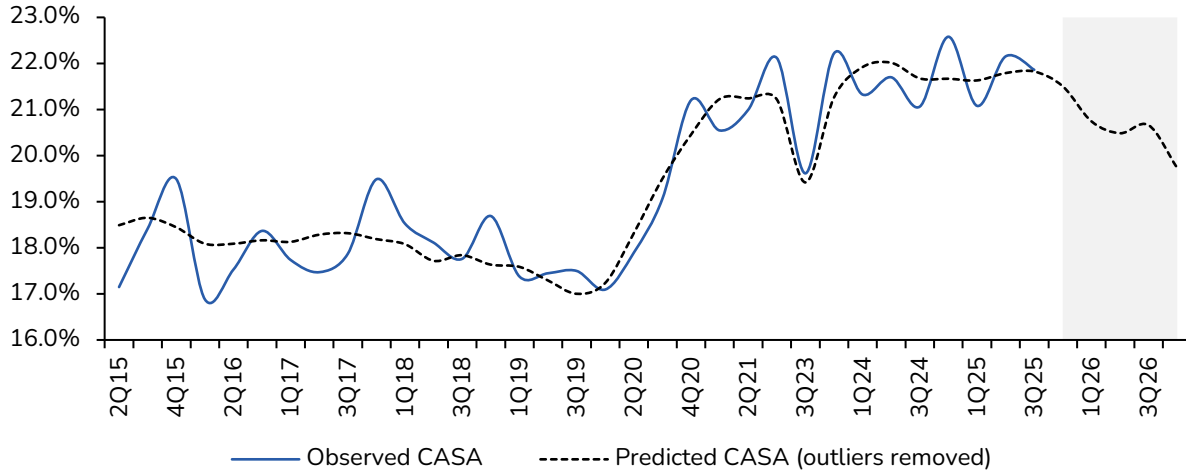


Tổng chênh lệch lũy kế tái định giá tài sản nợ - có của các nhóm ngân hàng tại cuối Q3/2025

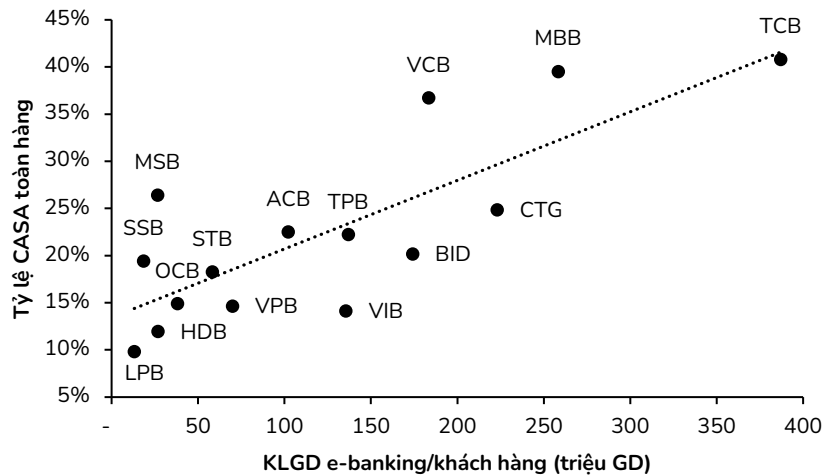


Chú thích: số trong biểu đồ thể hiện số bps dự báo thay đổi của NIM 2026F so với 2025E

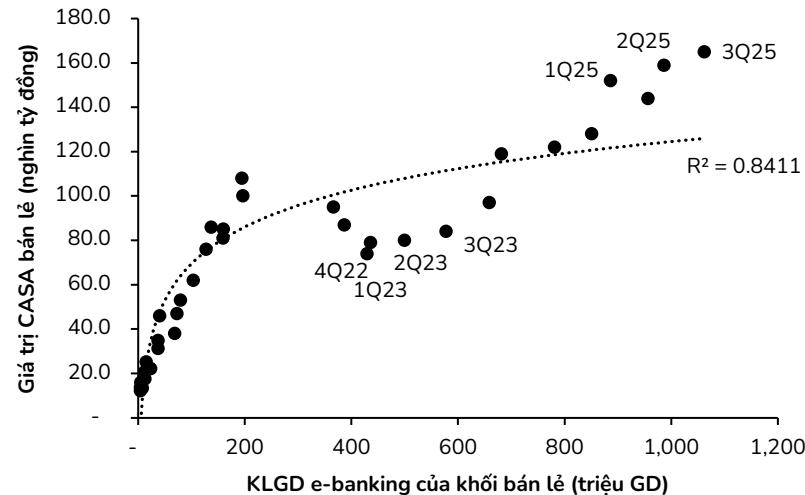
Ước tính tỷ lệ lãi suất tiết kiệm bình quân 12T tăng 100bps có thể khiến tỷ lệ CASA toàn ngành giảm 150bps



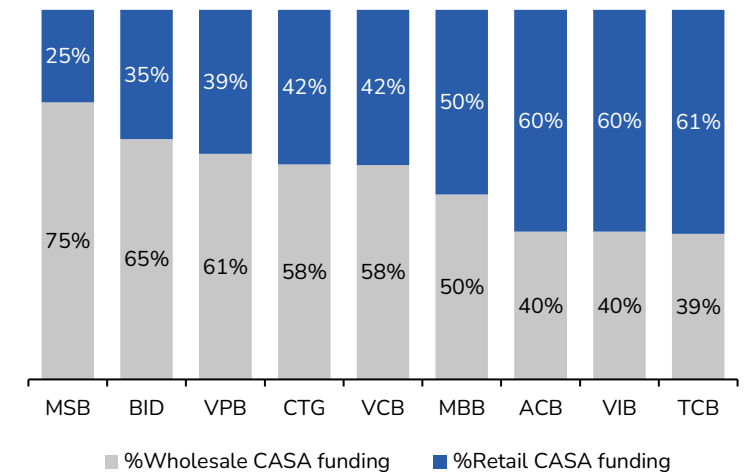
So sánh tương quan giữa tỷ lệ CASA và KLGD của khách hàng tại các ngân hàng



Tần suất giao dịch của khách hàng có thể giải thích đến 84% giá trị CASA bán lẻ của TCB



CASA bán lẻ thường ít nhạy cảm hơn với biến động lãi suất so với bán buôn



Chú thích: Số liệu về khách hàng, khối lượng giao dịch của các ngân hàng được cập nhật tại cuối Q3/2025 nếu có thể, sử dụng 2024 nếu không có

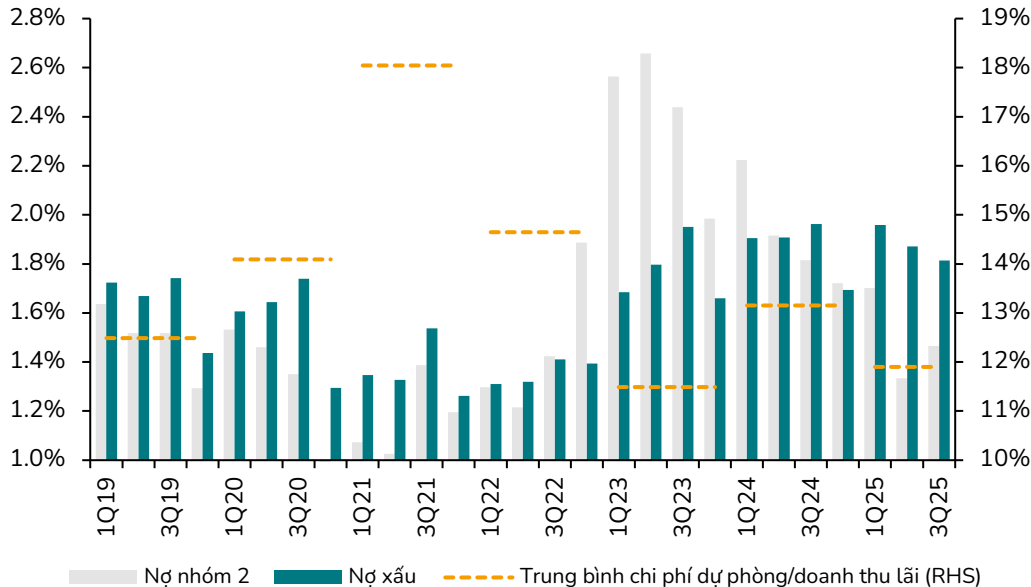
Nguồn: TCB, SBV, BSC Research tổng hợp

NGÂN HÀNG: RỦI RO NỢ XẤU CHƯA PHẢN ẢNH NHƯNG CẦN ĐƯỢC THEO DÕI

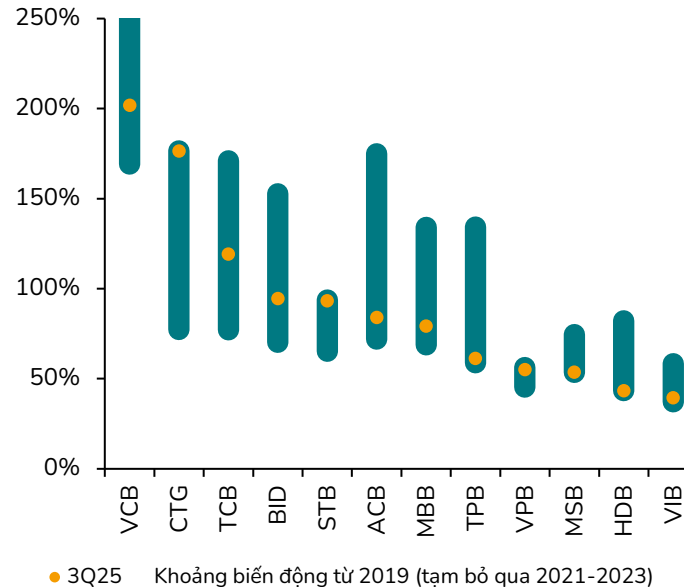
Ưu tiên các ngân hàng có nền tảng khách hàng được hưởng lợi về mặt chính sách thúc đẩy kinh tế nội địa.

- Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng niêm yết có xu hướng cải thiện trong 3 quý gần nhất, tuy nhiên tốc độ còn tương đối khiêm tốn. Mức độ trích lập của các ngân hàng được giữ ổn định/giảm nhẹ nhằm hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận, khiến tỷ lệ LLCR cả ngành chưa có nhiều cải thiện (dưới 100%). Số ngày thu lãi có xu hướng tăng trở lại, có thể xuất phát từ việc cơ cấu thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ cho 1 số khách hàng.
- Một số nhà đầu tư quan ngại rằng lãi suất tăng trở lại có thể kích hoạt 1 làn sóng nợ xấu mới từ thị trường BĐS, tuy nhiên BSC cho rằng rủi ro này sẽ chưa thể hiện thực hóa ngay trong ngắn hạn, khi hầu hết các khoản vay thế chấp nhà trong nửa đầu 2025 vẫn có ưu đãi lãi suất cố định 1-2 năm đầu ở mức tương đối thấp (6-7%/năm).
- Thay vào đó, **BSC cho rằng rủi ro trước mắt sẽ đến từ tác động của thuế đối ứng do Mỹ áp đặt**. Dù các ngân hàng đều cho biết tỷ trọng dư nợ nhóm khách hàng bị ảnh hưởng trực tiếp từ thuế quan là không quá lớn, tác động lan tỏa đối sang các nhóm dễ chịu tổn thương (như SME có hoạt động kinh doanh/phụ trợ xuất nhập khẩu hay khách hàng cá nhân có thu nhập trung bình - thấp) có thể là yếu tố rủi ro chưa được phản ánh đầy đủ trên số liệu nợ xấu báo cáo tới thời điểm hiện tại.
- Vì vậy, **BSC vẫn đánh giá cao các ngân hàng lớn có hệ sinh thái khách hàng đặc thù là các tập đoàn lớn có thể đa dạng hóa thị trường và được hưởng lợi về mặt chính sách thúc đẩy kinh tế nội địa**, qua đó có đủ khả năng để đảm bảo chất lượng tài sản. Các ngân hàng sở hữu bộ đệm LLCR ở mức thoải mái (so với lịch sử) cũng được kỳ vọng có nhiều dư địa để hoàn thành mục tiêu lợi nhuận.

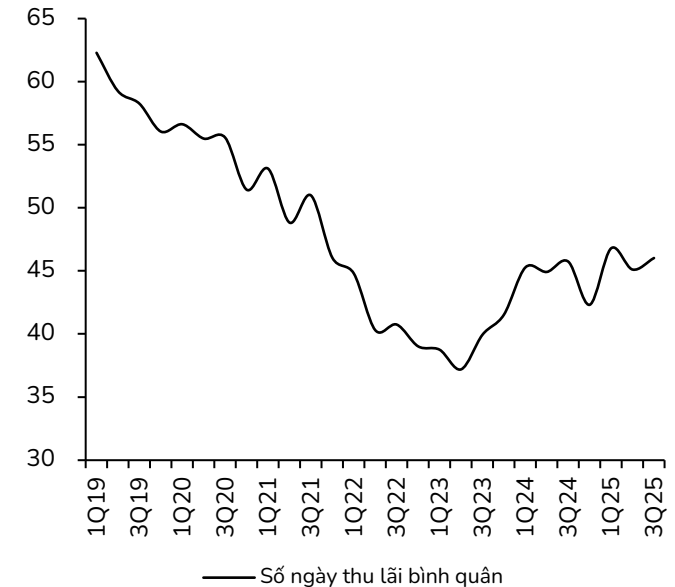
Tỷ lệ nợ quá hạn tiếp tục cải thiện, tuy nhiên tỷ lệ nợ xấu còn ghi nhận nhiều biến động khó lường trong ngắn hạn



LLCR đang có sự phân hóa tương đối rõ giữa các ngân hàng



Số ngày thu lãi bình quân có xu hướng tăng trở lại



Cambodia Indonesia Malaysia Philippines Singapore Thailand Vietnam

Áp dụng chung

Bộ đệm phản chu kỳ (CCyB)	Có	Có	Có	Có	Có	Không	Không
Bộ đệm bảo toàn vốn (CCB)	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Không
Giới hạn tỷ lệ đòn bẩy	Không	Có	Có	Có	Có	Không	Không
Hạn mức tăng trưởng tín dụng	Không	Không	Không	Không	Không	Không	Có

Khu vực hộ gia đình

Yêu cầu về vốn	Không	Không	Có	Không	Không	Có	Có
Giới hạn LTV	Không	Có	Có	Có	Có	Có	Không
Giới hạn Dư nợ vay/Thu nhập	Không	Không	Không	Không	Không	Có	Không
Giới hạn Khả năng trả nợ/Thu nhập	Không	Không	Có	Không	Có	Không	Không
Giới hạn vay tín chấp	Không	Không	Có	Không	Có	Có	Không

Khu vực doanh nghiệp

Yêu cầu về vốn	Không	Không	Không	Không	Không	Không	Có
Giới hạn LTV với khoản vay BĐS thương mại	Không	Không	Không	Có	Không	Không	Không

Thanh khoản

Tỷ lệ bù đắp thanh khoản (LCR)	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Không
Tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng (NSFR)	Không	Có	Có	Có	Có	Có	Không
Yêu cầu dự trữ cho mục đích thận trọng	Có	Có	Không	Có	Không	Không	Không
Tỷ lệ dư nợ cho vay/ tổng tiền gửi (LDR)	Không	Không	Không	Không	Không	Không	Có
Giới hạn vị thế ngoại tệ	Có	Có	Không	Có	Không	Có	Có

Rủi ro cấu trúc

Yêu cầu vốn bổ sung với các tổ chức có ảnh hưởng trọng yếu đến hệ thống	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Không
Giới hạn về mức độ "exposure" giữa các TCTC	Không	Có	Không	Không	Có	Không	Có

Nỗ lực nâng cấp bộ công cụ để đảm bảo an toàn hệ thống.

- Bên cạnh việc ban hành Thông tư 14/2025 nâng cấp tiêu chuẩn CAR, NHNN cũng đang xin ý kiến các TCTD để sửa đổi Thông tư 22/2019 nhằm hoàn thiện bộ các tỷ lệ an toàn theo Basel 3 như LCR và NSFR.
- Điều này sẽ giúp Việt Nam tiệm cận các nước trong khu vực như Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand (ASEAN-5) về bộ công cụ kiểm soát rủi ro của NHTW.
- Đây là điều kiện cần để hệ thống tiến tới thay thế cơ chế hạn mức tín dụng bằng cơ chế mang tính thị trường hơn. Trong nhóm ASEAN-5, hiện Việt Nam là nước duy nhất áp dụng cơ chế "room tín dụng" và kiểm soát LDR.
- Đến thời điểm hiện tại, NHNN đã không còn áp dụng hạn mức tín dụng đối với nhóm ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh, ngân hàng Hợp tác Xã Việt Nam, và các tổ chức tài chính phi ngân hàng (như FECredit, MCredit, HDSaison, SHBFinance, EVNFinance, ...)
- Xin lưu ý rằng, mặc dù Thông tư 14 vừa qua đã đưa ra các quy định về CCyB và CCB, tuy nhiên còn chưa áp dụng đồng loạt và bắt buộc trên toàn hệ thống cho đến 2030, ngoại trừ nhóm các ngân hàng đăng ký áp dụng sớm.
- Về chủ đề này, BSC vẫn ưa thích nhóm các ngân hàng lớn có bộ đệm CAR vượt trội (đặc biệt là tỷ lệ vốn cấp 1) hay có nhiều dư địa cải thiện như **TCB** (15.8% tại cuối Q3/2025), **HDB** (15.0%), **VPB** (13.6%), **MBB** (11.7%) và cần nhắc **VCB** (11.5%), **ACB** (10.8%) được đánh giá có danh mục tín dụng thận trọng nhờ đó có thể cải thiện CAR theo phương pháp IRB.

Sau Thông tư 14 sửa đổi Thông tư 41 về CAR, NHNN đang lấy ý kiến về Dự thảo sửa đổi Thông tư 22, quy định các tỷ lệ thanh khoản nâng cao như LCR, NSFR. Thời gian dự kiến áp dụng hiện chưa rõ, BSC kỳ vọng có thể bắt đầu từ 2H2026 sau khi các ngân hàng có đủ thời gian để tính toán và chuyển đổi.

Tỷ lệ đảm bảo khả năng thanh toán (LCR) = HQLA đủ điều kiện / Dòng tiền ra ròng 30 ngày

- Phản ánh khả năng ngân hàng duy trì khoản dự trữ tài sản có tính thanh khoản cao (HQLA) đủ để đáp ứng dòng tiền ra ròng dự kiến trong 30 ngày căng thẳng.
- Mức tối thiểu: theo lộ trình, **từ ngày thi hành đến hết 31/12/2027 >= 60%**, sau đó mỗi năm tăng thêm 10%, **đến 2031 >= 100%**.
- HQLA đủ điều kiện:
 - Với các ngân hàng Việt Nam, chủ yếu là tài sản cấp 1 (hệ số thanh khoản 100%) bao gồm: tiền mặt, tiền gửi NHNN (bao gồm DTBB), TPCP Việt Nam.
 - Tuy nhiên số dư tài khoản Nostro sẽ không được tính, khác với cách tính tỷ lệ Khả năng chi trả 30N hiện nay theo TT22.
- Dòng tiền ra 30 ngày: giả định hệ số rút tiền với các nguồn tài trợ để kiểm tra sức chịu đựng trong kịch bản căng thẳng, ví dụ:
 - Tiền gửi bán lẻ; Nguồn vốn bán buôn không bảo đảm của SME: chịu hệ số 5% -> 25% theo tính ổn định giảm dần.
 - Nguồn vốn bán buôn không bảo đảm: trong đó Nguồn vốn không có đảm bảo “khác”, ví dụ Tiền gửi của các TCTD, TCTC sẽ chịu hệ số 100%.
- Dòng tiền vào 30 ngày: bị áp trần không được vượt 75% dòng tiền ra dự kiến
- **Trao đổi với 1 số thành viên thị trường, LCR có thể là tiêu chí khó tuân thủ nhất với tình trạng phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn thị trường 2 như hiện nay.**

Tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng (NSFR) = Nguồn vốn ổn định sẵn có (ASF) / Nguồn vốn ổn định yêu cầu (RSF)

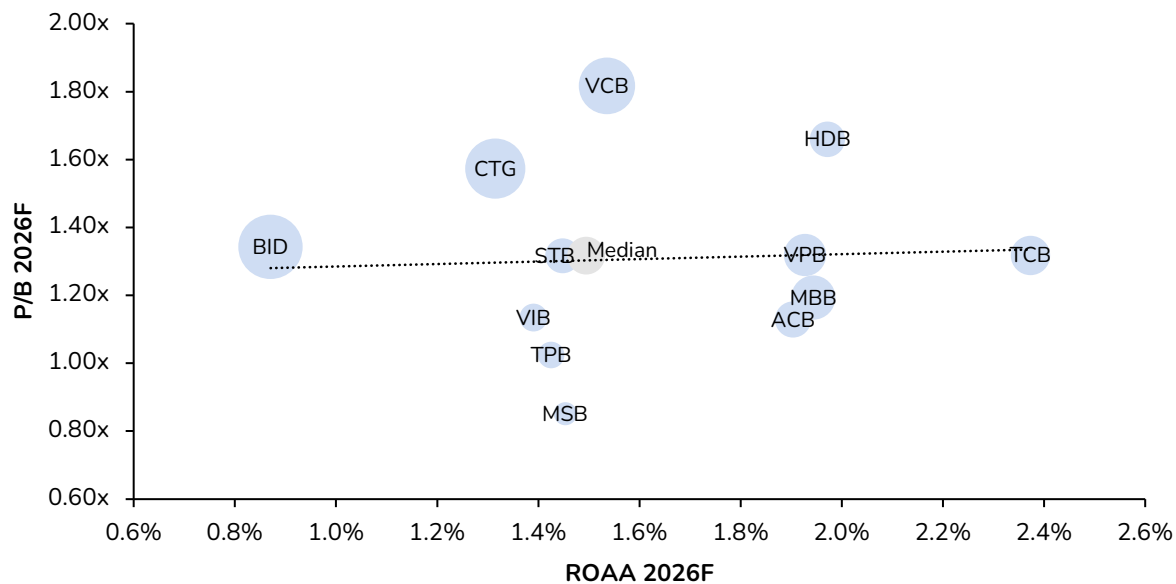
- Đánh giá mức độ ngân hàng có đủ nguồn vốn ổn định để tài trợ cho tài sản trong kỳ hạn 1 năm, nhằm giảm rủi ro mất cân đối kỳ hạn và phụ thuộc vào vốn ngắn hạn.
- Mức tối thiểu: **>= 100% ngay từ khi áp dụng.**
- ASF: xác định theo tính ổn định của nguồn tài trợ dựa trên tiêu chí **(1)** kỳ hạn tài trợ (dài ổn định hơn ngắn) và **(2)** loại hình tài trợ và đối tác (KHCCN và SME ổn định hơn các khách hàng khác), ví dụ:
 - Vốn cấp 1, vốn cấp 2 có kỳ hạn >1 năm, tiền gửi bán lẻ có kỳ hạn còn lại >1 năm (không được rút trước hạn nếu không chịu phạt đáng kể) được áp hệ số 100%.
 - Nguồn vốn bán buôn có kỳ hạn còn lại <1 năm của KHDN (không phải TCTC) được áp 50%, còn nguồn vốn có kỳ hạn còn lại <1 năm của NHNN và TCTC thì áp 0%.
- RSF: nguyên tắc chung là tài sản có chất lượng thấp và giá trị thanh khoản thấp, kỳ hạn dài (>1 năm) thì yêu cầu nhiều nguồn vốn tài trợ ổn định hơn (và ngược lại), tài sản ngoại bảng thì được quy định áp hệ số riêng.
- **Hầu hết các ngân hàng lớn đã tính toán và theo dõi NSFR nội bộ từ trước, do đó việc tuân thủ dự kiến không có nhiều khó khăn.**
- **Ngoài ra, hiện chưa rõ khả năng NHNN có bỏ kiểm soát tỷ lệ LDR sau khi áp dụng LCR, NSFR hay không. Nếu có, tình trạng các ngân hàng phát hành đối ứng trên thị trường 2 để xử lý kỹ thuật sẽ được giảm bớt.**

Lưu ý: Đây là bản tóm tắt 1 số ý chính rất khái quát nhằm cung cấp cho các nhà đầu tư góc nhìn tổng thể, không thể bao gồm đầy đủ các nội dung mang nhiều tính kỹ thuật có trong Dự thảo, và tất cả thông tin này có thể thay đổi khi dự thảo được chỉnh sửa.

Ước tính lợi nhuận và quan điểm đầu tư.

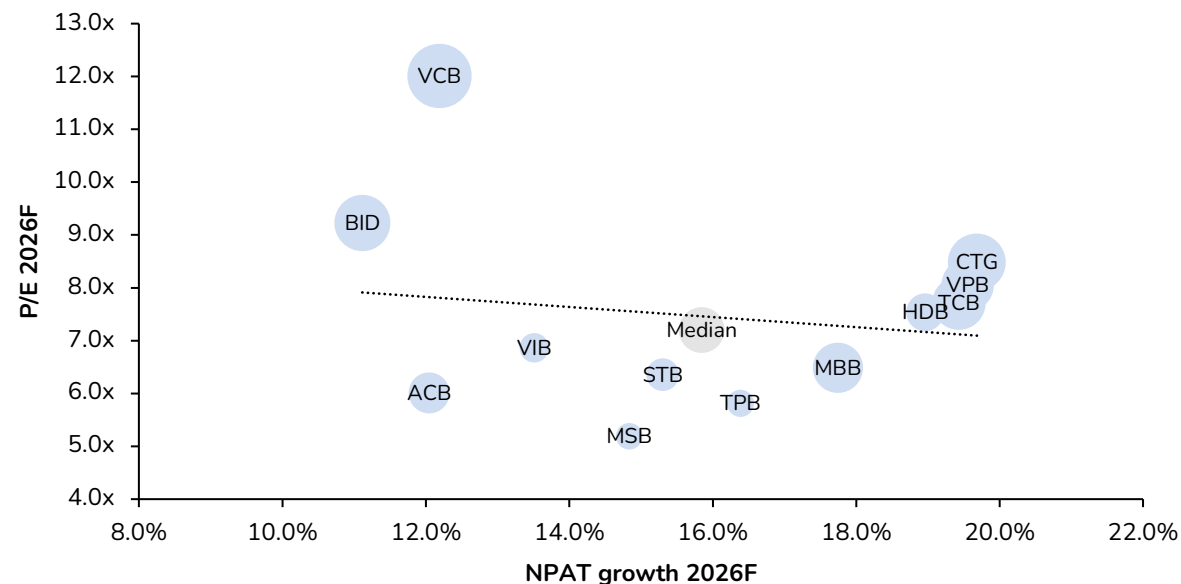
- Trong kịch bản cơ sở, **BSC ước tính tổng LNTT của danh sách theo dõi tăng trưởng +14.2% YoY trong 2025F và cải thiện lên +16.0% YoY trong 2026F** (điều chỉnh giảm trung bình 1 điểm % so với dự báo cũ), tuy nhiên sự phân hóa giữa các nhóm ngân hàng vẫn sẽ tương đối rõ ràng khi BSC cho rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ chỉ tập trung ở một số các ngân hàng lớn có lợi thế về tăng trưởng tín dụng.
- Triển vọng này kết hợp với mặt bằng định giá toàn ngành được đánh giá ở mức trung tính (một phần bị kéo xuống bởi BID và VCB), BSC cập nhật khuyến nghị **TRUNG LẬP** với ngành ngân hàng khi sự mất cân đối cần tiếp tục được theo dõi.
- BSC vẫn kỳ vọng có những cổ phiếu ngân hàng có thể đem lại lợi suất vượt trội cho nhà đầu tư, dựa trên những đặc điểm: (1)** có tính năng động cao trong việc mở rộng hệ sinh thái và tham gia vào các mảng kinh doanh mới, **(2)** sở hữu lợi thế cạnh tranh từ tập khách hàng đặc thù trong hệ sinh thái, **(3)** sở hữu bộ đệm CAR lớn và có khả năng để cải thiện từ tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi hay từ phát hành mới cho nhà đầu tư nước ngoài, và **(4)** mức định giá phù hợp để tích lũy. Theo đó, các lựa chọn ưa thích của chúng tôi tiếp tục là: **MBB, TCB, VPB**.
- Về trung dài hạn, cuộc đua tăng vốn sẽ là chất xúc tác quan trọng nhất để nâng chấp nhận định giá của ngành, tuy nhiên BSC cho rằng ROE của hệ thống ngân hàng Việt Nam có thể sẽ cần điều chỉnh giảm về mức hợp lý hơn trong tương quan với ROA (tỷ lệ đòn bẩy giảm) cũng như trong tương quan với các nước ASEAN đã áp dụng Basel 3. Chúng tôi đã nhắc đến vấn đề này trong báo cáo trước, nhà đầu tư có thể tham khảo [ở đây](#).

Tương quan giữa P/B và ROAA dự phóng 1 năm



Độ lớn của bong bóng dựa trên quy mô tổng tài sản

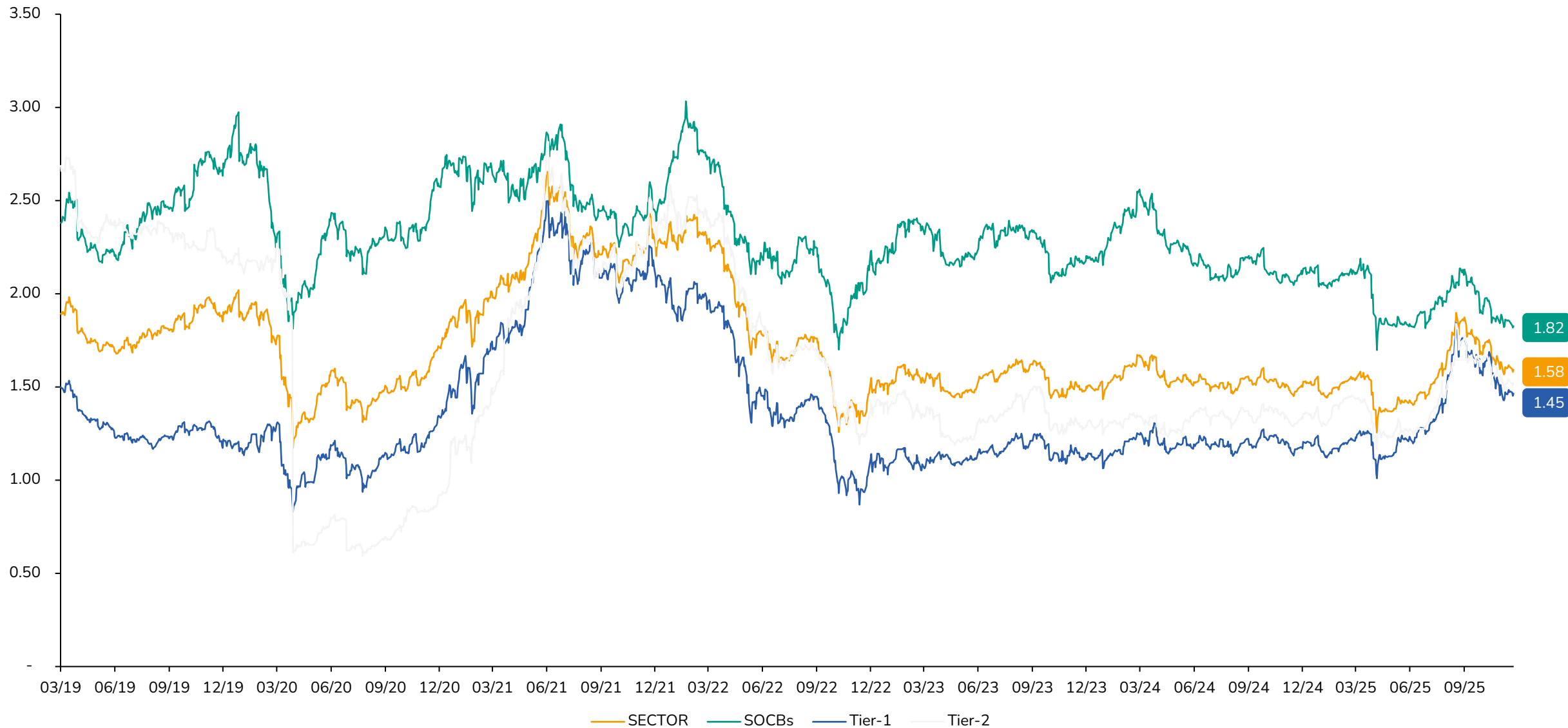
Tương quan giữa P/E và Tăng trưởng LNST dự phóng 1 năm



Độ lớn của bong bóng dựa trên quy mô vốn chủ sở hữu

Nguồn: BSC Research

NGÂN HÀNG: ĐỊNH GIÁ P/B CỦA TỪNG NHÓM NGÂN HÀNG



P/B của từng nhóm được tính theo tổng vốn hóa và tổng VCSH

SOCBs bao gồm BID, CTG, VCB

Tier-1 bao gồm ACB, HDB, MBB, SHB, STB, TCB, VPB

Tier-2 bao gồm EIB, LPB, MSB, NAB, OCB, SSB, TPB, VIB



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN - ĐẠM - KHÍ

QUAN ĐIỂM:

Chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Dầu khí trong năm 2026 do

- (i) Các cổ phiếu đang giao dịch ở mức rẻ trong quá khứ
- (ii) Tuy giá dầu dự báo ở mức thấp trong năm 2026, nhưng các doanh nghiệp dầu khí trên sàn vẫn đảm bảo công việc ổn định và kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận

Trong trung hạn, **các cổ phiếu dầu khí phù hợp để đầu tư khi các cổ phiếu đều về vùng định giá rẻ và chiết khấu sâu so với quá khứ**: ngành đang giao dịch tại P/B trung vị 1.4, tương đương với mức chiết khấu 10% so với mức định giá trung bình 5 năm

Bảng: Khuyến nghị các cổ phiếu dầu khí

	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Upside (so với 16/12/2025)
GAS	MUA	75,200	16%
PVS	MUA	41,600	28%
PVD	MUA	30,200	17%
BSR	NẮM GIỮ	16,000	4%

Hình: Biên độ định giá P/B của ngành phiếu dầu khí trong 2020 - 2025



Nguồn: BSC tổng hợp

Cập nhật giá dầu:

Giữa tháng 12/2025, giá dầu thế giới tiếp tục ở mức thấp so với đầu năm: giá dầu Brent quanh 60 USD/thùng (-20% YTD, -28% YoY), giá dầu WTI quanh 58 USD/ thùng (-19% YTD, -27% YoY). So với quý 2/2025, giá dầu không có nhiều thay đổi dù trong quý 3 có lúc giá dầu quay lại mốc trên 70 USD/ thùng. Sang năm 2026, đa phần các tổ chức trên thế giới (ngân hàng, quỹ,...) đều dự phóng giá dầu giảm do (i) OPEC+ tăng nguồn cung (ii) Lo ngại nhu cầu dầu suy yếu.

BSC dự phóng giá dầu Brent trung bình năm 2026 đạt mức 62 USD/thùng (giảm 7% so với trung bình năm 2025). năm 2025 (giảm 20% so với trung bình của năm 2024).

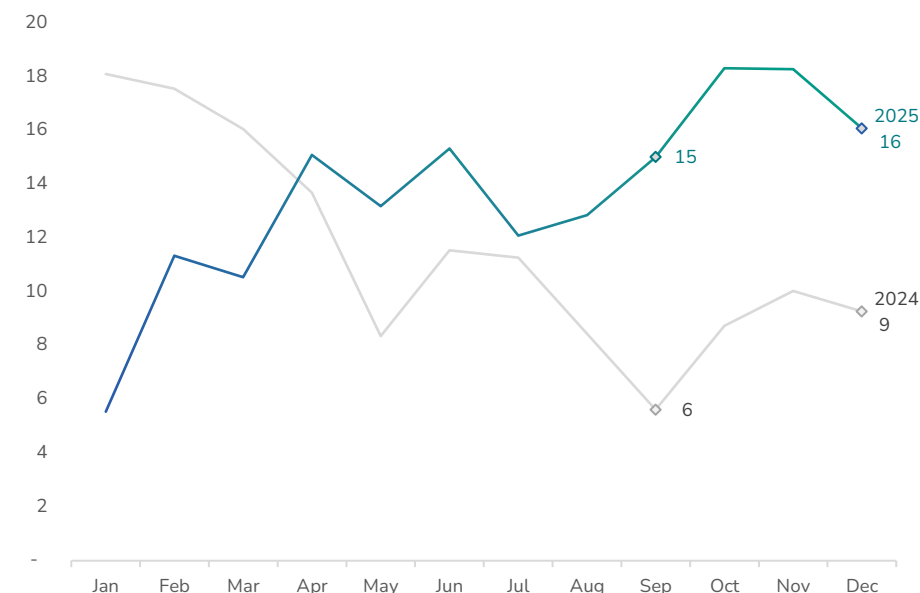
Tổ chức	Dự báo		
	2025F tại quý 2.2025	2025F tại quý 3.2025	2026F
Australia & New Zealand Banking Group Ltd	92	68	62
Bank of America Merrill Lynch	65	67	70
Barclays PLC	68	69	65
Capital Economics Ltd	72	68	62
Commerzbank AG	65	65	65
Emirates NBD PJSC	73	69	65
Goldman Sachs	66	68	56
JPMorgan Chase & Co	66	68	58
Morgan Stanley	70	70	65
MPS Capital Services	80	67	62
Rabobank	63	68	60
Societe Generale SA	72	68	62
Standard Chartered Bank	77	61	78
UBS Group AG	65	68	62
Trung vị	69	68	62

Đối với triển vọng kinh doanh năm 2026, BSC cho rằng triển vọng giữa các doanh nghiệp sẽ có sự phân hóa:

- (i) Doanh nghiệp sẽ gặp mức nền lợi nhuận cao của năm 2025 khiến tốc độ tăng trưởng sụt giảm: GAS (2025 có chi phí hoàn nhập dự phòng), BSR (mức nền so sánh cao trong Q4/2025 do crack spread đạt đỉnh).
- (ii) Doanh nghiệp có backlog tốt và vẫn duy trì được tăng trưởng: PVD (các hợp đồng đã ký kết và giàn PVD IX đi vào hoạt động), PVS (kỳ vọng biên gộp cải thiện khi ghi nhận doanh thu và lợi nhuận của các dự án liên quan đến Lô B).

Mã	%YoY DT	%YoY NPATMI	Triển vọng 2026
GAS	+14%	-6%	<ul style="list-style-type: none"> (i) Mức nền cao của 2025 do không còn hoàn nhập dự phòng (ii) Lượng khí thiên nhiên tiếp tục suy giảm
BSR	-1%	+3%	<ul style="list-style-type: none"> (i) Mức nền so sánh cao do crack spread đạt đỉnh cuối 2025 (ii) Biên lợi nhuận bình thường hóa, đà tăng bị kìm hãm bởi áp lực cung cầu
PVS	+19%	+11%	<ul style="list-style-type: none"> (i) Mức nền lợi nhuận tài chính cao (ii) Tiếp tục ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ Lô B – Ô Môn
PVD	+19%	+20%	<ul style="list-style-type: none"> (i) Nguồn việc ổn định, với giá thuê tiếp tục tăng (ii) Giàn PVD IX đưa vào vận hành, giúp duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận.

Hình: Crack spread cải thiện trong Q4/25 (USD/thùng)

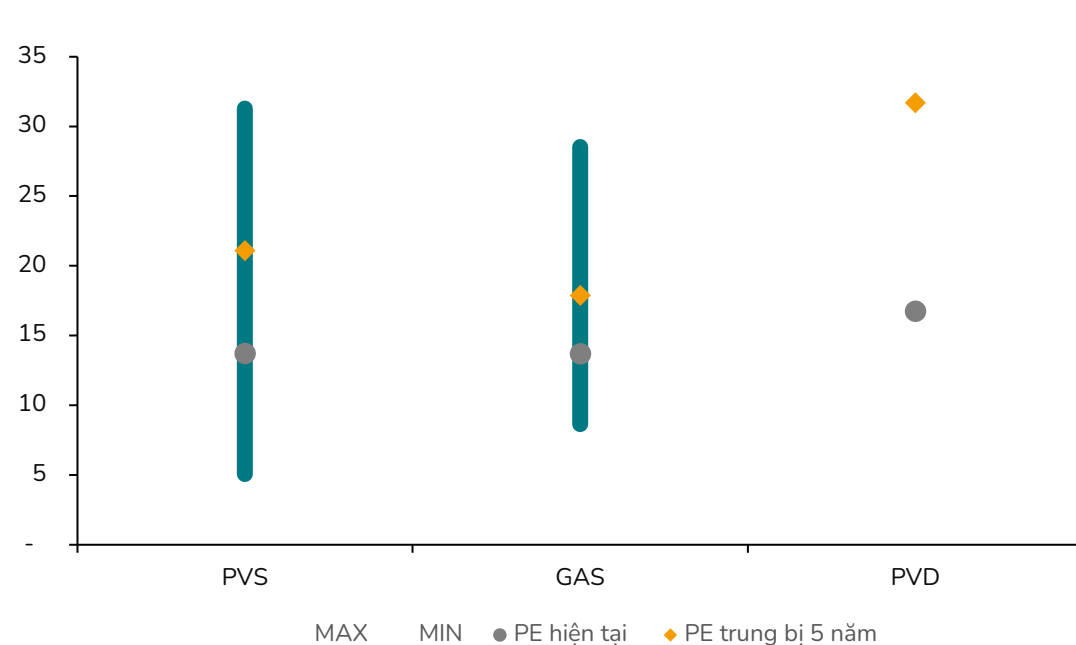


Mức định giá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn:

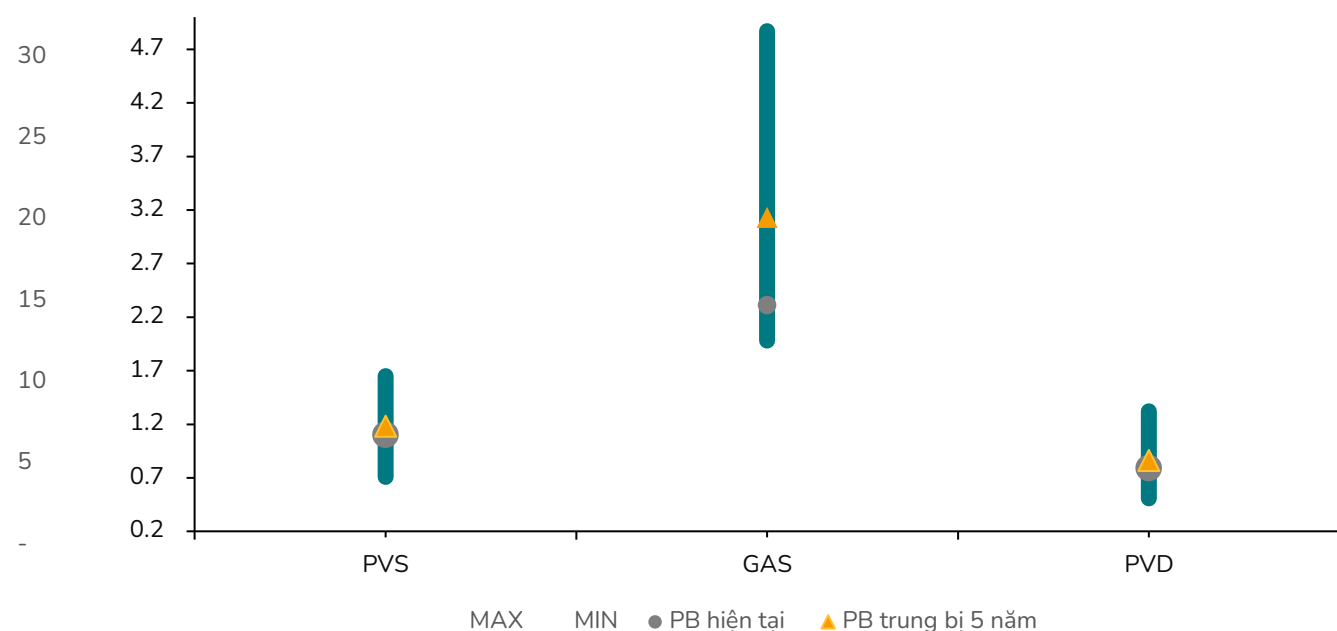
Năm 2025, cổ phiếu ngành dầu khí đang diễn biến kém hơn so với thị trường chung: **hiệu suất nhóm cổ phiếu dầu khí tăng 4% trong khi VN-index tăng mạnh 30% YTD** trước những thông tin tiêu cực về giá dầu và thiếu câu chuyện mới về triển vọng tăng trưởng. Trong đó, diễn biến giá các cổ phiếu dầu khí lần lượt là: GAS -1% YTD, PVS -2% YTD, PVD +5% YTD, BSR +18%YTD. Tất cả các cổ phiếu đều đang diễn biến kém 12% - 32% so với thị trường

Việc giá cổ phiếu giảm trong khi doanh thu vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tích cực khiến các cổ phiếu đều về vùng định giá hấp dẫn so với quá khứ: PVS đang giao dịch ở mức chiết khấu P/E và PB trung vị 5 năm là 42% và 7%, GAS đang giao dịch ở mức chiết khấu P/E và PB trung vị 5 năm là 27% và 26%,

Hình: Biên độ định giá P/E của một số cổ phiếu dầu khí trong 2020 - 2025



Hình: Biên độ định giá P/B của một số cổ phiếu dầu khí trong 2020 - 2025



Nguồn: BSC tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ: Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** ngành điện nhờ môi trường pháp lý đang được hoàn thiện và nhu cầu điện dự báo tăng cao.

Năm 2025 đóng vai trò là năm “bản lề” về thể chế, tạo hành lang pháp lý tương đối đầy đủ và đồng bộ, qua đó mở đường cho giai đoạn 2026 trở đi – khi hàng loạt dự án nguồn điện, lưới điện và năng lượng mới được triển khai trên thực địa.

NGUỒN PHÁT ĐIỆN

Quyết định 1509/QĐ-BCT
Xác định cụ thể tiến độ các dự án lớn

Quyết định 988, 1508, 1251, 982, 983
Khung giá phát điện các loại năng lượng

Nghị quyết 189/2025/QH15
Đẩy nhanh dự án điện hạt nhân

Nghị định 58/2025/NĐ-CP
Ưu đãi điện gió ngoài khơi

Nghị định 56/2025/NĐ-CP
Hướng dẫn tổ chức đấu thầu cạnh tranh

QHĐ 8 điều chỉnh (quyết định 768)
Đặt mục tiêu công suất rõ ràng

Nghị quyết về chính sách phát triển năng lượng 2026 - 2030
Cắt giảm thủ tục, áp dụng cơ chế đặc thù

Nghị định 57/2025/NĐ-CP
Cơ chế DPPA

Nghị định 72/2025
EVN được tăng giá điện linh hoạt hơn

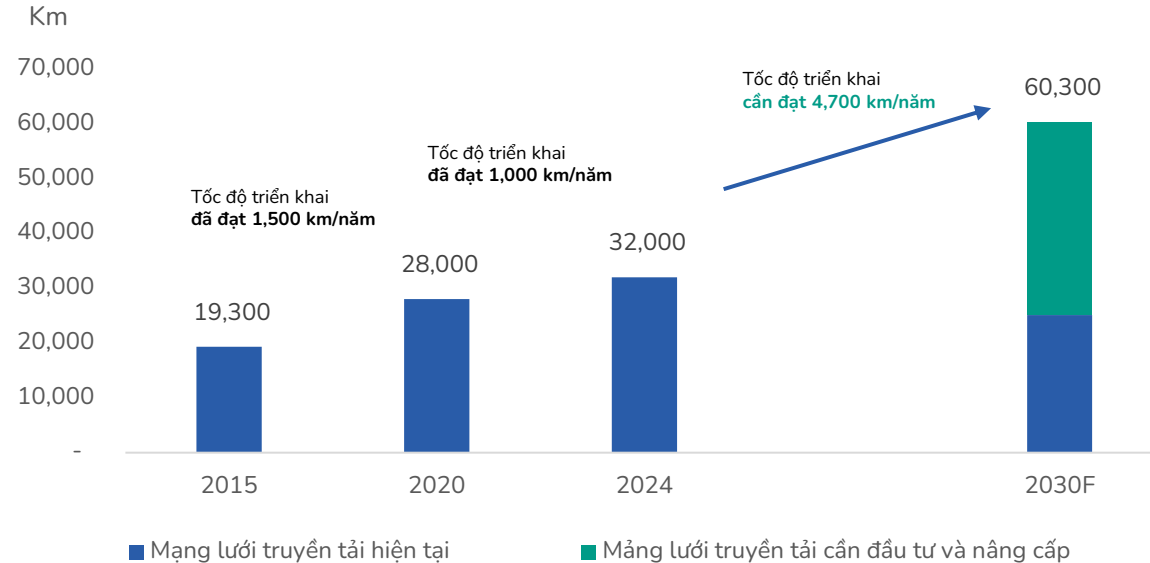
Dự thảo nghị định về cơ chế tài chính đặc thù đối với EVN
Cung cấp thêm tài chính cho EVN

HẠ TẦNG LƯỚI ĐIỆN

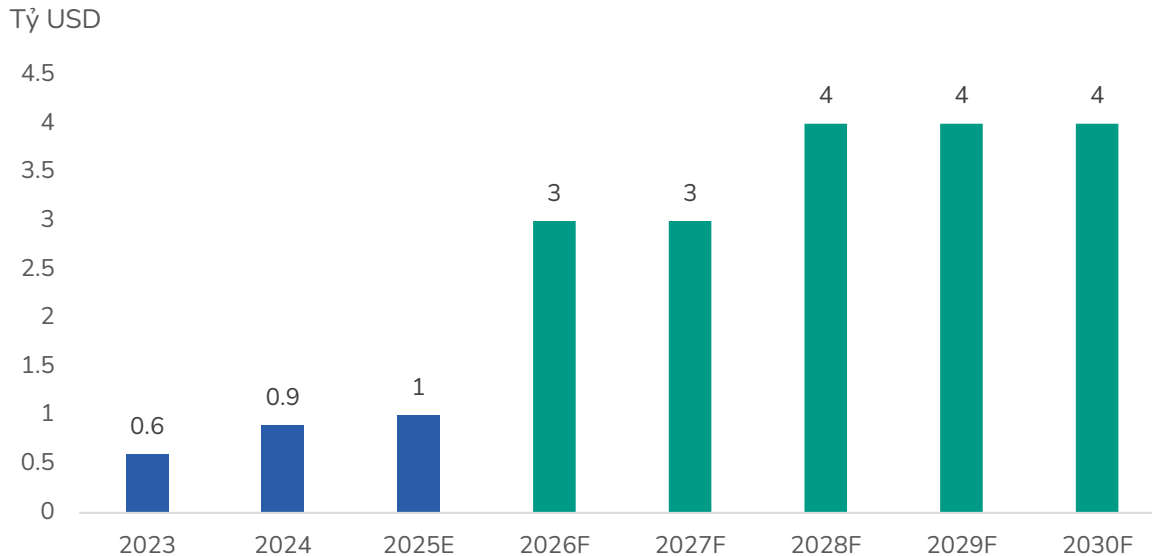
Quyết định 1509/QĐ-BCT
Kế hoạch triển khai các dự án truyền tải

NGÀNH ĐIỆN: HOÀN THIỆN PHÁP LÝ, KHƠI THÔNG DÒNG VỐN ĐẦU TƯ

Tốc độ phát triển lưới điện sẽ cao kỷ lục trong 5 năm tới



Vốn đầu tư cho lưới điện tăng lên mức kỷ lục để đáp ứng QHĐ 8 điều chỉnh



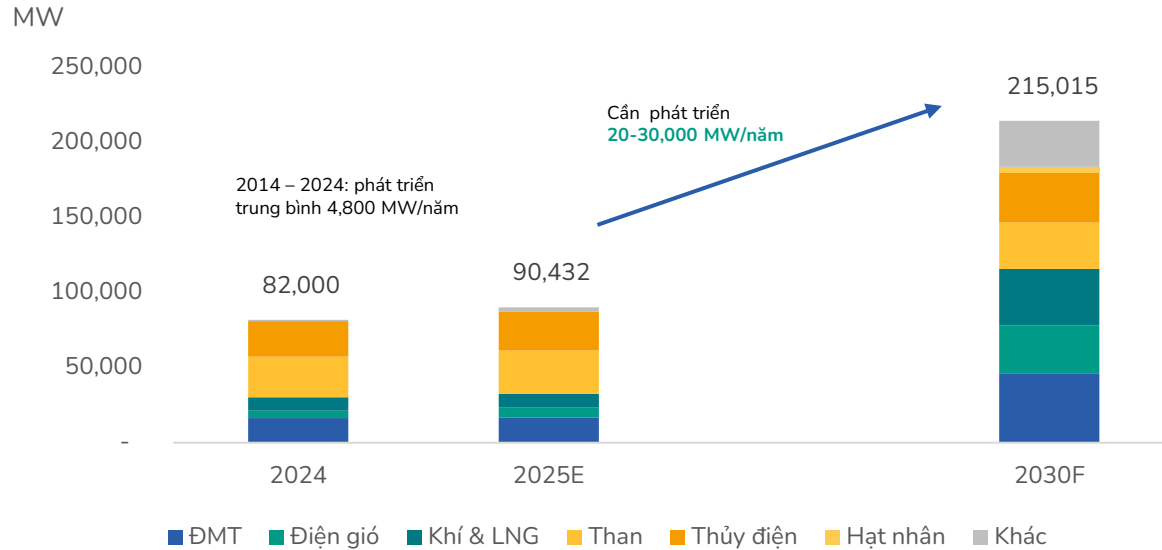
Nguồn: cục điện lực, QHĐ 8 điều chỉnh, NSMO, BSC Research tổng hợp

Để hiện thực hóa các mục tiêu đặt ra trong Quy hoạch điện VIII, Chính phủ buộc phải đẩy nhanh khối lượng triển khai đầu tư trong giai đoạn 2026–2030, khi dư địa thời gian thực hiện không còn nhiều. Áp lực tiến độ này đồng nghĩa với việc làn sóng dự án điện quy mô lớn sẽ được tái khởi động mạnh mẽ, sau giai đoạn trầm lắng kéo dài gần hai năm thiếu vắng các dự án mới.

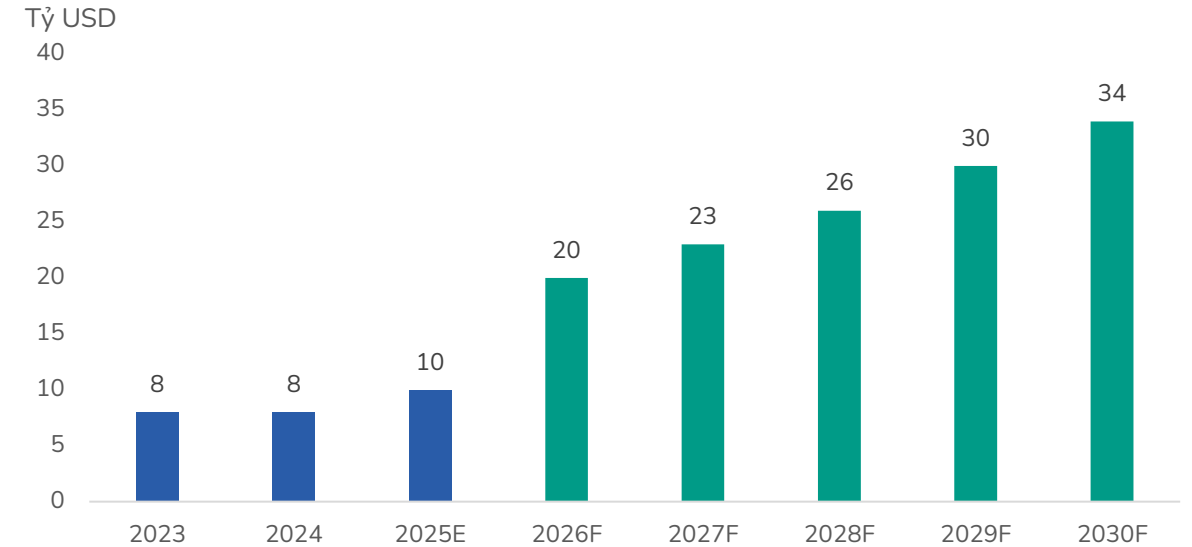
Trong bối cảnh đó, **nhóm doanh nghiệp xây lắp điện** được kỳ vọng là bên hưởng lợi trực tiếp và sớm nhất, nhờ sự phục hồi rõ rệt của backlog, gia tăng nhu cầu xây dựng cho cả nguồn và lưới điện.

NGÀNH ĐIỆN: HOÀN THIỆN PHÁP LÝ, KHỞI THÔNG DÒNG VỐN ĐẦU TƯ

Cần đẩy nhanh hơn tốc độ để hoàn thành công suất lắp đặt theo kế hoạch



Nhu cầu vốn đầu tư kỷ lục để phát triển nguồn điện theo quy hoạch



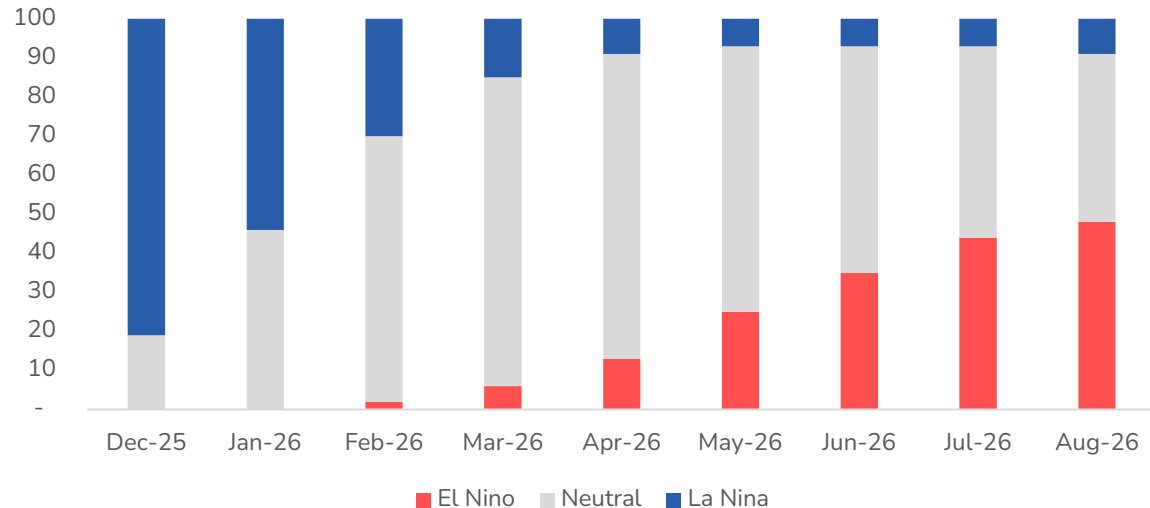
Nguồn: cục điện lực, QHĐ 8 điều chỉnh, NSMO, BSC Research tổng hợp

Song song, **các doanh nghiệp phát triển nguồn điện** cũng được hưởng lợi giảm thời gian chôn vốn nhờ thủ tục pháp lý được tháo gỡ, qua đó cải thiện vòng quay đầu tư. Việc gia tăng công suất lắp đặt không chỉ củng cố vị thế vận hành mà còn nâng cao giá trị doanh nghiệp trong trung và dài hạn, đặc biệt trong bối cảnh thị trường điện đang dần vận hành theo cơ chế cạnh tranh hơn.

Trong ngắn hạn, POW là đơn vị có nhà máy NT3 và NT4 với công suất đáng kể đi vào vận hành trong năm 2026. Các doanh nghiệp khác chỉ vừa khởi công dự án mới trong Q4/2025, mục tiêu cuối năm 2026 đi vào vận hành với các dự án NLTT hoặc 2028 với các dự án nhiệt điện khí, thủy điện lớn.

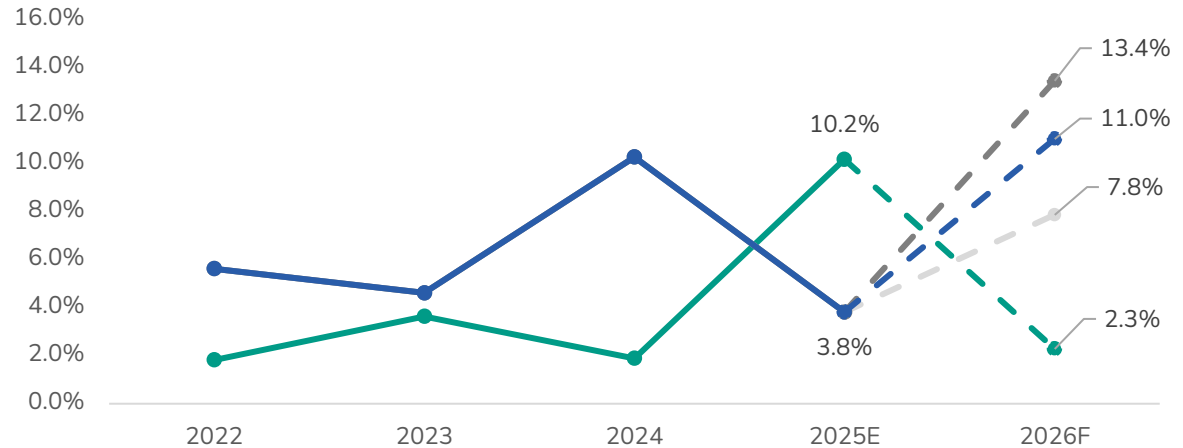
NGÀNH ĐIỆN: NHÓM NHIỆT ĐIỆN, XÂY LẮP ĐIỆN HƯỞNG LỢI TRONG NĂM 2026

Xác suất xảy ra Elnino tăng dần từ tháng 5/2026 hỗ trợ nhóm nhiệt điện



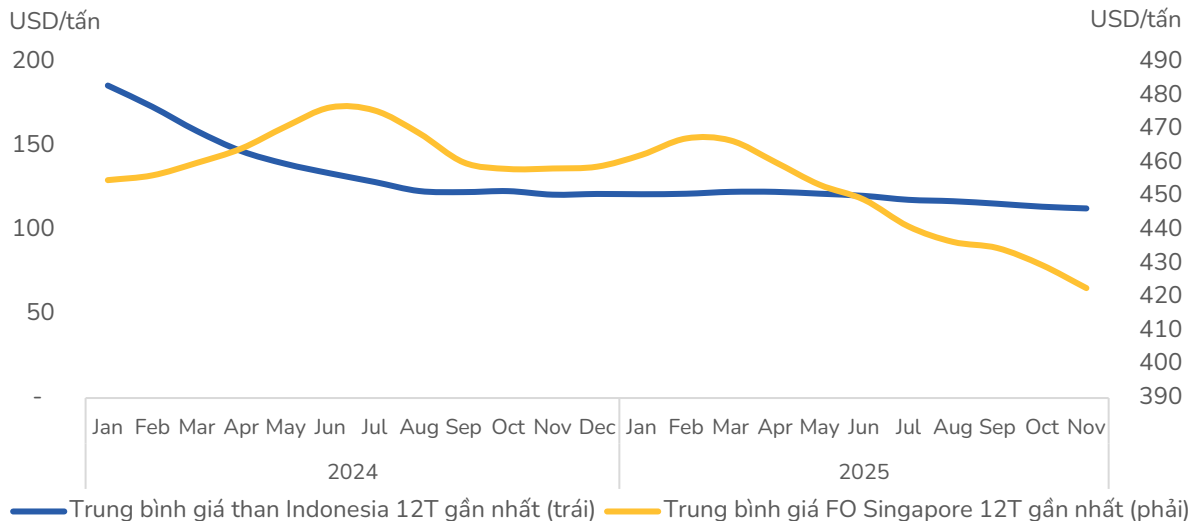
Nguồn: NOAA

Dự báo nhu cầu điện tăng tốc trở lại 7.8-13.4% trong năm 2026



Nguồn: EVN, MOIT, BSC Research ước tính

Nhiên liệu đầu vào của nhóm nhiệt điện dự báo tiếp tục duy trì thấp



Nguồn: Bloomberg

Trong ngắn hạn năm 2026: BSC cho rằng nhóm nhiệt điện sẽ được huy động ở mức cao hơn so với năm 2025, nhờ ba yếu tố hỗ trợ chính:

1. Nhu cầu tiêu thụ điện dự báo tăng trưởng 7.8-13.4% (theo Bộ Công Thương)
2. điều kiện thời tiết bất lợi cho thủy điện làm gia tăng vai trò nguồn nền.
3. giá nhiên liệu đầu vào (than, khí) được dự báo tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2026, qua đó cải thiện hiệu quả huy động và biên lợi nhuận của các nhà máy nhiệt điện.

NGÀNH ĐIỆN: NHÓM NHIỆT ĐIỆN, XÂY LẮP ĐIỆN HƯỞNG LỢI TRONG NĂM 2026

Cổ phiếu khuyến nghị:

- Nhóm phát điện: **POW** ([tham khảo báo cáo](#)), **NT2** ([tham khảo báo cáo](#))
- Nhóm xây lắp điện: **PC1** ([tham khảo báo cáo](#)), **TV2** ([tham khảo báo cáo](#))

Định giá PE của ngành điện, nước đang được chiết khấu 3% so với trung vị



Nguồn: BSC Research (17/12/2025)

PE TTM
14.15x

MEDIAN
14.6x

-1 std
12.93x

+1 std
17.36x

BSC hạ quan điểm xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành Phân bón trong năm 2026 khi các yếu tố thách thức rõ rệt hơn:

- Thách thức: **(i)** Giá phân bón hạ nhiệt từ nền cao 2025 và **(ii)** Chi phí sản xuất phân hóa: DAP chịu áp lực từ giá lưu hành neo cao, trong khi Urê hưởng lợi tương đối từ chi phí năng lượng giảm.
- Thuận lợi: **(i)** VAT 5% áp dụng trọn năm 2026 giúp ổn định chi phí và duy trì sức cạnh tranh và **(ii)** **Khả năng chi trả của nông dân cải thiện** sau khi giá phân bón điều chỉnh, qua đó hỗ trợ duy trì sản lượng tiêu thụ.

1.1 Triển vọng giá phân bón: Urê hồi phục ngắn hạn, DAP giằng co do chi phí

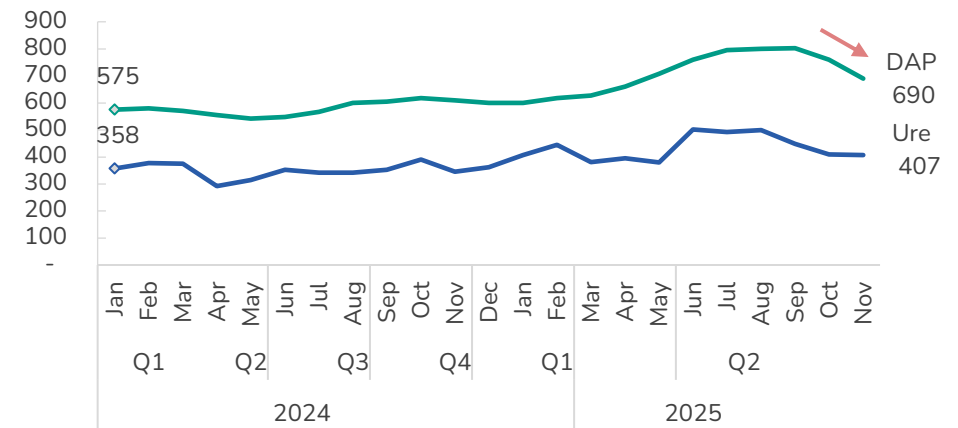
(i) Thị trường urê: Áp lực cung gia tăng, giá ure giảm

- BSC dự báo giá Urê bình quân 2026 giảm **-3% đến -4%** so với nền cao 2025. Dù thị trường được nâng đỡ ngắn hạn trong Q1 nhờ cầu vụ mùa tại Ấn Độ và Mỹ, rủi ro dư cung sẽ hiện hữu từ Q2 khi Trung Quốc nới lỏng hạn ngạch (~6 triệu tấn, gấp 1.5 lần 2025).
- Chúng tôi cho rằng lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất ure đã đạt đỉnh trong 2025 và trọng tâm 2026 sẽ chuyển dịch sang khả năng bảo toàn biên lợi nhuận nhờ giá nguyên liệu giảm, hiệu ứng VAT 5% và gia tăng tỷ trọng đóng góp từ mảng NPK.

(ii) Thị trường DAP: Dự báo giảm nhẹ -4% đến -5%, chi phí tạo "đáy cứng"

- BSC dự báo giá DAP bình quân 2026 **điều chỉnh giảm -4% đến -5% YoY**, dao động trong biên độ 600–630 USD/tấn FOB. Áp lực giảm đến từ nhu cầu Ấn Độ suy yếu sau giai đoạn nhập khẩu kỷ lục 2025, cộng với tồn kho nội địa cao khiến quốc gia này duy trì chiến lược mua cầm chừng.
- Dù vậy, **đà giảm của giá DAP được kỳ vọng bị chặn lại bởi áp lực chi phí đầu vào**, khi **giá lưu hành neo cao quanh 500–550 USD/tấn**, thiết lập mặt bằng chi phí "bình thường mới". Với mức chi phí này, dự báo giá DAP xác suất giảm dưới 600 USD/tấn FOB thấp nếu các nhà sản xuất không muốn chịu lỗ. Ngoài ra, **khả năng Trung Quốc điều chỉnh chính sách xuất khẩu theo hàm lượng dinh dưỡng (P2O5 pools)** có thể khiến nguồn cung DAP tiêu chuẩn ra thị trường quốc tế bị hạn chế, qua đó gián tiếp hỗ trợ mặt bằng giá.

Hình: Giá Urê và DAP: Điều chỉnh từ nền cao (USD/tấn)

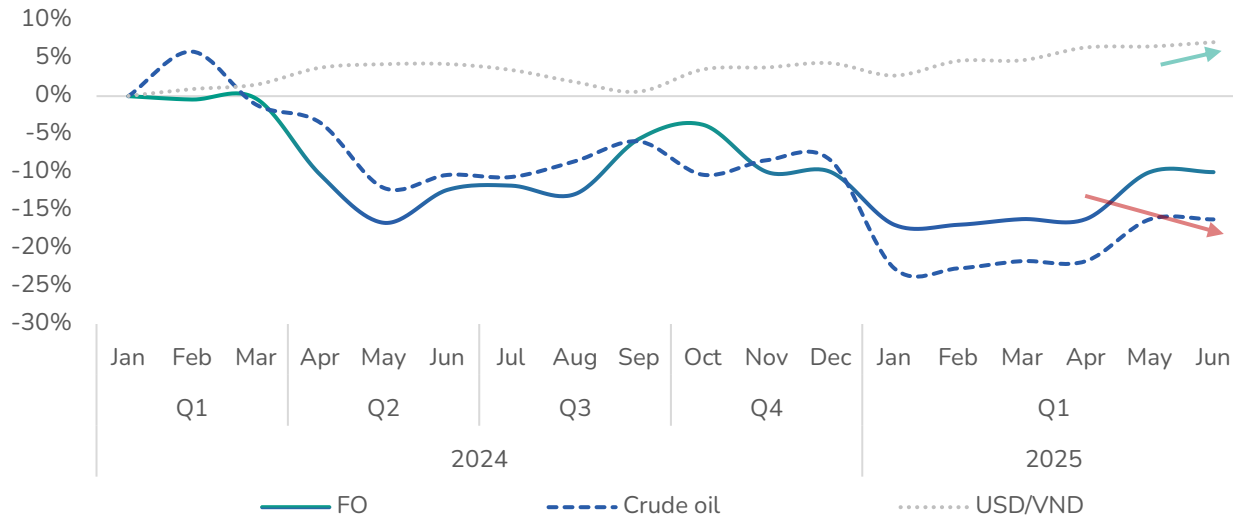


Nguồn: BSC Research tổng hợp

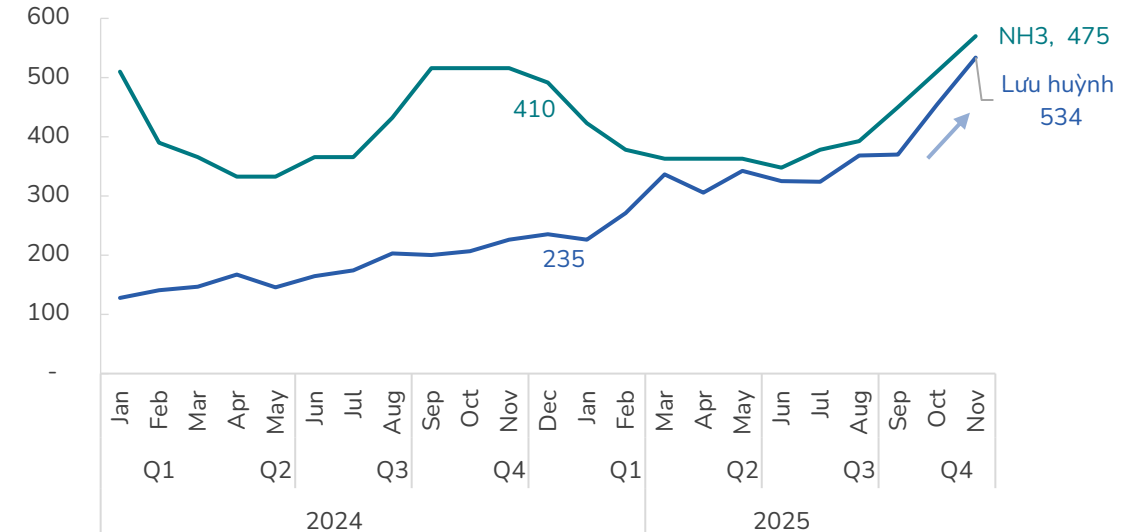
1.2 Chi phí sản xuất 2026F: DẠP tiếp tục chịu áp lực do giá lưu huỳnh neo cao, Ure hạ nhiệt

- Giá dầu Brent bình quân quý 4/2025 đạt 63 USD/thùng (-3.6% YoY, -4.1% QoQ). Giá FO Singapore duy trì quanh 349 USD/tấn (-18.9% YoY, -9.6% QoQ), cho thấy mặt bằng chi phí năng lượng đã giảm mạnh so với các quý trước và cùng kỳ.
- Tỷ giá USD/VND bình quân quý 4/2025 đạt 26,352 (+3.9% YoY, +0.1% QoQ), tiếp tục xu hướng tăng nhẹ trong bối cảnh chính sách tiền tệ Mỹ duy trì lãi suất cao.
- Năm 2026F, giá dầu Brent và giá FO được kỳ vọng tiếp tục giảm, qua đó bù đắp phần lớn áp lực từ tỷ giá USD/VND tăng nhẹ. Theo đó, chi phí sản xuất Urê năm 2026F **dự phóng giảm khoảng 5–7%** so với bình quân 2025, hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận trong bối cảnh giá bán điều chỉnh từ nền cao.
- Giá Lưu huỳnh bình quân quý 4/2025 đạt 494 USD/tấn (+121.9% YoY, +39.6% QoQ), tăng phi mã do nguồn cung thắt chặt và nhu cầu kép đột biến (từ phân bón Đông Xuân và công nghiệp Niken Indonesia).
- Trong khi đó, giá NH₃ bình quân quý 4/2025 đạt 450 USD/tấn (+6.3% YoY, +32.6% QoQ), tăng mạnh trong quý 4 do sự cố gián đoạn sản xuất tại các nhà máy lớn (Ma'aden, BASF).
- Với diễn biến trên, chi phí nguyên liệu đầu vào cho sản xuất DAP được dự báo duy trì ở mức cao, trong bối cảnh **giá lưu huỳnh thiết lập mặt bằng “bình thường mới” cao hơn**, khó quay lại vùng thấp giai đoạn 2023–2024.

Hình: FO & Dầu Brent giảm mạnh, bù đắp phần lớn áp lực từ tỷ giá USD/VND



Hình: Giá lưu huỳnh duy trì mức cao, thiết lập mặt bằng chi phí mới cho DAP



1.3 Thuận lợi: VAT áp dụng trọn năm và khả năng chi trả cải thiện hỗ trợ duy trì cầu

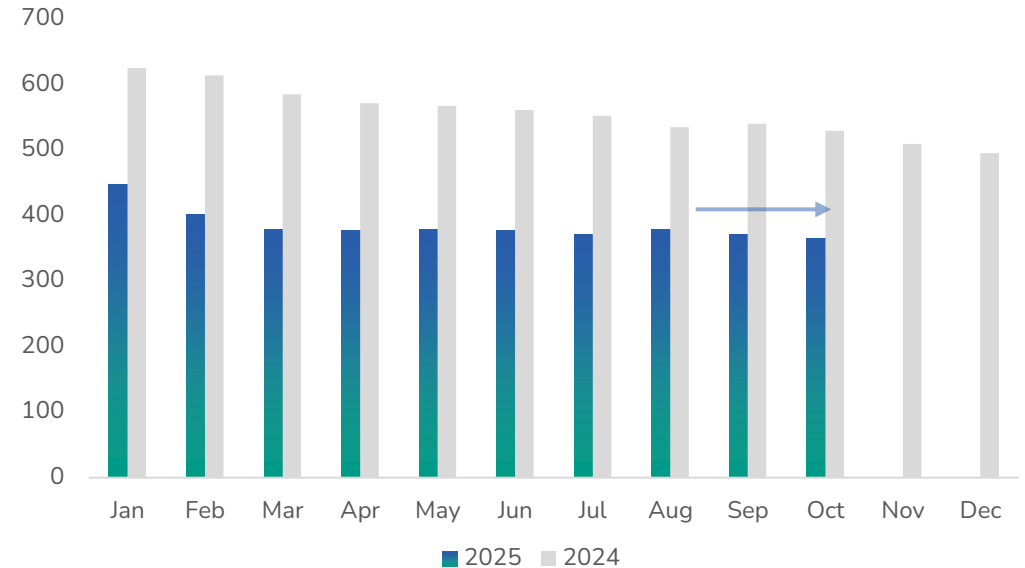
(i) Thuế VAT 5% áp dụng trọn năm 2026 – đóng vai trò ổn định chi phí hơn

- Luật VAT 5% áp dụng trọn năm 2026 tiếp tục giúp doanh nghiệp phân bón khấu trừ đầy đủ thuế đầu vào, qua đó **ổn định chi phí sản xuất và duy trì sức cạnh tranh**, đặc biệt với nhóm Urê có tỷ trọng tiêu thụ nội địa cao.
- Tuy nhiên, trong bối cảnh giá phân bón hạ nhiệt từ nền cao 2025, VAT đóng vai trò “bộ đệm” chi phí hơn là động lực tăng lợi nhuận đột biến. Nhóm doanh nghiệp **Urê**, với tỷ trọng VAT đầu vào cao và tỷ lệ tiêu thụ nội địa lớn, tiếp tục hưởng lợi tương đối so với nhóm **DAP**.

(ii) Khả năng chi trả của nông dân cải thiện sau khi giá phân bón điều chỉnh

- Bên cạnh yếu tố chính sách, **giá nông sản – đặc biệt là giá gạo – tiếp tục là biến số quan trọng đối với sức cầu phân bón**. **Giá gạo bình quân Q4/2025 đạt 366 USD/tấn (-28.4% YoY, -2.1% QoQ)**, cho thấy mặt bằng giá đã **ổn định hơn sau giai đoạn điều chỉnh mạnh** và thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh năm 2024, trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu dồi dào khi Ấn Độ duy trì xuất khẩu ổn định và sản lượng tại Thái Lan, Việt Nam cải thiện.
- Chúng tôi kỳ vọng giá gạo duy trì quanh vùng 360–370 USD/tấn trong 2026, qua đó **giúp khả năng chi trả phân bón của nông dân ổn định hơn**, đóng vai trò **hạn chế rủi ro suy giảm cầu** trong bối cảnh giá phân bón hạ nhiệt từ nền cao 2025.

Hình: Giá gạo ổn định trong Q4/2025 (USD/tấn)



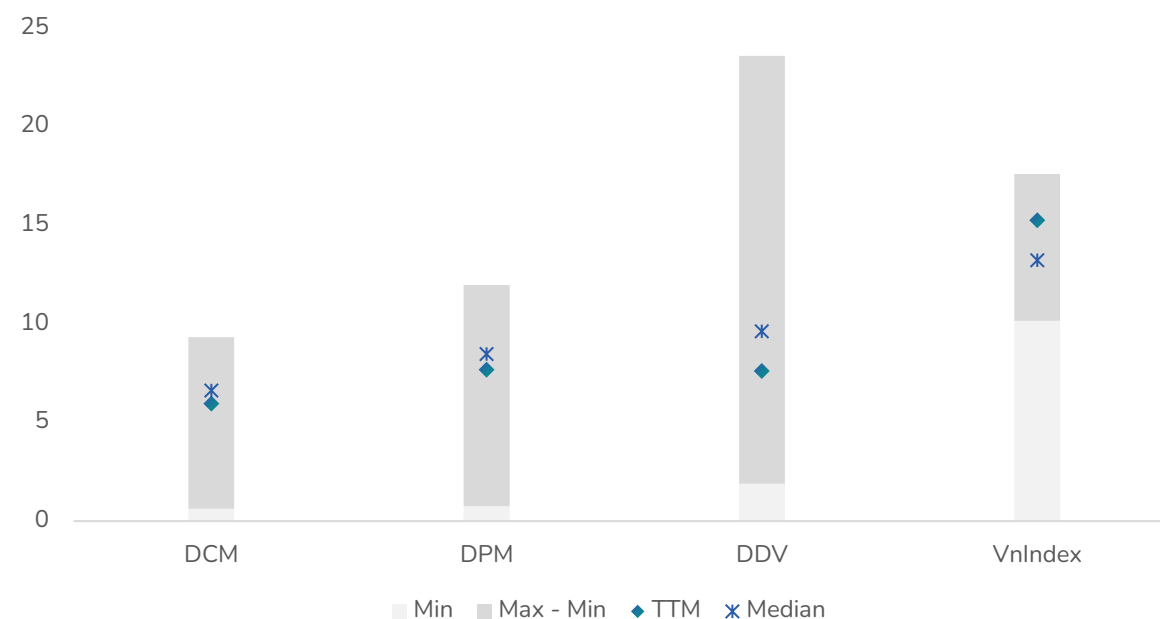
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

- Cổ phiếu ngành Phân bón năm 2025 ghi nhận diễn biến phân hóa mạnh, trong đó DDV (+27%) là mã duy nhất bắt kịp đà tăng của VN-Index (+26%). Ngược lại, nhóm phân bón Ure diễn biến kém khả quan với DPM (+10%) và DCM (-4%) tụt hậu đáng kể so với thị trường, phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước áp lực điều chỉnh giá bán.
- BSC điều chỉnh quan điểm xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành Phân bón trong năm 2026 do thách thức từ nguồn cung giá rẻ (Trung Quốc nới lỏng xuất khẩu) và giá bán hạ nhiệt từ mức nền cao.

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận 2026 vs định giá

Phân bón	Mã CK	%YoY NPAT 2026	P/E fw 2026	EV/EBITDA fw 2026	%EV/EBITDA 2026 vs Median 5Y
Ure	DCM	-17%	13.2	4.3	-36%
	DPM	-13%	17.5	5.6	-34%
DAP	DDV	-49%	9.7	4.4	-54%

Hình: Biên độ định giá EV/EBITDA của một số cổ phiếu Phân bón trong 2020 - 2025



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

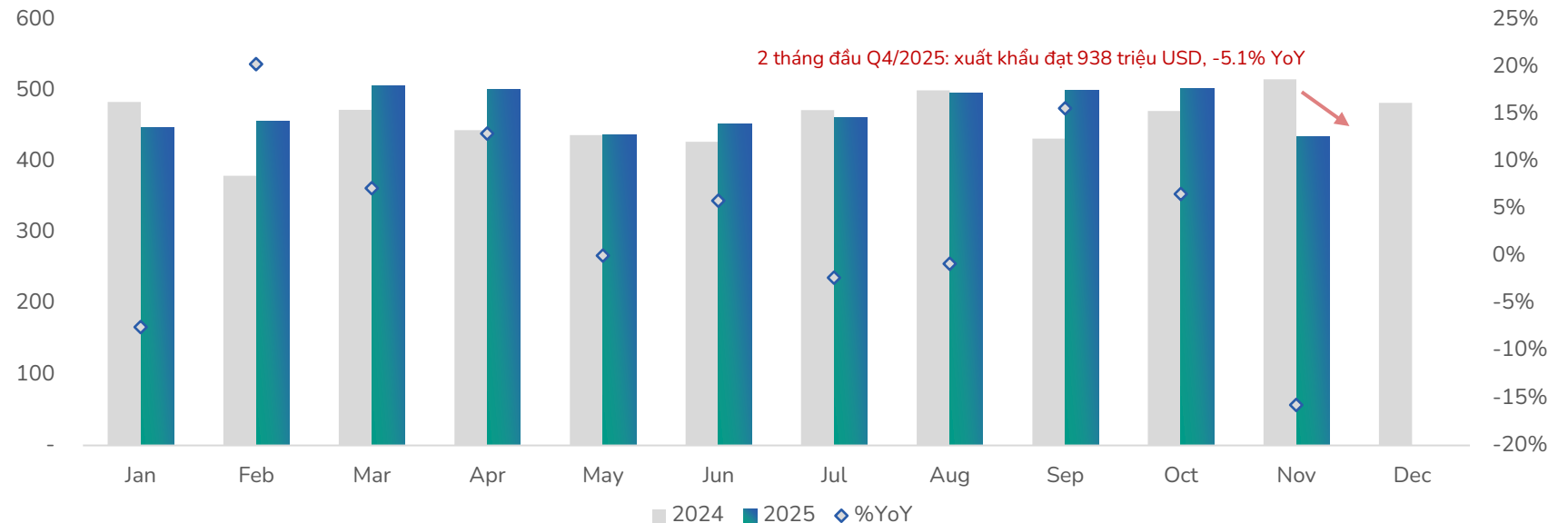
BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Hoá chất trong năm 2026, nhấn mạnh sự phân hóa lợi nhuận với động lực chính đến từ:

- Nhu cầu hóa chất công nghệ bứt phá nhờ làn sóng bán dẫn: Doanh số toàn cầu tháng 10 tăng tốc (+26% YoY) và tồn kho đã giảm về vùng an toàn (-16% YoY);
- Giá bán nhóm sản phẩm chủ lực (H₂SO₄, P4) duy trì tích cực.

3.1 Tình hình Xuất khẩu: Tăng trưởng hạ nhiệt & Sự phân hóa rõ nét

- Luỹ kế 11T/2025, tổng giá trị xuất khẩu hoá chất đạt 5,205 triệu USD, +3.2% YoY:
 - Giá trị xuất khẩu hoá chất đạt 2,592 triệu USD, +1% YoY;
 - Giá trị xuất khẩu các sản phẩm hoá chất đạt 2,613 triệu USD, +5.4% YoY.

Hình: Kim ngạch xuất khẩu Hoá chất và SP Hoá chất hàng tháng (Triệu USD)
Tăng trưởng hạ nhiệt



Nguồn: FiinX, BSC Research

Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu hạ nhiệt trong Q4/2025 phản ánh áp lực điều chỉnh ngắn hạn của thị trường chung. Tuy nhiên, mức nền thấp của giai đoạn này sẽ tạo dư địa tăng trưởng thuận lợi cho năm 2026 khi nhu cầu từ hạ nguồn hồi phục.

➔ Bước qua giai đoạn phục hồi diện rộng, ngành Hóa chất 2026 dự kiến chuyển sang pha tích lũy nền tảng; cơ hội đầu tư sẽ thu hẹp về nhóm doanh nghiệp hạ nguồn nhờ khả năng bảo vệ biên lợi nhuận tốt hơn trước biến động giá hàng hoá.

3.2 Xu hướng giá: H₂SO₄ thiết lập mặt bằng giá mới, P₄ duy trì nền tích lũy ổn định

Giá các sản phẩm hóa chất trong tháng 10+11/2025 ghi nhận **diễn biến phân hóa**, trong đó axit sulfuric (H₂SO₄) và phốt pho vàng (P₄) tăng giá, xút suy yếu.

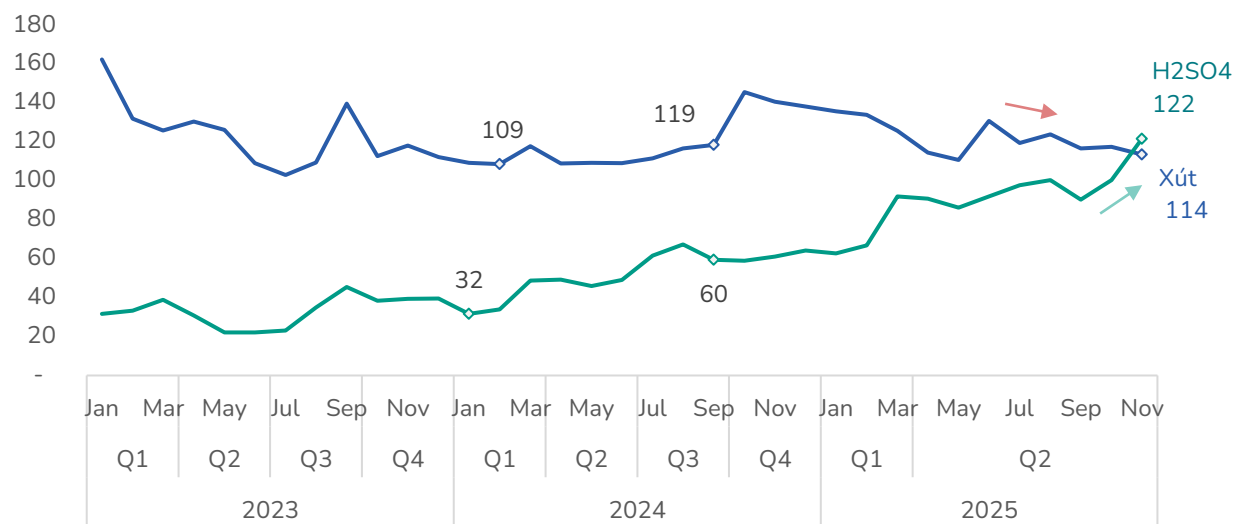
- **Xút chịu áp lực ngắn hạn:** Giá điều chỉnh về 114 USD/tấn (-19% YoY).
- **Axit Sulfuric (H₂SO₄)** đạt 122 USD/tấn (+21% MoM), tăng gấp đôi so với cùng kỳ (+99% YoY), tăng mạnh nhờ nhu cầu phục hồi, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất phân bón và pin.
- **Phốt pho vàng (P₄) duy trì ổn định:** Ghi nhận sự hồi phục nhẹ lên mức 3,214 USD/tấn (+3% MoM), tiếp tục tích lũy vững chắc trong biên độ kỳ vọng 3,100–3,300 USD/tấn.

Chúng tôi cho rằng xu hướng phân hóa giá bán sẽ diễn ra rõ nét trong năm 2026, khi P₄ và H₂SO₄ duy trì đà tăng nhờ nhu cầu công nghệ cao, trái ngược với áp lực điều chỉnh của Xút. Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp được dự báo tiếp tục cải thiện có chọn lọc, đặc biệt đối với nhóm sở hữu chuỗi giá trị Phốt pho – Axit.

Hình: Diễn biến giá Phốt pho vàng (P₄): Duy trì nhịp tích lũy quanh vùng 3,200 (USD/tấn)



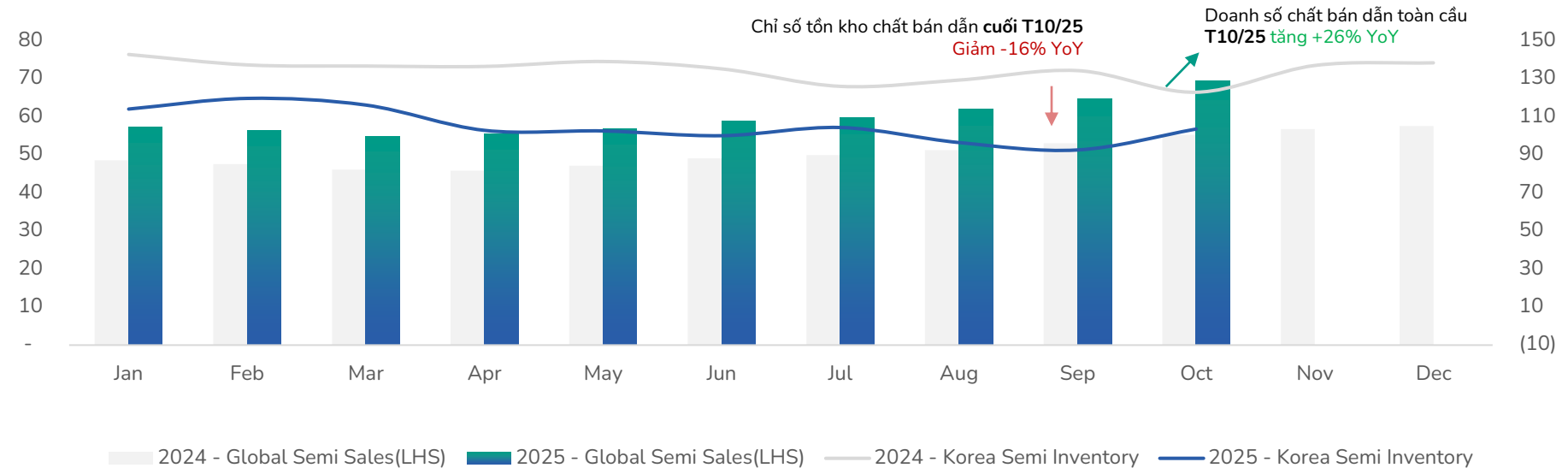
Hình: Tương quan giá Hóa chất cơ bản: Sự phân hóa mạnh giữa đà tăng của H₂SO₄ và áp lực lên Xút (USD/tấn)



3.3 Công nghiệp Bán dẫn & Điện tử: Doanh số lập đỉnh, tồn kho về vùng an toàn

- Doanh số bán dẫn toàn cầu tháng 10/2025 bứt phá đạt 69.5 tỷ USD (+26% YoY), tăng tốc mạnh mẽ so với mức bình quân Q3 (+21% YoY) nhờ động lực từ làn sóng công nghệ AI và nhu cầu chip nhỏ hồi phục.
- Tồn kho chất bán dẫn tại Hàn Quốc đạt 103.7 điểm (-16% YoY), tiếp tục duy trì ở mức thấp an toàn, cho thấy chuỗi cung ứng đã được giải tỏa và sẵn sàng cho nhịp tăng sản lượng mùa cao điểm cuối năm.

Hình: Tương quan cung - cầu Bán dẫn: Doanh số toàn cầu bứt và tồn kho bán dẫn giảm



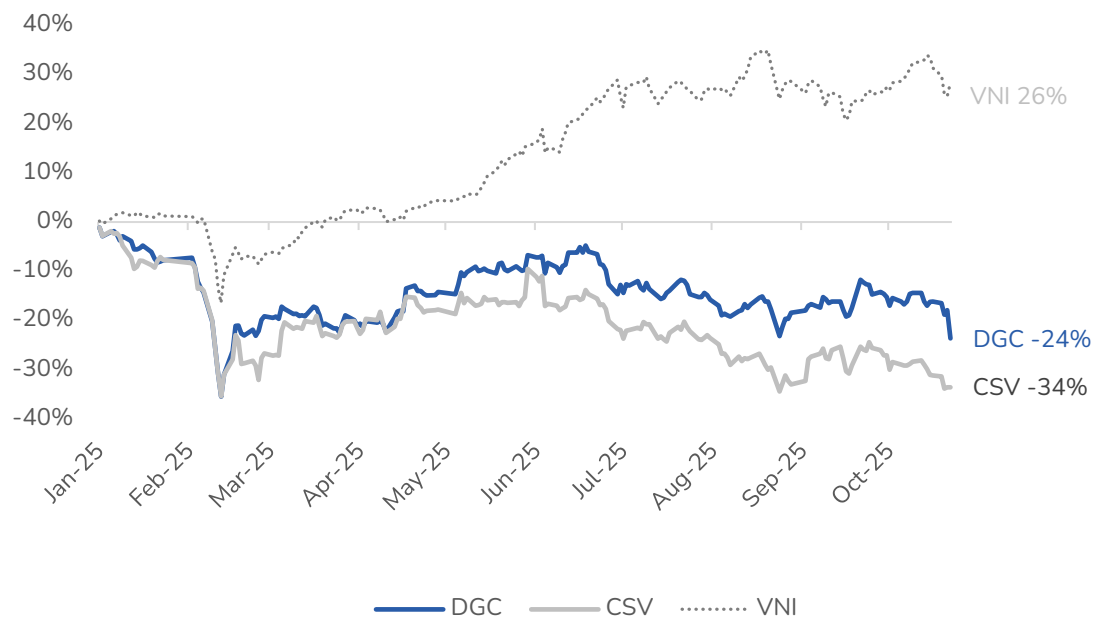
Nguồn: Bloomberg, BSC Research



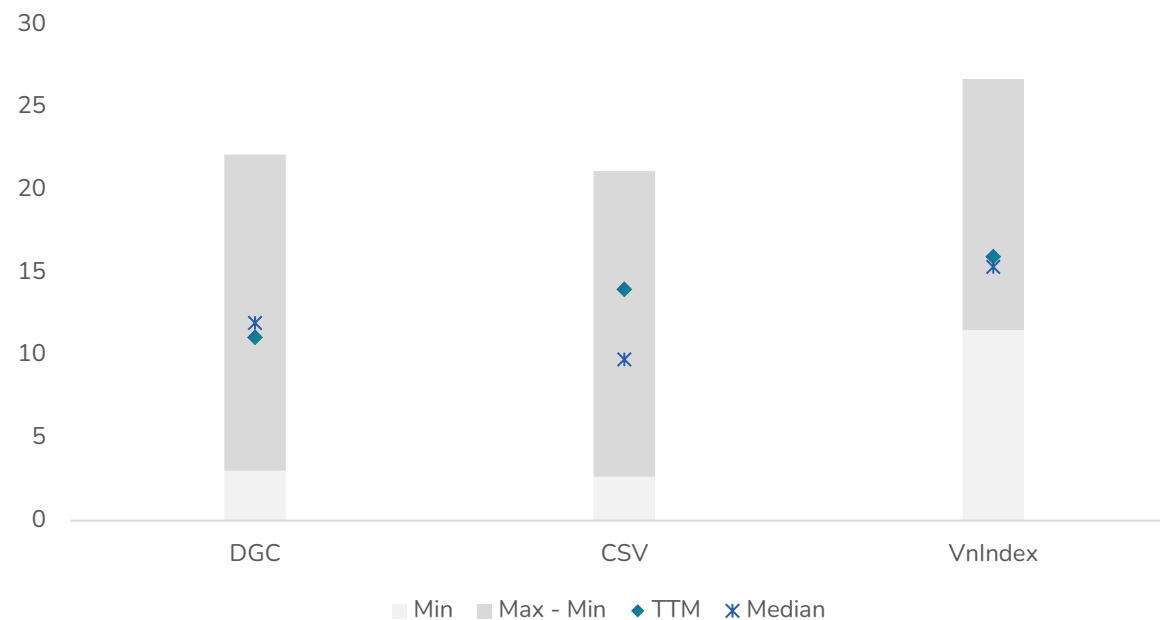
Với xu hướng phục hồi tiêu thụ và giảm tồn kho, cầu hóa chất phục vụ sản xuất dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong các quý tới, chúng tôi **duy trì quan điểm rằng nhu cầu hóa chất sẽ tiếp tục cải thiện trong 2026**, phù hợp với nhận định trong [báo cáo gần nhất](#).

- Cổ phiếu ngành Hóa chất ghi nhận diễn biến kém tích cực hơn thị trường trong năm 2025, khi **DGC giảm 24%** và **CSV giảm 34%**, trái ngược với mức tăng **VN-Index +26%**. Diễn biến này phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư khi lợi nhuận doanh nghiệp chưa bứt phá mạnh do giá bán phục hồi chậm.
- BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Hóa chất trong năm 2026, dựa trên tín hiệu phục hồi rõ nét từ hạ nguồn bán dẫn (doanh số tháng 10 +26% YoY) và sự ổn định của giá bán các sản phẩm chủ lực (P4, H₂SO₄).

Hình: %YTD Hiệu suất đầu tư các cổ phiếu ngành Hóa chất



Hình: Biên độ định giá P/E của một số cổ phiếu Hoá chất trong 2020 - 2025



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành sẫm lớp trong 2026:

- **Thuận lợi:** Giá cao su duy trì đà giảm, giá cước vận tải giảm mạnh hỗ trợ phục hồi hoạt động kinh doanh.
- **Thách thức nổi bật:** thuế quan tại thị trường Mỹ làm giảm năng cạnh tranh tại thị trường xuất khẩu trọng điểm;

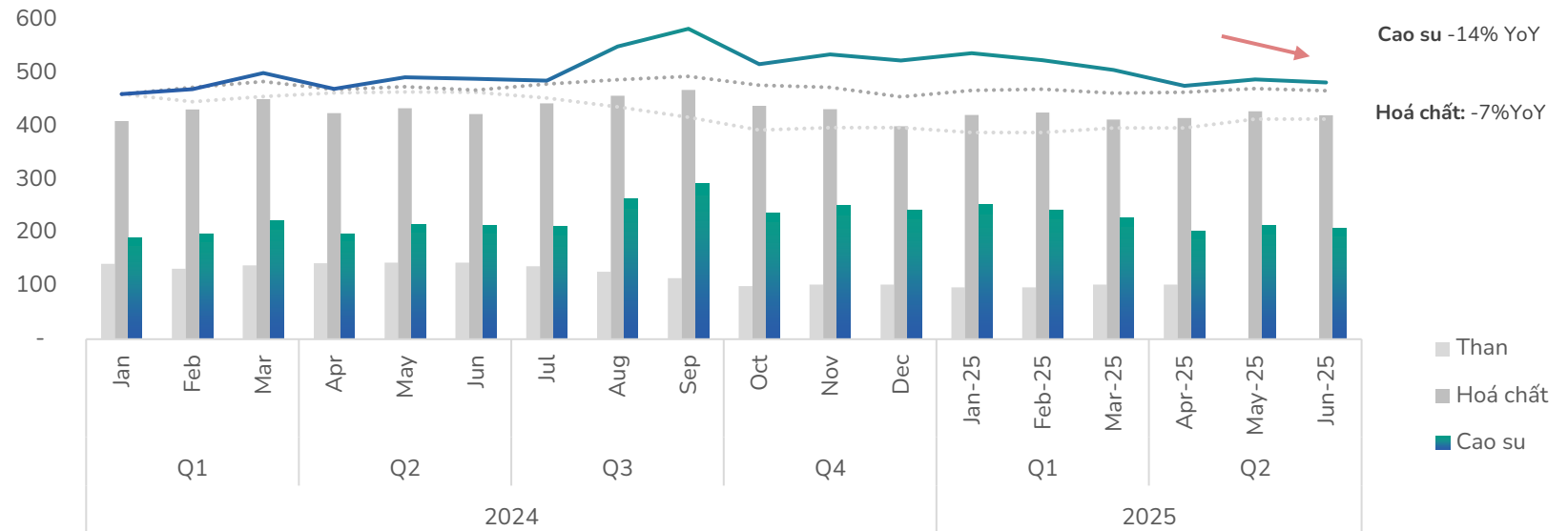
2.1 Nguyên liệu: Cao su giảm, hóa chất đi ngang

Chi phí sản xuất ngành sẫm lớp vẫn ở mức cao so với trung bình 2023–2024, song đã xuất hiện tín hiệu hạ nhiệt khi giá nguyên liệu đầu vào điều chỉnh, phù hợp với dự báo trong [báo cáo gần nhất](#).

Giá nguyên liệu bình quân quý 4/2025:

- **Cao su:** 209 USD/tấn (-14% YoY, -1.3% QoQ), giá cao su tiếp tục xu hướng giảm nhưng tốc độ giảm đã chậm lại;
- **Hóa chất:** 397 USD/tấn (-7% YoY, -6% QoQ), tiếp tục xu hướng đi ngang trong ngắn hạn;
- Tổng hợp các yếu tố trên, chi phí sản xuất ngành sẫm lớp trong năm 2026 được kỳ vọng giảm nhẹ so với năm 2025, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận, dù mặt bằng chi phí vẫn cao hơn giai đoạn trước chu kỳ tăng giá 2023.

Hình: Giá nguyên liệu sản xuất sẫm lớp: Cao su giảm, hoá chất ổn định (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

*Cao su: USD/100kg

➔ Bước sang năm 2026, chi phí sản xuất ngành sẫm lớp được kỳ vọng tiếp tục hạ nhiệt theo hướng ổn định, kế thừa xu hướng ghi nhận trong nửa cuối năm 2025. Giá cao su giảm chậm lại, giá hóa chất đi ngang và giá than dự báo giảm 5–10% so với bình quân 2025, qua đó giảm áp lực chi phí đầu vào.

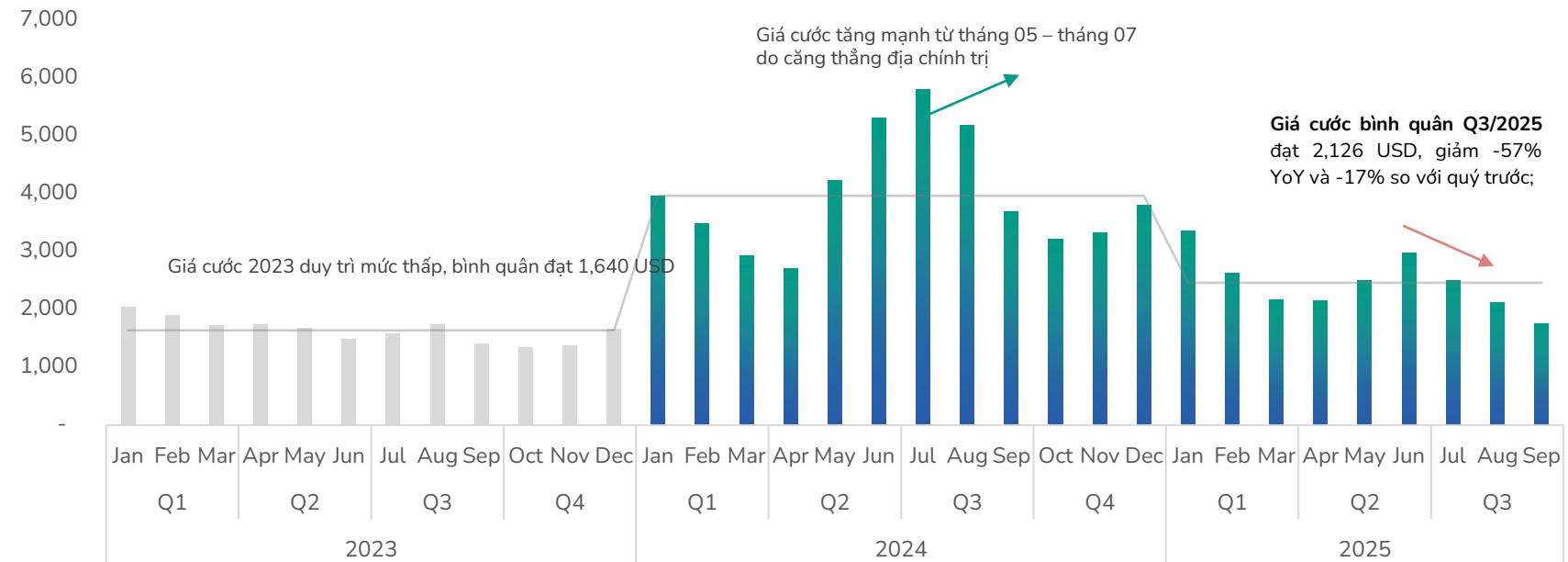
Tuy nhiên, mặt bằng giá nguyên liệu vẫn cao hơn giai đoạn 2022–2023 và áp lực thuế nhập khẩu tại thị trường Mỹ chưa được gỡ bỏ, khiến biên lợi nhuận toàn ngành chỉ cải thiện nhẹ trong năm 2026, chưa quay lại mức cao trước chu kỳ.

2.2 Giá cước vận tải: Duy trì mặt bằng thấp, hỗ trợ cạnh tranh xuất khẩu

- Giá cước bình quân Q4/2025 đạt 1,814 USD, giảm -47% YoY và -15% so với quý trước do nguồn cung tàu dư thừa và nhu cầu thấp;
- Mức cước hiện tại thấp hơn đáng kể so với bình quân cùng kỳ 2024, cho thấy áp lực chi phí logistics đã giảm rõ rệt khi tình trạng tắc nghẽn và căng thẳng chuỗi cung ứng hạ nhiệt.

Bước sang năm 2026, BSC kỳ vọng giá cước vận tải tiếp tục duy trì ở mặt bằng thấp, giảm khoảng 10–25% YoY so với năm 2025, trong bối cảnh công suất hạm đội tăng nhanh hơn nhu cầu vận chuyển.

Hình: Giá cước vận tải: Giảm mạnh sau hiệu ứng “front-loading”



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá cước giảm là yếu tố tích cực giúp doanh nghiệp sản phẩm dễ dự báo chi phí logistics hơn và giảm áp lực cạnh tranh tại thị trường Mỹ

Việc giá cước vận tải hạ nhiệt là yếu tố tích cực, giúp các doanh nghiệp sản phẩm dễ dự báo chi phí logistics hơn và giảm áp lực chi phí giao hàng tuy nhiên, mặt bằng giá cước vẫn cao hơn giai đoạn trước 2023, do đó áp lực cạnh tranh tại thị trường Mỹ chưa được gỡ bỏ hoàn toàn. Phần lớn hợp đồng xuất khẩu sản phẩm theo điều kiện FOB, khiến giá cước không ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí của doanh nghiệp, biến động giá cước vẫn tác động gián tiếp đến sức cạnh tranh, thông qua tổng chi phí logistics của khách hàng nhập khẩu. Việc giá cước duy trì ở mức thấp trong năm 2026 được xem là yếu tố hỗ trợ tích cực, dù chưa đủ để tạo lợi thế cạnh tranh vượt trội so với giai đoạn trước 2023.

2.3 Xuất khẩu lớp sang Mỹ: Biên lợi nhuận thu hẹp ngắn hạn – DN đa dạng hóa giảm phụ thuộc

Bối cảnh chính sách và tác động

- Từ ngày **03/05/2025**, Mỹ áp **thuế bổ sung 25%** đối với lớp ô tô (HS 4011.x) nhập khẩu từ tất cả các quốc gia, theo Proclamation 10908 nâng **tổng thuế suất đối với lớp Việt Nam tăng lên 31–32%**, cao hơn nhiều so với mức **6–7% trước đây**.

Tác động đến doanh nghiệp xuất khẩu

- Số liệu Q3/2025 xác nhận tác động tiêu cực của thuế quan khi cả sản lượng và giá bán xuất khẩu đều điều chỉnh giảm. Điều này cho thấy doanh nghiệp đang phải chia sẻ gánh nặng thuế với khách hàng để giữ thị phần, chấp nhận biên lợi nhuận ngắn hạn bị thu hẹp. Dù vậy, áp lực này đang dần được trung hòa bởi đà giảm của chi phí nguyên liệu và chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường phi thuế quan.
- Chúng tôi cho rằng **giá cổ phiếu đã phản ánh phần lớn rủi ro này trong bối cảnh các yếu tố cơ bản khác đang cải thiện dần mở ra tiềm năng** với nhóm cổ phiếu sẵm lớp.

Kịch bản thuế quan và định hướng

Kịch bản	Diễn biến chính sách	Tác động	Hướng đi của doanh nghiệp
Cơ sở	Thuế bổ sung 25% duy trì áp dụng với tất cả quốc gia	Biên lợi nhuận giảm tại thị trường Mỹ	Đàm phán lại giá; chuyển đơn hàng; đẩy tiêu thụ nội địa
Khả quan	Đàm phán giảm thuế thành công hoặc thuế suất bình quân thấp hơn các quốc gia khác	Biên lợi nhuận phục hồi từ cuối 2025	Tăng tỷ trọng sang Mỹ; tái cơ cấu kế hoạch xuất khẩu
Kém khả quan	Thuế bổ sung duy trì dài hạn thuế bình quân áp dụng đối với Việt Nam cao hơn quốc gia khác	Cạnh tranh gay gắt, mất thị phần, biên co mạnh	Đa dạng hóa thị trường; tái định vị sản phẩm; hợp tác logistics

➡ Mỹ áp thuế 25% lên lớp nhập khẩu làm biên lợi nhuận doanh nghiệp sẵm lớp Việt Nam bị thu hẹp do phải chia sẻ thuế để cạnh tranh với sản phẩm nội địa Mỹ vốn không chịu thuế.

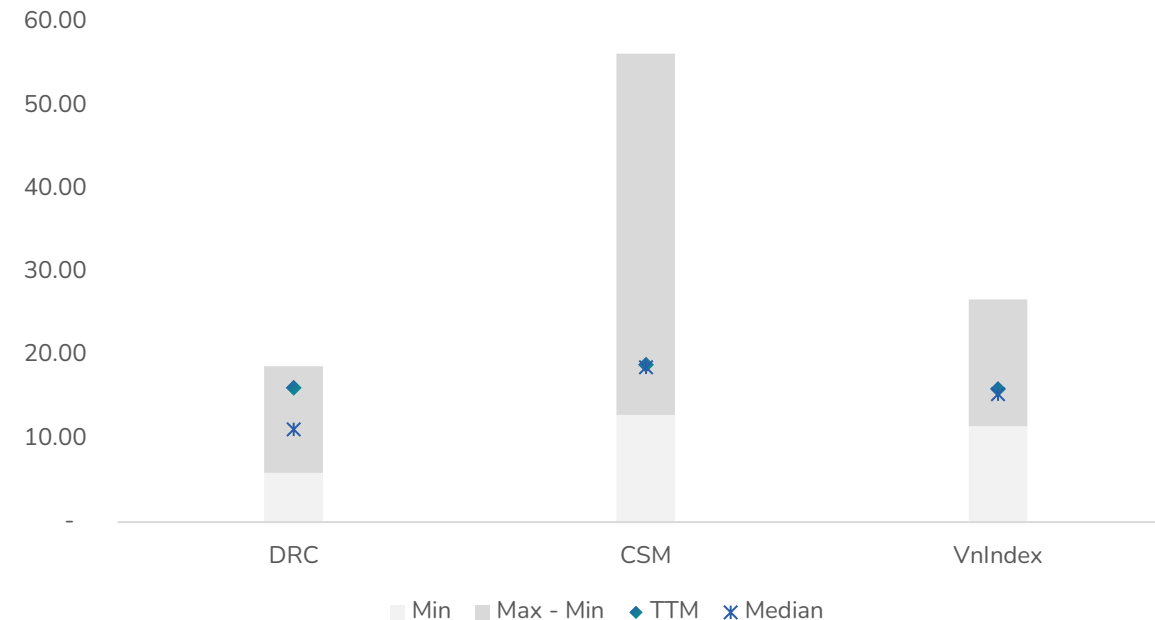
Tuy nhiên, doanh nghiệp có thể giảm phụ thuộc vào Mỹ nhờ đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và đẩy mạnh tiêu thụ nội địa, hỗ trợ triển vọng hồi phục trong 2026.

- Cổ phiếu ngành Sẻm lớp năm 2025 ghi nhận diễn biến kém khả quan (CSM -16%, DRC -29%) trái ngược với đà tăng của VN-Index (+26%), phản ánh tâm lý thận trọng của dòng tiền trước rủi ro thuế quan Mỹ.
- BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Sẻm lớp trong năm 2026, khi áp lực từ thuế quan dự kiến được bù đắp một phần nhờ chi phí đầu vào (cao su, vận tải) hạ nhiệt. Chúng tôi ưa thích DRC nhờ mức chiết khấu sâu đưa định giá về vùng thấp lịch sử (gần mức Min), tạo dư địa hồi phục khi phần lớn rủi ro tiêu cực đã được phản ánh vào giá.

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận 2026 vs định giá

Mã CK	%YoY NPAT 2026	P/E fw 2026	EV/EBITDA fw 2026	%EV/EBITDA fw 2026 vs Median 5Y
DRC	32%	15.6	7.2	-28%
CSM	13%	18.7	9.7	9%

Hình: Biên độ định giá P/E của một số cổ phiếu Sẻm lớp trong 2020 - 2025



Nguồn: Bloomberg, BSC Research



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG – BẤT ĐỘNG SẢN

KQKD
2025

Kết quả kinh doanh năm 2025:

- Ngành thép:** KQKD phân hóa giữa các doanh nghiệp thép: (1) Nhóm thương mại thép (HSG, NKG, GDA) – đa số lợi nhuận vẫn ở vùng đáy do diễn biến giá thép ở đáy chu kỳ, kênh xuất khẩu bị ảnh hưởng (2) Nhóm sản xuất thép chu kỳ dài (HPG) – lợi nhuận cải thiện do tăng sản lượng thép.
- Ngành xi măng:** KQKD tăng nhờ sản lượng tăng trong bối cảnh (1) thị trường Bất động sản phục hồi, (2) đẩy mạnh đầu tư công trong Quý 2.
- Ngành nhựa:** KQKD tăng nhờ (1) sản lượng tăng, (2) giá PVC đầu vào giảm nhẹ cuối năm bù đắp cho tăng chiết khấu bán hàng.
- Ngành đá:** KQKD tăng nhờ (1) giá bán đá tăng, (2) một số doanh nghiệp tăng được sản lượng do lắp thêm máy nghiền.
- Ngành xây dựng & BOT:** KQKD phân hóa giữa các doanh nghiệp: (1) Xây dựng hạ tầng (LCG, C4, HHV) – Lợi nhuận tăng trưởng yếu/kém do 1H.2025 sắp xếp lại bộ máy hành chính, 2H.2025 – thời tiết không thuận lợi, (2) Xây dựng dân dụng (CTD) – Lợi nhuận phục hồi nhờ (i) Tăng Backlog, (ii) Tỷ suất lợi nhuận cải thiện trong bối cảnh ngành xây dựng và bất động sản ấm lên.

Trong năm 2025, diễn biến giá cổ phiếu nhóm Vật liệu xây dựng phân hóa:

- Ngành thép:** Với bối cảnh (1) xuất khẩu vẫn gặp khó, (2) Chính sách thuế CBPG HRC từ Trung Quốc bị giảm mức độ ảnh hưởng trong 2H.2025 do HRC khổ rộng tràn vào Việt Nam, kết quả kinh doanh của nhóm thép chưa đột biến, kéo theo giá cổ phiếu đa số đi ngang
- Ngành xi măng, đá & nhựa :** Giá cổ phiếu tăng tốt nhu (1) sản lượng phục hồi, (2) nhóm đá tăng được giá bán đá, (3) một số cổ phiếu như BMP có cổ tức tốt.
- Ngành xây dựng & BOT:** Giá cổ phiếu gần như đi ngang do đầu tư công bị yếu về cuối năm.

Trên cơ sở đó, BSC cho rằng cần chú ý nhóm thép và nhóm xây dựng trong năm 2026 do (1) Đây là các nhóm chưa có mức tăng giá cổ phiếu mạnh, KQKD chwua cải thiện nhiều (2) Câu chuyện tăng sản lượng, và thép tăng giá bán trong năm 2026. Ngoài ra, **nhóm xi măng và đá vẫn sẽ duy trì các chủ đề đầu tư như năm 2025.**

Doanh nghiệp	DTT 9T.2025 (tỷ VNĐ)	% YoY	LNST – CĐT 9T.2025 (tỷ VNĐ)	% YoY	% Ytd (Giá cổ phiếu)	Chú thích
HPG	109,940	5%	11,589	26%	19%	
HSG	37,321	-7%	732	44%	-12%	Hoàn nhập DP167 tỷ VNĐ
NKG	11,672	-28%	207	-52%	2%	
GDA	11,914	-22%	235	-27%	-18%	
VGS	5,674	0%	140	291%	-8%	
HT1	5,384	7%	189	332%	31%	
BCC	2,717	9%	-4	-91%	5%	
BMP	4,224	19%	967	27%	42%	
NTP	4,869	27%	790	52%	22%	
DHA	300	33%	91	106%	57%	
VLB	1,075	14%	201	29%	30%	
CTI	994	26%	101	24%	22%	
HHV	2,596	13%	406	31%	24%	
LCG	1,726	1%	91	-4%	11%	
C4G	2,179	-2%	67	-57%	12%	
CTD	20,692	29%	553	107%	15%	
HBC	2,759	-42%	238	-72%	0%	

Diễn biến
giá cổ
phiếu
2025

Sự kiện 2025

Sự kiện quan trọng trong năm 2025:

- Ngành thép:** Thuế CBPG HRC/tôn mạ/tôn lạnh từ Trung Quốc.
- Ngành xi măng:** (1) Nghị định 108/2025/NĐ-CP sửa đổi thuế suất xuất khẩu clinker
- Ngành đá:** Nghị quyết 168/NQ-CP áp dụng cơ chế đặc thù trong khai thác khoáng sản, giúp tăng công suất mỏ đá.
- Ngành xây dựng & BOT:** Luật số 90/2025/QH15 – cơ chế để mua lại/hỗ trợ BOT, nghị quyết liên quan đường sắt cao tốc Bắc Nam, . . .

Sự kiện 2026

Sự kiện quan trọng trong năm 2026:

- Ngành thép:** (1) Thuế chống lẩn tránh HRC (Kỳ vọng Quý 1.2026) – giúp HPG tăng giá bán HRC, (2) CBAM (Áp dụng từ 1/1/2026) – có khả năng giúp DN VN đẩy xuất khẩu.
- Ngành xây dựng & BOT:** Các nghị quyết thúc đẩy giúp mua lại BOT – giúp doanh nghiệp có lợi nhuận đột biến.

Ngoài chủ đề tiếp nối 2025 trong các **Báo cáo ngành trước (Tăng sản lượng nhờ BĐS hồi phục, tăng tốc đầu tư công)**, BSC tập trung vào các sự kiện đáng chú ý trong năm 2026. Đây là cơ hội cho một số doanh nghiệp hưởng lợi từ chính sách, tăng được tỷ suất lợi nhuận gộp.

Triển vọng kinh doanh năm 2026 tập trung vào 2 chủ đề chính:

- Tăng sản lượng nhờ (i) Bất động sản hồi phục, (iii) Tăng tốc đầu tư công** – chủ đề đầu tư tiếp nối 2025 như: HPG, HT1, CTD, HHV, DHA, CTI
- Tăng được biên lợi nhuận gộp nhờ (i) Giá bán tăng, (i) Sức cầu tốt lên, (iii) hưởng lợi về chính sách** như HPG, DHA

Ngoài ra, có một số câu chuyện tái định giá – cần quan sát thêm. BSC lưu ý BSC chưa đưa vào luận điểm đầu tư năm 2026 do chưa có thông tin rõ ràng.

- Mua lại/hỗ trợ BOT: C4G, HHV
- Phê duyệt các mỏ đá mới, giúp tăng công suất: CTI, DHA
- Giá đầu vào PVC giảm mạnh do thị trường dư cung: BMP, NTP.

Chủ đề đầu tư 2026

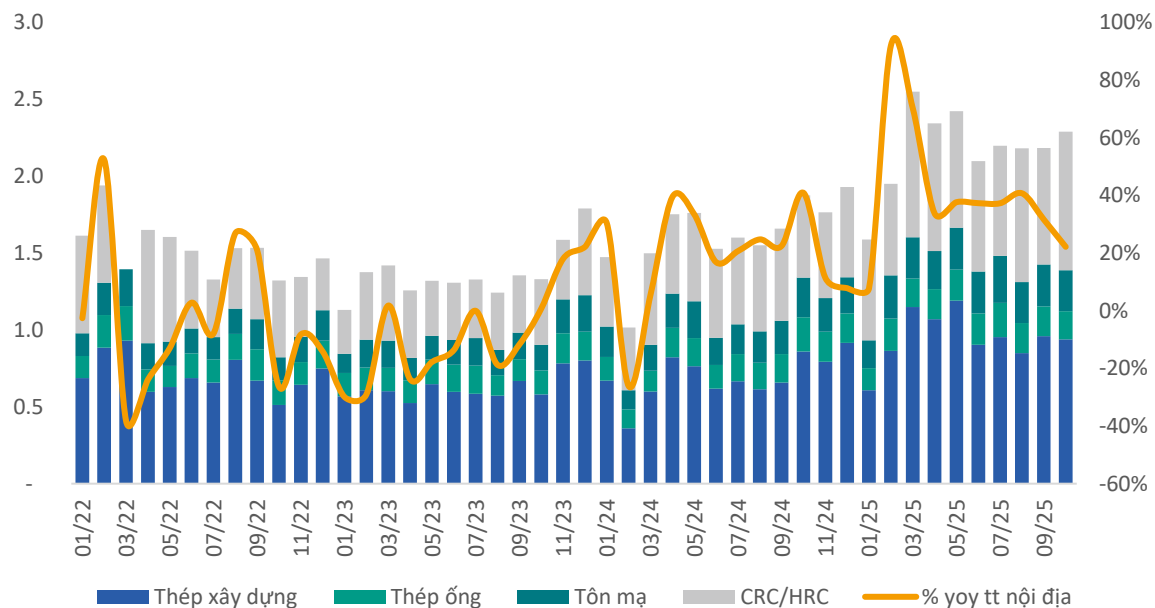
Câu chuyện đột biến

Doanh nghiệp	Tăng sản lượng theo BĐS, ĐTC	Tăng giá bán	Có thể có LN bất thường
HPG	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
HSG	<input checked="" type="checkbox"/>		
NKG	<input checked="" type="checkbox"/>		
GDA	<input checked="" type="checkbox"/>		
VGS	<input checked="" type="checkbox"/>		Bán NOXH
HT1	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="radio"/>	
BCC	<input checked="" type="checkbox"/>		
BMP	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="radio"/>	
NTP	<input checked="" type="checkbox"/>		
DHA	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
VLB	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
CTI	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> (Mảng đá)	Thanh lý BOT
HHV	<input checked="" type="checkbox"/>		Tiền hỗ trợ BOT
LCG	<input checked="" type="checkbox"/>		
C4G	-		Thanh lý BOT
CTD	<input checked="" type="checkbox"/>		
HBC	-		

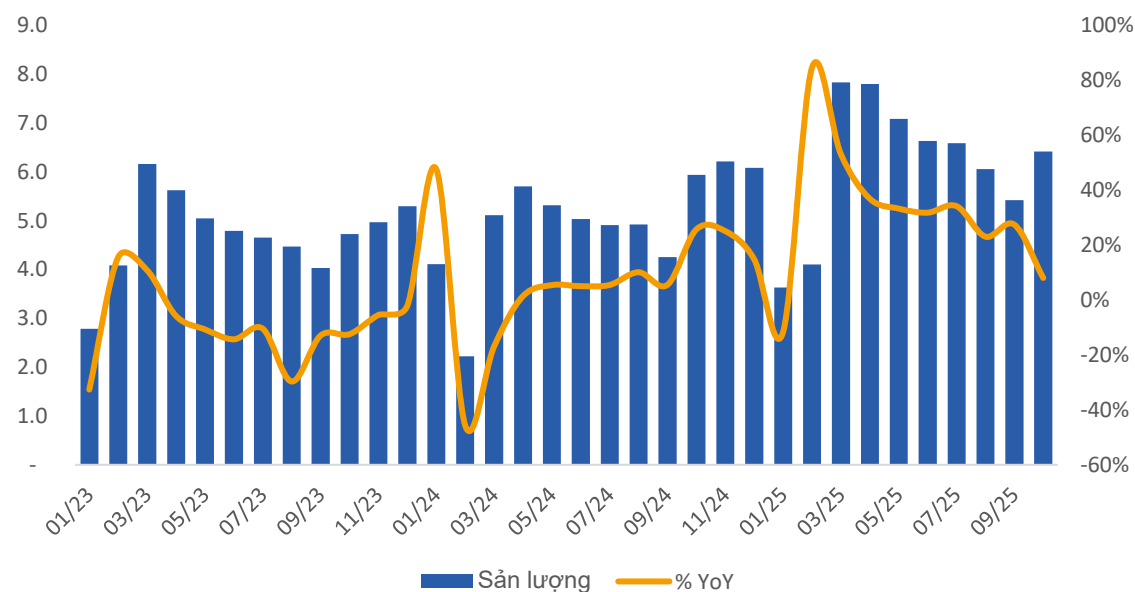
THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA SẼ TĂNG TỐC TRONG NĂM 2026 – THỜI ĐIỂM ĐẤY CÁC DỰ ÁN BẤT ĐỘNG SẢN

1. Đa số các nhóm ngành vật liệu xây dựng đều ghi nhận phục hồi tốt trong năm 2025 nhờ thị trường Bất động sản hồi phục. Cụ thể, 10T.2025, sản lượng tiêu thụ nội địa của thép xây dựng +43% YoY, thép ống +14% YoY, tôn mạ +32% YoY, HRC+44% YoY, xi măng +14% YoY, nhựa hạ tầng (số liệu 9T) ước +25% YoY. BSC giữ quan điểm xu hướng này tiếp tục trong năm 2026 khi đây là năm điểm rơi của các dự án Bất động sản, đặc biệt ở khu vực phía Nam. BSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa của ngành thép, xi măng, nhựa ở mức +10-12% YoY, với kịch bản GDP +8-10% YoY. Riêng đối với ngành thép, sự phục hồi sản lượng còn được hỗ trợ bởi 2 yếu tố: (1) HPG đóng góp của sản xuất HRC – nhà máy Dung Quất 2, (2) Việt Nam áp thuế chống lẩn tránh đối với HRC khổ lớn từ Trung Quốc.

Hình: Trong 10T.2025, sản lượng thép nội địa + 39% YoY



Hình: Trong 10T.2025, sản lượng xi măng nội địa + 14% YoY



LHS: sản lượng (triệu tấn), RHS: Tăng trưởng YoY (%), Nguồn: BSC Research

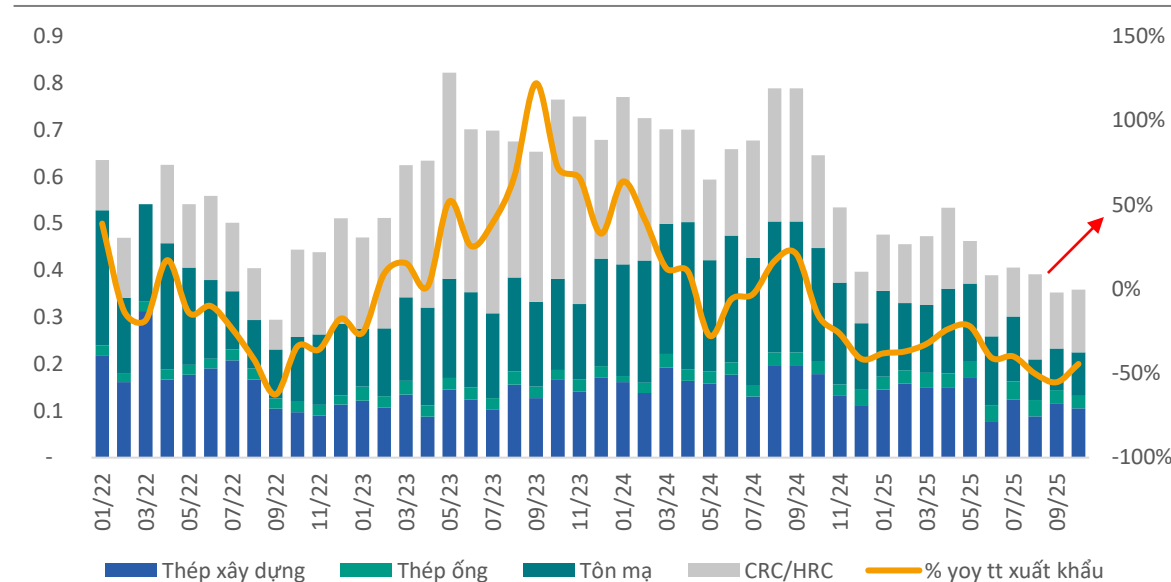
LHS: sản lượng (triệu tấn), RHS: Tăng trưởng YoY (%), Nguồn: BSC Research

THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU KỲ VỌNG PHỤC HỒI TRONG NĂM 2026, TUY NHIÊN, TỐC ĐỘ PHỤC HỒI CHẬM

2. BSC kỳ vọng kênh xuất khẩu của nhóm ngành VLXD sẽ phục hồi trong năm 2026. Nguyên nhân đến từ việc các doanh nghiệp ngành thép, xi măng đã tìm được thị trường thay thế Mỹ, EU từ cuối năm 2024 – 1H.2025; do đó, BSC kỳ vọng sẽ mở rộng đẩy sản lượng tại các thị trường này trong năm 2026. Cụ thể như sau:

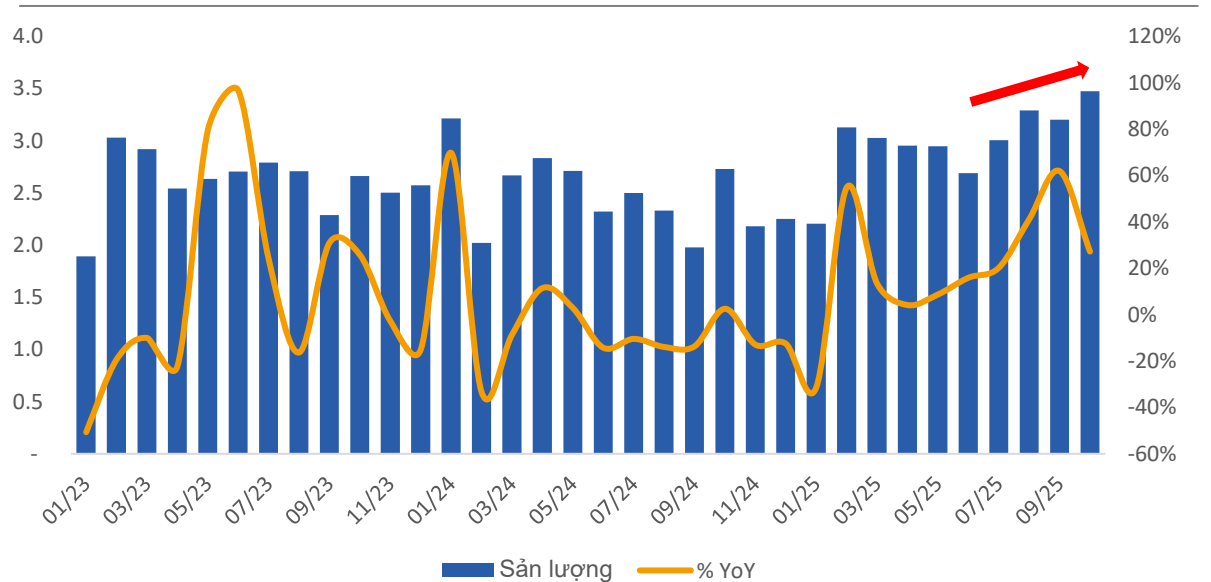
- Thép: Tại Báo cáo ngành Quý 3, BSC cho rằng sản lượng xuất khẩu đã tạo đáy. Hiện tại, số liệu Quý 3 đang phản ánh đúng quan điểm BSC. Một số doanh nghiệp tôn mạ đã (1) tìm thị trường mới gồm Nam Mỹ, Châu Phi, Úc, (2) đẩy xuất khẩu sang Campuchia. BSC cho rằng có thể tận dụng thị trường Campuchia để đẩy xuất khẩu sang các quốc gia khác nhờ (1) vị trí gần Việt Nam, (2) có hệ thống cảng biển xuất đi EU, Mỹ.
- Xi măng: Các nhóm doanh nghiệp (1) đã tìm thị trường mới sang Mỹ, Philippines, Bangladesh, (2) Việt Nam giảm thuế xuất khẩu từ 10% xuống 5% đối với clinker từ T5.2025.

Hình: Trong 10T.2025, sản lượng thép xuất khẩu – 39% YOY



LHS: sản lượng, RHS: Tăng trưởng YoY, Nguồn: BSC Research

Hình: Trong 10T.2025, sản lượng xi măng xuất khẩu +18% YoY



LHS: sản lượng, RHS: Tăng trưởng YoY, Nguồn: BSC Research

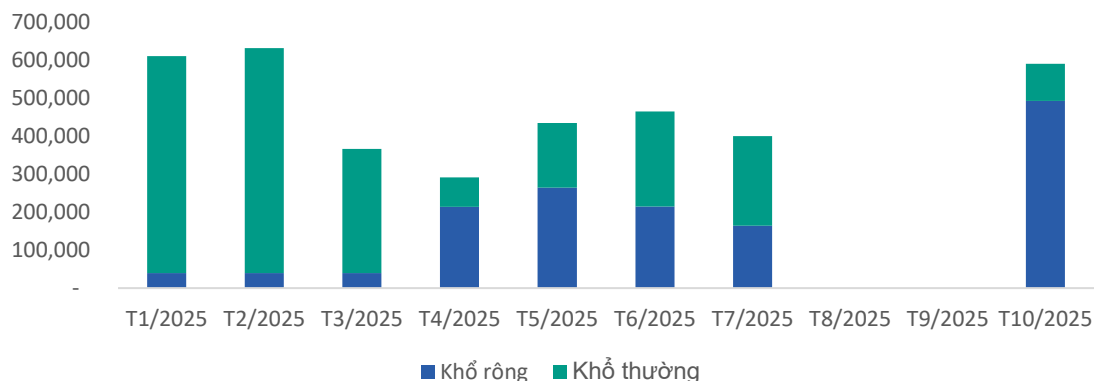
GIÁ BÁN CÓ THỂ GIẢM NHẸ DO DIỄN BIẾN CHUNG GIÁ THỂ GIỚI/TRUNG QUỐC GIẢM TRONG BỐI CẢNH DƯ CUNG

3. BSC cho rằng giá bán của một số sản phẩm VLXD có thể giảm, trước khi tăng trở lại. Chúng tôi cho rằng giá VLXD nói chung của Việt Nam vẫn sẽ bị ảnh hưởng bởi diễn biến giá VLXD chung của Trung Quốc – đang trong đà giảm do tình trạng dư cung. Ngoài ra, đối với một số sản phẩm đặc biệt, BSC lưu ý như sau:

- **Thép (HRC):** Giá bán HRC duy trì ở mức 505 – 520 USD/tấn trong Quý 1 do ảnh hưởng từ HRC khổ lớn từ Trung Quốc tràn vào. Sau khi Việt Nam áp thuế chống lẩn tránh, BSC kỳ vọng giá HRC sẽ tăng trở lại. BSC đang đưa ra kịch bản giá HRC = 530 – 535 USD/tấn trong năm 2026.
- **Xi măng & Clinker:** Giá bán trung bình có thể giảm nhẹ 1-2% YoY do các doanh nghiệp đẩy bán hàng dạng bao sỉ cho các dự án Bất động sản. BSC cho rằng khi bất động sản dân dụng tăng trở lại, giá bán trung bình mới có thể tăng.

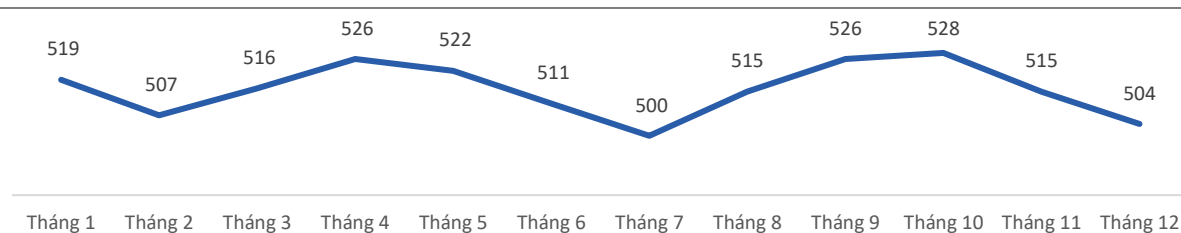
4. Tuy nhiên, BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp sản xuất cải thiện do(1) Sản lượng tăng, (2) Việt Nam đã thiết lập hàng rào thuế quan đối với một số sản phẩm, (2) Giá đầu vào một số nguyên vật liệu như quặng sắt, PVC giảm.

Hình: Sản lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam tăng trở lại mức đầu năm (trước khi áp thuế CBPG - 600,000 tấn/tháng)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Diễn biến giá HRC của Hòa Phát trong năm 2025



Hình: Dự báo chênh lệch nhu cầu và nguồn cung thép tại Trung Quốc từ năm 2025 – 2027 – SP Global. Dự báo nguồn cung tiếp tục dư thừa trong giai đoạn tới.

Công suất	2021	2022	2023	2024 T1 –T8
Công suất gang cấp mới	50.61	46.58	30.64	15.11
Công suất gang đóng cửa*	43.84	38.08	31.82	15.45
Công suất thép thô cấp mới	49.75	50.44	36.43	16.16
Công suất thép thô đóng cửa*	41.05	44.9	35.09	12.11

*Loại bỏ các nhà máy không còn hoạt động trước năm 2019, Nguồn: BSC Research

MỘT SỐ NGÀNH VLXD CỦA VIỆT NAM CÓ LỢI THẾ VỀ CÔNG NGHỆ SẢN XUẤT MỚI.

5. BSC tập trung vào 2 ngành Vật liệu xây dựng mà Việt Nam có khả năng xuất khẩu là thép và xi măng. Trong đó, so sánh với các quốc gia trong khu vực:

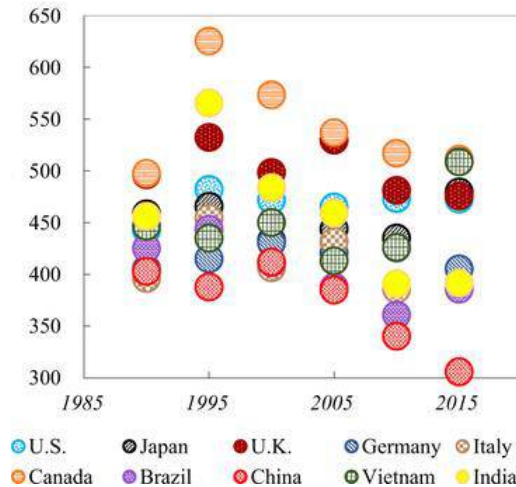
- Ngành thép:** Theo ước tính của Fast Market, Chi phí CBAM của Việt Nam tăng + **90 – 100 USD/tấn** – thấp hơn so với một số quốc gia sản xuất thép lớn như Ấn Độ, Trung Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ, tuy nhiên, cao hơn so với Hàn Quốc và Nhật Bản. BSC đánh giá ngành thép Việt Nam thành lập sau do đó, có công nghệ sản xuất tương đối mới, hiệu quả hơn. **Điều này giúp cho các doanh nghiệp thép Việt Nam có thể có lợi thế nhất định về chi phí sản xuất** để đẩy xuất khẩu vào EU, chiếm thị phần trở lại trong năm 2026. Hạn chế duy nhất là các thị trường lớn đã áp rào cản thương mại đối thép Việt Nam.
- Ngành xi măng:** So sánh với một số quốc gia lớn như Trung Quốc, Ấn Độ, Mỹ, Nhật Bản, UK, Ý, ... Thì Việt Nam gần như dẫn đầu về mức độ phát thải CO₂/đơn vị sản xuất xi măng vào năm 2015. Theo tìm hiểu của BSC, nguyên nhân là do công nghệ Việt Nam tương đối cũ, quy mô nhỏ, chủ yếu đầu tư các công nghệ tiêu hao nhiên liệu lớn, ảnh hưởng tới môi trường nhiều. Do đó, BSC cho rằng các doanh nghiệp xi măng ít có lợi thế để đẩy xuất khẩu vào EU.

Hình: Chi phí CBAM cho các sản phẩm thép của Việt Nam đang thấp hơn tương đối so với khu vực nhờ công nghệ sản xuất thép mới

Quốc gia	HRC	CRC	HDG	Phôi
Indonesia	605.1	600.1	597.64	605.5
Ấn Độ	264.2	257.5	255.03	263.8
Trung Quốc	170.4	165.3	162.76	169.2
Thổ Nhĩ Kỳ	105.3	105.8	103.37	95.7
Việt Nam	98.74	93.81	91.31	99.2
Hàn Quốc	78.73	74.3	71.8	79.18
Nhật Bản	76.13	73.15	69.55	76.58
Brazil	35.46	38.25	35.76	35.06
Nga**	-	-	-	174

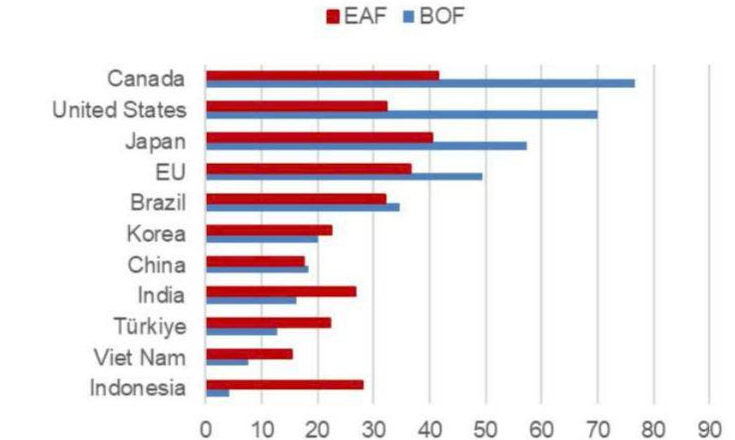
HRC; Cuộn cán nóng, CRC: Cuộn cán nguội, HDG: tôn mạ, Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: CO₂ sản xuất/tấn của ngành xi măng của một số quốc gia



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Tuổi trung bình của lò điện (EAF) và lò cao (BOF) của một số quốc gia.



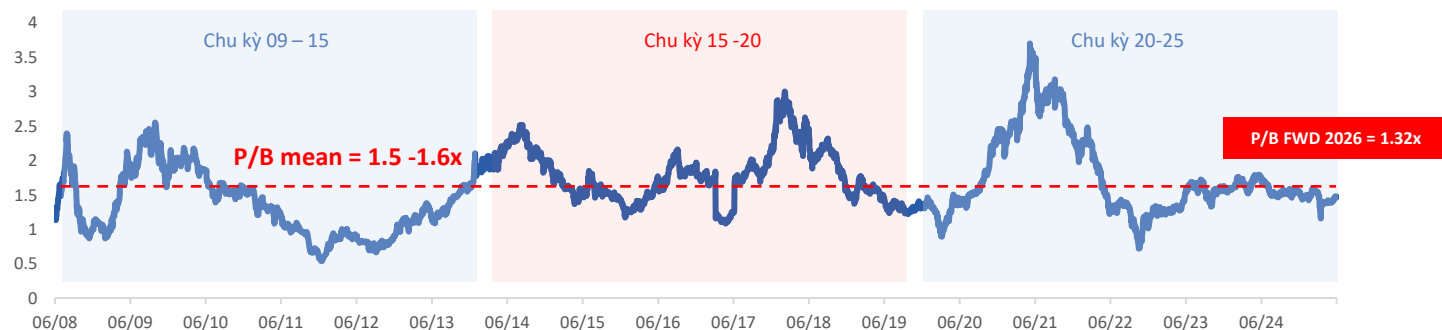
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Ưu tiên: BSC ưa thích (1) các doanh nghiệp VLXD có thị phần nội địa lớn, (2) ngành được Việt Nam áp dụng hàng rào thuế quan đối với Trung Quốc/ có rào cản gia nhập ngành.

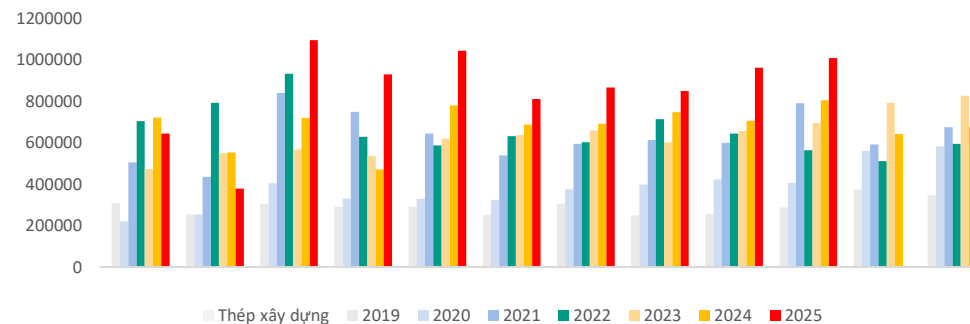
Ngành thép – HPG

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** đến từ **2 yếu tố** (1) sản lượng tăng tích cực trong năm 2026 nhờ Việt Nam thông qua thuế chống lã tránh đối với HRC khổ rộng trong Quý 1.2026, (2) biên lợi nhuận cải thiện nhờ tăng sản lượng và HPG có khả năng tăng được giá bán HRC. Chi tiết tại Báo cáo [dưới đây](#).

Định giá thấp trong chu kỳ - HPG



Sản lượng tiêu thụ thép của HPG – Đơn vị: Tấn

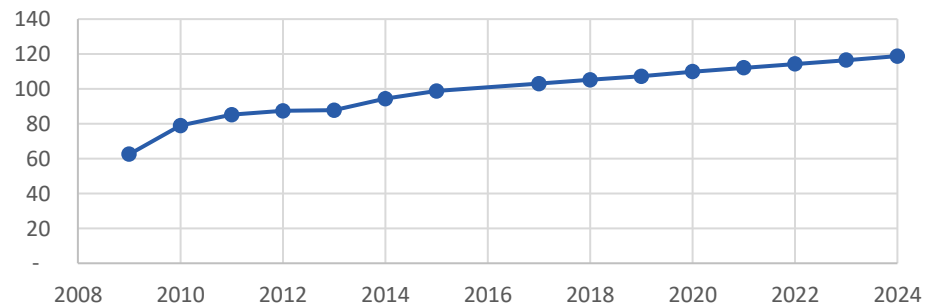


Ngành xi măng – HT1: Tại 16/12/2025, vốn hóa của HT1 đang ở mức 6,000 tỷ VNĐ. Thị trường đang phản ánh HT1 phục hồi về mức lợi nhuận 600 - 650 tỷ VNĐ/năm (P/E FWD = 9 – 10x). Mức lợi nhuận này tương đương với đỉnh lợi nhuận của chu kỳ trước. Tuy nhiên, so sánh với chu kỳ trước, tình trạng dư cung xi măng ở Việt Nam trầm trọng hơn do (1) Nhu cầu Trung Quốc chậm lại, các nhà máy phía Bắc đầy chậm, (2) Việt Nam tiếp tục có thêm một số nhà máy mới. Do đó, BSC cho rằng HT1 khó có thể đạt được mức lợi nhuận mà thị trường đang kỳ vọng. BSC đưa quan điểm **THEO DÕI**. Chi tiết tham khảo tại [Báo cáo dưới đây](#).

Định giá trong chu kỳ - HT1



Tổng công suất dây chuyền ở Việt Nam tăng gần gấp 2x từ 2009 đến nay



Ngành nhựa - BSC không đưa ra khuyến nghị nào với các cổ phiếu ngành nhựa do định giá ở mức cao.

BSC tổng hợp Bảng định giá các doanh nghiệp:

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận 2026 vs định giá

Ngành	Mã CK	%YoY NPAT 2026	P/E FWD 2026	P/B FWD 2026	P/E trung bình 5Y	P/B trung bình 5Y
Thép	HPG	44%	8.6	1.3	25.2	1.8
	HSG	-9%	15.0	0.8	36.1	1.2
	NKG	-43%	41.1	1.0	13.9	1.1
	GDA	-19%	9.8	0.6	9.3	0.7
	VGS	12%	9.6	1.1	14.2	1.3
Nhựa	BMP	5%	10.2	4.7	8.7	2.2
	NTP	24%	7.1	1.6	10.6	1.9
Xi măng	HT1	112%	9.8	1.2	60.4	1.1

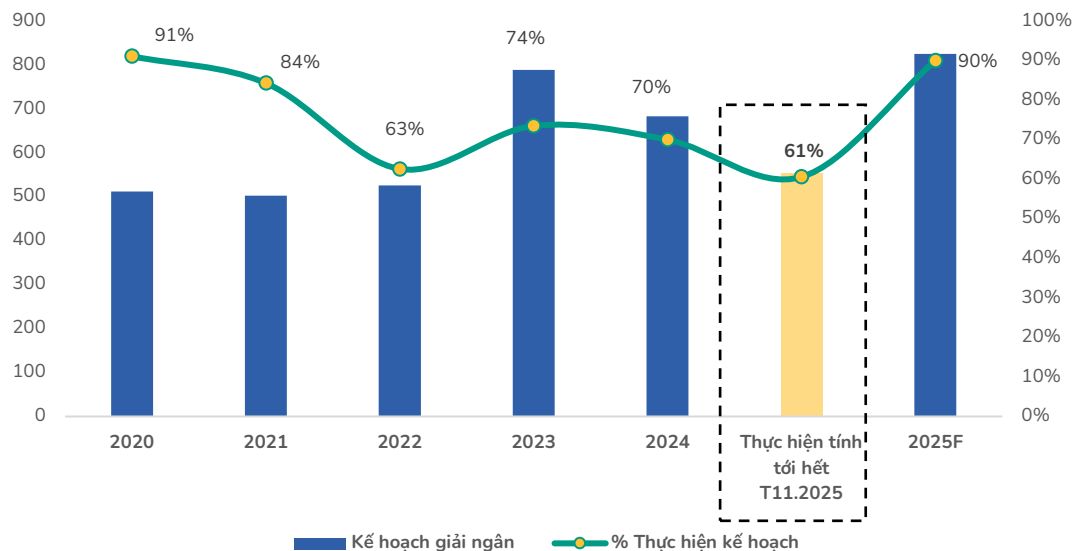
Tình hình Giải ngân vốn đầu tư công 2025 - Giải ngân vẫn chậm lại trong Quý 3 – Quý 4

- **Tính tới hết Tháng 11.2025, tình hình giải ngân vốn đầu tư công/kế hoạch năm vẫn còn chậm**, tỷ lệ giải ngân đạt 553,250 tỷ VNĐ, đạt 60.6% kế hoạch (+2.4% YoY). Nguyên nhân chủ yếu tới từ việc (i) gặp khó trong vấn đề giá đất bồi thường, dẫn tới chậm bàn giao mặt bằng và (ii) nhiều địa phương sau sát nhập vẫn đang trong quá trình sắp xếp, tái thiết bộ máy trong Quý 1. (iii) Ngoài ra, tiến độ giải ngân chậm lại do tình hình diễn biến phức tạp của nhiều cơ sở tại Bắc Bộ - Trung Bộ, làm chậm tiến độ của toàn ngành xây dựng nói chung.

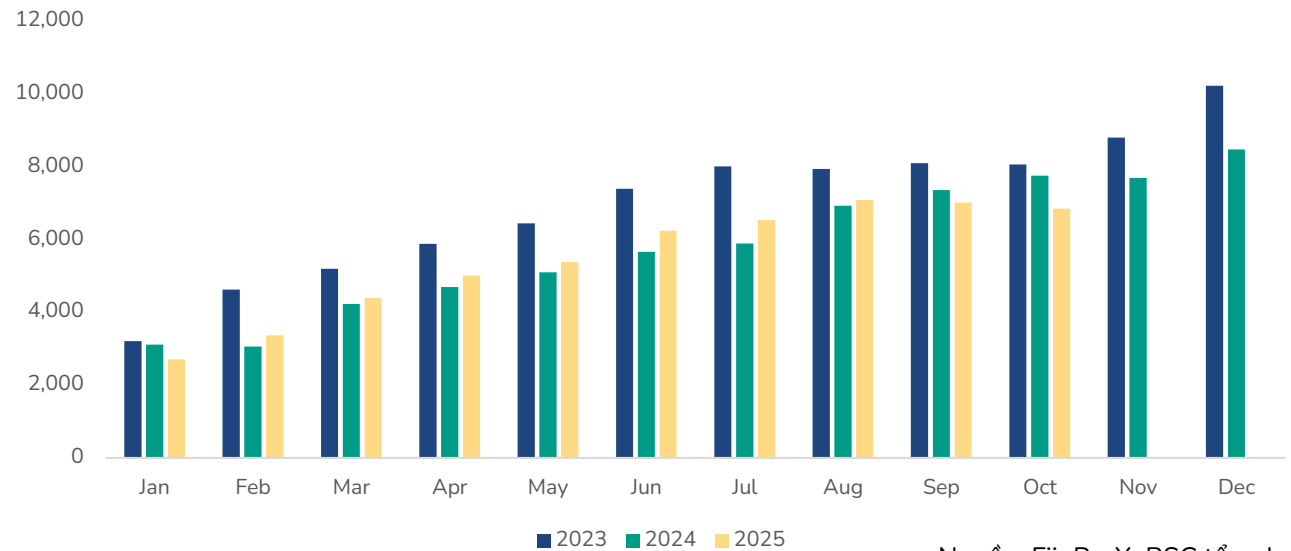
BSC kỳ vọng trong năm 2026, Chính phủ sẽ tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công:

- Tập trung đẩy mạnh giải ngân cho các dự án đầu tư công trọng điểm như sân bay Long Thành, Nhà ga T3 Cảng Hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất, cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, Vành đai 3 Tp.HCM, Vành đai 4 Hà Nội, . . .
- Các dự án thuộc giai đoạn 2020 – 2025 ở cuối chu kỳ xây lắp, được bàn giao. Cụ thể, trong ngày 19/12/2025, 10 dự án trọng điểm đã hoàn thành và thông tuyến (Chuyến bay đầu tiên hạ cánh xuống sân bay Long Thành, hoàn thành nhà ga T2, 15 km Vành đai 3 TP.HCM thông xe kỹ thuật, . . .).
- Chính phủ phấn đấu mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 đạt mức 10%, do đó, đầu tư công vẫn là trụ cột tăng trưởng chính.
- **Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2026 – 2030:** cao tốc Bắc – Nam phía Đông (giai đoạn 2), nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận, sân bay Long Thành (giai đoạn 2), tuyến đường kết nối sân bay Gia bình về Hà Nội, . . .

Bảng: Kế hoạch và % thực hiện giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2021 - 2025



Bảng: Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công của Bộ Xây dựng theo tháng giai đoạn 2023 - 2025



Backlog phân hóa giữa các doanh nghiệp trong năm 2025.

- Một số doanh nghiệp quy mô vốn nhỏ không trúng thầu dự án mới nào trong năm 2025 như C4G, CTI do sắp xếp lại bộ máy hành chính trong 1H.2025, nên chưa mở thầu các dự án.
- Một số doanh nghiệp lớn, có mối quan hệ liên kết với các chủ đầu tư Bất động sản thành lập liên doanh triển khai dự án xây lắp theo hình thức BT như HHV, LCG. Trong năm 2025, HHV trúng thêm 2 gói thầu cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc (giá trị 1,993 tỷ VNĐ) và cao tốc HCM – Chơn Thành (giá trị 1,413 tỷ VNĐ). LCG trúng thêm 2 dự án gói thầu 09 – Đường di sản Hưng Yên và gói XL1 – Mở rộng đoạn Yên Bái Lào Cai (tổng giá trị hơn 5,500 tỷ VNĐ).

Quan điểm của BSC: Lựa chọn các cổ phiếu Xây lắp lớn có khả năng tăng Backlog trong năm 2025.

Cổ phiếu ưa thích: HHV (MUA, Giá mục tiêu 18,000 VNĐ/cp). Chi tiết tham khảo tại [Báo cáo dưới đây](#).

TT	Dự án C4G	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới hết Q3.2025	Backlog 2025-26
1	Gói thầu XL02: Sân bay Quảng Trị	2024 – 2026	n.a	873
2	Tỉnh lộ 1B (Khánh Hòa)	2023 – 2026	n.a	396
3	Hầm chui Vành đai 2.5 Giải Phóng	2023 – 2026	70%	211
4	Gói thầu XL01: Bùng – Vạn Ninh	2022 – 2025	100%	67
5	Gói thầu XL01: Hậu Giang – Cà Mau	2023 – 2026	n.a	889
6	Gói thầu XL03: Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột	2022 – 2026	71%	384
7	Gói thầu XL11: Vành đai 4 Hà Nội	2023 – 2026	n.a	248
8	Gói thầu XL08: Vành đai 3 TP.HCM	2023 -2026	50%	502
9	Gói thầu XL10: Vành đai 3 TP.HCM	2023 – 2026	41%	251
10	Gói thầu 4.6: Sân bay Long Thành	2023 – 2025	99%	415
11	Gói thầu 4.7: Sân bay Long Thành	2023 – 2026	n.a	637
12	Gói thầu XL04: Kết nối giao thông vùng núi phía Bắc	2022 – 2026	n.a	183
Tổng				5,160

TT	Dự án LCG	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới hết Q3.2025	Backlog 2025-26
1	Cao tốc Vân Phong – Nha Trang	2023 – 2025	95%	723
2	Cao tốc Vũng Áng – Bùng	2023 – 2025	100%	612
3	Đường Vành đai 4 – Hưng Yên	2023 – 2025	73%	882
4	Cao tốc Tân Phúc – Võng Phan	2023 - 2025	80%	499
5	Gói thầu XL-22 – thuộc đường nội CTBN – Quốc Lộ 1 – Cà Ná	2022 – 2025	100%	120
6	Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	2024 – 2026	50%	1,162
7	XL-21 – Biên Hòa – Vũng Tàu	2023 – 2026	51%	339
8	Gói thầu 09 – Đường Di sản Hưng Yên	2025 – 2027	0%	3,600
9	Gói XL1-NBLC mở rộng đoạn Yên Bái – Lào Cai	2025 – 2026	0%	1,923
Tổng				9,860

TT	Dự án HHV	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới hết Q3.2025	Backlog 2025-26
1	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	2023 – 2025	95%	502
2	Đường ven biển Bình Định	2023- 2025	76%	172
3	Đường kết nối cảng Liên Chiểu	2023- 2025	89%	88
4	Đông Đăng – Trà Lĩnh	2024 – 2026	51%	1,735
5	Cao tốc Tp. HCM – Chơn Thành	2025 – 2027	0%	1,413
6	Mai Sơn – QL45	2025 – 2026	54%	n.a
7	Tân Phú – Bảo Lộc	2025 – 2027	0%	1,993
Tổng				6,046

Triển vọng kinh doanh

1. HHV:

- **Doanh thu tăng trưởng ổn định trong năm 2026, đóng góp chính vẫn từ doanh thu BOT do cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn hết lỗ.** BSC kỳ vọng lưu lượng xe qua Bắc Giang – Lạng Sơn sẽ tăng trưởng +15% YoY trong năm 2026 khi Hữu Nghị - Chi Lăng hoàn tất thông xe.
- **Doanh thu mảng xây lắp tăng trưởng ổn định 8 – 10% trong 2026 nhờ giá trị Backlog lớn (khoảng 6,047 tỷ VNĐ) do đã ký mới 2 dự án trong năm 2025 (cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc giá trị 1,993 tỷ VNĐ và cao tốc HCM – Chơn Thành giá trị 1,413 tỷ VNĐ).**

2. LCG

- **Xây lắp vẫn là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026 khi hoàn thành nốt các dự án còn tồn đọng trong năm 2025.** Ngoài ra, trong năm 2025, LCG đã trúng thầu thêm 2 dự án xây lắp mới: dự án Đường Di sản Hưng Yên (trị giá 3,600 tỷ VNĐ, khởi công vào ngày 19/08/2025) và Dự án mở rộng đoạn Yên Bái – Lào Cai (trị giá 1,923 tỷ VNĐ, khởi công 01/10/2025).
- **Kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng 20% trong năm 2026** khi BOT Bắc Giang – Lạng Sơn đã hết lỗ và đã có lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm 2025.

3. C4G

- **Triển vọng kinh doanh trong năm 2026 vẫn chủ yếu đến từ xây lắp** khi tăng tốc hoàn thành và ghi nhận các dự án cũ do trong năm 2025 không trúng thầu thêm bất cứ dự án mới nào.
- **BOT Thái Nguyên – Chợ Mới đã được Bộ Xây dựng đề xuất Phương án hỗ trợ (đề xuất được Nhà nước mua lại giá 2,631 tỷ VNĐ).** BSC đánh giá C4G có thể sẽ ghi nhận thu nhập bất thường từ việc này.

Định giá

Ngành	Mã CK	%YoY NPAT 2026	P/E FWD 2026	P/B FWD 2026	P/E trung bình	P/B trung bình
VLXD	HHV	+19%	8.3	0.45	10.1	0.5
	LCG	+13%	18	1.1	24	1.4
	C4G	+1%	28.4	0.64	22.3	0.8

Trong tháng 8/2025, các dự án BOT gặp khó đã có phương án đề xuất hỗ trợ 14,800 tỷ đồng cho các dự án BOT gặp khó. Trong trường hợp được mua lại/hỗ trợ:

- Một số doanh nghiệp được mua lại dự án BOT như CTI, C4G, BOT có thể (1) ghi nhận lợi nhuận bất thường, (2) giảm chi phí tài chính do thanh lý được BOT kém hiệu quả.
- Một số doanh nghiệp có thể nhận được dòng tiền hỗ trợ từ dự án BOT, giúp trả vay trước hạn.
- **Hiện tại, qua khảo sát 1 số doanh nghiệp, BSC nhận thấy đã có tiến triển Cơ quan Nhà nước đã tiến hành kiểm kê tài sản tại các dự án BOT.** BSC kỳ vọng điểm rơi của hỗ trợ/mua lại BOT vào cuối năm 2026 đầu năm 2027.

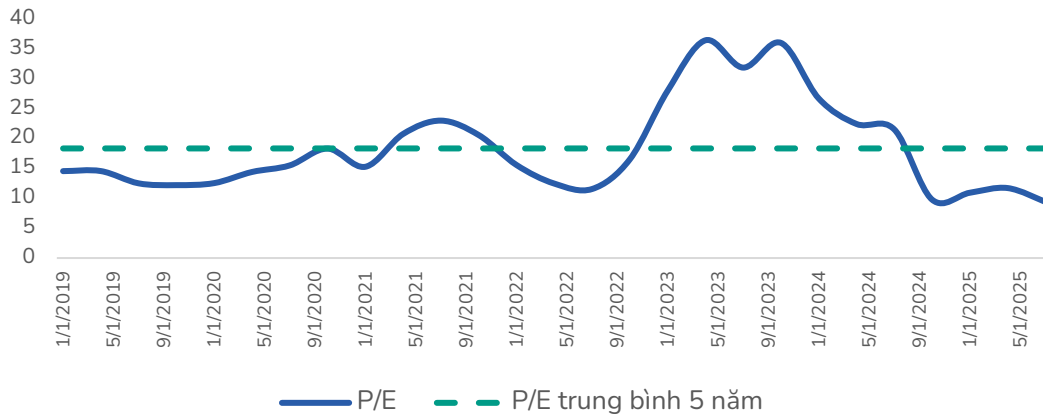
Dự án	Chủ đầu tư	Kỳ vọng được Nhà nước hỗ trợ (Tỷ đồng)	Tình trạng	Phương án
Nhóm 1				
BOT cầu Ba Vi – Việt Trì	TNHH BOT Phú Hà	598	Giảm lưu lượng xe do phương tiện lưu thông qua tuyến song hành	Bổ sung vốn
BOT cầu Thái Hà	CTCP BOT Cầu Thái Hà	1,024	Chậm thu phí, giảm lưu lượng xe do phương tiện lưu thông qua tuyến song hành không thu phí (cầu Hưng Hà)	Bổ sung vốn
BOT hầm đường bộ Đèo Cả	HHV	2,280	Không thu phí được tại trạm La Sơn – Túy Loan	Bổ sung vốn
BOT cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn	HHV	4,600	Chưa thông tuyến đến cửa khẩu Hữu Nghị	Bổ sung vốn
Nhóm 2				
BOT tuyến tránh Thành phố Thanh Hóa	CTPC BOT Đường tránh Thanh Hóa	882	Dự án đã dừng thu phí từ ngày 10/8/2017	Chấm dứt hợp đồng
BOT xây dựng mới cầu Bình Lợi	TNHH Đầu tư BOT Bình Lợi	571	Vỡ phương án tài chính vì mức phí cao	Chấm dứt hợp đồng
BOT nâng cấp và cải tạo Quốc lộ 91	CTCP Đầu tư QL91	1,278	Giảm lưu lượng do tuyến song hành cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng không thu phí	Chấm dứt hợp đồng
BOT đường Thái Nguyên – Chợ Mới	C4G	2,631	Chỉ được thực hiện thu phí tạm trên tuyến đường mới, chưa thu trên đường cũ	Chấm dứt hợp đồng
BOT đường HCM qua tỉnh Đắk Lắk	Liên danh Toàn Mỹ 14 – Bằng Dương	379	Tuyến tránh thị xã Buôn Hồ đi vào hoạt động và không thu phí, làm giảm lưu lượng xe trên quốc lộ 14	Chấm dứt hợp đồng
6BOT xây dựng cầu An Hải	CTCP Xây dựng và Kinh doanh địa ốc Hòa Bình	33	Không thực hiện thu phí được do mắc phải sự phản đối từ người dân	Chấm dứt hợp đồng
BOT nâng cấp đường 39B đoạn thị trấn Thanh Nê	CTCP TASCOT Nam Thái	543	Mắc phải sự phản đối quyết liệt từ người dân do CĐT lắp trạm thu phí cả ở QL39B cũ	Chấm dứt hợp đồng

ĐỊNH GIÁ:

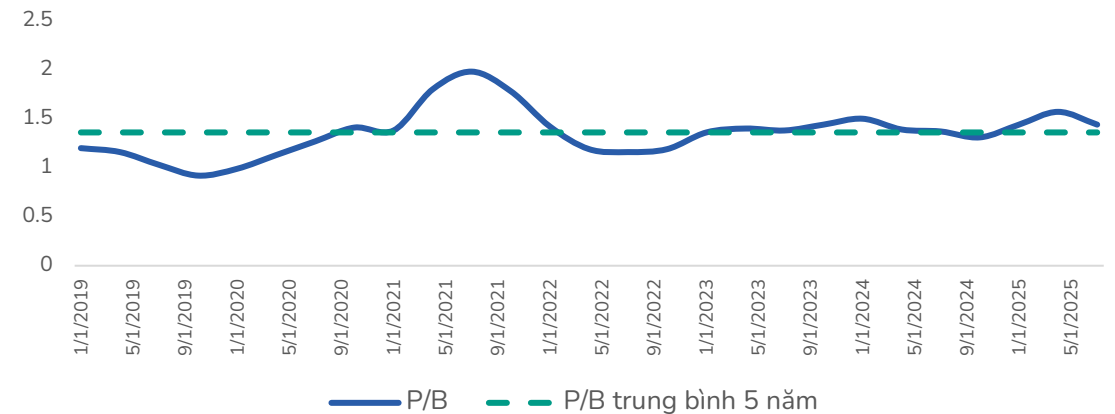
Xét toàn trên toàn ngành, định giá P/B đang ở mức thấp trong 1 chu kỳ do (1) Ngành xây dựng đang ở giai đoạn chuyển giao giữa chu kỳ xây lắp 2020 – 2025 sang chu kỳ 2026 – 2030, (2) Đa số các doanh nghiệp đang triển khai các gói thầu của giai đoạn trước.

Quan điểm của BSC: BSC lựa chọn các doanh nghiệp Xây lắp lớn (1) có khả năng tăng được Backlog nhờ liên kết để triển khai dự án xây lắp theo BT trong giai đoạn tới, (2) Định giá thấp trong chu kỳ ngành.

Bảng: Định giá P/E ngành xây dựng



Bảng: Định giá P/B ngành xây dựng



Nguồn: FiinProX, BSC tổng hợp

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM CỔ PHIẾU NGÀNH XÂY LẮP

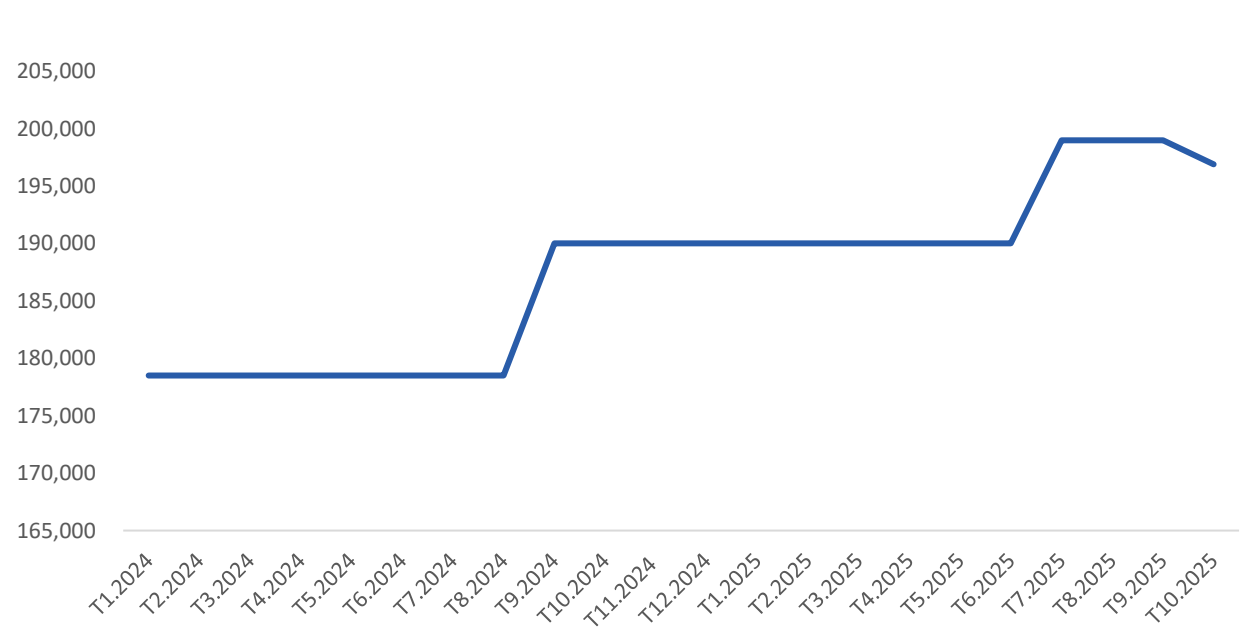
Mã CP	ĐÁNH GIÁ	LNST – CĐTS 2025 (Tỷ VND)	%YoY	PE FW 2025 (lần)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside (%)	Quan điểm
HHV	MUA	583	+37%	9.9x	18,000	+30%	Động lực tăng trưởng chính tới từ mảng BOT và Xây lắp: <ul style="list-style-type: none"> Doanh thu BOT +10% YoY do lưu lượng xe ước tính +10-15% YoY, dẫn dắt bởi BOT Bắc Giang Lạng Sơn. Doanh thu xây lắp +8-10% YoY do hoàn thành dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, đường ven biển Bình Định, ...
CTD	MUA	670	+47%	20.4x	103,500	+27%	<ul style="list-style-type: none"> Là nhà thầu lớn, uy tín, có lợi thế lớn trong chu kỳ mới của ngành xây lắp. Có tổng giá trị Backlog tăng trưởng tốt trong năm 2025 – 2026 nhờ BĐS hồi phục (tổng giá trị Backlog khoảng 35,300 tỷ VNĐ tính tới hết NĐTC 2025) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ mặt bằng tỷ suất chung ngành đi lên.

Giá đá tạm thời chững lại trong Quý 4.2025 do tình hình mưa nhiều cuối Quý 3, ảnh hưởng tới tiến độ xây dựng của một số công trình. Tính đến Tháng 10.2025, giá đá các mỏ cung cấp thị trường dân dụng +30-35% Ytd.

Mặc dù vấn đề thiếu đá đang được gỡ rối sau Nghị quyết 168/NQ-CP áp dụng cơ chế đặc thù trong khai thác khoáng sản. Tuy nhiên, BSC cho rằng xu hướng giá đá tăng và thiếu cung đá vẫn sẽ duy trì ít nhất tới 1H.2026 do:

- Đây là năm điểm rơi của các dự án Bất động sản dân dụng.
- Vấn đề thiếu cung đá cho dân dụng vẫn tồn tại: (1) Các mỏ đá lớn được tăng công suất, chủ yếu phân bổ cho các dự án đầu tư công trong điểm, do vậy chỉ có thể bán cho các dự án này, gây ra tình trạng thiếu đá cho dự án dân dụng, (2) Nhiều mỏ gặp vấn đề về giấy phép sử dụng đất cho hoạt động khoáng sản dẫn tới thiếu nguồn cung. Các mỏ gặp vấn đề về giấy phép sử dụng đất cho hoạt động khoáng sản dẫn tới thiếu nguồn cung.

Hình: Diễn biến giá đá của mỏ Tân Cang



Đơn vị: VNĐ/m³, tham khảo mỏ Tân Cang, Nguồn: BSC Research

Hình: Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm và tình hình cung cấp đá

Dự án	TMĐT (tỷ VNĐ)	Thời gian hoàn thành	Số lượng đá còn thiếu (triệu m³)
1. Dự án cấp quốc gia			
Cao tốc HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành	17,400	2024 - 2027	n.a
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	44,691	2023 - 2027	n.a
Sân bay Long Thành	337,000	2021 - 2026	2
Vành Đai 3 – TP. HCM	75,400	2023 - 2026	0.486
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	21,551	2023 - 2025	0.18
2. Dự án cấp tỉnh (chưa triển khai)			
Đường tỉnh 769	6,200	2026 – 2030	
Đường tỉnh 773	4,300	2026 – 2030	
Đường tỉnh 770B	8,000	2026 – 2030	
Đường tỉnh 25C	647	2026 – 2030	
Đường tỉnh 25B	1,500	2026 – 2030	
Đường liên cảng Nhơn Trạch	1,200	2026 – 2030	

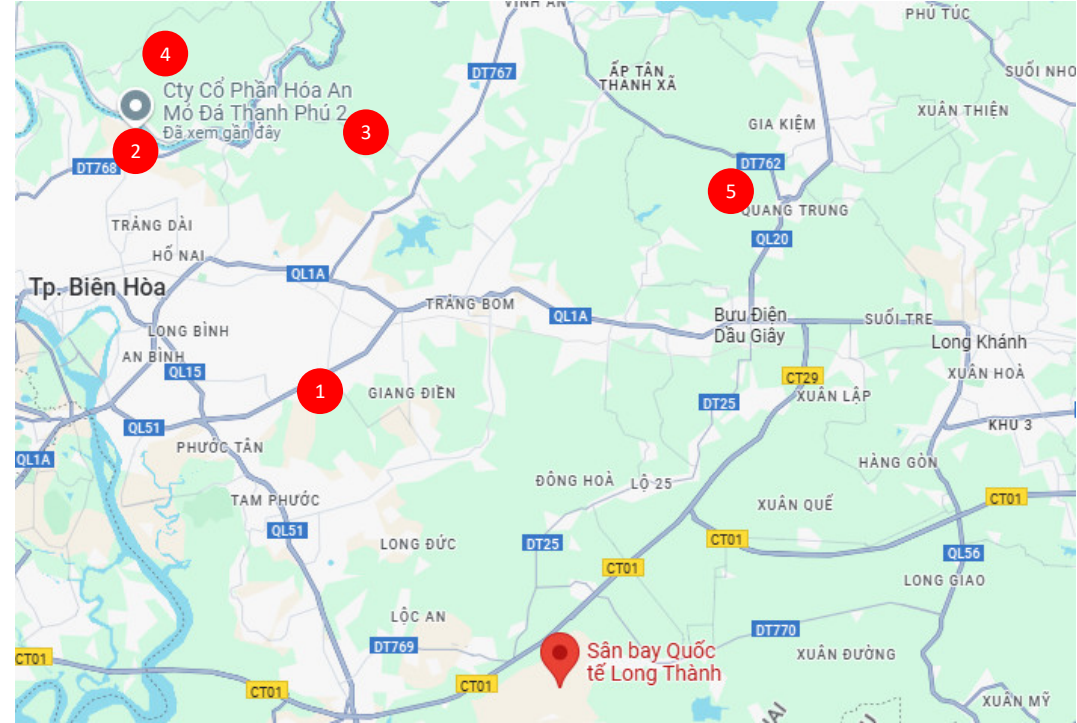
Nguồn: BSC Research tổng hợp

NGÀNH ĐÁ – DANH SÁCH CÁC MỎ ĐÁ Ở KHU VỰC PHÍA NAM

Hình: Danh sách các mỏ đá của một số doanh nghiệp trên sàn

Hình: Tương quan các cụm mỏ ở Đồng Nai

Mã	Vị trí	Tên mỏ đá	Công suất khai thác cấp phép (m ³ /năm)	Trữ lượng khai thác còn lại (m ³ /năm)	Thời hạn cấp phép khai thác	Sản lượng thực tế năm 2024	Công suất thực tế năm 2024	Nhận xét
CTI	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 10	900,000	27,100,000	12/2033	-	-	Mới đi vào khai thác năm 2025
	Xuân Lộc	Xuân Hòa	500,000	-	01/2030	250,000	50%	
KSB	Phú Giáo	Phước Vĩnh	1,200,000	6,000,000	08/2023			Đang gia hạn
	Bắc Tân Uyên	Tân Mỹ	1,500,000	22,000,000	08/2029			
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 7	280,000	5,300,000	01/2035			
	Nghệ An	Bãi Giang			08/2043			
	Thanh Hóa	Gò Trường			01/2045			
NNC	Bình Dương	Mũi Tàu	1,000,000	22,509,000	2043	-	-	
DND	Biên Hòa	Tân Cang 5	1,000,000	7,000,000	01/2023	-	-	Vướng mắc đất đai nên hoạt động dưới CS
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 5	750,000	5,000,000	01/2026	-	-	Xen kẹt đất chưa đến bù
DHA	Vĩnh Cửu	Thạnh Phú 2	818,000	3,121,000	03/2027	568,000	69%	Đang xin khai thác xuống sâu
	Biên Hòa	Tân Cang 3	490,000	8,154,000	06/2037	855,000	175%	Đã được gia hạn từ T5/2024
	Hớn Quản	Núi Gió	300,000	5,340,000	10/2040	255,000	85%	
VLB	Vĩnh Cửu	Thạnh Phú 1	1,800,000	35,600,000	07/2042	2,033,253	113%	8.8 ha chưa đến bù
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 2	1,500,000	22,700,000	06/2038	2,073,994	138%	1.8 ha chưa đến bù
	Thống Nhất	Soklu 2	400,000	2,300,000	11/2031	351,489	87%	0.53 ha chưa đến bù
	Thống Nhất	Soklu 5	500,000	1,700,000	08/2029	356,467	71%	2.84 ha chưa đến bù
	Biên Hòa	Tân Cang 1	1,500,000	22,900,000	01/2039	2,588,810	172%	3.87 ha chưa đến bù



- 1) Cụm Tân Cang
- 2) Cụm Thạnh Phú
- 3) Cụm Thiện Tân
- 4) Cụm Tân Mỹ
- 5) Cụm Soku

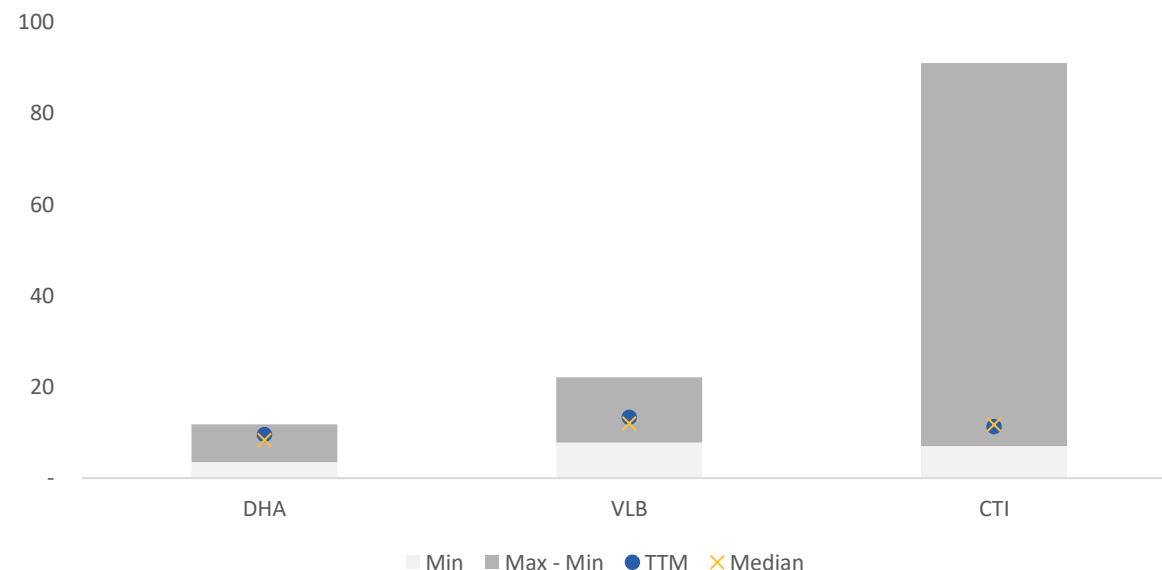
Như đã phân tích tại [phần Chủ đề ngành](#), giá cổ phiếu nhóm đá tăng mạnh (+30% +60% YTD) do sản lượng tăng và giá đá tăng, giúp các doanh nghiệp đá ghi nhận kết quả kinh doanh tốt trong năm 2025. Quan điểm đầu tư của BSC:

- DHA, VLB:** Giá đá kỳ vọng tiếp tục tăng + 10% YoY trong năm 2026. Tuy nhiên, BSC cho rằng (1) một số mỏ đá của DHA, VLB đã đầy công suất cấp phép, khó có thể tiếp tục đẩy được sản lượng hơn và (2) giá cổ phiếu đã tăng mạnh trong năm 2025. Điều này khiến cho mức Upside các cổ phiếu DHA, VLB hạn chế ở mức 15% - 20%.
- Một số doanh nghiệp đá bé như CTI có thể tăng được công suất nhờ (1) đầu tư thêm máy nghiền mới, (2) các mỏ vẫn chưa khai thác hết công suất trong năm 2026:** BSC đưa ra quan điểm **MUA** đối với cổ phiếu CT nhờ (1) giá đá +10% YoY, (2) lắp thêm máy nghiền tại mỏ đá Xuân Hòa, (3) định giá ở mức hợp lý.

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận 2026 vs định giá

Ngành	Mã CK	%YoY NPAT 2026	P/E FWD 2026	P/B FWD 2026	P/E trung bình 5Y	P/B trung bình 5Y
Đá	DHA	+18%	6.7	1.4	8.38	1.79
	VLB	+17%	7.6	1.9	11.98	3.43
	CTI	+36%	7.1	1.0	11.70	0.94

Hình: Biên độ định giá P/E của các cổ phiếu ngành đá



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

QUAN ĐIỂM:

Chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** trong năm 2026 dựa trên quan điểm rằng

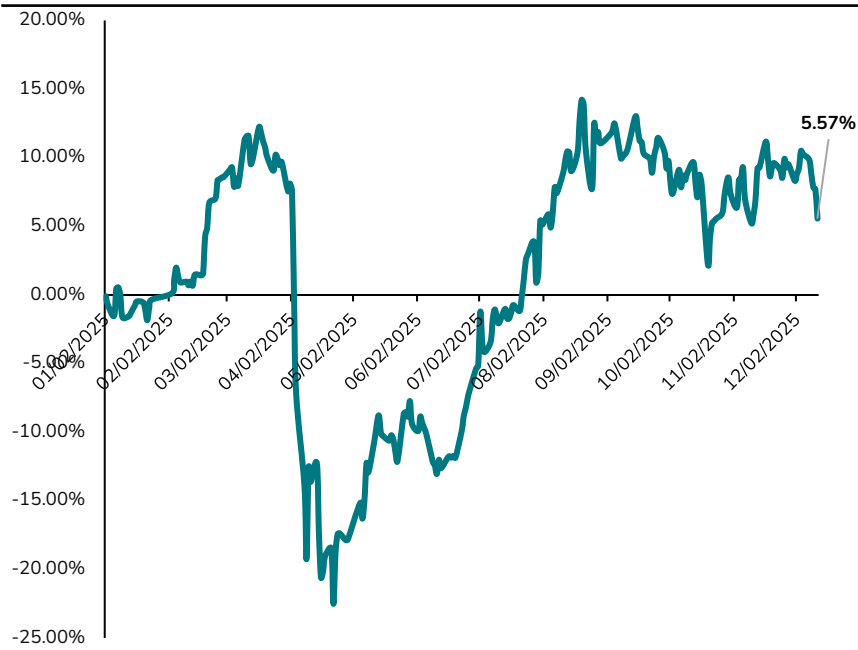
- (i) Việt Nam duy trì lợi thế về thuế quan đối với các quốc gia cạnh tranh trong khu vực, tuy nhiên, cần thêm thời gian để các doanh nghiệp nước ngoài mở rộng sản xuất tại Việt Nam
- (ii) Chính phủ Việt Nam đang đẩy mạnh đầu tư các dự án hạ tầng hỗ trợ việc kết nối giữa các vùng, kỳ vọng giảm thời gian di chuyển từ khu vực sản xuất đến các cửa khẩu

Mức định giá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn:

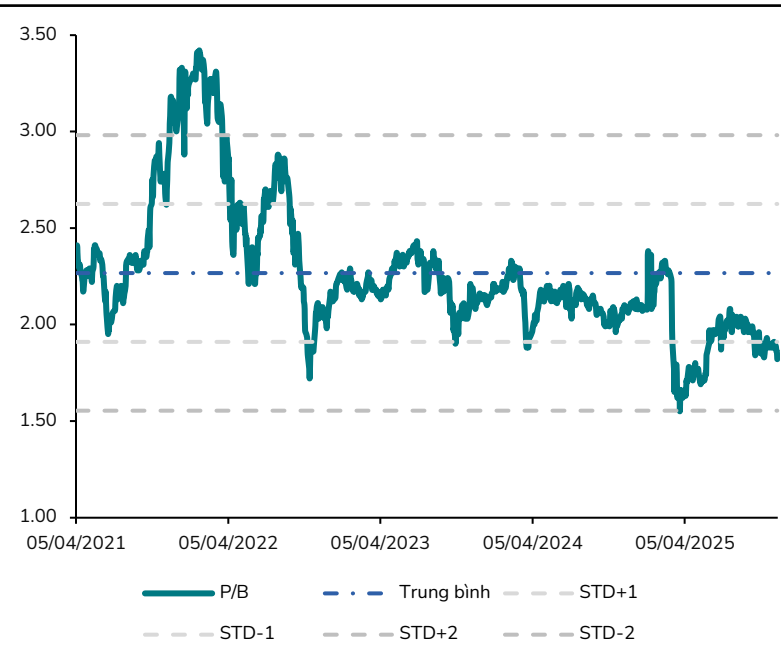
Trong năm 2025, cổ phiếu ngành khu công nghiệp đang có hiệu suất kém hơn so với thị trường chung: hiệu suất nhóm cổ phiếu khu công nghiệp tăng 5% trong khi VN-index tăng mạnh 30% YTD, phản ánh những thông tin tiêu cực liên quan đến bất ổn thuế quan.

Hiện tại, ngành đang giao dịch tại P/E trung vị 13.9 và P/B trung vị 1.8, tương đương với **mức chiết khấu 32% và 21%** so với mức định giá trung bình 5 năm.

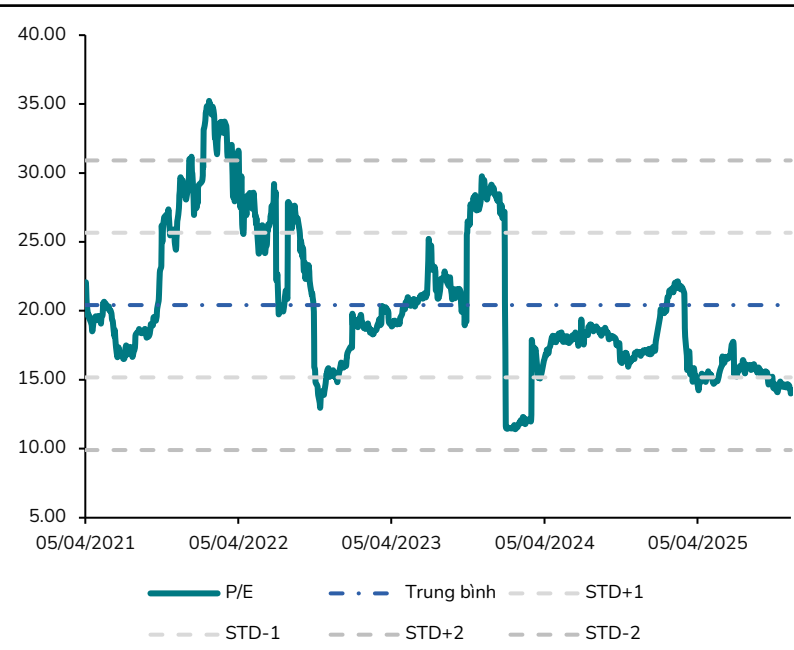
Hình: Hiệu suất đầu tư các cổ phiếu ngành KCN từ đầu năm 2025



Hình: Biên độ định giá P/B trong giai đoạn 2021-2025



Hình: Biên độ định giá P/E trong giai đoạn 2021-2025



Triển vọng thu hút đầu tư FDI: lợi thế về thuế quan của Việt Nam và đẩy mạnh đầu tư hạ tầng

- Lợi thế về thuế quan:** Tính đến tháng 8/2025, Mỹ đã công bố các mức thuế quan với đa số các quốc gia. Trong đó, thuế quan áp lên hàng hóa nguồn gốc Việt Nam đang thấp hơn so với đa số các quốc gia cạnh tranh xuất khẩu sang Hoa Kỳ (vd: Bangladesh, Campuchia, Ấn Độ, Indonesia, Malaysia, Hàn Quốc và Thái Lan). Việt Nam đang chịu mức thuế 20% đối với hàng hóa có nguồn gốc từ Việt Nam và mức thuế 40% đối với hàng “trung chuyển”. Tuy nhiên, hiện nay, định nghĩa về hàng “trung chuyển” chưa được công bố rõ ràng. Trong khi đó, các quốc gia cạnh tranh với Việt Nam trong xuất khẩu sang Hoa Kỳ đang chịu mức thuế dao động là 25% - 40%. **Lợi thế về thuế quan kỳ vọng sẽ giúp củng cố vị thế của Việt Nam trong việc thu hút các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư mới/ mở rộng vào Việt Nam, đặc biệt sau khi các hoạt động đầu tư đã bị chững lại trong quý 2/2025.**
- Chính phủ đẩy mạnh đầu tư các dự án hạ tầng kỳ vọng cắt giảm chi phí logistics:** Do đặc điểm địa lý trải dài từ Bắc – Nam nên việc vận chuyển hàng hóa giao thương giữa các khu vực kho bãi tại Việt Nam vẫn còn gặp nhiều khó khăn, trong đó lớn nhất là chi phí. Theo thống kê, chi phí logistics của Việt Nam ở mức 16-17% GDP, cao hơn mức trung bình của thế giới là 10.6%. Do đó, việc chính phủ đẩy mạnh đầu tư các dự án hạ tầng kỳ vọng sẽ giảm chi phí đầu vào của doanh nghiệp, từ đó, thu hút nguồn vốn FDI vào Việt Nam.

Bảng: Mức thuế quan Hoa Kỳ áp lên một số quốc gia

Quốc gia	Mức thuế đối ứng ban đầu (%)	Mức thuế đang áp dụng trước 1/8/2025 (%)	Mức thuế đe dọa có hiệu lực 1/8/2025 (%)
Việt Nam	46	10	20
Nhật Bản	24	10	25
Hàn Quốc	25	10	25
Ấn Độ*	26	25	25
Thái Lan	36	10	36
Malaysia	24	10	25
Indonesia	32	10	32
Campuchia	49	10	36
Bangladesh	37	10	35
Lào	48	10	40
Myanmar	44	10	40
Philippines	17	10	20

Bảng: Một số dự án hạ tầng trọng yếu của Việt Nam

	Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	Tiến độ
Đường bộ	Cao tốc Bắc Nam GĐ 2	~ 5	Thông xe đầu năm 2026
Sân bay	Sân bay Long Thành	~ 5	Hoạt động vào năm 2026
Cảng biển	Siêu cảng Cần Giẽ	~ 6	Chọn nhà thầu, chuẩn bị hạ tầng
Đường sắt	Cao tốc Bắc Nam	67	2031 - 2035

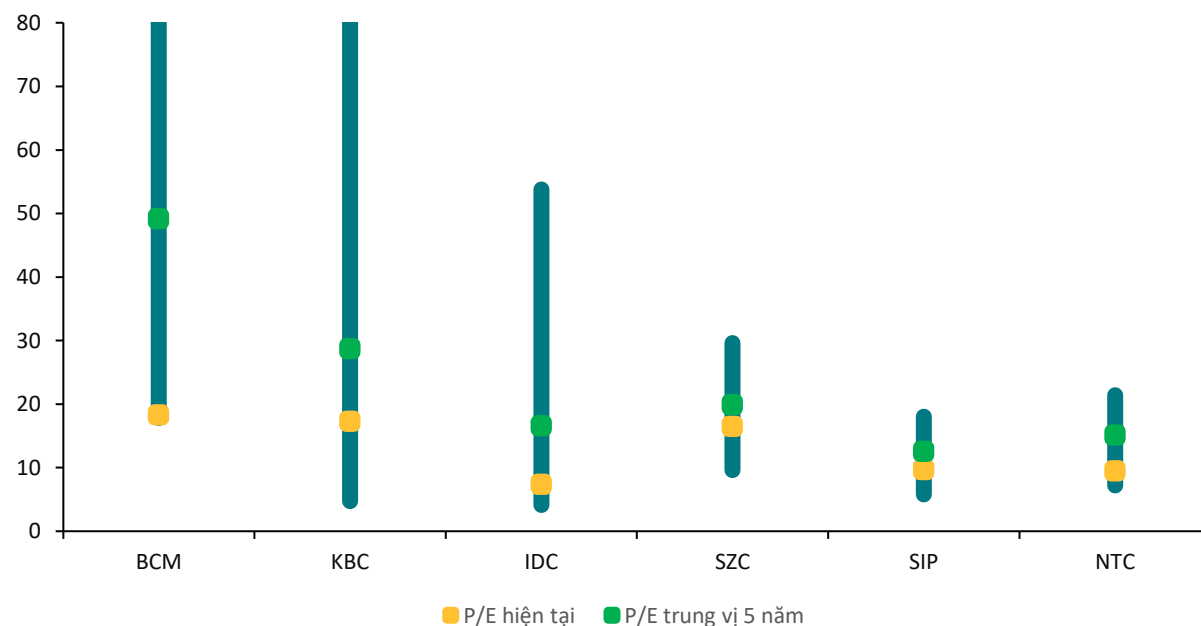
*Hoa Kỳ thông báo nâng thuế quan của Ấn Độ lên 50% vào đầu tháng 8/2025

Nguồn: BSC Research tổng hợp

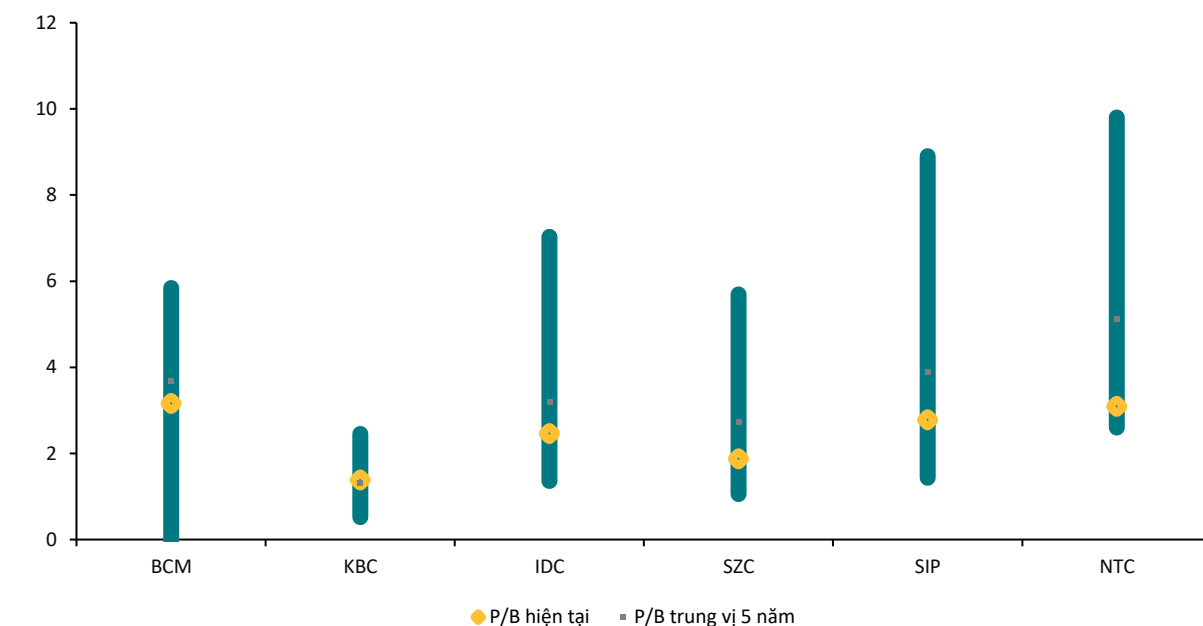
BSC ưa thích IDC, SZC, KBC do:

- các doanh nghiệp khu công nghiệp sở hữu (1) có quỹ đất KCN sạch, sẵn sàng cho khách hàng thuê và (2) sở hữu tệp khách hàng hiện hữu các doanh nghiệp FDI lớn, tiềm năng sẽ thu hút thêm các doanh nghiệp “đầu nguồn” chuỗi cung ứng trong kịch bản tích cực của thuế quan.
- Định giá đang ở mức rẻ so với quá khứ (trừ KBC): IDC đang giao dịch ở mức P/E và P/B chiết khấu 55% và 23% so với mức trung vị 5 năm, SZC đang giao dịch ở mức P/E và P/B chiết khấu 17% và 32% so với mức trung vị 5 năm, KBC đang giao dịch ở mức P/E chiết khấu 39% so với mức trung vị 5 năm

Hình: Biên độ định giá P/E trong giai đoạn 2021-nay



Hình: Biên độ định giá P/B trong giai đoạn 2021-nay



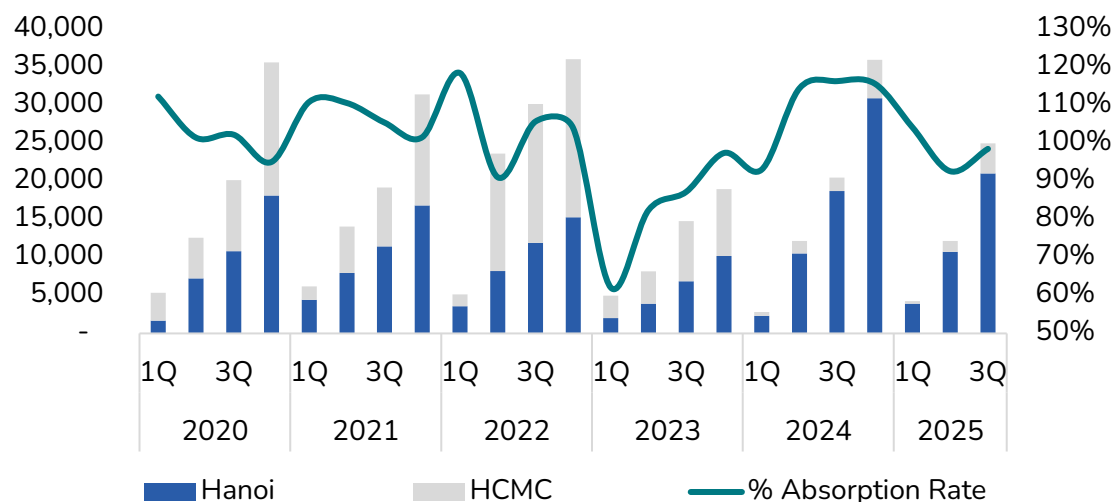
BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Bất động sản thương mại trong 2026 khi các yếu tố hỗ trợ theo quan điểm trước đó tiếp tục được củng cố. Chúng tôi tin rằng cấu trúc dịch chuyển lành mạnh của thị trường trong chu kỳ mới được khẳng định bởi triển vọng lợi nhuận rõ ràng và định giá hấp dẫn hiện tại là những yếu tố dẫn dắt giúp ngành được tái định giá tích cực trong thời gian tới.

1. Điểm nhấn thị trường bất động sản 9t2025 - thị trường căn hộ duy trì sự phân hóa rõ nét

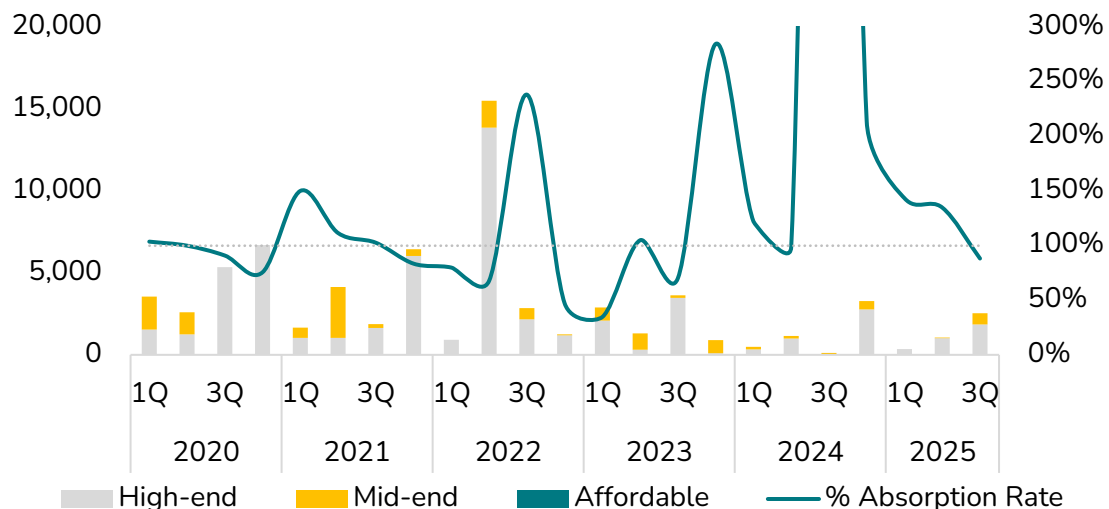
Nguồn cung căn hộ tại TP HCM cũ tiếp tục hạn chế, trái ngược với thị trường Hà Nội: Trong 9T2025, tổng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM đạt khoảng 21,086 căn (tăng +22% YoY), tương đương với nguồn cung trung bình trong giai đoạn nóng sốt của thị trường bất động sản năm 2021-2022. Tuy nhiên, phân bố địa lý đã thay đổi đáng kể khi Hà Nội nổi lên là thị trường chủ đạo, đóng góp 84% nguồn cung mới. Ngược lại, TP.HCM vẫn bị hạn chế khi nguồn cung dự án ít ỏi, hoạt động chủ yếu tập trung vào các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện có hoặc các dự án quy mô nhỏ (dưới 10ha). Về phía nhu cầu, tỷ lệ hấp thụ thị trường vẫn mạnh mẽ đạt mức 99% trong 9T2025 so với 93% 1H2025. Sự ổn định này được củng cố bởi các điều kiện kinh tế vĩ mô thuận lợi và việc tiếp tục triển khai các chính sách thanh toán hấp dẫn.

Phân khúc cao cấp vẫn chiếm chủ đạo: Tại các trung tâm đô thị lớn như TP.HCM và Hà Nội, hầu hết các dự án mới được khởi công đều có giá trên 100 triệu đồng/m²: (1) Tại TP.HCM mới, nhà ở vừa túi tiền chủ yếu tập trung ở các khu vực tỉnh Bình Dương cũ, đóng góp 75% nguồn cung nhà ở tầm trung tại TP.HCM mới, tương đương hơn 8,775 căn trong 9T2025 với giá trung bình 46 triệu đồng/m² (+15% YoY), tỷ lệ hấp thụ mạnh mẽ đạt 89,4%. (2) Trong khi đó, Hà Nội tiếp tục chứng kiến nguồn cung nhà ở cao cấp dồi dào. Trong 9T2025, tổng số căn hộ mới được mở bán đạt 21,086 căn (+12,4% YoY), gần như tất cả đều có giá trên 60 triệu đồng/m² và chủ yếu giá trên 120 triệu đồng/m². Mặc dù giá tăng mạnh, thủ đô vẫn ghi nhận 20.521 căn hộ được bán ra, đạt tỷ lệ hấp thụ cao 97%.

Hình 1: Nguồn cung căn hộ có sự phân hóa ở 2 thị trường chính



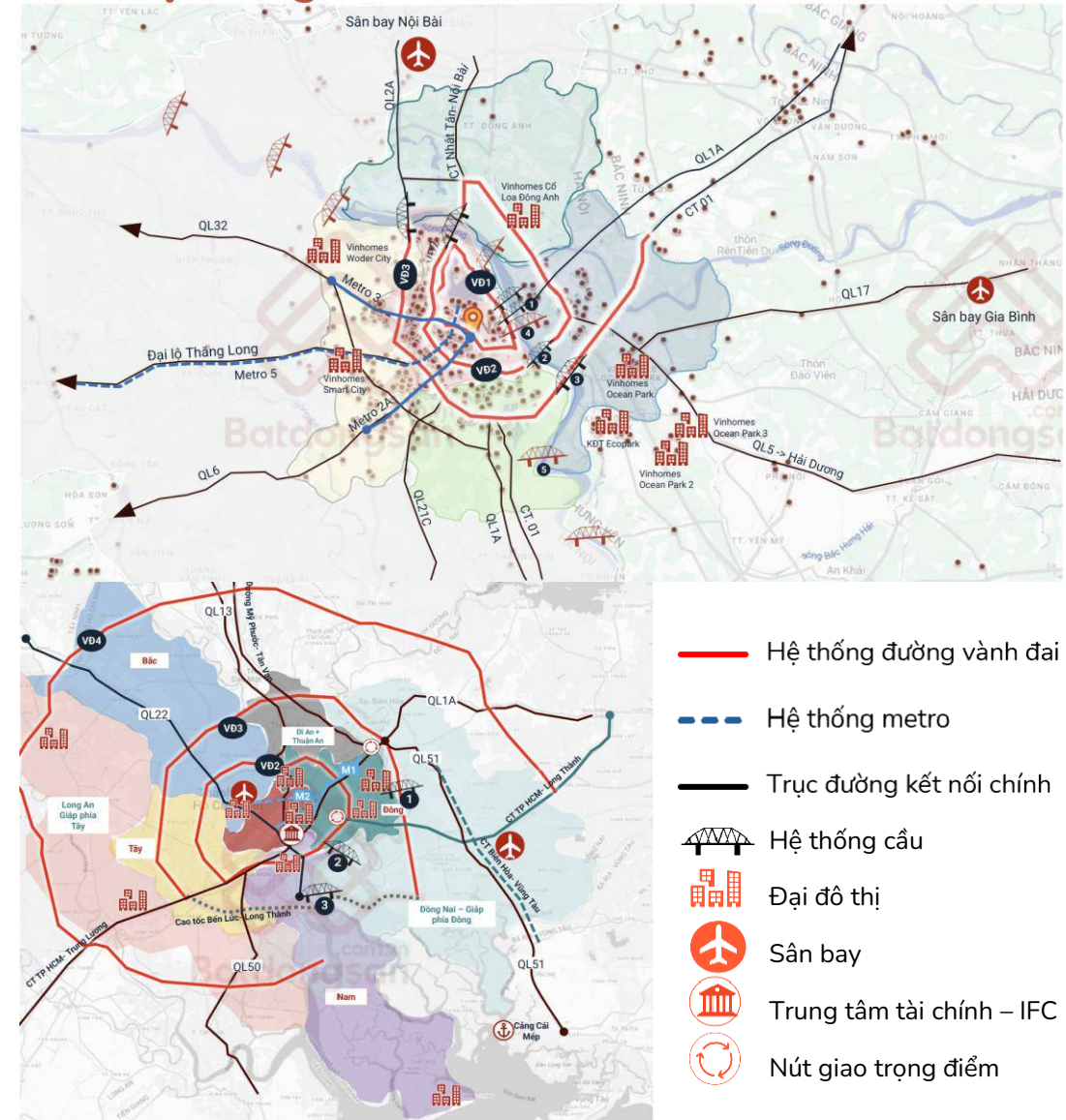
Hình 2: Nguồn cung căn hộ vừa túi tiền còn hạn chế tại TP HCM



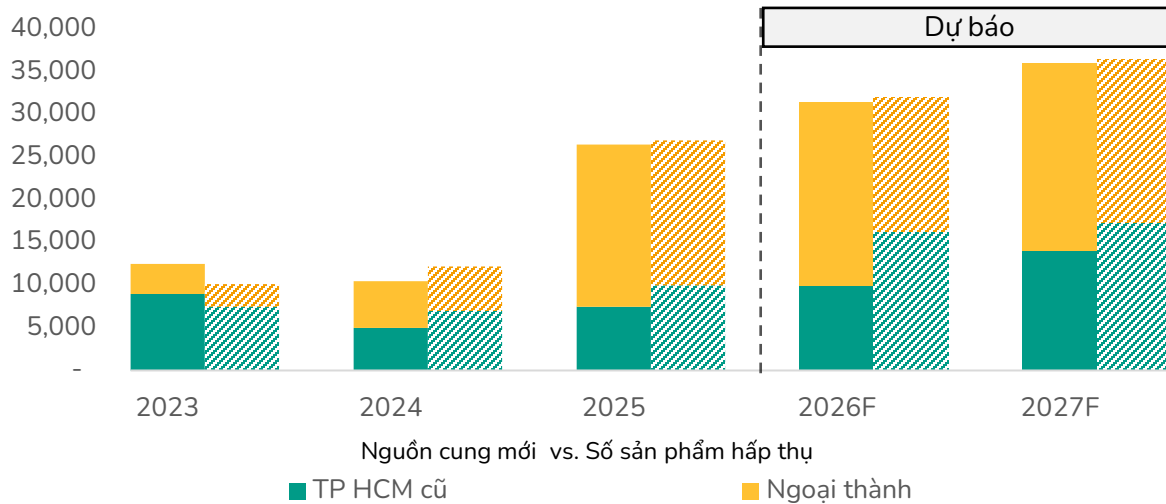
2. Đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng và phát triển đô thị theo định hướng giao thông công cộng (TOD). Mối tương quan giữa đầu tư cơ sở hạ tầng và nhu cầu bất động sản đã được thể hiện rõ trong các chu kỳ trước đây và chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong chu kỳ mới. Vào ngày 19/08/2025, Việt Nam đã đồng thời khởi công và khánh thành 250 dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm với tổng vốn đầu tư hơn 1,2 triệu tỷ VND. Trong đó bao gồm 59 dự án cơ sở hạ tầng giao thông, 44 công trình dân dụng đô thị, 36 dự án cơ sở hạ tầng kỹ thuật và 22 dự án nhà ở xã hội. Dự kiến ngày 19/12/2025, tiếp tục 232 dự án mới sẽ đồng loạt khởi công, khánh thành trên cả nước với quy mô xấp xỉ 1.1 triệu tỷ VND.

Đô thị vệ tinh giúp cân bằng nguồn cung giữa TP HCM mới – Hà Nội và lấp đầy khoảng trống phân khúc trung cấp. Như đã đề cập trong Báo cáo ngành 3Q2025, BSC tin rằng nhu cầu nhà ở và đầu tư sắp tới sẽ dịch chuyển dần sang các khu vực ngoại thành (Bình Dương, Bắc Ninh...), nơi có lợi suất cho thuê còn hấp dẫn 4-5% so với các khu vực nội thành chỉ ở mức 2.4% do chi phí đầu tư ban đầu tăng nhanh.

Hình 5: TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội nâng cấp hạ tầng liên kết vùng, thúc đẩy kết nối hình thành các đô thị vệ tinh và kéo giãn nhu cầu nhà ở

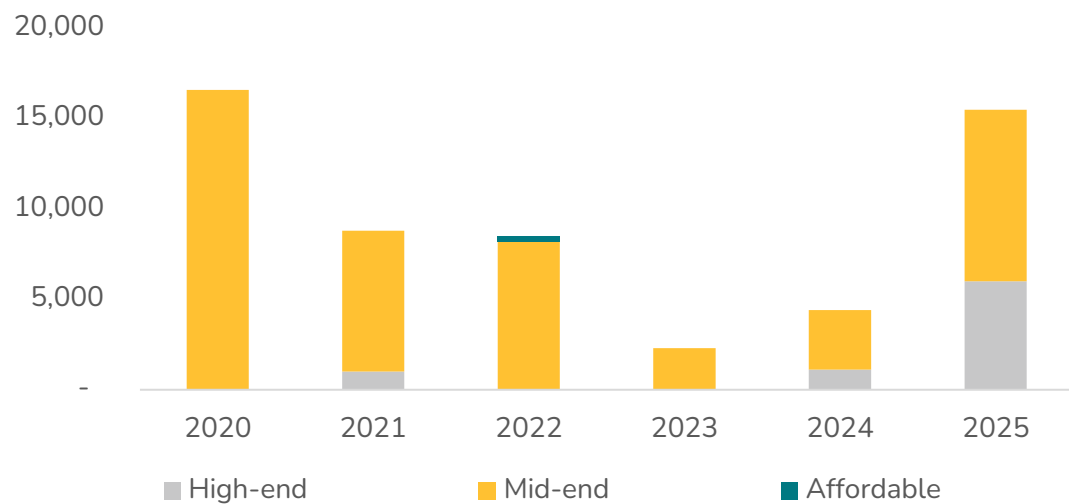


Dự báo nguồn cung – tỷ lệ hấp thụ tại thị trường phía Nam 2026-2027

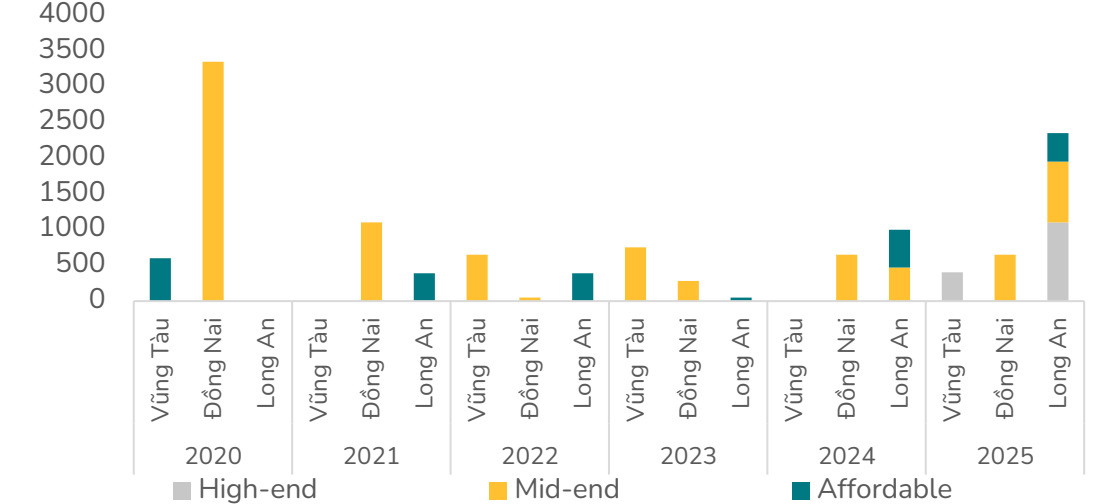


Nguồn: Batdongsan.com.vn, CBRE

Hình 3: Bình Dương đóng góp 65% nguồn cung cho thị trường phía Nam

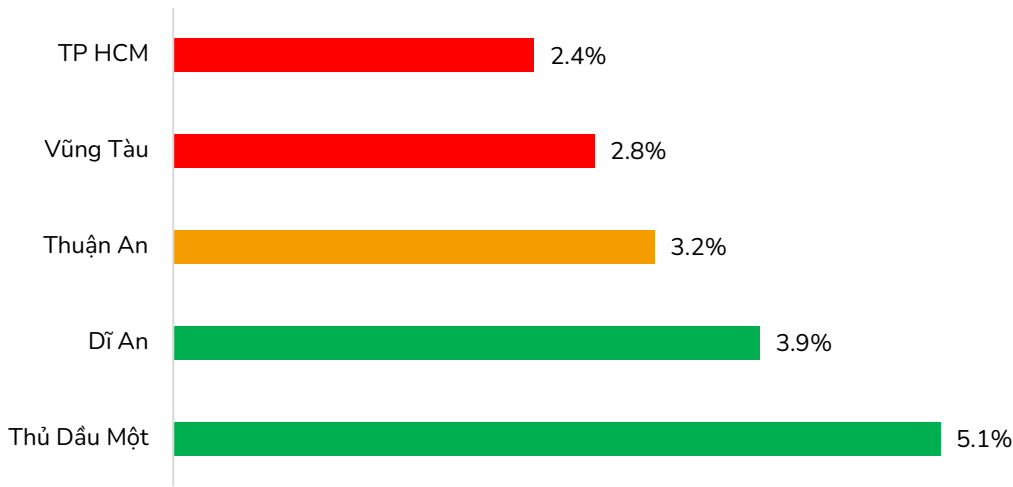


Hình 4: Nguồn cung căn hộ các vùng vệ tinh bắt đầu cho thấy sự tăng tốc

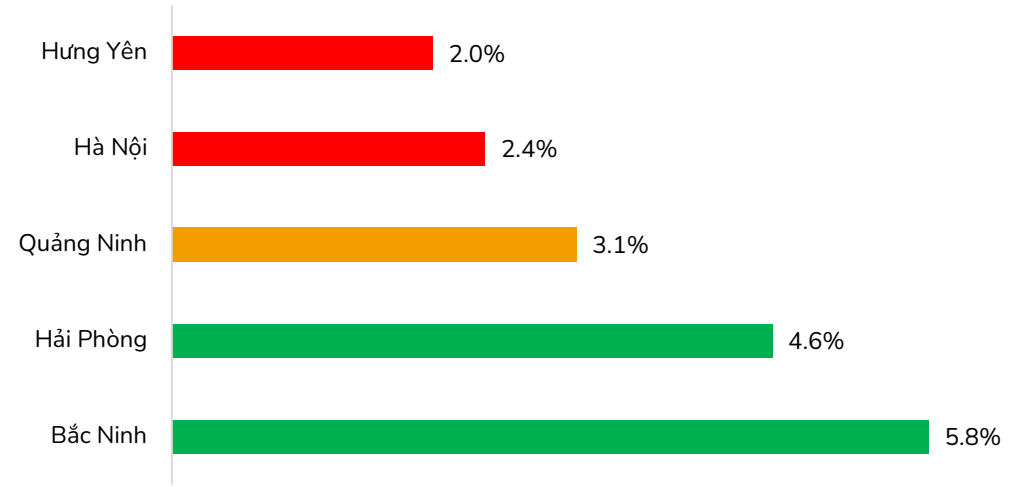


Nguồn: Bộ Xây dựng, BSC Research

Hình 3: % Tỷ suất cho thuê căn hộ tại thị trường phía Nam



Hình 4: % Tỷ suất cho thuê căn hộ tại thị trường phía Bắc



Nguồn: Bộ Xây dựng, BSC Research

3. Nhiều chính sách và dự thảo chính sách mới được xem xét, phát đi tín hiệu từ Chính phủ rằng sự minh bạch, ổn định và bền vững của thị trường bất động sản được đặt lên hàng đầu.

Hàng loạt chính sách quan trọng tiếp tục được ban hành và có hiệu lực trong 2025 đã phần nào cho thấy sự hiệu quả khi nguồn cung bất động sản bắt đầu cải thiện như Nghị quyết 171/2024/QH15, Nghị quyết 170/2024/QH15, Nghị quyết 201/2025/QH15... Tuy nhiên, trong bối cảnh giá nhà ở và tốc độ tăng trưởng tín dụng bất động sản có dấu hiệu nóng lên, các cơ quan hoạch định chính sách ngay lập tức xem xét một số dự thảo nghị định và nghị quyết như để “ném đá dò đường”, đánh giá tâm lý thị trường và ngăn ngừa tình trạng quá nóng. Những hành động này nhấn mạnh lập trường chủ động nhằm ổn định thị trường bất động sản và quản lý rủi ro hệ thống trước khi xảy ra sự mất cân bằng lẫn nữa trong chu kỳ mới.

Chúng tôi cho rằng một số chính sách mới có thể được xem xét trong thời gian tới bao gồm (1) triển khai cơ sở dữ liệu giao dịch bất động sản quốc gia, (2) giới hạn mức trần cho vay tín dụng đối với nhà ở thứ hai trở lên và (3) các chính sách thuế tiềm tàng đối với nhà ở thứ hai, nhà ở không sử dụng khi nền tảng cơ sở dữ liệu được hình thành. **Mặc dù những biện pháp này có thể tạm thời ảnh hưởng tâm lý đầu tư và biến động ngắn hạn trên thị trường chứng khoán, nhưng chúng tôi xem chúng là những yếu tố dịch chuyển tích cực về mặt cấu trúc trong dài hạn** khi thị trường được vận hành minh bạch hơn, dựa trên dữ liệu và tập trung vào người dùng cuối, mở đường cho sự tăng trưởng bền vững hơn của ngành.

Hình 7: Một số tín hiệu chính sách được phát đi trong 2025

Các chính sách được xem xét để kiểm soát đà tăng nóng của giá nhà

<p>Thông báo số 294/TB-VPCP Chính phủ</p>	<p>Yêu cầu Bộ Tài chính nghiên cứu, đề xuất chính sách thuế đối với (1) nhà ở, bất động sản không sử dụng, (2) thu thuế phần chênh lệch giá giữa giá tính tiền sử dụng đất và giá bán sản phẩm bất động sản của các dự án, (3) thu thuế phần chênh lệch giữa các lần giao dịch để hạn chế đầu cơ, thổi giá bất động sản, báo cáo Thủ tướng Chính phủ trong tháng 6 năm 2025</p>
<p>Dự thảo Nghị quyết về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá BĐS</p>	<p>(1) Giới hạn tỷ lệ vay ở mức tối đa 50% đối với bất động sản thứ hai, 30% đối với bất động sản thứ ba, (2) Cho phép phân bổ trực tiếp các dự án nhà ở thương mại mà không cần đấu giá (3) Thành lập một sàn giao dịch tập trung cho các giao dịch bất động sản.</p>

Các chính sách đã được thông qua

<p>Nghị định số 261/2025/NĐ-CP</p>	<p>(1) Nâng cao điều kiện thu nhập đối với người mua nhà ở xã hội (2) Giảm lãi suất thế chấp nhà ở xã hội từ 6,6% xuống 5,4% (3) Chính thức hóa sự hợp tác giữa Bộ Xây dựng và 20 nhà phát triển lớn theo sáng kiến quốc gia nhằm cung cấp 1 triệu đơn vị nhà ở xã hội vào năm 2030</p>
<p>Nghị định 302/2025/NĐ-CP</p>	<p>Thành lập các quỹ nhà ở chuyên dụng ở cả cấp trung ương và địa phương để tài trợ cho nhà ở xã hội, các dự án tái định cư và nguồn cung nhà ở cho thuê.</p>
<p>Nghị quyết tháo gỡ vướng mắc trong thi hành Luật Đất đai</p>	<p>Dự án thuộc trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất mà nhà đầu tư đã thỏa thuận được trên 75% diện tích và trên 75% số lượng người sử dụng đất thì HĐND cấp tỉnh thông qua việc thu hồi phần diện tích còn lại</p>

4. Doanh số mở bán mới phục hồi mạnh trong 2026 dẫn dắt dòng tiền và tăng trưởng lợi nhuận trong 2027-2028. Thị trường bất động sản phía Nam đang dần trở lại “đường đua”, chuyển mình từ giai đoạn trầm lắng sang một diện mạo năng động hơn nhờ những cải cách pháp lý thuận lợi và dòng vốn đầu tư chuyển hướng từ miền Bắc. Các dự án tại TP HCM được mở bán trong 2025 mặc dù đều thuộc phân khúc cao cấp nhưng luôn ghi nhận tốc độ hấp thụ nhanh với tỷ lệ cao. Bên cạnh đó, sự chuyển dịch nguồn cung sang vị trí ngoại thành có thể nhìn thấy thông qua kế hoạch ra mắt dự án của các doanh nghiệp niêm yết như Izumi City, Elyse Island (NLG), Aqua City (NVL) tại Đồng Nai, Eco Retreat (Ecopark), Southgate (NLG), Vinhomes Green City (VHM) tại Long An...

BSC dự báo doanh thu mở bán mới sẽ phục hồi mạnh trong năm 2025F/2026F lần lượt đạt 209,482 tỷ (+85% YoY)/313,273 tỷ VND (+50% YoY) hoặc 31,770 tỷ VND (+243% YoY)/38,770 tỷ VND (+22% YoY) nếu loại trừ đóng góp của VHM. Đây là động lực vững chắc dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp BĐS trong giai đoạn 2025-2027 đạt mức +23% CAGR (hoặc +44% CAGR nếu loại trừ đóng góp của VHM).

Hình 6: Doanh thu mở bán mới phục hồi mạnh từ 2025-2026

Presales	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
VHM	78,900	128,200	87,000	103,900	177,804	274,503	270,781
NLG	5,925	10,152	3,920	5,204	10,512	11,587	17,622
KDH	3,145	2,699	5,313	2,221	4,600	4,945	8,434
DXG	5,587	3,038	-	-	10,971	13,717	24,786
NVL	36,805	44,924	-	-	-	-	7,500
PDR	3,620	-	-	1,800	4,871	5,426	8,066
DPG	943	602	-	-	724	3,095	3,336

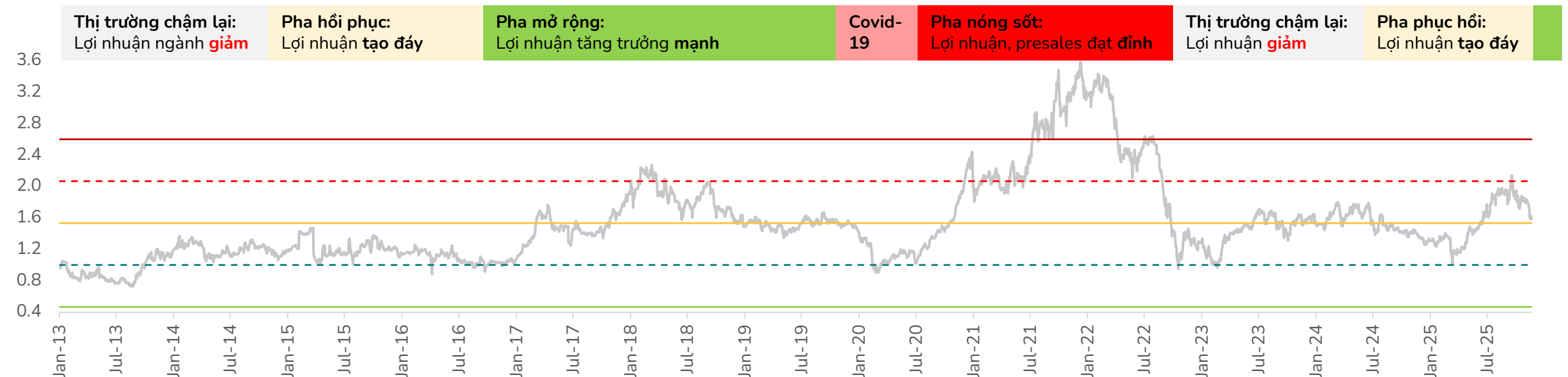
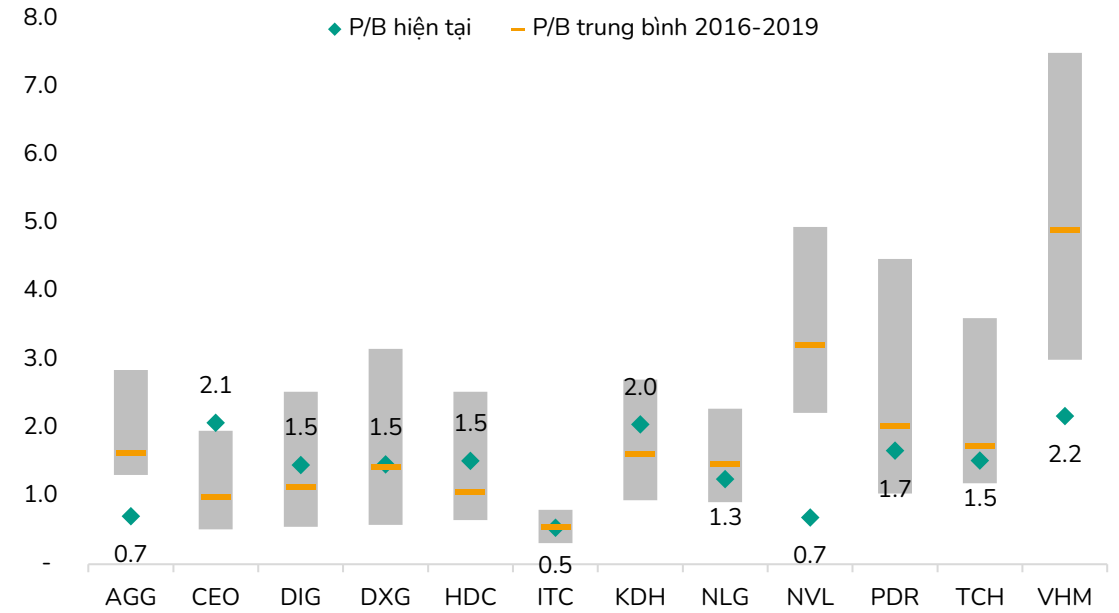
Hình 7: ... là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 2026-2027

%YoY LNST-CDTS	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
VHM	42%	-26%	16%	-5%	26%	31%	19%
NLG	28%	-48%	-13%	6%	25%	35%	48%
KDH	4%	-8%	-30%	7%	8%	39%	54%
DXG	-333%	-81%	-20%	54%	33%	-23%	1126%
NVL	-18%	-33%	-72%	n/a	n/a	n/a	n/a
PDR	53%	-39%	-40%	-24%	346%	31%	14%
DPG	75%	12%	-47%	10%	55%	41%	102%

5. Tiềm năng tăng giá lớn đến từ định giá hấp dẫn và sự chuyển dịch cấu trúc lành mạnh của thị trường bất động sản.

Các cổ phiếu ngành bất động sản đã trải qua đợt điều chỉnh mạnh vào T11-T12/2025 và hiện đang giao dịch tại P/B trung vị = 1.5x – tương đương mức P/B trung bình trong cả chu kỳ trước (2013-2022), tuy nhiên lại là **mức định giá cận dưới trong giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận mạnh của chu kỳ trước 2017-2019**. Do đó, chúng tôi tin rằng cấu trúc dịch chuyển lành mạnh của thị trường trong chu kỳ mới được khẳng định bởi triển vọng lợi nhuận rõ ràng và định giá hấp dẫn hiện tại là những yếu tố dẫn dắt giúp ngành được tái định giá tích cực trong thời gian tới.

Chúng tôi có quan điểm tích cực hơn đối với các doanh nghiệp có quỹ đất ở thị trường phía Nam do vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng, hạ tầng mới chỉ bắt đầu được hình thành và “lò xo” cung cầu bị nén lại trong nhiều năm. Cổ phiếu khuyến nghị: VHM, NLG, KDH, DXG, PDR.





BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH XUẤT KHẨU - LOGISTICS - BÁN LẺ

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan

Tóm tắt KQKD 2025: nhìn chung, hầu hết các nhóm ngành đều ghi nhận tăng trưởng tích bởi hiệu ứng “front-loading”, nhu cầu dần phục hồi và mức nền thấp của cùng kì.

Bên cạnh đó, Khung pháp lý mới đóng vai trò bản lề cho tăng trưởng, tập trung vào:

- **Phát triển kinh tế tư nhân và cải thiện môi trường kinh doanh:** Nghị quyết 68-NQ/TW, Nghị quyết 198/2025/QH15, Luật Thuế TNDN (sửa đổi, 2025)...
- **Cải thiện hạ tầng:** Nghị quyết 254/2025/QH15, Luật Quy hoạch (sửa đổi, 2025), ...
- **Kích cầu và cải thiện niềm tin tiêu dùng:** Luật Thuế VAT (sửa đổi, 2025), Luật Thuế TNCN (sửa đổi, 2025), Luật Hóa đơn, chứng từ điện tử (2025), Luật Thương mại điện tử (2025),...

Triển vọng tăng trưởng năm 2026 mang tính chọn lọc cao, nhấn mạnh vai trò của nội tại thị trường trong nước và chiến lược mở rộng thị trường như yếu tố quyết định để vượt lên:

- Nhóm Tiêu dùng & Bán lẻ: Những doanh nghiệp tận dụng tốt cơ hội từ xu hướng cải thiện điều kiện kinh doanh từ giai đoạn trước, kết hợp sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng vượt trội so với mặt bằng chung.
- Ngành xuất khẩu: Bước vào năm 2026, ngành này đối diện với mức nền cao của cùng kỳ và áp lực suy giảm lợi nhuận từ chính sách chia sẻ thuế. Điều này dẫn tới sự phân hóa mạnh mẽ và cơ hội tăng trưởng đến từ (i) khả năng mở rộng sang thị trường mới và (2) tái cấu trúc chuỗi cung ứng hiệu quả mới duy trì được tăng trưởng.
- Ngành cảng và logistics năm 2026 đối diện mức nền cao, nhưng nhóm cảng nước sâu vẫn có tiềm năng tăng trưởng nhờ mở rộng công suất, khai thác tuyến dịch vụ mới và hưởng lợi từ chính sách nâng trần phí xếp dỡ.

2. Định giá

Chiến lược đầu tư phân hóa:

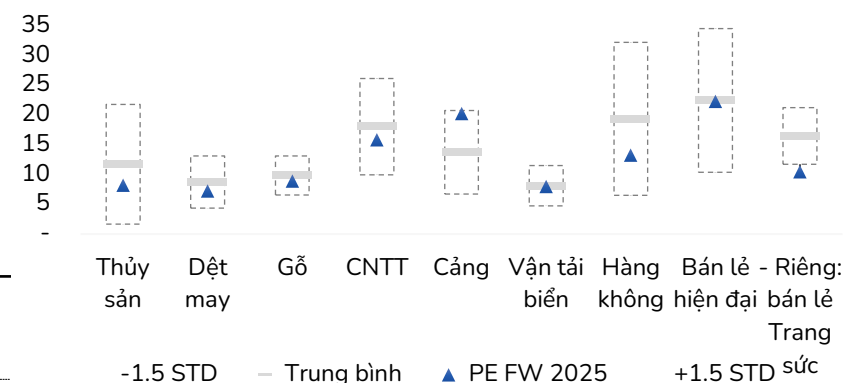
- ▼ **[Top Down]** - Ngành Tiêu dùng, bán lẻ, cảng:
 - Tăng trưởng thị phần được dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận
 - Định giá ở mức hợp lý
- ▲ **[Bottom Up]** - Ngành Xuất nhập khẩu- Logistics:
 - Chọn lọc cổ phiếu có định giá chiết khấu hấp dẫn so với trung vị

Hình: Nhóm sự kiện có thể tác động đến KQKD của các nhóm ngành và giá cổ phiếu

Sự kiện/Yếu tố	BSC đánh giá (*)	Ngành	Mã CP
Ngành phục hồi	■	Tiêu dùng - Bán lẻ	MWG, MSN, FRT, DGW
Khai thác mảng kinh doanh mới	■	XNK, Bán lẻ	ANV, FRT
Tăng sản lượng (*)	■	Bán lẻ, Logistics	MWG, MSN, FRT, PNI, PVT, GMD
Lãi vay USD giảm	■	Bán lẻ	MSN
Nguyên vật liệu đầu vào giảm	■	Tiêu dùng - Bán lẻ	MSN, VNM
Chịu ảnh hưởng từ thuế quan	■	XNK	VHC, TNG, MSH, PTB
Thị trường nâng hạng	■	Tiêu dùng - Bán lẻ	MWG, MSN, FRT, FPT, VNM

Nguồn: BSC Research

Hình: Diễn biến định giá của các nhóm ngành hiện tại



Nguồn: BSC Research

Tổng quan 2025: KQKD của nhóm XNK được dẫn dắt bởi hiệu ứng “Front Loading” trong Q2.2025 hoặc sự nỗ lực mở rộng/đa dạng hóa thị trường của một số doanh nghiệp như ANV, TNG,... Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi có phần chậm lại trong Q4.2025 khi sản lượng giảm so với cùng kỳ và các quý trước đó trong bối cảnh nhu cầu suy giảm do ảnh hưởng của thuế đối ứng và mức tồn kho cao.

Kết quả kinh doanh

KQKD 2025:

- LNST 2025 nhóm XNK duy trì được đà tăng trưởng (Dệt May +20% yoy, Cá Tra +87% yoy) nhờ hiệu ứng “Front Loading” hoặc nỗ lực đa dạng hóa, mở rộng thị trường trong bối cảnh căng thẳng Mỹ - Trung tăng cao. Tuy nhiên, trong Q4.2025, mức tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp dự báo sẽ có phần chững lại do (1) sản lượng xuất khẩu giảm do nhu cầu không mạnh tại các thị trường xuất khẩu chính (2) chia sẻ phần thuế tăng thêm với khách hàng.

Triển vọng 2026:

- BSC cho rằng KQKD của nhóm XNK sẽ chậm lại do (1) nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chính dự báo chưa hồi phục trong 1H.2026 (2) biên lợi nhuận đi ngang đến giảm nhẹ do chia sẻ thuế với khách hàng. Tín hiệu hồi phục rõ rệt kỳ vọng chỉ xuất hiện kể từ nửa sau của năm 2026.

Định giá

Quan điểm định giá

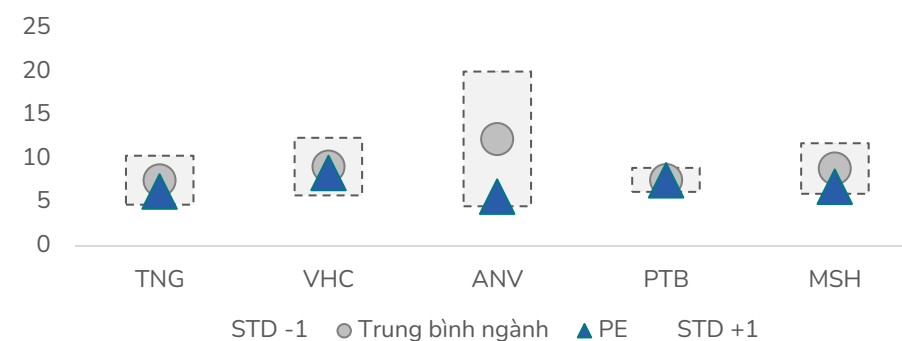
- Hiện tại, đa phần các cổ phiếu XNK đều có vận động thấp hơn VNINDEX phản ánh triển vọng KQKD chậm lại trong Q4.2025 và 2026 trước ảnh hưởng của thuế đối ứng (chi tiết đồ thị bên cạnh).
- Định giá các cổ XNK đều đã được chiết khấu và giao dịch ở quanh mức 7 lần đối với nhóm Dệt May, và 8-9 lần với nhóm Thủy Sản do vậy chúng tôi sẽ xem xét khuyến nghị dựa trên (1) triển vọng tăng trưởng của 2026 (2) tốc độ hồi phục của ngành, doanh nghiệp.

Hình: Nhóm XNK có vận động thấp hơn nhiều so với VNI trong 2025

	TNG	PTB	VHC	ANV	MSH
Diễn biến giá cổ phiếu XNK	-19.4%	-21.3%	-20.5%	43.7%	8.5%
VNINDEX	33.0%				

Nguồn: BSC Research

Hình: Định giá các cổ phiếu XNK đã được chiết khấu tương đối so với trung bình ngành.



Nguồn: BSC Research

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

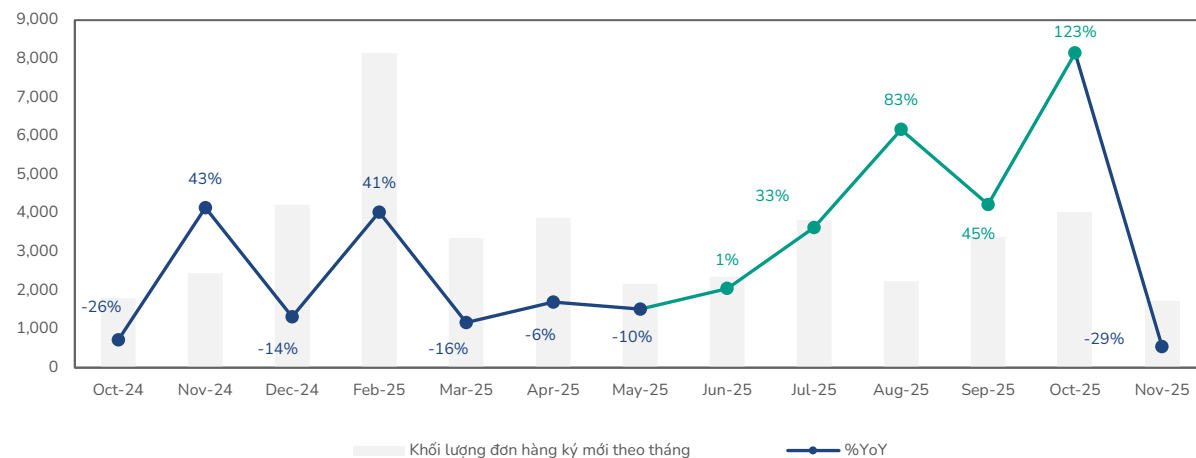
1. Tổng quan

Những bất định từ chính sách thương mại trong Q2/2025 đã dẫn hạ nhiệt sau khi các mức thuế suất mới chính thức có hiệu lực, qua đó phần nào tháo gỡ tâm lý thận trọng trong chi tiêu CNTT và các chương trình chuyển đổi số.

Theo Gartner (đơn vị nghiên cứu IT tại Mỹ), dự báo tăng trưởng chi tiêu CNTT toàn cầu đã được điều chỉnh lên +10% (từ kịch bản -7,9% công bố giữa năm), phản ánh xu hướng phục hồi rõ hơn trong nửa cuối năm.

Ở góc độ doanh nghiệp, một số doanh nghiệp đầu ngành như FPT cũng ghi nhận tín hiệu cải thiện khi mà tăng trưởng giá trị hợp đồng ký mới đảo chiều sau giai đoạn suy giảm kéo dài từ cuối Q4/2024. Động lực phục hồi đến từ khu vực APAC khi mà các cuộc đàm phán được nối lại (đặc biệt Hàn Quốc và Singapore – nhóm khách hàng nhạy cảm với biến động thương mại) và xuất hiện thêm hợp đồng mới từ Malaysia, Thái Lan và Indonesia; trong khi EU có xu hướng cởi mở hơn trong việc tích hợp AI vào mô hình chuyển đổi số.

Hình: Khối lượng đơn hàng ký mới của FPT



Nguồn: FPT, BSC Research

Bảng: Dự báo chi tiêu CNTT toàn cầu trong năm 2025 và 2026

	Chi tiêu 2025 (triệu USD)	Tăng trưởng 2025 (%YoY)	Chi tiêu 2026 (triệu USD)	Tăng trưởng 2026 (%YoY)
Trung tâm dữ liệu	489,451	46.8	582,446	19
Phần cứng	783,157	8.4	836,275	6.8
Phần mềm	1,244,308	11.9	1,433,037	15.2
Dịch vụ CNTT	1,719,340	6.5	1,869,269	8.7
Dịch vụ Viễn thông	1,304,165	3.8	1,363,058	4.5
Tổng	5,540,421	10	6,084,085	9.8

Nguồn: Gartner, BSC Research

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

2. Triển vọng 2026F

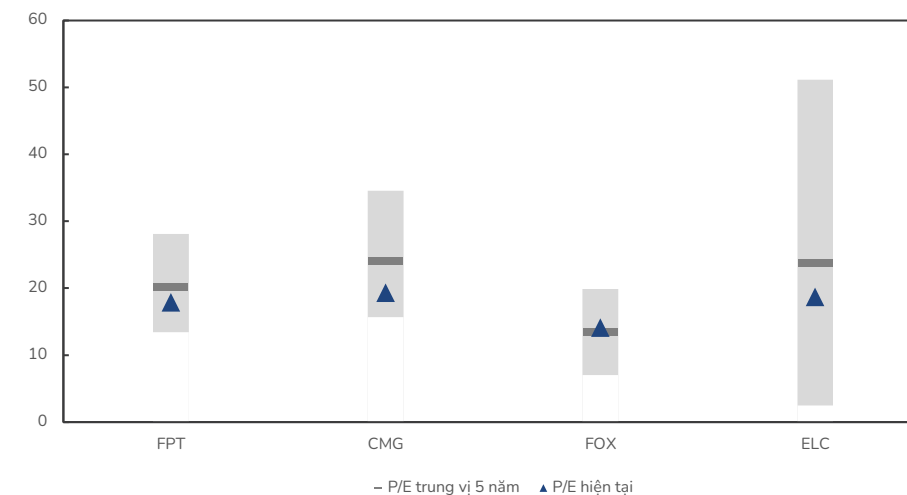
Động lực bên ngoài: Chi tiêu CNTT toàn cầu được dự báo tăng +9,8% YoY. Trong đó, dịch vụ CNTT và phần mềm tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất, lần lượt ước đạt 1,86 và 1,43 (USD) tương ứng +8,7% YoY và +15,2% YoY. Đáng chú ý, mảng trung tâm dữ liệu được kỳ vọng tăng nhanh nhất (+19% YoY) nhờ nhu cầu đầu tư hạ tầng AI bùng nổ.

Động lực bên trong: Chính phủ đang đẩy mạnh phát triển Khoa học Công nghệ – Đổi mới sáng tạo – Chuyển đổi số thông qua loạt chính sách và cơ chế mới (ưu tiên công nghệ chiến lược, hỗ trợ hạ tầng số, mở cơ chế PPP, củng cố khung pháp lý ngành), qua đó tạo lực đẩy từ chính sách và mở rộng dư địa thị trường cho các doanh nghiệp CNTT tư nhân tại Việt Nam.

3. Quan điểm và định giá

BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng KQKD nhóm ngành CNTT. Dù rủi ro thuế quan đã hạ nhiệt và khối lượng hợp đồng ký mới xuất hiện tín hiệu hồi phục, chúng tôi cho rằng tốc độ ghi nhận doanh thu vẫn chưa tương xứng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc các hợp đồng mới có xu hướng chọn lọc hơn, tập trung vào dự án quy mô lớn nhưng kéo dài thời gian triển khai 3–5 năm. Diễn biến này giúp củng cố nguồn thu trong dài hạn, song đồng thời tạo áp lực lên mục tiêu duy trì tăng trưởng đột phá ~20% của các doanh nghiệp công nghệ.

Hình: Định giá doanh nghiệp



Nguồn: BSC Research

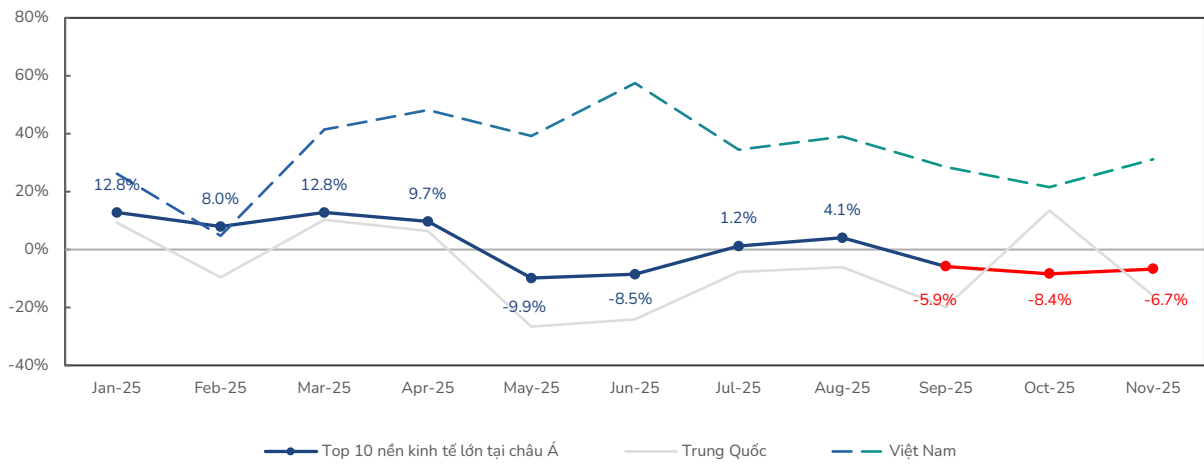
CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan

Hậu “front-loading”, tác động từ chính sách thuế quan đang dần thối yếu. Lượng container nhập khẩu từ 10 nền kinh tế lớn châu Á vào Mỹ tăng trưởng âm trong 3 tháng liên tiếp kể từ khi mốc áp thuế có hiệu lực trong tháng 8, phản ánh nhu cầu tiêu dùng chậm lại và xu hướng đặt hàng thận trọng hơn.

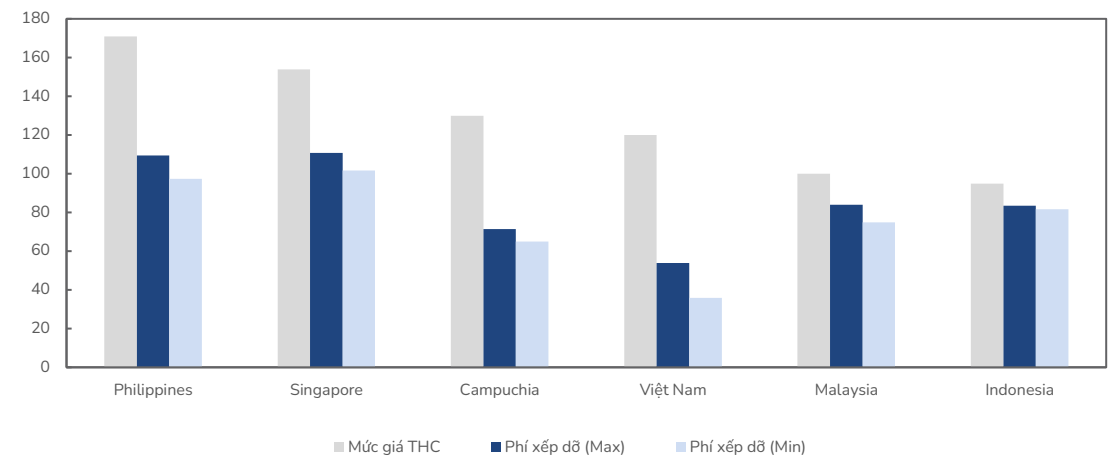
Ở chiều ngược lại, bất chấp các rào cản từ chính sách bảo hộ, sản lượng container của Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng tích cực (+12% YoY và +7% YoY trong tháng 8–9). Thông lượng hàng hóa của Việt Nam trong Q3/2025 và 9T/2025 lần lượt đạt 6,8 triệu TEUs (+9% YoY) và 19,3 triệu TEUs (+11% YoY) do **(1)** xuất/nhập khẩu cải thiện +17%/+19% YoY trong 9T/2025, hưởng mức thuế suất tương đối cạnh tranh so với một số quốc gia trong khu vực; **(2)** doanh nghiệp xuất khẩu và cảng biển chủ động đa dạng hoá nguồn hàng và tuyến dịch vụ, giúp giảm rủi ro tập trung trước biến động chính sách thương mại.

Hình: Tăng trưởng sản lượng container nhập khẩu vào Mỹ (%YoY)



Nguồn: DSG, BSC Research

Hình: Phí xếp dỡ của Việt Nam so với các nước trong khu vực (\$USD)



Nguồn: BSC Research

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

2. Triển vọng 2026F

Trong bối cảnh địa chính trị phức tạp và chiến tranh thương mại kéo dài, BSC cho rằng động lực tăng trưởng của nhóm cảng biển 2026F phụ thuộc phần lớn vào (1) năng lực thích ứng và đa dạng hóa tuyến dịch vụ, (2) dư địa mở rộng công suất khai thác, và (3) chính sách hỗ trợ từ Chính phủ.

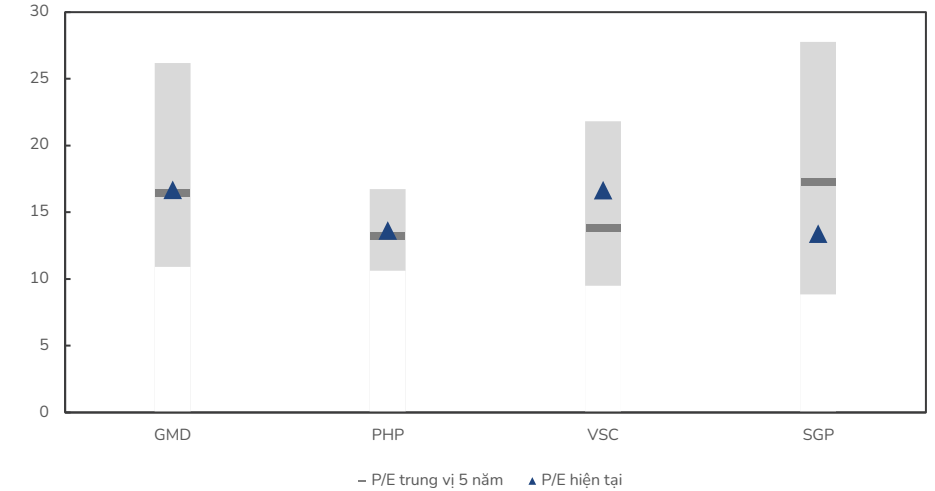
- Dòng chảy hàng hóa đang xoay trục và tái định hình, khoảng trống xu hướng near-shoring và quá trình điều chỉnh tồn kho của doanh nghiệp Mỹ được bù đắp bởi mức tăng ở các tuyến Mỹ Latinh, Trung Đông, châu Phi và Nam Á.
- Về nguồn cung hạ tầng, các cụm cảng mới như Lạch Huyện 3-4 & 5-6 và Nam Đình Vũ giai đoạn 3 dự kiến khai thác toàn phần trong 2026F, qua đó bổ sung thêm năng lực khai thác tại hai khu vực trọng điểm chiến lược của Việt Nam là Nam Đình Vũ và Cái Mép Thị Vải.
- Trần phí bốc dỡ được kỳ vọng điều chỉnh tăng vào đầu 2026F, nhằm thu hẹp chênh lệch so với mặt bằng phí của các quốc gia trong khu vực, tạo thêm dư địa cải thiện doanh thu/biên lợi nhuận cho toàn ngành.

3. Quan điểm và định giá

Chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với KQKD nhóm ngành Cảng biển khi mà các doanh nghiệp lớn như PHP và GMD bổ sung thêm công suất mới trong năm 2026F và hưởng lợi từ cơ chế nâng phí xếp dỡ cảng nước sâu.

Mã CP	LNST 2026 (Tỷ VND)	%YoY	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside (%)	Khuyến nghị
GMD	1,993	20%	82,800	39%	MUA

Hình: Định giá doanh nghiệp



Nguồn: BSC Research

Tổng quan

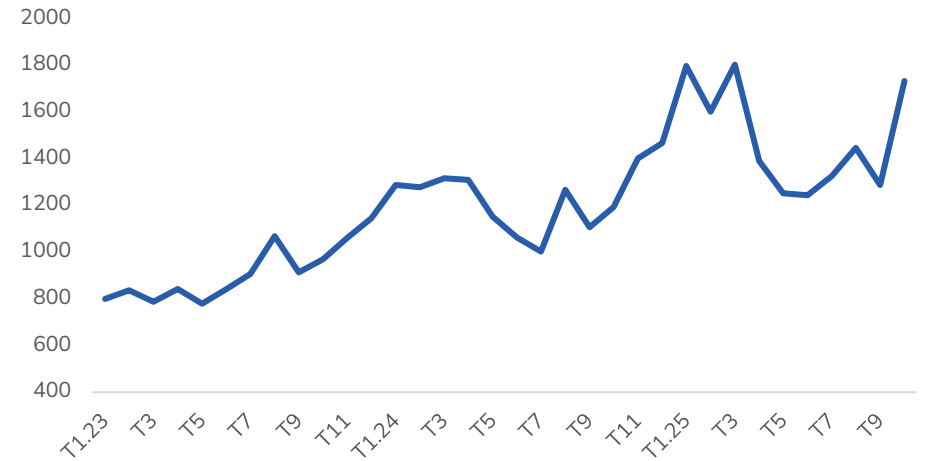
Triển vọng năm 2026 đối mặt với áp lực cạnh tranh và mức nền cao: (1) thị trường bay nội địa sẽ trở nên cạnh tranh hơn khi có thêm những đối thủ gia nhập ngành (Viettravel Airline, SunPhuQuoc Airline) (2) các hạ tầng bay mới đi vào hoạt động (Long Thành, T3 Tân Sơn Nhất, T2 Nội Bài mở rộng,...) kỳ vọng chưa thể lấp đầy công suất ngay với tốc độ tăng trưởng sản lượng hành khách hiện tại. Tuy nhiên, việc xu hướng hành khách quốc tế duy trì hồi phục sẽ đảm bảo phần nào hiệu suất sử dụng ghế (LF) cho các hãng bay.

- Sản lượng hành khách quốc tế kỳ vọng duy trì xu hướng hồi phục** trong 2026 nhờ (1) chính sách kích thích du lịch của chính phủ (2) các đường bay thẳng đến các điểm du lịch trọng điểm đã được các hãng bay bổ sung/tăng tần suất từ Q3.2025 tạo thuận lợi cho hành khách (3) tỷ giá USD/VND tăng. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, thị trường nội địa sẽ trở nên cạnh tranh hơn do sự gia nhập của Viettravel Airline và SunPhuQuoc Airline.
- Giá dầu JET- A1 được kỳ vọng duy trì ở vung thấp trong 2026** (chi tiết NĐT xem ngành dầu khí). Tuy nhiên, đối với các hãng bay có nhiều đường bay đi Châu Âu như HVN thì chi phí nguyên vật liệu sẽ tăng nhẹ từ 4-5% yoy do phải sử dụng xăng sinh học để đáp ứng yêu cầu của thị trường này.
- Hạ tầng hàng không đi vào hoạt động trong 2026 sẽ chưa thể lấp đầy công suất ngay do (1) sản lượng HK thông qua các cảng hàng không = 120 triệu lượt/năm, tăng trưởng với tốc độ trung bình 10%/năm thì sẽ cần ít nhất 3 năm để lấp đầy công suất tăng thêm trong giai đoạn 2025 – 2030 (2) hạ tầng kết nối chưa hoàn thiện khi hiện tại các cao tốc vẫn đang trong quá trình mở rộng, xây mới, nhìn sang sân bay có công năng tương tự trong khu vực như Subvarnabumi (Thái Lan) cũng chỉ hoạt động ổn định sau khi tuyến Metro kết nối đi vào khai thác.

BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng của nhóm Hàng Không, do định giá chưa đủ chiết khấu so với triển vọng tăng trưởng chậm lại.

Quan điểm đầu tư

Hình: Sản lượng khách du lịch di chuyển qua đường hàng không (nghìn lượt)



Nguồn: Cục Du Lịch

Hình: Sân bay Long Thành đón chuyến bay kỹ thuật đầu tiên



Nguồn: BSC Research

Tổng quan

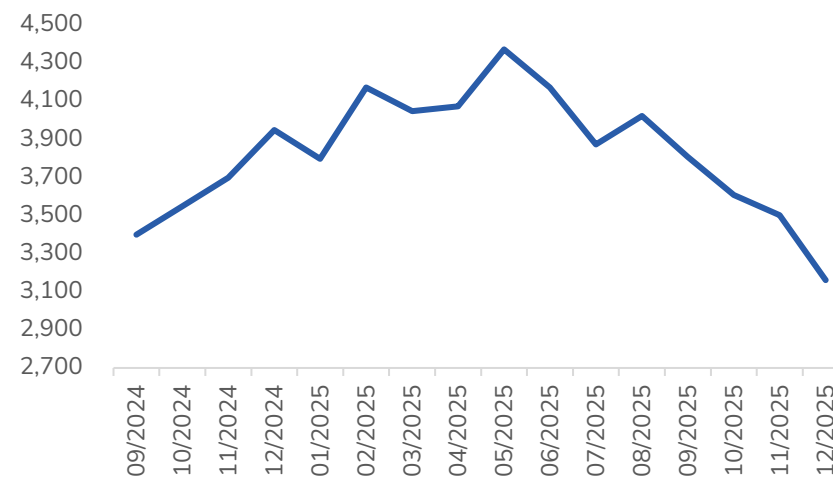
Triển vọng 2026: Kỳ vọng KQKD tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ (1) nhu cầu nội địa hồi phục nhờ các chính sách kích cầu tiêu dùng được duy trì (2) giá nguyên vật liệu đầu vào giảm/neo ở mức thấp. Ngoài ra, hầu hết các cổ phiếu tiêu dùng vẫn đang còn ở trong vùng định giá chiết khấu bằng 1 lần độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm (VNM, DBC,...) hợp lý để giải ngân.

1. Nhu cầu nội địa kỳ vọng hồi phục trong 2H/2026 nhờ (1) chính phủ duy trì chính sách kích cầu kinh tế, tiêu dùng như giảm thuế VAT, giảm thuế thu nhập (thông qua việc tăng mức giảm trừ gia cảnh, thu nhập không phải chịu thuế) (2) đầu tư công được thúc đẩy, nhiều công trình trọng điểm quốc gia đi vào hoạt động kì vọng mở ra các ngành kinh tế mới, tạo công ăn việc làm/gia tăng thu nhập cho người dân.
2. Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm hoặc tiếp tục neo ở mức thấp cụ thể (1) giá sữa bột đã ghi nhận giảm -23% so với vùng đỉnh nhờ vụ mùa thuận lợi hơn tại các quốc gia sản xuất chính và nhu cầu suy giảm tại Trung Quốc (2) đối với giá TACN, kỳ vọng tiếp tục neo thấp trong 2026 khi nguồn cung nguyên liệu chưa có dấu hiệu tăng trở lại và chính sách giảm thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm từ Mỹ.
3. Ngoài ra, đối với triển vọng giá Heo hơi 2026, BSC cho rằng giá heo sẽ đi ngang so với cùng kỳ nhờ (1) giá heo đã quay trở lại vùng 65,000 VNĐ/kg trong tháng 12 khi bước vào mùa vụ chuẩn bị cho Tết Nguyên Đán (2) nguồn cung heo sau giai đoạn chạy dịch đã trở nên ổn định hơn, không còn bị bán ồ ạt (3) nhu cầu kỳ vọng tăng trong 2026 theo sự hồi phục của tiêu dùng sẽ hỗ trợ cho giá heo neo ở mức hiện tại.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với nhóm ngành Tiêu dùng dựa trên chiến lược [Top Down] – Cổ phiếu khuyến nghị VNM, DBC. Chúng tôi lưu ý các yếu tố liên quan đến chiến lược tăng trưởng, nhu cầu phục hồi và xu hướng giá NVL đầu vào.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán nâng hạng tác động tích cực lên hiệu suất giá cổ phiếu của ngành tiêu dùng

Hình: Giá sữa bột giảm trở lại mức thấp trong Q4.2025



Nguồn: Global Dairy Trade

Hình: Giá thịt heo bắt đầu hồi phục trở lại mạnh mẽ



Nguồn: Wichart

Quan điểm đầu tư

Tổng quan

Tóm Tắt KQKD 2025: DTT và LNST lần lượt +9%YoY và +65%YoY

- Khả năng mở rộng thị phần kênh bán lẻ hiện đại nhờ chất xúc tác tích cực đến từ các chính sách kích thích kinh tế;
- mô hình hoạt động đã được tối ưu trong giai đoạn trước giúp các doanh nghiệp tối ưu từ 1 đến 2 điểm %/ doanh thu so với giai đoạn trước.

Ngành bán lẻ trang sức tiếp tục duy trì tăng trưởng dương khi nhu cầu tiêu dùng dần thích nghi với mặt bằng giá vàng neo cao. Doanh nghiệp đã linh hoạt điều chỉnh cơ cấu sản phẩm và quản trị tồn kho, qua đó đảm bảo hoạt động kinh doanh ổn định. Tuy nhiên, giai đoạn đầu triển khai Nghị định 232/NĐ-CP cần theo dõi sát tác động đến khả năng thích nghi là HĐKD của DN

Triển vọng 2026: DTT và LNST lần lượt +17% và +23%YoY, chủ yếu đến từ tận dụng cơ hội đến từ:

- Cột mốc chuyển mình: Các biện pháp điều tiết của luật nhằm tăng cường minh bạch, tin hiệu tích cực từ nhu cầu tuyển dụng và các biện pháp kích cầu – những yếu tố dẫn dắt tăng trưởng của ngành tiêu dùng bán lẻ từ 2H/2026
- Mô hình tối ưu: Doanh nghiệp dẫn đầu tiếp tục tối ưu hóa vận hành, duy trì tăng trưởng vượt trội.

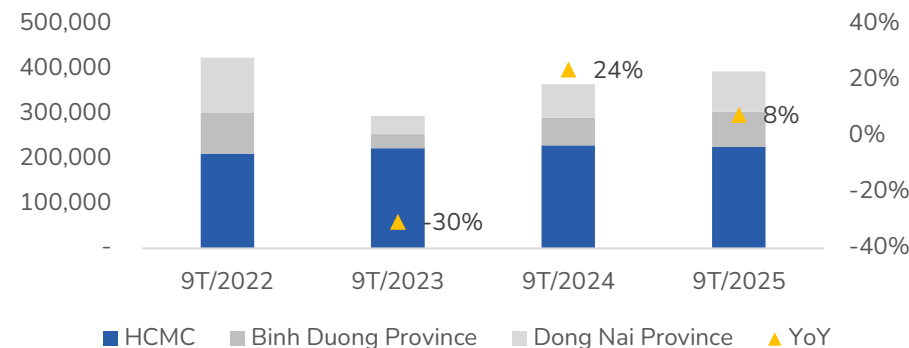
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN đối với nhóm ngành bán lẻ hiện đại, dựa trên chiến lược [Top Down] – Cổ phiếu khuyến nghị MWG, MSN, FRT.

- Tăng trưởng thị phần dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận
- Định giá hợp lý

Ngoài ra, PNJ sở hữu định giá đã chiết khấu, nhưng cần theo dõi xu hướng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong bối cảnh mới

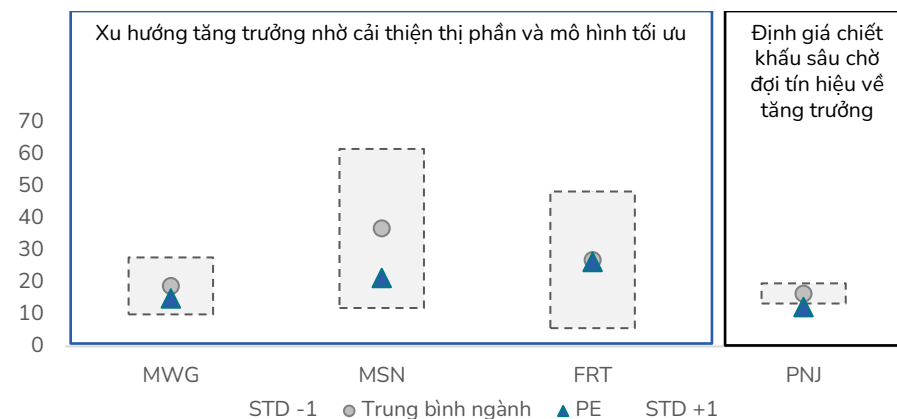
Catalyst: Nâng hạng thị trường tạo cơ hội cho các cổ phiếu còn room ngoại.

Hình: Nhu cầu tuyển dụng tại các tỉnh Miền nam được đẩy mạnh với nhu cầu tuyển dụng lớn tại các doanh nghiệp nội địa



Nguồn: Trung tâm dịch vụ việc làm TP.HCM và các tỉnh trước sáp nhập

Hình: Cơ hội đầu tư đến từ khả năng tăng trưởng quy mô và định giá hợp lý



Quan điểm đầu tư

Mã CP	LNST 2026 (Tỷ VND)	%YoY	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside (%)	Khuyến nghị	Quan điểm
MWG	8,282	28%	106,000	25%	MUA	<ul style="list-style-type: none"> Kỳ vọng tăng trưởng LNST +28%YoY nhờ TGDD+ĐMX duy trì vị thế là trụ cột lợi nhuận và BHX tiến hành mở cửa hàng mới kết hợp với hiệu quả hoạt động (biên LNST +1.7%). Định giá chiết khấu về vùng hợp lý (PE FW 2026=14.7 lần- dưới PE trung bình 5 năm) so với kỳ vọng tăng trưởng LNST CAGR (2026-2028) ~+17% nhờ tăng trưởng của BHX và MW Catalyst: niềm yết MW và tiềm năng
FRT	945	28%	175,400	19%	MUA	<ul style="list-style-type: none"> Kỳ vọng tăng trưởng LNST- CSĐTTS +28%YoY nhờ Long Châu dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận và trụ cột tài chính, FPT shop cải thiện hiệu quả. Kỳ vọng tăng trưởng LNST CAGR (2026-2028) +20% nhờ dẫn dắt bởi Long Châu và hệ sinh thái sức khỏe Catalyst: còn dư địa sở hữu cho NĐT nước ngoài
MSN	5,118	24%	98,300	29%	MUA	<ul style="list-style-type: none"> Kỳ vọng tăng trưởng LNST- CSĐTTS +24%YoY nhờ HDKD của các mảng khác cải thiện như WCM, MML, TCB và MSR và xu hướng phục hồi KQKD MCH Catalyst: niềm yết MCH lên HOSE và sở hữu lợi thế 100% room ngoại. <u>Yếu tố tăng định giá:</u> đơn giản mô hình hoạt động, thoái vốn mảng KD không thiết yếu và tối ưu hóa đòn bẩy tài chính giảm áp lực lãi vay.
PNJ	2,609	11%	107,100	14%	THEO DÕI	<ul style="list-style-type: none"> Định giá PE đã về mức ~1 lần độ lệch chuẩn, phản ánh áp lực tăng trưởng trên mức nền cao và diễn biến khó lường của ngành. Tuy nhiên, DN cần chứng minh khả năng thích nghi thông qua KQKD quý tới. <u>Yếu tố tăng định giá:</u> KQKD tích cực hơn kỳ vọng và chính sách hỗ trợ tích cực lên HDKD

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

