

# Triển vọng TTCK 2026

## Vững bước vượt sóng

Chúng tôi dự báo vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2026 lên 2040 điểm (tương đương với mức tăng xấp xỉ 16% từ vùng điểm hiện tại).

Vùng điểm này tương ứng:

- Mức tăng ước tính 15.7% yoy của EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX, mức tăng này có phần thận trọng hơn so với năm 2025 do có nền so sánh cao. Tuy nhiên đây vẫn là mức tăng trưởng khả quan, hàm ý tích cực về sự chuyển mình mang tính bản lề của kinh tế vĩ mô khi Việt Nam bước vào năm đầu tiên của Kế hoạch 5 năm 2026-2030 với mục tiêu tăng trưởng GDP đột phá, được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ và tài khóa hỗ trợ và những nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ các rào cản pháp lý.
- Mức P/E điều chỉnh hợp lý quanh 14.9 lần (đây là chỉ số P/E chúng tôi ước tính lại sau khi điều chỉnh ảnh hưởng từ mức tăng đột biến ở nhóm cổ phiếu Vingroup trong năm 2025 – Xem thêm phần I. Triển vọng TTCK 2026). Mức P/E này nhỉnh hơn mức 14.6 hiện tại nhờ triển vọng vĩ mô và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn của các doanh nghiệp tiếp tục được củng cố trong năm sau. Dù vậy, mức P/E này vẫn thấp hơn bình quân 5 năm gần nhất ở 16.2 lần, phản ánh các lo ngại từ diễn biến tăng của mặt bằng lãi suất trong năm 2026, cũng như mức định giá cao cùng tầm ảnh hưởng lớn ở nhóm cổ phiếu Vingroup.

Các yếu tố trong nước chi phối biến động thị trường trong năm sau sẽ tiếp tục đến từ các chính sách kích thích tăng trưởng kinh tế của Chính phủ, tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, đẩy mạnh đầu tư công và duy trì tăng trưởng tín dụng ở mức cao. Mặc dù vậy, mặt bằng lãi suất đã qua đáy, có tín hiệu tăng rõ rệt trong 2 tháng cuối năm 2025 và dự kiến tiếp tục tăng 0.5%-1% cho năm sau sẽ là rào cản đối với TTCK.

Yếu tố ngoại biên đáng chú ý sẽ xoay quanh các quyết định hạ lãi suất của FED, các diễn biến mới liên quan vấn đề thuế quan, và 1 số rủi ro cần theo dõi thêm như bong bóng AI, lạm phát toàn cầu gia tăng do hàng rào thuế quan, lợi suất trái phiếu tăng cao khi các NHTW mở rộng chính sách tài khóa...

Chủ đề đầu tư chúng tôi lựa chọn cho năm 2026 là Thúc đẩy đầu tư công, Khởi công pháp lý, Nâng hạng thị trường, và Dòng vốn FDI phục hồi.

Trần Đức Anh  
Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường  
anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến  
Chuyên viên chiến lược đầu tư  
tiens@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận  
Chuyên viên chiến lược đầu tư  
thuannd@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh  
Chuyên viên vĩ mô  
linhpp@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang  
Chuyên viên vĩ mô  
trangnt6@kbsec.com.vn

31/12/2025

**Table of contents**

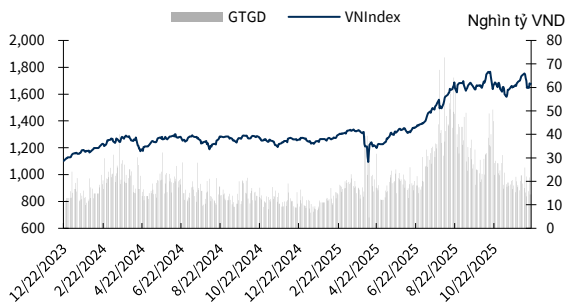
<b>I. TRIỂN VỌNG TTCK 2026</b>	<b>3</b>
<b>II. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>7</b>
<b>III. BỐI CẢNH VĨ MÔ VÀ TTCK</b>	<b>9</b>
1. Vĩ mô thế giới – Chu kỳ nổi lòng tiền tệ tiếp diễn	9
2. Vĩ mô Việt Nam – Ổn định vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng	13
<b>IV. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ</b>	<b>16</b>
1. Thúc đẩy đầu tư công	17
2. Khởi thông pháp lý	22
3. Nâng hạng thị trường	24
4. Dòng vốn FDI phục hồi	27
<b>V. DANH MỤC ĐẦU TƯ MẪU</b>	<b>29</b>
<b>VI. TRIỂN VỌNG NGÀNH</b>	<b>30</b>
Ngân hàng – TÍCH CỰC	31
Ngành chứng khoán – TÍCH CỰC	47
Bất động sản dân cư – TÍCH CỰC	55
Bán lẻ - TÍCH CỰC	66
Tiêu dùng – TÍCH CỰC	76
Xây dựng – TÍCH CỰC	88
Vật liệu xây dựng – TRUNG LẬP	97
BDS Khu công nghiệp – TRUNG LẬP	112
Công nghệ - TÍCH CỰC	124
Điện – TÍCH CỰC	132
Logistics – TÍCH CỰC	143

## I. Triển vọng TTCK 2026

### TTCK Việt Nam tăng điểm tích cực trong năm 2025

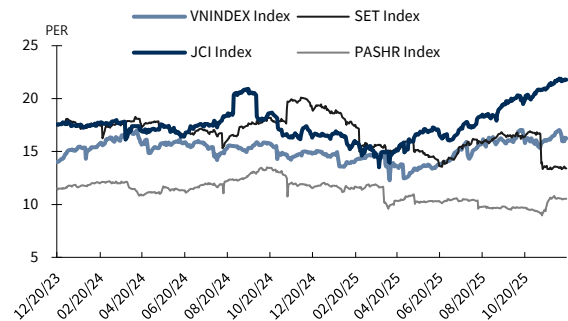
TTCK Việt Nam có diễn biến tăng tích cực trong năm 2025, với biến động được chia làm 3 giai đoạn chính. Giai đoạn đầu kéo dài từ đầu năm đến trước thời điểm công bố thuế đối ứng ngày 2/4, chỉ số VNIndex tăng ổn định với động lực đến từ các kỳ vọng về chính sách thúc đẩy kinh tế trong nước, cũng như các kết quả khả quan từ cả bối cảnh vĩ mô lẫn hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Giai đoạn 2 thị trường có biến động trời sập, giảm sốc cho đến khi thông tin thuế đối ứng tạm hoãn vào ngày 9/4, sau đó phục hồi mạnh cho đến giữa tháng 8 với sự đóng góp đáng chú ý đến từ nhóm cổ phiếu họ Vingroup. Giai đoạn 3 là phần còn lại của năm, thị trường đi ngang, biến động giằng co với lực đỡ tiếp tục đến từ nhóm cổ phiếu họ Vingroup, trong khi phần đông các cổ phiếu còn lại ghi nhận xu hướng giảm giá. Tính đến hết ngày 31/12/2025, chỉ số VNIndex tăng 41% về điểm số, đồng thời tăng 33% về khối lượng giao dịch so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



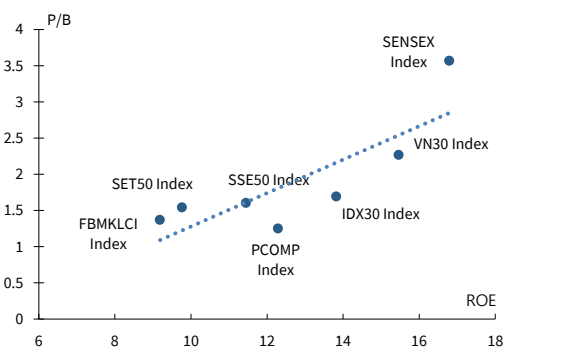
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



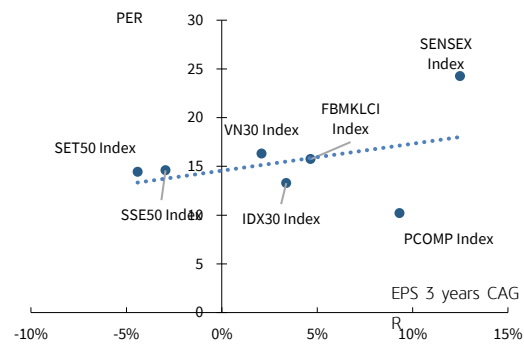
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tương quan P/B, ROE các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E, tăng trưởng EPS các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nhìn chung, năm 2026 là năm được đánh giá có nhiều yếu tố rủi ro bất định đan xen, tuy nhiên với việc các yếu tố nền tảng hỗ trợ được duy trì, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ tiếp tục xu hướng tăng trưởng:

**Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục xu hướng tăng trưởng cao**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường ở mức 15.7% Yoy, có phần thận trọng hơn so với 2025. Tuy nhiên, điều này vẫn mang hàm ý tích cực về sự chuyển mình mang tính bản lề của kinh tế vĩ mô khi Việt Nam bước vào năm đầu tiên của Kế hoạch 5 năm 2026-2030 với mục tiêu tăng trưởng GDP đột phá, được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng để và những nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ hoàn toàn các rào cản pháp lý.

**Môi trường vĩ mô quốc tế thuận lợi với kỳ vọng FED có 2 lần hạ lãi suất. Rủi ro thuế quan hạ nhiệt nhưng vẫn cần lưu ý.**

Thị trường chứng khoán toàn cầu 2026 tiếp tục được ủng hộ nhờ động thái cắt giảm lãi suất của các NHTW lớn như Mỹ, EU, Anh, và Trung Quốc. Theo CME Group, FED dự kiến còn có 2 lần hạ lãi suất trong năm sau khi mà các số liệu gần đây cho thấy thị trường việc làm ở Mỹ đã suy yếu rõ rệt. Đây là động lực quan trọng cho các dự báo về sự suy yếu của đồng USD, cũng như thúc đẩy đà tăng của TTCK toàn cầu cho năm sau.

Mặc dù vậy, chúng tôi cũng lưu ý 1 số rủi ro tiềm tàng như khả năng đổ vỡ của bong bóng AI, lạm phát toàn cầu gia tăng do hàng rào thuế quan, lợi suất trái phiếu tăng cao khi các NHTW mở rộng chính sách tài khóa, và đặc biệt là vấn đề liên quan đến thuế quan với Việt Nam là 1 trong những nước có thể chịu ảnh hưởng mạnh. Điều khoản thuế liên quan đến chuyển tiếp “transshipment” vẫn là vấn đề được bỏ ngỏ trong các thỏa thuận thương mại Mỹ - Việt Nam suốt thời gian qua và chưa thể kết luận rủi ro về vấn đề này đã hoàn toàn được loại bỏ.

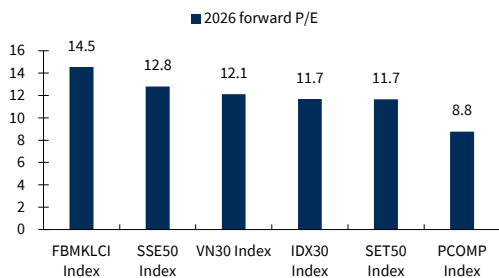
**Chính sách nới lỏng tài khóa sẽ được vận dụng tối đa, trong khi dư địa chính sách tiền tệ không còn dồi dào**

Đường lối phát triển kinh tế của Chính phủ mới sau Đại hội XIV dự kiến vẫn giữ nguyên mục tiêu quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với tăng trưởng GDP 2026 ở mức 10%.

Để đạt mục tiêu này, chính sách tài khóa và tiền tệ hộ trở sẽ được áp dụng tối đa, song song với các cải cách hành chính, thuế quan cũng như các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp. Đối với chính sách tài khóa, chúng tôi cho rằng dư địa thúc đẩy đầu tư công là tương đối dồi dào nhờ nợ công trên GDP ở mức thấp, và hàng loạt các dự án lớn đã và chuẩn bị được khởi công. Ngược lại, dư địa nới lỏng với chính sách tiền tệ là khá hạn chế, khi mà môi trường lãi suất thấp duy trì trong 2 năm qua đã gây ra các áp lực về tỷ giá, thanh khoản các tháng cuối năm 2025, cho thấy mặt bằng lãi suất cần tìm điểm cân bằng mới. Hơn thế nữa, rủi ro lạm phát cũng có thể xuất hiện trở lại trong năm sau là yếu tố cần tính đến.

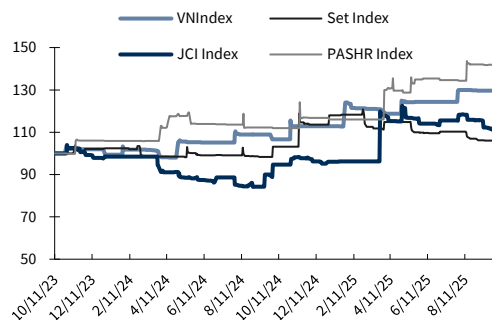
Nhìn chung, giải ngân đầu tư công tăng mạnh, tín dụng tăng trưởng tốt (16%-18%) nhưng mặt bằng lãi suất tăng nhẹ (0.5%-1%) là nét vĩ mô nổi bật cho năm 2026.

Biểu đồ 5. P/E forward 2026 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Định giá chỉ số VNIndex vẫn đang ở vùng hấp dẫn**

PE của chỉ số VNIndex hiện đang ở mức 17.2 (theo Bloomberg), là mức cao nhất trong gần 4 năm trở lại đây và cao hơn đáng kể so với mức bình quân 3 năm gần nhất ở xấp xỉ 15 lần. Mặc dù vậy, mức P/E cao này không phản ánh mặt bằng giá của số đông cổ phiếu trên TTCK Việt Nam do chịu ảnh hưởng bởi mức tăng đột biến ở nhóm cổ phiếu Vingroup trong năm 2025 (trong đó tính riêng 3 cổ phiếu VIC, VHM, VRE đã đóng góp lần lượt 262, 79 và 15 điểm cho mức tăng của chỉ số VNIndex trong cả năm 2025), kéo theo mức định giá hết sức cao ở nhóm này với P/E và P/B riêng cổ phiếu VIC lên đến xấp xỉ 142 lần và 9 lần.

Theo đó, để đánh giá đúng hơn về vùng định giá hiện tại của chỉ số VNIndex, chúng tôi ước tính lại mức P/E của thị trường (sau đây gọi là P/E điều chỉnh) theo chuỗi thời gian 5 năm gần nhất với giả định nhóm cổ phiếu VIC – VHM- VRE tăng 15% trong năm 2025, phù hợp với mức tăng của thị trường chung, cũng như sự cải thiện trong tình hình hoạt động kinh doanh (chart 7 và 8). Kết quả cho thấy chỉ số này hiện đang ở mức 14.6 lần (thấp hơn -0.7 std so với mức bình quân 5 năm gần nhất ở 16.2 lần).

Biểu đồ 7. P/E VNIndex trước và sau khi loại bỏ mức tăng ở nhóm Vingroup trong năm 2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: VNIndex và PE điều chỉnh là chỉ tiêu chúng tôi ước tính sau khi loại bỏ mức tăng đột biến ở nhóm VIC-VHM-VRE từ đầu năm 2025

Biểu đồ 8. VNIndex trước và sau khi loại bỏ mức tăng ở nhóm Vingroup trong năm 2025



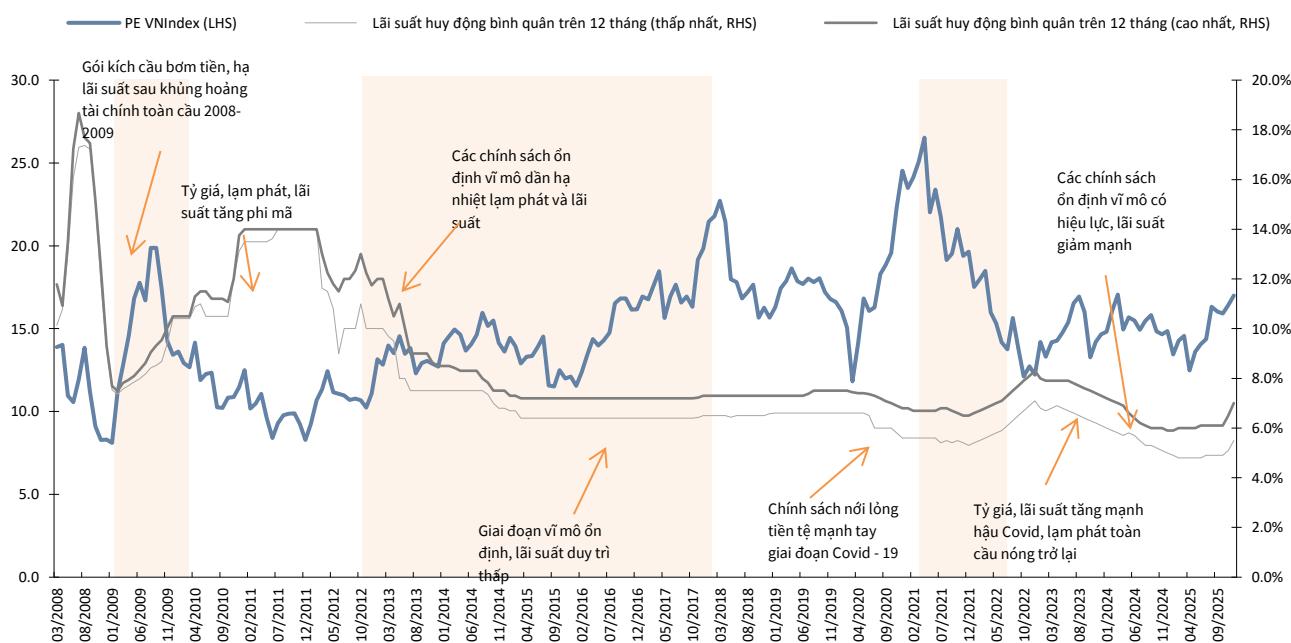
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Chỉ số VNIndex được dự báo ở quanh mức 2,040 điểm thời điểm cuối năm 2026**

Đối với triển vọng thị trường trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng chỉ số VNIndex sẽ đạt mức tăng trưởng 16% thời điểm cuối năm, lên mức 2,040 điểm, dựa vào các ước tính về mức tăng trưởng EPS bình quân toàn thị trường, và mức P/E hợp lý trong năm 2026 cho năm sau:

- Mức tăng trưởng EPS 2026 của thị trường chung được kỳ vọng ở mức 15.7% yoy nhờ các chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế của Chính phủ, thúc đẩy đầu tư công, nới chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng, và tháo gỡ khó khăn pháp lý cho doanh nghiệp tư nhân (xem thêm phần *Triển vọng hoạt động kinh doanh*).
- Về mặt định giá, với triển vọng tích cực về tăng trưởng kinh tế vĩ mô, cũng như lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết, chúng tôi kỳ vọng mức P/E điều chỉnh sẽ có xu hướng được cải thiện. Hiện chỉ số này đang ở mức thấp hơn đáng kể so với mức bình quân 5 năm (quanh 16.2 lần) sẽ giúp loại bỏ rủi ro xuất hiện các nhịp điều chỉnh sâu từ vùng giá hiện tại, hay nói cách khác mức "downside" phần nào được hạn chế. Mặc dù vậy, với diễn biến tăng của mặt bằng lãi suất trong 2 tháng cuối năm và dự báo vẫn sẽ tiếp tục tăng trong cả năm 2026 (với mức tăng khoảng 0.5% - 1% - xem thêm phần *III.2 Vĩ mô Việt Nam*), chúng tôi cho rằng mức P/E này khó có thể có mức tăng mạnh dù vẫn có xu hướng tiệm cận lên mức bình quân 5 năm gần nhất ở 16.2 lần. Mặt khác, sau giai đoạn tăng nóng, mặt bằng giá của nhóm cổ phiếu Vingroup đã có phần phản ánh sớm so với những chuyển biến về mặt cơ bản của các doanh nghiệp (đặc biệt là VIC), nên chúng tôi dự báo P/E của nhóm này sẽ điều chỉnh trước khi diễn biến đi ngang xác lập mặt bằng giá mới. Kết hợp lại, mức P/E điều chỉnh hợp lý của chỉ số VNIndex năm 2026 kỳ vọng ở mức 14.9 lần.

**Biểu đồ 9. Mối tương quan P/E VNIndex và mặt bằng lãi suất**



Nguồn: Fiinpro, KBSV

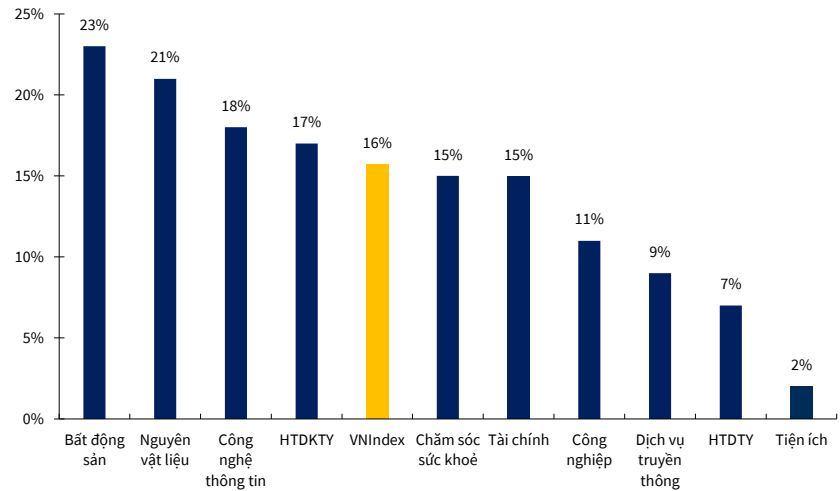
Chú thích: vùng in đậm thể hiện các giai đoạn P/E của TTCK tăng mạnh nhờ môi trường lãi suất thấp

## II. Triển vọng hoạt động kinh doanh

**Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2026 đạt 15.7% YoY**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường cho năm 2026 lên mức **15.7% YoY**. Mặc dù mức dự phóng thận trọng hơn so với 2025 do có nền so sánh cao, điều này vẫn mang hàm ý tích cực về sự chuyển mình mang tính bản lề của kinh tế vĩ mô khi Việt Nam bước vào năm đầu tiên của Kế hoạch 5 năm 2026-2030 với mục tiêu tăng trưởng GDP đột phá. Bên cạnh chính sách tiền tệ và tài khóa hỗ trợ để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế hai con số, chúng tôi nhận thấy nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ hoàn toàn các rào cản pháp lý. Tăng trưởng chung toàn thị trường được dự phóng dựa trên:

- **Bộ khung pháp lý ngày càng được cải thiện:** Việc quyết liệt khởi thông pháp lý, trọng tâm là các Luật Đất đai, Nhà ở và Kinh doanh Bất động sản mới, sẽ là động lực then chốt cho sự tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết. Các rào cản được gỡ bỏ giúp giải phóng nguồn lực cho nhóm Bất động sản, từ đó khởi thông dòng chảy tín dụng và giảm áp lực nợ xấu cho ngành Ngân hàng. Đồng thời, thủ tục hành chính tinh gọn thúc đẩy giải ngân đầu tư công, tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực đến nhóm Nguyên vật liệu. Sự minh bạch hóa môi trường kinh doanh giúp giảm chi phí tuân thủ và rủi ro hoạt động, củng cố kỳ vọng tăng trưởng EPS hai chữ số.
- **Đầu tư công kỷ lục và Hạ tầng chiến lược:** Kế hoạch đầu tư phát triển giai đoạn 2026-2030 dự kiến tăng mạnh 166% so với giai đoạn trước, với tổng vốn giải ngân đạt khoảng 8.5 triệu tỷ đồng. Việc đồng loạt khởi công và đẩy nhanh tiến độ các dự án hạ tầng sẽ mở ra không gian phát triển mới cho các ngành logistics, hàng không và dịch vụ. Đầu tư công tiếp tục đóng vai trò lan tỏa dòng tiền trực tiếp đến các nhóm ngành Nguyên vật liệu và Xây dựng hạ tầng.
- **Chính sách tiền tệ hỗ trợ tăng trưởng:** Ngân hàng Nhà nước dự kiến duy trì chính sách tiền tệ hỗ trợ trong năm 2026 nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 2 chữ số. Mặc dù mặt bằng lãi suất được dự báo tăng nhẹ (0.5%-1%), tăng trưởng tín dụng (15-17%) sẽ là yếu tố hỗ trợ trong việc cung ứng vốn ra nền kinh tế.

**Biểu đồ 10. Dự phóng tăng trưởng EPS 2025 so với cùng kỳ**

Nguồn: Bloomberg, KBSV

### Bất động sản và Nguyên vật liệu dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận toàn sàn

Dựa vào tình hình bối cảnh chung của kinh tế vĩ mô, đánh giá xu hướng ngành, kết hợp dự phóng cụ thể ở nhóm doanh nghiệp đầu ngành, chúng tôi đưa ra dự phóng như sau:

- **Các nhóm ngành dẫn dắt:** Những lĩnh vực có độ nhạy cao với chu kỳ kinh tế và chính sách nội địa dự kiến sẽ bứt phá mạnh mẽ, tiêu biểu là Bất động sản (+23%), Nguyên vật liệu (+21%) và Hàng tiêu dùng không thiết yếu (+17%). Đà tăng trưởng này được củng cố bởi các yếu tố then chốt: (1) Khung pháp lý thông thoáng kết hợp mặt bằng lãi suất hỗ trợ thị trường; (2) Giải ngân đầu tư công quyết liệt thúc đẩy nhóm vật liệu; và (3) Các biện pháp nới lỏng tiền tệ cùng kích cầu tiêu dùng nội địa.
- **Các nhóm ngành tăng trưởng thấp hơn:** Ngược lại, nhóm Công nghiệp (+11%), Tiêu dùng thiết yếu (+7%) và Tiện ích (+2%) ghi nhận tốc độ khiêm tốn hơn do chịu tác động lớn từ rủi ro thương mại toàn cầu và sự chững lại của dòng vốn FDI. Riêng với hàng tiêu dùng thiết yếu, mức tăng trưởng thấp phản ánh đặc tính phòng thủ và nhu cầu ổn định. Do đó, nhóm này thường không tạo ra sự đột biến về lợi nhuận trong giai đoạn phục hồi kinh tế so với các ngành mang tính chu kỳ.

### III. Bối cảnh vĩ mô và TTCK

#### 1. Vĩ mô thế giới – Chu kỳ nổi lũng tiền tệ tiếp diễn

Môi trường vĩ mô quốc tế thuận lợi với kỳ vọng FED có 2 lần hạ lãi suất

Thị trường chứng khoán toàn cầu năm 2026 được kỳ vọng sẽ chuyển sang trạng thái tích cực hơn chủ yếu nhờ chu kỳ nổi lũng tiền tệ của các Ngân hàng Trung ương lớn tiếp diễn. Đây là động lực quan trọng cho các dự báo về sự suy yếu của đồng USD, cũng như thúc đẩy đà tăng của TTCK toàn cầu cho năm sau.

Mặc dù vậy, chúng tôi cũng lưu ý một số rủi ro tiềm tàng như khả năng đổ vỡ của bong bóng AI, suy thoái kinh tế Mỹ, lạm phát toàn cầu bùng phát, và đặc biệt là rủi ro về mức thuế 40% với các mặt hàng “Transshipment” mà Mỹ đang bỏ ngỏ. Ngoài ra, rủi ro địa chính trị có xu hướng gia tăng khi xung đột Nga-Ukraine, căng thẳng Trung Đông kéo dài, cùng với các bất đồng mới tại châu Á ngày càng phức tạp, điều này có thể làm gia tăng biến động đối với môi trường đầu tư toàn cầu.

Bảng 11. Các yếu tố tác động chính trong 2026

Yếu tố tác động	Tác động đến VNINDEX	Đánh giá của KBSV	
		Xu hướng 2025	Dự báo xu hướng 2026
Các NHTW lớn duy trì chính sách nổi lũng		Giảm lãi suất	Tiếp tục chính sách nổi lũng
Chỉ số DXY		Giảm mạnh	Giảm nhẹ trong năm 2026
Thương mại toàn cầu - Tradewar 2.0		Rủi ro đạt đỉnh	Chính sách rõ ràng hơn Thương mại toàn cầu chuyển sang xu hướng "phân mảnh" thay vì "toàn cầu hóa" Rủi ro bất định vẫn hiện hữu
Các rủi ro địa chính trị khác		Xung đột Trung Đông, Nga - Ukraine tiếp diễn Một số bất đồng/xung đột mới : Trung Quốc - Nhật Bản; Thái Lan - Campuchia	Bất định

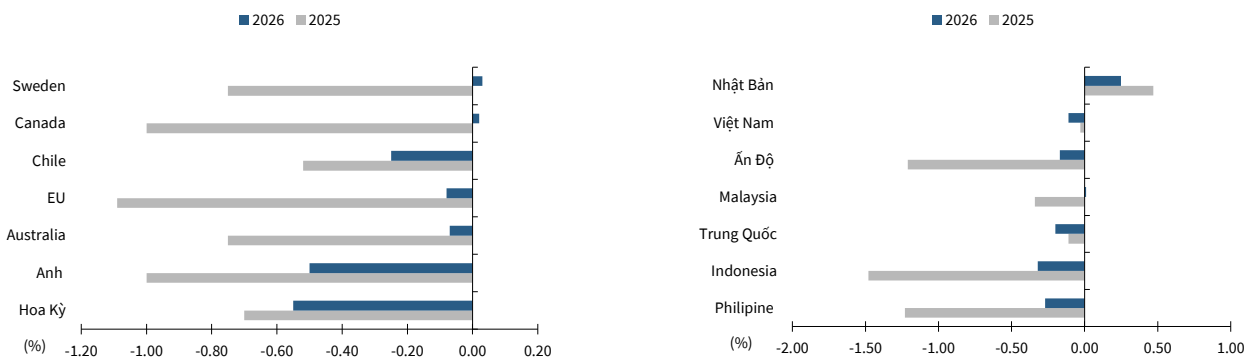
Nguồn: KBSV

**Chính sách của các NHTW lớn - chu kỳ nở lủng tiền tệ tiếp diễn**

Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) tiếp tục ưu tiên mục tiêu ổn định thị trường lao động, đồng thời chấp nhận mức lạm phát cao hơn trong ngắn hạn. Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng FED sẽ có thêm 2 đợt cắt giảm lãi suất với mức 25bps/lần trong nửa đầu năm. Dự báo này dựa trên hai yếu tố. Thứ nhất, thị trường lao động Mỹ đang ghi nhận tín hiệu suy yếu, thể hiện qua tỷ lệ thất nghiệp tháng 11/2025 đạt 4.6% - mức cao nhất kể từ T9/2021. Ngoài ra, số lượng việc làm mới cũng ghi nhận mức sụt giảm kể từ tháng 5/2025, cho thấy các doanh nghiệp trở nên thận trọng hơn trong hoạt động tuyển dụng mới. Thứ hai, áp lực gia tăng lạm phát của Mỹ được kỳ vọng hạ nhiệt trở lại trong 2H2026, khi sức mua suy yếu và tác động tăng giá do thuế quan trong nửa cuối 2025 chỉ mang tính tạm thời, do một phần chi phí thuế đã được doanh nghiệp chuyển vào giá bán trong giai đoạn trước. Ngoài ra, theo CME Group, FED dự kiến còn có 2 lần hạ lãi suất trong cả năm 2026, điều này củng cố cho kỳ vọng của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng các đợt cắt giảm lãi suất của FED và sự suy yếu của đồng USD có thể tạo dư địa cho các Quốc gia khác tiếp tục chính sách nở lủng tiền tệ, dù mức độ sẽ khác nhau giữa các quốc gia. Đối với Châu Âu, dự báo ECB duy trì chính sách tài khóa mở rộng tuy nhiên quá trình cắt giảm lãi suất sẽ chậm lại khi lạm phát của khu vực này đã về mức mục tiêu 2%. Đối với khu vực Châu Á, các Quốc gia duy trì chính sách nở lủng để hỗ trợ nền kinh tế. Riêng với Nhật Bản, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ) đang từng bước hướng tới lộ trình nâng lãi suất, nhờ đà tăng trưởng GDP tích cực và lạm phát duy trì ở mức tương đối ổn định, cho phép BOJ dần bình thường hóa chính sách tiền tệ sau giai đoạn nở lủng kéo dài.

**Bảng 12. Dự báo đồng thuận về mức cắt giảm lãi suất của các NHTW lớn**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

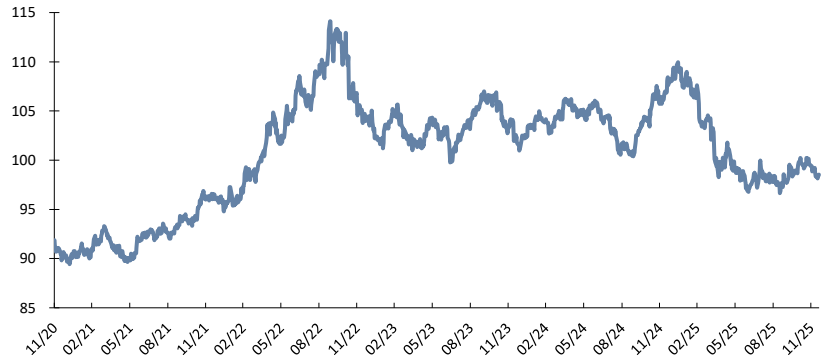
**Dự báo DXY giảm nhẹ trong năm 2026. Trong đó xu hướng giảm tập trung vào giai đoạn đầu năm, trước khi tăng trở lại vào nửa cuối năm 2026**

Trong giai đoạn đầu năm 2026, chúng tôi cho rằng chỉ số DXY sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhờ kỳ vọng FED sẽ có thêm 2 đợt cắt giảm lãi suất vào 1H2026, trong khi các NHTW lớn khác đang tiến gần đến giai đoạn cuối của chu kỳ cắt giảm lãi suất. Tuy nhiên, nửa cuối năm 2026, chỉ số DXY có thể ghi nhận sự hồi phục nhờ các yếu tố hỗ trợ bao gồm:

- (1) Triển vọng sự phục hồi tăng trưởng Mỹ sẽ rõ nét hơn vào 2H2026, khi chính sách One Big Beautiful Bill (OBBBA) thấm thấu vào nền kinh tế. Đặc biệt, trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp, thị trường lao động ổn định, các chính sách thúc đẩy đầu tư/sản xuất và cắt giảm thuế cho cá nhân/doanh nghiệp sẽ là yếu tố hỗ trợ mạnh cho tăng trưởng kinh tế Mỹ năm 2026.

- (2) Dự báo chu kỳ cắt giảm lãi suất kết thúc trong 2H2026, giúp thúc đẩy đà phục hồi của đồng USD

Biểu đồ 13. Chỉ số DXY



Nguồn: Bloomberg, KBSV

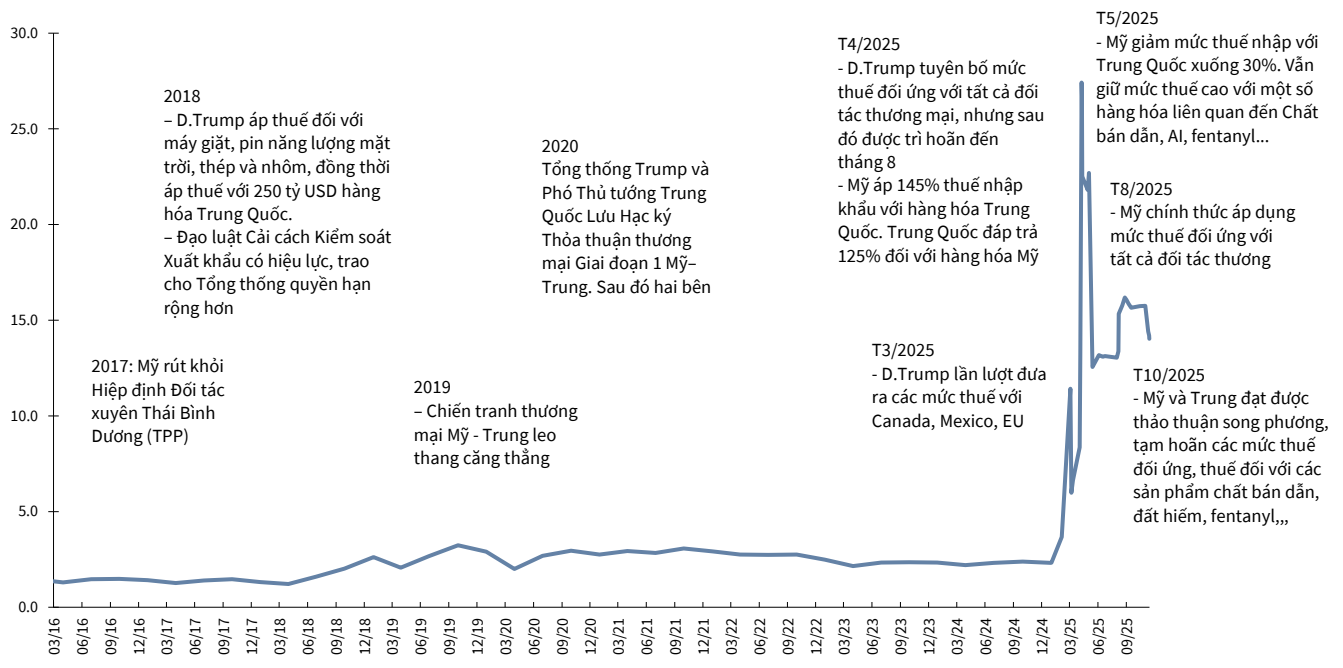
## Trade War 2.0 - chính sách rõ ràng hơn

Về tổng thể, mức độ bất định xoay quanh “Trade War 2.0” đã giảm đáng kể. Các yếu tố tác động dần được định lượng thông qua việc Chính quyền Tổng thống Donald Trump công bố cụ thể mức thuế áp dụng đối với từng nhóm hàng hóa và đối tác thương mại (xem lại diễn biến cuộc chiến thuế quan – Biểu đồ 14).

Mặc dù vậy, rủi ro liên quan đến khả năng áp mức thuế 40% đối với hàng hóa “Transshipment” vẫn còn để ngỏ, do Mỹ chưa ban hành hướng dẫn pháp lý rõ ràng về việc xác định các mặt hàng Transshipment cho từng Quốc gia, ngoại trừ Canada. Tuy nhiên, xem xét đến bối cảnh hiện tại, chúng tôi không đánh giá cao khả năng Chính quyền Donald Trump sẽ thực thi chính sách này một cách toàn diện ngay trong 1H2026, do:

- Mức thuế nhập khẩu hàng hóa vào Mỹ ghi nhận mức trung bình 15-20% áp cho 70% hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ - cao nhất kể từ giai đoạn 193x và cao hơn đáng kể so Tradewar 1.0. Theo nghiên cứu của FED 2018, nếu thuế nhập khẩu trung bình vào Mỹ tăng 5%, thì tương đương GDP sẽ giảm 0.7% và lạm phát tăng 0.4%. Vì vậy, trong bối cảnh kinh tế Mỹ đang chậm lại và thị trường lao động suy yếu, chúng tôi kỳ vọng Mỹ sẽ chưa áp dụng mức thuế 40% đối với hàng hóa Transshipment, nhằm hạn chế các tác động tiêu cực lên nền kinh tế.
- Donald Trump đã hiện thực hóa 1 phần mục tiêu mà ông hướng đến trong Tradewar 2.0, bao gồm tăng thu thuế thương mại, bù đắp một phần thâm hụt Mỹ; Gia tăng sức ép khiến các Quốc gia khác tăng mua hàng Mỹ

**Bảng 14. Tóm lược những diễn biến quan trọng trong Tradewar 1.0 và Tradewar 2.0**



Nguồn: US ITC, Bloomberg, KBSV

**Rủi ro cần theo dõi**

Rủi ro địa chính trị hiện hữu khi các bất đồng tại Trung Đông luôn âm ỉ và xung đột Nga-Ukraine kéo dài, điều này tiềm ẩn nguy cơ gián đoạn nguồn cung năng lượng và chuỗi cung ứng toàn cầu. Bên cạnh đó, tại châu Á, các bất đồng mới phát sinh trong năm 2025 như Trung Quốc – Nhật Bản hay Thái Lan – Campuchia có thể làm gia tăng rủi ro khu vực, ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư và dòng vốn đầu tư toàn cầu.

Ngoài ra, những yếu tố rủi ro khác như khả năng leo thang trở lại của “Trade War 2.0”, nguy cơ hình thành bong bóng AI, hay rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ cũng cần được theo dõi chặt chẽ trong năm 2026.

## 2. Vĩ mô Việt Nam – ổn định vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng

**Chính sách nới lỏng tài khoá sẽ được vận dụng tối đa cho mục tiêu tăng trưởng, trong khi chính sách tiền tệ có thể quay lại định hướng nới lỏng có kiểm soát**

Triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2026 được đánh giá tiếp tục tích cực, với động lực tăng trưởng chủ đạo đến từ sự tăng tốc của hoạt động giải ngân đầu tư công, trong khi tín dụng tiếp tục được mở rộng. Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng đạt 15-17%, dù thấp hơn mức tăng 19-20% của năm 2025, nhưng vẫn là mức cao so với lịch sử qua đó đóng vai trò then chốt trong việc hỗ trợ hoạt động sản xuất – kinh doanh và tiêu dùng trong nước. Song song với đó, đầu tư công được đẩy mạnh, với kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026–2030 cho thấy quyết tâm mạnh mẽ trong nâng cấp hạ tầng tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực tới nhiều ngành kinh tế.

Trong bối cảnh dư địa chính sách tài khóa vẫn còn tương đối dồi dào nhờ tỷ lệ nợ công/GDP ở mức thấp, chính sách tiền tệ nhiều khả năng được điều hành thận trọng hơn về lãi suất sau giai đoạn nới lỏng mạnh mẽ. Sự kết hợp hài hòa giữa hai chính sách được kỳ vọng sẽ giữ ổn định kinh tế vĩ mô, đồng thời hỗ trợ nền kinh tế duy trì đà tăng trưởng bền vững trong năm 2026.

**Mặt bằng lãi suất sẽ tái định ở một vùng mới, cao hơn 50-100bps so với năm 2025**

Thanh khoản hệ thống ngân hàng chịu áp lực rõ rệt trong giai đoạn cuối năm, đẩy lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm (ON) tăng mạnh lên vùng 7-7.5% vào cuối tháng 11 và đầu tháng 12. Diễn biến này chủ yếu xuất phát từ hai yếu tố: (1) nhu cầu thanh khoản mang tính mùa vụ thường gia tăng mạnh từ cuối năm đến khoảng tháng 2 năm sau; (2) tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao trong khi huy động trên thị trường 1 tăng trưởng thấp (do mặt bằng lãi suất huy động thấp duy trì trong thời gian dài, các thay đổi về thuế gia tăng nhu cầu sử dụng tiền mặt của người dân, và tồn dư kho bạc tăng mạnh khi Chính phủ bội thu ngân sách).

Trong bối cảnh đó, bên cạnh việc bơm thanh khoản qua kênh OMO, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã bổ sung công cụ FX Swap – hoán đổi USD/VND với các NHTM kỳ hạn 14 ngày. Biện pháp này giúp hạ nhiệt lãi suất ON trong ngắn hạn, tuy nhiên tác động chủ yếu mang tính tạm thời và hỗ trợ kỹ thuật.

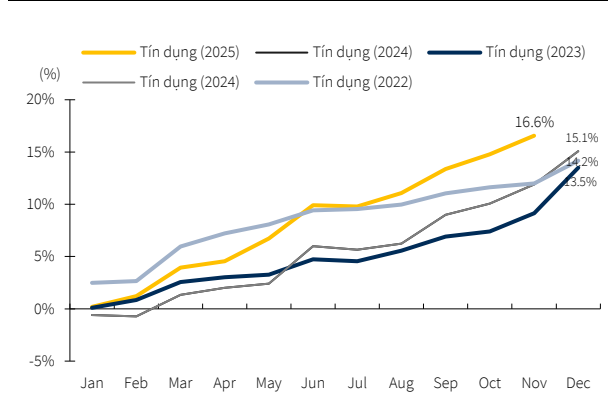
Tình hình căng thẳng thanh khoản cục bộ khiến các ngân hàng đã chủ động điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi khách hàng trong quý 4/2025. Theo quan sát của chúng tôi nhóm ngân hàng quốc doanh (NHQD) có mức tăng khoảng 50 điểm cơ bản (bps), nhóm tư nhân lớn tiêu biểu có VPB đã có 2-3 đợt điều chỉnh tăng lãi suất với mức tăng 30-50 bps/đợt; trong khi nhiều ngân hàng quy mô nhỏ hơn cũng đã duy trì xu hướng tăng lãi suất từ tháng 8 đến nay để đảm bảo cân đối vốn.

Chúng tôi dự báo xu hướng tăng lãi suất huy động sẽ tiếp diễn trong năm 2026, với mặt bằng lãi suất tái định ở mức cao hơn khoảng 50–100 bps so với cuối năm 2025, nhằm tái cân bằng thanh khoản của hệ thống ngân hàng khi: (1) tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng ở mức cao, đạt 15-17%, tiếp tục đóng vai trò then chốt đối với tăng trưởng kinh tế; (2) lãi suất đã duy trì ở mức thấp trong thời gian dài khiến tăng trưởng huy động chậm, trong khi dư địa hỗ trợ từ các

kênh như OMO hay tiền gửi Kho bạc Nhà nước thu hẹp; (3) tình trạng mất cân đối kỳ hạn khi 80% vốn huy động của các ngân hàng là ngắn hạn trong khi cho vay đến 50% là trung dài hạn tạo rủi ro tiềm ẩn cho hệ thống; và (4) về trung – dài hạn, các công cụ hỗ trợ thanh khoản chỉ mang tính bổ trợ và không thể thay thế hoàn toàn kênh huy động từ thị trường 1 – vốn chiếm tỷ trọng chủ đạo trong cơ cấu nguồn vốn (khoảng 80–90%). Do đó, việc duy trì mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý là điều kiện cần thiết để đảm bảo tính ổn định của nguồn vốn, qua đó hỗ trợ tăng trưởng tín dụng một cách bền vững.

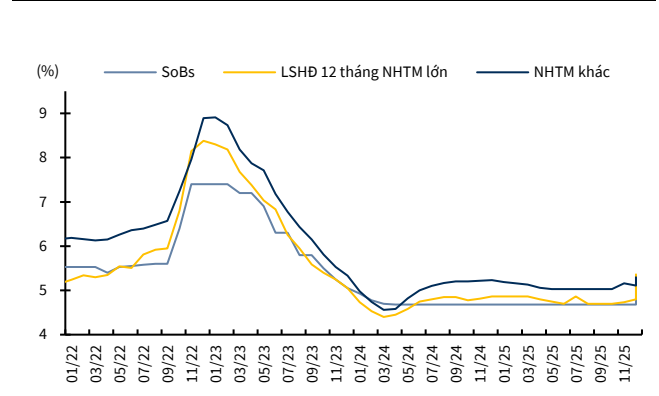
Lãi suất cho vay cũng có diễn biến đồng pha với lãi suất huy động khi ghi nhận nhiều ngân hàng đã điều chỉnh tăng lãi suất áp dụng cho các khoản vay mới trong quý 4. Sự tăng lên của chi phí vốn trong bối cảnh hiện tại sẽ kéo mặt bằng lãi suất cho vay nhích lên, nhưng tốc độ tăng có thể chậm hơn huy động để tạo mọi trường lãi suất thuận lợi hỗ trợ kinh tế tăng trưởng, trong khi cạnh tranh lãi suất để giành thị phần tín dụng giữa các ngân hàng vẫn tương đối gay gắt.

**Biểu đồ 15. Tăng trưởng tín dụng qua các năm**



Nguồn: NHNN, KBSV

**Biểu đồ 16. Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng**

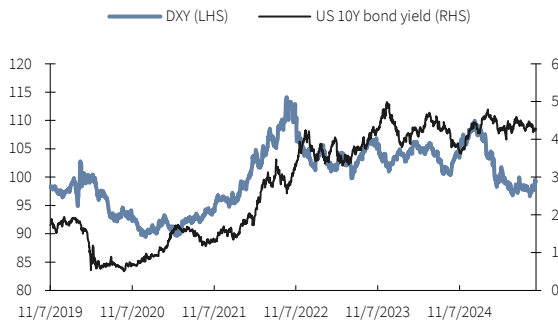


Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

**Tỷ giá vẫn chịu áp lực ở một vài thời điểm, dự báo tỷ giá tăng thêm 2.5 - 3% so với năm 2025**

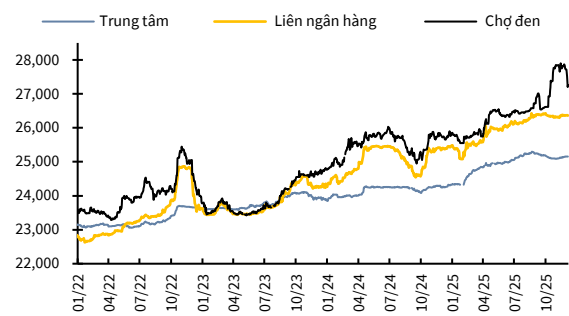
Ở kịch bản cơ sở KBSV dự báo tỷ giá USD/VND trong năm 2026 có thể tăng 2.5-3% - thấp hơn mức tăng 3.5% của năm 2025, động lực hỗ trợ cho đồng VND bao gồm: (1) xu hướng suy yếu của chỉ số DXY khi FED được dự báo còn 2 lần hạ lãi suất, trong khi các NHTW lớn khác như Nhật, EU, BoE đã chuyển sang pha thắt chặt hoặc phát tín hiệu sẽ sớm kết thúc chu kỳ hạ lãi suất; (2) mặt bằng lãi suất của đồng USD sau nhiều đợt cắt giảm đã thấp hơn lãi suất VND, quá đó loại bỏ hoạt động đầu cơ chênh lệch lãi suất 2 đồng tiền; (3) Nguồn cung ngoại tệ cũng sẽ tích cực hơn trong năm 2026 đến từ dòng vốn FDI, xuất khẩu phục hồi khi câu chuyện thuế quan trở nên rõ ràng hơn, và đáng chú ý là yếu tố nâng hạng thu hút dòng vốn ngoại trên TTCK.

**Biểu đồ 17. Mỹ - 10Y bond yield và DXY**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 18. Diễn biến tỷ giá**



Nguồn: CEIC, TCTK, KBSV

**Môi trường vĩ mô vẫn có những điểm sáng để hỗ trợ cho đà tăng của TTCK**

Trong bối cảnh nền tảng vĩ mô duy trì ổn định và triển vọng tăng trưởng kinh tế tích cực, cùng với sự hỗ trợ phối hợp của chính sách tiền tệ và tài khóa, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán có điều kiện thuận lợi để duy trì xu hướng tăng trưởng trong dài hạn. Mặc dù mặt bằng lãi suất được dự báo nhích lên so với giai đoạn thấp kỷ lục thời kỳ COVID, mức lãi suất này cao hơn không đáng kể so với đáy chu kỳ và vẫn thấp hơn mức bình quân 5 năm giai đoạn trước Covid, qua đó phản ánh cơ chế tự điều chỉnh của thị trường khi nền kinh tế bước vào pha mở rộng sau giai đoạn phục hồi. Trong khi đó, tỷ giá USD/VND được kiểm soát trong biên độ cho phép sẽ giúp giảm thiểu rủi ro vĩ mô, củng cố niềm tin của nhà đầu tư và hỗ trợ cho định giá thị trường trong trung và dài hạn.

#### IV. Chủ đề đầu tư

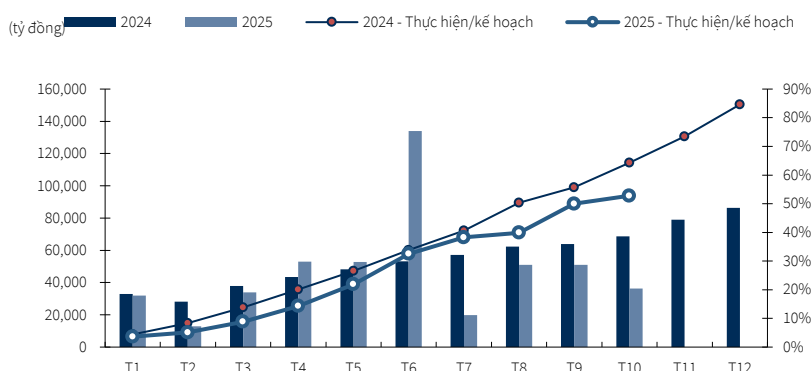
<b>Chủ đề đầu tư</b>	<b>Nhóm ngành/ nhóm cổ phiếu hưởng lợi</b>	<b>Cổ phiếu tiêu biểu</b>
Đầu tư công	Bất động sản, hạ tầng xây dựng, vật liệu xây dựng	VIC, HPG, CTD
Khởi thông pháp lý	Đầu tư công, bất động sản, năng lượng	VHM, HDG, REE
Nâng hạng thị trường	Nhóm cổ phiếu được vào rổ FTSE Emerging Index, chứng khoán	VIC, HPG, SSI
Dòng vốn FDI hồi phục	Khu công nghiệp, Logistics	GVR, SIP, GMD

## 1. Thúc đẩy đầu tư công

### Tình hình giải ngân đầu tư công 11 tháng 2025

Theo báo cáo của Bộ Tài chính, lũy kế giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến hết tháng 10/2025 là 464,828 tỷ VND đạt 51% kế hoạch. Tính đến ngày 30/11/2025, tổng số kế hoạch vốn đầu tư công năm 2025 đã giải ngân đạt 553,250.4 tỷ đồng, tương đương 60,6% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, (Biểu đồ 19). Tỷ lệ giải ngân vẫn chưa đạt kỳ vọng, trong khi số vốn cần giải ngân trong năm còn lại khoảng 360 nghìn tỷ đồng.

**Biểu đồ 19. Tình hình giải ngân đầu tư công giai đoạn 2024-2025**



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV tổng hợp

### Đầu tư công là trụ cột chính giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm 2026

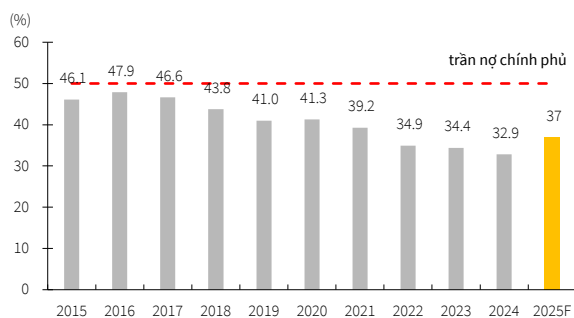
Chính sách tài khóa sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ hoạt động kinh tế, thúc đẩy tăng trưởng. Trong kế hoạch giai đoạn 2026-2030, với nhiều mục tiêu mới tham vọng, Chính phủ dự định sẽ phân bổ khoảng 8.51 triệu tỷ VND (khoảng 320 tỷ USD) cho đầu tư phát triển, gấp 1.5 lần so với khoảng 3.4 triệu tỷ VND (khoảng 128 tỷ USD) trong giai đoạn 2021-25.

Quốc hội cũng đã chính thức thông qua Nghị quyết về Dự toán ngân sách nhà nước năm 2026. Theo đó, tổng dự chi ngân sách nhà nước trên 3.159 triệu tỷ đồng trong năm 2026 với 1.12 triệu tỷ VND (khoảng 42 tỷ USD), được dành chi cho đầu tư phát triển, tăng 42% so với dự toán của 2025.

Về thực tế, chính sách tài khóa vẫn còn dư địa khi tỷ lệ nợ chính phủ/GDP của Việt Nam dự kiến vào cuối 2025 là khoảng 36-37% GDP, thấp hơn nhiều so với ngưỡng trần 50% do Quốc hội quy định (Biểu đồ 20). Ngoài ra, nợ chính phủ/GDP của Việt Nam cũng thấp hơn tương đối so với các nước trong khu vực Đông Nam Á. Điều này mở ra cơ hội để Chính phủ tiếp tục mở rộng chi tiêu đầu tư công mà vẫn đảm bảo an toàn nợ trong trung hạn. Về mặt nguồn thu, những cải cách về chính sách thuế kỳ vọng sẽ giúp tăng thu ngân sách. Tuy nhiên, để đảm bảo nguồn vốn lớn cho giải ngân vào những năm tới, nguồn vốn huy động từ trái phiếu chính phủ sẽ được sử dụng, phần nào có thể áp lực nhẹ lên lãi suất trái phiếu.

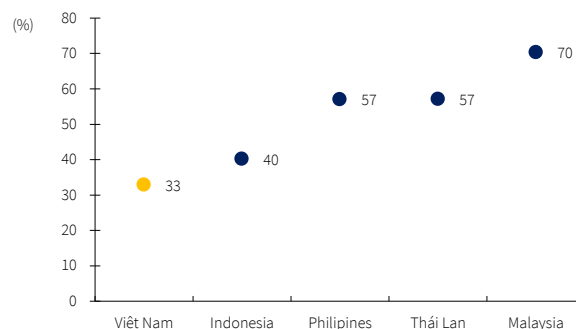
Nhìn chung, KBSV duy trì quan điểm Đầu tư công sẽ là chủ đề đầu tư xuyên suốt trong trung hạn

**Biểu đồ 20. Tỷ lệ nợ chính phủ trên GDP của Việt Nam giai đoạn 2020-2025**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 21. Tỷ lệ nợ chính phủ trên GDP của Việt Nam và các nước trong khu vực**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Hàng loạt dự án đầu tư công đã và sẽ bắt đầu khởi công xây dựng**

Hàng loạt dự án đầu tư công trên cả nước đã và sẽ bắt đầu khởi công xây dựng. Ngày 19/12 vừa qua, 148 dự án, công trình được đồng loạt khởi công trên cả nước với nhiều công trình quy mô lớn như: Dự án thành phần 1 tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng (gần 2,300 tỷ đồng); Trục đại lộ cảnh quan sông Hồng (855,000 tỷ đồng, 11,000 ha);... Ngoài ra, trong 2026, hàng loạt các dự án hạ tầng kết nối trọng điểm cũng sẽ được tiếp tục được gấp rút khởi công và hoàn thiện (Bảng 22).

**Nhóm vật liệu xây dựng và xây lắp hạ tầng được kỳ vọng sẽ là sớm nhất từ làn sóng đầu khởi công**

Trong bối cảnh hàng loạt dự án đầu tư công đồng loạt khởi công trên phạm vi cả nước, nhóm vật liệu xây dựng và xây lắp hạ tầng được kỳ vọng sẽ là những ngành hưởng lợi sớm và trực tiếp nhất từ làn sóng đầu tư công hiện nay.

Cụ thể, ngay trong giai đoạn đầu triển khai dự án, nhu cầu đối với các loại vật liệu phục vụ san lấp và thi công nền móng như cát, đá xây dựng, thép và xi măng dự kiến gia tăng mạnh, kéo theo sự cải thiện rõ nét về sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp cung ứng vật liệu. Diễn biến này giúp nhóm vật liệu xây dựng có khả năng ghi nhận mức tăng trưởng sớm nhờ cầu đầu vào mang tính bắt buộc và khó thay thế trong chu kỳ đầu tư công.

Song song đó, nhóm xây dựng hạ tầng và xây lắp cũng hưởng lợi trực tiếp khi khối lượng các gói thầu thi công tăng nhanh, đặc biệt tại các dự án trọng điểm như cao tốc, sân bay, cảng biển và hạ tầng đô thị. Backlog hợp đồng được mở rộng không chỉ tạo nền tảng tăng trưởng doanh thu trong ngắn hạn, mà còn cải thiện khả năng ghi nhận lợi nhuận trong trung hạn, nhất là đối với các doanh nghiệp có năng lực thi công, kinh nghiệm triển khai dự án quy mô lớn và khả năng kiểm soát chi phí tốt.

Bảng 22. Các dự án đầu tư công trọng điểm

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	Trước 2025	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Sân bay</b>							
Sân bay Quốc tế Chu Lai	0.6						
Sân bay Quốc tế Gia Bình	5.4						
Sân bay Quốc tế Long Thành (Giai đoạn 1)	4.7						
<b>Đường sắt</b>							
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	67.3						
Tuyến metro số 3, 4, 6	19						
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	8.4						
Tuyến metro số 5: Văn Cao - Ngọc Khánh - Hòa Lạc	2.5						
Tuyến metro số 2: Bến Thành - Tham Lương	2						
Tuyến metro số 2: Nam Thăng Long - Trần Hưng Đạo	1.4						
<b>Đường bộ</b>							
Đường vành đai 5 Hà Nội	6.5						
12 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam	6.2						
Đường vành đai 4 HCM	4.6						
Đường vành đai 4 Hà Nội	3.7						
Đường vành đai 3 HCM	3.2						
Cao tốc Hà Nội - Hà-Bình - Sơn La	2.5						
Cao tốc Cao Bằng - Bắc Kạn	2.5						
Cao tốc Cà Mau - Đất Mũi	2.2						
Cao tốc Hà Tiên - Rạch Giá - Bạc Liêu	2.1						
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	1.7						
<b>Cảng biển</b>							
Cảng Quốc tế Cần Giờ	5.5						
Cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng	1.8						
Trung tâm logistic Cái Mép	0.5						
Cảng Nam Đồi Sơn	1.1						

Nguồn: KBSV tổng hợp

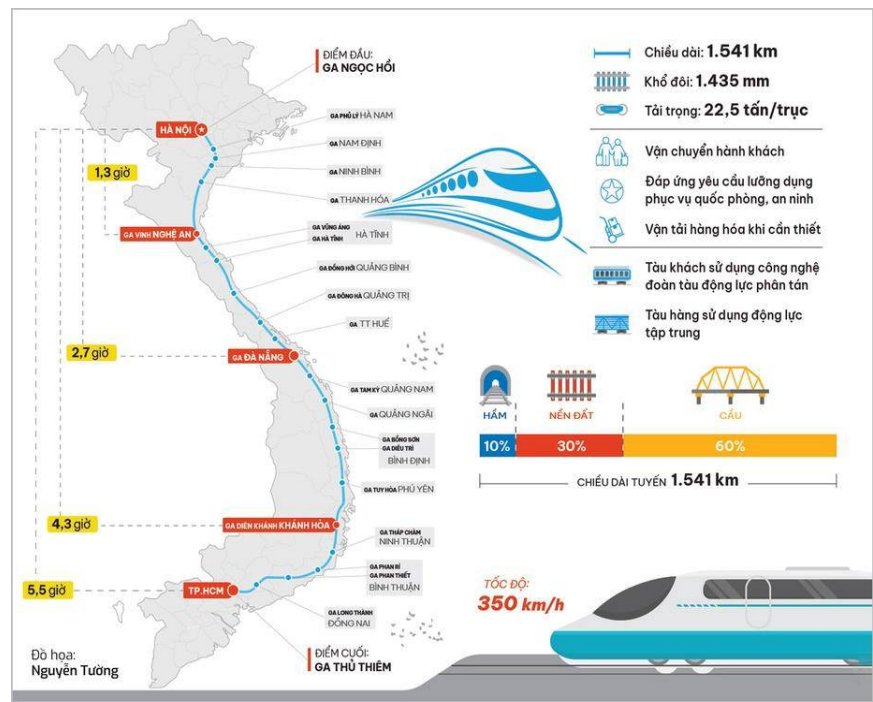
**Điểm nhấn trong thời gian tới là dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam**

Ngoài những dự án hạ tầng giao thông đường bộ kết nối đã và đang được triển khai, đáng chú ý sẽ là các đại dự án hạ tầng quy mô lớn (đường sắt cao tốc Bắc - Nam, các tuyến vành đai tại Hà Nội và TP.HCM, nhà máy điện hạt nhân, ...) được kỳ vọng tạo hiệu ứng lan tỏa mạnh mẽ, đóng vai trò trụ cột cho tăng trưởng kinh tế.

Đặc biệt, đường sắt cao tốc Bắc - Nam là dự án có tổng mức đầu tư tới 67 tỷ USD, bước đi chiến lược trong việc thay đổi hạ tầng kết nối, cải thiện năng lực cạnh tranh của Việt Nam.

- Tổng mức đầu tư 1.71 triệu tỷ đồng (67 tỷ USD).
- Mục tiêu hoàn thành cơ bản trong 2035.
- Tổng chiều dài 1,541 km, đi qua 20 tỉnh với 23 ga hành khách, 5 ga hàng hóa. Đáp ứng được nhu cầu phục vụ quốc phòng và vận tải hàng hóa khi cần thiết.
- Thời gian khởi công dự kiến vào cuối 2026

**Hình 23. Dự án đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam**



Nguồn: Cổng thông tin Bộ GTVT, KBSV tổng hợp

Trong giai đoạn xây dựng, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, dự án Đường sắt cao tốc Bắc Nam có thể đóng góp thêm khoảng 0.97% vào tăng trưởng GDP mỗi năm. Báo cáo tóm tắt nghiên cứu tiền khả thi của dự án cho thấy phần chi phí cho xây dựng chiếm tới 846 nghìn tỷ VND. Ở giai đoạn này, lượng vật liệu xây dựng lớn bao gồm: đá, cát, xi măng, thép... cần được cung cấp để phục vụ xây dựng hạ tầng (cầu, hầm, nền đường, nhà ga, ...). Hàng trăm nghìn công nhân được huy động, tạo ra lượng việc làm lớn.

**Các doanh nghiệp Vật liệu xây dựng và Bất động sản sẽ được hưởng lợi trực tiếp**

Các doanh nghiệp tham gia các gói thầu xây dựng và cung cấp vật liệu kỳ vọng sẽ hưởng lợi đầu tiên. Theo số liệu KBSV tổng hợp, dự án đường sắt cao tốc Bắc Kinh - Thượng Hải của Trung Quốc có chiều dài 1,318 km, tiêu thụ 7.35 triệu tấn thép; 44.18 triệu tấn xi măng; 114,000 công nhân làm việc dọc tuyến mỗi ngày. Dựa trên cơ sở này, KBSV ước tính dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam sẽ cần tới khoảng 8 - 10 triệu tấn thép, khoảng 50 triệu tấn xi măng và các loại vật liệu khác. Yếu tố cộng hưởng từ khởi công xây dựng hàng loạt các dự án hạ tầng lớn sẽ đẩy nhu cầu gia tăng mạnh đối với vật liệu xây dựng. Đây sẽ là tín hiệu tích cực với các doanh nghiệp trong ngành như HPG, HT1, VLB, DHA, ...

Ngoài ra, đường sắt cao tốc mở đường cho phát triển mô hình TOD (Transit-Oriented Development), là một mô hình quy hoạch – phát triển đô thị trong đó khu dân cư, thương mại, văn phòng, dịch vụ... được xây dựng tập trung quanh các đầu mối giao thông công cộng (như ga metro, ga đường sắt đô thị, bến xe buýt nhanh). Theo một số nghiên cứu về ảnh hưởng của đường sắt cao tốc lên giá bất động sản tại Trung Quốc, các khu vực có tiện ích đường sắt kết nối này sẽ tăng giá trung bình khoảng 13% so với trước đó và hơn 7% trong tương quan với các khu vực khác. Vì vậy, KBSV nhìn nhận đây là cơ hội rất tích cực cho các doanh nghiệp phát triển Bất động sản để phát triển các dự án quanh các nhà ga của tuyến đường sắt cao tốc. Thêm vào đó, giá đất tại các dự án Bất động sản sẽ được hỗ trợ từ xu hướng hoàn thiện hạ tầng.

Cuối cùng, để khai thác hiệu quả siêu dự án như tuyến đường sắt cao tốc, sân bay Long Thành, cần xây dựng một hệ thống giao thông kết nối thuận tiện, song song với đó cần hoàn thiện những công trình phụ trợ để đảm bảo hoạt động cho các dự án như nhà máy điện, đường dây, trạm biến áp... KBSV duy trì quan điểm tích cực trước đó đối với các doanh nghiệp nhà thầu thi công trong lĩnh vực đầu tư công như HHV, VCG, PC1,... khi số lượng các gói thầu sẽ được gia tăng trong thời gian tới.

## 2. Khởi thông pháp lý

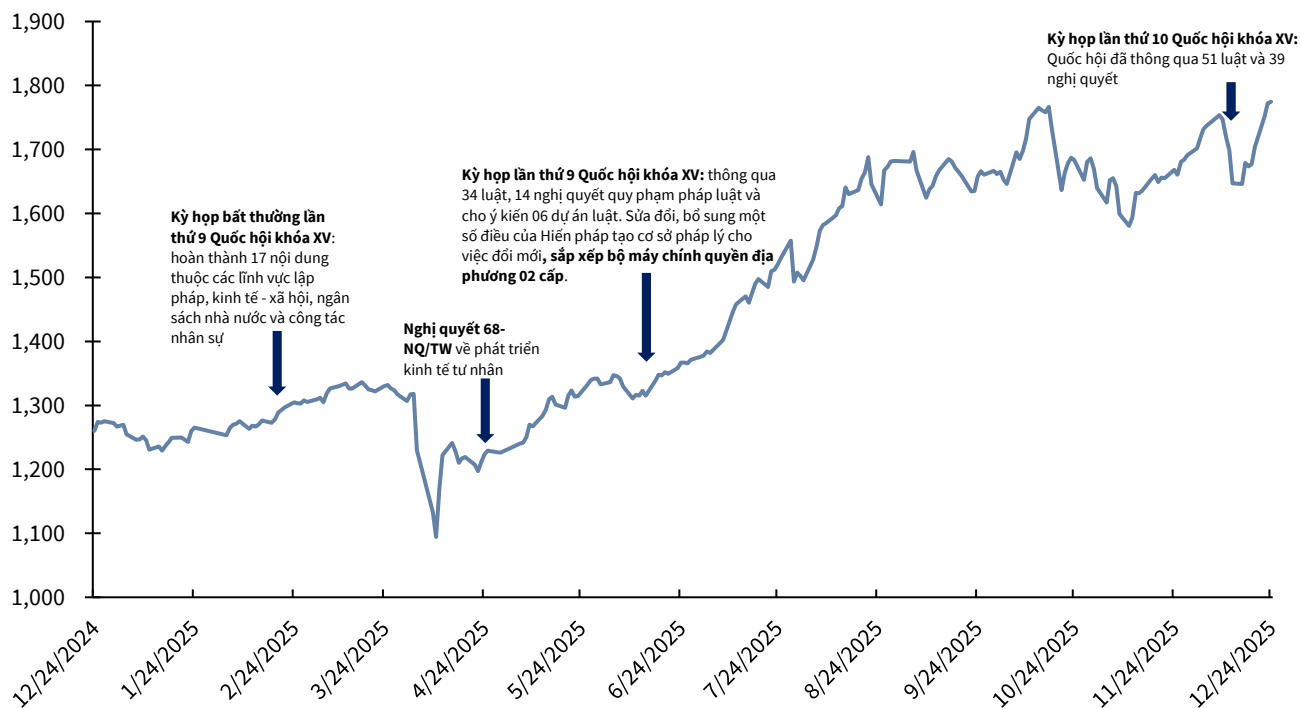
**Trong 2025, Việt Nam chứng kiến nhiều thay đổi quan trọng, đặc biệt là trong chính sách**

Với mục tiêu tăng trưởng 2025 tham vọng ở mức 8.3-8.5% và phấn đấu tăng trưởng 2 chữ số trong các năm tiếp theo, bên cạnh việc tăng cường đầu tư cơ sở hạ tầng và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực, việc khởi thông pháp lý cũng là giải pháp được đặc biệt chú trọng, và kỳ vọng mang lại các tác động tích cực lên các nhóm ngành liên quan.

Tổng kết kỳ họp thứ 10, Quốc hội khóa XV, đã cho thấy nhiều kết quả nổi bật. Trong công tác lập pháp, Quốc hội đã thông qua 51 luật (chiếm 30% tổng số văn bản nhiệm kỳ), 39 nghị quyết và ban hành 8 nghị quyết quy phạm pháp luật. Có thể nói 2025 là một trong những năm chứng kiến nhiều nhất những thay đổi về mặt pháp lý. Bước sang 2026, chúng tôi cho rằng xu hướng khai thông pháp lý này vẫn sẽ tiếp diễn. Đặc biệt, những chính sách được thông qua vào 2025 sẽ có thêm thời gian để thâm thấu và bắt đầu đi sâu hơn vào thực tiễn.

KBSV duy trì quan điểm rằng một số lĩnh vực sẽ được ưu tiên xem xét, tháo gỡ như: Đầu tư công, Bất động sản, Năng lượng, ... nếu được thông qua và triển khai hiệu quả, nhóm này sẽ được hưởng lợi tích cực. Vì vậy, những thay đổi quan trọng được KBSV chú ý sẽ liên quan đến các bộ luật như: Luật Đất đai, Luật Đầu tư, Luật Chứng khoán, Luật Điện lực...

**Biểu đồ 24. Diễn biến của VNINDEX và một vài sự kiện**



Nguồn: KBSV tổng hợp

**Các nhóm ngành kỳ vọng sẽ hưởng lợi tích cực từ thay đổi pháp lý**

Ngành Bất động sản đang nhận được nhiều giải pháp tháo gỡ liên quan đến pháp lý bởi ngành này đóng vai trò quan trọng với nền kinh tế. Các văn bản dự thảo khắc phục “nút thắt” ngắn hạn đi cùng ổn định dài hạn đã được đưa ra như “Dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đất đai” và “Dự thảo Quy định một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai”,... (Xem thêm tại phần Triển vọng ngành Bất động sản). Chúng tôi kỳ vọng những thay đổi này sẽ đẩy nhanh quá trình triển khai dự án mới, tháo gỡ các dự án đang “tắc” hiện tại. Theo đó các doanh nghiệp Bất động sản với kinh nghiệm nhiều năm, quỹ đất lớn và tài chính tốt sẽ tận dụng tốt để bứt phá từ những thay đổi này như VHM, KDH, NLG, ...

Ngoài ra, việc hỗ trợ thị trường bất động sản cũng sẽ hỗ trợ các nhóm ngành được hưởng lợi gián tiếp do nhu cầu gia tăng như xây dựng, vật liệu xây dựng. Đi cùng việc sửa đổi Luật Đầu tư và Luật Đầu tư công, các dự án sẽ được rút ngắn thời gian phê duyệt, tăng tốc giải ngân, phần nào làm tăng nhu cầu với nhóm này.

Ngành Năng lượng cũng có dự thảo Nghị quyết Về các cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026 – 2030 đã được Quốc hội thông qua. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là chất xúc tác cho nhiều thay đổi của ngành Điện và triển vọng của các cổ phiếu trong ngành. Phân tích kỹ hơn sẽ được trình bày trong phần Triển vọng ngành Điện.

### 3. Nâng hạng thị trường

#### Các nhóm cổ phiếu và Ngành kỳ vọng hưởng lợi nhất

Việc nâng hạng không chỉ là thay đổi nhãn dán mà là một quá trình tái định giá (re-rating) dựa trên sự cải thiện về chất lượng hạ tầng và dòng vốn tổ chức. Dòng vốn thụ động (passive) từ các quỹ ETF toàn cầu được thiết kế để mua vào theo trọng số của chỉ số. Do đó, các cổ phiếu đầu ngành sẽ là đối tượng hưởng lợi trực tiếp và sớm nhất.

- **Nhóm vốn hóa lớn:** dựa trên dữ liệu cuối 2024, FTSE Russell đã đưa ra danh sách 28 cổ phiếu (từ Small đến Largecap) đủ điều kiện vào FTSE Global All Cap Index. Mặc dù kết quả cuối cùng sẽ có sự thay đổi khi thông báo chính thức có hiệu lực vào tháng 9/2026, dựa vào các tiêu chí về mặt định lượng, KBSV cho rằng các cổ phiếu được phân loại Largecap và Midcap gần như chắc chắn tiếp tục nằm trong danh sách kỳ tới, bên cạnh một số cổ phiếu Smallcap đã có sự cải thiện lớn về mặt vốn hóa và thanh khoản
- **Nhóm Công ty Chứng khoán:** đây là nhóm hưởng lợi mạnh mẽ nhất từ cả 2 phương diện: sự gia tăng thanh khoản và việc triển khai các sản phẩm tài chính mới. Việc nâng hạng dự kiến sẽ đẩy giá trị giao dịch bình quân hàng ngày lên mức 2-3 tỷ USD. Điều này trực tiếp làm tăng doanh thu môi giới và cho vay ký quỹ cho các CTCK có thị phần hàng đầu như VCK, TCX, SSI...

**Biểu đồ 25. Cổ phiếu đáp ứng đủ tiêu chí để được thêm vào FTSE Emerging Index.**

	Tỷ lệ Free Float	Tỷ lệ NĐTNN còn được phép mua (tính trên KL được sở hữu)	Vốn hóa (tỷ USD)	Phân loại theo FTSE Russell
<b>VIC</b>	35%	92%	43.5	Large
<b>VCB</b>	11%	29%	18.5	Large
<b>VHM</b>	30%	82%	16.1	Large
<b>HPG</b>	55%	60%	7.8	Large
<b>VNM</b>	40%	50%	5.0	Mid
<b>MSN</b>	60.00%	77%	4.2	Mid
<b>SAB</b>	11.00%	42%	2.5	Mid

Nguồn: KBSV tổng hợp

#### Cập nhật lộ trình nâng hạng FTSE Russell và Dòng vốn kỳ vọng

Lộ trình nâng hạng đã chính thức chuyển từ giai đoạn “Theo dõi” sang giai đoạn “Triển khai kỹ thuật”:

- **Hiệu lực chính thức:** 21/09/2026 là thời điểm Việt Nam chính thức được tái phân loại vào nhóm Secondary Emerging Market.
- **Đánh giá tạm thời (Interim Assessment - Tháng 3/2026):** Đây là mốc kiểm tra tiến độ quan trọng. FTSE Russell sẽ xác nhận lại khả năng triển khai hệ thống và đánh giá mức độ sẵn sàng của thị trường, đặc biệt là tiến triển trong việc cho phép nhà đầu tư tiếp cận thông qua các công ty môi giới toàn cầu (global broker access).
- **Cơ chế thực thi:** Việc loại bỏ Việt Nam khỏi chỉ số Frontier sẽ được thực hiện một lần (single tranche) vào tháng 9/2026, trong khi việc đưa vào

chỉ số Emerging có thể chia làm nhiều đợt (multiple tranches) để quản lý thanh khoản.

Như đã đề cập trong các kỳ Báo cáo Chiến lược trước, việc nâng hạng sẽ kích hoạt một làn sóng dòng vốn thụ động và chủ động quy mô lớn, chuyển hướng từ các quỹ chỉ số toàn cầu vào Việt Nam. Theo FTSE Russell, KBSV và các tổ chức tài chính khác ước tính, tổng giá trị dòng vốn thụ động + chủ động tiềm năng vào thị trường có thể từ 3-9 tỷ USD với trọng số ước tính từ 0.3-1.1% trong rổ FTSE Emerging All Cap. Đối với dòng vốn ra, Áp lực bán từ các quỹ Frontier thoái vốn (exit mandate) ước tính khoảng 0.8-1 tỷ USD. Tuy nhiên, con số này nhỏ hơn nhiều so với lực mua tiềm năng từ nhóm mới nổi.

**Quyết định số 3761/QĐ-BTC là bước đi hướng tới mục tiêu thị trường mới nổi theo các tiêu chuẩn cao hơn**

Bộ Tài chính vừa qua đã chính thức ban hành Quyết định số 3761/QĐ-BTC ngày 06/11/2025 về Kế hoạch triển khai Quyết định số 2014/QĐ-TTg về phê duyệt Đề án nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2025-2030. Kế hoạch chi tiết này phác thảo ra các giải pháp ngắn hạn và dài hạn, mục tiêu tổng thể là nâng cao năng lực quản lý, tăng cường tính thanh khoản, đa dạng hóa sản phẩm, và cải thiện tính minh bạch, hướng tới mục tiêu nâng hạng theo MSCI và FTSE Russell (Advanced Emerging).

**Biểu đồ 26. Tóm tắt Phụ lục Quyết định số 3761/QĐ-BTC**

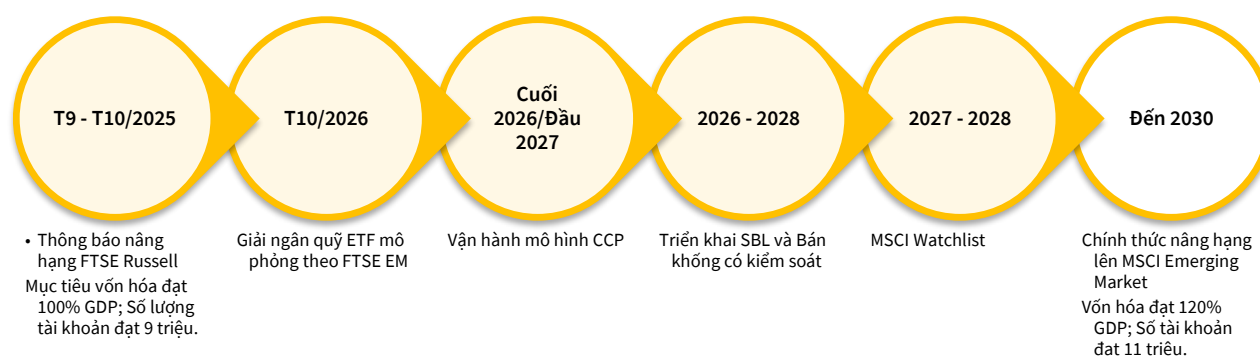
Nhóm nhiệm vụ	Mô tả trọng tâm	Đơn vị chủ trì chính	
<b>Ngắn hạn</b>	<b>Tháo gỡ rào cản giao dịch</b>	Giải quyết vấn đề ứng trước tiền mua chứng khoán (ký quỹ trước giao dịch) cho nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN)	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN)
	<b>Cải thiện minh bạch thông tin</b>	Tiếp tục minh bạch thông tin về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa	UBCKNN
	<b>Hiện đại hóa cơ chế giao dịch</b>	Triển khai cơ chế Tài khoản Giao dịch Tổng (OTA) theo thông lệ quốc tế	Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam (SGDCKVN), UBCKNN
	<b>Nâng cấp hệ thống</b>	Tăng cường Hệ thống Thông tin trao đổi (STP) giữa ngân hàng lưu ký và công ty chứng khoán; Tăng cường năng lực hệ thống giao dịch, thanh toán	Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam, SGDCKVN
	<b>Tăng cường quản lý &amp; phối hợp</b>	Nâng cao năng lực quản lý, giám sát của UBCKNN (nhân sự, CNTT); Phối hợp với Ngân hàng Nhà nước (NHNN) để đơn giản hóa thủ tục đăng ký tài khoản cho NĐTNN9 và đề xuất giải pháp ổn định thị trường ngoại hối	UBCKNN, Vụ Các định chế Tài chính
<b>Dài hạn</b>	<b>Hoàn thiện Khung pháp lý</b>	Rà soát và tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa, loại bỏ các hạn chế không cần thiết, đề xuất sửa đổi Luật Đầu tư...	Cục Đầu tư nước ngoài, Vụ Pháp chế
	<b>Phát triển hạ tầng CCP</b>	Thành lập và đưa vào hoạt động công ty con thực hiện chức năng Đối tác Bù trừ Trung tâm (CCP) để đáp ứng cơ chế thanh toán không yêu cầu ký quỹ 100%	Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam
	<b>Triển khai nghiệp vụ mới</b>	Nghiên cứu, áp dụng có lộ trình cho phép vay và cho vay chứng khoán, bán khống có kiểm soát (thông qua giao dịch chứng khoán chờ về, giao dịch trong ngày)	UBCKNN
	<b>Tăng cường Minh bạch &amp; Quản trị</b>	Triển khai áp dụng Chuẩn mực Kế toán Quốc tế (IFRS) và tăng cường Quản trị công ty theo tiêu chuẩn OECD cho các công ty đại chúng	Cục Quản lý, giám sát kế toán, kiểm toán; UBCKNN
	<b>Đa dạng hóa Thị trường</b>	Đa dạng hóa cơ sở hàng hóa (chứng khoán xanh, trái phiếu xanh, hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai mới); Phát triển, đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư (khuyến khích đầu tư qua quỹ chuyên nghiệp)	UBCKNN
<b>Ổn định Vĩ mô &amp; Ngoại hối</b>	Ổn định chính sách tài chính vĩ mô (phối hợp chính sách tài khóa, tiền tệ); Phối hợp với NHNN để triển khai các công cụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối cho hoạt động đầu tư gián tiếp và giám sát dòng vốn	Vụ Ngân sách Nhà nước, Vụ Các định chế Tài chính	

Nguồn: KBSV tổng hợp

## Thách thức lâu dài

Mặc dù đã được đưa vào Quyết định 3761/QĐ-BTC, “Giải quyết hạn mức sở hữu nước ngoài (FOLs)” là thách thức phức tạp nhất và khó đạt được thay đổi căn bản trong vòng một năm. Việc nối/xóa FOLs đòi hỏi sự đồng bộ và thay đổi luật pháp chuyên ngành ở nhiều Bộ, không chỉ riêng ngành tài chính, do đó để đạt được những thay đổi pháp lý quan trọng (ví dụ: loại bỏ FOLs trong ngành ngân hàng hoặc công ty vốn hóa lớn) trong vòng năm 2026 là thách thức lớn. Các nhà đầu tư quốc tế coi việc thiếu minh bạch và giới hạn FOLs là rủi ro chính trái với kỳ vọng khi nâng hạng, vì nó giới hạn vốn hóa thị trường khả năng đầu tư

Biểu đồ 27. Tóm tắt lộ trình triển khai ước tính theo Đề án Nâng hạng đến năm 2030



Nguồn: KBSV tổng hợp

## 4. Dòng vốn FDI phục hồi

### Tradewar 2.0 - thách thức ngắn hạn mở ra dư địa trong dài hạn đối với dòng vốn FDI

Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI đăng ký đầu tư vào Việt Nam - tiền đề cho hoạt động bàn giao đất KCN sẽ phục hồi từ 2H2026, do:

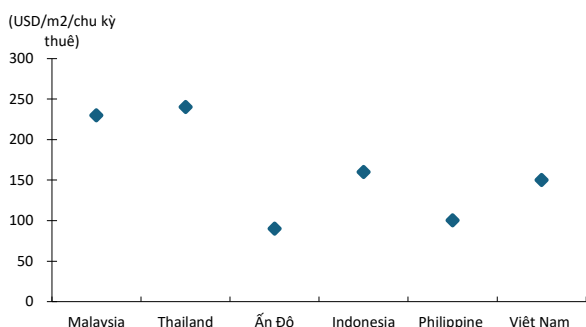
- Tradewar 2.0 không làm thay đổi lợi thế cạnh tranh cốt lõi của Việt Nam khi (1) mức thuế mà Mỹ áp với Việt Nam và các đối thủ cạnh tranh không chênh lệch nhiều; (2) lợi thế chi phí nhân công, chính trị ổn định, vị trí chiến lược vẫn được duy trì.
- Xung đột thuế quan giữa Mỹ và Trung Quốc còn diễn biến phức tạp khiến nhu cầu đa dạng hóa chuỗi cung ứng từ các doanh nghiệp đa quốc gia gia tăng, với Việt Nam vẫn được coi là điểm đến lý tưởng.
- Các vấn đề thuế quan sẽ rõ ràng hơn trong năm 2026, giảm bớt bất định so với 2025, thúc đẩy các doanh nghiệp FDI ra quyết định chuyển dịch sản xuất. Vấn đề transshipment vẫn là yếu tố rủi ro tiềm ẩn, tuy nhiên chúng tôi đánh giá thấp khả năng vấn đề này sẽ nổi lên trong năm sau (như phân tích ở phần III. 1 Ví mô thế giới). Trong kịch bản Việt Nam thực sự bị áp mức thuế transshipment 40%, các doanh nghiệp có tỷ lệ nội địa hóa thấp sẽ chịu tác động lớn, tuy nhiên cũng sẽ có các doanh nghiệp FDI nỗ lực gia tăng tỷ lệ nội địa hóa ở Việt Nam để không bị đánh thuế, qua đó giúp gia tăng hàm lượng giá trị do các doanh nghiệp nội địa tạo ra (tham khảo thêm tại phần Triển vọng Ngành Bất động sản KCN).

**Bảng 28. Mức thuế mà Mỹ áp dụng**

	Thuế đối ứng	Thuế khác đã được áp dụng	Ghi chú
Tất cả Quốc gia	10% - Baseline	40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment	- CBP chịu trách nhiệm xác định các mặt hàng/Quốc gia chịu mức thuế 40%. Hiện tại chỉ Canada có hướng dẫn về cách xác định áp dụng cụ thể
Một số Quốc gia khác			
Trung Quốc	24%	10% - Fentanyl	- Thuế đối ứng đang được Delay đến 11/10/2026. Giảm mức thuế bình quân của Mỹ nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc từ 42% còn 32% - Đe dọa từ 10 - 200% đối với các mặt hàng khác
Ấn Độ	25%	25% - Dầu Nga	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Việt Nam	20%	25% - Dầu Venezuelan	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Thái Lan	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Banladesh	20%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Philippines	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Indonesia	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Malaysia	19%	25% - Dầu Venezuelan	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể

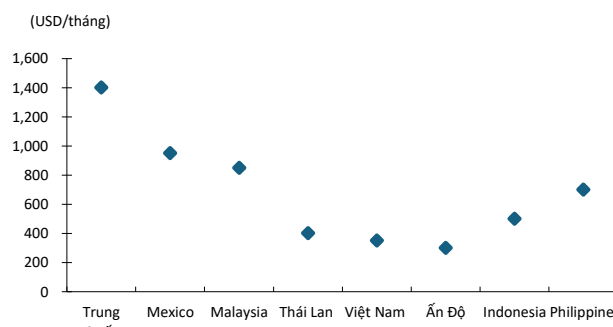
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 29. Giá cho thuê đất KCN tại một số Quốc gia



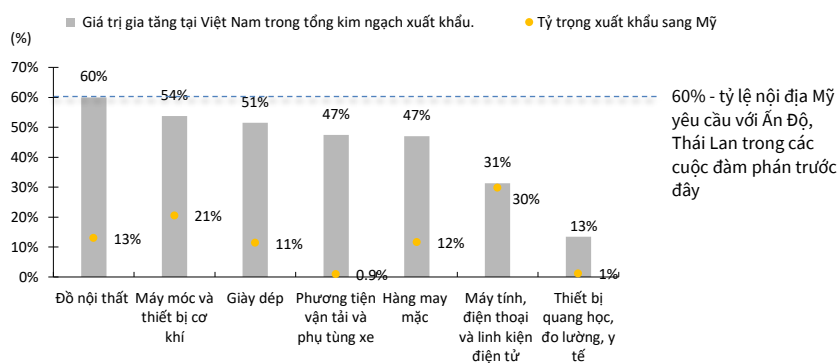
Nguồn: CEIC, KBSV

Biểu đồ 30. Thu nhập bình quân tại một số Quốc gia



Nguồn: CEIC, KBSV

Biểu đồ 31. Giá trị gia tăng tại Việt Nam trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2024



Nguồn: ITC, Bảng Cân đối Liên ngành Việt Nam (GSO), OECD, KBSV

**Nhóm ngành hưởng lợi từ sự phục hồi dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam**

- **Ngành BĐS Khu công nghiệp:** Chúng tôi kỳ vọng nhóm doanh nghiệp BĐS KCN sẽ chuyển sang trạng thái tích cực hơn kể từ 2H2026, chủ yếu nhờ nhu cầu thuê đất phục hồi từ các doanh nghiệp FDI, trong khi phần lớn rủi ro đã được phản ánh vào định giá trong năm 2025. Do đó, NĐT có thể tìm kiếm cơ hội tích lũy ở vùng giá thấp tại các doanh nghiệp có quỹ đất lớn và tình hình tài chính ổn định và mức định giá hấp dẫn, một số cơ hội đầu tư đáng chú ý SIP, GVR, PHR, KBC.
- **Ngành Logistics và Cảng biển:** Sự phục hồi dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam sẽ hỗ trợ triển vọng tích cực cho kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam. Trong khi đó, xuất nhập khẩu của Việt Nam là "nguồn sống" cho ngành logistics và cảng biển Hệ thống cảng biển Việt Nam đang trải qua giai đoạn nâng cấp mạnh mẽ về hạ tầng để đón các tàu trọng tải lớn, đặc biệt là tại cụm cảng Cái Mép - Thị Vải và Hải Phòng. Các doanh nghiệp như Gemadept (GMD) và Vận tải xếp dỡ Hải An (HAH) là những cái tên tiêu biểu có thể ghi nhận KQKD cải thiện nhờ lưu lượng xếp dỡ tăng vọt.

## V. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa tháng	Lợi nhuận kỳ vọng	PE 2025 Fw	Tăng trưởng LNST 2025 Est	Điểm nhấn đầu tư	Link báo cáo
HPG	35,900	26,700	34%	8.7	41.0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sản lượng tiêu thụ 2026/2027 dự kiến tăng 23/5% nhờ BDS hồi phục, thúc đẩy đầu tư công</li> <li>Kỳ vọng giá thép tăng 4%/3% YoY trong 2026/2027 nhờ (1) nhu cầu nội địa gia tăng và (2) chi phí quặng sắt, than cốc hồi phục</li> <li>Hưởng lợi từ chính sách như chống bán phá giá HRC, thuế CBPG HRC xuất khẩu 0% tới EU, Ấn Độ, nhà máy đường ray 15,000 tỷ VND</li> </ul>	<a href="#">HPG</a>
MWG	106,100	87,100	22%	14.0	27.7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chuỗi TGDD+ĐMX có cơ sở để tiếp tục duy trì tăng trưởng 2 chữ số (12% YoY) trong 2026 nhờ chính sách vĩ mô và môi trường kinh doanh được hỗ trợ.</li> <li>Số lượng cửa hàng mở mới của BHX có thể đạt 1000 cửa hàng (+25% YoY) nhờ mô hình vận hành phù hợp</li> <li>Dự địa cải thiện BLN đến từ khả năng đòn bẩy hoạt động và đóng góp từ lợi nhuận tài chính</li> </ul>	<a href="#">MWG</a>
MBB	33,900	24,850	36%	5.3	31.1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng trưởng tín dụng cao nhờ: (1) hạn mức tín dụng cao sau khi nhận ngân hàng 0 đồng, (2) tăng trưởng đồng đều ở phân khúc bán lẻ và khách hàng doanh nghiệp lớn</li> <li>Diễn biến NIM tích cực so với xu hướng giảm của toàn ngành nhờ những lợi thế sẵn có giúp quản trị tốt chi phí đầu vào.</li> <li>Chất lượng tài sản kỳ vọng được cải thiện theo chu kỳ kinh tế cùng luật hóa Nghị quyết 42 giúp đẩy nhanh quá trình thu hồi nợ xấu đã xử lý.</li> </ul>	<a href="#">MBB</a>
CTD	99,000	74,900	32%	18.2	72.9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Backlog cuối Q1 FY26 đạt 45,000 - 50,000 tỷ VND nhờ đóng góp từ mảng đầu tư công, ước tính doanh thu tăng 20%/9% trong FY26/FY27</li> <li>Ban lãnh đạo xác định mục tiêu trung hạn là tối ưu biên lợi nhuận nhờ tối ưu chuỗi cung ứng và tái cơ cấu Unicons, cùng nhu cầu tăng giúp thuận lợi hơn cho công tác đàm phán giá, kỳ vọng biên lãi gộp đạt 3.4%/3.6% trong FY26/FY27</li> </ul>	<a href="#">CTD</a>
PC1	27,800	22,600	23%	13.0	8.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu mảng EPC dự kiến tăng 16%/10% yoy trong 2026/2027 được đảm bảo bởi backlog hơn 8,000 tỷ VND (cuối 9T2025), có thể tăng trưởng cao hơn phụ thuộc với các dự án trúng thầu trong tương lai</li> <li>Dự án Tháp Vàng Gia Lâm bắt đầu bàn giao từ cuối 2025, đóng góp 102/62 tỷ VND lợi nhuận cho PC1 trong 2025/2026</li> <li>Định giá mảng KCN giảm do thuế quan tác động làm chậm tiến độ và giảm giá cho thuê dù vẫn là động lực tăng trưởng dài hạn cho PC1 với quỹ đất lớn.</li> </ul>	<a href="#">PC1</a>
KDH	39,900	31,700	26%	35.0	26.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kỳ vọng 2026 sẽ đến từ tiếp tục mở bán tại The Galdia (11.8 ha tại Thủ Đức) và mở bán mới dự The Solina (16.4 ha tại Bình Chánh, HCM). Vị trí tốt đảm bảo công tác bán hàng diễn ra thuận lợi kể cả trong bối cảnh lãi suất tăng.</li> <li>Hưởng lợi từ tháo gỡ pháp lý, đặc biệt là khâu GPMB tại dự án KDC Tân Tạo (330ha tại Bình Tân, HCM). Đây là dự án lớn nhất trong danh mục, kỳ vọng triển khai vào 2027.</li> <li>Sở hữu quỹ đất hơn 500ha, tập trung tại khu vực tp. HCM.</li> </ul>	<a href="#">KDH</a>
GMD	76,500	61,300	25%	15.3	10.7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sản lượng 2026/2027 tăng 6%/6% yoy. Giá dịch vụ cảng duy trì đà tăng trưởng trung bình 4-7%/năm giai đoạn từ nay đến 2030</li> <li>Nam Đình Vũ 3 (công suất 650,000 Teu) bắt đầu đi vào khai thác thử nghiệm từ 4Q2025 và Gemalink 2A (công suất 900,000 Teu) dự kiến có thể bắt đầu hoạt động từ cuối 2027, đảm bảo tăng trưởng trung và dài hạn cho GMD</li> <li>Thoái vốn cao su kỳ vọng đem về lợi nhuận bất thường cho GMD trong thời gian tới</li> </ul>	<a href="#">GMD</a>
VCI	42,100	35,400	19%	n/a	n/a	<ul style="list-style-type: none"> <li>VCI với lợi thế ở mảng khách hàng tổ chức sẽ hưởng lợi từ dòng vốn ngoại quay lại nhờ nâng hạng thị trường</li> <li>Thị trường chứng khoán triển vọng lạc quan về giá và thanh khoản trong năm 2026 qua đó tác động tích cực đến các mảng môi giới, vay ký quỹ và tự doanh</li> <li>Dự địa tăng trưởng cho vay ký quỹ còn rộng với tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu đạt 100% tính đến 3Q2025 (tối đa 200%)</li> </ul>	-

## VI. Triển vọng ngành

# Ngân hàng

## Đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh  
 (+84) 33-4936-057 linhpp@kbsec.com.vn

30/12/2025

## Tích cực duy trì

### Khuyến nghị

<b>VCB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	76,500VND
<b>BID</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	51,800VND
<b>CTG</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	58,000VND
<b>ACB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	32,100VND
<b>TCB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	43,100VND
<b>VPB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	37,800VND

### Kết quả kinh doanh 9T2025

Năm đầu tiên của “Kỳ nguyên vươn mình” đánh dấu sự dịch chuyển rõ nét trong điều hành vĩ mô, với chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng được sử dụng nhất quán nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong bối cảnh đó, ngành ngân hàng là kênh truyền dẫn chính sách quan trọng, ghi nhận tăng trưởng tín dụng ở mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây, vượt kế hoạch 16% dù chưa hết năm. Để thúc đẩy tăng trưởng và phù hợp với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp, NIM của nhiều ngân hàng tiếp tục chịu áp lực thu hẹp, phản ánh sự đánh đổi giữa biên lợi nhuận và mở rộng quy mô. Chất lượng tài sản nhìn chung được cải thiện và duy trì ổn định, nhờ môi trường kinh tế thuận lợi hơn và các chính sách hỗ trợ khách hàng. Mặc dù vẫn chịu tác động từ các yếu tố bên ngoài (thuế quan, áp lực tỷ giá), lợi nhuận trước thuế của 27 ngân hàng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tương đối tích cực (+13% YoY trong 9 tháng đầu năm).

### Triển vọng 2026

Năm 2025 đóng vai trò bản lề quan trọng khi hàng loạt thay đổi chính sách được triển khai theo hướng mở rộng độ mở của thị trường và hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng cao hơn, qua đó tạo nền tảng thuận lợi cho ngành ngân hàng bước sang năm 2026 với triển vọng tích cực hơn. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng tín dụng sẽ được duy trì trong năm 2026 (15-17%), nhờ môi trường kinh doanh tương đối thuận lợi và vai trò trung tâm của tín dụng trong điều hành vĩ mô. Trong bối cảnh chi phí vốn gia tăng, NIM được dự báo duy trì ổn định, nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh, và đóng góp ngày càng rõ nét từ thu nhập ngoài lãi. Bên cạnh đó, những câu chuyện tăng vốn và hướng tới Basel 3, triển khai sàn giao dịch tài sản số và vàng cũng góp phần củng cố năng lực và triển vọng của các ngân hàng trong trung - dài hạn.

### Triển vọng tăng trưởng được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố thuận lợi giúp cổ phiếu ngân hàng trở nên hấp dẫn hơn

Hiện nay, ngành ngân hàng đang giao dịch với P/B là 1.54 lần, chỉ cao hơn một chút so với -1 độ lệch chuẩn bình quân quá khứ 5 năm. Chúng tôi cho rằng môi trường kinh doanh của năm 2026 có nhiều thuận lợi hơn như ưu tiên tăng trưởng tín dụng, NIM và chất lượng tài sản duy trì xu hướng ổn định, trong khi sự thay đổi pháp lý đang tạo những điều kiện cho sự phát triển của toàn ngành. Kỳ vọng, P/B của toàn ngành sẽ được tái định ở vùng P/B trung bình 5 năm (1.7x). Các cổ phiếu ngân hàng mà chúng tôi lựa chọn cho chiến lược đầu tư năm 2026 bao gồm: CTG, MBB, TCB, VPB, ACB.

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2025

### Năm 2025 – Ngân hàng dẫn dắt cho tăng trưởng kinh tế

Năm đầu tiên của “Kỷ nguyên vươn mình” đánh dấu sự dịch chuyển rõ nét trong điều hành vĩ mô, với chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng được sử dụng nhất quán nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong bối cảnh đó, ngành ngân hàng là kênh truyền dẫn chính sách quan trọng, ghi nhận tăng trưởng tín dụng ở mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây. Để thúc đẩy tăng trưởng và phù hợp với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp, NIM của nhiều ngân hàng tiếp tục chịu áp lực thu hẹp, phản ánh sự đánh đổi giữa biên lợi nhuận và mở rộng quy mô. Chất lượng tài sản nhìn chung được cải thiện và duy trì ổn định, nhờ môi trường kinh tế thuận lợi hơn và các chính sách hỗ trợ khách hàng. Mặc dù vẫn chịu tác động từ các yếu tố bên ngoài (thuế quan, áp lực tỷ giá), lợi nhuận trước thuế của 27 ngân hàng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tương đối tích cực (LNTT 9T2025 +13% YoY).

### Tăng trưởng tín dụng ở mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây, đóng vai trò quan trọng cho tăng trưởng kinh tế

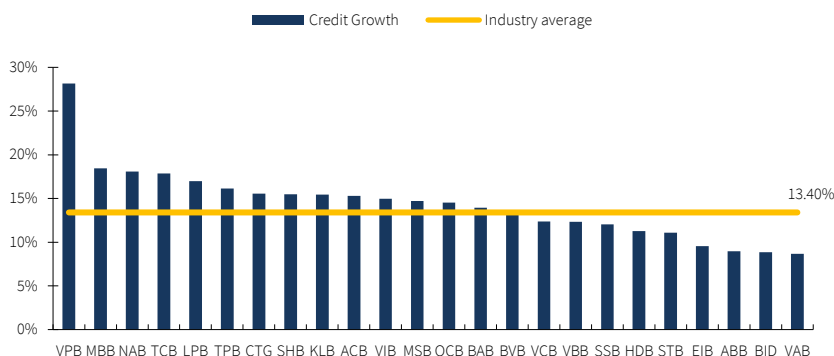
Theo số liệu thống kê của NHNN, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống tính đến ngày 27/11 đạt 16.56% so với đầu năm – vượt kế hoạch cả năm (16%). Mức tăng trưởng này là mức cao nhất ghi nhận trong 10 năm trở lại đây, trong bối cảnh tín dụng là kênh dẫn vốn quan trọng để hỗ trợ cho đà tăng của GDP. Các xu hướng chính của tín dụng trong năm 2025 bao gồm:

- (1) Cho vay Khách hàng doanh nghiệp (KHĐN), đặc biệt là doanh nghiệp lớn tăng trưởng ấn tượng. Trong khi đó, nhóm SME và Khách hàng cá nhân (KHĐN) vẫn hồi phục với tốc độ tương đối chậm, được thể hiện qua diễn biến của các ngân hàng tỷ trọng cho vay bán lẻ như ACB, VIB -tín dụng tăng trưởng chậm hơn mặt bằng chung của ngành. Điều này cho thấy mức độ hồi phục chưa đồng đều giữa các nhóm trong nền kinh tế.
- (2) Cho vay Bất động sản tăng trưởng vượt trội hơn cả nếu xét theo các lĩnh vực, ngành nghề. Điều này thể hiện tác động qua lại giữa sự hồi phục của thị trường Bất động sản (tháo gỡ pháp lý), cùng với đẩy mạnh tín dụng để tạo động lực cho các dự án tiếp tục được triển khai. Nguồn cung tăng mạnh cũng giúp thanh khoản thị trường sôi động hơn, cho vay mua nhà trở thành động lực dẫn dắt cho mảng KHĐN tại đa phần các ngân hàng.
- (3) Các ngân hàng tiếp nhận tổ chức tín dụng yếu kém có mức tăng trưởng tốt nhất so với trung bình ngành. VPB và MBB là 2 ngân hàng trong danh mục theo dõi của KBSV có mức tăng trưởng tín dụng cao nhất qua các quý, và đạt lần lượt 28.2% YTD và 18.4% YTD (chưa tính phần chuyển nợ cho TCTD yếu kém) tại thời điểm cuối quý 3. Riêng HDB tín dụng có sự chậm lại trong quý 3, giảm về hơn 11% do chuyển một phần nợ chất lượng cho Vikki bank, nếu không tính phần tín dụng này, mức tăng trưởng tại HDB là 20.2% YTD.

Mặc dù không có đợt cấp thêm hạn mức cho các ngân hàng vào quý cuối năm như các năm trước, tăng trưởng tín dụng toàn ngành dự kiến vẫn vượt kế hoạch 16% sau diễn biến tương đối khả quan trong 3 quý đầu năm.

**Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng 9T2025 các ngân hàng**

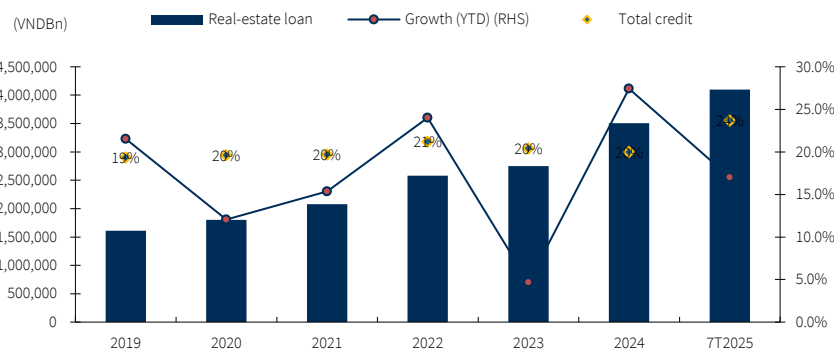
Các ngân hàng có hạn mức tín dụng cao (VPB, MBB) và các ngân hàng đẩy mạnh cho vay lĩnh vực bất động sản có mức tăng trưởng tốt hơn so với nhóm còn lại. Ngân hàng bán lẻ ghi nhận dấu hiệu hồi phục nhẹ từ quý 3.



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

**Biểu đồ 2. Tăng trưởng tín dụng bất động sản**

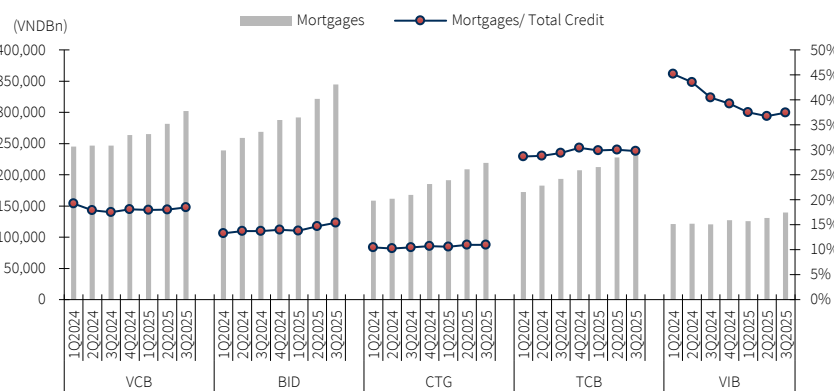
Số liệu công bố đến tháng 7/2025 ghi nhận tín dụng giải ngân cho lĩnh vực bất động sản đạt hơn 4.1 triệu tỷ đồng, gia tăng tỷ trọng đóng góp đáng kể vào tổng dư nợ nền kinh tế (từ 20% lên 24%). Tốc độ tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực này gần 20% YTD.



Nguồn: NHNN, Bộ Xây dựng, KBSV

**Biểu đồ 3. Dư nợ cho vay mua nhà tại các ngân hàng**

Dư nợ cho vay mua nhà gia tăng tỷ trọng trong tổng tín dụng của các ngân hàng quốc doanh, trong khi nhóm tư nhân (như TCB, VIB với 30-40% nợ cho vay mua nhà) có diễn biến ổn định hơn. Điều này có thể đến từ việc các NHQD có mức lãi suất cho vay thấp hơn, đồng thời tham gia giải ngân cho các dự án Nhà ở xã hội.



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

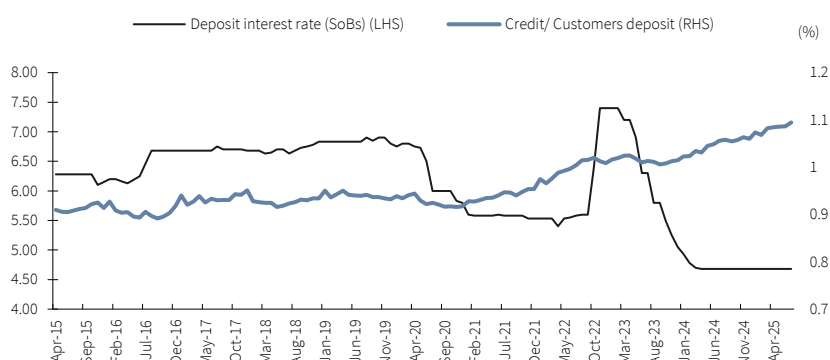
**Huy động thị trường 1 chậm lại bởi lãi suất thấp, cơ cấu huy động dịch chuyển sang thị trường 2**

Mặc dù tín dụng ghi nhận mức tăng ấn tượng, hoạt động huy động của toàn ngành có phần chậm hơn (tăng 12% YTD so với 16% của tín dụng tính đến cuối tháng 11) khiến chênh lệch 2 yếu tố này ngày càng mở rộng. Tăng trưởng tiền gửi khách hàng 9T2025 của 27 ngân hàng niêm yết là 10.2% trong bối cảnh lãi suất huy động giảm mạnh theo định hướng chính sách nới lỏng tiền tệ, hỗ trợ

nền kinh tế. Điều này dẫn đến hệ số LDR thuần (tỷ lệ Cho vay/ Huy động TT1) ở nhiều ngân hàng tăng mạnh lên mức trên 100%, dẫn đến tỷ lệ tín dụng/ tiền gửi của hệ thống cũng đạt 1.1 lần – mức cao nhất trong lịch sử. Để hạn chế rủi ro về thanh khoản, các ngân hàng cũng tích cực chuyển dịch sang các nguồn huy động khác bên cạnh sự hỗ trợ của NHNN bao gồm: (1) phát hành trái phiếu TCTD; (2) vay OMO/ liên ngân hàng; (3) NHNN hỗ trợ thanh khoản thông qua các ngân hàng nhận hỗ trợ TCTD yếu kém/ gia tăng tiền gửi Kho bạc tại các NHQD. Tỷ trọng giấy tờ có giá và vay liên ngân hàng tăng từ 24% (2024) lên 26% (3Q2025). Tuy nhiên, nhu cầu thanh khoản tăng mạnh trong giai đoạn cuối năm đã tạo ra làn sóng tăng lãi suất huy động ở nhiều ngân hàng tư nhân.

Tỷ lệ Tín dụng/ Tiền gửi đã tăng lên mức cao lịch sử (1.1x) với tốc độ tăng tương đối nhanh. Điều này phần nào đang gây áp lực lên Lãi suất huy động tiền gửi trên thị trường 1 tăng trở lại từ mức vốn đã đang rất thấp.

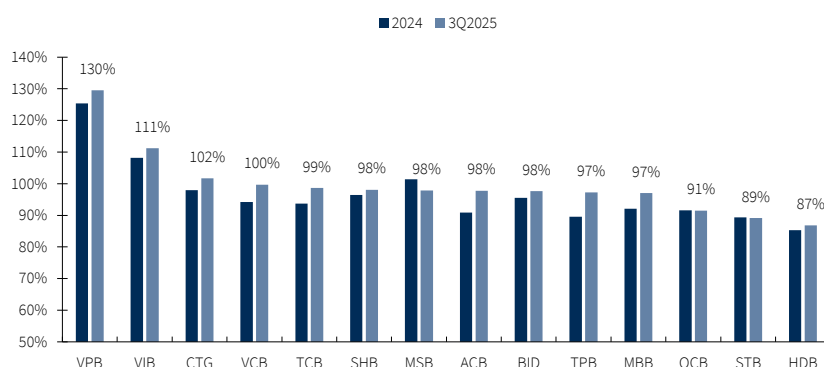
**Biểu đồ 4. Tỷ lệ Tín dụng/ Tiền gửi tăng mạnh gây áp lực lên LSHTĐ**



Nguồn: FiinPro, KBSV

Hầu hết các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đều có tỷ lệ LDR thuần tăng so với cuối năm trước do tăng trưởng huy động không bắt kịp tốc độ tăng trưởng tín dụng. Điều này tiềm ẩn những rủi ro thanh khoản và tạo áp lực tăng lãi suất huy động lên TT1.

**Biểu đồ 5. LDR thuần (Tín dụng/Huy động thị trường 1) của một số ngân hàng**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

**NIM chịu áp lực suy giảm bởi lãi suất cho vay giảm mạnh**

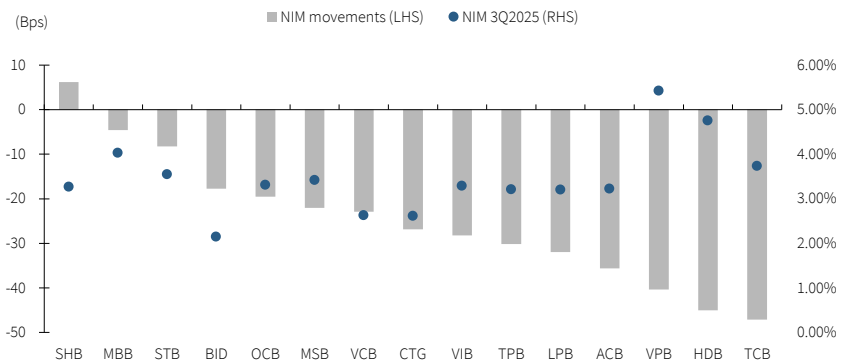
NIM của hầu hết các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi ghi nhận chịu áp lực suy giảm mạnh trong năm 2025. Diễn biến này chủ yếu chịu tác động từ việc suy giảm lợi suất cho vay trong bối cảnh: (1) chỉ đạo từ Chính phủ duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ kinh tế hồi phục; (2) cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng để gia tăng thị phần và tăng trưởng tín dụng. Mặc dù lãi suất huy động cũng có xu hướng giảm mạnh trong giai đoạn này, song việc tăng huy động từ các nguồn GTCC, liên ngân hàng cũng làm chi phí

vốn của các ngân hàng khó cải thiện. Bước sang quý 3, NIM toàn ngành có sự ổn định hơn khi đã giảm lãi suất cho vay có dấu hiệu chững lại.

Sự cạnh tranh diễn ra gay gắt hơn giữa các nhóm ngân hàng tư nhân trong cùng nhóm khiến NIM của nhiều ngân hàng như VPB, HDB, TCB, ACB giảm mạnh kể năm 2024 đến nay. Trong khi đó nhóm NHQD và MBB có mức giảm ít hơn do có nhiều công cụ để quản trị chi phí đầu vào.

NIM của nhiều ngân hàng giảm mạnh so với năm 2024 do chịu áp lực cạnh tranh lãi suất cho vay, trong khi chi phí vốn duy trì ổn định dù lãi suất tiền gửi thấp nhưng tăng huy động từ các nguồn chi phí cao hơn (phát hành GTCG, vay liên ngân hàng).

**Biểu đồ 6. Tăng/ giảm NIM so với năm 2024 của các ngân hàng**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Một số ngân hàng (MBB, VPB, STB, SHB) ghi nhận NIM 3Q2025 hồi phục nhẹ so với quý liền trước, trong khi tốc độ giảm của NIM tại các ngân hàng còn lại đã chậm hơn. Lợi suất cải thiện nhờ lãi suất cho vay hồi phục, trong khi chi phí vốn cũng tăng do LSHĐ chạy trước.

**Biểu đồ 7. NIM trong quý 3 của các ngân hàng có tín hiệu cải thiện nhẹ QoQ**

	IEA			COF			NIM (LTM)		
	2Q2025	3Q2025	+/- bps (QoQ)	2Q2025	3Q2025	+/- bps (QoQ)	2Q2025	3Q2025	+/- bps (QoQ)
BID	4.89%	5.00%	11	3.07%	3.13%	7	2.16%	2.15%	-1
VCB	4.46%	4.48%	2	2.05%	2.10%	5	2.69%	2.63%	-6
CTG	5.10%	5.24%	14	2.77%	2.88%	11	2.68%	2.61%	-6
MBB	6.20%	6.54%	35	2.77%	2.94%	18	3.94%	4.03%	9
TCB	6.32%	6.36%	5	3.03%	3.08%	4	3.89%	3.74%	-15
VPB	8.40%	8.81%	41	3.81%	4.10%	29	5.34%	5.43%	9
ACB	5.85%	6.13%	28	3.13%	3.40%	26	3.29%	3.23%	-6
STB	6.85%	7.15%	30	3.67%	3.84%	18	3.44%	3.55%	11
SHB	6.78%	7.16%	38	4.22%	4.49%	28	3.07%	3.27%	20
HDB	8.56%	8.81%	25	4.30%	4.49%	19	4.84%	4.76%	-8
VIB	6.47%	6.67%	20	3.65%	3.84%	20	3.36%	3.29%	-7
TPB	6.37%	6.57%	20	3.52%	3.77%	25	3.41%	3.21%	-21
MSB	5.83%	6.05%	22	3.10%	3.19%	9	3.40%	3.42%	2
OCB	6.48%	6.83%	35	3.88%	4.11%	23	3.40%	3.32%	-8

Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

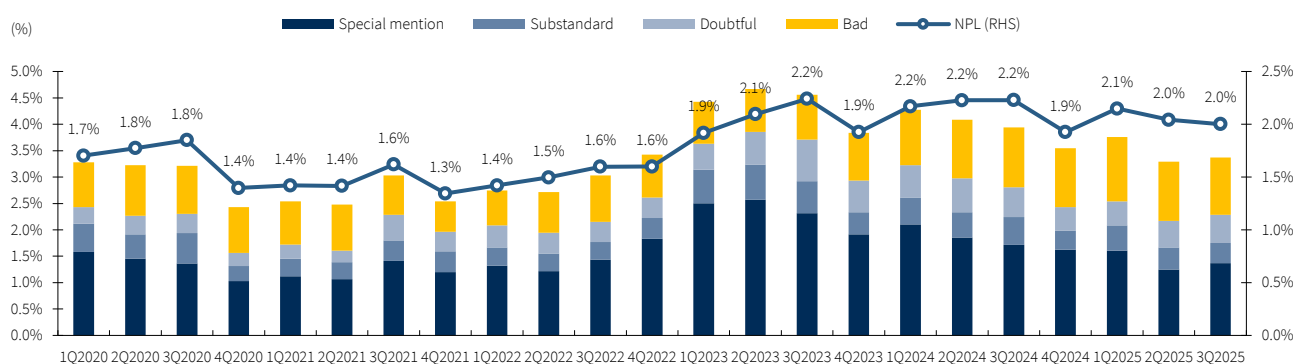
**Chất lượng tài sản ổn định hơn nhờ môi trường vĩ mô tương đối thuận lợi, bên cạnh sự hỗ trợ pháp lý từ việc Luật hoá NQ42**

Tính đến cuối quý 3/2025, tỷ lệ nợ xấu của 27 ngân hàng niêm yết đạt mức 2.0% - giảm 20bps so với cùng kỳ năm trước. Nhóm các ngân hàng quốc doanh và ngân hàng tư nhân quy mô lớn có NPL cải thiện tốt hơn cả như: VPB, ACB, TCB, VCB, CTG. Trích lập dự phòng của các ngân hàng niêm yết chỉ tăng nhẹ 4% so với cuối năm 2024 để bảo toàn lợi nhuận. Trong khi đó nợ xấu tăng lên cùng với quy mô tín dụng khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) của các ngân hàng chưa hồi phục đáng kể sau đợt giảm mạnh năm 2024 (giai đoạn sử dụng nhiều bộ đệm dự phòng để xử lý nợ xấu). Ngoại trừ CTG và nhóm ngân hàng tư nhân quy mô lớn (CTG, TCB, VPB, ACB) ghi nhận LLCR cải thiện, các ngân hàng còn lại trong danh mục theo dõi đều giảm. Hai ngân hàng quốc doanh còn lại là VCB và BID bộ đệm bao phủ giảm 20-40bps sau 3 quý, riêng tại BID tỷ lệ bao phủ đã giảm về dưới 100% sau năm duy trì tỷ lệ này ở mức cao (trên 130%).

Trong năm 2025, việc hoàn thiện hệ thống pháp lý cũng góp phần cho sự cải thiện chất lượng tài sản. Luật hoá Nghị quyết 42 nâng cao giá trị pháp lý và tình ràng buộc để nâng cao ý thức trả nợ của khách hàng, đồng thời rút ngắn thời gian xử lý và thu hồi nợ xấu cho các ngân hàng (chi tiết đề cập trong Chủ đề đầu tư của BCCL 2H2025). Luật sửa đổi chính thức có hiệu lực từ tháng 10/2025, theo chia sẻ từ nhiều ngân hàng, những thay đổi này đã bắt đầu phát huy tác động tích cực ban đầu.

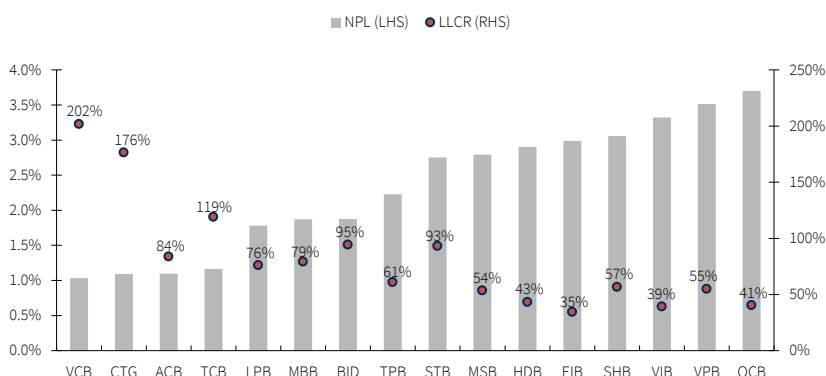
Đánh giá ảnh hưởng của thiên tai với chất lượng tài sản của toàn ngành, theo thống kê có khoảng 250 nghìn khách hàng bị ảnh hưởng với dư nợ gần 60,000 tỷ đồng. NHNN đã chỉ đạo các ngân hàng thương mại có những giải pháp kịp thời hỗ trợ khách hàng như: giảm lãi suất, triển khai chương trình vay khôi phục sản xuất... Dự kiến thiệt hại do thiên tai sẽ không ảnh hưởng nhiều đến chất lượng tài sản toàn ngành do (1) quy mô tương đối nhỏ so với bảo Yagi năm 2024; (2) các biện pháp hỗ trợ giúp khách hàng từ phía các ngân hàng giúp khách hàng vượt qua giai đoạn khó khăn.

**Biểu đồ 9. Tỷ trọng các nhóm nợ và NPL của toàn ngành**



Nguồn: FiinPro, KBSV

**Biểu đồ 7. Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu cuối quý 3/2025**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2026

**Chính sách nới lỏng có kiểm soát duy trì trong năm 2026, mặt bằng lãi suất có thể tăng thêm 50-100bps so với năm 2025**

Năm 2026, chính sách tiền tệ nhiều khả năng tiếp tục theo hướng nới lỏng có kiểm soát nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng khoảng 10%. Tuy vậy, dư địa nới lỏng sẽ hạn chế hơn so với năm 2025, do bối cảnh hiện tại vẫn tồn tại các rủi ro về tỷ giá và thanh khoản, khiến NHNN phải vận hành chính sách linh hoạt và thận trọng hơn. Thanh khoản hệ thống ngân hàng căng thẳng trở lại trong thời gian gần đây sau giai đoạn tín dụng tăng mạnh của năm 2025, điều này dẫn tới việc mặt bằng lãi suất huy động tăng nhanh trở lại trong quý 4.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi dự phóng mặt bằng lãi suất huy động năm 2026 sẽ tái định vị ở vùng cao hơn năm 2025 khoảng 70-120bps để có thể đảm bảo cân đối nguồn cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao (15-17%) và tuân thủ các tỷ lệ an toàn theo quy định của NHNN. Lãi suất cho vay đã tạo đáy trong quý 3/2025, phù hợp với dự báo của chúng tôi trong các báo cáo chiến lược quý. Sự tăng lên của chi phí vốn hiện tại sẽ kéo mặt bằng lãi suất cho vay nhích lên tương ứng nhưng tốc độ tăng có thể chậm hơn bởi cạnh tranh giành thị phần tín dụng giữa các ngân hàng vẫn tương đối gay gắt.

Với dự báo mặt bằng lãi suất được kỳ vọng tái định vị ở vùng cân bằng mới, chúng tôi cho rằng huy động tiền gửi khách hàng của các ngân hàng sẽ cải thiện so với năm 2025. Song song với đó, việc đẩy mạnh phát hành GTCG (Chứng chỉ tiền gửi & FI Bond) cũng giúp thu hẹp khoảng cách chênh lệch giữa tín dụng và huy động. Ngoài ra, NHNN nhiều khả năng tiếp tục linh hoạt sử dụng các công cụ điều hành để hỗ trợ thanh khoản hệ thống nhằm đảm bảo hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng đã đề ra (như đã phân tích ở phần Ví mô Việt Nam). Do vậy, KBSV dự báo áp lực thanh khoản trong năm 2026 sẽ không quá lớn, dù có thể vẫn xuất hiện giai đoạn căng thẳng, nhưng chủ yếu mang tính thời điểm.

**Tăng trưởng tín dụng sẽ vẫn duy trì ở mức cao 15-17%**

Triển vọng tăng trưởng tín dụng năm 2026 được đánh giá tích cực, với kỳ vọng đạt mức 15-17%, đóng vai trò then chốt trong việc thực hiện mục tiêu tăng trưởng GDP khoảng 10% của Chính phủ. Động lực tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế sẽ được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố. Thứ nhất, thị trường bất động sản được dự báo hồi phục mạnh sau khi các vướng mắc pháp lý được tháo gỡ trong năm 2025; đồng thời, các khung pháp lý mới có hiệu lực từ 2026 sẽ tạo nền tảng minh bạch và ổn định hơn, thúc đẩy cả nhu cầu vay mua nhà của cá nhân lẫn nhu cầu tín dụng của các chủ đầu tư. Thứ hai, giải ngân đầu tư công tiếp tục là điểm sáng khi nhiều dự án hạ tầng trọng điểm bước vào giai đoạn thi công cao điểm, kéo theo nhu cầu tín dụng tăng ở các lĩnh vực xây dựng, vật liệu và logistics. Bên cạnh đó, các dự án mới thuộc quy hoạch hạ tầng 2026-2030 cũng sẽ được khởi động, tạo dư địa mở rộng tín dụng cho khối doanh nghiệp. Thứ ba, hoạt động bán lẻ hồi phục cùng khả năng hấp thụ vốn của doanh nghiệp cải thiện rõ nét khi hoạt động sản xuất - kinh doanh phục hồi, giúp mở rộng dư địa cho vay tiêu dùng. Thứ tư, dù mặt bằng lãi suất được dự báo tăng trở lại, mức tăng vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước, đảm bảo khả năng tiếp cận

vốn thuận lợi cho doanh nghiệp và người dân, từ đó duy trì cầu tín dụng ổn định.

Chúng tôi tin rằng tín dụng sẽ vẫn là công cụ hiệu quả giúp Chính phủ theo đuổi mục tiêu tăng trưởng cao giai đoạn 2026-2030, song dòng vốn ngân hàng cần được phân bổ cân bằng hơn giữa các lĩnh vực nhằm đảm bảo tăng trưởng đi kèm chất lượng và hạn chế rủi ro tập trung. Nhóm NHQD sẽ đóng vai trò dẫn dắt dòng tín dụng cho hoạt động sản xuất, xuất khẩu, FDI... trong khi nhóm ngân hàng tư nhân được kỳ vọng hưởng lợi nhiều hơn từ sự phục hồi của bán lẻ và bất động sản. Các ngân hàng như MBB, VPB và HDB nhiều khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, khoảng 20–30%, nhờ lợi thế về hạn mức và khả năng mở rộng phân khúc khách hàng.

### Xu hướng ổn định của NIM sau giai đoạn giảm mạnh

NIM của các ngân hàng dự kiến sẽ ổn định trong năm 2026 dù chịu những áp lực nhất định từ chi phí vốn tăng lên, nhưng được bù đắp bởi tăng trưởng đầu ra và chiến lược tối ưu danh mục cho vay.

- (1) Chi phí vốn được dự báo nhích tăng do mặt bằng lãi suất huy động đã tạo đáy và đang hồi phục. Các kênh huy động khác cũng duy trì mức chi phí cao: lãi suất vay trên thị trường liên ngân hàng neo ở vùng cao trong thời gian dài, trong khi lãi suất phát hành trái phiếu của các ngân hàng bám sát xu hướng mặt bằng lãi suất chung. Điều này khiến bài toán quản trị chi phí vốn trở nên thách thức hơn đáng kể. Những ngân hàng sở hữu lợi thế CASA lớn hoặc được hỗ trợ thanh khoản từ NHNN (TCB| MBB, VPB, HDB, VCB, CTG) sẽ kiểm soát chi phí vốn tăng với tốc độ chậm hơn so với mặt bằng ngành.
- (2) Lợi suất tài sản sinh lời hồi phục sẽ hạn chế tác động tiêu cực lên NIM nhờ các yếu tố: (i) tăng trưởng tín dụng toàn ngành được kỳ vọng mức cao 15-17%; (ii) chuyển một phần chi phí vốn sang khách hàng, lãi suất cho vay tăng nhẹ theo mặt bằng thị trường; (iii) Cơ cấu tín dụng dịch chuyển sang các phân khúc có lợi suất cao hơn, như cho vay bất động sản, bán lẻ, và trung-dài hạn, nhờ nhu cầu phục hồi và chiến lược ưu tiên của các ngân hàng; (iv) chất lượng tài sản được cải thiện giúp phần lãi phải thu được ghi nhận tốt hơn.

Đánh giá với các ngân hàng, chúng tôi cho rằng diễn biến của NIM sẽ có sự phân hoá tương đối mạnh giữa các nhóm ngân hàng. Nhóm ngân hàng quốc doanh, vốn đã duy trì mặt bằng lãi suất huy động rất thấp trong thời gian dài, nhiều khả năng sẽ chứng kiến biên lãi ròng cải thiện tốt hơn các ngân hàng tư nhân. Bên cạnh đó, nhóm ngân hàng hỗ trợ các ngân hàng yếu kém dự kiến cũng hồi phục tích cực nhờ lợi thế hạn mức tăng trưởng tín dụng cao và nguồn vốn đầu vào lãi suất ưu đãi. Các ngân hàng tư nhân quy mô trung bình – nhỏ sẽ chịu áp lực lớn hơn, khiến NIM có xu hướng đi ngang hoặc giảm nhẹ ở một số ngân hàng. Nguyên nhân đến từ cạnh tranh quyết liệt ở cả đầu vào (huy động) và đầu ra (cho vay), đặc biệt tại những ngân hàng có tỷ lệ CASA thấp hoặc phải chạy đua tăng trưởng tín dụng.

## Tăng trưởng lợi nhuận khả quan tạo điều kiện cải thiện các chỉ số chất lượng tài sản

Với kịch bản tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt 15-17% và NIM tương đối ổn định trong năm 2026, chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần của các ngân hàng sẽ có diễn biến tích cực hơn so với năm 2025, quay lại mức tăng trưởng 15-20% YoY. Trong khi đó, các nguồn thu ngoài lãi sẽ tiếp tục gia tăng tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu tổng thu nhập hoạt động sau năm 2025 các ngân hàng đẩy mạnh hoạt động cho các công ty con trong hệ sinh thái tài chính như bảo hiểm, chứng khoán.

Việc duy trì tốc độ tăng trưởng thu nhập 2 chữ giúp các ngân hàng có thêm dư địa để củng cố bộ đệm dự phòng – vốn bị giới hạn do sự chậm lại của thu nhập lãi thuần trong năm vừa qua. Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng với bối cảnh nền kinh tế hồi phục và tăng trưởng tốt hơn, chất lượng tín dụng sẽ được cải thiện cải thiện, tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát. Ngoài ra, những thay đổi về pháp lý trong quy trình xử lý nợ (Luật hoá NQ42) được kỳ vọng sẽ mang lại hiệu quả tương đối tích cực với hoạt động quản trị rủi ro của các ngân hàng. Dù vậy, KBSV cũng sẽ tiếp tục thận trọng với những bất định bên ngoài – sự bất định về chính sách thuế quan có thể ảnh hưởng đến các doanh nghiệp xuất khẩu nội địa; và sự tăng trưởng nhanh của tín dụng bất động sản cũng có thể tiềm ẩn những rủi ro trong tương lai.

## Chuyển mình để sẵn sàng cho một chu kỳ tăng trưởng mới

### 1. Lộ trình tiến tới Basel III chuẩn quốc tế hoá:

Việc ban hành Thông tư 14/2025 thiết lập lộ trình áp dụng Basel III theo hướng từng bước (tự nguyện đến 2029, bắt buộc từ 2030) giúp nâng cao chất lượng vốn và hoạt động quản trị rủi ro của các ngân hàng. Đây được xem là bước nền quan trọng cho lộ trình từng bước dỡ bỏ cơ chế hạn mức tín dụng, khi tăng trưởng tín dụng trong tương lai có thể được quyết định nhiều hơn bởi năng lực vốn và mức độ kiểm soát rủi ro, thay vì phân bổ hành chính. Theo đó, các ngân hàng sở hữu bộ đệm vốn dày sẽ có lợi thế rõ rệt trong việc mở rộng quy mô hoạt động và duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong trung – dài hạn. Trong khi đó, áp lực tăng vốn sẽ gia tăng với các ngân hàng có bộ đệm mỏng (CTG, BID, STB và nhóm NH có quy mô nhỏ) nhưng cũng sẽ mở ra cơ hội cho xu hướng tăng vốn diễn ra ở nhiều ngân hàng để đáp ứng những nhu cầu ngày càng khắt khe.

### 2. Thay đổi quy định về tài sản số, kinh doanh vàng giúp tăng độ mở của thị trường tài chính:

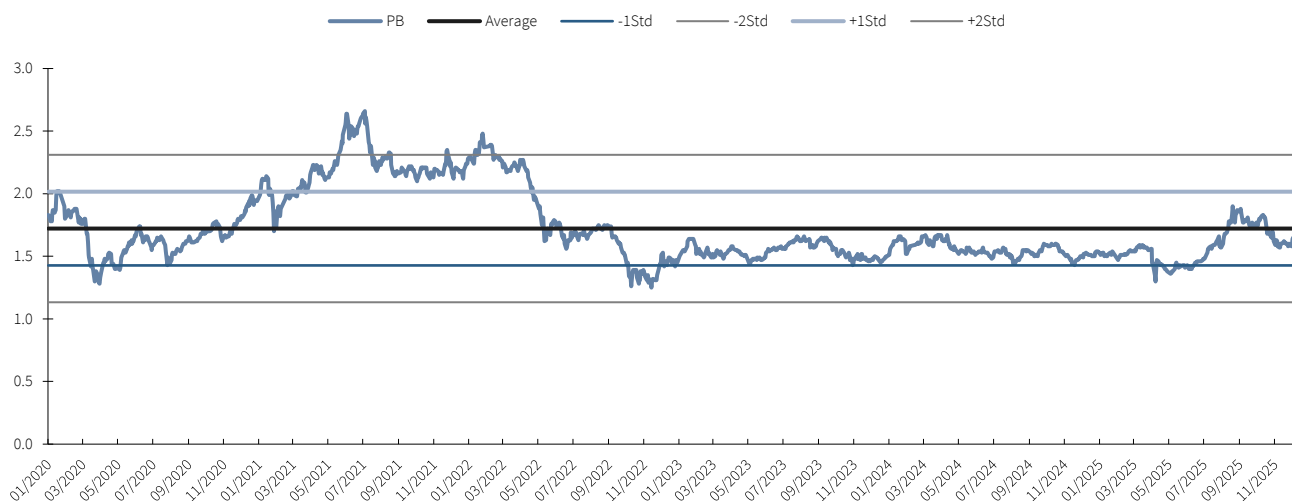
Việc ban hành Nghị định 232/2025 về quản lý thị trường vàng đã từng bước đưa các giao dịch vàng quy mô lớn quay trở lại hệ thống tài chính chính thức, tăng cường tính minh bạch và mở rộng vai trò trung gian của ngân hàng. Song song, khung pháp lý cho tài sản số đang dần được hoàn thiện với việc định danh tài sản số và thiết lập các tiêu chuẩn cấp phép nghiêm ngặt đối với sàn giao dịch trong nước. Các quy định mới này không chỉ góp phần hoàn thiện tính minh bạch cho thị trường mà còn giúp các ngân hàng mở rộng dư địa hoạt động và nguồn thu mới, đặc biệt ở mảng dịch vụ, thanh toán và phân phối. Những ngân hàng có nền tảng vốn vững chắc, có lợi thế về công nghệ, hệ sinh thái hoàn thiện (TCB, MBB, VPB, ACB...) sẽ là những ngân hàng được hưởng lợi từ xu hướng này.

**Triển vọng tăng trưởng được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố thuận lợi giúp cổ phiếu ngân hàng trở nên hấp dẫn hơn**

Sau nhịp thị điều chỉnh cùng với thị trường, P/B của ngành ngân hàng quay trở lại mức 1.54 lần – bằng với P/B cuối năm 2024 và chỉ cao hơn một chút so với -1 độ lệch chuẩn bình quân quá khứ 5 năm. Chúng tôi cho rằng môi trường kinh doanh của năm 2026 có nhiều thuận lợi hơn như ưu tiên tăng trưởng tín dụng, NIM và chất lượng tài sản duy trì xu hướng ổn định, trong khi sự thay đổi pháp lý đang tạo những điều kiện cho sự phát triển của toàn ngành. Kỳ vọng, P/B của toàn ngành sẽ được tái định ở vùng P/B trung bình 5 năm (1.7x).

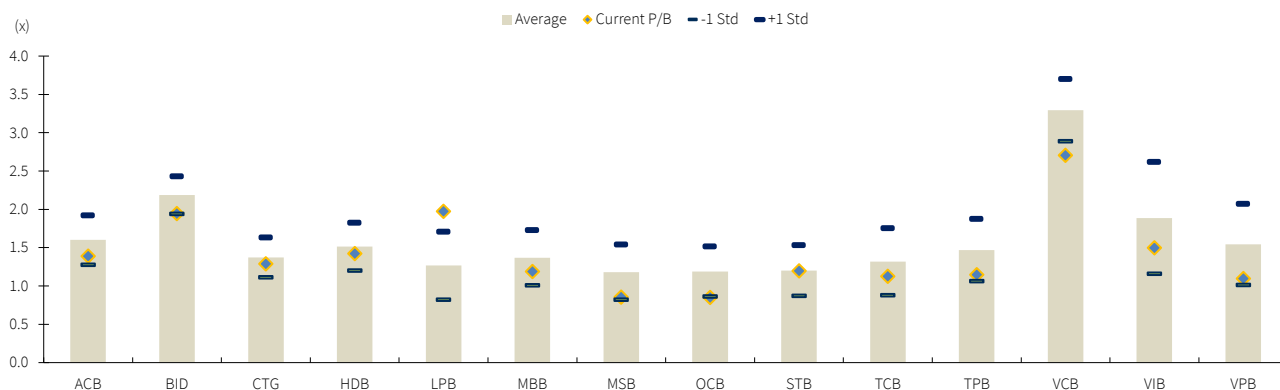
Lựa chọn cổ phiếu cho năm 2026, chúng tôi ưa thích CTG cho sự chuyển mình trở thành ngân hàng năng động trong nhóm quốc doanh; TCB, MBB, VPB với tốc độ tăng trưởng vượt trội và tiềm năng triển khai tài sản số; và ACB với khẩu vị rủi ro an toàn cùng với bước đi mới đón đầu hoạt động kinh doanh vàng miếng. Hiện các cổ phiếu này đang giao dịch ở vùng giá tương đối hấp dẫn để nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào và nắm giữ dài hạn.

**Biểu đồ 10. P/B ngành ngân hàng**



Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Biểu đồ 11. Định giá P/B của các ngân hàng**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

## Chiến lược mới đa dạng hoá nguồn thu

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh  
(+84) 24-7303-5333 linhpp@kbsec.com.vn

**Tín dụng hồi phục tốt trong quý 3 so với đà tăng trưởng chậm trong 6 tháng đầu năm**

Hết quý 3, ACB ghi nhận tăng trưởng tín dụng đạt 15.2% YTD – cao hơn mức 13.4% trung bình ngành sau 2 quý đầu năm chậm lại do sự hồi phục chậm của nhóm bán lẻ. Dù mảng cho vay hồi phục tích cực, thu nhập lãi thuần vẫn giảm nhẹ do sự thu hẹp của NIM. Luỹ kế 9 tháng 2025, ACB ghi nhận LNTT đạt 6,072 tỷ đồng – hoàn thành 67% kế hoạch của ngân hàng.

**Bảo đảm các tỷ lệ về thanh khoản khiến NIM chưa hồi phục như kỳ vọng**

Tín hiệu khả quan là lợi suất cho vay có sự cải thiện trong quý 3 (+17bps) nhờ sự cải thiện đồng đều từ cả tín dụng và lãi suất cho vay. Dù vậy, chúng tôi cho rằng NIM của ACB sẽ khó có thể cải thiện mạnh mẽ trong bối cảnh lãi suất huy động ở thị trường 1 đang có xu hướng tăng trở lại, trong khi định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ vẫn tiếp diễn trong năm 2026.

**Chất lượng tài sản cải thiện giúp giảm áp lực trích lập dự phòng, bảo toàn lợi nhuận**

Nợ xấu cải thiện ở hầu hết các phân khúc khách hàng, điều này cũng giúp ACB giảm áp lực trích lập nợ xấu trong quý 3 (trích lập giảm 20% YoY). Tỷ lệ nợ xấu có thể nhích tăng nhẹ trở lại về giai đoạn cuối năm, song chúng tôi vẫn giữ nguyên kỳ vọng về chất lượng tài sản của ACB vẫn ở mức an toàn với tỷ lệ nợ xấu cả năm nay trong khoảng 1.2-1.3%.

**Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 32,100 VNĐ/CP**

Khuyến nghị MUA cổ phiếu ACB với giá mục tiêu mới 32,100 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 28% so với giá đóng cửa ngày 04/12/2025.

## MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 32,100
Tăng/giảm (%)	28%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 24,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 32,232
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	142.8/5.4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	24,960	27,795	29,310	34,820
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	21,872	22,612	24,865	28,194
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	16,045	16,790	18,005	20,137
EPS (đồng/cổ phiếu)	4,131	3,759	3,505	3,920
Tăng trưởng EPS (%YoY)	2	-9	-7	12
PER (x)	6.0	6.6	7.1	6.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	18,269	18,685	18,779	21,324
PBR (x)	1.36	1.33	1.33	1.17
ROE (%)	24.8	21.7	20.0	19.6
Tỷ suất cổ tức (%)	2.16	2.16	2.16	3.60

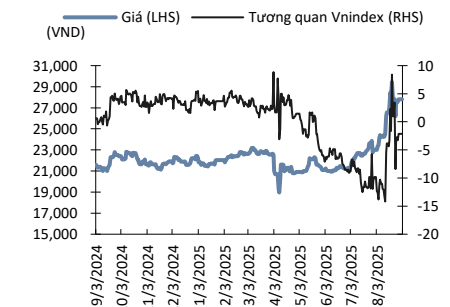
Nguồn: Fiinpro, KBSV

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	87.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	403.5/15.4
Sở hữu nước ngoài (%)	30.0%
Cổ đông lớn	Sather Gate Investments Limited (4.99%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.0	1.4	2.0	28.9
Tương đối	0.6	3.5	4.7	17.4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# BIDV (BID)

## Chất lượng tài sản có tín hiệu cải thiện

05/12/2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**3Q2025, LNTT đạt 7,594 tỷ VND, tăng 16.9% YoY**

3Q2025, BID có thu nhập lãi thuần đạt 15,173 tỷ VND, tăng 8.5% YoY với động lực từ tăng trưởng tín dụng 8.8% YTD trong khi NIM tiếp tục duy trì ở mức thấp; Chi phí tín dụng ở mức trung bình (0.28%) với trích lập dự phòng đạt 6,186 tỷ VND (+1.4% QoQ, +33.9% YoY) khiến LNTT đạt 7,594 tỷ VND, tăng 16.9% YoY. Lũy kế 9M2025, LNTT đạt 23,632 tỷ VND, tăng 7.2% YoY.

**Kì vọng tăng trưởng tín dụng năm 2026 đạt 15%**

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng của BID duy trì ở mức 15% trong năm 2026 dựa trên: (1) Nhu cầu tín dụng cao trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 10%; (2) Động lực đến từ kinh tế tư nhân, thúc đẩy đầu tư công và ngành bất động sản hồi phục; (3) Lợi thế cạnh tranh từ chi phí vốn thấp.

**NIM kì vọng cải thiện trong năm 2026**

KBSV kì vọng NIM 2026 của BID sẽ có sự cải thiện nhẹ so với năm 2025 trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng cao hơn tăng trưởng huy động khiến ngân hàng có điều kiện để linh hoạt lãi suất cho vay. Cùng với đó, BID có thể hưởng lợi ngắn hạn khi lãi suất thị trường 2 tăng do duy trì trạng thái cho vay liên ngân hàng ròng.

**NPL cải thiện, đạt 1.87%, kì vọng có diễn biến tích cực hơn trong năm 2026**

Chất lượng tài sản có diễn biến tích cực với tỷ lệ NPL đạt 1.87%, giảm 10bps QoQ. KBSV kì vọng với lãi suất vẫn sẽ duy trì ở mức thấp cùng nền kinh tế bước vào pha tăng trưởng nhanh sẽ giúp chất lượng tài sản của BID có những bước cải thiện đáng kể trong năm 2026.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 51,800 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BID. Giá mục tiêu cho năm 2026 là 51,800VND/cp, cao hơn 37% so với giá tại ngày 05/12/2025.

## MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND51,800
Tăng/giảm (%)	37.0%
Giá hiện tại (05/12/2025)	VND 37,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 43,280
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	265.4/10.1

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	5.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	135.5/5.13
Sở hữu nước ngoài (%)	14.7%
Cổ đông lớn	SBV (80.99%)

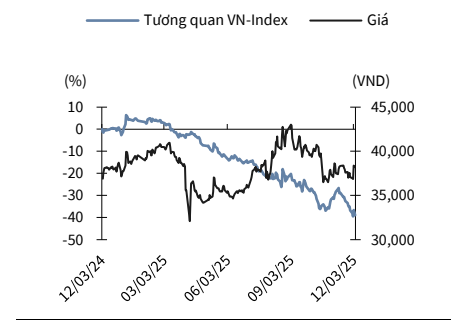
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.1	-6.8	6.5	0.4
Tương đối	-9.1	-11.0	-22.7	-38.9

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	56,136	58,008	60,718	75,062
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	47,932	53,094	54,545	67,466
LNST của Ngân hàng mẹ (tỷ VND)	21,505	25,140	26,368	29,060
EPS (VND)	3,773	3,645	3,755	4,139
Tăng trưởng EPS (%)	5	(3)	3	10
PER (x)	10.0	10.4	10.1	9.1
Giá trị số sách/CP (BVPS)	21,554	21,009	25,078	29,217
PBR (x)	1.8	1.8	1.5	1.3
ROE (%)	19.4	19.1	16.7	15.5
Tỉ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# VietinBank (CTG)

## Vững vàng tăng trưởng trong năm 2026

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

28/11/2025

**3Q2025, LNTT đạt 10,614 tỷ VND, tăng 62.0% YoY**

3Q2025, thu nhập lãi thuần đạt 17,176 tỷ VND, tăng 10.3% YoY với động lực từ tăng trưởng tín dụng cao (15.6% YTD) trong khi NIM giảm 37bps YoY. Chi phí trích lập dự phòng giảm 36.7% YoY nhờ chất lượng tài sản cải thiện; LNTT 3Q2025 đạt 10,614 tỷ VND, tăng 62.0% YoY.

**Kì vọng tăng trưởng tín dụng đạt 17% năm 2026**

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng của CTG trong năm 2026 đạt 17% nhờ: (1) Nhu cầu tín dụng cao trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 10%; (2) Động lực đến từ kinh tế tư nhân, thúc đẩy đầu tư công và ngành bất động sản hồi phục; (3) Lợi thế cạnh tranh từ chi phí vốn thấp.

**NIM kì vọng cải thiện nhẹ trong 2026 nhờ tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ**

KBSV kì vọng NIM 2026 của CTG sẽ tăng nhẹ 3bps YoY nhờ tăng tỷ trọng cho vay phân khúc bán lẻ, qua đó cải thiện lợi suất bình quân, bù đắp cho phần tăng lên của chi phí vốn do các vấn đề về thanh khoản và tỷ giá gây áp lực lên lãi suất huy động.

**Chất lượng tài sản cải thiện với NPL xếp thứ 2 hệ thống**

Chất lượng tài sản là điểm tựa với NPL đạt 1.09%, thấp thứ 2 toàn ngành sau VCB cùng bộ đệm dự phòng ở mức cao với tỷ lệ bao phủ đạt 176%. KBSV kì vọng với diễn biến tích cực của nền kinh tế cùng mặt bằng lãi suất thấp sẽ giúp CTG duy trì chất lượng tài sản ở mức tốt trong năm 2026.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 58,000 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu cho năm 2026 là 58,000 VND/cp, cao hơn 18.8% so với giá tại ngày 27/11/2025.

## MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND58,000
Tăng/giảm (%)	18.8%
Giá hiện tại (27/11/2025)	VND 48,850
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 62,175
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	260.7/9.9

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	15.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	480.5/15.2
Sở hữu nước ngoài (%)	25.5%
Cổ đông lớn	SBV (64.49%)

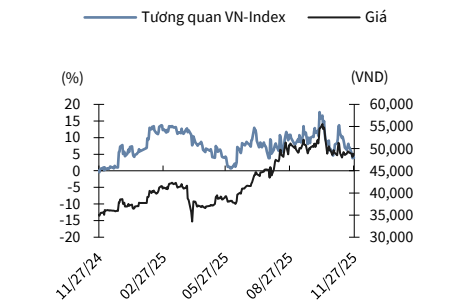
### Biến động giá cổ phiếu (%)

	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0	-1	30	40
Tương đối	-3	-4	1	4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	52,957	62,403	65,695	77,594
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	50,105	59,363	62,370	74,239
LNST của Ngân hàng mẹ (tỷ VND)	19,904	25,348	32,420	36,674
EPS (VND)	3,706	4,720	6,037	6,829
Tăng trưởng EPS (%)	5.3	27.4	27.9	13.1
PER (x)	13.2	10.3	8.1	7.2
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	23,440	27,655	33,692	40,521
PBR (x)	2.08	1.77	1.45	1.21
ROE (%)	17.1	18.6	19.8	18.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Techcombank (TCB)

## Hạ dần tỷ trọng cho vay lĩnh vực rủi ro

01/12/2025

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh  
(+84) 24-7303-5333 linhpp@kbsec.com.vn

**Tốc độ cho vay phát triển BĐS giảm một nửa so với hiện tại để có thể đưa tỷ trọng lĩnh vực này về 25% theo chiến lược dài hạn của TCB**

TCB đặt ra kế hoạch dài hạn để đưa tỷ trọng tín dụng của lĩnh vực ReCom (Bất động sản, xây dựng, Vật liệu xây dựng) từ 37% (hiện tại) về 25% trong 5 năm tới. Với giả định tăng trưởng tín dụng 18%/năm trong giai đoạn 2026-2030, ước tính tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực ReCom sẽ chậm lại ở mức 9-11%/năm (tức giảm ½ so với mức tăng trưởng trung bình trên 20% trong 3 năm trở lại đây).

**NIM theo quý hồi phục nhẹ, nhưng chịu áp lực khi mặt bằng lãi suất đang nhích tăng**

Lãi suất huy động đang có xu hướng tăng trở lại trong quý 4 ở toàn ngành để cân đối nguồn huy động với cho vay. Điều này sẽ gây áp lực lên chi phí vốn của ngân hàng. Hoàn nhập lãi thuần từ chính sách Flexible Pricing dự kiến giúp NIM hồi phục sau khi ngân hàng hoàn thành xử lý phần dư nợ theo chính sách này vào năm 2028.

**Thay đổi chiến lược cho vay dự kiến không ảnh hưởng đến chất lượng tài sản**

Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tiếp tục duy trì vị thế về chất lượng tài sản như hiện tại trong thời gian tới, nhất là với chiến lược đa dạng hoá danh mục cho vay để giảm thiểu rủi ro tập trung được ban lãnh đạo đặt ra.

**Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 43,100 VNĐ/CP**

Khuyến nghị MUA với cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 43,100 VNĐ/CP sau khi chuyển thời điểm định giá về cuối năm 2026 - tiềm năng tăng giá 28% so với giá đóng cửa ngày 28/11/2025. Cho giai đoạn 2026-2030F, kỳ vọng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hàng năm vẫn khả quan, nhưng việc mặt bằng lãi suất tăng trở lại có thể tiếp tục gây sức ép lên NIM, khó quay trở lại mức cao trên 4.5-5% trong lịch sử.

## MUA Thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 43,100</b>
Tăng/giảm (%)	28.1%
Giá hiện tại (28/11/2025)	VND 33,750
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 44,143
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	277.1/10.5

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	77.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	933.9/35.6
Sở hữu nước ngoài (%)	22.5%
Cổ đông lớn	MSN (14.9%)

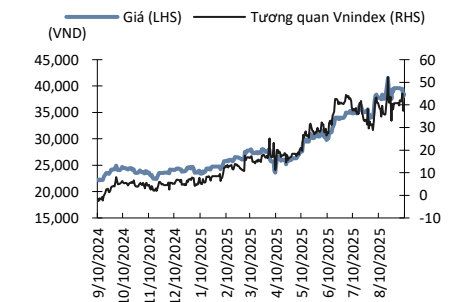
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.7	28.1	38.5	73.0
Tương đối	-1.6	3.7	15.4	42.6

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	27,691	35,508	37,648	46,051
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	26,809	31,621	35,335	41,254
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	18,191	21,760	24,776	29,087
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,111	3,046	3,463	4,060
Tăng trưởng EPS (%YoY)	-11%	-40%	14%	17%
PER (x)	5.1	8.6	7.5	6.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	37,364	20,940	24,085	26,351
PBR (x)	0.70	1.25	1.23	1.12
ROE (%)	14.8%	15.6%	15.6%	16.3%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00%	0.00%	2.87%	2.87%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Vietcombank (VCB)

## Điểm tựa từ chất lượng tài sản

13/11/2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**3Q2025, LNTT đạt 11,239 tỷ VND, tăng 5.0% YoY**

3Q2025, mặc dù tín dụng tăng trưởng 12.4% tuy nhiên thu nhập lãi thuần chỉ tăng 8.0% YoY do NIM chịu áp lực giảm. Chi phí trích lập dự phòng đạt 776 tỷ VND, tăng 138.2% YoY khiến LNTT đạt 11,239 tỷ VND, tăng 5.0%. Lũy kế 9 tháng đầu năm, LNTT đạt 33,133 tỷ VND, tăng 5.1% YoY.

**Kì vọng duy trì tăng trưởng tín dụng 2026 đạt 15.5%**

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng của VCB trong năm 2026 đạt 15.5% nhờ: (1) Nhu cầu tín dụng cao trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 10%; (2) Động lực đến từ kinh tế tư nhân, thúc đẩy đầu tư công và ngành bất động sản hồi phục; (3) Lợi thế cạnh tranh từ chi phí vốn thấp.

**NIM kì vọng đi ngang trong năm 2026**

KBSV kì vọng NIM đi ngang trong năm 2026 do duy trì lãi suất đầu ra thấp để hỗ trợ nền kinh tế và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong khi việc duy trì lãi suất đầu vào thấp sẽ khó khăn hơn do gặp áp lực từ thanh khoản và tỷ giá. Một số yếu tố hỗ trợ NIM trong năm 2026 bao gồm: (1) Sự hỗ trợ thanh khoản từ SBV; (2) Giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc; (3) Cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng.

**NPL duy trì mức thấp, bộ đệm dự phòng lớn**

Áp lực trích lập dự phòng của VCB là không đáng kể trong bối cảnh chất lượng tài sản được đảm bảo với NPL thấp nhất ngành, đạt 1.03%; Tỷ lệ bao phủ nợ xấu duy trì ngưỡng cao 202% đảm bảo tính linh hoạt trong hoạt động trích lập.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 76,500 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCB. Giá mục tiêu cho năm 2026 là 76,500 VND/cp, cao hơn 28.6% so với giá tại ngày 12/11/2025.

## MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND76,500
Tăng/giảm (%)	28.6%
Giá hiện tại (12/11/2025)	VND 59,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 75,900
Vốn hóa thị trường (ngàn tỷ VND/ tỷ USD)	497.2/18.8

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	10.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	467.9/17.7
Sở hữu nước ngoài (%)	21.5%
Cổ đông lớn	SBV (74.80%)

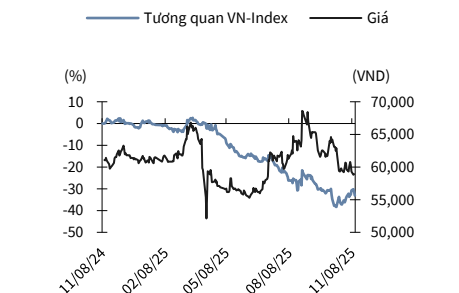
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5	-7	6	-3
Tương đối	2	-3	-19	-33

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	53,621	55,406	57,717	67,695
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	45,809	45,551	47,910	55,509
LNST của Ngân hàng mẹ (tỷ VND)	33,033	33,831	35,438	37,502
EPS (VND)	5,910	6,053	4,241	4,488
Tăng trưởng EPS (%)	(6.4)	2.4	(29.9)	5.8
PER (x)	15.1	14.7	14.0	13.3
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	29,524	35,106	27,723	32,211
PBR (x)	3.01	2.53	2.15	1.85
ROE (%)	22.0	18.7	16.6	15.0
Tỉ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# VPBank (VPB)

## IPO thành công VPBankS

06/11/2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**3Q2025, LNTT đạt 9,166 tỷ VND, tăng 76.7% YoY**

3Q2025, tăng trưởng tín dụng ấn tượng đạt 29.4% YTD cùng NIM cải thiện giúp Thu nhập lãi thuần đạt 15,061 tỷ VND (+12.0% QoQ, +23.9% YoY). Chi phí trích lập dự phòng chỉ tăng nhẹ 6.8% YoY giúp LNTT đạt 9,166 tỷ VND tăng 76.7% YoY. Lũy kế 9M2025, LNTT đạt 20,396 tỷ VND, tăng 47.2% YoY.

**Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 35% năm 2025 khả thi**

KBSV duy trì dự phóng tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 đạt 35% YTD và năm 2026 tiếp tục ở mức cao dựa trên: (1) Nhóm khách hàng doanh nghiệp tiếp tục là động lực chính; (2) Diễn biến tích cực của ngành bất động sản; (3) Nhóm cho vay bán lẻ kì vọng hồi phục.

**Áp lực lên NIM vẫn sẽ cao trong 4Q2025 và 2026**

Chúng tôi kì vọng lợi suất sinh lời trung bình (IEA) sẽ được cải thiện nhờ cho vay bán lẻ - mảng có lãi suất cho vay cao hơn sẽ hồi phục cùng chất lượng tài sản tốt lên qua đó cải thiện thu nhập lãi thuần. Trong khi đó COF sẽ tiếp tục gặp áp lực từ thanh khoản và tỷ giá.

**IPO thành công 375 triệu cổ phiếu VPBankS với giá 33,900VND/cổ phiếu**

Ngày 31/10, VPB đã chính thức khép lại đợt chào bán IPO 375 triệu cổ phiếu CTCP Chứng khoán VPBankS với giá 33,900 VND/cổ phiếu. Tổng số tiền thu về là 12,173 tỷ VND, nâng vốn điều lệ lên 18,750 tỷ VND. Sau IPO, tỷ lệ sở hữu của VPB tại VPBankS là 80%.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 37,800 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB. Giá mục tiêu cho năm 2026 là 37,800 VND/cp, cao hơn 32.8% so với giá tại ngày 06/11/2025.

## MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND 37,800
Tăng/giảm (%)	32.8%
Giá hiện tại (06/11/2025)	VND 28,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 36,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	226.1/8.6

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	1,472/55.9
Sở hữu nước ngoài (%)	24.05%
Cổ đông lớn	SMBC (15.01%)

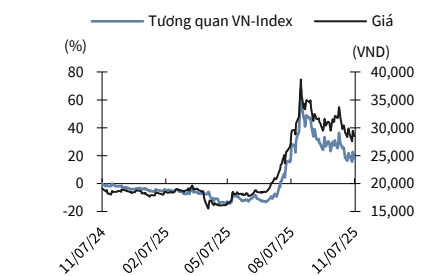
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-11.2	-8.4	56.6	48.6
Tương đối	-5.2	-9.1	29.9	18.2

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	38,175	49,080	57,096	73,051
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	35,798	47,915	53,382	69,295
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	9,974	15,779	21,006	25,541
EPS (VND)	1,257	1,989	2,648	3,219
Tăng trưởng EPS (%)	-53	58	33	22
PER (x)	22.7	14.3	10.8	8.9
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,620	18,563	20,210	23,430
PBR (x)	1.62	1.54	1.41	1.22
ROE (%)	7.0	11.1	13.8	15.7
Tỉ lệ cổ tức (%)	0.0	0.4	3.5	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Ngành chứng khoán

## Động lực từ tăng trưởng kinh tế cao và dòng tiền ngoại quay trở lại

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng  
(+84) 24-7303-5333 [tungna@kbsec.com.vn](mailto:tungna@kbsec.com.vn)

22/12/2025

## Tích cực Duy trì

**Lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế của nhóm công ty chứng khoán theo dõi trong 9T2025 tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ**

9T2025, tổng lợi nhuận sau thuế của nhóm 35 Công ty chứng khoán có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất đạt 28,569 tỷ VND, tăng 60.3% YoY. Lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự bứt phá của thị trường chứng khoán cùng thanh khoản cải thiện, đặc biệt trong quý 2 - quý 3 với các thông tin tích cực từ nâng hạng thị trường và tăng trưởng kinh tế cao.

**Đà tăng đến từ tất cả các mảng kinh doanh, đặc biệt ở mảng cho vay ký quỹ và mảng đầu tư**

9T2025, lợi nhuận gộp mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 2,999 tỷ VND, tăng 35.3% YoY; Mảng đầu tư đạt 25,383 tỷ VND tăng 73.6% YoY; Mảng cho vay ký quỹ đạt 18,142 tỷ VND, tăng 34.0% YoY với lợi suất trung bình đạt 8.2%. ROE lũy kế 12 tháng đạt 12.5%, cải thiện so với năm 2023 đạt 10.1%.

**KBSV kì vọng thị trường có diễn biến tích cực về giá và thanh khoản trong 2025**

KBSV duy trì quan điểm tích cực về giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2026 dựa trên: (1) Dòng tiền khối ngoại kì vọng quay trở lại; (2) Các doanh nghiệp niêm yết có triển vọng kinh doanh tích cực; (3) Thanh khoản thị trường sẽ duy trì ở mức cao trong 2026 nhờ nền lãi suất hợp lý.

**Các mảng kinh doanh chính kì vọng đều có diễn biến thuận lợi**

Theo quan điểm của KBSV, mảng môi giới và cho vay ký quỹ toàn ngành sẽ tiếp tục có 1 năm khởi sắc với diễn biến tích cực từ thị trường chung cả về giá và thanh khoản. Đối với mảng đầu tư, tốc độ tăng trưởng phần nào sẽ chậm lại khi mảng tự doanh trái phiếu gặp nhiều thách thức hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất biến động trong khi mảng cổ phiếu vẫn duy trì đóng góp tích cực.

**Định giá hiện tại đang ở mức tương đối hấp dẫn trong trung - dài hạn**

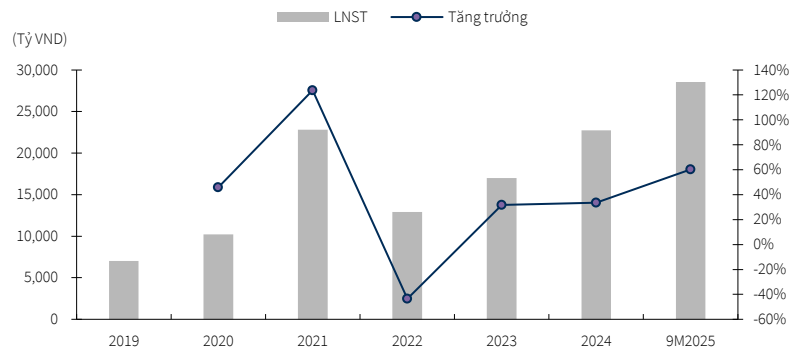
KBSV cho rằng nhóm chứng khoán hiện đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn với kì vọng thị trường chứng khoán sẽ có mức tăng tốt trong năm 2026 về cả giá và thanh khoản với động lực chính từ triển vọng tăng trưởng cao của nền kinh tế. Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư đối với nhóm cổ phiếu có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức, có nguồn lực mạnh mẽ và đang ở mức định giá hấp dẫn như VCI, HCM, SSI trong khi nhóm doanh nghiệp lớn mới lên sàn như TCX, VPX và VCK cần có nhịp điều chỉnh để về mức định giá hợp lý hơn.

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2025

**9T2025, LNST toàn ngành tăng 60.3% YoY**

9T2025, tổng lợi nhuận sau thuế của nhóm 35 Công ty chứng khoán có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất (số liệu của 35 công ty này được sử dụng đại diện cho toàn ngành chứng khoán trong báo cáo này) đạt 28,569 tỷ VND, tăng 60.3% YoY. Lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng mạnh mẽ trong 9T2025 nhờ sự bứt phá của thị trường chứng khoán cùng thanh khoản cải thiện, đặc biệt trong quý 2 - quý 3 với các thông tin tích cực từ nâng hạng thị trường và tăng trưởng kinh tế cao.

**Biểu đồ 1. Tăng trưởng LNST các công ty Chứng khoán giai đoạn 2019 – 9T2025**



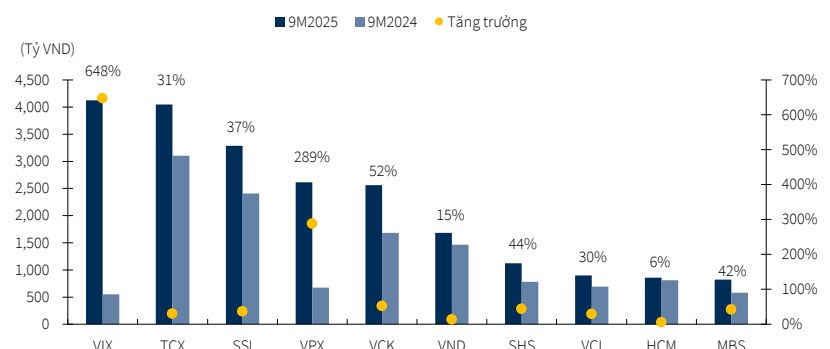
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

\* Số liệu được tổng hợp từ 35 CTCK có vốn chủ sở hữu tương đương lớn hơn 2,000 tỷ VND và có tổng lợi nhuận chiếm hơn 90% lợi nhuận toàn ngành chứng khoán.

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có sự phân hóa khá rõ nét.

- 3 công ty chứng khoán dẫn đầu thị phần là VPS, SSI, TCBS vẫn duy trì được mức tăng trưởng ấn tượng dù quy mô lớn.
- Nhóm CTCK lâu năm như VND, HCM, VCI có mức tăng khiêm tốn hơn do áp lực cạnh tranh lớn.
- VIX và VPBankS nổi bật lên với lợi nhuận tăng trưởng vượt bậc, chủ yếu nhờ mảng đầu tư.

**Biểu đồ 2. LNST các công ty chứng khoán niêm yết 9T2025**



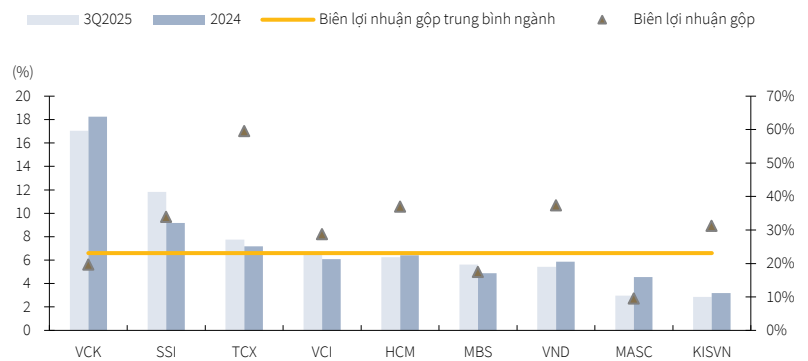
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Lợi nhuận mảng môi giới chứng khoán tăng 35.3% YoY nhờ thị trường diễn biến tích cực cả về giá và thanh khoản**

9T2025, doanh thu mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 12,988 tỷ VND, tăng 24.4% YoY nhờ mặt bằng giá tốt và thanh khoản cải thiện ảnh hưởng tích cực đến doanh thu phí; Biên lợi nhuận gộp cải thiện, đạt 23.1%, tăng 1.9ppts YoY nhờ tăng trưởng quy mô doanh thu và các doanh nghiệp không còn quá chú trọng vào việc cắt giảm phí để tăng cạnh tranh, qua đó giúp Lợi nhuận hoạt động đạt 2,999 tỷ VND, tăng 35.3% YoY.

Về thị phần, VPS chịu sức ép cạnh tranh đáng kể với thị phần giảm 1.2 ppts YTD, tuy nhiên vẫn vững chắc ở vị trí dẫn đầu với 17.05% thị phần. SSI và TCBS vươn lên mạnh mẽ với thị phần lần lượt cải thiện 2.6 ppts và 0.6 ppts YTD. VCI, HCM, MBS nhìn chung vẫn duy trì được vị thế trong khi VND cùng nhóm công ty Hàn Quốc là MASC và KISVN tụt lại phía sau do không có lợi thế cạnh tranh rõ ràng.

**Biểu đồ 3. Thị phần và biên Lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán của top 9 thị phần môi giới chứng khoán sàn HSX**

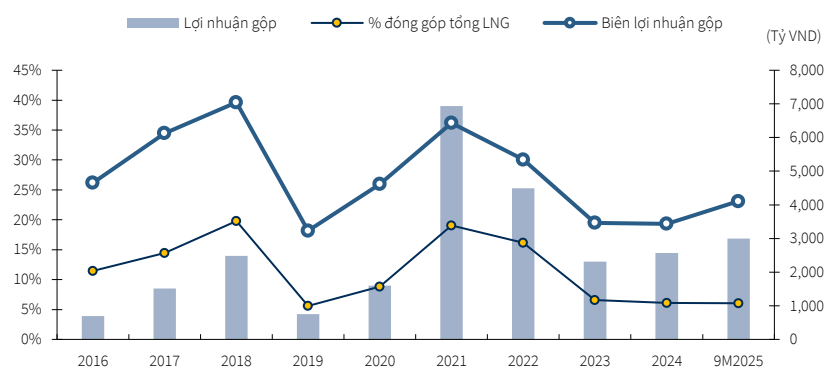


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận gộp mảng môi giới tăng 35.3% YoY nhờ thanh khoản thị trường cải thiện với giá trị giao dịch trung bình toàn thị trường tính đến 15/12/2025 đạt 26,594 nghìn tỷ VND/phiên, tăng 41.1% YoY.

Tỷ trọng đóng góp của mảng Môi giới cho lợi nhuận tổng còn khá hạn chế do các CTCK vẫn đang duy trì chiến lược hi sinh phí giao dịch để đẩy mạnh mảng cho vay ký quỹ.

**Biểu đồ 4. Quy mô lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán giai đoạn 2016 – 9T2025**

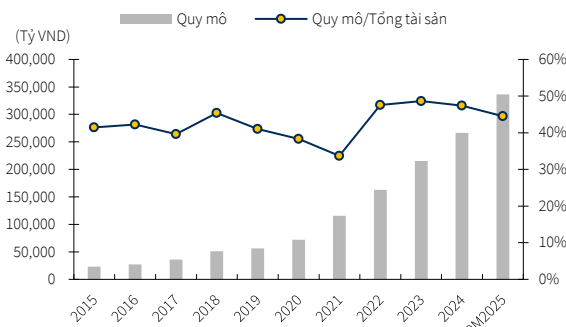


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Lợi nhuận mảng đầu tư tăng 73.6% YoY nhờ gia tăng quy mô đầu tư và diễn biến thuận lợi ở cả thị trường vốn và thị trường nợ**

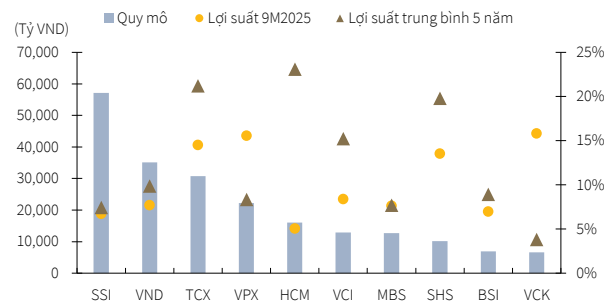
9T2025, lợi nhuận gộp mảng đầu tư của nhóm CTCK theo dõi đạt 25,383 tỷ VND, tăng 73.6% YoY với lợi suất trung bình đạt 10.2%, cao hơn so với cùng kỳ 9M2024 đạt 9.0%. Mức tăng trưởng ấn tượng có được đến từ: (1) Mức nền thấp cuối năm 2024 và đà tăng tốt của thị trường. Chỉ số VNindex tăng 32.6% YTD tính tới ngày 16/12/2025 với nhóm cổ phiếu VIC và Ngân Hàng dẫn dắt; (2) Hoạt động giao dịch – kinh doanh trái phiếu của các công ty có thể mạnh trái phiếu như VCK và TCX hiệu quả trong môi trường lãi suất thấp và ổn định; (3) Quy mô đầu tư tiếp tục mở rộng. Tổng số dư đầu tư bao gồm các khoản FVTPL, HTM và AFS tính đến 3Q2025 đạt 336,577 tỷ VND, tăng 26.2% so với cuối năm 2024. Đây là kết quả của việc sử dụng vốn hiệu quả sau diễn biến đầy mạnh tăng vốn toàn ngành giai đoạn 2021 – 2024; Về cơ cấu danh mục đầu tư, các công ty có xu hướng giữ tỷ trọng cao ở nhóm tài sản an toàn như chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu, trong khi duy trì tỷ trọng nhỏ ở nhóm tài sản có tính rủi ro cao là cổ phiếu.

**Biểu đồ 5. Quy mô tài sản đầu tư các CTCK giai đoạn 2015 – 9T2025**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

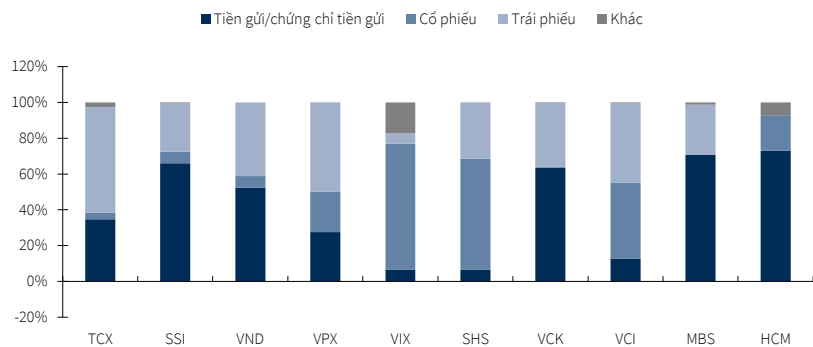
**Biểu đồ 6. Quy mô tài sản đầu tư và lợi suất đầu tư 9T2025 một số CTCK niêm yết**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Ngoại trừ VIX, SHS và VCI có danh mục cổ phiếu chiếm tỷ trọng lớn, các CTCK còn lại trong Top 10 duy trì tỷ trọng đầu tư cổ phiếu ở mức thấp (< 30%).

**Biểu đồ 7. Cơ cấu danh mục đầu tư các CTCK lớn niêm yết**

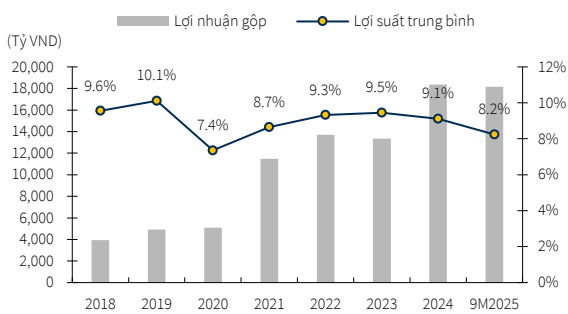


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Mảng cho vay ký quỹ tăng 34% YoY nhờ thanh khoản thị trường cải thiện**

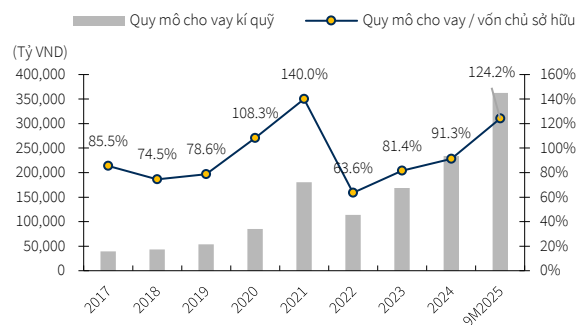
9T2025, lợi nhuận gộp mảng cho vay ký quỹ của nhóm CTCK theo dõi đạt 18,142 tỷ VND, tăng 34% YoY. Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận gộp cải thiện nhờ thanh khoản và mặt bằng giá tăng cùng nhu cầu về vốn gia tăng ở khối doanh nghiệp kéo theo nhu cầu về vay ký quỹ. Giá trị giao dịch trung bình năm 2025 đạt 26.6 nghìn tỷ VND/phiên, tăng 42.5% YoY. Dư nợ cho vay ký quỹ trong 3Q2025 đạt 362,426 tỷ VND, tăng 32.7% YTD, là mức cao nhất từ trước đến nay. Quy mô cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu tăng tương đối mạnh, đạt 124.2% là mức cao thứ 2 chỉ sau năm 2021 cho thấy những rủi ro nhất định từ việc dùng đòn bẩy cao của thị trường.

**Biểu đồ 8. Lợi nhuận gộp và lợi suất trung bình mảng cho vay ký quỹ toàn ngành 2018 – 9T2025**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

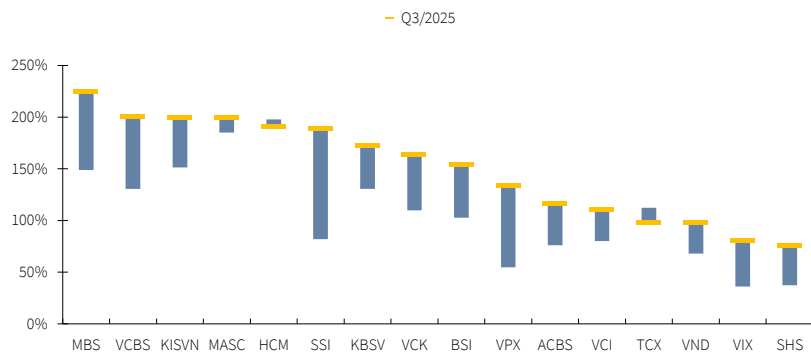
**Biểu đồ 9. Quy mô dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành giai đoạn 2015 – 9T2025**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 10. Biến động tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu top 11 CTCK quy mô vốn lớn nhất trong 4 quý gần nhất.**

Trong 3Q2025, nhiều công ty chứng khoán như MBS, HCM, SSI đã chạm tối đa dư nợ cho vay (tỷ lệ dư nợ vay ký quỹ / vốn chủ sở hữu tối đa = 200%)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

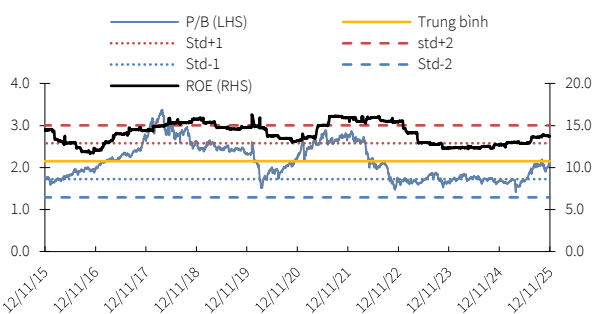
## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

**Thị trường chứng khoán năm 2026 được kì vọng sẽ có đà tăng tốt nhờ tăng trưởng chung của nền kinh tế và dòng tiền khối ngoại quay trở lại**

KBSV duy trì quan điểm tích cực về diễn biến giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2026 dựa trên:

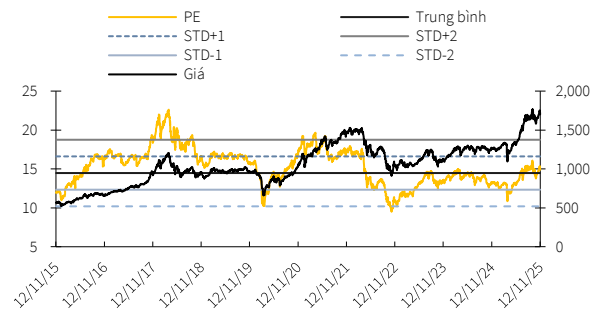
- (1) **Dòng tiền khối ngoại kì vọng quay trở lại.** Khối ngoại liên tiếp bán ròng mạnh trong thời gian vừa qua, lũy kế bán 289,453 tỷ VND trong giai đoạn 2020 – 2025, riêng 2025 bán 128,305 tỷ VND. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự bất ổn kinh tế - chính trị toàn cầu khiến dòng tiền có xu hướng rút khỏi các thị trường cận biên – mới nổi. Trong năm 2026, KBSV kì vọng dòng tiền khối ngoại sẽ quay trở lại khi Thị trường Việt Nam chính thức được FTSE Russell nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp, có hiệu lực từ ngày 21/9/2026, qua đó dự kiến thu hút khoảng hơn 6 tỷ USD từ các quỹ ETF và các quỹ chủ động mô phỏng theo rổ chỉ số của FTSE.
- (2) **Các doanh nghiệp niêm yết kì vọng có kết quả kinh doanh tích cực** trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tham vọng với tăng trưởng GDP 10% trong năm 2026, qua đó khiến mặt bằng định giá doanh nghiệp trở nên hấp dẫn hơn. Cùng với đó, định giá P/E hiện tại của Vnindex được dự báo ở mức 17.0x, thấp hơn trung bình nhóm các quốc gia trong rổ thị trường mới nổi thứ cấp là 17.9x cho thấy thị trường vẫn còn nhiều dư địa để tăng giá.
- (3) **Thanh khoản thị trường sẽ duy trì ở mức cao trong 2026 nhờ duy trì nền lãi suất ở mức hợp lý.** KBSV dự phóng mặt bằng lãi suất sẽ tăng khoảng 50bps -100bps so với năm 2025, tương đương nền lãi suất giai đoạn 2015 – 2019 và vẫn ở vùng hợp lý, cùng với áp lực tỷ giá kì vọng ổn định nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ hơn từ Mỹ và dòng vốn FDI quay trở lại, qua đó kích thích nhu cầu đầu tư chứng khoán khi kênh tiền gửi không đem lại lợi nhuận đủ hấp dẫn.

**Biểu đồ 11. Lịch sử PB của VN-Index giai đoạn 2015 - 2025**



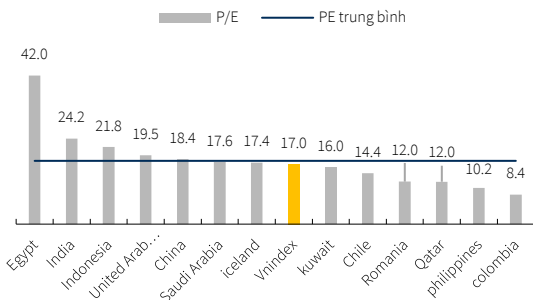
Nguồn: FiinPro, KBSV

**Biểu đồ 12. Lịch sử PE của VN-Index giai đoạn 2015 - 2025**



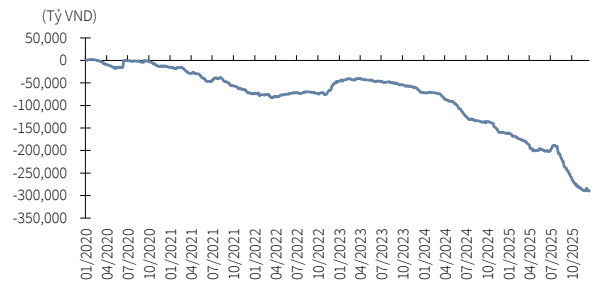
Nguồn: FiinPro, KBSV

**Biểu đồ 13. Tương quan P/E của Vnindex so với các quốc gia thuộc nhóm thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE Russell**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 14. Diễn biến bán ròng của khối ngoại giai đoạn 2020 - 2025**



Nguồn: FiinPro, KBSV

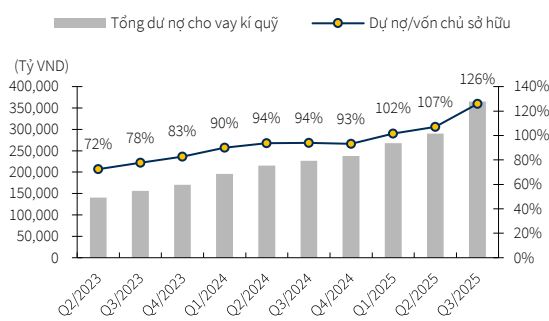
**Doanh thu môi giới kì vọng tăng trưởng tích cực cùng biên lợi nhuận cải thiện**

KBSV kì vọng mảng môi giới tiếp tục có tăng trưởng tích cực khi mặt bằng giá và thanh khoản có diễn biến tốt trong năm 2026. Biên lợi nhuận gộp mảng môi giới cũng sẽ cải thiện nhờ: (1) Sau một giai đoạn liên tục giảm phí giao dịch cho khách hàng do áp lực cạnh tranh thì phí giao dịch của hầu hết các công ty chứng khoán đã về ngưỡng thấp và không còn nhiều dư địa để giảm sâu hơn; (2) Tăng trưởng quy mô doanh thu giúp tối ưu chi phí cố định.

**Mảng cho vay ký quỹ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, đặc biệt đối với các công ty chứng khoán còn nhiều dư địa cho vay**

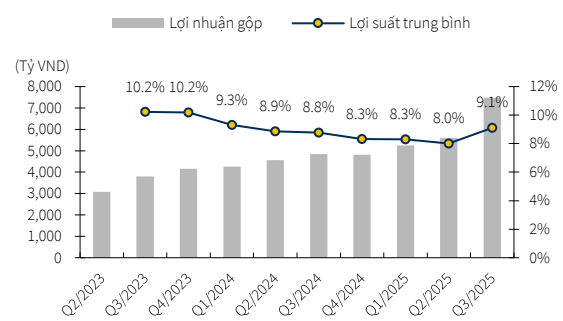
Mảng cho vay ký quỹ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026 trong bối cảnh thanh khoản kì vọng tăng trong khi dư địa cho vay của các CTCK vẫn còn với tỷ lệ dư nợ/vốn chủ sở hữu đạt 126% tính đến 3Q/2025 (tối đa 200%), đặc biệt cơ hội sẽ rộng mở hơn đối với các doanh nghiệp còn nhiều dư địa như VCK, BSI, VCI, VND... Về lãi suất cho vay, KBSV cho rằng mặt bằng chung các công ty chứng khoán có đủ khả năng để điều chỉnh lãi suất cho vay linh hoạt theo diễn biến lãi suất chung của toàn nền kinh tế khi nhu cầu vay ký quỹ ở mức cao nhờ: (1) Quy trình thẩm định đơn giản, tốc độ giải ngân nhanh; (2) Tính thanh khoản cao, nhà đầu tư có thể tăng giảm dư nợ chủ động hơn so với vay ngân hàng. Việc giảm lãi suất cho vay để tăng khả năng tiếp cận khách hàng sẽ diễn ra cục bộ ở các CTCK có quy mô vốn nhỏ và lợi thế cạnh tranh thấp.

**Biểu đồ 15. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ / tổng vốn chủ sở hữu theo quý**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 16. Lợi nhuận gộp và lợi suất trung bình theo quý của mảng cho vay ký quỹ**

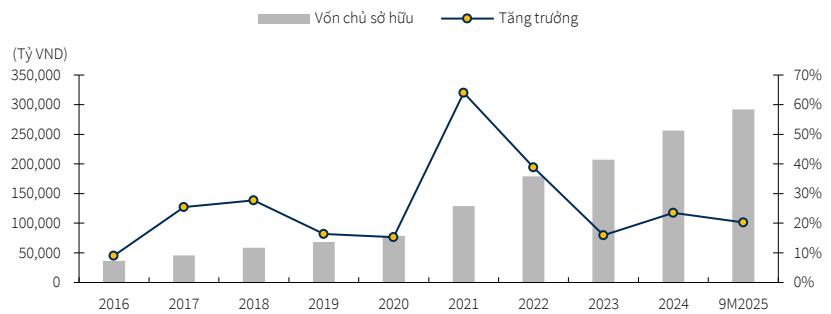


Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Mặt bằng lãi suất biến động tác động tiêu cực đến mảng trái phiếu, trong khi mảng tự doanh cổ phiếu duy trì tích cực**

Với kì vọng lãi suất bình quân tăng 50-100 bps trong năm 2026, KBSV kì vọng phần lợi nhuận từ danh mục tiền gửi/ chứng chỉ tiền gửi của các CTCK sẽ tăng khoảng 10-20% YoY. Ở chiều ngược lại, xu hướng tăng của lãi suất sẽ gây nhiều khó khăn cho hoạt động giao dịch trái phiếu, khiến các CTCK khó duy trì tăng trưởng cao ở mảng này. Trong khi đó, mảng cổ phiếu kì vọng tiếp tục có hiệu quả tốt trong năm 2026 nhờ triển vọng tích cực của nền kinh tế nói chung trong khi nhiều công ty niêm yết đang được định giá ở mức hấp dẫn.

**Biểu đồ 17. Quy mô vốn chủ sở hữu giai đoạn 2016 – 9T2025**

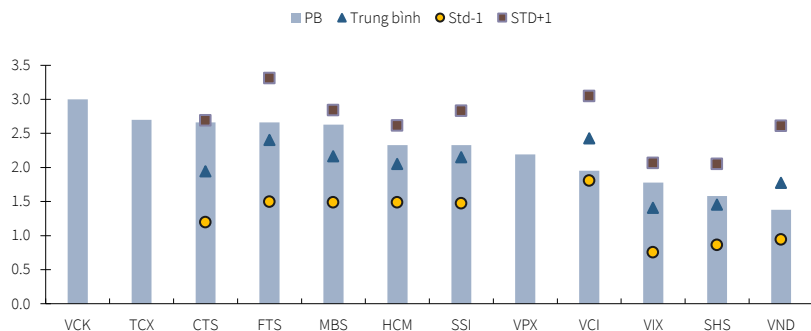


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Định giá hiện tại đang ở mức tương đối hấp dẫn trong trung - dài hạn**

Lãi suất tăng trở lại trong giai đoạn cuối năm do thiếu hụt thanh khoản khiến thị trường chứng khoán có diễn biến tiêu cực. Hiện tại, đa số các cổ phiếu trong ngành chứng khoán đang được giao dịch quanh mức P/B trung bình 5 năm. Với kì vọng thị trường chứng khoán sẽ có mức tăng tốt trong năm 2026 về cả giá và thanh khoản cùng tác động tích cực của việc nâng hạng thị trường, KBSV cho rằng nhóm chứng khoán hiện đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn. Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư đối với nhóm cổ phiếu có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức để đón đầu dòng vốn ngoại, có nguồn lực mạnh mẽ và đang ở mức định giá hấp dẫn như VCI, HCM và SSI. Trong khi đó nhóm cổ phiếu mới niêm yết như VCK, TCX và VPX dù có vị thế dẫn đầu và nền tảng vốn lớn nhưng cần có nhịp điều chỉnh để mặt bằng giá về mức hợp lý hơn.

**Biểu đồ 18. Tương quan định giá P/B các công ty chứng khoán niêm yết**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

# Bất động sản dân cư

## Hưởng lợi từ đẩy mạnh hạ tầng và tháo gỡ pháp lý

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận  
(+84) 24-7303-5333 [thuand@kbsec.com.vn](mailto:thuand@kbsec.com.vn)

### Kết quả kinh doanh 9T2025 của các DN BĐS cho thấy sự hồi phục

Doanh thu của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trong 9M2025 đạt 300,767 tỷ VND (+29%YoY), LNST đạt 41,944 tỷ VND (+65%YoY). Nếu không tính nhóm cổ phiếu thuộc họ Vin và NVL, kết quả kinh doanh của các DN BĐS hồi phục nhẹ; cụ thể, doanh thu đạt 30,046 tỷ VND (-4%YoY) và LNST đạt 5,467 tỷ VND (+14%YoY). Tuy nhiên chỉ có 34/63 DN quan sát có lợi nhuận tăng trưởng dương so với cùng kỳ, cho thấy sự phân hóa trong KQKD của các DN.

### Thị trường BĐS phục hồi ổn định nhờ cải thiện nguồn cung và pháp lý

Nguồn cung thị trường Bất động sản tăng, nhưng số lượng giao dịch chưa theo kịp. Theo Bộ Xây dựng, số lượng dự án nhà ở thương mại hoàn thành trong quý 3/2025 là 21 dự án với quy mô khoảng 9,496 căn, đạt tỷ lệ 200% qoq và 131% svck. Trong khi đó, tổng lượng giao dịch đất nền, chung cư và nhà ở riêng lẻ trong 9T2025 chỉ tăng nhẹ 0.6% svck. Điều này giải thích cho lượng hàng tồn kho cuối Q3/2025 đã tăng 56% so với đầu năm. Tiêu thụ Bất động sản chưa tăng trưởng mạnh, phần nào phản ánh áp lực từ mức giá neo cao, hạn chế khả năng tiếp cận Bất động sản, đặc biệt là nhóm có thu nhập trung bình (nhóm có nhu cầu mua nhà cao).

### Các doanh nghiệp BĐS trong năm 2026 sẽ tăng trưởng tích cực từ cải thiện nguồn cung

KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS trong năm 2026 sẽ tăng trưởng tích cực từ cải thiện nguồn cung nhờ (1) Xu hướng tháo gỡ pháp lý, hoàn thiện cơ chế đối với thị trường Bất động sản (2) Thúc đẩy hoàn thiện hạ tầng giao thông kết nối, mở ra nhiều cơ hội phát triển và (3) Lãi suất duy trì ở mức phù hợp để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế.

### Định giá hấp dẫn trong dài hạn

Nhóm DN BĐS mà chúng tôi quan sát hầu hết hiện đang có P/B trung bình ở mức thấp hơn P/B trung bình 5 năm. Với kỳ vọng nhiều điểm sáng tích cực trong 2026 NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu KDH, NLG.

## Tích cực Duy trì

### Khuyến nghị

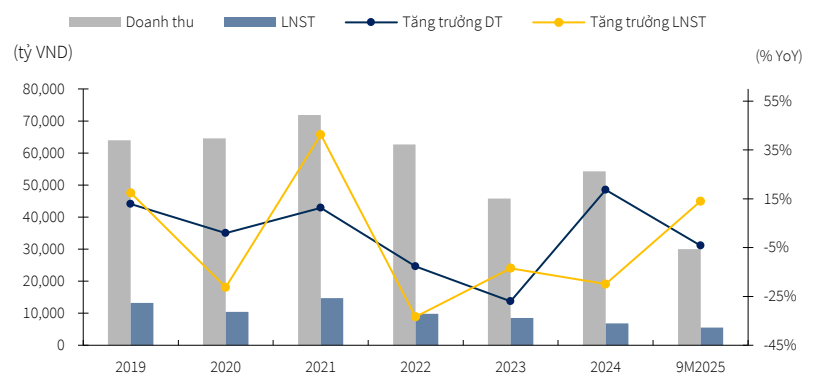
<b>KDH</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	39,900 VND
<b>NLG</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	45,600 VND

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2025

### Kết quả kinh doanh 9T2025 của các DN BĐS cho thấy sự hồi phục

Doanh thu của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trong 9T2025 đạt 300,767 tỷ VND (+29%YoY), LNST đạt 41,944 tỷ VND (+65%YoY). Nếu không tính nhóm cổ phiếu thuộc họ Vin và NVL, kết quả kinh doanh của các DN BĐS hồi phục nhẹ; cụ thể, doanh thu đạt 30,046 tỷ VND (-4%YoY) và LNST đạt 5,467 tỷ VND (+14%YoY). Tuy nhiên chỉ có 34/63 DN quan sát có lợi nhuận tăng trưởng dương so với cùng kỳ, cho thấy sự phân hóa trong KQKD của các DN.

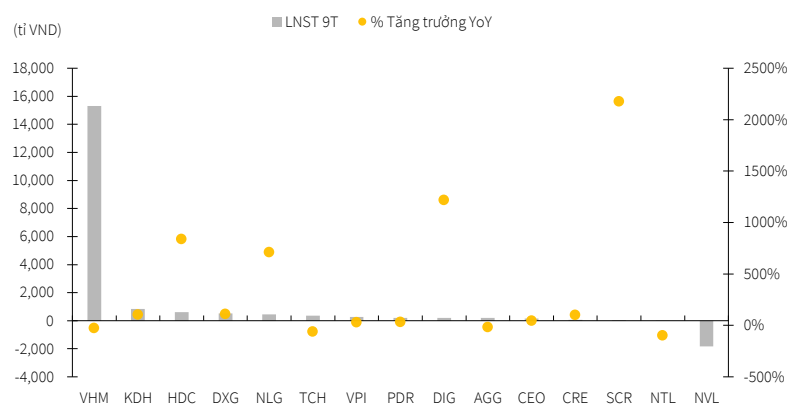
**Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của các DN BĐS niêm yết**



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

\*Số liệu không bao gồm các doanh nghiệp nhóm Vin và NVL do quy mô vượt trội so với toàn ngành

**Biểu đồ 2. Lợi nhuận 9T2025 của một số DN BĐS**

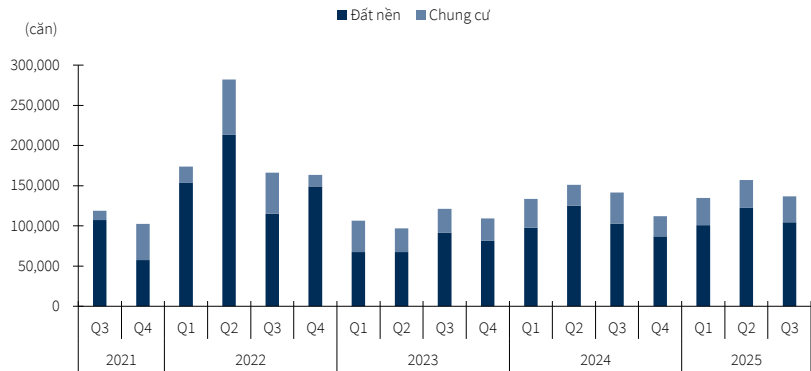


Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Trong 15 doanh nghiệp BĐS mà KBSV quan sát, có 10/15 DN có LNST 9T2025 tăng trưởng dương so với cùng kỳ, cho thấy sự phục hồi trong KQKD.

Kết quả này có được nhờ các doanh nghiệp bắt đầu mở bán và bàn giao các dự án trong bối cảnh nền lãi suất thấp duy trì và nỗ lực tháo gỡ của Chính phủ. Tuy nhiên, đặc thù của ngành BĐS vẫn thường tập trung bàn giao và ghi nhận doanh thu vào quý cuối năm

**Biểu đồ 3. Số lượng giao dịch căn hộ chung cư, nhà ở riêng lẻ, đất nền**



Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

**Thị trường BĐS phục hồi ổn định nhờ cải thiện nguồn cung và pháp lý, dù giao dịch đi ngang và áp lực giá vẫn cao**

Nguồn cung thị trường Bất động sản tăng, nhưng số lượng giao dịch chưa theo kịp. Theo Bộ Xây dựng, số lượng dự án nhà ở thương mại hoàn thành trong quý 3/2025 là 21 dự án với quy mô khoảng 9,496 căn, đạt tỷ lệ 200% qoq và 131% svck. Trong khi đó, tổng lượng giao dịch đất nền, chung cư và nhà ở riêng lẻ trong 9T2025 chỉ tăng nhẹ 0.6% svck. Điều này giải thích cho lượng hàng tồn kho cuối Q3/2025 đã tăng 56% so với đầu năm.

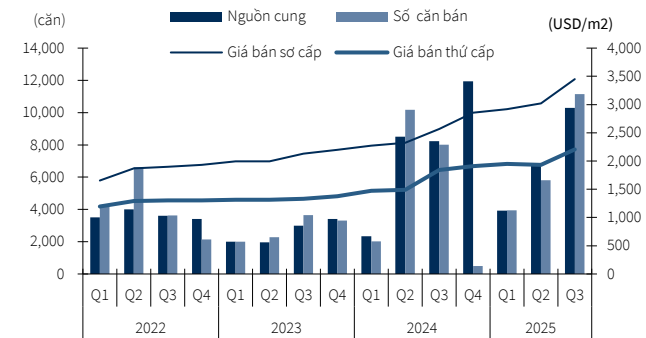
Tiêu thụ Bất động sản chưa tăng trưởng mạnh, phần nào phản ánh áp lực từ giá neo cao. Theo Bộ Xây dựng, giá bán chung cư sơ cấp trung bình tại hai thị trường chính Hà Nội đạt trung bình 95 triệu/m<sup>2</sup> (+33% yoy), trong khi tại HCM là 91 triệu/m<sup>2</sup> (+36% yoy). Giá trung bình tăng cao do nguồn cung mới xuất hiện chủ yếu tại phân khúc cao cấp và hạng sang, trong khi các phân khúc thấp hơn vắng bóng tại trung tâm như Hà Nội hoặc chỉ xuất hiện ở các vùng ven Hồ Chí Minh cũ. Mức giá neo cao đã hạn chế khả năng tiếp cận Bất động sản, đặc biệt là nhóm có thu nhập trung bình (nhóm có nhu cầu mua nhà cao).

**Trong 9 tháng 2025, thị trường Hà Nội diễn biến tích cực ở phân khúc Chung cư nhưng trầm lắng ở Nhà phố & Biệt thự**

Thị trường Hà Nội diễn biến tích cực ở phân khúc chung cư nhưng trầm lắng ở phân khúc Nhà phố & Biệt thự, cụ thể:

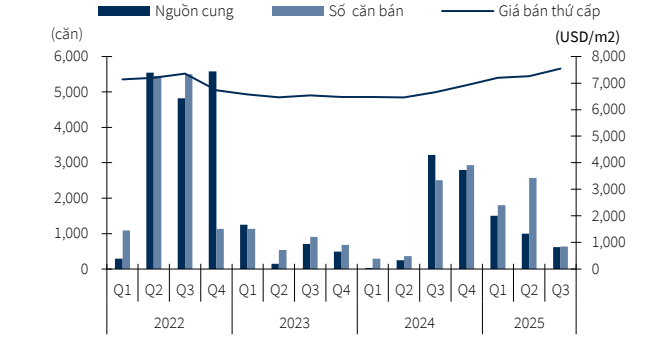
- **Căn hộ:** Lũy kế 9 tháng đầu năm, tổng nguồn cung đạt gần 21,100 căn (+10% svck). Đáng chú ý, quý này ghi nhận mức cao kỷ lục về nguồn cung mới từ các dự án có giá chào bán trên 120 triệu đồng/m<sup>2</sup>, đạt hơn 2,000 căn mở bán. Giá chào bán sơ cấp trung bình vượt 90 triệu đồng/m<sup>2</sup> (+16%qoq, +41% svck). Ở thị trường thứ cấp, giá bán trung bình đạt 58 triệu đồng/m<sup>2</sup> (+19% svck).
- **Nhà phố & Biệt thự:** Nguồn cung mở bán mới BĐS gắn liền với đất trong Quý 3/2025 đạt hơn 620 căn (-40% qoq, -80% svck), chậm lại chủ yếu do không ghi nhận nguồn cung lớn từ các dự án đại đô thị. Tổng lượng giao dịch thị trường BĐS đạt gần 640 căn. Phần lớn nguồn cung mới trong quý tập trung tại dự án ở khu vực xa trung tâm kéo giá bán sơ cấp trung bình trong quý đạt khoảng 186 triệu/m<sup>2</sup> đất (-19% qoq, -21% svck). Trong khi đó, giá bán thứ cấp trung bình đạt 198 triệu/m<sup>2</sup> (+4% qoq).

**Biểu đồ 4. Nguồn cung và giá bán căn hộ tại Hà Nội**



Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 5. Nguồn cung và giá bán thấp tầng tại Hà Nội**



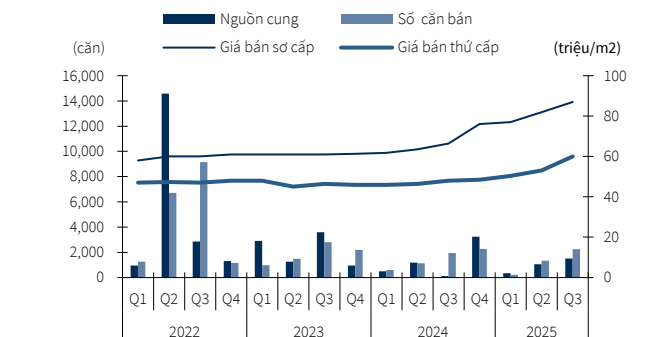
Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

**Thị trường Tp. HCM cho thấy nhiều tín hiệu phục hồi tích cực**

Thị trường Hồ Chí Minh bắt đầu phục hồi, đặc biệt tích cực ở phân khúc Chung cư:

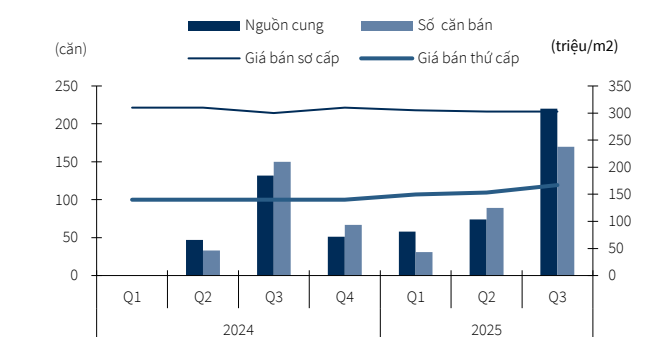
- **Căn hộ:** Các dự án tích cực mở bán và tái khởi động trở lại sau thời gian dài tạm dừng. Trong Quý 3/2025, nguồn cung mới đã bằng gần gấp đôi tổng nguồn cung nửa đầu năm 2025, +143% qoq và tăng 19 lần svck. Hơn 75% nguồn cung mới tập trung tại khu đông, TP.HCM (cũ). Giá bán sơ cấp thị trường đã đạt 87 triệu đồng/m2 (+6,3% qoq, 31% svck). Áp lực tăng giá đã lan sang thị trường thứ cấp, đẩy giá trung bình lên 60 triệu đồng/m2 (+13% qoq, +25%svck).
- **Nhà phố & Biệt thự:** Thị trường bất động sản thấp tầng TP.HCM đang có dấu hiệu hồi phục nhẹ trong Q3/2025. Nguồn cung mới đạt 220 căn (+ 197% qoq). Đáng chú ý, hơn 95% nguồn cung mới tập trung tại khu vực Bình Tân, Bình Chánh cũ; phản ánh xu hướng phát triển về phía ven trung tâm. Giá sơ cấp duy trì ổn định ở mức 303 triệu đồng/m2. Trong khi đó, giá thứ cấp tăng mạnh trong bối cảnh nguồn cung mới vẫn còn khá hạn chế, +18% svck, lên mức trung bình 167 triệu VND/m2.

**Biểu đồ 6. Nguồn cung và giá bán căn hộ tại Tp. HCM**



Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 7. Nguồn cung và giá bán thấp tầng tại Tp. HCM**



Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

**Cập nhật kết quả bán hàng của các DN trong danh mục theo dõi**

Trong 04 doanh nghiệp chúng tôi đang theo dõi, các doanh nghiệp đều cho thấy kết quả bán hàng tăng trưởng mạnh:

- **VHM:** Tổng giá trị hợp đồng bán đạt 162.8 nghìn tỷ VND (+96% yoy), đóng góp chính bởi dự án Vinhomes Green Paradise, Wonder City và Royal Island.
- **NLG:** Tổng giá trị hợp đồng đạt 5,004 tỷ VND (+42%YoY), đóng góp chính bởi dự án Southgate, Cần Thơ, Akari City và Mizuki Park.
- **KDH:** Tổng giá trị hợp đồng ước đạt hơn 5000 tỷ VND (+800%YoY) nhờ mở bán tích cực dự án The Gladia và tăng trưởng từ nền thấp cùng kỳ.
- **DXG:** Tổng giá trị hợp đồng ước đạt hơn 10,000 tỷ VND, tăng hơn đáng kể cùng kỳ nhờ (1) Mở bán tích cực tại dự án The Privé (2) năm trước không có dự án mở mới.

## TRIỂN VỌNG NĂM 2026

### Nỗ lực tháo gỡ và hoàn thiện hành lang pháp lý, đảm bảo tăng trưởng trung và dài hạn

Trong 9T2025, ngành Bất động sản nhận được nhiều giải pháp tháo gỡ liên quan đến pháp lý. Các văn bản dự thảo khắc phục “nút thắt” ngăn hạn đi cùng ổn định dài hạn đã được đưa ra như Nghị quyết 171/2024/QH15; kèm Nghị định 75/2025/NĐ-CP, Nghị quyết 206/2025/QH15 và “Dự thảo Quy định một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai”,... (Bảng 12).

Chúng tôi nhìn nhận đây là những động thái nới lỏng tích cực trong cơ chế chính sách của nhà điều hành sau khoảng thời gian thắt chặt trước đó. Xu hướng này nhiều khả năng sẽ còn tiếp diễn sang 2026, khi Chính sách có nhiều thời gian hơn để thẩm thấu và phát huy hiệu quả. Vì vậy, hưởng lợi từ bối cảnh trên, KBSV kỳ vọng số lượng dự án được phê duyệt mới sẽ gia tăng đáng kể khi thời gian thủ tục được rút gọn và cơ chế ngày càng hoàn thiện. Đặc biệt, các dự án gặp vướng mắc sẽ sớm được triển khai và mở bán trở lại trong năm tới.

**Bảng 8. Một số văn bản luật quan trọng trong lĩnh vực Bất động sản**

Văn bản	Nội dung chính
Nghị quyết 171/2024/QH15	Thí điểm cho phép chủ đầu tư thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận quyền sử dụng đất (kể cả đất nông nghiệp, đất phi nhà ở), không bắt buộc đấu giá/đấu thầu, nhằm tháo gỡ ách tắc pháp lý trong khâu tạo lập quỹ đất; thời hạn áp dụng 5 năm.
Nghị quyết 170/2024/QH15	Áp dụng cơ chế đặc thù để xử lý các dự án, quỹ đất có vướng mắc pháp lý kéo dài theo kết luận thanh tra, kiểm toán, bản án tại TP.HCM, Đà Nẵng và Khánh Hòa, qua đó khơi thông các dự án tồn đọng.
Nghị quyết 201/2025/QH15	Thí điểm chính sách đặc thù thúc đẩy phát triển nhà ở xã hội, bao gồm giao đất, ưu đãi thuế và cơ chế lựa chọn chủ đầu tư
Nghị quyết 206/2025/QH15	Cơ chế đặc biệt xử lý vướng mắc do pháp luật chồng chéo, cho phép áp dụng linh hoạt để đẩy nhanh phê duyệt dự án.
Dự thảo Quy định một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai	Hoàn thiện cơ chế thi hành Luật Đất đai 2024, giải quyết các vướng mắc về giá đất, bồi thường, thu hồi đất, giao đất, miễn giảm tiền thuê đất, áp dụng các cơ chế linh hoạt hơn như tính tiền sử dụng đất, cho phép thu hồi đất khi thỏa thuận được trên 75%, và quy định rõ hơn về nộp tiền sử dụng đất.

Nguồn: KBSV tổng hợp

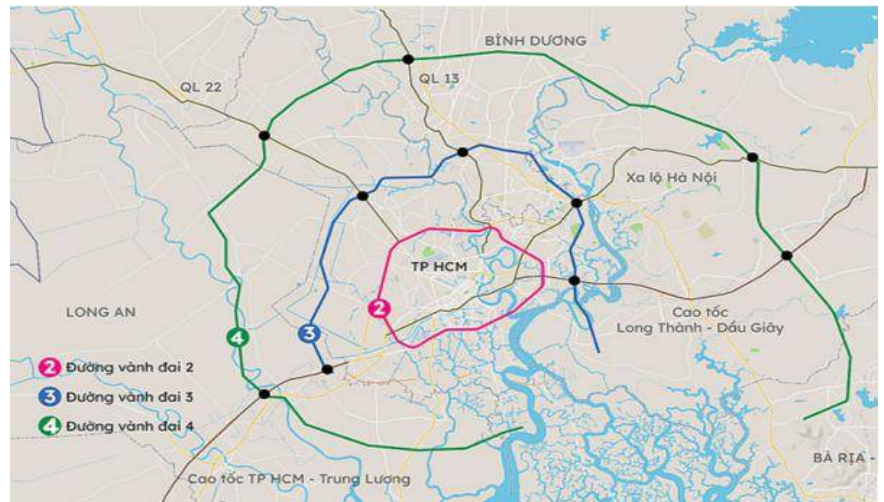
### Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng kết nối sẽ mở ra cơ hội cho các dự án Bất động sản

Các dự án hạ tầng giao thông được triển khai dự kiến sẽ giúp tăng giá trị sản phẩm tại các dự án bất động sản.

Trong 2026, ngoài những dự án hạ tầng giao thông đường bộ kết nối đã và đang được triển khai, đáng chú ý sẽ là các đại dự án hạ tầng quy mô lớn (đường sắt cao tốc Bắc – Nam, các tuyến vành đai tại Hà Nội và TP.HCM,...) đang và sẽ triển khai (*tham khảo phần chủ đề Đầu tư công*), giúp tạo ra mạng lưới giao thông kết nối đồng bộ và thuận tiện. Điều này giúp mang lại giá trị gia tăng lớn cho các khu vực lân cận, hỗ trợ cho giá của Bất động sản tại đây.



Hình 12. Mạng lưới đường vành đai Tp.HCM



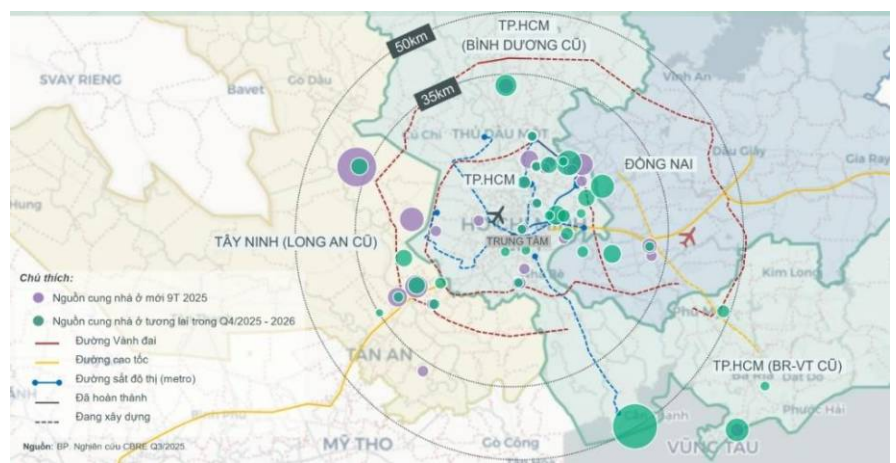
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Xu hướng dịch chuyển sang các khu vực lân cận trung tâm đang trở nên rõ nét**

Xu hướng dịch chuyển phát triển bất động sản ra vùng ven đang trở nên rất rõ nét do **(1)** Giá Bất động sản nội đô tăng cao với phát triển phân khúc cao cấp, không phù hợp với nhu cầu của nhóm có thu nhập trung bình (nhóm vốn có cầu tiềm năng lớn). **(2)** Quỹ đất nội đô ngày càng khan hiếm, đẩy các nhà phát triển sang tìm kiếm các dự án khu vực ngoại ô. **(3)** Xu hướng đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông kết nối sẽ gia tăng mức độ thuận tiện đi kèm nhu cầu về không gian sống rộng rãi, môi trường sống tốt hơn thúc đẩy nhu cầu dịch chuyển ra vùng ven.

Xu hướng này không chỉ diễn ra ở Việt Nam mà còn phổ biến tại nhiều đô thị lớn trên thế giới. Trong bối cảnh này, KBSV cho rằng các doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh hơn việc phát triển quỹ đất tại khu vực lân cận trung tâm và cơ hội phát triển đô thị theo mô hình TOD (Transit-Oriented Development) sẽ mở rộng. Tỷ lệ hấp thụ đối với các dự án mở bán tại khu vực ngoại ô dự báo cũng sẽ tích cực. Các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất tại khu vực ngoại ô và các dự án giao thông trọng điểm sẽ nhờ đó mà hưởng lợi trong 2026.

Hình 13. Hạ tầng kết nối mở ra cơ hội phát triển đô thị theo mô hình TOD tại Tp. HCM

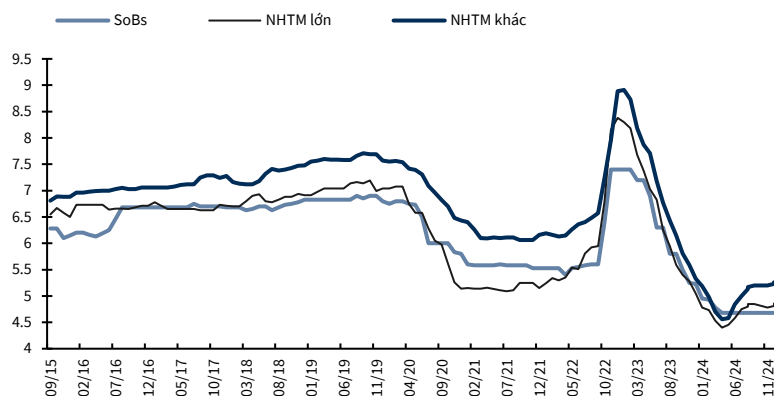


Nguồn: KBSV tổng hợp

**Lãi suất có thể tăng nhẹ nhưng ổn định ở mức phù hợp sẽ hỗ trợ thị trường Bất động sản**

Theo như quan sát, mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà đã tăng khoảng 100-150bps giữa các ngân hàng, nhưng mức nền này vẫn đang thấp hơn so với giai đoạn 2020-2021. Chúng tôi dự báo mặt bằng LSHĐ sẽ có thể tăng nhẹ trong năm 2026 với mức tăng 50-100bps, tuy nhiên nhiều khả năng sẽ duy trì ổn định tại đây xuyên năm nhờ ưu tiên của Chính phủ vẫn sẽ là thúc đẩy tăng trưởng. Vì vậy, lãi suất phù hợp sẽ tiếp tục là yếu tố hỗ trợ tích cực cho thị trường Bất động sản trong năm tới.

**Biểu đồ 14. Lãi suất huy động 12 tháng (%)**

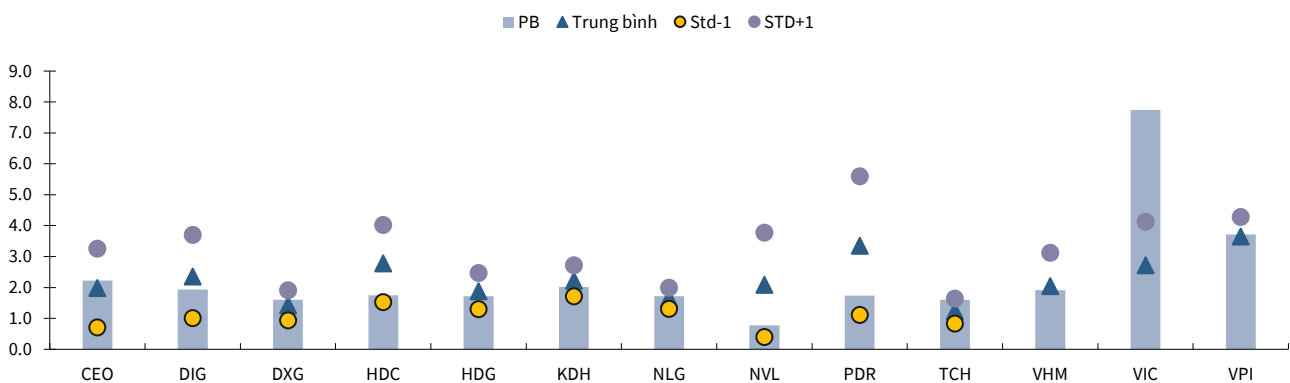


Nguồn: KBSV tổng hợp

**Định giá hấp dẫn trong dài hạn**

Nhóm DN BĐS mà chúng tôi quan sát hầu hết hiện đang có P/B trung bình ở mức- thấp hơn P/B trung bình 5 năm. KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS trong năm 2025 sẽ tăng trưởng tích cực nhờ cải thiện nguồn cung nhờ (1) Xu hướng tháo gỡ pháp lý, hoàn thiện cơ chế đối với thị trường Bất động sản (2) Thúc đẩy hoàn thiện hạ tầng giao thông kết nối và (3) Lãi suất duy trì mức nền thấp hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế. NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu KDH, NLG.

**Biểu đồ 15. P/B các cổ phiếu ngành BĐS dân cư**



Nguồn: KBSV

# KHANG ĐIỀN (KDH)

## Mở bán tích cực tại Gladia

10/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận  
thuannnd@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**LNST công ty mẹ 3Q2025 ghi nhận 236 tỷ VND (+235%YoY)**

Doanh thu Quý 3/2025 của KDH đạt 1,098 tỷ VND (+335%YoY), LNST công ty mẹ ghi nhận 236 tỷ VND (+235%YoY) nhờ ghi nhận từ dự án The Gladia. Kết quả 9T2025 hoàn thành lần lượt 75% và 84% kế hoạch Doanh thu và LNST của doanh nghiệp.

**Dự án Gladia & The Solina sẽ là động lực chính trong Q4/2025 và 2026**

KDH đã mở bán giai đoạn 1 với các sản phẩm thấp tầng thuộc dự án The Gladia, giá bán trung bình khoảng 250 triệu/m<sup>2</sup> và cho thấy tỷ lệ hấp thụ tích cực, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. KBSV cho rằng việc mở bán và ghi nhận doanh thu tại The Gladia sẽ dẫn dắt chính cho kết quả kinh doanh trong thời gian còn lại của năm và sang 2026. Tiếp nối sang 2026, KBSV kỳ vọng KDH sẽ triển khai và mở bán dự án The Solina Giai đoạn 1 (13 ha với 500 sản phẩm thấp tầng).

**KDC Tân Tạo kỳ vọng được hưởng lợi từ những tháo gỡ pháp lý đối với lĩnh vực Bất động sản**

KDH kỳ vọng sẽ hưởng lợi tích cực từ thay đổi của chính sách. Nghị quyết của Quốc hội quy định một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai đang được thảo luận, xem xét tại Kỳ họp Quốc hội khóa XV. Nếu các đề xuất được thông qua trong kỳ họp tháng 10, KBSV cho rằng sẽ thúc đẩy cho khâu giải phóng mặt bằng của dự án KDC Tân Tạo.

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 39,900 VND/cổ phiếu**

Cổ phiếu KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw là 1.8x, thấp hơn mức P/B trung bình 5 năm. Do vậy, dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 39,900 VND/cp, cao hơn 23% so với giá đóng cửa ngày 10/12/2025.

## MUA Duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 39,900</b>
Tăng/giảm (%)	23%
Giá hiện tại (10/12/2025)	32,550
Giá mục tiêu đồng thuận	43,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	38/1.4

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	65%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	232/8
Sở hữu nước ngoài (%)	27.4%
Cổ đông lớn	CTCP Đầu tư Tiên Lộc (11%)

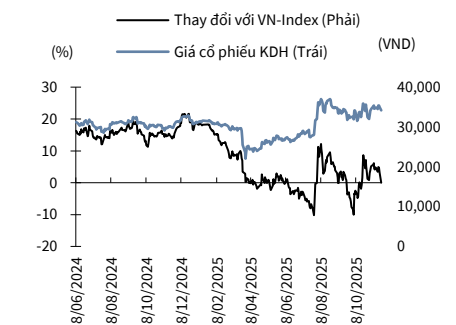
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3	-1	-2	15
Tương đối	2	-1	-3	20

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,088	3,279	4,946	6,650
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,122	1,131	2,418	3,332
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	716	810	985	1,246
EPS (VND)	895	801	974	1,233
Tăng trưởng EPS (%)	-42	-11	22	27
P/E (x)	38.	42	35	27
P/B (x)	2	1.9	1.8	1
ROE (%)	5.7	5.3	5.5	6.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# NAM LONG (NLG)

## Duy trì triển vọng tích cực

08/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận  
[thuannd@kbsec.com.vn](mailto:thuannd@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**LNST công ty mẹ đạt tỷ 146 VND (+8%YoY), 9M2025 đạt 55% kế hoạch năm của doanh nghiệp**

**Doanh số bán hàng 9M2025 đạt 5,004 tỷ VND (+42%YoY)**

**Dự báo doanh số bán hàng năm 2025/2026 đạt 7,675/8,842 tỷ VND (+47%/+15%YoY)**

**NLG kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy hạ tầng, dịch chuyển sang đô thị ngoài trung tâm**

**Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu: 45,600 VND/cổ phiếu**

## MUA Duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>45,600 VND</b>
Tăng/giảm (%)	28%
Giá hiện tại (05/12/2025)	VND 35,650
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 45,838
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	17.3/0.66

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,181	7,196	5,495	6,085
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	942	1,783	1,257	1,424
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	484	512	621	713
EPS (VND)	1,257	1,330	1,613	1,851
Tăng trưởng EPS (%)	-13	6	21	15
P/E (x)	27.20	24.85	22.13	19.28
P/B (x)	1.40	1.32	1.36	1.29
ROE (%)	5.2	5.3	6.1	6.7
Tỷ suất cổ tức (%)	1	0	1	1

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Doanh thu Quý 3/2025 của NLG đạt 1,877 tỷ VND (+407%YoY), LNST công ty mẹ đạt 146 tỷ VND (+8%YoY), nhờ bắt đầu bàn giao dự án Southgate, Izumi, Akari City và Cần Thơ. Doanh thu 9M2025 của NLG đạt 3,941 tỷ VND (+376%YoY), LNST đạt 441 tỷ VND (+711%YoY). Kết quả này hoàn thành lần lượt 58% và 55% kế hoạch Doanh thu và LNST của doanh nghiệp.

Doanh số bán hàng trong Quý 3/2025 đạt 1,740 tỷ VND (+129%QoQ,+42%YoY), đến từ các dự án Cần Thơ, Southgate, Akari City, Mizuki Park và Izumi City. Lũy kế từ đầu năm 2025, doanh số bán hàng đạt 5,004 tỷ VND (+42%YoY).

KBSV điều chỉnh dự báo doanh số bán hàng năm 2025 tăng 47%YoY đạt 7,675 tỷ VND đến từ các dự án South Gate, Mizuki Park, Cần Thơ và Izumi City dựa trên kỳ vọng khả năng hấp thụ tích cực các sản phẩm của NLG.

Các dự án lớn của NLG hiện tại chủ yếu nằm tại khu vực Đồng Nai và Long An, sắp tới kỳ vọng sẽ thay đổi tích cực nhờ phát triển hạ tầng giao thông và xu hướng dịch chuyển sang các đô thị ngoài trung tâm.

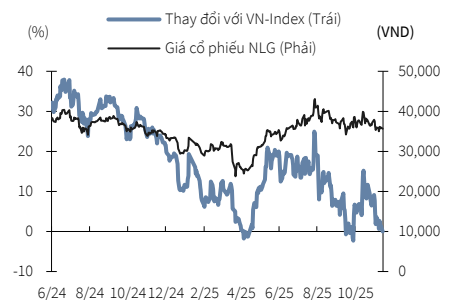
Giá cổ phiếu NLG hiện đang giao dịch dưới ở mức P/B 2025fw là 1.36x, thấp hơn trung bình P/B 5 năm của NLG là 1.6x. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 45.600 VND/cp. cao hơn 28% so với giá đóng cửa ngày 05/12/2025.

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	63.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	113/4.3
Sở hữu nước ngoài (%)	45.1%
Cổ đông lớn	Chủ tịch HĐQT Nguyễn X. Quang (8.69%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4	-10	2	10
Tương đối	-3	-9	0	4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Bán lẻ

## Đón sóng

Chuyên viên phân tích ngành **Nghiêm Sỹ Tiến**  
(+84) 24-7303-5333 [tiens@kbsec.com.vn](mailto:tiens@kbsec.com.vn)  
Chuyên viên phân tích ngành **Nguyễn Đức Quân**  
(+84) 24-7303-5333 [quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

24/12/2025

## Tích cực Duy trì

### Recommendations

**MWG** **MUA**  
Giá mục tiêu VND 106,100

**DGW** **MUA**  
Giá mục tiêu VND 49,500

**PNJ** **TRUNG LẬP**  
Giá mục tiêu VND 105,600

### Tiêu dùng dịch vụ là điểm sáng

Lũy kế 11 tháng năm 2025, tổng mức doanh thu bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng tăng 9,1% YoY, nhưng doanh thu bán lẻ hàng hóa chỉ tăng 7,9% YoY một phần do xu hướng thắt chặt chi tiêu. Ngược lại, tiêu dùng dịch vụ như lưu trú, ăn uống (+14,6% YoY) và lữ hành (+20% YoY) trở thành điểm sáng nhờ du khách quốc tế. Sức mua nội địa tăng trưởng chậm lại do thiên tai gây gián đoạn vận chuyển và gia tăng chi phí logistics. Trong khi đó, thu nhập chưa cải thiện đáng kể bởi thị trường lao động và đơn hàng sản xuất phục hồi chậm, tiền lương khu vực công được giữ nguyên từ năm 2024.

### KQKD của các doanh nghiệp bước vào chu kỳ tăng trưởng mới

Lũy kế 9 tháng 2025 (9M2025), các doanh nghiệp bán lẻ ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ. MWG đạt doanh thu thuần 113,607 tỷ VND (+13.7% YoY), LNST đạt 4,965 tỷ VND (+72% YoY), sớm vượt kế hoạch năm nhờ đà tăng trưởng của ICT và sự bứt phá từ Bách Hóa Xanh. FRT ghi nhận doanh thu 33,111 tỷ đồng (+26% YoY), LNST đạt 636 tỷ (+131% YoY), với động lực chính từ chuỗi Long Châu (đóng góp 67% doanh thu) và sự phục hồi có lãi của FPT Shop. DGW duy trì đà tăng trưởng doanh thu +18.7% YoY và LNST đạt 393 tỷ (+30% YoY) nhờ sự chuyển dịch ngành hàng, trong đó nhóm Laptop AI, thiết bị văn phòng và gia dụng tăng trưởng ấn tượng (43-94% YoY), bù đắp cho sự bão hòa của mảng điện thoại di động. Nhìn chung, biên lợi nhuận của cả ba doanh nghiệp đều được cải thiện nhờ tối ưu hóa vận hành và tận dụng sức mua hồi phục. Mặc dù bán lẻ trang sức tăng trưởng thấp, PNJ ghi nhận kết quả khả quan với doanh thu và LNST đạt lần lượt 25,353 tỷ đồng (-13%YoY) và 1,615 tỷ (+17%YoY)

### Triển vọng khả quan cho 2026

Triển vọng năm 2026 của ngành bán lẻ được đánh giá khả quan nhờ sự phục hồi sức mua nội địa. Nhóm ICT & CE (MWG, DGW, FRT) dự kiến bùng nổ với chu kỳ nâng cấp AI PC, AI Smartphone và Windows 11, kết hợp cùng chính sách giảm thuế TNCN kích cầu. Bán lẻ bách hóa (BHX) sẽ tận dụng lộ trình minh bạch hóa hóa đơn để chiếm lĩnh thị phần từ hộ kinh doanh cá thể và mở rộng mạnh mẽ mạng lưới cửa hàng. Mảng dược phẩm (Long Châu) tiếp tục tăng trưởng ổn định thông qua việc phát triển hệ sinh thái tiêm chủng và chăm sóc sức khỏe.

### Mức định giá hấp dẫn

Với bối cảnh 2026 khởi sắc, các cổ phiếu với mức định giá ngang hoặc dưới mức trung bình P/S 5 năm như PNJ, FRT, DGW đều còn cơ hội đầu tư với mức upside trên 15%. Ngoài ra, NĐT có thể chờ đợi các nhịp điều chỉnh ngắn để mở mới/gia tăng vị thế cho MWG.

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2025

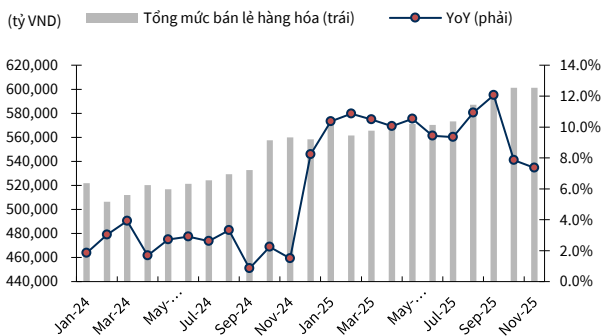
**Tổng mức bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng trong 11T/2025 tăng trưởng 9.1% YoY**

Tháng 11/2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 601.2 nghìn tỷ đồng, tăng 7.1% YoY. Đáng chú ý, nhóm trang thiết bị gia đình bứt phá (+13.6% YoY) nhờ nhu cầu thay thế sau thiên tai và chuyển mùa. Tính chung 11 tháng, tổng mức đạt 6,377 nghìn tỷ đồng, tăng 9.1% YoY (loại trừ yếu tố giá tăng 6,8%), cao hơn mức tăng năm 2024. Trong đó, bán lẻ hàng hóa chiếm tỷ trọng lớn nhất (76.2%), tăng 7.9% YoY. Dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch lữ hành là điểm sáng với mức tăng trưởng ấn tượng lần lượt đạt 14.6% và 19.9% YoY, nhờ các chính sách kích cầu hiệu quả và nhu cầu du lịch nội địa lẫn quốc tế tăng cao. Sự phục hồi đồng đều này phản ánh sức mua tiêu dùng đang dần cải thiện.

**Ngành sản xuất Việt Nam đánh dấu tháng thứ 5 liên tiếp cải thiện điều kiện kinh doanh**

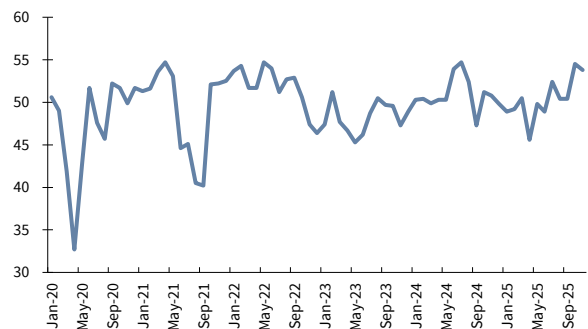
Chỉ số PMI ngành sản xuất tháng 11/2025 đạt 53,8 điểm, đánh dấu tháng thứ năm liên tiếp cải thiện mạnh mẽ dù giảm nhẹ so với tháng 10. Động lực tăng trưởng chính đến từ số lượng đơn đặt hàng mới tăng liên tục, đặc biệt đơn hàng xuất khẩu đạt tốc độ cao nhất trong 15 tháng nhờ nhu cầu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Điều này thúc đẩy sản lượng hàng hóa tăng tháng thứ bảy liên tiếp và nhân sự tăng tháng thứ hai. Tuy nhiên, ã tăng bị hạn chế đôi chút do ảnh hưởng của bão lớn gây chậm trễ chuỗi cung ứng và gián đoạn quá trình sản xuất. Nhìn chung, ngành sản xuất vẫn duy trì trạng thái phục hồi tích cực với lượng đơn hàng dồi dào và thị trường xuất khẩu khởi sắc.

**Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ theo tháng**



Nguồn: GSO

**Biểu đồ 2. Chỉ số PMI**



Nguồn: GSO

**MWG ghi nhận sự cải thiện đồng đều từ các khía cạnh**

MWG ghi nhận doanh thu thuần 113,647 tỷ đồng (+13.7% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 4,965 tỷ đồng (+72% YoY), hoàn thành vượt kế hoạch lợi nhuận cả năm chỉ sau 9 tháng. Động lực chính đến từ chuỗi TGDD & ĐMX duy trì tăng trưởng hai chữ số nhờ khả năng cải thiện mạnh mẽ doanh số trên từng cửa hàng và chiếm lĩnh thị phần từ các đối thủ. Đặc biệt, Bách Hóa Xanh (BHX) trở thành điểm sáng khi duy trì biên lợi nhuận dương ổn định, riêng Quý 3/2025 ước tính

lãi khoảng 240 tỷ đồng trong bối cảnh số lượng cửa hàng mở mới liên tục gia tăng tại khu vực miền Trung, gần gấp đôi so với kế hoạch cả năm. Hiệu quả hoạt động được tối ưu hóa cùng doanh thu tài chính tăng mạnh đã giúp biên lợi nhuận ròng của tập đoàn cải thiện đáng kể lên mức trên 4%.

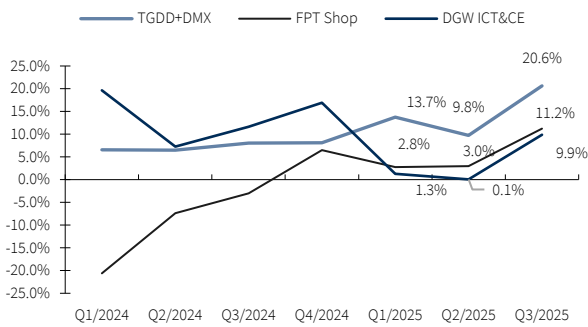
**Hưởng đi mới từ chiến lược dịch chuyển tăng trưởng của DGW**

DGW đạt doanh thu thuần 18,614 tỷ đồng (+15% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 388 tỷ đồng (+28% YoY). Kết quả này cho thấy sự dịch chuyển cơ cấu sản phẩm hiệu quả theo chiến lược "tre già măng mọc". Trong khi mảng điện thoại bảo hòa, các mảng mới đã bứt phá mạnh mẽ: Máy tính xách tay & Máy tính bảng tăng 30.4%, đặc biệt nhóm Thiết bị văn phòng & IoT (máy chủ AI, Edge AI) tăng 42.7% và Thiết bị gia dụng tăng tới 94.1% trong Quý 3. Dù biên lợi nhuận gộp chịu áp lực cạnh tranh, nhưng các khoản thu nhập bất thường và quản lý chi phí tốt đã giúp doanh nghiệp duy trì biên lãi ròng.

**FRT gần về đích kế hoạch doanh thu/lợi nhuận cao lịch sử**

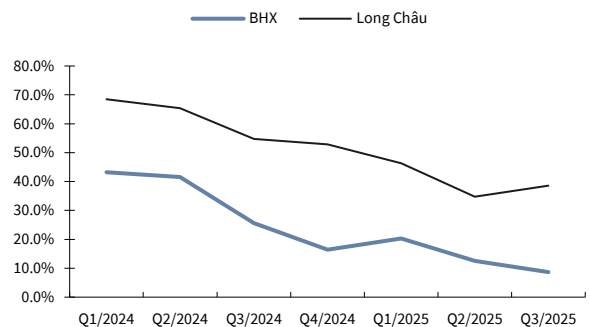
Lũy kế 9M2025, FRT đạt doanh thu thuần 36,170 tỷ đồng (+25% YoY), LNST đạt 636 tỷ (+131% YoY). Động lực tăng trưởng cốt lõi đến từ chuỗi Long Châu với doanh thu đóng góp 67% tổng hợp nhất (tăng 31% YoY) nhờ mở mới 151 cửa hàng (126 nhà thuốc, 25 TTTC), vượt tiến độ kế hoạch mở mới của năm. Đáng chú ý, FPT Shop đã có lãi trở lại trong Quý 3 với 48 tỷ đồng, mức cao nhất trong 3 năm qua nhờ tái cấu trúc mạng lưới cửa hàng hiệu quả. BLNG đồng thời cũng cải thiện 1.2 ppts YoY nhờ gia tăng tỷ trọng đóng góp từ các sản phẩm TPCN, thuốc ETC và vaccine. Biên ròng Q3 đạt 1.7% cải thiện đáng kể 0.4 ppts YoY và 0.7 ppts QoQ.

**Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu các chuỗi bán lẻ ICT&CE**



Nguồn: KBSV Tổng hợp

**Biểu đồ 4. Tăng trưởng doanh thu các chuỗi bán lẻ khác**



Nguồn: KBSV Tổng hợp

## TRIỂN VỌNG NĂM 2026

### Bối cảnh 2026 có nhiều bước ngoặt về cấu trúc

Thị trường bán lẻ Việt Nam bước vào năm 2026 với tâm thế của một ngành đang đứng trước ngưỡng cửa của những thay đổi mang tính bước ngoặt về cấu trúc. Sau giai đoạn hồi phục tích cực nhưng chưa đồng đều của năm 2025, bối cảnh kinh tế vĩ mô năm 2026 được dự báo sẽ hội tụ đầy đủ các yếu tố thuận lợi để thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng nội địa bùng nổ mạnh mẽ. GDP bình quân đầu người dự kiến sẽ đạt mức 5,400 – 5,500 USD vào năm 2026, đưa Việt Nam tiến sâu hơn vào nhóm các nước có thu nhập trung bình cao. Khi thu nhập vượt qua ngưỡng cơ bản, hành vi chi tiêu của người dân sẽ có sự chuyển dịch từ các mặt hàng thiết yếu sang các sản phẩm và dịch vụ nâng tầm chất lượng sống như thiết bị công nghệ tích hợp trí tuệ nhân tạo (AI), gia dụng thông minh và các dịch vụ chăm sóc sức khỏe chuyên sâu.

### Động lực từ chính sách và môi trường pháp lý

Năm 2026 đánh dấu bước ngoặt của thị trường bán lẻ nhờ sự thực thi đồng bộ các chính sách thuế và quản lý thị trường. Việc nâng mức giảm trừ gia cảnh thuế TNCN theo Nghị quyết 110/2025 giúp thu nhập sau thuế của người dân dự kiến tăng thêm khoảng 10%, tạo xung lực mạnh mẽ cho tiêu dùng, đặc biệt là các mặt hàng không thiết yếu. Song song đó, lộ trình bắt buộc áp dụng hóa đơn điện tử và xóa bỏ thuế khoán đối với hộ kinh doanh cá thể đã thanh lọc thị trường, làm mất đi lợi thế cạnh tranh về giá của kênh truyền thống. Điều này thiết lập môi trường kinh doanh công bằng, thúc đẩy người tiêu dùng dịch chuyển sang các chuỗi bán lẻ hiện đại (Modern Trade) như Bách Hóa Xanh hay WinMart. Đồng thời, việc siết chặt kiểm soát hàng giả giúp các doanh nghiệp chính ngạch như MWG, FRT và DGW củng cố vị thế vững chắc nhờ ưu thế về nguồn gốc hàng hóa và dịch vụ hậu mãi chuyên nghiệp trong bối cảnh pháp lý ngày càng khắt khe.

Biểu đồ 5. Tóm tắt các chính sách hỗ trợ ngành Bán lẻ

Chính sách trọng yếu	Nội dung chi tiết	Tác động đến ngành bán lẻ
Thuế GTGT (VAT)	Duy trì mức giảm 2% (từ 10% xuống 8%) đến hết 2026	Kích thích nhu cầu mua sắm điện máy, công nghệ và hàng tiêu dùng.
Thuế TNCN	Nâng mức giảm trừ gia cảnh (Cá nhân: 15.5tr, Phụ thuộc: 6.2tr)	Tăng thu nhập khả dụng thực tế của hộ gia đình thêm ~10%.
Luật Dược sửa đổi	Quy chuẩn hóa việc luân chuyển thuốc và bán thuốc online	Thúc đẩy các chuỗi dược phẩm hiện đại (Long Châu) giành thị phần.
Nghị định 70/2025	Bắt buộc hóa đơn điện tử cho hộ kinh doanh > 1 tỷ đồng	Minh bạch hóa thị trường, giảm áp lực cạnh tranh không lành mạnh từ hàng lậu.
Chính sách Vàng	Cho phép DN tư nhân nhập khẩu vàng nguyên liệu & sản xuất vàng miếng	Tháo gỡ nút thắt nguồn cung cho ngành trang sức (PNJ).

Nguồn: KBSV tổng hợp

## Sự trỗi dậy của mô hình “Chợ hiện đại”

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu (FMCG và thực phẩm tươi sống) đang chứng kiến sự trỗi dậy mạnh mẽ của mô hình cửa hàng tiện lợi hiện đại và siêu thị mini. Tỷ lệ thâm nhập của bán lẻ hiện đại tại Việt Nam mới chỉ đạt khoảng 15-16% trong năm 2024, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 40-60% của các nước trong khu vực Đông Nam Á. Điều này cho thấy dư địa tăng trưởng còn rất lớn, đặc biệt là khi Chính phủ đẩy mạnh việc dẹp bỏ các chợ cóc, chợ tạm không đảm bảo vệ sinh an toàn thực phẩm. Năm 2026 sẽ là thời điểm các chuỗi bán lẻ hiện đại như Bách Hóa Xanh (MWG) và WinMart (MSN) tiếp đà mở rộng quy mô sau khi đã chứng minh được sự thành công của mô hình vận hành mới. Các chuỗi này không chỉ tập trung tại hai thành phố lớn là Hà Nội và TP.HCM mà bắt đầu tiến sâu vào khu vực miền Trung và các tỉnh nông thôn, nơi người dân đang có xu hướng chuyển dịch từ thói quen đi chợ truyền thống sang mua sắm tại các cửa hàng có điều hòa, niêm yết giá công khai và đa dạng hàng hóa. Theo dự báo, tỷ lệ thâm nhập của bán lẻ hiện đại có thể đạt mức 25% vào năm 2027 nhờ sự đầu tư quyết liệt của các nhà bán lẻ đầu ngành.

KBSV cho rằng từ xu hướng trên, chuỗi BHX có thể tận dụng lợi thế về mô hình vận hành để đẩy nhanh độ phủ lên khu vực Miền Bắc – nơi tỷ lệ bán lẻ hiện đại còn thấp, với số lượng cửa hàng mở mới dự kiến trên 1000 cửa hàng, cạnh tranh trực tiếp với sự hiện diện của chợ truyền thống và Winmart.

## Bán lẻ ICT và Điện máy, Đồ gia dụng: Cú hích từ chu kỳ thay thế và công nghệ AI

Thị trường điện tử tiêu dùng Việt Nam sau giai đoạn khó khăn 2023-2024 đã bắt đầu phục hồi từ nửa cuối năm 2025. Sang năm 2026, động lực tăng trưởng chính của mảng ICT-CE sẽ đến từ hai yếu tố: 1) chu kỳ thay thế sản phẩm và; 2) làn sóng tích hợp trí tuệ nhân tạo (AI) vào các thiết bị đầu cuối. Các sản phẩm laptop tích hợp AI (AI PC) và điện thoại thông minh thế hệ mới tích hợp sâu các tính năng xử lý dữ liệu tại chỗ được kỳ vọng sẽ kích thích nhu cầu nâng cấp của thế hệ Gen Y và Gen Z.

Thị trường bất động sản phục hồi trong năm 2026 cũng sẽ là tác nhân quan trọng thúc đẩy doanh số các mặt hàng điện gia dụng (CE) như tivi, tủ lạnh, máy giặt và điều hòa. Đặc biệt, nhu cầu đối với các thiết bị gia dụng thông minh (Smart Home) dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 9,6% trong giai đoạn 2025-2029. Các nhà bán lẻ lớn như Thế Giới Di Động (MWG) và FPT Shop (FRT) đang tận dụng lợi thế về mạng lưới cửa hàng và dịch vụ lắp đặt, bảo trì để duy trì thị phần áp đảo trước áp lực từ các sàn thương mại điện tử. Trong khi đó, DGW với lợi thế phân phối độc quyền nhãn hàng và đa dạng sản phẩm cũng đang tận dụng tối đa tăng trưởng của nhóm ngành Đồ gia dụng.

## Bán lẻ Dược phẩm: Tiềm năng từ xu hướng chăm sóc sức khỏe chủ động

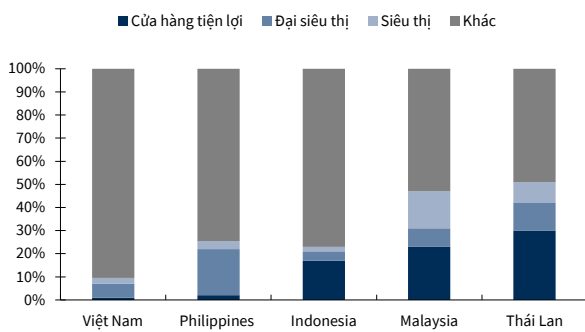
Dược phẩm là phân khúc duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định bất chấp biến động kinh tế. Năm 2026, mô hình bán lẻ dược phẩm hiện đại dự kiến sẽ tiếp tục duy trì tốc độ mở mới cửa hàng ở mức hai chữ số. Sự hỗ trợ từ Luật Dược sửa đổi (hiệu lực từ tháng 7/2025) giúp khơi thông các điểm nghẽn về pháp lý, cho phép các chuỗi nhà thuốc lớn như Long Châu (FRT) hay An Khang (MWG) luân chuyển thuốc và nhân sự chuyên môn linh hoạt hơn trong hệ thống.

Xu hướng "phòng bệnh hơn chữa bệnh" thúc đẩy doanh số các nhóm hàng thực phẩm chức năng (TPCN), vitamin và dịch vụ tiêm chủng vaccine. Các chuỗi nhà thuốc hiện đại đang dần thay thế các hiệu thuốc gia đình nhờ lợi thế về nguồn gốc thuốc rõ ràng, danh mục hàng hóa đa dạng (đặc biệt là thuốc kê đơn ETC) và dịch vụ tư vấn của dược sĩ chuyên nghiệp. Tỷ lệ thâm nhập của chuỗi nhà thuốc hiện đại tại Việt Nam dự kiến sẽ đạt mức 11% vào năm 2026, so với mức khiêm tốn của các năm trước.

**Bán lẻ trang sức: kì vọng tháo gỡ nguồn cung, hưởng lợi nhờ thu nhập tăng cao**

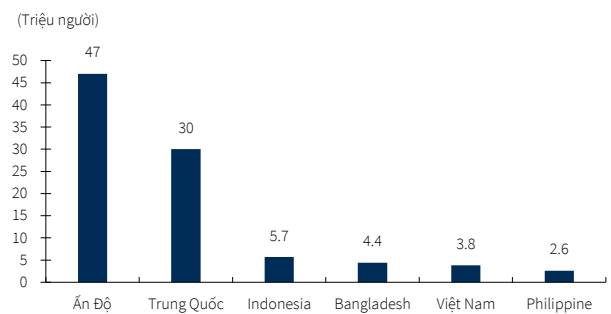
Với nghị định sửa đổi 232, ngành trang sức và vàng sẽ dần được tháo gỡ về nguồn cung nhập khẩu. Chúng tôi kỳ vọng nhóm doanh nghiệp lớn như PNJ, DOJI, SJC.. sẽ được hưởng lợi trực tiếp khi nguồn cung cải thiện, giúp các doanh nghiệp này tiết giảm chi phí sản xuất và cải thiện hiệu quả vốn lưu động. Mặt khác, giá vàng được dự phóng tiếp tục tăng cao trong bối cảnh kinh tế toàn cầu không ổn định, sẽ tiếp tục yêu cầu các doanh nghiệp vàng phải tăng số ngày tích trữ để tối ưu chi phí sản xuất. Mặt khác, sức mua tiêu dùng cải thiện và tăng trưởng kinh tế cao sẽ là yếu tố hỗ trợ đối với tiêu thụ trang sức trong 2026.

**Biểu đồ 6. Cơ cấu doanh thu bách hóa khu vực ĐNA**



Nguồn: Euromonitor

**Biểu đồ 7. Top các quốc gia có số lượng người mới bước vào tầng lớp “tiêu dùng”**

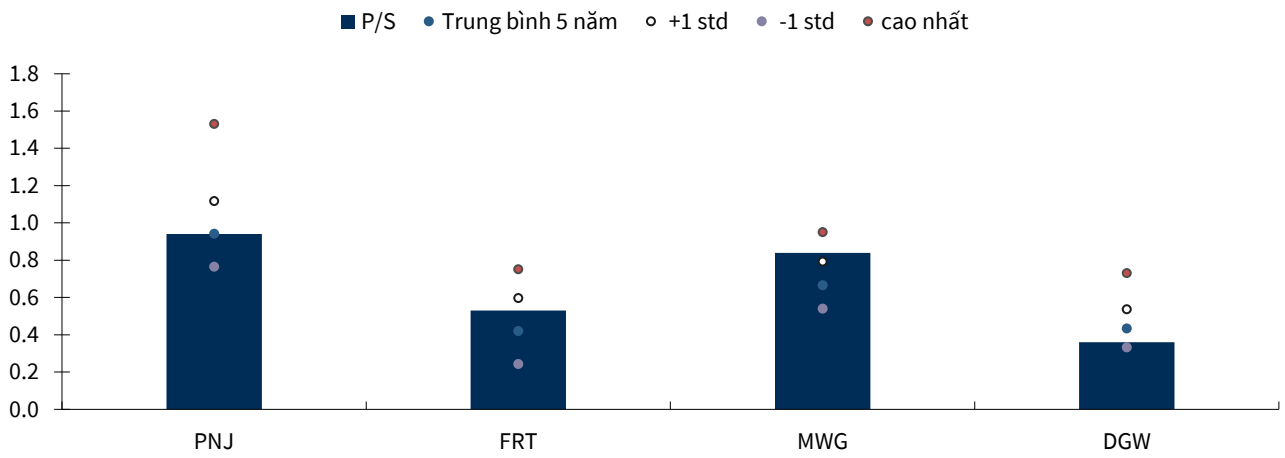


Nguồn: NielsonIQ, KBSV (\*tầng lớp “tiêu dùng” ám chỉ những người chi trên 12 USD/ngày được phản ánh theo sức mua tương đương năm 2017)

**Một số cổ phiếu đang ở mức định giá hấp dẫn**

Nhìn chung, bối cảnh 2026 đang đặt ra những triển vọng mới dành cho các doanh nghiệp Bán lẻ. Không chỉ được thúc đẩy gián tiếp qua các yếu tố vĩ mô, mà còn được hỗ trợ bởi bộ khung pháp lý, các chính sách nhằm kích cầu tiêu thụ từ người dân. Mặc dù hoạt động sản xuất kinh doanh của từng doanh nghiệp đều có câu chuyện riêng đi kèm, kỳ vọng về một năm tăng trưởng bất phá cả về doanh thu và lợi nhuận là hoàn toàn có cơ sở. Vì vậy, các cổ phiếu với mức định giá ngang hoặc dưới mức trung bình P/S 5 năm như PNJ, FRT, DGW đều còn cơ hội đầu tư với mức upside trên 15%. Ngoài ra, thị trường đang phản ánh sớm 1 phần tiềm năng tăng trưởng của MWG với mức P/S +1std, tuy nhiên NĐT hoàn toàn có thể chờ đợi các nhịp điều chỉnh ngắn để mở mới/gia tăng vị thế cho cổ phiếu khi mô hình hoạt động còn nhiều triển vọng trong dài hạn để khai phá.

Biểu đồ 8. P/S của một số doanh nghiệp bán lẻ



Nguồn: KBSV tổng hợp

# CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG) Bối cảnh 2026 đầy hứa hẹn

01/12/2025

Chuyên viên phân tích Nghiên Cứu Tiến  
(+84) 24-7303-5333 tienns@kbsec.com.vn

**MWG hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm sau 9 tháng**

Kết thúc 9M2025, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 113,607 tỷ VND (+13.7% YoY). Mảng ICT&CE duy trì chuỗi tăng trưởng 2 chữ số trong 9T2025. Chuỗi BHX ước tính lãi khoảng 240 tỷ trong quý 3/2025. Lũy kế 9M2025, biên LNST tiếp tục duy trì trên mức 4%, LNST đạt 4,965 tỷ đồng (+72% YoY), vượt kế hoạch cả năm.

**Chuỗi TGDĐ+ĐMX có cơ sở để duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong 2026**

Mảng ICT & CE dự báo tăng trưởng 12% YoY trong 2026 nhờ sức mua phục hồi (chính sách thuế TCNC mới) và xu hướng chuyển dịch thị phần sang bán lẻ hiện đại đến từ việc môi trường kinh doanh được minh bạch hóa (hóa đơn điện tử, siết chặt TMĐT). Vị thế đầu ngành là bệ phóng vững chắc để MWG tối ưu hóa các lợi thế vĩ mô này.

**BHX tăng tiến lợi nhuận và độ phủ nhanh chóng**

Hiệu quả vận hành tích cực từ các cửa hàng giúp BHX hướng đến mức lợi nhuận ròng khoảng 700 tỷ đồng trong 2025. Đây là cơ sở để chuỗi tiếp tục mở rộng với mục tiêu hơn 700 điểm bán trong 2026, trọng tâm phát triển sẽ dịch chuyển sang Bắc Trung Bộ và Đồng bằng sông Hồng, nơi công tác chuẩn bị đã được khởi động.

**Khả năng cải thiện biên lợi nhuận của MWG là động lực trong trung/dài hạn**

Động lực nới rộng biên lợi nhuận MWG đến từ đòn bẩy hoạt động (tăng trưởng doanh thu > chi phí) nhờ mở rộng BHX và vị thế TGDĐ/ĐMX. Đồng thời, CFO dồi dào giúp tối ưu hóa chi phí vốn và tạo ra nguồn thu nhập tài chính ổn định, củng cố biên lãi ròng trên 4% trong trung/dài hạn.

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 106,100 VND**

Với triển vọng tích cực của các mảng kinh doanh đặc biệt là tiềm năng tăng trưởng dài hạn của BHX, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG cho năm cơ sở 2026 với mức giá mục tiêu 106,100 VND/cổ phiếu.

## MUA Duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 106,100</b>
Tăng/giảm (%)	32%
Giá hiện tại (Nov 28)	VND 79,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 95,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	117/4.6

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	560.2/21.5
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	CT TNHH Thế giới bán lẻ (10.49%)

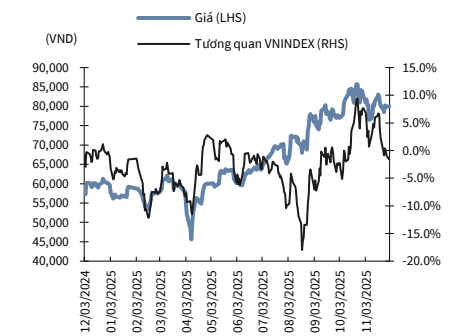
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	6.2	18.6	27.8	8.3
Tương đối	-3.4	-5.9	1.8	-21.5

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	118,280	134,341	155,535	189,383
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	436	4,084	6,726	8,424
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	168	3,722	6,402	8,173
EPS (VND)	113	2,514	4,325	5,521
Tăng trưởng EPS (%)	-96	2,120	72	28
P/E (x)	679.8	30.6	17.8	13.9
P/B (x)	4.8	4.0	3.4	2.9
ROE (%)	0.7	13.2	19.3	20.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8	0.8	0.8	0.8

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP Thế giới số (DGW)

## Hướng đi mới

24/12/2025

Chuyên viên phân tích Nghiên Cứu Tiền  
(+84) 97-2815-667 tienns@kbsec.com.vn

**9T/2025 DGW hoàn thành gần 75% kế hoạch doanh thu/lợi nhuận năm**

Kết thúc Q3/2025, DGW ghi nhận doanh thu và LNST công ty mẹ lần lượt 7,391 tỷ VND (+18.7% YoY) và 166 tỷ VND (+37% YoY), lũy kế 9M2025 đạt lần lượt 18,642 tỷ VND (+15% YoY) và 388 tỷ VND (+28% YoY). Mảng thiết bị gia dụng ghi nhận mức tăng trưởng lũy kế cao nhất, đạt +87% YoY. Tổng kết 9M2025, DGW tiếp tục duy trì mức tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận ổn định, hoàn thành 73%/74% kế hoạch năm.

**Mảng Laptop/MTB gồng gánh tăng trưởng ngành hàng ICT**

Mảng Laptop/PC của DGW dự kiến tăng trưởng 16.2% YoY trong 2026, nhờ điểm rơi chu kỳ thay thế thiết bị mua từ 2020-2021, cùng với sự bùng nổ của AI PC/Laptop và việc Microsoft ngừng hỗ trợ Windows 10. Ngược lại, mảng Điện thoại Di động đối mặt với sụt giảm tăng trưởng hoặc đi ngang, do mất dần vị thế phân phối độc quyền (Apple, Xiaomi) và chịu áp lực chiến lược giá gay gắt từ các chuỗi lớn. Đóng góp từ Motorola chỉ đóng vai trò bệ đỡ nhỏ.

**2026 sẽ là năm đột phá cho ngành hàng Thiết bị văn phòng & Gia dụng**

Động lực tăng trưởng chính của DGW đang dịch chuyển sang mảng Thiết bị Văn phòng (+51% YoY) và Gia dụng (+35% YoY) trong 2026. Mảng Thiết bị Văn phòng bùng nổ nhờ xu hướng Edge AI Server thay thế Cloud AI và nhu cầu đầu tư hạ tầng dữ liệu, công nghệ. Các sản phẩm IoTs và Gia dụng được hưởng lợi từ hệ sinh thái Xiaomi AIoT (tính liên kết cao) và chính sách giảm thuế TNCN, thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng.

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 49,500 VND**

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2025/2026 của DGW với doanh thu thuần đạt 25,176/30,041 tỷ VND (+14%/+19% YoY) và LNST đạt 539/707 tỷ VND (+21%/31% YoY), nhờ tập trung danh mục sản phẩm vào các mặt hàng có BLN tốt hơn như Office Equipments & Home Appliances. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DGW cho năm 2026 với mức giá mục tiêu 49,500 VND/cổ phiếu.

## MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND 49,500
Tăng/giảm (%)	24.3%
Giá hiện tại (Dec 16)	VND 39,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 49,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	8.8/0.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	62.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	125.8/4.8
Sở hữu nước ngoài (%)	22.1%
Cổ đông lớn	Công ty TNHH MTV TVĐT thế giới Bán lẻ (10.49%)

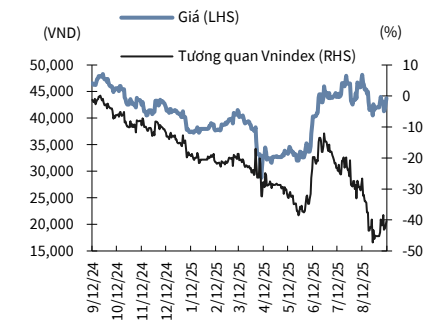
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-6.7	43.5	-9.3
Tương đối	-4.9	-25.3	-11.7	-41.8

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	18,817	22,079	25,176	30,041
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	417	527	554	764
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	354	444	539	707
EPS (VND)	1,601	2,006	2,434	3,194
Tăng trưởng EPS (%)	-48	25	21	31
P/E (x)	25.2	20.1	16.6	12.6
P/B (x)	2.7	3.0	2.7	2.3
ROE (%)	13.8	14.9	15.6	17.5
Tỷ suất cổ tức (%)	1.9	1.0	1.1	2.2

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ) Mùa cao điểm đến gần

10/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

**LNST tăng 130% YoY nhờ doanh thu vàng 24K phục hồi mạnh mẽ, vượt kỳ vọng**

Kết thúc Q3/2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 8,136 tỷ đồng (+14% YoY) và LNST đạt 496 tỷ VND( +130% YoY). Điểm nhấn chính của quý 3 là sự phục hồi mạnh mẽ từ doanh thu vàng miếng (+83%YoY) so với mức nền thấp trong quý 3-2024, có thể đến từ việc nguồn cung trong nước có dấu hiệu cải thiện và hiệu quả của chiến dịch tích trữ nguyên liệu trước đó. Ngược lại, mảng kinh doanh cốt lõi là trang sức bán lẻ / sỉ tăng lần lượt 4.3%/-12% YoY do nhu cầu tiêu thụ cuối có vẻ vẫn còn chậm.

**Bước vào mùa cao điểm tiêu thụ trang sức và vàng**

Bất chấp nhu cầu dự kiến đi ngang, chúng tôi kì vọng PNJ sẽ chiếm thêm thị phần trong ngành nhờ lợi thế quy mô sản xuất và độ phủ cửa hàng vượt trội, đầu tư kĩ càng cho các chiến dịch quảng cáo & bán hàng để gia tăng độ nhận diện thương hiệu.

**Triển vọng dài hạn vẫn tương đối lạc quan**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép hàng năm của PNJ về doanh thu và LNST đạt lần lượt 5% và 6%/năm trong giai đoạn 2026-2030. Động lực chính đến từ (1) Tăng trưởng cửa hàng cũ khoảng 3%/năm; (2)mở rộng cửa hàng sang các khu vực phía bắc với nhu cầu dự kiến thấp hơn; (3) Biên lợi nhuận cải thiện nhẹ nhờ khó khăn về nguồn cung được tháo gỡ.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 105,600 VND/ cổ phiếu**

KBSV xác định giá mục tiêu của PNJ đến cuối 2026 là 105,600 VND/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 20%. PNJ đang được giao dịch với mức PE dự phóng 2026 là 12 lần, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm của doanh nghiệp, cho thấy triển vọng đầu tư khá hấp dẫn.

## MUA Duyệt

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 105,600</b>
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (12/10/2025)	VND 88,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 101,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	30.0/1.15

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	86.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	79.1/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	46.8%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

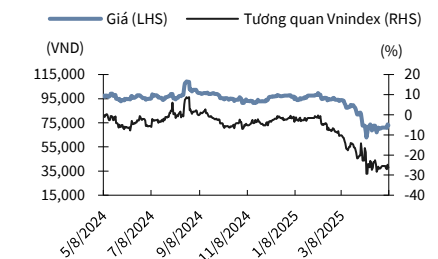
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7.9	-25.9	-21.7	-25.4
Tương đối	-2.5	-24.0	-21.5	-25.4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	33,137	37,823	34,271	35,987
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,529	2,670	2,941	3,185
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	1,971	2,113	2,336	2,530
EPS (VND)	5,830	6,250	6,911	7,485
Tăng trưởng EPS (%)	9	7	11	8
P/E (x)	14	14	13	12
P/B (x)	2.9	2.6	2.3	2.3
ROE (%)	21.6	20.1	19.4	18.5
Tỷ suất cổ tức (%)	2.2	2.3	2.3	2.3

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Tiêu dùng

## Triển vọng tích cực và định giá hấp dẫn

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân  
(+84) 24-7303-5333 [quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

31/12/2025

### Kết quả kinh doanh 9T2025 phân hóa

Ở ngành hàng tiêu dùng mà chúng tôi theo dõi (MSN, VNM, QNS), hầu hết doanh nghiệp ghi nhận doanh thu sụt giảm và kém hơn kì vọng do tác động của thắt chặt quy định thuế khoán đến các cửa hàng bán lẻ, cạnh tranh tiếp tục gay gắt và người tiêu dùng tiếp tục có xu hướng tiết kiệm. Ở chiều ngược lại, giá heo neo cao do bệnh dịch và bão lũ trong hơn 1 năm qua đã phần nào giúp doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp chăn nuôi heo (DBC, BAF, HPA) tăng trưởng vượt bậc trong 9T-2025 so với cùng kì. Về thủy sản xuất khẩu, KQKD của các doanh nghiệp có sự tăng trưởng tương đối ổn định, chủ yếu nhờ chi phí nuôi ổn định và làn sóng chạy trước đơn hàng trong 9T-2025.

### Triển vọng 2026

Kinh tế và tiêu dùng trong năm tới được thúc đẩy bởi mục tiêu tăng trưởng cao và giảm trừ thuế TNCN, hứa hẹn đem lại nhiều dư địa cho các doanh nghiệp hàng tiêu dùng tại thị trường nội địa. Chúng tôi kì vọng các thương hiệu tiêu dùng hàng đầu là MSN và VNM sẽ duy trì được vị thế dẫn đầu nhờ nền tảng phân phối phủ khắp, nhận diện thương hiệu cao và cải tiến sản phẩm. Về ngành chăn nuôi lợn, chúng tôi kì vọng thị phần tiếp tục có xu hướng dần tập trung về các doanh nghiệp lớn, đem lại triển vọng tăng trưởng sản lượng tích cực trong khi giá bán heo được kì vọng tiếp tục neo cao. Về ngành thủy sản xuất khẩu, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng thấp hoặc sụt giảm nhẹ với cạnh tranh cao tại các thị trường chính như Mỹ và Châu Âu khi các rào cản thương mại vẫn tiềm ẩn rủi ro nhất định.

### Định giá hấp dẫn cho thủy sản, tiềm năng tăng trưởng tốt với hàng tiêu dùng nội địa

Chúng tôi ưa thích VNM và MSN với vị thế vững chắc và dư địa tăng trưởng rõ ràng trong 2026. Trong đó, MSN là sự lựa chọn tốt hơn ở thời điểm hiện tại, dựa theo tiềm năng tăng giá. Cùng với đó, chúng tôi cũng khuyến nghị MUA đối với VHC và FMC, hai doanh nghiệp thủy sản cá tra và tôm hàng đầu với mức giá đã được chiết khấu về mức hấp dẫn.

## Tích cực thay đổi

Khuyến nghị	
<b>VNM</b>	<b>TRUNG LẬP</b>
Giá mục tiêu	69,800 VNĐ
<b>MSN</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	98,800 VNĐ
<b>VHC</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	68,000 VNĐ
<b>FMC</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	46,800 VNĐ

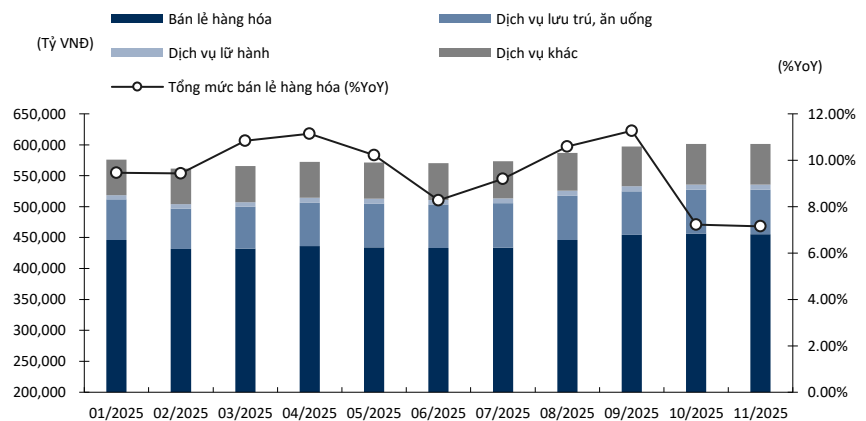
## Kết quả kinh doanh 9T2025

### Ngành tiêu dùng bán lẻ tiếp tục tăng trưởng ổn định với lạm phát thấp trong 2025

Lũy kế 11T-2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 7.15% (đã loại trừ lạm phát), cho thấy sức tăng ở mức vừa phải, chịu nhiều tác động từ yếu tố tâm lý tiêu dùng tiếp tục dè dặt trong bối cảnh kinh tế và xã hội có nhiều chuyển biến khó lường như tái cấu trúc bộ máy nhà nước, thuế đối ứng tại Mỹ,.. Mặt khác, đà tăng trưởng cao của ngành du lịch giúp dịch vụ lưu trú & ăn uống và dịch vụ lưu hành tăng lần lượt 14% YoY và 20% YoY trong 11 tháng, hỗ trợ không nhỏ đến sức tiêu dùng cả nước. Lạm phát được kiểm soát tốt với chỉ số giá tiêu dùng và lạm phát cơ bản lần lượt đạt 3.6% và 3.28% YoY tính đến tháng 11.

Nhìn chung, tốc độ tăng trưởng có phần chậm lại trong tháng 10-11, cho thấy nhu cầu đang có dấu hiệu tăng chậm và ổn định.

**Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ bóc tách**



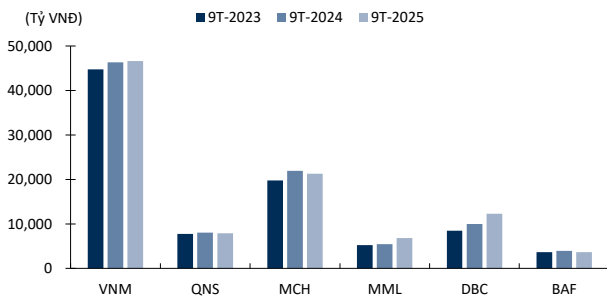
Nguồn: Fiinpro, GSO

### Ngành thực phẩm tiêu dùng: khó khăn tạm thời

Trong 2025, chính sách thuế khoán là một trong những yếu tố tác động mạnh mẽ nhất tới ngành tiêu dùng. Quy định mới yêu cầu các hộ kinh doanh phải kết nối với tài khoản ngân hàng để ghi nhận doanh thu, thay vì ước tính như trước đây, khiến chi phí thuế ước tăng khoảng 4 lần. Điều này tác động đến nhu cầu nhập hàng của các tiểu thương ngay lập tức từ quý 2, gây sụt giảm doanh thu của các doanh nghiệp tại kênh truyền thống. Theo đó, Masan Consumer – thương hiệu lớn nhất về hàng tiêu dùng với các sản phẩm như Gia Vị, Mì gói tiện lợi, nước giải khát và cà phê bị ảnh hưởng nhiều nhất, với doanh thu trong 2Q-3Q25 giảm lần lượt -15% và -6% YoY.

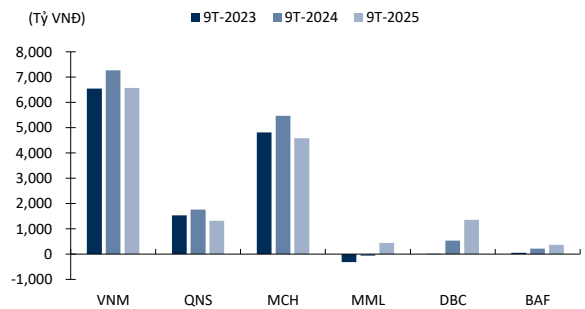
Ngoài ra, Masan và Vinamilk đều thực hiện cuộc cải tổ mạnh mẽ về phương thức bán hàng nhằm giảm lệ thuộc vào kênh phân phối si truyền thống, vốn chiếm từ 70%-90% doanh thu trước đây. Cả hai doanh nghiệp đều giới thiệu các nền tảng ứng dụng công nghệ mới, sử dụng AI để kết nối với cửa hàng bán lẻ nhằm theo dõi tình hình bán hàng, tự động hóa đặt hàng và dự phóng nhu cầu của người tiêu dùng dựa trên thời gian thực. Hoạt động tái cấu trúc cửa hàng này cũng ảnh hưởng lớn đến sự sụt giảm doanh thu trong ngắn hạn của Vinamilk trong 1Q25 và Masan Consumer (MCH) trong 2Q25.

**Bảng 2. Doanh thu của các doanh nghiệp F&B lớn**



Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

**Bảng 3. Lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp phân hóa**



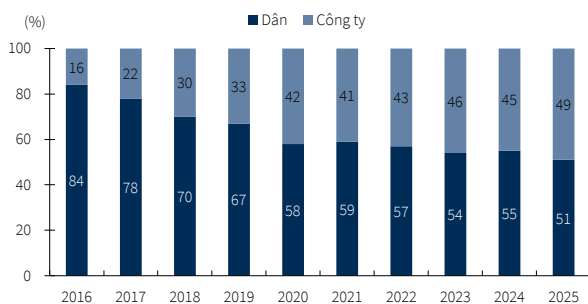
Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

**Chăn nuôi heo: các doanh nghiệp ghi nhận KQKD tích cực nhờ chu kì giá heo tốt**

Nguồn cung heo trong 2025 bị tác động bởi nhiều yếu tố như (1) Dịch bệnh tả lợn Châu Phi khiến nguồn cung diễn ra bất thường; (2) Các trận bão lũ cũng khiến tỉ lệ hao hụt trong quá trình nuôi tăng cao. Hai yếu tố này đóng vai trò chính khiến giá heo có những biến động lớn, tăng mạnh trong 2 quý đầu năm - thời điểm nhu cầu cao, rồi sụt giảm mạnh do nhu cầu yếu và trang trại chủ động bán chạy dịch/lũ.

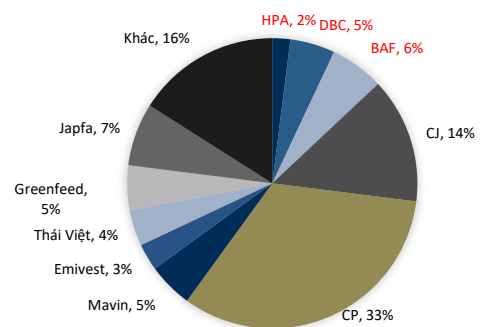
Các doanh nghiệp lớn tiếp tục hưởng lợi trong môi trường giá heo tăng nhờ nguồn cung ổn định, đầu tư trang trại kĩ lưỡng hơn giúp giảm tỉ lệ hao hụt và tận dụng được những thời điểm giá heo neo cao. Bên cạnh đó, giá thức ăn chăn nuôi (TACN) duy trì ở mức thấp và ổn định nhờ nguồn cung khá và nhu cầu chậm trên toàn cầu, giúp các doanh nghiệp lớn tối ưu chi phí và duy trì biên lợi nhuận cao. Trong 9T-2025, ba doanh nghiệp chăn nuôi và chế biến heo lớn nhất là DBC, BAF và MML ghi nhận LNST đạt lần lượt 1,358 tỷ VNĐ (+156%YoY), 363 tỷ VNĐ (69%) và 438 tỷ VNĐ (+710%).

**Bảng 4. Thị phần heo thịt chăn nuôi trong ngành**



Nguồn: Agromonitor

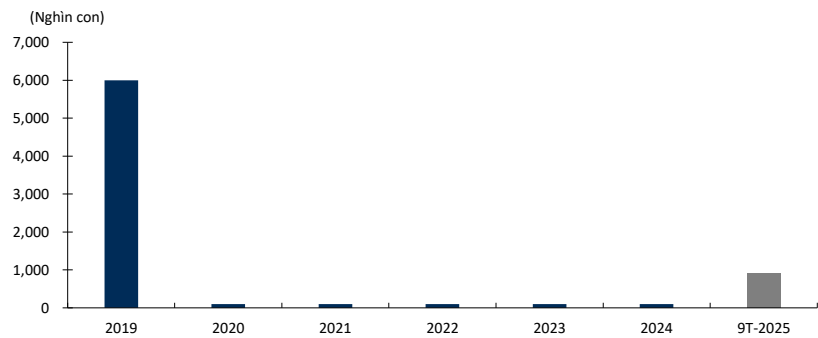
**Bảng 5. Top các công ty có đàn nái lớn nhất cả nước**



Nguồn: Agromonitor

9T-2025, số lượng heo trên cả nước bị tiêu hủy lên tới hơn 1.2 triệu con, tăng mạnh so với 2024. Vì vậy, nguồn cung heo được dự báo sẽ tiếp tục khan hiếm trong thời gian tới do các trang trại cần thời gian đảm bảo an toàn sinh học (ATSH) và tái đàn.

**Biểu đồ 6. Số lượng heo tiêu hủy do dịch bệnh tăng cao**



Nguồn: Agromonitor, FAO, Cục chăn nuôi và thú y

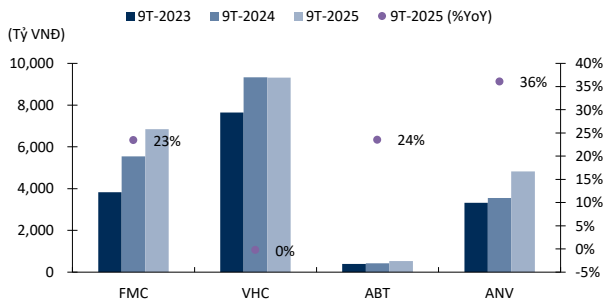
**Thủy sản: đơn hàng ổn định nhưng biên lợi nhuận co hẹp do cạnh tranh và rào cản thương mại**

Trong 9T-2025, hai doanh nghiệp thủy sản hàng đầu về chế xuất cá tra và tôm trên sàn mà chúng tôi ưa thích là Vĩnh Hoàn (VHC) và Thực Phẩm Sao Ta (FMC) đều ghi nhận KQKD tăng trưởng dù trong bối cảnh đối mặt với mức thuế đối ứng cao (10%-20%) tại Mỹ - thị trường quan trọng nhất đối với cả hai.

Về VHC, doanh thu và LNST công ty mẹ tăng lần lượt 0% YoY và 39% YoY trong 9T-2025. Điều này chủ yếu đến từ việc chi phí nuôi cá (chủ yếu là TACN) thấp hơn cùng kỳ, hoàn nhập dự phòng, trong khi giá bán đầu ra đi ngang, giúp biên gộp cải thiện 260 bps YoY. Về sản lượng tiêu thụ, tổng sản lượng cá tra ghi nhận đạt 67.6 nghìn tấn (-7%YoY) với các thị trường chính lần lượt là Mỹ (36.6 nghìn tấn, -4% YoY), Châu Âu (11.7 nghìn tấn, +11% YoY), Trung Quốc (6.1 nghìn tấn, -43%YoY) và khác (13.1 nghìn tấn, -1% YoY). Bất chấp các đơn hàng chạy trước, sản lượng tại Mỹ sụt giảm do nhu cầu tiêu thụ vừa phải, và tồn kho còn cao. Mặt khác, thị trường Trung Quốc chứng kiến sự sụt giảm mạnh do nhu cầu sản phẩm phi lê hạn chế, tiêu chuẩn thấp và cạnh tranh cao. Nhìn chung, giá bán trung bình của VHC đi ngang so với cùng kỳ, bị tác động bởi thuế quan và làn sóng cạnh tranh gay gắt của thương mại toàn cầu.

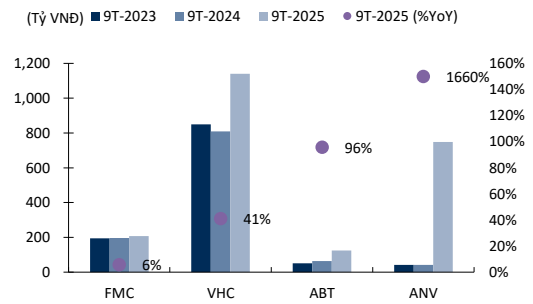
Đối với FMC, doanh thu và LNST công ty mẹ tăng lần lượt 24% YoY và 6% YoY trong 9T-2025. Trong đó, doanh thu của FMC tại thị trường Mỹ (30%-44% tổng doanh thu) ghi nhận bao gồm cả thuế quan (10%-20%) đối với hầu hết đơn hàng từ quý 3 do doanh nghiệp đổi sang phương thức vận chuyển DPP (Delivered Duty Paid). Điểm tích cực là sản lượng tôm xuất khẩu tăng 18% YoY nhờ nhu cầu nhập hàng trước (Front-loading) tại Mỹ (44% doanh thu) và nhu cầu ổn định tại các thị trường còn lại. Mặt khác, FMC ghi nhận chi phí bán hàng tăng 99% YoY, bao gồm chi phí thuế đối ứng, chi phí dự phòng cho thuế CBPG và Trợ cấp, khiến lợi nhuận bị bào mòn dù tăng trưởng sản lượng và doanh thu vẫn tương đối mạnh mẽ.

**Bảng 7. Doanh thu của các doanh nghiệp Thủy sản xuất khẩu lớn**



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

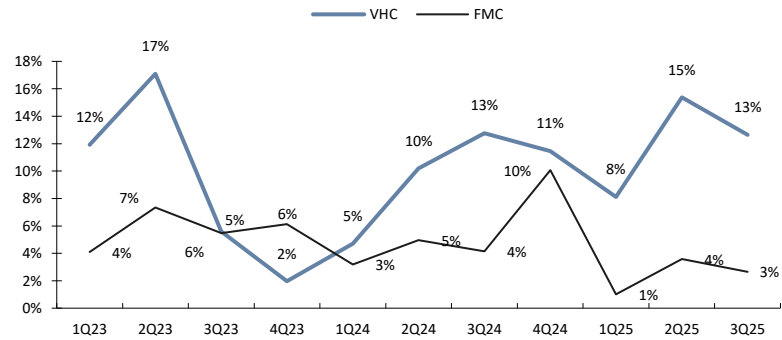
**Bảng 8. Lợi nhuận sau thuế giữ đà phục hồi, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận tăng mạnh**



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

**Biểu đồ 9. Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) của 2 doanh nghiệp niêm yết mà chúng tôi theo dõi**

Tăng trưởng LNST của VHC chủ yếu đến từ việc cải thiện biên lợi nhuận do chi phí sản xuất thấp và hoàn nhập. Biên lợi nhuận của FMC lại thu hẹp do các khoản dự phòng thuế tương đối cao, dù sản lượng và doanh thu cải thiện mạnh mẽ.



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

## Triển vọng 2026

### Ngưỡng miễn thuế dự kiến tăng 40%, cải thiện sức mua tiêu dùng

Trong cuối 2025, nhà nước đã phê duyệt tăng mức miễn thuế TNCN từ 11 triệu lên 15 triệu VNĐ và mức giảm trừ người phụ thuộc từ 4.4 triệu VNĐ lên 6.2 triệu VNĐ, có hiệu lực từ 2026. Điều này giúp tăng ngưỡng miễn thuế tăng khoảng 40% so với trước đây, đem lại thu nhập khả dụng và sức mua cải thiện đáng kể. Mặc khác, chúng tôi cho rằng nhu cầu đầu tư lớn của toàn xã hội và cá nhân phần nào sẽ tiếp tục hạn chế tăng trưởng của các mặt hàng tiêu dùng, dự kiến tăng ở mức 1 con số trung bình.

### Các doanh nghiệp tiêu dùng lớn dự kiến phục hồi đáng kể

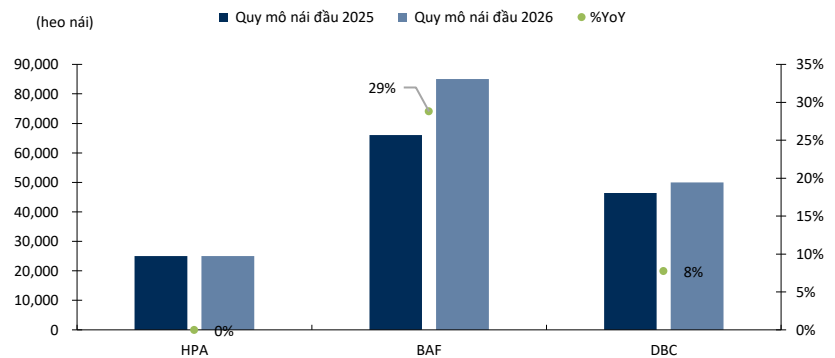
Về triển vọng phục hồi và tăng trưởng trong 2026, chúng tôi kì vọng VNM và MCH/MSN sẽ hưởng lợi đáng kể với các quy định thuế mới. Cả hai doanh nghiệp đều sở hữu mô hình sản xuất và bán hàng với quy mô lớn, thương hiệu có độ nhận diện cao và đầu tư mạnh mẽ vào sản phẩm. Đặc biệt, cả hai đều đầu tư vào chuỗi giá trị bán lẻ hiện đại trực tiếp và gián tiếp, hưởng lợi từ sự dịch chuyển trong thói quen tiêu dùng, giúp duy trì vị thế dẫn đầu. Với MCH, sự mở rộng của chuỗi Winmart (số cửa hàng + 16% YoY trong 11T-2025) đem lại không gian tăng trưởng cho kênh hiện đại trong bối cảnh kênh truyền thống không ổn định. Đối với VNM, doanh nghiệp tiếp tục đầu tư vào chuỗi cửa hàng bán lẻ riêng với mục tiêu 700 cửa hàng trên toàn quốc, đồng thời làm việc sát sao với các cửa hàng truyền thống để chuyển đổi mô hình. Chúng tôi dự báo LNST của VNM và MCH sẽ tăng trưởng lần lượt 9.9% YoY và 9.8% YoY trong 2026, với dòng tiền CFO mạnh mẽ và khả năng trả cổ tức tiếp tục cải thiện.

### DN chăn nuôi heo kì vọng tăng trưởng tích cực nhờ cải thiện sản lượng, thị phần và giá neo cao

Trong bối cảnh dịch tả heo châu Phi (ASF) vẫn diễn biến phức tạp và rủi ro sinh học cao, mô hình chăn nuôi nhỏ lẻ sẽ tiếp tục thu hẹp mạnh mẽ do thiếu vốn tái đàn và không đảm bảo an toàn sinh học. Đây là "thời cơ vàng" để các doanh nghiệp công nghiệp với quy mô lớn, quy trình khép kín từ con giống đến chế biến, giúp duy trì chi phí tối ưu trong bối cảnh giá bán biến động với biên độ rộng. Chúng tôi kì vọng sản lượng bán hàng của các doanh nghiệp niêm yết, bao gồm heo hơi (BAF, DBC, HPA) và thịt đã qua chế biến (BAF, MML) sẽ tiếp tục xu hướng tăng và cải thiện đáng kể trong 2026. Trong các doanh nghiệp, BAF sẽ là doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng tốt nhất về sản lượng trong 2026, nhờ chiến lược mở rộng thông qua thuê các trang trại nhỏ hoạt động không hiệu quả. Thói quen mua sắm dịch chuyển sang kênh bán lẻ hiện đại cũng sẽ là 1 yếu tố tác động đến sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp niêm yết, đặc biệt là BAF và MML. Về giá bán, nguồn cung hạn chế sẽ phần nào đẩy mức giá bán lên cao trong giai đoạn cao điểm từ quý 4-2025 đến quý 1-2026, tương tự như giai đoạn trong 2024-2025, đem lại triển vọng khả quan cho nhóm doanh nghiệp chăn nuôi, với lợi thế quy mô lớn và tỉ lệ nuôi thành công vượt trội so với ngành. Tuy nhiên, nguồn cung trong nửa cuối năm 2026 kì vọng sẽ phục hồi tốt theo tính chu kì ngành, có xu hướng khiến giá bán giảm. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng giá heo hơi trung bình của các doanh nghiệp sẽ tiếp tục duy trì ở mức quanh 60 nghìn/kg, tương đương mức trung bình của 2025

Với sản lượng heo nái (heo mẹ đẻ) tăng mạnh lên mức 85,000 con hiện nay, BAF cho thấy khả năng tăng trưởng cao nhất về quy mô đàn. Doanh nghiệp cũng công bố chiến lược “heo cao tầng” trong dài hạn, đặt mục tiêu 10 triệu heo thịt trong 2030.

**Biểu đồ 10. Quy mô heo nái công bố bởi các doanh nghiệp**



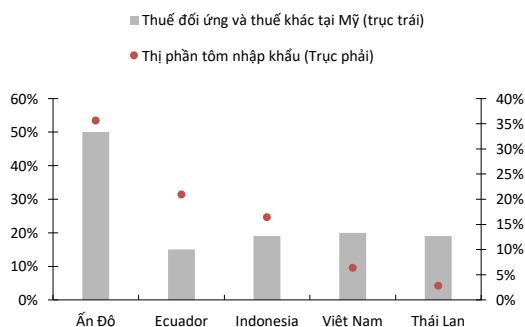
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

**Doanh thu các doanh nghiệp thủy sản kì vọng đi ngang nhờ đa dạng hóa thị trường**

Các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản đang đối mặt với nhiều khó khăn nhất định bao gồm mức thuế CBPG sơ bộ cao đối với tôm, cạnh tranh gay gắt hơn giữa các doanh nghiệp cá tra Việt Nam (thêm 6 doanh nghiệp được hưởng thuế 0%) và mức thuế của Mỹ giảm mạnh xuống 20% đối với Trung Quốc (ngang với Việt Nam)

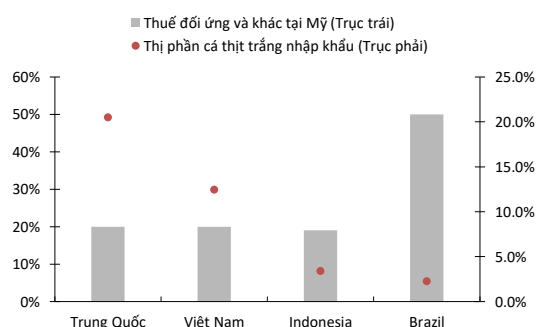
Với hai doanh nghiệp niêm yết mà chúng tôi theo dõi, mở rộng và đa dạng hóa sang các thị trường khác sẽ là chiến lược chính trong 2026 trong bối cảnh thị trường Mỹ tiềm ẩn nhiều rủi ro. Chúng tôi kì vọng sản lượng của VHC và FMC đi ngang so với cùng kì với mức giá bán thấp hơn từ 3%-5% do đa dạng hóa ra khỏi thị trường Mỹ - vốn có mức giá cao hơn. Tuy vậy, biên lợi nhuận của FMC có thể được cải thiện hơn nhờ đa dạng hóa sang các thị trường có biên lợi nhuận cao hơn thị trường Mỹ (vốn chịu nhiều chi phí tuân thủ do mức thuế CBPG cao). Đối với VHC, chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận ổn định, được hỗ trợ bởi dịch chuyển doanh thu sang C&G và các sản phẩm bán phòng & sản phẩm từ gạo. Trong bối cảnh thị trường 2026 dự kiến kém sôi động, mô hình kinh doanh tự chủ nguyên liệu không hoàn toàn (VHC 70%, FMC 30%) cho phép doanh nghiệp linh hoạt cắt giảm nguồn thu mua ngoài để tương thích với sức cầu từ đơn hàng mà không gánh chịu rủi ro dư thừa công suất quá lớn, qua đó bảo vệ biên lợi nhuận hiệu quả.

**Biểu đồ 11. Mức thuế tổng áp dụng với mặt hàng Tôm (chưa bao gồm mức thuế sơ bộ với tôm Việt Nam là ~35%) tại Mỹ**



Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 12. Mức thuế tổng áp dụng với các mặt hàng cá tra tại Mỹ**



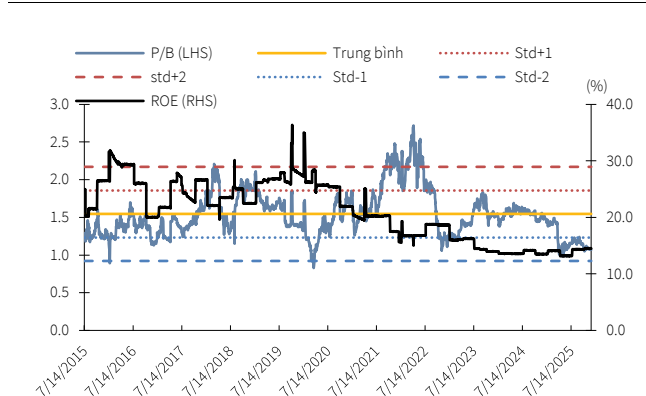
Nguồn: ITC, KBSV tổng hợp

**Định giá hầu hết các doanh nghiệp đều ở vùng hấp dẫn**

Chúng tôi ưa thích VNM, MSN, VHC và FMC nhờ vị thế dẫn đầu trong ngành và sở hữu lợi thế cạnh tranh nhất định.

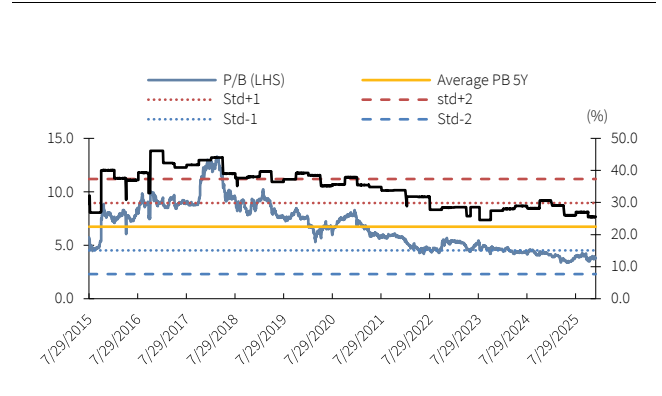
Đối với tiêu dùng nội địa, điểm nhấn chính là triển vọng tăng trưởng và phục hồi tích cực sẽ giúp VNM và MSN ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đáng kể. So với mức giá ở thời điểm hiện tại, MSN là sự lựa chọn hấp dẫn với chuỗi bán lẻ hiện đại tăng trưởng cao và sự phục hồi của mảng hàng tiêu dùng (MCH) trong 2026. Đối với thủy sản xuất khẩu, dù triển vọng ở mức trung bình, chúng tôi nhận thấy mức định giá hấp dẫn là yếu tố chính của quan điểm đầu tư ở thời điểm hiện tại với PE và PB của VHC và FMC đều ở mức chiết khấu sâu so với trung bình quá khứ.

**Biểu đồ 13. Định giá ROB & PB của MSN**



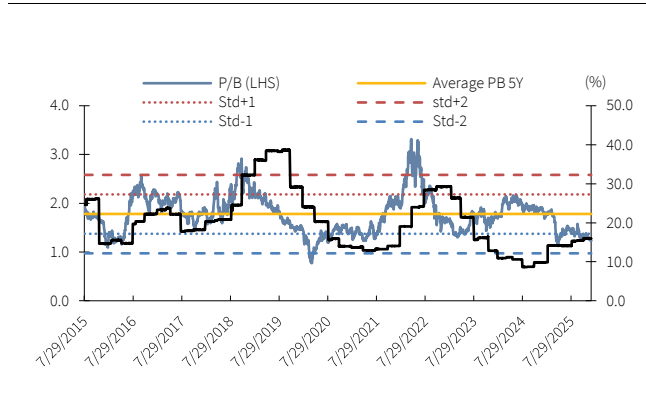
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 14. Định giá ROB & PB của VNM**



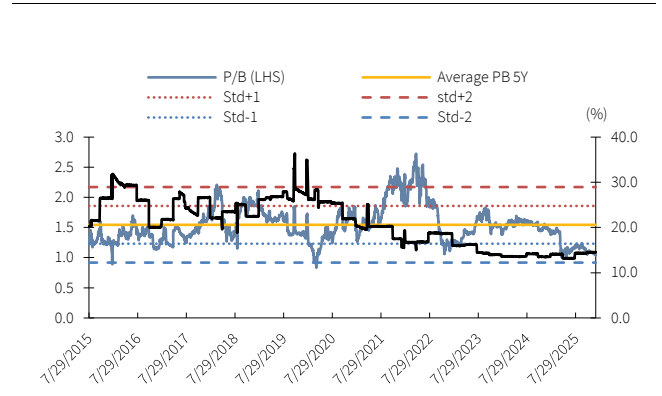
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 15. Định giá ROB & PB của VHC**



Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 16. Định giá ROB & PB của FMC**



Nguồn: KBSV tổng hợp

# CTCP Thực Phẩm Sao Ta

## Định giá hấp dẫn, triển vọng lạc quan

03/11/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
(+84) 24-7303-5333 [quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

**Doanh thu tăng 23% YoY trong 9M25, nhưng LNST chỉ tăng 6% YoY**

Nhu cầu nhập hàng trước thuế quan thúc đẩy tổng sản lượng trong 9M2025 tăng 18% YoY. Bất chấp nhu cầu hạ nhiệt trong quý 3, sản lượng vẫn đi ngang (+0%YoY), giúp doanh thu và LNST công ty mẹ vẫn đạt lần lượt 2,984 tỷ VNĐ (+5%YoY) và 97 tỷ VNĐ (+22%YoY). Lũy kế 9M2025, FMC ghi nhận doanh thu và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 6,850 tỷ VNĐ (+23% YoY) và 207 tỷ VNĐ (+6% YoY).

**Thuế CBPG được kì vọng quay lại mức thấp 0%, giúp FMC hoàn nhập dự phòng trong 2026**

Trong quý 2/2025, Bộ thương mại Mỹ (DOC) công bố mức thuế sơ bộ chống bán phá giá (CBPG) là 35.27% đối với 1 doanh nghiệp chế xuất tôm Việt Nam và áp dụng với cả các doanh nghiệp khác (bao gồm FMC). Tuy nhiên, FMC có thể tiếp tục được chứng minh không bán phá giá, qua đó duy trì mức thuế 0% - mức doanh nghiệp nhận được trong 4 năm qua. Điều này sẽ giúp doanh nghiệp ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng, ước tính khoảng 172 tỷ VNĐ của giai đoạn 2024-2025, trong năm 2026

**Thuế đối ứng vẫn đem lại khả năng cạnh tranh ổn định cho doanh nghiệp**

So với trước sự kiện thuế đối ứng, chênh lệch thuế hiện tại không thay đổi quá nhiều, giúp FMC duy trì khả năng cạnh tranh tại thị trường Mỹ. Mức thuế bổ sung lên tới 50% đối với Ấn Độ, nhà xuất khẩu tôm lớn nhất tại Mỹ cũng sẽ hỗ trợ thúc đẩy nhu cầu thay thế từ các quốc gia khác.

**Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 46,800 VNĐ/cổ phiếu**

Tác động của thuế đối ứng và vụ kiện CBPG đã khiến cổ phiếu FMC giảm 20% trong thời gian qua. Định giá PE và PB của doanh nghiệp hiện lần lượt là 7.7 lần và 1.09 lần, thấp hơn lần lượt 20% và 30% so với trung bình 5 năm. Chúng tôi khuyến nghị MUA với định giá hợp lý là 46,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 27%.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND46,800</b>
Tăng/giảm (%)	27%
Giá hiện tại (03/11/2025)	VND36,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 48,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	2.2/0.09

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	23.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	3.6/0.1
Sở hữu nước ngoài (%)	31.0%
Cổ đông lớn	Pan Group (37.75%) C.P Việt Nam (24.9%)

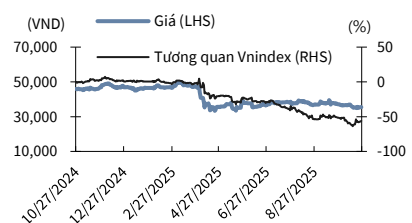
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4.6	-7.3	-0.3	-22.7
Tương đối	-5.9	-17.2	-37.2	-57.0

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	5,087	6,913	8,292	8,768
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	363	269	387	486
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	276	306	292	351
EPS (VNĐ)	4,222	4,675	4,472	5,372
Tăng trưởng EPS (%)	-10.7	10.7	-4.3	20.1
P/E (x)	8.7	7.8	8.2	6.8
P/B (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
ROE (%)	14	15	13	16
Tỷ suất cổ tức (%)	5.5	5.5	5.5	5.5

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn

## Định giá hấp dẫn cho doanh nghiệp đầu ngành

27/11/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
(+84) 24-7303-5333 [quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

### KQKD quý 3 cải thiện nhờ các mảng kinh doanh khác ngoài cá tra

Doanh thu và LNST CD công ty mẹ trong quý 3 đạt lần lượt 3,471 tỷ VNĐ (+6%YoY) và 433 tỷ VNĐ (+35%YoY). Động lực chính đến từ thoái vốn chứng khoán đầu tư và sự phục hồi tốt của doanh thu C&G/Sa Giang/Phụ phẩm với tăng trưởng lần lượt 20%/12%/29% YoY nhờ tâm lý và nhu cầu phục hồi. Trái lại, doanh thu từ cá tra (phi lê và GTGT) tăng trưởng âm (-9% YoY) do tác động của nhu cầu nhập trước từ quý 2.

### Nhu cầu mảng cá tra dự kiến ổn định trong 2026

Chúng tôi kì vọng Châu Âu và Mỹ tiếp tục là thị trường tiêu thụ chính với sự ổn định cao nhờ chuỗi giá trị đã được thiết lập sẵn và nhu cầu đối với cá thịt trắng nuôi trồng sẽ tiếp tục tăng trong bối cảnh sản lượng cá hoang dã được dự báo tiếp tục cắt giảm mạnh ở cả phân khúc cao cấp và bình dân. Dù vậy, cạnh tranh với cá rô phi dự kiến sẽ tiếp tục tăng cao, phần nào được hạn chế bởi mức thuế cao của Mỹ đối với các nhà cung cấp chính.

### Động lực trong dài hạn sẽ đến từ các mảng ngoài cá tra

Với mảng phi lê cá tra đã đến giới hạn về tăng trưởng, VHC đang chủ động đầu tư kĩ lưỡng hơn vào C&G và Sa Giang (thương hiệu thực phẩm từ gạo và bánh phồng), kì vọng tạo động lực tăng trưởng dài hạn. Với hệ thống phân phối và kinh nghiệm lâu năm, chúng tôi kì vọng doanh thu từ 2 mảng này sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số với biên lợi nhuận ròng cao ở quanh mức 20%.

### Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 68,000 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi xác định giá hợp lý cho cổ phiếu VHC trong 1 năm tới là 68,000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 18%. Cổ phiếu VHC hiện giao dịch với mức PE và PB lần lượt thấp hơn 30% và 25% so với mức trung bình 5 năm quá khứ, cho thấy triển vọng đầu tư hấp dẫn.

## MUA Thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND68,000</b>
Tăng/giảm (%)	+18%
Giá hiện tại (27/11/2025)	VND 57,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 59,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	12.9/0.48

#### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài (%)	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

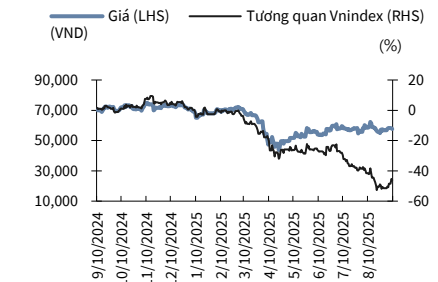
#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.4	6.9	-18.5	-17.7
Tương đối	-4.2	-17.5	-41.4	-46.3

#### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	10,033	12,513	12,553	12,956
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,118	1,450	1,730	1,788
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VNĐ)	919	1,226	1,462	1,524
EPS (VNĐ)	4,914	5,463	6,509	6,785
Tăng trưởng EPS (%)	-54	11	19	4
P/E (x)	17.6	10.7	9.0	8.6
P/B (x)	1.9	1.5	1.3	1.2
ROE (%)	11	14	16	14
Tỷ suất cổ tức (%)	0	6.8	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

## Tiếp tục duy trì sự tích cực

15/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
(+84) 24-7303-5333 [quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

**LNST của công ty mẹ tăng 101% YoY trong 9T-2025**

Trong 3Q25, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 21,164 tỷ VNĐ (-1.5%YoY) và 1,209 tỷ VNĐ (+ 72%YoY). Lũy kế 9T/2025, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 58,375 tỷ VNĐ (-3% YoY) và 2,634 tỷ VNĐ (+101% YoY).

**Các mảng kinh doanh tiếp tục tăng trưởng cao, giúp bù đắp sự sụt giảm của MCH**

Doanh thu của MCH (mảng sản phẩm tiêu dùng) tiếp tục giảm -6% YOY (quý 2 giảm -15%YoY) bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu tại kênh truyền thống (GT) do tác động của thay đổi quy định thuế và tái cấu trúc kênh phân phối. Bù lại, mảng bán lẻ hiện đại Wincommerce và thịt thương hiệu (Meatlife) và khai khoáng MSR tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng thị trường, đem lại tăng trưởng doanh thu cao từ 18%-33% YoY trong quý 3-2025.

**MCH tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số hàng năm trong giai đoạn tới**

MCH dự kiến sẽ chuyển sang sàn giao dịch TP HCM (HOSE) trong 2026. Doanh nghiệp tiếp tục kì vọng giữ được tăng trưởng khoảng 10%-15%/năm về doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2030 nhờ phát triển sản phẩm mới, xu hướng cao cấp hóa và đẩy mạnh xuất khẩu.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 98,800 VNĐ/ Cổ phiếu**

Bảng phương pháp định giá tổng thành phần (SOTP), KBSV xác định giá trị hợp lý là 98,800 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá là 34% so với giá cổ phiếu hiện tại.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 98,800</b>
Tăng/giảm (%)	34%
Giá hiện tại (15/12/2025)	VND 73,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 99,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	111.2/4.2

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	843.6/32.1
Sở hữu nước ngoài (%)	25.4%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

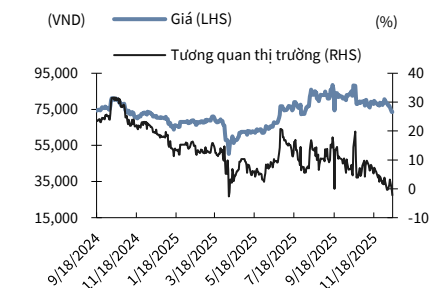
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.75	-8	-3	6.4
Tương đối	-3.05	-9.05	-24	-26.1

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	78,252	83,178	80,854	89,937
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,350	6,761	9,065	15,773
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	419	1,999	3,704	6,152
EPS (VNĐ)	293	1,321	2,448	4,066
Tăng trưởng EPS (%)	-88	352	85	66
P/E (x)	266	56	30	18
P/B (x)	4.2	3.7	3.3	2.8
ROE (%)	2	7	12	17
Tỷ suất cổ tức (%)	0.2	1.5	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

## Bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

**KQKD quý 3 tích cực hơn dự kiến nhờ cả nội địa và nước ngoài**

Doanh thu và LNST thuộc CĐ CTM trong 3Q25 phục hồi mạnh mẽ, đạt lần lượt 16,953 tỷ VNĐ (+9.1% YoY) và 2,527 tỷ VNĐ (+2.1% YoY). Lũy kế 9T-2025, VNM hoàn thành lần lượt 72% và 68% kế hoạch doanh thu và LNST, chủ yếu do bị kéo lùi do hoạt động tái cấu trúc kênh bán hàng trong quý 2.

**Nhu cầu nội địa tiếp đà phục hồi, trong khi xuất khẩu bất ngờ tăng trưởng mạnh 40% YoY**

Điểm nhấn chính trong quý 3 đến từ việc doanh thu nội địa phục hồi 4.4% YoY, trong khi xuất khẩu tăng trưởng vượt bậc (+44% YoY) nhờ chiếm thêm thị phần tại Campuchia và nhu cầu ổn định tại thị trường Iraq. Chúng tôi kì vọng xu hướng này tiếp tục diễn ra trong vài quý tới.

**Triển vọng 2026 tương đối lạc quan**

Chúng tôi kì vọng KQKD của VNM trong 2026 sẽ được cải thiện đáng kể nhờ cơ cấu sản phẩm mới có khả năng cạnh tranh cao trong mọi phân khúc, từ trung cấp đến cao cấp. Ngoài ra, sự cải thiện trong thu nhập khả dụng của người lao động thông qua quy định về thuế TNCN mới, cũng như tác động từ hoạt động siết chặt thuế khoán và tái cấu trúc kênh phân phối dần được thích ứng, đem lại triển vọng tích cực.

**Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 69,800 VNĐ/cổ phiếu**

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu hợp lý của cổ phiếu VNM trong 2026 là 69,800 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương tỉ suất lợi nhuận là 10%. Vì vậy, chúng tôi nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu VNM.

## TRUNG LẬP thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND69,800</b>
Tăng/giảm (%)	10%
Giá hiện tại (05/12/2025)	VND 63,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 71,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	135.6/5.2

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	265/10.3
Sở hữu nước ngoài (%)	50.8%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

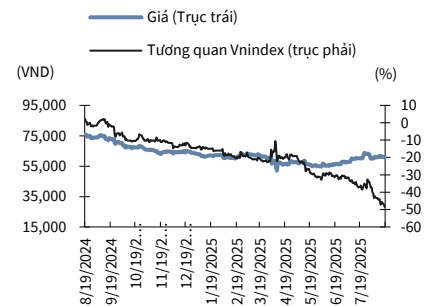
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.8	8.4	-0.2	-20.1
Tương đối	-8.5	-17.8	-27.2	-49.8

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	60,369	61,783	62,476	66,834
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	10,405	9,955	11,020	11,445
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	8,874	9,392	9,033	9,925
EPS (VNĐ)	4,246	4,494	4,322	4,749
Tăng trưởng EPS (%)	4%	6%	-4%	10%
P/E (x)	15.3	14.5	15.0	13.7
P/B (x)	4.3	4.2	4.3	4.4
ROE (%)	29	29	28	32
Tỷ suất cổ tức (%)	5.9	6.7	6.7	6.7

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Xây dựng

## Nguồn cung công việc tích cực

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)

31/12/2025

### Doanh thu doanh nghiệp xây dựng tăng trưởng tích cực trong khi tăng trưởng lợi nhuận gộp chậm hơn trong 9T2025

Hầu hết các doanh nghiệp ngành xây dựng đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu tích cực trong 9T2025 (CTD/VCG/HHV tăng trưởng 30%/40%/13% yoy) nhờ nguồn công việc ổn định đến từ (1) backlog tích cực cuối 2024, (2) tiến độ các dự án được đẩy nhanh do 2025 là năm cuối của giai đoạn đầu tư công trung hạn 2021 – 2025 và (3) thị trường bất động sản ấm dần lên. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp tăng trưởng chậm hơn đáng kể so với doanh thu do (1) cạnh tranh gay gắt trong ngành kéo giảm biên lợi nhuận và (2) chi phí nguyên vật liệu cát, đá tăng.

**Xây dựng bất động sản dân dụng tiếp đà hồi phục nhờ sự ấm lên của thị trường BĐS nhà ở** với tổng nguồn cung căn hộ mới ở Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh 2025/2026 dự kiến tăng trưởng 13%/6% yoy. Động lực hồi phục đến từ (1) các nút thắt pháp lý dần được tháo gỡ và (2) hạ tầng giao thông kết nối được tập trung đẩy nhanh tiến độ hoàn thiện.

**Xây dựng công nghiệp chậm lại trong 2026** do chịu ảnh hưởng bởi tâm lý thận trọng của nhà đầu tư và doanh nghiệp sản xuất trước những biến động thuế quan, có thể thấy qua (1) FDI đăng ký đã chững lại từ tháng 6/2025 và (2) nhu cầu thuê đất KCN cũng đang có dấu hiệu chậm lại từ đầu năm đến nay.

**Đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh tạo nguồn công việc ổn định cho nhóm doanh nghiệp hạ tầng trong 2026**, động lực đến từ (1) Chính phủ dự kiến phân bổ lên đến 1.08 triệu tỷ VND chi cho đầu tư công trong 2026 và (2) luật Xây dựng sửa đổi mới thông qua đơn giản hóa thủ tục phê duyệt, kỳ vọng đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án. Bên cạnh đó, Quy hoạch Điện VIII với tổng đầu tư cho lưới điện truyền tải 2026-2030 ước đạt 18.1 tỷ USD được tập trung đẩy mạnh sẽ đảm bảo dư địa tăng trưởng dài hạn cho các doanh nghiệp xây lắp điện, đặc biệt trong truyền tải và năng lượng tái tạo.

**Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với nhóm cổ phiếu xây dựng dân dụng và hạ tầng** nhờ sự hồi phục của thị trường bất động sản nhà ở và động lực đến từ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công. Ngược lại, mảng công nghiệp nhiều khả năng sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm hơn do tác động từ chính sách thuế quan của Mỹ. Một số cổ phiếu đáng chú ý bao gồm VCG, PC1, CTD, HHV. Chúng tôi đánh giá VCG và PC1 hiện đang ở vùng giá tương đối hấp dẫn khi đều giao dịch dưới mức P/B trung bình 5 năm, trong khi tiềm năng tăng trưởng vẫn được đảm bảo nhờ backlog ở mức cao cùng với khả năng cao sẽ tiếp tục trúng thầu nhiều dự án lớn trong thời gian tới.

## Tích cực duy trì

### Recommendations

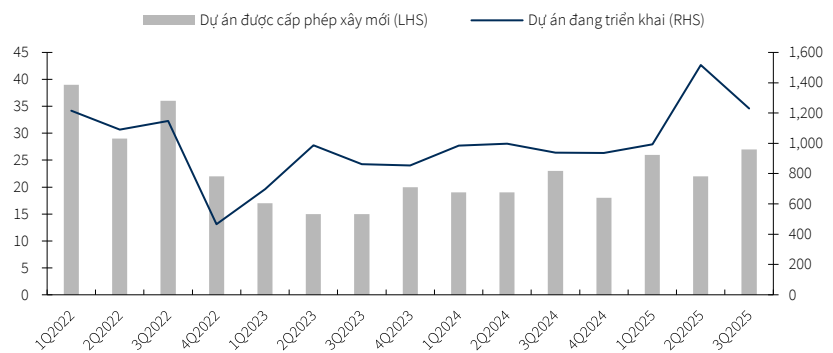
PC1	MUA
Giá khuyến nghị	VND 27,800
CTD	MUA
Giá khuyến nghị	VND 99,000

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2025

### Xây dựng bất động sản dân dụng phục hồi nhờ thị trường bất động sản ấm lên

Trong 9 tháng đầu năm 2025, hoạt động xây dựng bất động sản nhà ở ghi nhận tín hiệu ấm lên. Số dự án nhà ở được cấp phép mới đạt 75 dự án, tăng 23% so với cùng kỳ 2024. Số dự án đang triển khai tại thời điểm cuối 3Q2025 đạt 1,231 dự án, tăng mạnh so với mức 939 dự án cùng kỳ năm trước. Diễn biến hồi phục này chủ yếu đến từ mặt bằng lãi suất vẫn đang duy trì ở mức thấp, cùng với việc vướng mắc pháp lý tại một số dự án được tháo gỡ, qua đó hỗ trợ tiến độ triển khai xây dựng trong kỳ.

**Biểu đồ 1. Số dự án được cấp phép mới và số dự án đang triển khai (dự án)**

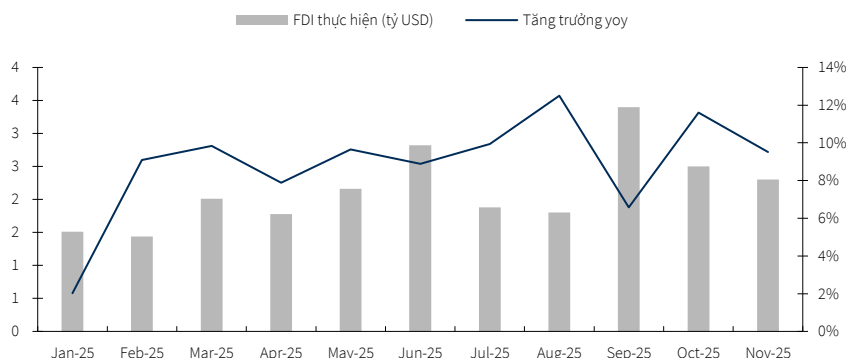


Nguồn: Bộ Xây dựng

### Xây dựng công nghiệp ổn định trong 9T2025

FDI thực hiện trong 11 tháng đầu năm 2025 đạt 23,6 tỷ USD (+8,9% yoy) dù FDI đăng ký mới có xu hướng suy giảm trong những tháng gần đây (biểu đồ 6), cho thấy các dự án công nghiệp đã được cấp phép trước đó vẫn tiếp tục giải ngân đúng tiến độ. Tuy nhiên, hoạt động xây dựng công nghiệp chủ yếu đến từ mở rộng và nâng cấp dự án hiện hữu, trong khi các dự án mới quy mô lớn bị trì hoãn do nhà đầu tư thận trọng hơn trước rủi ro thuế đối ứng, đặc biệt ở các ngành có tỷ trọng xuất khẩu cao sang Mỹ. Do đó, tăng trưởng xây dựng công nghiệp 9T2025 chậm lại so với giai đoạn trước, phản ánh qua việc tỷ trọng mảng này của CTD giảm từ 40% năm 2024 xuống khoảng 20% trong năm 2025.

**Biểu đồ 2. FDI thực hiện trong 11 tháng đầu 2025**



Nguồn: GSO

**Giải ngân đầu tư công 11T2025  
hoàn thành 61% kế hoạch**

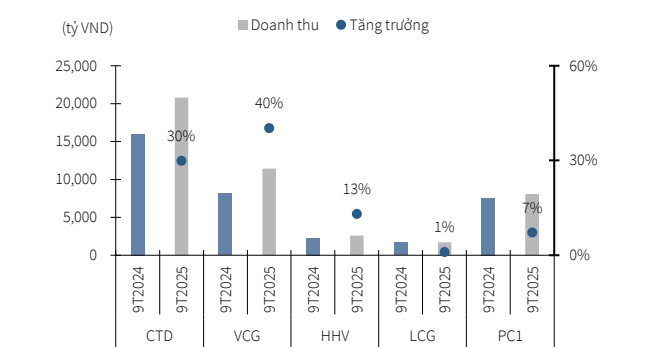
Trong 11 tháng đầu năm 2025, vốn đầu tư công giải ngân đạt khoảng 553.250 tỷ đồng, tương đương 61% kế hoạch năm, chậm hơn nhiều so với kế hoạch đề ra do (1) sáp nhập tỉnh thành và sắp xếp bộ máy hành chính, chậm giải phóng mặt bằng và (2) thiếu hụt nguyên vật liệu. Dù vậy, áp lực hoàn thành kế hoạch của năm cuối giai đoạn đầu tư công trung hạn 2021–2025 đã duy trì nguồn công việc cho các doanh nghiệp hạ tầng và xây lắp quy mô lớn như HHV, VCG, LCG và PC1 với các dự án lớn như sân bay Long Thành (hiện đã bước vào giai đoạn cuối), hệ thống giao thông đô thị và liên vùng (cao tốc Bắc – Nam, vành đai 3, 4 Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh) và hạ tầng năng lượng.

**KQKD các doanh nghiệp xây dựng  
có sự phân hóa**

Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp nổi bật trong ngành xây dựng bao gồm:

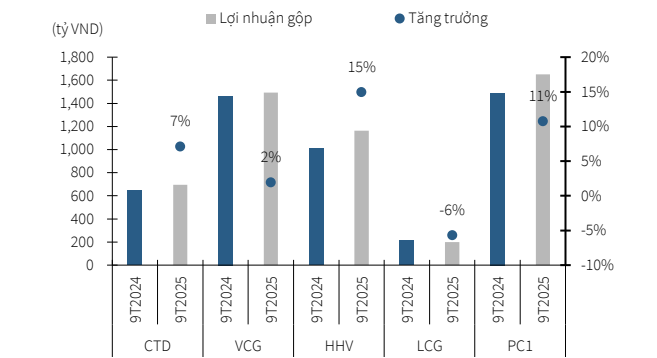
- CTD và VCG ghi nhận tăng trưởng doanh thu mạnh trong 9T2025 chủ yếu đến từ mảng xây lắp, với backlog vào cuối 2024 của 2 doanh nghiệp lần lượt ở mức 32 nghìn và 28 nghìn tỷ VND. Tuy nhiên biên gộp giảm do (1) cạnh tranh gay gắt trong xây dựng nhà ở và công nghiệp cũng như giá nguyên vật liệu đầu vào (cát và đá) tăng cao trong trường hợp của CTD và (2) tỷ trọng doanh thu mảng xây lắp – mảng có doanh thu thấp hơn nhiều so với bất động sản – tăng mạnh trong trường hợp của VCG.
- HHV ghi nhận tăng trưởng trong 9T2025 đến từ (1) nguồn thu BOT với tăng trưởng lưu lượng xe tự nhiên và (2) dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo bắt đầu đi vào hoạt động từ giữa 2024.
- LCG: nhiều dự án chưa được quyết toán đủ chi phí nên chậm ghi nhận doanh thu, dẫn đến doanh thu tăng trưởng chậm và biên gộp xây lắp giảm.
- PC1: biên gộp tăng do biên gộp mảng xây lắp cải thiện (mức nền thấp năm 2024 khi PC1 phải tăng thuế ngoài để kịp tiến độ dự án Phố Nối).

**Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp xây dựng**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 4. Tăng trưởng lãi gộp các doanh nghiệp xây dựng**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

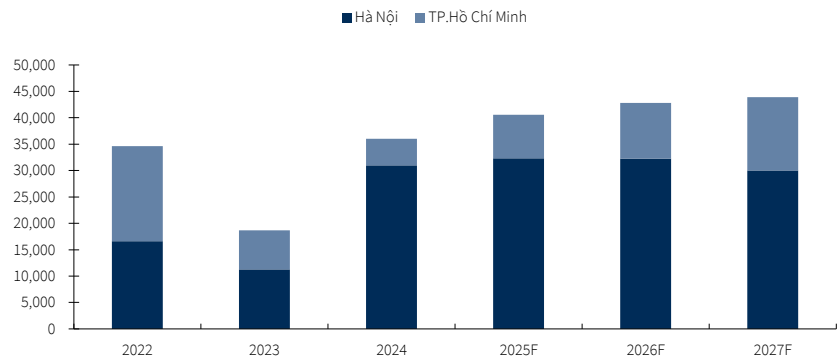
## TRIỂN VỌNG NĂM 2026

### Xây dựng bất động sản dân dụng tiếp đà hồi phục nhờ sự ấm lên của thị trường BĐS nhà ở

9T2025, nguồn cung căn hộ mới ở khu vực Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh đạt 21,100/3,952 căn (+10%/+119% yoy). Theo CBRE, đà tăng căn hộ mới tiếp tục tích cực trong 4Q2025 và 2026, với tổng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh 2025/2026 đạt 40,552/42,820 căn, tăng trưởng 13%/6% yoy, đảm bảo nguồn việc cho các doanh nghiệp xây dựng dân dụng trong năm tới. Động lực tăng trưởng đến từ (1) nhu cầu với nhiều dự án BĐS nhà ở cải thiện nhờ thời gian đi lại được rút ngắn, đến từ việc các hạ tầng giao thông kết nối nội đô và liên vùng ngày càng được hoàn thiện với nỗ lực đẩy nhanh giải ngân đầu tư công của chính phủ và (2) pháp lý dần được tháo gỡ với Luật đất đai sửa đổi, Luật nhà ở sửa đổi, Luật xây dựng 2025 kỳ vọng sẽ đẩy nhanh quá trình triển khai dự án mới, tháo gỡ các dự án đang tắc hiện tại.

Bên cạnh đó, thị trường BĐS dân dụng hồi phục cũng góp phần cải thiện dòng tiền cho chủ đầu tư dự án, giảm rủi ro nợ xấu cho các doanh nghiệp xây dựng dân dụng, tăng khả năng ghi nhận lợi nhuận từ hoàn nhập các khoản phải thu khó đòi (trong 3Q2025, CTD đã ghi nhận hoàn nhập dự phòng 265 tỷ VND, nợ xấu giảm 30% yoy).

**Biểu đồ 5. Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh (cũ) (căn)**

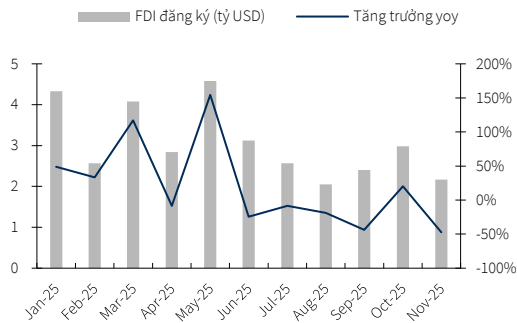


Nguồn: CBRE

### Xây dựng công nghiệp chậm lại trong 2026 trước khi có thể phục hồi nhẹ khi quyết định về transhipment được công bố

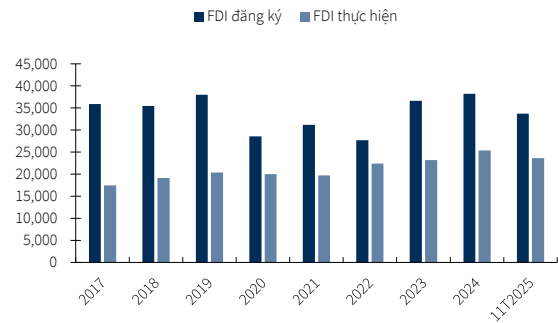
Mặc dù FDI thực hiện vẫn duy trì đà tăng trưởng tương đối ổn định, FDI đăng ký đã cho thấy dấu hiệu chững lại rõ rệt kể từ 2Q2025. Trong 3Q2025, tổng vốn FDI đăng ký chỉ đạt 7.02 tỷ USD (-27% yoy). Việc FDI đăng ký liên tục giảm trong các tháng gần đây, cùng với việc nhu cầu về thuê đất KCN đang có dấu hiệu chậm lại (9T2025, tổng diện tích đất được hấp thụ ở phía Bắc và TP.Hồ Chí Minh đạt 350/80 ha, giảm 17%/70% yoy) cho thấy tâm lý thận trọng của các nhà đầu tư và doanh nghiệp sản xuất trước những lo ngại liên quan đến thuế quan đến chính sách thuế quan toàn cầu. Trong bối cảnh đó, chúng tôi dự kiến nhu cầu xây dựng công nghiệp sẽ suy giảm trong ngắn hạn trước khi các tín hiệu rõ ràng hơn về chính sách thuế được công bố.

Biểu đồ 6. FDI đăng ký 2025



Nguồn: GSO

Biểu đồ 7. FDI đăng ký và thực hiện giai đoạn 2017 – 2025



Nguồn: GSO

### Nhà thầu hạ tầng tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn giải ngân đầu tư công

Năm 2026 được kỳ vọng là năm cao điểm của đầu tư công nhờ (1) nguồn vốn phân bổ cho đầu tư công 2026 dự kiến ở mức 1.08 triệu VND nhằm đạt mục tiêu GDP tăng trưởng 10% và (2) luật Xây dựng sửa đổi mới được thông qua đơn giản hóa thủ tục phê duyệt kỳ vọng tác động tích cực đến tiến độ triển khai dự án. Động lực giải ngân trong năm tập trung vào các dự án hạ tầng trọng điểm bao gồm: hoàn thiện Long Thành GD1, tuyến đường sắt Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai, tuyến Bến Thành – Cần Giờ, các gói thầu cao tốc Bắc – Nam và vành đai đô thị. Nhóm nhà thầu hạ tầng có kinh nghiệm thi công dự án quy mô lớn như VCG, HHV được kỳ vọng hưởng lợi nhờ backlog duy trì ở mức cao và tiến độ giải ngân cải thiện. Tuy nhiên triển vọng cụ thể vẫn phụ thuộc vào khả năng trúng thầu và tốc độ triển khai thực tế của các dự án này.

Trong giai đoạn 2026–2030, đầu tư công tiếp tục là động lực tăng trưởng dài hạn, với mục tiêu xây dựng thêm 2,000 km đường cao tốc, đồng thời triển khai các dự án hạ tầng quy mô lớn gồm đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, các tuyến đường sắt kết nối cảng biển – sân bay và dự án cảnh quan sông Hồng.

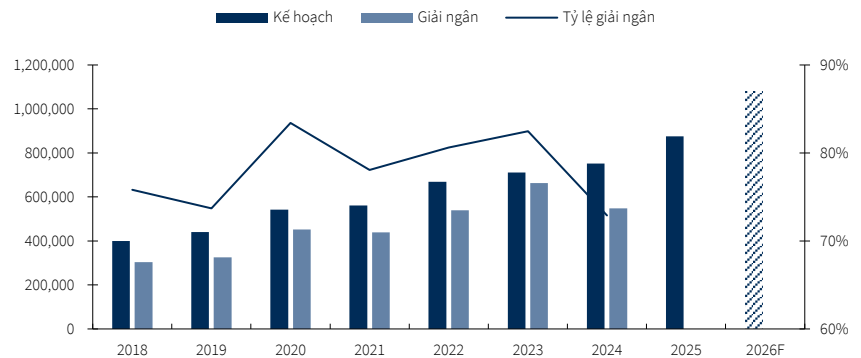
Bảng 8. Một số dự án đầu tư công trọng điểm

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Khởi công	Hoàn thành
Sân bay Long Thành GD1	109,000	2021	2026
Đường vành đai 3 TP.Hồ Chí Minh	75,378	2023	2027
Dự án thành phần 3 - vành đai 4 Hà Nội	56,293	2025	2028
Cao tốc TP.Hồ Chí Minh - Long Thành - Dầu Giây MR	16,314	2025	2027
Đường vành đai 4 TP.Hồ Chí Minh GD1	120,412	2025	2028
Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam	1,713,548	Tháng 12/2026	2035
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	203,231	Tháng 12/2025	2030

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 9. Kế hoạch giải ngân đầu tư công 2025 – 2026**

Đến tháng 11/2025 tỷ lệ giải ngân đạt 61% kế hoạch, còn khoảng 360,000 tỷ VND phải giải ngân trong chưa đầy 2 tháng.



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

**Backlog xây lắp điện tăng trưởng bền vững**

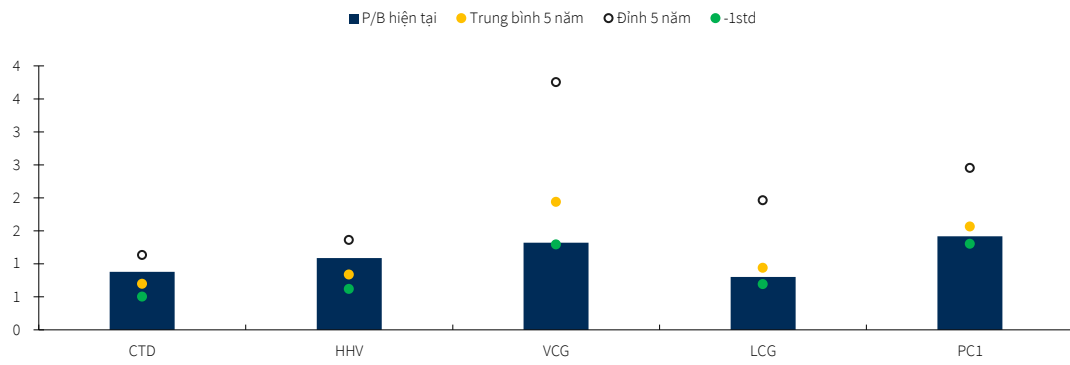
Mạng xây lắp điện được đánh giá có triển vọng tích cực trong năm 2026 nói riêng và cả giai đoạn 2026 – 2030 nói chung với tăng trưởng được hỗ trợ bởi các động lực chính: (1) chính phủ đẩy mạnh hiện thực hóa Quy hoạch điện VIII với tổng vốn đầu tư lưới điện truyền tải giai đoạn 2026–2030 ước khoảng 18.1 tỷ USD, bao gồm kế hoạch xây mới gần 13,000 km đường dây 500 kV và 15,300 km đường dây 220 kV, đảm bảo nguồn việc ổn định cho trung – dài hạn và (2) định hướng mở rộng năng lượng tái tạo, đặc biệt là điện gió, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp xây lắp điện có kinh nghiệm thi công dự án quy mô lớn và yêu cầu kỹ thuật cao như PC1.

**Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với nhóm cổ phiếu xây dựng dân dụng và hạ tầng**

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với nhóm cổ phiếu xây dựng dân dụng và hạ tầng nhờ sự hồi phục của thị trường bất động sản nhà ở và động lực mạnh mẽ từ đầu tư công. Ngược lại, mảng công nghiệp nhiều khả năng sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm hơn do những lo ngại liên quan đến chính sách thuế quan của Mỹ.

Về diễn biến giá cổ phiếu, CTD và HHV hiện đang giao dịch ở mức P/B vượt mức trung bình 5 năm cho thấy kỳ vọng phục hồi của mảng xây dựng dân dụng (CTD) và động lực đầu tư công mảng BOT (HHV) đã được thị trường phản ánh phần nào, khiến dư địa tăng giá ngắn hạn trở nên hạn chế. Chúng tôi đánh giá VCG và PC1 hiện đang ở vùng giá tương đối hấp dẫn khi đều giao dịch dưới mức P/B trung bình 5 năm, trong khi tiềm năng tăng trưởng vẫn được đảm bảo nhờ backlog ở mức cao (cuối 3Q2025, backlog của VCG đạt gần 30 nghìn tỷ VND, PC1 đạt hơn 8 nghìn tỷ VND) cùng với khả năng cao sẽ tiếp tục trúng thầu nhiều dự án lớn trong thời gian tới. Với các cổ phiếu còn lại dù đã chạm vượt mức P/B trung bình 5 năm nhưng vẫn còn cách tương đối xa vùng đỉnh, nhà đầu tư có thể theo dõi thêm các yếu tố bao gồm biến động giá nguyên vật liệu đầu vào cũng như mức độ cạnh tranh của ngành tác động đến biên lợi nhuận, khả năng trúng thầu các dự án mới trong giai đoạn tới, cũng như những công bố liên quan đến chính sách thuế quan để xác định thời điểm giải ngân phù hợp.

**Biểu đồ 10. P/B các cổ phiếu xây dựng tiêu biểu**



Nguồn: Bloomberg

# CTCP Tập đoàn PC1 (PC1)

## Xây lắp điện phục hồi mạnh

10/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

**9T2025, PC1 hoàn thành 56% doanh thu và 84% LNST kế hoạch năm**

3Q2025, PC1 ghi nhận doanh thu đạt 3,278 tỷ VND (+47% yoy), tăng mạnh do hoạt động xây lắp tăng trưởng mạnh với một loạt dự án vào giai đoạn nghiệm thu hoàn thành. Lũy kế 9 tháng đầu năm, PC1 ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt đạt 7,538 tỷ VND (-7% yoy) và 704 tỷ VND (+22% yoy), hoàn thành 56% doanh thu và 84% lợi nhuận kế hoạch 2025.

**Doanh thu xây lắp hồi phục mạnh nhờ backlog tích cực**

Mảng EPC của PC1 kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu lần lượt 63%/16% yoy trong 2025/2026 và duy trì backlog tích cực từ nay đến 2030 nhờ: (1) backlog cuối 3Q2025 của PC1 ghi nhận hơn 8,000 tỷ VND và (2) quy hoạch điện VIII điều chỉnh đảm bảo nguồn công việc cho PC1 cả trong ngắn hạn và dài hạn.

**Thủy điện kết thúc giai đoạn thời tiết thuận lợi kể từ 2026**

Sản lượng thủy điện 2025 tăng trưởng 5% yoy nhờ tình hình thủy văn tích cực trong cả năm. Tuy nhiên sang 2026, khi thời tiết chuyển dần sang pha trung tính và tăng dần xác suất El Nino về cuối năm, thủy điện ước đạt 563 triệu kWh (-8.5% yoy)

**Dự án Phú Thị Riverside dự kiến bắt đầu bàn giao từ cuối 2025**

Dự án bất động sản dân cư Phú Thị Riverside gồm 182 căn biệt thự và liền kề đang bước vào giai đoạn hoàn thiện mặt ngoài và cất nóc, kì vọng đóng góp 102/62 tỷ VND lợi nhuận 2025/2026 cho PC1.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 27,800 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị MUA với PC1, giá mục tiêu 27,800 VND/cổ phiếu, tương đương mức tăng giá tiềm năng 27% so với giá đóng cửa ngày 10/12/2025.

## Mua duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 27,800</b>
Tăng/giảm (%)	27%
Giá hiện tại (09/12/2025)	VND 21,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 26,771
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	9.0/0.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	65.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	71.6/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	12.0%
Cổ đông lớn	Trịnh Văn Tuấn (12.65%)

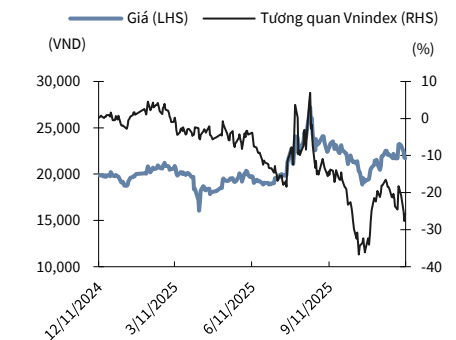
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	6	-5	10	9
Tương đối	-4	-9	-16	-26

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	7,694	10,089	13,367	13,929
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	274	828	1,163	1,263
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	36	468	679	737
EPS (VND)	53	1,177	1,650	1,792
Tăng trưởng EPS (%)	-97%	2121%	40%	9%
P/E (x)	411	19	13	12
P/B (x)	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE (%)	2.5%	9.2%	11.2%	10.9%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.4%	2.3%	0.0%	0.0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Coteccons (CTD)

## Chậm mà chắc

25/09/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyennnd1@kbsec.com.vn](mailto:nguyennnd1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**CTD hoàn thành 100% kế hoạch lợi nhuận FY25**

CTD ghi nhận doanh thu và LNST đạt lần lượt 24,867/454 tỷ VND (tăng 18%/47% YoY). Kết quả trên được hỗ trợ nhờ hoàn nhập 160 tỷ VND chi phí dự phòng nợ xấu liên quan tới Saigon Glory trong Q4 FY25. Biên lãi gộp của CTD trong FY25 đạt 3.1%, thấp hơn so với kế hoạch ban đầu do (1) chi phí nguyên vật liệu tăng trong 1H2025, (2) cạnh tranh trong ngành gia tăng khi thị trường Bất động sản hồi phục, (3) tái cơ cấu Unicons.

**Kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới đạt 35,000/38,000 tỷ VND trong FY26/FY27**

Ban lãnh đạo chia sẻ ước tính backlog cuối Q1 FY26 đạt 45,000 – 50,000 tỷ VND, đóng góp lớn từ mảng hạ tầng. Tỷ trọng backlog dân dụng, công nghiệp và hạ tầng đạt lần lượt 65%/25%/10%. Chúng tôi kỳ vọng backlog sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới nhờ thị trường Bất động sản bước vào giai đoạn tăng trưởng trong 2026 – 2027. Đồng thời, CTD có thể gia tăng khối lượng công việc trong mảng đầu tư công, phù hợp với định hướng thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ trong trung hạn. KBSV ước tính doanh thu của CTD đạt 29,760/32,480 tỷ VND trong FY26/FY27.

**Ước tính biên lãi gộp đạt 3.4%/3.6% trong FY26/FY27**

Ban lãnh đạo xác định mục tiêu hàng đầu trong thời gian tới là tối ưu biên lợi nhuận khi quy mô doanh thu được củng cố bởi vị thế dẫn đầu và chiến lược đa dạng hóa. Trong đó, CTD sẽ tập trung tối ưu chuỗi cung ứng để giảm thiểu tác động từ biến động nguyên vật liệu. Đồng thời, việc tái cấu trúc Unicons được kỳ vọng sẽ hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận trong thời gian tới.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 99,000 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của CTD ở mức 99,000 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 20% so với giá đóng cửa ngày 25/09/2025.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 99,000</b>
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (19/09/2025)	VND 82,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 93,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	0.83/0.31

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	91.8/3.5
Sở hữu nước ngoài (%)	47.7%
Cổ đông lớn	
Kustocem	17.9%

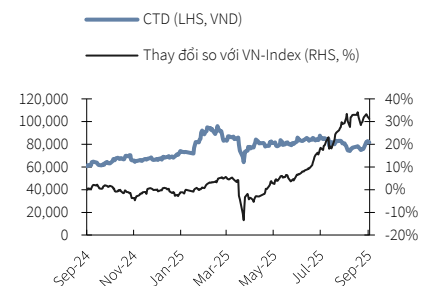
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4	-2	-6	33
Tương đối	4	-25	-31	3

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	FY24	FY25	FY26	FY27
Doanh số thuần (tỷ VND)	21,045	24,867	29,760	32,480
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	306	529	574	993
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	310	454	459	794
EPS (VND)	2,987	4,379	4,433	7,664
Tăng trưởng EPS (%)	350.9	46.6	1.2	72.9
P/E (x)	23.5	19.5	18.2	10.6
P/B (x)	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE (%)	3.7	5.2	5.0	8.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	1.2	0.0	0.0

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Vật liệu xây dựng

## Nhu cầu trong nước là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong 2026

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên  
(+84) 24-7303-5333 [nguyend1@kbsec.com.vn](mailto:nguyend1@kbsec.com.vn)

30/12/2025

## Trung lập

Khuyến nghị	
<b>HPG</b>	<b>Mua</b>
Giá mục tiêu	VND 35,900
<b>HSG</b>	<b>Trung lập</b>
Giá mục tiêu	VND 18,000
<b>NKG</b>	<b>Trung lập</b>
Giá mục tiêu	VND 16,500
<b>BMP</b>	<b>Trung lập</b>
Giá mục tiêu	VND 178,200

### Tăng trưởng LNST của các doanh nghiệp VLXD 9M2025 có sự phân hóa

Sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp sản xuất được hỗ trợ bởi nhu cầu hồi phục từ thị trường nội địa với hai động lực chính tới từ sự hồi phục của thị trường Bất động sản và các dự án đầu tư công được đẩy mạnh giải ngân và triển khai. Đối với ngành Thép, KQKD có sự khác biệt giữa nhóm hưởng lợi và nhóm chịu thiệt từ các chính sách bảo hộ, chống bán phá giá trong và ngoài nước. Đối với lĩnh vực Ống nhựa, giá PVC resin đầu vào tiếp tục duy trì ở vùng thấp giúp doanh nghiệp sản xuất duy trì biên lãi gộp của vùng cao.

### Tăng trưởng lợi nhuận ngành thép trong 2026 sẽ tiếp tục có sự chênh lệch

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ trong nước tiếp tục là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành trong 2026. Trong bối cảnh kênh xuất khẩu được dự báo sẽ tiếp tục khó khăn, KBSV cho rằng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sẽ ủng hộ các nhà sản xuất (1) được hưởng lợi từ chính sách, có công suất mới và/hoặc sản phẩm mới có thể đáp ứng nhu cầu gia tăng của thị trường, (2) có khả năng duy trì, mở rộng thị phần, kênh bán. Chúng tôi cũng kỳ vọng giá thép trung bình sẽ có sự hồi phục nhẹ 3% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi nhu cầu gia tăng trong nước sau 4 năm giảm liên tiếp.

### Tăng trưởng lợi nhuận của ngành ống nhựa phụ thuộc lớn vào giá PVC resin

Giá PVC resin tiếp tục giảm 8% YoY trong 2025 và được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở vùng thấp trong 2026 khi nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc chưa có tín hiệu cải thiện khi thị trường Bất động sản và hoạt động sản xuất chưa xuất hiện tín hiệu khởi sắc rõ ràng. Chúng tôi kỳ vọng chi phí đầu vào ổn định sẽ hỗ trợ các nhà sản xuất duy trì biên lãi gộp ở vùng cao trong 1H2026, tuy nhiên, rủi ro giá PVC resin có thể đảo chiều trong trường hợp tồn kho giá cao được xử lý và công suất dư thừa được cắt giảm trong 2H2026 cần được lưu ý.

### KBSV đánh giá TRUNG LẬP với ngành Vật liệu xây dựng trong 2026

PBR đang các doanh nghiệp ngành Thép đang ở vùng trung bình 10 năm, trong khi PBR của các nhà sản xuất ống nhựa đang ở vùng +2 STD lịch sử. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ VLXD trong 2026. Nhà đầu tư có thể cân nhắc và lựa chọn những doanh nghiệp có câu chuyện tăng trưởng bền vững tới từ việc mở rộng công suất, gia tăng thị phần và hưởng lợi từ diễn biến giá bán/chi phí đầu vào thuận lợi. Một số cơ hội đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG, BMP.

## KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀNH THÉP 9M2025

**Nhu cầu từ thị trường nội địa là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong 2025**

Sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành trong 2025 được hỗ trợ mạnh mẽ nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa hồi phục, với hai động lực chính tới từ thị trường Bất động sản dân dụng và lĩnh vực đầu tư công. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu chịu tác động tiêu cực bởi các biện pháp bảo hộ sản xuất, đặc biệt là tại thị trường Mỹ. Tính tới hết tháng 11/2025, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, thép HRC tăng 29%/24% so với cùng kỳ, trong đó, sản lượng tiêu thụ HRC trong nước tăng 70% YoY nhờ (1) chính sách áp thuế chống bán phá giá với Trung Quốc, Hàn Quốc có hiệu từ giữa 2Q2025 và (2) HPG bổ sung thêm công suất mới từ nhà máy Dung Quất 2.

**Bảng 01. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, thép ống thúc đẩy tốc độ hồi phục trong 11M2024**

(triệu tấn, %)	T11/2024	T11/2025	%YoY	11M2024	11M2025	%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	0.9	1.1	18%	9.2	11.9	29%	Tiêu thụ nội địa tăng 29% YoY nhờ thị trường Bất động sản dân dụng hồi phục và đẩy mạnh các dự án đầu tư công
HRC	0.5	0.7	47%	6.1	7.6	24%	Tiêu thụ nội địa tăng 70% YoY nhờ áp thuế chống bán phá giá với Trung Quốc và Hàn Quốc
Tôn mạ	0.4	0.4	-17%	5.1	4.4	-14%	Sản lượng xuất khẩu giảm 48% YoY dưới tác động tiêu cực của chính sách bảo hộ tại Mỹ, Mexico, EU
Thép ống	0.2	0.2	-1%	2.2	2.5	15%	
Tổng	2.1	2.4	15%	22.5	26.3	17%	

Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

**Kết quả kinh doanh có sự phân hóa rõ rệt dưới tác động của chính sách bảo hộ**

Tác động trái chiều của các chính sách chống bán phá giá trong và ngoài nước, cùng với cơ cấu thị trường tiêu thụ khác nhau là hai yếu tố chính tạo nên sự phân hóa ở KQKD của các nhà sản xuất thép. HPG được hưởng lợi khi AD20 có hiệu lực từ đầu năm (mức thuế áp dụng 19.4% - 27.8%), đồng thời, Dung Quất 2 bắt đầu sản xuất thương mại từ 1Q2025 giúp sản lượng tiêu thụ HRC 11M2025 tăng 64% YoY. Trong khi đó, HSG và NKG đều chịu tác động tiêu cực (1) khi mất sản lượng xuất khẩu tới thị trường Mỹ do tác động của chính sách bảo hộ thuộc Mục 232 và (2) bị hạn chế nhập khẩu HRC giá cạnh tranh hơn từ Trung Quốc.

**Bảng 02. LNST của HPG, HSG, NKG**

(tỷ VND, %)	3Q2024	3Q2025	%YoY	9M2024	9M2025	%YoY	Chú thích
HPG	3,020	4,036	34%	9,208	11,664	27%	Hưởng lợi từ chính sách bảo hộ với HRC và Dung Quất 2 bắt đầu đi vào sản xuất từ đầu 2025
HSG	-186	85		406	564	39%	Sản lượng tôn mạ xuất khẩu 9M2025 giảm 40% YoY
NKG	65	50	-24%	435	207	-52%	Sản lượng tôn mạ xuất khẩu 9M2025 giảm 53% YoY

Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

## TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP 2026

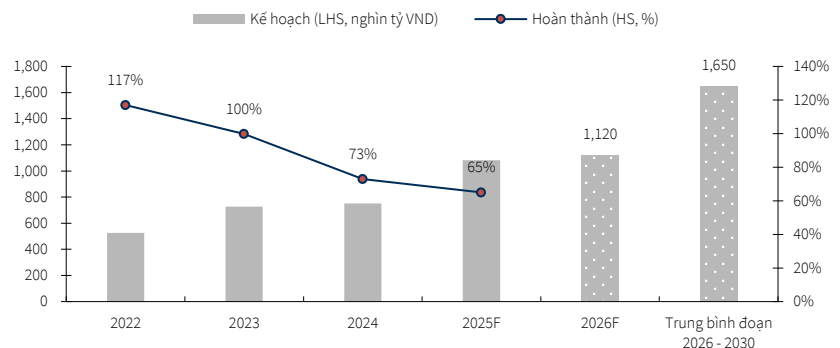
### Thị trường nội địa tiếp tục là bộ phận thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong 2026

Chúng tôi duy trì sản lượng tiêu thụ sẽ được thúc đẩy nhờ nhu cầu tiêu thụ trong nước tiếp tục cải thiện nhờ nhu cầu gia tăng tại lĩnh vực Đầu tư công và Bất động sản dân dụng. Sang 2026, kế hoạch đầu tư công ban đầu (chưa bao gồm nguồn vốn chuyển qua từ 2025 và các đợt điều chỉnh kế hoạch) đạt 1,120 nghìn tỷ VND (tăng 36% so với cùng kỳ). Trong ngày 19/12/2025 vừa qua, 125 dự án lớn trên cả nước đã đồng loạt khởi công với tổng vốn đầu tư 983 nghìn tỷ VND (vốn nhà nước chiếm 49.5%), phản ánh quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với đầu tàu là nâng cấp hạ tầng trong nước nhằm cải thiện nội lực trong trung hạn. Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC với lĩnh vực Đầu tư công với kỳ vọng Luật Đầu tư công sửa đổi với cơ chế phân quyền các dự án về các cấp bộ, cơ quan, địa phương giúp tối ưu quy trình, thủ tục đầu tư, thúc đẩy tiến độ GPMB, giải ngân vốn trong trung hạn. Bên cạnh đó, sự góp mặt của các doanh nghiệp tư nhân tại các dự án trọng điểm cũng giúp bổ sung nguồn vốn đầu tư hạ tầng, kỳ vọng sẽ cải thiện tiến độ triển khai dự án so với thời gian trước.

Đối với lĩnh vực Bất động sản dân dụng, CBRE dự báo nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh tăng lần lượt 5%/17% YoY trong 2026. Bên cạnh đó, số lượng dự án dân dụng được cấp phép xây dựng mới trong 9M2025 tăng 21% so với cùng kỳ, phản ánh khối lượng công việc cao trong thời gian tới. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng từ lĩnh vực dân dụng và đầu tư công sẽ tiếp tục cải thiện trong 2026, trực tiếp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép trong nước, ước tính sản lượng tiêu thụ toàn ngành tăng 10% so với cùng kỳ.

Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 đạt 8.5 triệu tỷ VND, tương ứng với vốn đầu tư trung bình đạt 1.7 triệu tỷ VND/năm.

### Biểu đồ 03. Đầu tư công là chất xúc tác giúp cải thiện nội lực trong 2026 - 2030



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV

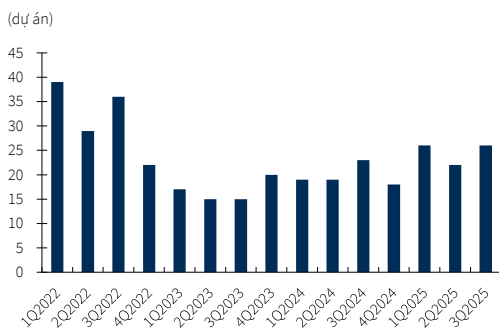
\*Kế hoạch vốn đầu tư 2026 chưa bao gồm nguồn vốn chuyển sang từ 2025

**Bảng 04. Các dự án đầu tư công trọng điểm được đẩy mạnh triển khai trong 2026**

	TMĐT (tỷ VND)	Thời gian thực hiện				
		2026	2027	2028	2029	2030
<b>Cao tốc</b>						
Vành đai 4 TP. HCM (Giai đoạn 1)	122,800					
Vành đai 5 Hà Nội	85,600					
Cà Mau - Đất Mũi	50,000					
Quảng Ngãi - Kon Tum	45,000					
Quy Nhơn - Pleiku	43,700					
Đường nối sân bay Gia Bình - Hà Nội	33,000					
Gia Nghĩa - Chơn Thành	20,000					
Đông Đăng - Trà Lĩnh (Giai đoạn 2)	12,100					
Hòa Bình - Mộc Châu	10,000					
<b>Đường sắt</b>						
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,714,000					
Đường sắt Hồ Chí Minh - Cần Thơ	238,600					
Đường sắt Trung Quốc - Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	160,800					
Đường sắt Hà Nội - Quảng Ninh	139,800					
<b>Sân bay</b>						
Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)	114,500					
Sân bay Gia Bình (Giai đoạn 1)	141,000					
<b>Cảng</b>						
Cảng Cần Giờ	113,000					
Cảng Nam Đồ Sơn - Hải Phòng	373,800					
<b>Cầu</b>						
Cầu Tứ Liên - Hà Nội	20,000					
Ca cầu Trần Hưng Đạo - Hà Nội	16,000					
Cầu Ngọc Hồi - Hà Nội	11,800					
Cầu Hồng Hà - Hà Nội	10,000					
Cầu Thượng Cát - Hà Nội	7,300					
Cầu Mễ Sở - Hà Nội	4,900					

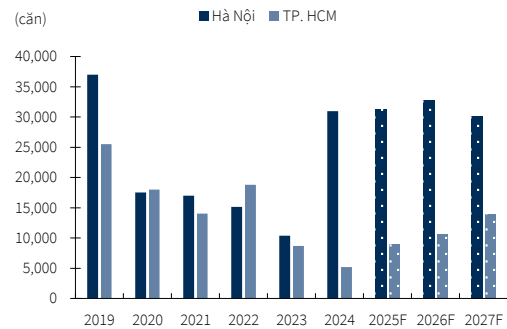
Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 05. Số lượng dự án Bất động sản dân dụng được cấp phép xây dựng mới**



Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 06. Dự phóng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh**



Nguồn: Bộ Xây dựng

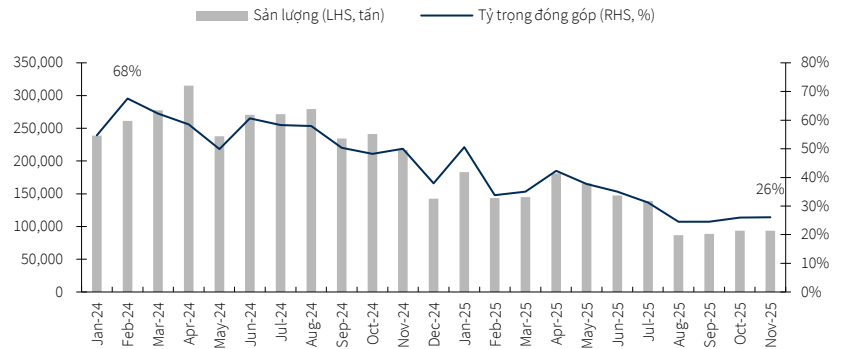
**Kênh xuất khẩu sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong trung hạn, khả năng tăng trưởng phụ thuộc vào năng lực mở rộng/khai thác các thị trường mới, sản phẩm mới**

KBSV cho rằng kênh xuất khẩu sẽ tiếp tục khó khăn trong trung hạn, và thực tế thì các nhà sản xuất đã có sự chuyển dịch trong kênh bán về thị trường trong nước trong 2025. Tiềm năng khai thác kênh xuất khẩu sẽ phụ thuộc vào (1) mức thuế CBPG phải chịu có đủ cạnh tranh so với các đối thủ khác hay không (như HPG được hưởng thuế chống bán phá giá HRC ở mức 0% khi xuất khẩu tới EU, Ấn Độ), (2) khả năng mở rộng sang các thị trường chưa áp dụng các biện pháp bảo hộ. Tại thị trường nội địa, triển vọng tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào khả năng phát triển các kênh bán mới và/hoặc sản phẩm mới. Với HSG, doanh nghiệp đang tập trung vào việc mở rộng chuỗi Hoa Sen Homes để duy trì

thị phần số 1 trong mảng tôn mạ. Với NKG, tiềm năng tới từ nhà máy Phú Mỹ với sản phẩm tôn mạ chất lượng cao phục vụ cho lĩnh vực công nghiệp, xe ô tô.

HSG, NKG đều tập trung quay trở lại thị trường nội địa trong 2025 sau khi chịu tác động tiêu cực từ chính sách bảo hộ, truy xuất nguồn gốc từ các thị trường lớn như Mỹ, EU. Tỷ trọng đóng góp của sản lượng tiêu thụ nội địa 11M2025 của HSG, NKG đạt 67%/62% (so với 50%/38% trong cùng kỳ).

**Biểu đồ 07. Sản lượng xuất khẩu tôn mạ đã giảm mạnh trong 2025**



Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

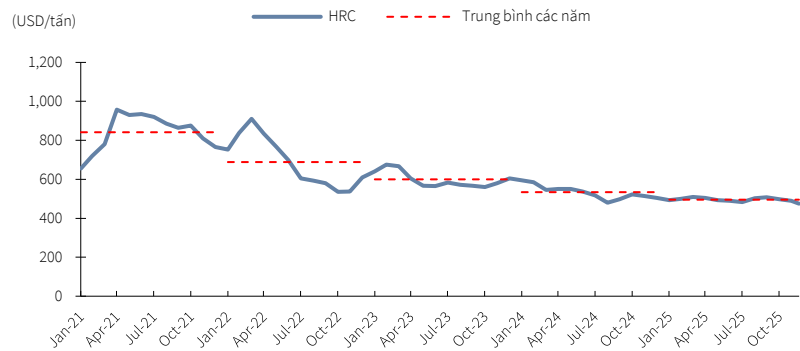
**Chính sách “Hạn chế cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá thép dần bước vào chu kỳ tăng mới trong trung hạn**

Trong 2026, KBSV kỳ vọng giá thép sẽ hồi phục nhẹ từ nền thấp của 2025 nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa vững vàng từ lĩnh vực Đầu tư công và thị trường Bất động sản dân dụng. Trong trung hạn, chính sách “Hạn chế cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc được kỳ vọng sẽ giúp đẩy nhanh quá trình cắt giảm 50 triệu tấn thép thô công suất sản xuất dư thừa (tương ứng 4% sản lượng 2024) từ các nhà máy kinh doanh thua lỗ do liên tục chủ động hạ giá bán và dần đưa giá thép về mức ổn định. Bên cạnh đó, chính quyền Trung Quốc sẽ bắt đầu áp dụng hệ thống giấy phép xuất khẩu thép mới từ 01/01/2026 cho 300 sản phẩm thép nhằm kiểm soát căng thẳng thương mại và hạn chế cạnh tranh tiêu cực, lẫn tránh thuế. Chúng tôi cho rằng các biện pháp điều chỉnh từ phía nguồn cung kể trên sẽ có tác động tích cực lên triển vọng ngành thép trong dài hạn, mặc cho tình trạng tồn kho cao vẫn đang tiếp diễn trong bối cảnh thị trường Bất động sản Trung Quốc vẫn chưa có tín hiệu hồi phục rõ ràng.

Giá quặng sắt được dự phóng duy trì ổn định ở vùng 90 – 95 USD/tấn trong thời gian tới khi sản lượng tiêu thụ được dự phóng tiếp tục suy giảm dưới tác động của chính sách cắt giảm công suất tại Trung Quốc. KBSV kỳ vọng biên lãi gộp của các nhà sản xuất sẽ được duy trì ở mức ổn định trong 2026.

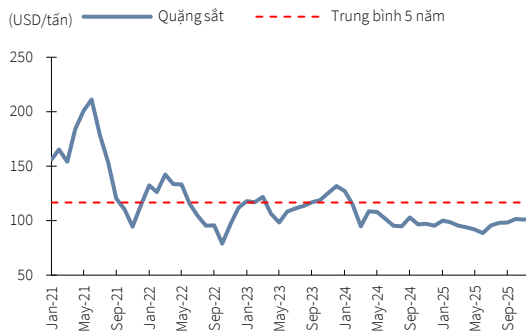
**Biểu đồ 08. Giá HRC tại Việt Nam**

Giá HRC trung bình tại Việt Nam đã có 4 năm giảm liên tiếp. Với nhu cầu tiêu thụ nội địa được dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh trong 2026, KBSV kỳ vọng giá thép sẽ có mức hồi phục nhẹ 3% YoY so với cùng kỳ.



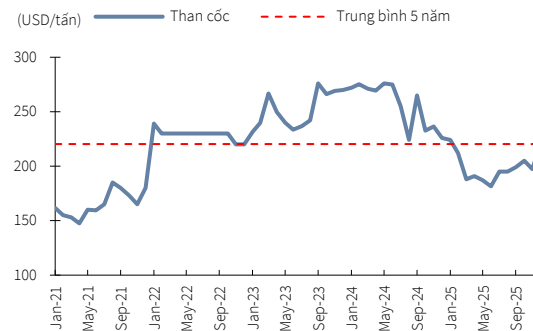
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 09. Diễn biến giá quặng sắt**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 10. Diễn biến giá than cốc**

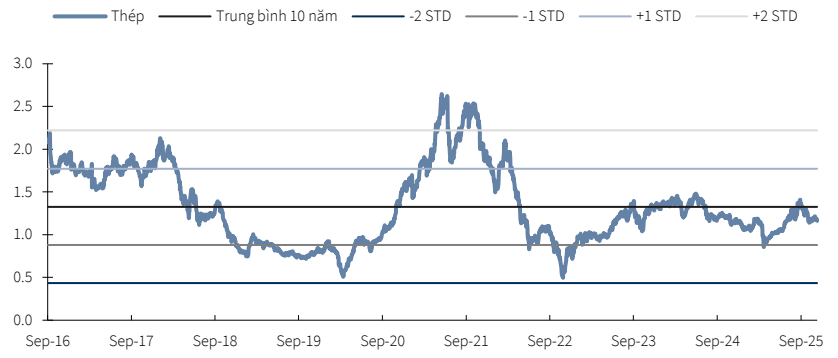


Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Định giá phù hợp cho đầu tư dài hạn**

Định giá PBR của các doanh nghiệp ngành thép trong danh sách theo dõi của KBSV đang ở mức 1.3x (tương ứng với vùng trung bình 10 năm). Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là tương đối hợp lý với triển vọng tăng trưởng của toàn ngành trong thời gian tới. HPG là sự lựa chọn ưa thích của KBSV với tiềm năng tăng trưởng vững vàng nhờ công suất mới từ Dung Quất 2, dự báo sẽ ghi nhận toàn bộ sản lượng thương mại trong 2026. Đối với HSG và NKG, chúng tôi cho rằng KQKD 2025 đã tạo nền thấp do tác động từ các chính sách bảo hộ, chống bán phá giá. Tiềm năng tăng trưởng của HSG, NKG sẽ phụ thuộc vào khả năng duy trì, mở rộng thị trường nội địa thông qua kênh bán mới và/hoặc sản phẩm mới phù hợp với xu hướng phát triển công nghiệp trong trung hạn.

**Biểu đồ 11. Định giá PBR các doanh nghiệp ngành thép**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀNH ỐNG NHỰA 9M2025

### LNST lập đỉnh mới nhờ giá PVC resin tiếp tục suy giảm

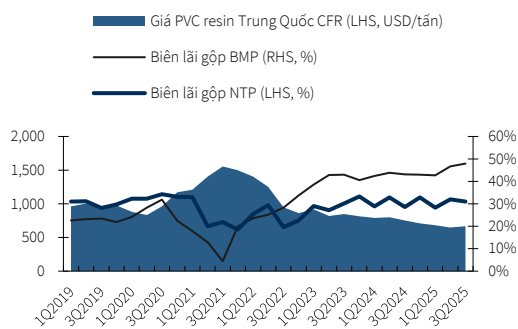
Giá PVC resin tiếp tục xu hướng giảm trong 2025 (-8% YTD) giúp các doanh nghiệp sản xuất duy trì biên lãi gộp ở mức cao từ đầu năm tới nay. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ cũng có sự hồi phục (9M2025 tăng 17% YoY) nhờ nguồn cung Bất động sản dân cư hồi phục giúp hoạt động xây dựng gia tăng. Chúng tôi nhận thấy sự cạnh tranh trong ngành có sự thay đổi đáng kể trong bối cảnh nhu cầu hồi phục khi BMP từ đầu 3Q2025 đã đẩy mạnh các chương trình chiết khấu cho các đại lý, giúp thị phần cải thiện rõ rệt (ước tính 9M2025 đạt 25% so với 23% của 2024).

**Bảng 12. LNST của BMP, NTP**

(tỷ VND, %)	3Q2024	3Q2025	%YoY	9M2024	9M2025	%YoY	Chú thích
BMP	290	351	21%	760	967	27%	
NTP	172	258	50%	519	790	52%	

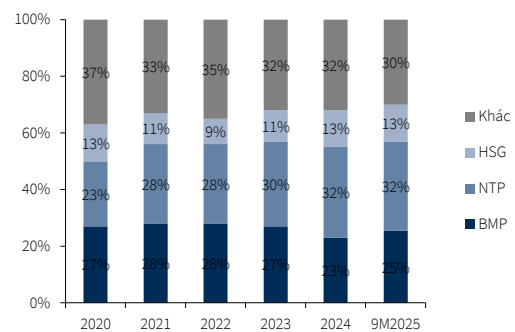
Nguồn: BMP, NTP, KBSV

**Biểu đồ 13. Tương quan giữa giá PVC resin Trung Quốc và biên lãi gộp của BMP, NTP**



Nguồn: BMP, NTP, KBSV

**Biểu đồ 14. Thị phần của các doanh nghiệp ngành ống nhựa**



Nguồn: KBSV

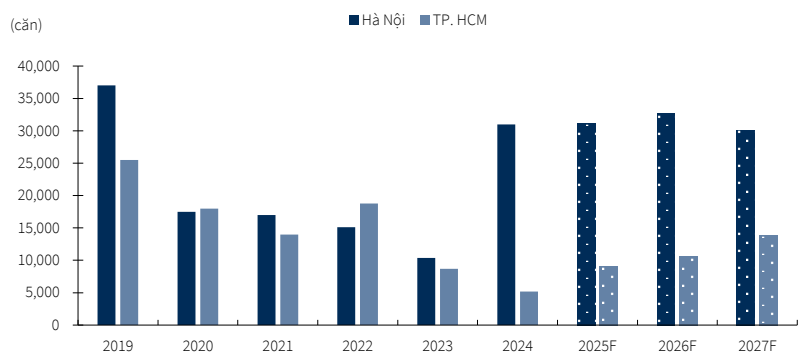
## TRIỂN VỌNG NGÀNH ỐNG NHỰA 2026

**Hoạt động xây dựng dân dụng được kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong 2026**

CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh tăng lần lượt 5%/17% YoY trong 2026, cùng với đó, số lượng dự án Bất động sản dân dụng trong 9M2025 tăng 21% YoY. KBSV nhu cầu tiêu thụ ống nhựa sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới nhờ hoạt động xây dựng dân dụng tiếp tục được cải thiện với nguồn cung Bất động sản gia tăng. Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ ống nhựa toàn ngành tăng 9% YoY trong 2026.

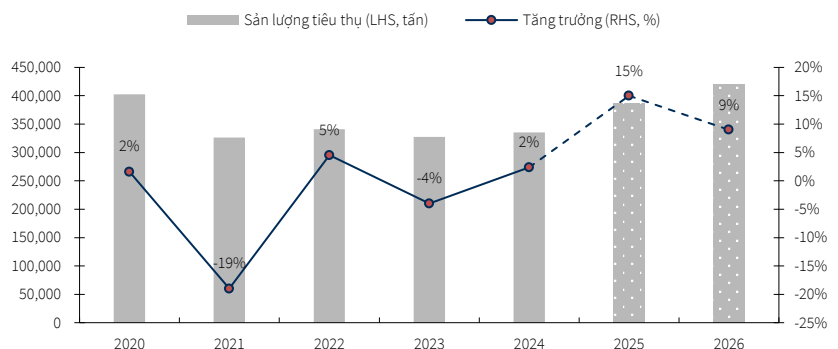
Tổng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh được dự báo tăng 8%/2% trong 2026/2027.

**Biểu đồ 15. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội, TP. HCM 2025-2026 dự báo tăng 21%/năm**



Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 16. Sản lượng tiêu thụ toàn ngành dự phóng tăng 8% YoY trong 2025**



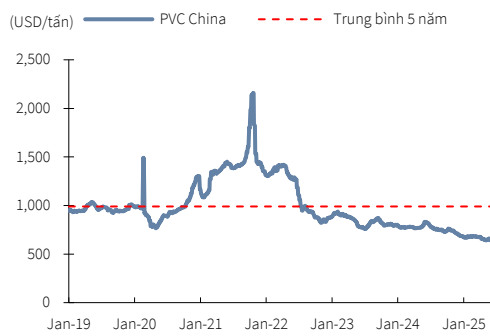
Nguồn: KBSV

**Kỳ vọng giá PVC resin tiếp tục duy trì ở nền thấp trong 2026 nhưng cần quan sát rủi ro đảo chiều trong trung hạn**

Trong bối cảnh hoạt động sản xuất công nghiệp và thị trường Bất động sản Trung Quốc chưa có tín hiệu hồi phục rõ ràng, chúng tôi kỳ vọng giá PVC resin sẽ tiếp tục duy trì ở vùng thấp trong 1H2026. Bên cạnh đó, giá dầu cũng được dự phóng duy trì ở vùng 61-63 USD/tấn trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ được

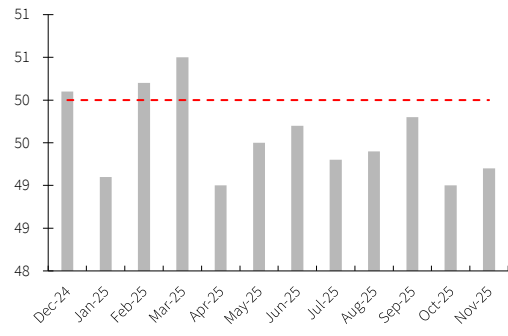
dự báo tiếp tục suy giảm trong 2026. Giá dầu ở vùng thấp sẽ hỗ trợ kiểm soát giá PVC resin. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng thị trường Bất động sản Trung Quốc đã đi qua giai đoạn xấu nhất và đang dần bước vào giai đoạn bình thường mới dù tốc độ hồi phục vẫn chưa đạt kỳ vọng. Do đó, rủi ro giá PVC resin đảo chiều tăng trở lại có thể tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa. KBSV cho rằng rủi ro giá PVC resin dần hồi phục có thể bắt đầu xuất hiện từ 2H2026 trong trường hợp tồn kho giá cao được xử lý và công suất dư thừa được cắt giảm nhờ chính sách “Hạn chế cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc.

**Biểu đồ 17. Giá PVC resin Trung Quốc chạm đáy 10 năm**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 18. PMI Caixin Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 19. Tổng hợp dự phóng giá Brent**

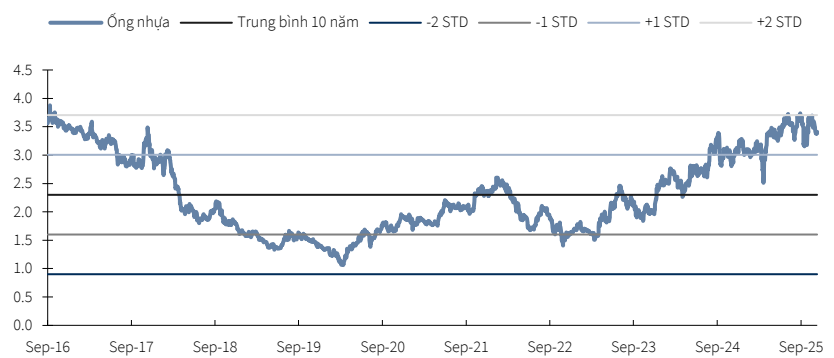
	1Q2026	2Q2026	3Q2026	4Q2026
Trung vị	61	62	63	63
Morgan Stanley	58	58	60	60
JP Morgan Chase	60	59	56	55
Citigroup	60	62	62	62
UBS Group	62	65	65	67
BofA Merrill Lynch	64	68	72	76
Goldman Sachs	58	54	54	57
BNP Paribas	55	57	63	63
Standard Charter	62	63	64	65
MUFG	64	62	63	60
HSBC	65	65	65	65

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Định giá ở vùng cao so với lịch sử, đã phản ánh một phần tiềm năng tăng trưởng trong 2026**

PBR hiện tại của BMP và NTP đều đang ở vùng +2 STD so với trung bình 10 năm, phản ánh một phần triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong 2026 với kỳ vọng giá PVC resin tiếp tục duy trì ở vùng thấp. Chúng tôi cho rằng việc giá PVC resin đảo chiều sẽ là rủi ro chính với ngành ống nhựa trong trung hạn, trong khi sản lượng tiêu thụ sẽ được hỗ trợ đáng kể bởi nhu cầu gia tăng nhờ hoạt động xây lắp được dự báo tiếp tục được cải thiện. KBSV đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành ống nhựa. Nhà đầu tư có thể tìm kiếm cơ hội tham gia BMP/NTP ở những nhịp điều chỉnh của thị trường, ưu tiên lựa chọn doanh nghiệp có khả năng cải thiện thị phần và gia tăng doanh thu vượt trội so với ngành.

**Biểu đồ 20. Định giá PBR trung bình các doanh nghiệp ngành ống nhựa**



Nguồn: KBSV

# Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

## Kỳ vọng giá thép hồi phục trong 2026

15/12/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyennnd1@kbsec.com.vn](mailto:nguyennnd1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**HPG hoàn thành 78% kế hoạch lợi nhuận trong 9M2025**

HPG ghi nhận doanh thu và LNST 9M2025 đạt lần lượt 109,940/11,627 tỷ VND (tăng 5%/26% YoY) nhờ (1) sản lượng tiêu thụ thép tăng 16% YoY, động lực chính tới từ sự hồi phục tại thị trường nội địa với sản lượng HRC gia tăng sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động và (2) chi phí đầu vào giảm giúp biên lãi gộp tăng 292bps YoY

**Ước tính sản lượng tiêu thụ thép 2026/2027 tăng 23%/5% so với cùng kỳ**

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ thép trong 2026/2027 nhờ (1) nguồn cung Bất động sản dân dụng tiếp tục cải thiện, (2) kỳ vọng Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh triển khai các dự án đầu tư công và (3) hai lò cao tại Dung Quất 2 cùng đi vào hoạt động.

**Kỳ vọng giá thép tăng 4%/3% trong 2026/2027**

Giá thép trung bình của HPG đã giảm trung bình 3% trong 2025. KBSV kỳ vọng giá thép sẽ hồi phục trong 2026 nhờ nhu cầu cải thiện và giá quặng sắt, than cốc dần hồi phục từ nền thấp của năm trước. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng chiến dịch “chống cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc sẽ dần loại bỏ nguồn cung dư thừa, tạo điều kiện cho giá thép dần bước vào chu kỳ tăng mới. KBSV ước tính biên lãi gộp của HPG đạt 16.4%/16.8% trong 2026/2027.

**Rủi ro ngắn hạn tương đối hạn chế khi VIC tham gia vào thị trường thép**

Chúng tôi cho rằng VIC sẽ cần thời gian để nâng cấp và tối ưu chi phí mảng thép xây dựng của POM nhằm đảm bảo giá trị cộng hưởng từ việc bao tiêu công suất 1.5 triệu tấn/năm. Trong khi đó, HPG vẫn đang duy trì lợi thế nhờ (1) thị phần Top 1 và (2) chi phí sản xuất cạnh tranh nhất trong ngành.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 35.900 VND/cổ phiếu**

Duy trì khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 35,900 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 37% so với giá đóng cửa ngày 15/12/2025.

**MUA** duy trì

Giá mục tiêu	VND 35,900
Tăng/giảm (%)	37%
Giá hiện tại (15/12/2025)	VND 26,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 35,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	201.5/7.7

#### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	739.4/28.1
Sở hữu nước ngoài (%)	19.7%
Cổ đông lớn	
Trần Đình Long và gia đình	34.9%

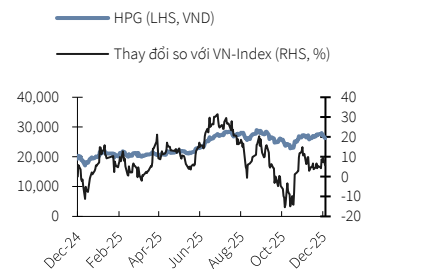
#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2	-13	19	16
Tương đối	-3	-11	-6	-15

#### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	118,953	138,855	156,167	208,429
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	7,651	13,267	18,765	26,261
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	6,835	12,020	16,391	23,110
EPS (VND)	1,175	1,879	2,136	3,011
Tăng trưởng EPS (%)	-19	60	14	41
P/E (x)	23.8	14.2	12.3	8.7
P/B (x)	1.6	1.5	1.6	1.3
ROE (%)	7	11	13	16
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

## KQKD Q3 FY2025 vượt kỳ vọng

18/06/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyennnd1@kbsec.com.vn](mailto:nguyennnd1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**Lợi nhuận 8M FY25 đạt 113% kế hoạch năm**

HSG ghi nhận 25,099 tỷ VND doanh thu và 567 tỷ VND LNST trong 8M FY25, hoàn thành 66%/113% kế hoạch năm. Kết quả LNST vượt kỳ vọng của chúng tôi nhờ biên lợi nhuận cải thiện trong Q3 FY25, được hỗ trợ một phần bởi các nỗ lực tối ưu hàng tồn kho (tồn kho thành phẩm, nguyên vật liệu Q2 FY25 giảm 33% YoY).

**Sản lượng xuất khẩu tạo nền thấp trong FY2025, động lực tăng trưởng chính tới từ nhu cầu trong nước**

HSG cho biết đã các đơn hàng xuất khẩu đi Mỹ (chiếm 7% tổng doanh thu) đã tạm dừng từ tháng 09/2024 do các nhà nhập khẩu lo ngại các vấn đề liên quan tới thuế quan và rủi ro truy thu thuế. Chúng tôi cho rằng việc sản lượng xuất khẩu sụt giảm sẽ tạo nền thấp trong FY2025 và kỳ vọng sẽ dần hồi phục trong tương lai nhờ nỗ lực mở rộng và đa dạng hóa thị trường mục tiêu. Chúng tôi cũng duy trì quan điểm rằng động lực thúc đẩy tăng trưởng doanh thu sẽ tới từ thị trường nội địa nhờ hoạt động xây dựng dân dụng hồi phục và thị trường Bất động sản bước vào chu kỳ tăng trưởng mới trong 2025 – 2027. Bên cạnh đó, HSG cũng có lợi thế tại thị trường nội địa so với các đối thủ cạnh tranh nhờ sở hữu hệ thống Hoa Sen Homes. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ của HSG tăng 0%/7% trong FY2025/FY2026.

**Giá thép được dự báo đi ngang trong 2025, kỳ vọng biên lãi gộp ổn định**

Chúng tôi duy trì dự phóng giá thép tăng 1%/2% trong 2025/2026 trong kịch bản cơ sở và ước tính biên lãi gộp của HSG đạt trung bình 12% trong FY2025/FY2026.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 18,000 VND/cổ phiếu**

KBSV điều chỉnh dự phóng LNST của HSG đạt 789/810 tỷ VND trong FY2025/FY2026 và xác định giá trị hợp lý của HSG đạt 18,000 VND/cổ phiếu.

## TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 18,000
Tăng/giảm (%)	6.5%
Giá hiện tại (18/06/2025)	VND 16,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 18,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	1.1/0.4

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	76.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	114.1/4.4
Sở hữu nước ngoài (%)	8.4%
Cổ đông lớn	
Lê Phước Vũ	16.9%

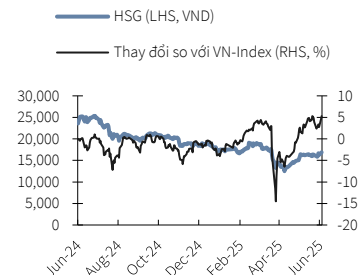
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3	-10	-9	-33
Tương đối	-1	-11	-15	-39

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	31,651	39,270	39,631	42,518
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	74	499	899	981
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	25	510	789	810
EPS (VND)	40	828	1,280	1,315
Tăng trưởng EPS (%)	-90	1,976	55	3
P/E (x)	439.0	21.0	13.2	12.9
P/B (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE (%)	0.2	4.7	7.1	7.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	2.9	3.0	3.0

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Thép Nam Kim (NKG)

## Nhà máy Phú Mỹ đi vào hoạt động trong 1H2026

22/09/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyenn1@kbsec.com.vn](mailto:nguyenn1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**NKG hoàn thành 44% kế hoạch năm sau 1H2025**

Doanh thu và LNST của NKG trong 1H2025 đạt lần lượt 7,899/157 tỷ VND (giảm 28%/58% YoY) do (1) sản lượng tiêu thụ giảm 23% YoY, trong đó, sản lượng xuất khẩu giảm 48% so với cùng kỳ và (2) giá vốn hàng bán tăng do thay đổi nguồn HRC đầu vào khiến chi phí sản xuất gia tăng.

**Tập trung thúc đẩy nội địa trong trung hạn, cần thời gian để mở rộng các thị trường xuất khẩu mới nhằm thay thế sản lượng từ Mỹ**

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong nước sẽ được thúc đẩy nhờ hoạt động xây dựng dân dụng và thị trường Bất động sản bước vào giai đoạn tăng trưởng trong 2025 – 2027. Trong 7M2025, thị phần tôn mạ của NKG đạt 15% (so với 11% trong 2024), thị phần tại thị trường miền Nam đạt 22% (so với 14% cùng kỳ). Bên cạnh đó, theo kế hoạch của Ban lãnh đạo, nhà máy Nam Kim Phú Mỹ sẽ đi vào hoạt động từ 1Q2026. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ tôn mạ của NKG trong 2026 tăng 21% YoY.

**Kỳ vọng giá thép tăng 3% YoY trong 2026, ước tính biên lãi gộp đạt 8.4%, tăng nhẹ so với cùng kỳ**

Giá HRC và tôn mạ tại Trung Quốc tăng 7%/4% từ đầu 3Q2025, phản ánh tâm lý khởi sắc của các nhà sản xuất sau khi chiến dịch “chống cạnh tranh tiêu cực” được công bố với kỳ vọng cắt giảm sản lượng sản xuất thép dư thừa. Chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ dần bước vào chu kỳ tăng mới, tuy nhiên, giá tôn mạ của NKG sẽ có đà tăng chậm hơn so với giá HRC do cuộc cạnh tranh thị phần trong nước gia tăng khiến NKG phải cân bằng giữa mục tiêu lợi nhuận và công suất, đặc biệt là khi Nam Kim Phú Mỹ sẽ đi vào hoạt động từ 1H2026.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 16,500 VND/cổ phiếu**

KBSV xác định giá trị hợp lý của NKG ở mức 16,500 VND/cổ phiếu (thấp hơn giá thị trường 10%) và khuyến nghị TRUNG LẬP.

## TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 16,500
Tăng/giảm (%)	-10%
Giá hiện tại (19/09/2025)	VND 18,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 14,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	0.89/0.34

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	75%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	314.4/11.9
Sở hữu nước ngoài (%)	6.9%
Cổ đông lớn	
Hồ Minh Quang	15.9%

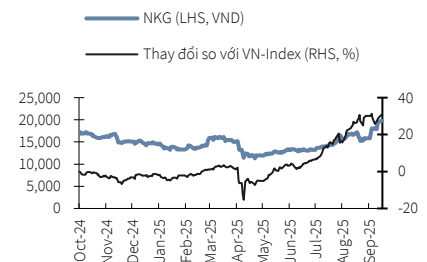
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	15	51	23	23
Tương đối	12	24	-4	-13

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	18,596	20,609	16,407	21,238
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	177	557	412	505
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	117	453	415	404
EPS (VND)	446	1,434	926	903
Tăng trưởng EPS (%)	-194.2	221.5	-35.4	-2.5
P/E (x)	55.3	10.1	19.7	20.2
P/B (x)	1.3	0.8	1.1	1.0
ROE (%)	2.2	8.0	6.0	5.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Nhựa Bình Minh (BMP)

## Giá PVC resin chưa có tín hiệu hồi phục rõ ràng

15/12/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyenn1@kbsec.com.vn](mailto:nguyenn1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**BMP hoàn thành 92% kế hoạch năm sau 9M2025**

Doanh thu, LNST đạt lần lượt 4,224/967 tỷ VND (tăng lần lượt 19%/27% YoY) với động lực chính tới từ (1) nhu cầu tiêu thụ hồi phục nhờ nguồn cung Bất động sản và (2) giá PVC resin giảm trung bình 15% so với cùng kỳ.

**Ước tính doanh thu 2026/2027 tăng 7%/7% YoY nhờ (1) hoạt động xây dựng tiếp tục gia tăng và (2) BMP tích cực triển khai các chương trình chiết khấu cho đại lý**

Chúng tôi duy trì kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ ống nhựa tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2026-2027 nhờ nguồn cung Bất động gia tăng, đặc biệt tại thị trường miền Nam (CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ tại TP. HCM tăng 17%/32% YoY trong 2026/2027). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng BMP sẽ đẩy mạnh các chương trình chiết khấu cho các đại lý phân phối trong trung hạn nhằm cải thiện thị phần. KBSV ước tính doanh thu 2025/2026/2027 của BMP tăng 24%/7%/7% YoY.

**Duy trì kỳ vọng giá PVC resin giao động ổn định ở vùng thấp trong 1H2026 khi thị trường Bất động sản chưa có tín hiệu hồi phục**

Tính tới cuối T11/2025, giá PVC resin Trung Quốc đã giảm 8% từ đầu năm. KBSV ước tính biên lãi gộp của BMP đạt 45.9%/43.8%/41.5% trong 2025/2026/2027 trong bối cảnh (1) hoạt động xây dựng tại Trung Quốc tiếp tục ảm đạm, chưa có tín hiệu hồi phục, (2) tình trạng cung vượt cầu kéo dài tạo áp lực giảm tồn kho, khiến giá PVC resin tiếp tục xu hướng giảm và đi ngang trong ngắn hạn.

**Tỷ suất cổ tức tiền mặt tương đối hấp dẫn**

Chúng tôi ước tính tỷ suất cổ tức tiền mặt của BMP ở mức 9.8% - 10% trong 2026-2027, tương đối hấp dẫn.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 178.200 VND/cổ phiếu**

KBSV nâng giá mục tiêu của BMP lên 178,200 VND/cổ phiếu (tương ứng với mức tăng 2% từ giá đóng cửa ngày 15/12/2025).

## TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 178,200
Tăng/giảm (%)	2%
Giá hiện tại (15/12/2025)	VND 159,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 180,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	12.9/0.5

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	43.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	20.3/0.8
Sở hữu nước ngoài (%)	85.7%
Cổ đông lớn	
Nawaplastic	54.9%

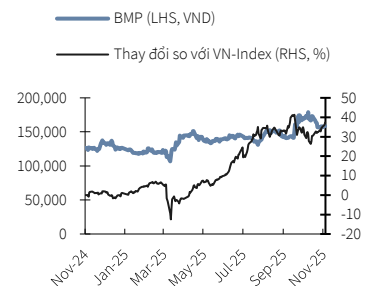
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7	4	17	27
Tương đối	-11	2	-11	-10

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,157	4,616	5,686	6,268
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,304	1,229	1,639	1,687
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,041	991	1,312	1,350
EPS (VND)	12,717	12,103	16,027	16,486
Tăng trưởng EPS (%)	49.9	-4.8	32.4	2.9
P/E (x)	8.2	10.8	9.9	9.6
P/B (x)	3.2	4.0	4.7	4.7
ROE (%)	39.2	36.8	48.2	48.7
Tỷ suất cổ tức (%)	11.3	9.0	9.8	10.0

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# BĐS Khu công nghiệp

## Thách thức ngắn hạn mở ra dư địa trong dài hạn

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang  
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

24/12/2025

## Trung lập duy trì

Khuyến nghị	
<b>KBC</b>	<b>TRUNG LẬP</b>
Giá mục tiêu	VND 39,000
<b>GVR</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	VND 71,800
<b>SIP</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	VND 33,400

### Diện tích hấp thụ đất KCN suy giảm - phản ánh Tradewar 2.0

Lũy kế 9T2025, diện tích hấp thụ ghi nhận xu hướng suy giảm so với cùng kỳ, với mức giảm rõ nét hơn kể từ khi Tradewar 2.0 diễn ra. Tại khu vực miền Nam, diện tích cho thuê mới chỉ đạt 80ha, tương đương mức giảm 70% so với cùng kỳ 2024. Trong khi đó, miền Bắc ghi nhận diện tích cho thuê mới khoảng 350ha (+6% YoY), tuy nhiên hơn 50% trong số đó tập trung trong quý I/2025, cho thấy đà giảm tốc đáng kể ở các quý sau.

### Giá chào thuê KCN tiếp tục tăng

Mặc dù nhu cầu suy yếu, giá chào thuê đất KCN vẫn duy trì xu hướng tăng. Quý 3/2025, giá chào thuê tăng khoảng 4–5% YoY tại cả hai miền, chủ yếu do (1) việc áp dụng bảng giá đất hàng năm khiến chi phí đầu tư của doanh nghiệp tăng lên so với giai đoạn trước; (2) đẩy mạnh đầu tư hạ tầng giao thông, góp phần tăng giá chào thuê đất KCN

### Triển vọng dài hạn tích cực - kỳ vọng sự hồi phục bắt đầu trong 2H2026

Chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam duy trì tích cực, do Tradewar 2.0 không làm thay đổi lợi thế cạnh tranh cốt lõi của Việt Nam, bao gồm (1) mức thuế mà Mỹ áp đối với Việt Nam không khác biệt lớn so với các đối thủ cạnh tranh; (2) lợi thế về chi phí nhân công, nguồn lao động dồi dào và môi trường chính trị ổn định; (3) sự tách biệt giữa Mỹ và Trung Quốc rõ nét tạo áp lực khiến các Tập đoàn Toàn cầu tiếp tục dịch chuyển chuỗi cung ứng. Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI đăng ký - tiền đề cho việc thuê đất sẽ hồi phục rõ nét hơn kể từ 2H2026. Ngoài ra, mức nền thấp của 2H2025 cũng củng cố cho sự tăng trưởng của nửa sau 2026. KBSV dự báo diện tích đất bàn giao KCN 2025/2026/2027 đạt lần lượt 530ha (-29% YoY); 600ha (+13%YoY); 750ha (+25% YoY)

### Định giá hấp dẫn cho triển vọng dài hạn

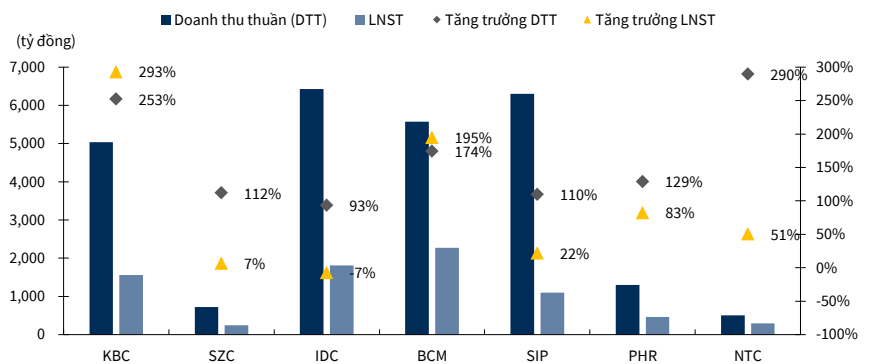
Hầu hết các doanh nghiệp đang giao dịch tại mức P/B thấp hơn trung bình 5 năm. Trong đó, 7/8 doanh nghiệp mà chúng tôi theo dõi đang giao dịch ngang/hoặc thấp hơn -1std độ lệch chuẩn của P/B trung bình 5 năm. Đối với cơ hội đầu tư dài hạn, NĐT có thể tìm kiếm cơ hội tại các doanh nghiệp có quỹ đất lớn, tình hình tài chính ổn định và mức định giá hấp dẫn, một số cơ hội đầu tư đáng chú ý SIP, GVR, PHR, KBC.

## Kết quả kinh doanh 9T2025

### KQKD 9T2025 ghi nhận sự phân hóa giữa các doanh nghiệp

Lũy kế 9T2025, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS KCN cho thấy sự phân hóa rõ rệt. Nhóm doanh nghiệp nổi bật như KBC, BCM và NTC ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng nhờ doanh số cho thuê đất phục hồi mạnh từ mức nền thấp năm 2024. Ở chiều ngược lại, PHR và SIP chứng kiến doanh số bàn giao đất suy giảm đáng kể; tuy nhiên, lợi nhuận vẫn duy trì tích cực nhờ sự hỗ trợ từ các mảng kinh doanh khác như cao su, thu nhập đền bù đất và hoạt động bán điện – nước. Trong khi đó, IDC và SZC ghi nhận tăng trưởng khiêm tốn do tiến độ bàn giao đất KCN chậm lại, ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả lợi nhuận.

Biểu đồ 1. Doanh thu và LNST các DN BĐS KCN 9T2025

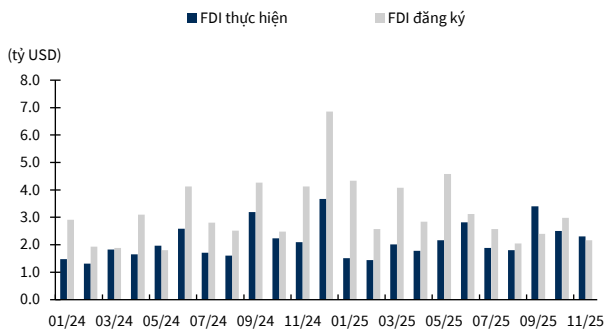


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Dòng vốn FDI giải ngân tăng trưởng ổn định, trong khi FDI đăng ký chịu áp lực giảm do Tradewar 2.0

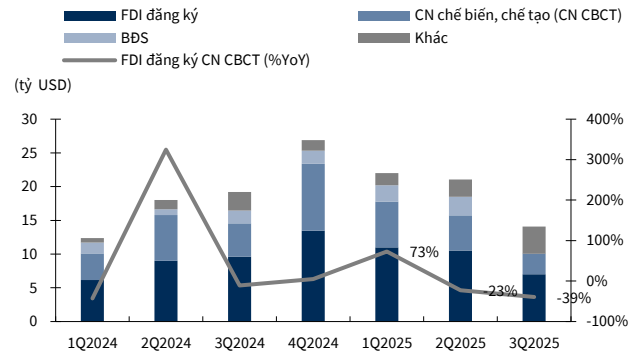
Dòng vốn FDI giải ngân đầu tư vào Việt Nam tiếp tục ghi nhận những con số tăng trưởng ấn tượng, nhờ nguồn dự án đã đăng ký trước Tradewar 2.0. Lũy kế 11T2025, vốn FDI giải ngân đạt 23.6 tỷ USD (+8.86%), với mức tăng theo quý ổn định đạt từ 7 - 8% YoY. Tuy nhiên, dòng vốn FDI đăng ký ghi nhận mức giảm mạnh kể từ khi Tradewar 2.0 diễn ra, đặc biệt là dòng vốn FDI đăng ký ngành Công nghiệp chế biến chế tạo (CN CBCT). Lũy kế 11T2025, vốn FDI đăng ký đạt 36.69 tỷ đồng (+5.5%YoY), trong đó tính riêng ngành CNCBCT, quý I/2025 đạt 6.79 tỷ đồng (+73%YoY), quý II/2025 đạt 5.21 tỷ đồng (-23%YoY), quý III/2025 đạt 3.00 tỷ đồng (-39%YoY).

**Biểu đồ 4. Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam theo tháng**



Nguồn: GSO, KBSV

**Biểu đồ 5. Dòng vốn FDI đăng ký theo quý**



Nguồn: GSO, KBSV

**Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ phân hóa giữa các khu vực**

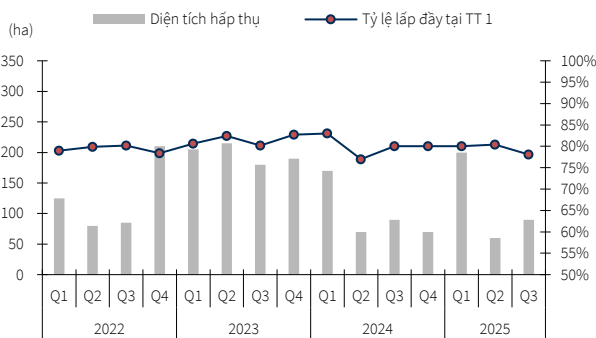
Tại khu vực Miền Nam, lũy kế 9T2025, theo CRBE tổng nguồn cung mới diện tích đất KCN đạt hơn 853ha tại Tp.HCM, Bình Dương, Long An; diện tích cho thuê mới đạt 80ha - giảm 70% so với cùng kỳ 2024, tương đương với tỷ lệ lấp đầy đạt 78%.

Tại khu vực Miền Bắc, lũy kế 9T2025, theo CRBE tổng nguồn cung mới diện tích đất KCN không đáng kể, chỉ ghi nhận 150ha tại KCN An Phát, Hải Phòng - giảm hơn 85% so với 2024; diện tích cho thuê mới đạt 350ha, trong đó hơn 50% được ghi nhận trong quý I/2025, tỷ lệ lấp đầy đạt 78.1%.

**Giá cho thuê đất KCN tiếp tục tăng**

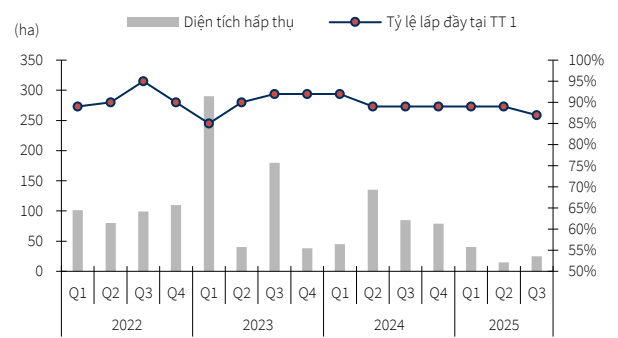
Mặc dù diện tích hấp thụ suy giảm, giá chào thuê đất KCN vẫn ghi nhận xu hướng tăng tiếp diễn ở cả khu vực miền Bắc và Miền Nam, chủ yếu do (1) việc áp dụng Bảng giá đất hàng năm, khiến chi phí đầu tư của các doanh nghiệp tăng cao hơn giai đoạn trước; (2) việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng giao thông, góp phần tăng giá chào thuê đất KCN. Theo CRBE, giá chào thuê đất KCN miền Bắc bình quân đạt 142 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (+4.1% YoY), với mức tăng chủ yếu là nhờ KCN mới tại Hải Phòng (Hải Dương cũ) có mức giá chào thuê cao. Tại miền Nam, mặc dù có sự chậm lại rõ rệt của hoạt động cho thuê đất KCN, giá cho thuê vẫn duy trì mức tăng ổn định, đạt 183 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (+5% YoY)

**Biểu đồ 6. Diện tích hấp thụ đất KCN miền Bắc**



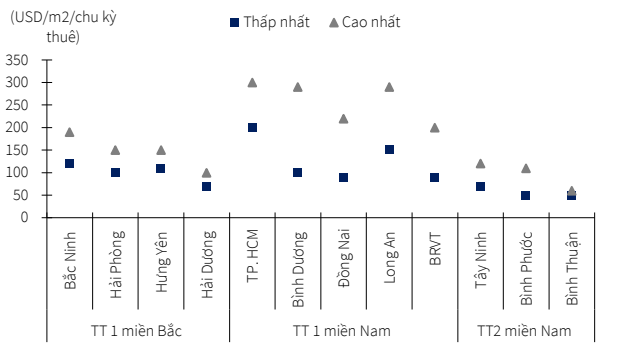
Nguồn: CRBE, KBSV

**Biểu đồ 7. Diện tích hấp thụ đất KCN miền Nam**



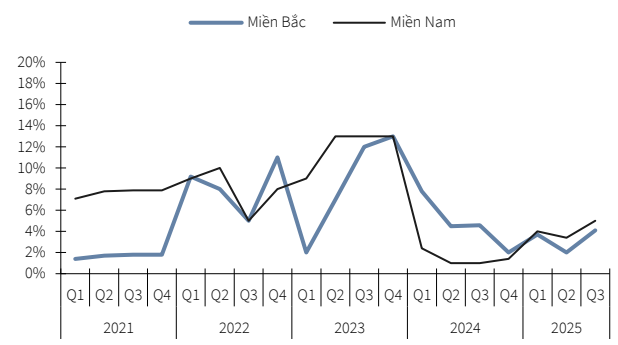
Nguồn: CRBE, KBSV

**Biểu đồ 8. Giá chào thuê KCN**



Nguồn: CRBE, KBSV tổng hợp  
\*Các tỉnh trước sáp nhập

**Biểu đồ 9. Tốc độ tăng giá chào thuê trung bình tại thị trường cấp 1 (%YoY)**



Nguồn: CRBE, Bộ Xây dựng, KBSV

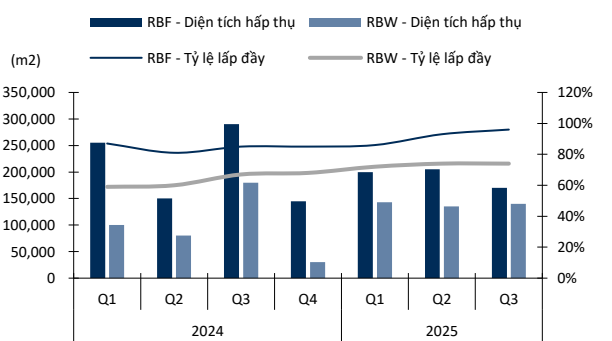
**Nhu cầu thuê nhà xưởng/kho xây sẵn (RBF/RBW) duy trì mức cao**

Nguồn cung nhà xưởng (RBF)/ kho (RBW) xây sẵn tăng nhanh trong khi tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao, phản ánh nhu cầu đối với loại hình này đang tiếp tục gia tăng. Cụ thể, lũy kế 9T2025:

- Tại miền Bắc, thị trường ghi nhận nguồn cung mới tăng mạnh, đạt 800,000m<sup>2</sup> tại cả hai phân khúc Nhà xưởng/kho xây sẵn. Đối với phân khúc Nhà xưởng, tổng diện tích hấp thụ đạt khoảng 420,000m<sup>2</sup>, tỷ lệ lấp đầy ở mức cao đạt 89%; phân phức Nhà kho ghi nhận tổng diện tích hấp thụ đạt 219,000m<sup>2</sup>, tỷ lệ lấp đầy giữ ở mức ổn định 79%
- Tại miền Nam, thị trường ghi nhận nguồn cung mới tại phân khúc Nhà xưởng ghi nhận tổng diện tích hấp thụ đạt 570,000m<sup>2</sup>, tỷ lệ lấp đầy ở mức cao đạt 96%, do không có nguồn cung mới bổ sung. Phân phức Nhà kho ghi nhận tổng diện tích hấp thụ đạt 400,000m<sup>2</sup>, tỷ lệ lấp đầy giữ ở mức ổn định 74%, trong khi đó nguồn cung mới ghi nhận 161,000m<sup>2</sup>

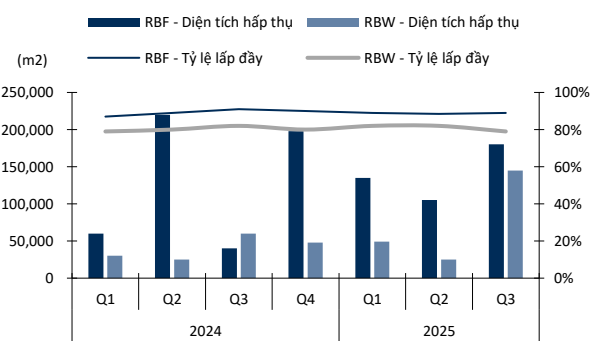
Do nhu cầu ổn định và tỷ lệ lấp đầy cao, mức tăng giá thuê nhà xưởng xây sẵn tiếp tục duy trì mức tăng ổn định từ 3 – 6% YoY ở cả miền Bắc và miền Nam

**Biểu đồ 10. Nhà xưởng (RBF)/ Nhà kho (RBW) xây sẵn tại miền Nam**



Nguồn: CRBE, KBSV

**Biểu đồ 11. Nhà xưởng (RBF)/ Nhà kho (RBW) xây sẵn tại miền Bắc**



Nguồn: CRBE, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2026

Tradewar 2.0 cho thấy sự tách biệt giữa Mỹ và Trung Quốc ngày một rõ nét, tạo sức ép khiến các Tập đoàn Toàn cầu phải tái cấu trúc chuỗi cung ứng theo hướng ưu tiên các vấn đề an ninh chính trị hơn là việc tối ưu chi phí. Quá trình dịch chuyển này nhằm giảm bớt hoạt động lách xuất xứ của các doanh nghiệp FDI trong Tradewar 1.0 - làm suy giảm dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về dài hạn, đây là cơ hội để Việt Nam thu hút thêm dòng vốn FDI chất lượng cao, gia tăng tỷ lệ nội địa hóa và củng cố vị thế trong chuỗi giá trị toàn cầu.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI đăng ký - tiền đề cho việc thuê đất KCN (biểu đồ 15) sẽ hồi phục rõ nét hơn kể từ 2H2026. Ngoài ra, mức nền thấp của 2H2025 cũng củng cố cho sự tăng trưởng của nửa sau 2026. KBSV dự báo diện tích đất bàn giao KCN 2025/2026/2027 đạt lần lượt 530ha (-29% YoY); 600ha (+13%YoY); 750ha (+25% YoY); giá cho thuê tăng 3 - 6%/năm

### Tradewar 2.0 – thách thức ngắn hạn mở ra dư địa trong dài hạn đối với dòng vốn FDI

Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam vẫn duy trì xu hướng tích cực trong dài hạn, do Tradewar 2.0 không làm thay đổi lợi thế cạnh tranh cốt lõi của Việt Nam, bao gồm: (1) mức thuế mà Mỹ áp với Việt Nam và các đối thủ cạnh tranh không chênh lệch nhiều; (2) Việt Nam vẫn duy trì lợi thế chi phí nhân công, nguồn lao động dồi dào và môi trường chính trị ổn định; (3) sự phân mảnh giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc ngày một rõ nét, tạo sức ép cho các doanh nghiệp toàn cầu cần tiếp tục tái cấu trúc chuỗi cung ứng, đây là cơ hội để Việt Nam thu hút FDI chất lượng cao, nâng tỷ lệ nội địa hóa và nâng cấp vị thế trong chuỗi giá trị toàn cầu.

Đối với tác động của mức thuế 40% áp lên hàng hóa Transshipment (trong bối cảnh Mỹ vẫn chưa ban hành quy định chi tiết), chúng tôi cho rằng dòng vốn của các doanh nghiệp FDI có tỷ lệ nội địa hóa thấp sẽ chịu tác động dài hạn, tuy nhiên cũng sẽ có các doanh nghiệp FDI nỗ lực gia tăng tỷ lệ nội địa hóa ở Việt Nam để không bị đánh mức thuế cao, qua đó giúp dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn. Cụ thể

- (1) Nhóm có khả năng sẽ tiếp tục suy giảm việc đầu tư vào Việt Nam trong dài hạn:  
Đây là nhóm chịu tác động mạnh nhất, chủ yếu gồm các doanh nghiệp FDI đầu tư vào Việt Nam với mục tiêu trung chuyển/lách xuất xứ, có tỷ lệ nội địa hóa thấp. Các lĩnh vực rủi ro cao bao gồm: thiết bị quang học – đo lường – y tế, máy giặt, tủ lạnh. Tác động đã phần nào được phản ánh trong năm 2025, thể hiện qua sự suy giảm mạnh của dòng vốn FDI đăng ký.
- (2) Nhóm có khả năng sẽ tiếp tục mở rộng đầu tư tại Việt Nam nhằm đáp ứng các yêu cầu về xuất xứ, kỳ vọng sẽ gia tăng đầu tư sau khi Mỹ ban hành quy định rõ ràng về tỷ lệ nội địa hóa:

Bao gồm các doanh nghiệp đầu tư vào Việt Nam để tận dụng lợi thế chi phí lao động và môi trường chính trị ổn định, tuy nhiên bị phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu ngoài Việt Nam - có mức nội địa hóa thấp. Các ngành nghề gồm dệt may, giày dép, máy móc và thiết bị cơ khí;

- (3) Nhóm chịu tác động nhỏ hoặc gần như không bị ảnh hưởng sẽ tiếp tục kế hoạch đầu tư vào Việt Nam

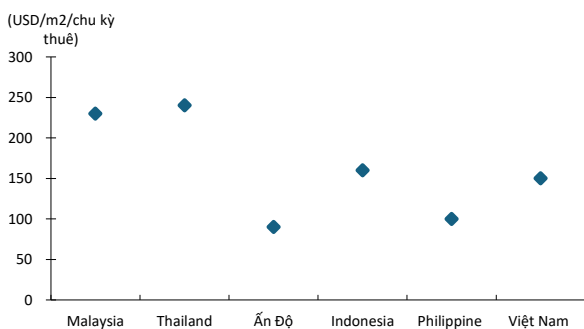
Bao gồm: (i) doanh nghiệp sản xuất sản phẩm phục vụ ngành công nghệ cao cho thị trường Mỹ như chip bán dẫn, máy tính, điện thoại... vốn đã được Mỹ loại trừ khỏi danh sách áp thuế đối ứng; (ii) các doanh nghiệp đầu tư vào Việt Nam với định hướng xuất khẩu sang các thị trường khác ngoài Mỹ

**Bảng 12. Mức thuế mà Mỹ áp dụng**

	Thuế đối ứng	Thuế khác đã được áp dụng	Ghi chú
Tất cả Quốc gia	10% - Baseline	40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment	- CBP chịu trách nhiệm xác định các mặt hàng/Quốc gia chịu mức thuế 40%. Hiện tại chỉ Canada có hướng dẫn về cách xác định áp dụng cụ thể
Một số Quốc gia khác			
Trung Quốc	24%	10% - Fentanyl	- Thuế đối ứng đang được Delay đến 11/10/2026. Giảm mức thuế bình quân của Mỹ nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc từ 42% còn 32% - Đe dọa từ 10 - 200% đối với các mặt hàng khác
Ấn Độ	25%	25% - Dầu Nga	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể - Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Việt Nam	20%	25% - Dầu Venezuelan	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Thái Lan	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Banladesh	20%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Philippines	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Indonesia	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Malaysia	19%	25% - Dầu Venezuelan	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể

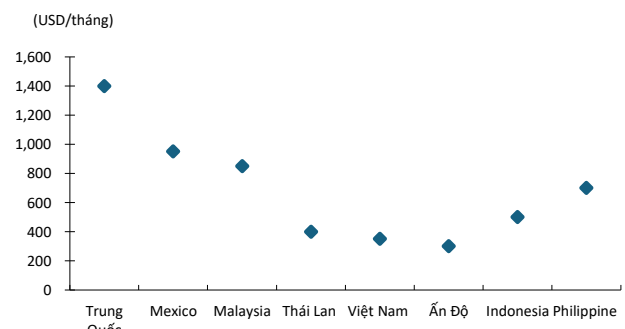
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 13. Giá cho thuê đất KCN tại một số Quốc gia**



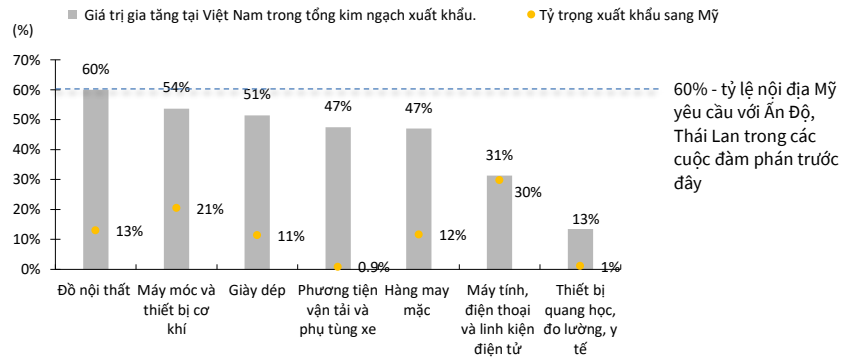
Nguồn: CEIC, KBSV

**Biểu đồ 14. Thu nhập bình quân tại một số Quốc gia**



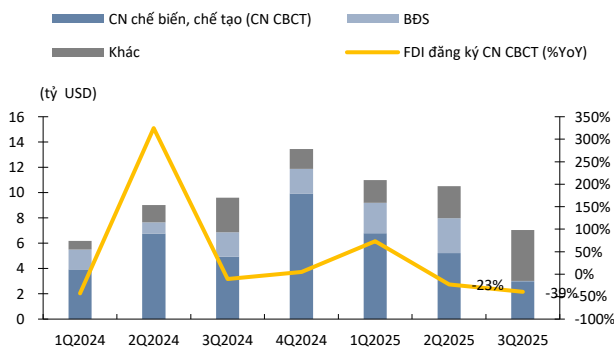
Nguồn: CEIC, KBSV

**Biểu đồ 15. Giá trị gia tăng tại Việt Nam trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2024**



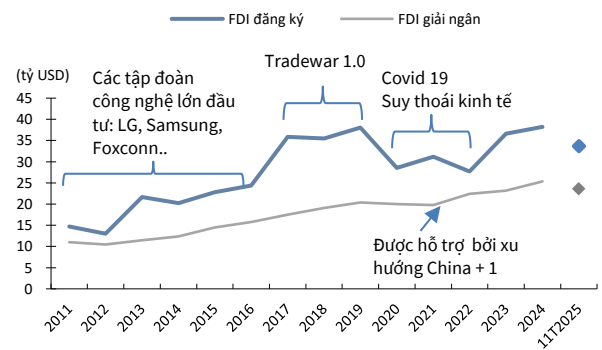
Nguồn: ITC, Bảng Cân đối Liên ngành Việt Nam (GSO), OECD, KBSV

**Biểu đồ 16. Dòng vốn FDI đăng ký theo ngành nghề**



Nguồn: GSO, KBSV

**Biểu đồ 17. Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam**



Nguồn: GSO, KBSV

**Việt Nam đang tăng tốc hội nhập chu kỳ công nghệ cao - nền tảng cho tăng trưởng dài hạn**

Việt Nam đang có những nỗ lực để bắt đầu hội nhập sâu hơn vào chu kỳ phát triển công nghệ cao Toàn cầu, củng cố cho triển vọng dài hạn. Giai đoạn 2008 - 2023, vốn truyền thống dựa vào lợi thế nhân công giá rẻ, Việt Nam chủ yếu thu hút FDI ở phân đoạn Downstream (lắp ráp, kiểm thử...) - có tỷ lệ nội địa hóa thấp. Tuy vậy, giai đoạn 2024 - 2025, với hàng loạt các chính sách thu hút dự án AI, dự án công nghệ cao, Việt Nam đã bắt đầu thu hút những dự án trong phân khúc giá trị cao (bảng 18).

**Bảng 18. Các dự án Đầu tư cho nghiên cứu - phát triển (R&D) công nghệ cao trong giai đoạn từ năm 2024 đến năm 2025**

Công ty	Trụ sở chính	Ngành nghề	Năm đầu tư	Phân khúc
Yedea Technology	Trung Quốc	EV	2024	Trung tâm R&D
Backbase	Netherlands	Fintech	2024	Trung tâm AI (Centre of Excellence (CoE) focused on AI)
Zeiss	Đức	Giải pháp đo lường - kiểm định trong công nghiệp	2025	CoE
3M Transportation and Business Group	Mỹ	Công nghệ	2024	Trung tâm khoa học, Công nghệ, kỹ thuật
Motorola Solutions	Mỹ	Công nghệ	2024	Trung tâm R&D
Darbond Technology	Trung Quốc	Chất bán dẫn, thiết bị điện	2024	Trung tâm R&D vật liệu điện tử
Qualcomm	Mỹ	Chất bán dẫn	2025	Trung tâm R&D AI
<b>Các dự án có sự tham gia của doanh nghiệp Việt Nam</b>				
Hợp tác AIC - KBC - Vietinbank	Việt Nam	Công nghệ cao	2025	Trung tâm dữ liệu AI

Viettel	Việt Nam	Công nghệ cao	2025	Trung tâm R&D
---------	----------	---------------	------	---------------

Nguồn: Hiệp hội các Quốc gia, KBSV tổng hợp

### Chính sách thu hút dòng vốn FDI mang tính quyết liệt hơn

Sau hàng loạt những chính sách mang tính nền tảng của năm 2024, năm 2025 Việt Nam cho thấy việc tích cực đẩy mạnh các chính sách thu hút FDI với việc tăng ưu đãi thuế TNDN, rút ngắn và đơn giản hóa thủ tục đầu tư, khuyến khích doanh nghiệp FDI niêm yết trên thị trường chứng khoán. Đồng thời Chính phủ cũng đang nghiên cứu thêm các cơ chế mới như Golden Visa và giảm chi phí sử dụng đất, dự kiến triển khai trong 2026

**Bảng 19. Quy định pháp lý nhằm thu hút dòng vốn FDI**

Chính sách 2025	Nội dung	Chi tiết	Thời gian áp dụng
Luật thuế TNDN 2025	Miễn/ giảm thuế TNDN	<ul style="list-style-type: none"> <li>Áp dụng thuế suất 10% trong thời hạn 30 năm, kèm theo thời gian miễn thuế tối đa 4 năm và giảm 50% số thuế phải nộp trong tối đa 9 năm tiếp theo. Áp dụng cho dự án công nghệ cao, R&amp;D, dự án chiến lược, dự án AI..</li> <li>Đối với các dự án không thuộc danh mục ưu tiên thì mức thuế suất ưu đãi là 15% trong 15 năm, được miễn thuế tối đa 2 năm và giảm 50% số thuế phải nộp trong tối đa 4 năm sau đó.</li> </ul>	01/10/2025
Nghị định 19/2025	Đơn giản hóa, rút ngắn thời gian thực hiện thủ tục pháp lý	<ul style="list-style-type: none"> <li>Đơn giản hóa và đẩy nhanh thủ tục cấp phép dự án đầu tư</li> <li>Rút ngắn thời gian xét duyệt các dự án đầu tư</li> </ul>	15/01/2025
Nghị định 239/2025	Nới lỏng các yêu cầu pháp lý	<ul style="list-style-type: none"> <li>NĐT chậm được bàn giao đất khiến thời hạn triển khai dự án kéo dài, sẽ không phải thực hiện thủ tục điều chỉnh dự án đầu tư</li> <li>NĐT được lựa chọn UBND tỉnh đầu mối thực hiện thủ tục cấp phép đầu tư đối với dự án thuộc địa bàn của 02 tỉnh trở lên</li> <li>Giảm số lượng bộ hồ sơ cần nộp và rút ngắn thời hạn cấp phép đầu tư</li> </ul>	03/09/2025
Nghị định 245/2025	Khuyến khích doanh nghiệp FDI tham gia TTCK Việt Nam	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rút ngắn thời gian còn 30 ngày để xử lý hồ sơ về quy trình niêm yết IPO trên sàn chứng khoán Việt Nam</li> </ul>	11/09/2025
<b>Đề xuất</b>			
Golden Visa	Thu hút đầu tư và nhân lực chất lượng cao từ nước ngoài	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thu hút đầu tư và nhân lực chất lượng cao từ nước ngoài bằng cách cấp quyền cư trú dài hạn (hoặc quyền định cư) cho các chuyên gia, NĐT nước ngoài..</li> </ul>	2026
Dự thảo nghị định về tiền thuê đất	Miễn/giảm tiền thuê đất KCN	<ul style="list-style-type: none"> <li>Đề xuất miễn tiền thuê đất (15 - 22 năm) đối với dự án AI, data center, công nghệ cao, chất bán dẫn...</li> <li>Giảm tiền thuê đất (30%) đối với một số dự án ưu tiên khác</li> </ul>	2026
Dự thảo Luật Công nghệ cao	Khuyến khích, gia tăng các ưu đãi thu hút ngành Công nghệ cao đầu tư tại Việt Nam	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thiết kế lại hệ thống các chính sách và đối tượng hưởng chính sách ưu tiên, ưu đãi, hỗ trợ đầu tư; khuyến khích phát triển hệ sinh thái công nghệ cao; bổ sung quy định về các mô hình khu công nghệ cao, đô thị công nghệ cao...</li> </ul>	2026

Nguồn: KBSV tổng hợp

### Giá cho thuê đất KCN tiếp tục tăng

KBSV dự phóng giá đất cho thuê KCN trong 2026 - 2027 sẽ tiếp tục tăng, tại KCN phía Bắc dự báo giá chào thuê tăng từ 5 - 6%, các KCN phía Nam dự báo tăng 3 - 5%, nhờ vào:

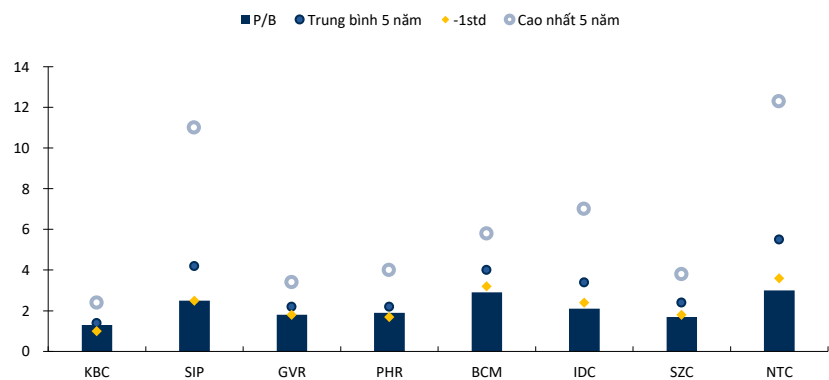
- (1) Dòng vốn FDI dự báo sẽ hồi phục từ cuối 2026, giúp gia tăng nhu cầu thuê đất ở cả hai khu vực Phía Bắc, Phía Nam
- (2) Nhu cầu thuê đất khu vực miền Bắc dự báo tích cực hơn do mức giá đất chào thuê hiện tại thấp hơn khu vực phía Nam, chủ yếu nhờ (i) giá chào thuê KCN thấp hơn đáng kể so với miền Nam; (ii) vị trí gần Trung Quốc giúp thu hút dòng vốn FDI từ Trung Quốc dịch chuyển sang Việt Nam;
- (3) Việc đầu tư cơ sở hạ tầng trọng điểm được đẩy mạnh đầu tư thúc đẩy kết nối các vùng kinh tế, qua đó giúp tăng giá chào thuê KCN
- (4) Việc áp dụng bảng giá cho thuê đất hàng năm từ 2024, khiến chi phí đầu tư (chi phí đền bù, nộp tiền sử dụng đất) tăng theo từng năm, tạo sức ép làm tăng giá cho thuê KCN

**Chúng tôi đánh giá triển vọng TRUNG LẬP đối với ngành BĐS KCN trong 2026 nhưng sẽ có cơ hội tích lũy đầu tư vào nửa cuối năm 2026**

Chúng tôi duy trì quan điểm về triển vọng ngắn hạn kém tích cực trong 1H2026 đối với dòng vốn FDI. Tuy nhiên, KBSV dự báo triển vọng của nhóm doanh nghiệp BĐS KCN sẽ chuyển sang trạng thái tích cực hơn kể từ 2H2026, chủ yếu nhờ nhu cầu thuê đất phục hồi từ các doanh nghiệp FDI, trong khi phần lớn rủi ro đã được phản ánh vào định giá trong năm 2025.

Hầu hết các doanh nghiệp đang giao dịch tại mức P/B thấp hơn trung bình 5 năm. Trong đó, 7/8 doanh nghiệp mà chúng tôi theo dõi đang giao dịch ngang/hoặc thấp hơn -1std độ lệch chuẩn trung bình P/B 5 năm. Đối với cơ hội đầu tư dài hạn, NĐT có thể tìm kiếm cơ hội tại các doanh nghiệp có quỹ đất rộng lớn và tình hình tài chính ổn định và mức định giá hấp dẫn, một số cơ hội đầu tư đáng chú ý SIP, GVR, PHR, KBC.

**Biểu đồ 20. P/B các cổ phiếu ngành BĐS KCN**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

# Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

## Thu nhập đền bù đất cao su thúc đẩy lợi nhuận 2026

15/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang  
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

**9T2025, LNST đạt 5,122 tỷ VND (+89%YoY), hoàn thành 103% kế hoạch LNST**

Quý 3/2025, doanh thu và LNST của GVR đạt lần lượt là 9,294 tỷ VND (+20% YoY) và 2,187 tỷ VND (+95% YoY). Lũy kế 9T2025, doanh thu và LNST đạt 20,861 tỷ VND (+23% YoY) và 5,122 tỷ VND (89% YoY), hoàn thành 103% kế hoạch LNST hợp nhất.

**Mảng cao su, năm 2026F dự báo duy trì mức ổn định**

Năm 2026F, KBSV ước tính doanh thu mảng cao su đạt 25,393 tỷ đồng (-0.5% YoY), với dự phóng sản lượng tiêu thụ đạt 560,374 tấn (+4.7% YoY); giá bán cao su bình quân đạt 45.3 triệu đồng/tấn (-5%YoY).

**Thu nhập tiền đền bù đất cao su tại Đồng Nai đóng góp tích cực vào lợi nhuận 2026F**

Tháng 11/2025, UBND Đồng Nai ghi nhận tiến độ khả quan tại ba KCN trên đất GVR, gồm: KCN Long Đức phê duyệt 100% phương án bồi thường, KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp đã chi trả bồi thường cây cao su, KCN Xuân Quế – Sông Nhạn đã phê duyệt phương án bồi thường cây trồng. Trên cơ sở này, chúng tôi kỳ vọng quá trình đền bù đất tại các KCN sẽ được đẩy mạnh trong giai đoạn 2026–2028. Theo đó, KBSV ước tính Thu nhập ròng khác 2026F đạt 1,977 tỷ đồng (+50% YoY).

**Mảng KCN, KCN NTU3 đóng góp doanh thu chính nhờ ghi nhận 1 lần**

KBSV dự báo diện tích KCN thuê mới của GVR năm 2025/2026F đạt 70ha/80ha ; tương đương doanh thu đạt 1,240 tỷ đồng (+69% YoY) và đạt 1,465 tỷ đồng (+29.7% YoY), trong đó kỳ vọng KCN NTU3 đóng góp hơn 50% tỷ trọng doanh thu nhờ việc ghi nhận 1 lần

**Khuyến nghị MUA với GVR, giá mục tiêu 33,400 VND/cổ phiếu**

GVR đang giao dịch với PBR 2025 là 1.72x, nằm dưới đường trung bình PBR 5 năm - đã phản ánh mức chiết khấu với rủi ro Tradewar 2.0. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 33,400VND/cổ phiếu.

## Mua duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 33,400</b>
Tăng/giảm (%)	32%
Giá hiện tại (12/12/2025)	VND 25,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 35,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	107/4.0

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	164.0/6.3
Sở hữu nước ngoài (%)	0.5%
Cổ đông lớn	Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (96.7%)

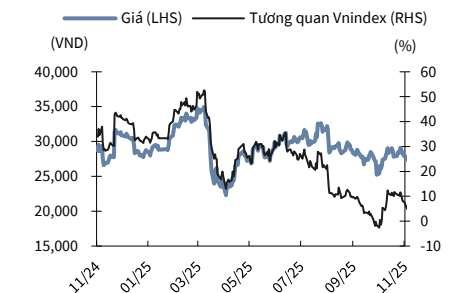
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.1	-2.0	-2.0	-10.6
Tương đối	-3.8	-5.5	-33.2	-45.6

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	22,138	26,242	31,124	31,473
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,796	5,001	6,500	6,270
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	2,623	3,988	5,653	5,966
EPS (VND)	656	997	1,413	1,492
Tăng trưởng EPS (%)	-32	52	42	5.5
P/E (x)	32.0	30.4	18.9	17.9
P/B (x)	1.5	2.1	1.6	1.5
ROE (%)	6	8	10	10
Tỷ suất cổ tức (%)	1	1	1	1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) KĐT Tràng Cát là động lực chính trong 2026

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang  
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

**LNST 3Q2025 đạt 312 tỷ VND (+55%YoY), 9T2025 đạt 48.8% kế hoạch cả năm**

Quý 3/2025, KBC ghi nhận doanh thu đạt 1,347 tỷ VND (+42%YoY) và LNST công ty đạt 312 tỷ VND (+55% YoY), chủ yếu được đóng góp bởi bàn giao 17ha KCN NSHL. Tính chung 9T2025, doanh thu và LNST công ty đạt lần lượt là 5,039 tỷ VND (+153% YoY) và 1,563 tỷ VND (+293% YoY), hoàn thành 48.8% kế hoạch LNST hợp nhất.

**Dự báo doanh số bàn giao đất KCN năm 2025/2026 đạt 110ha/80ha**

Dự báo cả năm 2025/2026F doanh số bàn giao đất KCN đạt lần lượt 110ha và 80ha, tương đương 4,223 tỷ đồng (+253%YoY) và 3,335 tỷ đồng (-21%YoY). Trong đó, doanh số bàn giao đất trong 4Q2025 - 2026F của KBC sẽ được đóng góp bởi 65ha đã ký MOU (biên bản ghi nhớ) trước đó, bao gồm 25ha MOU ký với Luxshare (2024); 40ha MOU ký với AIC và Invest Group trong tháng 11/2025.

**Duy trì dự báo Tràng Cát là động lực tăng trưởng chính trong 2026**

Chúng tôi duy trì kỳ vọng doanh số bán buôn tại KĐT Tràng Cát năm 2026 đạt 20ha, tương đương 4,620 tỷ đồng, đóng góp chủ yếu vào mức tăng trưởng doanh thu mảng BĐS thương mại trong 2026F (+5.1x YoY).

**Dự án Trump International Hưng Yên (990ha) bắt đầu công tác GPMB**

Quý 3/2025, KBC ghi nhận chi phí đầu tư dự án Trump International Hưng Yên (990ha) là 425 tỷ đồng chủ yếu là chi phí GPMB. Tuy nhiên, do quy mô dự án lớn đòi hỏi thời gian chuẩn bị pháp lý và đầu tư kéo dài. Theo đó, với tiến độ hiện tại, chúng tôi kỳ vọng dự án có thể bắt đầu đưa vào kinh doanh giai đoạn 2030-2050.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với KBC, giá mục tiêu 39,000 VND/cổ phiếu**

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 39,000 VND/cổ phiếu, cao hơn 10% so với mức giá đóng cửa 35,550 VND ngày 04/12/2025.

## Trung lập duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 39,000</b>
Tăng/giảm (%)	10%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 35,550
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 42,967
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	35.5/1.4

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	70.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	296.0/11.3
Sở hữu nước ngoài (%)	13.8%
Cổ đông lớn	Ông Đặng Thành Tâm (18.1%)

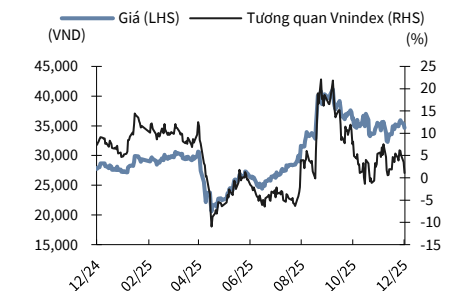
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.71	-1.52	34.4	30.7
Tương đối	-2.03	-6.07	5.45	-6.44

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,618	2,776	6,025	9,874
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,874	907	2,118	3,631
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,031	426	1,509	2,587
EPS (VND)	2,646	555	1,603	2,747
Tăng trưởng EPS (%)	33	-76	146	147
P/E (x)	12.0	49.0	22.1	12.9
P/B (x)	1.2	1.0	1.3	1.1
ROE (%)	11.1	2.2	6.0	9.4
Tỷ suất cổ tức (%)	1	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP)

## Nền tảng vững chắc với mức định giá hấp dẫn

16/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang  
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

**9T2025, LNST đạt 1,102 tỷ VND (+22%YoY), hoàn thành 132% kế hoạch LNST**

Quý 3/2025, doanh thu và LNST của SIP đạt lần lượt 2,233 tỷ đồng (+13% YoY) và 382 tỷ đồng (+22% YoY). Lũy kế 9T2025, doanh thu và LNST đạt lần lượt 6,304 tỷ đồng (+10% YoY) và 1,102 tỷ đồng (+22% YoY), đạt 132% kế hoạch LNST hợp nhất.

**Dự báo doanh số bàn giao đất KCN năm 2025/2026 đạt 50ha/60ha**

Năm 2025, chúng tôi duy trì dự báo diện tích đất KCN bàn giao của SIP đạt khoảng 50ha (-32% YoY), phản ánh tiến độ bàn giao chậm lại tại KCN trọng điểm - KCN Phước Đông. Tuy nhiên, ước tính doanh số cho thuê đất chỉ giảm nhẹ, đạt 1,546 tỷ VND (-2% YoY), nhờ bàn giao đất tại các KCN cấp 1 có mức giá cao. Năm 2026F, chúng tôi kỳ vọng SIP sẽ tận dụng lợi thế khi sân bay Long Thành dự kiến vận hành vào 1H2026, qua đó thúc đẩy hoạt động cho thuê đất tại 2 KCN ở Đồng Nai (KCN LA-BS, KCN Long Đức 2). KBSV dự báo diện tích cho thuê năm 2026F đạt 60ha, với doanh số tương ứng khoảng 1,850 tỷ đồng (+20% YoY).

**KĐT Phước Đông City đóng góp doanh thu trong 2025/2026F**

KĐT Phước Đông đã bán khoảng 196/205 căn, tương đương tỷ lệ lấp đầy 95%. Với tiến độ bán hàng hiện tại, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bán hết trong Quý 4/2025, doanh thu Backlog còn lại ước tính khoảng 159 tỷ đồng.

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 71,800VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đánh giá cao SIP nhờ lợi thế quỹ đất rộng lớn, dòng tiền và tiềm lực tài chính ổn định. SIP đang giao dịch ở vùng giá hấp dẫn với P/B 2025 là 2.4x, tương đương với -1std của P/B trung bình 5 năm. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SIP với giá mục tiêu 71.800VND/cổ phiếu.

## Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 71,800
Tăng/giảm (%)	38%
Giá hiện tại (16/12/2025)	52,200
Giá mục tiêu đồng thuận	81,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	12.6/05

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	67.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	47.1/1.8
Sở hữu nước ngoài (%)	4.0%
Cổ đông lớn	CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị An lộc (19.9%)

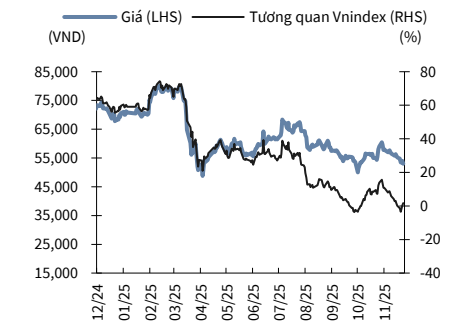
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.7	-4.0	-24.2	-5.38
Tương đối	-3.3	-7.4	-55.3	-40.4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	6,677	7,800	8,699	9,256
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,263	1,555	1,834	2,121
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	927	1,164	1,337	1,545
EPS (VND)	4,574	5,530	5,520	6,383
Tăng trưởng EPS (%)	-2.6	20.9	-0.2	15.6
P/E (x)	9.2	12.6	9.4	8.2
P/B (x)	2.1	3.0	2.1	1.7
ROE (%)	23.0	23.9	22.4	21.3
Tỷ suất cổ tức (%)	4	3	3	3

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Công nghệ

## Hồi phục sau khó khăn ngắn hạn

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh  
 (+84) 24-7303-5333 [anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)

24/12/2025

### Chi tiêu cho CNTT toàn cầu tiếp tục là động lực tăng trưởng toàn ngành

KBSV quan điểm rằng chi tiêu cho công nghệ thông tin toàn cầu trong năm 2026 dự kiến sẽ hồi phục nhờ: i) Xu hướng tiết kiệm chi phí, hạn chế chi tiêu lớn của các doanh nghiệp để tập trung cho hoạt động khôi phục sản xuất và AI, ii) Các giải pháp công nghệ giải quyết hiệu quả bài toán kinh doanh tiết kiệm chi phí sẽ được ưu tiên. Dự báo tăng trưởng chi tiêu cho CNTT đạt 9.8% trong 2026, theo Gartner.

### Chi tiêu thị trường Châu Á - Thái Bình Dương là điểm sáng hồi phục

Với đặc điểm kinh tế gắn bó chặt chẽ với hoạt động thương mại toàn cầu, Châu Á Thái Bình Dương sẽ trở thành điểm sáng tăng trưởng sau giai đoạn căng thẳng thuế quan. Bên cạnh đó, hoạt động sản xuất quay trở lại Hoa Kỳ sẽ tiếp tục thúc đẩy đầu tư chuyển đổi số. Đối với Châu Âu, việc đầu tư mở rộng công suất điện tái tạo sẽ là động lực chính cho tăng trưởng chi tiêu 1 chữ số của khu vực.

### Biên lợi nhuận của các công ty duy trì ổn định nhờ tối ưu chi phí

Trong bối cảnh tăng trưởng hợp đồng ký mới giảm tốc, KBSV đánh giá cao khả năng quản trị chi phí và lợi thế tự chủ 1 phần nhân lực của FPT thông qua đào tạo sẽ tiếp tục giúp doanh nghiệp duy trì được biên lợi nhuận trong các năm tiếp theo.

### Chính sách thúc đẩy công nghiệp công nghệ số của Việt Nam

Luật công nghiệp công nghệ số là dấu mốc quan trọng của Việt Nam trong việc định hướng trở thành trung tâm sản xuất công nghệ toàn cầu. KBSV kì vọng các cơ chế mới sẽ được quy định sẽ là tiền đề cho các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực công nghệ như FPT, CMG phát triển trong tương lai.

### Việt Nam đứng trước cơ hội phát triển Data Center

Bối cảnh toàn cầu đặt Việt Nam vào vị trí thuận lợi để phát triển Data Center. Trong ngắn hạn, rào cản để ra nhập ngành cao do nguồn cung năng lượng hạn chế là cơ hội để các doanh nghiệp sở hữu trung tâm dữ liệu sẵn có gia tăng tỷ lệ lấp đầy. Trong dài hạn, chi phí phát triển và vận hành cạnh tranh sẽ giúp Việt Nam tiếp tục thu hút dòng vốn đầu tư lĩnh vực này.

### Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Công nghệ trong 2026

KBSV cho rằng các doanh nghiệp sẽ ghi nhận sự hồi phục trong KQKD nhờ thành công đa dạng hóa các mảng đóng góp doanh thu và khả năng tối ưu chi phí. Diễn biến giá cổ phiếu cũng mở ra cơ hội đầu tư với lợi suất kì vọng hấp dẫn.

## Tích cực duy trì

Khuyến nghị

FPT	MUA
Giá mục tiêu	121,800 VND

## Kết quả kinh doanh 9T2025

### Kết quả kinh doanh duy trì tăng trưởng tốt

Trong 9 tháng đầu năm 2025, tăng trưởng doanh thu toàn ngành công nghệ ước đạt 27%, hoàn thành 71% kế hoạch doanh thu năm 2025. Đáng chú ý, mức tăng trưởng 2 chữ số của doanh thu đạt được với mức tăng chỉ 4% của lực lượng lao động, phản ánh sự cải thiện của năng suất lao động trên đầu người. Về số lượng doanh nghiệp, số lượng công ty đăng ký thành lập vẫn tăng ổn định. Theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Cục Quản lý đăng ký kinh doanh), đến tháng 7/2025 tổng số doanh nghiệp công nghệ số đăng ký thành lập và hoạt động đạt 77,502 doanh nghiệp, ghi nhận mức tăng ấn tượng 42% từ đầu năm.

### Doanh thu dịch vụ CNTT thị trường quốc tế bị thách thức ngắn hạn bởi tác động thuế quan

Xu hướng sụt giảm doanh thu của các công ty công nghệ thông tin toàn cầu diễn ra trong bối cảnh môi trường thương mại bất ổn kéo theo việc ngừng mở rộng hoặc thu hẹp ngân sách đầu tư kinh doanh. Với FPT, trong bối cảnh tăng trưởng doanh thu kỉ mới tăng trưởng chậm kể từ Q4/2024, doanh thu CNTT tại thị trường nước ngoài đạt mức tăng khiêm tốn chỉ 10% YoY. Tuy nhiên nhờ căng thẳng thương mại toàn cầu suy giảm, điểm sáng trong hoạt động kinh doanh của FPT xuất hiện khi giá trị hợp đồng ký mới Q3/2025 đạt 9,454 tỷ VND, tăng mạnh 47% YoY. Với CMG, doanh thu nửa đầu năm (3/2025-9/2025) của mảng công nghệ và giải pháp đạt 3,007 tỷ VND, tăng trưởng ấn tượng 27% YoY và chứng minh sự hiệu quả của chiến lược Go Global.

### Doanh thu dịch vụ CNTT thị trường trong nước được giữ vững nhờ hoạt động chuyển đổi số

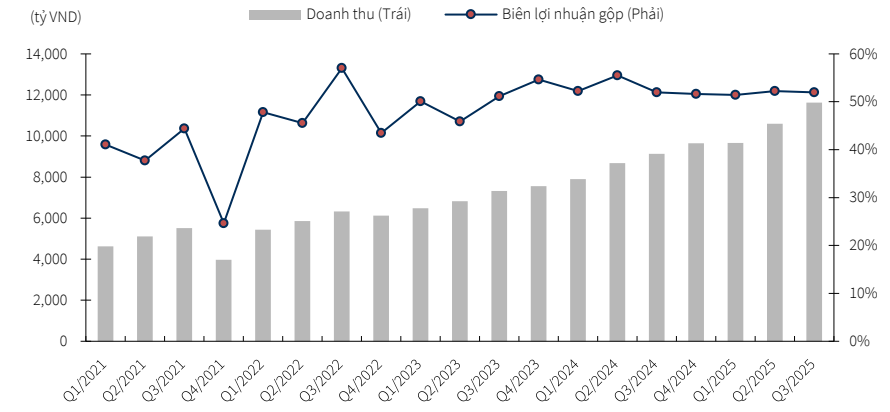
Đối với hoạt động tiêu dùng công nghệ trong nước, chính sách thúc đẩy chuyển đổi số quốc gia đã tăng cường sự hợp tác của các doanh nghiệp với khối chính phủ, bộ ban ngành trong các lĩnh vực điện toán đám mây và trí tuệ nhân tạo. Mảng kinh doanh trong nước của FPT ghi nhận doanh thu trong 9 tháng đầu năm đạt 5,376 tỷ VND, tăng trưởng 2% YoY. Bên cạnh đó, các hoạt động đầu tư hạ tầng viễn thông, thực hiện mục tiêu triển khai và phủ sóng 5G cũng diễn ra với tốc độ khẩn trương. Nhu cầu thuê trạm 5G là rất lớn là động lực tích cực thúc đẩy doanh thu mảng hạ tầng cho thuê của CTR trong 11 tháng 2025 tăng trưởng 38% YoY, đạt 783 tỷ VND.

### Doanh thu lĩnh vực viễn thông thị trường nội địa bão hòa, trong khi động lực tăng trưởng chính đến từ thị trường nước ngoài

6 tháng đầu 2025, doanh thu dịch vụ viễn thông ước đạt 70,422 tỷ đồng, tăng 1.2 % so với cùng kỳ năm 2024. Số thuê bao di động đạt hơn 105 triệu % (+4.4% YoY) cho thấy thị trường viễn thông Việt Nam bước vào giai đoạn bão hòa với tốc độ tăng trưởng thấp. Sự khác biệt của sản phẩm viễn thông (tốc độ truy cập/tải xuống, giá thành, sự ổn định) không còn đáng kể khiến thị phần của các nhà mạng lớn ít biến động. Trong bối cảnh đó, chiến lược đầu tư và vận hành hạ tầng viễn thông tại các quốc gia chưa phát triển của Viettel thông qua công ty con là CTCP Đầu tư Quốc tế Viettel (UpCOM: VGI) cho thấy được thành công khi tốc độ tăng trưởng doanh thu duy trì trên 20% trong 8 quý liên tiếp và dần mang lại lợi nhuận cho tập đoàn. Thị phần dẫn đầu tại các thị trường cho phép

VGI tận dụng lợi thế về quy mô của ngành viễn thông, từ đó đem về lợi nhuận thông qua chính sách linh hoạt điều chỉnh cước phí mà không mất chi phí xây dựng bổ sung trạm viễn thông.

**Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của VGI**

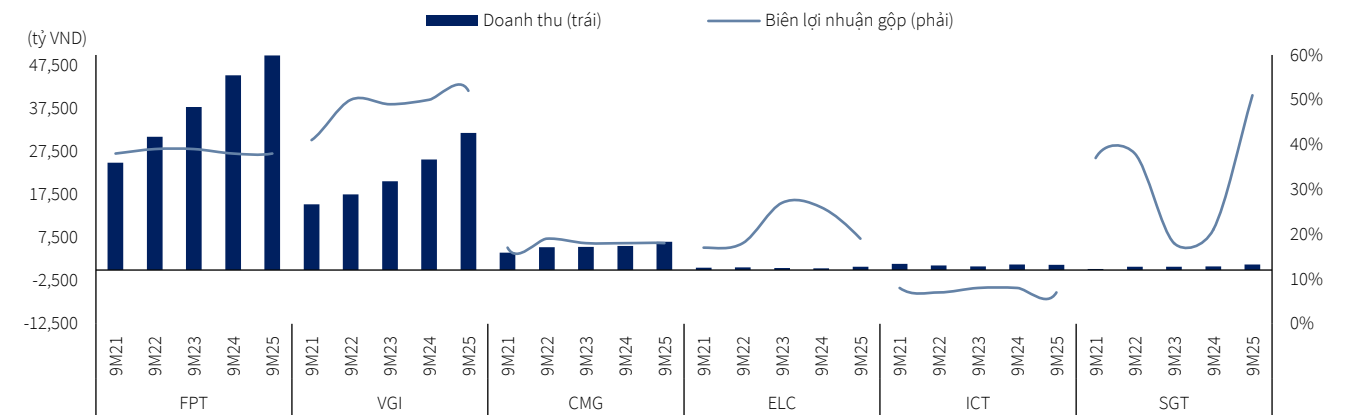


Nguồn: VGI, KBSV

**Tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp trong 9T 2025**

9 tháng đầu năm, nhóm cổ phiếu công nghệ ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực với doanh thu của 7 doanh nghiệp (FPT, VGI, CMG, SGT, ICT, ELC, GLT) đạt 90,943 tỷ VND (+14% YoY), trong đó doanh thu đến từ FPT chiếm tỷ trọng cao nhất, đạt 49,887 tỷ VND (+10.3% YoY). Trái ngược với kết quả kinh doanh giảm tốc của FPT, chiến lược Go Global của CMG chứng minh được sự hiệu quả, giúp doanh nghiệp đạt doanh thu và LNST lần lượt 6,548/333 tỷ VND (+16.3%/42.7% YoY). ELC ghi nhận doanh thu vượt bậc trong Q3/2025 sau khi trúng thầu các gói cung cấp thiết bị trong giai đoạn triển khai lắp đặt camera giao thông rộng rãi. 2 doanh nghiệp VGI và ITD dù doanh thu tiếp tục xu hướng tăng trưởng tích cực nhưng nhờ tối ưu chi phí nên biên lợi nhuận ròng được cải thiện lần lượt lên mức 23.8%/53.4% (+10.3/50.1 ppts). Tổng kết, LNST công ty mẹ của 7 cổ phiếu đạt hơn 16,400 tỷ VND (+54% YoY), phản ánh xu hướng tích cực của toàn ngành dù tăng trưởng của 1 số doanh nghiệp lớn giảm tốc.

**Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành**



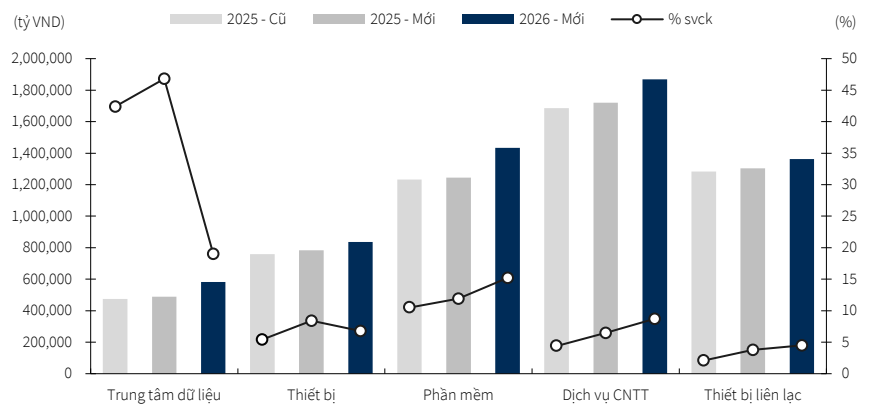
Nguồn: Báo cáo các doanh nghiệp, KBSV

## Triển vọng đầu tư năm 2026

### Chi tiêu cho CNTT toàn cầu tiếp tục là động lực tăng trưởng toàn ngành

KBSV quan điểm rằng chi tiêu cho công nghệ thông tin toàn cầu trong năm 2026 dự kiến sẽ hồi phục nhờ: i) Xu hướng tiết kiệm chi phí, hạn chế chi tiêu lớn của các doanh nghiệp để tập trung cho hoạt động khôi phục sản xuất và AI, ii) Các giải pháp công nghệ giúp tiết kiệm chi phí trong kinh doanh sẽ được ưu tiên. Trong làn sóng này, các doanh nghiệp xuất khẩu phần mềm uy tín và có kinh nghiệm trên thị trường quốc tế sẽ chứng minh được năng lực so với các đối thủ không tên tuổi, qua đó đem về kết quả kinh doanh tích cực. Các tổ chức nghiên cứu thị trường đưa ra nhận định tích cực với triển vọng tăng trưởng cho chi tiêu công nghệ năm 2026, với dự báo của Gartner và Omdia lần lượt là 9.8% YoY và 8.3% YoY.

**Biểu đồ 3. Bảng dự phóng tăng trưởng chi tiêu CNTT của Gartner**

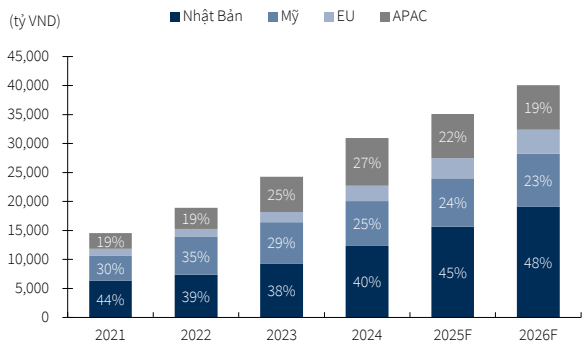


Nguồn: Gartner, KBSV

### Kỳ vọng tăng trưởng tại Châu Á - Thái Bình Dương hồi phục trong khi thị trường Châu Âu tăng trưởng chậm

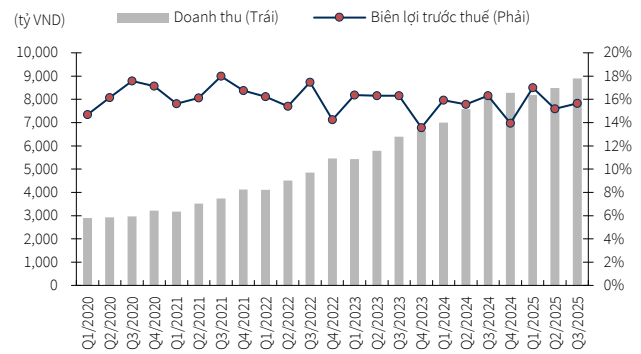
Nhờ môi trường thương mại toàn cầu khả quan hơn sau căng thẳng thuế quan được xoa dịu, khu vực Châu Á - Thái Bình Dương sẽ trở thành điểm sáng hồi phục hoạt động kinh doanh. Chi tiêu cho công nghệ nhờ đó sẽ hồi phục với tốc độ tăng trưởng cao, dựa trên những điều kiện thuận lợi gồm: i) Đặc thù kinh tế tăng trưởng, ii) Dân số trẻ và nhanh nhạy với các xu hướng công nghệ, iii) Chính sách thúc đẩy chuyển đổi số từ chính phủ sẽ là động lực tăng chi tiêu. Đối với thị trường Bắc Mỹ (thị trường chiếm tới 40% tổng ngân sách công nghệ toàn cầu), làn sóng dịch chuyển sản xuất về Hoa Kỳ dưới thời tổng thống Trump sẽ tạo ra nhu cầu chuyển đổi số là rất lớn, bất chấp những thách thức đến từ hàng rào thuế quan. Đối với thị trường EU, KBSV đánh giá tốc độ tăng trưởng đầu tư công nghệ sẽ chậm lại do sự bất ổn định trong nguồn cung năng lượng sẽ cản trở khả năng bổ sung hạ tầng công nghệ thông tin, vốn rất thâm dụng điện năng. Dù vậy, lĩnh vực năng lượng tái tạo tiếp tục được mở rộng gia tăng công suất tại EU sẽ gián tiếp thúc đẩy tiêu dùng IT nhằm tăng khả năng quản lý chi phí, nhờ đó KBSV ước tính tăng trưởng chi tiêu IT đạt 1 chữ số trong năm 2026.

**Biểu đồ 4. Dự phóng tăng trưởng doanh thu tại các thị trường của FPT**



Nguồn: FPT, KBSV

**Biểu đồ 5. Doanh thu và biên lợi nhuận trước thuế của FPT**

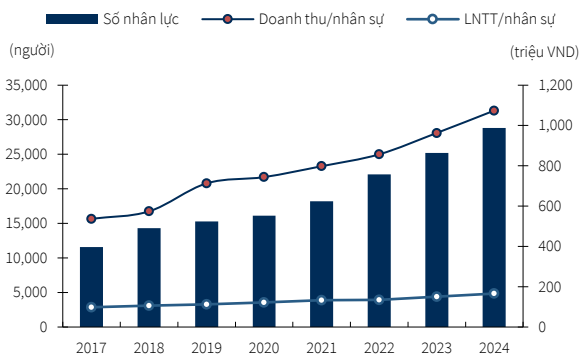


Nguồn: FPT, KBSV

**Biên lợi nhuận của các công ty ổn định nhờ tối ưu chi phí**

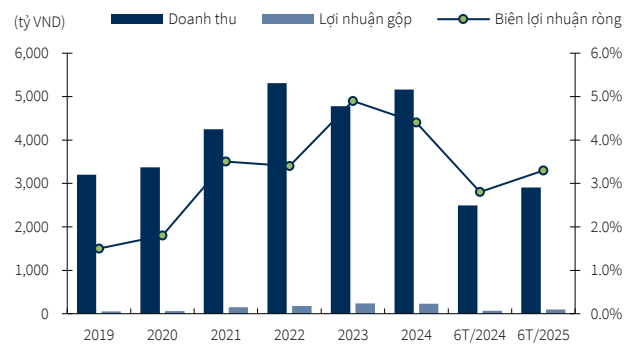
Trong bối cảnh giá trị hợp đồng giảm tốc tăng trưởng, việc tối ưu chi phí thông qua cơ cấu lại tiền lương và thu hẹp ngân sách tuyển dụng đã đem lại hiệu quả giúp FPT duy trì được biên lợi nhuận trước thuế quanh mức 15-16%. Trong quá khứ, FPT cũng cho thấy được năng lực quản trị chi phí chặt chẽ và hiệu quả, giúp cho tăng trưởng chi phí lương/nhân sự ít khi vượt quá mức tăng của doanh thu/nhân sự. Đối với CMG, đà tăng trưởng doanh thu đi kèm với hiệu suất sinh lời được giữ ổn định, giúp lợi nhuận kinh doanh mảng công nghệ tăng 41% YoY. Nhờ đó, chúng tôi đánh giá cao khả năng quản trị chi phí và lợi thế cạnh tranh thu hút nguồn nhân lực tự đào tạo của FPT và CMG sẽ tiếp tục giúp doanh nghiệp duy trì được biên lợi nhuận hấp dẫn trong các năm tiếp theo.

**Biểu đồ 6. Doanh thu và LNTT trên đầu nhân sự của FPT**



Nguồn: FPT, KBSV

**Biểu đồ 7. Doanh thu và biên lợi nhuận kinh doanh của CMG**



Nguồn: CMG, KBSV

**Chính sách của nhà nước sẽ thúc đẩy Việt Nam trở thành trung tâm sản xuất công nghệ bán dẫn**

Luật công nghiệp công nghệ số 2025 là văn bản quy định rộng rãi tới các lĩnh vực trụ cột của ngành công nghiệp công nghệ số gồm: i) Công nghiệp bán dẫn, ii) Trí tuệ nhân tạo và iii) Tài sản số. Luật đóng vai trò định hướng phát triển ngành, đặt ra các mục tiêu quan trọng và là cơ sở để xây dựng chính sách cụ thể trong tương lai. Dưới tác động của luật được thông qua, KBSV kì vọng các cơ chế mới sẽ được quy định gồm: i) Thu hút nhân tài trong và ngoài nước trong lĩnh vực; ii) Tự chủ chương trình đào tạo và xây dựng đội ngũ nhân sự trong nước; iii) Chính sách ưu đãi cho các doanh nghiệp trong ngành và iv) Thu hút dòng vốn đầu tư, qua đó là tiền đề cho các doanh nghiệp phát triển. Với vai trò là các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực công nghệ, FPT, CMG sẽ được hưởng lợi đến từ môi trường kinh doanh thuận lợi trong tương lai.

**Biểu đồ 8. Chuỗi giá trị ngành bán dẫn**

Bước	Khâu	Số lượng công ty	Doanh thu 2024	% chuỗi giá trị
Thiết bị	Sản xuất thiết bị	85	188	19%
Thiết kế	Tự động hóa thiết kế vi mạch (EDA)	6	13	1%
	Thiết kế theo vi mạch có sẵn (IP)	4	5	1%
	Thiết kế thuê gia công (Fabless)	107	339	34%
Sản xuất	Sản xuất vi mạch (MPU)	1	53	5%
	Sản xuất chip tích hợp (IDM)	72	231	23%
	Sản xuất gia công	13	123	12%
Đóng góp và lắp ráp	Đóng gói và kiểm thử	30	48	5%
<b>Tổng</b>		<b>318</b>	<b>1000</b>	<b>100%</b>

Nguồn: McKinsey, KBSV tổng hợp

**Việt Nam đứng trước cơ hội đầu tư và phát triển lĩnh vực Data Center nhưng đi kèm nhiều thách thức**

Theo McKinsey, tăng trưởng nhu cầu trung tâm dữ liệu toàn cầu sẽ đạt CAGR 19-22% vào 2030. Trong bối cảnh đó, CBRE cho rằng Châu Á Thái Bình Dương có cơ hội gia tăng công suất trung tâm dữ liệu nhanh chóng. Việt Nam và các quốc gia Đông Nam Á khác (Malaysia, Thái Lan, Indonesia) nhờ đó được định vị trở thành điểm thu hút nguồn vốn đầu tư vào lĩnh vực này dựa trên các lợi thế: i) Nền kinh tế phát triển kéo theo nhu cầu lưu trữ thông tin lớn của các doanh nghiệp nội địa, ii) Hạ tầng cáp ngầm được đầu tư hiện đại và bổ sung công suất lẫn tốc độ xử lý, iii) Chính sách ưu đãi đầu tư hấp dẫn và chi phí đầu tư rẻ nhờ dư địa quỹ đất và iv) Vị trí gần với các trung tâm kinh tế phát triển (Singapore, Trung Quốc) có nhu cầu sử dụng trung tâm dữ liệu.

Dẫu vậy, thị trường Data Center của Việt Nam sẽ gặp nhiều thách thức, chủ yếu đến từ tình trạng thiếu hụt công suất điện ổn định và hạ tầng truyền tải điện chưa đáp ứng đủ nhu cầu. Đây vừa là thách thức với các doanh nghiệp trong việc bổ sung công suất mới, song cũng là rào cản gia nhập ngành giúp các doanh nghiệp xây dựng lợi thế cạnh tranh và tìm kiếm khách hàng tiềm năng. FPT, CMG là những đại diện niêm yết tiêu biểu sở hữu trung tâm dữ liệu đã đi vào vận hành, nhờ vậy gặp thuận lợi đến từ rào cản ra nhập ngành cao trong ngắn hạn và sự gia tăng nhanh chóng của nhu cầu trong tương lai.

**Biểu đồ 9. Đánh giá tiềm năng tăng trưởng của các thị trường Data Center**

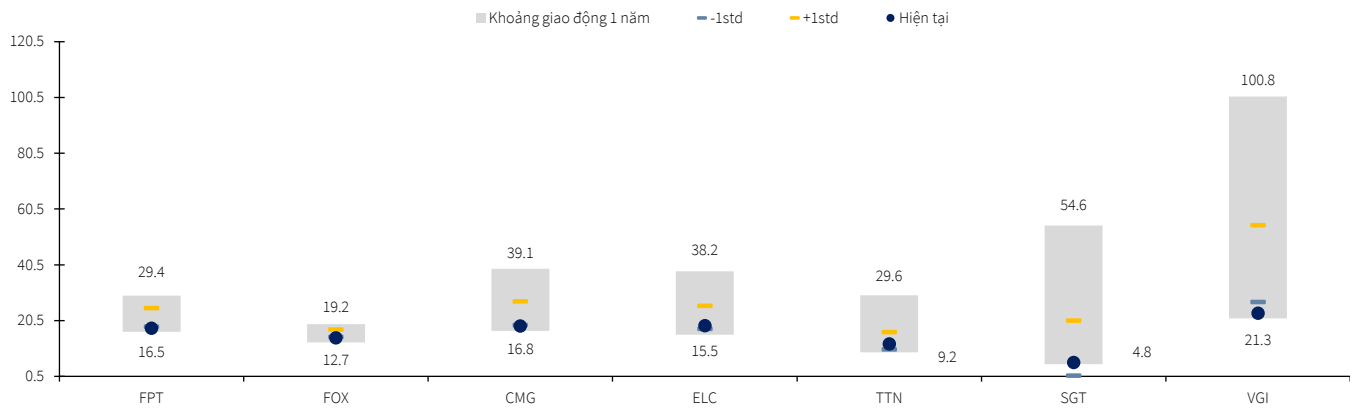
Quốc gia	Công suất lắp đặt (MW)	Công suất đang triển khai (MW)	Tỷ lệ trống (%)	Triển vọng tỷ lệ trống
Thượng Hải	1,071	551	11%	Giảm
Tokyo	949	601	13%	Đi ngang
Mumbai	667	635	17%	Giảm
Seoul	698	513	9%	Giảm
Hong Kong	647	406	28%	Giảm
Sydney	767	230	15%	Đi ngang
Singapore	738	104	2%	Đi ngang
Johor	311	472	15%	Đi ngang
Melbourne	308	227	22%	Giảm
Jakarta	274	244	32%	Đi ngang

Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

**Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành CNTT**

Chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC đối với ngành CNTT trong năm tới. Nhu cầu chi tiêu cho lĩnh vực này sẽ hồi phục theo xu thế chung của thế giới. Cùng với đó, chiến lược đa dạng hóa các mảng kinh doanh mới từ Data Center, các dịch vụ quản trị IT sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng doanh thu. Nhà đầu tư có thể cân nhắc cổ phiếu FPT bởi đây là doanh nghiệp nổi bật trong lĩnh vực xuất khẩu phần mềm, chuyển đổi số và đang đầu tư mạnh mẽ vào Trung tâm dữ liệu. Đồng thời, những thông tin tiêu cực về KQKD của nhóm doanh nghiệp đã dần được phản ánh đầy đủ vào diễn biến giá cổ phiếu, nhờ đó mở ra cơ hội đầu tư với mức sinh lời kì vọng hấp dẫn.

**Biểu đồ 10. Tương quan P/E 1 năm của một số cổ phiếu ngành công nghệ**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

# CTCP Tập đoàn FPT (FPT)

## Xu hướng hồi phục được xác nhận

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
[anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

### Doanh thu hoạt động kinh doanh cốt lõi 3Q2025 tăng trưởng thấp

Doanh thu 3Q2025 của FPT đạt 17,226 tỷ VND (+10% YoY / +3.4% QoQ), biên lợi nhuận gộp tương ứng đạt khoảng 38%. Lợi nhuận sau thuế 3Q2025 ghi nhận 2,740 tỷ VND (+20.4% YoY / -9.5% QoQ). Sau Q3, FPT đã hoàn thành 66.3% kế hoạch doanh thu cả năm (49,949/75,400 tỷ VND) và 67.7% kế hoạch lợi nhuận trước thuế (9,064/13,394 tỷ VND).

### Màng CNTT nước ngoài: Tăng trưởng hợp đồng ký mới cho thấy dấu hiệu phục hồi

Điểm sáng của FPT trong quý đến từ giá trị hợp đồng ký mới hồi phục mạnh mẽ, đạt 9,454 tỷ VND (+46.6% YoY), đóng góp chính nhờ hợp đồng với tập đoàn năng lượng ở Châu Á có trị giá cao kỷ lục (256 triệu USD).

### Màng viễn thông: Broadband tiếp tục hoạt động hiệu quả và Data Center sẽ trở thành động lực tăng trưởng nhờ dự án mới

Trong Q3/2025, màng viễn thông ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trước thuế ở mức 2 con số, lần lượt đạt 5,257 tỷ VND (+15% YoY) và 1,132 tỷ VND (+25% YoY). Trong tương lai, dự án Data Center mới khi đi vào vận hành kỳ vọng sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu của màng viễn thông, duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu 9-12%.

### Màng giáo dục: Đối mặt thách thức ngắn hạn trong khi chiến lược đa dạng ngành học cần thời gian để chứng minh hiệu quả

Dự phóng doanh thu màng giáo dục và đầu tư của FPT tăng 7%/14% YoY trong 2025/2026, tương đương 6,557/7,489 tỷ VND do áp lực cạnh tranh mở rộng chỉ tiêu từ các đối thủ công lập. Trong khi đó, các chương trình giảng dạy mới là chiến lược lâu dài và được kỳ vọng sẽ tăng thu hút người học.

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 121,800 VND/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFE và P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT. Giá mục tiêu là 121,800 VND/cổ phiếu.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 121,800</b>
Tăng/giảm (%)	24.9%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 97,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 121,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	164.6/6.2

#### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	89.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	772.3/30.9
Sở hữu nước ngoài (%)	38.9%
Cổ đông lớn	Trương Gia Bình (6.99%)

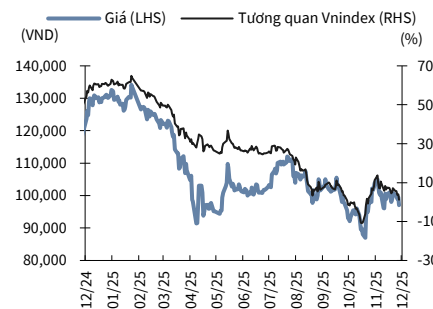
#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.5	-9.5	-10.9	-19.3
Tương đối	-9.6	-30.3	-37.7	-48.3

#### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	52,618	62,849	69,561	77,053
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	7,788	9,420	11,223	13,155
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	6,465	7,849	9,349	10,958
EPS (VND)	5,091	5,335	6,355	7,449
Tăng trưởng EPS (%)	5.2	5.0	19.0	17.0
P/E (x)	23.9	22.8	19.2	16.4
P/B (x)	5.2	5.0	4.2	3.4
ROE (%)	26.0	26.3	26.0	25.1
Tỷ suất cổ tức (%)	2.3	2.4	2.4	2.4

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Điện

## Tăng trưởng trên cơ sở cân bằng cung cầu

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhv3@kbsec.com.vn](mailto:anhv3@kbsec.com.vn)

24/12/2025

### Kết quả kinh doanh 9T/2025 có sự phân hóa

Thủy điện trở thành nguồn cung chính trong tổng sản lượng cả nước, nhờ đó các doanh nghiệp có một năm kinh doanh thuận lợi. Kết quả kinh doanh (KQKD) nhóm điện than giảm sút do đối mặt sản lượng bị suy giảm và giá bán trung bình trên thị trường cạnh tranh (FMP) giảm một nửa so với cùng kì. Điện khí nhờ điều kiện vận hành thuận lợi nên ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng.

### Sản lượng điện 2026 tăng trưởng từ mức nền thấp

Chúng tôi đánh giá tăng trưởng tốc độ cao của tiêu thụ điện sẽ quay trở lại trong năm 2026 nhờ các động lực chính: i) Nhóm sản xuất công nghiệp gắn liền đầu tư công và xuất khẩu dẫn dắt tăng trưởng, ii) Nền nhiệt dự báo cao hơn khiến nhu cầu sử dụng thiết bị làm mát gia tăng iii) Các dự án điện quan trọng hoàn thành và đưa vào sử dụng đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ điện.

### Điện than thay thế thủy điện trở thành trụ cột cung ứng

Với dự phóng tiêu thụ điện sẽ đạt tăng trưởng ở mức cao và áp lực cạnh tranh huy động với thủy điện được giảm bớt, KBSV cho rằng kịch bản huy động điện trong 2026 sẽ có sự tương đồng với 2024, khi mà điện than đóng vai trò trụ cột chính trong sản xuất điện. Với thủy điện, sản lượng có thể được duy trì trong nửa đầu năm nhưng sau đó bước vào giai đoạn suy giảm trong nửa cuối 2026. Đối với điện khí, nhà máy Nhơn Trạch 3&4 khi đi vào hoạt động sẽ đóng góp vào tăng trưởng tiêu thụ điện toàn ngành.

### Tiến độ triển khai các công trình năng lượng mới tích cực

Các động lực chính giúp thu hút nguồn vốn và gia tăng đầu tư xây dựng hạ tầng điện lực gồm: i) Bảo đảm nguồn cung thượng nguồn dầu khí với kế hoạch chi tiêu đầu tư hạ tầng dầu khí cao kỷ lục trong 2025-2026, đạt hơn 25,000 tỷ VND (+125%% YoY) là cơ sở triển khai các nhà máy khí nội địa; ii) Tháo gỡ thủ tục pháp lý với các dự án trọng điểm ngành năng lượng; iii) Tình hình tài chính EVN cải thiện hỗ trợ giải ngân đầu tư hạ tầng lưới điện và iv) Lượng lớn công suất năng lượng tái tạo sẽ được triển khai sau khi đấu thầu.

### Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Điện trong 2026

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu phụ tải hồi phục và các chính sách mới thúc đẩy đầu tư ngành điện. Nhìn chung các doanh nghiệp sẽ ghi nhận sự hồi phục trong KQKD, trong đó một số sẽ hưởng lợi từ cơ hội đầu tư các dự án mới, tạo động lực tăng trưởng dài hạn.

## Tích cực duy trì

### Khuyến nghị

**POW** **TRUNG LẬP**  
Giá mục tiêu 16,400 VND

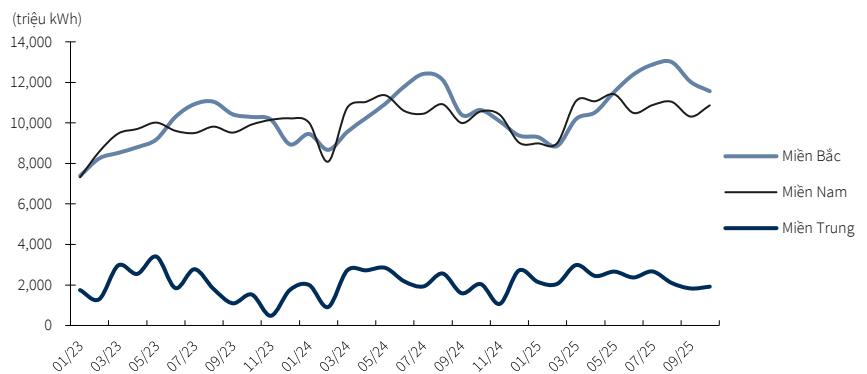
**REE** **TRUNG LẬP**  
Giá mục tiêu 66,500 VND

## Kết quả kinh doanh 9T2025

### Tiêu thụ điện hồi phục trong nửa cuối năm nhờ sản xuất công nghiệp dẫn dắt

10 tháng đầu năm 2025, nhu cầu sử dụng các thiết bị điện làm mát của hộ gia đình giảm sút do nền nhiệt độ mát mẻ hơn khiến cho tăng trưởng sản lượng điện giảm tốc, đạt 268.7 tỷ kWh (3.8% YoY) và chỉ hoàn thành 71% dự báo tiêu thụ điện năm 2025. Loại bỏ ảnh hưởng của biến động nền nhiệt độ, xét riêng từ nửa cuối năm, sự hồi phục tích cực của khối sản xuất công nghiệp (chỉ số PMI nửa sau năm 2025 ghi nhận trên mức 50 điểm) là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ điện cả nước đạt 5.8% YoY. Về khu vực, tiêu thụ điện tại phía Bắc 10T/2025 tiếp tục dẫn đầu cả nước về tốc độ tăng trưởng, đạt 112.3 tỷ kWh (+5.7% YoY), trong khi khu vực phía Nam (bao gồm Hồ Chí Minh) gần như đi ngang, đạt 105 tỷ kWh (+1% YoY).

**Biểu đồ 1. Sản lượng điện tiêu thụ theo khu vực**



Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

### Điện than và thủy điện thay phiên nhau đóng góp tỷ trọng lớn của tổng sản lượng

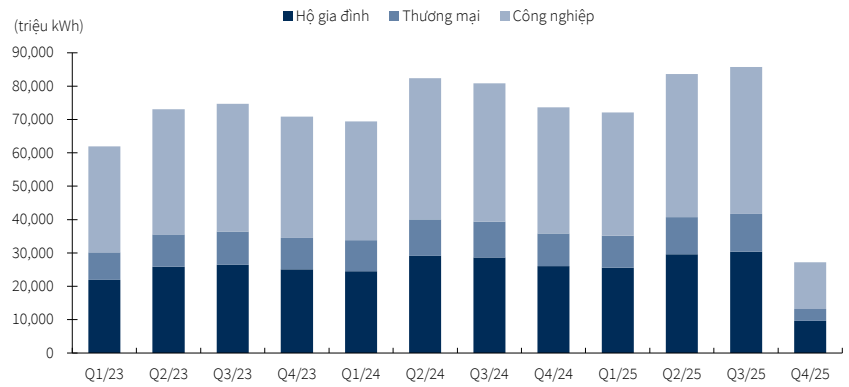
Trong nửa đầu năm, sản lượng điện than suy giảm, đạt 85 tỷ kWh (-2% YoY) do tiêu thụ điện cả nước tăng trưởng thấp (+2.7% YoY). Kể từ nửa cuối năm, nhờ mưa lớn kéo dài đem lại điều kiện thời tiết thuận lợi, thủy điện được tăng cường vận hành, đạt 51.1 tỷ kWh (+7.1% YoY), chiếm hơn 45% trong tổng sản lượng cả nước. Đến hết tháng 11/2025, đa số các hồ thủy điện lớn đã đạt đủ dung tích lưu trữ, sẵn sàng công suất phát điện cho 2026.

### Môi trường huy động thuận lợi hơn trong 2025 đã hỗ trợ đáng kể hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp điện khí

Dù tăng trưởng tiêu thụ điện 10T/2025 chỉ đạt 3.8%, giảm tốc so với mức 10% của năm 2024 nhưng bức tranh lợi nhuận của các doanh nghiệp điện khí (POW, NT2) lại tích cực hơn nhờ môi trường huy động thuận lợi xoay quanh 3 thay đổi chính: i) Mức sản lượng hợp đồng (Qc) của các nhà máy nhiệt điện khí cao hơn; ii) Kế hoạch phân bổ Qc liên tục cho 3-6 tháng sắp tới (thay vì 1 tháng như 2024) giúp cho các nhà máy có thể lên kế hoạch linh hoạt để chuẩn bị nguồn cung nhiên liệu đầu vào. Trái lại, điện than có một năm kinh doanh kém thuận lợi bởi sản lượng suy giảm từ mức nền cao của 2024. Đồng thời, việc thủy điện tăng

sản lượng chào bán trên thị trường điện cạnh tranh cũng khiến giá FMP trung bình Q3/2025 giảm một nửa so với cùng kỳ (khoảng 500-600 VND/kWh).

**Biểu đồ 2. Sản lượng điện theo nguồn tiêu thụ tính đến 10T/2025**



Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

## Triển vọng năm 2026

**Sản lượng điện trong 2026 tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp trên cơ sở cung cầu điện đạt mức cân bằng**

Sang 2026, Bộ Công thương đưa ra các kịch bản tiêu thụ điện. Trong đó, kịch bản cơ sở tăng 8.5% và 2 kịch bản cao hơn từ 10-12% tương ứng với các mục tiêu tăng trưởng kinh tế đột phá. Với mục tiêu tăng trưởng GDP trên 10% đặt ra trong 2026, chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức 10-12% của kịch bản cao là khá khiêm tốn và sẽ dễ dàng đạt được nhờ: i) Các hoạt động sản xuất thâm dụng điện năng như thép, xi măng và hóa chất sẽ tiếp tục hoạt động thuận lợi trong 2026 nhờ chính sách thúc đẩy xây dựng đầu tư công và hoạt động xuất khẩu hồi phục; ii) Nền nhiệt độ cao hơn trong 2026 do tác động gia tăng xác suất của pha El Nino khiến nhu cầu làm mát bằng các thiết bị điện tăng cao và iii) Nhu cầu sạc xe điện tại Hà Nội gia tăng khi việc chuyển đổi xe máy có hiệu lực từ 1/7/2026. Theo đó, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ đạt 10%, tương đương hệ số co giãn là 1 lần.

Về phía nguồn cung, các chính sách hỗ trợ và thúc đẩy đầu tư đã chứng minh được hiệu quả khi hàng loạt dự án điện mới sẵn sàng vận hành và sẽ bổ sung đáng kể công suất phát điện từ 2026 bao gồm: i) Tổ máy số 1 dự án BOT Vũng Áng 2 (665 MW) vận hành từ Q3/2025, ii) Dự án Nhơn Trạch 3&4 (1,624 MW) vận hành thương mại từ 01/01/2026, iii) Dự án Nhiệt điện Quảng Trạch 1 (1,403 MW) dự kiến vận hành thương mại vào 5/2026.

**Biểu đồ 3. Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm dự kiến vận hành vào trong 2026-2028**

Dự án	Khu vực	Công suất	Tiến độ
<b>Điện than</b>			
BOT Vũng Áng 2	Hà Tĩnh	1,330	Q3/2025: Đưa tổ máy số 1 vào vận hành Q3/2026: Dự kiến đưa nhà máy hoạt động trở lại sau khi hoàn thành sửa kho chứa than
Nhiệt điện Quảng Trạch 1	Quảng Bình	1,403	Q2/2026: Dự kiến đi vào vận hành
Nhiệt điện Long Phú	Sóc Trăng	1,200	Q2/2026: Dự kiến hoàn thành lắp đặt lò hơi Q3/2026: Dự kiến phát điện tổ máy 1 Q4/2026: Dự kiến phát điện tổ máy 2
<b>Điện khí nội địa</b>			
Ô Môn 1	Cần Thơ	660	Q3/2025: Thực hiện cải tạo chuyển đổi nhiên liệu nhà máy Q1/2027: Dự kiến hoàn thành cải tạo và đi vào vận hành
Ô Môn 4	Cần Thơ	1,155	Q3/2025: Khởi công xây dựng dự án

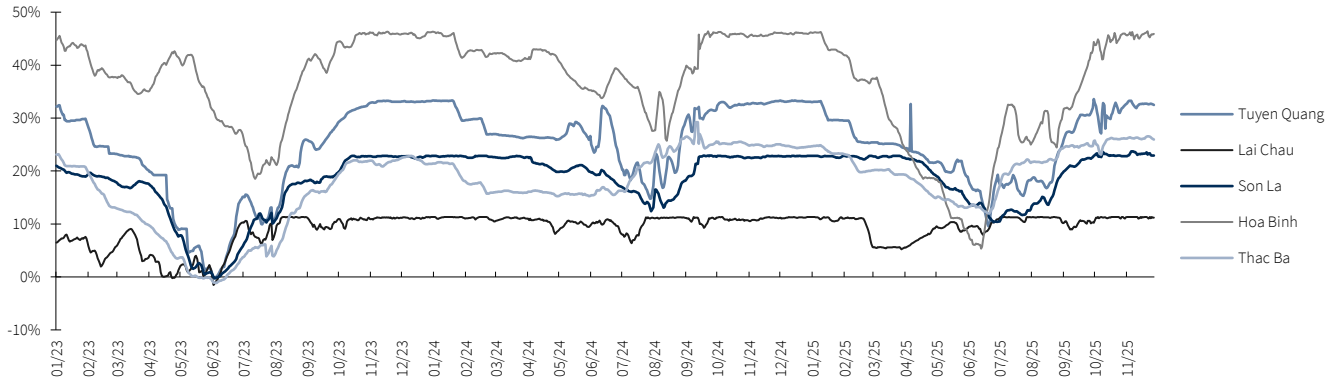
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Thủy điện bước vào giai đoạn không thuận lợi trong 2026**

Theo dự báo của Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia (NCHMF), xác suất thời tiết chuyển sang pha trung tính trong các tháng cuối năm 2024 và đầu năm 2025 vào khoảng 60-85%, sau đó pha thời tiết El Nino sẽ tăng dần xác suất lên mức cao 30-40% trong nửa cuối năm. Theo đó, lượng mưa cả năm 2026 được dự báo ở mức thấp hơn cùng kì. KBSV cho rằng thủy điện sẽ có dư địa cải

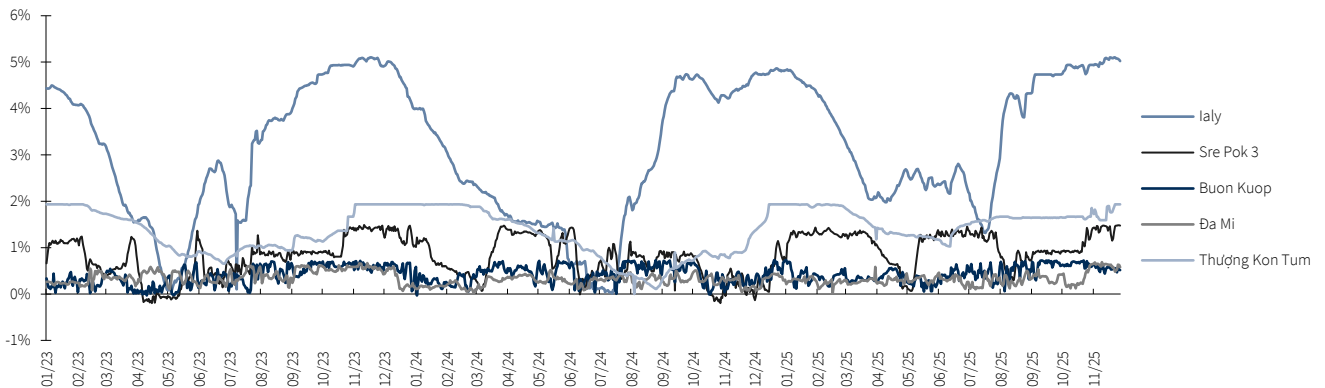
thiện sản lượng trong nửa đầu năm nhờ: i) Mức nước hồ duy trì ở mức cao nhờ lượng mưa nhiều các tháng cuối năm 2025, ii) Pha thời tiết trung tính tiếp tục đem lại các đợt mưa bổ sung lưu lượng hồ chứa. Trong nửa cuối năm 2025, mùa mưa diễn ra ở cường độ thấp hơn so với cùng kì khiến cho sản lượng suy giảm.

**Biểu đồ 4. Tỷ lệ vượt mức nước thấp nhất của một số hồ khu vực phía Bắc**



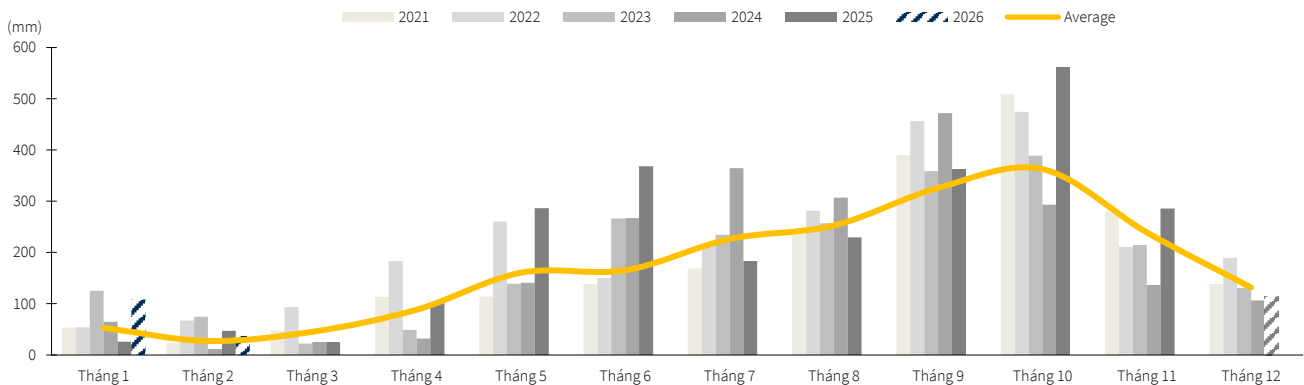
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 5. Tỷ lệ vượt mức nước thấp nhất của một số hồ khu vực miền Trung**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 6. Dự báo lượng mưa cả nước trong tháng 12/25-02/26**

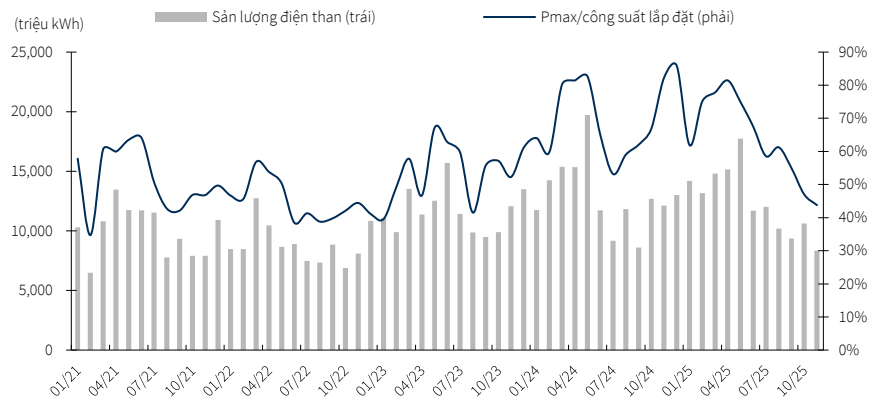


Nguồn: IMHEN, KBSV

**Các nhà máy điện than trở thành trụ cột đóng góp vào tổng sản lượng điện cả nước**

Với dự phóng tiêu thụ điện sẽ đạt tăng trưởng ở mức cao và áp lực cạnh tranh huy động với thủy điện được giảm bớt, KBSV cho rằng kịch bản huy động điện trong 2026 sẽ có sự tương đồng với 2024, khi mà điện than đóng vai trò trụ cột chính trong sản xuất điện. Theo đó, các nhà máy điện than sẽ được ưu tiên phát điện ngay từ đầu năm và sẽ đạt công suất tối đa vào những tháng nắng nóng cao điểm của Q2/2026. Nhờ cường độ dự kiến của mùa mưa Q3/2026 suy giảm, điện than sẽ duy trì công suất huy động cao hơn so với mức thấp điểm của cùng kì, sau đó được huy động trở lại, phục vụ việc tích trữ nước của thủy điện.

**Biểu đồ 7. Sản lượng điện than cả nước và tỷ lệ Pmax/Công suất lắp đặt**

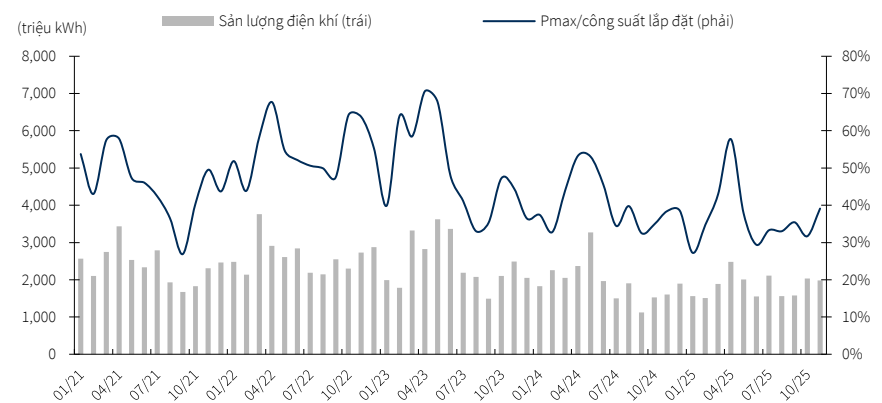


Nguồn: NSMO, KBSV tổng hợp

**Nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 (1,624 MW) là động lực hồi phục sản lượng nhóm điện khí trong 2026.**

Trong 2026, Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động với công suất vận hành tối thiểu ở mức 65% (theo Nghị định 100/2025) và có khả năng được nâng lên tối thiểu 75% (theo Tờ trình của Chính phủ) là động lực chính đóng góp vào tăng trưởng tiêu thụ điện khí. Đối với các nhà máy điện khí khác trong khu vực Đông Nam Bộ, rủi ro cạnh tranh nguồn phát với Nhơn Trạch 3&4 là hiện hữu trong bối cảnh tiêu thụ điện khu vực không khả quan. Tuy nhiên, KBSV cho rằng áp lực cạnh tranh sẽ phần nào giảm bớt nhờ hệ thống đường dây 500kV dự kiến hoàn thành trong 5/2026 sẽ giúp giải tỏa đáng kể công suất của các nhà máy khu vực này.

**Biểu đồ 8. Sản lượng điện khí cả nước và tỷ lệ Pmax/Công suất lắp đặt**

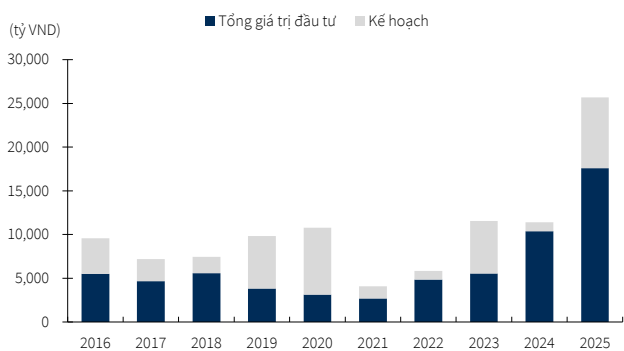


Nguồn: NSMO, KBSV tổng hợp

**Kế hoạch gia tăng đầu tư vào hạ tầng ngành dầu khí sẽ thúc đẩy vai trò trụ cột của nhiệt điện khí trong việc đảm bảo năng lượng**

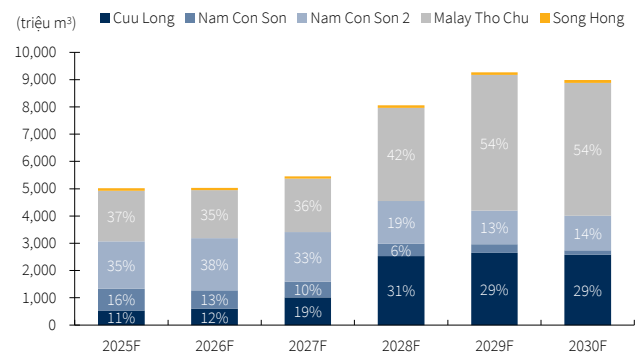
Việt Nam đặt mục tiêu phát triển tổng công suất điện khí đến năm 2030 đạt 19,685 MW bao gồm 10,861 MW điện khí nội địa (chiếm 5.9% tổng công suất lắp đặt) và 8,824 MW điện khí LNG (chiếm 4.8% tổng công suất lắp đặt). Tuy nhiên, những khó khăn đáng kể đang thách thức Việt Nam đạt được mục tiêu trên trước 2030 bao gồm: i) Cơ chế giá bán và sản lượng chưa rõ ràng, chưa đủ hấp dẫn khiến nhà đầu tư ít quan tâm tới dự án yêu cầu số vốn lớn và thời gian hoàn vốn kéo dài; ii) Thời gian xây dựng kéo dài do khó khăn trong khâu lựa chọn nhà thầu, giải phóng mặt bằng và đặc biệt là khó khăn mua sắm vật tư do nguồn cung toàn cầu khan hiếm và iii) Giá bán và nguồn cung LNG toàn cầu vô cùng biến động làm gia tăng rủi ro hoạt động. Trong bối cảnh đó, Việt Nam đã triển khai hàng loạt chính sách quan trọng giúp thực hiện hóa mục tiêu đưa điện khí trở thành trụ cột năng lượng bao gồm 3 giải pháp chính: i) Gia tăng tự chủ nhiên liệu trong nước với kế hoạch chi tiêu đầu tư hạ tầng dầu khí cao kỷ lục trong 2025, đạt hơn 25,000 tỷ VND (+125%% YoY); ii) Thúc đẩy tiến độ các dự án ở khâu hạ nguồn thông qua rút ngắn thủ tục cấp phép, chủ trương đầu tư và giải phóng mặt bằng và iii) Cho phép hạ tầng điện khí sẵn có chuyển đổi sang sử dụng LNG thông qua xây dựng và sớm ban hành khung giá. KBSV cho rằng 2026 sẽ chứng kiến nhiều dự án lớn được triển khai để đưa vào hoạt động trong 2027, giúp cho điện khí gia tăng đáng kể công suất trong hệ thống năng lượng quốc gia.

**Biểu đồ 9. Tổng giá trị đầu tư thực hiện và kế hoạch của PVEP**



Nguồn: PVEP, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 10. Dự kiến nguồn cung khí nội địa 2025-2030**

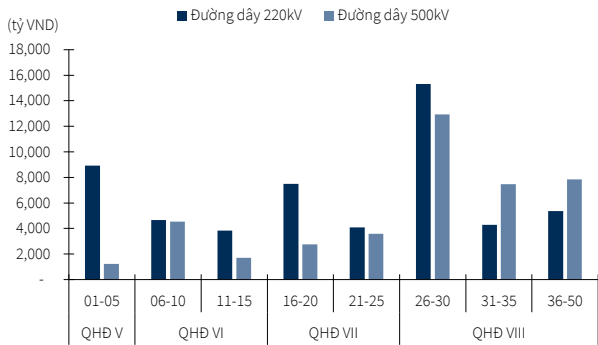


Nguồn: PVGAS, KBSV tổng hợp và dự phóng

**Kế hoạch đầu tư các dự án hạ tầng điện mới**

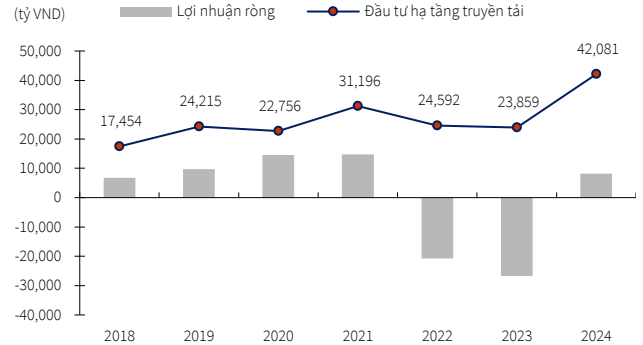
Trong bối cảnh phát triển hạ tầng năng lượng tái tạo là trọng tâm của QHĐ VIII, Việt Nam cần xây dựng hạ tầng lưới điện có quy mô tương xứng với mục tiêu phát triển thị trường điện năng công bằng, ổn định và bền vững. Cụ thể, QHĐ VIII điều chỉnh đặt ra mục tiêu xây dựng hơn 15,000 km đường dây 220 kV và gần 13,000 km đường dây 500kV, với mục tiêu giải tỏa/tăng liên kết công suất các nguồn điện lớn, tăng cường khả năng nhập khẩu điện từ nước ngoài. Với nhu cầu thi công và nguyên vật liệu lớn như vậy, KBSV cho rằng các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tư vấn, thi công xây lắp nổi bật như PC1, TV2, PVS và các doanh nghiệp cung cấp vật tư ngành điện như GEX sẽ hưởng lợi lớn nhờ năng lực chuyên môn và kinh nghiệm được chứng minh qua các dự án có quy mô tương tự.

**Biểu đồ 11. Tổng vốn đầu tư ước tính trong các QHĐ**



Nguồn: QHĐ các thời kì, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 12. Lợi nhuận ròng EVN và dòng tiền đầu tư CAPEX**



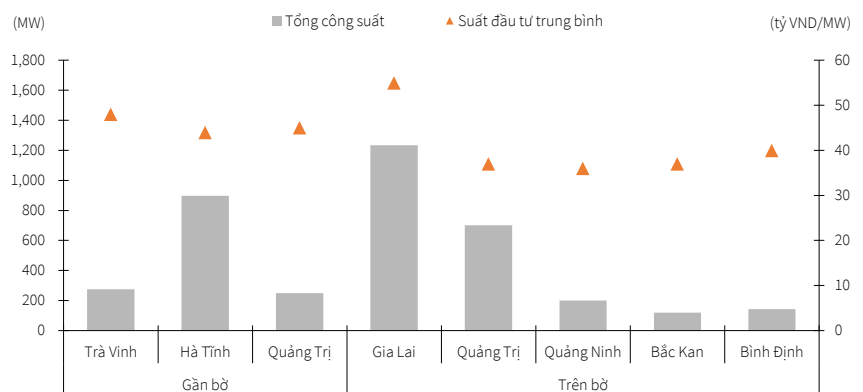
Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

**Công suất năng lượng tái tạo bổ sung trầm lắng trong 2025, dự kiến dần hồi phục từ 2026-2027**

Tổng công suất điện gió được UBND các tỉnh mở mời quan tâm đấu thầu trong năm 2025 đạt 3,819 MW, phân bổ chủ yếu tại Gia Lai, Hà Tĩnh và Quảng Trị. Đây là dấu hiệu tích cực cho thấy dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực này đang phục hồi khi con số này xấp xỉ 56% tổng công suất điện gió cả nước đã đi vào vận hành. Được triển khai bởi các doanh nghiệp lớn với nguồn lực tài chính dồi dào và năng lực triển khai nhiều dự án lớn, các dự án này theo kế hoạch sẽ đi vào hoạt động trong 2027-2028, bổ sung lượng công suất đáng kể vào mục tiêu chuyển đổi năng lượng sạch.

Tuy nhiên, cơ chế đấu thầu hiện nay mới chỉ thu hút được các nhà đầu tư lớn quan tâm, trong khi suất đầu tư thực tế cao hơn so với tham số tính toán khung giá khiến cho các nhà đầu tư vừa và nhỏ khó tham gia. Do đó trên cơ sở khung giá đàm phán điện sẽ được điều chỉnh hằng năm nhằm phù hợp với tình hình suất đầu tư dự án có xu hướng tăng, KBSV kì vọng khung giá điện gió sẽ được gia tăng trong các năm tới, giúp thu hút thêm nguồn vốn từ các nhà đầu tư.

**Biểu đồ 13. Phân bố công suất và suất đầu tư điện gió mới nhất của các tỉnh**



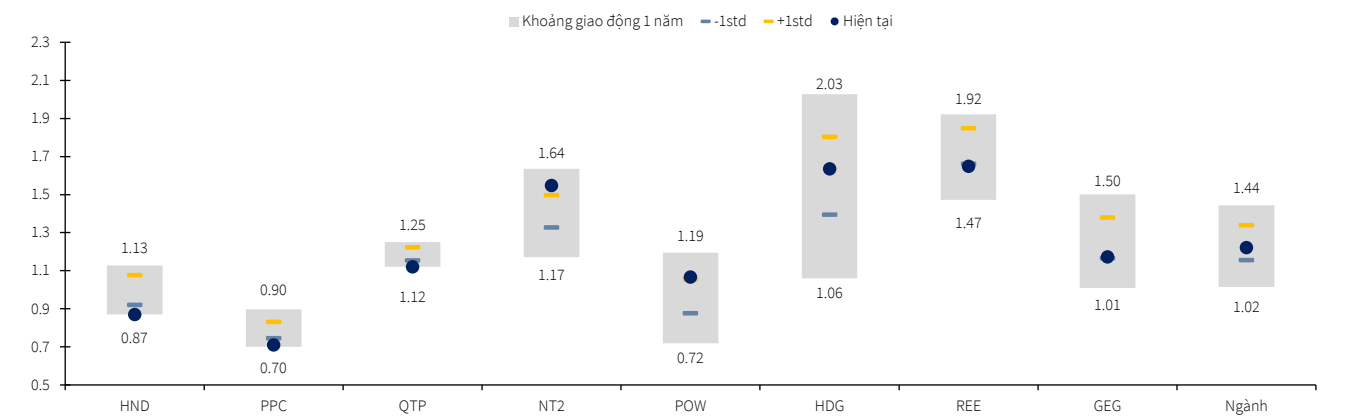
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Triển vọng của các doanh nghiệp**

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện sẽ hồi phục và sự xuất hiện của những văn bản pháp lý giúp hiện thực hóa kế hoạch QHĐ VIII đề ra. Tuy nhiên, KBSV lưu ý rằng triển vọng cho từng nhóm sẽ khác biệt như đã trình bày ở trên. Về diễn biến giá, đa phần

các cổ phiếu đều đã phản ánh triển vọng tăng trưởng vào giá cổ phiếu gồm nhóm thủy điện (REE, VCP, TTA) đang trên đà điều chỉnh trước thách thức tăng trưởng trong điều kiện thời tiết không thuận lợi của 2026, nhóm điện khí (POW, NT2, PGV) tăng tốt nhờ triển vọng khôi phục sản lượng toàn ngành. Trong khi đó, KBSV nhận thấy triển vọng khả quan đến từ nhóm cổ phiếu nhiệt điện than, năng lượng tái tạo và xây lắp hạ tầng điện khi giá cổ phiếu đã phản ánh hết những yếu tố tiêu cực hoặc chưa phản ánh đầy đủ triển vọng KQKD trong 2026. Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu là đại diện tiêu biểu của nhóm ngành như: i) Điện than với đại diện QTP, PPC (đang được giao dịch thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn của trung bình P/B 1 năm) sở hữu vị trí nhà máy thuận lợi cho việc phát điện; ii) Điện tái tạo với đại diện HDG (P/B đang giao dịch quanh trung bình 1 năm), GEG (P/B giao dịch quanh mức thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn trung bình 1 năm) được định giá rẻ so với giá trị tiềm năng của các dự án hưởng giá FIT; iii) Xây lắp điện với đại diện PC1 hưởng lợi từ xu hướng gia tăng đầu hạ tầng truyền tải và điện tái tạo.

**Biểu đồ 14. Tương quan P/B của các doanh nghiệp sản xuất điện**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

# TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW)

## Điều kiện huy động tiếp tục gặp thuận lợi

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
[anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

### Doanh thu và LNST công ty mẹ Quý 3/2025 tiếp tục tăng trưởng

Trong Quý 3/2025, POW ghi nhận Doanh thu và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 7,855 tỷ VNĐ (30% YoY/-16.4% QoQ) và 809 tỷ VNĐ (104% YoY /34.4% QoQ). Tất cả các mảng phát điện đều ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực, với trụ cột đóng góp doanh thu đến từ mảng điện khí đạt 5,008 tỷ VNĐ (+14% YoY). Doanh thu điện than tăng trưởng ấn tượng, đạt 2,258 tỷ VNĐ (+55% YoY) nhờ EVN gia tăng huy động.

### Môi trường vận hành thuận lợi của Nhơn Trạch 2 dự kiến được duy trì sang 2026 giúp các nhà máy tăng trưởng sản lượng

Giá bán trung bình tăng cao nhờ tỷ lệ Qc được cải thiện của NT2 sẽ giúp POW gia tăng lợi nhuận gộp lên 3,924 tỷ VNĐ (+101% YoY) trong 2025. Ngoài ra, nguồn cung khí trong nước tiếp tục ổn định sẽ là cơ sở duy trì sản lượng phát điện mảng điện khí của POW (không bao gồm Nhơn Trạch 3&4) ở mức cao, đạt 10,239 triệu kWh (+3% YoY).

### Cơ chế đàm phán lại giá bán cho các dự án điện khí sử dụng LNG làm nhiên liệu thay thế sẽ duy trì triển vọng tăng trưởng của POW từ 2027

Thông tư 54/2025/TT-BCT mới được ban hành sẽ đóng vai trò thúc đẩy tiến độ đàm phán giá bán mới cho các dự án nhiệt điện khí sau khi kết thúc hợp đồng mua bán điện, đặc biệt là cơ sở để các nhà máy này chuyển đổi sang nhiên liệu LNG trong bối cảnh suy giảm nguồn cung khí trong nước dự kiến từ 2027. Trong bối cảnh các nhà máy điện LNG có rủi ro chậm tiến độ triển khai, các nhà máy điện khu vực Nhơn Trạch của POW sẽ được tăng huy động bằng nguồn khí LNG bổ sung.

### Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 16,400 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 16,400 VNĐ/cổ phiếu.

## Trung lập duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 16,400</b>
Tăng/giảm (%)	9.0%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 15,050
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 16,520
Vốn hóa thị trường	34.9/1.3
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

#### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	20.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	166.4/6.7
Sở hữu nước ngoài (%)	7.4%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Dầu khí (79.9%)

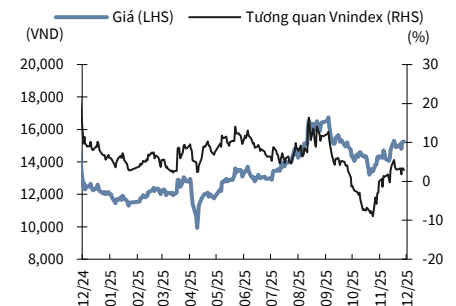
#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	6.3	10.4	12.1	9.5
Tương đối	3.17	-10.4	-15.1	-19.5

#### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	28,329	30,180	33,468	53,001
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,436	1,074	2,953	3,065
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,038	1,252	2,319	2,012
EPS (VNĐ)	443	535	857	656
Tăng trưởng EPS (%)	-49.0	0.0	58.0	-23.0
P/E (x)	37.0	30.7	14.6	19.1
P/B (x)	1.1	1.1	0.9	0.9
ROE (%)	3.8	3.9	6.6	5.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	2.4	0.8

Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

## Thực hiện hóa tham vọng mở rộng công suất

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
[anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**Doanh thu và lợi nhuận công ty mẹ cải thiện trong 3Q/25, lần lượt tăng 26% YoY và 40% YoY**

Doanh thu Quý 3/2025 đạt 2,555 tỷ VND (26% YoY/1.5% QoQ) và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 674 tỷ VND (40% YoY/8.2% QoQ), với đóng góp chính đến từ mảng năng lượng đạt doanh thu 1,065 tỷ VND (27% YoY/13.4% QoQ).

**Tổng sản lượng điện tăng mạnh nhờ thủy điện và điện tái tạo cải thiện công suất**

Trong Q3/2025, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 3.2 tỷ kWh (18% YoY) nhờ lưu lượng nước về hồ được cải thiện. Trong mảng năng lượng tái tạo, sản lượng tốt hơn của điện gió Thuận Bình, đạt 80 triệu kWh (+19% YoY) đóng góp chính vào tăng trưởng sản lượng của mảng điện tái tạo, đạt 149 triệu kWh (+9% YoY).

**Mảng điện tái tạo: Dự án điện gió Duyên Hải (48MW) hoàn thành lắp đặt các trụ điện gió**

Theo thông báo từ nhà thầu xây lắp dự án điện gió Duyên Hải (48MW), REE đã hoàn thành lắp đặt 10 trụ tuabin gió tại vùng biển, là dấu mốc cho sự trở lại của doanh nghiệp sau nhiều năm không mở rộng dự án mới. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được đàm phán giá bán bằng với khung giá tối đa là 1,815 VND/kWh, nhờ đó đóng góp 127 tỷ VND/70 triệu kWh doanh thu và sản lượng trong 2026.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 66,500 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 66,500 VND/cổ phiếu, cao hơn 4.1% so với giá tại ngày 04/12/2025.

## TRUNG LẬP duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 66,500</b>
Tăng/giảm (%)	4.1%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 63,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 77,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	34.9/1.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	50.4/2.0
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.7%)

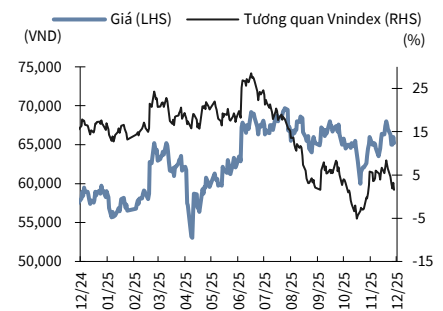
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-3.8	5.5	14.7
Tương đối	-4.3	-24.6	-21.7	-14.3

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,570	8,384	9,528	10,262
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,954	2,429	3,121	3,100
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	2,188	1,994	2,565	2,529
EPS (VND)	5,354	4,234	5,064	4,667
Tăng trưởng EPS (%)	-29.3	-20.9	13.0	-8.0
P/E (x)	12.4	15.7	13.1	14.3
P/B (x)	1.6	1.7	1.7	1.6
ROE (%)	13.4	10.7	12.6	11.3
Tỷ suất cổ tức (%)	1.3	1.3	1.2	1.4

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Logistics

## Câu chuyện thương mại phục hồi và mở rộng công suất

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)

DD/MM/YYYY

## Tích cực duy trì

### Recommendations

<b>GMD</b>	<b>MUA</b>
Giá khuyến nghị	VND 76,500
<b>ACV</b>	<b>MUA</b>
Giá khuyến nghị	VND 66,500
<b>SCS</b>	<b>MUA</b>
Giá khuyến nghị	VND 71,000

### KQKD 9T2025 của phần lớn doanh nghiệp logistics tăng trưởng tích cực

Các doanh nghiệp cảng biển ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số cả về doanh thu và LNST nhờ (1) kim ngạch XNK 9T2025 tăng 17% yoy và (2) các cảng đều đã triển khai 1 đến 2 đợt tăng giá dịch vụ trong 2025. Về vận tải biển, doanh nghiệp có tỷ trọng tàu cho thuê định hạn cao ghi nhận tăng trưởng tích cực trong khi các doanh nghiệp tập trung khai thác tàu tự vận hành tăng trưởng lợi nhuận âm do giá cước giao ngay vẫn đang trong xu hướng giảm dài hạn trong khi giá cho thuê tàu định hạn tiếp tục neo ở mức cao. KQKD của nhóm doanh nghiệp cung cấp dịch vụ hàng không và phi hàng không đều khả quan với tổng lượt khách và hàng hóa hàng không 9T2025 ghi nhận tăng trưởng 10%/17% yoy.

### Phục hồi thương mại và du lịch quốc tế là động lực tăng trưởng nền tảng cho toàn chuỗi logistics

Thương mại Việt Nam 2026 dự kiến tiếp tục giữ đà tăng trưởng tích cực dựa trên (1) PMI luôn ở mức trên 50 từ tháng 7/2025 cho thấy triển vọng đơn hàng khả quan trong ngắn hạn, (2) GDP mục tiêu 2026 đạt 10% và (3) các hiệp định FTA Việt Nam tham gia kí kết. Nhóm cảng biển hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua cảng với động lực đến từ tăng trưởng ổn định của hoạt động xuất nhập khẩu, trong khi toàn bộ hệ sinh thái hàng không đều nhận ảnh hưởng tích cực khi nhu cầu đi lại du lịch và vận chuyển hàng hóa phục hồi.

### Mở rộng hạ tầng logistics tạo dư địa tăng trưởng trong trung và dài hạn cho ngành

Hệ thống hạ tầng kết nối được chính phủ đẩy mạnh tiến độ triển khai, cùng với các dự án về hạ tầng cảng biển như trung tâm logistics, cảng trung chuyển quốc tế, các dự án mở rộng nạo vét tuyến luồng hàng hải, cũng như một loạt các dự án mở rộng và xây mới các Cảng HK trên cả nước sẽ đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn cho toàn ngành logistics.

### Chúng tôi nhận định tích cực với khối ngành cảng biển và hàng không, trung lập với vận tải biển

Nhận định tích cực về khối ngành cảng biển và hàng không đến từ (1) tiềm năng tăng trưởng sản lượng hàng qua cảng bền vững trong dài hạn, (2) dư địa tăng giá dịch vụ cảng còn lớn, (3) lượt khách qua cảng hàng không duy trì tăng trưởng trung bình trên 8%/năm giai đoạn 2025-2030. Với khối vận tải biển, chúng tôi đánh giá tích cực với các doanh nghiệp có tỷ trọng tàu cho thuê cao, trung lập với các doanh nghiệp chủ yếu vận hành tàu tự chạy. Tuy nhiên rủi ro đến từ những thay đổi liên quan đến thuế quan với ngành logistics là vẫn hiện hữu khi các quy định về transioment chưa được ban hành rõ ràng.

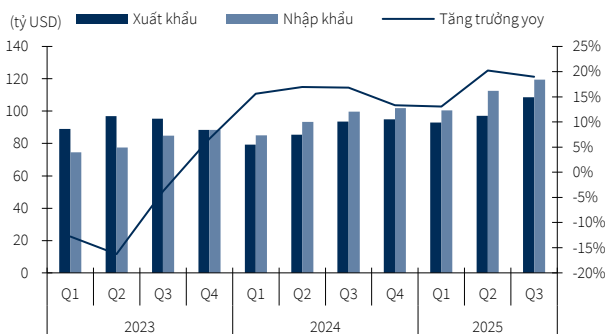
## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2025

### Sản lượng hàng hóa qua cảng biển cả nước tiếp đà tăng trưởng tích cực

Theo thống kê của Cục Hàng hải, 9T2025 tổng lượng hàng hóa thông qua cảng biển cả nước đạt 863,844 triệu tấn (+13% yoy), trong đó hàng hóa container đạt 25.34 triệu Teu (+13% yoy). Mức tăng trưởng tích cực này đến từ đà tăng của kim ngạch xuất nhập khẩu (tổng kim ngạch XNK 9T2025 đạt hơn 680 tỷ VND, tăng 17% yoy), được thúc đẩy bởi (1) xu hướng gia tăng tồn kho từ phía doanh nghiệp Mỹ trước những lo ngại về thuế quan, (2) các hiệp định FTA giúp duy trì thương mại của Việt Nam với các quốc gia khác ngoài Mỹ tăng trưởng ổn định và (3) mục tiêu tăng trưởng GDP 8.5% của Chính phủ được đặt ra kéo theo việc đẩy mạnh sản xuất, đầu tư và xuất nhập khẩu nguyên vật liệu.

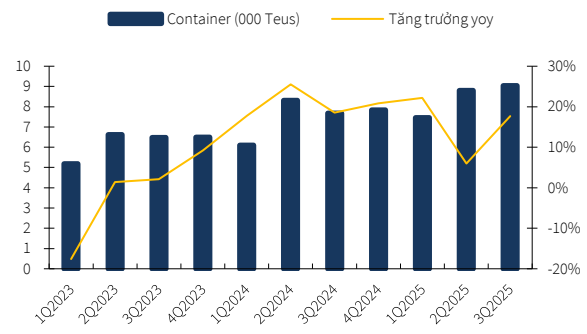
Đà tăng trưởng sản lượng chung của ngành cùng với việc hầu hết các cảng tiến hành 1 đến 2 đợt tăng giá trong 2025 đã tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp cảng. Các doanh nghiệp sở hữu cảng có vị trí tốt, còn dư địa tăng trưởng sản lượng như GMD, VSC, CDN đều ghi nhận tăng trưởng tích cực với doanh thu tăng 27%/16%/12% yoy trong khi LNST tăng 23%/55%/29% yoy (đã loại bỏ thu nhập bất thường).

Biểu đồ 1. Kim ngạch XNK từ 2023 đến nay



Nguồn: GSO

Biểu đồ 2. Sản lượng hàng container qua cảng biển cả nước



Nguồn: Cục Hàng hải & Đường thủy Việt Nam

### Giá cước vận tải giao ngay vẫn trên đà giảm trong khi giá thuê định hạn tiếp tục duy trì ở mức cao

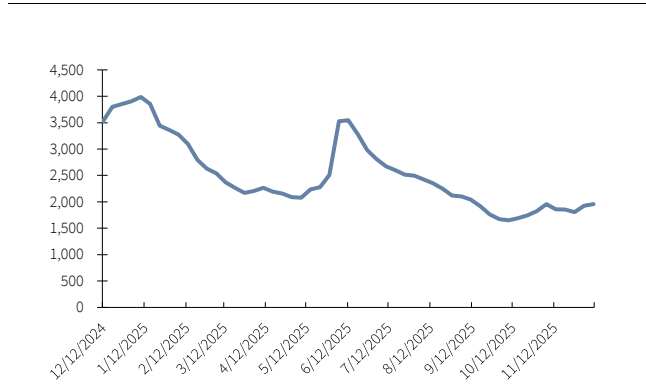
Chỉ số giá cước vận tải container giao ngay thế giới trong 9 tháng đầu năm 2025 dù có nhiều biến động nhưng nhìn chung vẫn đang trong đà giảm dài hạn, hiện dao động quanh ngưỡng 1,800 – 1,900 USD/40ft. Đà giảm chung của giá cước trong giai đoạn này chủ yếu do: (1) nhu cầu nhập khẩu từ các thị trường lớn như Mỹ và EU suy yếu hơn dự kiến và (2) tình trạng dư cung tiếp diễn khi mà 9 tháng đầu 2025, số tàu container đóng mới bàn giao đạt 385 tàu trong khi chỉ có 12 tàu phá bỏ, tăng năng lực đội tàu toàn cầu thêm 6.5% yoy trong khi nhu cầu vận chuyển chỉ tăng 3.5% yoy.

Trong khi đó, giá cước thuê tàu định hạn vẫn duy trì ở mức cao do (1) xu hướng ưu tiên thuê tàu thay vì mua mới hay thuê chuyển để đảm bảo tính chủ động trong bối cảnh thị trường nhiều bất ổn và (2) nhu cầu tăng mạnh với tàu size vừa và nhỏ để phục vụ mạng lưới trung chuyển của các hãng tàu lớn, tạo sự khan hiếm cục bộ giúp neo giữ giá thuê ổn định.

KQKD doanh nghiệp vận tải biển có sự phân hóa. Doanh nghiệp có tỷ trọng tàu cho thuê lớn và bao gồm cả hoạt động khai thác cảng như HAH ghi nhận tăng

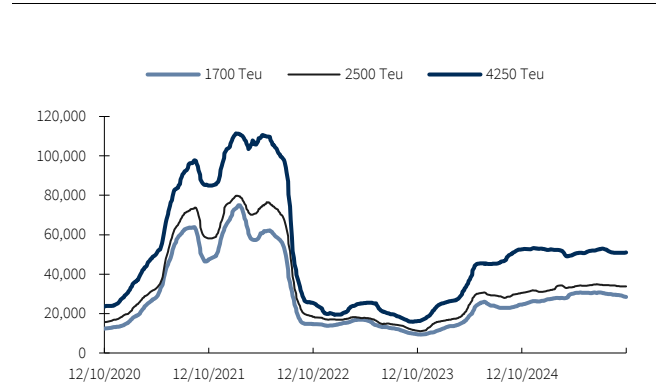
trưởng doanh thu và LNST 9T2025 ở mức 36%/130% yoy. Trong khi đó, doanh thu và LNST của doanh nghiệp vận tải hàng rời như VOS đều ghi nhận tăng trưởng âm.

**Biểu đồ 3. Chỉ số giá cước vận tải Drewry (USD/40ft)**



Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 4. Chỉ số giá cho thuê T/C Harpex cho size tàu cỡ nhỏ (USD/ngày)**



Nguồn: Bloomberg

**Phân khúc hàng không quốc tế tiếp tục đóng vai trò chính thúc đẩy tăng trưởng chung của ngành hàng không**

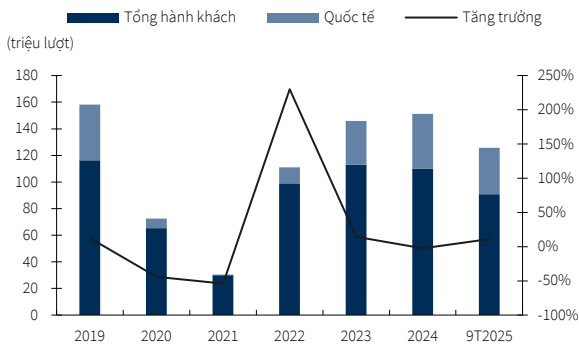
Trong 9 tháng đầu năm 2025, số lượt khách quốc tế và thông lượng hàng hóa quốc tế qua cảng hàng không ghi nhận mức tăng trưởng bùng nổ, trong khi phân khúc nội địa tăng trưởng chậm hơn rõ rệt. Cụ thể:

- Số lượt khách quốc tế qua cảng hàng không Việt Nam 9T2025 đạt 35 triệu khách, tăng 13% yoy nhờ: (1) chính sách kích cầu du lịch từ chính phủ, (2) quy mô đội bay và mạng lưới bay quốc tế mở rộng. Trong khi đó, lượt khách nội địa chỉ tăng trưởng khiêm tốn ở mức 6% yoy do (1) mức nền cao 2024 và (2) sự thiếu hụt máy bay do bảo dưỡng động cơ chủ yếu đẩy sang tuyến bay nội địa (Vietjet tập trung phân khúc quốc tế) kéo theo giá vé nội địa neo ở mức cao.
- Cùng những nguyên nhân trên, thông lượng hàng hóa qua cảng hàng không quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ hơn hẳn so với hàng hóa nội địa, lần lượt đạt 964/169 nghìn tấn, tăng 23%/0.2% yoy.

Với động lực tăng trưởng bao phủ toàn ngành, các doanh nghiệp hàng không đều ghi nhận KQKD tích cực. 9T2025 ACV/AST ghi nhận tăng trưởng doanh thu 14%/26% yoy, LNST 5%/69% yoy. Nhóm cảng hàng không SCS và NCT doanh thu tăng trưởng 17%/30% yoy, LNST tăng 8%/39% yoy. Doanh thu nhóm vận tải hàng không VNA/VJC tăng 12%/1% yoy, LNST tăng 13%/15% yoy.

**Biểu đồ 5. Số lượt khách qua cảng hàng không Việt Nam**

**Biểu đồ 6. Thông lượng hàng hóa qua CHK Việt Nam**



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Bloomberg

## TRIỂN VỌNG NĂM 2026

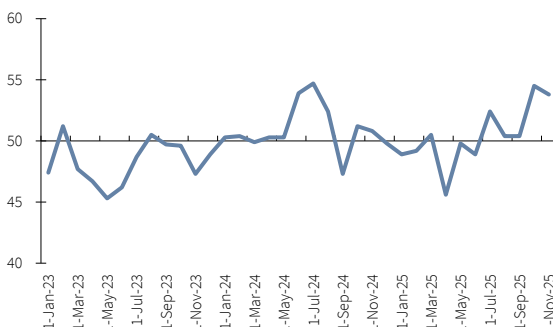
### Phục hồi thương mại và du lịch quốc tế là động lực tăng trưởng nền tảng cho toàn chuỗi logistics

Triển vọng ngành logistics được hỗ trợ bởi kỳ vọng thương mại và du lịch quốc tế tiếp tục duy trì đà phục hồi. Thương mại Việt Nam 2026 dự kiến tiếp tục giữ đà tăng trưởng bền vững trong những năm vừa qua (CAGR kim ngạch xuất nhập khẩu giai đoạn 2015-2024 đạt 10%) nhờ (1) triển vọng tích cực trong ngắn hạn được củng cố khi PMI sản xuất duy trì trên 50 điểm từ tháng 7 đến nay phản ánh sự cải thiện của đơn hàng mới, (2) định hướng đặt mục tiêu GDP 2026 đạt 2 chữ số của chính phủ kỳ vọng tạo thêm lực đẩy cho thương mại hàng hóa và nhu cầu đi lại, (3) các hiệp định FTA Việt Nam kí kết cùng với xu hướng chuyển dịch chuỗi sản xuất ra khỏi Trung Quốc tiếp diễn phần nào đảm bảo vị thế của Việt Nam trong thương mại quốc tế.

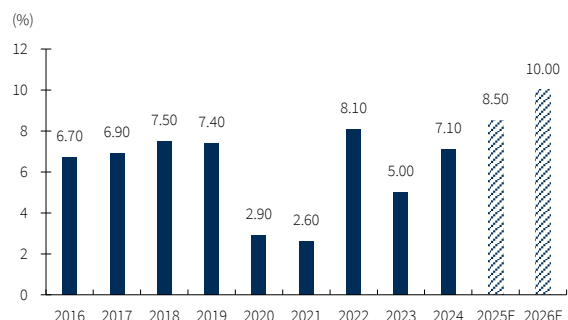
Về vận chuyển hàng không, theo dự báo của IATA cho giai đoạn 2025 – 2030, lưu lượng hành khách tại khu vực Đông Nam Á dự kiến tăng trưởng trung bình 5.1%/năm, trong đó Việt Nam kỳ vọng đạt mức tăng trưởng cao hơn, 8.1%/năm, tạo động lực tăng trưởng cho toàn bộ hệ sinh thái hàng không.

Trong bối cảnh trên, nhóm cảng biển gồm GMD, SGP, VSC hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua cảng – được thúc đẩy bởi tăng trưởng hoạt động xuất nhập khẩu. Cùng với đó, nhóm doanh nghiệp hàng không bao gồm ACV, SCS, AST, HVN và VJC cũng đều nhận ảnh hưởng tích cực khi nhu cầu đi lại du lịch và vận chuyển hàng hóa phục hồi.

Biểu đồ 7. PMI sản xuất Việt Nam từ 2023 đến nay



Biểu đồ 8. GDP Việt Nam



Nguồn: Bloomberg

Nguồn: Bloomberg

**Mở rộng hạ tầng logistics tạo dư địa tăng trưởng trong trung và dài hạn cho ngành**

Việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công vào hạ tầng giao thông kết nối bao gồm các dự án trọng điểm nâng cấp hoàn thiện tuyến cao tốc Bắc – Nam, vành đai 3 và vành đai 4 Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh, các tuyến metro đô thị cùng với trục kết nối đến các khu công nghiệp, cảng biển và sân bay sẽ góp phần giảm áp lực lên hạ tầng hiện hữu, nâng cao hiệu quả khai thác cảng biển và cảng hàng không.

Về hạ tầng cảng biển, tại khu vực phía Nam, kế hoạch xây dựng dự án Cái Mép Hạ và phát triển cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ kỳ vọng sẽ nâng cao vị thế cho cảng biển Việt Nam, thu hút thêm khách hàng về cho các cảng biển trong khu vực Cái Mép. Ở phía Bắc, chính phủ cũng đang từng bước mở rộng luồng hàng hải Hải Phòng, bao gồm mở rộng kênh Hà Nam và đoạn luồng Lạch Huyện sẽ nâng cao năng lực đón tàu lớn cho các cảng nằm dọc khu vực mở rộng (bao gồm các cảng Lạch huyện 1,2,3,4,5,6, cảng Nam Đình Vũ của GMD, cảng của VSC, DVP).

Về hạ tầng hàng không, theo quy hoạch hạ tầng hàng không điều chỉnh 2025, Chính phủ đặt kế hoạch nâng tổng số sân bay lên 30 sân bay vào 2030 và 33 sân bay vào 2050 (hiện có 23 sân bay trên cả nước). Trong bối cảnh nhiều sân bay chủ chốt đang quá tải như hiện nay, việc nâng cấp, mở rộng và xây mới các cảng hàng không sẽ (1) nâng cao năng lực khai thác và chất lượng dịch vụ cho các doanh nghiệp dịch vụ hàng không như ACV, AST và (2) tạo điều kiện cho các hãng hàng không tăng số chuyến bay và lượng tàu bay hoạt động, tác động tích cực tới lưu lượng hàng khách và hàng hóa thông qua cảng. Các dự án trọng điểm đang được tập trung triển khai bao gồm Cảng HKQT Long Thành GD1, sân bay quốc tế Gia Bình và sân bay Phú Quốc mở rộng.

**Bảng 9. Các dự án hàng không chủ lực triển khai trong giai đoạn từ nay đến 2030**

Dự án	TMDT (tỷ VND)	Công suất hiện tại (triệu khách)	Công suất MR (triệu khách)	Kế hoạch xây dựng	Tiến độ
Long Thành GD 1	109,000	0	25	2023-2026	Xây dựng từ cuối tháng 10/2023, Quy mô theo quy hoạch điều chỉnh gồm 2 đường CHC, 1 nhà ga hành khách công suất 25 triệu khách/năm, 1.2 triệu tấn hàng hóa/năm. Hoàn tất chuyển bay thử vào 19/12, dự kiến chính thức khai thác thương mại trong 1H2026.
Long Thành GD 2	76,600	0	25	2028-2031	Chưa triển khai
Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	10,990	30	20	2023-2025	Hoàn thành và chính thức đưa vào khai thác từ tháng 4/2025.
MR nhà ga T2 Nội Bài	4,983	25	5	2023-2025	Khánh thành và đưa vào khai thác từ 19/12/2025
Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng	3,147	2	5	2024-2026	Khởi công tháng 8/2025. Có phương án dự trữ mở rộng lên 10 triệu khách/năm.
Nhà ga T2 - Đồng Hới	1,843	0.5	3	2024-2026	Bao gồm nhà ga hành khách và công trình phụ trợ trên diện tích 1.2 ha, khởi công tháng 4/2025, dự kiến vận hành từ quý 4/2026.
Cảng HKQT Vinh		2.5	0.5-1	2025	Hoàn thành mở rộng sân đỗ máy bay và cải tạo nâng công suất phục vụ của nhà ga T1. Đã tiến hành bay thử nghiệm thành công, chuẩn bị đưa vào khai thác lại trong tháng 12/2025
Mở rộng CHK Cà Mau	2,400	0.3	0.2	2024-2025	Đã nhận bàn giao 100% mặt bằng vào cuối tháng 7/2025. Công suất có thể mở rộng lên 1 triệu khách khi có nhu cầu.
Cảng HKQT Gia Bình	141,236	0	30	2025-2030 (GD1)	Kế hoạch mở rộng công suất lên 50 triệu khách vào 2050. Hoàn thiện sơ bộ và bước đầu khai thác từ 2027 phục vụ APEC 2027
MR sân bay Phú Quốc	22,000	4	20	2025-2027	Nâng cấp lên sân bay đạt tiêu chuẩn 5 sao, dự kiến hoàn thành đưa vào khai thác trước APEC 2027

Nguồn: KBSV tổng hợp

## Ngành cảng biển kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng trong 2026

Các doanh nghiệp cảng biển được kỳ vọng tiếp tục duy trì triển vọng tích cực trong trung và dài hạn, không chỉ nhờ tiềm năng tăng trưởng bền vững về sản lượng hàng hóa thông qua mà còn đến từ dư địa tăng giá dịch vụ cảng còn tương đối lớn. Cụ thể, mặt bằng giá dịch vụ cảng biển của Việt Nam hiện vẫn thấp hơn khoảng 30–40% so với các cảng trong khu vực (Campuchia, Thái Lan), tạo dư địa thuận lợi cho việc điều chỉnh tăng giá trong thời gian tới. Bên cạnh đó, kiến nghị tiếp tục điều chỉnh tăng khung giá dịch vụ cảng biển hiện đang được Bộ Xây dựng xem xét cũng mở ra kỳ vọng sớm nới rộng không gian tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp cảng.

Ngoài ra, các doanh nghiệp sở hữu cảng nước sâu hoặc có tỷ trọng khai thác hàng siêu trường siêu trọng cao như SGP, GMD được đánh giá sẽ có mức doanh thu/TEU cao hơn mặt bằng chung cũng như biên độ tăng giá cao hơn so với các cảng thông thường. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý đến các rủi ro ngắn hạn liên quan đến diễn biến chính sách thuế quan trong thời gian tới, đặc biệt trong bối cảnh các quy định về transshipment hiện vẫn chưa thực sự rõ ràng.

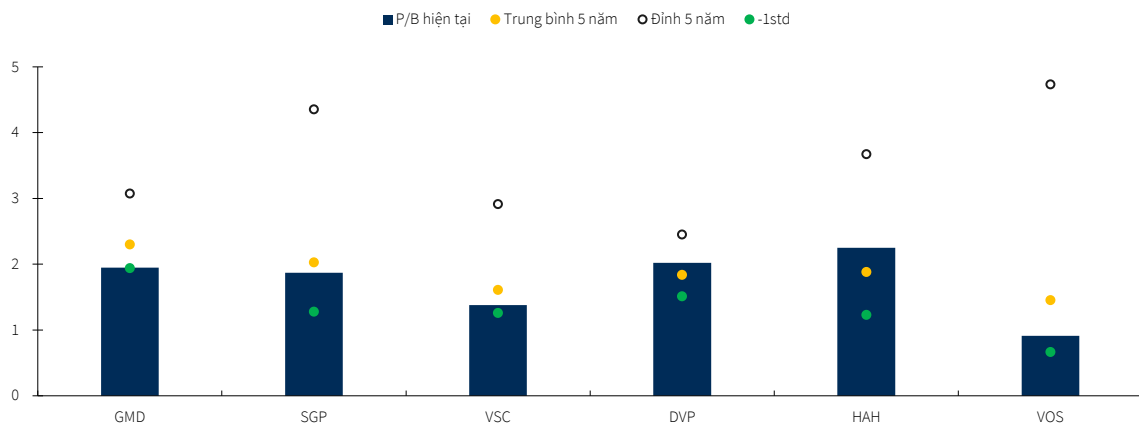
Về mặt định giá, hiện nay phần lớn cổ phiếu cảng biển đang giao dịch ở mức P/B thấp hơn mức trung bình 5 năm, phần nào phản ánh tâm lý thận trọng của thị trường. Các cổ phiếu đáng chú ý là cổ phiếu của những doanh nghiệp sở hữu lợi thế rõ rệt về vị trí cảng, còn dư địa tăng trưởng sản lượng hoặc có câu chuyện mở rộng công suất trong thời gian tới như GMD, VSC, SGP.

## Chúng tôi duy trì quan điểm trung lập với khối vận tải biển

Chúng tôi đánh giá triển vọng tăng trưởng của khối vận tải biển phụ thuộc vào 2 yếu tố chính: diễn biến giá cước vận tải và giá cho thuê tàu định hạn. Giá cước vận tải giao ngay (spot rate) dự kiến sẽ tiếp tục đà giảm do: (1) lo ngại dư cung vẫn tiếp diễn khi tốc độ tăng trưởng năng lực đội tàu cao hơn tốc độ tăng trưởng nhu cầu vận tải, trong khi lượng tàu phá dỡ đang ở mức thấp nhất trong 10 năm trở lại đây và (2) nhiều hãng tàu đã bắt đầu nới lại hoạt động vận chuyển qua kênh đào Suez sau thỏa thuận hòa bình dải Gaza từ tháng 12/2025, rút ngắn tuyến Á – Âu xuống 10 – 14 ngày, gia tăng dư cung tàu. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá giá cho thuê tàu định hạn sẽ vẫn neo ở mức cao trong ngắn hạn do hầu hết các hãng tàu lớn đã tái cấu trúc lại theo mạng lưới trục và nan hoa (Hub-and-spoke), gia tăng nhu cầu tàu vệ tinh vừa và nhỏ để đến các cảng nhỏ hơn.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu vận tải biển HAH do vị thế hàng đầu trong các doanh nghiệp vận tải nội địa. Với kế hoạch tiếp tục đóng thêm tàu mới và mua thêm tàu cũ size vừa và nhỏ để đẩy mạnh hoạt động cho thuê tàu, chúng tôi đánh giá HAH sẽ không chịu tác động mạnh từ các biến động của giá cước giao ngay mà hưởng lợi trực tiếp từ giá cho thuê định hạn tích cực trong bối cảnh doanh nghiệp sẵn có mối quan hệ với các hãng tàu lớn, sẵn sàng ký hợp đồng thuê tàu trong thời gian tới.

## Biểu đồ 10. P/B các cổ phiếu cảng biển



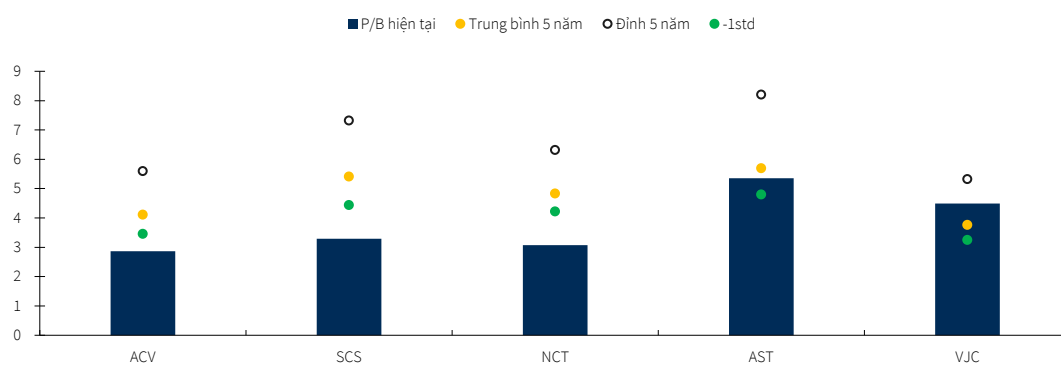
Nguồn: Bloomberg

### Chúng tôi nhận định tích cực với nhóm cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không

Nhận định tích cực của chúng tôi đối với nhóm cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không đến từ tiềm năng tăng trưởng bền vững của cả mảng hành khách quốc tế, nội địa và vận tải hàng hóa trong năm 2026. Triển vọng này được đảm bảo bởi nhiều yếu tố hỗ trợ, bao gồm: (1) nỗ lực của Chính phủ trong việc nới lỏng chính sách thị thực và triển khai các chương trình kích cầu du lịch, (2) sự tham gia của Phú Quốc Airways vào thị trường cùng với việc các hãng hàng không hiện hữu liên tục mở rộng đội bay, tăng tần suất khai thác và mở mới nhiều đường bay thẳng quốc tế, đặc biệt tới các quốc gia được Việt Nam miễn thị thực và (3) các dự án mở rộng, nâng cấp cơ sở hạ tầng hàng không được triển khai gối đầu liên tục.

Tăng trưởng về lượt hành khách và hàng hóa đảm bảo tăng trưởng cho KQKD của các doanh nghiệp dịch vụ hàng không. Nhà đầu tư có thể cân nhắc các mã cổ phiếu có cơ cấu tài chính lành mạnh, câu chuyện tăng trưởng rõ ràng như ACV, AST, HVN, VJC. Hiện ACV và SCS đang giao dịch ở mức P/B dưới mức trung bình 5 năm 2 lần độ lệch chuẩn phản ánh phần nào lo ngại về chi phí khấu hao cao của ACV trong thời gian tới và khả năng mất thị phần hàng sang Long Thành của SCS. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi thêm các câu chuyện liên quan như biến động giá nhiên liệu – chi phí chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí doanh nghiệp vận tải hàng không – với cổ phiếu HVN, VJC, câu chuyện liên quan đến khả năng trúng thầu vận hành nhà ga hàng hóa tại Long Thành của SCS, câu chuyện lãi lỗ tỷ giá và mức ảnh hưởng của sân bay Gia Bình lên ACV, kết hợp với vùng giá phù hợp để ra quyết định đầu tư.

**Biểu đồ 11. P/B các cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không**



Nguồn: Bloomberg

# CTCP Gemadept (GMD)

## Động lực tăng trưởng trong trung hạn từ Nam Đình Vũ 3

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 anhnntn@kbsec.com.vn

**Doanh thu thuần của GMD 3Q2025 ghi nhận 1,560 tỷ VND (+23% yoy), LNST đạt 604 tỷ VND (-4% yoy)**

Doanh thu thuần của GMD 3Q2025 đạt 1,560 tỷ VND (+23% yoy). Trong đó, hoạt động cốt lõi khai thác cảng đóng góp 1,373 tỷ VND (+25% yoy) với sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng (trừ Gemalink) đạt 2.3 triệu Teu (+21% yoy). LNST 3Q2025 của GMD ghi nhận 432 tỷ VND, giảm 4% so với cùng kỳ 2024 do phát sinh khoản thưởng hiệu suất cho nhân viên trong quý.

**GMD ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng 16% yoy trong 2025, duy trì tăng trưởng tích cực giai đoạn từ nay đến 2030**

Điều chỉnh tăng dự phóng tăng trưởng sản lượng qua cảng của GMD lên 16%/6% yoy cho 2025/2026, CAGR 8%/năm đến 2030 dựa trên ba yếu tố chính: (1) các chỉ báo vĩ mô tiếp tục cải thiện cho thấy tác động của thuế đối ứng là không đáng kể trong ngắn hạn, (2) Nam Đình Vũ 3 vận hành thử từ 4Q2025 tạo thêm dư địa tăng trưởng cho giai đoạn 2025–2027 và (3) Gemalink 2A dự kiến đi vào khai thác cuối 2027 sẽ củng cố đà tăng trưởng dài hạn cho GMD.

**Giá dịch vụ cảng tiếp tục tăng trưởng ổn định**

Mức tăng tại khu vực miền Bắc giai đoạn 2025 – 2030 dự kiến ở mức khoảng 4–5%/năm nhờ tăng tỷ trọng làm hàng siêu trường siêu trọng. Tại khu vực phía Nam, Gemalink được kỳ vọng duy trì tốc độ tăng giá 6–10%/năm nhờ khả năng đón tàu lớn vượt trội khi các cảng lân cận đều đã vượt công suất.

**Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 76,500 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD, giá mục tiêu là 76,500 VND/cổ phiếu, cao hơn 23% so với giá đóng cửa ngày 04/12/2025.

## Mua duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 76,500</b>
Tăng/giảm (%)	23%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 62,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 76,975
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	26.7/1.0

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	85%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	179.5/6.8
Sở hữu nước ngoài (%)	43.2%
Cổ đông lớn	SSJ Consulting Việt Nam (6.96%)

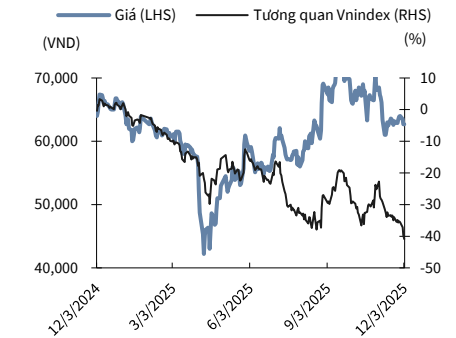
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-8	-7	7	-3
Tương đối	-15	-10	-17	-31

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,846	4,832	5,928	6,608
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	3,177	2,419	2,614	2,946
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,251	1,455	1,700	1,912
EPS (VND)	7,207	4,276	4,107	4,548
Tăng trưởng EPS (%)	138%	-41%	-4%	11%
P/E (x)	8.7	14.7	15.3	13.8
P/B (x)	2.7	1.9	1.8	1.8
ROE (%)	26	14	16	18
Tỷ suất cổ tức (%)	3	3	3	3

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# TCT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)

## Tăng trưởng bền vững, giảm tốc trong ngắn hạn

16/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 anhnntn@kbsec.com.vn

**3Q2025, ACV ghi nhận doanh thu 6,476 tỷ VND (+15% yoy). LNST đạt 3,210 tỷ VND (+37% yoy)**

3Q2025, ACV ghi nhận doanh thu đạt 6,476 tỷ VND (+15% yoy). Trong đó, doanh thu hàng không chiếm tỷ trọng 83%, ghi nhận 5,382 tỷ VND (+15% yoy). Tuy nhiên, LNST ghi nhận 3,210 tỷ VND, tăng 37% yoy do 3Q2024 ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 771 tỷ VND trong khi 3Q2025 không ghi nhận lỗ tỷ giá.

**Lượt khách qua cảng hàng không Việt Nam duy trì tăng trưởng bền vững giai đoạn từ nay đến 2030**

Lượng khách hàng không Việt Nam duy trì đà tăng trưởng bền vững trong dài hạn với động lực từ: (1) chi tiêu cho du lịch đi lại tăng đến từ tầng lớp trung lưu gia tăng cùng chính sách thuế thu nhập cá nhân điều chỉnh áp dụng từ giữa 2026, (2) hãng hàng không Việt Nam và quốc tế liên tục mở rộng đội bay và mở mới, khôi phục đường bay thẳng quốc tế và (3) các dự án xây dựng và mở rộng cảng hàng không được gói đầu liên tục đảm bảo dư địa tăng trưởng dài hạn cho ngành.

**Việc chuyển giao sân bay Phú Quốc và sân bay Gia Bình khai thác từ 2027 kéo chậm tốc độ tăng trưởng của ACV**

Việc chuyển giao sân bay Phú Quốc cho Sun Group vào 2026 và việc sân bay Gia Bình dự kiến đi vào khai thác từ 2027 sẽ tác động làm giảm tốc độ tăng trưởng khách tại các sân bay ACV. Chúng tôi điều chỉnh giảm CAGR giai đoạn 2026-2030 số lượt khách quốc tế/nội địa của ACV xuống lần lượt đạt 8%/4%.

**Cảng HKQT Long Thành đảm bảo tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho ACV**

Cảng HKQT Long Thành GĐ1 đang chuẩn bị đón chuyển bay kỹ thuật đầu tiên, dự kiến chính thức khai thác thương mại từ giữa 2026 và sớm hoạt động trên 80% công suất thiết kế trước 2030. Giai đoạn 2 của dự án kỳ vọng sẽ được đẩy sớm tiến độ, khai thác từ 2032, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho ACV.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 66,500 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACV, giá mục tiêu là 66,500 VND/cổ phiếu, cao hơn 27% so với giá đóng cửa ngày 15/12/2025.

**Mua** duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 66,500</b>
Tăng/giảm (%)	25.8%
Giá hiện tại (15/12/2025)	VND 52,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 63,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	198.7/7.6

**Dữ liệu giao dịch**

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	47.1/1.8
Sở hữu nước ngoài (%)	2.5%
Cổ đông lớn	Bộ Tài chính (95.4%)

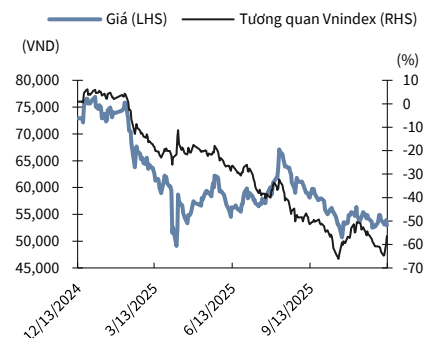
**Biến động giá cổ phiếu**

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3	-9	-6	-27
Tương đối	-3	-7	-30	-57

**Dự phóng KQKD & định giá**

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	19,998	22,597	25,274	27,429
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	10,467	14,431	14,572	13,713
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	7,222	10,421	10,690	10,063
EPS (VND)	3,318	4,787	2,984	2,809
Tăng trưởng EPS (%)	29	44	-38	-6
P/E (x)	17.5	12.1	19.5	20.7
P/B (x)	2.5	2.1	3.0	2.6
ROE (%)	17	19	17	14
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn(SCS) Thách thức hay cơ hội từ Long Thành

22/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

**1H2025, SCS ghi nhận doanh thu 558 tỷ VND (+17% yoy), LNST đạt 359 tỷ VND (+7% yoy)**

1H2025, SCS ghi nhận doanh thu 558 tỷ VND (+17% yoy), hoàn thành 48% doanh thu kế hoạch 2025. LNST đạt 359 tỷ VND (+7% yoy), tốc độ tăng trưởng chậm hơn đáng kể so với doanh thu do SCS đã hết thời gian ưu đãi thuế từ cuối 2024, chịu mức thuế 20% từ 2025.

**Thông lượng hàng quốc tế duy trì tích cực trong 2H2025, dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng 7.5% yoy trong 2025**

Thông lượng hàng quốc tế của SCS năm 2025 dự kiến đạt mức tăng trưởng 7.5% yoy nhờ: (1) thu hút thêm 2 khách hàng quốc tế mới trong nửa đầu năm và (2) nhà ga T3 Tân Sơn Nhất vận hành từ 2Q2025. Trong trung và dài hạn, dù SCS sẽ vẫn hưởng lợi nhờ nhu cầu vận chuyển hàng hóa tăng trưởng ổn định cũng như kế hoạch mở rộng đội bay và đường bay liên tục của Vietjet (VJC), doanh nghiệp có thể sẽ chịu ảnh hưởng đáng kể từ 2027 khi sân bay Long Thành đi vào hoạt động.

**Chúng tôi đánh giá cao khả năng SCS tham gia dự án nhà ga hàng hóa tại Long Thành**

Chúng tôi đánh giá SCS có khả năng cao sẽ được chọn tham gia vào dự án nhà ga hàng hóa tại Long Thành (LTA) khi mà cho tới nay ACV mới chỉ làm việc với duy nhất SCS. Việc SCS có thể tham gia vào Long Thành kỳ vọng đảm bảo tiềm năng tăng trưởng dài hạn tích cực cho SCS, tái định giá doanh nghiệp ở mức cao hơn.

**Cổ tức 2025 dự kiến ở mức 6,000 VND/cổ phiếu**

SCS luôn duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt cao trong những năm gần đây. Với tình hình tài chính khỏe mạnh cùng dòng tiền lớn, không có nợ vay, chúng tôi cho rằng SCS sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao trong các năm tới. Mức cổ tức năm 2025 dự kiến ở mức 6,000 VND/cổ phiếu.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 71,000 VND/cổ phiếu**

Dựa trên kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu SCS, mức giá mục tiêu 71,000 VND/cổ phiếu.

## Mua

Giá mục tiêu	VND 71,000
Tăng/giảm (%)	17.3%
Giá hiện tại (19/09/2025)	VND 60,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 75,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	6.2/0.2

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	28.7/1.1
Sở hữu nước ngoài (%)	14.3%
Cổ đông lớn	CTCP Gemadept (33.42%)

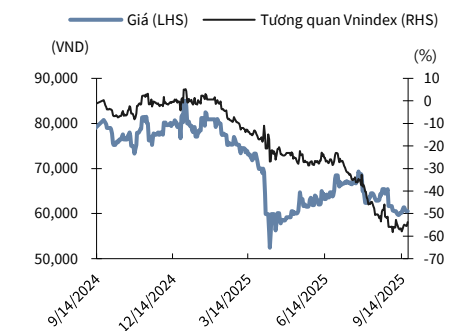
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.5	-6.5	-17.5	-25.1
Tương đối	-8.3	-29.4	-42.9	-55.5

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	705	1,037	1,155	1,223
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	571	785	885	955
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	498	693	706	762
EPS (VND)	4,638	6,547	6,846	7,390
Tăng trưởng EPS (%)	-29	41	5	8
P/E (x)	13	9	9	8
P/B (x)	5	4	4	4
ROE (%)	37	49	48	47
Tỷ suất cổ tức (%)	6	8	11	10

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.