

# Báo cáo Chiến lược Đầu tư năm 2026

Nội lực thúc đẩy tăng trưởng bút phá

---

Tháng 12/2025

# Mục lục

---

	Trang
<u>Triển vọng Vĩ mô</u>	3
<u>Triển vọng Thị trường</u>	68
<u>Phụ lục</u>	80
<b>Các ngành</b>	
<u>Ngân hàng</u>	87
<u>Nhóm ngành Tài chính khác</u>	133
<u>Tiêu dùng</u>	173
<u>Giao thông Vận tải &amp; Logistics</u>	208
<u>Sản xuất Công nghiệp</u>	235
<u>Vật liệu Xây dựng</u>	253
<u>Bất động sản Nhà ở</u>	284
<u>Bất động sản Khu công nghiệp</u>	311
<u>Năng lượng &amp; Tiện ích</u>	331
<u>Khuyến cáo</u>	393

# Triển vọng Vĩ mô

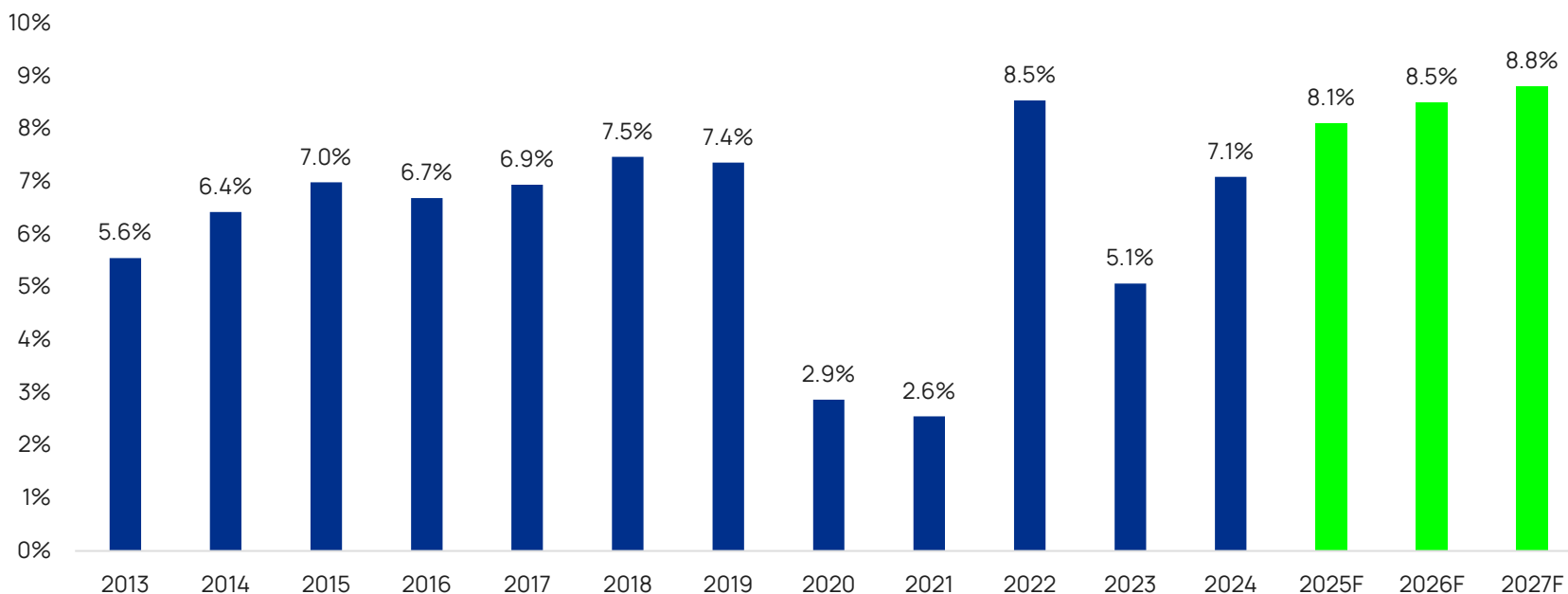
---

# Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 8,5%

Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 và 2027 từ mức 7,5% và 8,0% lên 8,5% và 8,8%.

Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ bước vào một giai đoạn mới với “đà tăng trưởng tăng dần”. Thông qua các cải cách mang tính bước ngoặt - như tinh gọn và tái cấu trúc bộ máy Chính phủ Trung ương và hệ thống hành chính địa phương hai cấp, hoàn thiện hệ thống pháp luật, thúc đẩy chuyển đổi số và khuyến khích đổi mới sáng tạo - Việt Nam đặt mục tiêu củng cố vị thế là một nền kinh tế cạnh tranh trong khu vực, đồng thời đảm bảo tiến bộ xã hội toàn diện và thịnh vượng trong dài hạn.

## Tăng trưởng GDP của Việt Nam và dự báo của Vietcap



# Các động lực tăng trưởng trong năm 2026

---

## 1. Hỗ trợ chính sách

- **Hoàn thiện thể chế:** Kỳ họp thứ 10 Quốc hội sẽ xem xét 50 dự án luật và 34 nghị quyết, đánh dấu một bước tiến lớn trong cải cách thể chế. Những nỗ lực này nhằm củng cố khung pháp lý, tháo gỡ các rào cản quy định và hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng tham vọng giai đoạn 2026–2030.

- **Tăng chi tiêu tài khóa:** Đầu tư công năm 2026 dự kiến tăng 9,2% so với ước tính năm 2025, và vẫn còn dư địa để tăng chi tiêu như đã thấy trong năm nay. Nợ công dự kiến sẽ duy trì ở mức 36%–37% GDP vào năm 2026 (theo Bộ Tài chính), thấp hơn đáng kể so với mức trần 60%, tạo dư địa cho các biện pháp kích thích tài khóa bổ sung.

- **Chính sách tiền tệ nới lỏng:** NHNN dự kiến sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng trong năm 2026 để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

**2. Mở rộng đầu tư vào khu vực tư nhân:** Chúng tôi kỳ vọng rằng Nghị quyết 68-NQ/TW và 198/2025/QH15, cùng với các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ, sẽ giúp khơi thông nguồn lực từ khu vực tư nhân, vốn có thể đóng vai trò là động lực chính của tăng trưởng kinh tế.

**3. Tiêu dùng tiếp tục cải thiện:** Tiêu dùng dự kiến sẽ dần phục hồi, được hỗ trợ bởi hoạt động sản xuất tăng mạnh, từ đó tạo thêm việc làm và cải thiện thu nhập. Ngoài ra, Chính phủ đã đưa ra một số biện pháp bao gồm tăng lương tối thiểu thêm 7,2%, nâng mức giảm trừ gia cảnh thuế thu nhập cá nhân, giảm 2% thuế GTGT và các chính sách khác nhằm hỗ trợ tiêu dùng.

**4. Năng lực cạnh tranh xuất khẩu vẫn được duy trì:** Thuế đối ứng của Mỹ đối với Việt Nam ở mức 20%, so với mức trung bình 26% của các quốc gia cạnh tranh/quốc gia cạnh tranh tiềm năng (không bao gồm Trung Quốc). Ngoài ra, các lợi thế về cấu trúc của Việt Nam sẽ hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu và dòng vốn FDI bền vững trong trung hạn.

# Rủi ro và yếu tố hỗ trợ đối với dự báo của chúng tôi

---

## Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi:

- Giải ngân đầu tư công thấp hơn kỳ vọng.
- Kinh tế toàn cầu phục hồi chậm hơn – đặc biệt là tại Mỹ và Trung Quốc – có thể gây áp lực lên xuất khẩu, sản xuất và du lịch.
- Các chính sách thương mại kém thuận lợi hơn của Mỹ đối với Việt Nam hoặc chính sách thương mại của Mỹ thuận lợi hơn đối với Trung Quốc.
- Tác động mạnh hơn dự kiến của biến đổi khí hậu có thể ảnh hưởng tiêu cực đến ngành nông nghiệp của Việt Nam.

## Yếu tố hỗ trợ đối với dự báo của chúng tôi:

- Kích thích tài khóa mạnh hơn kỳ vọng.
- Kinh tế toàn cầu phục hồi mạnh hơn, đặc biệt là Mỹ và Trung Quốc, có thể hỗ trợ thêm cho xuất khẩu và sản xuất.
- Chính sách thương mại thuận lợi hơn của Mỹ đối với Việt Nam.

## Các dự báo vĩ mô khác

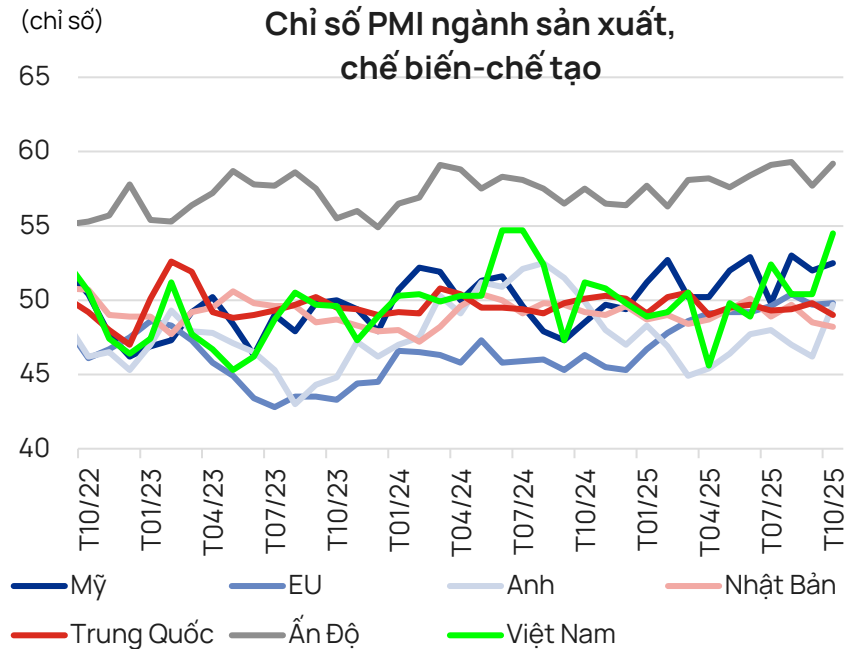
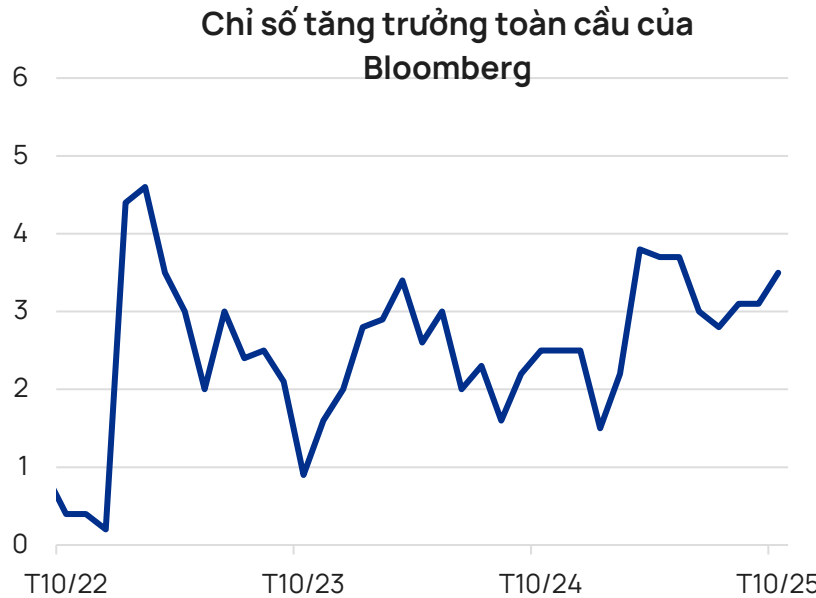
---

- **Chúng tôi kỳ vọng vốn FDI giải ngân có thể tăng 7,0% trong năm 2026/27.** Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ duy trì sức hấp dẫn đối với FDI, được hỗ trợ bởi (1) các lợi thế cơ bản của Việt Nam (bao gồm vị trí địa lý, các hiệp định FTA, và chi phí nhân công cạnh tranh, cùng các yếu tố khác); (2) việc nâng cấp quan hệ ngoại giao gần đây; và (3) mức thuế đối ứng 20% của Mỹ đối với Việt Nam tương đương hoặc thấp hơn so với các quốc gia cạnh tranh/quốc gia cạnh tranh tiềm năng.
- **Chúng tôi dự báo tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu năm 2026/27 lần lượt ở mức 12% và 14%:** (1) Triển vọng cho kinh tế thế giới và Mỹ (đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam) đã cải thiện với dự báo đồng thuận về tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2026 tăng từ 2,8% vào đầu tháng 6 lên 2,9% vào đầu tháng 11, trong đó dự báo đồng thuận cho tăng trưởng GDP của Mỹ năm 2026 cũng tăng từ 1,5% lên 1,8%; (2) Mức thuế đối ứng của Mỹ đối với Việt Nam ở mức 20%, so với mức trung bình 28% của các quốc gia cạnh tranh/quốc gia cạnh tranh tiềm năng; và (3) Việt Nam đã và đang tích cực nâng cấp quan hệ với nhiều quốc gia, điều này cũng có thể giúp Việt Nam trong việc đa dạng hóa thị trường xuất khẩu để hạn chế rủi ro địa chính trị.
- **Chúng tôi duy trì dự báo CPI bình quân năm 2026 ở mức 3,5% và kỳ vọng áp lực lạm phát sẽ gia tăng trong năm 2027, với CPI bình quân đạt 4,0%,** được thúc đẩy bởi tác động trễ của việc nới lỏng chính sách tiền tệ trong giai đoạn 2025–2026 và sự phục hồi của tiêu dùng.
- **Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng 2%/năm trong các năm 2026/27.** Chúng tôi kỳ vọng các đợt cắt giảm lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed), dòng vốn FDI và xuất khẩu vững chắc, cùng động thái sẵn sàng bán USD kỳ hạn của NHNN khi cần thiết, có thể giúp duy trì đủ thanh khoản USD và ổn định tỷ giá USD/VND.

# **Các yếu tố kinh tế toàn cầu có thể đặt ra thách thức đối với triển vọng tăng trưởng của Việt Nam**

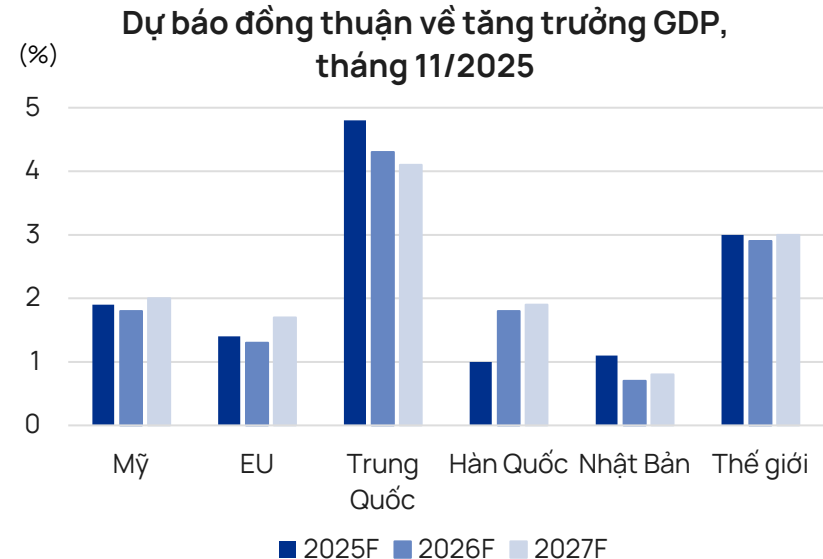
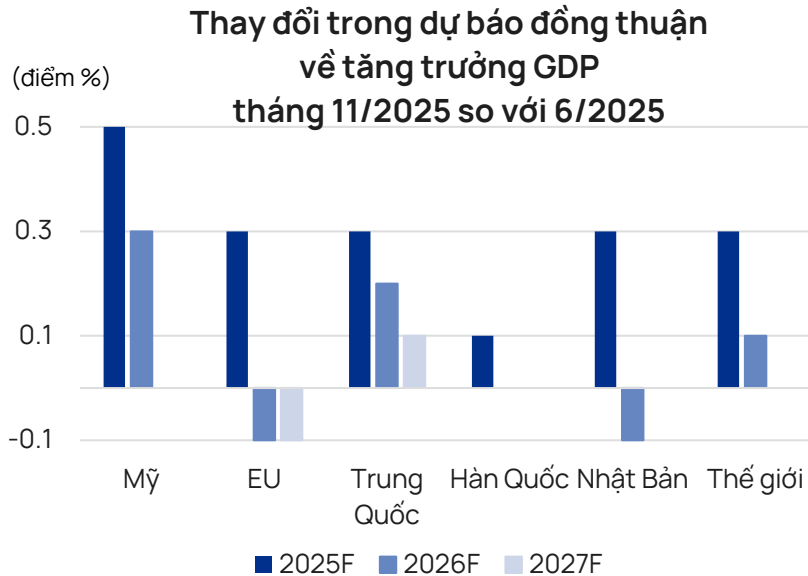
---

# Các chỉ số tăng trưởng toàn cầu cho thấy tín hiệu phục hồi trong nửa cuối năm 2025



- Chỉ số tăng trưởng toàn cầu của Bloomberg và chỉ số PMI giảm sau các thông báo về thuế quan.
- Tuy nhiên, khi chính sách thương mại của Mỹ trở nên rõ ràng hơn, các chỉ số tăng trưởng toàn cầu và PMI đã cho thấy dấu hiệu phục hồi về cuối năm 2025.

# Triển vọng đồng thuận toàn cầu năm 2026 được điều chỉnh tăng nhưng vẫn thấp hơn năm 2025



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

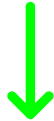
- Dự báo đồng thuận về tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2026 đã tăng nhẹ 0,1 điểm % - từ 2,8% vào tháng 6/2025 lên 2,9% vào tháng 11/2025. Trong cùng giai đoạn này, dự báo tăng trưởng GDP cho Mỹ và Trung Quốc lần lượt tăng 0,3 điểm % và 0,2 điểm %.
- Dù ghi nhận các đợt điều chỉnh tăng gần đây, dự phóng tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2026 (2,9%) vẫn thấp hơn một chút so với dự báo năm 2025 (3,0%). Dự báo tăng trưởng GDP cho Mỹ và Trung Quốc đã giảm nhẹ - từ 1,9% và 4,8% trong năm 2025 xuống 1,8% và 4,3% trong năm 2026.
- Mỹ, EU, Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản đóng góp tổng cộng hơn hai phần ba kim ngạch xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam trong 10T 2025.

# Cập nhật mới nhất về thuế đối ứng Mỹ



**31/7:** Mỹ công bố các **mức thuế đối ứng mới** cho các đối tác thương mại, cùng với danh sách các sản phẩm được miễn thuế đối ứng (Phụ lục II).

**7/8:** Các mức thuế đối ứng mới **bắt đầu có hiệu lực**.



## Thỏa thuận thương mại

26/10/2025

26/10/2025



Malaysia



Campuchia

## Thỏa thuận đầu tư

28/10/2025

14/11/2025



Nhật Bản



Hàn Quốc



## Khuôn khổ Hiệp định Thương mại đối ứng

26/10/2025

26/10/2025

30/10/2025

14/11/2025

14/11/2025

14/11/2025

14/11/2025



Việt Nam



Thái Lan



Trung Quốc



Argentina



Guatemala



Ecuador

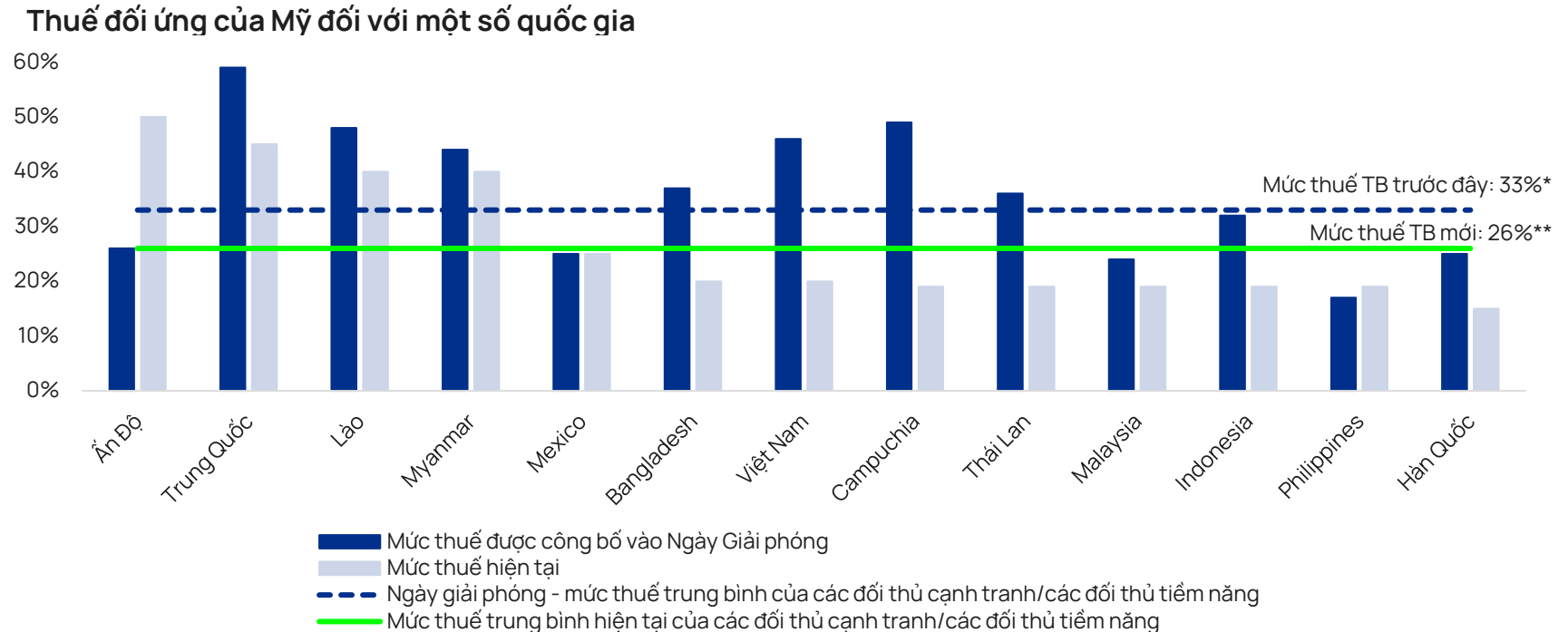


El Salvador



**14/11:** Phụ lục II sửa đổi được công bố, **bổ sung** danh sách dài các sản phẩm nông nghiệp được miễn thuế đối ứng (**có hiệu lực từ ngày 13/11**).

# Mức thuế đối ứng đối với Việt Nam vẫn thấp hơn so với các quốc gia cạnh tranh/quốc gia cạnh tranh tiềm năng



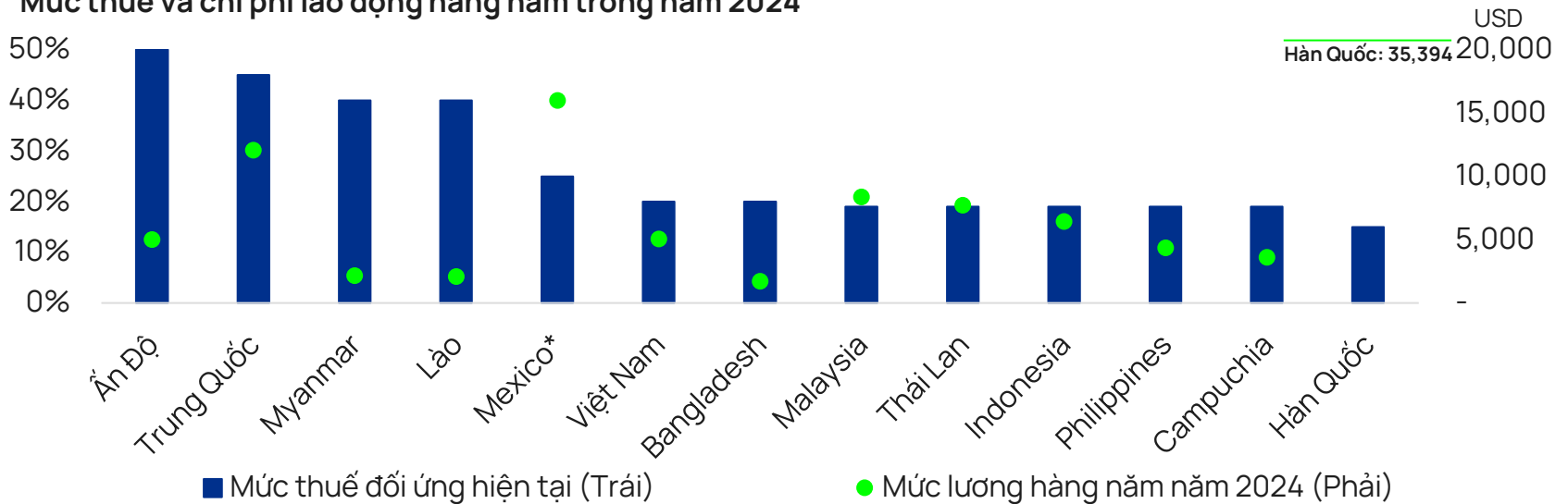
## Lưu ý:

- Các quốc gia cạnh tranh và quốc gia cạnh tranh tiềm năng: Các quốc gia Đông Nam Á (ngoại trừ Brunei và Singapore), cùng với Ấn Độ, Bangladesh, Mexico và Trung Quốc.
  - Thuế suất áp dụng với Trung Quốc: lên tới 25% từ nhiệm kỳ đầu + 10% thuế đối ứng + 10% thuế fentanyl;
  - Thuế suất áp dụng với Ấn Độ: 25% thuế đối ứng + 25% phạt do mua dầu Nga;
- \* Mức thuế trung bình vào "Ngày Giải phóng" (Liberation day): 33% (không bao gồm Trung Quốc);  
 \*\* Mức thuế trung bình mới: 26% (không bao gồm Trung Quốc) và 28% (bao gồm Trung Quốc).

Nguồn: Nhà Trắng, Vietcap tổng hợp

# Lợi thế cạnh tranh về mặt chi phí lao động của Việt Nam so với các quốc gia khác vẫn được duy trì

Mức thuế và chi phí lao động hàng năm trong năm 2024



Lưu ý:

- Mexico dao động từ 12.000 USD đến 20.000 USD

- Công nhân: Công nhân phổ thông chính thức có 3 năm kinh nghiệm làm việc, không bao gồm lao động theo hợp đồng và nhân viên thử việc.

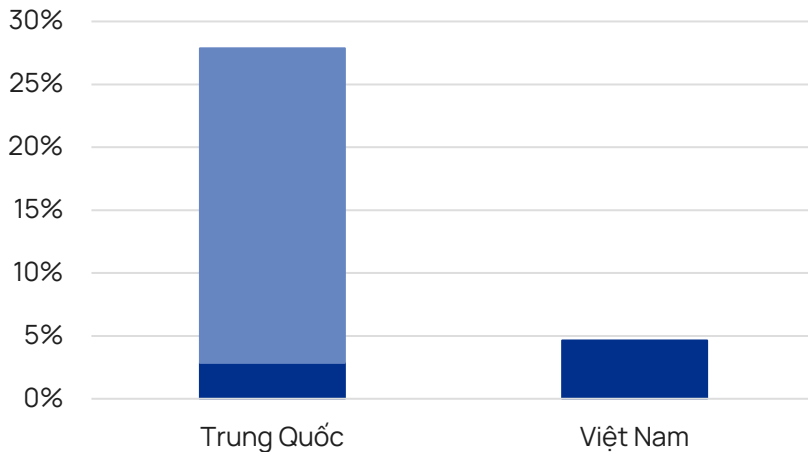
- Lương hàng năm: Tổng chi phí cho một nhân viên (tổng lương cơ bản hàng năm, phúc lợi, bảo hiểm xã hội, phụ cấp làm thêm giờ và tiền thưởng, không bao gồm trợ cấp thôi việc, tính đến năm 2024).

Nguồn: Nhà Trắng, Jetro, Vietcap tổng hợp

- Xét về chi phí lao động, Việt Nam vẫn duy trì khả năng cạnh tranh so với các quốc gia khác.
- Mức lương trung bình hàng năm của công nhân sản xuất tại Việt Nam vào khoảng 5.052 USD trong năm 2024, thấp hơn 20,1% so với mức trung bình của các quốc gia khác (không bao gồm Hàn Quốc).

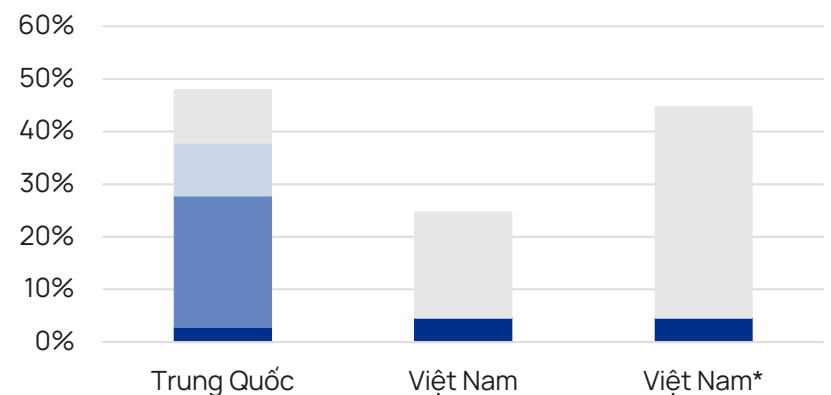
# Các điều khoản thương mại Mỹ-Trung Quốc cải thiện có thể ảnh hưởng đến vị thế cạnh tranh của Việt Nam

Thuế suất Mỹ áp dụng đối với Trung Quốc và Việt Nam trong nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Donald Trump



■ Mức thuế áp thêm trong nhiệm kỳ đầu tiên của Tổng thống Trump  
■ Thuế tối huệ quốc (bình quân trọng số)

Thuế suất Mỹ áp dụng đối với Trung Quốc và Việt Nam tính đến cuối tháng 11



■ Thuế đối ứng  
■ Thuế liên quan fentanyl  
■ Mức thuế áp thêm trong nhiệm kỳ đầu tiên của Tổng thống Trump  
■ Thuế tối huệ quốc (bình quân trọng số)

Nguồn: Nhà Trắng, Vietcap

(\*): Mức thuế trung chuyển tiềm năng sẽ được áp dụng đối với các sản phẩm không đáp ứng yêu cầu về quy tắc xuất xứ (định nghĩa vẫn chưa rõ ràng).

- Trong nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Trump, Việt Nam có lợi thế thuế quan rõ rệt so với Trung Quốc khi xuất khẩu sang Mỹ - với mức chênh lệch khoảng 25% đối với phần lớn hàng hóa xuất khẩu. Khoảng cách này có thể nới rộng hơn nữa nếu Mỹ duy trì mức thuế fentanyl 20% và thuế đối ứng 10% đối với Trung Quốc như đã thông báo vào ngày 2/4.
- Tuy nhiên, vào ngày 30/10, Mỹ đã thông báo giảm 10% thuế fentanyl đối với Trung Quốc, giữ nguyên mức chênh lệch thuế quan ở thời điểm hiện tại. Nếu Trung Quốc đàm phán thành công để loại bỏ 10% thuế fentanyl còn lại, khoảng cách giữa Trung Quốc và Việt Nam sẽ thu hẹp xuống còn khoảng 15%, có khả năng thu hẹp lợi thế cạnh tranh của Việt Nam.
- Ngoài ra, nếu thuế trung chuyển được áp dụng đối với một phần hàng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ, Việt Nam có thể bị giảm khả năng cạnh tranh so với các quốc gia cạnh tranh khác.

# Định nghĩa hàng hóa “trung chuyển” chưa rõ ràng

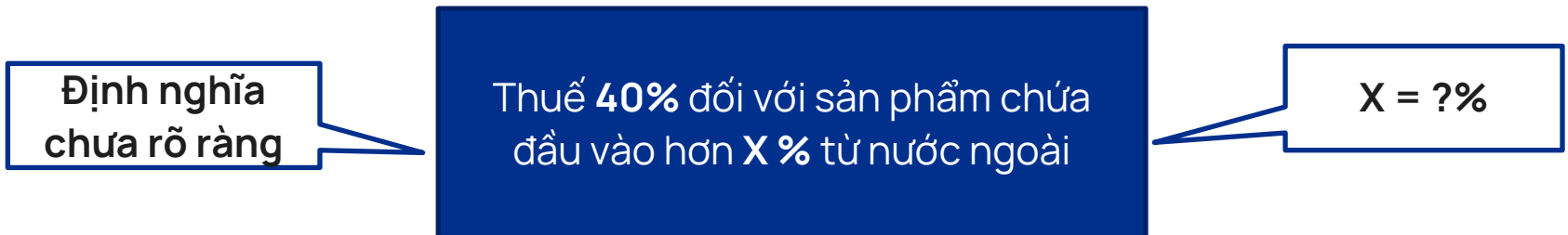
Định nghĩa hàng hóa trung chuyển đơn thuần

Dán nhãn lại và tái xuất khẩu



Hầu như không gia tăng thêm giá trị cho Việt Nam

- Báo cáo Đại học Harvard: 1,7% - 16,5% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ được chuyển hướng từ Trung Quốc (trong giai đoạn 2018-2019)



# Thương lượng về định nghĩa “Hàng hóa trung chuyển”



3/7: Trong các cuộc đàm phán thuế quan Mỹ-Ấn Độ, Mỹ yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa phải đạt ít nhất **60%** đủ điều kiện gắn nhãn “Made in India”.



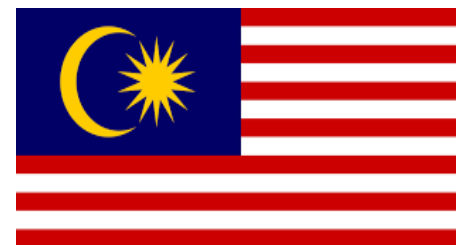
11/7: Trong các cuộc đàm phán Mỹ-Bangladesh, Mỹ yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa tối thiểu **40%** để đủ điều kiện gắn nhãn “Made in Bangladesh”.



26/10: Hiệp định Thương mại Mỹ - Malaysia

**Chưa đưa ra con số cụ thể.**

Các quy tắc xuất xứ có thể chỉ được đưa ra nếu có lợi ích đáng kể phát sinh cho các quốc gia thứ ba.



# Tỷ lệ nội địa hóa thấp có thể bị áp thuế cao hơn

## Tỷ lệ nội địa hóa cao

Nông sản  
> 90%



Thủy sản  
> 90%



## Tỷ lệ nội địa hóa trung bình

Đệt may  
> 50%



Giày/dép  
55%



Gỗ & sản phẩm gỗ  
> 50%



## Tỷ lệ nội địa hóa thấp

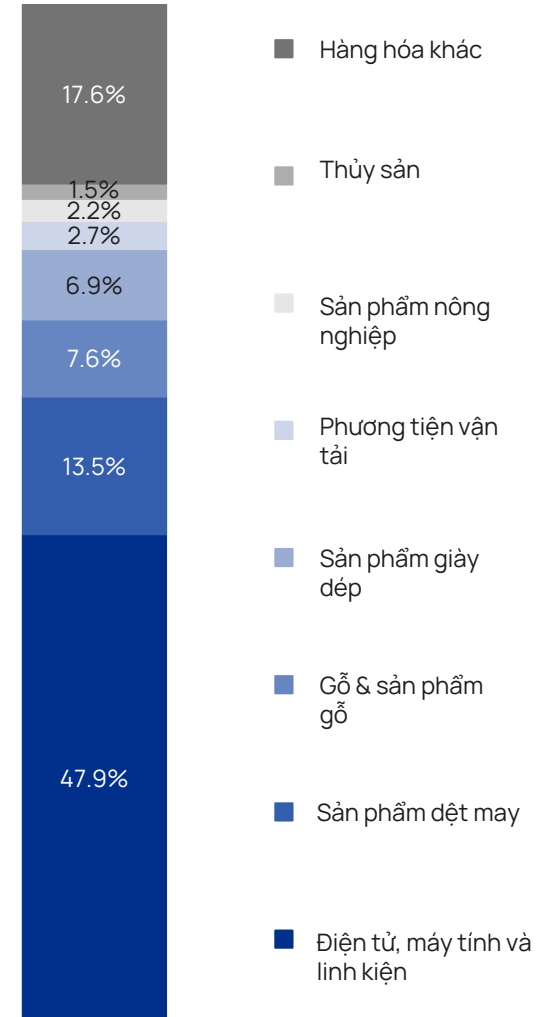
Hàng điện tử & máy móc  
10-40%



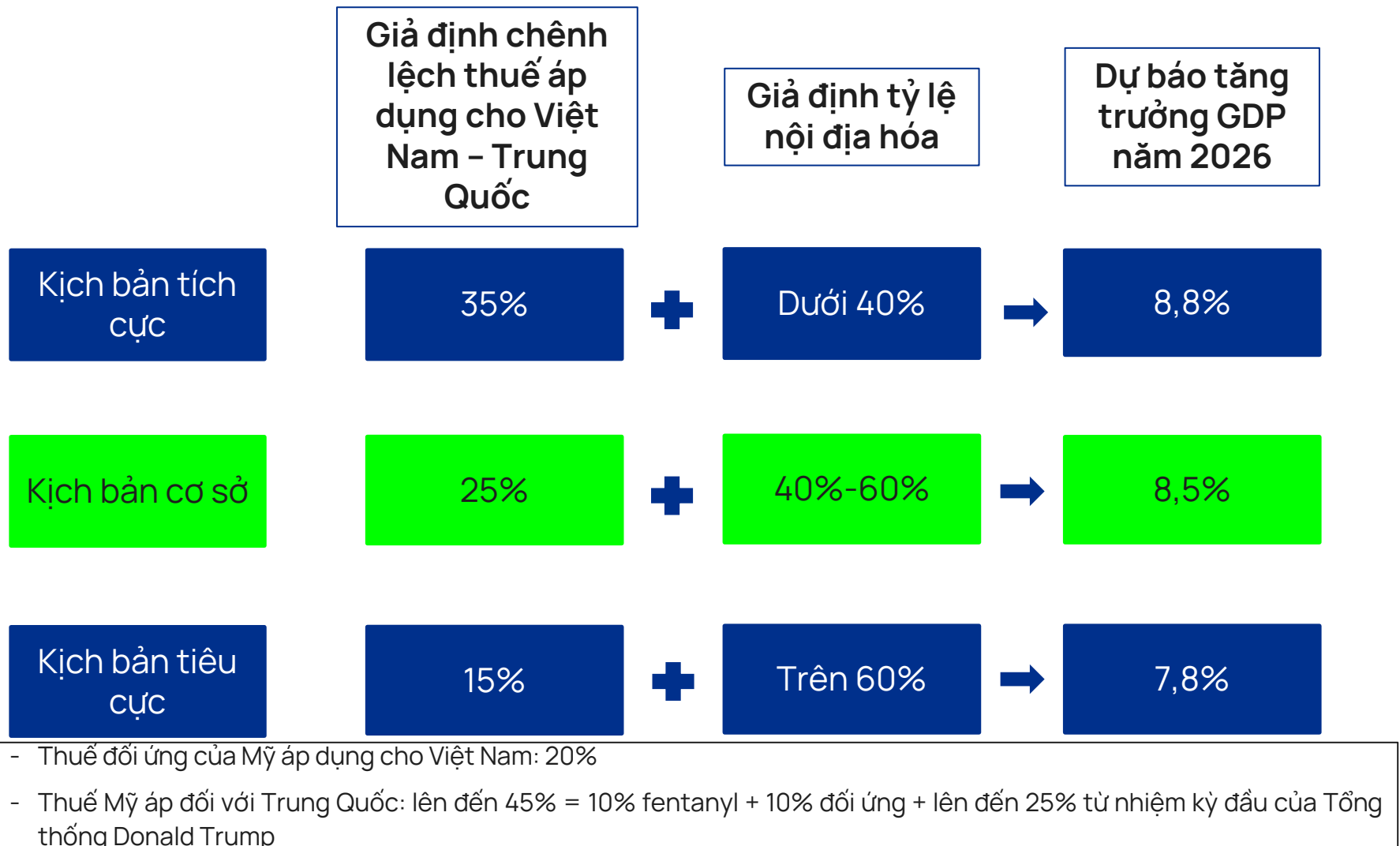
Ô tô  
10-40%



## Cơ cấu XK của Việt Nam sang Mỹ



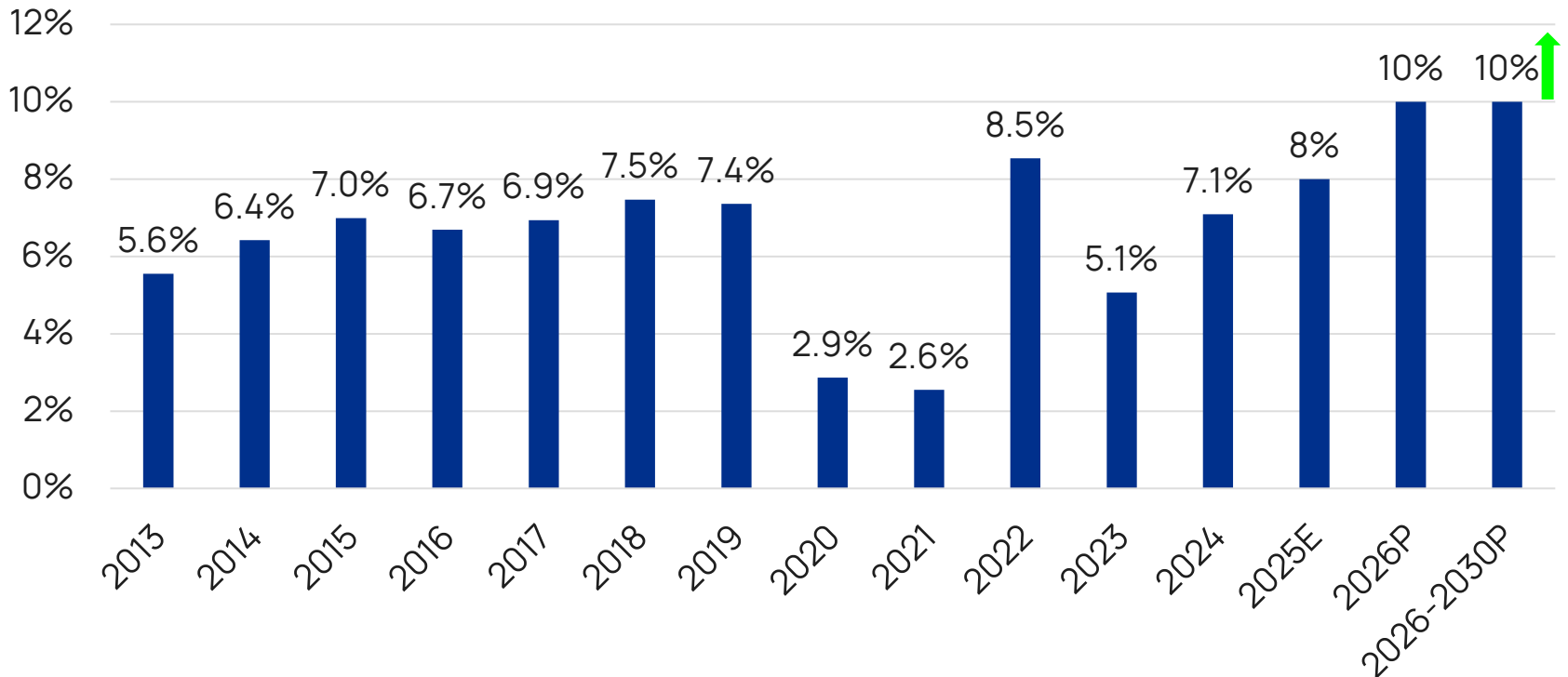
# Giả định về thuế đối ứng



**Động lực tăng trưởng trong nước đối trọng với những thách thức toàn cầu, mở ra chu kỳ tăng trưởng mới**

---

# Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng kinh tế tích cực cho giai đoạn tới



- Chính phủ ước tính GDP của Việt Nam sẽ tăng từ 8% trở lên trong năm 2025.
- Trong Kỳ họp thứ 10, Quốc hội khóa XV, Quốc hội đã thông qua mục tiêu tăng trưởng đạt ít nhất 10% vào năm 2026.
- Chính phủ cũng đặt mục tiêu tham vọng đạt tăng trưởng GDP trên 10% cho giai đoạn 2026-2030.

# Động lực trong nước thúc đẩy tăng trưởng kinh tế năm 2026

## Động lực tăng trưởng trong nước

### Hỗ trợ từ Chính phủ



- **Chính sách tiền tệ nới lỏng:** Dự kiến giữ nguyên lãi suất điều hành.
- **Tăng chi tiêu tài khóa:** Đầu tư công kế hoạch tăng 9,2% YoY.
- **Hoàn thiện khung pháp lý:** Củng cố khung pháp lý nhằm giảm bớt rào cản và cải thiện môi trường kinh doanh.

### Đẩy mạnh đầu tư khu vực tư nhân



- Nghị quyết 68-NQ/TW và Nghị quyết 198/2025/QH15, cùng với các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ, sẽ giúp khơi thông nguồn lực từ khu vực tư nhân, vốn có thể đóng vai trò là động lực chính của tăng trưởng kinh tế.

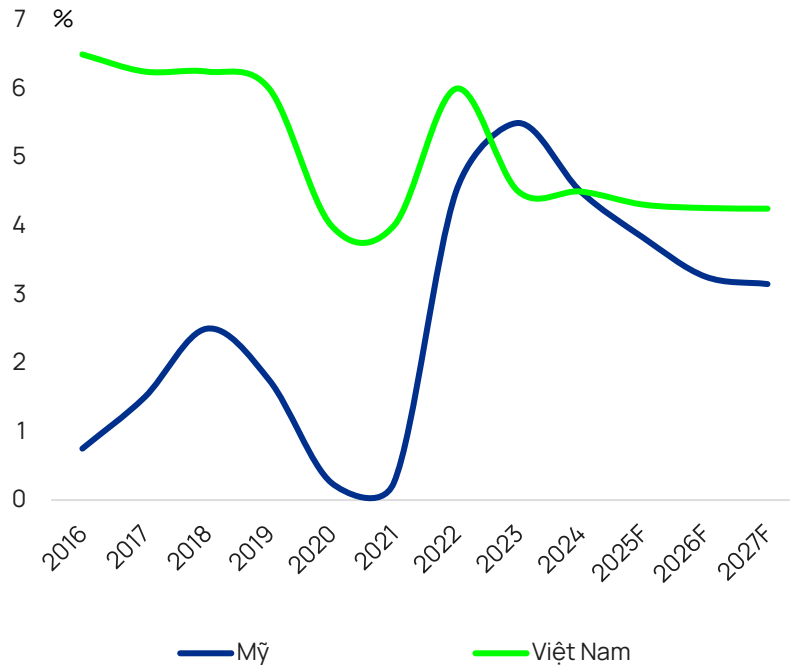
### Tiêu dùng cải thiện



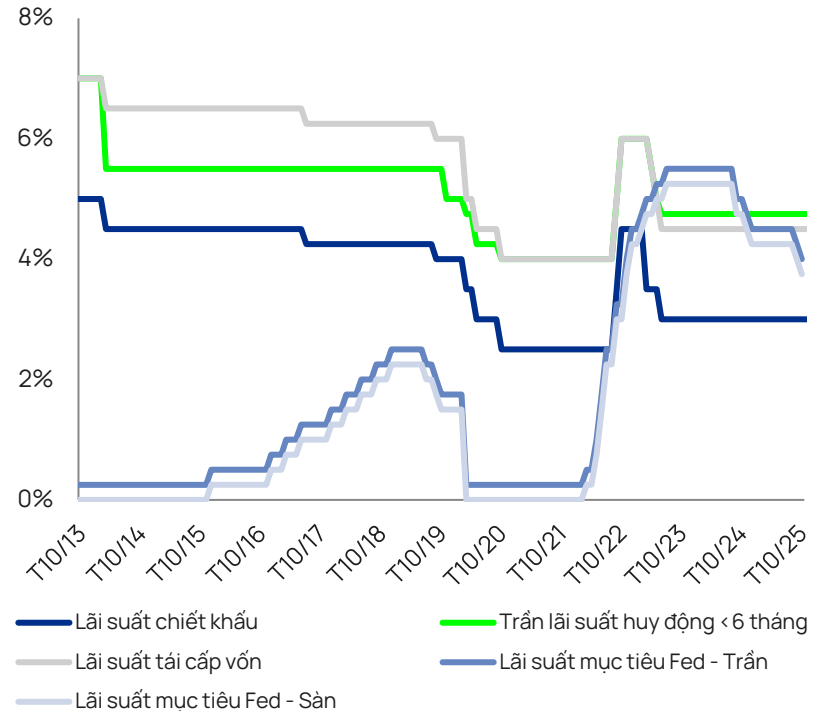
- Tiêu dùng dự kiến sẽ dần phục hồi, được hỗ trợ bởi hoạt động sản xuất khả quan hơn, qua đó tạo ra việc làm và cải thiện thu nhập.
- Chính phủ đã đưa ra hàng loạt biện pháp bao gồm tăng lương tối thiểu thêm 7,2%, nâng mức giảm trừ gia cảnh thuế thu nhập cá nhân, giảm 2% thuế GTGT và các chính sách khác nhằm hỗ trợ tiêu dùng.

# NHNN dự kiến duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Dự báo đồng thuận lãi suất điều hành Ngân hàng Trung ương



Lãi suất điều hành của NHNN và lãi suất mục tiêu của Fed



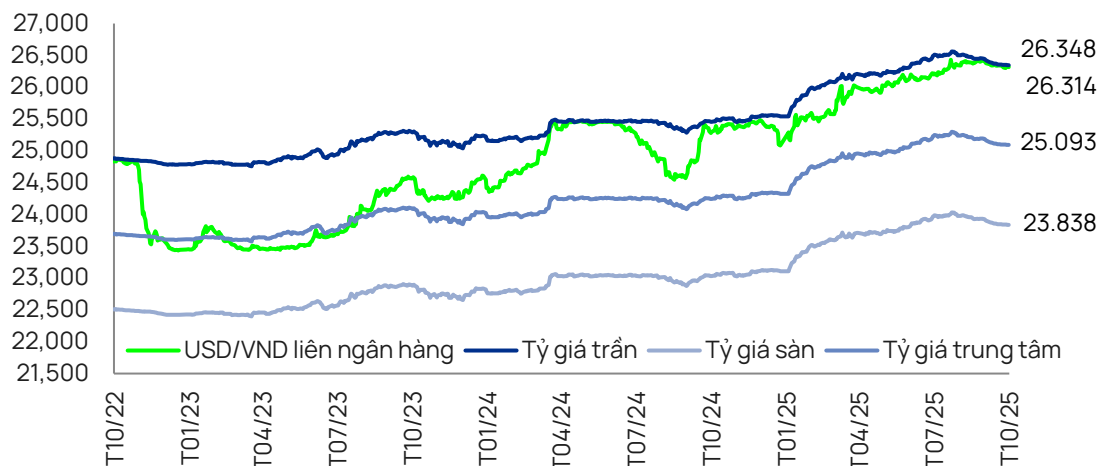
- Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong năm 2026.
- Song song đó, các đợt cắt giảm lãi suất dự kiến của Fed có thể góp phần làm giảm áp lực lên tỷ giá.

# NHNN bán USD kỳ hạn để ổn định thị trường ngoại hối

## Tỷ giá USD/VND tăng dù chỉ số DXY giảm



## Lãi suất ngân hàng trung ương giảm giúp kiểm soát lãi suất ngoại hối liên ngân hàng trong tháng 10



Từ đầu năm đến ngày 20/11, tỷ giá USD/VND đã tăng 3,4%.

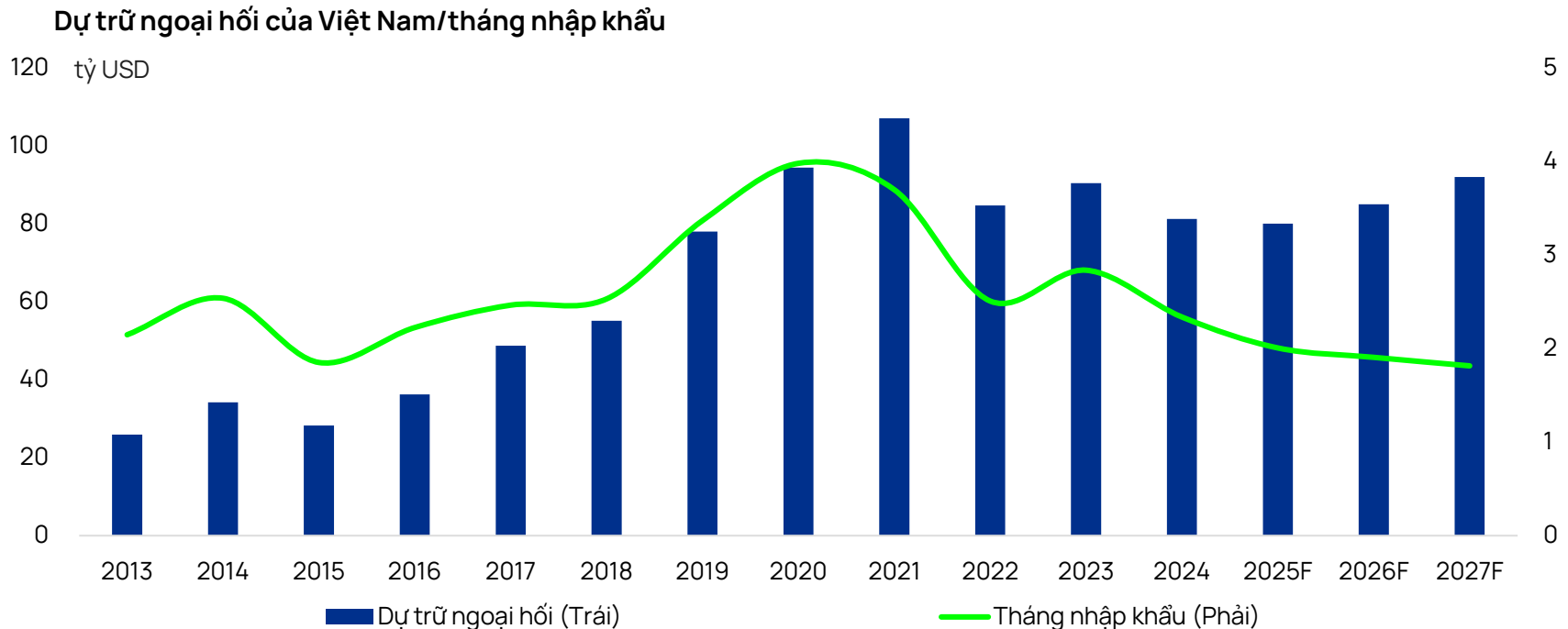
### Các động thái gần đây của NHNN:

- Bán USD theo hợp đồng kỳ hạn 180 ngày cho các ngân hàng thương mại.
- Giảm dần tỷ giá trung tâm trong tháng 10 để kiểm chế mức trần tỷ giá.
- Bộ Công an tăng cường thanh tra, giám sát hoạt động mua bán ngoại tệ trái phép trên thị trường tự do.

• Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá USD/VND sẽ tăng 2,0%/năm trong các năm 2026/27.

• Chúng tôi kỳ vọng các đợt cắt giảm lãi suất của Fed, dòng vốn FDI và xuất khẩu tiếp tục vững chắc, cùng lập trường sẵn sàng bán USD kỳ hạn của NHNN khi cần thiết, có thể giúp duy trì điều kiện đủ thanh khoản USD và ổn định tỷ giá USD/VND.

# Vị thế dự trữ ngoại hối của NHNN tạo ra dư địa hạn chế để quản lý áp lực tiềm ẩn đối với đồng VND

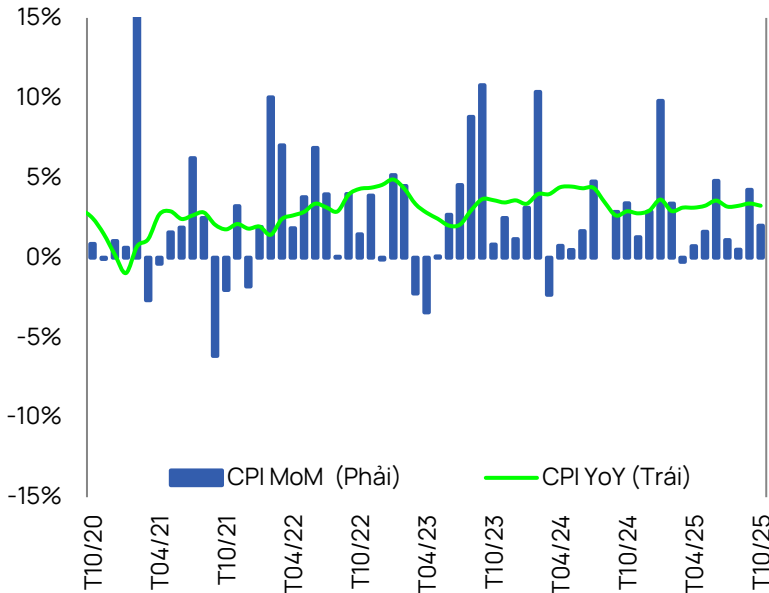


Nguồn: Bloomberg, Cục Thống kê, Cục Hải quan, Vietcap

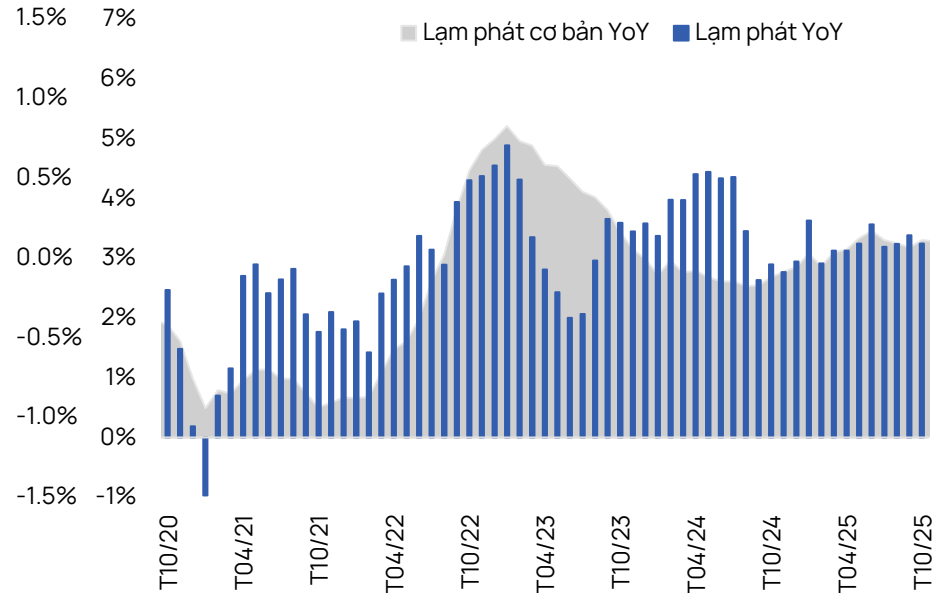
- Dự trữ ngoại hối của NHNN ước tính vào khoảng 80 tỷ USD (theo dữ liệu của Bloomberg), tương đương với khoảng 2 tháng nhập khẩu (hàng hóa và dịch vụ). Mức này thấp hơn khuyến nghị 3 tháng của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF), điều này có thể hạn chế năng lực của NHNN trong việc bảo vệ giá trị đồng nội tệ.
- Tuy nhiên, NHNN đã cho thấy lập trường sẵn sàng bán USD kỳ hạn khi cần thiết, điều này có thể giúp duy trì điều kiện thanh khoản USD đầy đủ và ổn định tỷ giá USD/VND.

# Lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát, cho phép NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng

## CPI hàng tháng



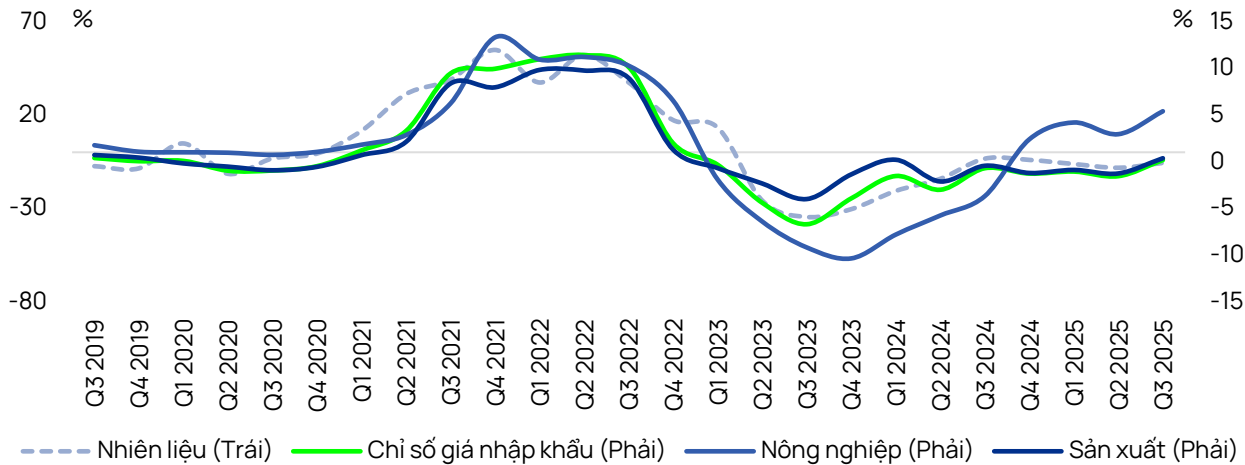
## CPI & CPI cơ bản hàng tháng



- Trong tháng 10, Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng 0,2% MoM và 3,25% YoY, đưa CPI bình quân 10T 2025 lên 3,27% YoY, thấp hơn đáng kể so với mức trần mục tiêu 4,5-5,0% đã được Quốc hội thông qua.
- Chúng tôi duy trì dự báo CPI bình quân năm 2026 ở mức 3,5% và dự báo CPI bình quân năm 2028 sẽ tăng lên 4,0%.

# Giá gạo và dầu toàn cầu có khả năng giảm trong năm 2026

## Chỉ số gạo nhập khẩu



## Giá dầu trong nước



- **Giá gạo toàn cầu:** Theo dự báo đồng thuận của Bloomberg, giá gạo toàn cầu có thể giảm khoảng 5% trong năm 2026, điều này cũng có thể giúp giảm giá gạo trong nước.
- **Giá dầu toàn cầu:** Đội ngũ phân tích ngành dầu khí của Vietcap dự báo giá dầu toàn cầu sẽ giảm 12,4% YoY trong năm 2026, mức giảm này có thể giúp kiềm chế lạm phát chung thêm 0,4 điểm % (nếu giá xăng dầu trong nước cũng giảm với tốc độ tương ứng).
- Việc gia hạn **giảm 2,0% thuế GTGT** và giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu trong năm 2026 có thể giúp bình ổn lạm phát.

# Giá các mặt hàng do Nhà nước quản lý và các biến động vĩ mô toàn cầu có thể làm gia tăng áp lực lạm phát

## Chỉ số CPI theo nhóm ngành

Nhóm ngành	Tỷ trọng	T10/2024 YoY	T10/2025 YoY
<b>Tổng CPI</b>	<b>100%</b>	<b>2,90%</b>	<b>3,25%</b>
<b>Lương thực/thực phẩm &amp; dịch vụ ăn uống</b>	<b>33,56%</b>	<b>4,45%</b>	<b>2,09%</b>
Đồ uống & thuốc lá	2,73%	2,26%	2,36%
Quần áo, giày dép & mũ	5,70%	1,13%	1,50%
<b>Nhà ở &amp; vật liệu xây dựng</b>	<b>18,82%</b>	<b>4,21%</b>	<b>6,76%</b>
Thiết bị & đồ dùng gia đình	6,74%	1,33%	1,69%
Thuốc & dịch vụ y tế	5,39%	8,28%	12,63%
<b>Giao thông</b>	<b>9,67%</b>	<b>-3,25%</b>	<b>-0,02%</b>
Viễn thông	3,14%	-0,37%	-0,54%
<b>Giáo dục</b>	<b>6,17%</b>	<b>-0,45%</b>	<b>3,27%</b>
Văn hóa, thể thao & giải trí	4,55%	2,09%	1,81%
Hàng hóa & dịch vụ khác	3,53%	7,03%	3,06%

- Chính phủ có thể tiếp tục điều chỉnh giá các mặt hàng do Nhà nước quản lý - bao gồm giá điện - trong khi các trường học và đại học tư thục có thể tăng học phí.
- Ngoài ra, giá hàng hóa có thể đổi mặt với rủi ro tăng giá do các yếu tố khó dự báo như điều kiện thời tiết bất lợi, thiên tai và căng thẳng địa chính trị.

# Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

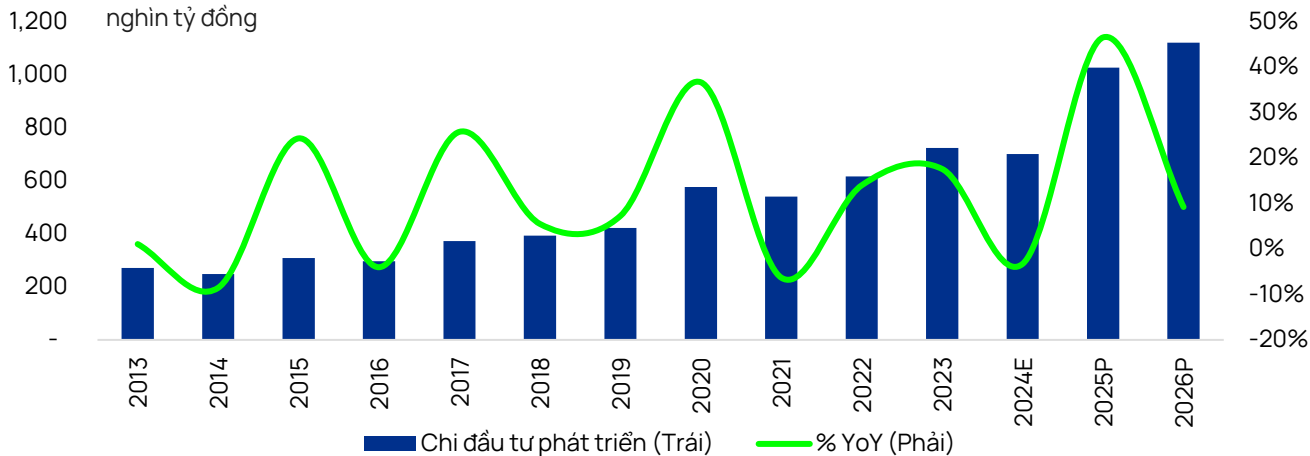
## Kế hoạch NSNN năm 2026

Đơn vị: nghìn tỷ đồng	Kế hoạch 2025	Ước tính 2025*	Kế hoạch 2026**	Kế hoạch 2026 so với ước tính 2025
<b>A. Thu ngân sách</b>	<b>1.966,8</b>	<b>2.388,8</b>	<b>2.529,5</b>	<b>5,9%</b>
Thu trong nước	1.668,4	2.060,5	2.200,0	6,8%
Thu từ dầu thô	53,2	43,0	43,0	0,0%
Thu từ xuất nhập khẩu	235,0	275,0	278,0	1,1%
Khác	10,3	10,3	8,5	
<b>B. Chi ngân sách</b>	<b>2.577,2</b>	<b>3.059,1</b>	<b>3.159,1</b>	<b>3,3%</b>
Chi thường xuyên	1.603,6	1.713,2	1.809,0	5,6%
Chi đầu tư phát triển	790,7	1.025,7	1.120,2	9,2%
Chi trả nợ lãi	110,5	110,5	121,1	9,6%
Khác	72,4	209,8	108,8	
<b>C. Thu khác</b>	<b>138,9</b>	<b>208,4</b>	<b>23,8</b>	
<b>D. Cán cân ngân sách</b>	<b>-471,5</b>	<b>-462,0</b>	<b>-605,8</b>	
<b>E. Cán cân ngân sách/GDP</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,2%</b>	

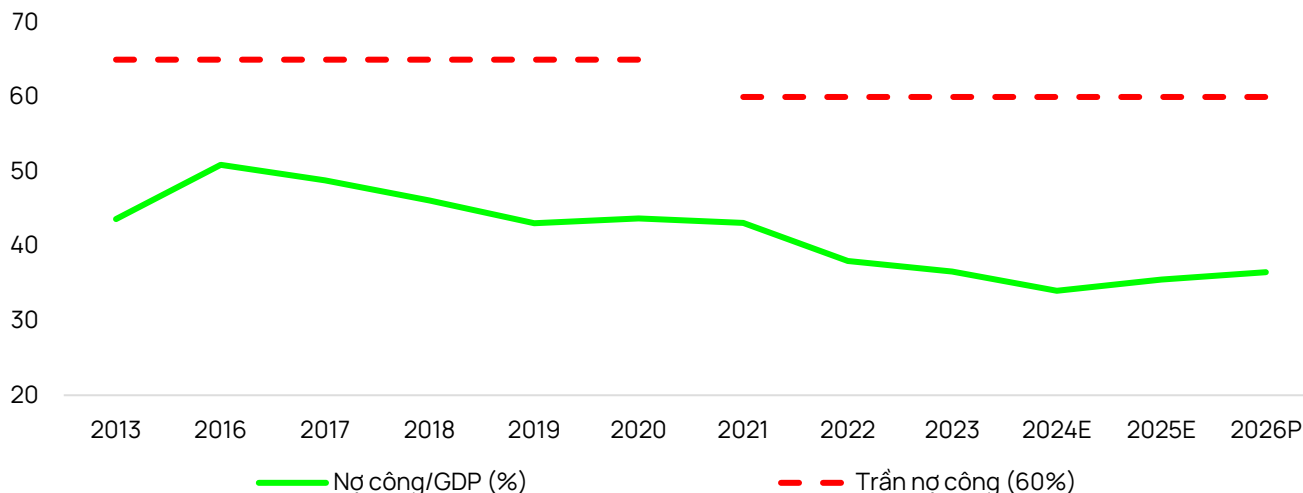
- Bộ Tài chính ước tính chi đầu tư phát triển năm 2025 có thể đạt xấp xỉ 1.026 nghìn tỷ đồng, **tăng 46,5% so với ước tính giải ngân năm 2024**. Mức tăng mạnh này được thúc đẩy bởi nguồn vốn bổ sung từ các quỹ dự phòng, sự gia tăng đầu tư của chính quyền địa phương từ nguồn thu tiền sử dụng đất và xổ số kiến thiết, cũng như việc thu hồi vốn NSNN đầu tư tại các doanh nghiệp địa phương.
- Đối với năm 2026, chi đầu tư phát triển dự kiến đạt 1.120 nghìn tỷ đồng, cao hơn 41,7% so với kế hoạch năm 2025 và tăng 9,2% so với ước tính năm 2025, phản ánh nỗ lực không ngừng của Chính phủ trong việc đẩy nhanh đầu tư công và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
- Chúng tôi ước tính rằng mức tăng 9,2% trong chi đầu tư phát triển vào năm 2026 có thể giúp tăng trưởng GDP thêm gần 0,6%.

# Nợ công duy trì ở mức thấp hơn nhiều so với trần quy định 60%, tạo dư địa dồi dào cho các biện pháp kích thích tài khóa tiếp theo

## Chi Ngân sách Nhà nước (NSNN) cho đầu tư & phát triển



## Nợ công/GDP của Việt Nam (%)



- Chúng tôi cho rằng Chính phủ có thể tăng đầu tư công vượt mức kế hoạch trong năm 2026 - tương tự như đã thực hiện trong năm 2025 - để thúc đẩy tăng trưởng nếu cần thiết.
- Trong khi đó, nợ công được dự báo sẽ duy trì ở mức 36%-37% GDP, thấp hơn nhiều so với mức trần 60% của Quốc hội, tạo dư địa dồi dào cho các hỗ trợ tài khóa bổ sung trong trung hạn.

# Cải cách toàn diện kiến tạo nền tảng tăng trưởng bền vững cho Việt Nam

---

# Các nghị quyết chiến lược hỗ trợ tăng trưởng trung và dài hạn

Mục tiêu tăng trưởng 2 con số  
trong giai đoạn 2026 - 2030



## Nền tảng

### Tinh gọn bộ máy Trung ương và địa phương

- Giảm thủ tục hành chính.
- Tiết giảm chi phí và lãng phí.
- Nâng cao hiệu quả hoạt động.
- Cải thiện chất lượng dịch vụ công.

### Nghị quyết 66

- Cắt giảm thủ tục hành chính.
- Giảm chi phí tuân thủ pháp luật.
- Dỡ bỏ các rào cản pháp lý không cần thiết và kiến tạo một môi trường pháp lý thông thoáng hơn.

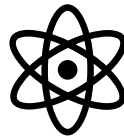
## Động lực

### Phát triển doanh nghiệp tư nhân (Nghị quyết 68 & 198)



- Thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs).
- Phát triển các doanh nghiệp đa quốc gia và đa ngành với sự hội nhập mạnh mẽ hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu.

### Đột phá về khoa học và công nghệ (Nghị quyết 57)



- Khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số là những động lực tăng trưởng cốt lõi trong dài hạn.
- Tăng cường đầu tư cho khoa học công nghệ và tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghệ cao.

## Nguồn lực

### Phát triển nguồn nhân lực (Nghị quyết 71 & 72)



Phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao phục vụ cho sự phát triển dài hạn:

- Lực lượng lao động khỏe mạnh.
- Lực lượng lao động được đào tạo bài bản và có tay nghề.
- Sẵn sàng ứng dụng công nghệ cao.

# Chính phủ đã cắt giảm 32% số lượng Bộ và Cơ quan ngang Bộ kể từ đầu năm 2025



- Chính phủ ước tính khoảng 145.000 (khoảng 8,8%) công chức và viên chức đã được cắt giảm từ tháng 11/2024 đến tháng 10/2025, giúp tiết kiệm 39 nghìn tỷ đồng cho chi thường xuyên hàng năm.
- Chính phủ cũng dự kiến tiếp tục tinh giản biên chế thêm 10% trong giai đoạn 2026–2031.

# Tái cơ cấu chính quyền địa phương cấp tỉnh

63 Tỉnh/Thành phố

696 Đơn vị cấp  
quận/huyện

10.035 đơn vị cấp  
phường/xã



Giảm 29 Tỉnh



Giảm toàn bộ



Giảm 60% - 70%

34 Tỉnh/Thành phố

Loại bỏ đơn vị hành  
chính cấp quận/huyện

Khoảng 3.300 đơn vị  
cấp phường/xã

- Việt Nam đã cắt giảm 46% đơn vị hành chính cấp tỉnh và 66,9% đơn vị hành chính cấp phường/xã; xóa bỏ tổ chức cấp quận/huyện và triển khai mô hình chính quyền địa phương 2 cấp.
- Thông qua việc sáp nhập các tỉnh, thành phố và chuyển đổi sang cấu trúc chính quyền địa phương hai cấp, Việt Nam đặt mục tiêu giảm thiểu các tầng nấc hành chính chồng chéo, trùng lặp về thủ tục, cũng như chi phí biên chế và vận hành, qua đó tiết giảm chi phí hành chính tổng thể. Bộ Nội vụ ước tính cải cách này có thể giúp tiết kiệm khoảng 190,5 nghìn tỷ đồng (USD7,2bn) chi phí tiền lương và chi quản lý hành chính trên toàn quốc trong giai đoạn 2026–2030.

# Chỉ thị chiến lược thúc đẩy tăng trưởng

## Nghị quyết 57

Đổi mới công nghệ là động lực thúc đẩy tăng trưởng

Tháng 12/2024

### Các sáng kiến chiến lược



#### Cải cách hệ thống

Loại bỏ rào cản, đẩy mạnh đổi mới



#### Nguồn nhân lực

Phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao



#### Phát triển hạ tầng số

Nền tảng cho tiến bộ công nghệ



#### Áp dụng công nghệ

Áp dụng ở tất cả các khu vực kinh tế quan trọng

## Nghị quyết 68

Đẩy mạnh tăng trưởng khu vực kinh tế tư nhân

Tháng 5/2025

### Các sáng kiến chiến lược



#### Loại bỏ quan điểm cũ

Xóa bỏ định kiến về kinh tế tư nhân



#### Giảm gánh nặng hành chính



#### Tăng cường bảo vệ pháp lý

Đối với quyền sở hữu và tự do kinh doanh



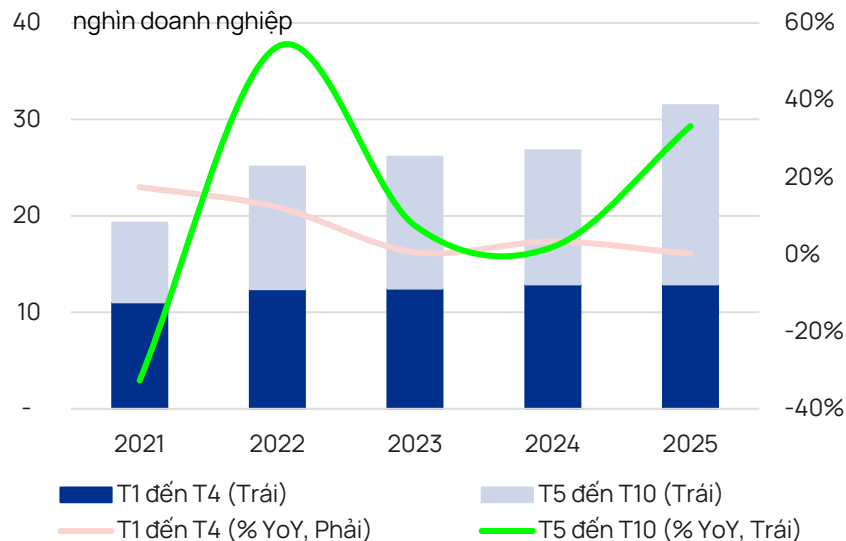
#### Tăng cường khả năng tiếp cận nguồn lực

# Chỉ thị chiến lược thúc đẩy tăng trưởng – Nghị quyết 68- NQ/TW/2025

## Nghị quyết 68 xác định khu vực tư nhân là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai

2025	2030	2045
<ul style="list-style-type: none"> <li>Hơn 940.000 doanh nghiệp</li> <li>Chủ yếu là SME</li> <li>Khoảng 50% GDP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2 triệu doanh nghiệp</li> <li>20 doanh nghiệp lớn tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu</li> <li>Khoảng 55% - 58% GDP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3 triệu doanh nghiệp</li> <li>Tích hợp sâu vào chuỗi cung ứng toàn cầu</li> <li>Trên 60% GDP</li> </ul>

### Số doanh nghiệp đăng ký mới trung bình hàng tháng



Nguồn: Cục Thống kê, Vietcap

- Kể từ khi Bộ Chính trị ban hành Nghị quyết 68 vào tháng 5/2025, tình hình thành lập doanh nghiệp đã tăng tốc. Từ tháng 5 đến tháng 10/2025, bình quân mỗi tháng có hơn 18.500 doanh nghiệp thành lập mới - tương ứng mức tăng 33,3% YoY và tăng 43,7% so với mức trung bình 4T 2025.
- Bên cạnh đó, Nghị quyết 198/2025/QH15 – văn bản thể chế hóa Nghị quyết 68 – quy định miễn thuế 3 năm cho các hộ kinh doanh và cá nhân chuyển đổi thành doanh nghiệp nhỏ và vừa.
- Nghị quyết 198 cũng khuyến khích khu vực tư nhân tham gia vào các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia.
- Các doanh nghiệp trong nước bao gồm VinSpeed, THACO, Masterise và Sovico đang đề xuất xây dựng các dự án đường sắt tốc độ cao và metro, bao gồm Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam, tuyến TP.HCM - Cần Giờ và Hà Nội - Quảng Ninh, cùng nhiều dự án khác.

# Chỉ thị chiến lược thúc đẩy tăng trưởng – Nghị quyết 57-NQ/TW/2025

## Nghị quyết 57 xác định đổi mới công nghệ là động lực then chốt cho phát triển kinh tế và năng lực cạnh tranh quốc gia

### 2030

- Đóng góp của TFP: > 55% tăng trưởng kinh tế. (Tình hình năm 2025: Đang đi đúng tiến độ, hiện tại khoảng 48%).
- Xuất khẩu công nghệ cao:  $\geq 50\%$  tổng kim ngạch xuất khẩu.
- Kinh tế số: Khoảng 30% GDP.
- Chi tiêu cho R&D: Đạt 2% GDP (Khu vực công + tư).



### 2045

- Vị thế kinh tế: Quốc gia thu nhập cao.
- Trung tâm đổi mới sáng tạo: Xếp trong top 30 toàn cầu (Chỉ số GII).
- Hệ sinh thái công nghệ: Sở hữu ít nhất 10 kỳ lân công nghệ và các trung tâm R&D khu vực.
- Kinh tế số: Đóng góp > 50% GDP.

- Các cột mốc quan trọng đạt được trong năm 2025 bao gồm việc thông qua Luật Công nghiệp công nghệ Số và ban hành các Nghị định liên quan đến khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số, trong đó có các cơ chế ưu đãi Đầu tư Bán dẫn, giúp tạo hành lang pháp lý rõ ràng cho dòng vốn FDI.
- Chính phủ đã đề xuất ngân sách 95 nghìn tỷ đồng cho lĩnh vực Khoa học & Công nghệ trong năm 2026 (khoảng 0,7% GDP), cải thiện so với mức 0,4% GDP hiện tại.

# Các Chỉ thị chiến lược cho giáo dục và y tế

## Nghị quyết 71:

Đột phá trong phát triển nguồn nhân lực

Tháng 8/2024

### Các sáng kiến chiến lược



Tăng cường phổ cập giáo dục các cấp cho toàn dân



Xây dựng hệ thống giáo dục hiện đại, công bằng và chất lượng



Nâng cao chất lượng và chế độ đãi ngộ cho đội ngũ giáo viên



Đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao, nhân tài khoa học và công nghệ

## Nghị quyết 72:

Sức khỏe nhân dân là ưu tiên hàng đầu

Tháng 9/2025

### Các sáng kiến chiến lược



Lộ trình tiến tới miễn viện phí



Nâng cao tuổi thọ, thể lực và sức khỏe người dân trong dài hạn



Nâng cao chất lượng và chế độ đãi ngộ cho nhân viên y tế



Phát triển hệ thống y tế bền vững

# Đầu tư cơ sở hạ tầng đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy phát triển kinh tế

---

- Chính phủ có kế hoạch giải ngân 8.538 nghìn tỷ đồng cho đầu tư công trong giai đoạn 2026-2030, gấp 2,5 lần mức giải ngân dự kiến của giai đoạn 2021-2025 (phần lớn sẽ được sử dụng để đầu tư vào cơ sở hạ tầng).
- Chúng tôi ước tính tăng trưởng đầu tư công cần đạt khoảng 20% mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030 để hoàn thành mục tiêu này (đóng góp khoảng 1,2 điểm % vào tăng trưởng GDP hàng năm).
- Các kế hoạch phát triển trọng điểm:
  - Xây dựng 5.000 km đường cao tốc trong giai đoạn 2026-2030, tăng so với mục tiêu khoảng 3.000 km vào cuối năm 2025.
  - Phát triển đường sắt tốc độ cao (Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam, Hải Phòng - Hà Nội - Lào Cai, và các tuyến khác), hệ thống metro.
  - Mở rộng các cảng biển chiến lược và mạng lưới sân bay quốc tế.
- Đáng chú ý, Chính phủ khuyến khích khu vực tư nhân tham gia vào các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia. Sự tham gia này có thể dưới hình thức đầu tư trực tiếp, đối tác công tư (PPP), hoặc các mô hình hợp tác Nhà nước - tư nhân khác theo quy định của pháp luật.
- Chúng tôi kỳ vọng quyết tâm nâng cấp cơ sở hạ tầng của Chính phủ sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng hai con số trong giai đoạn 2026-2030, qua đó tạo nền tảng bền vững cho tăng trưởng dài hạn.

# Các dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2026-2030 (1)

Dự án	Tổng vốn đầu tư	Tổng chiều dài	Ghi chú
<b>Đường cao tốc: Phần đầu đạt 3.000 km vào năm 2025 và 5.000 km vào năm 2030</b>			
- Vành đai 4 TP.HCM - Giai đoạn 1	122,8 nghìn tỷ đồng	159 km	Phần đầu hoàn thành giải phóng mặt bằng trong năm 2025. Thủ tướng yêu cầu chỉ đạo phần đầu hoàn thành vào năm 2028.
- Vành đai 5 Hà Nội, vùng Thủ đô	85,6 nghìn tỷ đồng (ước tính năm 2013)	331 km	Dự kiến hoàn thành trước năm 2030.
- Cao tốc Cà Mau - Đất Mũi	50 nghìn tỷ đồng	90 km	Khởi công tháng 8/2025 và dự kiến hoàn thành năm 2028.
- Cao tốc Quảng Ngãi - Kon Tum	45 nghìn tỷ đồng (ước tính)	136 km	Giai đoạn đầu tư 2026 - 2030: Mục tiêu khởi công năm 2026.
- Cao tốc Quy Nhơn - Pleiku	43,7 nghìn tỷ đồng	123 km	Dự kiến khởi công cuối năm 2025 và hoàn thành năm 2029.
- Tuyến đường kết nối sân bay Gia Bình với Hà Nội	33 nghìn tỷ đồng	27,7 km	Chủ trương đầu tư được phê duyệt tháng 11/2025, dự kiến khởi công năm 2026.
- Cao tốc Bắc Kạn - Cao Bằng	29,9 nghìn tỷ đồng (ước tính)	87,3 km	Mục tiêu khởi công quý 1/2026.
- Cao tốc Bắc - Nam (Gia Nghĩa - Chơn Thành)	20 nghìn tỷ đồng	124 km	Khởi công tháng 8/2025 và dự kiến đưa vào khai thác năm 2027.
- Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh Giai đoạn 2	12,1 nghìn tỷ đồng	26,5 km	Khởi công tháng 8/2025 và dự kiến hoàn thành năm 2027.
- Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu	10 nghìn tỷ đồng	34 km	Khởi công ngày 29/09/2024, dự kiến hoàn thành ngày 31/12/2027.
- Cao tốc Chợ Mới - Bắc Kạn	5,7 nghìn tỷ đồng	28,8 km	Mục tiêu hoàn thành giải phóng mặt bằng năm 2025 và dự kiến hoàn thành năm 2026.
<b>Đường sắt</b>			
- Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1.714 nghìn tỷ đồng	1.541 km	Dự kiến khởi công năm 2026 và hoàn thành năm 2035.
- Đường sắt TP.HCM - Cần Thơ	173,6 nghìn tỷ đồng (Giai đoạn 1) + 65 nghìn tỷ đồng (Giai đoạn 2)		VinSpeed hiện đang đăng ký đầu tư, dự kiến hoàn thành báo cáo nghiên cứu tiền khả thi trong giai đoạn 2025-2026; khởi công năm 2027; đưa vào vận hành thương mại năm 2028.
- Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh (kết nối với Trung Quốc)	160,8 nghìn tỷ đồng (Giai đoạn 1)	462 km	Khởi công tháng 12/2025 và dự kiến hoàn thành năm 2030.
- Đường sắt Hà Nội - Quảng Ninh	139,8 nghìn tỷ đồng	120 km	VinSpeed đang trình chủ trương đầu tư trong quý 4/2025 và dự kiến vận hành vào quý 1/2028
- Đường sắt Thủ Thiêm - Long Thành	90 nghìn tỷ đồng	42 km	Trình chủ trương đầu tư tháng 10/2025 và hoàn thành lựa chọn nhà thầu vào quý 4/2026.

## Các dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2026-2030 (2)

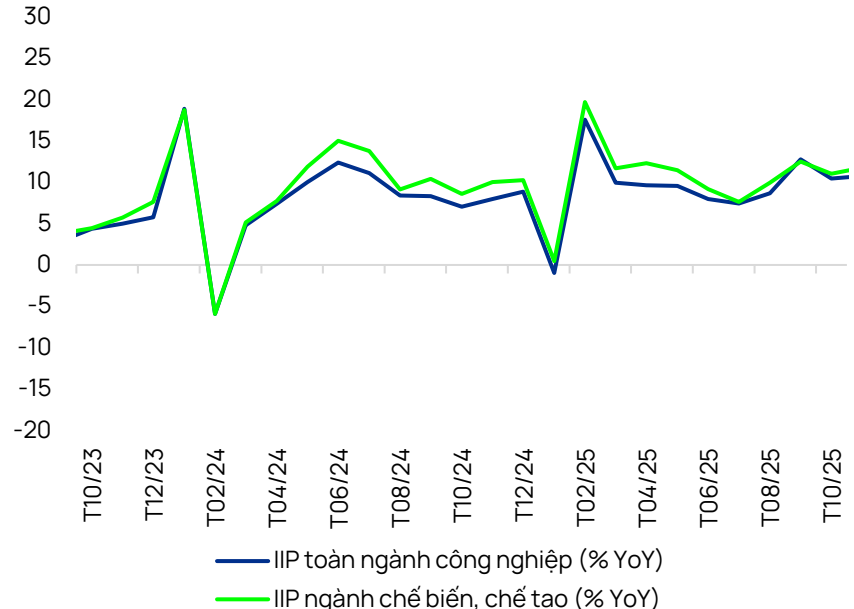
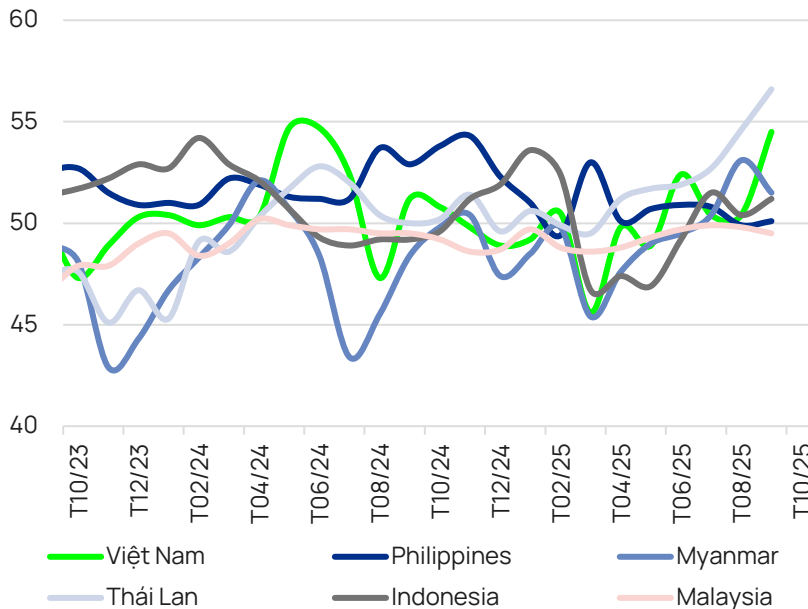
Dự án	Tổng vốn đầu tư	Tổng chiều dài	Ghi chú
<b>Cảng biển</b>			
- Cảng Nam Đồ Sơn (Hải Phòng)	373,8 nghìn tỷ đồng (3 giai đoạn)		Dự án dự kiến khởi công đầu năm 2027 và được chia làm 3 giai đoạn đầu tư.
- Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (7 giai đoạn)	113 nghìn tỷ đồng		Dự kiến khởi công năm 2025 và hoàn thành giai đoạn 1 vào năm 2027.
- Trung tâm Logistics Cái Mép Hạ	50,8 nghìn tỷ đồng (ước tính)		Có một số ứng viên, bao gồm: Tập đoàn Gemadept và liên danh Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) - Tập đoàn Geleximco - CTCP Vận tải và Thương mại Quốc tế (ITC).
- Cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng	48,3 nghìn tỷ đồng - 3 giai đoạn		Giai đoạn 1 (44,6 ha): 3,4 nghìn tỷ đồng (vốn đầu tư công) - dự kiến hoàn thành năm 2025.
- Cảng Hòn Khoai, Cà Mau	15 nghìn tỷ đồng		Khởi công tháng 8/2025.
<b>Sân bay quốc tế</b>			
- Sân bay quốc tế Gia Bình	141 nghìn tỷ đồng (Giai đoạn 1) + 55 nghìn tỷ đồng (Giai đoạn 2)		Chủ trương đầu tư đang được thảo luận tại Kỳ họp thứ 10, Quốc hội khóa XV. Nếu được thông qua, giai đoạn 1 dự kiến khởi công năm 2026.
- Sân bay quốc tế Long Thành - Giai đoạn 1	114,5 nghìn tỷ đồng		Đang triển khai, phần xây dựng cơ bản hoàn thành năm 2026.
- Dự án nâng cấp và mở rộng Sân bay quốc tế Phú Quốc	22 nghìn tỷ đồng (2 giai đoạn)		Sun Group là chủ đầu tư. Giai đoạn 1 từ 2025 đến 2027 và giai đoạn 2 từ 2027 đến 2030.
- Mở rộng Nhà ga T2 Nội Bài	5 nghìn tỷ đồng		Dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025.
<b>Năng lượng</b>			
- Dự án Nhà máy Nhiệt điện Ô Môn IV	27,7 nghìn tỷ đồng		Khởi công tháng 8/2025 và dự kiến hoàn thành năm 2027.
<b>Cầu</b>			
- Cầu vượt biển ra đảo Hòn Khoai	25,7 nghìn tỷ đồng	18 km	Đang thi công và dự kiến hoàn thành năm 2028.
- Cầu Tứ Liên - Hà Nội	20 nghìn tỷ đồng	5 km	Khởi công tháng 5/2025, dự kiến hoàn thành năm 2027.
- Cầu Trần Hưng Đạo - Hà Nội	16 nghìn tỷ đồng	6 km	Khởi công năm 2025 và dự kiến hoàn thành năm 2027.
- Cầu Ngọc Hồi - Hà Nội	11,8 nghìn tỷ đồng	7 km	Khởi công năm 2025 và dự kiến hoàn thành năm 2030.
- Cầu Hồng Hà - Hà Nội	10 nghìn tỷ đồng	6 km	Khởi công năm 2025 và dự kiến hoàn thành năm 2027.
- Cầu Thượng Cát - Hà Nội	7,3 nghìn tỷ đồng	4,5 km	Khởi công năm 2025 và dự kiến hoàn thành năm 2027.
- Cầu Mễ Sở - Hà Nội	4,9 nghìn tỷ đồng	13,8 km	Khởi công năm 2025 và dự kiến hoàn thành năm 2027.
- Cầu Vân Phúc - Hà Nội	3,4 nghìn tỷ đồng	7,7 km	Khởi công năm 2025 và dự kiến hoàn thành năm 2027.

## Các chỉ báo vĩ mô khác

---

# Hoạt động sản xuất trong nước dự kiến tăng trưởng tích cực khi đầu tư công và hoạt động kinh doanh khởi sắc

Chỉ số PMI của Việt Nam so với một số quốc gia Đông Nam Á | Chỉ số IIP hàng tháng

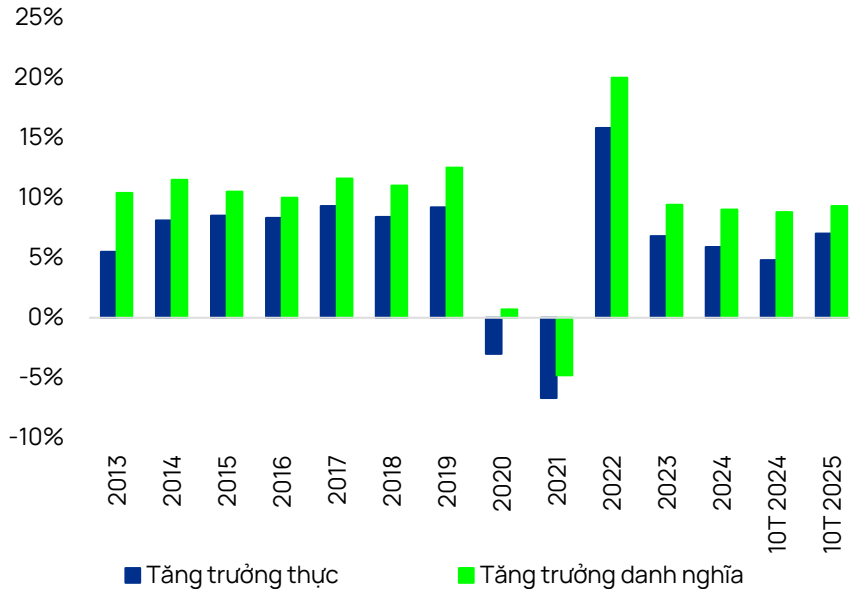


Chúng tôi cho rằng một số yếu tố sẽ tiếp tục thúc đẩy hoạt động sản xuất trong năm 2026 bao gồm:

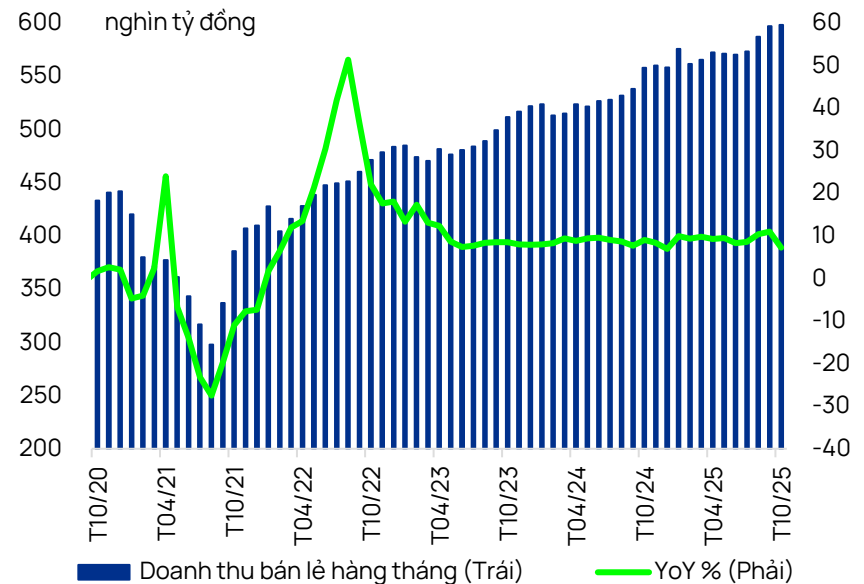
- Nhu cầu toàn cầu có thể tiếp tục duy trì, trong khi nhu cầu trong nước dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện.
- Đầu tư công gia tăng (+46,5 YoY trong năm 2025 & +9,2% trong năm 2026, tiềm năng điều chỉnh tăng so với kế hoạch này) và hoạt động kinh doanh khởi sắc (số lượng doanh nghiệp thành lập mới đạt mức kỷ lục trong những tháng gần đây).

# Dịch vụ lưu trú và du lịch hỗ trợ doanh thu bán lẻ (1)

Doanh thu bán lẻ, YoY



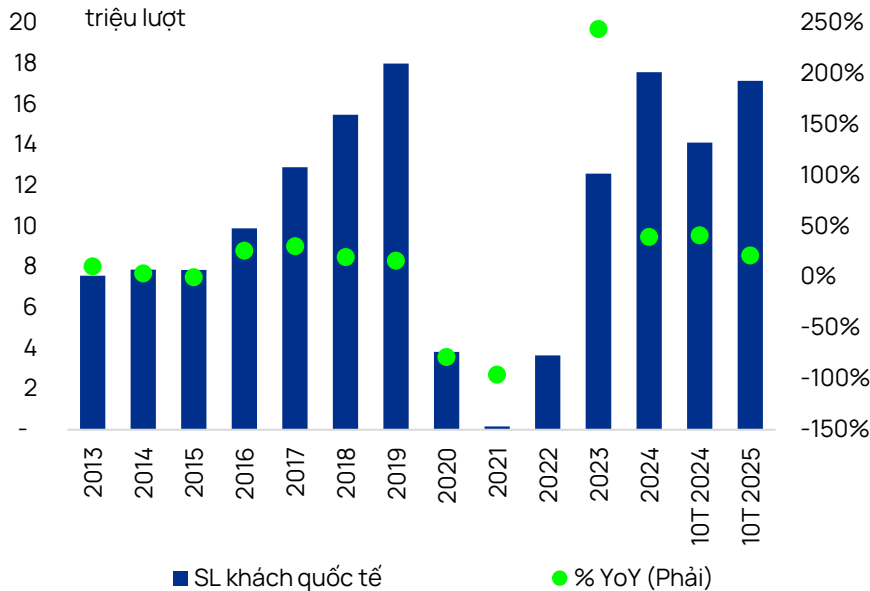
Doanh thu bán lẻ hàng tháng



- Trong 10T 2025, tổng doanh thu bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng khả quan 9,3% YoY (10T 2024: +8,8% YoY) và 7,0% YoY (10T 2024: +4,8% YoY) nếu loại trừ yếu tố giá.
- Trong cơ cấu tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ 10T 2025, tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 8,0% YoY, duy trì ở mức thấp hơn so với tăng trưởng chung.
- Bên cạnh đó, doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch lần lượt tăng 14,6% YoY và 19,8% YoY, nhờ đà phục hồi của lượng khách quốc tế.

# Dịch vụ lưu trú và du lịch hỗ trợ doanh thu bán lẻ (2)

Lượng khách quốc tế



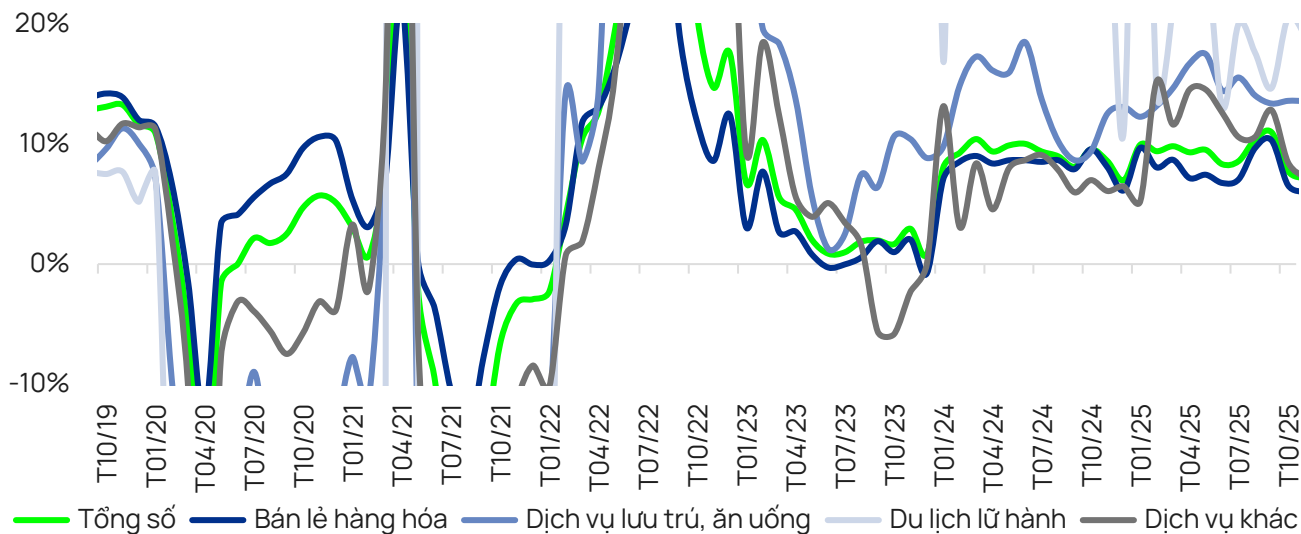
Lượng khách quốc tế so với mức trước dịch COVID

	T10/2025 so với T10/2019	10T 2025 so với 10T 2019
Tổng lượng khách quốc tế	107,1%	118,5%
<b>Trung Quốc</b>	<b>72,5%</b>	<b>94,6%</b>
Ngoại trừ Trung Quốc	127,3%	129,5%

Tổng lượng khách quốc tế đạt 1,7 triệu lượt trong tháng 10 (+22,1% YoY), nâng tổng lượng khách quốc tế trong 10T 2025 lên 17,2 triệu lượt (+21,5% YoY) - tương đương 118,5% mức trước đại dịch (10T 2019). Lượng khách từ Trung Quốc đạt 94,6% mức trước đại dịch, trong khi các thị trường khác đạt 129,5%.

# Dịch vụ lưu trú và du lịch tăng tỷ trọng đóng góp trong tổng doanh thu bán lẻ

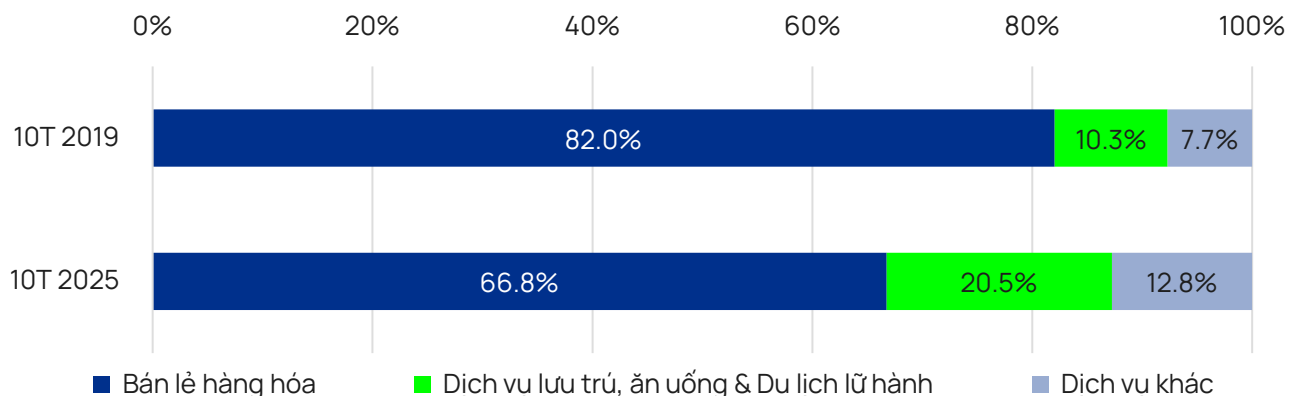
Cơ cấu tăng trưởng doanh thu bán lẻ



Trước và trong đại dịch, doanh thu bán lẻ hàng hóa liên tục chiếm trên 80% tổng doanh thu bán lẻ và đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính.

Tuy nhiên, trong giai đoạn phục hồi sau đại dịch, việc mở cửa trở lại và đà hồi phục tích cực của ngành du lịch đã làm chuyển dịch động lực tăng trưởng của tổng doanh thu bán lẻ từ hàng hóa sang dịch vụ – đặc biệt là các dịch vụ liên quan đến du lịch, nhóm này hiện đóng góp khoảng 20% vào tăng trưởng tổng doanh thu bán lẻ (gấp đôi so với mức khoảng 10% ghi nhận trước đại dịch).

Cơ cấu đóng góp vào tăng trưởng tổng doanh thu bán lẻ



# Tiêu dùng dự kiến tiếp tục phục hồi trong năm 2026

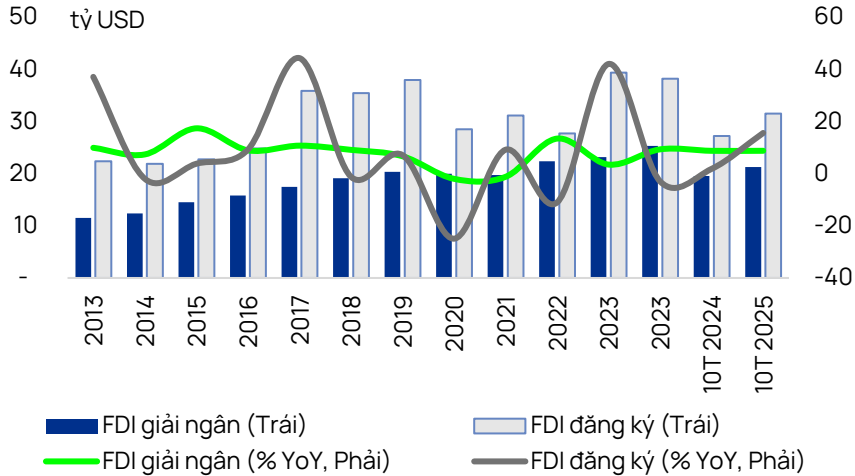
Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng trong nước sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2026, nhờ một số động lực chính gồm:

- 1) Du lịch tiếp tục tăng trưởng mạnh:** Chính phủ đặt mục tiêu đón 25 triệu lượt khách quốc tế trong năm 2026, so với mục tiêu 22–23 triệu lượt của năm 2025.
- 2) Thu nhập hộ gia đình gia tăng:** Chúng tôi kỳ vọng mức lương bình quân sẽ tiếp tục tăng khoảng 10% trong năm 2026.
- 3) Cải thiện các chính sách an sinh xã hội:** Những nỗ lực liên tục nhằm cải thiện chất lượng cuộc sống được kỳ vọng sẽ hỗ trợ niềm tin người tiêu dùng trong trung hạn. Các chính sách đáng chú ý đã được ban hành bao gồm: (1) miễn học phí cho tất cả trẻ em mầm non công lập (3–5 tuổi) đến lớp 12 trên toàn quốc, cùng với hỗ trợ học phí cho học sinh tại các cơ sở giáo dục ngoài công lập; (2) khám sức khỏe định kỳ miễn phí cho toàn dân bắt đầu từ năm 2026; và (3) tiếp tục tăng lương hưu và trợ cấp xã hội cho nhiều nhóm yếu thế trong xã hội. Chúng tôi ước tính các biện pháp hỗ trợ này có thể giúp GDP tăng thêm 0,2 điểm %.
- 4) Thúc đẩy các hoạt động văn hóa và nghệ thuật:** Vào ngày 14/11/2025, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quyết định 2486/QĐ-TTg về Chiến lược phát triển các ngành công nghiệp văn hóa đến năm 2030 (tầm nhìn đến năm 2045), ưu tiên 10 ngành công nghiệp văn hóa\*. Chúng tôi kỳ vọng sự phát triển của các ngành này sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng về văn hóa và nghệ thuật, từ đó có thể tạo ra tác động lan tỏa tích cực đến du lịch và tiêu dùng trong nước, đồng thời thu hút du khách quốc tế.
- 5) Gia hạn các chính sách hỗ trợ thuế:** Chính sách giảm 2% thuế GTGT và giảm thuế bảo vệ môi trường đối với nhiên liệu sẽ tiếp tục được áp dụng đến hết ngày 31/12/2026, giúp giảm chi phí và hỗ trợ sức mua.

*Lưu ý: 10 ngành công nghiệp văn hóa bao gồm (1) Điện ảnh; (2) Mỹ thuật, nhiếp ảnh và triển lãm; (3) Nghệ thuật biểu diễn; (4) Phần mềm và các trò chơi giải trí; (5) Quảng cáo; (6) Thủ công mỹ nghệ; (7) Du lịch văn hóa; (8) Thiết kế sáng tạo; (9) Truyền hình và phát thanh; (10) Xuất bản.*

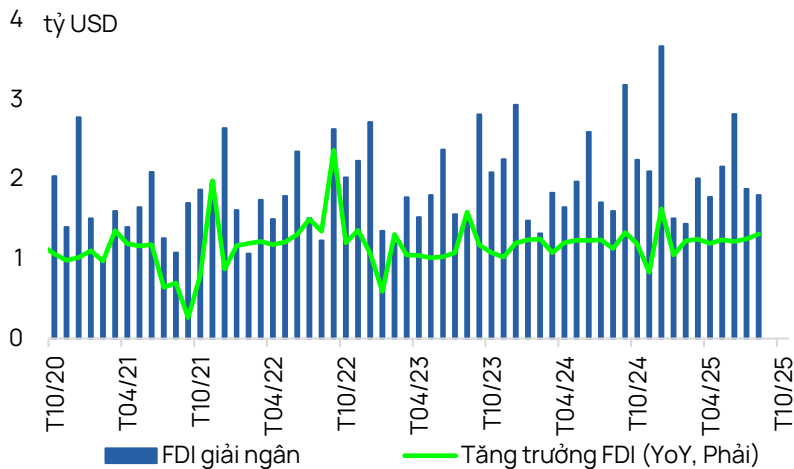
# Vốn FDI giải ngân 10T 2025 đạt mức cao nhất kể từ năm 2012

## Vốn FDI giải ngân và đăng ký

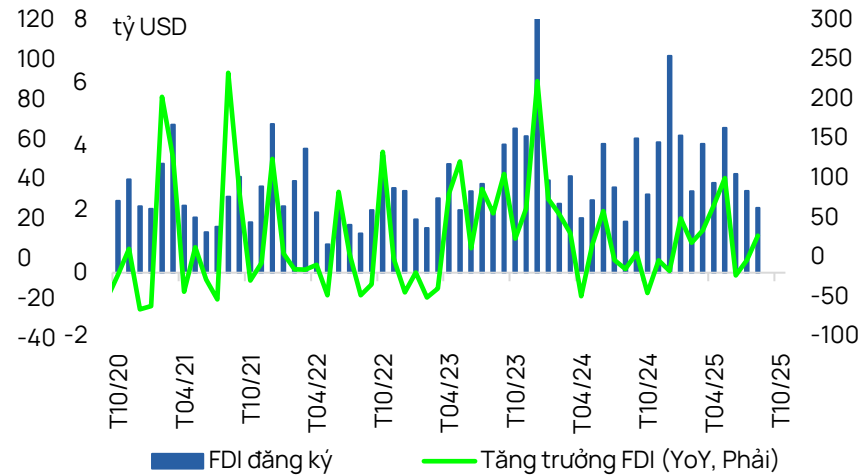


- Vốn FDI đăng ký tăng mạnh 20,2% YoY đạt 3,0 tỷ USD trong tháng 10, nâng tổng vốn FDI đăng ký trong 10T 2025 lên 31,5 tỷ USD (+15,6% YoY).
- Trong khi đó, vốn FDI giải ngân tăng lên 2,5 tỷ USD (+11,4% YoY) trong tháng 10 và đạt 21,3 tỷ USD (+8,8% YoY) trong 10T 2025.

## Vốn FDI đăng ký (hàng tháng)

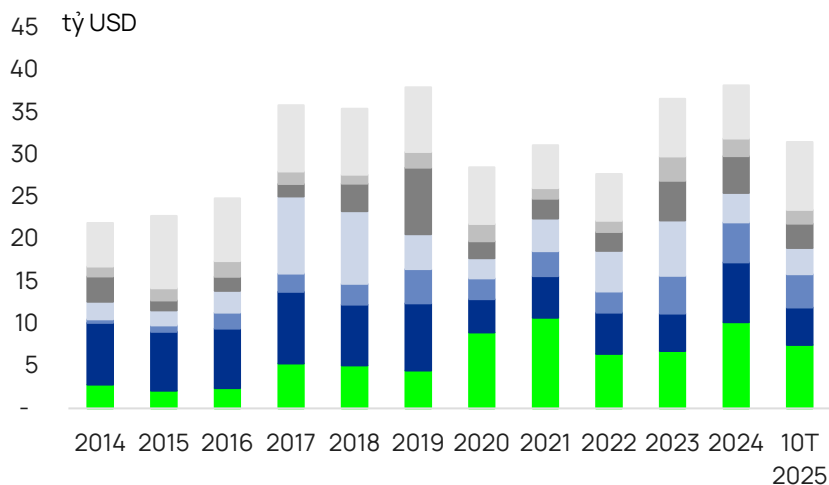


## Vốn FDI giải ngân (hàng tháng)



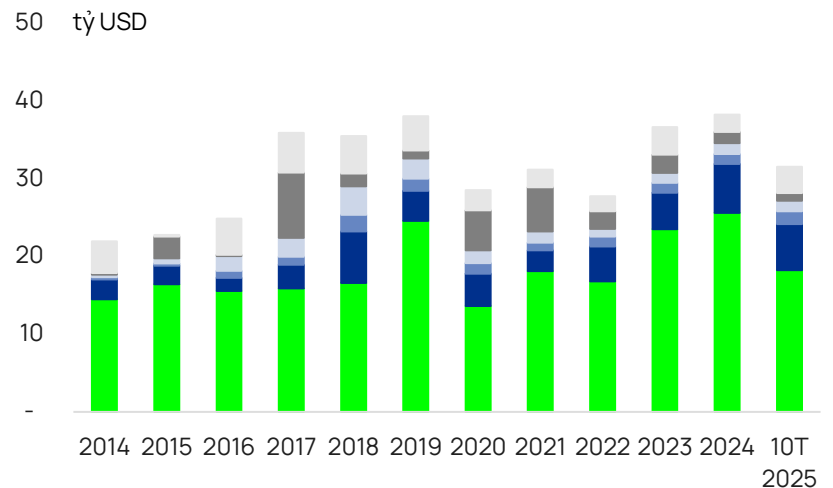
# Singapore tiếp tục là nhà đầu tư FDI lớn nhất tại Việt Nam

## FDI đăng ký theo quốc gia/khu vực trong 10T 2025



■ Singapore    ■ Hàn Quốc    ■ Trung Quốc    ■ Nhật Bản  
■ Hồng Kông    ■ Đài Loan    ■ Khác

## FDI đăng ký theo ngành trong 10T 2025



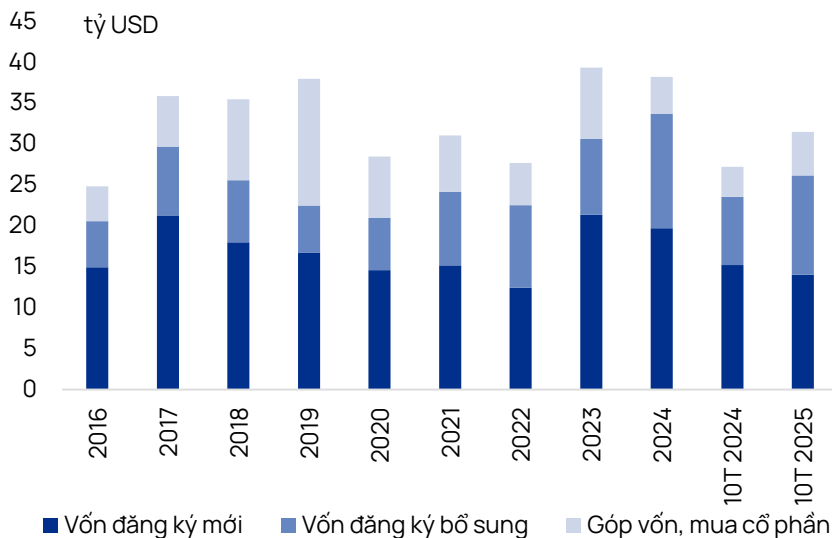
■ Khác    ■ Tiện ích cơ bản (điện, nước & khí)  
■ Bán buôn & bán lẻ    ■ Khoa học & công nghệ  
■ Bất động sản    ■ Công nghiệp chế biến, chế tạo

Nguồn: Bộ Tài chính, Vietcap

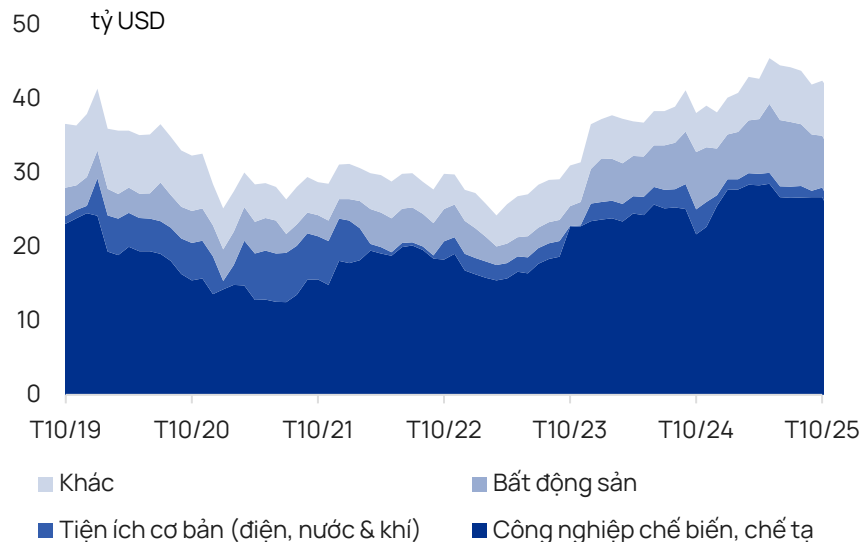
- Trong tổng vốn FDI đăng ký, ngành sản xuất, chế biến & chế biến dẫn đầu với 18,2 tỷ USD, chiếm 57,8% tổng vốn, tiếp theo là ngành bất động sản với 5,9 tỷ USD (18,9%).
- Về cơ cấu đăng ký theo quốc gia/vùng lãnh thổ, Singapore tiếp tục dẫn đầu với 7,5 tỷ USD, chiếm 23,9% tổng vốn đăng ký. Tiếp theo là Hàn Quốc (4,4 tỷ USD; 14%), Trung Quốc (3,9 tỷ USD; 12,5%), và Nhật Bản (3,1 tỷ USD; 9,8%).

# Việt Nam tiếp tục là điểm đến đầu tư hấp dẫn đối với nguồn vốn FDI

## Vốn FDI đăng ký theo loại hình



## Vốn FDI đăng ký theo ngành (tổng lũy kế 12 tháng)



Nguồn: Bộ Tài chính, Vietcap

**Chúng tôi kỳ vọng vốn FDI giải ngân của Việt Nam có thể tăng 7,0%/năm trong giai đoạn 2026/2027.**

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm cho rằng Việt Nam có thể duy trì sức hấp dẫn đối với dòng vốn FDI nhờ:

- (1) Các lợi thế cơ bản của Việt Nam (bao gồm vị trí địa lý, các hiệp định FTA và chi phí lao động cạnh tranh, cùng các yếu tố khác).
- (2) Mức thuế đối ứng 20% của Mỹ áp dụng đối với Việt Nam tương đương hoặc thấp hơn so với các quốc gia cạnh tranh hiện tại và các quốc gia có tiềm năng cạnh tranh; và
- (3) Việc nâng cấp quan hệ ngoại giao gần đây giữa Việt Nam và nhiều quốc gia.

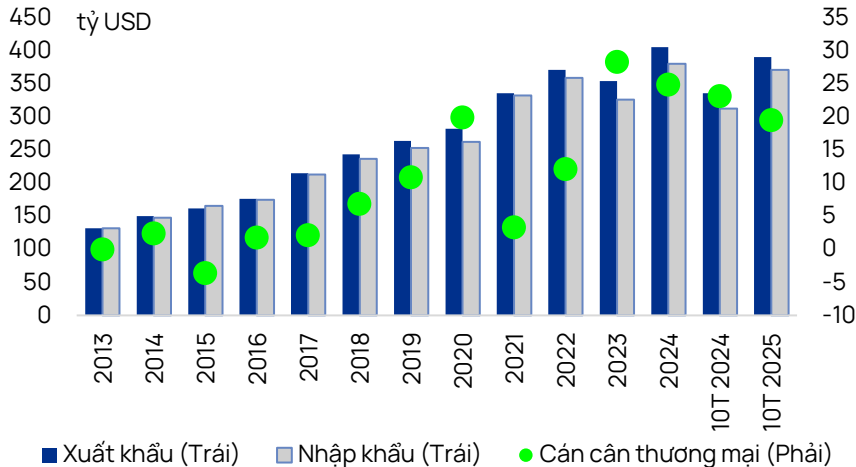
# Các dự án lớn theo vốn FDI đăng ký trong 10T 2025

## Các dự án lớn theo vốn FDI đăng ký trong 10T 2025

#	Dự án	Triệu USD	Quốc gia	Lĩnh vực	Địa điểm
1	Samsung Display đầu tư mở rộng nhà máy sản xuất màn hình và linh kiện điện tử. Gamuda Park Yên Sở.	1.200	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Bắc Ninh
2		1.100	Malaysia	Nghệ thuật, giải trí	Hà Nội
3	Tăng vốn cho các dự án sản xuất và lắp ráp thiết bị điều khiển tự động.	330	Nhật Bản	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Đồng Nai
4	Tăng vốn cho dự án nhà máy Seojin Auto Vina.	271	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Bắc Ninh
5	Dự án sản xuất linh kiện điện tử, bo mạch điện tử, thiết bị điều khiển sản phẩm điện tử, đồng hồ thông minh.	270	Trung Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Bắc Ninh
6	Aeon Mall Biên Hòa.	261	Nhật Bản	Nghệ thuật, giải trí	Đồng Nai
7	Nhà máy Điện gió Vân Canh, Bình Định.	228	Singapore	Tiện ích	Gia Lai
8	Tăng vốn cho dự án sản xuất thiết bị tản nhiệt.	125	Đài Loan	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Bắc Ninh
9	Nhà máy sản xuất bo mạch in độ chính xác cao.	110	Trung Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Hà Nam
10	Dự án Mapletree Logistics Park Tam An 1.	101	Singapore	Giao thông & logistics	Đồng Nai
11	Nhà máy sản xuất mảnh vải, sợi polyester và vải cho ngành công nghiệp ô tô và các ngành công nghiệp khác.	93	Trung Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Tây Ninh

# Đà tăng trưởng thương mại của Việt Nam tiếp tục được củng cố

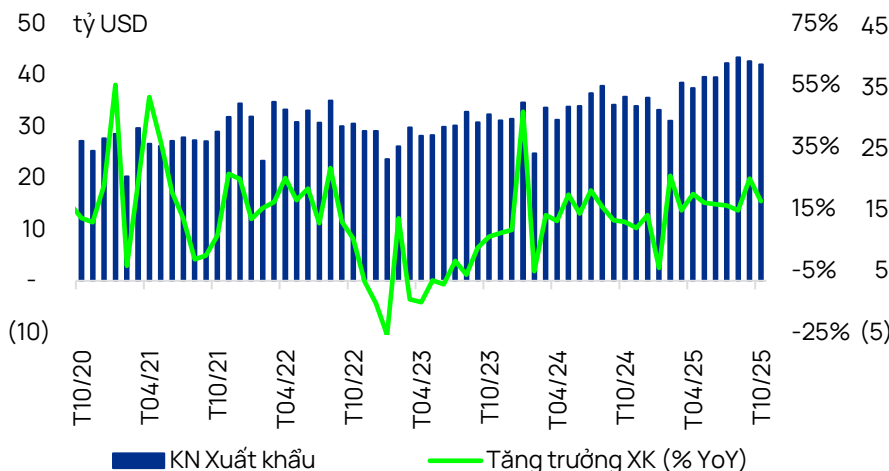
## Kim ngạch XNK và cán cân thương mại



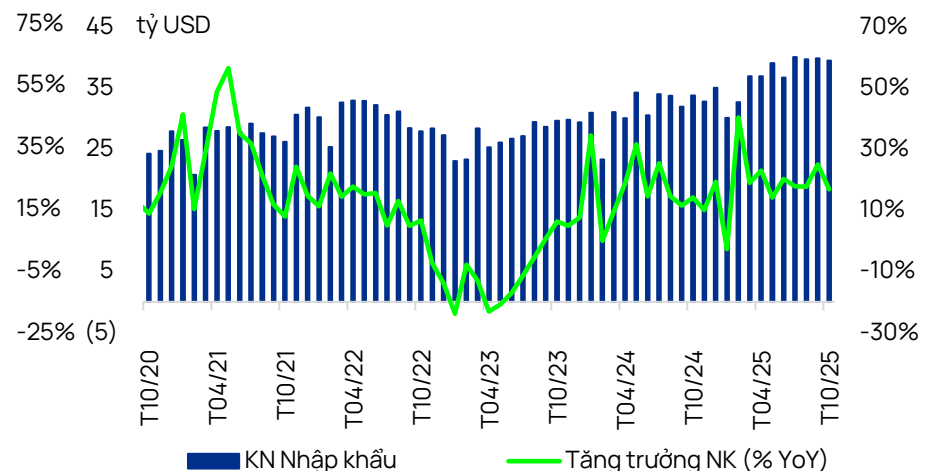
Chúng tôi dự báo tăng trưởng xuất khẩu đạt **12% trong năm 2026** và **14% trong năm 2027**, nhờ các yếu tố sau:

- **Triển vọng toàn cầu cải thiện** – Các dự báo đồng thuận về GDP toàn cầu năm 2026 đã được điều chỉnh tăng từ 2,8% (tháng 6) lên 2,9% (tháng 11), trong khi Mỹ (thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam) được nâng từ 1,5% lên 1,8%.
- **Đẩy mạnh quan hệ đối ngoại** – Việt Nam đang tích cực nâng cấp quan hệ với nhiều đối tác, điều này có thể hỗ trợ đa dạng hóa xuất khẩu và giảm thiểu các rủi ro địa chính trị.
- **Mức thuế quan cạnh tranh** – Mức thuế đối ứng của Mỹ đối với Việt Nam vẫn duy trì ở mức 20%, thấp hơn mức trung bình 28% của các quốc gia cạnh tranh hiện tại và các quốc gia có tiềm năng cạnh tranh.

## Xuất khẩu hàng tháng

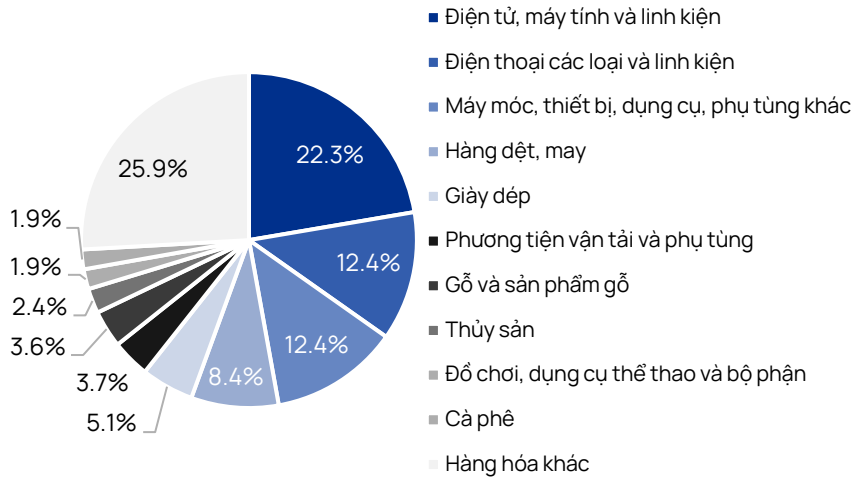


## Nhập khẩu hàng tháng

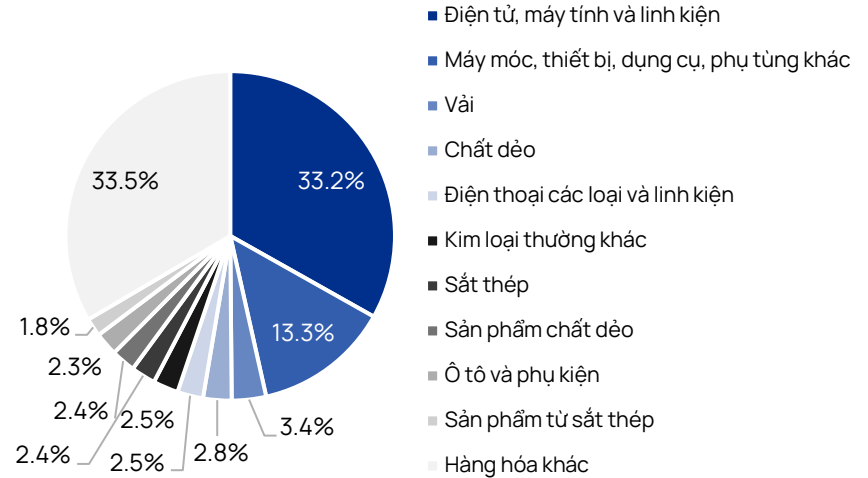


# Điện tử, máy tính & linh kiện tiếp tục là ngành hàng chiếm tỷ trọng xuất khẩu lớn nhất

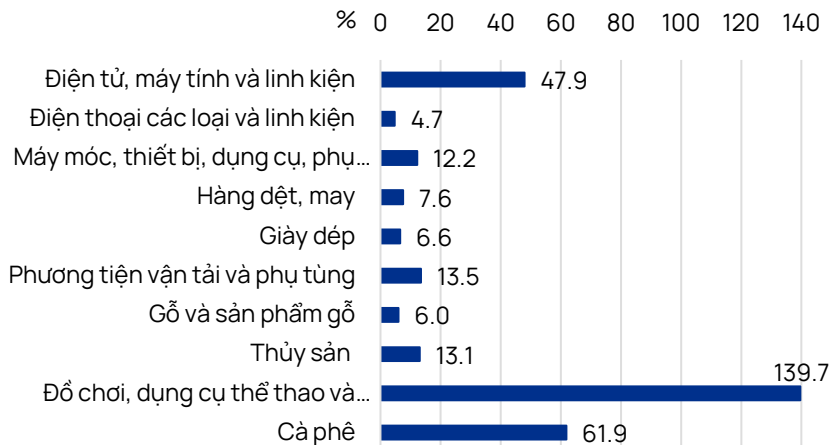
## Các mặt hàng XK chính trong 10T 2025



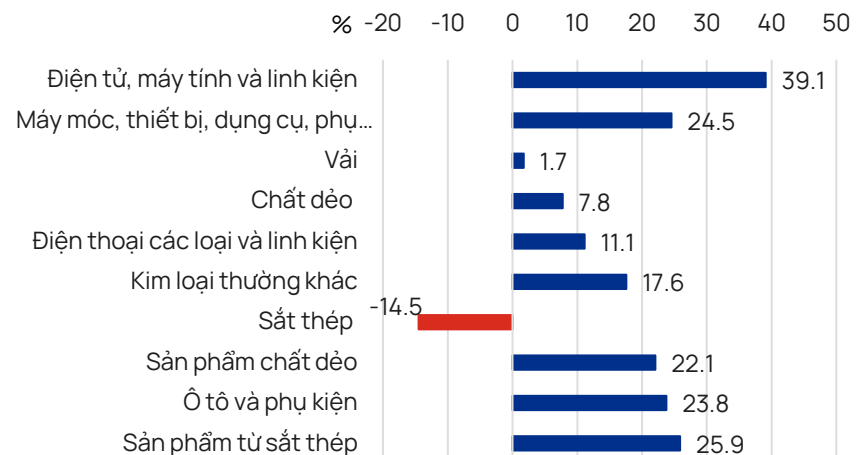
## Các mặt hàng NK chính trong 10T 2025



## Tăng trưởng XK theo mặt hàng trong 10T 2025

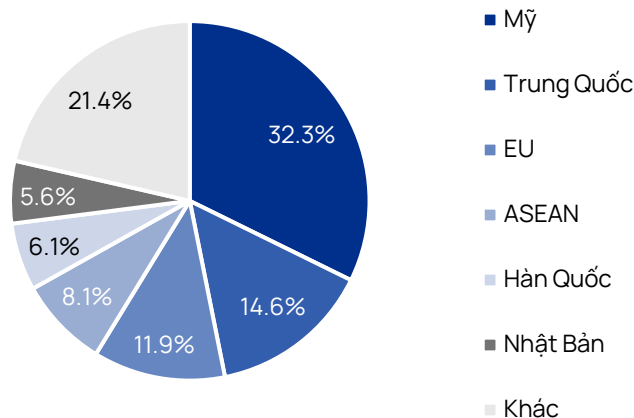


## Tăng trưởng NK theo mặt hàng trong 10T 2025

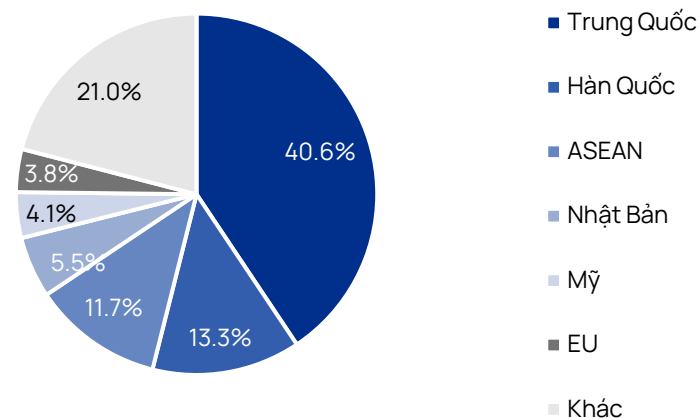


# Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam

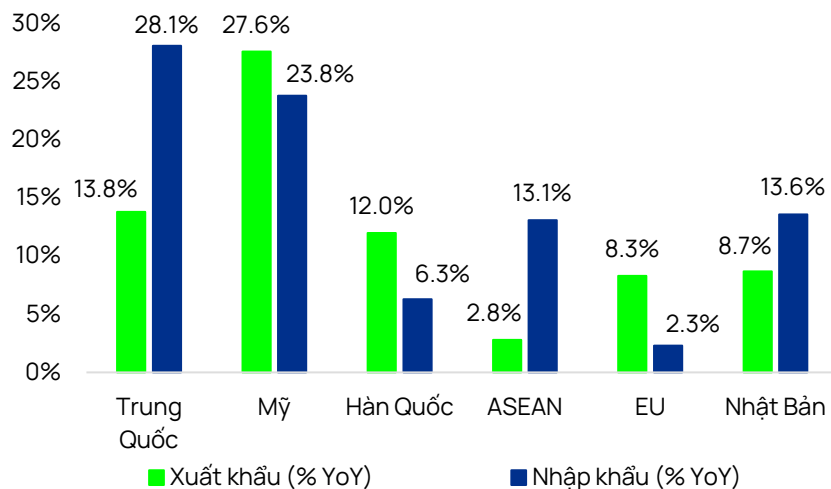
## Thị trường XK chính trong 10T 2025



## Thị trường NK chính trong 10T 2025



## Tăng trưởng kim ngạch XK và NK theo thị trường trong 10T 2025



- Xét theo thị trường, Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Hoạt động xuất khẩu sang Mỹ tiếp tục tăng mạnh trong tháng 10, +26,9% YoY sau mức tăng trưởng ấn tượng trong tháng 9 (+38,5% YoY). Trong 10T 2025, kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ tăng 27,6% YoY, đạt 126,2 tỷ USD, chiếm 32,3% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam.
- Trong khi đó, nhập khẩu từ Trung Quốc – thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam – tăng mạnh 28,1% YoY, đạt 150,9 tỷ USD, trong khi Hàn Quốc đứng thứ hai với 49,4 tỷ USD (+6,3% YoY).

# Các chỉ báo vĩ mô

CHỈ BÁO VĨ MÔ	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	Đơn vị	Nguồn dữ liệu
Tăng trưởng GDP (thực)	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	8,1	8,5	8,8	% YoY	Cục Thống kê
GDP danh nghĩa	334	347	366	409	430	476	509	552	601	Tỷ USD	NHTG
GDP đầu người	3.491	3.586	3.756	4179	4347	4.701	4.977	5.344	5.766	USD	NHTG
Tỷ lệ thất nghiệp	2,0	2,5	3,0	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,1	%	Cục Thống kê
Giải ngân FDI	20,4	20,0	19,7	22,4	23,2	25,4	27,2	29,0	31,0	Tỷ USD	Cục ĐTNN
Giải ngân FDI (% GDP)	6,2	5,8	5,4	5,5	5,4	5,3	5,4	5,3	5,2	% GDP	Cục ĐTNN
Xuất khẩu (% GDP)	80,0	82,3	92,7	92,1	82,2	85,3	91,9	94,6	97,2	% GDP	Cục HQ, Cục Thống kê
Tăng trưởng xuất khẩu	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,3	15,2	12,0	14,0	% YoY	Cục HQ, Cục Thống kê
Tăng trưởng nhập khẩu	7,0	3,7	26,7	8,0	-9,2	16,7	17,5	13,0	14,5	% YoY	Cục HQ, Cục Thống kê
Cán cân thương mại hàng hóa	10,9	19,9	3,3	12,1	28,4	24,8	20,0	18,0	18,0	Tỷ USD	Cục HQ, Cục Thống kê
Dự trữ ngoại hối	78,0	94,4	107	84,7	90,4	81,2	80,0	85,0	92,0	Tỷ USD	NHNN, NHTG
Dự trữ ngoại hối (% GDP)	23,7	27,6	30,2	20,7	21,0	17,1	15,7	15,4	15,3	% GDP	NHNN
Lạm phát (binh quân)	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,2	3,5	4,0	% YoY	Cục Thống kê
VND tăng (trượt) giá so với USD	0,0	0,3	1,2	-3,4	-2,8	-4,8	-3,0	-2,0	-2,0	%	Bloomberg
Lãi suất trần huy động (< 6 tháng)	5,0	4,0	4,0	6,0	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	%	NHNN
Tăng trưởng tín dụng	13,6	12,2	13,6	14,2	13,5	15,1	17,8	17,9	16,5	% YoY	NHNN
Thâm hụt ngân sách (không tính hoàn trả nợ gốc)	-2,1	-2,7	-2,5	-4,3	-4,0	-3,1	-3,6	-4,2	-4,2	% GDP	Bộ Tài chính
Nợ công	43,1	43,7	43,1	38,0	36,6	36-37	35-36	36-37	37-38	% GDP	Bộ Tài chính, NHTG

# Phụ lục

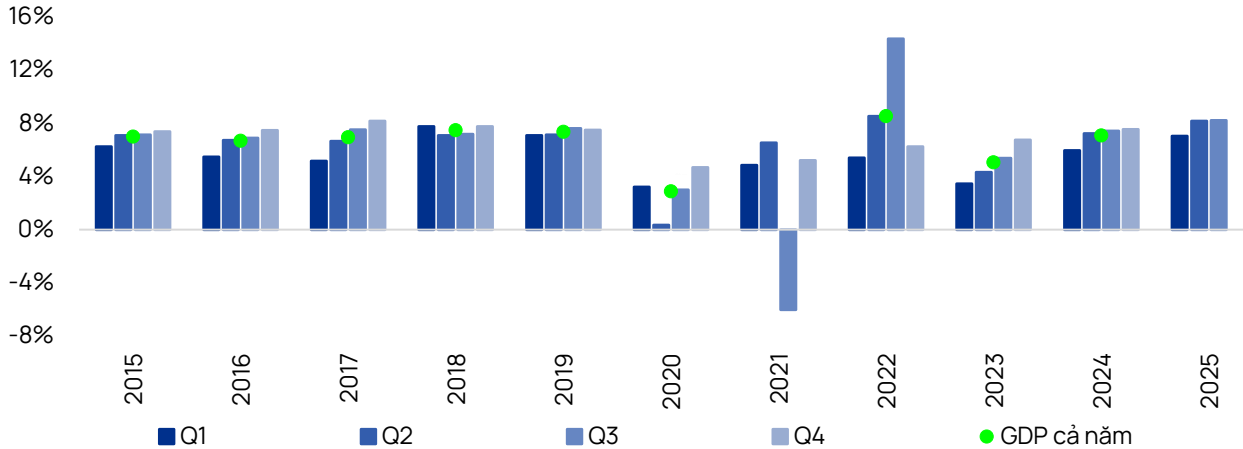
---

# 11 nhóm nhiệm vụ và giải pháp do Chính phủ đề xuất nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng

#	Nhiệm vụ/giải pháp
1	Ưu tiên thúc đẩy tăng trưởng gắn liền với ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, bảo đảm các cân đối nền kinh tế và thực hiện chính sách tài khóa, tiền tệ linh hoạt, hiệu quả. Đồng thời, thúc đẩy các động lực tăng trưởng truyền thống và khai thác các động lực tăng trưởng mới.
2	Hoàn thiện thể chế, hệ thống pháp luật; kiên quyết cắt giảm, đơn giản hóa thủ tục hành chính; và đẩy mạnh phòng, chống tham nhũng, lãng phí, tiêu cực.
3	Hoàn thiện các quy định về tổ chức bộ máy hành chính nhà nước ở trung ương và cơ sở.
4	Xây dựng mô hình tăng trưởng mới, cơ cấu lại nền kinh tế, đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa, lấy khoa học và công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số làm động lực chủ yếu. Phát triển mạnh kinh tế nhà nước; thúc đẩy kinh tế tư nhân; thu hút có chọn lọc các dự án FDI gắn với chuyển giao công nghệ; và xây dựng, đưa vào hoạt động, phát huy hiệu quả Trung tâm Tài chính Quốc tế tại TP.HCM và Đà Nẵng.
5	Tập trung đầu tư xây dựng và bảo đảm tiến độ các dự án hạ tầng chiến lược quan trọng, bao gồm tuyến đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, đường sắt đô thị, cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ, cảng Hòn Khoai và nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận.
6	Phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao; thúc đẩy khoa học và công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số.
7	Phát triển toàn diện, đồng bộ các lĩnh vực văn hóa, xã hội, nâng cao đời sống nhân dân, bảo đảm an sinh xã hội. Tập trung nâng cao năng lực hệ thống y tế và đẩy mạnh Đề án xây dựng 1 triệu căn nhà ở xã hội.
8	Chủ động ứng phó với biến đổi khí hậu, phòng, chống thiên tai, tăng cường quản lý tài nguyên, bảo vệ môi trường; giải quyết hài hòa mối quan hệ giữa phát triển kinh tế với bảo vệ môi trường.
9	Củng cố, tăng cường quốc phòng, an ninh, giữ vững trật tự, an toàn xã hội; kiên định theo đuổi đường lối đối ngoại độc lập, tự chủ, đa dạng hóa, đa phương hóa; tạo môi trường hòa bình, ổn định để phát triển đất nước.
10	Tăng cường đối ngoại và hội nhập quốc tế. Đẩy mạnh ngoại giao kinh tế, chú trọng ngoại giao công nghệ, thu hút nguồn lực phục vụ phát triển đất nước, củng cố và nâng cao uy tín, vị thế quốc tế của Việt Nam.
11	Tăng cường công tác thông tin, tuyên truyền, tạo động lực, khơi dậy khát vọng và khuyến khích đổi mới, sáng tạo.

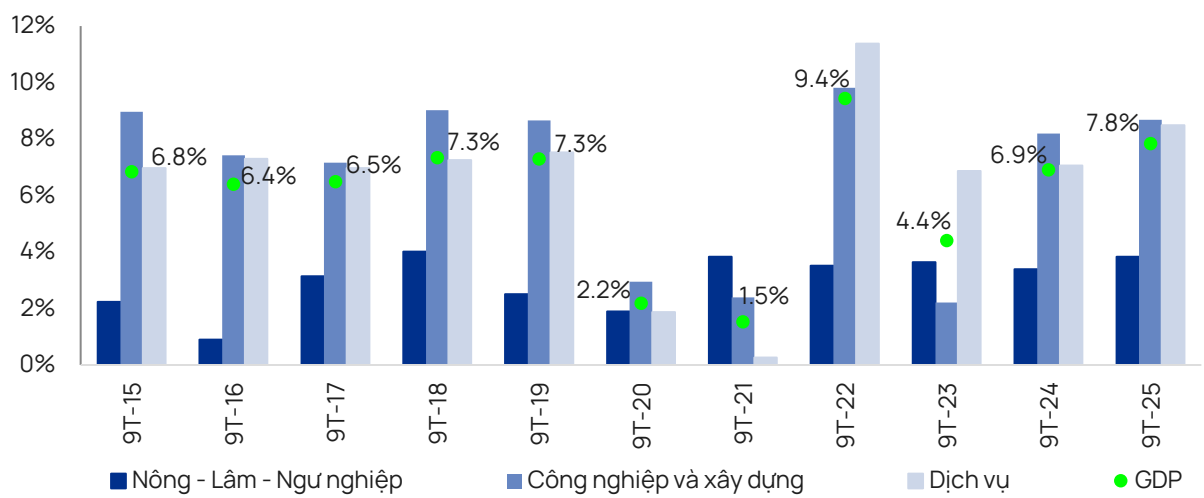
# Tăng trưởng GDP 9T 2025 đạt mức cao thứ 2 kể từ năm 2011

## Tăng trưởng GDP theo quý



- Tăng trưởng GDP đạt 7,85% trong 9T 2025 - mức cao thứ 2 kể từ năm 2011 (chỉ thấp hơn mức tăng 9,44% trong 9T 2022).
- Chính phủ ước tính tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ đạt ít nhất 8% trong năm 2025.

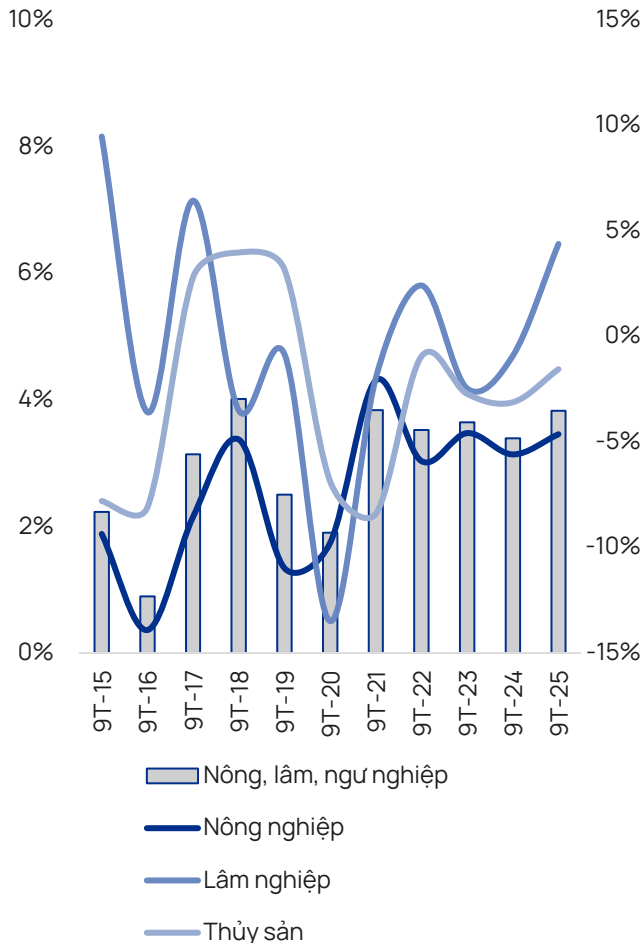
## Tăng trưởng GDP theo Khu vực – Khu vực Công nghiệp và Dịch vụ ghi nhận tăng trưởng mạnh



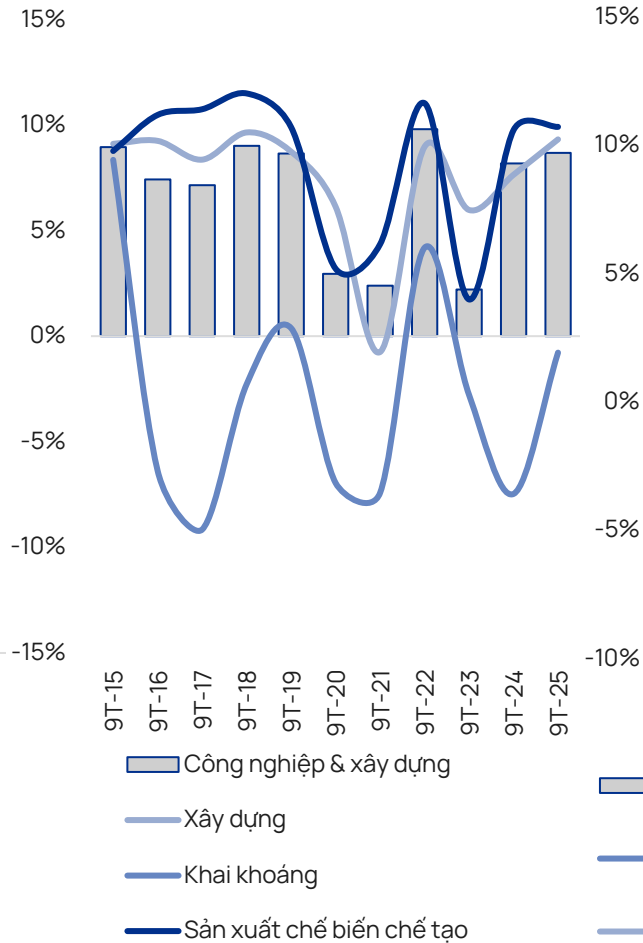
- Khu vực Dịch vụ tiếp tục là động lực đóng góp lớn nhất cho tăng trưởng GDP, tăng 8,56% YoY trong quý 3 và 8,49% YoY trong 9T 2025.
- Trong khi đó, Khu vực Công nghiệp và Xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất với 9,46% YoY trong quý 3 và 8,69% YoY trong 9T 2025.

# Khu vực Công nghiệp và Xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất

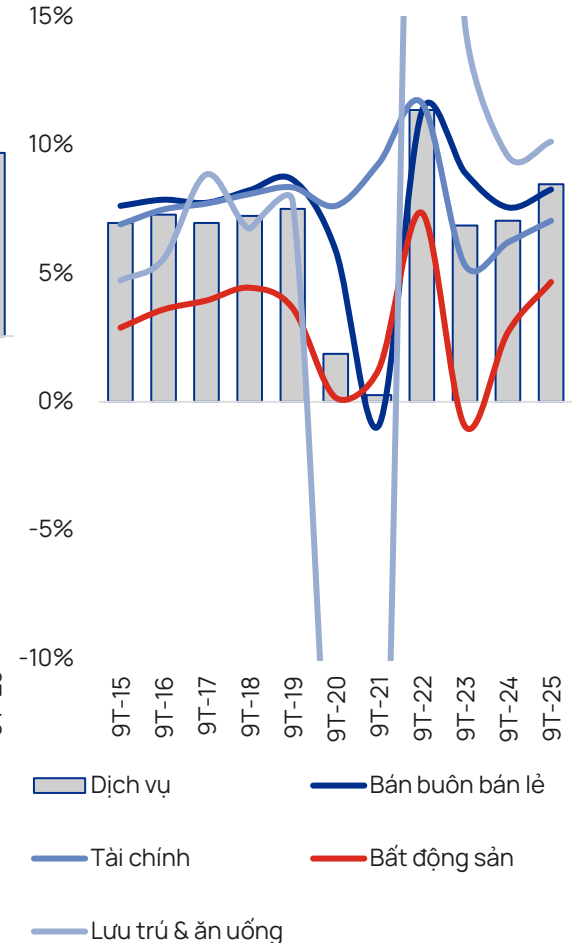
Tăng trưởng GDP Nông nghiệp, Lâm nghiệp & Thủy sản



Tăng trưởng GDP Công nghiệp & Xây dựng

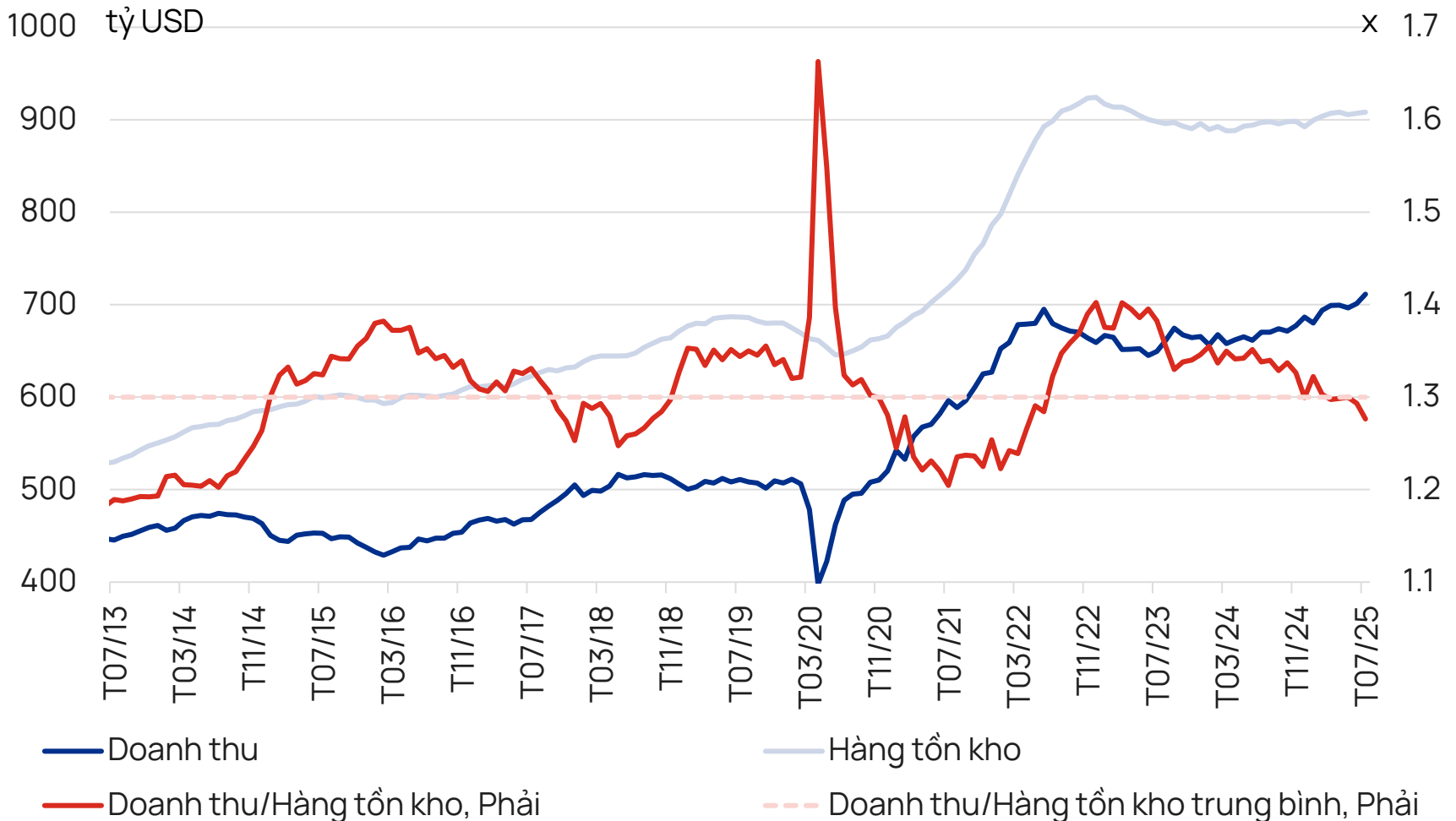


Tăng trưởng GDP Dịch vụ



# Tỷ lệ tồn kho/doanh thu của Mỹ giảm trong vài tháng qua

## Tỷ lệ tồn kho/doanh thu bán buôn hàng tháng của Mỹ



# Tóm tắt diễn biến thuế quan và các động thái đe dọa thương mại của Tổng thống Donald Trump (1)

02/4/2025

TT. Trump áp thuế đối với hầu hết các quốc gia có thặng dư thương mại với Mỹ.



04/4/2025

Trung Quốc công bố mức thuế đối ứng 34% đối với các sản phẩm từ Mỹ, kiểm soát xuất khẩu và áp đặt lệnh trừng phạt đối với một số công ty Mỹ.

08/4/2025

Mỹ công bố Mức thuế bổ sung 50% on China for retaliating đối với Trung Quốc nhằm trả đũa thuế quan.

09/4/2025

Mỹ công bố tạm dừng áp thuế 90 ngày (ngoại trừ Trung Quốc), áp dụng mức thuế phổ quát 10%.

09/4/2025

Trung Quốc trả đũa với mức thuế 84% đối với hàng hóa của Mỹ.



10/4/2025

Các quốc gia thành viên EU tạm dừng Lệnh trừng phạt 22 tỷ euro đối với thép và nhôm của Mỹ.



11/4/2025

Trung Quốc tăng mức thuế lên 125% đối với hàng hóa Mỹ nhưng cho biết sẽ không thực hiện trả đũa đối với các đợt tăng thuế trong tương lai.

12/4/2025

TT. Trump loại bỏ thuế đối ứng đối với sản phẩm điện thoại, máy tính, và các sản phẩm điện tử khác từ Trung Quốc.

17/4/2025

Mỹ công bố phí dịch vụ trị giá 1 triệu USD đối với mỗi tàu cập cảng Mỹ.

21/4/2025

Mỹ áp thuế đối với pin mặt trời do Trung Quốc sản xuất được nhập khẩu từ Đông Nam Á.



# Tóm tắt diễn biến thuế quan và các động thái đe dọa thương mại của Tổng thống Donald Trump (2)

24/4/2025

Bộ trưởng Tài chính **Scott Bessent** làm việc với quan chức Nhật Bản và Hàn Quốc. Chưa đạt được thỏa thuận mới.



25/4/2025

Trung Quốc thu hồi **mức thuế đối ứng 125%** đối với chất bán dẫn sản xuất từ Mỹ.

08/5/2025

Mỹ đạt được **thỏa thuận thương mại đầu tiên** với Anh.

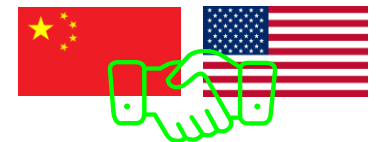


09/5/2025

Quan chức Trung Quốc và Mỹ **gặp và làm việc** tại Geneva.

12/5/2025

Trung Quốc và Mỹ **đạt được một thỏa thuận** nhằm giảm thuế tạm thời.



16/5/2025

TT. **Trump** thông báo rằng ông sẽ **chấm dứt đàm phán thuế quan song phương** với hầu hết các quốc gia. Thay vào đó, Washington sẽ gửi thư thông báo về **các mức thuế mới** đến khoảng 150 quốc gia trong những tuần tới.

23/5/2025

TT. **Trump** đe dọa áp **thuế 50%** đối với tất cả hàng hóa từ EU, bắt đầu từ ngày 1/6, và đe dọa áp **thuế 25%** đối với bất kỳ iPhone nào được bán tại Mỹ mà không được sản xuất trong nước.

25/5/2025

TT. **Trump** thông báo ông sẽ **hoãn áp thuế 50%** đối với EU đến ngày 9/7.

28 & 29/5/2025

Tòa án thương mại liên bang đã ra phán quyết chống lại một số mức thuế quan của TT. Trump, nhằm **ngăn chặn hầu hết các mức thuế** mà ông Trump đã đưa ra trong nhiệm kỳ thứ 2 của ông. Sau một kháng cáo của chính phủ Hoa Kỳ, **Tòa án Phúc thẩm Hoa Kỳ** tại Washington đã ban hành **lệnh tạm đình chỉ** phán quyết của **tòa án thương mại liên bang**, qua đó tạm thời khôi phục các mức thuế bị chặn.

31/5 & 02/6/2025

TT. **Trump** cáo buộc Trung Quốc **vi phạm thỏa thuận thương mại và tăng gấp đôi thuế quan** đối với thép và nhôm. Vào ngày 02/6/2025, Trung Quốc bác bỏ và **cáo buộc Mỹ vi phạm thỏa thuận thương mại**, tiếp tục leo thang căng thẳng thương mại giữa 2 nước.

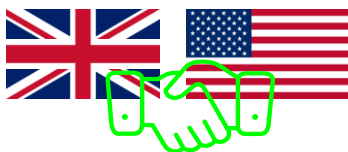
# Tóm tắt diễn biến thuế quan và các động thái đe dọa thương mại của Tổng thống Donald Trump (3)

03 & 04/6/2025

TT. **Trump** thông báo **tăng thuế nhập khẩu** đối với nhôm và thép từ **25% lên 50%**.

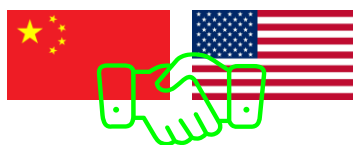
16/6/2025

Mỹ và Anh ký kết **hiệp định thương mại**, chính thức cắt giảm một số loại thuế nhập khẩu với Anh, như ô tô, máy bay và linh kiện máy bay.



27/6/2025

Trung Quốc và Mỹ **đạt được một khuôn khổ thương mại** dựa trên kết quả đàm phán vào tháng 5/2025.



02/7/2025

TT. **Trump** công bố khuôn khổ thương mại với **Việt Nam**. Theo đó, mức thuế **20%** sẽ được áp dụng cho hàng hóa Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ, và **mức thuế 40%** đối với bất kỳ **hàng trung chuyển** nào.

07/7/2025

TT. **Trump** thông báo Mỹ sẽ gửi **thư thông báo thuế quan** đến các **đối tác thương mại**. Đồng thời, bất kỳ quốc gia nào liên kết với **các chính sách chống Mỹ** của khối BRICS sẽ phải chịu thêm **mức thuế bổ sung 10%**.

07/7/2025

TT. **Trump** công bố **14 thư thông báo**. Những thay đổi ban đầu về thuế suất là không đáng kể (**dưới 5 điểm %**) đối với hầu hết các quốc gia trong danh sách so với mức thuế "**Ngày Giải phóng**" (**Liberation Day**). Lào và Campuchia là các ngoại lệ, với mức cắt giảm thuế lần lượt là **8 và 13 điểm %**.

9 & 10/7/2025

TT. **Trump** công bố thêm **8 thư thông báo** khác. Ngoài ra, TT. **Trump** thông báo **mức thuế 50%** đối với **Đông**, có hiệu lực từ ngày 01/08/2025.

11 & 12/7/2025

Canada (35%), Mexico (30%), EU (30%) là các quốc gia tiếp tục nhận được thư thông báo. TT. **Trump** tuyên bố ông có thể áp đặt mức thuế quan chung **15% hoặc 20%** đối với **hầu hết các đối tác thương mại** khác.

14/7/2025

TT. **Trump** đe dọa áp **thuế "thứ cấp" 100%** đối với **các bên mua hàng xuất khẩu của Nga** trừ khi đạt được thỏa thuận hòa bình Ukraine trước tháng 9.

29/7/2025

Mỹ và Trung Quốc tổ chức **đàm phán thương mại** tại Thụy Điển về việc **gia hạn thỏa thuận đình chiến thương mại**, nhưng chưa có kết quả chính thức nào được công bố.

TT. **Trump** đe dọa áp đặt mức thuế **20% - 25%** đối với **Ấn Độ**.

# Tóm tắt diễn biến thuế quan và các động thái đe dọa thương mại của Tổng thống Donald Trump (4)

30/7/2025

TT. **Trump** thông báo và ngụ ý áp dụng thuế nhập khẩu **50%** đối với các sản phẩm đồng bán thành phẩm và các chế phẩm có hàm lượng đồng cao. Ông cũng nâng mức thuế quan chung đối với hàng hóa **Brazil** lên **50%**.

31/7/2025

Mỹ chấm dứt **miễn thuế** đối với tất cả các gói hàng giá trị thấp từ **800 USD** trở xuống, có hiệu lực từ ngày **29/08/2025**.  
TT. **Trump** công bố mức thuế đối ứng mới dành cho các đối tác thương mại.

07/8/2025

Các mức thuế đối ứng mới chính thức có hiệu lực đối với các quốc gia và vùng lãnh thổ có quan hệ thương mại với Mỹ.

11/8/2025

Mỹ và Trung Quốc gia hạn **thỏa thuận đình chiến thuế quan** đến ngày 10/11.



27/8/2025

Mỹ **nâng** thuế suất đối với hàng hóa **Ấn Độ** từ **25% lên 50%**.

05/9/2025

TT. **Trump** miễn thuế đối ứng cho **45** nhóm hàng hóa như vàng, niken và hóa chất.

26/9/2025

TT. **Trump** thông báo **mức thuế mới 100%** đối với **được phẩm có thương hiệu nhập khẩu**, **50%** đối với **tủ bếp và nội thất phòng tắm**, **30%** đối với **đồ nội thất bọc nệm**, và **25%** đối với **xe tải hạng nặng nhập khẩu**.

10/10/2025

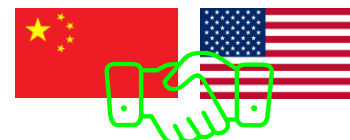
TT. **Trump** đe dọa áp đặt **mức thuế mới 100%** lên hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc "cộng thêm vào các mức thuế hiện hành" để trả đũa việc Trung Quốc thắt chặt kiểm soát **xuất khẩu đất hiếm**.

26 & 28/10/2025

TT. **Trump** công bố hàng loạt **hiệp định thương mại/khuôn khổ thương mại** với Malaysia, Campuchia, Thái Lan và Việt Nam. Mỹ cũng công bố **Thỏa thuận Đầu tư** với Nhật Bản.

30/10/2025

Mỹ đạt được **thỏa thuận thương mại** với Trung Quốc, thông báo **giảm 10% thuế** đối với hàng hóa Trung Quốc.

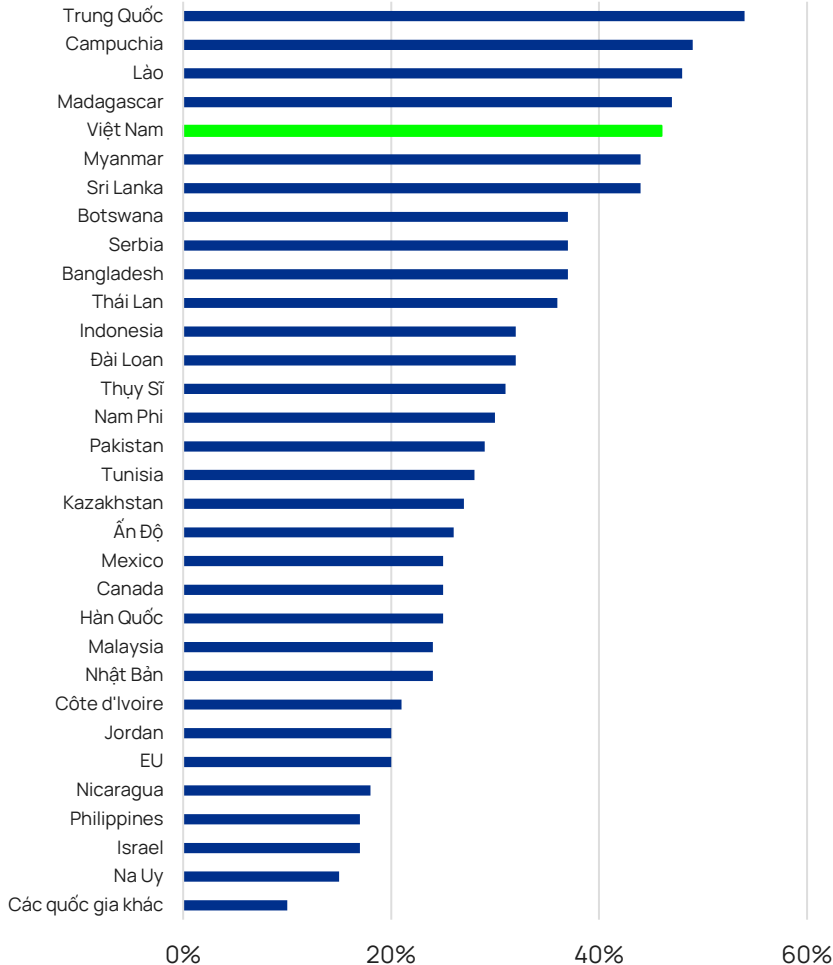


14/11/2025

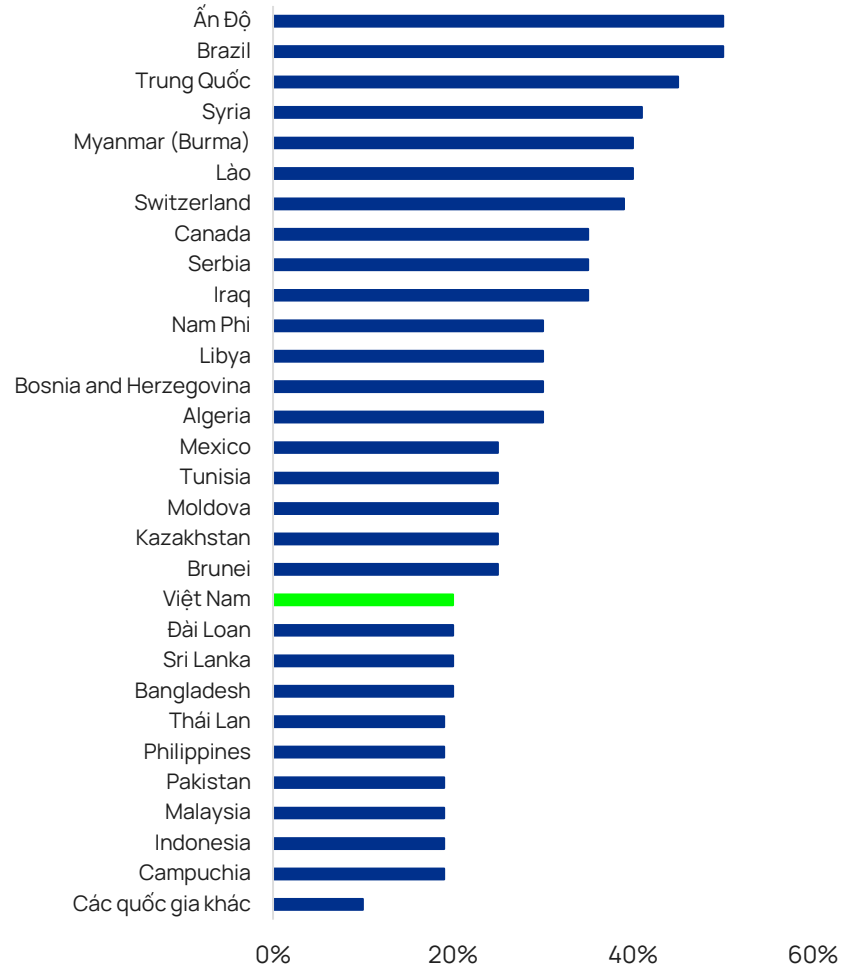
Mỹ công bố **khuôn khổ thương mại** với Argentina, Guatemala, Ecuador và El Salvador cùng **Thỏa thuận Đầu tư** với Hàn Quốc. TT. **Trump** miễn thuế đối ứng cho một số sản phẩm nông nghiệp.

# Việt Nam vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh về thuế

Các mức thuế được công bố trong “Ngày Giải phóng”

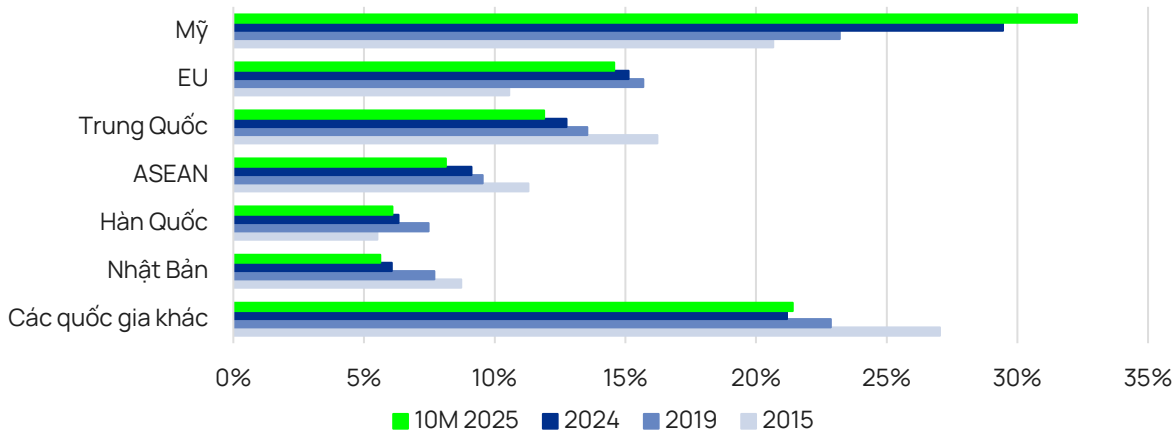


Mức thuế mới tính đến cuối tháng 11/2025



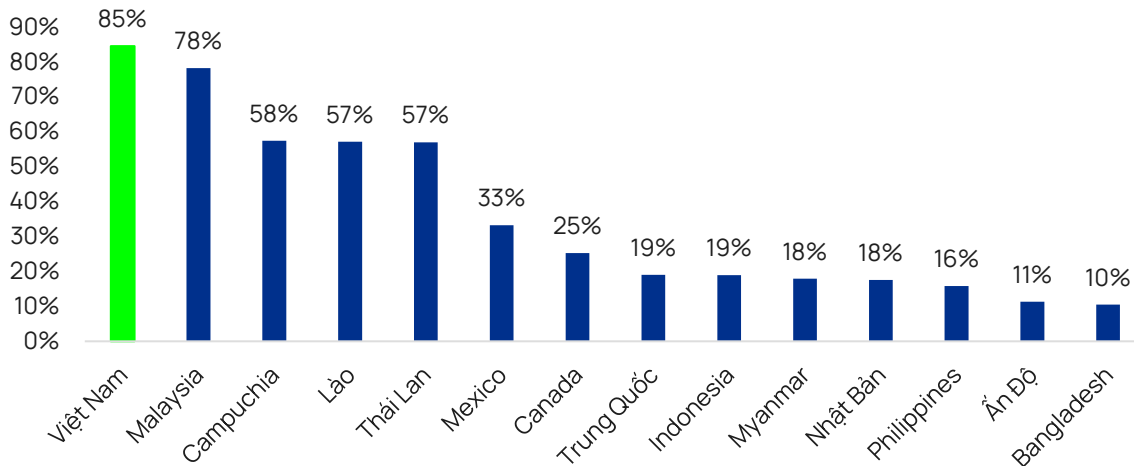
# Việt Nam dễ bị ảnh hưởng do Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất và chiếm tỷ trọng xuất khẩu cao trong GDP của Việt Nam

Tỷ trọng xuất khẩu của các đối tác thương mại chính



- Mỹ hiện là đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với tỷ trọng đóng góp trong tổng kim ngạch xuất khẩu ngày càng gia tăng.
- Đáng chú ý, khi so sánh với các quốc gia cạnh tranh, tỷ lệ xuất khẩu hàng hóa trên GDP của Việt Nam thuộc nhóm cao nhất. Điều này cho thấy nền kinh tế sẽ phải đối mặt với rủi ro đáng kể nếu hoạt động xuất khẩu sang thị trường Mỹ gặp gián đoạn trong ngắn hạn.

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa/GDP (dữ liệu tính đến năm 2024)



# Hội nhập toàn cầu tiếp tục là động lực thu hút FDI và thương mại

STT	Các hiệp định FTA	Trạng thái	Đàm phán	Đã ký	Có hiệu lực
1	Khu vực thương mại tự do ASEAN (AFTA)	Đã ký, có hiệu lực			1993
2	Hiệp định Hợp tác Kinh tế Toàn diện ASEAN-Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa	Đã ký, có hiệu lực			2003
3	Hiệp định hợp tác kinh tế toàn diện ASEAN-Hàn Quốc	Đã ký, có hiệu lực			2007
4	Quan hệ đối tác kinh tế toàn diện ASEAN-Nhật Bản	Đã ký, có hiệu lực			2008
5	Hiệp định Đối tác Kinh tế Việt Nam - Nhật Bản	Đã ký, có hiệu lực			2009
6	Hiệp định hợp tác kinh tế toàn diện ASEAN-Ấn Độ	Đã ký, có hiệu lực			2010
7	Hiệp định thương mại tự do ASEAN-Úc và New Zealand	Đã ký, có hiệu lực			2010
8	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Chile	Đã ký, có hiệu lực			2014
9	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Hàn Quốc	Đã ký, có hiệu lực			2015
10	Liên minh kinh tế Việt Nam-Á-Âu	Đã ký, có hiệu lực			2016
11	Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP)	Đã ký, có hiệu lực			01/2019
12	Hiệp định Thương mại Tự do ASEAN-Hồng Kông, Trung Quốc	Đã ký, có hiệu lực			6/2019
13	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam-Liên minh Châu Âu (EVFTA)	Đã ký, có hiệu lực			8/2020
14	Hiệp định Thương mại Tự do Anh - Việt Nam	Đã ký, có hiệu lực			5/2021
15	Đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)	Đã ký, có hiệu lực			01/2022
16	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - Israel	Đã ký, có hiệu lực			7/2023
17	Hiệp hội Thương mại Tự do Việt Nam - Châu Âu (EFTA)	Đã bắt đầu đàm phán	5/2012		
18	ASEAN-Canada	Đã bắt đầu đàm phán	11/2021		
19	Việt Nam - UAE	Đã ký vào ngày 28/10/2024			

# Việt Nam tích cực thiết lập quan hệ ngoại giao toàn diện với các đối tác chiến lược

Cấp độ quan hệ ngoại giao	Đối tác	Số lượng đối tác
<b>Đối tác Chiến lược Toàn diện</b>	Trung Quốc (2008), Nga (2012), Ấn Độ (2016), Hàn Quốc (2022), Hoa Kỳ (2023), Nhật Bản (2023), Úc (2024), Pháp (2024), Malaysia (2024), New Zealand (2025), Indonesia (2025), Singapore (2025), Thái Lan (2025), Vương quốc Anh (2025)	14
<b>Đối tác Chiến lược</b>	Tây Ban Nha (2009), Đức (2011), Ý (2013), Philippines (2015), Brazil (2024), Cộng hòa Séc (2025), Kazakhstan (2025), Azerbaijan (2025), Belarus (2025), Phần Lan (2025), Bulgaria (2025)	11
<b>Đối tác Toàn diện</b>	Nam Phi (2004), Chile (2007), Venezuela (2007), Argentina (2010), Ukraina (2011), Đan Mạch (2013), Myanmar (2017), Canada (2017), Hungary (2018), Brunei (2019), Hà Lan (2019), Mông Cổ (2024), Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất (2024), Thụy Sĩ (2025), Ai Cập (2025)	15

Tính riêng trong năm 2025, Việt Nam đã nâng cấp quan hệ lên mức **Đối tác Chiến lược Toàn diện** với **5 quốc gia** (New Zealand, Indonesia, Singapore, Thái Lan và Vương quốc Anh), nâng cấp lên **Đối tác Chiến lược** với **6 quốc gia** (Cộng hòa Séc, Kazakhstan, Azerbaijan, Belarus, Phần Lan và Bulgaria), đồng thời nâng cấp lên **Đối tác Toàn diện** với **2 quốc gia** (Thụy Sĩ và Ai Cập).

# Triển vọng Thị trường

---

# Lợi nhuận tăng trưởng mạnh thúc đẩy VN-Index lập đỉnh mới

## Mục tiêu chỉ số VN-Index của Vietcap

	2020	2021	2022	2023	2024	Dự báo 2025	Dự báo 2026
VN-Index (thực tế/mục tiêu của Vietcap)	1.104	1.498	1.007	1.130	1.267	1.737	2.033
Thay đổi, %	15%	36%	-33%	12%	12%	37%	17%
EPS (BBG thực tế*/Vietcap dự báo)	45,9	76,7	82,9	78,6	85,3	101,7	120,7
Thay đổi, %	-21%	67%	8%	-5%	9%	19%	19%
P/E của VN-Index tại 1.737 (x)					19,9	17,1	14,4
Tỷ lệ tăng, %						0%	17%
P/E trượt theo thực tế/mục tiêu, x	24,0	19,5	12,2	14,4	14,8	17,09	16,84
P/E dự phóng 12T theo thực tế/mục tiêu, x	14,4	18,1	12,8	13,2	13,3	14,39	14,39

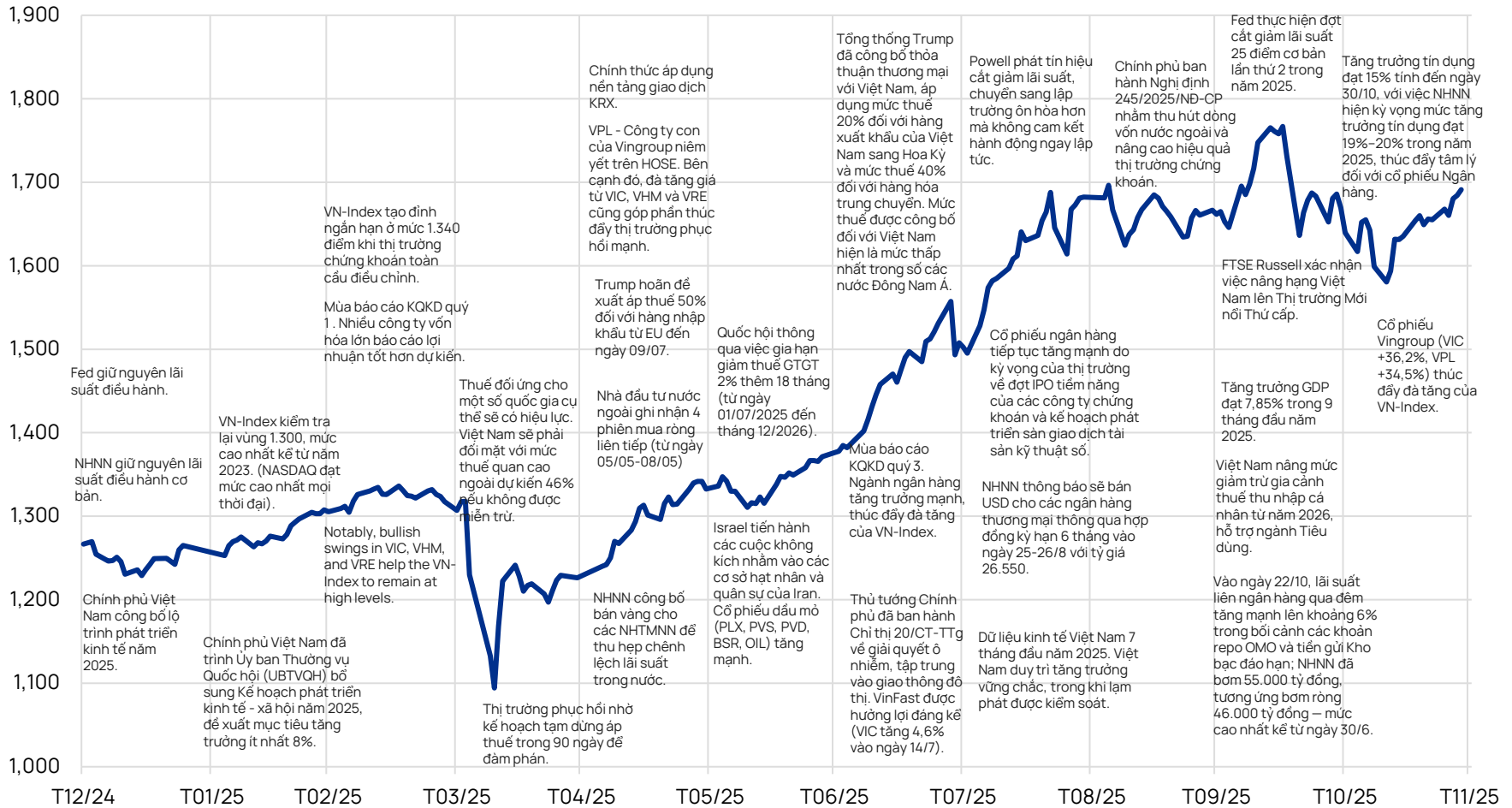
# Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Ngành	Lựa chọn hàng đầu	Luận điểm ngành
Tài chính	VPB, MBB	Các ngân hàng quy mô lớn với năng lực huy động vốn mạnh và hệ sinh thái vững chắc
Tiêu dùng	PNJ, MWG	Đà tăng trưởng của kênh thương mại hiện đại, xu hướng cao cấp hóa và tiêu dùng của tầng lớp thu nhập cao
BDS Nhà ở	KDH	Thị trường miền Nam dẫn dắt tăng trưởng giao dịch nhờ các dự án mở bán mới và nâng cấp cơ sở hạ tầng
BDS KCN	IDC	Mức thuế trở lại mức bình thường, làn sóng dịch chuyển sản xuất tiếp diễn và các KCN mới đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy doanh số cho thuê đất KCN
Vật liệu xây dựng	HPG	Cơ sở hạ tầng, ngành BDS nhà ở phục hồi, xu hướng thay thế hàng nhập khẩu và giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi
Công nghiệp	DGC	Các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh mạnh và ít phụ thuộc vào thị trường Mỹ sẽ ít chịu tác động hơn trước những thay đổi về thuế quan
Vận tải	GMD	Thông lượng hàng hóa tăng mạnh và công suất mới
Dầu khí	PVS	Chu kỳ thăm dò và khai thác thượng nguồn mới, mảng điện gió ngoài khơi đang phát triển; nhu cầu khoan dầu khí tăng trưởng đáng kể
Điện & Nước	PC1	Doanh nghiệp hưởng lợi chính từ việc mở rộng hạ tầng truyền tải điện, lợi suất cổ tức hấp dẫn

- Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của các nhà phân tích Vietcap được trình bày như trong bảng trên.
- Đây không phải là “danh mục đầu tư tiêu chuẩn”. Có rất nhiều loại vốn hóa thị trường và tính thanh khoản giao dịch hàng ngày giữa các cổ phiếu được hiển thị và chúng tôi không cố gắng cân bằng vốn hóa thị trường giữa các ngành hoặc liên quan đến trọng số chỉ số.
- Vui lòng tham khảo các mục Ngành trong báo cáo này để biết thêm chi tiết về các cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi.
- Danh mục cổ phiếu lựa chọn hàng đầu đầy đủ hơn được trình bày trong báo cáo chiến lược từng ngành.

# Nhìn lại năm 2025: Từ cú sốc thuế tháng Tư đến nhịp phục hồi mạnh nhờ niềm tin đầu tư

## VN-Index & một số sự kiện quan trọng trong năm 2025



# Thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng lên Thị trường Mới nổi theo FTSE

## Tóm tắt thông báo nâng hạng

Ngày 8/10/2025, FTSE Russell công bố nâng hạng Việt Nam lên Thị trường Mới nổi Thứ cấp.

Ngày hiệu lực: Thứ 2, 21/9/2026.

Đánh giá giữa kỳ: Tháng 3/2026.

Mục tiêu: Đánh giá tình trạng của mô hình nhà môi giới toàn cầu nhằm đảm bảo việc mô phỏng chỉ số diễn ra thông suốt.

NGÀY HIỆU LỰC

**21**  
**09/2026**

## Các lo ngại chính của thị trường & quan điểm của chúng tôi

Các lo ngại chính của thị trường	Quan điểm của chúng tôi
<b>1. "Việc cho phép tiếp cận đối với các môi giới toàn cầu" có hàm ý gì?</b> Các quỹ mô phỏng chỉ số toàn cầu ưu tiên gửi lệnh giao dịch đến các CTCK trong nước thông qua các CTCK lớn toàn cầu nhằm hợp lý hóa quy trình giao dịch.	Mô hình môi giới toàn cầu đã hiện hữu tại Việt Nam. Tuy nhiên, các quỹ mô phỏng chỉ số toàn cầu đã yêu cầu một vài điều chỉnh (ví dụ: gỡ bỏ yêu cầu ký hợp đồng mở tài khoản với các CTCK trong nước). Các cơ quan quản lý đang ủng hộ những thay đổi này.
<b>2. Liệu có rủi ro nào đối với việc nâng hạng Thị trường Mới nổi của Việt Nam trong kỳ đánh giá giữa kỳ vào tháng 3/2026 không?</b>	Không. Các cơ quan quản lý đã và đang làm việc tích cực với FTSE Russell để hoàn thiện mô hình nhà môi giới toàn cầu kể từ khi có thông báo nâng hạng. Chúng tôi xem kỳ đánh giá giữa kỳ tháng 3/2026 chỉ đơn thuần là một bước thủ tục để đánh giá tình trạng của mô hình CTCK toàn cầu, vốn có thể được hoàn tất sớm nhất vào cuối năm 2025.

## NĐT nên kỳ vọng gì từ việc nâng hạng

### Chi tiết triển khai:

Các đợt thực hiện: Việc tái phân loại sẽ được thực hiện qua nhiều đợt (chi tiết cụ thể sẽ được cung cấp vào tháng 3/2026).

Danh sách bổ sung vào chỉ số: Danh sách thành phần chính thức sẽ được công bố trước kỳ đánh giá bán niên tháng 9/2026.

### Tỷ trọng trong các chỉ số (dự kiến):

**0.34%**

FTSE Emerging  
All Cap

**0.22%**

FTSE Emerging  
Index

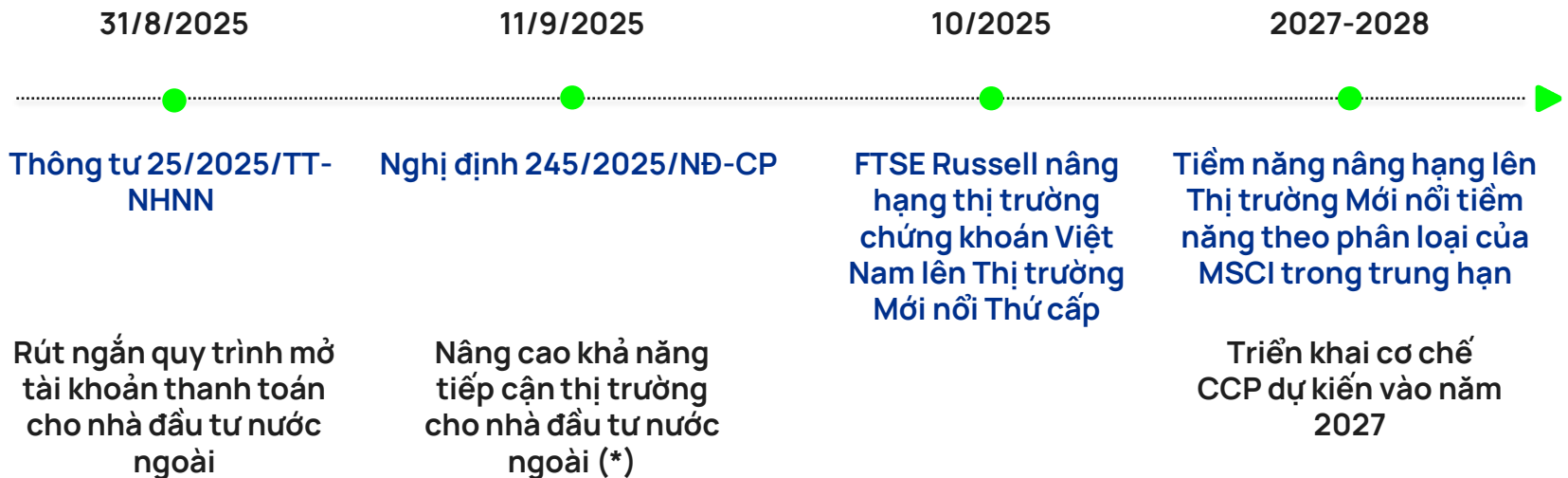
**0.04%**

FTSE Global  
All Cap

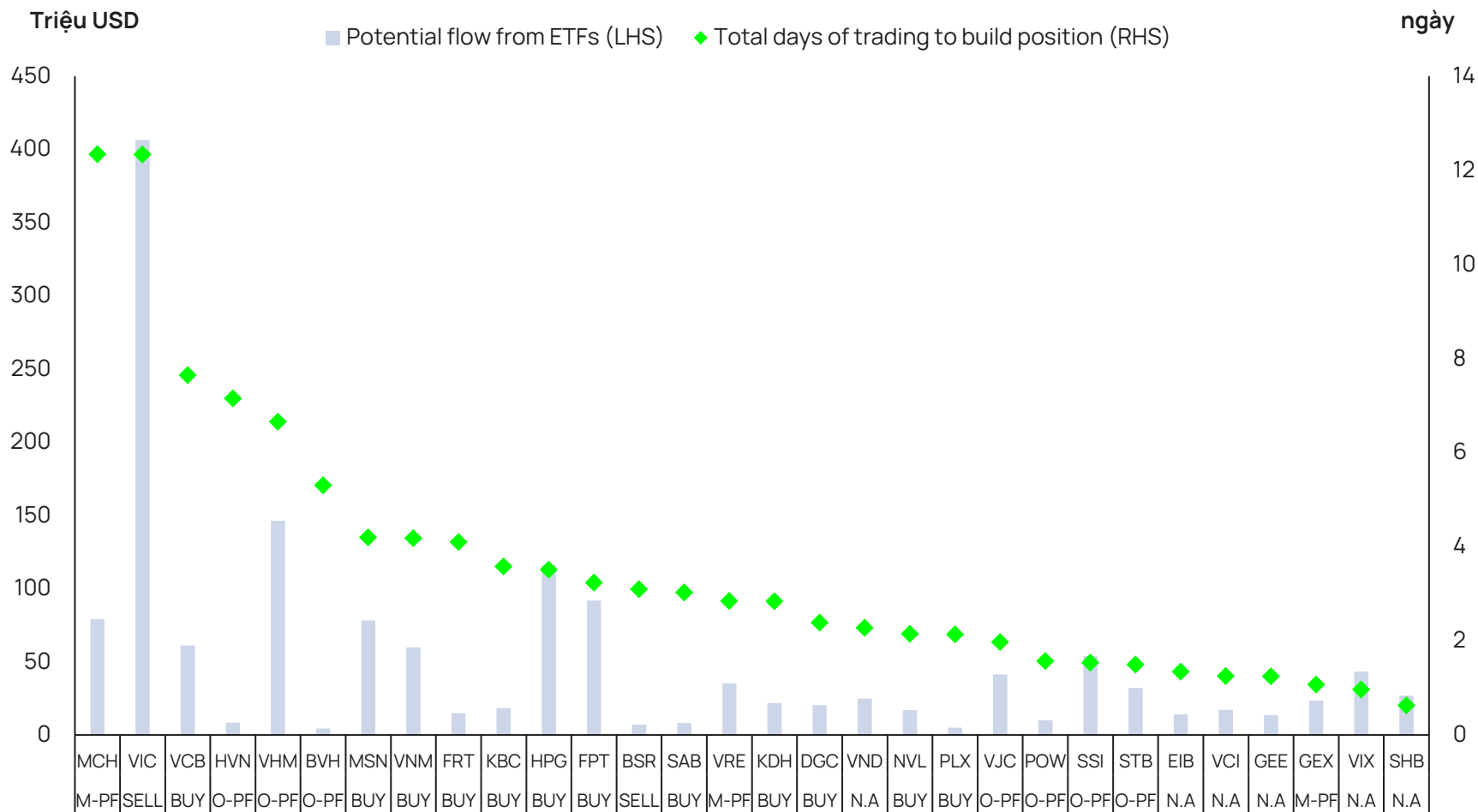
**0.02%**

FTSE  
All-World

# Tiếp tục tái cơ cấu thị trường hỗ trợ Việt Nam tiến gần hơn đến các mục tiêu nâng hạng khác



# Danh sách cổ phiếu tiềm năng từ việc nâng hạng lên Thị trường Mới nổi theo FTSE



# Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2026, nhờ động lực tăng trưởng lan tỏa rộng khắp các lĩnh vực

## Tổng quan danh mục theo dõi của Vietcap theo ngành

Ngành	Doanh thu, YoY			Biên lợi nhuận ròng			LNST sau lợi ích CĐTS, YoY		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Tài chính	nm	nm	nm	nm	nm	nm	17%	16%	23%
Tiêu dùng	12%	7%	13%	4.7%	4.8%	4.8%	27%	10%	14%
Công nghiệp	5%	12%	15%	8.1%	8.1%	8.2%	-2%	13%	15%
KCN	5%	8%	14%	7.8%	8.3%	9.3%	4%	15%	28%
Bất động sản	13%	48%	14%	6.6%	6.1%	5.9%	3%	38%	9%
Vật liệu	17%	7%	21%	3.4%	4.2%	4.6%	74%	31%	33%
Dầu khí	5%	6%	1%	1.3%	1.6%	1.9%	-31%	27%	19%
Điện & Nước	9%	20%	20%	3.3%	3.5%	3.8%	13%	28%	34%
GTVT & Logistics	17%	23%	3%	5.1%	5.0%	4.5%	287%	20%	-8%
<b>Tổng cộng</b>	<b>nm</b>	<b>nm</b>	<b>nm</b>	<b>nm</b>	<b>nm</b>	<b>nm</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>
Phi tài chính	10%	15%	10%	3.9%	4.1%	4.3%	19%	23%	14%

# P/E trượt 12T của VN-Index hiện ở mức trung bình 10 năm

P/E trượt 12T của VN-Index (x)



# P/E dự phóng 12T thấp hơn một chút so với mức trung bình 10 năm

P/E dự phóng 12T (x)



# P/B trượt của VN-Index dưới mức trung bình 10 năm

P/B trượt của VN-Index (x)



# P/E trượt 12T của VN-Index tiệm cận định giá của MSCI EM

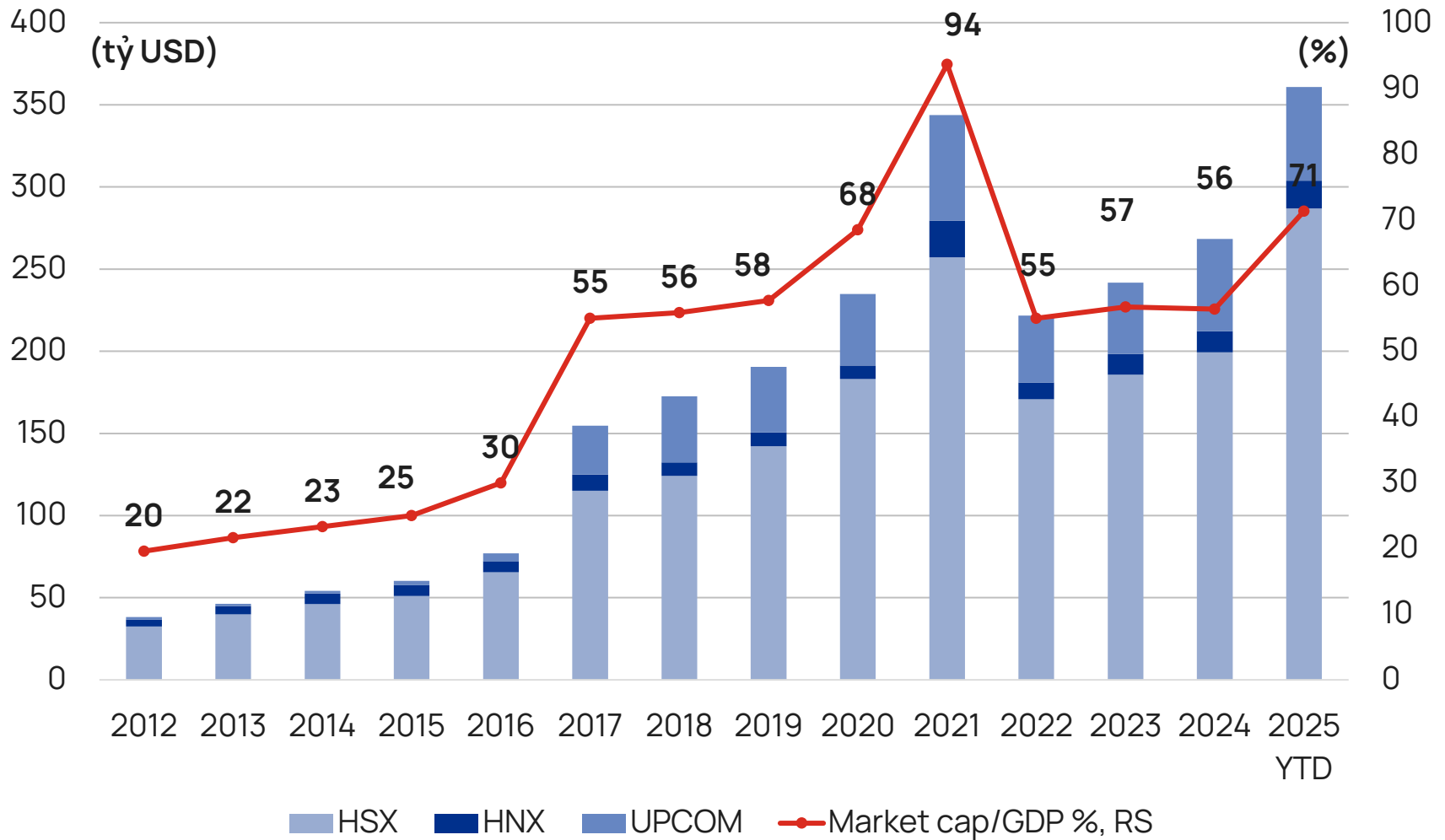
P/E trượt 12T (x)



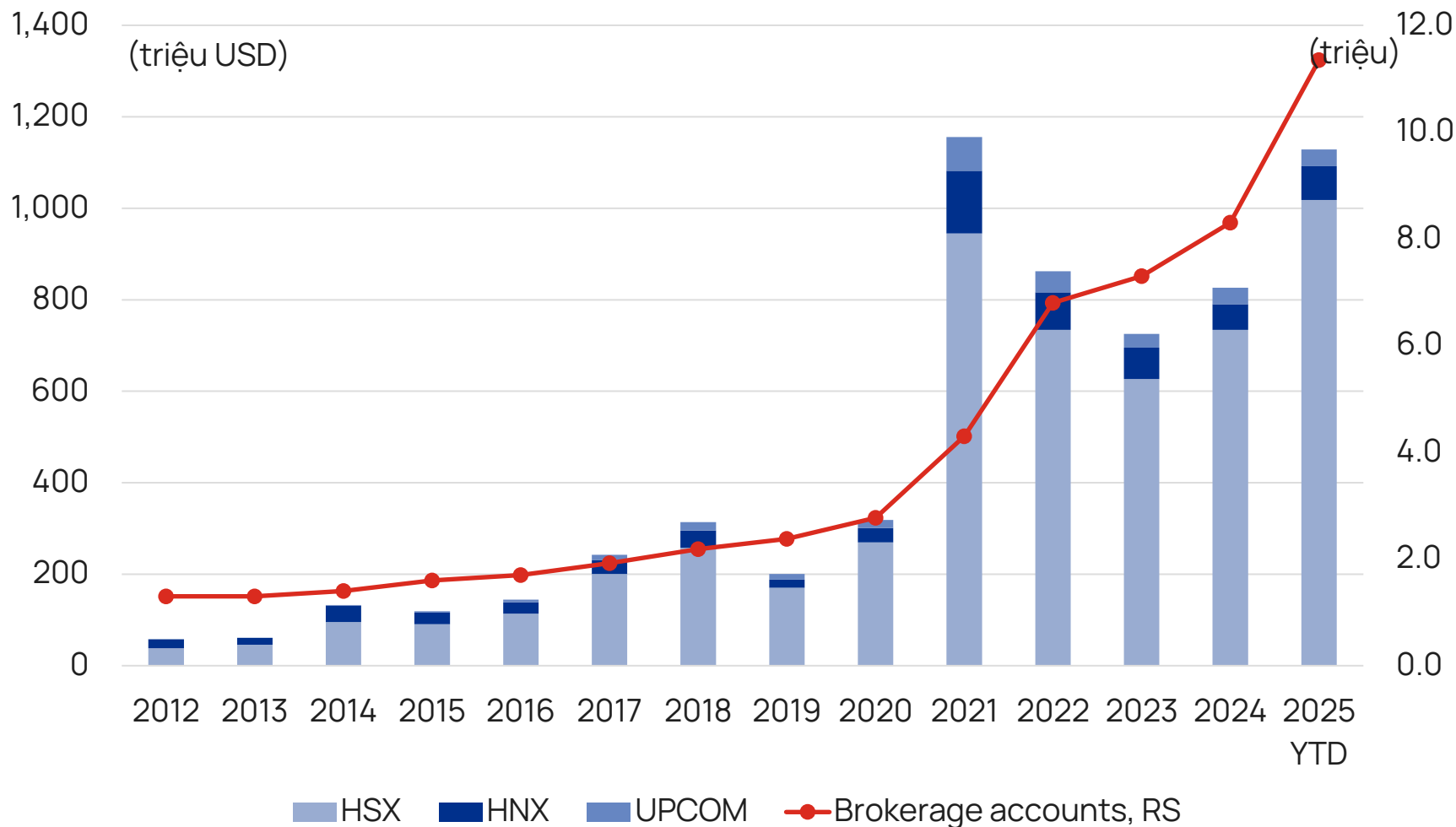
## Phụ lục: Dữ liệu thị trường

---

# Tổng giá trị vốn hóa tại ngày 02/12/2025



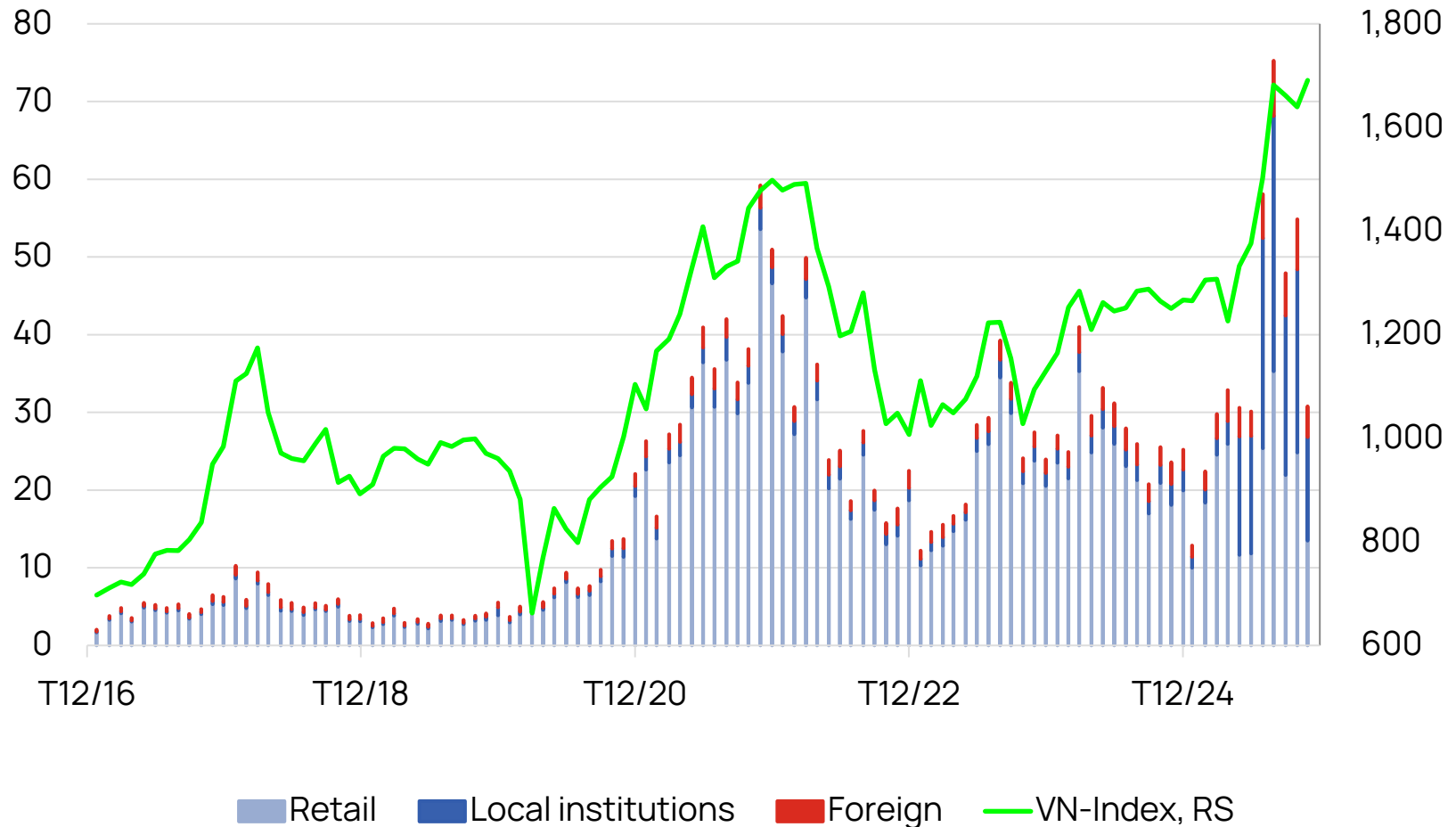
# Giá trị giao dịch trung bình hàng ngày (GTGDTB) & số tài khoản chứng khoán



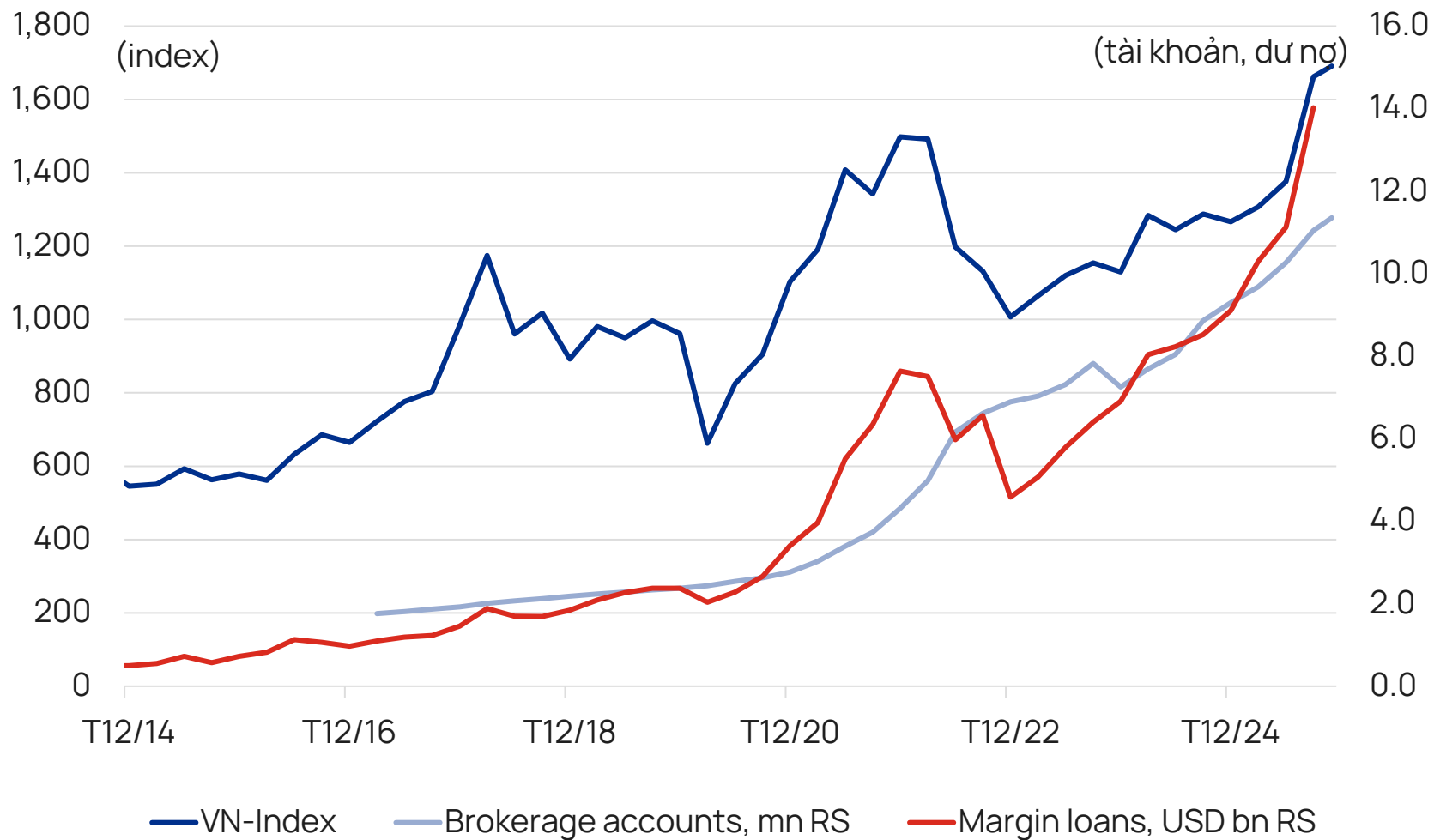
# Giá trị giao dịch hàng tháng theo nhóm nhà đầu tư & VN-Index

(tỷ USD)

Giá trị giao dịch theo nhóm NĐT & VN-Index



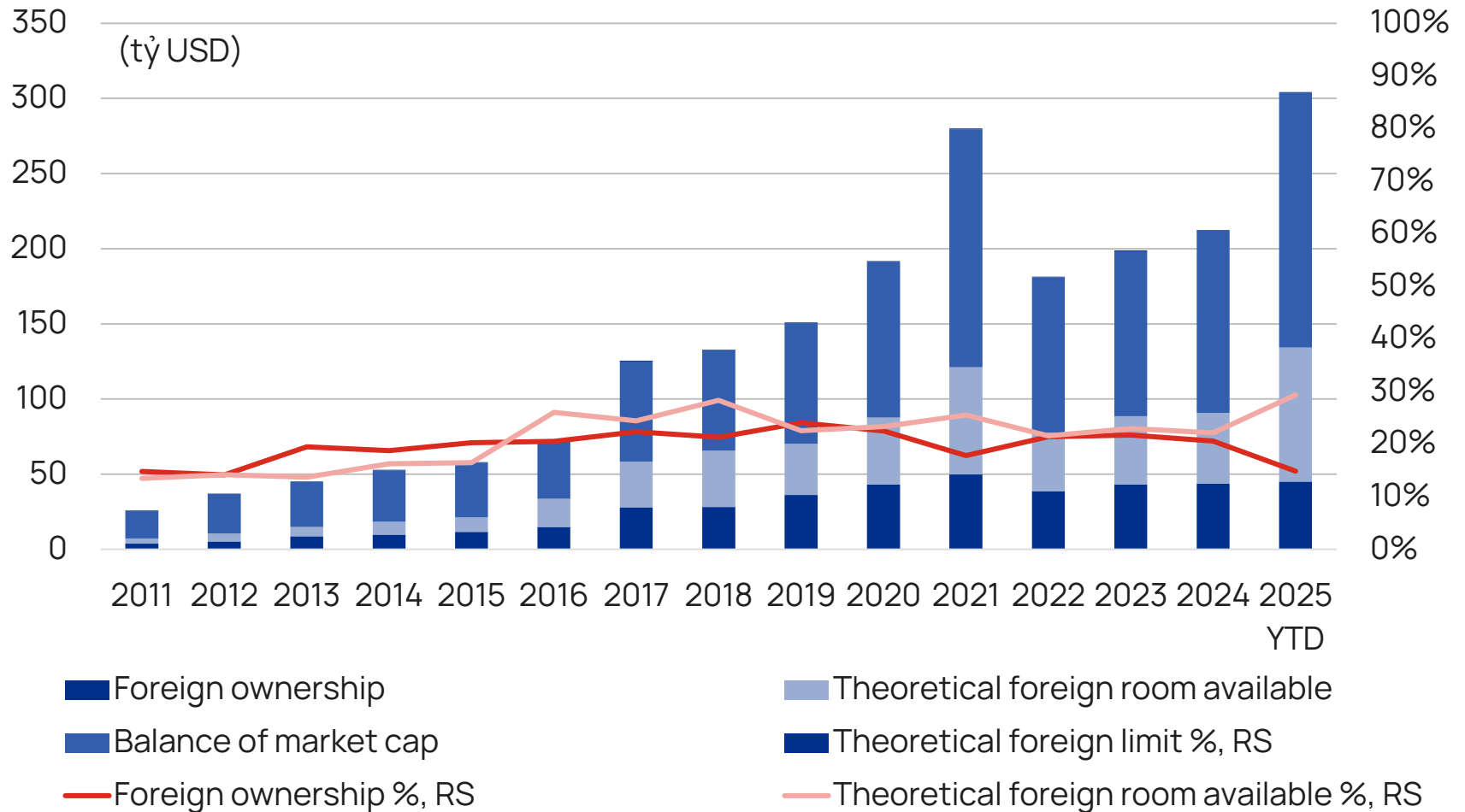
# Dư nợ cho vay ký quỹ, số tài khoản chứng khoán & VN-Index



# Khối ngoại tiếp tục bán ròng kể từ đầu năm



# Trần sở hữu nước ngoài và tỷ lệ còn lại (HSX & HNX)



# Ngành Ngân hàng

Lợi nhuận tăng tốc khi nền kinh tế tiếp tục khởi sắc

---

Tháng 12/2025

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc**  
Trưởng phòng  
[ngoc.huynh@vietcap.com.vn](mailto:ngoc.huynh@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.138

**Vũ Thế Quân**  
Phó Trưởng phòng  
[quan.vu@vietcap.com.vn](mailto:quan.vu@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.364

**Hoàng Nam**  
Giám đốc  
[nam.hoang@vietcap.com.vn](mailto:nam.hoang@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.123

**Hồ Thu Nga**  
Chuyên viên  
[nga.ho@vietcap.com.vn](mailto:nga.ho@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.516

# Tăng trưởng LN sẽ tăng tốc lên 19% trong 2026, được thúc đẩy bởi tín dụng tăng trưởng tích cực, NIM ổn định và chất lượng tài sản vững chắc

Chỉ số*	2025F	2026F	YoY	Nhận định
Tăng trưởng tín dụng	19,7%	19,9%	↔	Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao, nhờ tăng trưởng kinh tế tiếp tục khởi sắc với các chính sách tài khóa/tiền tệ hỗ trợ.
NIM	3,14%	3,23%	↑	NIM tăng nhẹ, nhờ (1) môi trường lãi suất cho vay bớt cạnh tranh, (2) nhu cầu cho vay bán lẻ cao, và (3) giải ngân mạnh các khoản vay dài hạn.
Tăng trưởng TOI	9,8%	18,7%	↑	Tăng trưởng thu nhập từ HĐKD (TOI) phục hồi, chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần (NII) lấy lại đà tăng trưởng mạnh (tăng trên 20% YoY).
Tỷ lệ nợ xấu & xử lý nợ xấu	2,6%	2,4%	↓	Chất lượng tài sản tiếp tục được cải thiện trong bối cảnh vĩ mô thuận lợi với sự phục hồi khả quan của thị trường bất động sản.
Chi phí tín dụng	1,0%	1,0%	↔	Chi phí tín dụng duy trì trong tầm kiểm soát ở mức thấp 1,0%, giảm từ mức trung bình 1,3% trong giai đoạn 2022-2024.
Tỷ lệ CIR	31,2%	30,2%	↓	Tỷ lệ chi phí hoạt động/TOI (CIR) cải thiện, nhờ doanh thu tăng mạnh & nỗ lực số hóa cũng như tối ưu hóa nhân sự/mạng lưới của các ngân hàng.
Tăng trưởng LNST-CĐTS	13,9%	19,0%	↑	Tăng trưởng lợi nhuận tăng tốc nhờ tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ và chi phí hoạt động (OPEX)/chi phí dự phòng được quản lý tốt.
ROE	18,1%	18,6%*	↑	Khả năng sinh lời cải thiện sẽ hỗ trợ định giá của ngành ngân hàng.

# Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu – Các ngân hàng quy mô lớn với năng lực huy động vốn mạnh và hệ sinh thái đa dạng – TCB, VPB, MBB, CTG

## Tiêu chí lựa chọn cổ phiếu

**1. Quy mô lớn:** Các ngân hàng lớn hưởng lợi từ lợi thế quy mô và có thể tiếp cận nhiều cơ hội tăng trưởng hơn, trong khi các ngân hàng nhỏ hơn có thể bị hạn chế ở một số tệp khách hàng/địa lý nhất định.

**2. Năng lực huy động vốn mạnh:** Trong bối cảnh tiền gửi khan hiếm, các ngân hàng có thương hiệu tiền gửi uy tín, tỷ lệ CASA cao và khả năng tiếp cận đa dạng các nguồn vốn sẽ có vị thế tốt hơn để kiểm soát chi phí vốn (COF) và bảo vệ NIM trong khi vẫn có thể tăng trưởng dư nợ cho vay ở mức cao.

**3. Hệ sinh thái đa dạng:** Các ngân hàng sở hữu các công ty con cung cấp sản phẩm & dịch vụ ngoài hoạt động ngân hàng truyền thống (ví dụ: chứng khoán, bảo hiểm nhân thọ/phi nhân thọ, quản lý quỹ) sẽ có năng lực cung cấp cho khách hàng bộ sản phẩm toàn diện hơn, giúp củng cố lòng trung thành của khách hàng với thương hiệu và gia tăng giá trị trọn đời của khách hàng.

**4. Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và định giá hấp dẫn.**

## Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu cho năm 2026

### TCB – Techcombank (Giá mục tiêu: 44.800 đồng, tổng mức sinh lời dự phóng: 30%)

- CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2027: 20%.
- Định giá: P/B trượt ở mức 1,53 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 1,39 lần.
- Luận điểm đầu tư: 1) Hưởng lợi lớn nhất từ chu kỳ tăng trưởng hiện tại của thị trường BĐS, 2) lợi thế COF thấp nhờ các giải pháp huy động vốn tiên phong, 3) hệ sinh thái mạnh mẽ với công ty chứng khoán hàng đầu TCX.

### VPB – VPBank (Giá mục tiêu: 38.000 đồng, tổng mức sinh lời dự phóng: 27%)

- CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2027F: 32%.
- Định giá: P/B trượt ở mức 1,56 lần, tương đương mức trung bình 5 năm là 1,58 lần.
- Luận điểm đầu tư: 1) ROE cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2026-27, nhờ đà phục hồi của thị trường BĐS và FE Credit, 2) tiềm năng tăng giá từ đợt phát hành riêng lẻ 5% cho cổ đông chiến lược SMBC.

### MBB – NH Quân đội (Giá mục tiêu: 32.500 đồng, tổng mức sinh lời dự phóng: 28%)

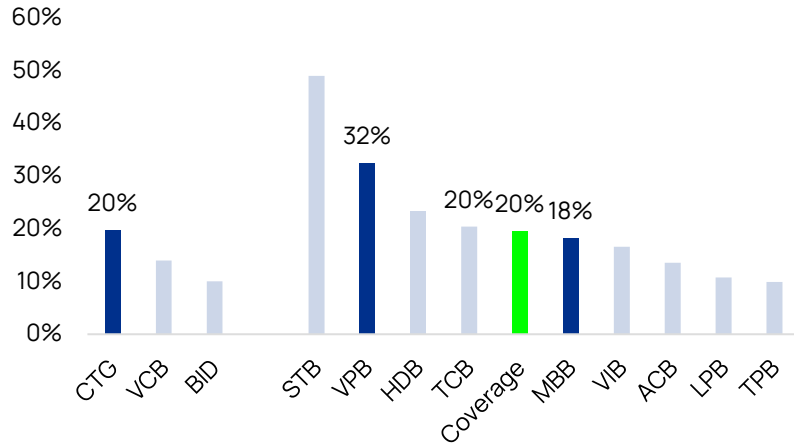
- CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2027: 18%.
- Định giá: P/B trượt ở mức 1,62 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 1,45 lần.
- Luận điểm đầu tư: 1) Hạn mức tín dụng cao và tỷ lệ CASA thuộc nhóm đầu ngành, 2) hệ sinh thái sản phẩm/dịch vụ tài chính đa dạng, 3) hưởng lợi từ nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS/năng lượng tái tạo.

### CTG – Vietinbank (Giá mục tiêu: 65.000 đồng, tổng mức sinh lời dự phóng: 25%)

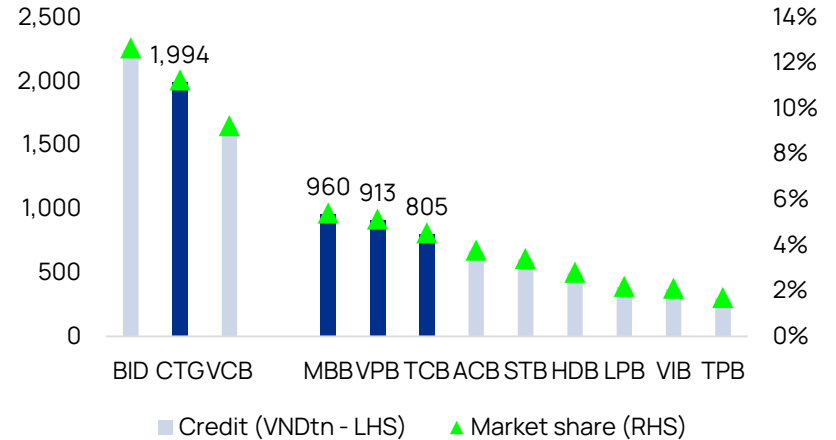
- CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2027: 20%.
- Định giá: P/B trượt ở mức 1,66 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 1,46 lần.
- Luận điểm đầu tư: 1) Tăng trưởng tín dụng cao nhất trong nhóm ngân hàng quốc doanh, 2) hưởng lợi từ nỗ lực thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ, 3) chi phí tín dụng hạ nhiệt sau nhiều năm trích lập dự phòng sẽ giúp cải thiện khả năng sinh lời.

# Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu – TCB, VPB, MBB và CTG có vị thế tốt để đạt được tăng trưởng EPS mạnh mẽ và bền vững trong giai đoạn 2025-2027

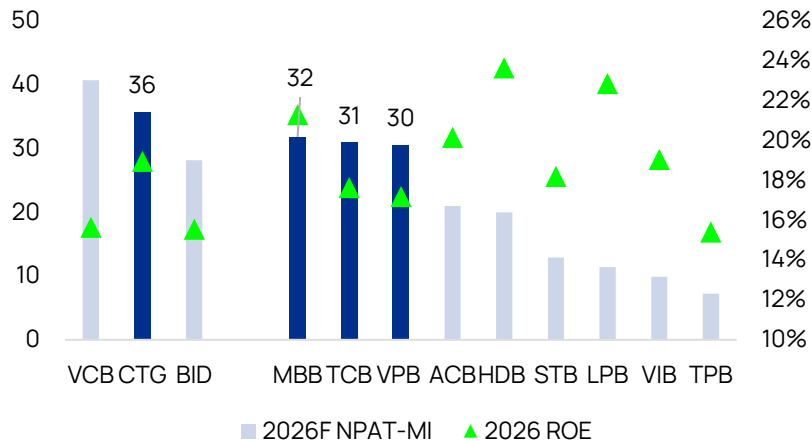
CAGR LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng giai đoạn 2024-2027



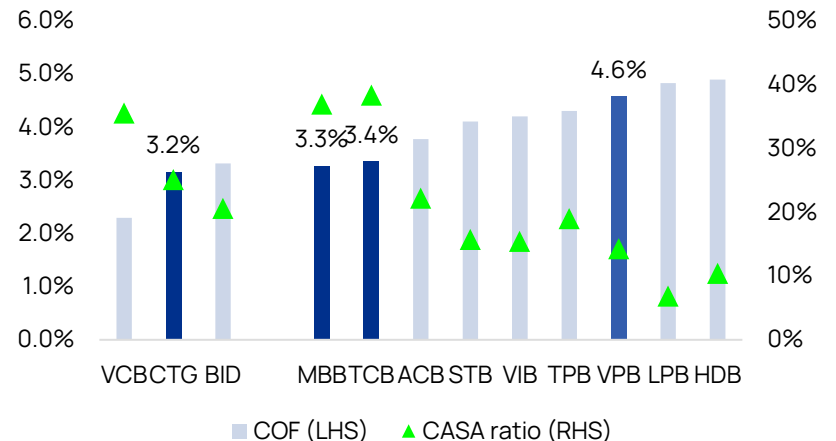
Tổng dư nợ tín dụng (nghìn tỷ đồng) và thị phần quý 3/2025



LNST sau lợi ích CĐTS và ROE dự phóng năm 2026



Tỷ lệ CASA và chi phí huy động trượt 12T trong quý 3/2025

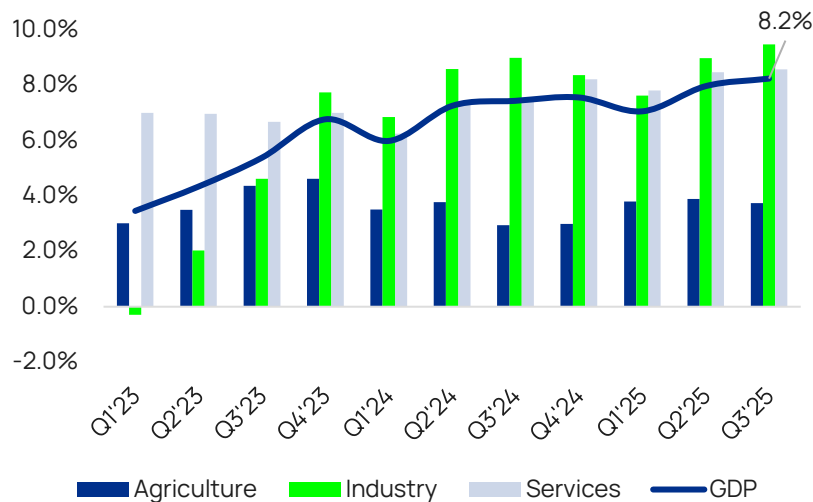


# Tổng kết kinh tế vĩ mô và triển vọng sắp tới

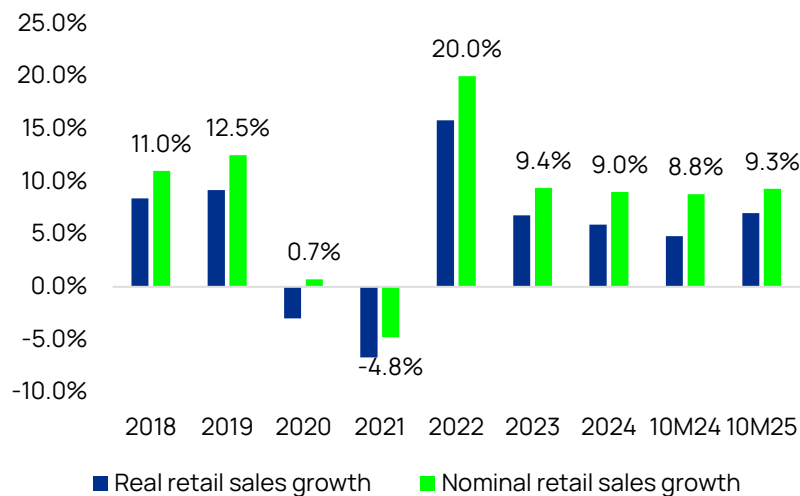
---

# Tăng trưởng GDP quý 3/2025 đạt mức cao nhất kể từ năm 2011 cùng với đà phục hồi của tiêu dùng bán lẻ

Tăng trưởng GDP hàng quý theo ngành, YoY



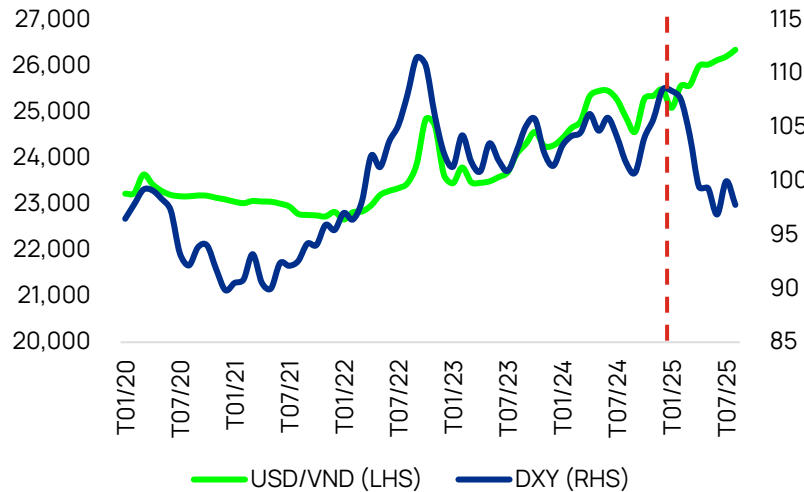
Doanh thu bán lẻ hàng năm, YoY



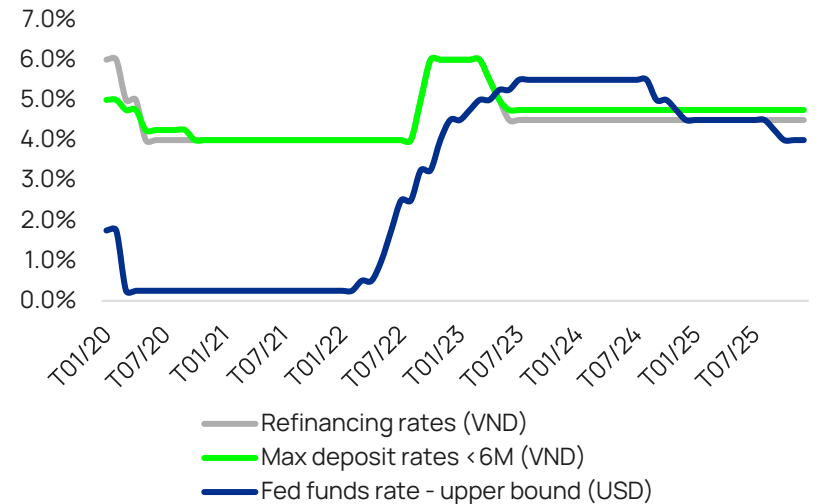
- Bất chấp những thách thức từ thuế quan của Mỹ, Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng kinh tế với GDP 9T 2025 đạt 7,9% (9T 2024: +6,9%) và vẫn đang trên đà đạt mức tăng trưởng trên 8% trong năm nay.
- Tiêu dùng bán lẻ tiếp tục phục hồi, nhưng mức tăng trưởng trong 10T 2025 vẫn thấp hơn xu hướng trước dịch COVID là 11-12%, cho thấy vẫn còn dư địa tăng trưởng trong thời gian tới.
- Về triển vọng sắp tới, Vietcap dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong giai đoạn 2025-2027 sẽ lần lượt đạt 8,1%/8,5%/8,8%. Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động kinh tế sôi động hơn sẽ tạo ra môi trường kinh doanh thuận lợi cho ngành ngân hàng.

# Việc Fed trì hoãn cắt giảm lãi suất đã gây áp lực đáng kể lên tỷ giá USD/VND

Chỉ số DXY so với tỷ giá USD/VND



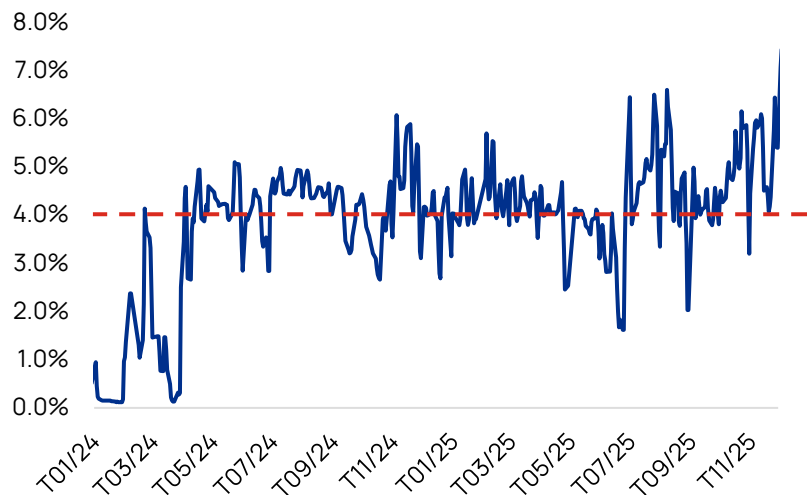
Lãi suất điều hành NHNN so với lãi suất mục tiêu của quỹ Fed



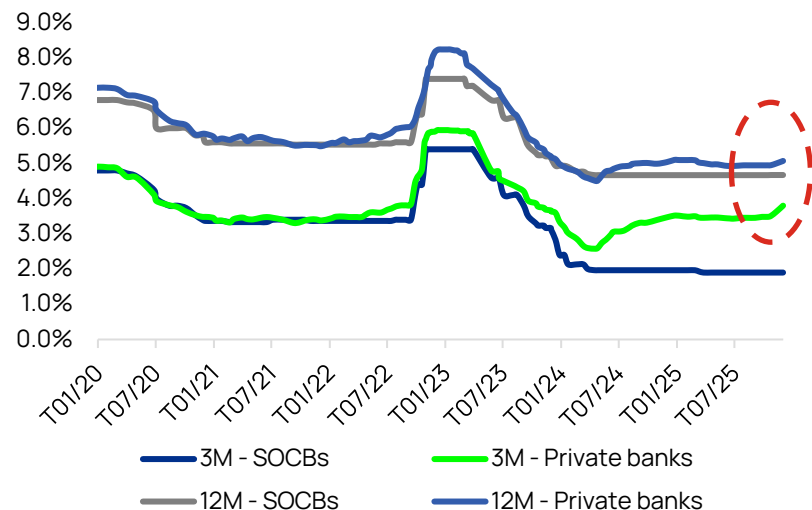
- Tỷ giá USD/VND đã chịu áp lực lớn trong năm nay (+3,5% YTD), khiến NHNN gặp nhiều khó khăn hơn trong việc duy trì các chính sách tiền tệ nới lỏng.
- Trong tháng 8 và tháng 10, NHNN đã phải can thiệp bằng cách bán hợp đồng USD kỳ hạn cho các ngân hàng thương mại.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng các đợt cắt giảm lãi suất của Fed, dòng vốn FDI và xuất khẩu tiếp tục khả quan, cùng với sự sẵn sàng bán USD kỳ hạn của NHNN khi cần thiết, sẽ giúp duy trì điều kiện thanh khoản USD và ổn định tỷ giá USD/VND. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng 2,0%.

# Áp lực tỷ giá và sự chênh lệch lớn giữa tăng trưởng tín dụng so với huy động vốn đã gây áp lực tăng lên lãi suất trong những tháng gần đây

Lãi suất liên ngân hàng qua đêm



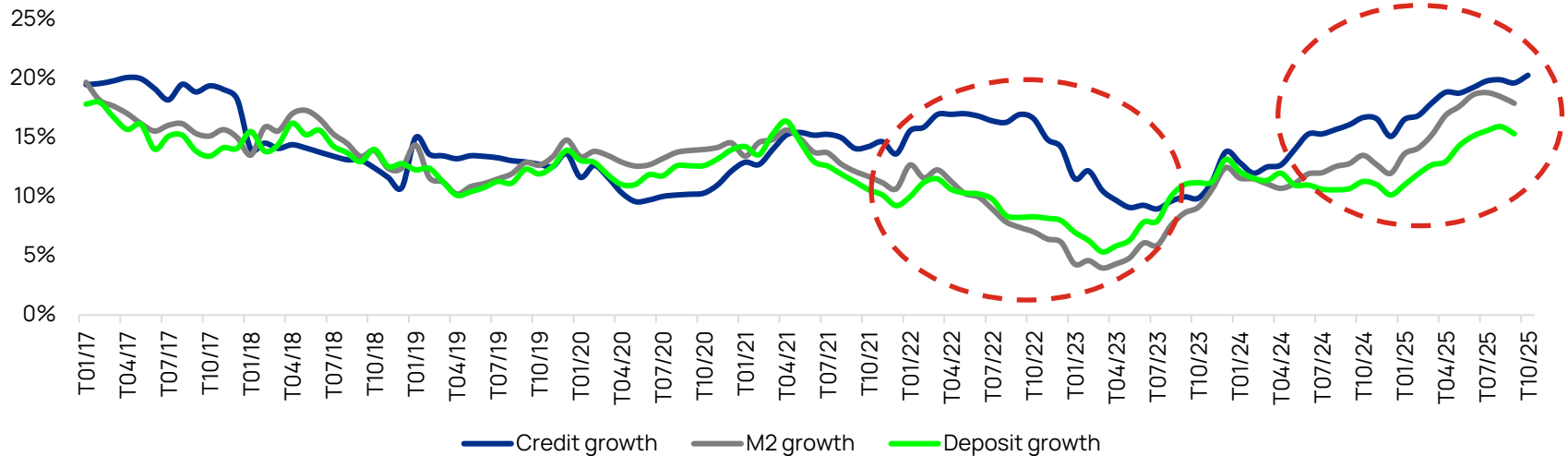
Lãi suất huy động niêm yết kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng\*



- Lãi suất liên ngân hàng qua đêm đã tăng lên mức trung bình 5% trong tháng 10 và tháng 11.
- Trong bối cảnh nguồn tiền gửi khan hiếm, các ngân hàng thương mại đã bắt đầu tăng lãi suất huy động kể từ tháng 7. Tuy nhiên, mức độ tăng vẫn còn tương đối khiêm tốn.
- Chúng tôi cho rằng thanh khoản thắt chặt hơn trong hệ thống ngân hàng xuất phát từ (1) áp lực tỷ giá kéo dài, (2) chênh lệch lớn giữa tăng trưởng tín dụng và huy động vốn, (3) các yếu tố mùa vụ, và (4) thặng dư NSNN lớn trong khi giải ngân đầu tư công còn tương đối chậm.

# Chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động vốn tiếp tục nới rộng trong 2025, dẫn tới sự cạnh tranh gay gắt hơn trong thu hút tiền gửi

Tăng trưởng tín dụng so với tăng trưởng cung tiền M2/tiền gửi (YoY)



- Nhu cầu tín dụng mạnh và lãi suất huy động thấp đã khiến chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động vốn ngày càng lớn. Tuy nhiên, mức chênh lệch hiện tại vẫn thấp hơn mức đỉnh từng ghi nhận trong năm 2022.
- Đáng chú ý, tăng trưởng cung tiền M2 (bao gồm tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng và giấy tờ có giá bên cạnh tiền gửi) đã bám sát tăng trưởng tín dụng hơn. Việc M2 tăng trưởng cao hơn huy động vốn có thể xuất phát từ: (1) các quy định thuế mới khiến các hộ kinh doanh tạm thời rút tiền mặt khỏi ngân hàng, và (2) các ngân hàng gia tăng phát hành giấy tờ có giá.

# Thanh khoản hệ thống thường thắt chặt hơn trong quý 4 khi nhu cầu tín dụng tăng mạnh vào dịp cuối năm

Tăng trưởng tín dụng hàng tháng

	Q1	Q2	Q3	Q4	Năm
2016	3,0%	5,0%	3,2%	5,9%	18,2%
2017	4,4%	4,4%	2,9%	5,4%	18,2%
2018	0,7%	4,1%	2,3%	3,2%	10,8%
2019	3,1%	4,1%	1,9%	3,9%	13,6%
2020	1,3%	2,3%	2,3%	5,7%	12,2%
2021	3,0%	3,4%	1,3%	5,3%	13,6%
2022	6,0%	3,3%	1,5%	2,8%	14,2%
2023	2,6%	2,1%	2,1%	6,4%	13,8%
2024	1,4%	4,6%	2,8%	5,5%	15,1%
2025	3,9%	5,8%	3,2%		

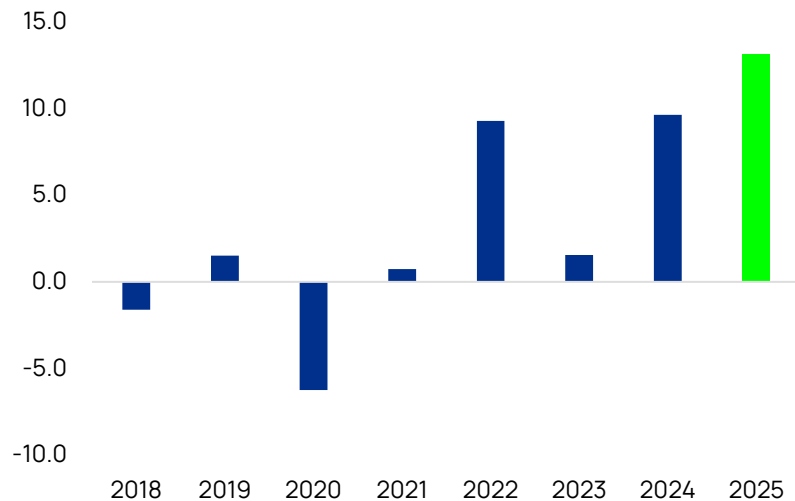
Lãi suất liên ngân hàng qua đêm, trung bình hàng tháng(\*)

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	Năm
2016	4,8%	3,3%	3,7%	4,3%	1,9%	1,3%	1,1%	0,9%	0,5%	0,5%	1,5%	3,6%	2,2%
2017	4,7%	3,3%	4,5%	4,6%	3,8%	2,2%	1,2%	0,6%	0,7%	0,7%	1,0%	1,0%	2,3%
2018	1,7%	2,6%	0,9%	1,1%	1,5%	1,1%	2,1%	3,9%	3,3%	3,6%	4,7%	4,7%	2,6%
2019	4,3%	4,4%	3,8%	3,8%	3,3%	3,3%	3,1%	3,4%	2,8%	1,9%	2,6%	3,0%	3,3%
2020	1,8%	2,3%	2,1%	2,3%	1,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,8%
2021	0,1%	1,3%	0,3%	0,5%	1,3%	1,1%	1,0%	0,8%	0,6%	0,7%	0,6%	0,8%	0,7%
2022	1,4%	2,7%	2,2%	1,8%	1,4%	0,4%	1,9%	3,5%	4,9%	5,8%	5,6%	4,6%	3,1%
2023	5,7%	5,4%	3,8%	4,5%	4,6%	1,8%	0,3%	0,2%	0,2%	1,2%	0,4%	0,3%	2,3%
2024	0,2%	2,4%	0,9%	4,0%	4,2%	3,9%	4,6%	4,5%	4,0%	3,6%	4,8%	4,0%	3,5%
2025	4,1%	4,5%	4,3%	3,9%	3,9%	3,2%	4,7%	4,5%	4,2%	4,9%	5,4%		4,4%

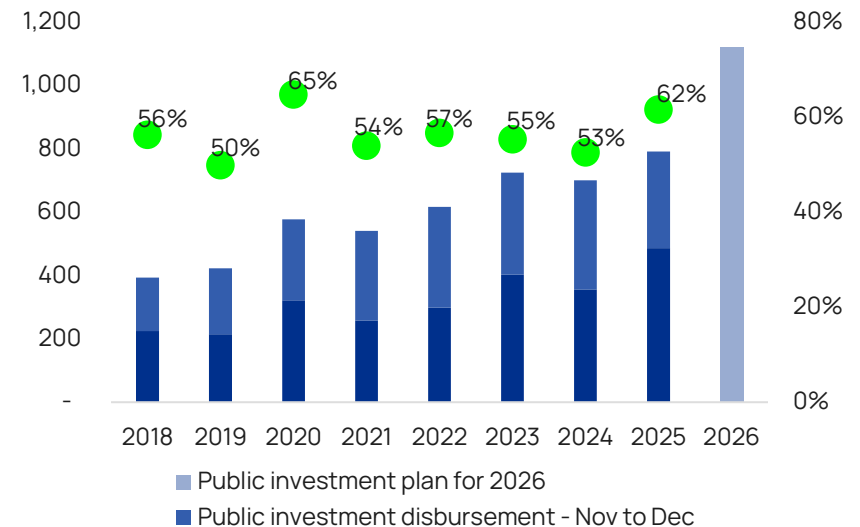
- Nhu cầu tín dụng tại Việt Nam thường tăng mạnh trong quý 4 do các doanh nghiệp gia tăng vay vốn để phục vụ sản xuất, đầu tư và thanh toán.
- Do đó, thanh khoản hệ thống và nguồn vốn thường trở nên căng thẳng hơn trong quý 4 khi các ngân hàng đẩy mạnh huy động vốn để đáp ứng nhu cầu của khách hàng, từ đó đẩy lãi suất liên ngân hàng lên cao hơn.
- Hiện tượng này đặc biệt gay gắt trong những năm mà chính sách tiền tệ của Fed mang tính thắt chặt so với lập trường của NHNN (2018, 2022, 2024 và 2025). Thông thường, áp lực nguồn vốn như vậy có thể kéo dài qua dịp Tết Nguyên đán (tháng 1 - tháng 2) trước khi bắt đầu hạ nhiệt từ tháng 3.

# Thu NSNN tăng mạnh so với giải ngân tương đối chậm đã góp phần khiến tăng trưởng tiền gửi ở mức thấp

Thặng dư/(thâm hụt) NSNN lũy kế 10T (tỷ USD)\*



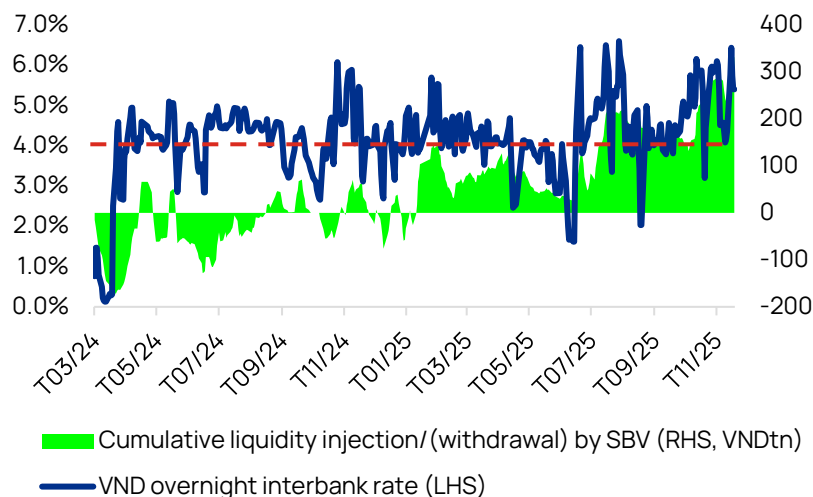
Giải ngân đầu tư công theo năm (nghìn tỷ đồng)



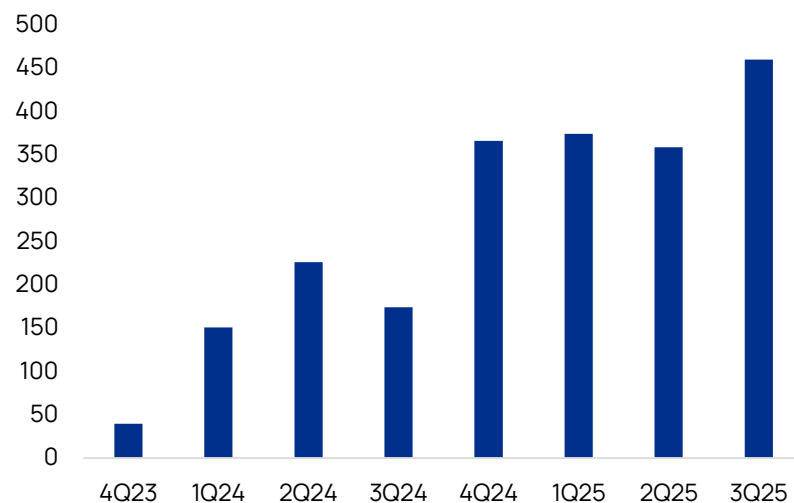
- Trong 10T 2025, thặng dư NSNN lũy kế đạt 347 nghìn tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với những năm gần đây khi thu NSNN tăng mạnh 30,8% YoY, đạt 2.183 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 111% dự toán cả năm, trong khi chi NSNN chỉ đạt 1.836 nghìn tỷ đồng và hoàn thành 71% kế hoạch năm.
- Giải ngân vốn đầu tư công hàng tháng đã cho thấy dấu hiệu cải thiện trong tháng 10 nhưng giải ngân lũy kế 10T 2025 vẫn thấp hơn nhiều so với kế hoạch năm, đạt 486 nghìn tỷ đồng (61,5% kế hoạch năm).
- Thặng dư NSNN lớn đã góp phần làm chậm tăng trưởng tiền gửi trong 10T 2025 do dòng tiền bị rút khỏi hệ thống. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng đây chỉ là hiện tượng tạm thời khi việc đẩy nhanh giải ngân đầu tư công vào cuối năm sẽ giúp trung hòa tác động này và hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi trong các tháng tới.

# Áp lực tăng lãi suất huy động vẫn nằm trong tầm kiểm soát khi NHNN duy trì lập trường nới lỏng trong chính sách tiền tệ

Nghiệp vụ thị trường mở (OMO) của NHNN (nghìn tỷ đồng)



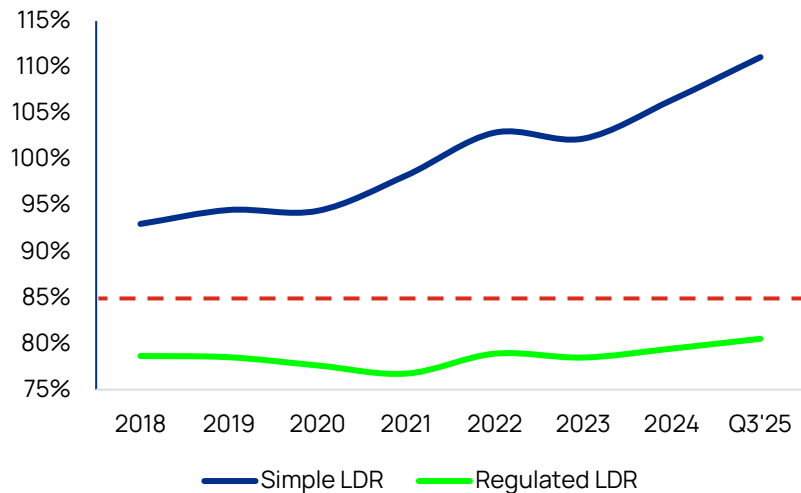
Tiền gửi kho bạc tại các ngân hàng quốc doanh (\*)



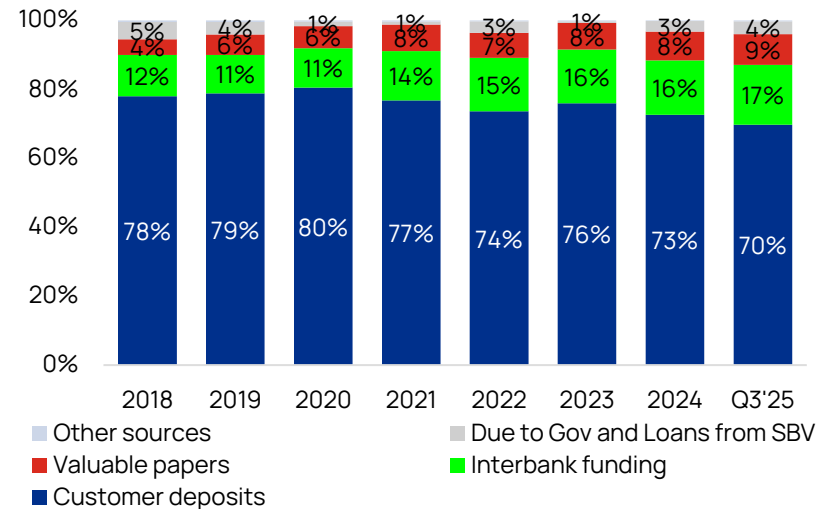
- Chúng tôi kỳ vọng áp lực tăng lãi suất huy động hiện tại sẽ nằm trong tầm kiểm soát do chúng tôi cho rằng NHNN sẽ duy trì lập trường nới lỏng trong chính sách tiền tệ nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP 10% của Chính phủ trong năm 2026.
- Trong hai năm qua, NHNN đã sử dụng kênh thị trường mở (OMO) một cách linh hoạt để hỗ trợ thanh khoản hệ thống. Vào đầu tháng 12, NHNN đã triển khai nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ (FX swap - theo đó NHNN mua USD giao ngay từ các ngân hàng thương mại và bán USD kỳ hạn 14 ngày) như một biện pháp can thiệp khác để hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn cho hệ thống.
- Song hành cùng NHNN, Kho bạc Nhà nước đã gia tăng đáng kể lượng tiền gửi tại các ngân hàng quốc doanh để hỗ trợ nguồn vốn cho các ngân hàng này.
- Bên cạnh đó, thanh khoản và nguồn vốn của hệ thống cũng sẽ được hỗ trợ bởi (1) các đợt cắt giảm lãi suất tiếp theo của Fed, (2) việc đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công, và (3) các hộ kinh doanh gửi tiền trở lại vào các ngân hàng thương mại khi họ đã thích ứng với các quy định mới về thuế và hóa đơn điện tử.

# LDR đã tăng đáng kể trong những năm gần đây, nhưng LDR theo quy định vẫn nằm trong tầm kiểm soát khi toàn ngành tiếp tục đa dạng hóa cơ cấu nguồn vốn

Tỷ lệ LDR đơn giản và điều chỉnh của ngành ngân hàng



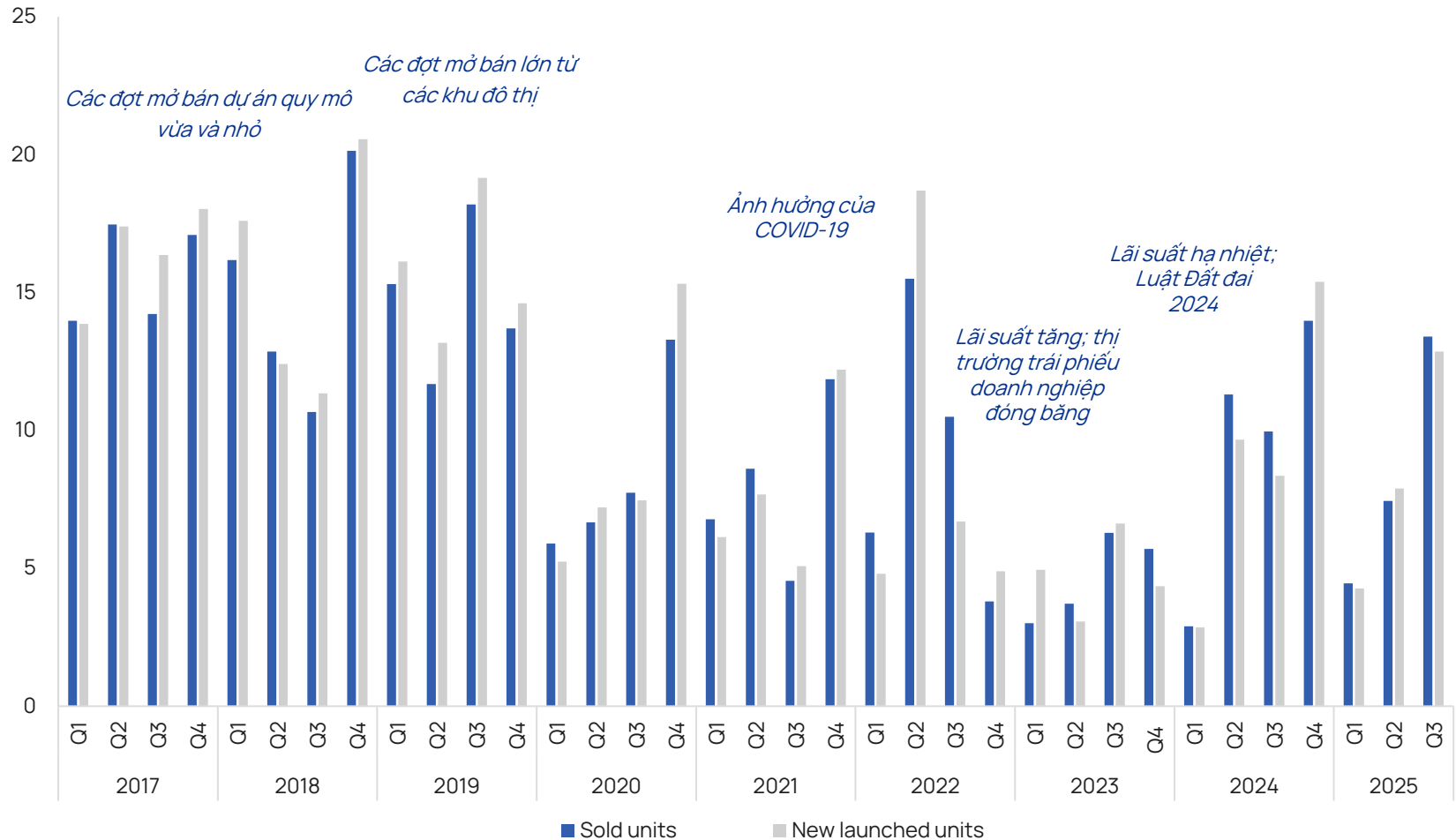
Cơ cấu các nguồn huy động của ngành



- Dựa trên dữ liệu của 27 ngân hàng niêm yết, tỷ lệ LDR (dư nợ cho vay khách hàng chia cho tiền gửi khách hàng) của ngành ngân hàng đã tăng đáng kể từ mức dưới 95% vào cuối năm 2018 lên trên 110% tính đến cuối quý 3/2025.
- Tỷ lệ LDR theo quy định của ngành (ước tính dựa trên công thức từ Thông tư 22/2019/TT-NHNN và Thông tư 26/2022/TT-NHNN) đã tăng dần theo thời gian nhưng vẫn duy trì ở mức thấp hơn nhiều so với trần quy định là 85%.
- Qua các năm, các ngân hàng đã thực hiện đa dạng hóa nguồn vốn từ tiền gửi khách hàng sang các nguồn khác, bao gồm phát hành giấy tờ có giá và các khoản vay nước ngoài.

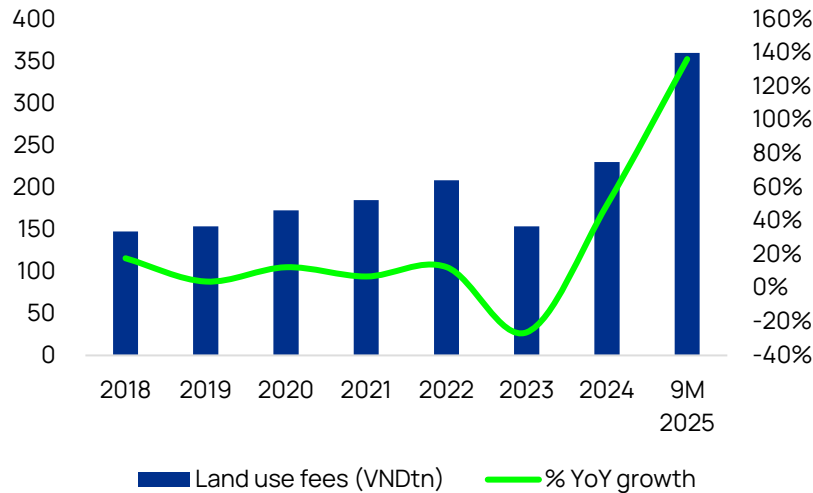
# Sự phục hồi của thị trường BĐS có tác động tích cực đến nhu cầu vay mua nhà và chất lượng tài sản của các ngân hàng

Tổng lượng giao dịch căn hộ tại thị trường sơ cấp Hà Nội và TP.HCM (nghìn căn)

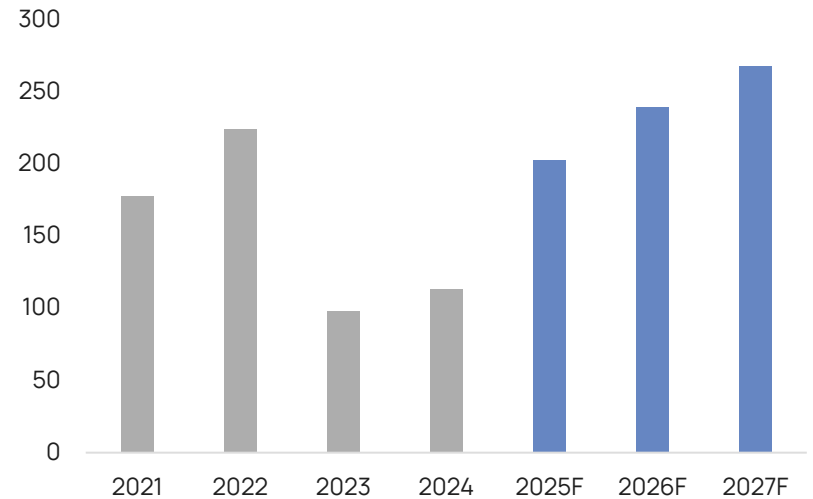


# Tiền sử dụng đất tăng mạnh trong năm nay, cho thấy nguồn cung dồi dào các dự án BĐS sắp được mở bán và tiêu thụ trong các quý tới

Tiền sử dụng đất (nghìn tỷ đồng)



Tổng doanh số bán BĐS của các chủ đầu tư BĐS thuộc danh mục theo dõi của Vietcap (nghìn tỷ đồng)



- Dựa trên dữ liệu sơ bộ từ Bộ Tài chính, số thu tiền sử dụng đất của Chính phủ đạt 360 nghìn tỷ đồng trong 9T 2025, tăng đáng kể 137% YoY và đã vượt mức thực hiện cả năm 2024 là 230 nghìn tỷ đồng.
- Đà tăng trưởng doanh số bán BĐS đang gia tăng nhanh chóng. Vietcap dự báo tổng doanh số bán hàng của 6 DN BĐS lớn trong danh mục theo dõi (VHM, KDH, NLG, NVL, DXG, HDC) trong giai đoạn 2025-2026 sẽ tăng gấp đôi so với tổng doanh số đạt được trong giai đoạn 2023-2024.
- Những con số này chứng minh rằng thủ tục pháp lý thông thoáng hơn, hạ tầng phát triển, và môi trường lãi suất thấp đã tạo điều kiện thuận lợi để các chủ đầu tư đẩy nhanh việc mở bán các dự án BĐS.
- Một thị trường BĐS sôi động sẽ là yếu tố then chốt để các ngân hàng phát triển mạnh mẽ trong kỷ nguyên tăng trưởng kinh tế cao mới này.

# Tổng kết hoạt động & triển vọng sắp tới của ngành Ngân hàng

---

# Bảng số liệu và định giá cổ phiếu ngân hàng

## Ngành Ngân hàng: Các số liệu chính

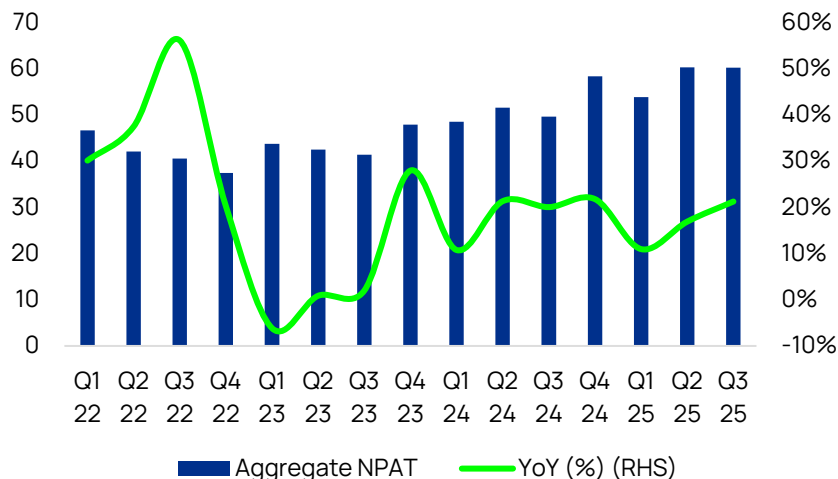
Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
VCB	MUA	18.664	74,8%	30,0%	728	8	58.900	73.500	10/11/2025	24,8%	1,4%	26,2%
CTG	MUA	10.590	64,5%	30,0%	468	15	52.000	65.000	17/11/2025	25,0%	0,0%	25,0%
BID	MUA	10.172	79,6%	30,0%	335	3	38.200	46.100	17/11/2025	20,7%	0,0%	20,7%
ACB	MUA	4.850	0,0%	30,0%	48	9	24.900	33.300	11/11/2025	33,7%	0,0%	33,7%
TCB	MUA	9.513	0,0%	22,5%	3	17	35.400	44.800	07/11/2025	26,6%	3,4%	29,9%
MBB	MUA	7.851	48,3%	23,2%	188	18	25.700	32.500	24/11/2025	26,5%	2,0%	28,4%
VPB	MUA	9.102	0,0%	30,0%	519	22	30.250	38.000	19/11/2025	25,6%	1,7%	27,3%
STB	PHTT	3.589	0,0%	30,0%	541	21	50.200	55.000	08/12/2025	9,6%	0,0%	9,6%
HDB	KQ	4.823	0,0%	17,5%	154	25	32.950	34.000	08/09/2025	3,2%	3,0%	6,2%
VIB	KQ	2.440	0,0%	5,0%	0	5	18.900	18.500	23/05/2025	-2,1%	0,0%	-2,1%
TPB	MUA	1.852	0,0%	30,0%	198	5	17.600	16.500	27/05/2025	-6,3%	0,0%	-6,3%
LPB	KKQ	5.608	0,0%	5,0%	226	3	49.500	39.300	18/11/2025	-20,6%	2,0%	-18,6%

## Ngành Ngân hàng: Tóm tắt định giá

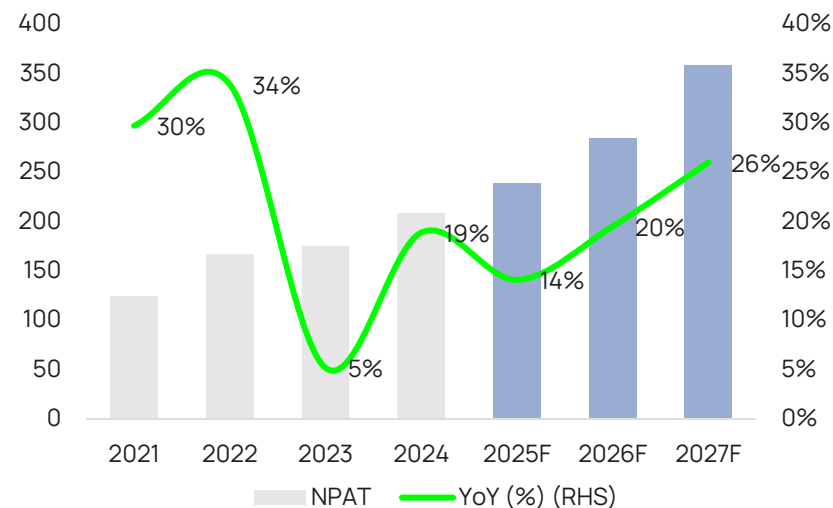
Mã	Giá cổ phiếu	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/B hiện tại x	P/B 2026F x	P/B 2027F x	P/E trượt x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	ROE 2026F%	Tài sản/VCSS quý gần nhất x
VCB	58.900	4,1%	12,0%	19,2%	2,21	1,78	1,58	15,2	13,6	11,4	15,6%	10,7
CTG	52.000	19,3%	18,2%	21,5%	1,66	1,35	1,15	9,6	8,9	7,3	19,0%	16,3
BID	38.200	2,0%	5,3%	17,7%	1,65	1,40	1,22	11,5	10,7	9,4	15,6%	18,3
ACB	24.900	6,5%	17,5%	17,0%	1,40	1,14	0,97	10,0	6,2	5,3	20,2%	10,4
TCB	35.400	19,2%	20,0%	21,4%	1,52	1,34	1,17	11,4	8,1	6,7	17,6%	6,3
MBB	25.700	10,5%	27,3%	31,0%	1,62	1,26	1,04	8,3	6,5	5,0	21,3%	10,0
VPB	30.250	41,4%	36,7%	20,9%	1,56	1,31	1,14	11,3	7,9	6,5	17,2%	7,4
STB	50.200	12,4%	14,1%	157,9%	1,51	1,23	0,88	7,7	8,1	3,1	18,2%	13,5
HDB	32.950	19,5%	9,9%	25,5%	1,75	1,44	1,17	7,9	6,9	5,5	22,9%	11,4
VIB	18.900	8,9%	14,7%	12,6%	1,42	1,25	1,10	8,5	7,2	6,4	18,2%	12,0
TPB	17.600	8,7%	9,5%	11,3%	1,16	0,90	0,78	9,6	6,4	5,8	15,2%	11,3
LPB	49.500	9,8%	6,9%	15,8%	3,40	2,77	2,33	14,6	13,7	11,8	22,9%	12,4

# Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận tổng hợp của các ngân hàng trong danh mục theo dõi sẽ tăng tốc từ mức 14% năm 2025 lên hơn 20% trong giai đoạn 2026-2027

LNST hàng quý (nghìn tỷ đồng)



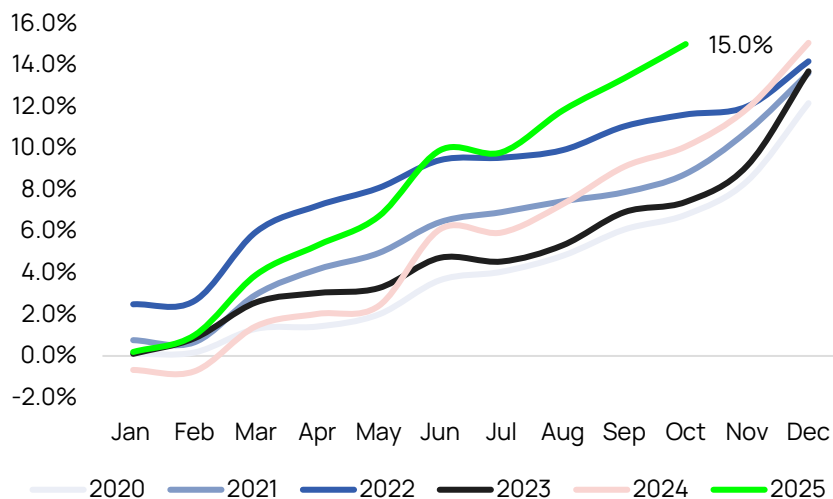
LNST hàng năm (nghìn tỷ đồng)



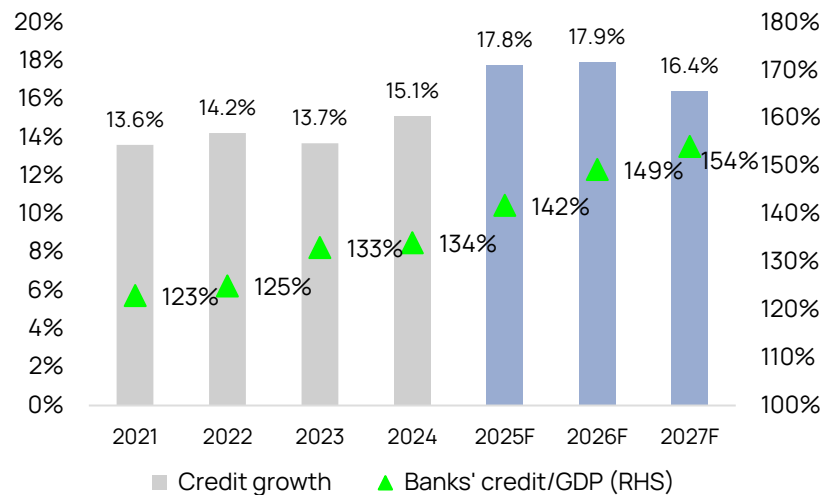
- Trong 9T 2025, các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận 16,4% YoY, được thúc đẩy bởi (1) tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập ngoài lãi (NOII) đạt 20,8% YoY, (2) chi phí dự phòng giảm nhẹ 0,9% YoY, và (3) chỉ số CIR cải thiện 38 điểm cơ bản. Trong khi đó, tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) ở mức thấp 7,3% do biên lãi ròng (NIM) thu hẹp bất chấp tăng trưởng tín dụng mạnh. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh giảm dự báo NIM đối với một số ngân hàng.
- Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo tổng LNST sẽ tăng 19,5% YoY, được hỗ trợ bởi (1) mức tăng 21,4% YoY trong tổng thu nhập lãi nhờ tăng trưởng tín dụng vững chắc và NIM ổn định, và (2) mức tăng 9,6% YoY trong tổng NOII, dẫn dắt bởi thu nhập từ thu hồi nợ mạnh mẽ khi thị trường BĐS tiếp tục phục hồi. Chi phí hoạt động (OPEX) sẽ được kiểm soát tốt với mức tăng 14,6% YoY khi các ngân hàng tiếp tục tối ưu hóa cơ cấu chi phí hoạt động thông qua số hóa. Trong khi đó, chúng tôi dự báo chi phí dự phòng sẽ tăng 23,0% do chi phí tín dụng tại BID và LPB trở lại mức bình thường sau khi đã giảm bộ đệm bao phủ nợ xấu (LLR), cũng như việc tiếp tục xử lý nợ xấu tại một số ngân hàng tập trung vào bán lẻ như HDB và TPB.

# Tăng trưởng tín dụng đạt mức cao nhất thập kỷ trong 10T 2025 và được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng mạnh trong năm 2026

## Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống hàng tháng



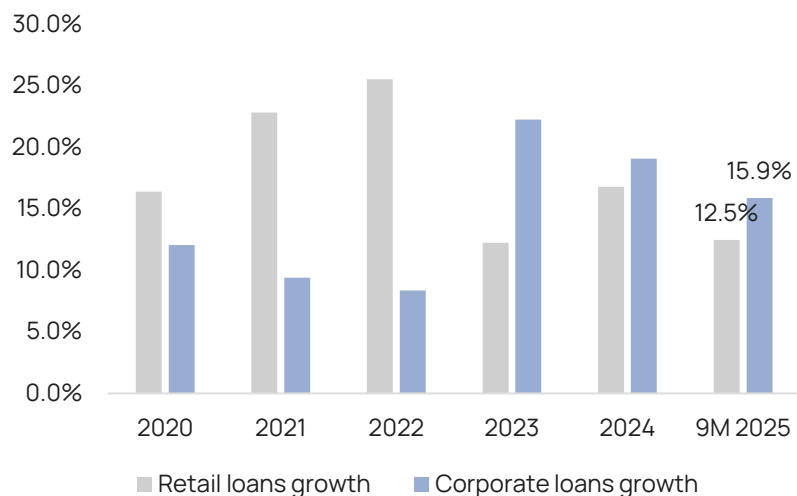
## Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống quy năm



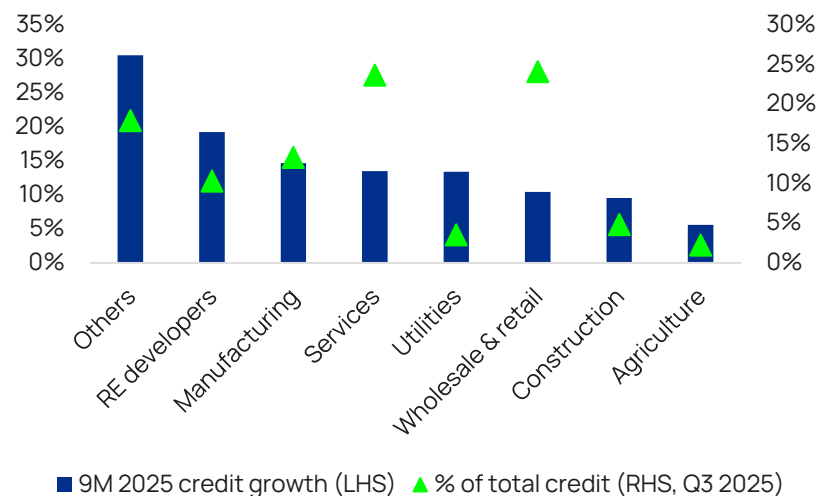
- Tăng trưởng tín dụng 10T 2025 đạt 15,0%, gần bằng mức tăng trưởng cả năm 2024 và thiết lập mức đỉnh trong nhiều năm, phản ánh nhu cầu tín dụng mạnh mẽ.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống sẽ duy trì ở mức cao 17,8% trong năm 2026, được hỗ trợ bởi (1) động lực kinh tế vững chắc phù hợp với mục tiêu tăng trưởng GDP 10% của Chính phủ cho năm 2026, và (2) lập trường chính sách tiền tệ nới lỏng được duy trì.
- Chúng tôi tin rằng tỷ lệ tín dụng trên GDP sẽ duy trì ở mức có thể kiểm soát được trong 3 năm tới, cùng với sự gia tăng dần trong đóng góp của các thị trường vốn thay thế (ví dụ: nâng hạng thị trường chứng khoán, mở rộng thị trường trái phiếu doanh nghiệp), và hiệu quả sử dụng vốn được cải thiện nhờ số hóa và tối ưu hóa quy trình để hỗ trợ mức tăng trưởng GDP mạnh mẽ trong năm 2026/2027 lần lượt là 8,5%/8,8%.

# Phân khúc cho vay doanh nghiệp vẫn là động lực chính của tăng trưởng tín dụng trong khi phân khúc bán lẻ tiếp tục đà tăng

Tăng trưởng cho vay bán lẻ và cho vay doanh nghiệp (\*)



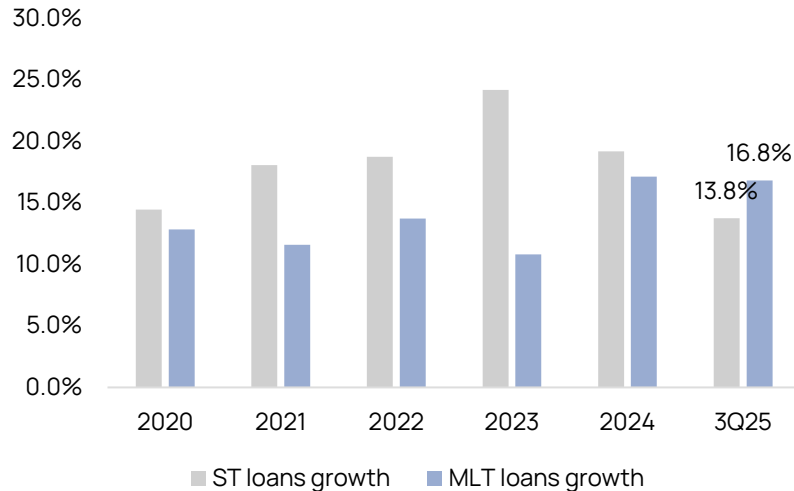
Tăng trưởng cho vay theo ngành (\*\*)



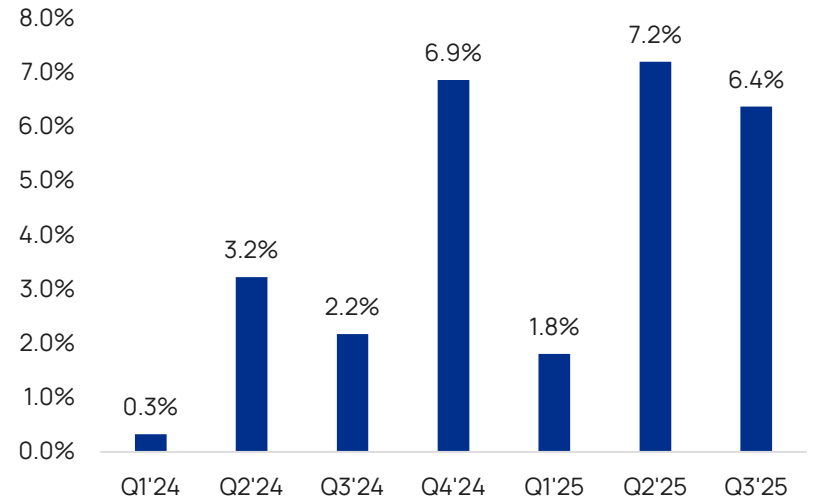
- Tăng trưởng tín dụng năm 2025 tiếp tục được dẫn dắt bởi phân khúc cho vay doanh nghiệp, đặc biệt là trong lĩnh vực BĐS và sản xuất, cũng như từ các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm.
- Ở mảng cho vay bán lẻ, hoạt động cho vay mua nhà tiếp tục hồi phục song hành với sự phục hồi của thị trường BĐS, trong khi nhu cầu từ các hộ kinh doanh còn yếu do các quy định mới về thuế.
- Đối với triển vọng năm 2026, chúng tôi kỳ vọng các động lực tăng trưởng tín dụng chính sẽ phần lớn tương tự như năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay bán lẻ sẽ tăng tốc mạnh hơn, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng mạnh mẽ của vay mua nhà và sự phục hồi của mảng cho vay hộ kinh doanh khi nhóm này thích ứng hoàn toàn với các quy định thuế mới và quay trở lại hoạt động kinh doanh bình thường.

# Giải ngân mạnh hơn đối với các khoản vay trung và dài hạn cho thấy niềm tin của doanh nghiệp và người tiêu dùng vững chắc hơn

Tăng trưởng cho vay theo kỳ hạn (\*)



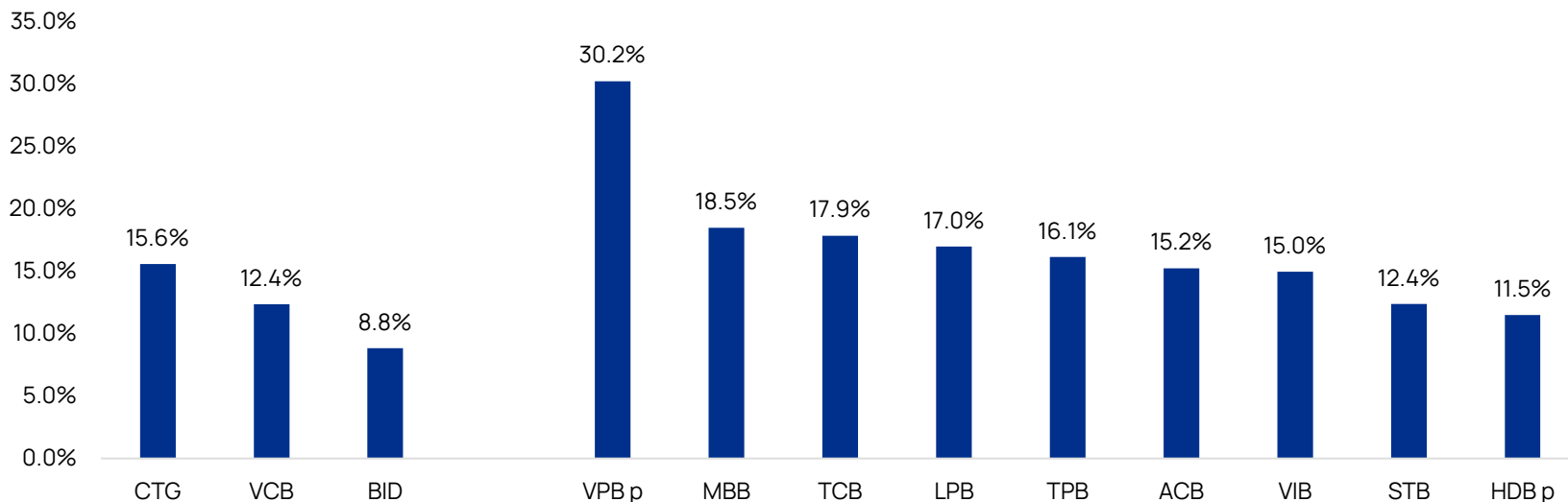
Tăng trưởng dư nợ cho vay mua nhà theo quý (\*\*)



- Trong 9T 2025, ngành ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng các khoản vay trung và dài hạn (MLT) mạnh hơn so với vay ngắn hạn (ST). Điều này cho thấy người tiêu dùng và doanh nghiệp đang tự tin hơn vào triển vọng của nền kinh tế Việt Nam, và do đó, ngân hàng sẵn sàng vay vốn với các kỳ hạn dài hơn.
- Về phía cho vay bán lẻ, vay mua nhà là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trung và dài hạn, nhờ vào mức lãi suất rất ưu đãi mà các ngân hàng đưa ra cùng với sự hỗ trợ pháp lý liên tục từ Chính phủ.
- Về phía doanh nghiệp, theo quan sát của chúng tôi, lĩnh vực BĐS và các dự án cơ sở hạ tầng lớn là những động lực chính cho sự tăng trưởng của các khoản vay trung và dài hạn.

# Sự phân hóa đáng chú ý về tăng trưởng tín dụng giữa các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi trong 9T 2025

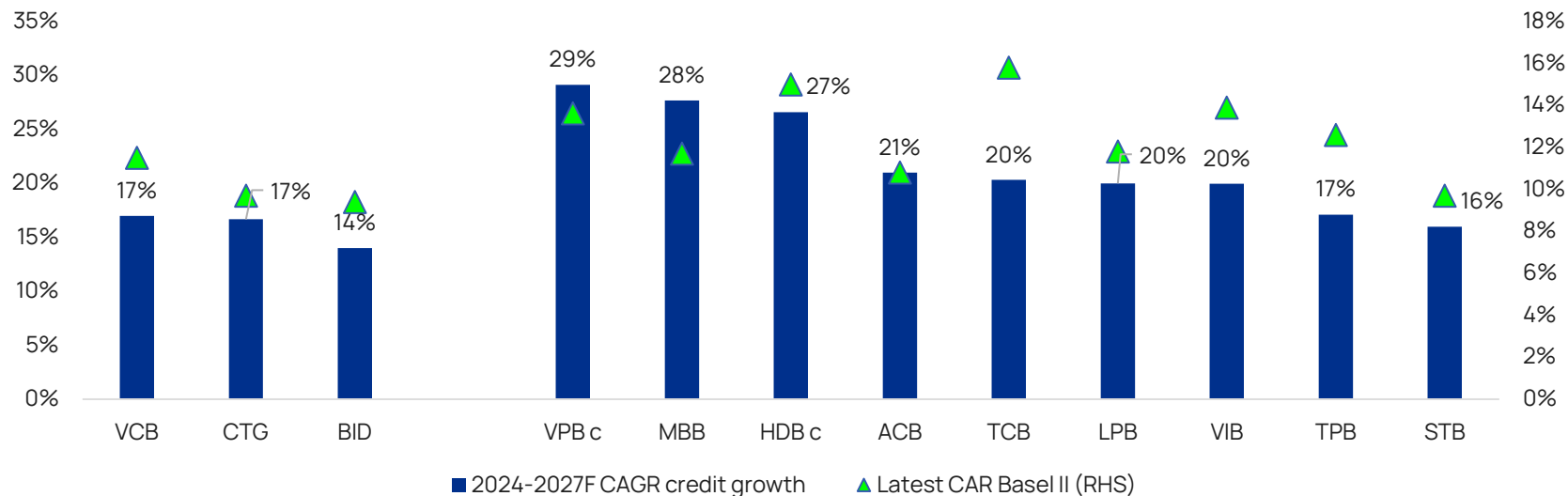
## Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi trong 9T 2025



- Trong 9T 2025, tăng trưởng tín dụng tổng hợp của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đạt 14,7% (vượt mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 13,4%) và duy trì đà tăng vững chắc trong quý 3/2025 với mức tăng 4,3% so với quý trước (so với 6,6% trong quý 2/2025) dù quý 3 thường là quý thấp điểm theo mùa vụ. Tăng trưởng tín dụng 9T 2025 của các ngân hàng trong danh mục theo dõi bao gồm cả các khoản vay đã bán cho các ngân hàng yếu kém là 16,1%.
- CTG ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ nhất trong nhóm ngân hàng quốc doanh, trong khi VPB, MBB và TCB là động lực chính của nhóm ngân hàng tư nhân. Trong khi VPB, MBB và TCB có lợi thế về quy mô và chuyên môn để mở rộng tín dụng sang cả phân khúc bán lẻ và doanh nghiệp, thì ACB và VIB đã chuyển hướng sang phân khúc cho vay doanh nghiệp nhằm đến mục tiêu tăng trưởng.
- HDB ghi nhận tăng trưởng tín dụng kém khả quan trong quý 3/2025 do việc bán các khoản vay để hỗ trợ ngân hàng Vikki kéo dài, trong khi VPB, MBB và VCB đã hoàn tất việc này trong quý 1/2025. Dư nợ được VCB, HDB, VPB và MBB bán ra trong 9T 2025 để hỗ trợ các ngân hàng yếu kém lần lượt là 51 nghìn tỷ đồng, 38 nghìn tỷ đồng, 15 nghìn tỷ đồng và 33 nghìn tỷ đồng.

# Các ngân hàng lớn, có tiềm lực vốn mạnh sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ

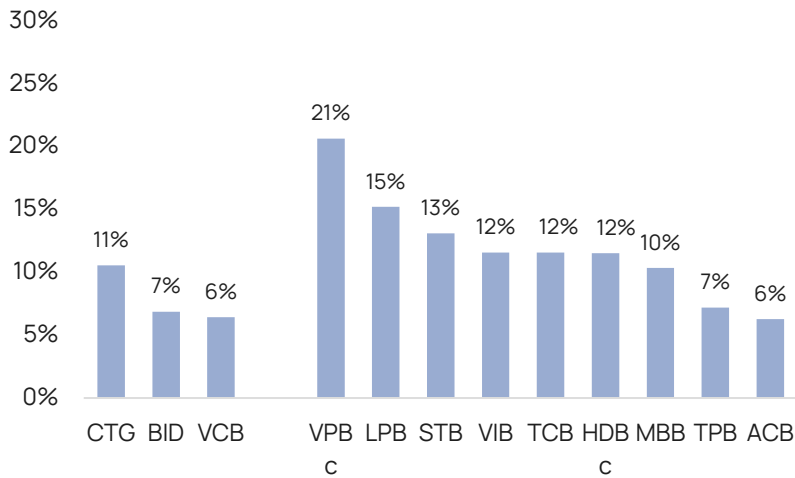
Tăng trưởng tín dụng và hệ số an toàn vốn (CAR) của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi



- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng tổng hợp của nhóm ngân hàng quốc doanh đạt khoảng 16% và nhóm ngân hàng tư nhân đạt khoảng 24% trong năm 2026, tương ứng mức tổng tăng trưởng tín dụng khoảng 20% cho danh mục theo dõi của chúng tôi.
- Trong nhóm các ngân hàng quốc doanh, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của CTG và VCB lần lượt đạt 17% và 18%, mức tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với con số 14% của BID.
- Trong nhóm ngân hàng tư nhân, chúng tôi tin rằng các ngân hàng lớn như TCB, MBB và VPB sẽ có vị thế tốt hơn để đạt được tăng trưởng tín dụng cao nhờ vào nguồn vốn huy động mạnh mẽ, nền tảng vốn vững chắc và cơ sở khách hàng lớn, đa dạng.

# Tăng trưởng tiền gửi chậm gây áp lực lên lãi suất nhưng tỷ lệ CASA cải thiện nhẹ so với cùng kỳ

Tăng trưởng tiền gửi trong 9T 2025 của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi



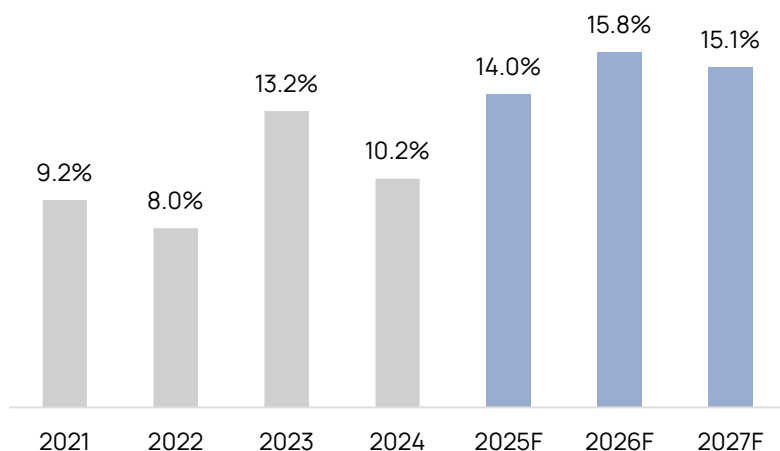
Tỷ lệ CASA tổng hợp của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi



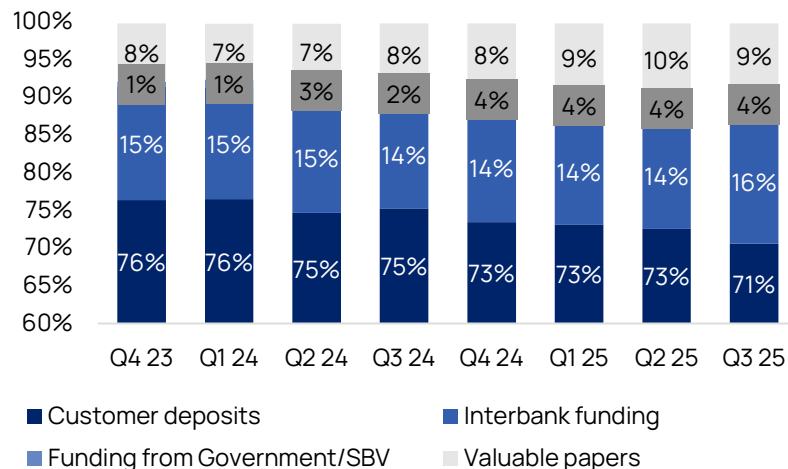
- Tăng trưởng tiền gửi 9T 2025 đạt 9,7%, tiếp tục thấp hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng. Kể từ đầu năm, các ngân hàng quốc doanh vẫn chưa tăng lãi suất huy động. Trong 5 tháng qua, một số ngân hàng tư nhân - chủ yếu là các ngân hàng nhỏ - đã tăng lãi suất trung bình 10–50 điểm cơ bản từ nền thấp (tập trung vào các kỳ hạn từ 9 tháng trở xuống). Nhận định chung của các ngân hàng là áp lực lãi suất huy động sẽ gia tăng về cuối năm, với một số dự báo mức tăng 20–50 điểm cơ bản trong nửa cuối năm 2025 so với nửa đầu năm. Trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng mạnh và nhu cầu thanh khoản mùa vụ, các ngân hàng lớn cũng có thể tăng lãi suất huy động, mặc dù môi trường lãi suất chung được kỳ vọng vẫn sẽ hỗ trợ tăng trưởng.
- Tỷ lệ CASA tổng hợp của các ngân hàng trong danh mục theo dõi cải thiện nhẹ so với cùng kỳ lên 24,4% trong quý 3/2025 và tương đối đi ngang so với quý trước. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tăng theo mùa vụ trong quý 4. Bất chấp áp lực tăng lên lãi suất huy động, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng dài hạn đối với tỷ lệ CASA, được hỗ trợ bởi nỗ lực thúc đẩy thanh toán không dùng tiền mặt của Chính phủ và sự gia tăng tính minh bạch trong khu vực tư nhân.
- Chúng tôi tin rằng các ngân hàng có quy mô lớn và năng lực số hóa mạnh - như TCB, VPB, MBB và các ngân hàng quốc doanh lớn - có vị thế tốt để nắm bắt đà tăng trưởng CASA.

# Tăng trưởng tiền gửi sẽ cải thiện trong năm 2026 trong khi các ngân hàng cũng khai thác các nguồn vốn khác để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ hơn

Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống quy năm



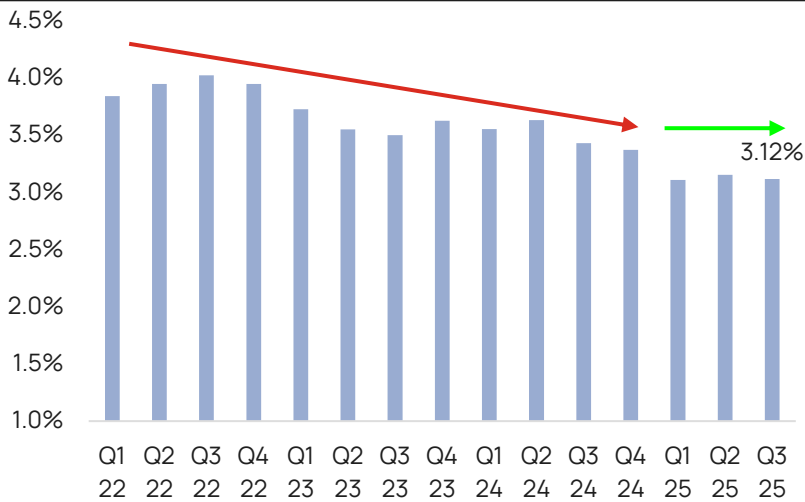
Cơ cấu các nguồn huy động



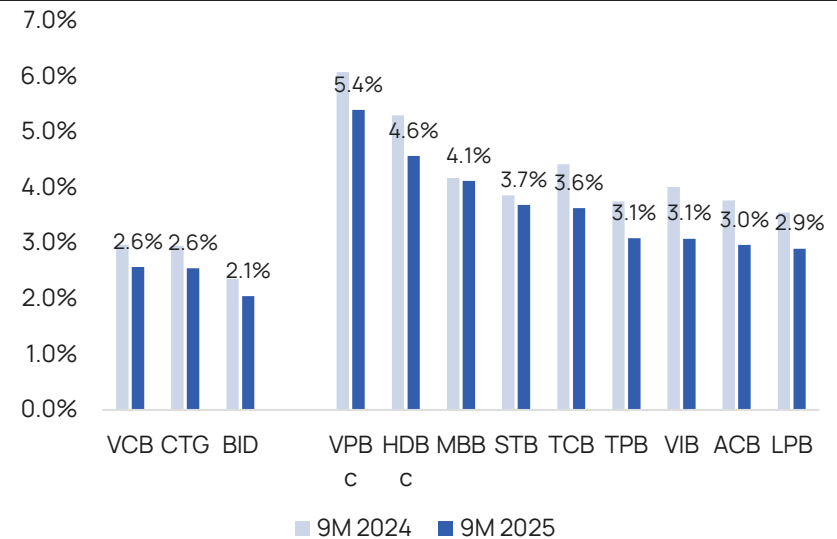
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống sẽ tăng mạnh hơn trong năm 2026, đạt mức 15,8%, tuy nhiên vẫn thấp hơn mức dự báo tăng trưởng tín dụng là 17,9% của chúng tôi. Do tăng trưởng tiền gửi yếu, trong các quý gần đây, các ngân hàng đã tìm đến các nguồn vốn khác như tiền gửi từ Kho bạc Nhà nước và giấy tờ có giá để bù đắp sự thiếu hụt nguồn vốn.
- Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tiền gửi năm 2026 sẽ tăng cao hơn so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi (1) tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao, (2) việc tiếp tục thúc đẩy thanh toán không dùng tiền mặt và giao dịch xuyên biên giới (Thái Lan, Campuchia, Trung Quốc, v.v.), và (3) lãi suất huy động tăng ở mức vừa phải trong khi mặt bằng lãi suất chung vẫn mang tính hỗ trợ. Sự phục hồi của sản xuất, xuất khẩu, du lịch và đầu tư tư nhân cũng sẽ giúp cải thiện thu nhập từ lương và dòng tiền doanh nghiệp, qua đó củng cố thêm lượng tiền gửi trong hệ thống.
- Tổng nguồn vốn huy động từ Chính phủ/NHNN của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đã tăng hơn 2 lần so với cùng kỳ trong quý 3/2025. Tiền gửi từ Kho bạc Nhà nước chiếm phần lớn trong các nguồn vốn này, và gần như chỉ có các ngân hàng quốc doanh mới tiếp cận được loại hình tiền gửi này.
- Giấy tờ có giá đã trở thành nguồn vốn trung và dài hạn quan trọng đối với các ngân hàng (tăng trưởng 30% YoY đối với các ngân hàng trong danh mục theo dõi). Đáng chú ý, TCB, VPB và VIB đã tích cực phát hành giấy tờ có giá như một phần trong chương trình sinh lời tự động của các ngân hàng.

# NIM tiếp tục chịu áp lực lớn trong năm 2025 nhưng có khả năng đã chạm đáy năm 2025

Tổng NIM của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap, hàng quý



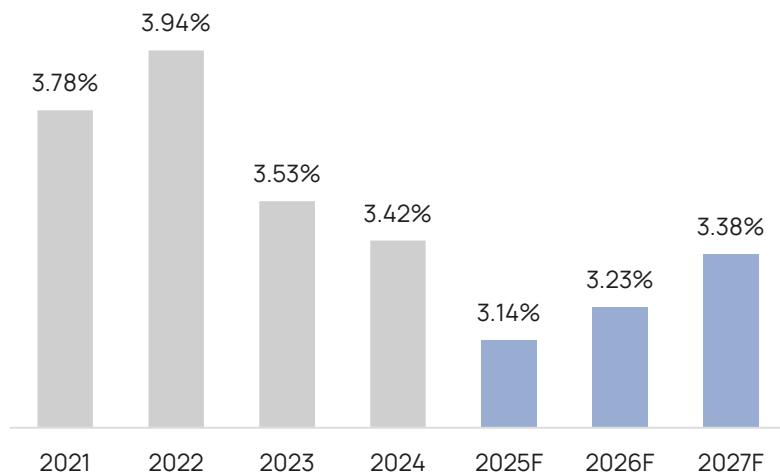
NIM của các ngân hàng



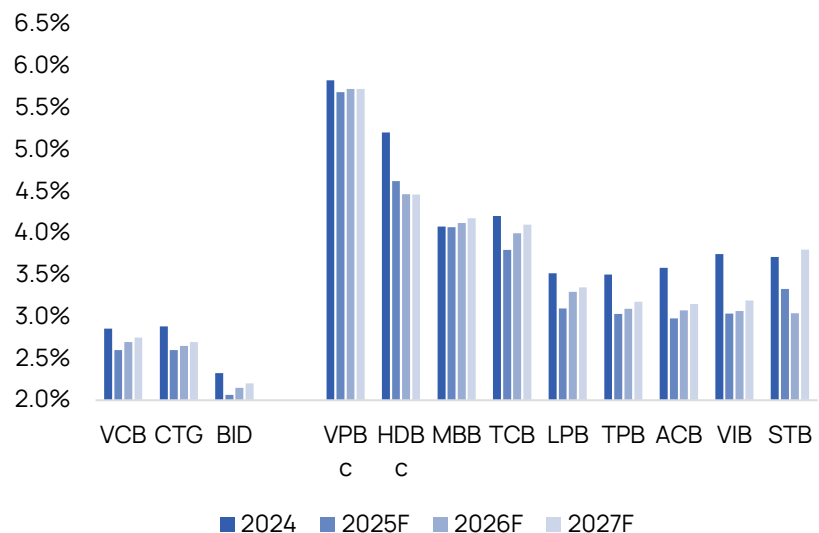
- Tổng NIM giảm nhẹ trong quý 3/2025 xuống còn 3,12% (-4 điểm cơ bản QoQ, -31 điểm cơ bản YoY) và không cải thiện như chúng tôi kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ việc cạnh tranh lãi suất cho vay tiếp diễn và chi phí vốn (COF) tăng lên trong bối cảnh áp lực về nguồn vốn/thanh khoản gia tăng (đặc biệt tại các ngân hàng tư nhân nhỏ).
- HDB ghi nhận mức sụt giảm NIM theo quý mạnh nhất là 143 điểm cơ bản, do chất lượng tài sản suy giảm và tăng trưởng tín dụng kém khả quan tại ngân hàng này. Trong khi đó, một nửa số ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đã duy trì được mức NIM ổn định hoặc thậm chí cải thiện NIM đáng kể (VPB, STB, TPB), chủ yếu nhờ sự cải thiện mạnh mẽ của lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) đã bù đắp cho sự gia tăng của chi phí vốn.

# Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện nhẹ trong năm 2026 nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức lịch sử

Tổng NIM danh mục theo dõi



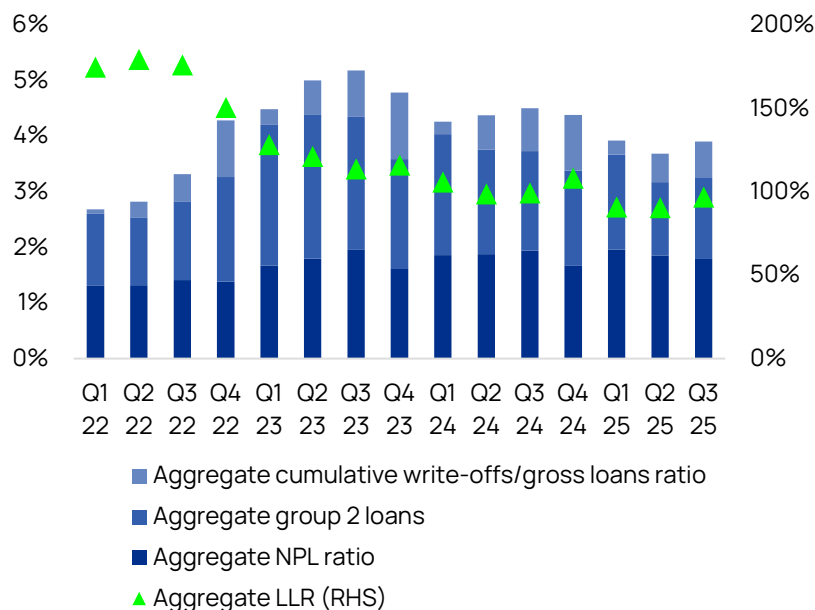
NIM của các ngân hàng



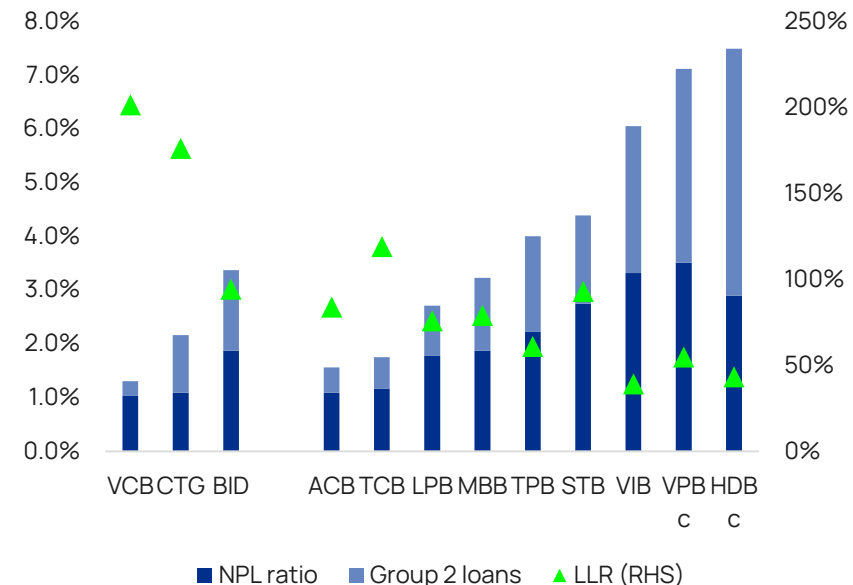
- Mặc dù NIM quý 3/2025 yếu hơn dự kiến, dẫn đến việc chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo NIM cho hầu hết các ngân hàng, nhưng chúng tôi đã ghi nhận những chia sẻ khả quan từ nhiều ngân hàng trong danh mục theo dõi rằng NIM của họ đã chạm đáy vào giữa năm 2025.
- Trong năm 2026, chúng tôi dự báo tác động tiêu cực lên NIM từ việc chi phí vốn tăng nhẹ sẽ được bù đắp bởi: (2) nhu cầu tín dụng mạnh mẽ trong khi nguồn cung vẫn được định mức dẫn đến định giá lãi suất vay hợp lý hơn, (3) tăng trưởng cho vay bán lẻ mạnh hơn, (4) giải ngân các khoản vay trung và dài hạn cao hơn, và (5) chất lượng tài sản cải thiện. Chúng tôi dự báo tổng NIM của các ngân hàng trong danh mục theo dõi năm 2026 sẽ cải thiện 9 điểm cơ bản YoY lên 3,23%.
- Chúng tôi dự phóng tổng NIM cho cả nhóm ngân hàng quốc doanh và ngân hàng tư nhân sẽ tăng 8 điểm cơ bản YoY trong năm 2026.

# Chất lượng tài sản cải thiện trong năm 2025 nhờ tăng trưởng kinh tế tích cực và thị trường BĐS khởi sắc hơn

Chất lượng tài sản của danh mục ngân hàng Vietcap theo dõi



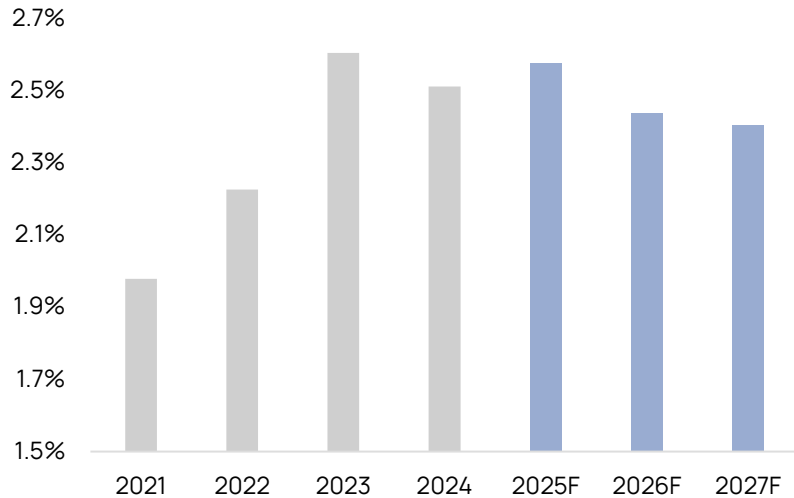
Chất lượng tài sản tại Q3 2025



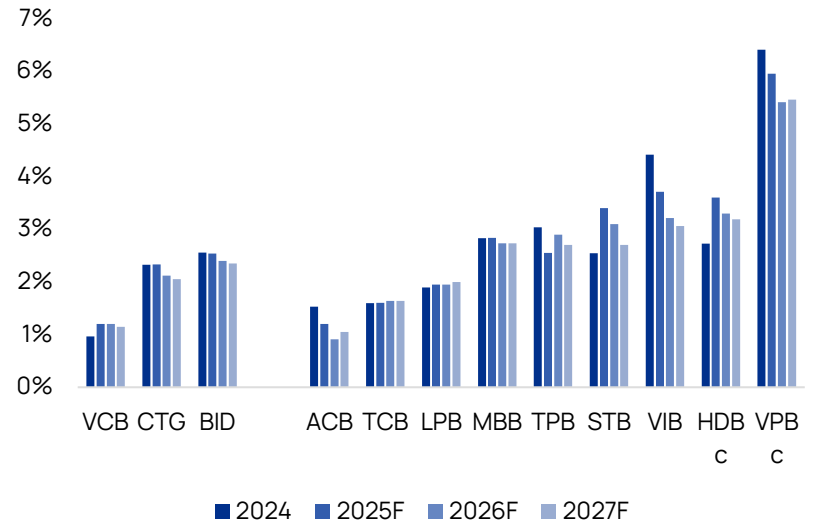
- Tổng tỷ lệ nợ xấu quý 3/2025 đạt 1,80% (-15 điểm cơ bản YoY) với tổng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt 97% (-2,5 điểm % YoY). Tổng tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng cải thiện, đạt 1,45% (-37 điểm cơ bản YoY), cho thấy rủi ro hình thành nợ xấu đang giảm dần.
- Ngoại trừ BID, HDB và STB, tất cả các ngân hàng trong danh mục theo dõi đều duy trì hoặc cải thiện tỷ lệ nợ xấu. Sự cải thiện chất lượng tài sản mạnh mẽ nhất so với cùng kỳ được ghi nhận tại CTG, ACB và VPB.
- Xét theo phân khúc, phân khúc cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) vẫn đang đối mặt với nhiều thách thức nhất do hạn chế tương đối về năng lực cạnh tranh và nguồn lực tài chính. Trong khi đó, phân khúc doanh nghiệp lớn vẫn duy trì sự vững vàng và phân khúc bán lẻ tiếp tục đà cải thiện.

# Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026 khi đà tăng trưởng kinh tế và sự phục hồi của thị trường BĐS tiếp tục được củng cố

Tỷ lệ nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý rủi ro bằng dự phòng



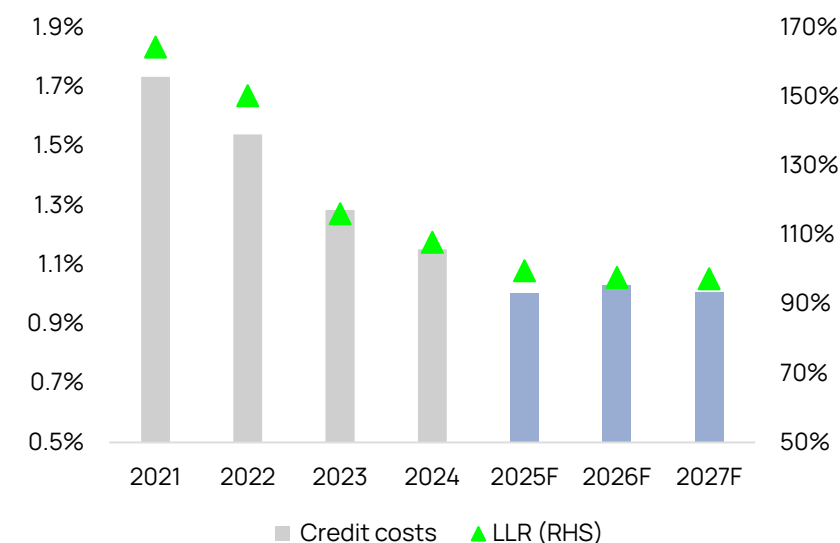
Tỷ lệ nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý rủi ro bằng dự phòng của các ngân hàng



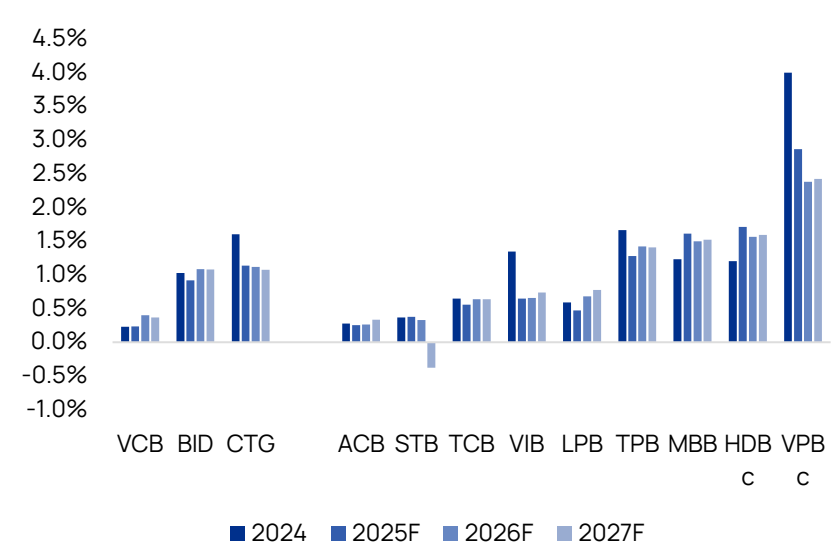
- Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện trong năm 2026, được hỗ trợ bởi (1) hoạt động kinh tế mạnh mẽ hơn, (2) đà phục hồi của thị trường BĐS, và (3) việc luật hóa Nghị quyết 42/2017 (có hiệu lực từ tháng 10/2025) cung cấp cho các ngân hàng một khung pháp lý để xử lý nợ xấu hiệu quả hơn.
- Do đó, chúng tôi dự báo tổng tỷ lệ nợ xấu (bao gồm cả nợ đã xử lý) của các ngân hàng trong danh mục theo dõi sẽ giảm 14 điểm cơ bản YoY xuống 2,44%. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng quốc doanh và ngân hàng tư nhân lớn sẽ tiếp tục vượt trội hơn các ngân hàng tư nhân nhỏ về chất lượng tài sản.

# Chi phí tín dụng sẽ được kiểm soát tốt trong năm 2026 khi tỷ lệ hình thành nợ xấu hạ nhiệt trong bối cảnh vĩ mô thuận lợi

Tổng chi phí tín dụng và tỷ lệ LLR của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi



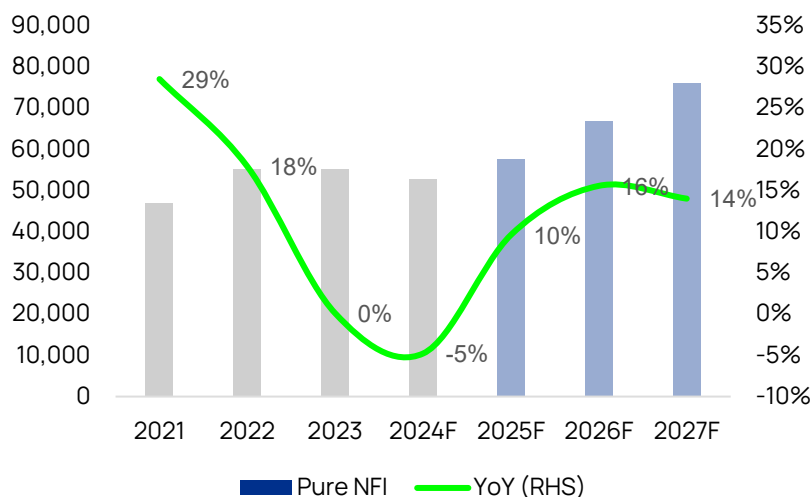
Chi phí tín dụng của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi



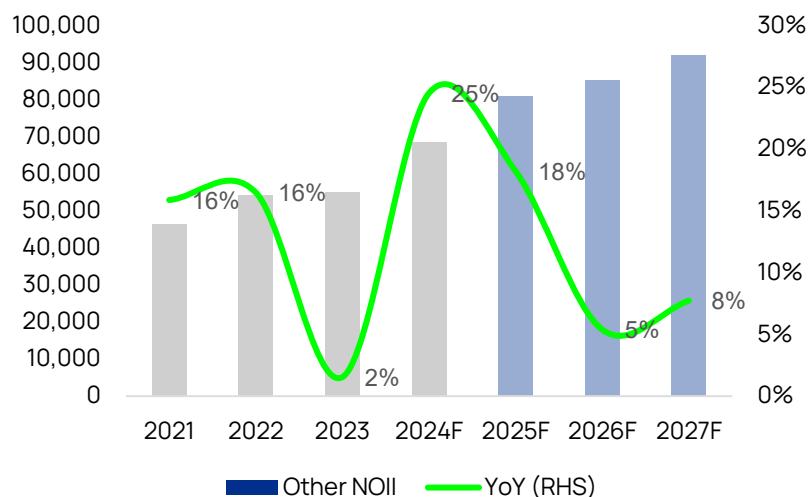
- Với triển vọng tích cực về chất lượng tài sản, chúng tôi kỳ vọng tổng chi phí tín dụng trong năm 2026 sẽ duy trì ở mức thấp khoảng 1%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 1,4% trong giai đoạn 2021-2024. Ngoài ra, chúng tôi dự báo tổng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) sẽ đi ngang.
- Mặc dù chúng tôi dự báo chi phí tín dụng năm 2026 sẽ gần như đi ngang so với cùng kỳ, nhưng sẽ có sự phân hóa trong diễn biến chi phí tín dụng giữa các ngân hàng trong danh mục theo dõi. Cụ thể, VCB và BID sẽ có chi phí tín dụng trở lại mức bình thường từ mức nền thấp, trong khi VPB sẽ chứng kiến sự cải thiện rõ rệt nhất về chi phí tín dụng. Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ tiếp tục giảm chi phí tín dụng hơn nữa trong năm 2026 khi lĩnh vực BĐS (chiếm 36% dư nợ cho vay quý 3/2025) và công ty tài chính tiêu dùng FE Credit (chiếm 7% dư nợ cho vay quý 3/2025) tiếp tục đà phục hồi mạnh mẽ.
- Chúng tôi dự báo chi phí tín dụng của các cổ phiếu khuyến nghị hàng đầu còn lại sẽ ổn định so với cùng kỳ (CTG, TCB) hoặc thậm chí cải thiện nhẹ (MBB) nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và hoạt động thu hồi nợ tiếp tục được cải thiện trong bối cảnh kinh tế thuận lợi.

# Tăng trưởng thu phí dịch vụ (NFI) sẽ được củng cố trong năm 2026, trong khi tăng trưởng các khoản thu nhập ngoài lãi (NOII) khác sẽ chững lại do mức nền cao

Tổng NFI



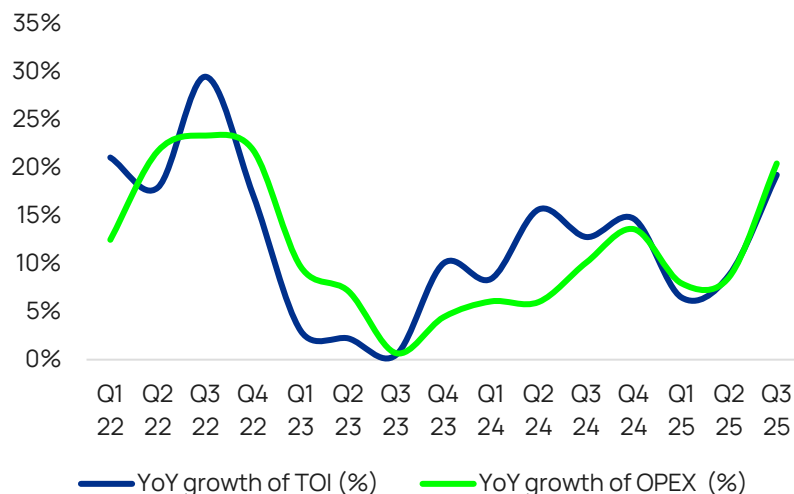
Tổng NOII khác



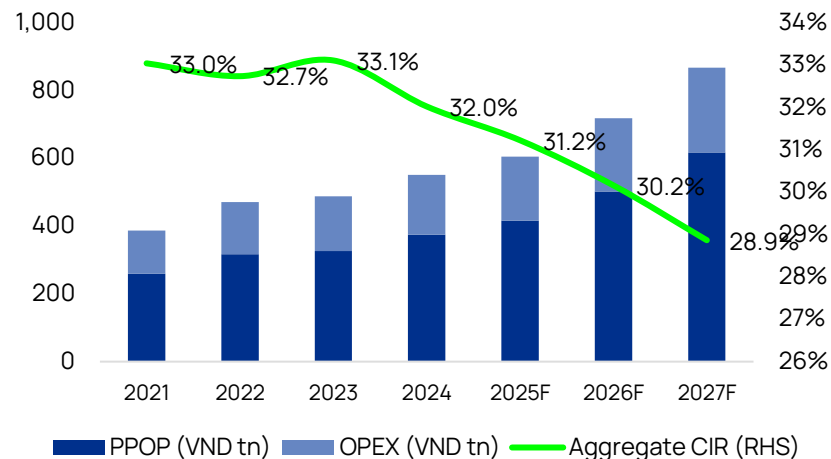
- Chúng tôi dự báo tổng NFI chỉ đạt mức tăng trưởng 10% YoY trong năm 2025 do (1) mảng bancassurance vẫn đang trong giai đoạn đầu phục hồi, (2) sự cạnh tranh gay gắt trong mảng thẻ, và (3) những trở ngại từ thay đổi quy định kế toán đối với UPAS L/C (có hiệu lực từ ngày 01/07/2024).
- Về triển vọng năm 2026, chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục mạnh mẽ hơn của NFI (+16% YoY), được thúc đẩy bởi (1) đà phục hồi của doanh số bancassurance, (2) sự cải thiện trong chi tiêu tiêu dùng thúc đẩy dịch vụ thanh toán tăng trưởng mạnh hơn, và (3) các ngân hàng cung cấp các giải pháp L/C mới. Ngoài ra, việc mở rộng mạnh mẽ hơn các dịch vụ môi giới chứng khoán và triển vọng thuận lợi của thị trường cổ phiếu và trái phiếu Việt Nam sẽ củng cố tăng trưởng NFI cho các ngân hàng. Chúng tôi dự báo NFI sẽ chiếm 9,3% tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong năm 2026.
- Chúng tôi dự báo các khoản NOII khác (bao gồm lãi kinh doanh ngoại hối, lãi kinh doanh chứng khoán, thu nhập từ thu hồi nợ và các thu nhập khác) sẽ tăng trưởng mạnh 18% YoY trong năm 2025, dẫn dắt bởi kết quả khả quan trong hoạt động kinh doanh chứng khoán và thu hồi nợ xấu. Tuy nhiên, trong năm 2026, chúng tôi cho rằng tăng trưởng sẽ chậm lại từ mức nền cao. Chúng tôi dự báo các thành phần NOII khác sẽ chiếm 11,9% tổng TOI trong năm 2026.

# Tăng trưởng doanh thu mạnh hơn, cùng các nỗ lực tinh gọn vận hành và số hóa, sẽ giúp các ngân hàng cải thiện chỉ số CIR trong năm 2026

Tổng tăng trưởng TOI và OPEX, hàng quý



Tổng CIR, PPOP & OPEX, hàng năm



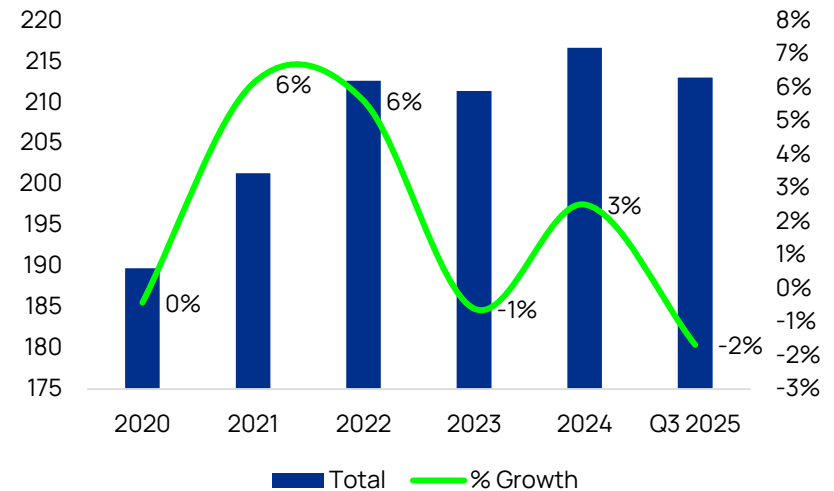
- Trong năm qua, các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đã tiếp tục kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động để hỗ trợ lợi nhuận trước những thách thức đối với NIM. Chúng tôi dự báo tổng tỷ lệ CIR của danh mục theo dõi sẽ cải thiện 90 điểm cơ bản YoY, xuống mức 31,2% trong năm 2025.
- Đối với giai đoạn 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng rằng: (1) lãi đòn bẩy hoạt động từ tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, (2) sự chuyển dịch liên tục từ các phòng giao dịch vật lý sang kênh số, và (3) việc gia tăng ứng dụng công nghệ & AI trong các hoạt động kinh doanh sẽ giúp ngành ngân hàng nâng cao hiệu suất. Chúng tôi hiện dự báo tổng CIR của danh mục theo dõi sẽ giảm sâu hơn xuống mức dưới 30% trong 2 năm tới.

# Tình giảm mạng lưới vật lý và cắt giảm nhân sự là những phương án tiết kiệm chi phí then chốt của ngành

Số lượng chi nhánh & phòng giao dịch (\*)



Số lượng nhân viên (nghìn người) (\*)



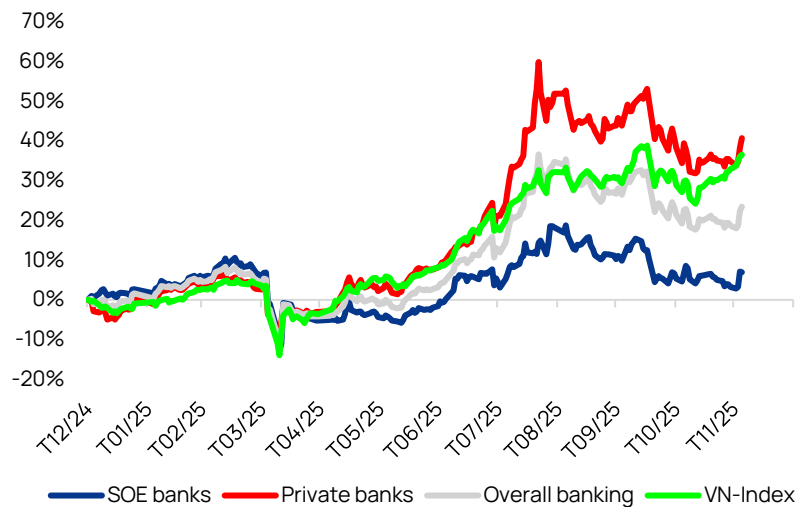
- Mặc dù tăng trưởng tín dụng và doanh thu mạnh mẽ trong 5 năm qua, mạng lưới chi nhánh & phòng giao dịch vật lý của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi hầu như không mở rộng do sự dịch chuyển mang tính cấu trúc của các dịch vụ ngân hàng sang kênh số. Xu hướng này bắt đầu với các quy trình gửi/rút/chuyển tiền và hiện đang mở rộng sang các quy trình phức tạp hơn như cho vay.
- Tương tự, tổng số lượng nhân sự của các ngân hàng trong danh mục theo dõi hầu như không tăng trong hai năm qua và thực tế đã giảm trong năm nay khi các ngân hàng tiếp tục tinh gọn cơ cấu nhân sự.
- Theo quan sát của chúng tôi, một số ngân hàng như TCB và MBB đang đi trước các ngân hàng khác trong việc tận dụng công nghệ để tối ưu hóa cơ cấu chi phí. Trong khi đó, nhiều ngân hàng chưa thực hiện các phương án trên, chẳng hạn như STB, vẫn còn dư địa lớn để cải thiện chi phí vận hành bằng cách cắt giảm các bộ phận dư thừa trong cơ cấu tổ chức.

# Diễn biến giá cổ phiếu & các lựa chọn cổ phiếu cho năm 2026

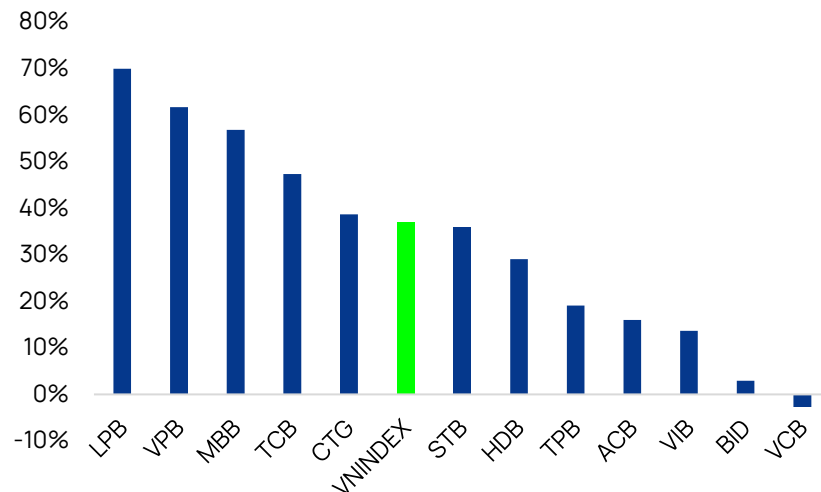
---

# Ngành ngân hàng đã mang lại mức sinh lời khả quan kể từ đầu năm 2025, nhưng hiệu quả hoạt động có sự phân hóa giữa các cổ phiếu

Diễn biến giá cổ phiếu kể từ đầu năm (\*)



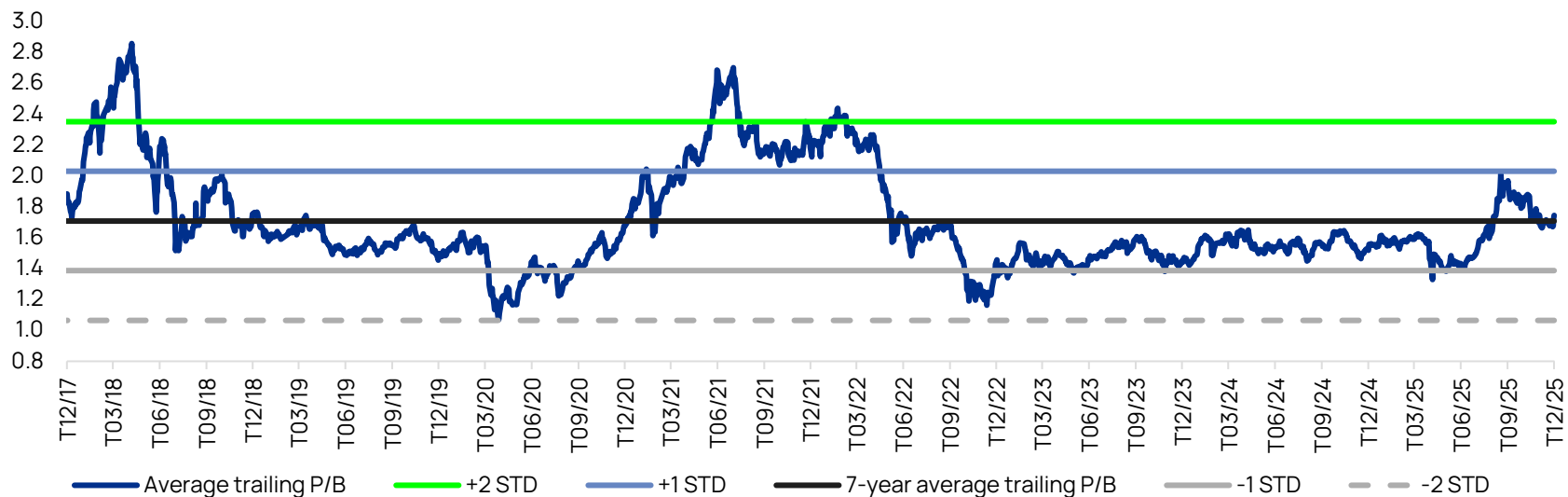
Diễn biến giá cổ phiếu các ngân hàng kể từ đầu năm



- Từ đầu năm đến ngày 04/12/2025, mức sinh lời trung bình của 12 ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đạt 23,5%, mặc dù thấp hơn mức tăng 36,6% của VN-Index.
- Có sự phân hóa đáng chú ý về hiệu quả hoạt động giữa các ngân hàng trong danh mục theo dõi. Cụ thể, các ngân hàng tư nhân đã vượt trội đáng kể so với các ngân hàng quốc doanh.
- Trong nhóm ngân hàng tư nhân, các ngân hàng quy mô lớn có tỷ trọng cho vay BĐS cao như VPB, TCB và MBB đã có hiệu quả vượt trội, trong khi các ngân hàng nhỏ hơn như TPB và VIB tăng trưởng chậm hơn.
- Trong nhóm ngân hàng quốc doanh, BID và VCB tiếp tục kém hiệu quả hơn so với các ngân hàng cùng ngành do tăng trưởng lợi nhuận chậm, trong khi CTG tiếp tục vượt trội nhờ duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ.

# Định giá ngành ngân hàng trở nên hấp dẫn sau đợt điều chỉnh gần đây vào tháng 9-11; chúng tôi kỳ vọng ngành sẽ được định giá lại ở mức cao hơn trong năm 2026

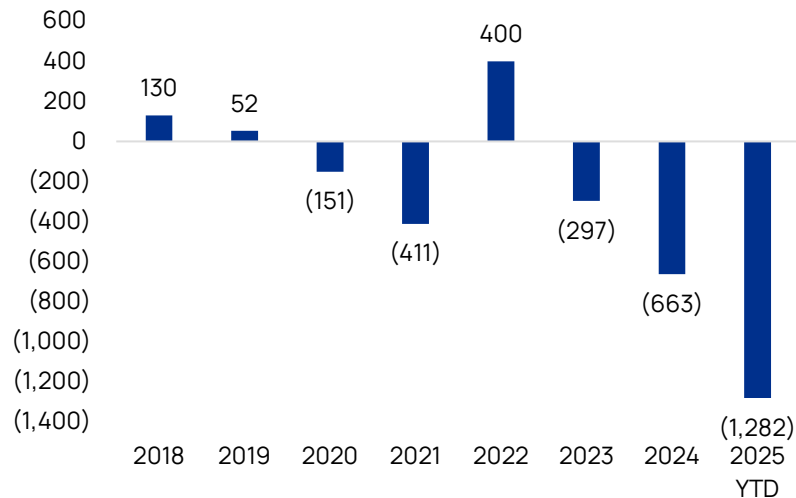
P/B trượt của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap (12/2017 - 12/2025)



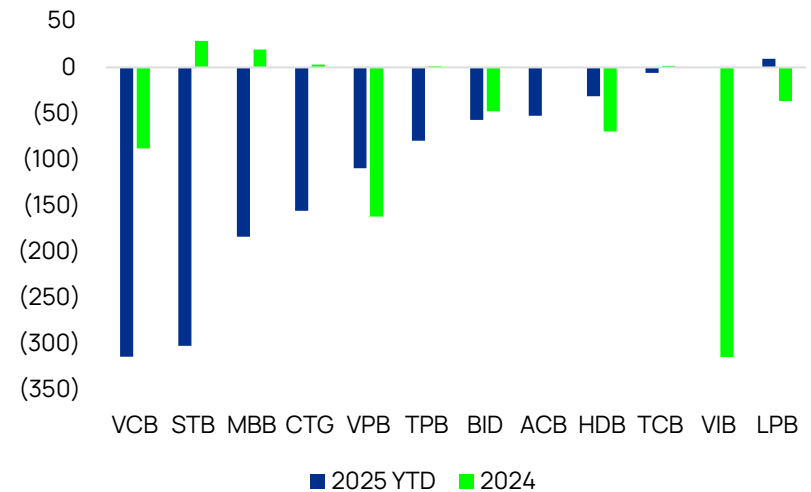
- Sau đợt tăng điểm mạnh từ mức đáy tháng 4 (thời điểm công bố thuế quan của Mỹ), cổ phiếu ngân hàng bắt đầu điều chỉnh giảm từ đỉnh tháng 8 trong giai đoạn tháng 9-11. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ (1) áp lực chốt lời mạnh và (2) lo ngại của thị trường về việc lãi suất gia tăng.
- Sau đợt điều chỉnh, ngành hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt là 1,7 lần, tương đương với mức trung bình lịch sử kể từ tháng 12/2017. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá hiện tại là hấp dẫn nếu xét đến triển vọng tăng trưởng khả quan của ngành trong chu kỳ phục hồi và môi trường lãi suất tiếp tục ở mức thấp so với mức lịch sử mặc dù có một số áp lực tăng.
- Đối với năm 2026, chúng tôi kỳ vọng ngành có thể được định giá lại ở mức cao hơn, được thúc đẩy bởi tăng trưởng lợi nhuận và khả năng sinh lời mạnh mẽ hơn, cũng như tiềm năng dòng vốn ngoại đầu tư vào từ việc nâng hạng thị trường sẽ ưu tiên các cổ phiếu vốn hóa lớn như ngân hàng.

# Khối ngoại tiếp tục bán ròng mạnh nhóm ngân hàng trong năm 2025 khi hoạt động chốt lời gia tăng mạnh trong nửa cuối năm

Dòng vốn ngoại đối với các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi (triệu USD)



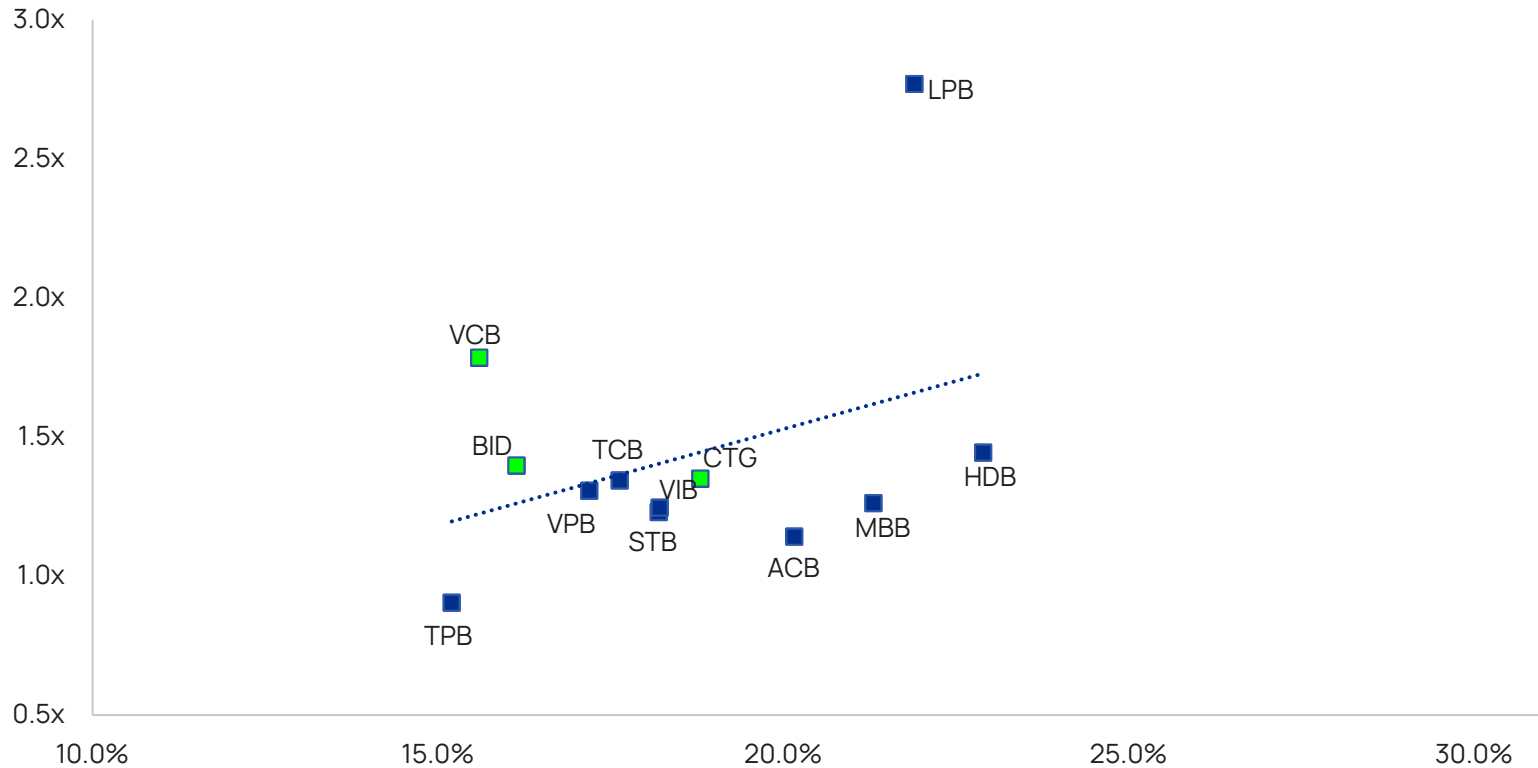
Dòng vốn ngoại đối với các ngân hàng (triệu USD)



- Áp lực bán của khối ngoại lên các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi gia tăng trong năm nay, mà chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ (1) hoạt động chốt lời mạnh mẽ do sự tăng trưởng tốt của ngành và (2) áp lực tỷ giá USD/VND.
- Các ngân hàng bị khối ngoại bán ròng nhiều nhất từ đầu năm đến nay là những ngân hàng có kết quả hoạt động tốt so với cả trung bình ngành và VN-Index, bao gồm STB, MBB, CTG và VPB. Ngoại lệ duy nhất là VCB, cổ phiếu tiếp tục kém hiệu quả đáng kể.
- Chỉ một số ít cổ phiếu ngân hàng không chịu áp lực bán ròng mạnh trong năm 2025 tính đến hiện tại, bao gồm TCB, VIB và LPB.
- Do các ngân hàng vẫn có vị thế tốt để hưởng lợi về mặt cấu trúc từ câu chuyện tăng trưởng của Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng ngành sẽ tiếp tục là điểm đến đầu tư hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt khi dòng vốn ngoại được kỳ vọng sẽ cải thiện sau khi Việt Nam chính thức được nâng hạng lên Thị trường Mới nổi thứ cấp (điều mà chúng tôi tin rằng sẽ diễn ra vào tháng 9/2026).

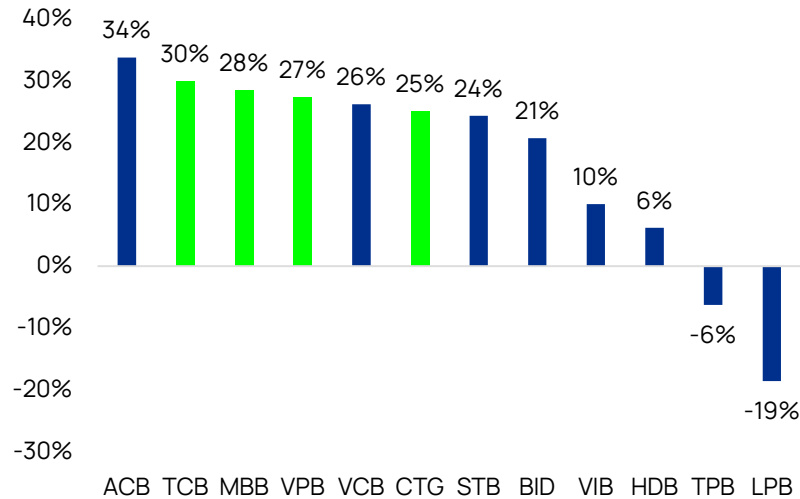
# Định giá các ngân hàng

P/B (trục y) và ROE (trục x) của các ngân hàng Việt Nam (dự báo 2026)

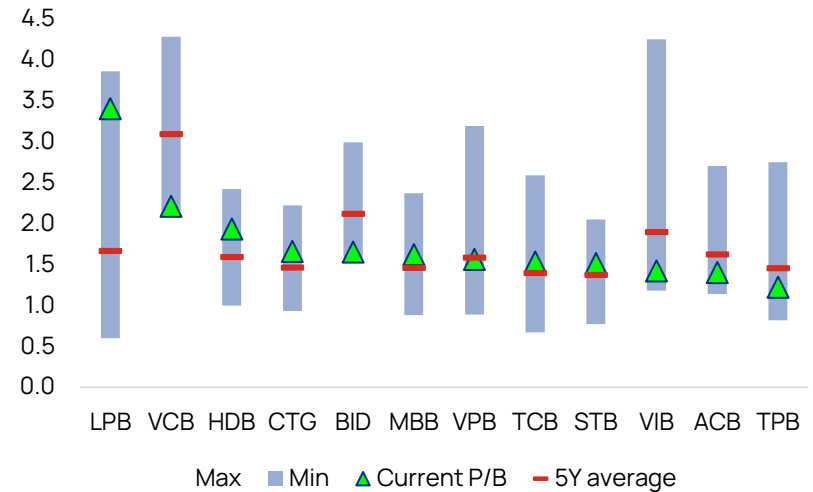


# Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với ngành ngân hàng trong năm 2026, nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và định giá hấp dẫn

Tiềm năng tăng/ (giảm) giá đối với các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi



Định giá hiện tại của các ngân hàng so với định giá 5 năm qua



- Như đã thảo luận ở trên, chúng tôi tin rằng ngành ngân hàng sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ hơn trong năm 2026, được thúc đẩy bởi (1) tăng trưởng tín dụng cao, (2) NIM ổn định, và (3) chất lượng tài sản cải thiện. Những yếu tố này được củng cố bởi kỳ vọng của chúng tôi rằng Chính phủ và NHNN sẽ duy trì các chính sách tiền tệ và tài khóa hỗ trợ.
- Cùng với mức định giá hấp dẫn, chúng tôi nhận thấy nhiều cơ hội đầu tư tiềm năng trong danh mục theo dõi cho năm 2026 với dự định tăng giá từ 25-30% dựa trên giá mục tiêu cuối năm 2026 của chúng tôi. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư duy trì tỷ trọng cao đối với ngành ngân hàng.
- Các rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi bao gồm (1) việc Fed trì hoãn cắt giảm lãi suất dẫn đến áp lực tỷ giá/lãi suất cao hơn, (2) giải ngân chậm tại các dự án đầu tư công lớn, và (3) thắt chặt quy định đối với lĩnh vực BĐS.

# Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu – Các ngân hàng quy mô lớn với năng lực huy động vốn mạnh và hệ sinh thái vững chắc – TCB, VPB, MBB, CTG

## Tiêu chí lựa chọn cổ phiếu

**1. Quy mô lớn:** Các ngân hàng lớn hưởng lợi từ lợi thế quy mô và có thể theo đuổi các cơ hội tăng trưởng lớn hơn, trong khi các ngân hàng nhỏ hơn có thể bị hạn chế ở một số tệp khách hàng/địa lý nhất định.

**2. Năng lực huy động vốn mạnh:** Trong bối cảnh tiền gửi khan hiếm, các ngân hàng có nền tảng tiền gửi vững chắc, tỷ lệ CASA cao và khả năng tiếp cận đa dạng các nguồn vốn sẽ có vị thế tốt hơn để kiểm soát chi phí vốn (COF) và bảo vệ NIM trong khi vẫn tăng trưởng dư nợ cho vay ở mức cao.

**3. Hệ sinh thái đa dạng:** Các ngân hàng sở hữu các công ty con cung cấp sản phẩm & dịch vụ vượt ra ngoài hoạt động ngân hàng truyền thống (ví dụ: chứng khoán, bảo hiểm nhân thọ/phi nhân thọ, quản lý quỹ) có thể cung cấp cho khách hàng bộ sản phẩm toàn diện hơn với sự thuận tiện cao hơn, giúp củng cố lòng trung thành với thương hiệu và gia tăng giá trị trọn đời của khách hàng.

**4. Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và định giá hấp dẫn.**

## Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu cho năm 2026

### TCB – Techcombank (Giá mục tiêu: 44.800 đồng, tổng mức sinh lời dự phóng: 30%)

- CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2027: 20%.
- Định giá: P/B trượt ở mức 1,53 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 1,39 lần.
- Luận điểm đầu tư: 1) Hưởng lợi lớn nhất từ chu kỳ tăng trưởng hiện tại của thị trường BĐS, 2) lợi thế COF thấp nhờ các giải pháp huy động vốn tiên phong, 3) hệ sinh thái mạnh mẽ với công ty chứng khoán hàng đầu TCX.

### VPB – VPBank (Giá mục tiêu: 38.000 đồng, tổng mức sinh lời dự phóng: 27%)

- CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2027F: 32%.
- Định giá: P/B trượt ở mức 1,56 lần, tương đương mức trung bình 5 năm là 1,58 lần.
- Luận điểm đầu tư: 1) Khả năng sinh lời tăng tốc đáng kể trong giai đoạn 2026-27, nhờ đà phục hồi của thị trường BĐS và sự khởi sắc của FE Credit, 2) tiềm năng tăng giá từ đợt phát hành riêng lẻ 5% cho cổ đông chiến lược SMBC.

### MBB – NH Quân đội (Giá mục tiêu: 32.500 đồng, tổng mức sinh lời dự phóng: 28%)

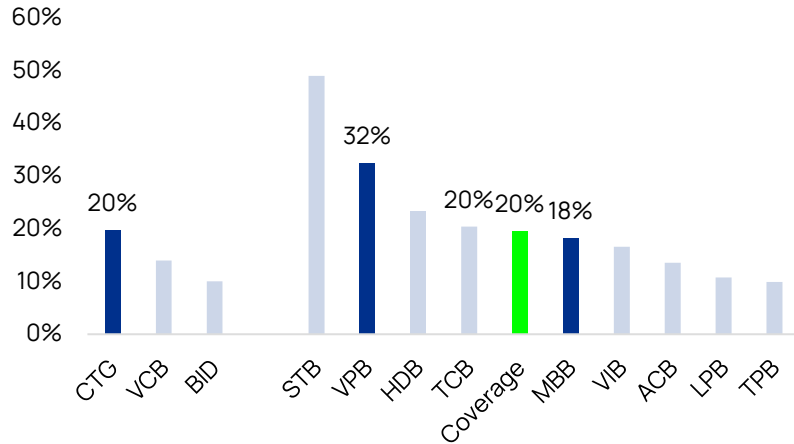
- CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2027: 18%.
- Định giá: P/B trượt ở mức 1,62 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 1,45 lần.
- Luận điểm đầu tư: 1) Hạn mức tín dụng cao và tỷ lệ CASA thuộc nhóm đầu ngành, 2) hệ sinh thái sản phẩm/dịch vụ tài chính đa dạng, 3) hưởng lợi từ nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS/năng lượng tái tạo.

### CTG – Vietinbank (Giá mục tiêu: 65.000 đồng, tổng mức sinh lời dự phóng: 25%)

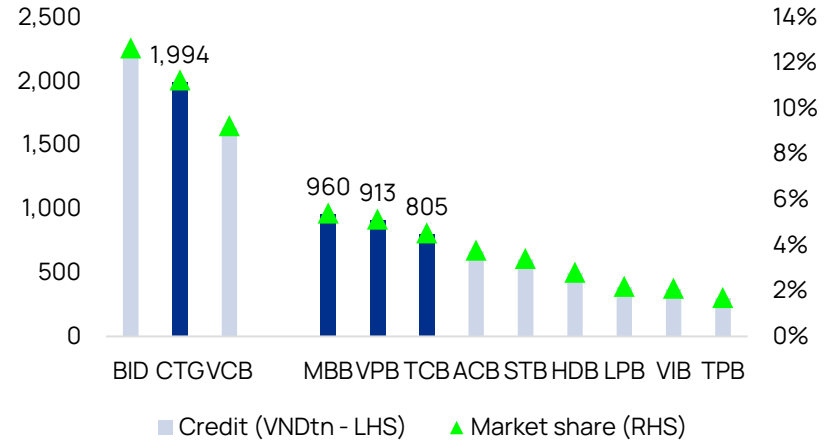
- CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2027: 20%.
- Định giá: P/B trượt ở mức 1,66 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 1,46 lần.
- Luận điểm đầu tư: 1) Tăng trưởng tín dụng mạnh nhất trong nhóm ngân hàng quốc doanh, 2) hưởng lợi từ nỗ lực thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ, 3) chi phí tín dụng hạ nhiệt sau nhiều năm trích lập dự phòng sẽ giúp cải thiện khả năng sinh lời.

# Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu – TCB, VPB, MBB và CTG có vị thế tốt để đạt được tăng trưởng EPS mạnh mẽ và bền vững trong giai đoạn 2025-2027

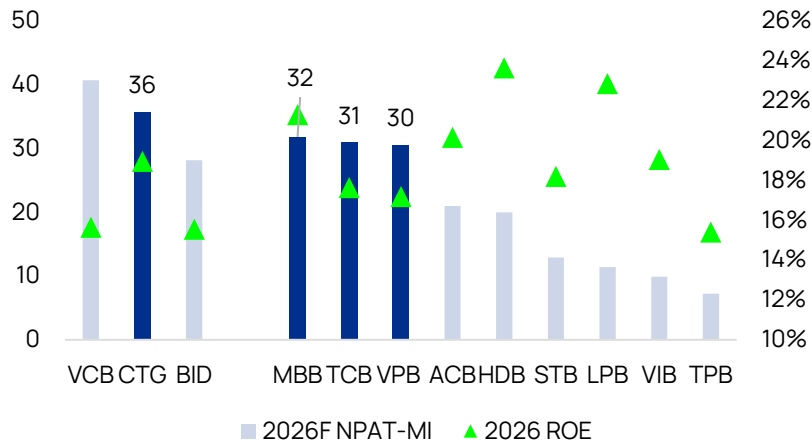
CAGR LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng giai đoạn 2024-2027



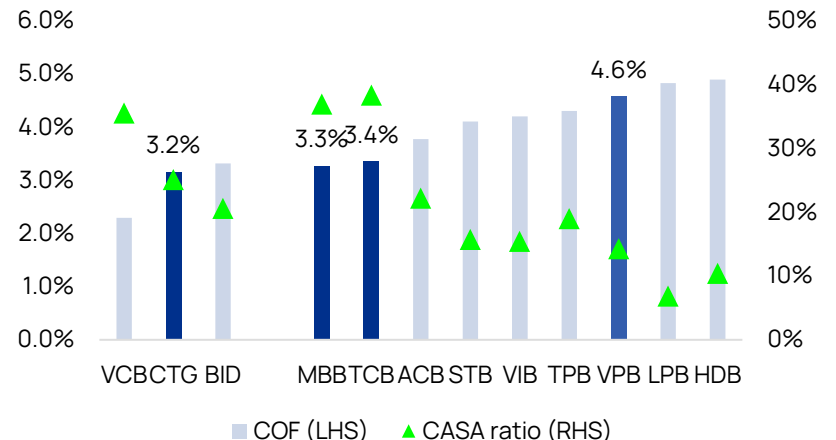
Tổng dư nợ tín dụng (nghìn tỷ đồng) và thị phần quý 3/2025



LNST sau lợi ích CĐTS và ROE dự phóng năm 2026



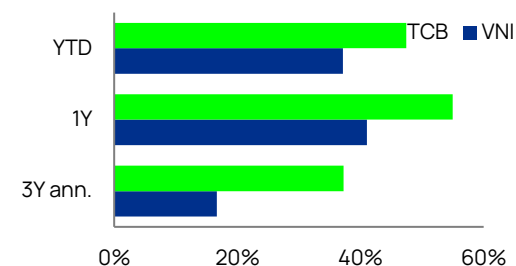
Tỷ lệ CASA và chi phí huy động trượt 12T trong quý 3/2025



# TCB - MUA, Giá mục tiêu 44.800 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (19/11)	34.800 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	31.621	36.897	46.434	56.513
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>44.800 VND</b>	% YoY	17,9%	16,7%	25,8%	21,7%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	21.523	25.744	30.934	37.555
		% YoY	19,5%	19,6%	20,2%	21,4%
TL tăng	+26,6%	EPS	19,3%	19,3%	20,0%	21,4%
Lợi suất cổ tức	3,4%	NIM	4,21%	3,80%	4,00%	4,10%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+29,9%</b>	Tỷ lệ CASA	37,4%	37,9%	38,4%	38,9%
		Nợ xấu/cho vay	1,17%	1,20%	1,20%	1,20%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,65%	0,56%	0,64%	0,64%
GT vốn hóa	250,8 nghìn tỷ đồng	CIR	32,7%	31,0%	29,1%	28,0%
Room KN	67,6 tỷ đồng	P/B	1,7x	1,5x	1,3x	1,2x
GTGD/ngày (30n)	452,4 tỷ đồng	P/E	11,6x	9,7x	8,1x	6,7x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	15,6%	16,6%	17,6%	18,7%
SL cổ phiếu lưu hành	7,086 tỷ	ROA	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Pha loãng	7,086 tỷ					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 07/11/2025



## Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập vào năm 1993, Techcombank là ngân hàng lớn thứ năm trong danh mục theo dõi của chúng tôi tính theo tổng tài sản; Tỷ lệ cho vay mua nhà/tổng dư nợ cho vay của ngân hàng nằm thuộc nhóm cao nhất trong ngành. TCB đã niêm yết cổ phiếu vào tháng 6/2018.

**TCB là một trong những ngân hàng hưởng lợi lớn nhất từ sự phục hồi của thị trường BĐS.** Ngân hàng có tỷ trọng cho vay lớn đối với lĩnh vực này với 33% danh mục cho vay được phân bổ cho các chủ đầu tư BĐS và 30% cho các khoản vay mua nhà. TCB sở hữu lợi thế cạnh tranh đặc thù trong cho vay BĐS khi hai đối tác chính của ngân hàng, Vingroup và Masterise, là những chủ đầu tư BĐS hàng đầu tại Việt Nam. Các dự án TCB tài trợ có đầy đủ hồ sơ pháp lý rõ ràng và hầu hết là các dự án nhà ở tập trung chủ yếu tại Hà Nội và TP.HCM.

**Lợi thế chi phí vốn (COF) thấp giúp TCB đưa ra lãi suất cho vay cạnh tranh để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng đồng thời bảo vệ NIM:** Trong bối cảnh áp lực huy động vốn gia tăng, TCB vẫn duy trì được mức COF tương đối ổn định trong quý 3/2025 ở mức 3,45%, chỉ tăng 14 điểm cơ bản YoY so với mức tăng trung bình 40 điểm cơ bản của các ngân hàng tư nhân trong danh mục theo dõi của chúng tôi. COF quý 3/2025 của TCB cao hơn VCB (ngân hàng dẫn đầu ngành) nhưng phần lớn ngang bằng với CTG, BID và MBB, và thấp hơn nhiều so với COF của các ngân hàng tư nhân khác. Tỷ lệ CASA của TCB (bao gồm cả số dư tự động sinh lời) đạt 42,5% tính đến quý 3/2025, cao nhất trong ngành. Với bề dày thành tích trong việc đổi mới sản phẩm và chiến lược hệ sinh thái độc đáo, chúng tôi tin rằng TCB sẽ tiếp tục gia tăng thị phần CASA, cho phép ngân hàng duy trì lợi thế COF thấp.

**Năng lực công nghệ hàng đầu đã giúp TCB mở rộng quy mô hoạt động hiệu quả và cải thiện khả năng sinh lời.** Trong 5 năm qua, ngân hàng đã tăng gần gấp đôi tổng thu nhập hoạt động (TOI) và lợi nhuận ròng, nhưng số lượng nhân viên chỉ tăng 9%. Nhờ đó, TCB đã đạt được hiệu suất tốt nhất ngành với lợi nhuận ròng trượt 12 tháng trên mỗi nhân viên đạt 1,83 tỷ đồng, mức cao nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi và cao hơn gấp đôi mức trung vị của các ngân hàng cùng ngành là 0,9 tỷ đồng. TCB kỳ vọng sẽ cải thiện chỉ số CIR năm nay xuống mức 30-33% và chúng tôi dự báo TCB sẽ tiếp tục giảm CIR xuống dưới 30% trong dài hạn.

# VPB - MUA, Giá mục tiêu 38.000 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	30.250 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	47.915	54.585	67.972	83.697
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>38.000 VND</b>	% YoY	33,8%	13,9%	24,5%	23,1%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	15.779	22.307	30.497	36.662
		% YoY	58,2%	41,4%	36,7%	20,2%
TL tăng	25,6%	EPS	45,7%	41,4%	36,7%	20,2%
Lợi suất cổ tức	1,7%	NIM	5,83%	5,69%	5,73%	5,73%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>27,3%</b>	Tỷ lệ CASA	14,1%	16,1%	16,6%	17,1%
		Nợ xấu/cho vay	4,17%	3,40%	3,40%	3,50%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	4,0%	2,9%	2,4%	2,4%
GT vốn hóa	240,2 nghìn tỷ đồng	CIR	23,0%	24,5%	24,0%	24,5%
Room KN	13,5 nghìn tỷ đồng	P/B	1,7x	1,5x	1,3x	1,1x
GTGD/ngày (30n)	572 tỷ đồng	P/E	15,2x	10,8x	7,9x	6,5x
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	11,0%	14,3%	17,2%	18,0%
SL cổ phiếu lưu hành	7,934 tỷ	ROA	1,8%	2,1%	2,3%	2,2%
Pha loãng	7,934 tỷ					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 19/11/2025

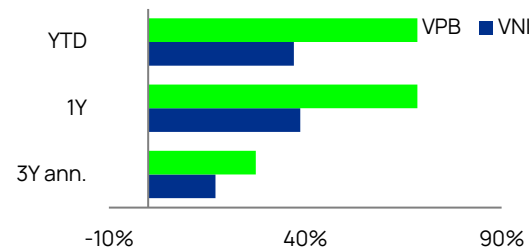
**VPB đang mở rộng HĐKD để đa dạng hóa các sản phẩm tài chính.** VPB sở hữu công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất thị trường (FE Credit - FEC), công ty chứng khoán (VPBankS), và Công ty Bảo hiểm OPES (một công ty bảo hiểm phi nhân thọ). FEC đã có lãi trở lại vào năm 2024 với mức tăng trưởng tốt hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng FEC sẽ bắt đầu đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của VPB từ năm 2025.

**VPBankS đã hoàn tất thành công đợt IPO và dự kiến sẽ niêm yết trên HOSE vào tháng 12/2025,** đánh dấu một cột mốc quan trọng trong việc mở rộng hệ sinh thái tài chính của VPB và tận dụng thị trường vốn để thúc đẩy tăng trưởng dài hạn cho ngân hàng mẹ.

**Chúng tôi tin rằng VPB có vị thế tốt để được định giá lại, được củng cố bởi triển vọng tăng trưởng mạnh nhất trong số các ngân hàng niêm yết và các yếu tố cơ bản được cải thiện toàn diện.** ROE được dự báo sẽ tăng lên 18,0% vào năm 2027 (so với 11,0% năm 2024), nhờ NIM vững chắc, tăng trưởng tín dụng tiếp tục mạnh mẽ, thu nhập ngoài lãi phục hồi (đặc biệt là từ thu hồi nợ) và đóng góp lợi nhuận ngày càng tăng từ các công ty con. VPBankS, hiện nằm trong top 3 về cho vay kỳ quỹ, hiện đóng vai trò là động lực tăng trưởng dài hạn, với đợt IPO gần đây giúp mở ra thêm tiềm năng tăng trưởng vốn. Trong khi đó, FEC đang dần phục hồi từ mức nền thấp, với CAGR lợi nhuận 43% trong giai đoạn 2025-2030 theo dự báo của chúng tôi.

**VPB hưởng lợi từ sự phục hồi BĐS trong bối cảnh đô thị hóa và nâng cấp cơ sở hạ tầng.** BĐS vẫn là trọng tâm chiến lược, phù hợp với các sáng kiến nhà ở của Chính phủ, mặc dù các khoản nợ cũ vẫn cần được giám sát. Được hỗ trợ bởi nguồn vốn mạnh, quy mô lớn và dịch vụ ngân hàng - chứng khoán tích hợp, VPB cung cấp các giải pháp tài chính trọn gói cho cả chủ đầu tư và người mua nhà, củng cố lợi thế cạnh tranh của ngân hàng. Ngoài ra, những diễn biến tích cực gần đây tại NVL cũng sẽ giúp cải thiện triển vọng của ngân hàng.

**Yếu tố hỗ trợ:** Kế hoạch tăng vốn tiềm năng. **Rủi ro:** NIM thấp hơn dự kiến; thách thức trong việc kiểm soát chi phí tín dụng; phí chấm dứt hợp đồng tiềm năng đối với đối tác bảo hiểm độc quyền nếu VPB sở hữu một công ty bảo hiểm nhân thọ.



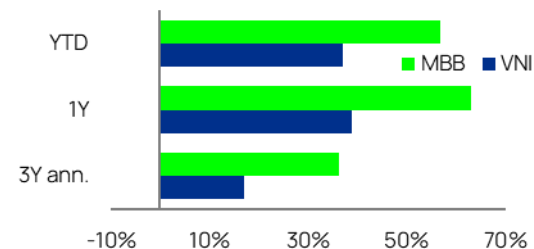
## Tổng quan Ngân hàng

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng là một ngân hàng thương mại tư nhân tại Việt Nam, sở hữu một công ty quản lý tài sản (VPBank AMC), một công ty tài chính tiêu dùng (FE Credit), một công ty chứng khoán (VPBank Securities) và một công ty bảo hiểm (OPES).

# MBB - MUA, Giá mục tiêu 32.500 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	25.700 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	38.406	48.504	60.254	72.651
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>32.500 VND</b>	% YoY	18,6%	26,3%	24,2%	20,6%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	22.634	25.007	31.828	37.425
		% YoY	9,5%	10,5%	27,3%	17,6%
TL tăng	26,5%	EPS	8,5%	9,5%	27,3%	17,6%
Lợi suất cổ tức	1,9%	NIM	4,08%	4,07%	4,12%	4,18%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>28,4%</b>	Tỷ lệ CASA	39,3%	37,5%	37,2%	36,7%
		Nợ xấu/cho vay	1,62%	1,64%	1,54%	1,54%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	1,23%	1,61%	1,50%	1,52%
GT vốn hóa	205,9 nghìn tỷ đồng	CIR	30,7%	27,5%	28,5%	29,5%
Room KN	4,9 nghìn tỷ đồng	P/B	1,8x	1,5x	1,3x	1,0x
GTGD/ngày (30n)	468 tỷ đồng	P/E	9,1x	8,3x	6,5x	5,5x
Cổ phần Nhà nước	9,4%	ROE	22,1%	20,3%	21,3%	20,6%
SL cổ phiếu lưu hành	8,055 tỷ	ROA	2,2%	1,9%	1,9%	1,8%
Pha loãng	8,055 tỷ					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 24/11/2025



## Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập năm 1994, MBB là ngân hàng lớn thứ 4 trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng giá trị tài sản tính đến ngày 31/12/2022. Ngân hàng thực hiện IPO năm 2004 và niêm yết từ tháng 11/2011.

**MBB sở hữu hệ sinh thái đa dạng nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi.** MBB có 6 công ty con trong các lĩnh vực, bao gồm bảo hiểm, tài chính tiêu dùng, chứng khoán, quản lý quỹ, tạo ra nhiều cơ hội bán chéo cho ngân hàng. Thành công trong đổi mới kỹ thuật số đã giúp tăng cơ sở khách hàng lên khoảng 30 triệu vào năm 2024, cho thấy một lượng lớn khách hàng tiềm năng để MBB khai thác thêm các dịch vụ tín dụng.

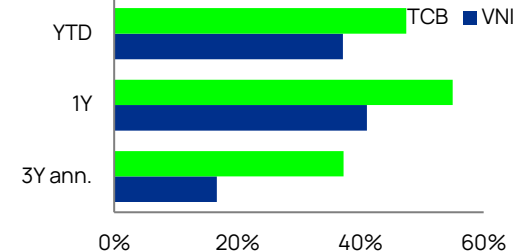
**Chúng tôi cho rằng MBB đã chứng minh năng lực vượt trội trong việc mang lại tăng trưởng mạnh mẽ đồng thời duy trì chất lượng tài sản lành mạnh – và có vị thế tốt để duy trì đà tăng trưởng này.** Trong giai đoạn 2015-2024, MBB đạt mức tăng trưởng tín dụng kép ấn tượng 23%, trong khi vẫn bảo toàn chất lượng tài sản, hỗ trợ mức tăng trưởng CAGR của LNST sau lợi ích CĐTS lên tới 28% trong cùng kỳ. Hiệu suất bền vững này được củng cố bởi chiến lược mở rộng quy mô lớn của ngân hàng nhằm xây dựng một hệ sinh thái tài chính đa dạng. Đáng chú ý, mạng lưới tiến gửi rộng khắp cả nước và hạ tầng công nghệ tiên tiến của MBB – được thúc đẩy bởi sự cộng hưởng với Tập đoàn Viettel – đã mang lại lợi thế cạnh tranh đáng kể trong việc thu hút khách hàng và huy động vốn với chi phí hiệu quả. Những thế mạnh này cho phép MBB tận dụng tối đa hạn mức tín dụng ưu đãi trong khi vẫn duy trì rủi ro tín dụng trong tầm kiểm soát. Chúng tôi kỳ vọng những lợi thế này sẽ tiếp tục duy trì, hỗ trợ mức ROE cao bền vững từ 20%-21% trong giai đoạn 2025-2027 với dự báo tăng trưởng tín dụng kép đạt 27,7% trong cùng kỳ.

**Chất lượng tài sản được kiểm soát dù đà tăng trưởng mạnh mẽ:** Ngân hàng lưu ý rằng giai đoạn khó khăn nhất đối với lĩnh vực năng lượng tái tạo có khả năng đã qua, và chúng tôi tin rằng việc phê duyệt cơ chế giá sửa đổi của EVN sẽ làm giảm thêm những bất ổn trong tương lai. Ngoài ra, MBB cũng được hưởng lợi từ sự phục hồi của lĩnh vực BĐS, với những diễn biến tích cực gần đây tại NVL dự kiến sẽ cải thiện hơn nữa triển vọng chất lượng tài sản của ngân hàng. **MBB hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 7% so với P/B trung vị năm 2025 của các ngân hàng khác ở mức 1,2 lần, với ROE dự phóng năm 2025 đạt 20,8% so với mức trung vị 17,6% của các ngân hàng khác, dựa trên dự báo của chúng tôi.**

# CTG - MUA, Giá mục tiêu 65.000 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	52.000 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	59.357	60.763	71.106	83.711
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>65.000 VND</b>	% YoY	18,5%	2,4%	17,0%	17,7%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	25.342	30.259	35.770	43.466
		% YoY	27,3%	19,4%	18,2%	21,5%
TL tăng	+25,0%	EPS	29,3%	19,3%	18,2%	21,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%	NIM	2,88%	2,60%	2,65%	2,70%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+25,0%</b>	Tỷ lệ CASA	24,8%	25,8%	26,8%	27,8%
		Nợ xấu/cho vay	1,24%	1,25%	1,20%	1,15%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	1,60%	1,14%	1,12%	1,07%
GT vốn hóa	311,5 nghìn tỷ đồng	CIR	27,5%	29,2%	28,1%	26,9%
Room KN	12,2 nghìn tỷ đồng	P/B	1,9x	1,6x	1,4x	1,2x
GTGD/ngày (30n)	377 tỷ đồng	P/E	12,6x	10,5x	8,9x	7,3x
Cổ phần Nhà nước	64,5%	ROE	18,5%	18,8%	19,0%	19,5%
SL cổ phiếu lưu hành	5,370 tỷ	ROA	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%
Pha loãng	5,370 tỷ					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 17/11/2025



## Tổng quan Ngân hàng

Thành lập năm 1988, CTG là ngân hàng lớn thứ 2 trong số 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi tính theo tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2024. CTG là một trong số các ngân hàng có mạng lưới lớn nhất. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 2008 và niêm yết cổ phiếu ngày 16/07/2009.

**Ngân hàng lớn thứ hai tại Việt Nam với triển vọng tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ**, dựa trên (1) nhu cầu tín dụng dự kiến tăng cao từ tăng trưởng kinh tế tích cực hơn, (2) sự thúc đẩy đầu tư công mang lại lợi ích cho các ngân hàng quốc doanh, và (3) tiếp tục giành thị phần trong mảng bán lẻ nhờ lãi suất cho vay cạnh tranh. Mặc dù CTG có tỷ lệ an toàn vốn (CAR) tương đối thấp và chưa có kế hoạch tăng vốn rõ ràng, chúng tôi kỳ vọng mức ROE mạnh mẽ 19-20% sẽ cho phép ngân hàng tạo ra đủ vốn để tài trợ cho mức tăng trưởng tín dụng 16%.

**Sau nhiều năm tích cực trích lập dự phòng để làm sạch bảng cân đối kế toán, CTG đã đạt được chất lượng tài sản hàng đầu trong ngành ngân hàng.**

Tính đến cuối quý 3/2025, ngân hàng báo cáo tỷ lệ nợ xấu là 1,09% (-22 điểm cơ bản QoQ), mức này chỉ cao hơn 1,03% của VCB và thấp hơn nhiều so với 1,87% của BID cũng như mức trung vị 2,23% của các ngân hàng tư nhân khác. Tương tự, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của CTG đạt 176%, chỉ đứng sau mức 202% của VCB và cao hơn đáng kể so với các ngân hàng khác. Các chỉ số này chứng minh tệp khách hàng chất lượng cao của CTG trên các phân khúc và năng lực quản trị rủi ro vững chắc. Với bối cảnh kinh tế vĩ mô thuận lợi hiện tại, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng có thể tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản trong những năm tới. CTG dự báo chi phí tín dụng sẽ tiếp tục giảm trong năm 2026, theo quan điểm của chúng tôi, đây sẽ là một động lực hỗ trợ chính bên cạnh tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ để giúp bù đắp áp lực lên NIM.

**CTG xứng đáng được định giá lại ở mức cao hơn nhờ sự vượt trội về các yếu tố cơ bản quan trọng và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ.** Trên cơ sở P/B dự phóng năm 2025, CTG đang giao dịch ở mức 1,59 lần, lần lượt thấp hơn 1% và 27% so với mức giao dịch của BID và VCB. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo CTG sẽ đạt mức ROE là 18,6% vào năm 2025, cao hơn so với dự báo của chúng tôi cho BID và VCB lần lượt là 17,2% và 16,5%. Trong một so sánh khác, chúng tôi dự báo CTG sẽ ghi nhận LNST sau lợi ích CĐTS là 30,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2025, tương đương 86% mức dự báo 35,2 nghìn tỷ đồng cho VCB. Tuy nhiên, vốn hóa thị trường của CTG chỉ tương đương 57% vốn hóa của VCB. Do đó, chúng tôi tin rằng CTG đang được định giá hấp dẫn khi so sánh với các ngân hàng khác.

# Kế hoạch tăng vốn

Kế hoạch tăng vốn	Có/ Không	% cổ phần huy động, sau tăng vốn	Nhà đầu tư mục tiêu	Phương thức giao dịch	CAR Basel II gần nhất	Giá trị phát hành ước tính (nghìn tỷ đồng)
BID	Có	3,7%	Theo hình thức phát hành riêng lẻ: nhà đầu tư chuyên nghiệp, tổ chức trong nước và quốc tế	Phát hành riêng lẻ và/hoặc chào bán công khai	9,4%	12.1
CTG	Không				9,7%	
VCB	Có	6,1%	NĐT tổ chức	Phát hành riêng lẻ	11,5%	36.3
ACB	Không				10,8%	
HDB			Kế hoạch tìm kiếm cổ đông chiến lược với tỷ lệ bán cổ phần tối thiểu là 10%		15,0%	
VPB			Tiềm năng phát hành thêm 5% cổ phần cho Sumitomo Mitsui Banking Group		13,6%	
MBB	Có	1,01%	Tập đoàn Viettel và các nhà đầu tư chuyên nghiệp khác	Phát hành riêng lẻ	11,7%	Chưa đưa vào mô hình định giá
TCB			Cởi mở với khả năng bán cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược phù hợp, khả năng cao sẽ cần đến việc thoái vốn của quỹ PE Warburg Pincus (sở hữu 7,9% cổ phần)		15,8%	
STB	Có		dưới hình thức bán 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê		9,70%	21.0
TPB	Không				13,9%	
VIB			Cổ đông chiến lược CBA khởi xướng thoái vốn vào năm 2024		12,6%	
LPB	Không				11,8%	

# Nhóm ngành Tài chính khác

Ngành Tài chính hưởng lợi từ bối cảnh vĩ mô thuận lợi; sự kiện nâng hạng TTCK mở ra thời kỳ tăng trưởng mới cho nhóm các CTCK

---

Tháng 12/2025

**Hoàng Nam**

Giám đốc

[nam.hoang@vietcap.com.vn](mailto:nam.hoang@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.123

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc**

Trưởng phòng

[ngoc.huynh@vietcap.com.vn](mailto:ngoc.huynh@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.138

**Hồ Thị Thu Nga**

Chuyên viên

[nga.ho@vietcap.com.vn](mailto:nga.ho@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.516

# Tổng quan

- **Ngành chứng khoán** là nhóm ngành có độ nhạy cao với thị trường cổ phiếu. Tính đến ngày 4/12/2025, VN-Index giao dịch tại mức P/E trượt 12 tháng là 15,3 lần, thấp hơn mức trung bình 10 năm là 15,4 lần, cho thấy điểm gia nhập hấp dẫn. Với việc GDP của Việt Nam dự kiến tăng trưởng khoảng 10% hàng năm trong giai đoạn 2026–2030 và nhiều cải cách pháp lý hỗ trợ sự phát triển thị trường cũng như HĐQT, Vietcap dự báo tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp sẽ tăng tốc từ 18% trong năm 2025 lên 19% trong năm 2026. Trong bối cảnh này, **định giá thị trường chung của Việt Nam là hấp dẫn đối với các nhà đầu tư.**
- Chúng tôi dự phóng giá trị giao dịch trung bình ngày (GTGDTB) sẽ tăng 26% YoY trong năm 2026 lên 1.350 triệu USD, được hỗ trợ bởi kỳ vọng của chúng tôi rằng (1) các tính năng mới của hệ thống KRX – chẳng hạn như giao dịch trong ngày và chu kỳ thanh toán ngắn hơn là T+2 từ mức T+2,5 – sẽ thúc đẩy hoạt động giao dịch, (2) tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp mạnh mẽ trong bối cảnh vĩ mô thuận lợi với các chính sách tiền tệ/tài khóa hỗ trợ cao; và (3) dòng vốn ngoại mạnh ở mức khoảng 5-6 tỷ USD sau khi Việt Nam được nâng hạng lên Thị trường Mới nổi vào năm 2026.
- Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với ngành chứng khoán và đưa ra khuyến nghị **MUA** cho **SSI**. Với nền tảng vốn dồi dào và chiến lược quyết liệt nhằm mở rộng thị phần cũng như phát triển các sản phẩm và dịch vụ mới, chúng tôi tin rằng SSI có thể nâng thị phần môi giới lên trên 12% trong giai đoạn quý 4/2025–2026. Điều này sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ ở mức 44% YoY trong năm 2025 và 29% YoY trong năm 2026.
- Phí bảo hiểm đã cho thấy những dấu hiệu phục hồi tốt ở cả mảng nhân thọ và phi nhân thọ trong 9T 2025. Chúng tôi dự báo **tăng trưởng phí bảo hiểm khai thác mới của khối nhân thọ đạt 5,5% YoY** và **tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ đạt 15,4% YoY** trong năm 2026. Chúng tôi cho rằng mảng phi nhân thọ sẽ được hưởng lợi từ việc đẩy mạnh đầu tư công và hoạt động kinh tế khởi sắc. Trong khi đó, sự phục hồi của mảng bảo hiểm nhân thọ có thể chậm hơn trong bối cảnh các quy định ngày càng thắt chặt.
- Chúng tôi kỳ vọng **tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn đối với các công ty bảo hiểm trong năm 2026**, được thúc đẩy bởi sự phục hồi tăng trưởng phí bảo hiểm, hiệu quả kinh doanh bảo hiểm được cải thiện và lợi tức đầu tư (ROI) cao hơn trong bối cảnh lãi suất tăng. Áp lực dự phòng toán học thấp hơn cũng sẽ hỗ trợ lợi nhuận của các công ty bảo hiểm nhân thọ.
- Chúng tôi duy trì **triển vọng dài hạn tích cực đối với ngành bảo hiểm Việt Nam**, nhờ được hỗ trợ bởi tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ và tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm thấp. BVH và BMI vẫn là những doanh nghiệp dẫn đầu với tệp khách hàng vững chắc và mạng lưới phân phối rộng khắp. Trong ngắn hạn, các thách thức vẫn tồn tại xoay quanh việc huy động vốn để tăng cường năng lực cạnh tranh và đáp ứng các yêu cầu pháp lý, bao gồm quy định về vốn mới có hiệu lực từ năm 2028 đối với các công ty bảo hiểm. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng bất kỳ tiến triển nào trong kế hoạch vốn của BVH cũng có thể là yếu tố hỗ trợ định giá lại đối với cổ phiếu này.

# Ngành Chứng khoán

Triển vọng thanh khoản tích cực, định giá hấp dẫn

---

# Dữ liệu chính và tổng hợp định giá

## Ngành chứng khoán: Dữ liệu chính

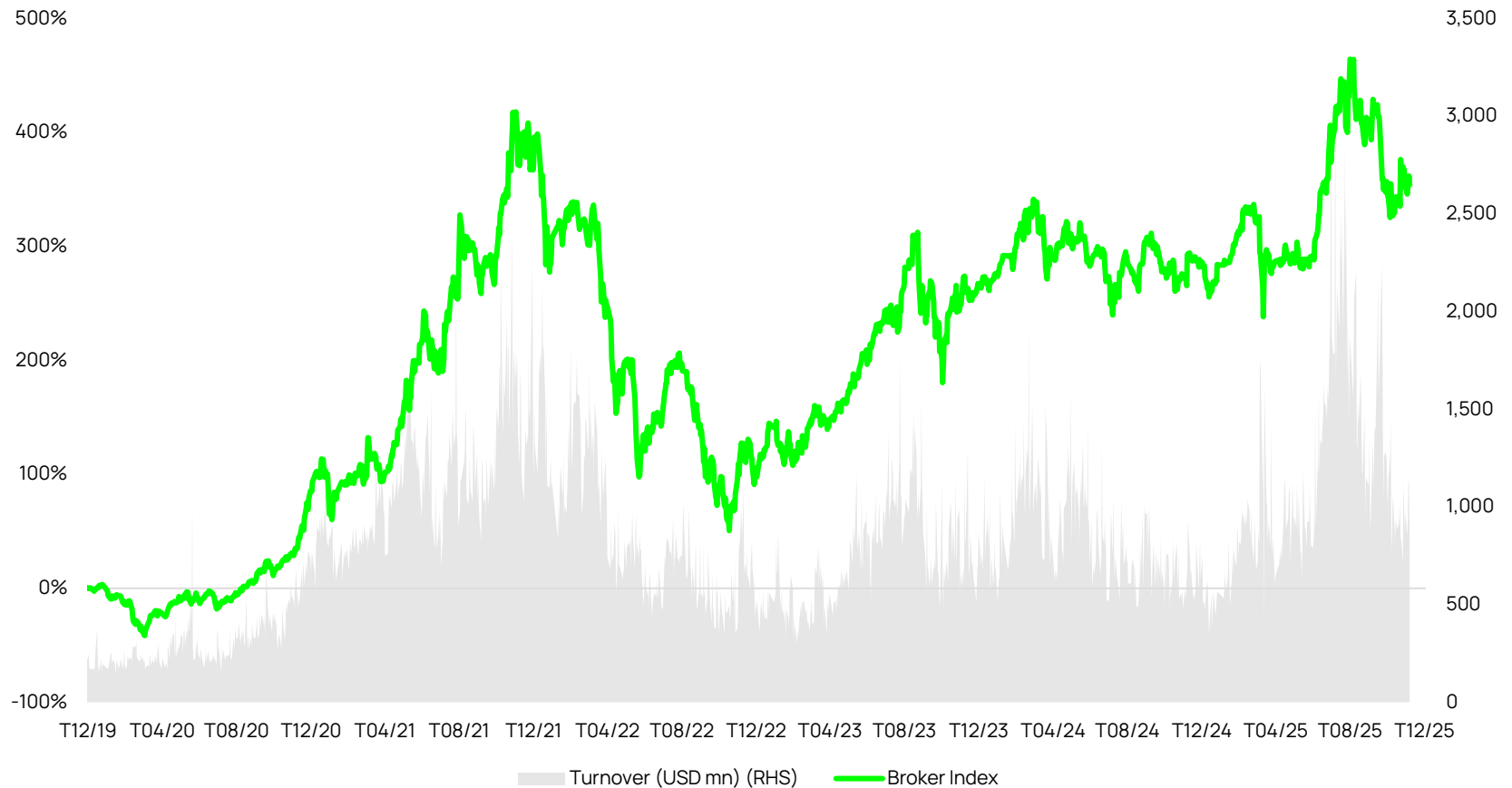
Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room NN còn lại (tr USD)	GTGD/30n (tr USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T %
SSI*	MUA	2.544	0,00%	100%	1.737	36	29.840	35.100	8/12/2025	17,7%	3,0%	20,7%
HCM	N/A	938	0,00%	49%	140	7	22.850	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VCI	N/A	946	0,00%	100%	815	13	34.450	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VND	N/A	1.099	0,00%	100%	1.005	10	19.000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
MBS	N/A	721	0,00%	49%	288	3	28.800	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
TCX	N/A	4.070	0,00%	100%	509	4	46.500	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VPX	N/A	1.926	0,00%	100%	274	N/A	33.900	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VPS	N/A	2.909	0,00%	100%	1.434	N/A	60.000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

## Ngành chứng khoán: Tổng hợp định giá

Mã	TT EPS 2024	TT EPS 2025F	TT EPS 2026F	P/B quý gần nhất	P/B 2024 x	P/B 2025F	P/B 2026F	P/E trượt 12T	P/E 2024	P/E 2025F	P/E 2026F	ROE trượt 12T	ROA trượt 12T	Nợ ròng/VCSH
SSI*	1,4%	28,8%	9,4%	2,2x	2,1x	2,1x	2,0x	17,2x	25,2x	19,5x	17,9x	16,0%	6,3%	208%
HCM	-2,0%	N/A	N/A	1,6x	2,0x	N/A	N/A	17,2x	20,4x	N/A	N/A	10,5%	2,8%	218%
VCI	12,8%	N/A	N/A	2,0x	1,8x	N/A	N/A	21,8x	26,2x	N/A	N/A	10,5%	4,5%	108%
VND	-32,0%	N/A	N/A	1,4x	1,0x	N/A	N/A	15,0x	11,2x	N/A	N/A	9,7%	3,9%	152%
MBS	-2,7%	N/A	N/A	2,6x	2,4x	N/A	N/A	18,5x	22,0x	N/A	N/A	15,0%	3,9%	255%
TCX	30,0%	N/A	N/A	2,5x	3,4x	N/A	N/A	22,4x	23,4x	N/A	N/A	15,2%	7,5%	59%
VPX	-2,8%	272%	10,8%	2,8x	2,9x	2,4x	1,6x	39,2x	52,1x	14,3x	12,6x	15,5%	6,6%	96%
VPS	284%	N/A	N/A	5,5x	6,0x	N/A	N/A	22,6x	27,3x	N/A	N/A	27,1%	9,9%	46%

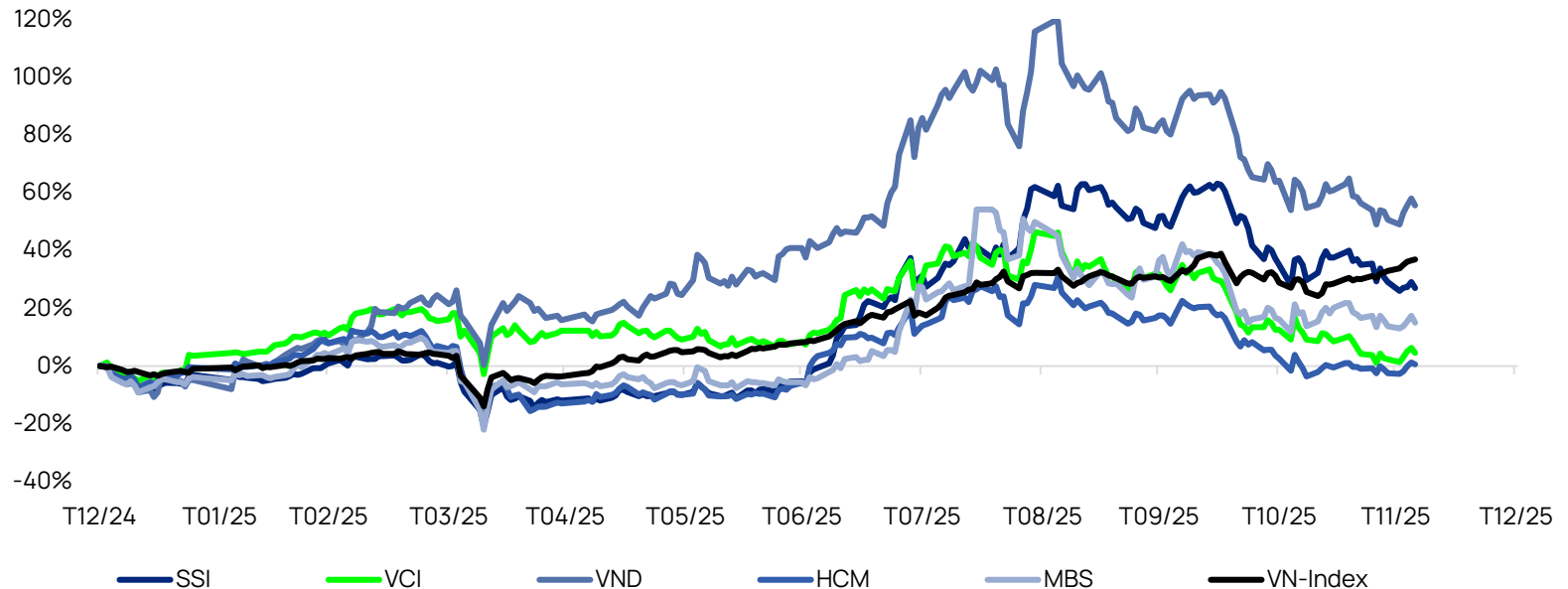
# Nhóm chứng khoán tăng điểm nhờ thanh khoản tăng từ nửa cuối năm 2025

Diễn biến nhóm cổ phiếu chứng khoán và tổng thanh khoản của 3 sàn kể từ năm 2020



# Các CTCK có câu chuyện tăng trưởng ghi nhận diễn biến vượt trội so với VN-Index

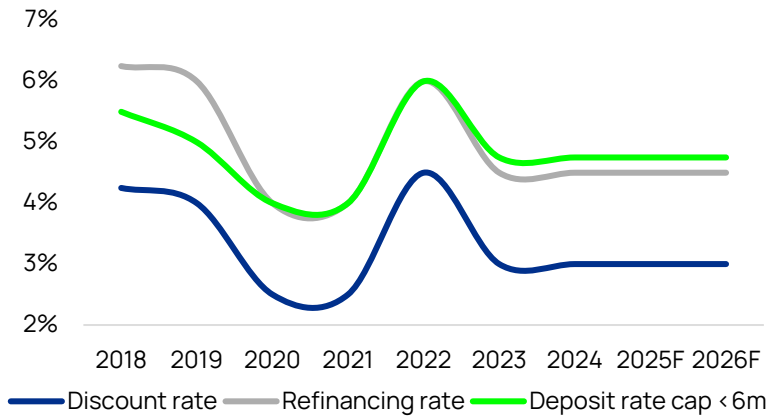
Diễn biến giá cổ phiếu của top 5 CTCK niêm yết và VN-Index (11T 2025)



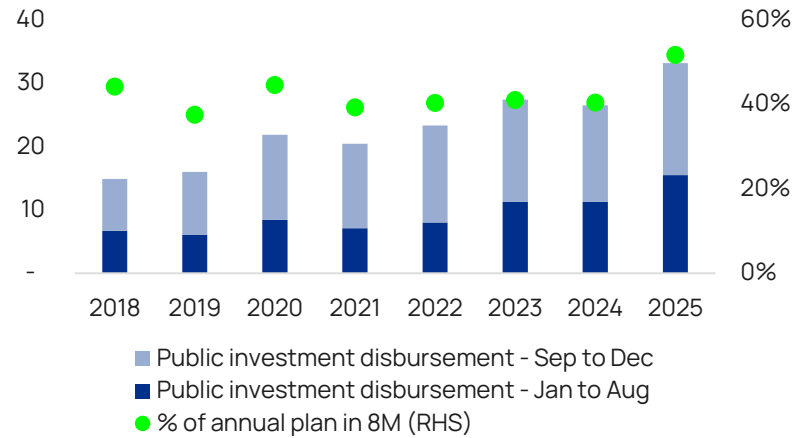
Mã CK	Thay đổi tuyệt đối	Tương quan với VNI
SSI	26,9%	-9,9%
VND	55,6%	18,7%
VCI	4,5%	-26,0%
HCM	0,6%	-36,3%
MBS	15,0%	-21,9%

# Tăng trưởng GDP dự kiến tăng tốc nhờ các chính sách tiền tệ và tài khóa hỗ trợ

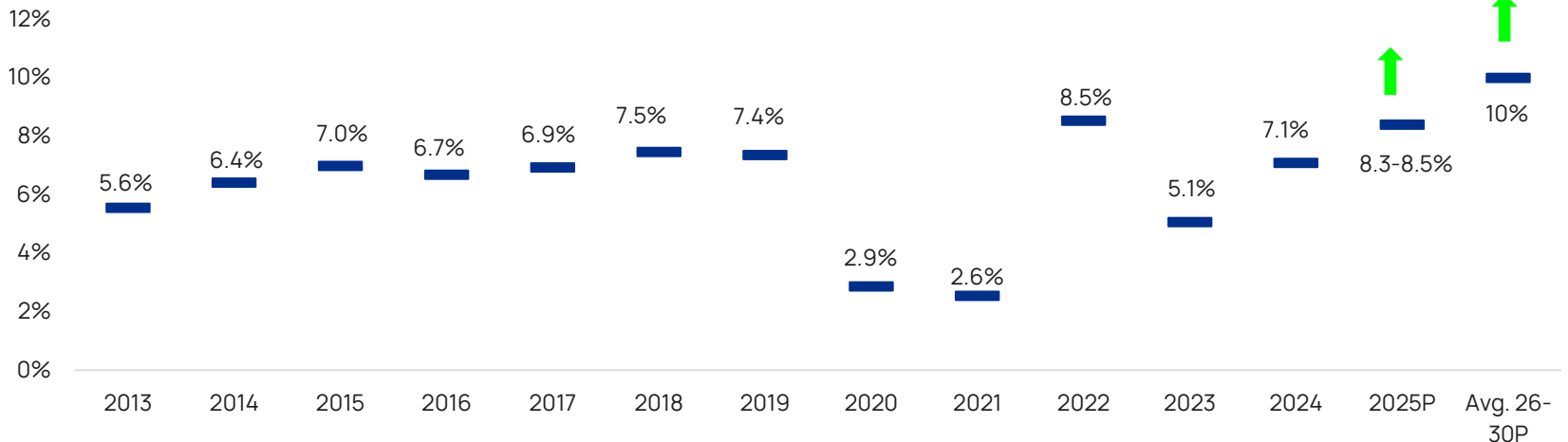
NHNN dự kiến duy trì lãi suất điều hành ở mức thấp



Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công để thúc đẩy tăng trưởng (tỷ USD)



Tăng trưởng GDP của Việt Nam



# TTCK sôi động thúc đẩy một làn sóng IPO mới

## Ngành Tài chính



## Ngành Tiêu dùng

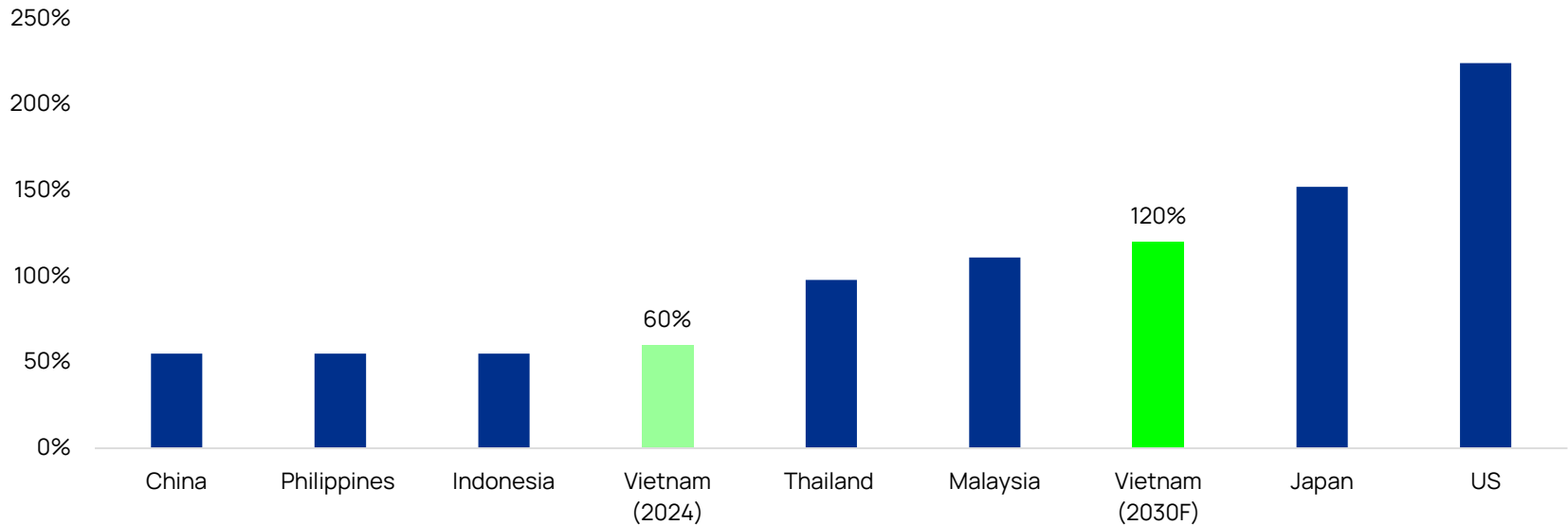


## Các ngành khác



# TTCK Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng

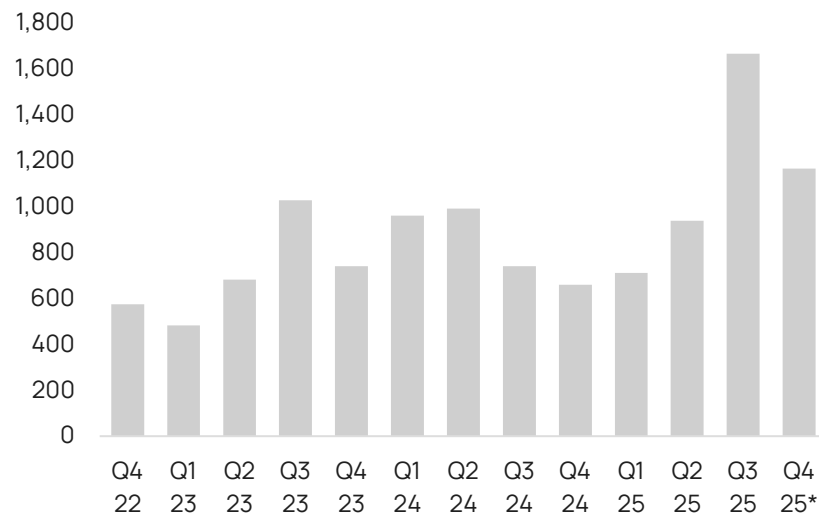
Giá trị vốn hóa TTCK/GDP năm 2024



- Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục phụ thuộc nhiều vào tín dụng ngân hàng để tài trợ cho hoạt động sản xuất và mở rộng kinh doanh. Tuy nhiên, với triển vọng tăng trưởng trung và dài hạn vẫn vững chắc, nhu cầu đa dạng hóa các kênh huy động vốn ngày càng trở nên quan trọng, khiến việc phát triển thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp trở nên thiết yếu.
- Tính đến quý 3/2025, vốn hóa thị trường cổ phiếu của Việt Nam chỉ chiếm 56% GDP, thấp hơn nhiều so với các quốc gia trong khu vực như Thái Lan và Malaysia. Khoảng cách đáng kể này cho thấy dư địa lớn để thị trường cổ phiếu trong nước mở rộng song hành với đà tăng trưởng của nền kinh tế.
- Ngoài ra, vào năm 2022, chiến lược phát triển thị trường vốn của Chính phủ đã đặt mục tiêu đưa vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt mức 120% GDP vào năm 2030.

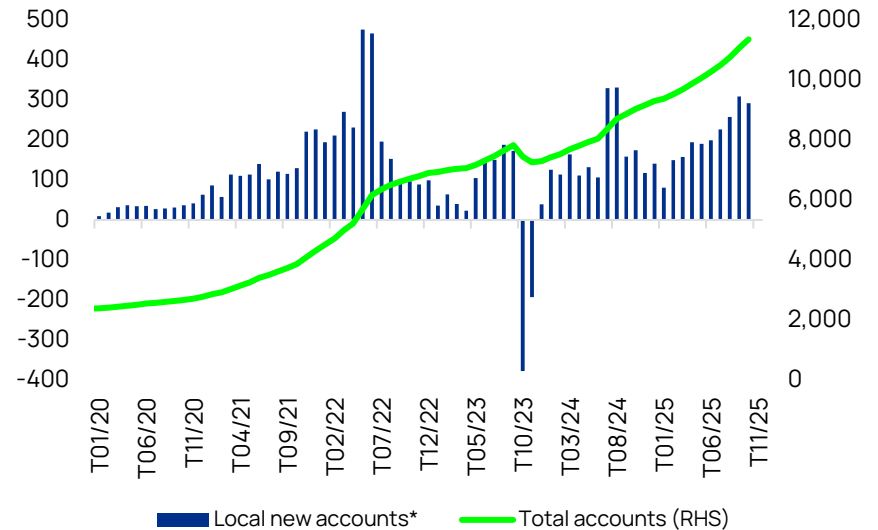
# GTGDTB 11T 2025 tăng 1,8 lần so với nửa đầu năm 2025, đạt mức đỉnh lịch sử mới

Tổng GTGDTB của 3 sàn theo quý (triệu USD)



Nguồn: FiinPro, Vietcap. \*dữ liệu tính đến ngày 04/12/2025, Vietcap

Số tài khoản môi giới và tài khoản mở mới trong nước (nghìn)



Nguồn: Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD), Vietcap; \* Chúng tôi tính toán số lượng tài khoản mở mới ước tính dựa trên chênh lệch tổng số tài khoản. Lưu ý: Trong tháng 10 và tháng 11/2023, VSD đã xóa các tài khoản không hoạt động.

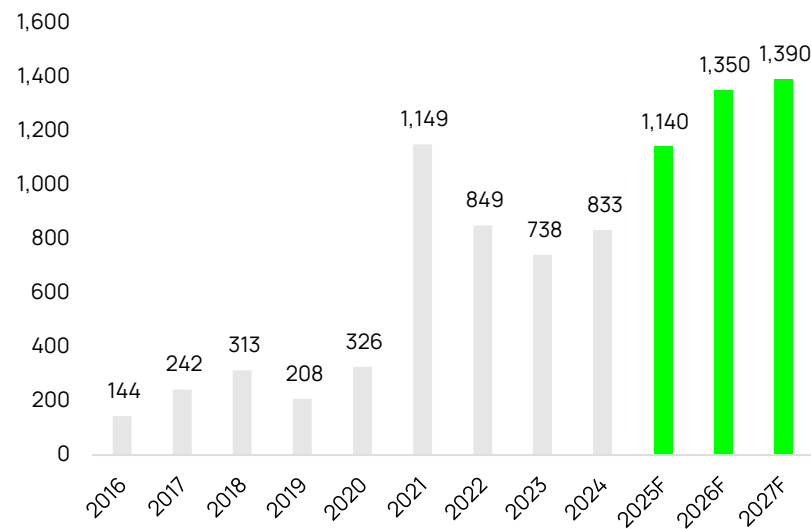
- GTGDTB trong 11T 2025 đã tăng mạnh và đạt khoảng 1,5 tỷ USD – mức cao kỷ lục mới của TTCK Việt Nam. Chúng tôi cho rằng kết quả này đến từ (1) bối cảnh vĩ mô thuận lợi, như đã được đề cập trong các trang trước; (2) hàng loạt cải cách pháp lý mới giúp củng cố hạ tầng thị trường và gia tăng động lực cho tiềm năng nâng hạng thị trường; và (3) sự trở lại mạnh mẽ của các nhà đầu tư trong nước, được thúc đẩy bởi triển vọng TTCK ngày càng tích cực và lãi suất cho vay kỳ quỹ hấp dẫn.

# Dự báo GTGDTB sẽ duy trì đà tăng mạnh trong năm 2026

GTGD/tài khoản (triệu đồng)



Tổng GTGDTB của 3 sàn (triệu USD)



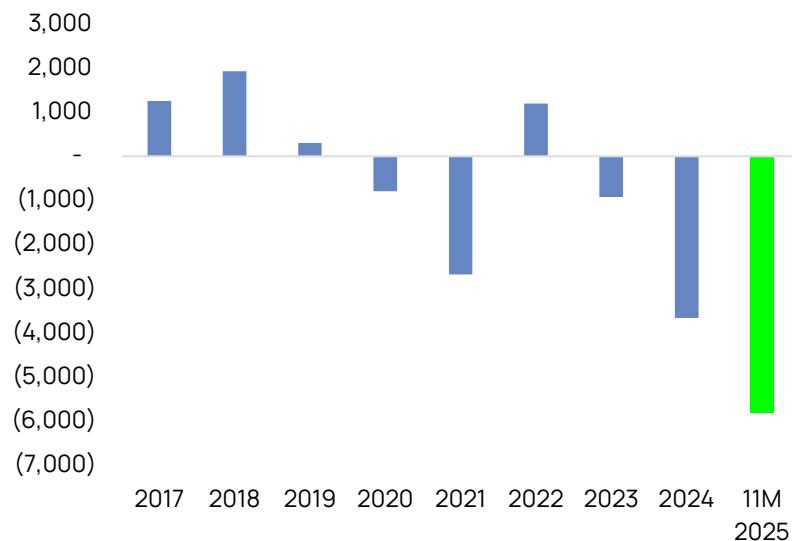
Nguồn: Fiinpro, Vietcap

Nguồn: FiinPro, Vietcap

- Chúng tôi dự báo GTGDTB sẽ hạ nhiệt trong quý 4/2025 khi thị trường bước vào nhịp điều chỉnh sau đà tăng mạnh trong quý 3/2025. Ngoài ra, nhà đầu tư đã trở nên thận trọng hơn, trì hoãn các giao dịch quy mô lớn để chờ đợi KQKD cả năm cũng như định hướng rõ ràng hơn cho năm 2026, điều này sẽ gây thêm áp lực lên thanh khoản quý 4/2025 so với quý 3/2025. Nhìn chung, chúng tôi dự báo GTGDTB năm 2025 sẽ tăng 36,9% YoY.
- Chúng tôi dự phóng GTGDTB sẽ tăng 18% YoY trong năm 2026 lên 1,35 tỷ USD. Điều này được hỗ trợ bởi kỳ vọng của chúng tôi về (1) các tính năng mới của hệ thống KRX—chẳng hạn như giao dịch trong ngày và chu kỳ thanh toán T+2 ngắn hơn so với T+2,5—sẽ giúp thúc đẩy hoạt động giao dịch, (2) tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp mạnh mẽ trong bối cảnh vĩ mô thuận lợi với các chính sách tiền tệ/tài khóa hỗ trợ tích cực; và (3) dòng vốn ngoại đầu tư cao hơn ở mức khoảng 5-6 tỷ USD sau khi Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi trong năm 2026.

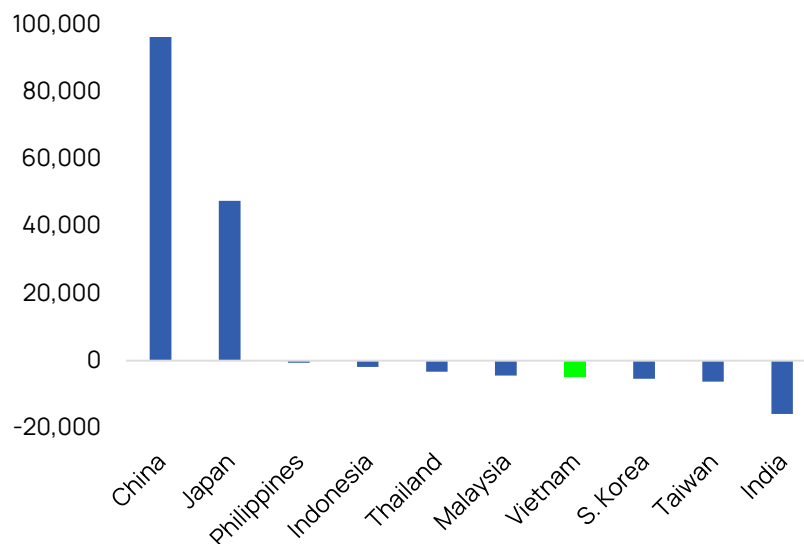
# Giá trị bán ròng của khối ngoại chạm mức cao nhất trong nhiều năm do hoạt động chốt lời, đồng USD tăng giá và sự tái phân bổ vốn trên toàn Châu Á

GTGD ròng lũy kế của khối ngoại trên thị TTCK Việt Nam tại 3 sàn giao dịch (triệu USD)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

GTGD ròng của khối ngoại tại các quốc gia Châu Á so với VN-Index (YTD, triệu USD)

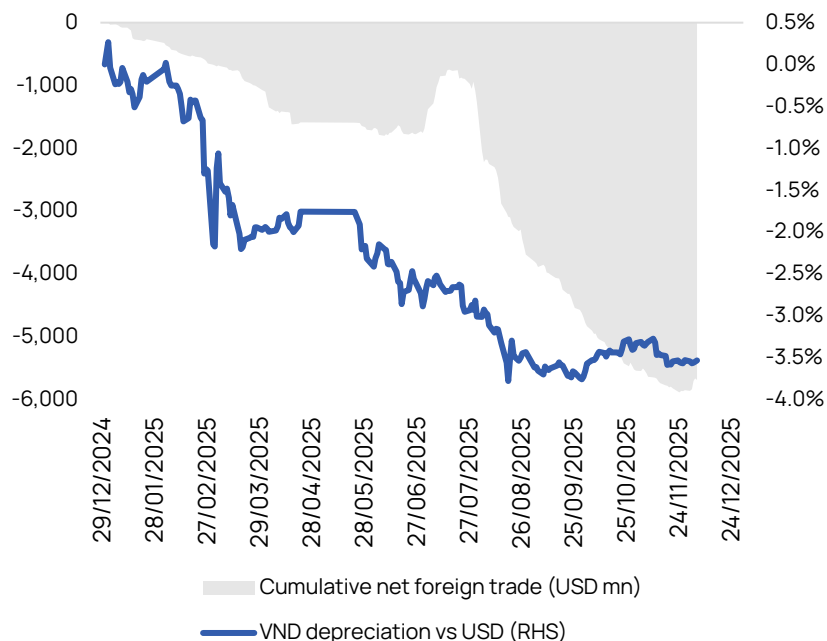


Nguồn: Bloomberg, FiinPro, Vietcap. Dữ liệu tính đến ngày 04/12/2025

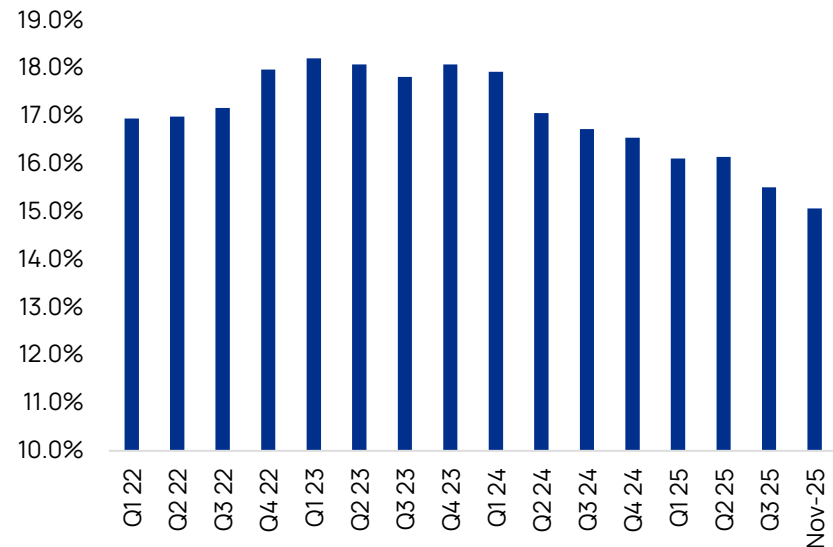
- Trong 11T 2025, khối ngoại đã bán ròng tổng cộng 5,8 tỷ USD cổ phiếu Việt Nam trên cả 3 sàn giao dịch, tương đương 1,6 lần tổng giá trị bán ròng trong năm 2024.
- Diễn biến này được thúc đẩy bởi một số yếu tố, bao gồm: (1) hoạt động thoái vốn của các cổ đông chiến lược (như SK tại MSN và VIC; CBA tại VIB), (2) tỷ giá USD/VND tăng và lợi suất trái phiếu Mỹ tăng cao đã kích hoạt làn sóng rút vốn khỏi Việt Nam; (3) hoạt động tái phân bổ vốn vào thị trường Trung Quốc và Nhật Bản, và (4) việc giảm tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu ngân hàng Việt Nam khi định giá trở nên kém hấp dẫn hơn, trong khi nhà đầu tư chờ đợi những tín hiệu phục hồi rõ ràng hơn ở các nhóm ngành khác trước khi quay trở lại.
- Tuy nhiên, kể từ đầu tháng 12/2025, chúng tôi quan sát thấy nhà đầu tư nước ngoài đã bắt đầu tích lũy cổ phiếu Việt Nam.

# Room ngoại mở rộng, mở ra cơ hội gia nhập hấp dẫn cho các nhà đầu tư mới

GTGD ròng lũy kế trên TTCK Việt Nam tại 3 sàn giao dịch (triệu USD)

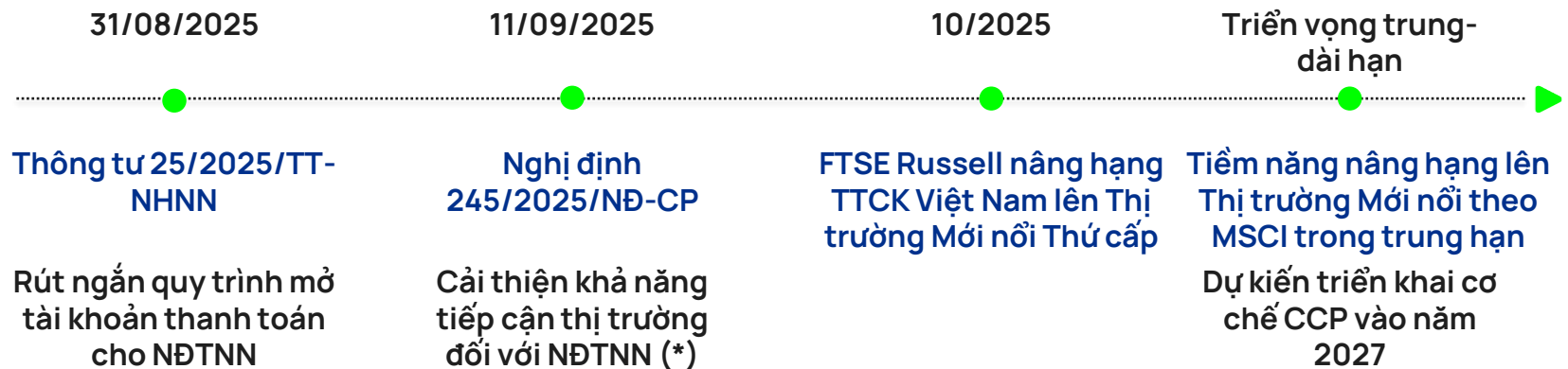


% tỷ lệ sở hữu khối ngoại tại TTCK Việt Nam



- Tính đến tháng 11/2025, tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên TTCK Việt Nam đã giảm về 15%, mức thấp nhất kể từ năm 2022.
- Nhiều cổ phiếu blue-chip chất lượng cao như MBB, ACB, MWG và GMD, vốn kín room ngoại trong những năm trước, nay đã có thể được nhà đầu tư nước ngoài mua tại giá thị trường. Chúng tôi đánh giá đây là cơ hội hấp dẫn để khối ngoại tích lũy cổ phiếu của các doanh nghiệp đầu ngành tại Việt Nam với mức định giá hấp dẫn.

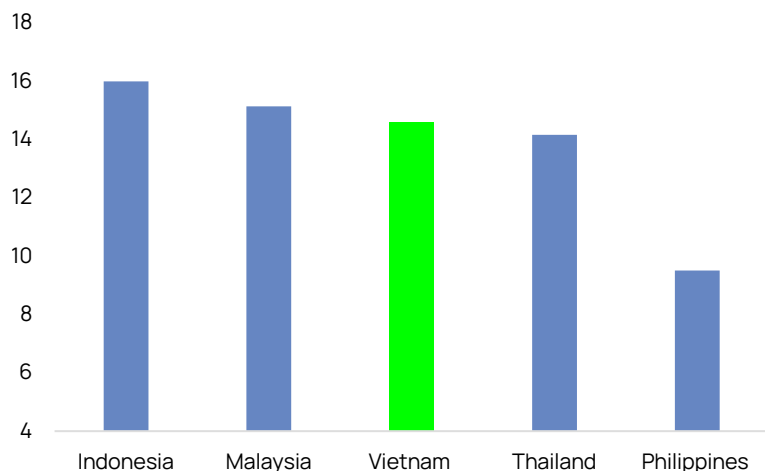
# Sự kiện nâng hạng TTCK theo phân loại của FTSE dự kiến sẽ thu hút dòng vốn ngoại lớn



**Dòng vốn ngoại ước tính:  
1-2 tỷ USD từ các quỹ thụ động + 5-6 tỷ USD từ các quỹ chủ động**

# Định giá TTCK Việt Nam hấp dẫn so với các thị trường tương đồng và dữ liệu lịch sử

P/E đồng thuận dự phóng của một số thị trường mới nổi tính đến ngày 04/12/2025



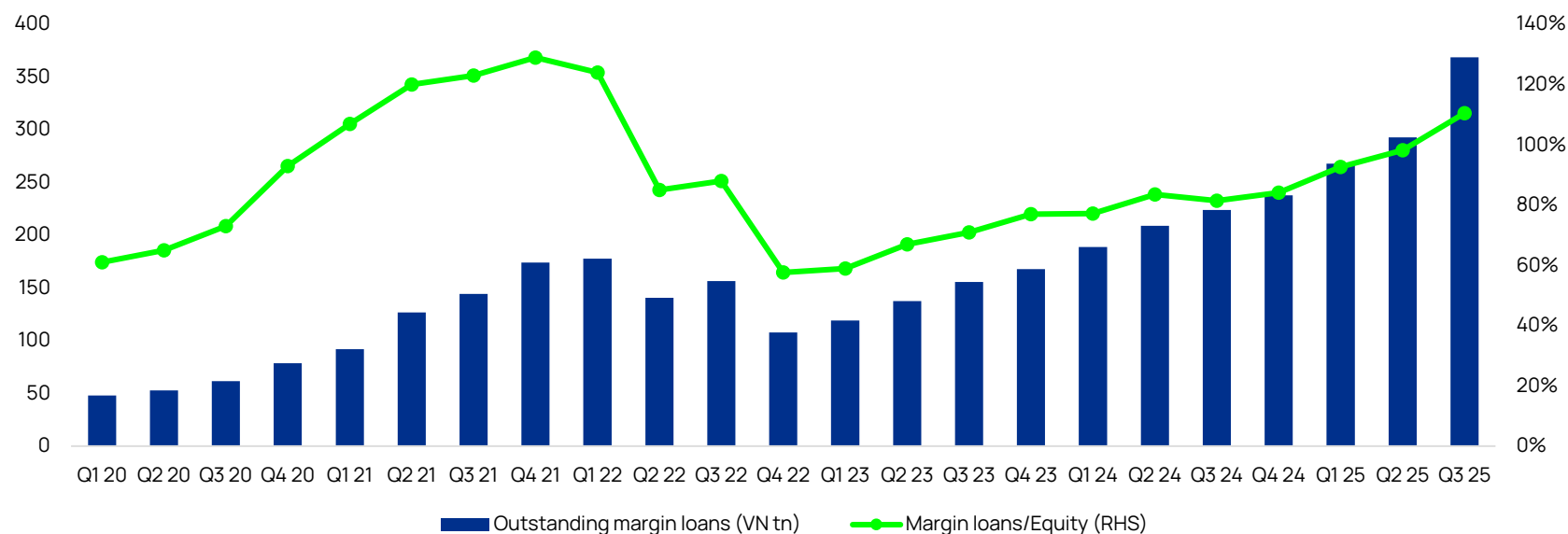
Chỉ số P/E trượt 12T của VN-Index



- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2025F-2026 của Việt Nam lần lượt đạt 8,1% và 8,5%, tiếp tục vượt trội so với các thị trường trong khu vực. Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi (1) sự hỗ trợ chính sách mạnh mẽ và liên tục từ Chính phủ (bao gồm hoàn thiện các quy định, mở rộng chi tiêu tài khóa và duy trì lập trường tiền tệ nới lỏng); (2) sự đẩy mạnh đầu tư của khu vực tư nhân; (3) tiêu dùng tiếp tục cải thiện và (4) năng lực cạnh tranh xuất khẩu vẫn được duy trì.
- Chúng tôi nhận thấy định giá VN-Index đang ở mức hấp dẫn, với P/E trượt 12 tháng ở mức 15,3 lần—tương đương mức trung bình 10 năm—và lợi nhuận năm 2026 dự kiến tăng trưởng khoảng 19% YoY, giúp cải thiện hơn nữa định giá dự phóng. Hơn nữa, đà tăng gần đây của thị trường chủ yếu tập trung vào nhóm cổ phiếu Vingroup và nhóm tài chính, trong khi định giá ở nhiều ngành khác vẫn duy trì ở mức hấp dẫn.
- Với bối cảnh định giá hấp dẫn này cùng triển vọng tăng trưởng dài hạn mạnh mẽ của Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng nhà đầu tư nước ngoài sẽ quay trở lại thị trường.

# Dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành tiếp tục tăng

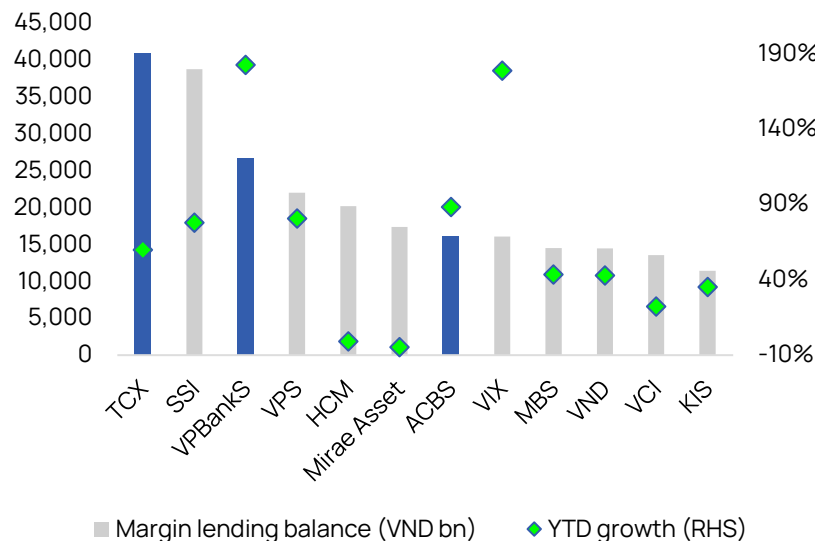
Tổng dư nợ cho vay ký quỹ hàng tháng (nghìn tỷ đồng)



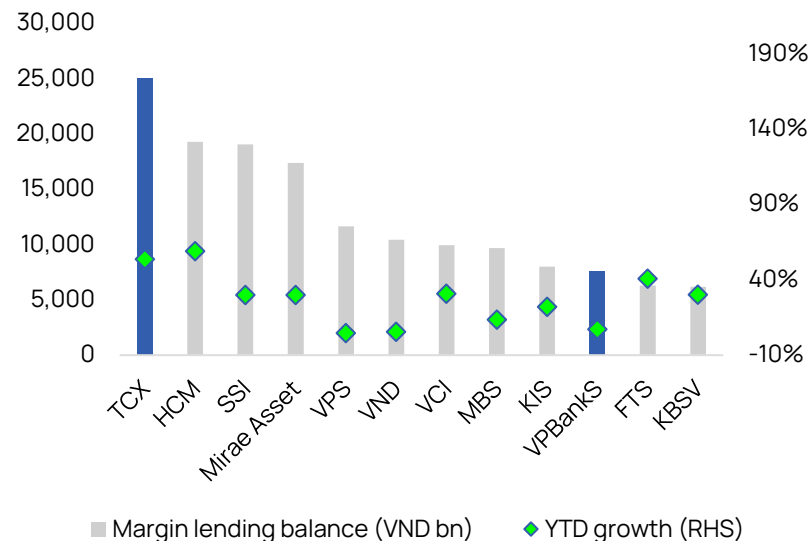
- Theo FiinPro, tổng dư nợ cho vay ký quỹ đã tăng 26,0% QoQ trong quý 3/2025 lên 369 nghìn tỷ đồng (hiện chiếm 4,0% tổng vốn hóa thị trường). Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu vẫn duy trì ở mức 110%, thấp hơn nhiều so với mức trần quy định 200% dù dư nợ gia tăng.
- Chúng tôi cho rằng đà tăng mạnh này chủ yếu do (1) gia tăng cho vay ký quỹ đối với các khách hàng lớn và (2) tâm lý lạc quan của nhà đầu tư cá nhân tăng cao, được thúc đẩy bởi môi trường lãi suất thấp và nỗ lực đẩy mạnh đầu tư công quyết liệt của Chính phủ. Ngoài ra, việc số lượng nhà đầu tư cá nhân mới liên tục gia tăng cũng góp phần thúc đẩy số dư ký quỹ.

# Các CTCK trực thuộc ngân hàng gia tăng đáng kể thị phần cho vay ký quỹ trong năm 2025

Top 12 CTCK theo dư nợ cho vay ký quỹ trong quý 3/2025



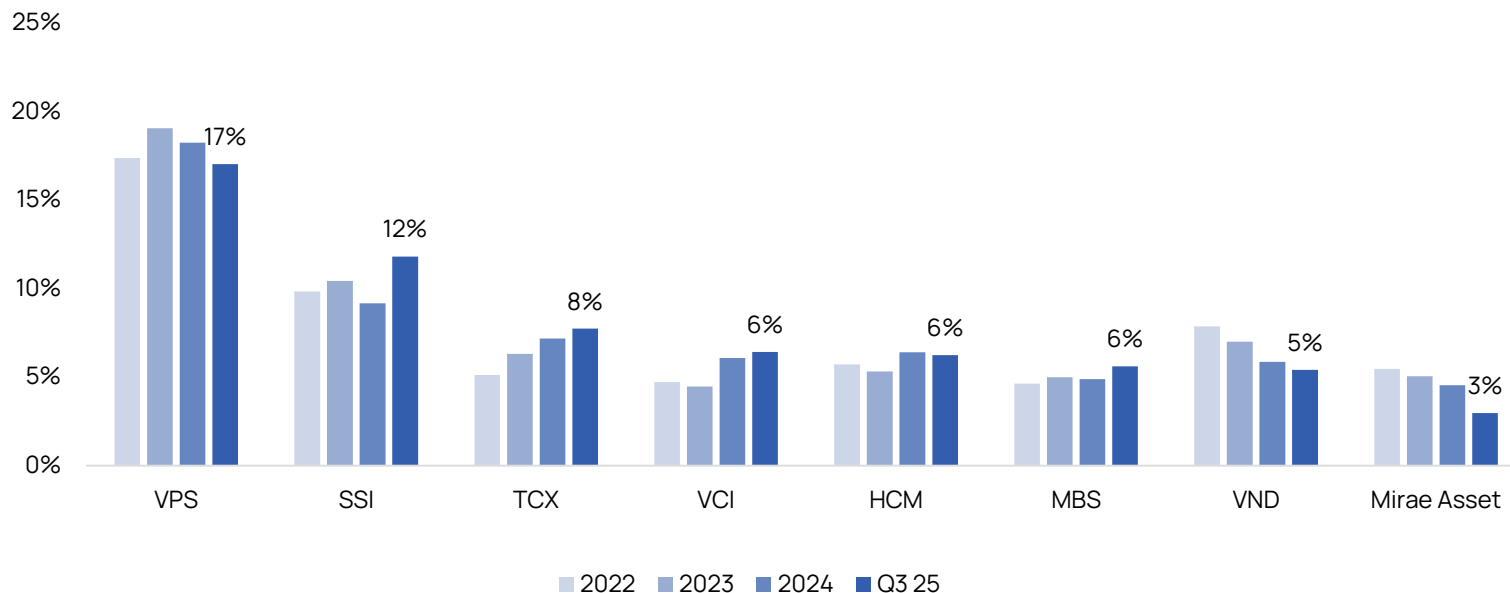
Top 12 CTCK theo dư nợ cho vay ký quỹ trong quý 3/2024



- Trong số 12 CTCK dẫn đầu về cho vay ký quỹ, các công ty trực thuộc ngân hàng và có tiềm lực vốn mạnh—như TCX, SSI, VPBankS và ACBS—đã ghi nhận mức tăng trưởng cho vay ký quỹ mạnh mẽ từ 60–180% kể từ đầu năm. Ngược lại, các CTCK đối mặt với hạn chế về nguồn vốn, bao gồm HCM và Mirae Asset, đã báo cáo tăng trưởng âm về dư nợ cho vay ký quỹ.
- Chúng tôi dự báo dư nợ cho vay ký quỹ sẽ gia tăng trong giai đoạn 2025–2026, được hỗ trợ bởi một số yếu tố: (1) triển vọng tích cực của VN-Index, (2) đà tăng trưởng liên tục của số lượng tài khoản nhà đầu tư cá nhân, và (3) hoạt động của nhà đầu tư cá nhân trở nên sôi động hơn nhờ triển vọng khả quan của nền kinh tế Việt Nam, từ đó thúc đẩy nhu cầu vay ký quỹ.

# Các CTCK có tiềm lực vốn mạnh gia tăng thị phần môi giới trong 9T 2025

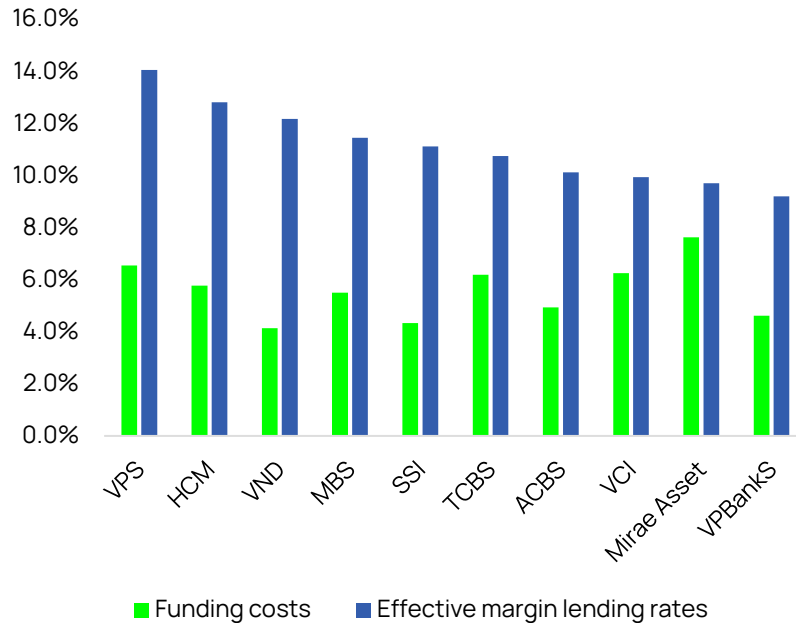
Thị phần của các CTCK hàng đầu trên HOSE (%)



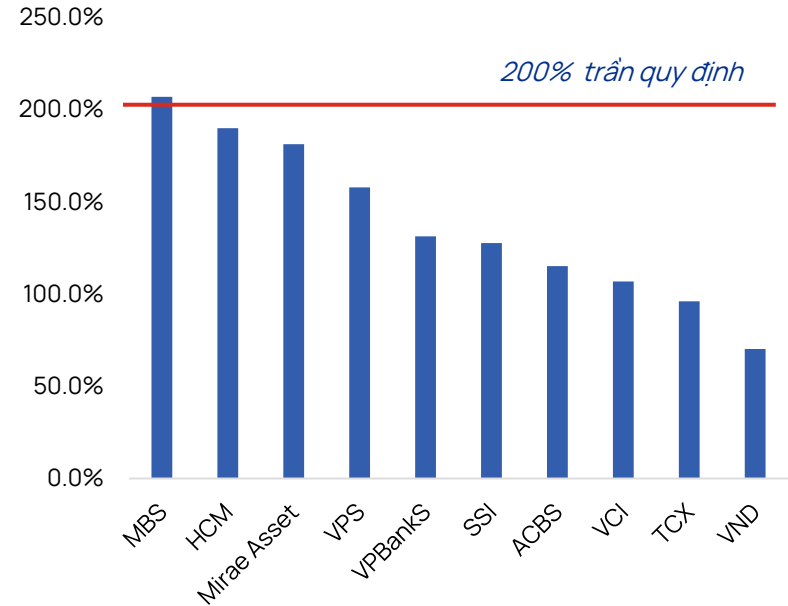
- Tính đến quý 3/2025, SSI, TCX, VCI và MBS đã gia tăng thị phần so với năm 2024, nhờ vào (1) vị thế nguồn vốn vững mạnh cho phép cung cấp dịch vụ cho vay ký quỹ cạnh tranh, và/hoặc (2) năng lực môi giới vượt trội được thúc đẩy bởi công nghệ và chuyên môn ngành. Ngược lại, các CTCK tập trung vào khách hàng cá nhân và các công ty độc lập như VPS, VND và Mirae Asset đã ghi nhận sự sụt giảm về thị phần.

# Lợi thế về nguồn vốn hỗ trợ đà tăng thị phần trong dài hạn

Lãi suất cho vay kỳ quỹ và chi phí vốn của các CTCK hàng đầu trong quý 3/2025



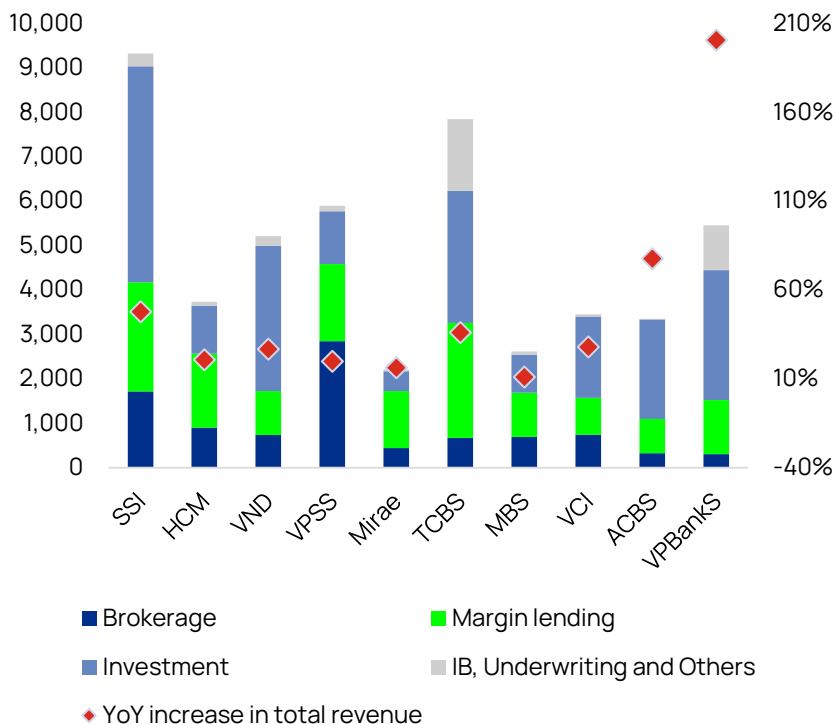
Dư nợ cho vay kỳ quỹ/tổng VCSH quý 3/2025



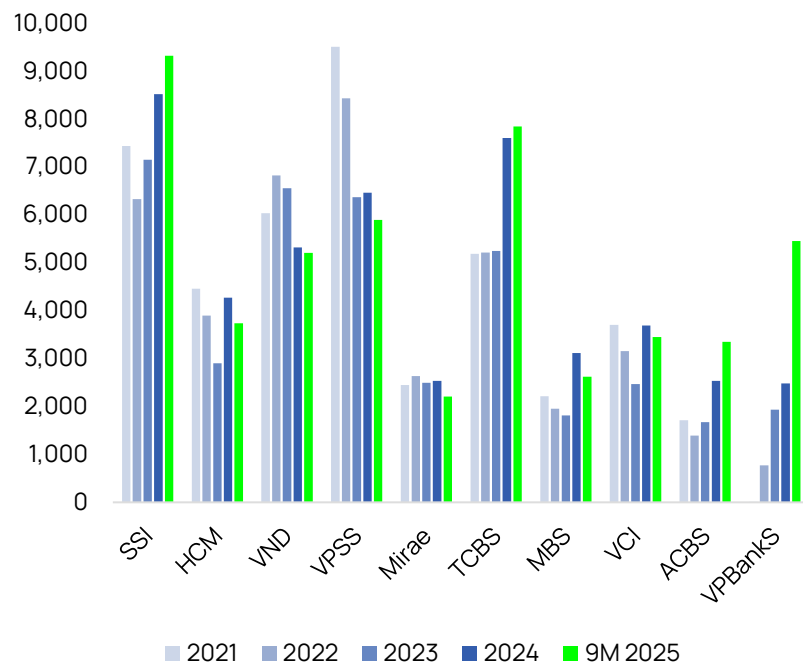
- Số liệu quý 3/2025 cho thấy các CTCK trực thuộc ngân hàng và các công ty có tiềm lực vốn mạnh đang cung cấp mức lãi suất cho vay kỳ quỹ hấp dẫn hơn so với các CTCK độc lập.
- Các công ty này cũng sở hữu quy mô vốn chủ sở hữu lớn hơn đáng kể, mang lại năng lực cho vay vượt trội. Chúng tôi tin rằng sự kết hợp giữa chính sách lãi suất cạnh tranh và nguồn vốn dồi dào sẽ giúp các công ty này xác lập vị thế dẫn đầu trong dài hạn ở cả mảng cho vay kỳ quỹ và thị phần môi giới.

# Các CTCK ghi nhận doanh thu hoạt động tăng trưởng mạnh trong 9T 2025

Cơ cấu doanh thu của top 8 CTCK (9T 2025)



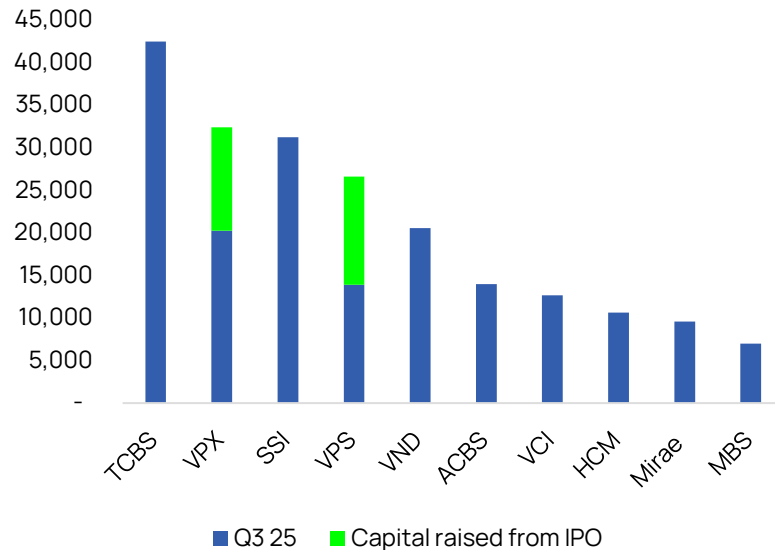
Doanh thu của top 8 CTCK (2021 - 9T 2025)



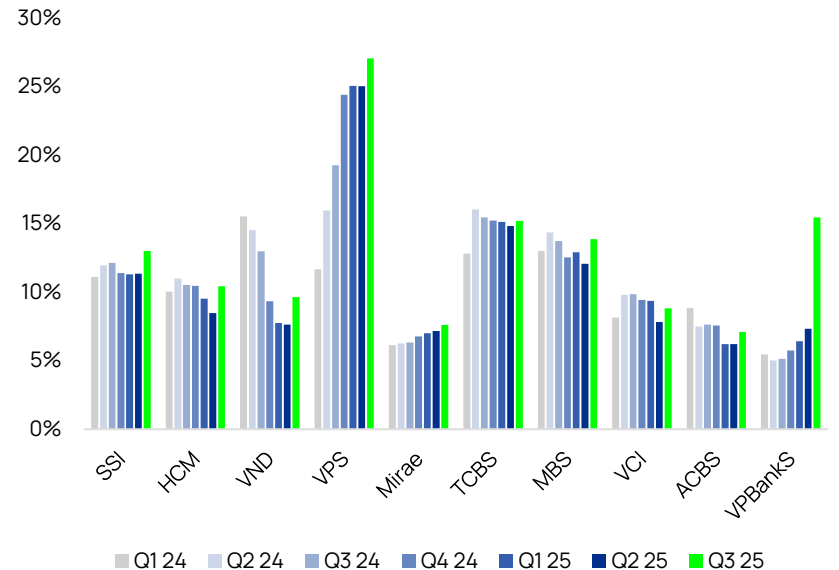
- Hưởng lợi từ điều kiện thị trường thuận lợi, toàn bộ 10 CTCK hàng đầu đều ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ so với cùng kỳ trên tất cả các mảng nghiệp vụ, bao gồm môi giới, cho vay ký quỹ, tự doanh và các nguồn thu nhập khác. Đáng chú ý, VPBankS và ACBS đạt kết quả ấn tượng nhất với mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 201% và 78% YoY. Cả hai công ty đều đã tái định vị chiến lược thành công và đạt được sự mở rộng vượt bậc ở mảng cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư.

# Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo ROE của các CTCK sẽ chịu áp lực giảm do các kế hoạch tăng vốn quy mô lớn

Tổng VCSH của các CTCK hàng đầu



ROE trượt hàng quý của các CTCK hàng đầu



- Dựa trên phân tích của chúng tôi, ROE trượt 12 tháng đã phục hồi ở tất cả các CTCK hàng đầu trong quý 4/2025. Tuy nhiên, từ quý 4/2025 đến năm 2026, chúng tôi dự báo ROE sẽ chịu áp lực, do hầu hết các CTCK đều có kế hoạch huy động thêm 10-20% vốn thông qua IPO, phát hành riêng lẻ hoặc phát hành quyền mua.
- Làn sóng tăng vốn này là yếu tố thiết yếu để nâng cao năng lực cho vay ký quỹ và mở rộng các dịch vụ ngân hàng đầu tư cũng như bảo lãnh phát hành. Ngoài ra, nguồn vốn gia tăng sẽ hỗ trợ cải thiện hạ tầng công nghệ và phát triển các sản phẩm mới, chẳng hạn như tài sản số và các giải pháp ứng dụng AI. Mặc dù vậy, chúng tôi đánh giá đây là những bước đi cần thiết để củng cố vị thế của các CTCK hướng tới tăng trưởng dài hạn trong bối cảnh thị trường tài chính không ngừng thay đổi.

# Tài sản số nổi lên như một cơ hội kinh doanh tiềm năng

## Khung pháp lý

**Luật Công nghiệp Công nghệ số**

Định nghĩa tài sản số

**Nghị quyết 05/2025/NQ-CP**

Thí điểm thị trường tài sản mã hóa trong 5 năm

## Cơ hội thị trường lớn

**17 triệu**

Người Việt Nam sở hữu tài sản mã hóa (\*)

**#4**

Chỉ số chấp nhận tiền mã hóa

Nhiều tổ chức tài chính đã lên kế hoạch chuẩn bị

**TECHCOMSECURITIES** 

 **VPBank Securities**



# Định giá ngành chứng khoán đã quay về mức trung bình 10 năm, mang lại điểm gia nhập hấp dẫn

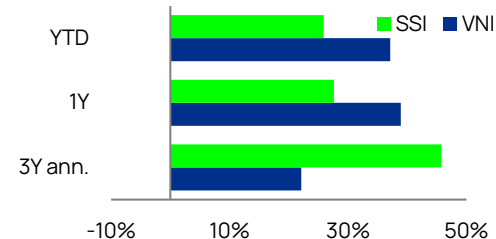
P/B trung bình của top 5 CTCK niêm yết (SSI, HCM, VND, VCI, MBS)



# SSI – MUA, Giá mục tiêu 35.100 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	32.800 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	8.709	11.660	13.587	14.955
Giá hiện tại điều chỉnh*	29.840 VND	% YoY	19,6%	33,9%	16,5%	10,1%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>35.100 VND</b>	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	2.835	4.092	5.241	6.062
		% YoY	23,6%	44,3%	28,1%	15,7%
TL tăng	17,7%	EPS	5,7%	28,8%	9,4%	11,4%
Lợi suất cổ tức	3,0%	Biên LN gộp	61,5%	64,3%	67,4%	68,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+20,7%</b>	Biên LN ròng	33,2%	35,7%	39,1%	41,1%
		Cho vay kỳ quỹ/VCSH	81,3%	124,0%	115,6%	107,5%
Ngành	Chứng khoán	Nợ vay ròng/VCSH	168,7%	203,6%	176,0%	169,1%
GT vốn hóa	330 nghìn tỷ đồng	P/B	2,4x	2,1x	2,0x	1,8x
Room KN	31,2 nghìn tỷ đồng	P/E	25,2x	19,5x	17,9x	16,0x
GTGD/ngày (30n)	936 tỷ đồng	ROE	11,4%	13,6%	14,0%	13,9%
Cổ phần Nhà nước	0%	ROA	4,0%	4,6%	4,8%	5,0%
SL cổ phiếu lưu hành	2.078 tr					
Pha loãng	2.493 tr					

\* Lưu ý: Giá lý thuyết sau điều chỉnh, giá định cổ phiếu thực hiện quyền tại thị giá hiện tại.



Tổng quan Công ty

SSI luôn nằm trong top CTCK hàng đầu trong vòng 5 năm qua với các mảng kinh doanh môi giới, đầu tư tự doanh, quản lý quỹ và ngân hàng đầu tư. SSI được thành lập năm 1999, và tính đến cuối năm 2024, công ty có 1.522 nhân viên làm việc tại TP.HCM, HN và Hải Phòng.

**SSI là một trong những CTCK hàng đầu tại Việt Nam.** Công ty hiện nắm giữ thị phần lớn thứ 2 trên sàn HOSE với dư nợ cho vay kỳ quỹ lớn thứ 2 và tỷ lệ dư nợ cho vay kỳ quỹ trên vốn chủ sở hữu ở mức thấp trong nhóm các CTCK lớn (128% trong quý 3/2025). Chúng tôi đánh giá SSI là một trong những CTCK tốt nhất có khả năng nắm bắt đà tăng trưởng của TTCK Việt Nam nhờ vào bộ đệm vốn vững chắc, uy tín thương hiệu vững mạnh, mạng lưới rộng lớn và khả năng tiếp cận các nguồn vốn nước ngoài.

**Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng trưởng 28,1% YoY,** được thúc đẩy bởi doanh thu môi giới tăng 23,0% YoY. Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi việc SSI mở rộng thị phần môi giới từ 8,6% năm 2024 lên khoảng 12% vào năm 2026 nhờ nguồn vốn mạnh và lãi suất cho vay kỳ quỹ hấp dẫn, cùng với dự báo của chúng tôi về GTGD TB năm 2026 tăng 28,3% YoY. Ngoài ra, với việc các CTCK hàng đầu như HCM, MBS và Mirae Asset đang tiến gần đến mức trần quy định 200% về tỷ lệ cho vay kỳ quỹ trên vốn chủ sở hữu, chúng tôi kỳ vọng một số khách hàng sẽ chuyển sang sử dụng dịch vụ của SSI. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu cho vay kỳ quỹ của SSI sẽ tăng 48,0% YoY.

Cổ phiếu SSI hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt là 2,2 lần so với mức trung bình 5 năm là 2,0 lần. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng SSI, cũng như toàn ngành chứng khoán, xứng đáng được giao dịch ở mức định giá cao hơn khi bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới.

**Yếu tố hỗ trợ/(rủi ro):** Thanh khoản thị trường và dư nợ cho vay kỳ quỹ cao hơn/(thấp hơn) dự kiến; lãi/(lỗ) ròng lớn trong danh mục FVTPL của SSI.

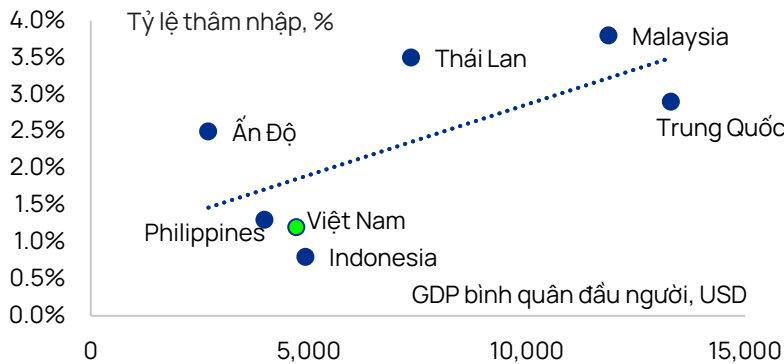
# Ngành Bảo hiểm

Phí bảo hiểm & lợi nhuận đầu tư tăng mạnh hơn hỗ trợ lợi nhuận

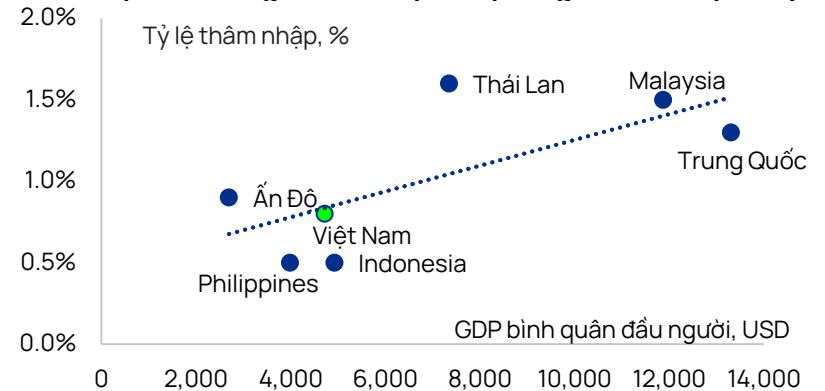
---

# Ngành bảo hiểm sở hữu tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mức độ thâm nhập thấp

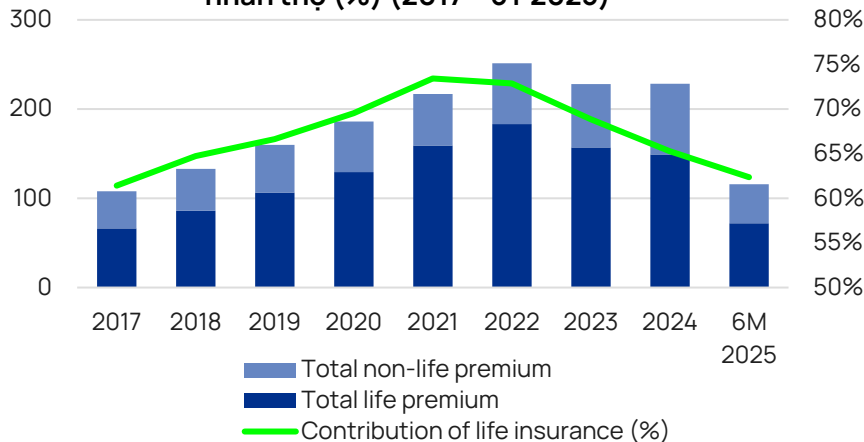
Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ tương quan với GDP bình quân đầu người của một số quốc gia mới nổi (2024)



Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm phi nhân thọ tương quan với GDP bình quân đầu người của một số quốc gia mới nổi (2024)

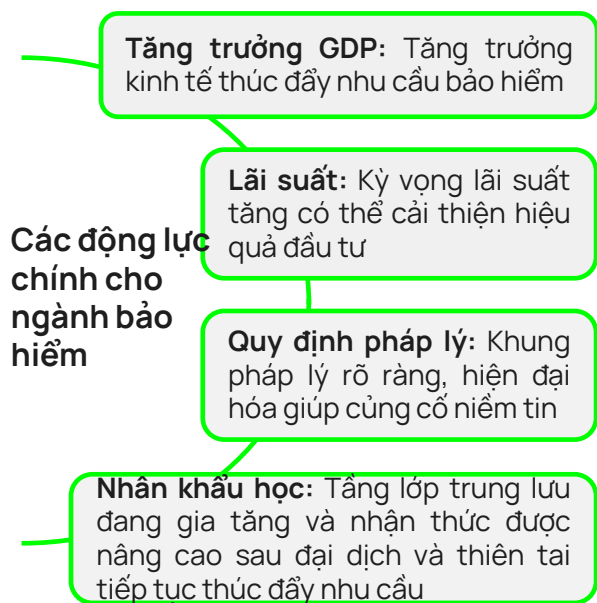


Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc theo loại hình (nghìn tỷ đồng) và tỷ trọng đóng góp của bảo hiểm nhân thọ (%) (2017 - 6T 2025)

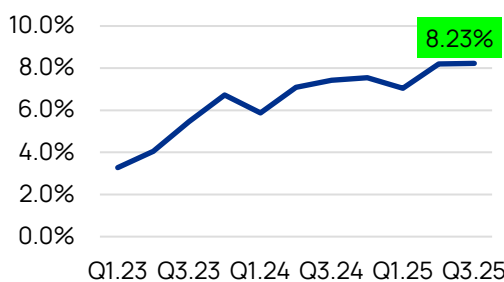


- Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm tại Việt Nam hiện ở mức thấp đối với cả hai mảng nhân thọ và phi nhân thọ, lần lượt đạt 1,20% và 0,80%, thấp hơn so với các nước trong khu vực như Malaysia và Thái Lan.
- Trong giai đoạn 2017-2022, toàn ngành bảo hiểm đã tăng trưởng với tốc độ kép (CAGR) là 23%, chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng của bảo hiểm nhân thọ.
- Cuộc khủng hoảng kênh phân phối bảo hiểm qua ngân hàng (bancassurance) trong năm 2023 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến bảo hiểm nhân thọ cũng như tăng trưởng doanh thu phí của toàn ngành. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng bền vững hơn trong tương lai, được hỗ trợ bởi chất lượng hoạt động bán hàng được cải thiện.
- Tăng trưởng phí bảo hiểm đã tạo đáy trong năm 2024. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng các điều kiện kinh tế thuận lợi, hành lang pháp lý đang hoàn thiện và yếu tố nhân khẩu học tích cực sẽ là động lực thúc đẩy sự phục hồi và tăng trưởng trong dài hạn.

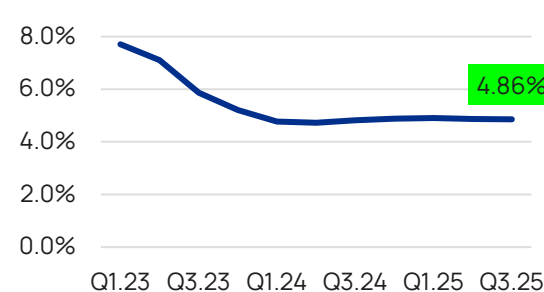
# Bối cảnh kinh tế Việt Nam thuận lợi cho ngành bảo hiểm



Tăng trưởng GDP hàng quý của Việt Nam (%) (Q1 2023 - Q3 2025)



Lãi suất huy động 12 tháng (%) đã tạo đáy (Q1 2023 - Q3 2025)



**Nghị định 46/2023** hướng dẫn Luật Kinh doanh Bảo hiểm 2022 (quy định chặt chẽ hơn về vốn và cấp phép, giám sát chặt chẽ hơn hoạt động bancassurance)

**Thông tư 67/2023** (Quy định về bảo hiểm số và hoạt động bán hàng)

**Nghị định số 105/2025/NĐ-CP** (Mở rộng phạm vi bảo hiểm cháy nổ bắt buộc; tăng mức phí bảo hiểm tối thiểu)

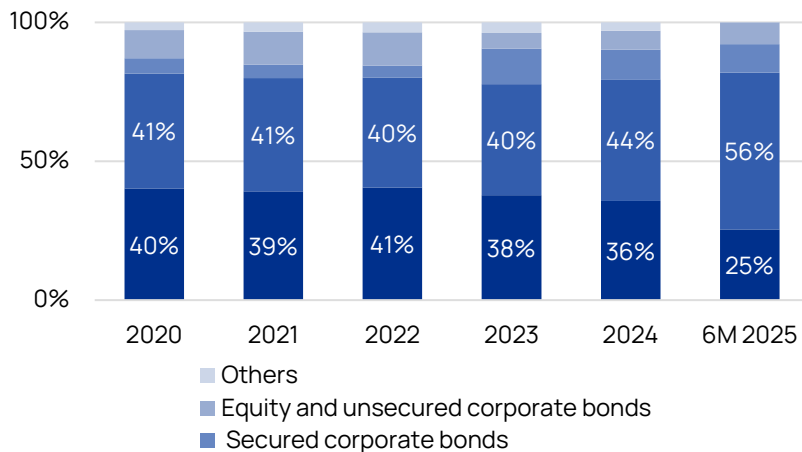
**Dự thảo sửa đổi Luật Kinh doanh Bảo hiểm (2025)** đơn giản hóa thủ tục và thúc đẩy cạnh tranh trong lĩnh vực tái bảo hiểm và các dịch vụ phụ trợ

## Các mục tiêu của Chính phủ đối với ngành bảo hiểm

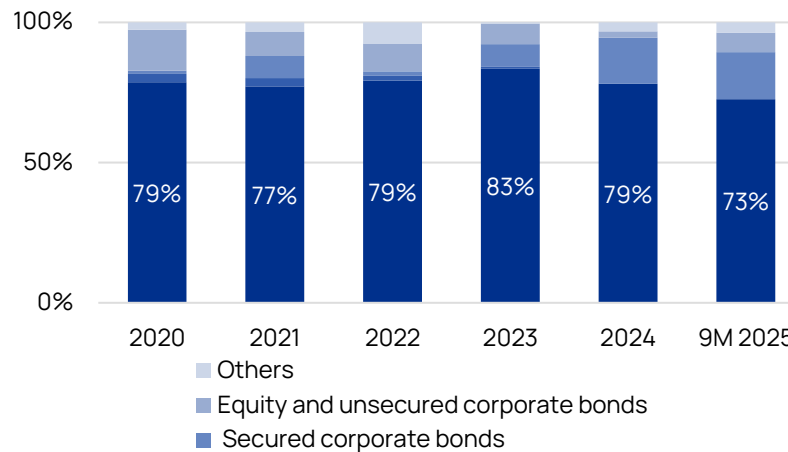
	2024	2021-2025	2026-2030
Tăng trưởng phí bảo hiểm	-0,26%	15%/năm	10%/năm
Tăng trưởng phí bảo hiểm qua kênh bán bảo hiểm online	N/A	10%/năm	10%/năm
CAGR giá trị tài sản, tổng giá trị đầu tư	- Tổng tăng trưởng tài sản: 10,9% YoY - Tổng tăng trưởng đầu tư: 12,2% YoY	15%/năm	10%/năm
Phí bảo hiểm/GDP	2,1%*	3,0% - 3,3%	3,0% - 3,5%
% thâm nhập bảo hiểm nhân thọ/dân số	11%	15%	18%
Phí bảo hiểm/người	2,3 triệu đồng/người*	3 triệu đồng/người	3 triệu đồng/người

# Áp lực tăng lãi suất hỗ trợ lợi suất đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm trong năm 2026

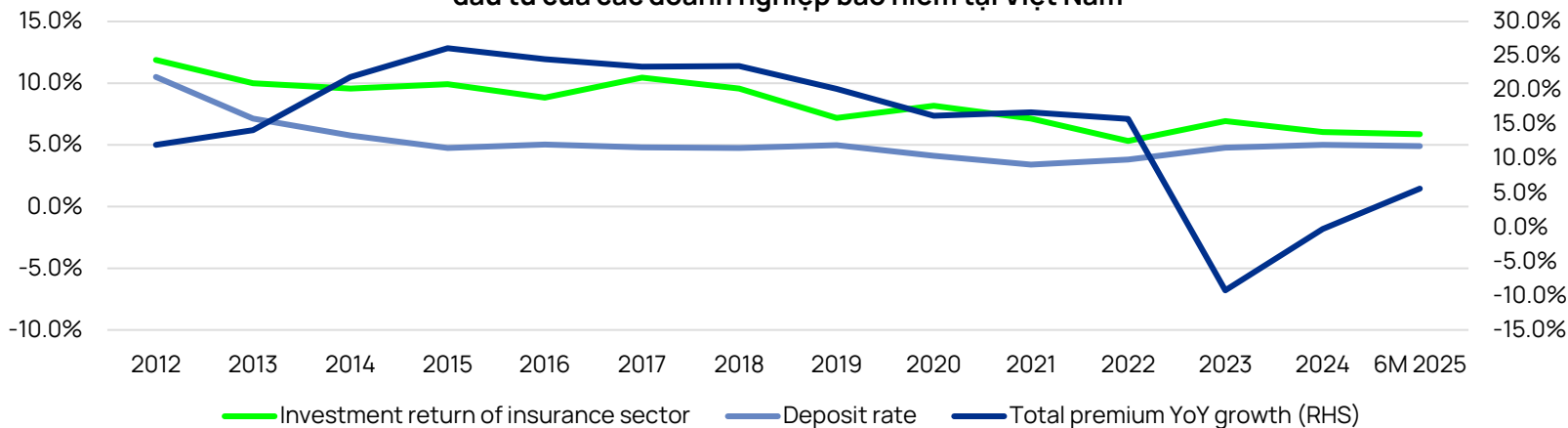
Danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ



Danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ



Lãi suất tiền gửi\* tại các ngân hàng thương mại có mối tương quan thuận chiều mạnh mẽ với lợi suất đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm tại Việt Nam



— Investment return of insurance sector — Deposit rate — Total premium YoY growth (RHS)

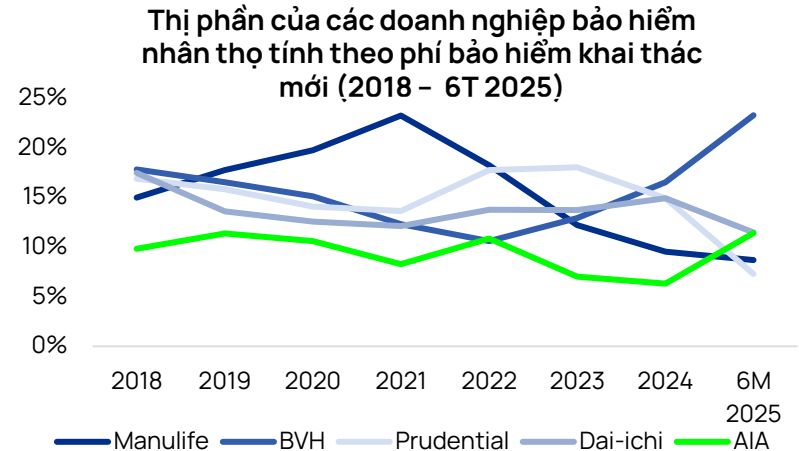
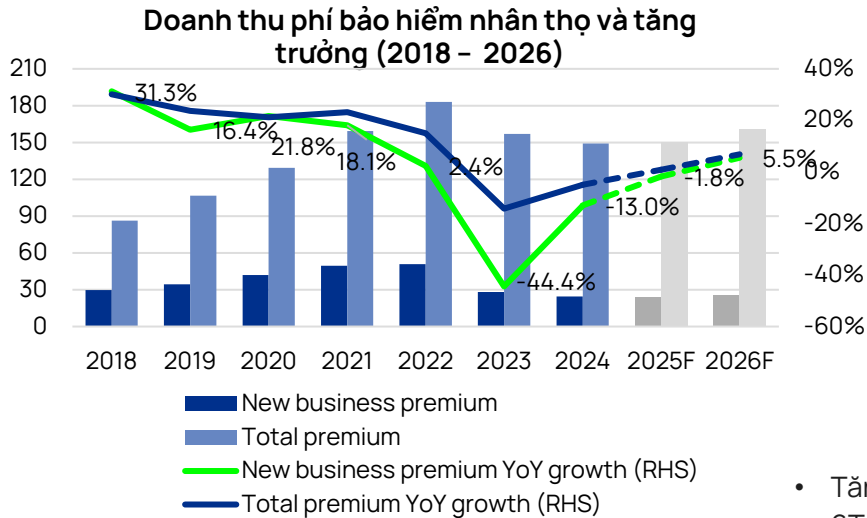
Nguồn: Ngân hàng Thế giới, Bộ Tài chính, Vietcap. 6 doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ hàng đầu đóng góp vào danh mục đầu tư năm 2024 và 6T 2025 bao gồm Manulife, Prudential, Dai-ichi, AIA, Generali và MB Ageas. 6 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu đóng góp vào danh mục đầu tư năm 2024 và 9T 2025 bao gồm PVI, PTI, BMI, MIG, BIC và PGI. 12 doanh nghiệp bảo hiểm nêu trên cùng với BVH và ABI được sử dụng để ước tính lợi suất đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm trong năm 2024 và 6T 2025. (\* Ước tính của Vietcap)

## **Bảo hiểm Nhân thọ**

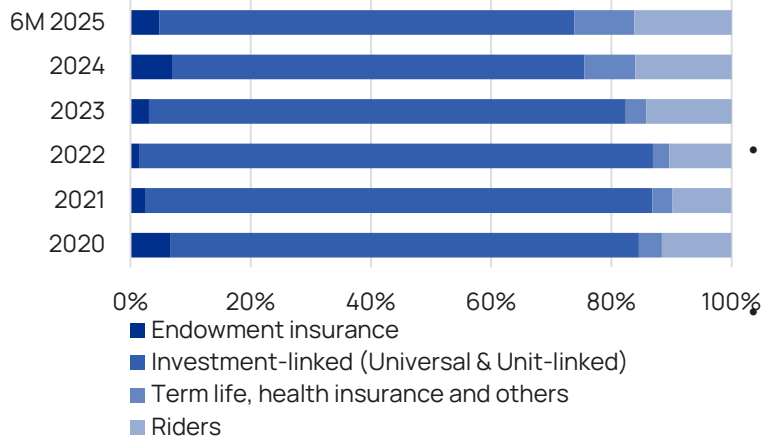
Lấy lại đà tăng trưởng doanh thu phí trong năm 2026; mức trích lập dự phòng kỹ thuật thấp hơn

---

# Chúng tôi dự báo phí bảo hiểm khai thác mới sẽ tăng 5,5%, thúc đẩy bởi sản phẩm bảo hiểm liên kết chung



## Phí bảo hiểm khai thác mới theo dòng sản phẩm (2020-6T 2025)

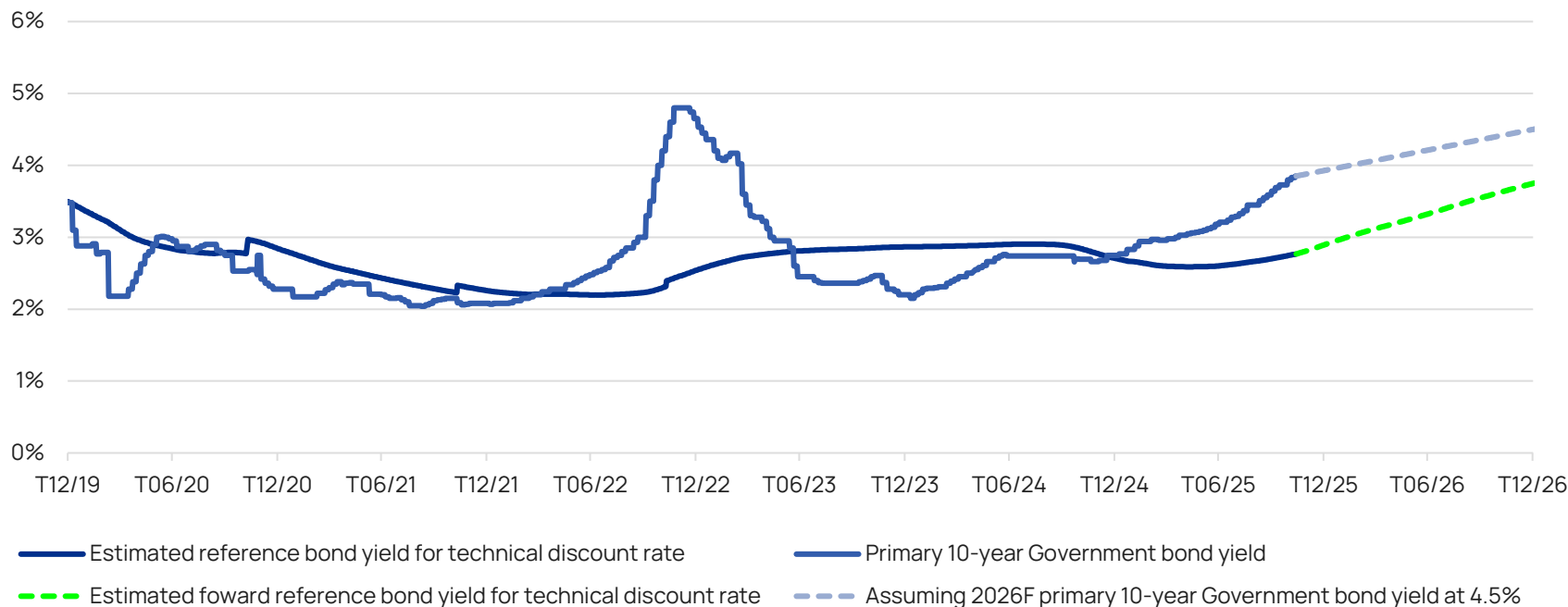


- Tăng trưởng phí bảo hiểm khai thác mới/tổng phí bảo hiểm gốc trong 6T 2025 lần lượt đạt 8,6%/2,4% YoY, cho thấy sự phục hồi của ngành bảo hiểm nhân thọ. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn nhờ các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi của Việt Nam như dân số già hóa và tầng lớp trung lưu đang gia tăng, trong bối cảnh tỷ lệ thâm nhập còn thấp ở mức 1,2% vào năm 2024, so với 3,5% tại Thái Lan hay 3,8% tại Malaysia.
- Sau các sai phạm liên quan đến nguyên tắc bán bancassurance ảnh hưởng tiêu cực đến niềm tin của khách hàng, BVH đã tận dụng mô hình đại lý và mạng lưới vững mạnh để giành lại vị thế dẫn đầu thị trường.

Sự thống trị của các sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư – đặc biệt là Bảo hiểm Liên kết chung (Universal Life) – phản ánh nhu cầu ngày càng tăng đối với các giải pháp bảo hiểm linh hoạt, định hướng đầu tư trong nhóm khách hàng trẻ và khá giả. Xu hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp tục cùng với sự mở rộng của tầng lớp trung lưu và nhu cầu tích lũy tài sản cũng như bảo vệ dài hạn.

# Lợi suất TPCP tăng trở lại giúp giảm áp lực lên lãi suất chiết khấu kỹ thuật và hỗ trợ mức trích lập dự phòng thấp hơn

Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam và ước tính lợi suất trái phiếu tham chiếu cho lãi suất chiết khấu kỹ thuật



- Từ năm 2022, tỷ lệ chiết khấu để tính toán dự phòng toán học dựa trên tối đa 80% lợi suất bình quân TPCP có kỳ hạn trên 10 năm được phát hành trong vòng 24 tháng trước khi trích lập dự phòng.
- Với lợi suất TPCP sơ cấp kỳ hạn 10 năm ở mức 3,85% vào giữa tháng 11, và giả định lợi suất TPCP đạt 4,50% vào cuối năm 2026, các ước tính của chúng tôi cho thấy lợi suất trái phiếu tham chiếu dùng cho lãi suất chiết khấu kỹ thuật đang trên đà tăng so với cùng kỳ vào cuối năm 2025 và cuối năm 2026, qua đó giảm bớt áp lực chi phí dự phòng toán học cho các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ.

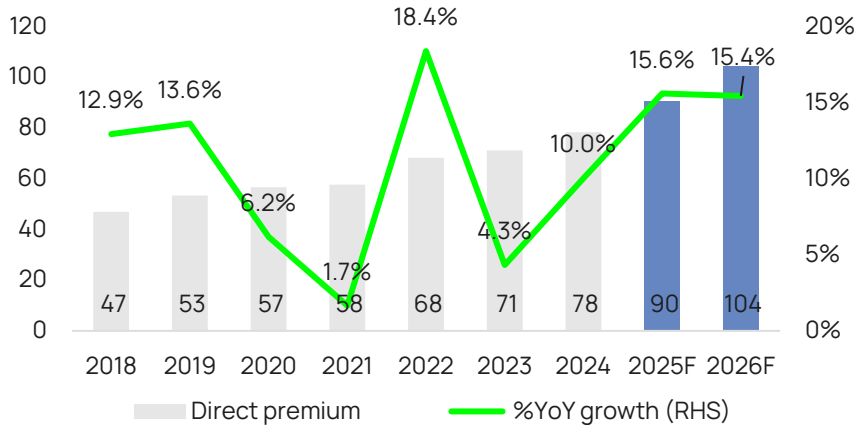
## **Bảo hiểm Phi nhân thọ**

Doanh thu phí bảo hiểm tăng mạnh trong giai đoạn 2025-2026; tỷ lệ kết hợp vẫn trong tầm kiểm soát bất chấp thiên tai

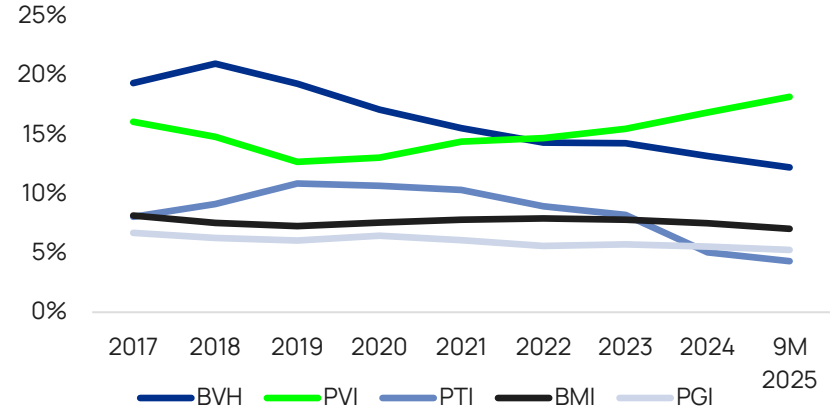
---

# Đà tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ vững chắc sẽ được duy trì trong năm 2026 trong bối cảnh các hoạt động kinh tế tăng tốc

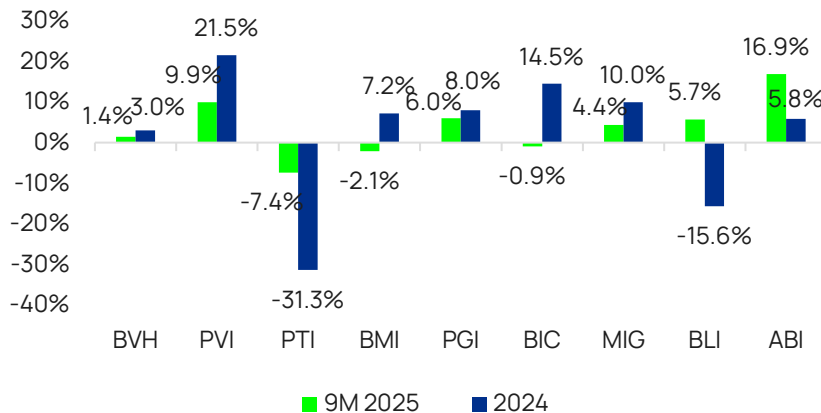
Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng (%) (2018 - 2026)



Thị phần của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ tính theo doanh thu phí bảo hiểm gốc (2017 - 9T 2025)



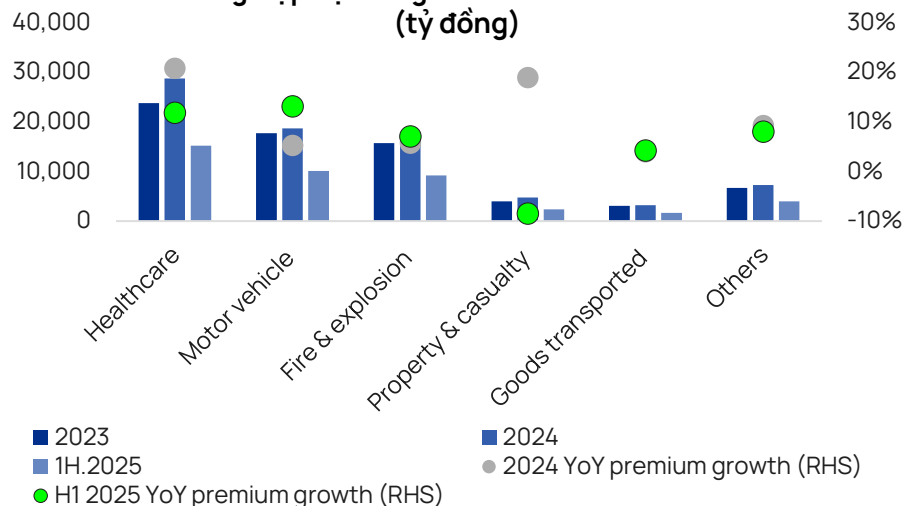
Tăng trưởng doanh thu phí năm 2024 và 9T 2025 của 9 công ty bảo hiểm niêm yết hàng đầu (% YoY)



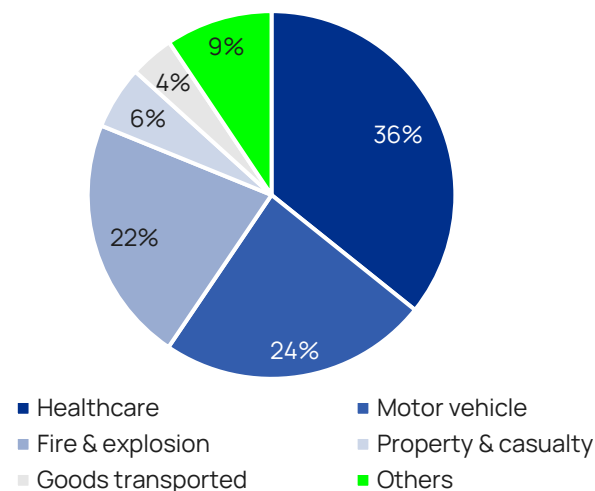
- Mức tăng trưởng doanh thu phí 10% YoY trong 9T 2025 cho thấy sự phục hồi liên tục của ngành trong bối cảnh tăng trưởng GDP quý 3/2025 đạt mức cao nhất thập kỷ là 8,23%. Mục tiêu tăng trưởng GDP 8-10% của Chính phủ cho giai đoạn 2025-26, tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm thấp, các quy định chặt chẽ hơn về bảo hiểm bắt buộc (ví dụ: Nghị định 105/2025 về bảo hiểm cháy nổ bắt buộc), cùng nhận thức gia tăng sau đại dịch và thiên tai là những yếu tố hỗ trợ đà tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ.
- Trong số các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường, trong khi hầu hết đang chứng kiến thị phần thu hẹp do ưu tiên cải thiện biên lợi nhuận bảo hiểm gốc, PVI lại nổi bật với sự mở rộng thị phần. Chúng tôi tin rằng điều này được thúc đẩy bởi khả năng tận dụng mạng lưới khách hàng vững mạnh—đặc biệt là khách hàng doanh nghiệp—trong khi vẫn duy trì tỷ lệ kết hợp ở mức thấp so với mặt bằng chung thị trường.

# Bảo hiểm cháy nổ trở thành động lực tăng trưởng mới bên cạnh bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới

Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc theo nghiệp vụ trong năm 2023 – 6T 2025 (tỷ đồng)



Tỷ trọng đóng góp doanh thu phí bảo hiểm gốc theo nghiệp vụ trong 6T 2025



## Bảo hiểm sức khỏe

- Nhận thức gia tăng sau đại dịch
- Dân số già hóa và tầng lớp trung lưu đang tăng – dự kiến tăng gấp đôi từ 13% năm 2023 lên 26% năm 2026

## Bảo hiểm xe cơ giới

- Bảo hiểm trách nhiệm dân sự bắt buộc theo Nghị định 67/2023/NĐ-CP
- Việt Nam có tỷ lệ sở hữu phương tiện cao



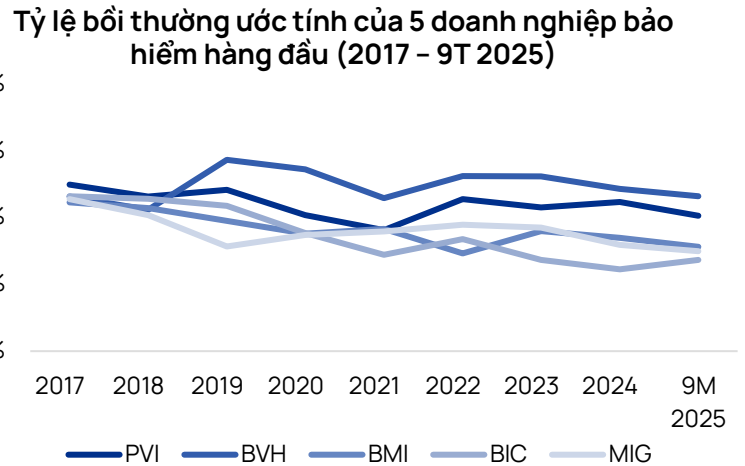
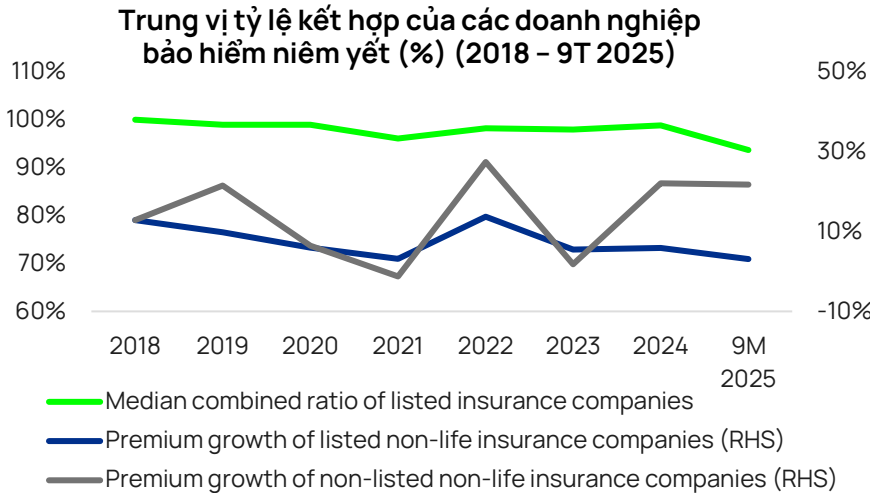
## Bảo hiểm tài sản & thiệt hại

- Các khoản đầu tư quy mô lớn vào năng lượng, giao thông, cơ sở hạ tầng
- Nhận thức rủi ro & nhu cầu phòng ngừa rủi ro gia tăng sau các thảm họa thiên nhiên nghiêm trọng

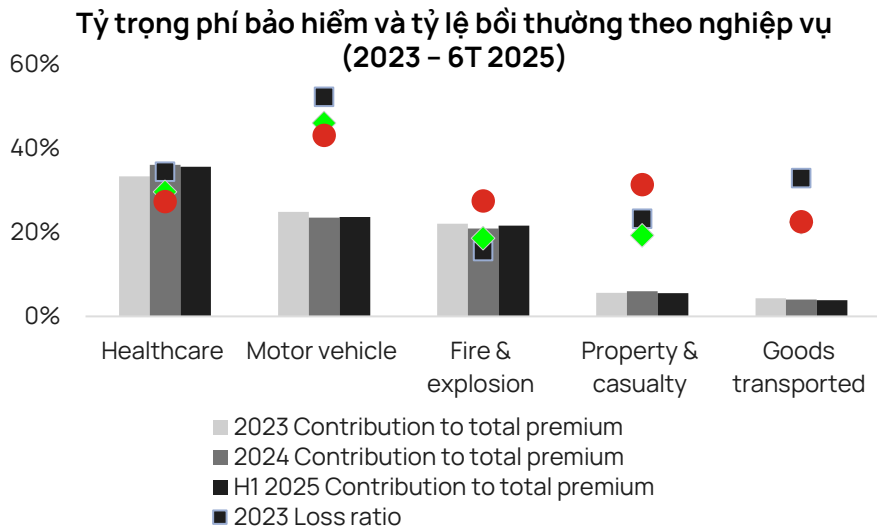
## Bảo hiểm cháy nổ

- Nghị định 105/2025/NĐ-CP mở rộng phạm vi bảo hiểm bắt buộc
- Sự mở rộng của các khu công nghiệp tiếp tục thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm cháy nổ

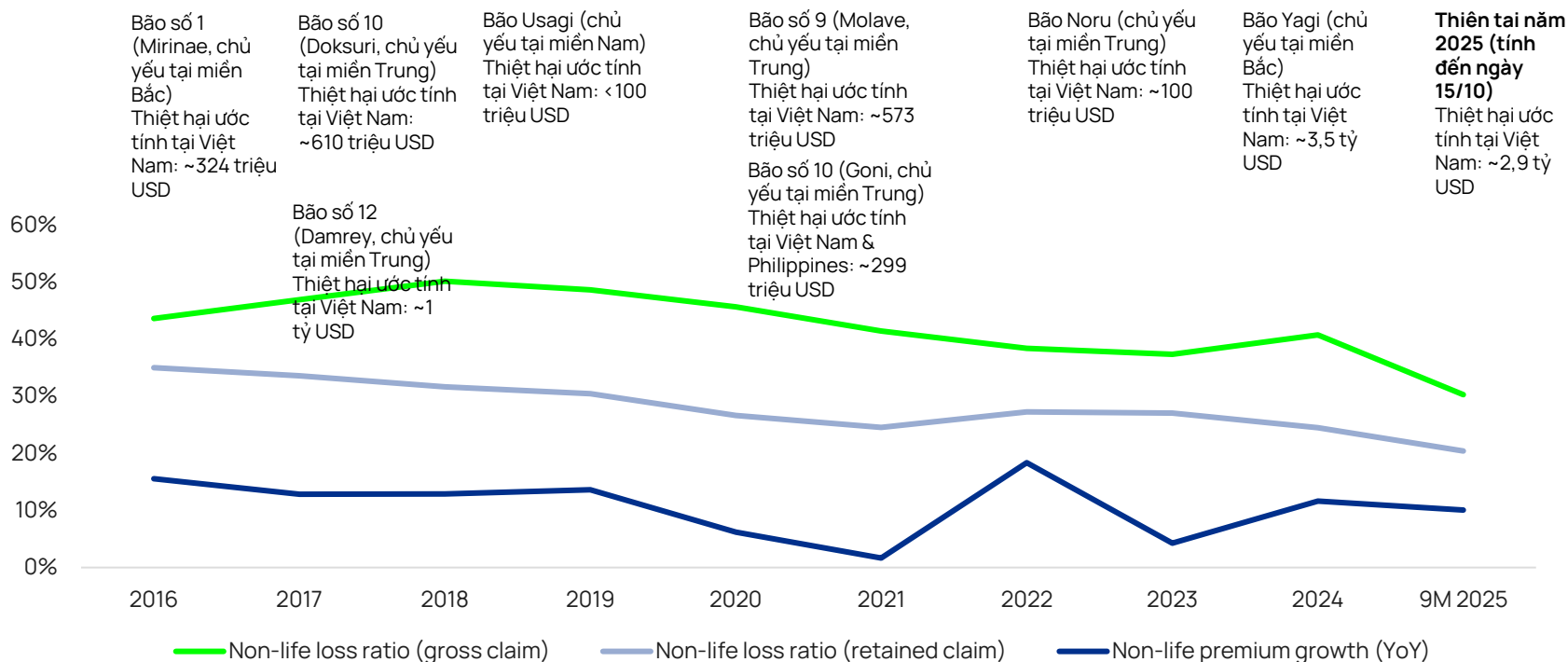
# Thiên tai có thể gây áp lực lên các chỉ số tài chính trong quý 4, nhưng chúng tôi kỳ vọng vào sự ổn định trong dài hạn



- Tính đến 9T 2025, tỷ lệ kết hợp đã cải thiện đáng kể so với năm 2024 nhờ tình hình thiên tai ít khắc nghiệt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo áp lực lên tỷ lệ kết hợp sẽ gia tăng trong quý 4, khi các cơn bão lớn (Matmo, Fengshen và Kalmaegi) và hậu quả sau bão có thể gây ra tổn thất lớn về tài sản, kỹ thuật cũng như gia tăng yêu cầu bồi thường xe cơ giới.
- Bất chấp biến động ngắn hạn, tỷ lệ kết hợp đang cho thấy xu hướng giảm trong dài hạn, phản ánh sự chuyển dịch chiến lược của các doanh nghiệp bảo hiểm từ tăng trưởng nóng (2021-2022) sang chú trọng chất lượng lợi nhuận và kỷ luật trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm.
- Đáng chú ý, tỷ lệ bồi thường ở các nghiệp vụ bán lẻ (sức khỏe, xe cơ giới) đã cải thiện, điều mà chúng tôi cho là nhờ vào các tiêu chuẩn thẩm định chặt chẽ hơn sau đại dịch và việc cải tiến quy trình vận hành giúp ngăn chặn trực lợi bảo hiểm.



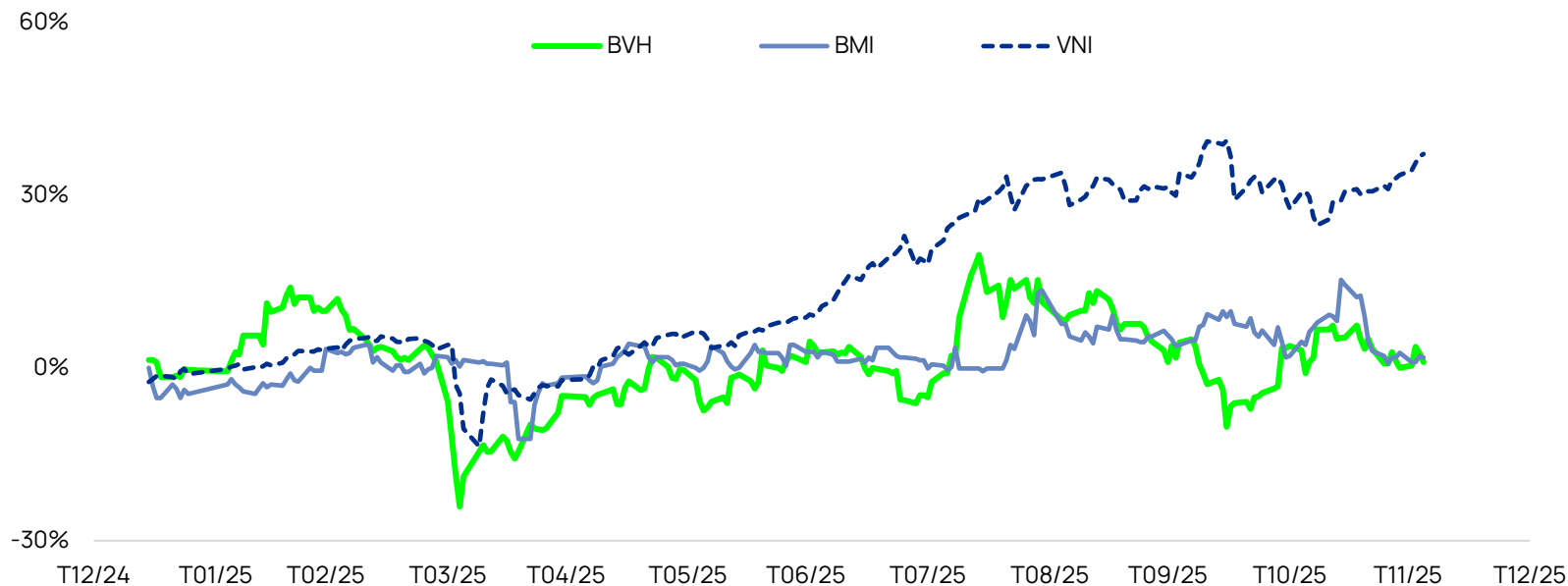
# Năm 2025 có thể ghi nhận mức thiệt hại do thiên tai cao nhất trong một thập kỷ; tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bồi thường sẽ đi ngang so với cùng kỳ



- Tính đến tháng 10/2025, thiệt hại ước tính liên quan đến thiên tai tại Việt Nam đã tiệm cận mức của cả năm 2024—chưa bao gồm tác động của các đợt lũ lụt nghiêm trọng mang tính lịch sử và Bão số 15 trong tháng 11. Mặc dù năm 2025 có thể ghi nhận mức chi trả bồi thường thiên tai cao kỷ lục đối với các doanh nghiệp bảo hiểm, chúng tôi tin rằng áp lực này vẫn nằm trong tầm kiểm soát. Tỷ lệ bồi thường toàn ngành dự kiến sẽ duy trì đi ngang so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi (1) tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm mạnh mẽ, (2) tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm hiện còn thấp, và (3) các chiến lược tái bảo hiểm chủ động của các doanh nghiệp nhằm giảm thiểu tổn thất. Hơn nữa, các sự kiện cực đoan này có thể nâng cao nhận thức của công chúng về bảo vệ trước rủi ro, qua đó hỗ trợ triển vọng tăng trưởng doanh thu phí trong dài hạn.

# Diễn biến giá cổ phiếu bảo hiểm kém khả quan hơn VN-Index do tăng trưởng doanh thu phí chậm và mặt bằng lãi suất thấp

Giá cổ phiếu của BVH và BMI so với VN-Index



Mã CK	Thay đổi tuyệt đối	Tương quan với VNI
BVH	+6,1%	-31,0%
BMI	+2,3%	-34,8%

# Dữ liệu chính và tổng hợp định giá

## Ngành Bảo hiểm: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần Nhà nước	Room KN %	Room NN còn lại (tr USD)	GTGD/30n (tr USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T %
BMI	MUA	106	51,0%	49%	22	0,3	18.500	23.100	4/12/2024	24,9%	2,7%	27,6%
BVH	KQ	1.500	68,0%	49%	324	0,8	52.800	56.900	5/26/2025	7,8%	1,7%	9,5%

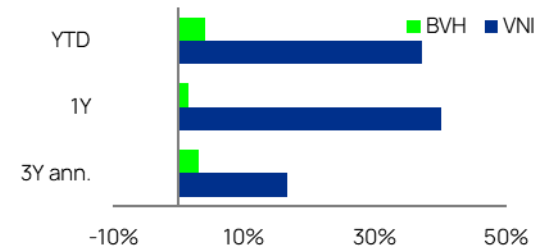
## Ngành Bảo hiểm: Tổng hợp định giá

Mã	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/B trượt X	P/B 2025F x	P/B 2026F x	P/B 2027F x	P/E trượt X	P/E 2026F x	P/E 2027F x	ROE trượt %	ROA trượt %	Nợ ròng/Vốn CSH x
BMI	49,8%	16,3%	16,0%	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x	7,3x	6,3x	5,5x	1,7%	0,6%	2,8x
BVH	23,2%	18,7%	13,6%	1,7x	1,6x	1,4x	1,3x	14,6x	12,3x	10,8x	11,4%	1,1%	11,1x

# BVH – KHẢ QUAN, Giá mục tiêu 56.900 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	52.800 VND	Phí BH gốc (tỷ đồng)	42.616	46.380	50.435	55.811
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>56.900 VND</b>	% YoY	-0,1%	8,8%	8,7%	10,7%
		LNST-CĐTĐS (tỷ đồng)	2.185	2.691	3.194	3.627
		% YoY	26,8%	23,2%	18,7%	13,5%
TL tăng	+7,8%	EPS	27,6%	23,2%	18,7%	13,5%
Lợi suất cổ tức	+1,7%	Nhân thọ/Tổng phí	75,5%	74,3%	73,5%	73,2%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+9,5%</b>	Tỷ lệ giữ lại	91,9%	91,5%	91,2%	91,1%
		Chi phí bồi thường/DTBH	47,2%	44,5%	43,7%	43,4%
Ngành	Bảo hiểm	Danh mục đầu tư/ Vốn CSH	10,9x	10,1x	9,8x	9,3x
GT vốn hóa	39,6 nghìn tỷ đồng	P/B	1,7x	1,6x	1,4x	1,3x
Room KN	8,4 nghìn tỷ đồng	P/E	17,9x	14,6x	12,3x	10,8x
GTGD/ngày (30n)	20,8 tỷ đồng	ROE	9,9%	11,3%	12,2%	12,4%
Cổ phần Nhà nước	68,0%	ROA	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%
SL cổ phiếu lưu hành	742 tr	Lợi suất danh mục ĐT	4,8%	4,3%	4,4%	4,4%
Pha loãng	742 tr					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 26/05/2025



Tổng quan Công ty

BVH là tập đoàn tài chính hoạt động trong nhiều lĩnh vực, thành lập năm 1965 với tư cách là công ty quốc doanh trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ. BVH bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ năm 1996, và sau đó thành lập các công ty con và công ty liên kết trong lĩnh vực môi giới, ngân hàng và quản lý quỹ.

**BVH sở hữu một trong những mạng lưới đại lý lớn nhất về số lượng nhân sự.** Chúng tôi tin rằng kênh đại lý sẽ vẫn là kênh nòng cốt để BVH phân phối các sản phẩm bảo hiểm trong vài năm tới. Chúng tôi cũng cho rằng kênh đại lý mang lại chất lượng tư vấn khách hàng tốt hơn so với các kênh phân phối khác, giúp BVH giảm thiểu tác động tiêu cực từ các trường hợp tư vấn sai lệch về sản phẩm bảo hiểm.

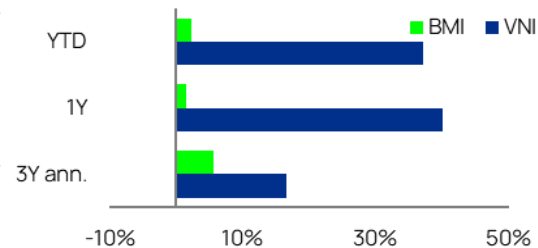
**BVH sẽ tiếp tục là doanh nghiệp hàng đầu trong cả lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ** nhờ uy tín thương hiệu mạnh, cơ sở khách hàng vững chắc và mạng lưới phân phối vật lý rộng khắp. Trong 9T 2025, BVH giữ vững thị phần dẫn đầu trong nhóm các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ về phí bảo hiểm khai thác mới và vị trí top 2 trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ về doanh thu phí bảo hiểm gốc (sau PVI).

**BVH được kỳ vọng sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026, được hỗ trợ bởi các chính sách thẩm định được cải thiện và doanh thu ổn định.** Phí bảo hiểm nhân thọ dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi, dù tốc độ chậm hơn, khi thị trường đang xây dựng lại niềm tin sau các sai phạm năm 2022 và thích ứng với các quy định chặt chẽ hơn. Ngoài ra, mảng phi nhân thọ của BVH sẽ được hưởng lợi từ các động lực tăng trưởng trong nước như đầu tư công tăng tốc và sự phục hồi đang diễn ra của ngành BĐS, giúp kích thích hoạt động kinh tế và thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm. Chúng tôi kỳ vọng các nỗ lực tái cơ cấu của BVH—bao gồm cải thiện chính sách thẩm định (minh chứng qua việc giảm đáng kể tỷ lệ bồi thường bảo hiểm xe cơ giới), tăng cường hoạt động tái bảo hiểm và giảm tỷ lệ hủy hợp đồng nhân thọ—sẽ giúp giảm bớt áp lực lên biên lợi nhuận.

**Đẩy mạnh tiến trình cổ phần hóa Bảo Việt Nhân thọ và Bảo hiểm Bảo Việt (phi nhân thọ) trong bối cảnh nhu cầu vốn cấp thiết,** BVH dự kiến xây dựng kế hoạch bao gồm (1) giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước bắt đầu từ năm 2026 và tăng vốn, và (2) chuyển đổi loại hình pháp lý của các công ty con này từ công ty trách nhiệm hữu hạn (TNHH) sang công ty cổ phần để nâng cao tính linh hoạt trong huy động vốn.

# BMI - MUA, Giá mục tiêu 23.100 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	18.500 VND	Phí BH gốc (tỷ đồng)	6.023	6.830	7.288	7.776
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>23.100 VND</b>	% YoY	8,3%	13,4%	6,7%	6,7%
		LNST-CĐTĐS (tỷ đồng)	345	381	442	506
		% YoY	4,6%	10,7%	16,0%	14,5%
TL tăng	+24,9%	EPS	4,3%	10,6%	16,3%	16,0%
Lợi suất cổ tức	+2,7%	Tỷ lệ giữ lại	74,1%	74,6%	75,6%	76,6%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+27,6%</b>	Tỷ lệ bồi thường	34,2%	33,8%	33,7%	34,1%
		Tỷ lệ kết hợp	97,6%	97,3%	97,4%	98,1%
Ngành	Bảo hiểm	Danh mục đầu tư/ Vốn CSH	1,5x	1,4x	1,6x	2,3x
GT vốn hóa	2,8 nghìn tỷ đồng	P/B	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
Room KN	572 tỷ đồng	P/E	8,1x	7,3x	6,3x	5,5x
GTGD/ngày (30n)	7,8 tỷ đồng	ROE	12,5%	12,6%	13,3%	13,8%
Cổ phần Nhà nước	50,70%	ROA	4,5%	4,4%	4,6%	4,3%
SL cổ phiếu lưu hành	151 tr	Lợi suất danh mục ĐT	6,4%	6,2%	6,6%	5,1%
Pha loãng	151 tr					



## Tổng quan Công ty

BMI thành lập vào năm 1994, được tách từ chi nhánh lớn nhất của Bảo Việt. Công ty vận hành trong 3 mảng chính: bảo hiểm phi nhân thọ, tái bảo hiểm và đầu tư tài chính.

**BMI duy trì thị phần doanh thu phí bảo hiểm trong top 3:** Chúng tôi tin rằng BMI có thể bảo vệ thị phần trong 2 năm tới nhờ kế hoạch mở rộng mạng lưới chi nhánh và đẩy mạnh bán hàng trực tuyến của ban lãnh đạo. KQKD năm 2025 thấp hơn kỳ vọng và cho thấy rủi ro điều chỉnh giảm đối với các dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng triển vọng tăng trưởng khả quan hơn trong năm 2026 nhờ các điều kiện vĩ mô tiếp tục được cải thiện.

**Tỷ lệ kết hợp của BMI dự kiến duy trì ổn định trong năm 2026.** Công ty đang thận trọng điều chỉnh doanh số bán mới bảo hiểm sức khỏe và kỳ vọng quá trình tái cơ cấu sẽ hoàn tất trong năm 2025. Trong khi đó, BMI đang mở rộng các sản phẩm bảo hiểm bán lẻ—đặc biệt là các sản phẩm bảo hiểm con người và xe cơ giới—tại một số tỉnh thành chọn lọc để bù đắp áp lực tăng trưởng doanh thu phí. Công ty đặt mục tiêu kiểm soát tỷ lệ kết hợp bằng cách cắt giảm chi phí khai thác và hạn chế trực lợi bảo hiểm.

**Tái cơ cấu danh mục đầu tư để tối ưu hóa lợi nhuận trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp kéo dài.** Tỷ trọng tiền gửi ngân hàng sẽ giảm từ 84% xuống 59%, trong khi đầu tư cổ phiếu sẽ tăng từ 4% lên 15%, cùng với khoản phân bổ mới 5% cho ủy thác đầu tư và tăng tỷ trọng đầu tư trái phiếu từ 5% lên 13%. Các khoản đầu tư trái phiếu doanh nghiệp được giới hạn ở trái phiếu do ngân hàng phát hành, giúp giảm thiểu rủi ro.

**Ban lãnh đạo dự kiến huy động vốn và áp dụng phương thức quản lý vốn mới trong giai đoạn 2026-2029.** BMI đang chuẩn bị cho việc triển khai mô hình Vốn trên cơ sở rủi ro (RBC) mới dành cho các công ty bảo hiểm (lộ trình áp dụng đến năm 2028). Để hỗ trợ tăng trưởng và cải thiện biên khả năng thanh toán theo khung pháp lý sắp tới, Bảo Minh có kế hoạch huy động vốn cổ phần mới (ngoài việc trả cổ tức bằng cổ phiếu) để tăng vốn điều lệ từ 1,5 nghìn tỷ đồng lên 2 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2029.

# Ngành Tiêu dùng

Môi trường thuận lợi cho thương mại hiện đại và hợp nhất thị phần

Tháng 12/2025

**Hoàng Nam**

Giám đốc

[nam.hoang@vietcap.com.vn](mailto:nam.hoang@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.124

**Bùi Xuân Vĩnh**

Chuyên viên Cao cấp

[vinh.bui@vietcap.com.vn](mailto:vinh.bui@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.584

**Lý Phúc Thanh Ngân**

Chuyên viên Cao cấp

[ngan.ly@vietcap.com.vn](mailto:ngan.ly@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.532

**Nguyễn Thảo Nguyên**

Chuyên viên

[nguyen.nguyenthao@vietcap.com.vn](mailto:nguyen.nguyenthao@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.268

# Tổng quan

**Ngành tiêu dùng đang bước vào giai đoạn then chốt trong kỷ nguyên tăng trưởng mới của Việt Nam.** Các yếu tố hỗ trợ dài hạn về nhân khẩu học của Việt Nam vẫn được duy trì: dân số trẻ, thu nhập khả dụng gia tăng và dư địa đô thị hóa còn rất lớn. Các lực đẩy này tạo ra đà tăng trưởng trong nhiều năm cho sự thâm nhập của bán lẻ hiện đại, xu hướng cao cấp hóa, cũng như sự gia tăng chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe và tiêu dùng không thiết yếu. Bên cạnh đó, các "ông lớn" ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) đang phục hồi sau những khó khăn nhờ vào công cuộc cải tổ hoạt động và làn sóng ra mắt sản phẩm mới.

**Chính phủ đang đẩy mạnh việc chính thức hóa nền kinh tế phi chính thức**, điều này sẽ thúc đẩy sự chuyển dịch từ thương mại truyền thống (GT) sang thương mại hiện đại (MT). Các biện pháp bao gồm: (1) siết chặt tuân thủ thuế đối với các hộ kinh doanh, (2) xử lý nghiêm buôn lậu và hàng giả, và (3) quản lý chặt chẽ thị trường thương mại điện tử. Trong danh mục theo dõi, chúng tôi nhận thấy triển vọng mạnh mẽ nhất ở các phân khúc bán lẻ bách hóa, dược phẩm và trang sức hiện đại.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp có vị thế sẵn sàng để tăng trưởng vượt trội so với ngành. **Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm MWG, FRT, PNJ và MSN:**

- **MWG:** Chuỗi bán lẻ bách hóa (BHX) đã đạt lợi nhuận và đang mở rộng nhanh chóng trong bối cảnh các quy định hỗ trợ. Thêm vào đó, chuỗi điện máy thống lĩnh thị trường (TGDD & ĐMX) đang giành thêm thị phần sau quá trình cải tổ hoạt động. Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 sẽ tăng 30% YoY, khi doanh thu của TGDD & ĐMX tăng 9% trong khi lợi nhuận ròng của BHX tăng gấp đôi nhờ mở mới cửa hàng và cải thiện biên lợi nhuận.
- **FRT:** Chúng tôi duy trì triển vọng dài hạn khả quan đối với FRT, chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng bền vững tại Long Châu (mảng chăm sóc sức khỏe) với chuỗi nhà thuốc dẫn đầu thị trường và việc mở rộng quy mô mảng dịch vụ tiêm chủng. Cho năm 2026, chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS của FRT tăng 52% YoY, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của Long Châu và kỳ vọng FPT Shop sẽ duy trì đà có lãi.
- **PNJ:** Chúng tôi tin rằng PNJ sẽ duy trì hiệu quả hoạt động vượt trội so với thị trường trang sức chung nhờ năng lực cạnh tranh vượt bậc và khả năng đã được kiểm chứng trong việc thích ứng với các môi trường kinh doanh khác nhau. Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 tăng 10% YoY, chủ yếu nhờ doanh thu bán lẻ tăng 8% YoY - cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng của ngành, nơi các chuỗi hiện đại gặp khó khăn trong việc mở rộng và các cửa hàng nhỏ lẻ phải đối mặt với các yêu cầu tuân thủ và quy định chặt chẽ hơn.
- **MSN:** Trong hệ sinh thái tiêu dùng - bán lẻ của MSN, quán quân ngành FMCG là MCH đang phục hồi sau những gián đoạn ở kênh GT. WinCommerce, chuỗi bán lẻ bách hóa, đã có lãi và đang mở rộng nhanh chóng. Ngoài ra, tất cả các mảng kinh doanh chính khác của MSN cũng đã có lãi và đòn bẩy tài chính cao của tập đoàn sẽ được hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp. Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 tăng 57% YoY nhờ: hiệu ứng đòn bẩy, tăng trưởng 20% tại MCH, lợi nhuận ròng của WCM tăng gấp đôi và đóng góp từ Techcombank tăng 25%.

## Xu hướng và triển vọng chính của ngành

---














Tiêu dùng tăng trưởng mạnh mẽ trong kỷ nguyên tăng trưởng mới của Việt Nam

# Việt Nam nổi bật tại Châu Á: Dân số trẻ, mức nền GDP & đô thị hóa thấp, và đang nhanh chóng bắt kịp các quốc gia cùng khu vực

Việt Nam đạt mức GDP bình quân đầu người 5.000 USD – mức thu nhập trung bình – chậm hơn ít nhất 5-10 năm so với hầu hết các quốc gia ASEAN\* và Trung Quốc.

Tuy nhiên, tương tự như Ấn Độ, Việt Nam có sự hội tụ hiếm có của các yếu tố:

- Tăng trưởng GDP mạnh mẽ (7%-8% trong năm 2024 so với 2,5%-5,6% tại Thái Lan, Indonesia, Philippines và Malaysia);
- Tăng trưởng chi tiêu tiêu dùng dẫn đầu Châu Á (9%-11% so với 4,5%-9%);
- Tỷ lệ đô thị hóa ở mức nền thấp (khoảng 40% so với 55%-78%);
- Bất chấp xu hướng già hóa, dân số vẫn tương đối trẻ so với khu vực cùng với tốc độ tăng trưởng thu nhập mạnh mẽ ở nhóm người trẻ.

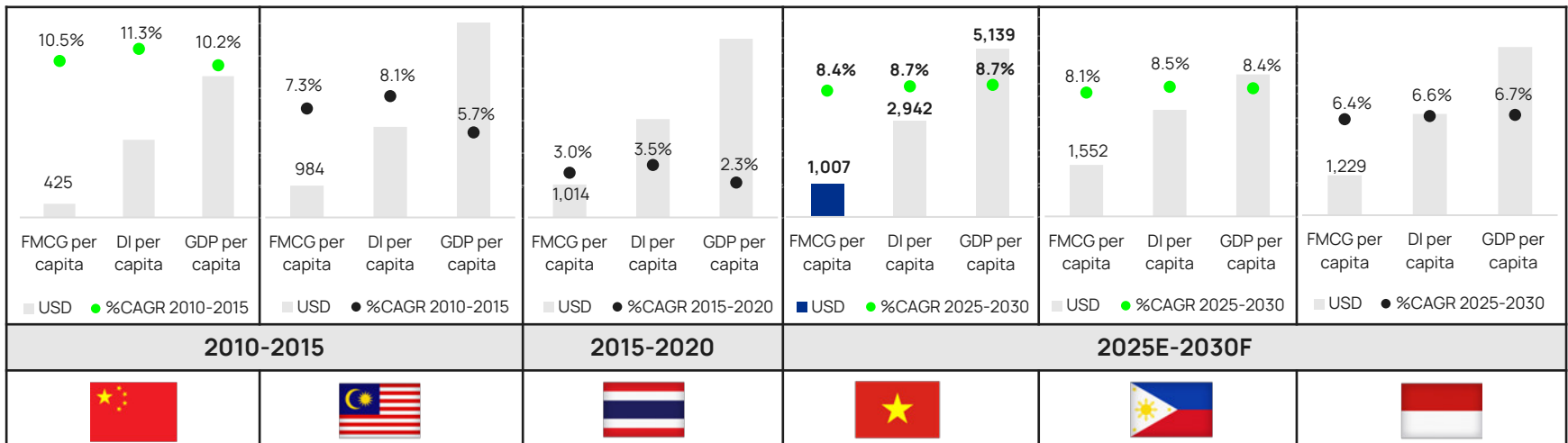
		ASEAN						Quốc gia Châu Á phát triển					Quốc gia dân số cao	
														
		Việt Nam	Indonesia	Philippines	Thái Lan	Malaysia	ASEAN	Đài Loan	Hồng Kông	Singapore	Hàn Quốc	Nhật Bản	Trung Quốc	Ấn Độ
GDP bình quân đầu người	USD (2025E)	<b>5.139</b>	5.187	4.275	7.515	12.752	6.121	35.958	55.530	91.254	37.548	34.043	13.800	2.986
	CAGR 21-25 (%)	<b>9,7%</b>	7,7%	9,4%	4,1%	5,3%	7,4%	5,7%	2,9%	3,3%	4,5%	4,0%	4,5%	10,7%
	CAGR 25-29 (%)	<b>8,8%</b>	6,7%	8,4%	4,0%	5,0%	6,5%	4,1%	3,9%	3,1%	4,1%	3,2%	5,1%	10,1%
Chi tiêu tiêu dùng	CAGR 21-25 (%)	<b>7,7%</b>	8,5%	10,7%	10,0%	9,8%	9,6%	5,7%	3,9%	9,3%	4,7%	4,2%	5,1%	12,1%
	CAGR 25-29 (%)	<b>9,4%</b>	7,2%	9,1%	4,5%	6,5%	7,4%	3,4%	4,2%	3,8%	3,6%	2,6%	5,4%	11,2%
Thu nhập gộp trung bình của người trẻ (15-34 tuổi)	USD (2025E)	<b>3.843</b>	4.286	4.852	5.382	10.737	4.959	24.008	55.467	45.765	27.692	28.161	10.564	2.880
	CAGR 21-25 (%)	<b>7,9%</b>	7,4%	10,5%	4,9%	6,8%	8,1%	6,1%	3,7%	4,7%	4,5%	2,3%	3,5%	10,1%
	CAGR 25-29 (%)	<b>7,1%</b>	6,2%	7,6%	5,6%	5,6%	6,3%	3,5%	3,7%	3,7%	3,4%	2,8%	4,5%	9,6%
Tỷ lệ đô thị hóa	%	<b>38,6%</b>	59,7%	55,6%	55,0%	77,7%	54,0%	80,8%	100,0%	100,0%	81,3%	92,2%	66,9%	37,2%
Dân số đô thị	Million (2025E)	<b>39</b>	171	65	39	27	375	19	8	6	42	114	942	545
	CAGR 21-25 (%)	<b>2,6%</b>	1,9%	1,4%	1,3%	2,1%	1,8%	0,3%	0,4%	2,9%	0,0%	-0,4%	1,5%	2,3%
	CAGR 25-29 (%)	<b>2,3%</b>	1,7%	1,5%	1,1%	1,6%	1,6%	0,1%	0,4%	0,4%	0,0%	-0,5%	1,1%	2,3%

# Việt Nam đang tiến đến điểm bứt phá khi thu nhập gia tăng bắt đầu mở ra một chu kỳ tăng trưởng FMCG mạnh mẽ hơn

Theo quan điểm của chúng tôi, khi so sánh với các quốc gia có cùng nền tảng kinh tế\*, Việt Nam mang lại triển vọng tăng trưởng hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) vững chắc nhất – **mạnh hơn cả Indonesia và Philippines, gợi nhớ lại 'thời kỳ hoàng kim' của Trung Quốc** những năm 2010 nhưng trên một nền tảng tiêu thụ FMCG cao hơn.

**Chưa chạm tới các ngưỡng trần từng kìm hãm các quốc gia ASEAN đi trước:** Khác với Thái Lan và Malaysia, vốn đã tăng trưởng chậm lại sau một thời gian dài duy trì mức thu nhập trung bình, Việt Nam vẫn đang là nền kinh tế thu nhập trung bình ở giai đoạn đầu với dư địa lớn về tăng trưởng thu nhập, nhân khẩu học và đô thị hóa, sẵn sàng thu hẹp khoảng cách với các nước trong khu vực trong chu kỳ mới này.

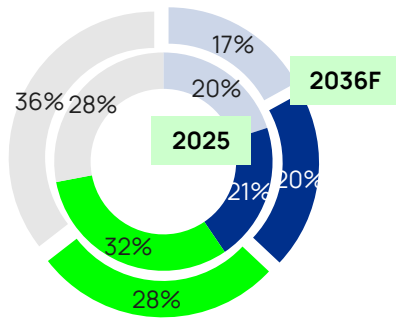
**So sánh tương quan trong giai đoạn có cùng nền tảng kinh tế\*:** Chi tiêu FMCG\*\* của Việt Nam hiện đang ở giai đoạn đầu, với đà tăng trưởng dự kiến sẽ vượt trội so với các nước ASEAN



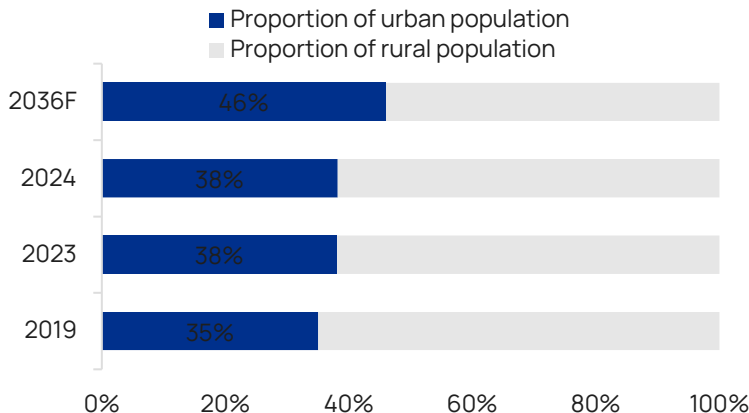
# Các lợi thế nhân khẩu học dài hạn vẫn được duy trì, hỗ trợ đà tăng trưởng tiêu dùng và hiện đại hóa liên tục

Cơ cấu dân số trẻ của Việt Nam dự kiến sẽ được duy trì đến năm 2036<sup>1</sup>

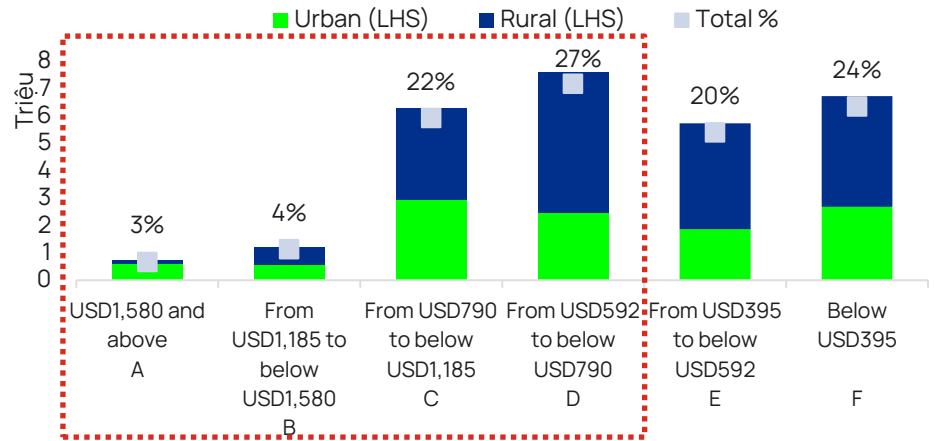
0-14 years old 15-29 years old 30-49 years old +50 years old



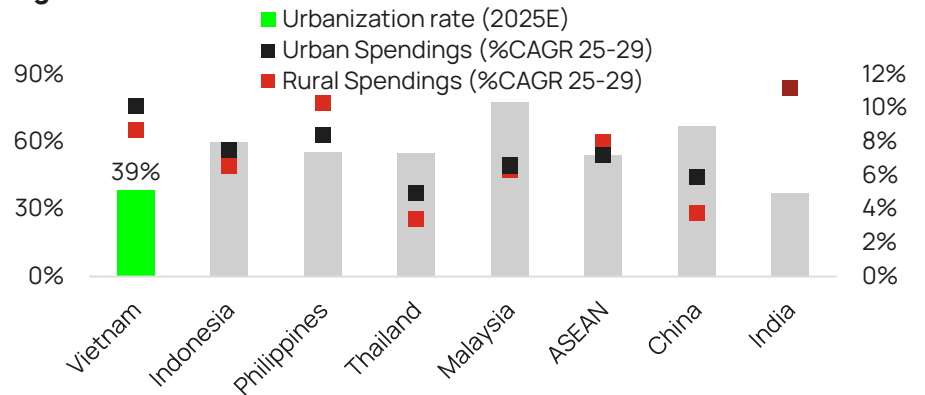
Tốc độ đô thị hóa nhanh chóng dự kiến sẽ tiếp diễn, thúc đẩy tiêu dùng và hiện đại hóa



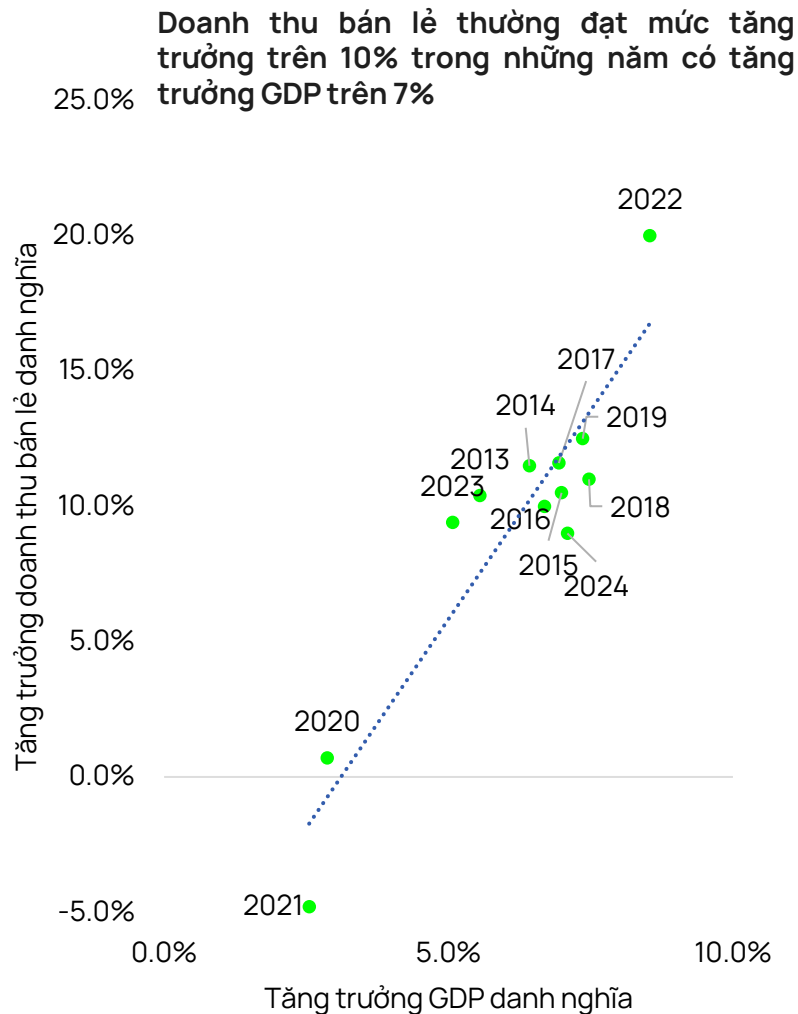
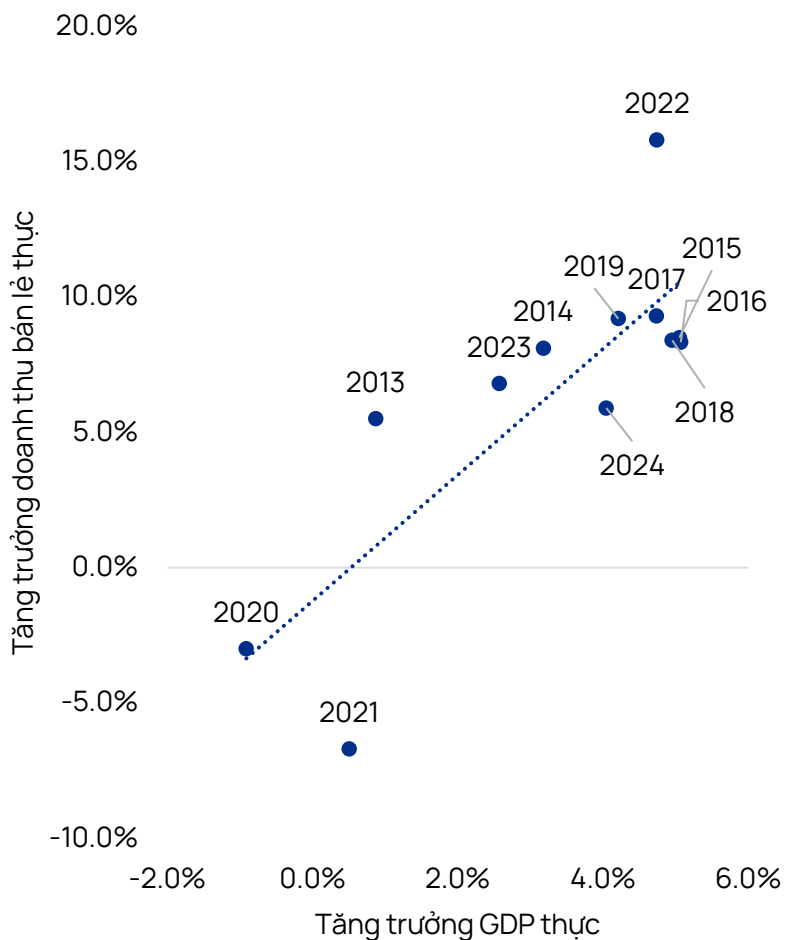
Tầng lớp tiêu dùng với thu nhập hàng tháng trên 592 USD/15 triệu đồng chiếm 56% tổng số hộ gia đình tại Việt Nam vào năm 2024



Chi tiêu tại khu vực thành thị được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng tốc, trong khi tăng trưởng chi tiêu tại nông thôn đang bắt kịp để thu hẹp khoảng cách trong bối cảnh quá trình đô thị hóa nhanh chóng đang diễn ra<sup>2</sup>

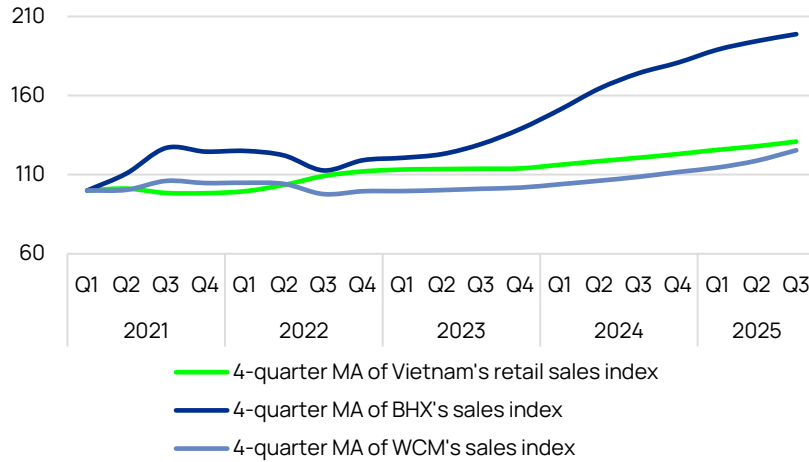


# Doanh thu bán lẻ có thể tăng tốc đạt mức tăng trưởng hai con số với mục tiêu tăng trưởng GDP trên 10% vào năm 2026

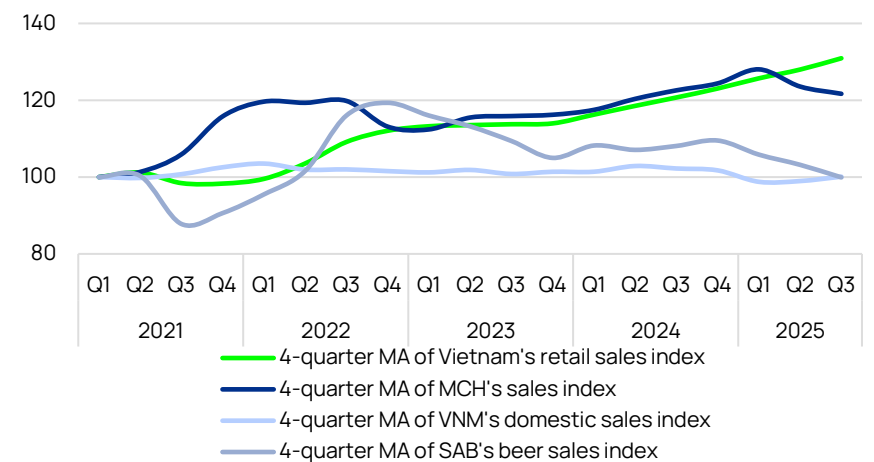


# Trong các năm qua, hầu hết các phân ngành tiêu dùng đều ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, trong đó FMCG ghi nhận tốc độ tăng trưởng chậm hơn

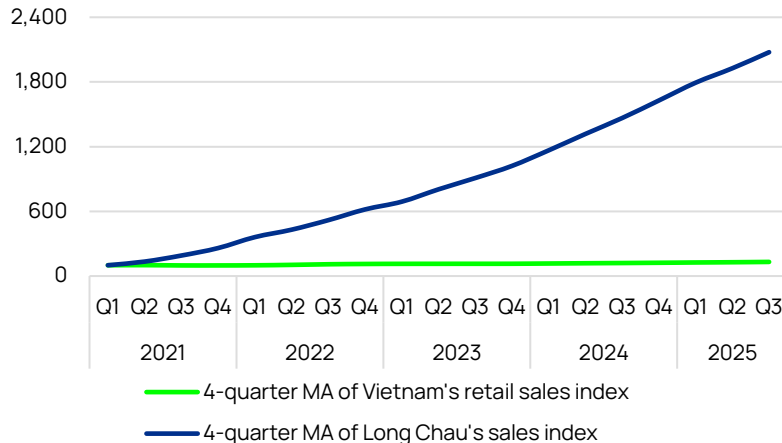
**Bách hóa: BHX và WCM đã bước vào chu kỳ tăng trưởng kể từ năm 2023**



**FMCG: Đà tăng trưởng doanh thu FMCG yếu hơn so với doanh thu bán lẻ của Việt Nam**



**Dược phẩm: Tăng trưởng thần tốc của Long Châu vượt xa doanh thu bán lẻ hàng hóa**

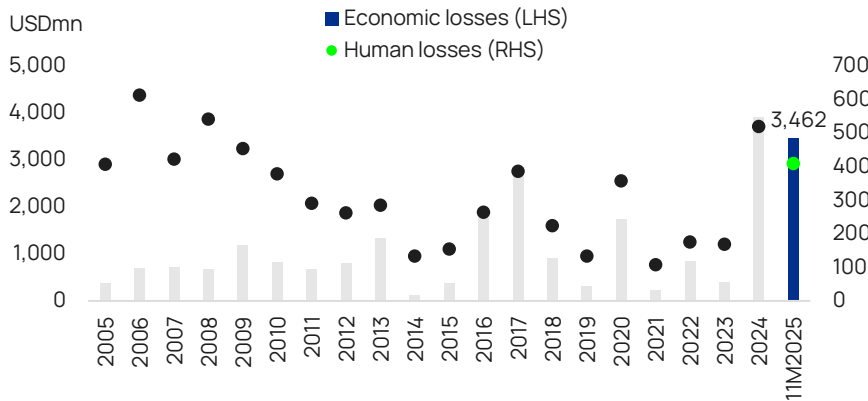


**Trang sức: PNJ duy trì hiệu quả hoạt động vượt trội và bền bỉ so với doanh thu bán lẻ của Việt Nam**



# Tuy nhiên, chi tiêu phân khúc phổ thông đã tạm thời chững lại do bão lũ và gián đoạn kênh thương mại truyền thống (GT) kể từ quý 2/2025

## Thiệt hại nặng nề về người và kinh tế do bão lũ



Tác động không đáng kể đến các nhà bán lẻ trong danh mục theo dõi của chúng tôi

**ĐMX & TGDD:** 260 cửa hàng (9% tổng số cửa hàng), thiệt hại hàng tồn kho phần lớn đã được bảo hiểm.

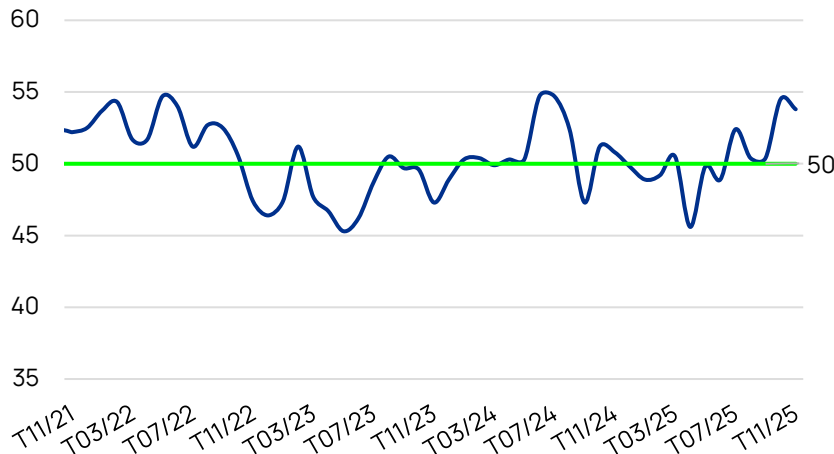
**BHX:** Khoảng 200 cửa hàng (8%), người tiêu dùng đã tích trữ hàng hóa trước bão lũ.

**WCM:** Khoảng 150 cửa hàng (4%), người tiêu dùng đã tích trữ hàng hóa trước bão lũ.

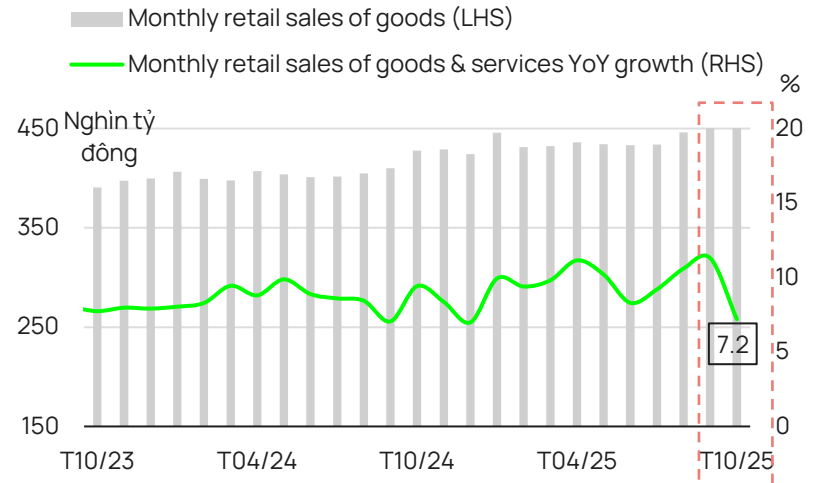
**PNJ:** Số lượng cửa hàng bị ảnh hưởng chỉ ở mức một chữ số (< 2%); tác động là tối thiểu.

**LC & FPT Shop:** Tác động không đáng kể.

## Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng (PMI) ngành sản xuất Việt Nam của S&P Global vẫn duy trì trên mức 50



## Doanh thu bán lẻ hàng tháng của Việt Nam tạm thời chững lại do bão lũ



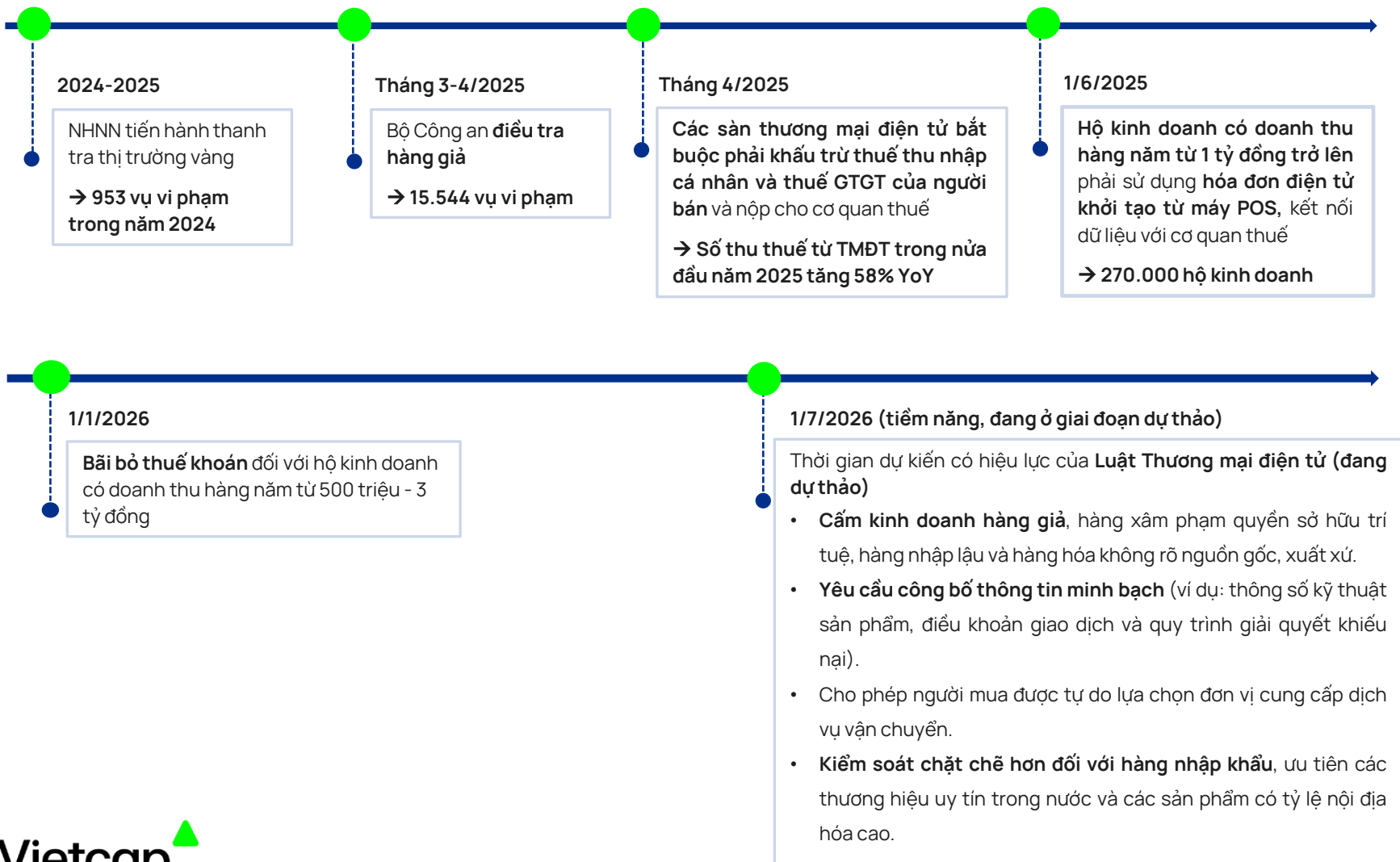
## Xu hướng và triển vọng chính của ngành

---

### Chính thức hóa nền kinh tế phi chính thức

- Các nhà bán lẻ hiện đại là đối tượng hưởng lợi chính
- Các thương hiệu FMCG ghi nhận tác động trái chiều do gián đoạn tại kênh thương mại truyền thống (GT)

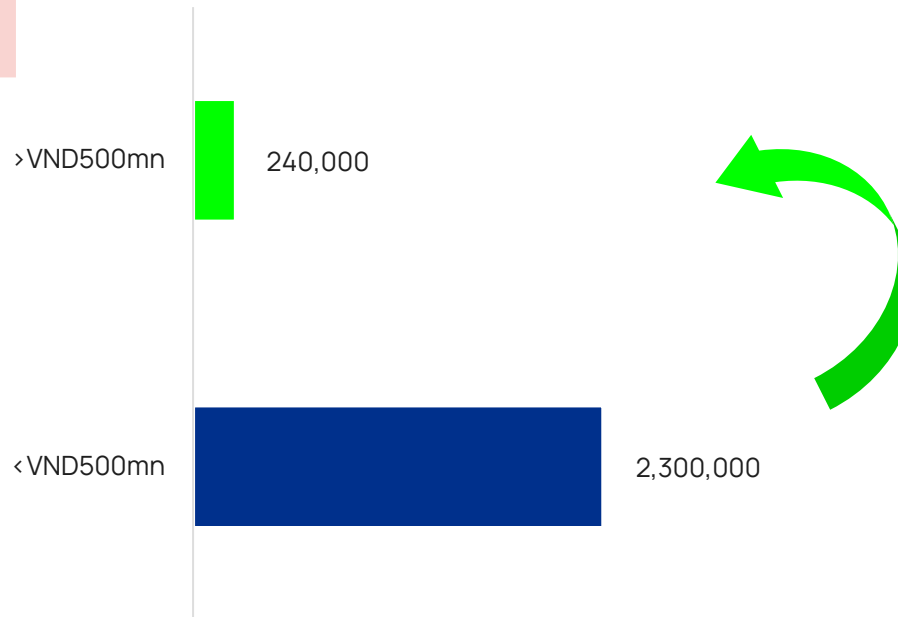
# Siết chặt kiểm soát thuế, buôn lậu & hàng giả, và thương mại điện tử đang tạo sân chơi bình đẳng cho các nhà bán lẻ hiện đại



# Loại bỏ dần thuế khoán: Chúng tôi tin rằng báo cáo minh bạch hơn từ các hộ kinh doanh là yếu tố then chốt

Số lượng hộ kinh doanh đang hoạt động theo khung doanh thu hàng năm

Bắt đầu nộp thuế dựa trên lợi nhuận kế toán/doanh thu thay vì thuế khoán.

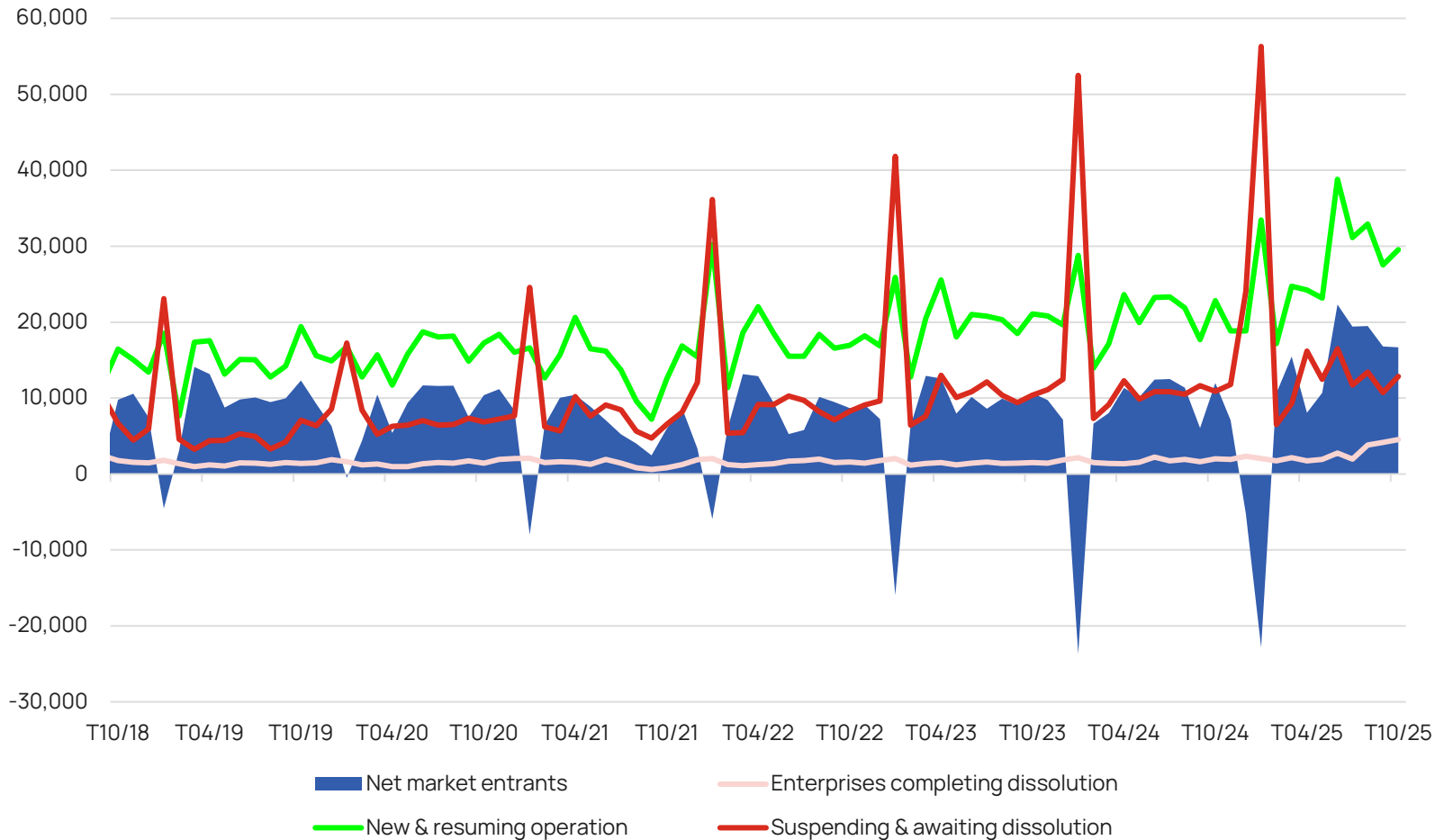


Doanh thu thực tế có thể cao hơn mức đã báo cáo trước đây, nhờ việc kiểm soát tuân thủ chặt chẽ hơn:

- Hóa đơn điện tử.
- Hóa đơn của các nhà bán buôn giúp xác định doanh thu thực tế của các nhà bán lẻ nhỏ

# Mặc dù số lượng doanh nghiệp giải thể tăng mạnh trong giai đoạn tháng 5-10/2025, nhưng số lượng doanh nghiệp thành lập mới vẫn nhiều hơn

Dữ liệu doanh nghiệp hàng tháng



## Xu hướng và triển vọng chính của ngành

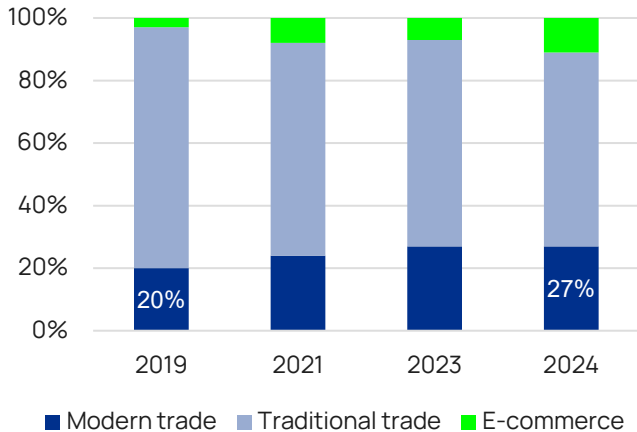
---

### Các nhà bán lẻ hiện đại tăng tốc tăng trưởng

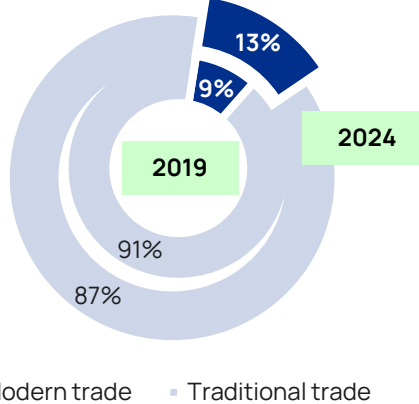
- Gia tăng quy mô và khả năng sinh lời
- Các doanh nghiệp đầu ngành củng cố vị thế thống trị
- Các quy định pháp lý hỗ trợ

# Thương mại hiện đại ngày càng trở nên quan trọng; minimart và nhà thuốc dẫn đầu đà tăng trưởng

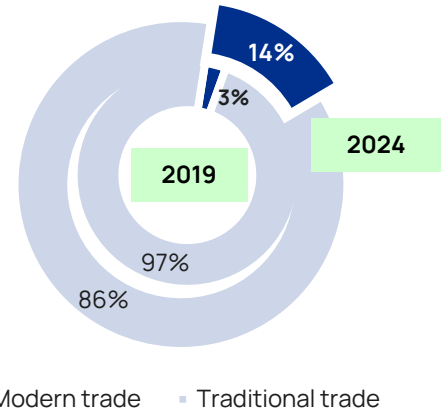
Cơ cấu giá trị bán lẻ của Việt Nam theo kênh



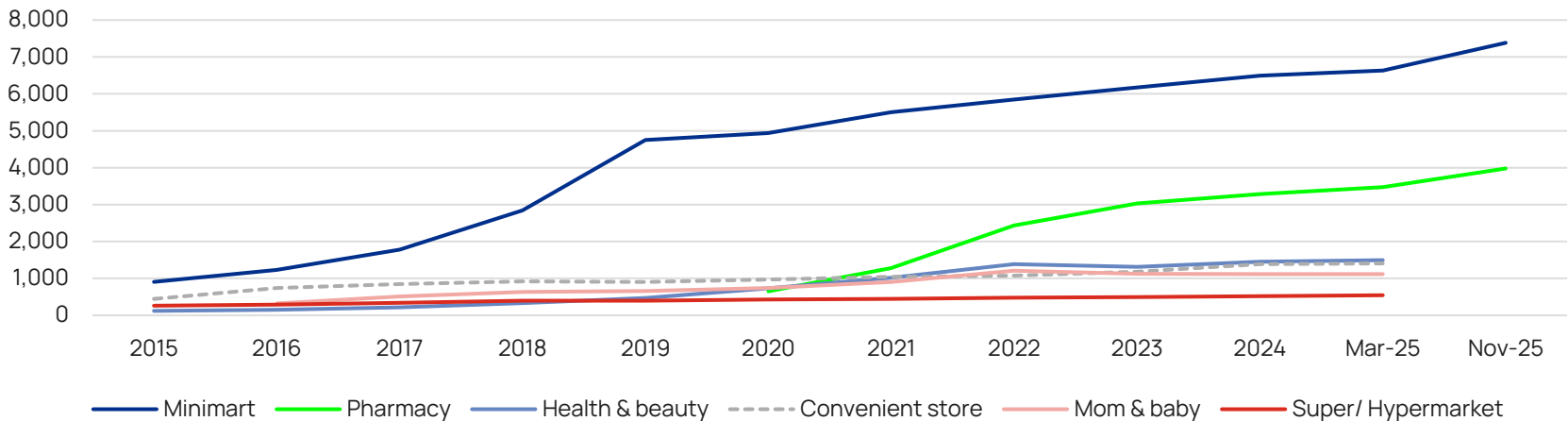
Ngành hàng bách hóa theo kênh



Ngành dược phẩm theo kênh

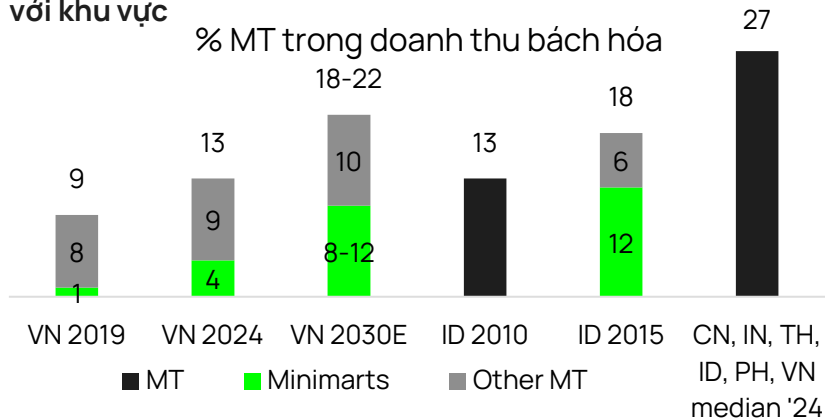


Minimart và nhà thuốc dẫn đầu đà mở rộng cửa hàng hiện đại tại Việt Nam\*

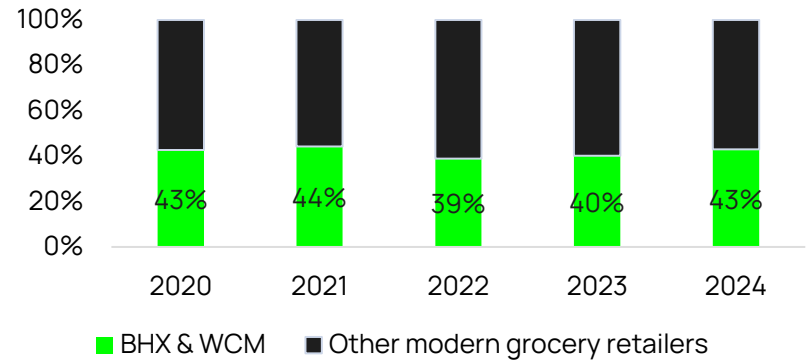


# Bách hóa: Các chuỗi minimart đầu ngành tăng tốc tăng trưởng sau khi xác định được mô hình sinh lời và cơ chế pháp lý thuận lợi

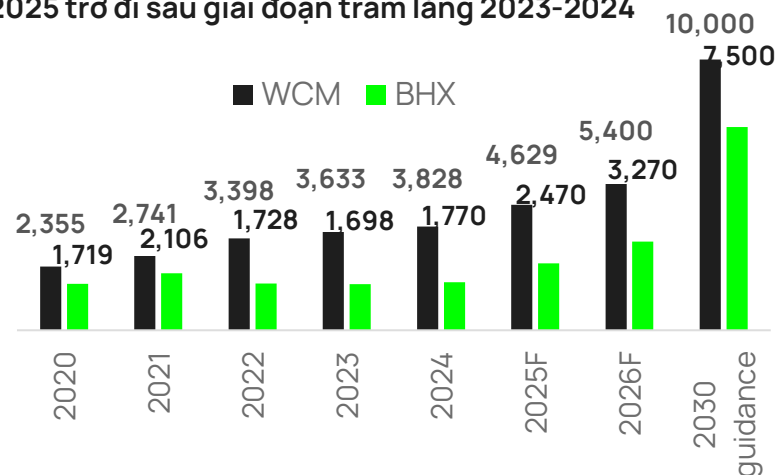
Chúng tôi kỳ vọng doanh số bách hóa hiện đại của VN sẽ tăng 2-3 lần trong 2025-2030 do thâm nhập còn thấp so với khu vực



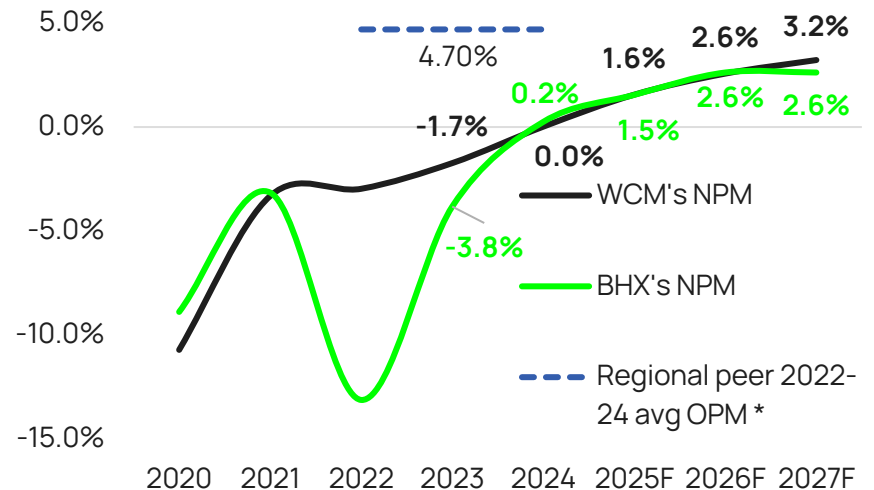
Minimart BHX & WCM: Chiếm 43% thị phần (2024) và là động lực tăng trưởng chính của ngành bán lẻ bách hóa hiện đại Việt Nam



Số lượng cửa hàng của BHX & WCM sẽ tăng mạnh từ năm 2025 trở đi sau giai đoạn trầm lắng 2023-2024

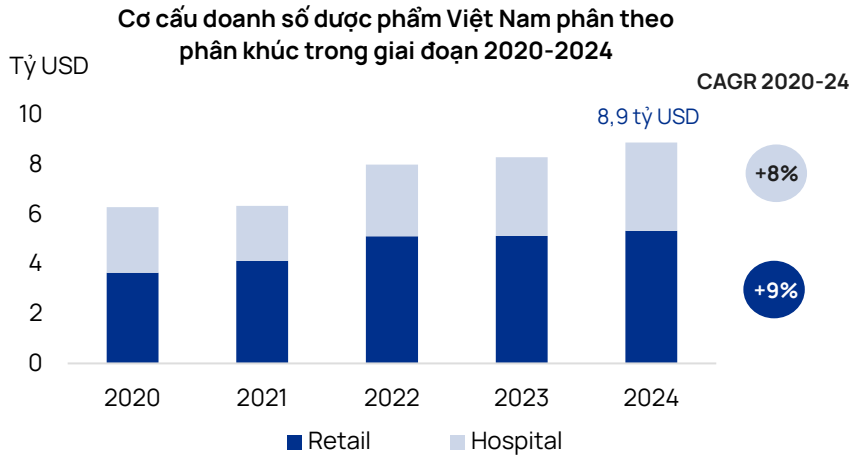


BHX & WCM: Khả năng sinh lời đang cải thiện nhanh chóng

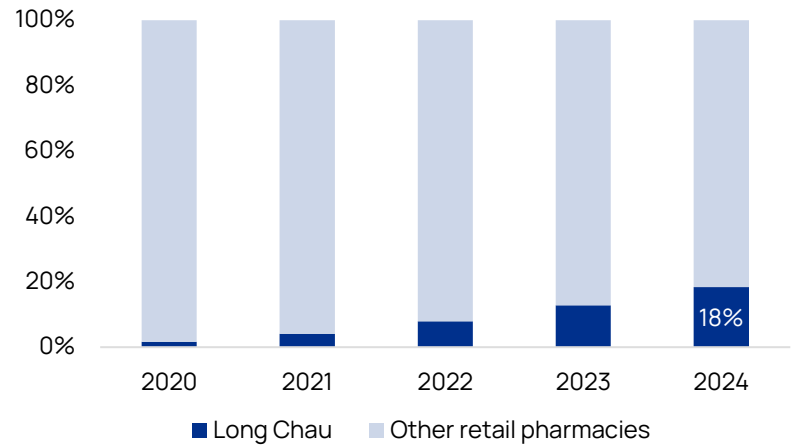


# Dược phẩm: Long Châu tăng trưởng vượt trội so với đối thủ trên thị trường bán lẻ dược phẩm Việt Nam

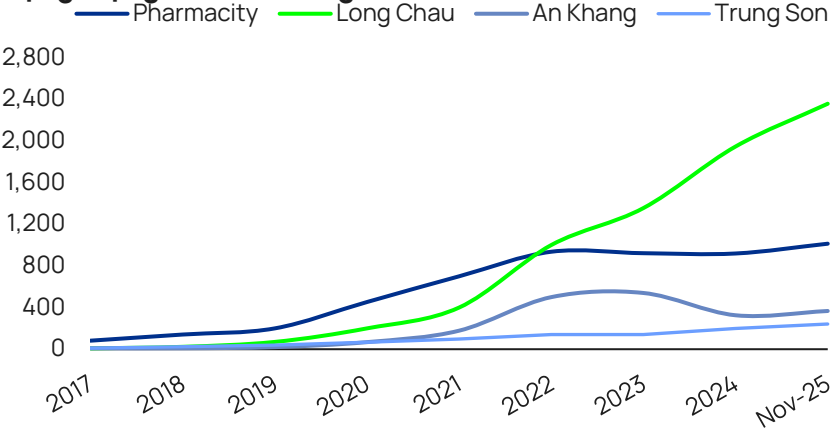
Kênh bán lẻ tiếp tục chiếm tỷ trọng chủ đạo trong doanh số bán hàng dược phẩm của Việt Nam



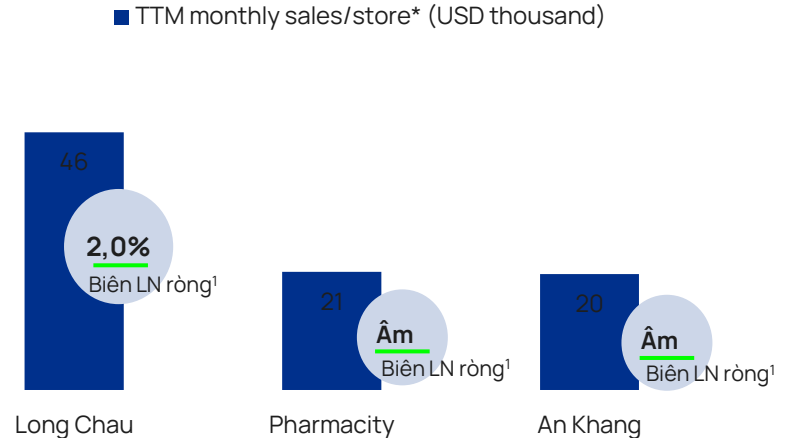
Thị phần của Long Châu trong mảng bán lẻ dược phẩm tiếp tục mở rộng



Long Châu dẫn đầu các chuỗi nhà thuốc hiện đại về tốc độ mở rộng mạng lưới cửa hàng

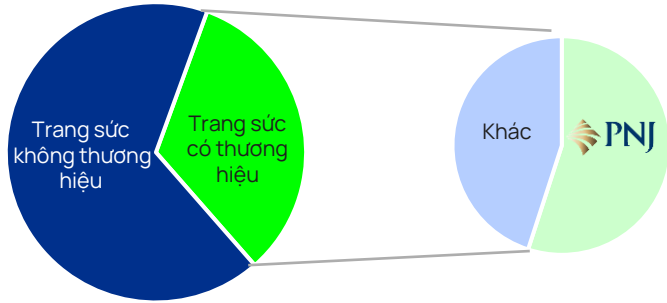


Long Châu là chuỗi nhà thuốc hiện đại duy nhất có lãi

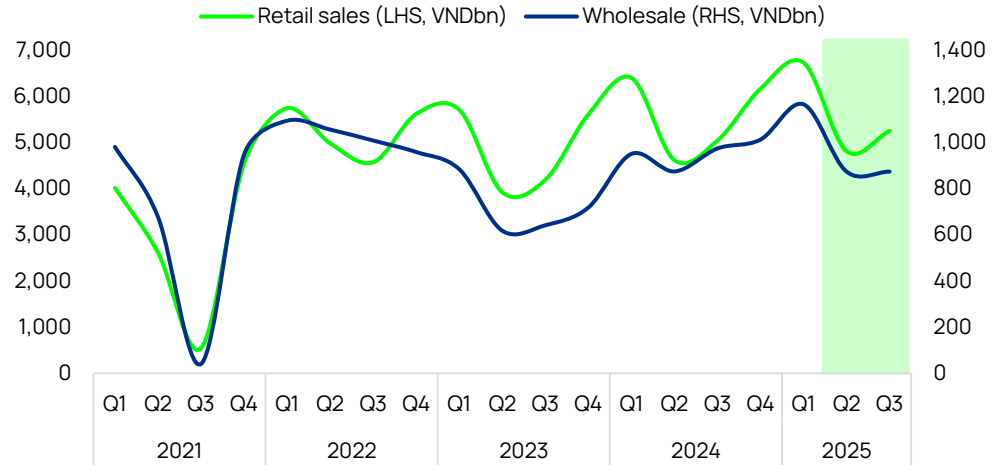


# Trang sức: Vị thế dẫn đầu đã được khẳng định và khả năng thích ứng của PNJ giúp nắm bắt cơ hội hợp nhất ngành (1)

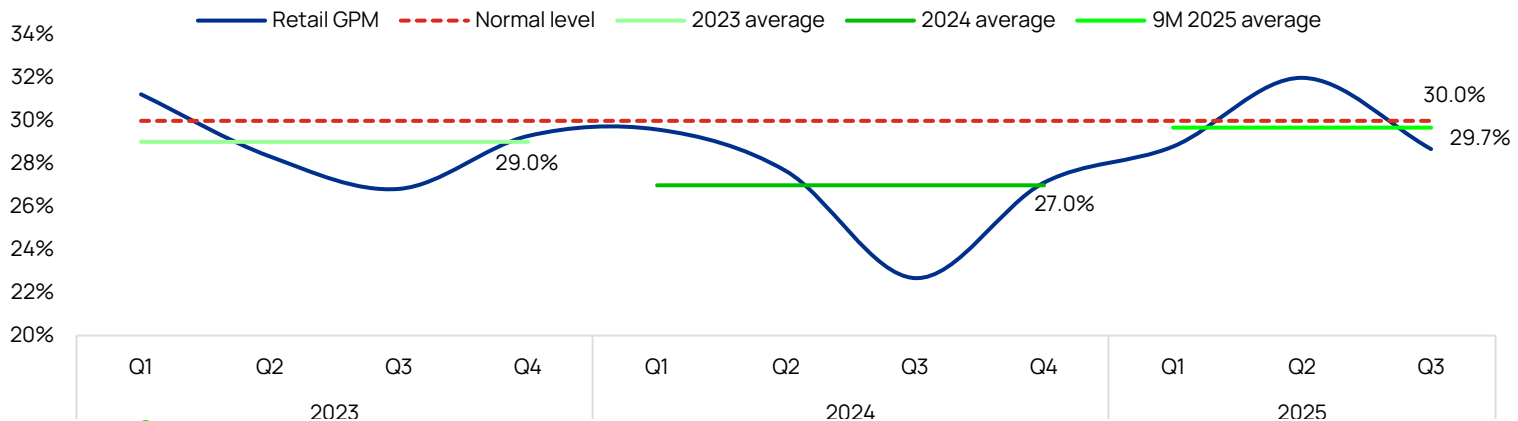
Trang sức có thương hiệu chiếm 33% thị trường trang sức, trong đó PNJ nắm giữ vị thế thống trị



Cơ hội hợp nhất ngành đang xuất hiện cùng với các yêu cầu tuân thủ nghiêm ngặt hơn<sup>1</sup>

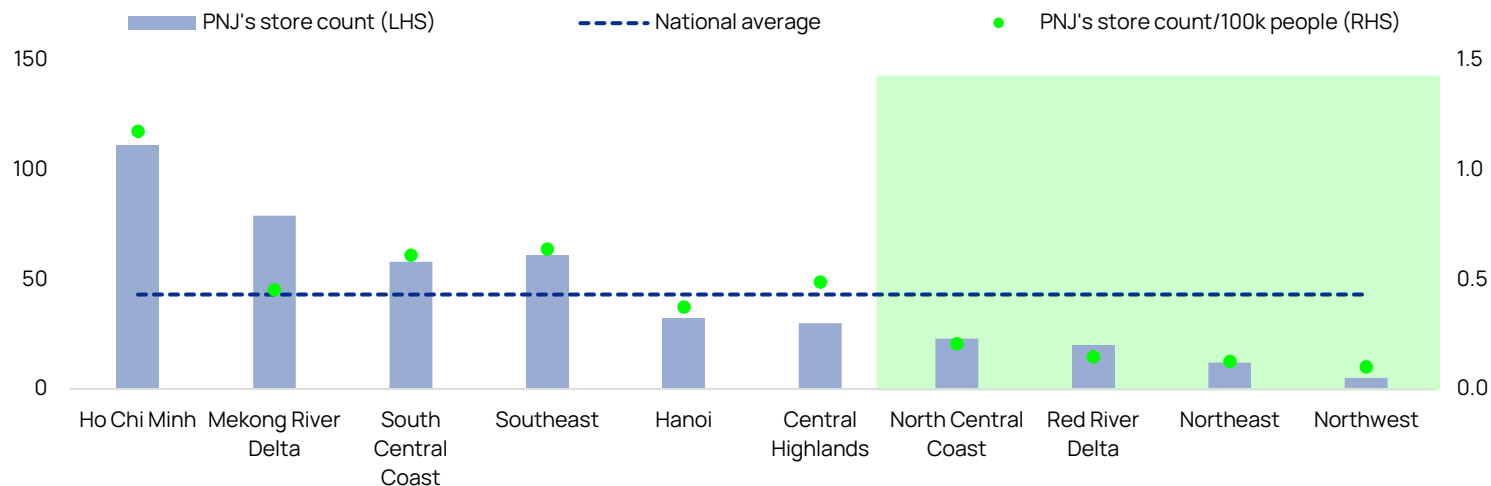


Năng lực thực thi giúp doanh nghiệp vượt qua những khó khăn của ngành, đưa biên lợi nhuận gộp bán lẻ trong 9T 2025 phục hồi về mức trung bình của giai đoạn 2017-2024

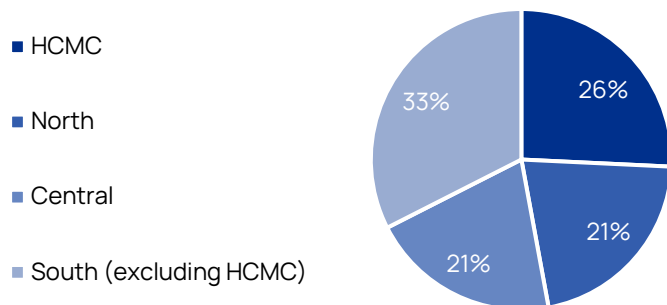


# Trang sức: Vị thế dẫn đầu đã được khẳng định và khả năng thích ứng của PNJ giúp nắm bắt cơ hội hợp nhất ngành (2)

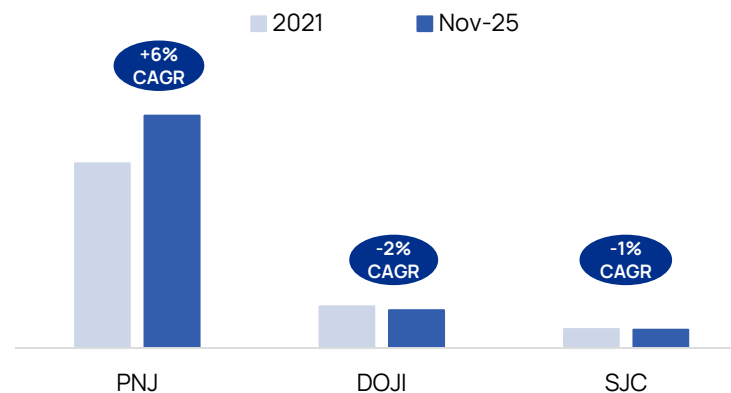
Dư địa mở rộng cửa hàng còn lớn tại miền Bắc và các khu vực cấp 2/3<sup>1</sup>



Cơ cấu cửa hàng của PNJ theo khu vực: Độ phủ thị trường tại miền Bắc & miền Trung vẫn còn hạn chế



Vị thế dẫn đầu vượt trội của PNJ trong việc mở rộng cửa hàng nhằm đón đầu nhu cầu tương lai



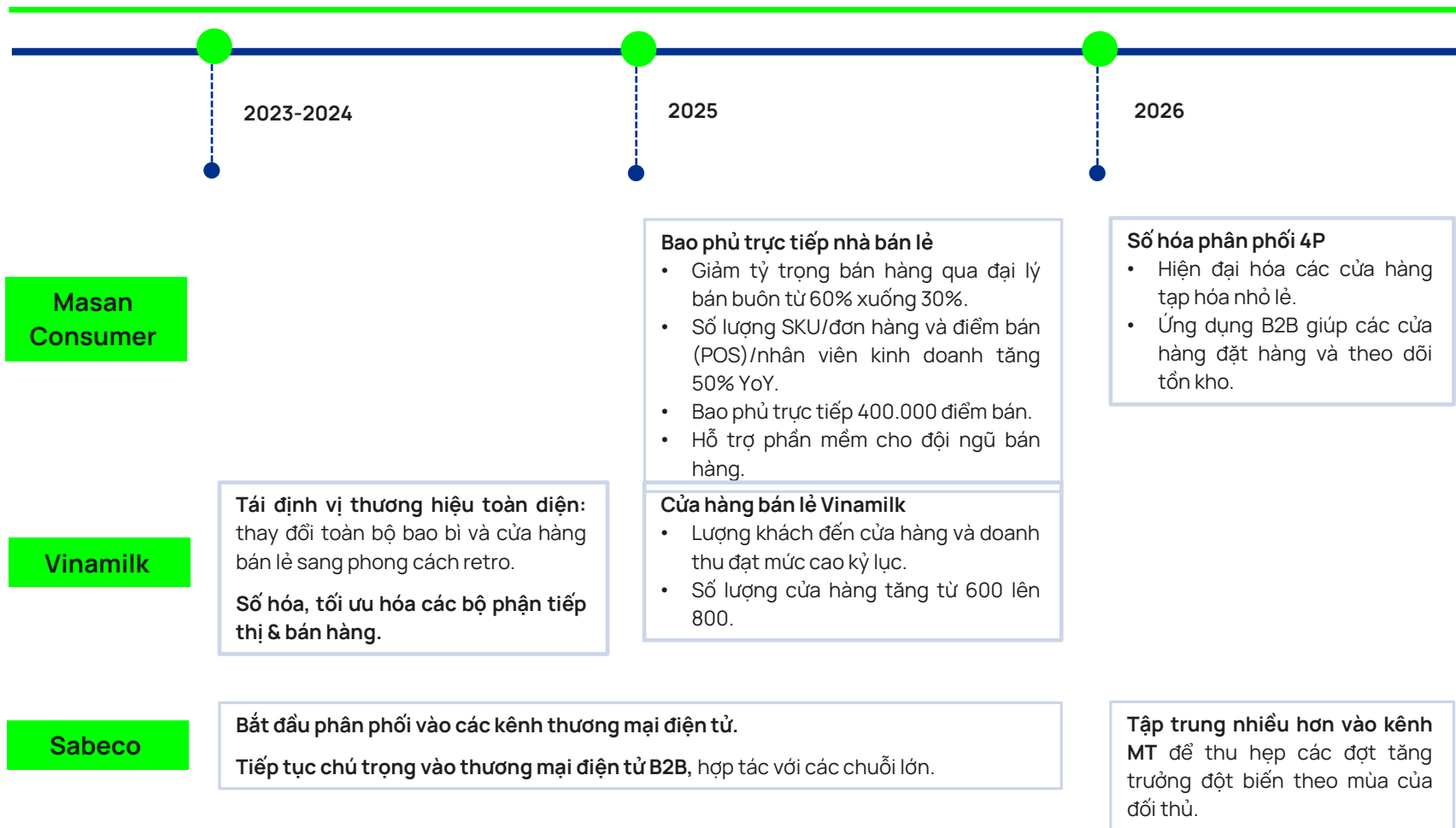
## Xu hướng và triển vọng chính của ngành

---

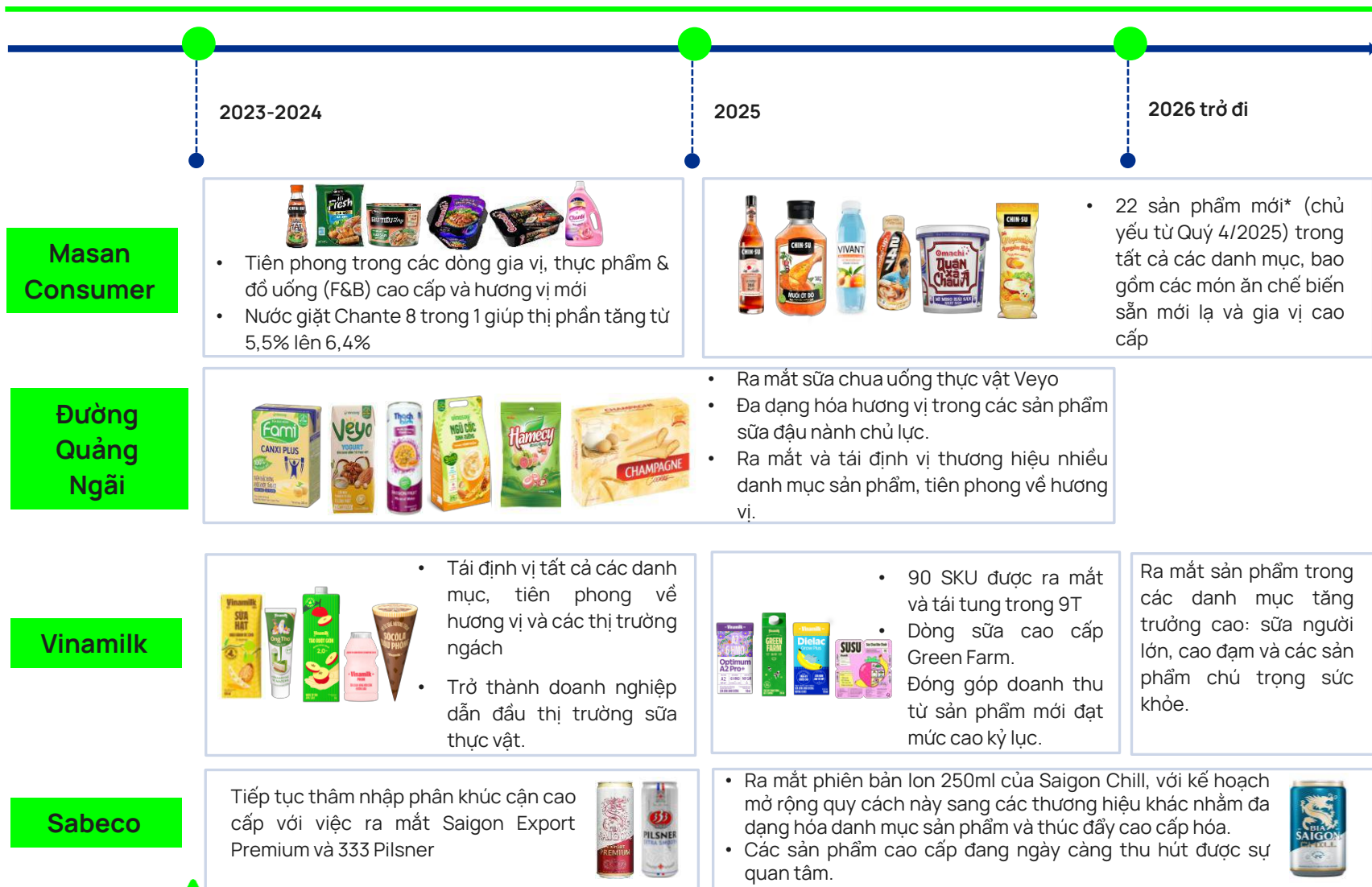
### Các "ông lớn" ngành FMCG trỗi dậy

- Cải tổ marketing, phân phối và sản phẩm
- Giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi
- Tuy nhiên đối mặt với gián đoạn ngắn hạn tại kênh thương mại truyền thống (GT)

# Cải thiện về công nghệ, phân phối và marketing tạo lợi thế cạnh tranh vững chắc hơn và tăng trưởng doanh thu

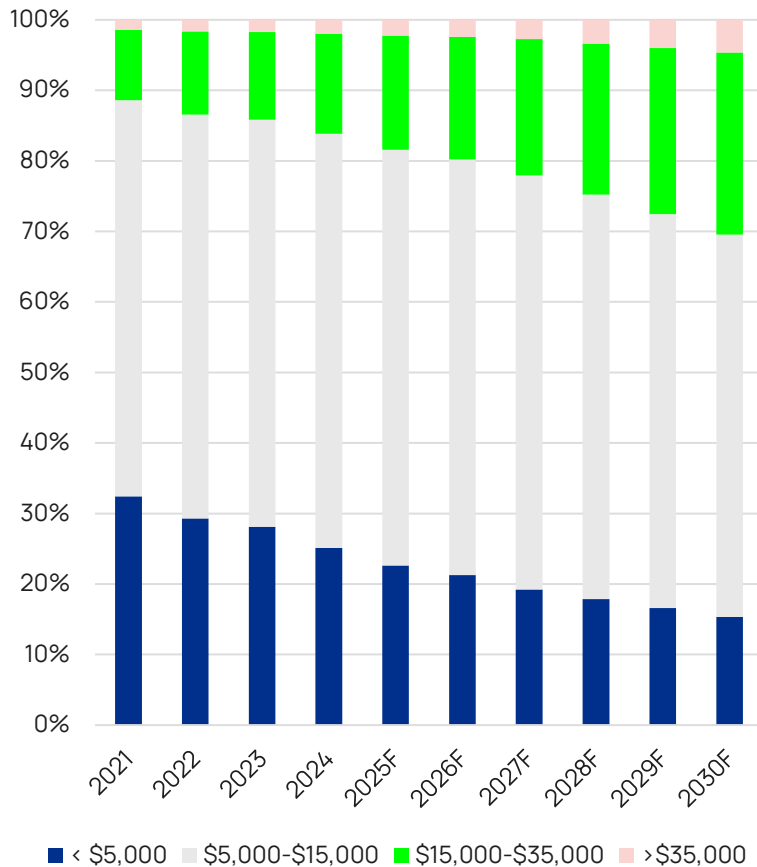


# Hoạt động ra mắt sản phẩm và tái định vị thương hiệu đang tăng tốc

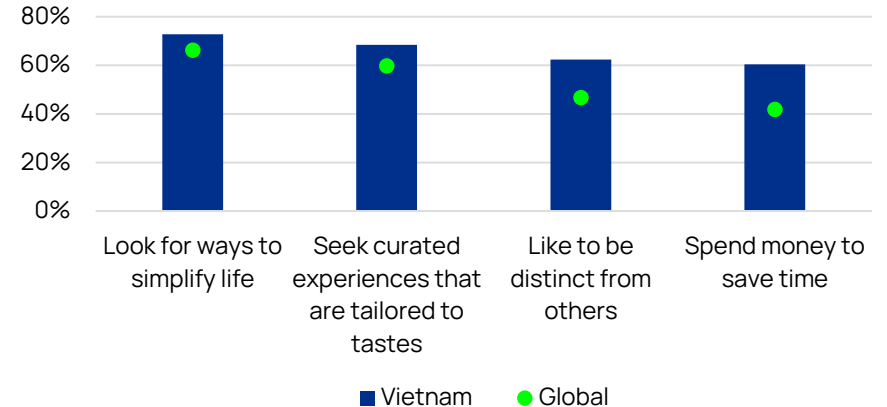


# Xu hướng cao cấp hóa tiếp tục diễn ra khi người tiêu dùng chuyển dịch từ phân khúc bình dân sang trung cấp, và từ cao cấp sang siêu cao cấp

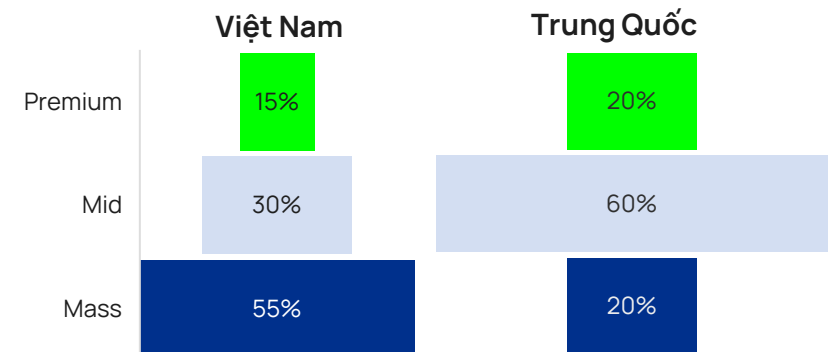
Tỷ trọng hộ gia đình thu nhập cao dự kiến tăng



Điều gì thúc đẩy thị hiếu người tiêu dùng đối với các sản phẩm cao cấp?\*

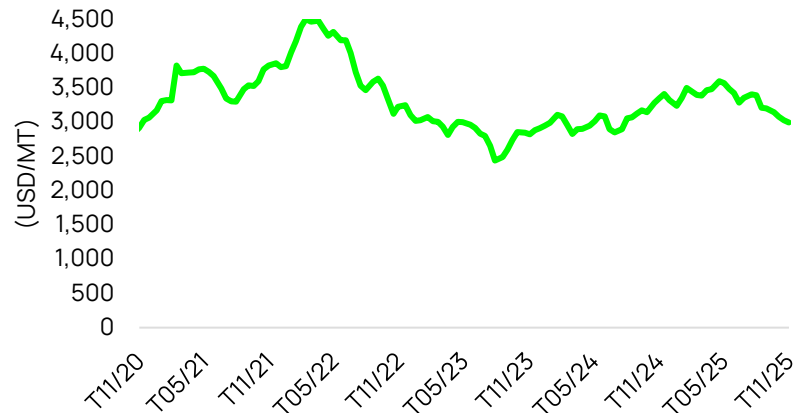


Cao cấp hóa: Phân khúc giá thị trường FMCG\*\*

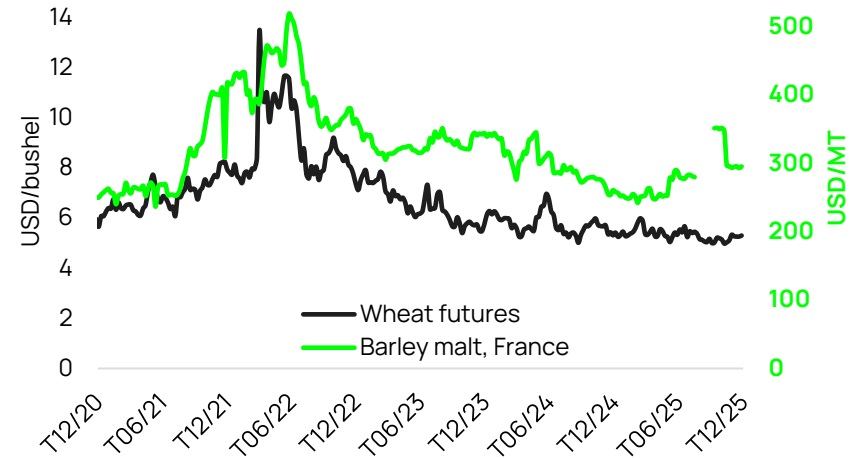


# Giá hàng hóa nông nghiệp hạ nhiệt hỗ trợ biên lợi nhuận gộp ngành FMCG

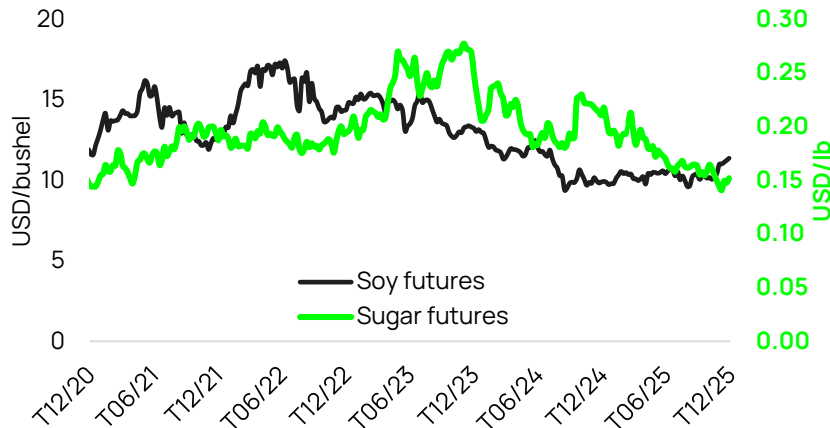
## Giá trung bình sữa bột nguyên kem & tách kem



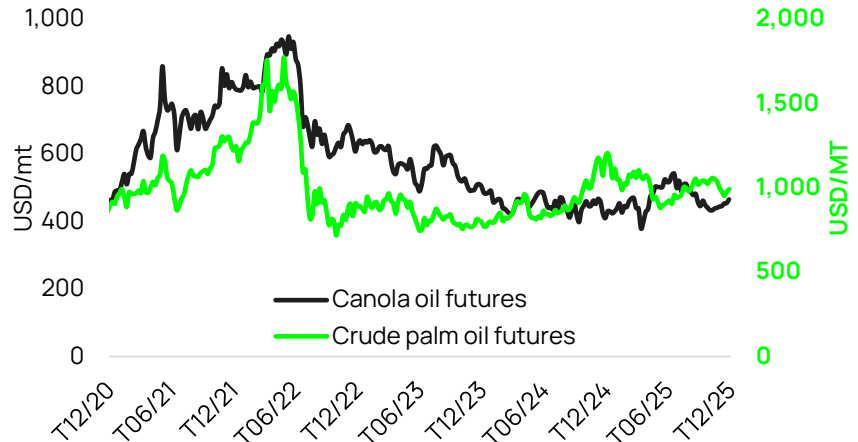
## Giá lúa mì & đại mạch



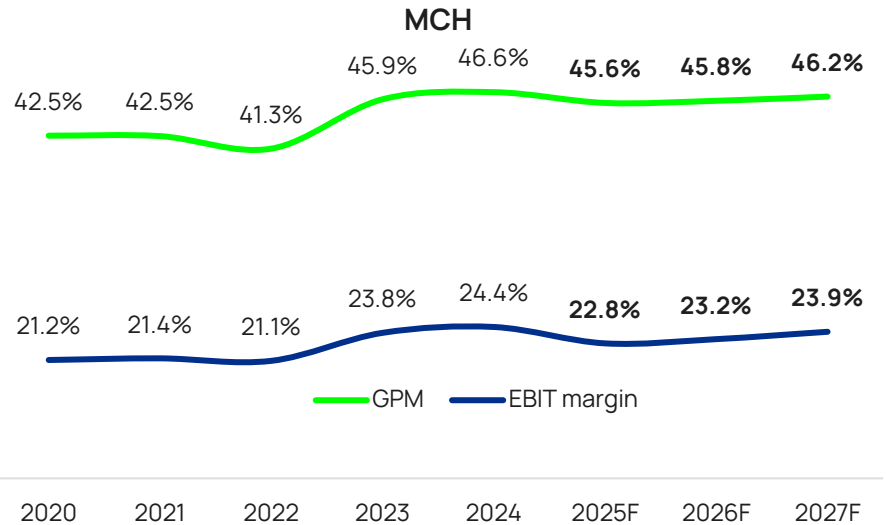
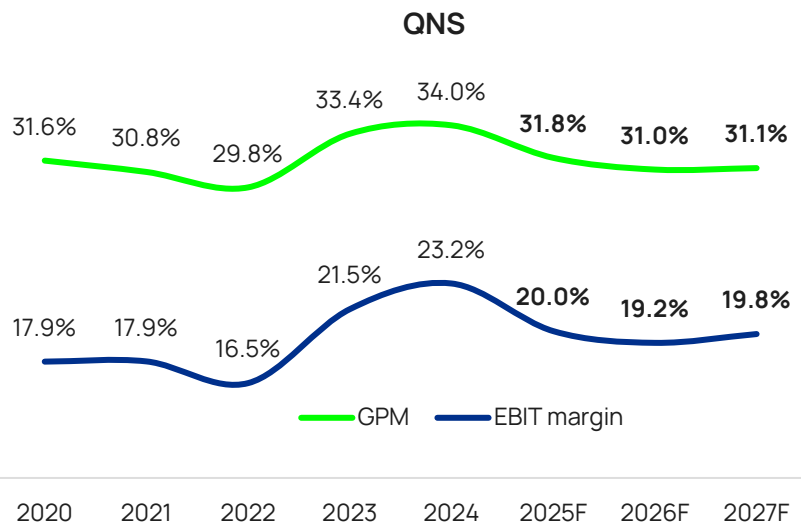
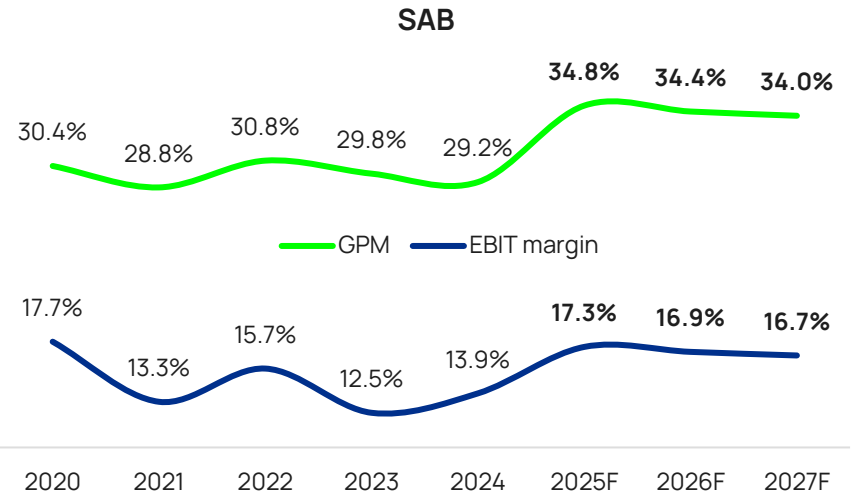
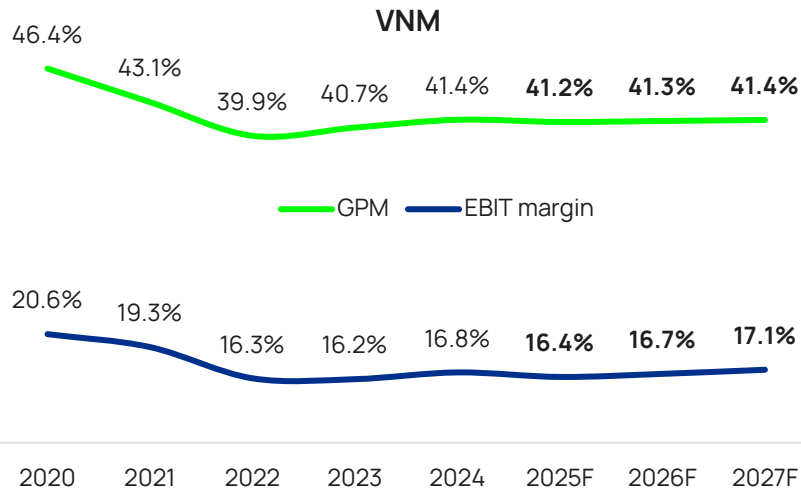
## Giá đường & đậu nành



## Giá dầu thực vật



# Biên lợi nhuận ngành FMCG



## Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

---

# Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu trong ngành tiêu dùng

Cổ phiếu	Nhận định
FRT	Chuỗi nhà thuốc hàng đầu với lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ, có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội tăng trưởng từ quá trình hợp nhất ngành. Tăng trưởng lợi nhuận dài hạn được hỗ trợ bởi việc mở rộng quy mô mảng dịch vụ tiêm chủng.
MSN	Hệ sinh thái tiêu dùng mạnh mẽ tập trung vào các nhu cầu thiết yếu hàng ngày của người tiêu dùng. <ul style="list-style-type: none"><li>• Chuỗi bán lẻ bách hóa đã đạt lợi nhuận và đang mở rộng nhanh chóng trong bối cảnh các quy định hỗ trợ.</li><li>• Doanh nghiệp đầu ngành FMCG đang phục hồi sau những gián đoạn ở kênh thương mại truyền thống (GT).</li><li>• Các mảng kinh doanh chính khác cũng đã có lãi.</li><li>• Định giá đang ở mức chiết khấu so với phương pháp tổng giá trị thành phần.</li><li>• Đòn bẩy tài chính cao được hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp.</li></ul>
MWG	Doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trong ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam, thị trường đang trải qua quá trình tăng trưởng dài hạn nhanh chóng của lĩnh vực bách hóa hiện đại. <ul style="list-style-type: none"><li>• Chuỗi bán lẻ bách hóa đã đạt lợi nhuận và đang mở rộng nhanh chóng trong bối cảnh các quy định hỗ trợ.</li><li>• Chuỗi điện máy thống lĩnh thị trường đang gia tăng thị phần sau quá trình cải tổ hoạt động.</li></ul>
PNJ	Dẫn đầu thị trường trang sức có thương hiệu, hưởng lợi từ thu nhập gia tăng và sự chuyển dịch cơ cấu từ sản phẩm không thương hiệu sang sản phẩm có thương hiệu. Thể hiện khả năng thích ứng đã được kiểm chứng qua các môi trường kinh doanh khác nhau.

# Ngành Tiêu dùng: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn lại (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
<b>PNJ</b>	<b>MUA</b>	<b>1.168</b>	<b>0,0%</b>	<b>49%</b>	<b>0</b>	<b>1,6</b>	<b>90.300</b>	<b>113.500</b>	<b>07/11/2025</b>	<b>25,7%</b>	<b>2,2%</b>	<b>27,9%</b>
QNS	KQ	629	0,0%	49%	249	0,2	45.100	53.400	30/08/2024	18,4%	8,9%	27,3%
<b>MSN</b>	<b>MUA</b>	<b>4.381</b>	<b>0,0%</b>	<b>49%</b>	<b>1.068</b>	<b>19,0</b>	<b>79.900</b>	<b>101.200</b>	<b>21/05/2025</b>	<b>26,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>26,7%</b>
SAB	MUA	2.476	36,0%	100%	1.012	2,3	50.900	58.000	10/09/2025	13,9%	9,8%	23,8%
FPT	MUA	6.299	5,8%	49%	502	30,1	97.500	116.600	22/10/2025	19,6%	2,4%	21,9%
<b>MWG</b>	<b>MUA</b>	<b>4.811</b>	<b>0,0%</b>	<b>49%</b>	<b>55</b>	<b>19,6</b>	<b>85.800</b>	<b>101.000</b>	<b>14/10/2025</b>	<b>17,7%</b>	<b>1,2%</b>	<b>18,9%</b>
VNM	MUA	5.025	36,0%	100%	2.592	13,3	63.400	70.300	24/04/2025	10,9%	6,3%	17,2%
CTR	KQ	382	65,7%	49%	154	1,9	88.000	100.400	12/09/2025	14,1%	2,3%	16,4%
VHC	KQ	490	0,0%	100%	382	2,9	57.600	63.500	13/10/2025	10,2%	3,5%	13,7%
<b>FRT</b>	<b>MUA</b>	<b>1.024</b>	<b>0,0%</b>	<b>49%</b>	<b>167</b>	<b>3,2</b>	<b>158.500</b>	<b>178.800</b>	<b>13/11/2025</b>	<b>12,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>13,4%</b>
DGW	PHTT	369	0,0%	49%	110	3,5	44.000	45.400	18/11/2025	3,2%	1,1%	4,3%
MCH	PHTT	8.852	0,0%	49%	2.873	6,1	220.800	220.800	28/11/2025	0,0%	2,7%	2,7%
VEA	PHTT	1.762	88,5%	49%	836	1,0	35.000	30.800	28/10/2025	-12,0%	13,8%	1,8%

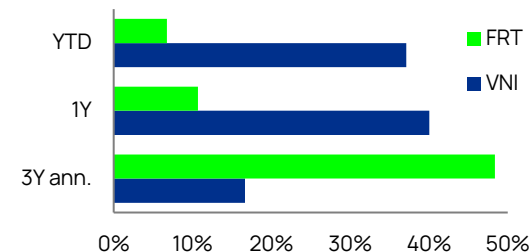
# Ngành Tiêu dùng: Tổng hợp định giá

Mã	Giá CP, VND	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	Tt EPS 2027F %	P/E trượt x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/EBITDA 2026F x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất X	Nợ vay ròng/VCSH quý gần nhất x
<b>PNJ</b>	<b>90.300</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>13,0%</b>	<b>14,6</b>	<b>14,4</b>	<b>13,2</b>	<b>11,6</b>	<b>9,2</b>	<b>19%</b>	<b>2,6</b>	<b>0,0</b>
QNS	45.100	-0,2%	1,1%	4,9%	7,2	6,5	6,5	6,2	4,1	20%	1,4	-0,2
<b>MSN<sup>1</sup></b>	<b>79.900</b>	<b>39,9%</b>	<b>56,2%</b>	<b>42,3%</b>	<b>35,5</b>	<b>42,6</b>	<b>27,3</b>	<b>19,2</b>	<b>7,3</b>	<b>13%</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,3</b>
SAB	50.900	2,8%	5,2%	3,1%	15,1	15,1	14,4	13,9	8,5	23%	2,9	-0,5
FPT	97.500	15,7%	14,7%	15,8%	18,6	19,7	17,1	14,7	9,1	26%	5,3	-0,5
<b>MWG</b>	<b>85.800</b>	<b>74,7%</b>	<b>27,8%</b>	<b>15,3%</b>	<b>33,7</b>	<b>19,3</b>	<b>15,1</b>	<b>13,1</b>	<b>9,7</b>	<b>23%</b>	<b>3,7</b>	<b>0,0</b>
VNM	63.400	-0,5%	4,9%	6,2%	17,7	15,8	15,1	14,2	9,1	27%	4,0	-0,5
CTR	88.000	9,0%	16,3%	17,7%	22,9	22,8	19,6	16,7	7,3	30%	4,6	-0,5
VHC	57.600	10,1%	11,0%	2,6%	8,2	9,7	8,7	8,9	5,5	15%	1,3	0,1
<b>FRT</b>	<b>158.500</b>	<b>134,0%</b>	<b>51,4%</b>	<b>46,4%</b>	<b>43,8</b>	<b>36,3</b>	<b>24,0</b>	<b>16,4</b>	<b>14,3</b>	<b>24%</b>	<b>8,7</b>	<b>0,8</b>
DGW	44.000	17,9%	17,0%	21,4%	18,4	18,4	15,7	12,9	13,0	17%	3,0	0,8
MCH	220.800	-17,9%	18,8%	14,6%	33,3	36,3	30,5	26,6	26,9	44%	15	1,1
VEA	35.000	4,5%	-7,0%	-3,2%	5,9	6,1	6,6	6,8	3,6	26%	1,5	-0,5

# FRT – Vị thế thống trị lĩnh vực chăm sóc sức khỏe dẫn dắt tăng trưởng dài hạn

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	158.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	40.104	50.737	60.574	69.414
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>178.800 VND</b>	%YoY	26%	27%	19%	15%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	318	744	1.129	1.654
		% YoY	N.M.	134%	52%	46%
TL tăng	+12,8%	EPS	N.M.	134%	51%	46%
Lợi suất cổ tức	0,6%	Biên LN gộp	18,9%	19,7%	20,3%	20,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+13,4%</b>	Biên EBITDA	2,2%	3,1%	3,5%	3,9%
		Biên LN từ HĐKD	1,7%	2,7%	3,3%	4,0%
Ngành	Bán lẻ	Biên LN ròng	0,8%	1,5%	1,9%	2,4%
GT vốn hóa	27 nghìn tỷ đồng	FCFE/doanh thu	2,3%	2,8%	2,7%	3,2%
Room KN	4,3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	33,4x	19,1x	14,3x	11,0x
GTGD/ngày (30n)	83,2 tỷ đồng	P/E	85,0x	36,3x	24,0x	16,4x
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	18,1%	25,8%	23,7%	25,8%
SL cổ phiếu lưu hành	170,3 tr	ROIC	5,2%	9,1%	10,7%	12,6%
Pha loãng	170,3 tr					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 13/11/2025



## Tổng quan Công ty

Được thành lập năm 2012, FPT Retail sở hữu (1) chuỗi nhà thuốc Long Châu hàng đầu tại Việt Nam và (2) FPT Shop - chuỗi bán lẻ ICT lớn thứ hai Việt Nam. FRT đã mở rộng thêm dịch vụ tiêm chủng trong mảng chăm sóc sức khỏe của công ty.

**Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn đối với FRT, chủ yếu được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng bền vững tại Long Châu (mảng chăm sóc sức khỏe) với chuỗi nhà thuốc dẫn đầu thị trường và việc mở rộng quy mô kinh doanh dịch vụ tiêm chủng.**

**Chúng tôi tin rằng Long Châu sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận mảng được phẩm 2 chữ số trong trung hạn, với động lực dài hạn được duy trì nhờ dịch vụ tiêm chủng.** Với độ thâm nhập của nhà thuốc hiện đại tại Việt Nam ước tính chỉ đạt 14% vào năm 2024, chúng tôi cho rằng thị trường đang mang lại tiềm năng hợp nhất lớn. Là chuỗi nhà thuốc hiện đại hàng đầu, Long Châu có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội này bằng cách mở rộng mạng lưới của hàng sang các khu vực cấp 2-3, với số lượng cửa hàng dự kiến đạt gần 3.000 vào năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng dài hạn của Long Châu sẽ được duy trì khi dịch vụ tiêm chủng bước vào giai đoạn đóng góp lợi nhuận, được hỗ trợ bởi sự thiếu hụt các cơ sở tiêm chủng tại Việt Nam và nhận thức ngày càng cao về chăm sóc sức khỏe dự phòng. Những triển vọng này củng cố dự báo của chúng tôi về **CAGR doanh thu đạt 14%** trong giai đoạn 2025-2030 cho Long Châu, được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu trên cùng của hàng (SSSG) và việc tiếp tục mở mới cửa hàng. Cùng với việc cải thiện hiệu quả hoạt động, Long Châu dự kiến sẽ đạt **CAGR LNST sau lợi ích CĐTS là 33%**, củng cố vị thế là động lực tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi của FRT trong dài hạn.

**Chúng tôi dự báo FPT Shop sẽ đạt CAGR doanh thu 4% trong giai đoạn 2025-2030 và duy trì đà kinh doanh có lãi (dự kiến bắt đầu từ năm 2025) trong những năm tiếp theo.**

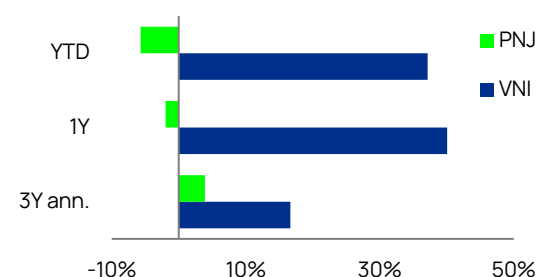
**FRT đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2026 là 24,0 lần, trong khi giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng mức P/E năm 2026 là 27,1 lần** – vẫn thấp hơn mức P/E trượt trung bình 5 năm là 28,2 lần. Chúng tôi đánh giá mức định giá này là hấp dẫn nhờ triển vọng dài hạn vững chắc với dự phóng **CAGR LNST sau lợi ích CĐTS đạt 34% trong giai đoạn 2025-2030.**

**Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro:** Tốc độ mở mới cửa hàng và khả năng sinh lời của Long Châu cao hơn/thấp hơn dự kiến; sự phục hồi khả năng sinh lời của FPT Shop mạnh hơn/yếu hơn dự kiến.

# PNJ – Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trang sức thời trang Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	90.300 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	37.823	35.161	38.322	41.819
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>113.500 VND</b>	%YoY	14%	-7%	9%	9%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	2.113	2.315	2.537	2.882
		% YoY	7%	10%	10%	14%
TL tăng	+25,7%	EPS	4%	9%	9%	13%
Lợi suất cổ tức	2,2%	Biên LN gộp	17,6%	20,8%	20,6%	21,1%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+27,9%</b>	Biên EBITDA	7,3%	8,6%	8,6%	8,9%
		Biên LN từ HĐKD	7,1%	8,3%	8,4%	8,7%
Ngành	Trang sức	Biên LN ròng	5,6%	6,6%	6,6%	6,9%
GT vốn hóa	30,8 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	-0,1%	3,9%	1,9%	5,0%
Room KN	10,4 tỷ đồng	EV/EBITDA	11,0x	10,1x	9,2x	8,1x
GTGD/ngày (30n)	41,6 tỷ đồng	P/E	15,9x	14,4x	13,2x	11,6x
Cổ phần Nhà nước	0%	P/B	2,7x	2,4x	2,1x	1,9x
SL cổ phiếu lưu hành	341,1 tr	ROE	20,1%	19,3%	18,7%	18,7%
Pha loãng	341,1 tr					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 07/11/2025



Tổng quan Công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới 429 cửa hàng tính đến cuối năm 2024.

**PNJ, nhà bán lẻ trang sức thời trang hàng đầu Việt Nam, có vị thế thuận lợi để tận dụng đà tăng trưởng dài hạn của ngành trang sức có thương hiệu.**

Chúng tôi dự báo thu nhập gia tăng và tỷ trọng chi tiêu không thiết yếu ngày càng lớn sẽ thúc đẩy tiêu thụ trang sức tại Việt Nam, đặc biệt là trang sức có thương hiệu – phân khúc đã chứng kiến thị phần tăng gấp đôi từ 16% năm 2015 lên 33% năm 2022. Trong lĩnh vực này, PNJ là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường với danh mục sản phẩm đa dạng, năng lực thiết kế và chế tác nội bộ xuất sắc, cùng vị thế dẫn đầu vượt trội về số lượng cửa hàng, trong khi áp lực cạnh tranh vẫn còn hạn chế.

**Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ duy trì hiệu quả hoạt động vượt trội so với thị trường trang sức chung với CAGR doanh thu bán lẻ dự phóng đạt 11% trong giai đoạn 2025-2030.** Tăng trưởng sẽ được thúc đẩy bởi tăng trưởng SSSG (nhờ gia tăng thị phần) và việc liên tục mở rộng cửa hàng (đặc biệt là thâm nhập vào khu vực miền Bắc và các khu vực cấp 2/3 còn nhiều dư địa). Về biên lợi nhuận, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp bán lẻ sẽ đi ngang so với mức dự phóng năm 2025 trong thời gian tới, phản ánh khả năng duy trì biên lợi nhuận gộp bán lẻ của PNJ trước các điều kiện thị trường khác nhau.

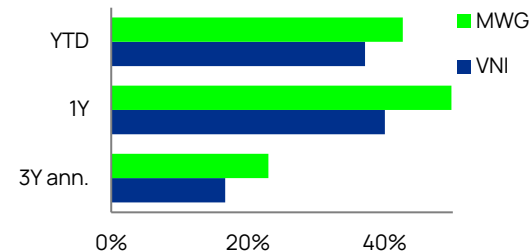
**PNJ đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2026 là 13,2 lần. Chúng tôi đánh giá mức này là hấp dẫn** so với P/E trượt trung bình 5 năm là 15,6 lần và dự phóng CAGR EPS giai đoạn 2025-2030 đạt 16% của chúng tôi.

**Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro:** Nhu cầu mạnh hơn/yếu hơn; tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh hơn/chậm hơn.

# MWG – Nhà bán lẻ hiện đại dẫn đầu hiện diện trên toàn quốc

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	85.800 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	134.341	157.818	188.499	219.544
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>101.000 VND</b>	%YoY	13,6%	17,5%	19,4%	16,5%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	3.722	6.559	8.531	10.067
		% YoY	2119,8%	76,2%	30,1%	18,0%
TL tăng	17,7%	EPS	2119,8%	74,7%	27,8%	15,3%
Lợi suất cổ tức	1,2%	Biên LN gộp	20,5%	20,3%	20,8%	21,3%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>18,9%</b>	Biên EBITDA	4,7%	5,5%	5,9%	5,9%
		Biên LN từ HDKD	3,0%	4,1%	4,6%	4,7%
		Biên LN ròng	2,8%	4,2%	4,5%	4,6%
Ngành	Bán lẻ	DTTD/doanh thu	9,6%	3,8%	4,1%	4,3%
GT vốn hóa	121,4 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	18,6x	13,7x	9,7x	9,0x
Room KN	1,7 nghìn tỷ đồng	P/E	33,7x	19,3x	15,1x	13,1x
GTGD/ngày (30n)	592,8 tỷ đồng	ROE	14,6%	21,3%	22,8%	22,1%
Cổ phần Nhà nước	0%	ROIC	6,1%	8,9%	10,4%	10,8%
SL cổ phiếu lưu hành	1,48 tỷ					
Pha loãng	1,48 tỷ					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 14/10/2025



## Tổng quan Công ty

MWG sở hữu chuỗi bán lẻ ĐTDĐ và điện máy hàng đầu tại Việt Nam với thị phần năm 2022 lần lượt là 60% và 50%. MWG cũng vận hành một trong những chuỗi bách hoá bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam.

**Tham vọng của TGDD & ĐMX đang được hiện thực hóa sau quá trình tái cấu trúc.** Doanh số 9T 2025 tăng 14% so với cùng kỳ (YoY), vượt mức tăng trưởng chung của ngành ở tất cả các nhóm hàng chính. Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu của TGDD & ĐMX đạt 7,5%, biên lợi nhuận gộp tăng từ 18,3% lên 19,7%, và CAGR EPS đạt 12%. Chúng tôi kỳ vọng MWG sẽ dẫn gia tăng thị phần và nâng cao tỷ trọng doanh thu dịch vụ trong bối cảnh tiêu thụ ICT tại Việt Nam tăng trưởng khoảng 5%/năm. Vào tháng 8/2025, ban lãnh đạo đã công bố kế hoạch tăng trưởng doanh thu/LNST với CAGR giai đoạn 2025-2030 lần lượt là 10%/15%, dựa trên yếu tố chất lượng - doanh thu dịch vụ.

**BHX: Mở mới mạnh mẽ, biên lợi nhuận vững chắc:** Trong giai đoạn 2025-2030, chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng BHX sẽ tăng mạnh từ 2.500 lên 6.000, mang lại CAGR doanh thu 26% trong khi biên lợi nhuận ròng cải thiện từ 1,5% lên 2,8%. Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng mạnh từ 806 tỷ đồng lên 1,9 nghìn tỷ đồng nhờ việc mở mới 750/800 cửa hàng và tăng trưởng doanh thu trên cùng cửa hàng (SSSG) đạt 8% trong mỗi năm 2025/2026, cũng như biên lợi nhuận ròng tăng từ 1,5% lên 2,6%.

**Trong tương lai, BHX có kế hoạch tái tập trung vào việc cải thiện doanh thu tại các cửa hàng hiện hữu.** SSSG quý 3/2025 chỉ đạt 2% so với mức 15% của quý 1 và 6% của quý 2. BHX lý giải nguyên nhân là do (1) Thay đổi danh mục hàng tươi sống giúp giảm tỷ lệ hao hụt; (2) Tác động của bão lũ – ảnh hưởng đến BHX nhiều hơn các đối thủ do tỷ trọng thực phẩm tươi sống cao; (3) Ưu tiên đẩy mạnh hoạt động của các cửa hàng mới hơn là các cửa hàng hiện hữu.

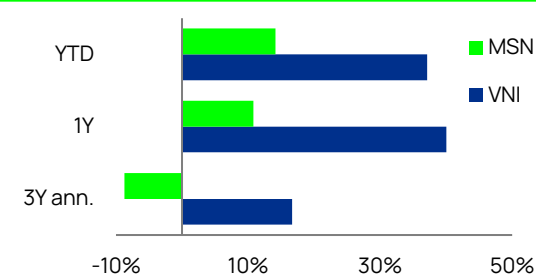
MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng các năm 2025/2026 lần lượt là 19,0 lần/14,8 lần. Chúng tôi đánh giá mức này là hấp dẫn so với triển vọng CAGR EPS dự phóng giai đoạn 2025-2028 đạt 20%.

**Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro:** Khả năng sinh lời mảng ICT mạnh hơn/yếu hơn dự kiến; tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh hơn/chậm hơn dự kiến; hiệu quả vận hành tại BHX.

# MSN – Doanh nghiệp hưởng lợi từ đà tăng trưởng tiêu dùng của Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (4/12)	79.900 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	83.178	81.417	90.401	99.123
Giá mục tiêu*	101.200 VND	%YoY	6,3%	-2,1%	11,0%	9,6%
		LN từ HĐKD %YoY	47,7%	17,1%	17,7%	18,8%
		PBT %YoY	135,1%	11,2%	36,1%	28,9%
TL tăng	+26,7%	LNST-CĐTS <sup>1</sup> (tỷ đồng)	1.681	2.852	4.475	6.399
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS <sup>1</sup> %YoY	278,7%	68,9%	56,2%	42,3%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+26,7%</b>	Biên EBITDA <sup>2</sup>	16,3%	18,8%	18,9%	19,4%
		Biên LN từ HĐKD	7,4%	8,9%	9,4%	10,2%
Ngành	Tiêu dùng	Biên LN ròng <sup>1</sup>	2,0%	3,5%	4,9%	6,5%
GT vốn hóa	118,8 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	6,5%	-5,0%	2,3%	3,8%
Room KN	25,4 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA <sup>2</sup>	9,7x	8,3x	7,3x	6,5x
GTGD/ngày (30n)	403 tỷ đồng	P/E <sup>1</sup>	71,9x	42,2x	27,3x	19,2x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	3,7x	3,5x	3,0x	2,6x
SL CP lưu hành	1,44 tỷ	ROE <sup>1</sup>	5,9%	9,0%	12,6%	15,9%
Pha loãng	1,51 tỷ					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 21/05/2025; <sup>1</sup> Dựa trên lợi nhuận cốt lõi không bao gồm thu nhập tài chính bất thường; <sup>2</sup> EBITDA cốt lõi không bao gồm lợi nhuận từ Techcombank (TCB).



## Tổng quan Công ty

Tập đoàn Masan chuyên kinh doanh trong lĩnh vực tiêu dùng bao gồm FMCG, bán lẻ và chuỗi giá trị thịt. Các mảng kinh doanh khác bao gồm vật liệu từ kim loại và tỷ lệ sở hữu đáng kể tại Techcombank.

**MCH là một tài sản tăng trưởng ở quy mô lớn hiếm có trong ngành FMCG châu Á.** Chúng tôi dự báo (1) LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025-2026 sẽ điều chỉnh giảm 18% sau đó phục hồi 20% YoY do quá trình cải tổ hệ thống phân phối và (2) CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2028 đạt 16%, với biên lợi nhuận ròng tăng từ 22,4% lên 24,0%. Chúng tôi cũng kỳ vọng MCH sẽ duy trì ROE ở mức 45% bất chấp vị thế tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu đạt trên 30%. Công ty có nhiều động lực tăng trưởng trong thị trường khả dụng trị giá 16 tỷ USD, năng lực đổi mới sáng tạo và cao cấp hóa đã được khẳng định, đồng thời đang cải tổ phân phối và công nghệ để chiến thắng ở cả hai kênh GT và MT.

**WCM là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường bán lẻ bách hóa hiện đại.** Chúng tôi dự báo doanh thu và biên lợi nhuận ròng sẽ tăng gấp đôi trong giai đoạn 2025-2030. WCM đã đạt lợi nhuận ròng ngay cả khi số lượng cửa hàng mở mới đạt mức kỷ lục trong năm 2025. Tăng trưởng LFL đã tăng mạnh lên 12%-15% trong tháng 9-10/2025. Định vị giá trị của WCM (đáng tiền, hướng tới tầng lớp trung lưu khá giả) phù hợp với các động lực tăng trưởng của Việt Nam, cân bằng giữa tăng trưởng và đa dạng hóa.

**Cộng hưởng tiêu dùng - bán lẻ:** Các công ty con hỗ trợ lẫn nhau về công nghệ, logistics, thấu hiểu người tiêu dùng, chiết khấu chiến thuật và phát triển nhãn hàng riêng (private label)

**Chúng tôi dự báo CAGR lợi nhuận từ HĐKD đạt 21% trong giai đoạn 2024-2029. MSN đang giao dịch ở mức chiết khấu so với định giá tổng của từng phần.**

**Yếu tố hỗ trợ:** Giảm nghĩa vụ tài chính, lợi nhuận của WinCommerce và MHT cao hơn dự kiến.

**Rủi ro chính đối với quan điểm tích cực của chúng tôi:** Khả năng sinh lời của MSR thấp hơn dự kiến; cải thiện doanh số và lợi nhuận của WCM thấp hơn kỳ vọng; áp lực lạm phát và gián đoạn kênh GT do việc loại bỏ thuế khoán; gián đoạn kéo dài từ việc cắt giảm đại lý bán buôn.

## Phụ lục

---

# Luật Thương mại điện tử sắp tới dự kiến thúc đẩy hiện đại hóa tiêu dùng nội địa và sự hợp nhất thị trường

## Cập nhật Dự thảo Luật Thương mại điện tử

30/10/2025

Chính phủ đã thông qua các nội dung tại Nghị quyết 352/NQ-CP (ngày 30/10/2025).

3/11/2025

Bộ Công Thương đã trình Quốc hội tại Kỳ họp thứ 10, hiện đang trong quá trình xem xét

1/7/2026

Thời gian dự kiến có hiệu lực của Luật Thương mại điện tử



### Các nội dung chính

Tăng cường tính tuân thủ đối với các sàn giao dịch/người bán, cải thiện sự hợp nhất của thị trường và cạnh tranh công bằng, tạo điều kiện cho tăng trưởng tiêu dùng nội địa và hiện đại hóa.

- **Hỗ trợ phát triển và hiện đại hóa tiêu dùng nội địa:** Khuyến khích các mô hình thương mại điện tử mới, đổi mới sáng tạo và các sáng kiến phù hợp với nhu cầu thị trường. Khuyến khích các nền tảng áp dụng cơ chế ưu đãi cho các sản phẩm có xuất xứ Việt Nam và các sản phẩm chủ lực của địa phương/khu vực; ưu tiên các thương hiệu uy tín và các sản phẩm có tỷ lệ nội địa hóa cao; đảm bảo cơ cấu cân đối giữa hàng nội địa và hàng nhập khẩu.
- **Mở rộng cơ hội cạnh tranh trong thương mại điện tử nội địa:** Cấm hành vi ép buộc người dùng/người bán sử dụng các nền tảng/dịch vụ độc quyền, chẳng hạn như các đơn vị thanh toán hoặc vận chuyển cụ thể; cấm thao túng việc hiển thị sản phẩm hoặc đánh giá của người dùng.
- **Quản lý hoạt động bán lẻ trên các sàn thương mại điện tử:** Các yêu cầu về vận hành và quản trị chặt chẽ hơn; minh bạch hóa thông tin sản phẩm và điều khoản giao dịch; phản hồi tức thời đối với các vi phạm.
- **Giám sát và bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng & người bán:** Cơ chế giải quyết khiếu nại được tăng cường, minh bạch và dễ tiếp cận; phân định rõ trách nhiệm trong công tác thanh tra và giám sát thương mại điện tử.
- **Thương mại điện tử xuyên biên giới:** Người bán nước ngoài phải đăng ký và chỉ định đại diện tại địa phương; các nền tảng phải đảm bảo tuân thủ về thuế, hải quan và an toàn sản phẩm; kiểm soát chặt chẽ hơn đối với các danh mục hàng hóa có rủi ro cao.

# Ngành Giao thông Vận tải & Logistics

Việc mở rộng công suất tăng tốc, mạng cảng biển được hưởng lợi từ tăng trưởng thương mại tốt

---

Tháng 12/2025

**Nguyễn Thị Ngọc Hân**

Chuyên viên

[han.nguyenngoc@vietcap.com.vn](mailto:han.nguyenngoc@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.191

**Hoàng Gia Huy**

Chuyên viên

[huy.hoang@vietcap.com.vn](mailto:huy.hoang@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.526

**Nguyễn Thảo Vy**

Trưởng phòng cao cấp

[vy.nguyen@vietcap.com.vn](mailto:vy.nguyen@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.147

# Tổng quan

- **Sản lượng khách hàng không: Chính sách thu hút khách du lịch và chi tiêu tiêu dùng cải thiện tiếp tục thúc đẩy đà tăng trưởng:** Trong năm 2025/2026/2027, chúng tôi dự báo số lượng hành khách quốc tế sẽ đạt lần lượt 47/53/59 triệu người (+14%/+13%/+11% YoY) và số lượng hành khách trong nước lần lượt đạt 75/82/87 triệu người (+9%/+9%/+7% YoY). Trong 10 tháng đầu năm 2025 (10T 2025), lượng hành khách quốc tế và trong nước lần lượt đạt 38,5/61,7 triệu người (+14%/+7% YoY).
- **Hàng hóa hàng không:** Chúng tôi dự kiến tăng trưởng thông lượng hàng hóa quốc tế năm 2026 đạt mức 8% đến khoảng 10%, phù hợp với tốc độ tăng trưởng dài hạn của ngành, và tăng trưởng thông lượng hàng hoá trong nước đạt mức 5% đến 9% từ mức cơ sở thấp, trong bối cảnh Việt Nam siết chặt thương mại xuyên biên giới phi chính thức với Trung Quốc.
- **Sân bay quốc tế Long Thành (LTH) - Giai đoạn 1 dự kiến đi vào vận hành từ giữa năm 2026; Giai đoạn 2 đang trong quá trình đánh giá khả thi:** Giai đoạn 1 dự kiến khánh thành vào ngày 19/12/2025, vận hành thử vào nửa đầu năm 2026 và chính thức đưa vào khai thác thương mại trong nửa cuối năm 2026, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Trong giai đoạn 2025–2030, LTH sẽ khai thác khoảng 80% các đường bay quốc tế, mặc dù chúng tôi kỳ vọng việc tái phân bổ lưu lượng hành khách sẽ diễn ra một cách chậm rãi (ở mức 30%/40% trong nửa cuối năm 2026/năm 2027) do hạn chế về cơ sở hạ tầng kết nối. Về mức phí, chúng tôi dự kiến LTH áp dụng mức phí 25 USD/hành khách (tương tự như Nội Bài), cao hơn mức 20 USD/hành khách tại Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất. Giai đoạn 2 đang trong quá trình nghiên cứu khả thi, với tổng vốn đầu tư khoảng 80 nghìn tỷ đồng theo ACV và truyền thông địa phương, và dự kiến triển khai trong giai đoạn 2028–2032.
- **Các dự án sân bay quan trọng khác:** Sân bay Gia Bình (GBA) đang trong quá trình giải tỏa mặt bằng, với Masterise là chủ đầu tư; trong khi đó, mục tiêu mở rộng sân bay Nội Bài được hạ xuống để giảm bớt áp lực vốn đầu tư cho ACV khi còn phải tập trung lại vào giai đoạn 2 của dự án LTH. Việc mở rộng PQC của Sun Group giúp củng cố hệ sinh thái hàng không - du lịch, với ACV đang chuyển giao tài sản nhưng vẫn ghi nhận lợi nhuận tạm thời trong thời gian chờ định giá.
- **Nhà ga hàng hóa số 1 – Cảng hàng không quốc tế Long Thành (LTA-C1):** ACV sẽ là đơn vị đầu tư nhà ga LTA-C1, vì vậy SCS sẽ không có cổ phần trong nhà ga này. Về tiến độ đấu thầu, gói thầu xây dựng đã đóng và công tác thi công đang được triển khai. Tuy nhiên gói thầu khai thác vận hành vẫn chưa được mở. Chúng tôi dự kiến gói này sẽ được mở trong năm 2026 để đảm bảo nhà ga có thể đi vào vận hành song song với nhà ga hành khách chính.
- **Cảng biển:** Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với triển vọng tăng trưởng của ngành trong năm 2026, được hỗ trợ bởi môi trường thương mại tích cực trong bối cảnh chênh lệch trong thuế quan của Mỹ thuận lợi hơn cho Việt Nam so với các nước cạnh tranh. Chúng tôi cũng có đánh giá bối cảnh cạnh tranh tại Hải Phòng sau khi bổ sung công suất cảng nước sâu mới vào đầu năm 2025. Đánh giá của chúng tôi cho thấy NDV bị ảnh hưởng không đáng kể. Phần lớn cạnh tranh diễn ra trong nhóm cảng nước sâu, với Lạch Huyện 3–6 giành thị phần từ Lạch Huyện 1–2. NDV tiếp tục ghi nhận tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ và đã chiếm được thị phần từ các cảng sông khác ở thượng nguồn. Tại khu vực phía Nam, chúng tôi dự kiến áp lực cạnh tranh hạn chế trong năm 2026. Hầu hết các cảng đang vận hành ở mức công suất tối đa hoặc cao hơn, và không có công suất mới lớn nào dự kiến đi vào hoạt động, ngoại trừ Gemalink 2A vào năm 2027.
- **Cổ phiếu được chọn:**

**GMD:** Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với GMD vì 3 lý do chính: (1) triển vọng tích cực của chúng tôi về tăng trưởng thương mại của Việt Nam, được hỗ trợ bởi chênh lệch thuế quan của Mỹ so với các quốc gia cạnh tranh ở mức thấp; (2) dự kiến Nam Định Vũ (NDV) vẫn có thể duy trì tăng trưởng tốt khi mở rộng thêm giai đoạn 3, và NDV hầu như không chịu tác động tiêu cực từ việc bổ sung công suất cảng nước sâu tại Lạch Huyện – nhờ phân khúc khách hàng khác biệt và năng lực cạnh tranh cao của NDV với tư cách là một cảng sông; và (3) định giá hấp dẫn, với P/E trượt và EV/EBITDA dự phóng cho năm 2026 thấp hơn mức trung bình trong lịch sử và thấp hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành.

# Ngành Giao thông Vận tải & Logistics: Dữ liệu chính và tóm tắt định giá

## Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
<b>GMD*</b>	MUA	1.004	0%	40%	89	4,9	62.100	78.200	21/11/25	25,9%	3,5%	29,4%
<b>SCS</b>	KQ	197	14%	16%	28	0,7	54.800	67.000	29/05/25	22,3%	10,9%	33,2%
<b>ACV</b>	KQ	7.430	95%	3%	3.393	2,1	54.900	64.600	19/11/25	17,7%	0,0%	17,7%
<b>AST</b>	MUA	130	0%	44%	6	0,03	75.900	80.600	26/08/25	6,2%	4,6%	10,8%

## Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 2025 x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/ EBITDA 2026F x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/VCSH quý gần nhất (x)
<b>GMD*</b>	62.100	6,6%	18,7%	7,1%	16,5x	13,9x	13,0x	6,6x	15%	2,1x	0,0x
<b>SCS</b>	54.800	-1,0%	2,6%	-25,4%	7,6x	7,4x	9,9x	4,1x	46%	3,2x	-0,8x
<b>ACV</b>	54.900	2,0%	-26,2%	-8,8%	18,3x	24,8x	27,2x	11,6x	11%	2,9x	-0,2x
<b>AST</b>	75.900	50,7%	18,8%	16,7%	15,7x	13,2x	11,3x	7,1x	29%	5,3x	-0,5x

Lưu ý: Giá cổ phiếu tính đến ngày 04/12/2025.

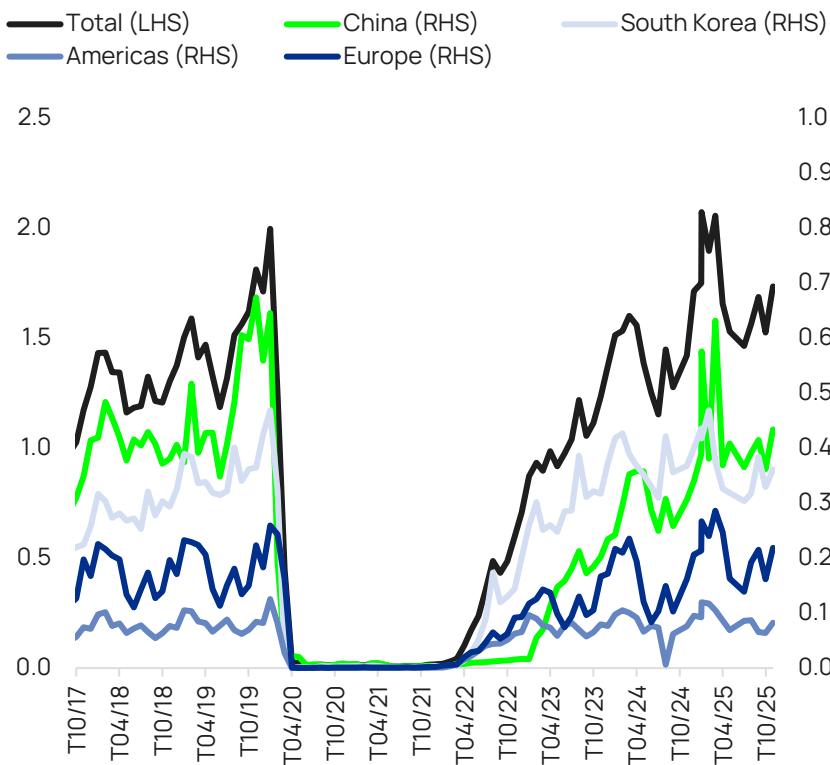
Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. \*Áp dụng lợi nhuận cốt lõi đối với GMD, trong đó không bao gồm tác động từ việc thoái vốn khỏi công và các khoản thu nhập/chi phí khác.

**Ngành hàng không: Tăng trưởng hành khách quốc tế đạt mức hai chữ số; việc mở rộng hạ tầng và tư nhân hóa đang tăng tốc.**

---

# Hành khách quốc tế: Chính sách visa thuận lợi và các chiến dịch xúc tiến du lịch tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng lượng khách quốc tế

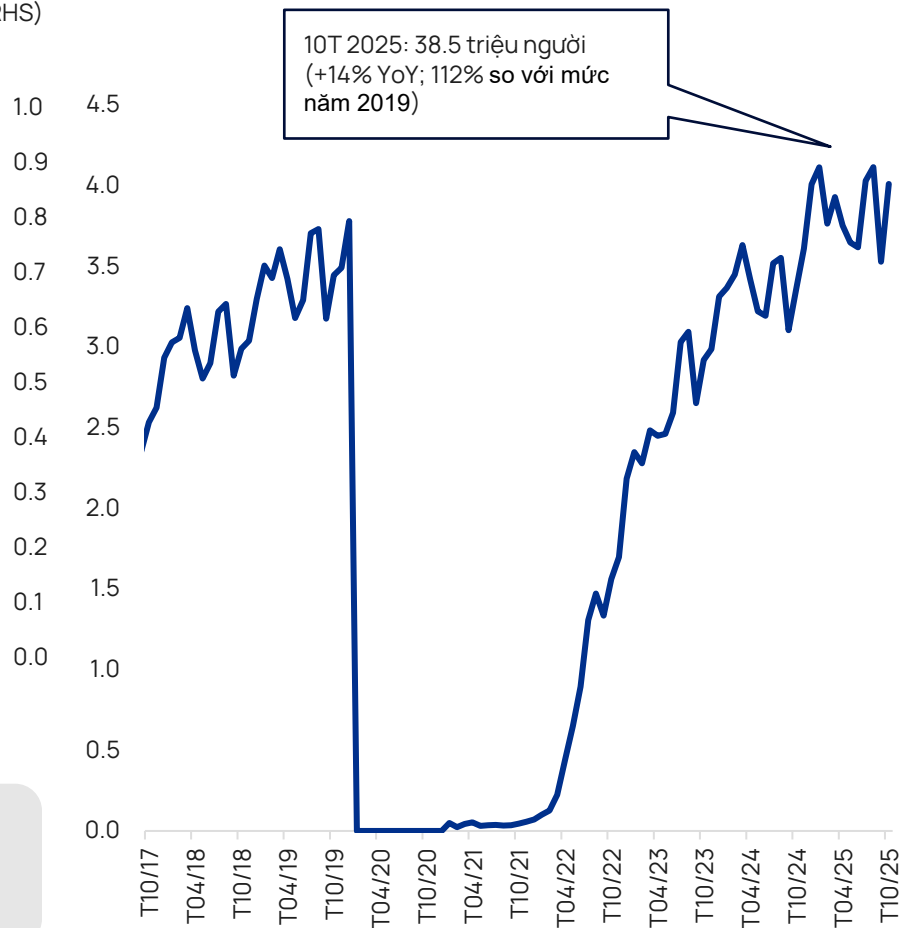
Lượng khách nước ngoài đến Việt Nam hàng tháng (triệu lượt)



10T 2025:

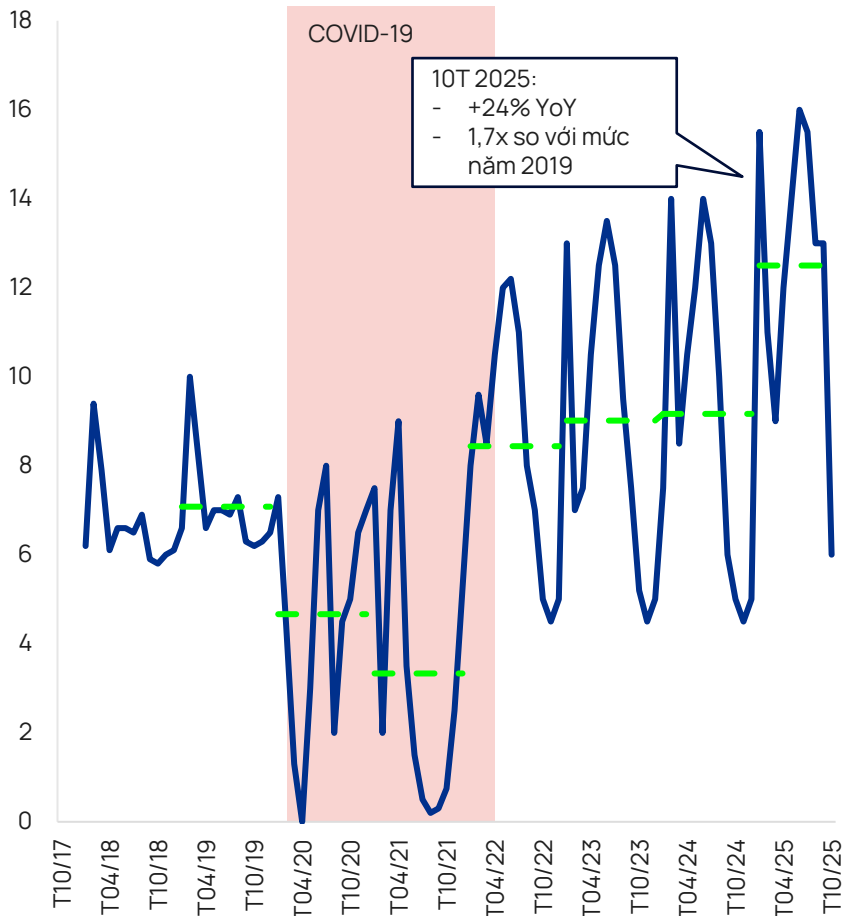
- Tổng cộng: +22% YoY; 119% so với năm 2019
- Trung Quốc: +44% YoY; 95% so với năm 2019
- EU: +35% YoY; 121% so với năm 2019

Lượng hành khách hàng không quốc tế của Việt Nam (triệu người)

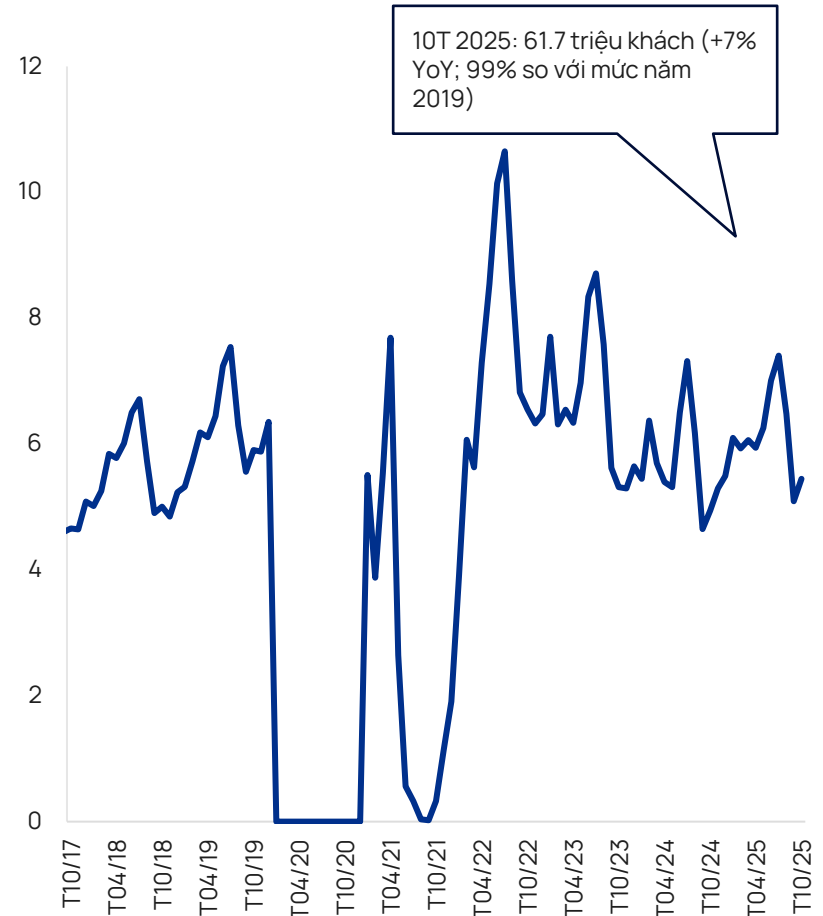


# Hành khách trong nước: Tăng trưởng của lượng hành khách hàng không nội địa chậm hơn so với tổng số lượng khách tham quan, nhưng đà phục hồi vẫn đang được duy trì

Tổng số lượng khách tham quan trong nước tại Việt Nam theo tháng (triệu lượt)

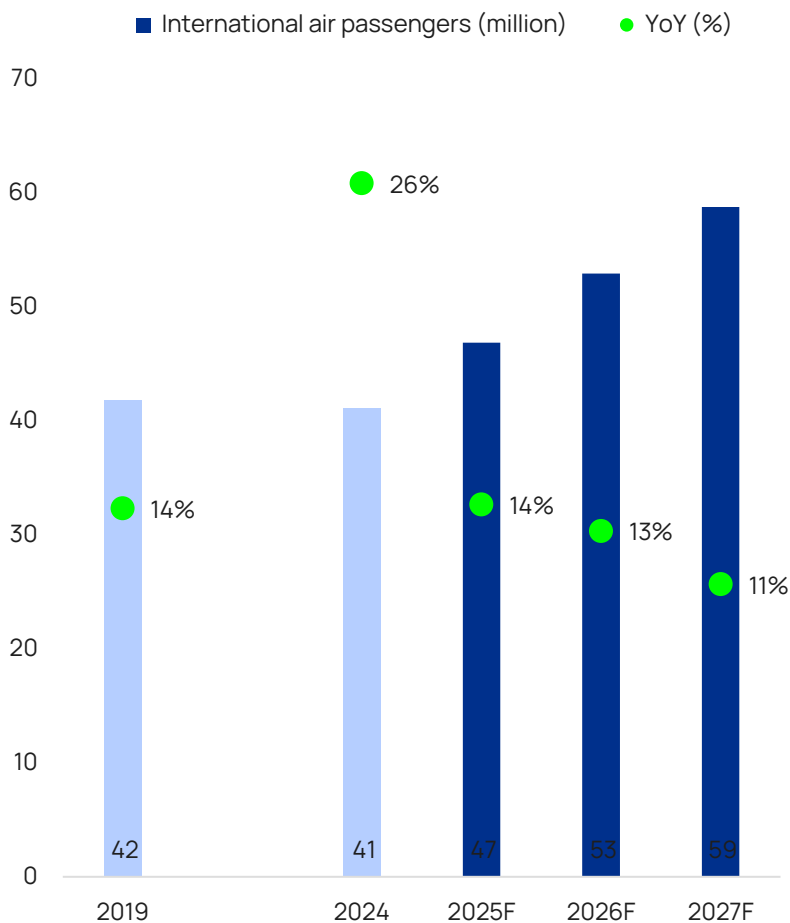


Lượng hành khách hàng không nội địa tại Việt Nam (triệu khách)

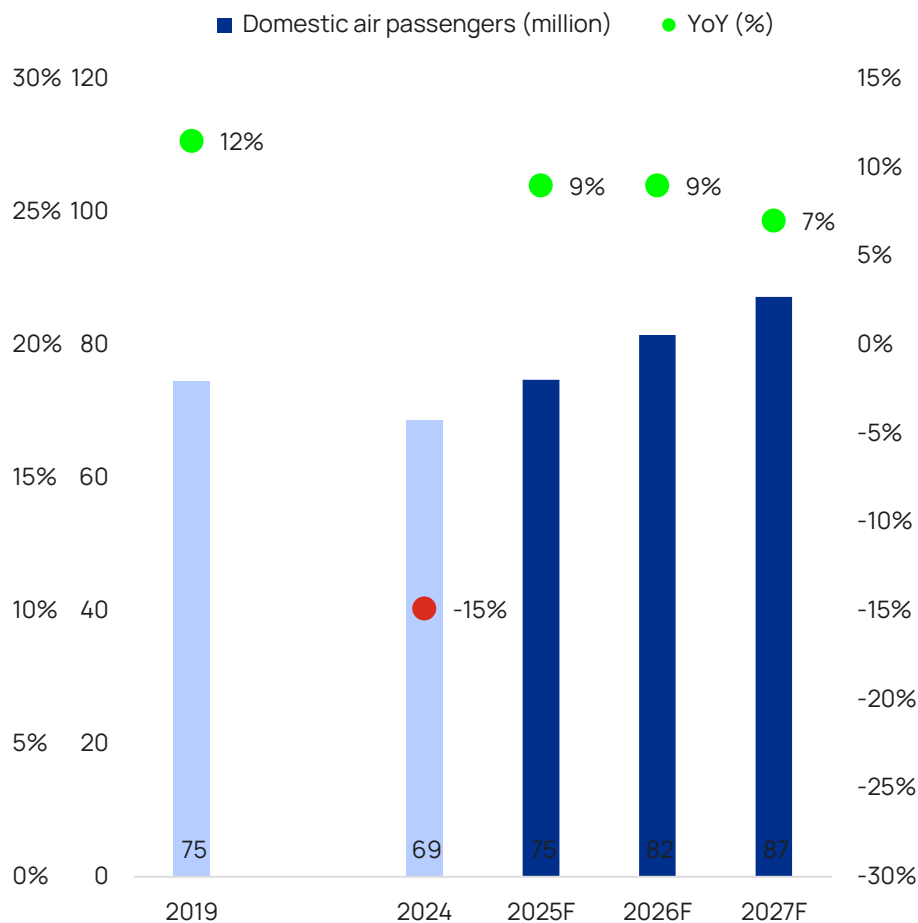


# Dự báo của Vietcap: Hành khách hàng không quốc tế duy trì tăng trưởng ở mức hai chữ số; hành khách nội địa phục hồi ổn định ở mức một chữ số

Dự báo lượng hành khách hàng không quốc tế



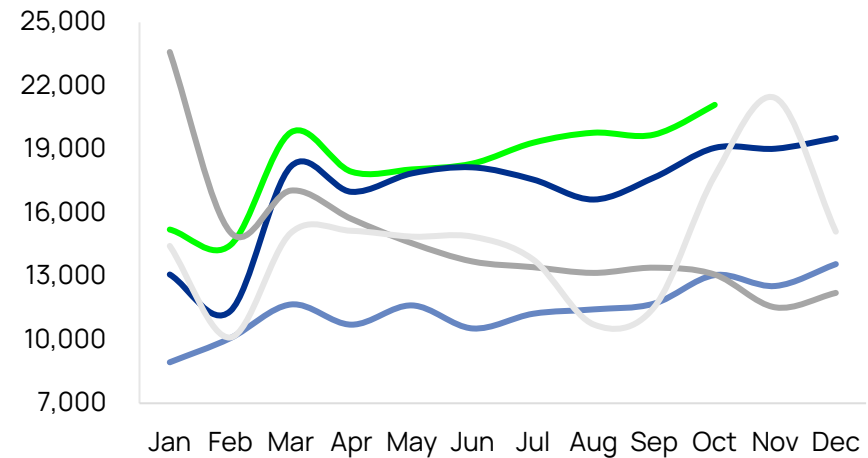
Dự báo lượng hành khách hàng không nội địa



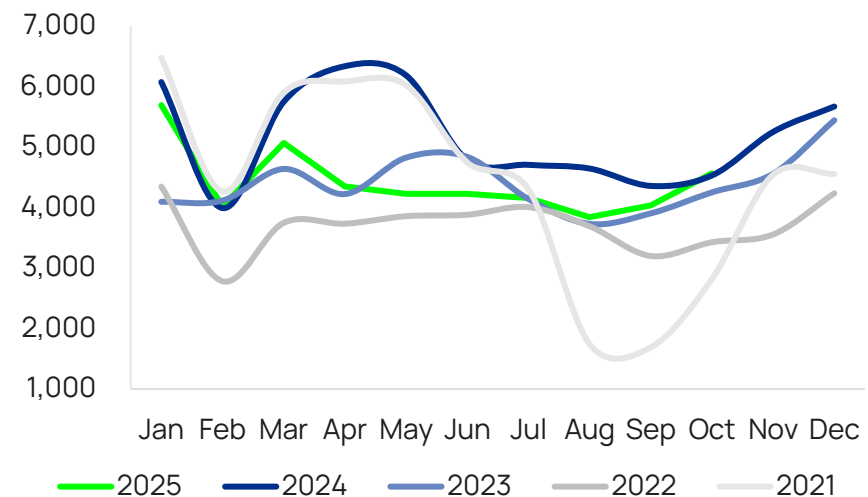
# Hàng hóa hàng không: Trong năm 2026, dự kiến thông lượng hàng hóa quốc tế tăng trưởng ở mức khoảng 8% đến 10%, thông lượng hàng hóa trong nước tăng trưởng ở mức khoảng 5% đến 9%

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng trong năm 2026 cho mảng hàng hóa quốc tế đạt khoảng 8% đến 10%, phù hợp với tốc độ tăng trưởng dài hạn của ngành. Dự báo này phản ánh quan điểm của chúng tôi về tốc độ tăng trưởng thương mại tích cực của Việt Nam trong 2026, trong bối cảnh thuế quan của Mỹ ảnh hưởng không đáng kể đến năng lực cạnh tranh mảng xuất khẩu của Việt Nam. Điều này xuất phát từ (1) chênh lệch thuế quan thuận lợi so với các quốc gia khác, và (2) các yếu tố cơ bản của Việt Nam, đã giúp thu hút dòng vốn FDI trong nhiều năm qua (bao gồm vị trí địa lý gần Trung Quốc, chi phí nhân công thấp,...). Dự báo đồng thuận, theo Bloomberg, cũng chỉ ra sự tăng trưởng GDP bền vững năm 2026 tại các khu vực xuất khẩu chính, bao gồm Mỹ (3,26% so với 3,83% trong năm 2025) và EU (2,15% so với 2,22% trong năm 2025).
- Đối với tăng trưởng của thông lượng hàng hóa trong nước, chúng tôi dự kiến mức tăng trưởng từ khoảng 5% đến 9% từ mức cơ sở thấp, trong bối cảnh Việt Nam đang siết chặt thương mại xuyên biên giới phi chính thức với Trung Quốc. Trước đây, những mặt hàng này được vận chuyển bằng đường bộ đến miền Bắc trước khi được vận chuyển bằng đường hàng không xuống miền Nam qua Tân Sơn Nhất, qua đó mang lại lợi ích cho hoạt động vận chuyển hàng hóa của SCS. Do việc siết chặt kiểm soát, thông lượng hàng hóa trong nước của SCS cũng bị ảnh hưởng, với kết quả 10T 2025 đạt -14% YoY.

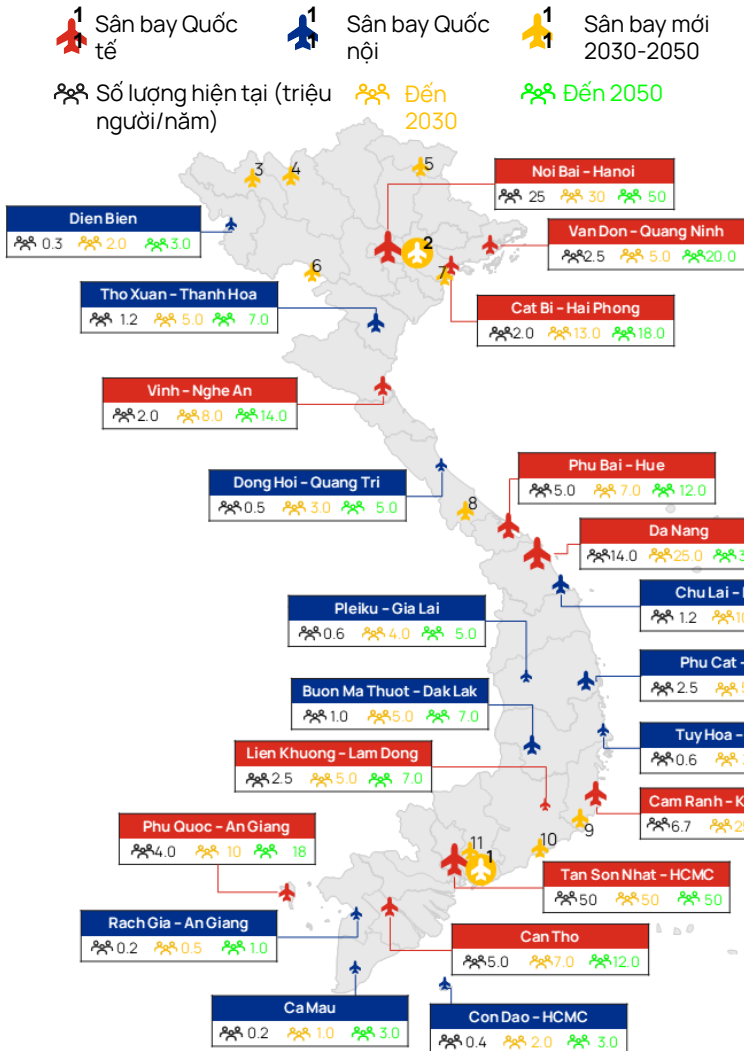
Sản lượng hàng hoá quốc tế 10T 2025 của SCS +10% YoY (tấn)



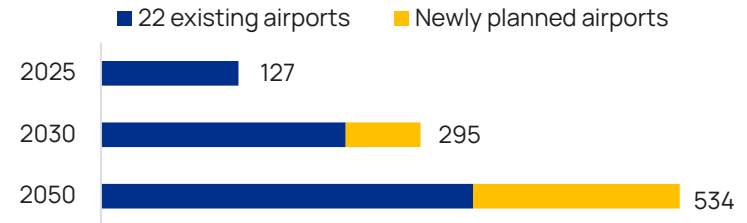
Sản lượng hàng hoá trong nước 10T 2025 của SCS -14% YoY (tấn)



# Quy hoạch tổng thể Sân bay Việt Nam giai đoạn 2030 & 2050



## Triển vọng về năng lực phục vụ hành khách của các sân bay\* (tr người/năm)



## Danh sách 11 sân bay mới dự kiến xây dựng và công suất mục tiêu\* (tr người/năm)

Các sân bay	👤 2030	👤 2050
1 Long Thành (LTH) - Đồng Nai	25,0	100,0
2 Gia Bình (GBA) - Bắc Ninh	30,0	50,0
3 Lai Châu	0,5	1,5
4 Sa Pa - Lào Cai	3,0	5,0
5 Cao Bằng	-	2,0
6 Nà Sản - Sơn La	1,0	2,0
7 Hải Phòng	-	12,0
8 Quảng Trị - Quảng Bình	1,0	2,0
9 Thanh Sơn - Khánh Hòa	1,5	3,0
10 Phan Thiết - Lâm Đồng	2,0	3,0
11 Biên Hòa - Đồng Nai	5,0	10,0
<b>Tổng cộng</b>	<b>69,0</b>	<b>190,5</b>

- Việt Nam đặt mục tiêu tăng gấp đôi công suất sân bay vào năm 2030 và gấp bốn lần vào năm 2050, được thúc đẩy nhờ việc nâng cấp các trung tâm trung chuyển hiện hữu và xây dựng 11 sân bay mới.
- LTH và GBA chiếm 80% công suất mới được quy hoạch và sẽ đóng góp lần lượt 19%/28% tổng công suất trong nước vào năm 2030/2050.

Nguồn: Bộ Xây dựng, Truyền thông địa phương, Vietcap tổng hợp. Ghi chú: (\*) Quyết định Số 648/QĐ-TTg, Quyết định Số 1714/QĐ-BXD, Quyết định Số 1102/QĐ-BXD

# Sân bay Quốc tế Long Thành (LTH)

## Tóm tắt dự án LTH giai đoạn 1

	Dự án thành phần 1	Dự án thành phần 2	Dự án thành phần 3	Dự án thành phần 4	Tổng cộng
<b>Loại công trình</b>	Công trình của chính phủ	Tòa nhà quản lý không lưu	Xây dựng sân bay thiết yếu, bao gồm hạ tầng chung và nhà ga hàng hóa số 1	Các tòa nhà cung cấp dịch vụ hàng không bổ sung, bao gồm nhà ga hàng hóa số 2	
<b>Nhà đầu tư</b>	Các cơ quan chính phủ và/hoặc nhà đầu tư PPP nếu cơ quan chính phủ không thể bố trí vốn	Tổng công ty Quản lý bay Việt Nam	ACV	Bộ Giao thông Vận tải sẽ phụ trách đầu thầu dự án thành phần thứ tư	
<b>Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)</b>	293,26	3.435,25	99.625,02	6.363,97	109.717,50
<b>Tổng chi phí đầu tư (triệu USD)</b> (theo tỷ giá VND/USD là 26.334)	11,14	130,45	3.783,13	241,66	4.166,38

### LTH giai đoạn 1 dự kiến đi vào vận hành từ giữa năm 2026

- Theo CAAV, LTH dự kiến sẽ khánh thành vào ngày 19/12/2025, sau đó vận hành thử vào nửa đầu năm 2026 và đi vào vận hành thương mại từ nửa cuối năm 2026 – nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- Trong giai đoạn 2025–2030, LTH sẽ khai thác khoảng 80% các tuyến bay quốc tế (tất cả chuyến bay quốc tế trên 1.000 km và các chuyến khác tùy quyết định của hãng hàng không) và 10% các tuyến bay nội địa, trong khi SGN sẽ khai thác 20% chuyến bay quốc tế còn lại và 90% chuyến bay nội địa. Tỷ lệ phân bổ này sẽ được xem xét lại sau năm 2030. Do những hạn chế ban đầu về cơ sở hạ tầng, đặc biệt là đường kết nối giữa LTH và TP. HCM, chúng tôi kỳ vọng việc tái phân bổ khách quốc tế từ SGN sang LTH sẽ diễn ra chậm rãi, đạt 30%/40% vào nửa cuối năm 2026/2027.
- ACV đã nộp đề xuất khung phí cho LTH và đang chờ phê duyệt của cơ quan quản lý. Chúng tôi dự kiến LTH sẽ áp dụng mức phí dịch vụ hành khách quốc tế tương đương Nội Bài (25 USD/người), cao hơn mức 20 USD/người tại SGN – phản ánh tiềm năng điều chỉnh tăng lợi nhuận.

### LTH giai đoạn 2 đang trong quá trình nghiên cứu khả thi; đường băng thứ ba dự kiến khởi công sớm từ 19/12/2025

- LTH giai đoạn 2 dự kiến triển khai trong giai đoạn 2028–2032, với tổng vốn đầu tư 80 nghìn tỷ đồng, theo ACV và truyền thông trong nước. Dự án bao gồm xây dựng một đường băng bổ sung, một nhà ga công suất 25 triệu người và các cơ sở hạ tầng hỗ trợ. Sau khi hoàn tất, tổng công suất của LTH sẽ tăng lên 50 triệu hành khách và 1,5 triệu tấn hàng hóa mỗi năm (từ mức 25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa ở giai đoạn 1).
- ACV đã đề xuất trở thành chủ đầu tư cho giai đoạn 2. Đáng chú ý, ACV đề xuất đẩy nhanh tiến độ xây dựng Đường băng số 3 (12 nghìn tỷ đồng, từ ngày 19/12/2025) của giai đoạn 2, nhằm tận dụng nguồn nhân lực và máy móc đã được huy động cho Đường băng 1 & 2 – qua đó giảm thời gian huy động và chi phí thiết lập bổ sung. ACV đang chuẩn bị Báo cáo Nghiên cứu Khả thi (FSR). Bộ Tài chính sẽ đánh giá năng lực tài chính của ACV trong quá trình thẩm định FSR.
- Bộ Xây dựng đang đề xuất sửa đổi Nghị quyết 94/2015/QH13 để cho phép Chính phủ phê duyệt FSR Giai đoạn 2 mà không cần trình Quốc hội.

# Các dự án phát triển sân bay trọng điểm khác

## Sân bay quốc tế Gia Bình (GBA):

- **GBA - nằm cách Sân bay quốc tế Nội Bài (HAN) 43 km, với định vị sẽ trở thành trung tâm hàng không của Hà Nội.** Dự án được thiết kế với công suất lần lượt là 30 triệu/50 triệu hành khách và 1,6 triệu/2,5 triệu tấn hàng hóa mỗi năm vào năm 2030/2050, yêu cầu vốn đầu tư tương ứng lần lượt là 141,0 nghìn tỷ đồng/55,2 nghìn tỷ đồng. Masterise được chỉ định là chủ đầu tư. Đồng thời, mục tiêu công suất của Nội Bài được điều chỉnh giảm xuống 30 triệu/50 triệu hành khách vào năm 2030/2050 (từ 55 triệu/85 triệu trước đó).
- **Vào ngày 14/11/2025, Chính phủ đã trình hồ sơ phê duyệt chủ trương đầu tư lên Quốc hội**—đánh dấu việc chuyển sang giai đoạn triển khai thực tế thay vì chỉ dừng ở định hướng chính sách. Trước đó, vào ngày 19/08/2025, dự án GBA đã khởi động, bước vào giai đoạn giải phóng mặt bằng với khoảng 700/1.900 hộ dân bị ảnh hưởng đã được tái định cư.
- **Kế hoạch phát triển GBA giúp giảm gánh nặng vốn đầu tư XDCB cho ACV—xét đến vai trò của ACV là bên vận hành sân bay độc quyền của Việt Nam, nhưng rủi ro về lưu lượng hành khách đã xuất hiện.** Những điều chỉnh này cho phép ACV tập trung vào phát triển giai đoạn 2 của LTH và giảm bớt áp lực mở rộng sân bay Nội Bài, vốn đang khai thác ở mức ~120% công suất. Tuy nhiên, một khi GBA đi vào vận hành (dự kiến từ năm 2027), lưu lượng hành khách tại HAN có thể giảm do GBA sẽ hấp thụ một phần nhu cầu khu vực – ảnh hưởng đến nền tảng lợi nhuận của ACV. Việc phân bổ lại hành khách giữa hai sân bay sẽ cần được đánh giá thêm. Dù khoảng cách HAN-GBA (~40 km) tương đương với khoảng cách của SGN-LTH, chúng tôi lưu ý rằng cách thức hoạt động sẽ khác nhau, vì HAN và GBA sẽ được sở hữu và vận hành bởi các đơn vị khác nhau.

## Sân bay quốc tế Phú Quốc (PQC):

- **Vào tháng 6/2025, Sun Group được phê duyệt làm chủ đầu tư cho dự án mở rộng PQC.** Dự án có tổng vốn đầu tư XDCB ước tính vào khoảng 22 nghìn tỷ đồng, chia thành Giai đoạn 1 (2025–27, hướng đến phục vụ APAC 2027) và Giai đoạn 2 (2027–30), nhằm mục tiêu nâng công suất hàng năm lên 20 triệu hành khách – gấp 4,5 lần so với hiện tại. Động thái này củng cố hệ sinh thái hàng không – du lịch tích hợp của Sun Group, đáp ứng nhu cầu từ mạng lưới khu nghỉ dưỡng, khu phức hợp giải trí và các cơ sở khách sạn du lịch đạt tiêu chuẩn quốc tế đang phát triển tại Phú Quốc. Việc mở rộng cũng phù hợp với sự ra mắt gần đây của Công ty TNHH Hàng Không Mặt Trời Phú Quốc.
- **Quá trình chuyển giao tài sản cơ sở hạ tầng PQC từ ACV sang Sun Group bắt đầu:** Theo Thông báo số 625/TB-VPCP (17/11/2025) của Chính phủ, ACV đã chuyển giao tài sản cơ sở hạ tầng tại PQC cho UBND tỉnh Kiên Giang, và sau đó sẽ được bàn giao tiếp cho Sun Group. Mặc dù đã chuyển giao, ACV vẫn sẽ tiếp tục vận hành và ghi nhận lợi nhuận của PQC (~6% LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024, theo ACV) trong thời gian định giá tài sản. Sau khi hoàn tất định giá – dự kiến trong năm 2025 – ACV sẽ trình kết quả định giá lên UBND tỉnh và Sun Group sẽ thanh toán toàn bộ giá trị còn lại dựa trên kết quả định giá của ACV. Chúng tôi sẽ cập nhật tác động khi có đủ thông tin.

**Hạ tầng đường bộ: Đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ mới**

---

# Chúng tôi ghi nhận tiến độ triển khai các dự án cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ mới đang được đẩy nhanh

STT	Dự án	Công suất hàng năm/Chiều dài/Quy mô	Vốn XD/CB	Tình trạng	Tiến độ
<b>Các dự án đã được phê duyệt</b>					
1	<b>Đường cao tốc Bắc-Nam</b> - Giai đoạn 1 - Giai đoạn 2	666 km 721 km	88,1 nghìn tỷ đồng 147 nghìn tỷ đồng	Đã hoàn thành Đang triển khai	Dự kiến hoàn thành năm 2026
2	<b>Đường Vành đai 3 TP.HCM</b>	90 km	75,4 nghìn tỷ đồng	Đang triển khai	Dự kiến hoàn thành năm 2026
3	<b>Đường Vành đai 4 TP. HCM – Giai đoạn 1</b>	159 km	120,4 nghìn tỷ đồng	Đã được Quốc hội phê duyệt	2025-2029
4	<b>Đường Vành đai 4 Hà Nội</b>	112,8 km	85,8 nghìn tỷ đồng	Đang triển khai	Hoàn thành cơ bản năm 2026, vận hành hoàn chỉnh từ 2027
6	<b>Đường sắt cao tốc Bắc - Nam</b>	Tốc độ tối đa 350km/h; kết nối TP. HCM - Hà Nội với chiều dài 1.541km	67,4 tỷ USD	Đã được Quốc hội phê duyệt	Khởi công trước cuối năm 2026
7	<b>Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh</b>	120 km	133,6 nghìn tỷ đồng	Quy hoạch tổng thể đã được Thủ tướng phê duyệt	Q4 2025 – Q1 2028
8	<b>Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng</b>	Tuyến chính: 391km, tuyến nhánh: 28 km	203,2 nghìn tỷ đồng	Đã được Quốc hội phê duyệt	2025 - 2030
9	<b>Đường sắt Biên Hòa – Vũng Tàu</b>	132 km	6,2 tỷ USD	Quy hoạch tổng thể đã được Thủ tướng phê duyệt	
<b>Các dự án được đề xuất</b>					
1	<b>Tuyến đường kết nối Sân bay Gia Bình và Hà Nội</b>	16 km (3 đoạn)	33 nghìn tỷ đồng (1,3 tỷ USD)	Đã được chính quyền Hà Nội phê duyệt	2025 - 2026
2	<b>Đường Vành đai 5 Hà Nội</b>	331 km	85,6 nghìn tỷ đồng (giá năm 2013); 150 nghìn tỷ đồng (5,7 tỷ USD; theo giá năm 2025)	Đang chờ phê duyệt các đoạn trọng điểm	Một phần đã triển khai; phần lớn dự kiến khởi công trước năm 2030
3	<b>Cao tốc Vinh – Thanh Thủy</b>	60 km	24 nghìn tỷ đồng (910 triệu USD)	Đã đệ trình Quốc hội	Q3 2026 - 2029
4	<b>Mở rộng Cao tốc Bắc – Nam</b>	1.144 km	152 nghìn tỷ đồng (5,8 tỷ USD)	Đề xuất bởi Bộ XD	2026 - 2030

# Tổng quan về Đường sắt cao tốc Bắc-Nam

- Dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam đã được Quốc hội khóa XV thông qua vào tháng 11/2024. Hiện tại, có 2 nhà đầu tư bày tỏ sự quan tâm đối với dự án là: Vinspeed (công ty con của Vingroup) và Thaco (tập đoàn đa ngành lớn tại Việt Nam).
- Theo kế hoạch ban đầu của Chính phủ, dự kiến sẽ khởi công vào tháng 12/2026 và hoàn thành vào năm 2035, tức tổng thời gian thi công kéo dài 10 năm. Vinspeed đề xuất rút ngắn tiến độ còn 5 năm, trong khi Thaco đề xuất thực hiện trong vòng 7 năm.
- Tổng chiều dài tuyến là **1.541 km**, nối từ Hà Nội (Ngọc Hồi) đến TP. HCM (Thu Thiêm), với 23 ga hành khách và 5 ga hàng hóa. Tuyến đường được xây dựng theo chuẩn đường đôi điện khí hóa, khổ ray 1.435 mm, tốc độ thiết kế 350 km/h.
- Tổng mức đầu tư ước tính đạt **67,34 tỷ USD**. Theo kế hoạch của Chính phủ, nguồn vốn sẽ đến từ Ngân sách Nhà nước (bao gồm trái phiếu Chính phủ, vốn ODA và vay nước ngoài). Về phía tư nhân, cả Vinspeed và Thaco đều dự kiến tự góp 20% vốn. Đối với 80% còn lại, Vinspeed đề xuất vay từ Chính phủ với lãi suất 0%, trong khi Thaco đề xuất vay từ các tổ chức tín dụng, có Chính phủ bảo lãnh và hỗ trợ lãi suất, dùng dự án làm tài sản thế chấp.
- Tác động kinh tế** (theo Bộ Tài chính và Bộ Xây dựng\*): GDP tăng trưởng +0,97%/năm trong giai đoạn xây dựng; tạo ra 180.000 việc làm xây dựng, 13.880 việc làm vận hành, và 1.200 kỹ sư.

## So sánh với các khu vực lân cận

Đường sắt cao tốc (ĐSCT)	Thời điểm khánh thành	Vốn đầu tư (tỷ USD)	Chiều dài (km)	Vốn XD/CB/km (tr USD/km)
Bắc Kinh - Thượng Hải (Trung Quốc)	18/4/2008	43,6	1.318	33,1
ĐSCT Jakarta-Bandung (Indonesia)	7/9/2023	7,3	142	51,3
ĐSCT Kuala Lumpur - Singapore (Malaysia - Singapore)	2027	23,8	350	68
ĐSCT Moscow - St. Petersburg (Nga)	2028	25,3	679	37,3
ĐSCT Bắc - Nam (Việt Nam)	2035	67,6	1.541	43,7

## Vị trí trạm và tuyến đường sơ bộ



# Tổng quan về tuyến đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh

- Tuyến đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh dài 120 km, được thiết kế với tốc độ khai thác đạt 350 km/giờ, được kỳ vọng sẽ đảm nhận vai trò vận tải hành khách chính yếu trên hành lang kinh tế Hà Nội - Quảng Ninh với mật độ giao thương cao. Dự án gần đây đã được đưa vào “Quy hoạch mạng lưới đường sắt thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn 2050” điều chỉnh, ban hành ngày 29/10/2025 theo Quyết định số 2404/QĐ-TTg của Thủ tướng.
- Theo Báo cáo đánh giá tác động môi trường của VinSpeed đối với dự án Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh và Báo Đầu Tư thuộc chuyên mục Tài chính – Đầu tư của Bộ Tài chính), dự án có tổng mức đầu tư **143,7 nghìn tỷ đồng, bao gồm 10,1 nghìn tỷ đồng chi phí giải phóng mặt bằng và 133,6 nghìn tỷ đồng** vốn đầu tư XDCB. Chính phủ dự kiến sẽ chi trả chi phí giải phóng mặt bằng 10,1 nghìn tỷ đồng. **Phần vốn đầu tư XDCB 133,6 nghìn tỷ đồng do nhà đầu tư thu xếp**, bao gồm vốn chủ sở hữu là 20 nghìn tỷ đồng và vốn vay là 113,5 nghìn tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ vốn chủ sở hữu:vốn vay khoảng 15:85.
- Vinspeed đề xuất triển khai dự án này và đồng thời đề xuất đóng vai trò là đơn vị đầu mối thu xếp vốn cho dự án, với tổng giá trị tài trợ là 4,66 tỷ USD, được huy động từ Techcombank (TCB).
- Vinspeed đề xuất triển khai dự án theo mô hình đầu tư để khai thác thương mại theo Luật Đầu tư. Mô hình đầu tư này cũng đang được Vinspeed đề xuất áp dụng cho dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam với tổng mức đầu tư trên 65 tỷ USD.
- Tác động kinh tế** (theo CTCP Tư vấn Thiết kế Giao thông Vận tải – TEDI): Dự án dự kiến tạo ra thị trường xây dựng quy mô khoảng 5 tỷ USD, tạo 90.000 việc làm xây dựng và 2.500 việc làm vận hành dài hạn. Bên cạnh đó, dự án góp phần tăng cường kết nối khu vực và đóng vai trò là dự án thí điểm quan trọng cho Việt Nam trước khi triển khai tuyến đường sắt cao tốc Bắc-Nam trị giá 65 tỷ USD.

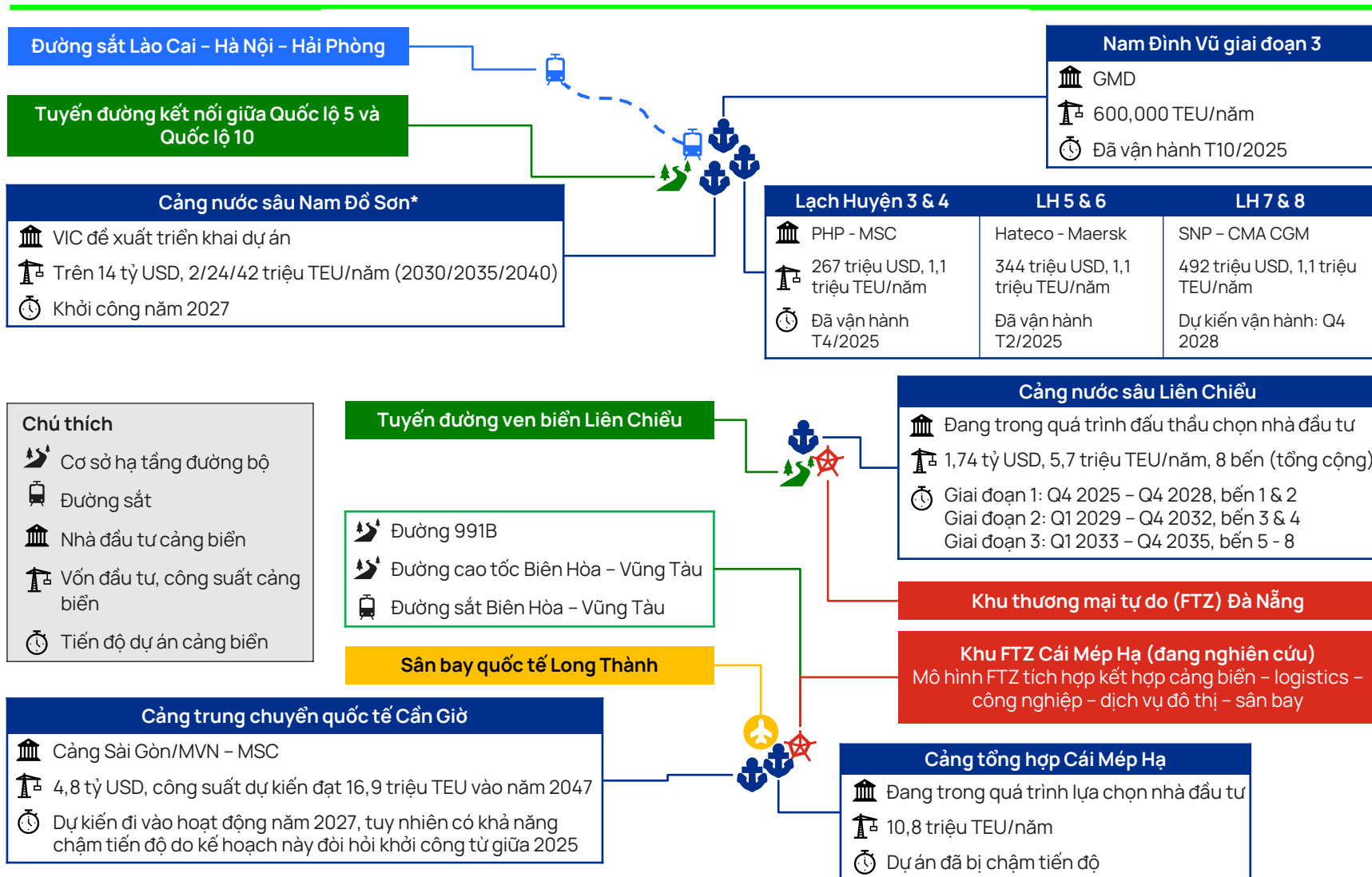
## Lộ trình triển khai đề xuất cho Dự án Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh (đề xuất của Vinspeed)

STT	Hạng mục	Tiến độ
1	Lập Báo cáo nghiên cứu tiền khả thi	Quý 4/2025
2	Hoàn thiện Báo cáo nghiên cứu tiền khả thi để trình thẩm định	Quý 4/2025
3	Thẩm định và phê duyệt chủ trương đầu tư	Quý 4/2025
4	Giải phóng mặt bằng	Từ quý 4/2025
5	Lập và phê duyệt Báo cáo nghiên cứu khả thi và thiết kế cơ sở	Quý 4/2025
6	Lựa chọn nhà thầu	Quý 4/2025
7	Khởi công xây dựng	Quý 4/2025
8	Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị	Quý 4/2025 – Quý 3/2027
9	Vận hành chạy thử	Quý 4/2027
10	Vận hành thương mại	Quý 1/2028

**Cảng biển: Việc mở rộng hệ thống cảng biển trên toàn quốc đang được triển khai đồng bộ với phát triển hạ tầng đường bộ và các khu thương mại tự do (FTZ) lân cận; hưởng lợi từ triển vọng thương mại tích cực**

---

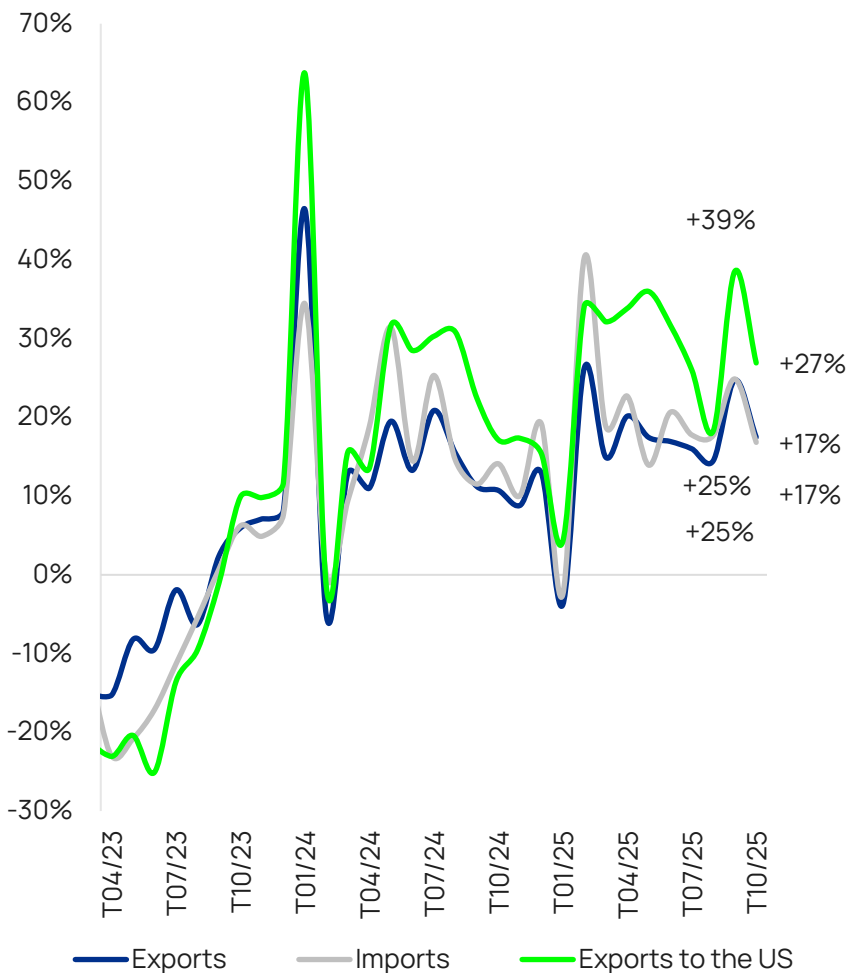
# Cảng biển: Việc tăng trưởng công suất cảng biển trên toàn quốc được triển khai đồng bộ với hạ tầng giao thông và FTZ



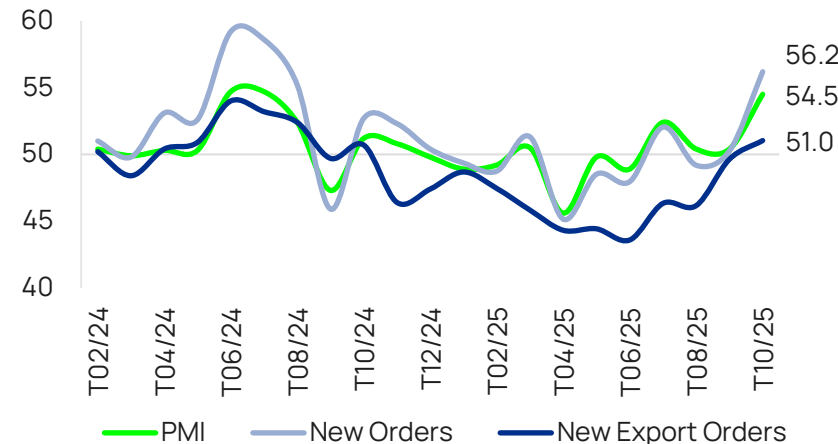
Nguồn: Truyền thông địa phương, tổng hợp của Vietcap. Thông tin cập nhật đến cuối tháng 11/2025.  
\*Thông tin về cảng Nam Đồ Sơn được trình bày dựa trên đề xuất mới nhất.

# Cảng biển: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với tăng trưởng toàn ngành trong năm 2026, nhờ triển vọng thương mại tươi sáng trong bối cảnh thuế quan của Mỹ chên lệch ở mức thấp so với các quốc gia khác (1)

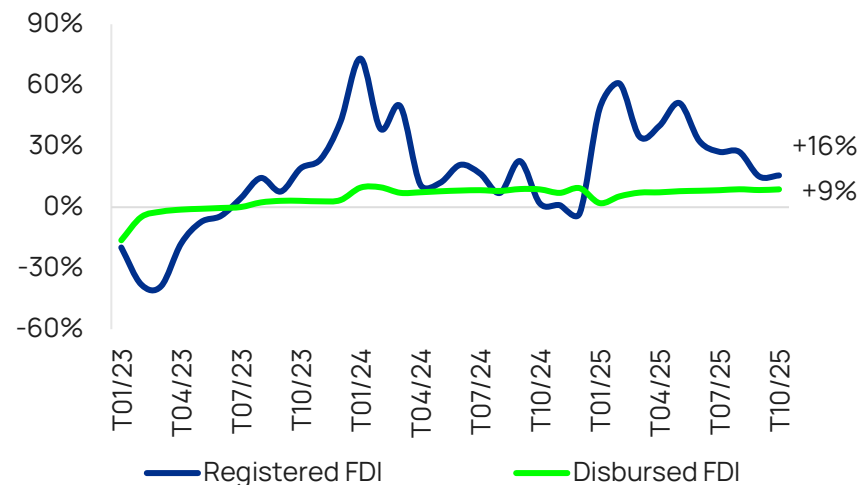
Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam YoY



PMI và một số chỉ số thành phần của Việt Nam



FDI đăng ký và giải ngân của Việt Nam, kể từ đầu năm YoY



Nguồn: Cục Hải quan Việt Nam, S&P Global, Bộ Tài chính, Vietcap tổng hợp

# Cảng biển: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với tăng trưởng toàn ngành trong năm 2026, nhờ triển vọng thương mại tươi sáng trong bối cảnh thuế quan của Mỹ chênh lệch ở mức thấp so với các quốc gia khác (2)

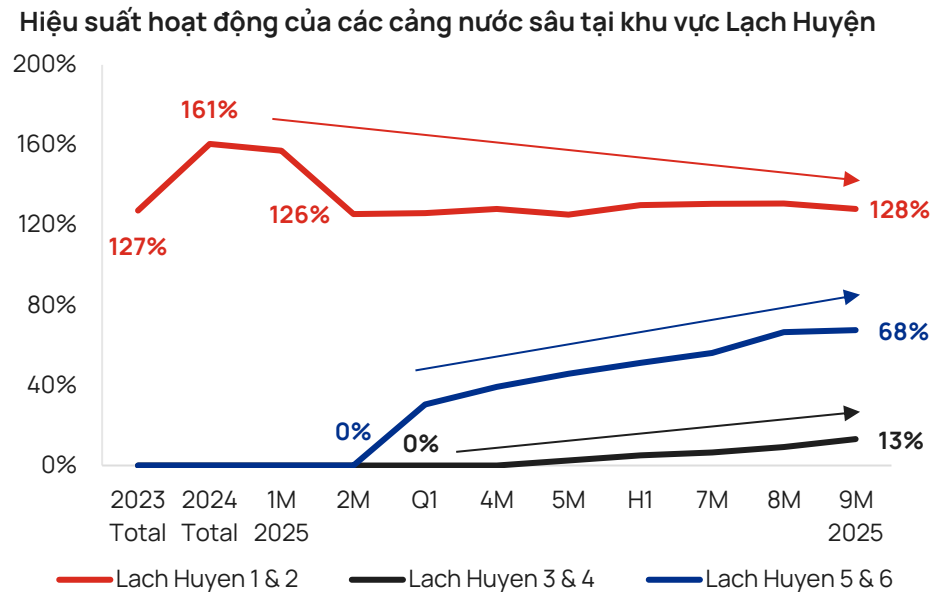
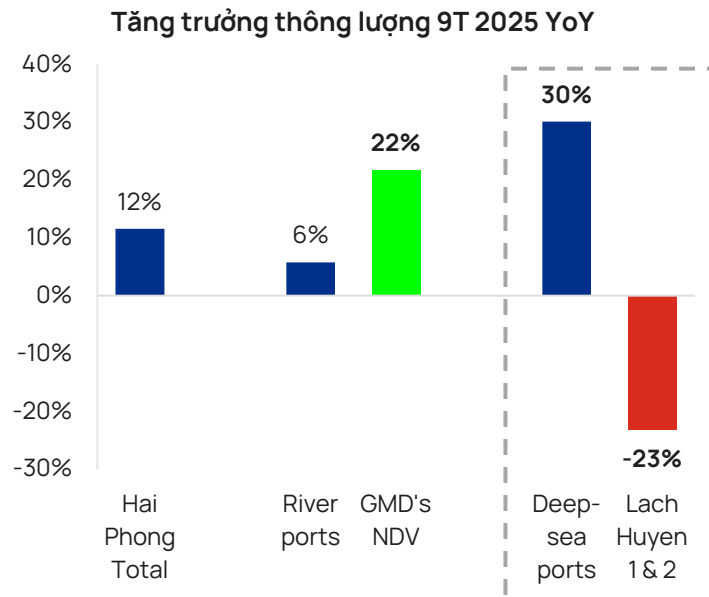
Cập nhật mới nhất về thuế quan của Mỹ áp lên các quốc gia xuất khẩu cùng ngành/đối thủ/đối thủ tiềm năng của Việt Nam (từ cao đến thấp)

Quốc gia	Thuế quan được công bố vào Liberation Day	Thông báo thuế mới nhất	Thay đổi
Ấn Độ	26%	50%***	+24%
Trung Quốc	25% + 34%*	45%**	-14%
Lào	48%	40%	-8%
Myanmar	44%	40%	-4%
Mexico	25%	25%	0%
<b>Việt Nam</b>	<b>46%</b>	<b>20%</b>	<b>-26%</b>
Bangladesh	37%	20%	-17%
Campuchia	49%	19%	-30%
Thái Lan	36%	19%	-17%
Indonesia	32%	19%	-13%
Malaysia	24%	19%	-5%
Philippines	17%	19%	+2%
Hàn Quốc	25%	15%	-10%

Nguồn: Tổng hợp của Vietcap. Thông tin cập nhật đến ngày 26/11/2025. \*25% được áp dụng trong nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Trump. \*\*Mức thuế quan đối với Trung Quốc: lên tới 25% trong nhiệm kỳ đầu + 10% thuế đối ứng + 10% liên quan đến fentanyl. \*\*\*Mỹ tăng thuế đối với Ấn Độ từ 25%, lên 50% vào cuối tháng 8, chủ yếu do bất đồng về nông nghiệp, sữa và việc Ấn Độ gia tăng nhập khẩu dầu từ Nga..

# Cảng biển: Các cảng Lạch Huyện mới giành thị phần từ các cảng cũ; NDV duy trì đà tăng trưởng vượt trội nhờ mở rộng thị phần từ các cảng sông khác

- Chúng tôi cập nhật tình hình cạnh tranh giữa các cảng Hải Phòng sau khi các cảng nước sâu mới tại Lạch Huyện được đưa vào hoạt động.
- Cạnh tranh gia tăng chủ yếu trong nhóm cảng nước sâu, với các bến Lạch Huyện 1 & 2 (LH 1 & 2) mất thị phần vào LH 3-6.** Chúng tôi cho rằng điều này đến từ: (1) việc LH 1 & 2 đã vận hành vượt công suất trong thời gian dài, làm suy giảm chất lượng dịch vụ (ví dụ: tốc độ xếp dỡ chậm hơn và thời gian tàu chờ lâu hơn), và (2) các đối tác hãng tàu của LH 1 & 2 có quy mô nhỏ hơn so với LH 3-6. Cụ thể, các đối tác của LH 1 & 2 là ONE và Wan Hai, lần lượt xếp hạng 6 và 11 toàn cầu về sức chở container, trong khi LH 3 & 4 hợp tác với MSC (hạng 1) và LH 5 & 6 hợp tác với Maersk (hạng 2).
- NDV duy trì tăng trưởng mạnh ở mức +22% YoY trong 9T 2025, cao hơn mức tăng trưởng chung của các cảng sông là +6%, cho thấy NDV đang mở rộng thị phần từ các cảng sông khác.** Chúng tôi cho rằng diễn biến này đến từ lợi thế vượt trội của NDV về vị trí địa lý và kênh đào Hà Nam.
- So với các cảng nước sâu, chúng tôi cho rằng mức độ cạnh tranh đối với NDV là không đáng kể,** do (1) sự khác biệt về phân khúc khách hàng (NDV chủ yếu phục vụ các tàu nội Á quy mô nhỏ, trong khi LH tập trung vào các tàu lớn chạy tuyến dài), (2) mức phí của NDV chỉ bằng khoảng một nửa so với LH do khác biệt về cơ sở hạ tầng cảng, (3) liên kết đường bộ kém giữa LH và đất liền (do chỉ có một tuyến đường và thường xuyên bị ùn tắc), và (4) khoản phí 50 USD/TEU áp dụng cho doanh nghiệp xuất/nhập khẩu khi vào cảng LH là yếu tố đáng kể đối với hàng hoá nội Á (do cước vận chuyển chỉ ở mức vài trăm USD/TEU), nhưng không đáng kể so với cước phí của tuyến Việt Nam – Mỹ (lên tới vài nghìn USD/TEU).



# Cảng biển: Tổng quan về các cảng nước sâu hiện hữu và sắp xây dựng tại Lạch Huyện

## Tổng quan về các bến cảng HICT từ số 1 đến số 8

	Bến số 1 & 2 (hiện hữu)	Bến số 3 & 4 (hiện hữu)	Bến số 5 & 6 (hiện hữu)	Bến số 7 & 8 (Dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2028)
<b>Chủ sở hữu</b>	Saigon Newport (SNP), ONE, Itochu, Wan Hai	PHP	Hateco	SNP
<b>Đối tác*</b>	ONE (Đứng thứ 6 toàn cầu về thị phần, 6,2%), Wan Hai (Top-11, 1,7%)	MSC (Đứng thứ 1, 20,2%)	Maersk (Đứng thứ 2, 14,3%)	CMA CGM (Đứng thứ 3, 12,7%)
<b>Thời gian hoạt động</b>	T5/2018	T4/2025	T2/2025	Quý 1/2026 khởi công; quý 4/2028 đi vào hoạt động
<b>Số lượng bến</b>	2	2	2	2
<b>Chiều dài (m)</b>	750	750	900	900
<b>Công suất thiết kế (triệu TEUs)</b>	1,0	1,1	1,1	1,5
<b>Kích thước tàu tối đa (TEUs)</b>	12.000	14.000	18.000	18.000
<b>Vốn XDCB (tỷ đồng)</b>	7.580	6.950	8.950	12.800
<b>Vốn XDCB (triệu USD)</b>	292	267	344	492

Nguồn: Alphaliner, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp. \*Thị phần công suất đội tàu trong quý 1/2025.

# Cảng biển: Tại khu vực phía Nam, chúng tôi tiếp tục dự kiến cạnh tranh trong năm 2026 không gia tăng đáng kể

- Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng cạnh tranh tại khu vực phía Nam sẽ tăng không đáng kể do: (1) nhu cầu vẫn duy trì ổn định, với hiệu suất hoạt động của khu vực đạt 108% trong 9T 2025, và (2) không có kế hoạch bổ sung công suất mới trong năm 2026. Dự án mở rộng duy nhất đáng chú ý là Gemalink (GML) Giai đoạn 2A nhưng dự kiến sẽ chỉ đi vào hoạt động vào năm 2027.

## Thông lượng hàng hoá trong năm 2024 và 9T 2025 tại khu vực Cái Mép – Thị Vải

Nghìn TEU	Công suất	Thông lượng năm 2024	YoY	Hiệu suất hoạt động (2024)	Thông lượng 9T 2025	YoY	Hiệu suất hoạt động (9T 2025)
TCIT	1.800	1.960	4%	109%	1.640	14%	121%
TCTT	1.000	1.090	33%	109%	920	14%	123%
CMIT	1.100	990	55%	90%	910	28%	110%
SSIT	1.500	680	36%	45%	710	47%	63%
GML	1.500	1.740	72%	116%	1.400	8%	124%
<b>Tổng cộng</b>	<b>6.900</b>	<b>6.460</b>	<b>33%</b>	<b>94%</b>	<b>5.580</b>	<b>18%</b>	<b>108%</b>

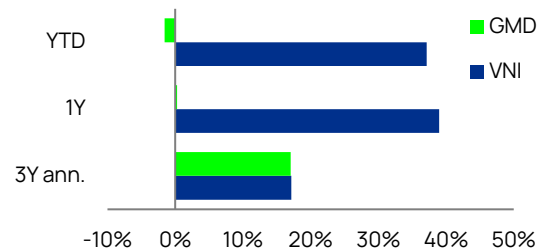
## Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

---

# GMD – Hưởng lợi từ triển vọng thương mại khởi sắc, định giá hấp dẫn

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	62,100VND	Doanh thu (tỷ đồng)	4.832	5.955	6.862	7.473
<b>Giá mục tiêu (TP)*</b>	<b>78,200VND</b>	% YoY	26%	23%	15%	9%
		LNST-CĐTĐS (tỷ đồng)	1.459	1.504	2.032	2.209
		% YoY	-35%	3%	35%	9%
TL tăng	+25.9%	EPS**	77%	7%	19%	7%
Lợi suất cổ tức	3.5%	Biên LN gộp	44,7%	44,6%	45,1%	45,6%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+29.4%</b>	Biên EBITDA	36,2%	36,6%	39,8%	40,8%
		Biên LN từ HĐKD	27,8%	27,6%	30,0%	31,6%
Ngành	Cảng	Biên LN ròng	30,2%	25,3%	29,6%	29,6%
GT vốn hóa	26,5 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	-10,7%	-42,1%	25,5%	27,2%
Room KN	2,3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	10,0x	8,0x	6,6x	6,1x
GTGD/ngày (30n)	129,4 tỷ đồng	P/E**	17,6x	16,5x	13,9x	13,0x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	2,1x	2,0x	1,9x	1,7x
SL cổ phiếu lưu hành	420,2 triệu	ROE	13,4%	13,4%	15,0%	15,0%
Pha loãng	420,2 triệu					

\* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 21/11/2025.



## Tổng quan Công ty

GMD là một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất của Việt Nam và là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi giá trị logistics. Ngoài lĩnh vực cốt lõi là điều hành cảng và cung cấp dịch vụ logistics, GMD còn đầu tư vào đồn điền cao su và BĐS.

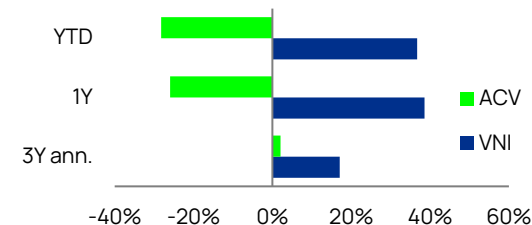
**Chúng tôi có quan điểm lạc quan về triển vọng thương mại của Việt Nam do dữ liệu cho thấy thuế quan của Mỹ có tác động hạn chế lên Việt Nam, qua đó mang lại lợi ích cho GMD với vai trò là doanh nghiệp khai thác cảng hàng đầu tại Việt Nam.** Xuất khẩu của Việt Nam tăng 18% YoY và 10% QoQ trong quý 3, với mức tăng trưởng của riêng tháng 9/tháng 10, ngay cả sau giai đoạn front-loading. Chỉ số PMI chung, PMI đơn hàng mới và PMI đơn hàng xuất khẩu mới đã phục hồi kể từ tháng 7, đạt mức trên 50 trong 2 tháng qua. FDI cũng đang duy trì đà tăng trưởng tốt. GMD ghi nhận thông lượng tăng mạnh trong quý 3 (NDV -4% QoQ từ mức cơ sở cao, +11% YoY; GML +11% QoQ, +3% YoY từ mức cơ sở cao) và tháng 10 (NDV đạt 140 nghìn TEUs; GML đạt 180 nghìn TEUs – các mức cao kỷ lục). Chúng tôi dự báo thông lượng năm 2026 của NDV đạt 1,8 triệu TEUs (+18% YoY, so với +15% trong 2025) – phản ánh việc NDV3 sẽ hoạt động ở mức 80% công suất trong năm 2026 (phù hợp với kế hoạch của ban lãnh đạo). Đối với Gemalink, chúng tôi dự báo sẽ đạt 2,07 triệu trong năm 2026 (+8% YoY, hiệu suất hoạt động đạt 138%, so với mức +10% và hiệu suất hoạt động là 128% trong năm 2025). Gemalink có thể hoạt động trên 100% thông qua hợp tác với các bến cảng lân cận nhằm bổ sung năng lực xếp dỡ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các phương án này sẽ cần một cơ chế chia sẻ lợi nhuận.

**Định giá hấp dẫn, so với mức trung bình 5 năm và so với các công ty cùng ngành.** GMD đang giao dịch ở mức P/E và EV/EBITDA dự phóng năm 2026 dưới mức trung bình 5 năm khoảng 1 độ lệch chuẩn. Để so sánh với các công ty cùng ngành, chúng tôi sử dụng EV/EBITDA (mà chúng tôi tin là một thước đo tốt hơn so với P/E để so sánh các công ty cùng ngành). GMD đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt 12T và dự phóng năm 2026 là 8,9 lần và 6,6 lần, đây là mức cao hơn so với mức trung vị của các đối thủ Trung Quốc (5,3 lần và 5,8 lần), và là mức chiết khấu so với mức trung vị của các đối thủ ngoài Trung Quốc (10,9 lần và 9,8 lần). Chúng tôi cho rằng mức định giá cao hơn so với các đối thủ Trung Quốc là hợp lý, do rào cản thương mại mà Trung Quốc phải đối mặt cao hơn đáng kể so với Việt Nam. So với các quốc gia ngoài Trung Quốc, chúng tôi xem mức định giá của GMD là hấp dẫn, do triển vọng thương mại tương đối mạnh hơn của Việt Nam so với các quốc gia này, vị thế dẫn đầu của GMD trong ngành cảng nội địa và các kế hoạch mở rộng công suất của công ty, mà theo quan điểm của chúng tôi, sẽ đem đến mức tăng trưởng mạnh mẽ hơn cho GMD so với các công ty cùng ngành này. Bên cạnh đó, GMD trong lịch sử đã giao dịch ở mức cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành, khiến định giá hiện tại cảng trở nên hấp dẫn hơn.

**Yếu tố hỗ trợ:** Thoái vốn tài sản không cốt lõi; tăng phí dịch vụ bốc dỡ cảng nước; phê duyệt kéo dài chiều dài bến cảng của GML.

# ACV - Nền tảng dài hạn vững chắc, áp lực ngắn hạn; LTH bắt đầu vận hành từ giữa năm 2026

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025F	2026F	2027F	
Giá cổ phiếu (04/12)	54.900VND	Doanh thu (tỷ đồng)	22.555	25.423	28.295	33.663	
Giá mục tiêu (TP)*	64.600VND	%YoY	13%	13%	11%	19%	
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	11.564	11.774	8.628	7.840	
		% YoY	37%	2%	-27%	-9%	
TL tăng	+17,7%	EPS **	% YoY	43%	0%	-32%	-13%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	61,2%	61,3%	47,2%	43,2%	
Tổng mức sinh lời	+17,7%	Biên EBITDA	64,7%	67,0%	64,1%	66,7%	
		Biên LN từ HDKD	54,5%	54,8%	41,8%	37,5%	
		Biên LN ròng	52,3%	46,2%	28,0%	20,2%	
Ngành	Hàng không	DTTD/doanh thu	-15,0%	-167,6%	-116,9%	-21,8%	
GT vốn hóa	195,4 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	14,4x	12,3x	11,6x	9,3x	
Room KN	89,8 nghìn tỷ đồng	P/E	18,7x	18,3x	24,8x	27,2x	
GTGD/ngày (30n)	55,4 tỷ đồng	P/B	3,3x	2,7x	2,4x	2,2x	
Cổ phần Nhà nước	95,4%	ROE	21,0%	17,9%	11,4%	9,3%	
SL cổ phiếu lưu hành	3,6 tỷ						
Pha loãng	3,6 tỷ						



### Tổng quan Công ty

ACV sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 22 sân bay đang hoạt động của Việt Nam. Các nguồn doanh thu chính của công ty là dịch vụ hành khách và phí kiểm tra an ninh. Công ty được cổ phần hóa trong Quý 1/2016 và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) hiện nắm cổ phần kiểm soát 95,4%.

\* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 09/05/2025.

(\*\*) EPS đã được điều chỉnh cho TO/L và BN/W

**Chúng tôi dự báo lượng hành khách quốc tế năm 2025/26/27 lần lượt đạt 47/53/59 triệu người (+14%/+13%/+11% YoY) và lượng hành khách trong nước đạt 75/82/87 triệu người (+9%/+9%/+7% YoY).** Trong 10T 2025, lượng hành khách quốc tế và trong nước lần lượt đạt 38,5/61,7 triệu người (+14%/+7% YoY).

**Chúng tôi giả định LTH sẽ bắt đầu đi vào vận hành từ giữa năm 2026:** Giả định này phù hợp với mục tiêu của Chính phủ về việc khánh thành LTH vào ngày 19/12/2025, sau đó là vận hành thử nghiệm trong nửa đầu năm 2026 và đưa vào khai thác thương mại hoàn chỉnh từ nửa cuối năm 2026, theo CAAV. Trong giai đoạn 2025-2030, LTH sẽ khai thác khoảng 80% các đường bay quốc tế (tất cả các chuyến bay quốc tế trên 1.000 km và các chuyến khác theo quyết định của hãng hàng không) và 10% các đường bay nội địa, phần còn lại do SGN quản lý. Tuy nhiên, do kết nối giao thông hiện tại giữa LTH và TP. HCM còn hạn chế, chúng tôi kỳ vọng việc tái phân bổ hành khách quốc tế từ SGN sang LTH sẽ diễn ra dần dần, đạt 30%/40% trong nửa cuối năm 2026/năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng LTH áp dụng mức phí dịch vụ hành khách quốc tế tương đương Nội Bài là 25 USD/người, cao hơn mức 20 USD/người hiện tại của SGN.

**Quá trình chuyển giao Sân bay quốc tế Phú Quốc (PQC) sang Sun Group bắt đầu:** Theo Thông báo số 625/TB-VPCP của Chính phủ (ngày 17/11/2025), ACV đã chuyển giao tài sản cơ sở hạ tầng tại PQC cho UBND tỉnh Kiên Giang, sau đó sẽ tiếp tục chuyển giao cho Sun Group - nhà đầu tư dự án mở rộng PQC. Mặc dù đã chuyển giao, ACV sẽ tiếp tục vận hành và ghi nhận lợi nhuận (tương đương ~6% LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2024, theo ACV) của PQC trong thời gian định giá tài sản. Khi việc định giá hoàn tất, khả năng trong năm 2025, ACV sẽ trình kết quả định giá lên UBND tỉnh và Sun Group sẽ thanh toán toàn bộ giá trị còn lại dựa trên kết quả định giá của ACV. Chúng tôi sẽ cập nhật tác động khi có đủ thông tin.

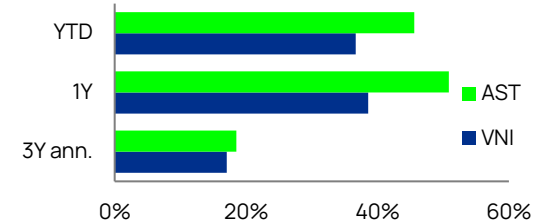
**Định giá:** Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS lần lượt đạt +2%/-27%/-9% YoY trong năm 2025/26/27. Tuy nhiên, dự báo tăng trưởng EBITDA của chúng tôi vẫn tích cực ở mức 17%/6%/26%, được hỗ trợ bởi tăng trưởng nhu cầu mang tính cấu trúc và công suất bổ sung mới. Trong khi đó, các yếu tố bất lợi như gánh nặng chi phí từ LTH và lo ngại về cạnh tranh ngày càng tăng từ các nhà đầu tư tư nhân đã phần nào được phản ánh vào giá cổ phiếu, khiến ACV đang được định giá thấp hơn nhiều so với EV/EBITDA của năm 2025/26/27 lần lượt là 12,3x/11,6x/9,3x, tương ứng thấp hơn 22%/26%/41% so với mức trung bình giai đoạn 2017-2020 của ACV là 15,8x.

**Rủi ro:** Chi phí dự phòng nợ xấu hoặc chi phí đầu tư XDCB cao hơn dự kiến; lượng hành khách thấp hơn dự kiến; rủi ro pha loãng từ việc tăng vốn Nhà nước thông qua tài sản do Nhà nước đầu tư; tỷ lệ phân luồng hành khách giữa Nội Bài và Gia Bình cao hơn dự kiến.

# AST – Mở rộng mặt bằng mạnh mẽ thúc đẩy tăng trưởng trong trung hạn

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	75.900VND	Doanh thu (tỷ đồng)	1.330	1.657	2.059	2.379
<b>Giá mục tiêu (TP)*</b>	<b>80.600VND</b>	% YoY	21%	25%	24%	16%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	149	224	266	311
		% YoY	29%	51%	19%	17%
TL tăng	+6,2%	EPS	29%	51%	19%	17%
Lợi suất cổ tức	4,6%	Biên LN gộp	61,1%	61,9%	61,9%	62,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+10,8%</b>	Biên EBITDA	21,0%	22,8%	22,0%	21,7%
		Biên LN từ HĐKD	18,5%	19,7%	19,2%	19,2%
		Biên LN ròng	11,2%	13,5%	12,9%	13,1%
Ngành	DV hàng không	DTTD/doanh thu	16,2%	9,8%	12,4%	14,5%
GT vốn hóa	3,4 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	11,4x	8,5x	7,1x	6,2x
Room KN	158,4 tỷ đồng	P/E**	23,7x	15,7x	13,2x	11,3x
GTGD/ngày (30n)	0,8 tỷ đồng	P/B	5,5x	4,2x	3,4x	2,7x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	24,6%	31,3%	29,3%	27,5%
SL cổ phiếu lưu hành	45,0 tr					
Pha loãng	45,0 tr					

\* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 26/08/2025



## Tổng quan Công ty

AST hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là (1) bán lẻ tại sân bay (miễn thuế và không miễn thuế) với các cửa hàng tại 7 sân bay đồng nhất tại Việt Nam và (2) điều hành khách sạn với một khách sạn 4 sao tại Đà Nẵng. Ngoài ra, công ty còn có công ty liên kết là CTCP Dịch vụ suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS) cung cấp dịch vụ ăn uống tại các sân bay.

**Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS của AST lần lượt đạt 51%/19%/17% YoY trong năm 2025/26/27**, nhờ (1) lần lượt khai trương 26/30/15 cửa hàng mới trong năm 2025/26/27, chủ yếu tại Tân Sơn Nhất T3 (SGN T3) (quý 2/2025) và Nội Bài T2 (HAN T2) (dự kiến trong quý 2/2026 theo ban lãnh đạo), trong khi chờ thêm thông tin chi tiết về đấu thầu của LTH để đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi, (2) nhu cầu đi lại bằng đường hàng không tăng cao cùng với chi tiêu hành khách được cải thiện, và (3) quá trình tối ưu chi phí và nâng cao hiệu quả vận hành.

**Chúng tôi dự báo lượng hành khách trong năm 2025/26/27 lần lượt đạt 47/53/59 triệu lượt khách quốc tế (+14%/+13%/+11% YoY) và 75/82/87 triệu lượt khách trong nước (+9%/+9%/+7% YoY)**. Trong 10T 2025, lượng khách quốc tế và trong nước lần lượt đạt 38,5/61,7 triệu lượt (+14%/+7% YoY).

**Chúng tôi ước tính doanh thu bán lẻ/cửa hàng của Lucky's trong năm 2025/26 đạt 6,7/7,3 tỷ đồng**, tương đương 86%/94% so với năm 2019, cũng tương ứng 86%/94% so với mức trước COVID.

**Gần như tất cả các điểm bán của AST tại Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đã đi vào hoạt động; khả năng mở rộng tại Nhà ga T1 vẫn đầy hứa hẹn.** Trong quý 2/2025, mặc dù chỉ có Vietnam Airlines (HVN) chuyển sang T3 (so với kế hoạch ban đầu gồm HVN và Vietjet Air - VJC), ban lãnh đạo cho biết kết quả hoạt động kinh doanh của các điểm bán vẫn phù hợp với kỳ vọng, được hỗ trợ bởi doanh thu mảng phòng chờ khả quan hơn dự kiến. Trong tương lai, mặc dù VJC đã quyết định sẽ chính thức ở lại hoạt động tại T1 có thể hạn chế tiềm năng tăng trưởng tại T3, chúng tôi kỳ vọng (1) việc Bamboo Airways và Vietravel Airlines chuyển sang T3 vào giữa tháng 8 sẽ hỗ trợ lượng khách và bù đắp một phần sự vắng mặt của VJC, và (2) AST có tiềm năng mở rộng tại T1, tận dụng các mặt bằng trống do một số nhà bán lẻ nhỏ hơn đã rời khỏi T1, sẽ tiếp tục thúc đẩy đà tăng trưởng của công ty.

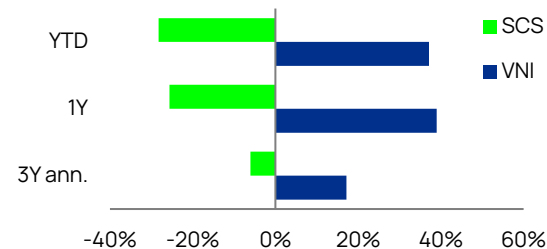
**AST hiện đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025/26 lần lượt là 15,7x/13,2x**, so với P/E trượt trung bình giai đoạn 2018-2019 là 15,0x.

**Rủi ro:** Lượng khách quốc tế yếu hơn kỳ vọng; chi tiêu của hành khách thấp hơn kỳ vọng; phân bổ không gian tại Nhà ga T2 Nội Bài thấp hơn kỳ vọng.

# SCS - Thuế quan từ Mỹ ảnh hưởng đến lợi nhuận; cổ tức tiền mặt cao

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	54.800VND	Doanh thu (tỷ đồng)	1.037	1.113	1.139	874
Giá mục tiêu (TP)*	67.000VND	% YoY	47%	7%	2%	-23%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	693	694	712	531
		% YoY	39%	0%	3%	-25%
TL tăng	+22,3%	EPS	41%	-1%	3%	-25%
Lợi suất cổ tức	10,9%	Biên LN gộp	77,2%	79,7%	80,0%	77,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+33,2%</b>	Biên EBITDA	79,8%	82,1%	82,3%	81,5%
		Biên LN từ HĐKD	70,4%	74,0%	74,2%	70,3%
Ngành	DV Hàng không	Biên LN ròng	66,8%	62,4%	62,5%	60,8%
GT vốn hóa	5,2 nghìn tỷ đồng	DTTD/ doanh thu	68,0%	51,8%	55,5%	45,1%
Room KN	712,8 tỷ đồng	EV/EBITDA	4,7x	4,2x	4,1x	5,4x
GTGD/ngày (30n)	18,5 tỷ đồng	P/E**	7,5x	7,6x	7,4x	9,9x
Cổ phần Nhà nước	13,6%	P/B	3,7x	3,5x	3,3x	3,2x
SL cổ phiếu lưu hành	94,9tr	ROE	50,5%	47,7%	45,9%	32,6%
Pha loãng	94,9tr					

\* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 29/05/2025



## Tổng quan Công ty

SCS là một công ty vận hành nhà ga hàng hóa hàng không tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (SGN). Hiện tại, SCS nắm giữ 49% thị phần quốc tế và 40% thị phần nội địa tại SGN. Công ty cũng cho thuê sân đỗ máy bay, văn phòng và sân bóng đá – tất cả đều nằm trên cùng một lô đất.

**Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 đạt khoảng 8%, chủ yếu được thúc đẩy bởi kỳ vọng tăng trưởng thông lượng ở cả hai mảng quốc tế và trong nước.** Đối với thông lượng hàng hóa quốc tế, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng đạt mức 8%-10%, phù hợp với xu hướng tăng trưởng dài hạn của ngành. Triện vọng này phản ánh quan điểm của chúng tôi rằng đà tăng trưởng thương mại của Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì mạnh trong năm 2026, khi các biện pháp thuế quan của Mỹ có tác động không đáng kể đối với năng lực cạnh tranh xuất khẩu của Việt Nam. Đối với mảng nội địa, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thông lượng hàng hóa đạt mức 5%-9%. Diễn biến này phản ánh việc Việt Nam tiếp tục siết chặt thương mại xuyên biên giới phi chính thức với Trung Quốc. Trước đây, các hàng hóa không chính thức này được vận chuyển bằng đường bộ vào miền Bắc và sau đó được vận chuyển bằng đường hàng không vào miền Nam thông qua Tân Sơn Nhất, qua đó hỗ trợ thông lượng hàng hóa trong nước của SCS. Khi các biện pháp siết chặt được áp dụng, thông lượng hàng hóa trong nước giảm đáng kể, với thông lượng hàng hóa của SCS giảm 14% YoY. Chúng tôi kỳ vọng mức giảm này sẽ giảm dần trong năm 2026 khi mức cơ sở thông lượng hàng hóa trong nước dần trở lại mức bình thường.

**Tiến độ gói thầu LTH-C1:** ACV sẽ đầu tư vào LTH-C1, do đó SCS sẽ không có cổ phần tại dự án này. Về tiến độ đầu thầu, gói thầu xây dựng đã được đóng và công tác thi công hiện đang được triển khai. Tuy nhiên, gói thầu vận hành vẫn chưa được mở. Chúng tôi dự kiến gói thầu này sẽ được mở trong năm 2026, nhằm đảm bảo nhà ga đi vào vận hành song song với nhà ga hành khách chính.

**Yếu tố hỗ trợ:** Thu phí vận hành từ LTH-C1; chính sách thuế quan của Mỹ áp lên hàng hóa Việt Nam tích cực hơn kỳ vọng.

# Ngành Sản xuất Công nghiệp

Doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững và mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ thấp sẽ chịu ít rủi ro hơn trước những biến động về thuế quan

---

Tháng 12/2025

**Nguyễn Thị Ngọc Hân**

Chuyên viên

[han.nguyengoc@vietcap.com.vn](mailto:han.nguyengoc@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.191

**Nguyễn Thảo Vy**

Trưởng phòng cao cấp

[vy.nguyen@vietcap.com.vn](mailto:vy.nguyen@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.147

# Tổng quan

**Việt Nam có mức thuế quan thuận lợi ở các nhóm sản phẩm xuất khẩu chủ lực, tuy nhiên, vẫn còn rủi ro biến động khi các cuộc đàm phán vẫn còn đang tiếp diễn**

- Trong nhóm sản phẩm xuất khẩu chủ lực, Việt Nam đang gia tăng thị phần tại thị trường Mỹ, chủ yếu chiếm được từ Trung Quốc nhờ vị thế thuế quan thuận lợi. Thị phần hàng dệt may của Việt Nam tại Mỹ đã tăng lên mức 21% trong quý 3/2025 (từ mức 18% trong năm 2024), trong khi gỗ & sản phẩm gỗ tăng lên mức 47% (từ mức 43%). Ngược lại, thị phần của Trung Quốc lần lượt giảm mạnh xuống mức 13%/9% (từ mức 22%/16%).
- Ngành dệt may: Việt Nam đang hưởng mức thuế đối ứng 20% từ Mỹ - thấp hơn đáng kể so với mức 45% mà Trung Quốc đang chịu (gồm 25% trong nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Trump, 10% thuế đối ứng và 10% fentanyl). Mức thuế này tương đương với mức của Bangladesh (20%) và Indonesia (19%), và thuận lợi hơn rất nhiều so với Ấn Độ (50% gồm 25% đối ứng và thêm 25% liên quan đến việc nhập khẩu dầu Nga).
- Ngành gỗ & sản phẩm gỗ: Tuyên bố theo Mục 232 - có hiệu lực từ ngày 14/10/2025 - áp thuế 10–50% đối với ngành gỗ và các sản phẩm gỗ. Diễn biến này có thể khiến giá thành cuối cùng đối với người tiêu dùng tại Mỹ tăng, gây áp lực giảm đối với nhu cầu trong bối cảnh thị trường nhà ở chỉ phục hồi ở mức vừa phải. Đồng thời, áp lực chia sẻ chi phí với các nhà xuất khẩu dự kiến sẽ gia tăng. Tuy nhiên, các biện pháp CBPG/chống trợ cấp/tự vệ hiện hành vẫn được duy trì, bảo vệ lợi thế cạnh tranh của Việt Nam.
- Mức thuế 40% áp lên “hàng hóa trung chuyển” là yếu tố bất định, đặc biệt đối với các ngành phụ thuộc nặng vào nguyên vật liệu từ Trung Quốc - như dệt may (khoảng 70% nguyên liệu đầu vào được nhập từ Trung Quốc). Hiện thị trường vẫn chờ thêm quy định cụ thể về định nghĩa và phạm vi của “hàng hóa trung chuyển” để đánh giá chính xác tác động của mức thuế này.

**Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu: Ưu tiên doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững, mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ thấp và được củng cố thêm với các dự án mở rộng**

- **DGC:** Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp duy trì tăng trưởng lợi nhuận bền vững ở mức 2 chữ số trong trung hạn, được dẫn dắt bởi mảng phốt pho ổn định và đóng góp từ dự án xút-clo (dự kiến vào năm 2026) cùng mảng BĐS (dự kiến vào năm 2027–28). Bên cạnh đó, Boxit là động lực tăng trưởng dài hạn. Với tỷ trọng doanh thu từ Mỹ chỉ chiếm 2%, DGC gần như không chịu rủi ro trực tiếp từ các đợt điều chỉnh thuế quan. EV/EBITDA dự phóng của DGC trong năm 2025/26/27 lần lượt là 7,1x/6,4x/5,5x, thấp hơn 18%/26%/37% so với mức trung bình 10 năm là 8,7x.
- **DHC:** Nhờ cắt giảm nguồn cung mang tính cấu trúc trên thị trường giấy bao bì, giá giấy đã tăng mạnh trở lại. Với lợi thế chi phí thấp và vị trí địa lý thuận lợi, DHC có vị thế tốt để tận dụng giai đoạn tái cân bằng này của ngành. Dự án GL3 là động cơ tăng trưởng chủ lực trong trung hạn, giúp tăng 128% công suất giấy và mở rộng sang dòng sản phẩm kraftliner có biên lợi nhuận cao hơn. Mức EV/EBITDA dự phóng của DHC trong năm 2025/26/27 lần lượt là 5,7x/5,1x/4,0x, thấp hơn 33%/40%/53% so với mức trung bình 10 năm là 8,5x.

# Ngành Công nghiệp: Dữ liệu chính và tóm tắt định giá

## Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
DGC	MUA	1.397	0%	15%	480	8,5	97.000	118.000	07/11/25	21,6%	3,1%	24,7%
DHC	MUA	123	0%	37%	15	0,4	33.500	39.100	21/08/25	16,7%	3,3%	20,0%
TLG	MUA	214	0%	15%	182	0,7	64.200	61.900	12/09/25	-3,6%	5,5%	1,9%
PTB	KQ	130	0%	13%	15	0,3	51.400	52.000	06/10/25	1,2%	4,1%	5,3%
STK	KQ	89	0%	17%	74	0,0	16.800	25.500	17/01/25	51,8%	0,0%	51,8%
ACG	MUA	200	0%	39%	23	0,0	35.000	45.800	15/07/25	30,9%	4,9%	35,7%

## Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 2025F x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/EBITDA* 2026F (x)	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/CSH quý gần nhất (%)
DGC	97.000	7,1%	15,9%	13,6%	11,5x	9,9x	8,7x	6,4x	22%	2,4x	-0,8x
DHC	33.500	33,6%	10,1%	7,7%	10,0x	9,1x	8,4x	5,1x	15%	1,5x	-0,1x
TLG	64.200	9,6%	2,6%	7,5%	9,1x	8,9x	8,3x	5,6x	12%	2,2x	0,3x
PTB	51.400	74,1%	78,6%	65,3%	20,2x	11,3x	6,8x	7,7x	8%	1,1x	1,1x
STK	16.800	2,5%	14,2%	15,7%	11,9x	10,4x	9,0x	7,8x	21%	1,3x	0,0x
ACG	35.000	36,7%	10,9%	15,8%	9,7x	8,7x	7,5x	4,9x	14%	1,2x	-0,3x

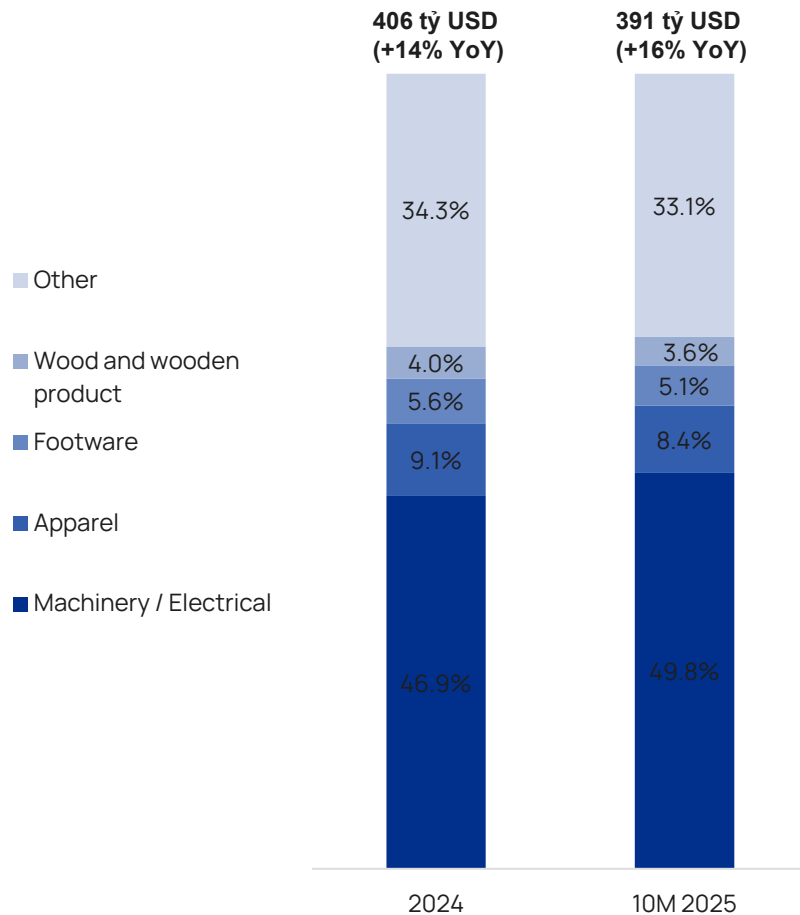
Lưu ý: Giá cổ phiếu cập nhật ngày 04/12/2025.  
 Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

**Thuế quan thuận lợi giúp Việt Nam gia tăng thị phần tại Mỹ, nhưng vẫn còn rủi ro biến động khi các cuộc đàm phán vẫn còn đang tiếp diễn**

---

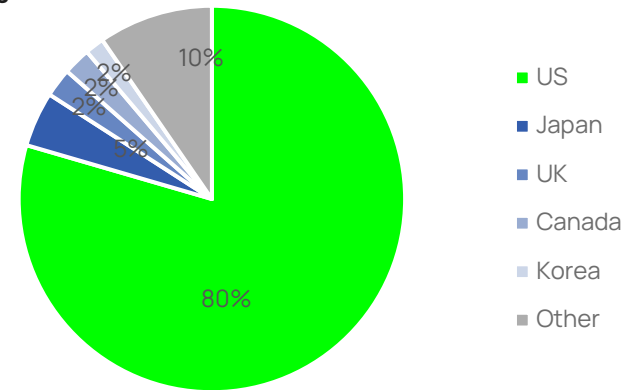
# Xuất khẩu ngành dệt may và ngành gỗ của Việt Nam phụ thuộc lớn vào thị trường Mỹ

Giá trị xuất khẩu của Việt Nam

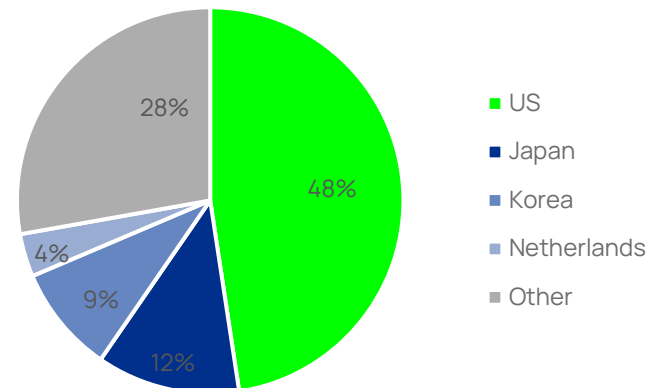


Thị trường xuất khẩu chính của các sản phẩm chủ lực (2024)

Nội thất gỗ



Dệt may



# Việt Nam có mức thuế quan tương đối thuận lợi so với Trung Quốc trong nhóm hàng dệt may và đồ gỗ, và chênh lệch không đáng kể đối với các đối thủ cạnh tranh chủ chốt khác

## Ngành dệt may

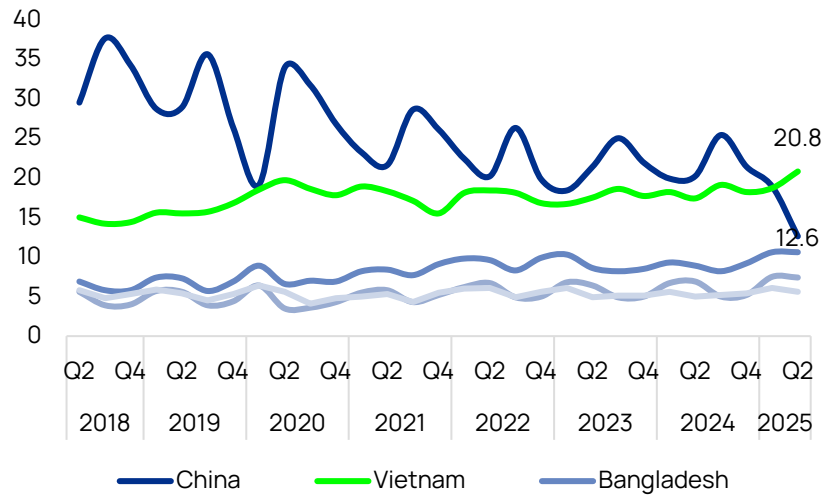
	Thị phần tính đến quý 2/2025	Thuế quan trước những điều chỉnh của Tổng thống Trump	Thuế đối ứng (có hiệu lực từ ngày 07/08/2025)
Trung Quốc*	12,6%	3,3-18,5%	45%
Việt Nam	20,8%		20%
Bangladesh	10,6%		20%
Ấn Độ**	7,4%		50%
Indonesia	5,6%		19%
Khác	43,0%		

## Ngành gỗ & các sản phẩm gỗ

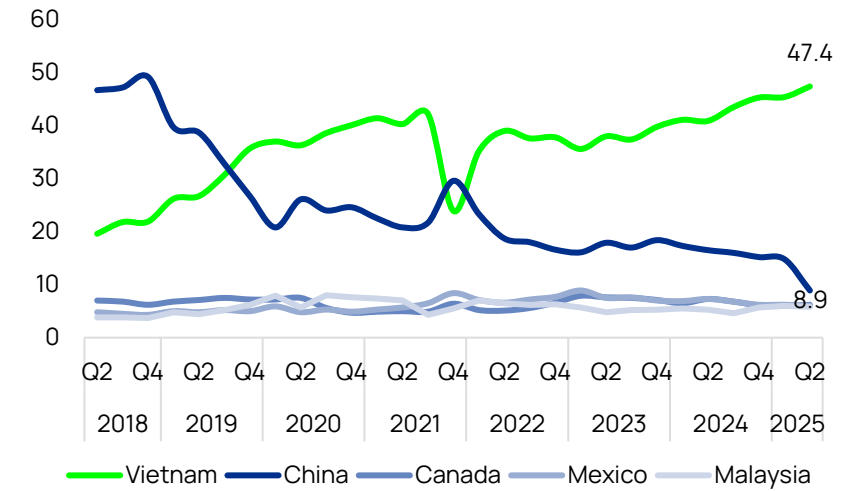
	Thị phần tính đến quý 2/2025	Thuế quan (trước 02/04/2025)	CBPG/chống trợ cấp/tự vệ	Thuế quan đối ứng (có hiệu lực từ ngày 07/08/2025)	Thuế đối với Ngành gỗ & các sản phẩm gỗ (*)	
					(effective October 14, 2025)	(effective January 1, 2026)
Việt Nam	47,4%	- Nội thất gỗ, gỗ xẻ, gỗ tròn: 0% - Ván ép: 0-8%	- Gỗ cứng và ván ép trang trí: đang trong diện điều tra CBPG/CVD, cùng với Trung Quốc và Indonesia.	20%	- Gỗ mềm và gỗ xẻ: 10%	- Gỗ mềm và gỗ xẻ: 10%
Trung Quốc*	8,9%	- Nội thất gỗ, gỗ xẻ, gỗ tròn: 0% - Ván ép: 0-8%	- Tủ gỗ và tủ trang điểm: chịu thuế chống bán phá giá (CBPG) từ 4,37%-262,18% và thuế chống trợ cấp (CVD) từ 13,33%-293,45%  - Gỗ cứng và ván ép trang trí: đang trong diện điều tra CBPG/CVD, cùng với Việt Nam và Indonesia.	45%	- Một số sản phẩm gỗ bọc đệm: 25%	- Một số sản phẩm gỗ bọc đệm: 30%
Canada	6,2%	0% (USMCA)	- Gỗ xẻ: áp thuế CVD 14,63% và CBPG 20,56%.	35%	- Tủ bếp và tủ trang điểm: 25%	- Tủ bếp và tủ trang điểm: 50%
Mexico	6,0%	0% (USMCA)	Không	25%		
Ý	31,5%					

# Lợi thế về thuế quan hỗ trợ gia tăng thị phần Việt Nam tại Mỹ trong năm 2025

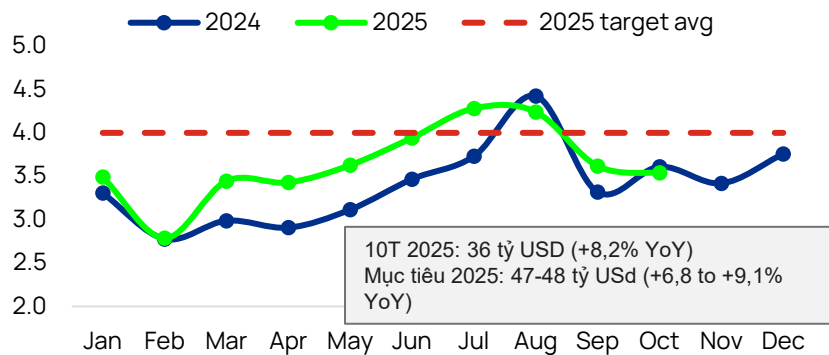
Thị phần theo giá trị trong kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ (%)



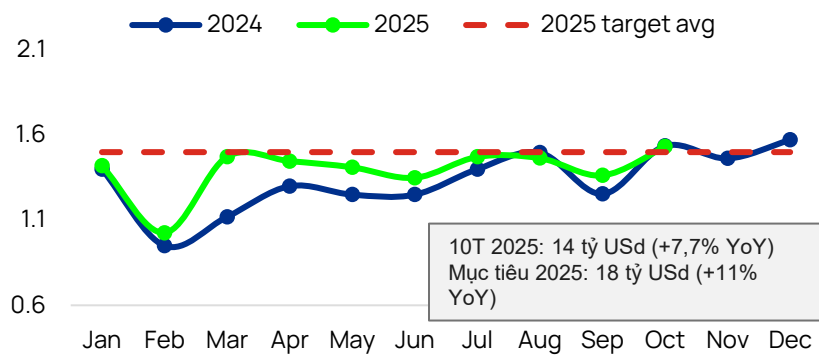
Thị phần theo giá trị trong kim ngạch nhập khẩu nội thất gỗ của Mỹ (%)



Xuất khẩu dệt may của Việt Nam (tỷ USD)



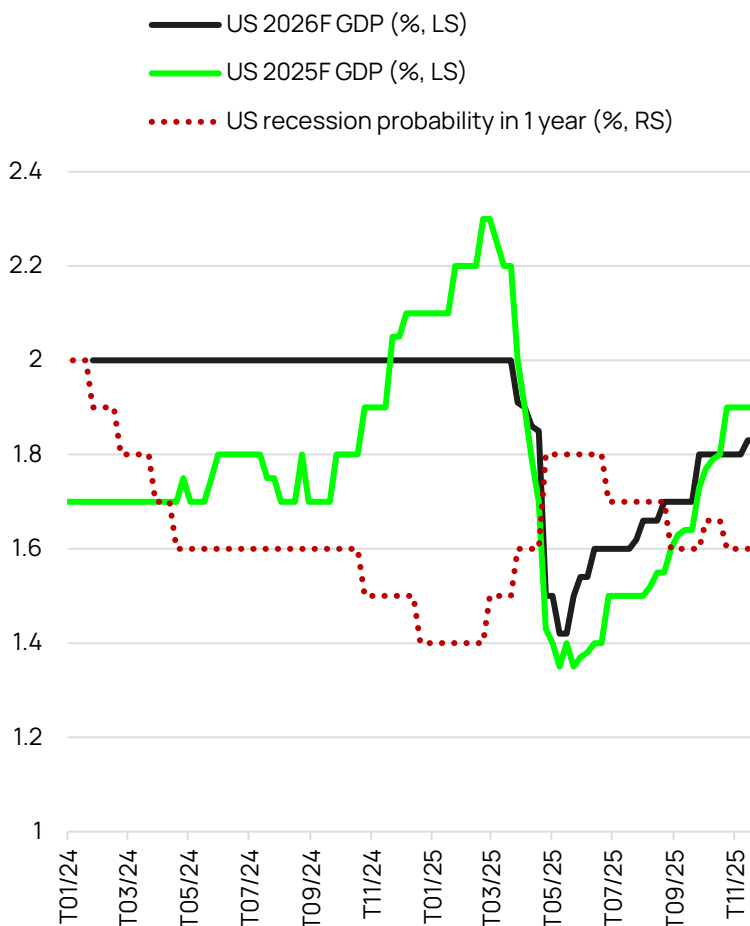
Xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam (tỷ USD)



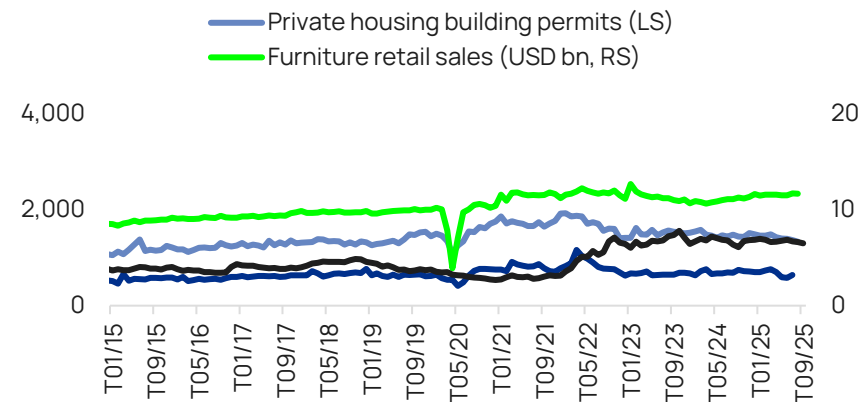
# Kỳ vọng bối cảnh vĩ mô Mỹ ổn định hơn và các chỉ báo ngành cải thiện sẽ tiếp tục hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2026

Dự báo về GDP và suy thoái của Mỹ: Rủi ro suy thoái giảm và kỳ vọng GDP tăng trưởng cải thiện, củng cố triển vọng năm 2026

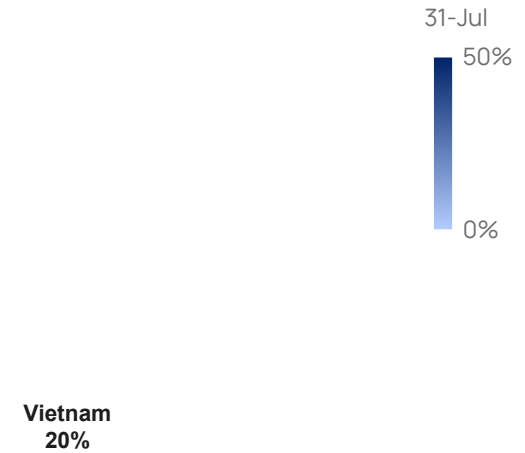
Nhu cầu quần áo tại Mỹ duy trì ổn định trong khi hàng tồn kho vẫn ở mức lành mạnh



Kỳ vọng lãi suất vay mua nhà tại Mỹ giảm dần YoY trong năm 2025 sẽ hỗ trợ số giấy phép xây dựng nhà ở phục hồi, thúc đẩy nhập khẩu nội thất



# Thuế quan toàn cầu: Triển vọng đang dần rõ nét hơn, nhưng những thay đổi trong thương mại Mỹ - Trung và khái niệm “hàng hóa trung chuyển” vẫn là những yếu tố cần được theo dõi sát sao



**Ưu tiên các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững, mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ thấp và có các dự án mở rộng**

---

# Mức độ phụ thuộc doanh thu đối với thị trường xuất khẩu sang Mỹ

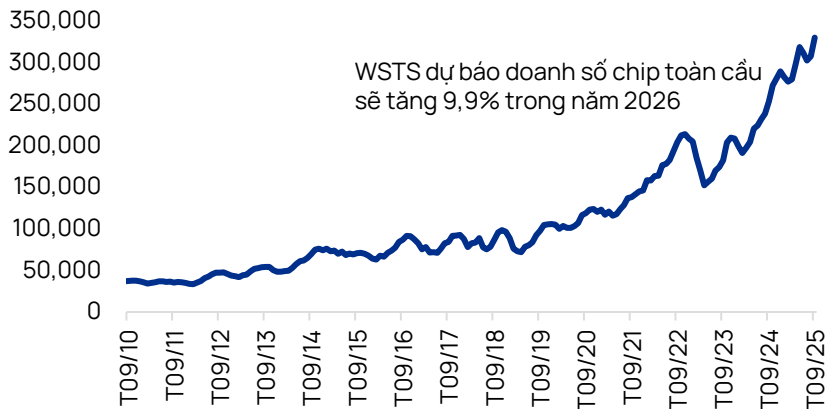
Hầu hết các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi của chúng tôi đều có một phần doanh thu xuất khẩu, ví dụ như là DGC (2% doanh thu phụ thuộc vào thị trường Mỹ), DHC (phụ thuộc gián tiếp, khách hàng tiêu dùng cuối là các nhà xuất khẩu), STK và PTB. Trong nhóm này, PTB và STK có mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ cao nhất, do đó dễ bị ảnh hưởng hơn trước rủi ro thuế quan từ Mỹ. Việc thuế tại các thị trường xuất khẩu chủ lực gia tăng có thể gây áp lực trực tiếp lên sản lượng bán hàng và biên lợi nhuận. Ngược lại, các doanh nghiệp có mức độ phụ thuộc vào xuất khẩu thấp hơn (ACG, TLG) hoặc được hưởng lợi từ cơ chế phòng ngừa rủi ro tỷ giá tự nhiên (DHC, TLG) sẽ ít bị ảnh hưởng hơn trước rủi ro thuế quan và biến động tỷ giá.

## Mức độ phụ thuộc doanh thu đối với USD và xuất khẩu năm 2024

Công ty	Rủi ro về doanh thu do nhu cầu xuất khẩu	Rủi ro trực tiếp về doanh thu tại Mỹ	Rủi ro về giá vốn hàng bán bằng USD	Nợ bằng USD
DGC	75%	< 2%	40% giá vốn hàng bán là từ nhập khẩu than cốc, lưu huỳnh và amoniac	Không đáng kể
DHC	50%	No	OCC nhập khẩu chiếm 40% giá vốn hàng bán	Không đáng kể
STK	100%	10%	Chip PET nhập khẩu chiếm 60% giá vốn hàng bán	Không đáng kể
PTB	70%	Phần lớn doanh thu xuất khẩu	Không đáng kể	Không đáng kể
ACG	20%	12%	Không đáng kể	Không
TLG	27%	11%	30% giá vốn hàng bán đến từ chip nhựa và các nguyên liệu khác nhập khẩu	Không đáng kể

# DGC: Doanh số bán chip tăng và giá phân bón duy trì ở mức cao hỗ trợ tăng trưởng mảng phốt pho; thuế xuất khẩu P4 sẽ tăng từ năm 2026

Doanh thu trung bình 3 tháng của Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) (tỷ TWD)



Thuế xuất khẩu P4 của Việt Nam

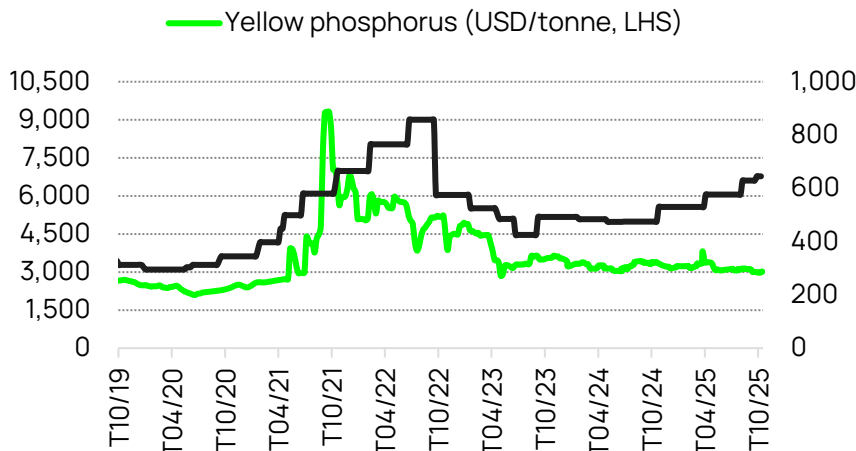


Xuất khẩu P4 sang Nhật Bản (từ năm 2026) và EU (từ năm 2027) sẽ được hưởng thuế 0% theo các FTA.

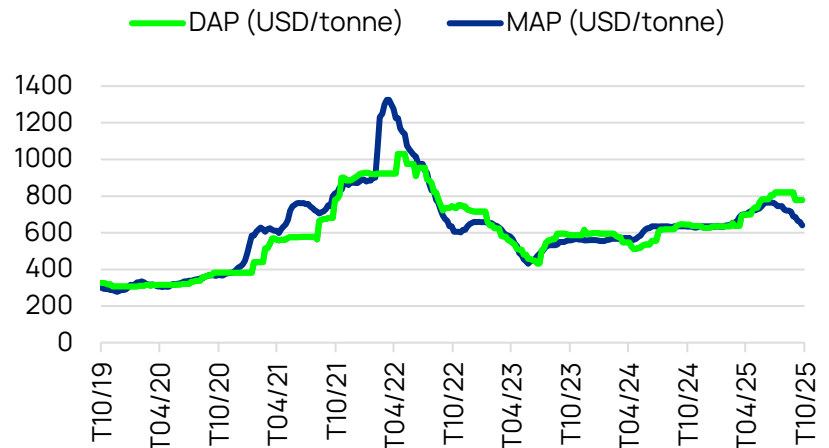
Chúng tôi kỳ vọng DGC sẽ chia sẻ một phần mức tăng thuế xuất khẩu P4 sang khách hàng Đông Á, và chuyển giao ở mức hạn chế đối với Ấn Độ và một số thị trường khác.

**Các biện pháp giảm thiểu:** DGC có kế hoạch(1) mở rộng tại các thị trường Đông Á có ASP cao hơn, (2) dịch chuyển một phần xuất khẩu P4 sang TPA, (3) tích hợp với nhà máy xút-clo mới để sản xuất PAC, PCl<sub>3</sub> và H<sub>3</sub>PO<sub>3</sub>, cùng các sản phẩm khác.

Giá thị trường P4 và WPA



Giá thị trường DAP và MAP

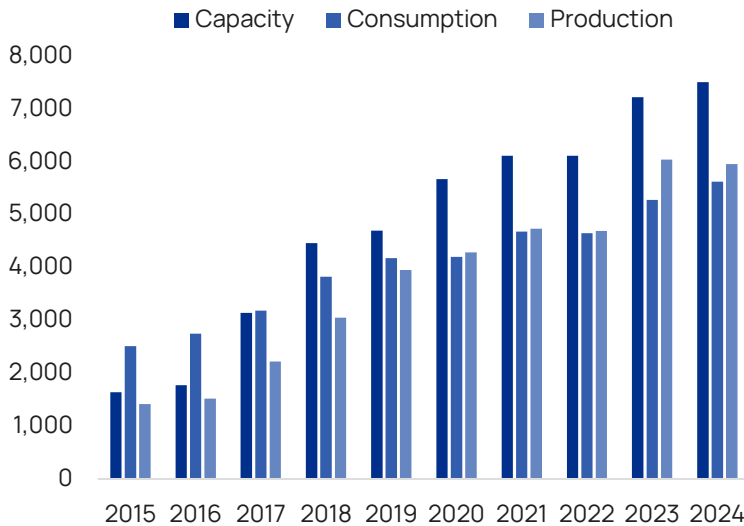


# DGC: Động lực trung hạn từ dự án xút-clo; dự án boxit là động lực tăng trưởng dài hạn

	Xút-clo	Alumina
<b>Vốn XD</b>	100 triệu USD	700 triệu USD - 1 tỷ USD
<b>Công suất hàng năm</b>	50.000 tấn NaOH	1,2 triệu tấn alumina
	Hóa chất clo	
<b>Công suất hàng năm*</b>	75 triệu USD	480 triệu USD
<b>ROIC trung bình*</b>	Đã được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi. 15%	Chưa được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi. 20% - 25%
	DGC không có lợi thế chi phí đáng kể trong mảng xút-clo. Hầu hết các nguyên liệu đầu vào của công ty được mua từ bên ngoài.	ROIC alumina của Vinacomin (công ty nhà nước) là 10%. Alumina là mảng kinh doanh có lợi nhuận cao nhất của Vinacomin. DGC tự tin rằng công ty có thể đầu tư và sản xuất với chi phí thấp hơn so với Vinacomin.
<b>Tiến độ mới nhất</b>	Đang thi công.	Các mỏ boxit hàng đầu của Việt Nam mang lại lợi thế chi phí. Kế hoạch tổng thể cho phép các doanh nghiệp tư nhân tham gia vào ngành, ưu tiên những doanh nghiệp có năng lực như DGC.
<b>Các bước còn lại</b>	Đang mua sắm thiết bị; xin phê duyệt về an toàn phòng cháy chữa cháy.  Dự kiến đi vào hoạt động trong quý 2/2026.	DGC đang xin giấy phép khai thác boxit và chế biến boxit thành alumina.  Có thể mất 2 năm để được thông qua tất cả, trong khi việc xây dựng cần thêm 2 năm nữa. DGC có thể bắt đầu tạo ra doanh thu từ alumina vào năm 2028-2029.
<b>Tiềm năng mở rộng</b>	DGC không còn sản xuất nhựa PVC.  DGC dự định sản xuất phosphorus trichloride (PCl <sub>3</sub> ):  $P_4 + 6 Cl_2 \rightarrow 4 PCl_3$	DGC dự định tăng công suất sản xuất hàng năm của tổ hợp boxit-alumina-nhôm lên 2 triệu tấn alumina và 500 nghìn tấn nhôm.

# DHC: Cắt giảm công suất giấy mang tính cấu trúc tái định hình ngành, hỗ trợ phục hồi chênh lệch giá và cải thiện biên lợi nhuận

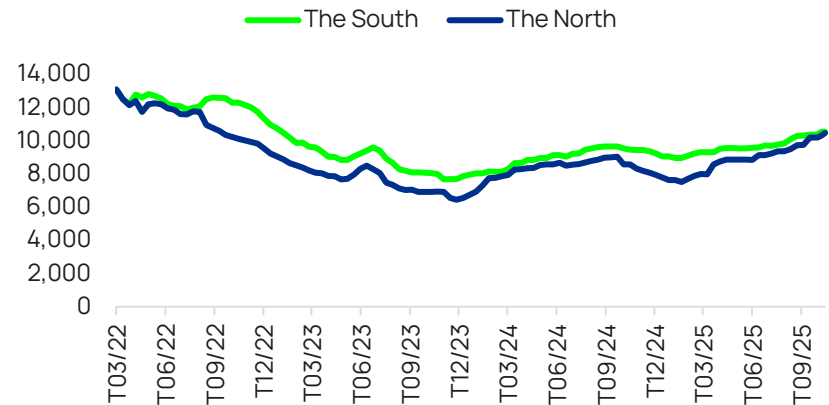
Thống kê giấy của Việt Nam (nghìn tấn)



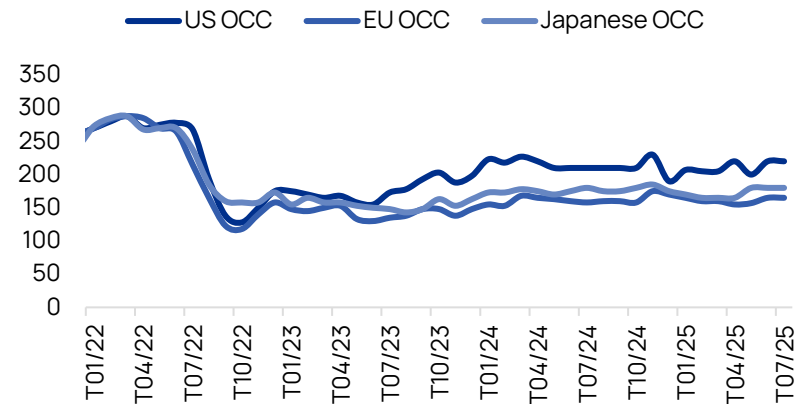
Việc giảm công suất giấy mang tính cấu trúc đang tái định hình ngành. Làng giấy Phong Khê đóng cửa vào cuối quý 2/2025, tương đương với 1,9 triệu tấn/năm công suất giấy bao bì đã bị cắt giảm, theo VPPA. Diễn biến này đã giải quyết hiệu quả tình trạng dư cung kéo dài của ngành, vốn là nguyên nhân cốt lõi gây áp lực biên lợi nhuận trong nhiều năm qua.

Trong khi đó, nhu cầu giấy bao bì được VPPA dự báo CAGR tăng trưởng đạt 8-10% đến năm 2030, được thúc đẩy bởi (1) xu hướng tiêu dùng bền vững, (2) hoạt động sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục mở rộng, và (3) thương mại điện tử có tiềm năng tăng gấp 3 lần trong giai đoạn 2024-2030, theo báo cáo "E-Economy SEA 2024".

Giá giấy Việt Nam (đồng/kg)

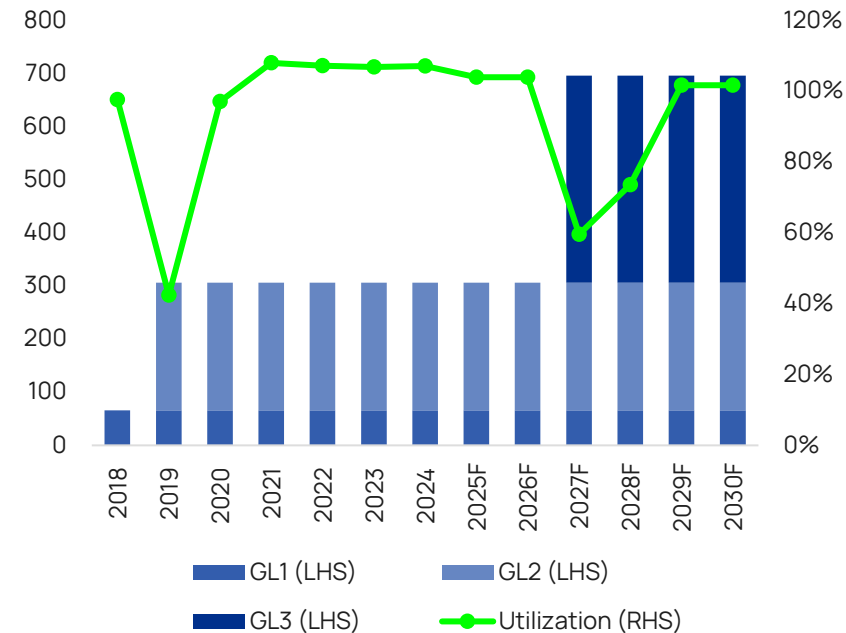


Giá OCC nhập khẩu của Việt Nam (USD/tấn)

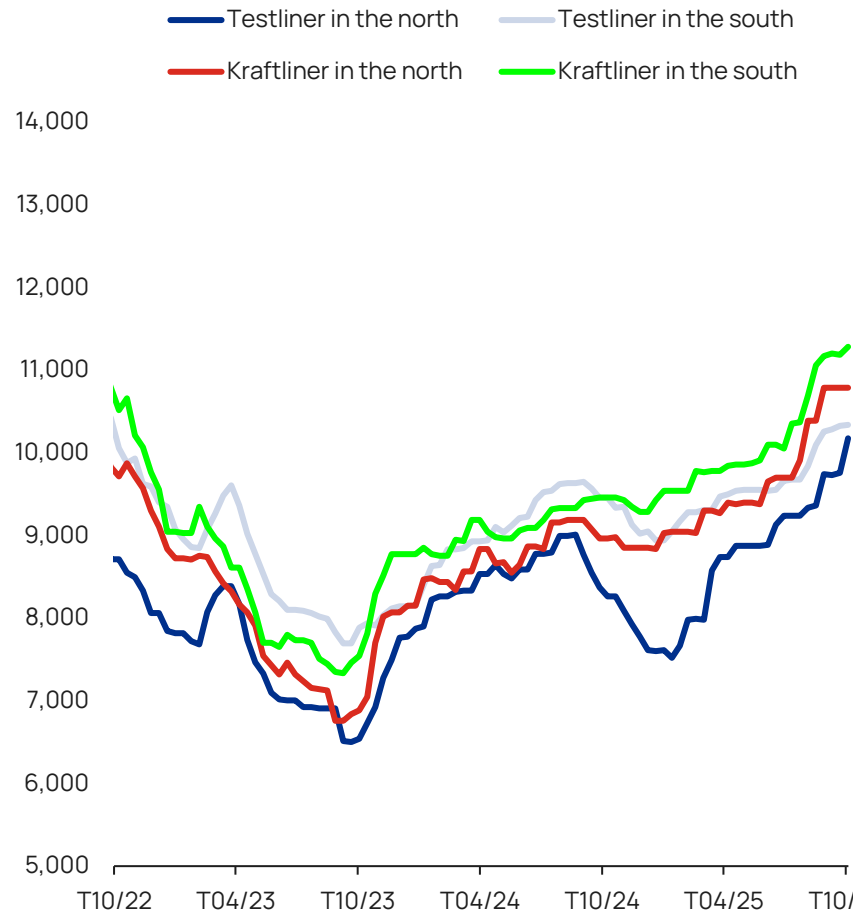


# DHC: Tăng trưởng dài hạn dựa trên mở rộng công suất, đồng thời chuyển dịch sang sản phẩm kraftliner giúp cải thiện biên lợi nhuận

Công suất và hiệu suất hoạt động màng giấy của DHC (nghìn tấn/năm, %)



Giá giấy kraft tại Việt Nam (đồng/kg)



**Giao Long 3 (GL3)** sẽ bổ sung khoảng 390 nghìn tấn/năm (~1.200 tấn/ngày) vào công suất thiết kế của DHC, tương đương mức tăng 128% công suất so với mức hiện tại. Theo ban lãnh đạo, GL3 sẽ có tỷ lệ sản phẩm 30% kraftliner / 70% testliner, tùy thuộc vào nhu cầu thị trường.

Chúng tôi hiện giả định GL3 sẽ đi vào vận hành trong nửa cuối năm 2027, với hiệu suất hoạt động dự phóng lần lượt đạt 25%/50% trong năm 2027/2028.

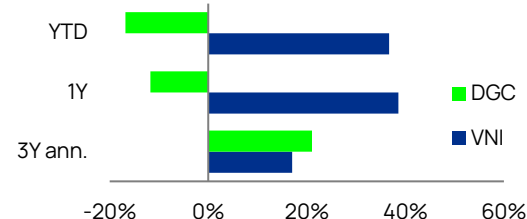
## Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

---

# DGC: Mảng phốt pho bền vững; xút-clo và BĐS thúc đẩy lợi nhuận trung hạn; boxit là động lực tăng trưởng dài hạn

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	97.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	9.865	11.059	13.501	15.994
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>118.000 VND</b>	%YoY	1%	12%	22%	18%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	2.989	3.201	3.710	4.213
		% YoY	-4%	7%	16%	14%
TL tăng	+21,6%	EPS	-4%	7%	16%	14%
Lợi suất cổ tức	3,1%	Biên LN gộp	35,5%	34,7%	31,9%	31,4%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+24,7%</b>	Biên EBITDA	32,5%	32,5%	30,0%	29,0%
		Biên LN từ HĐKD	28,7%	28,8%	25,9%	25,2%
		Biên LN ròng	30,3%	28,9%	27,5%	26,3%
Ngành	Hóa chất	DTTD/doanh thu	26%	20%	20%	26%
GT vốn hóa	37 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	8,0x	7,1x	6,4x	5,5x
Room KN	12,7 nghìn tỷ đồng	P/E	12,3x	11,5x	9,9x	8,7x
GTGD/ngày (30n)	224,4 tỷ đồng	P/B	2,7x	2,4x	2,1x	1,8x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	23,2%	21,9%	22,1%	21,8%
SL cổ phiếu lưu hành	380 tr					
Pha loãng	380 tr					

\* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 07/11/2025



## Tổng quan Công ty:

Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất hóa chất phốt pho hàng đầu tại Việt Nam, phục vụ cho các lĩnh vực như nông nghiệp và điện tử, cùng nhiều ngành khác. Bên cạnh đó, DGC đang trên đà trở thành doanh nghiệp dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực hóa chất xút-clo-vinyl - nhóm hóa chất thiết yếu đối với ngành sản xuất và xây dựng nói chung.

**Dự báo doanh thu mảng IPC tăng 8% YoY trong năm 2026**, được hỗ trợ bởi mức tăng 7% trong sản lượng bán, đạt mức 69.944 tấn (theo hàm lượng phốt pho), nhờ nhu cầu toàn cầu tiếp tục tăng trưởng, đặc biệt hỗ trợ bởi sự tăng trưởng của các thị trường điện tử và bán dẫn. Ngoài ra, chúng tôi ước tính ASP IPC năm 2026 sẽ đi ngang YoY ở mức 100 triệu đồng/tấn, phản ánh việc thuế xuất khẩu P4 tăng trong giai đoạn 2026-27. Chúng tôi giả định DGC chia sẻ một phần mức tăng thêm của thuế xuất khẩu này với các khách hàng tại Đông Á, và ở mức hạn chế đối với khách hàng từ Ấn Độ và các thị trường khác.

**Dự án xút-clo giúp dự báo lợi nhuận trong ngắn hạn:** Chúng tôi hiện giả định nhà máy sẽ đi vào hoạt động từ quý 2/2026, với hiệu suất hoạt động lần lượt là 65%/90% trong năm 2026/27. PVChem sẽ bao tiêu khoảng 30-40% sản lượng sản xuất. Chúng tôi dự báo LNST đạt 210 tỷ đồng/335 tỷ đồng, đóng góp 6%/8% vào dự báo LNST cho năm 2026/27 của DGC.

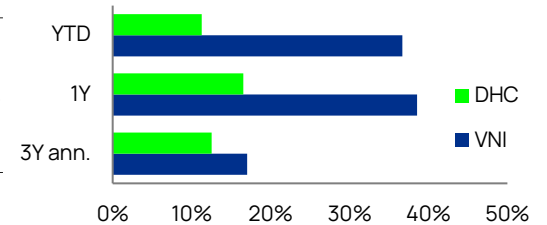
**Mảng BĐS mang lại khoản lợi nhuận một lần:** Dự án BĐS Đức Giang đã nhận được phê duyệt đầu tư vào tháng 11/2025. Dự án bao gồm 1.000 căn hộ và 60 nhà phố, với doanh thu ước tính đạt 5 nghìn tỷ đồng và LNST đạt 1 nghìn tỷ đồng, theo ban lãnh đạo. Chúng tôi hiện dự báo LNST từ dự án này sẽ đạt 413 tỷ đồng/1,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2027/2028, lần lượt đóng góp 9%/20% vào LNST của DGC.

**Dự án boxit là động lực tăng trưởng dài hạn:** Đối với giai đoạn 1, dự án đang chờ giấy phép đầu tư nhà máy chế biến, trong khi giấy phép khai thác phải được cấp trung ương quyết định. Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ nhận được giấy phép đầu tư cho giai đoạn 1 trong năm 2025, và khởi công vào năm 2026. Giai đoạn 1 ước tính mang lại 12 nghìn tỷ đồng doanh thu (122% doanh thu năm 2024) và 3 nghìn tỷ đồng LNST (tương đương LNST năm 2024). Chúng tôi cho rằng dự án này sẽ có thể đóng góp doanh thu từ năm 2029, tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình dự báo do cần thêm đánh giá chi tiết.

**Rủi ro:** Chênh lệch giá thị trường giảm mạnh hơn dự kiến, tiến độ dự án xút-clo bị trì hoãn, cùng với các thay đổi bất lợi đối với chính sách xuất khẩu phốt pho

# DHC: Cắt giảm công suất giấy mang tính cấu trúc hỗ trợ cải thiện chênh lệch giá; GL3 là động lực tăng trưởng dài hạn

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	33.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	3.597	3.419	3.572	4.579
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>39.100 VND</b>	%YoY	10%	-5%	4%	28%
		LNST-CĐTĐS (tỷ đồng)	242	323	356	383
		% YoY	-22%	33%	10%	8%
TL tăng	+16,7%	EPS	-22%	34%	10%	8%
Lợi suất cổ tức	3,3%	Biên LN gộp	11,8%	15,2%	15,8%	14,3%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+20,0%</b>	Biên EBITDA	10,7%	12,8%	13,7%	13,8%
		Biên LN từ HĐKD	7,6%	10,4%	10,9%	9,5%
Ngành	Giấy bao bì	Biên LN ròng	6,7%	9,5%	10,0%	8,4%
GT vốn hóa	3,2 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	16,3%	0,8%	-16,2%	-4,3%
Room KN	396 tỷ đồng	EV/EBITDA	6,5x	5,7x	5,1x	4,0x
GTGD/ngày (30n)	10,6 tỷ đồng	P/E	13,4x	10,0x	9,1x	8,4x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x
SL cổ phiếu lưu hành	96,6 tr	ROE	12,6%	15,3%	15,1%	14,8%
Pha loãng	96,6 tr					



## Tổng quan Công ty

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất bao bì quy mô trung bình tại Việt Nam với thị phần ~5% trong năm 2021, theo ước tính của chúng tôi. DHC sở hữu 2 nhà máy sản xuất giấy tái chế và 1 nhà máy sản xuất bao bì tại tỉnh Bến Tre ở miền Nam. Các sản phẩm chính của DHC bao gồm giấy bao bì và thùng carton.

**Việc giảm công suất giấy mang tính cấu trúc đã hỗ trợ cải thiện chênh lệch giá, thúc đẩy phục hồi biên lợi nhuận của DHC:** Việc đóng cửa làng nghề giấy Phong Khê đã cắt giảm 1,9 triệu tấn công suất giấy bao bì/năm - gần bằng với lượng công suất dư thừa tại Việt Nam - tạo ra mức giảm trong nguồn cung một cách cấu trúc. Từ đó, ASP của DHC đã tăng 7% YoY và 11% QoQ, đạt 9.995 đồng/kg trong quý 3/2025, vượt kỳ vọng và tiếp tục đà tăng. Trong khi đó, giá nguyên liệu OCC nhìn chung vẫn ổn định, góp phần hỗ trợ cho sự phục hồi của biên lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng giá này sẽ tiếp tục duy trì. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng điều chỉnh tăng đối với dự báo biên lợi nhuận gộp hiện tại của chúng tôi, đạt 15,2%/15,8% trong năm 2025/26, dù cần thêm đánh giá chi tiết.

**Mảng thùng carton: Hiệu suất hoạt động tiếp tục cải thiện, với ASP dự kiến sẽ phục hồi theo đà tăng giá nguyên liệu giấy đầu vào:** Hiệu suất hoạt động của DHC đã cải thiện, đạt 82% trong 9T 2025 (so với 70% trong năm 2024) nhờ xuất khẩu và nhu cầu trong nước phục hồi mạnh. Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động sẽ đạt 85%/95%/100% trong năm 2025/26/27, với kế hoạch mở rộng thêm nhà máy thứ 3 khi các nhà máy hoạt động gần hết công suất. ASP thùng carton vẫn đi ngang QoQ ở mức 8.142 đồng/kg (giảm 5% YoY) trong quý 3/2025. Khi giá nguyên liệu đầu vào đã phục hồi, chúng tôi kỳ vọng ASP mảng bao bì cũng sẽ dần tăng trở lại, tiếp thêm động lực tăng trưởng cho lợi nhuận với khối lượng bán tiếp tục cải thiện.

**GL3 là động lực tăng trưởng dài hạn, tập trung vào sản phẩm kraftliner với biên lợi nhuận cao:** Chúng tôi kỳ vọng GL3 sẽ bắt đầu hoạt động vào nửa cuối năm 2027. Nhà máy sẽ giúp tăng thêm khoảng 390 nghìn tấn/năm (~1.200 tấn/ngày), khiến công suất tổng thể của DHC tăng lên 128% từ mức hiện tại là 304 nghìn tấn/năm. GL3 sẽ chủ yếu sản xuất kraftliner (30%) và testliner (70%), với cơ cấu sản phẩm sẽ được tùy chỉnh theo nhu cầu thị trường. Việc mở rộng công suất này, kết hợp với danh mục sản phẩm cao cấp hơn, sẽ giúp DHC duy trì biên lợi nhuận ổn định và khả năng tăng lợi nhuận bền vững.

**Rủi ro:** Áp lực đối với giá bán do các đối thủ cạnh tranh tăng công suất; thuế quan của Mỹ cao hơn dự kiến.

# Ngành Vật liệu xây dựng

Thị trường trong nước tiếp tục là động lực tăng trưởng chính

---

Tháng 12/2025

# Tổng quan

## Triển vọng nhu cầu thép năm 2026: Thị trường trong nước dự kiến sẽ chiếm ưu thế hơn so với xuất khẩu

- **Thị trường trong nước:** Nhu cầu sẽ được thúc đẩy bởi đầu tư công và sự phục hồi của thị trường bất động sản (BDS), qua đó hỗ trợ doanh số bán thép xây dựng. Chính phủ đã đề ra kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng trong năm 2026, với quy mô đạt mức 1,12 triệu tỷ đồng (+28% YoY so với kế hoạch điều chỉnh năm 2025 là 875 nghìn tỷ đồng). Đây là mức cao kỷ lục mới cho kế hoạch đầu tư công hàng năm.
- **Xuất khẩu:** Chủ nghĩa bảo hộ tiếp tục là lực cản đối với xuất khẩu thép của Việt Nam trong năm 2026, tuy nhiên không còn nhiều dư địa để ghi nhận mức giảm YoY lớn hơn, do mức cơ sở thấp của năm 2025.

## Triển vọng về giá bán đầu ra, giá đầu vào và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thép tại Việt Nam

- **Giá bán đầu ra:** Chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ phục hồi dần và khả năng sẽ có nhiều biến động trong năm 2026. Động lực chính đến từ việc cắt giảm công suất theo chính sách chống cạnh tranh tiêu cực của Trung Quốc, nhằm giải quyết tình trạng cạnh tranh không lành mạnh và dư thừa công suất. Tuy nhiên, tác động tích cực này sẽ phần nào bị ảnh hưởng bởi nhu cầu xây dựng yếu tại Trung Quốc.
- **Giá đầu vào:** Chúng tôi dự báo giá quặng sắt và than cốc trong năm 2026 sẽ duy trì ở mức thấp, do (1) xuất khẩu từ Australia – quốc gia sản xuất lớn – tăng nhẹ, (2) nguồn cung quặng sắt tăng mạnh từ dự án Simandou tại châu Phi (dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 11/2025, do đó sẽ đóng góp cả năm trong năm 2026), và (3) sản lượng thép của Trung Quốc giảm do cắt giảm công suất, qua đó làm giảm nhu cầu đối với các nguyên liệu đầu vào cho thép.
- **Biên lợi nhuận:** Chúng tôi kỳ vọng diễn biến giá đầu vào – đầu ra thuận lợi sẽ giúp biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thượng nguồn như HPG cải thiện YoY. Đối với các doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng với triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 dù giá thép tại Trung Quốc được dự báo sẽ phục hồi, do cạnh tranh trong nước vẫn gay gắt trong bối cảnh triển vọng xuất khẩu kém tích cực. Mức độ cạnh tranh cao khiến các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc chuyển toàn bộ chi phí HRC tăng cao sang giá bán, qua đó gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp cốt lõi, như đã ghi nhận trong suốt năm 2025.

**Việt Nam áp dụng các biện pháp để bảo hộ ngành thép trong nước trước thép nhập khẩu:** Trong tháng 7 và tháng 8/2025, Bộ Công Thương đã áp dụng thuế chống bán phá giá (CBPG) chính thức trong 5 năm đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc (mức thuế 23%–28%, mã vụ việc AD20) và tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc (37%) và Hàn Quốc (12–16%) theo AD19. Do AD20 chỉ áp dụng cho HRC khổ hẹp (bề rộng dưới 1,88m), các công ty nhập khẩu được cho là đã lách thuế bằng cách nhập HRC khổ rộng (bề rộng trên 1,88m), nằm ngoài phạm vi áp dụng của AD20. Theo đó, Bộ Công Thương đã khởi xướng điều tra hành vi này vào cuối tháng 10, với thời gian dự kiến kéo dài tối đa 9 tháng. Nếu được áp dụng, việc mở rộng phạm vi áp thuế CBPG sẽ có lợi cho cả sản lượng và giá bán HRC của HPG và Formosa.

## Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu:

- **HPG:** Tăng trưởng mạnh, hưởng lợi từ cả các yếu tố hỗ trợ trong nước và quốc tế. Các động lực trong nước đối với thép xây dựng bao gồm sự phục hồi của thị trường BDS và giải ngân đầu tư hạ tầng đạt mức kỷ lục. Đối với HRC, các động lực tăng trưởng đến từ việc mở rộng DQSC2 và thuế CBPG áp lên HRC nhập khẩu. Các yếu tố hỗ trợ quốc tế bao gồm (1) giá thép tại Trung Quốc phục hồi dần và (2) nguồn cung quặng sắt gia tăng. Những yếu tố này là cơ sở cho dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 tăng 36% YoY và CAGR giai đoạn 2025–28 đạt 25%. Với triển vọng tích cực, mức định giá hiện tại của cổ phiếu là khá hấp dẫn, với P/E dự phóng 2026 ở mức 10x.
- **BMP:** Triển vọng lợi nhuận kỷ lục – Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS quý 4/2025 và năm 2026 sẽ đạt mức cao kỷ lục theo quý/năm, chủ yếu nhờ chi phí đầu vào duy trì ở mức thấp. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2025 sẽ tăng +35% YoY, được hỗ trợ bởi KQKD 9T tích cực và triển vọng lợi nhuận quý 4 vững chắc (+4% QoQ, +60% YoY). Trên mức lợi nhuận kỷ lục này, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 sẽ tăng +6% YoY. Chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận gộp sẽ đạt mức kỷ lục 46,5%/46,6% trong năm 2025/26, dựa trên giả định giá đầu vào lần lượt -6,5%/0% YoY. BMP cũng trả cổ tức tiền mặt cao, với lợi suất 12T ước tính đạt 9,7%.

# Vật liệu xây dựng: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

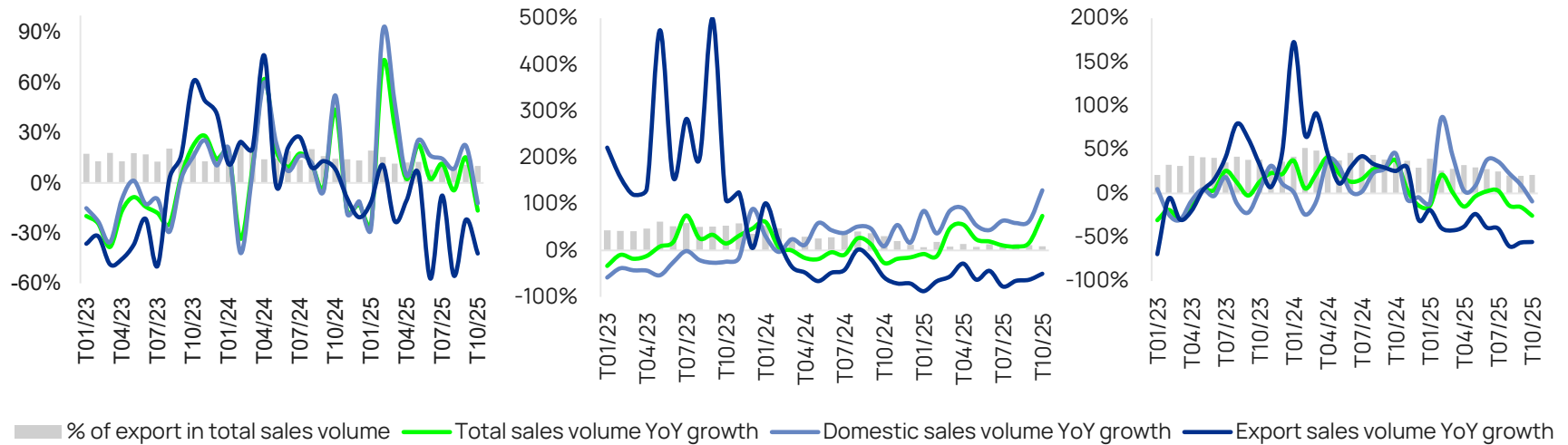
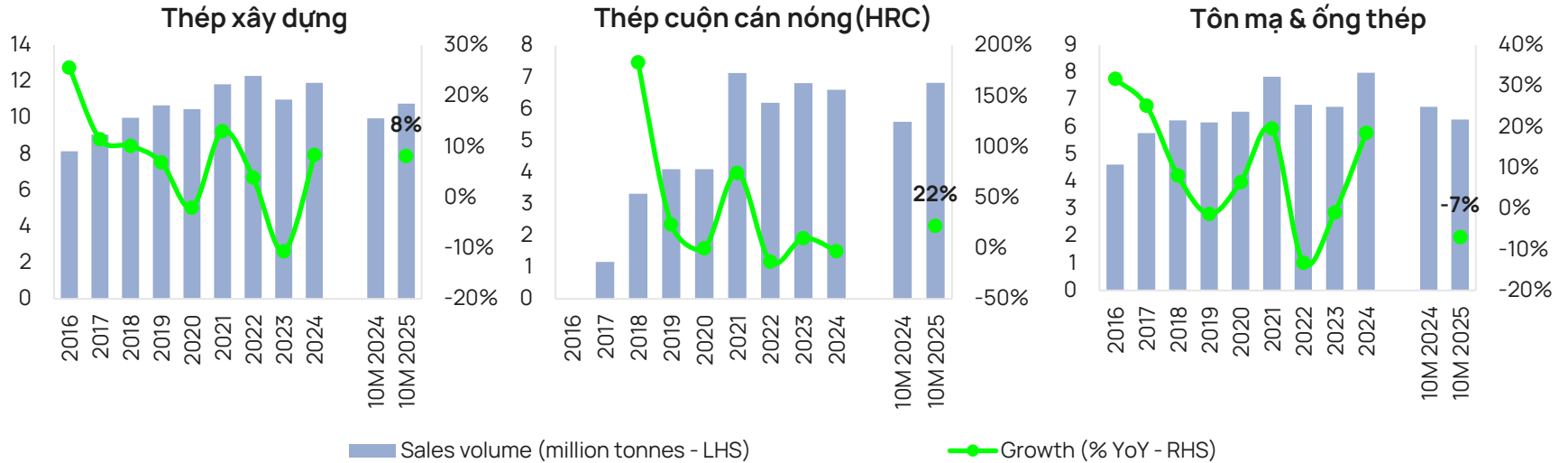
## Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
HPG	MUA	7.946	0%	22%	2.170	31,8	27.300	35.700	10/11/25	30,8%	2,9%	33,7%
BMP	MUA	511	0%	86%	73	0,7	164.500	192.500	12/11/25	17,0%	9,7%	26,7%
HSG*	PHTT	397	0%	8%	161	2,3	16.850	13.500	18/04/25	-19,9%	3,0%	-16,9%
NKG	PHTT	275	0%	5%	123	4,5	16.200	13.100	18/04/25	-19,1%	0,0%	-19,1%

## Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 2025 x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/ EBITDA* 2026F (x)	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ VCSH quý gần nhất (%)
HPG	27.300	33,1%	35,7%	23,7%	13,6x	10,0x	8,1x	7,0x	16%	1,7x	0,5x
BMP	164.500	34,5%	6,0%	-3,7%	10,2x	9,6x	10,0x	5,6x	47%	4,3x	-0,9x
HSG*	16.850	-2,4%	18,1%	43,0%	21,1x	17,8x	12,5x	7,7x	5%	0,9x	0,3x
NKG	16.200	-26,4%	35,0%	65,3%	16,9x	12,5x	7,6x	7,4x	7%	0,9x	0,7x

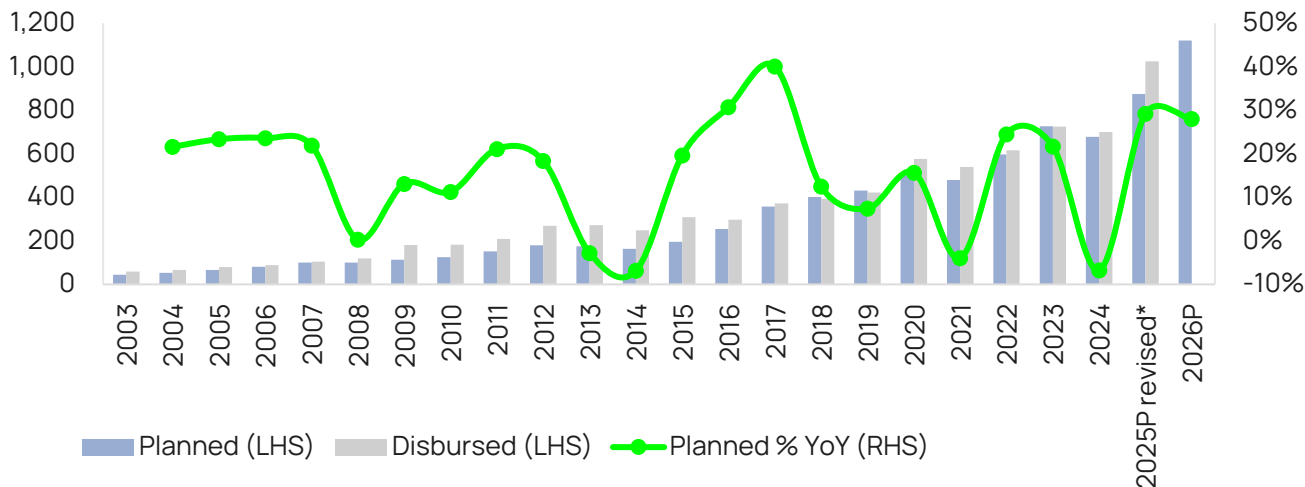
# 10T 2025: Thị trường trong nước phục hồi tích cực, trong khi xuất khẩu chịu áp lực từ chủ nghĩa bảo hộ và thép Trung Quốc



# Thị trường trong nước: Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2026 của mảng VLXD sẽ đạt khoảng 11-14%, nhờ được dẫn dắt bởi hoạt động xây dựng hạ tầng (1)

Chi NSNN cho đầu tư & phát triển (nghìn tỷ đồng)

Chính phủ đã đặt ra kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng cho năm 2026, đạt 1,120 triệu tỷ đồng (+28% YoY so với kế hoạch năm 2025 điều chỉnh là 875 nghìn tỷ đồng). Đây là mức cao kỷ lục mới đối với kế hoạch đầu tư công hằng năm.

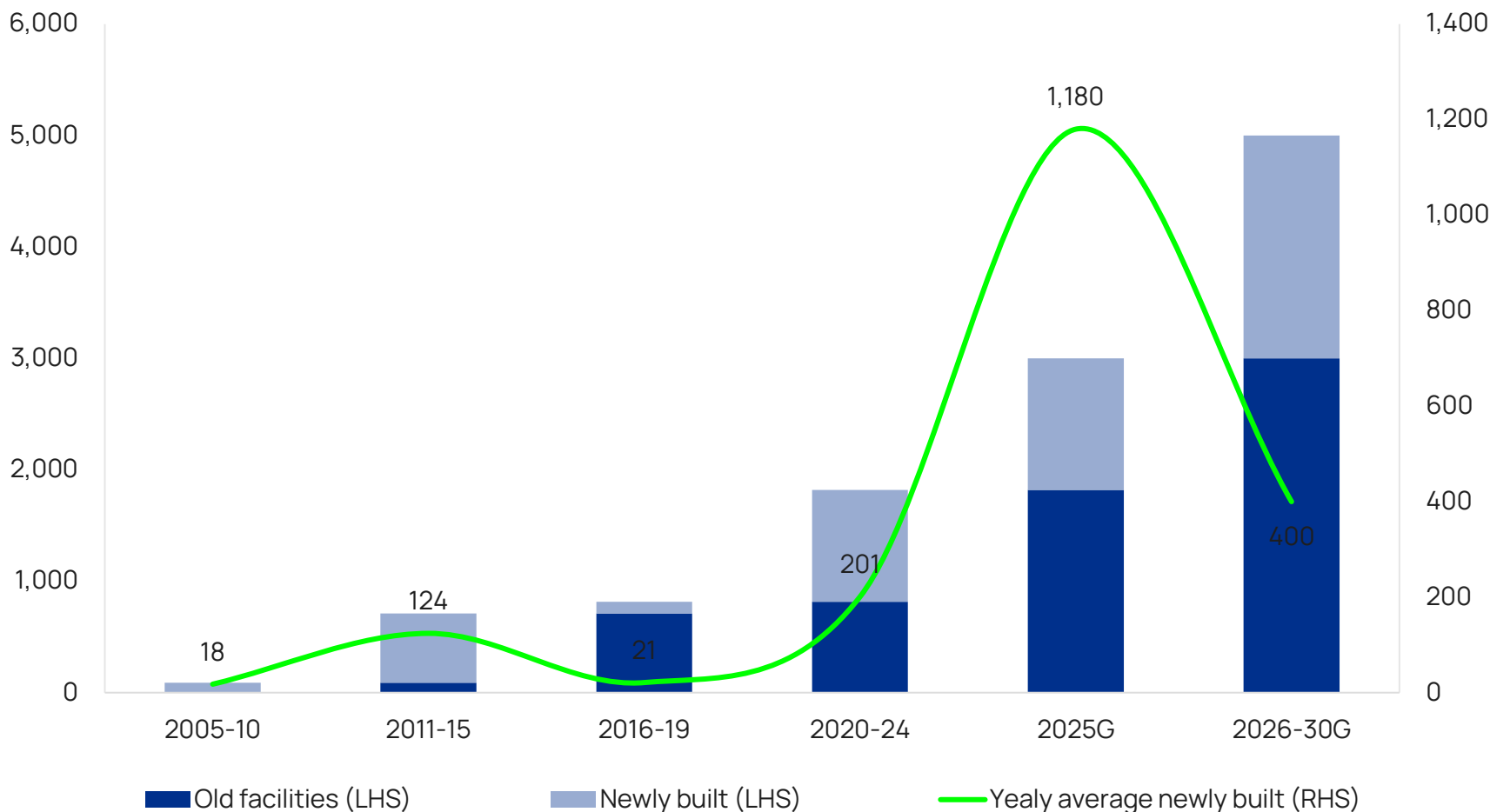


Chi NSNN cho đầu tư & phát triển giai đoạn 2020-2025

	2020	2021	2022	2023	2024	Kế hoạch năm 2025 sửa đổi	Năm 2026
<b>Kế hoạch chi trong năm</b>	471 nghìn tỷ đồng +9% so với kế hoạch năm 2019	477 nghìn tỷ đồng +1% so với kế hoạch năm 2020	526 nghìn tỷ đồng +10% so với kế hoạch năm 2021	727 nghìn tỷ đồng +38% so với kế hoạch năm 2022	677 nghìn tỷ đồng -7% so với kế hoạch năm 2023	<b>875 nghìn tỷ đồng</b> <b>+29% so với kế hoạch năm 2024</b>	<b>1,120 nghìn tỷ đồng</b> <b>+28% so với kế hoạch năm 2025</b>
<b>Giải ngân thực tế*</b>	576 nghìn tỷ đồng	516 nghìn tỷ đồng	530 nghìn tỷ đồng	725 nghìn tỷ đồng	684.4 nghìn tỷ đồng**	<b>486,1 nghìn tỷ đồng</b> trong 10T 2025, +57,9% YoY.	
<b>Giải ngân thực tế so với kế hoạch</b>	<b>122,5%</b>	<b>108,1%</b>	<b>100,8%</b>	<b>99,8%</b>	<b>103,4%*</b>	<b>55,6%</b> kế hoạch năm (so với 45,5% trong 10T 2024)	

# Thị trường trong nước: Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2026 của mảng VLXD sẽ đạt khoảng 11-14%, nhờ được dẫn dắt bởi hoạt động xây dựng hạ tầng (2)

Tiến độ xây dựng các tuyến đường cao tốc tại Việt Nam (km)



# Thị trường trong nước : Các dự án hạ tầng trọng điểm hiện đang được triển khai (1)

## Các dự án hạ tầng trọng điểm

STT	Dự án	Công suất / Chiều dài / Quy mô	Vốn đầu tư XDCB	Tình trạng	Thời gian
1	<b>Đường cao tốc Bắc Nam</b> - Giai đoạn 1 - Giai đoạn 2	666 km 721 km	88,1 nghìn tỷ đồng 147 nghìn tỷ đồng	Đã hoàn thành Đang thực hiện	Hoàn thành vào năm 2026
2	<b>Đường vành đai 3 TPHCM</b>	90 km	75,4 nghìn tỷ đồng	Đang thực hiện	Hoàn thành vào năm 2026
3	<b>Đường vành đai 4 TPHCM – Giai đoạn 1</b>	159 km	120,4 nghìn tỷ đồng	Đã được Quốc Hội phê duyệt chủ trương đầu tư	2025-2029
4	<b>Đường vành đai 4 Hà Nội</b>	112,8 km	85,8 nghìn tỷ đồng	Đang thực hiện	Hoàn thành cơ bản vào năm 2026, vận hành hoàn chỉnh vào năm 2027
5	<b>Sân bay quốc tế Long Thành</b> - Giai đoạn 1 - Giai đoạn 2 - Giai đoạn 3	100 triệu hành khách (hk), 5 triệu tấn hàng hóa (hh) 25 triệu hk; 1,2 triệu tấn hh 25 triệu hk; 0,3 triệu tấn hh 50 triệu hk; 1,5 triệu tấn hh	336,6 nghìn tỷ đồng 5 tỷ USD 80 nghìn tỷ đồng	Đang thực hiện Chưa khởi công Chưa khởi công	Vận hành vào đầu năm 2027* 2028 - 2032
6	<b>Đường sắt cao tốc Bắc Nam</b>	Tốc độ tối đa 350km/h, kết nối TP.HCM-Hà Nội. 1.541km	67,4 tỷ USD	Đã được Quốc Hội phê duyệt chủ trương đầu tư	Khởi công vào cuối năm 2026
7	<b>Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh</b>	120 km	133,6 nghìn tỷ đồng	Quy hoạch tổng thể đã được Thủ tướng phê duyệt	Quý 4/2025 – quý 1/2028
8	<b>Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng</b>	Tuyến chính: 391km, Tuyến phụ: 28km	203,2 nghìn tỷ đồng	Đã được Quốc Hội phê duyệt chủ trương đầu tư	2025 - 2030
9	<b>Đường sắt Biên Hòa – Vũng Tàu</b>	132 km	6,2 tỷ USD	Quy hoạch tổng thể đã được Thủ tướng phê duyệt	
10	<b>Dự án Điện hạt nhân Ninh Thuận</b>	Công suất thiết kế: ~4,000 MW	22 tỷ USD	Đã được Quốc Hội phê duyệt	2026 - 2038
11	<b>Trung tâm Logistics Cái Mép Hạ</b>	2.200ha, có thể tiếp nhận tàu lớn nhất thế giới (250.000 DWT)	6,7 tỷ USD		
12	<b>Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ</b>	2,1 triệu TEU/năm (2027), 4,8 triệu TEU/năm (2030), 16,9 triệu TEU/năm (2047)	113,5 nghìn tỷ đồng	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư	2025 - 2027 (giai đoạn 1)

# Thị trường trong nước : Các dự án hạ tầng trọng điểm hiện đang được triển khai (2)

## Các dự án hạ tầng trọng điểm được đề xuất

STT	Dự án	Công suất / Chiều dài / Quy mô	Vốn đầu tư XDCB	Tình trạng	Thời gian
1	<b>Đại lộ Sông Hồng</b>	11.000ha, kéo dài hơn 40 km dọc theo sông Hồng	hơn 400 nghìn tỷ đồng	Đã được chính quyền Hà Nội phê duyệt	Dự kiến khởi công ngày 19/12/2025
2	<b>Khu đô thị thể thao Olympic Hà Nội</b>	16.081 ha, bao gồm 4 phân khu		Quy hoạch đã được phê duyệt	
3	<b>Tuyến đường kết nối Sân bay Gia Bình với Hà Nội</b>	16 km (3 đoạn)	33 nghìn tỷ đồng	Đã được chính quyền Hà Nội phê duyệt	2025 - 2026
4	<b>Đường Vành đai 5 Hà Nội</b>	331 km	85,6 nghìn tỷ đồng (ước tính năm 2013); 150 nghìn tỷ đồng	Đang chờ phê duyệt các đoạn trọng điểm	Đã triển khai một phần; phần lớn dự kiến khởi công trước năm 2030
5	<b>Cao tốc Vinh - Thanh Thủy</b>	60 km	24 nghìn tỷ đồng	Đã trình đề xuất lên Quốc hội	Q3 2026 - 2029
6	<b>Cao tốc Bắc - Nam mở rộng</b>	1.144 km	152 nghìn tỷ đồng	Được đề xuất bởi Bộ Xây dựng	2026 - 2030
7	<b>Sân bay quốc tế Gia Bình (GBA)</b>	- Giai đoạn 1: 30 triệu hành khách; 1,6 triệu tấn hàng hóa - Giai đoạn 2: 50 triệu hành khách; 2,5 triệu tấn hàng hóa	Giai đoạn 1: 5,4 tỷ USD Giai đoạn 2: 2,1 tỷ USD	Đã trình đề xuất lên Quốc hội	Giai đoạn 1: 2026-2030 Giai đoạn 2: 2031-2050

# Thị trường trong nước : Các dự án hạ tầng trọng điểm hiện đang được triển khai (3)

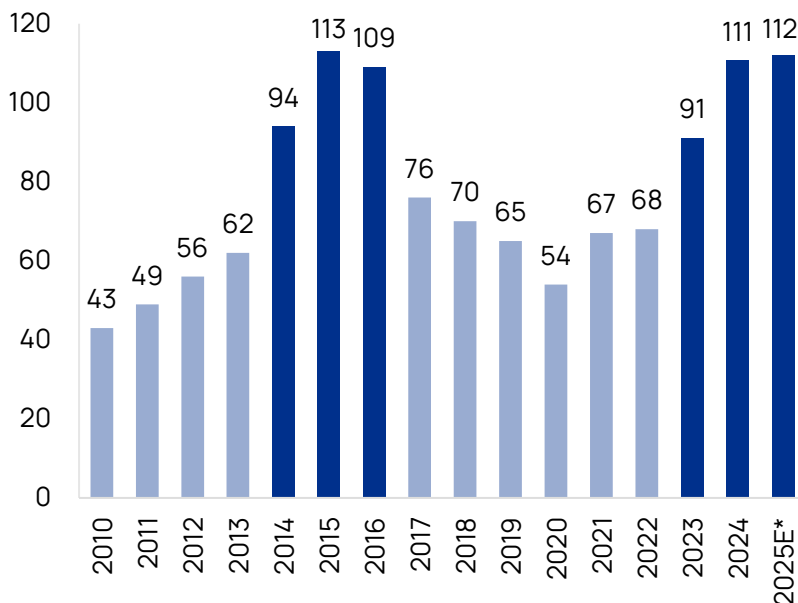
- Đối với dự án **đường sắt cao tốc Bắc – Nam**, Chính phủ ước tính **tổng nhu cầu thép sẽ rơi vào khoảng 3,5 triệu tấn**. Chúng tôi cho rằng thép xây dựng sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong quá trình xây dựng hạ tầng hỗ trợ cho dự án, vì **nhu cầu thép để làm ray đường sắt chỉ rơi vào khoảng 187.200 tấn**, theo tính toán của chúng tôi.\*

## Dự toán lượng vật liệu xây dựng cần thiết

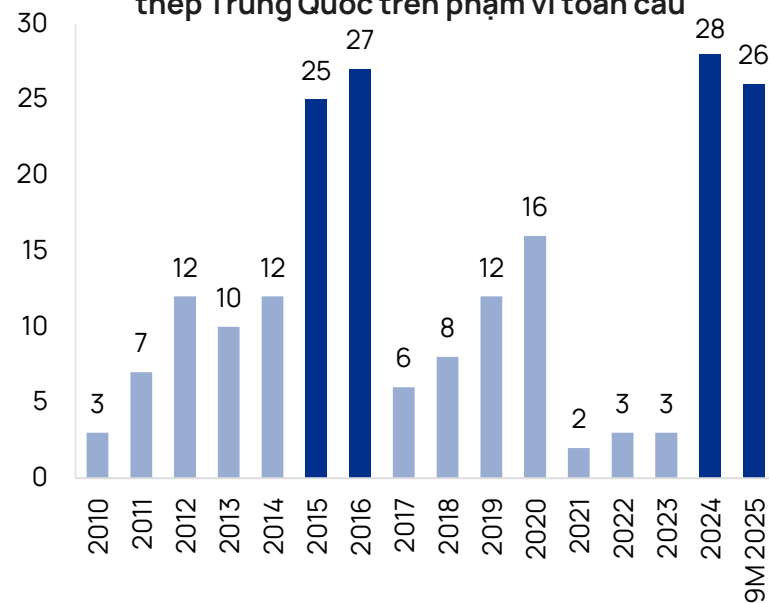
	Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	Sân bay Quốc tế Long Thành	Cao tốc Bắc – Nam	Đường Vành đai 4 Hà Nội	Đường Vành đai 3 TP.HCM	Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột (giai đoạn 1)	Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (giai đoạn 1)	Đường Vành đai 4 TP.HCM
Loại hình	Đường sắt cao tốc	Sân bay	Đường cao tốc	Đường cao tốc	Đường cao tốc	Đường cao tốc	Đường cao tốc	Đường cao tốc
Đá xây dựng	17,4 triệu m <sup>3</sup>	18 triệu m <sup>3</sup>	18,5 triệu m <sup>3</sup>	4,4 triệu m <sup>3</sup>	4,4 triệu m <sup>3</sup>	0,9 triệu m <sup>3</sup>	0,7 triệu m <sup>3</sup>	11,6 triệu m <sup>3</sup>
Bê tông	N/A	1,6 triệu m <sup>3</sup>						
Xi măng	6,72 triệu tấn	1 triệu tấn						
Thép	3,5 triệu tấn	0,1 triệu tấn						
Gạch lát		500.000 m <sup>2</sup>						
Tấm gỗ		50.000 m <sup>2</sup>						

# Xuất khẩu: Chủ nghĩa bảo hộ tiếp tục gây áp lực lên xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2026, nhưng dự địa giảm mạnh thêm là khả hạn chế do 2025 đã là mức nền thấp

Kim ngạch xuất khẩu thép của Trung Quốc (triệu tấn)



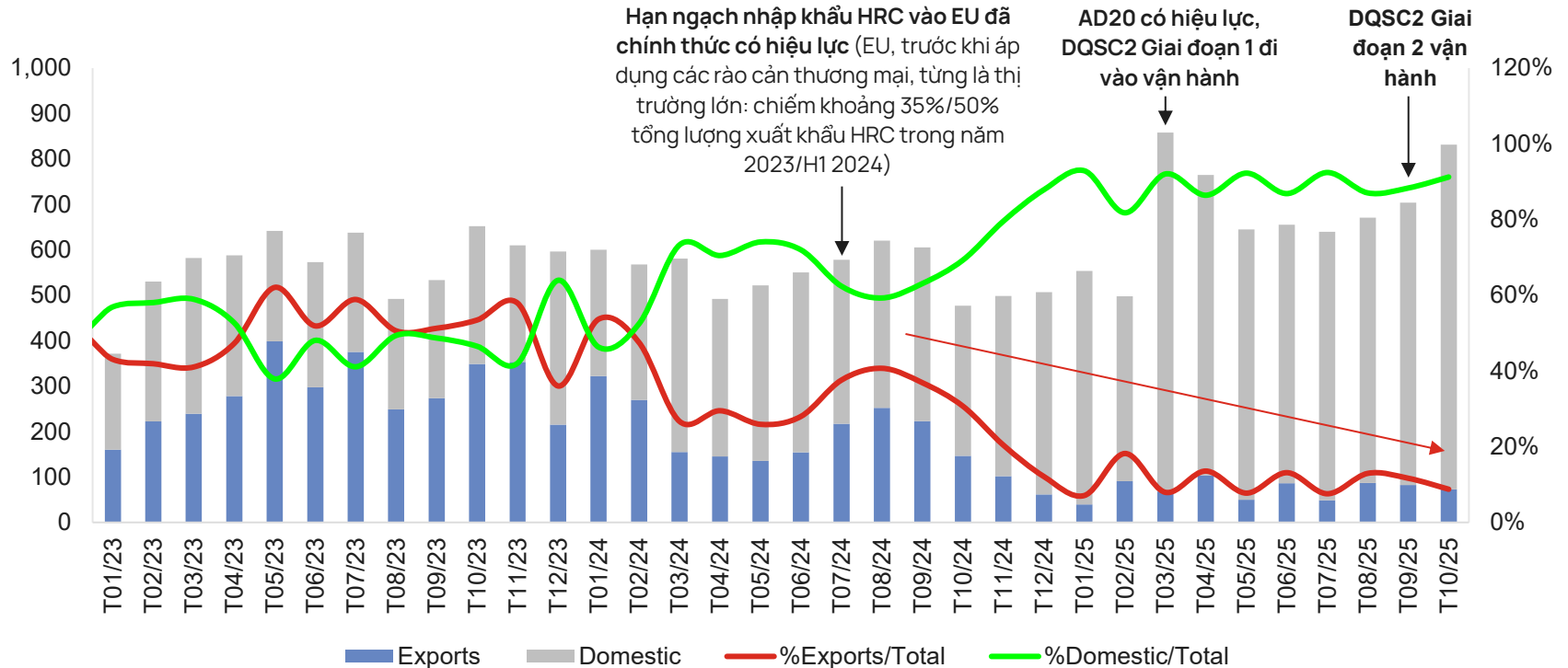
Số lượng các vụ điều tra chống bán phá giá đối với thép Trung Quốc trên phạm vi toàn cầu



- Chúng tôi xem các cuộc điều tra CBPG đang diễn ra đối với thép Trung Quốc như một chỉ báo đại diện cho xu hướng gia tăng mạnh của chủ nghĩa bảo hộ thép trên phạm vi toàn cầu.
- Chúng tôi dự kiến xuất khẩu thép của Việt Nam trong năm 2026 sẽ tiếp tục trầm lắng do các biện pháp bảo hộ trên toàn cầu, nhưng khó xảy ra thêm một năm giảm mạnh YoY như trong năm 2025, do phần lớn các thị trường xuất khẩu chủ lực đã áp thuế đối với thép Việt Nam. Các biện pháp này đã gây áp lực đáng kể lên kết quả xuất khẩu tấm thép của Việt Nam trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cũng không kỳ vọng sự phục hồi đáng kể và ngay lập tức từ mức cơ sở thấp trong năm 2026, do các biện pháp bảo hộ thường kéo dài trong nhiều năm.
- Riêng đối với HPG, chúng tôi dự báo xuất khẩu HRC trong năm 2026 vẫn duy trì ở mức thấp, nhưng tăng trưởng tốt hơn so với mặt bằng chung của ngành, nhờ lợi thế thuế quan tại thị trường EU và Ấn Độ. Dù vậy, chúng tôi đánh giá các lợi thế về thuế quan này chỉ mang tính hỗ trợ ở mức vừa phải đối với HPG.

# Xuất khẩu: Kim ngạch xuất khẩu HRC của Việt Nam đã giảm do những thách thức từ bên ngoài; nhu cầu trong nước đã bù đắp cho mức giảm này nhờ thuế CBPG

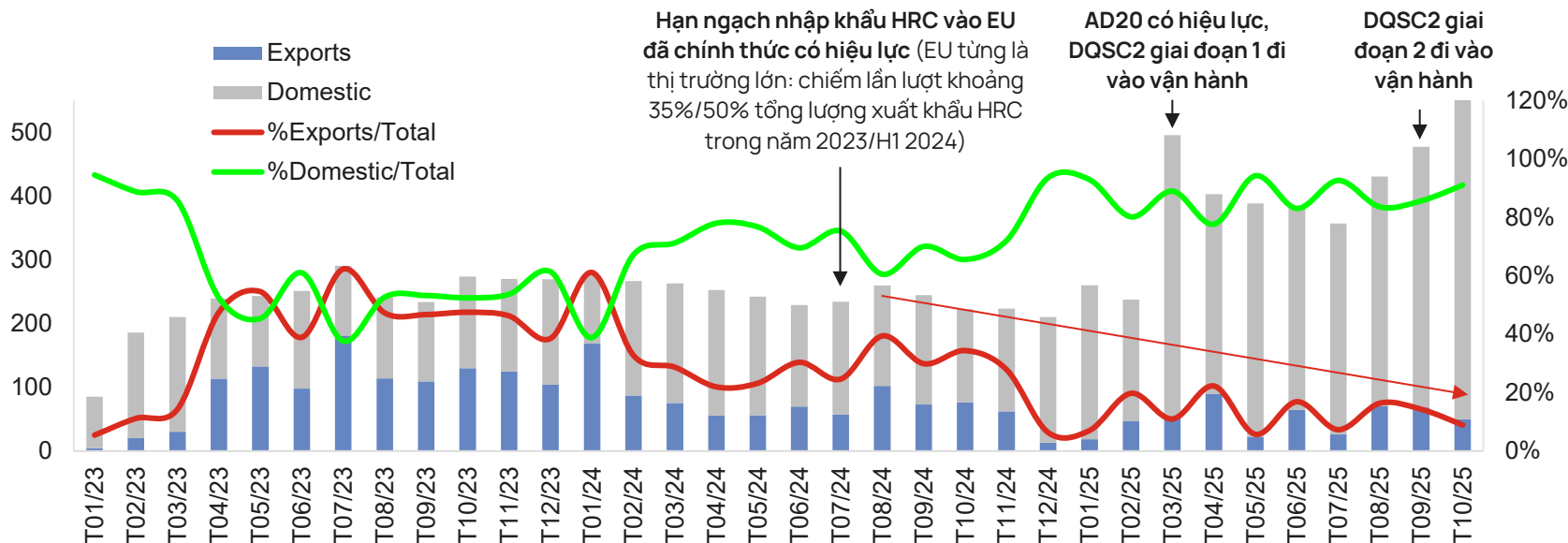
Sản lượng bán HRC của Việt Nam, theo doanh số trong nước và xuất khẩu (nghìn tấn)



- Gia tăng cạnh tranh từ hoạt động xuất khẩu của Trung Quốc và các chính sách bảo hộ tại các thị trường xuất khẩu đã gây áp lực lên kim ngạch xuất khẩu HRC, nhưng nhu cầu trong nước đã bù đắp cho diễn biến tiêu cực này, được thúc đẩy bởi thuế CBPG AD20 đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.
- Sản lượng bán HRC của Việt Nam trong 10T 2025 tăng 22% YoY nhờ mở rộng DQSC2. Trong đó, sản lượng bán trong nước tăng mạnh +71% YoY, trong khi xuất khẩu giảm sâu 64% YoY. Chúng tôi cho rằng việc đưa vào vận hành thành công DQ2 sẽ khó đạt được nếu không có bảo hộ thuế quan, do đó chúng tôi cho rằng phần lớn tăng trưởng mạnh về nhu cầu trong nước là nhờ chính sách AD20.

# Xuất khẩu: Hoạt động xuất khẩu HRC của HPG cũng gặp nhiều thách thức từ bên ngoài, nhưng nhu cầu trong nước đã giúp bù đắp cho mức giảm này

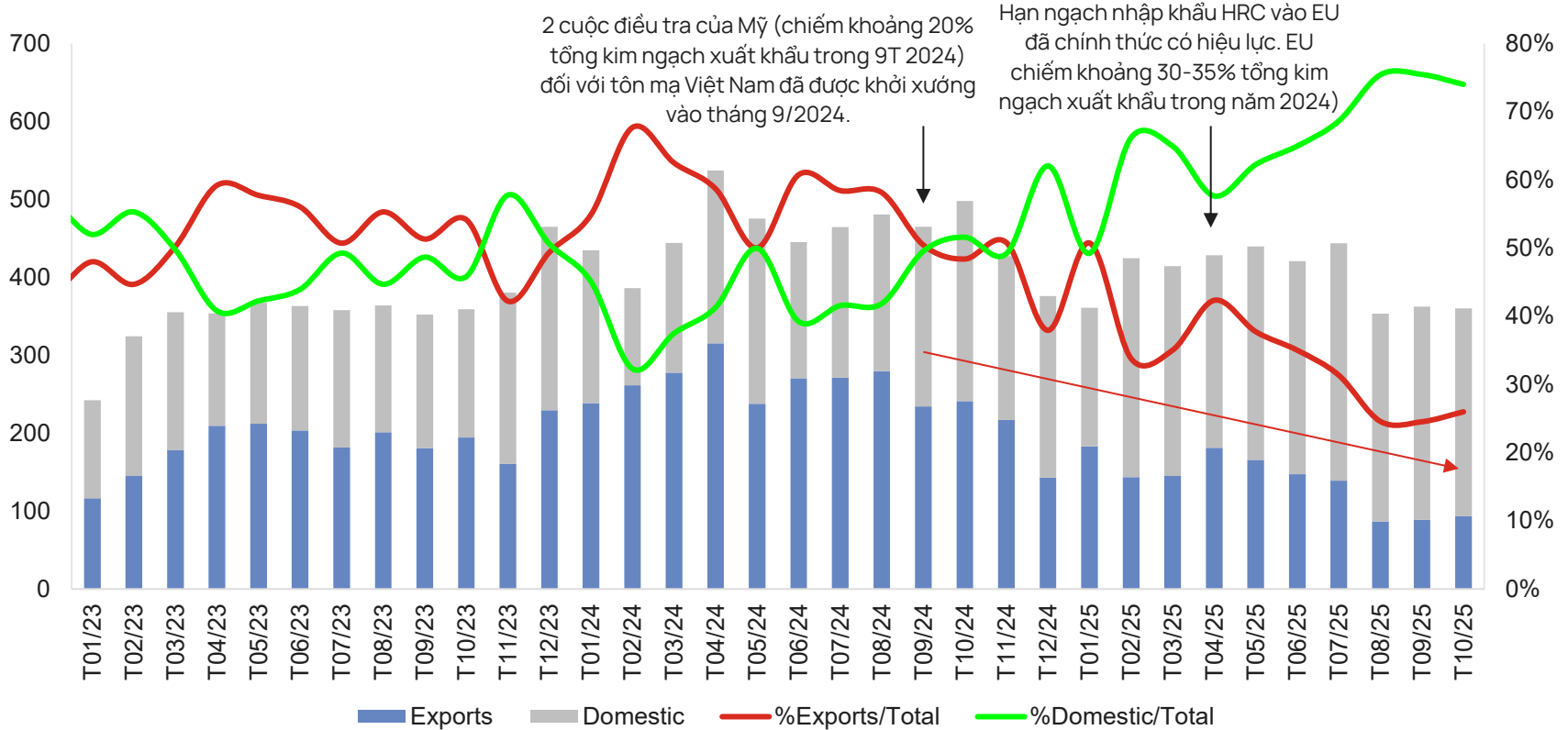
Sản lượng bán HRC của HPG, theo doanh số bán trong nước và xuất khẩu (nghìn tấn)



- Với tư cách là một trong 2 nhà cung cấp HRC duy nhất trong nước, doanh số bán HRC của HPG đã theo sát sản lượng bán toàn ngành, với nhu cầu trong nước bù đắp cho mức giảm của hoạt động xuất khẩu.
- Trong 10T 2025, sản lượng bán đã tăng 60% YoY (trong nước: +109% YoY, xuất khẩu: -38% YoY). KQKD ấn tượng này chủ yếu xuất phát từ (1) mức thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam có hiệu lực từ tháng 3 và (2) DQSC2 giai đoạn 1 và giai đoạn 2 bắt đầu đi vào vận hành lần lượt từ tháng 3/2025 và tháng 9/2025. Mỗi giai đoạn có công suất HRC hàng năm là 2,8 triệu tấn, tương đương toàn bộ công suất HRC của DQSC1.
- Sản lượng xuất khẩu HRC của HPG trong 10T 2025 giảm 38% YoY, thấp hơn so với mức giảm 64% của toàn ngành, cho thấy HPG gia tăng thị phần xuất khẩu HRC từ Formosa. Chúng tôi cho rằng diễn biến này đến từ vị thế thuế quan thuận lợi của HPG tại EU và Ấn Độ. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá các lợi thế này có đóng góp không quá đáng kể, và thị trường trong nước vẫn là động lực chính thúc đẩy nhu cầu trong năm 2026.

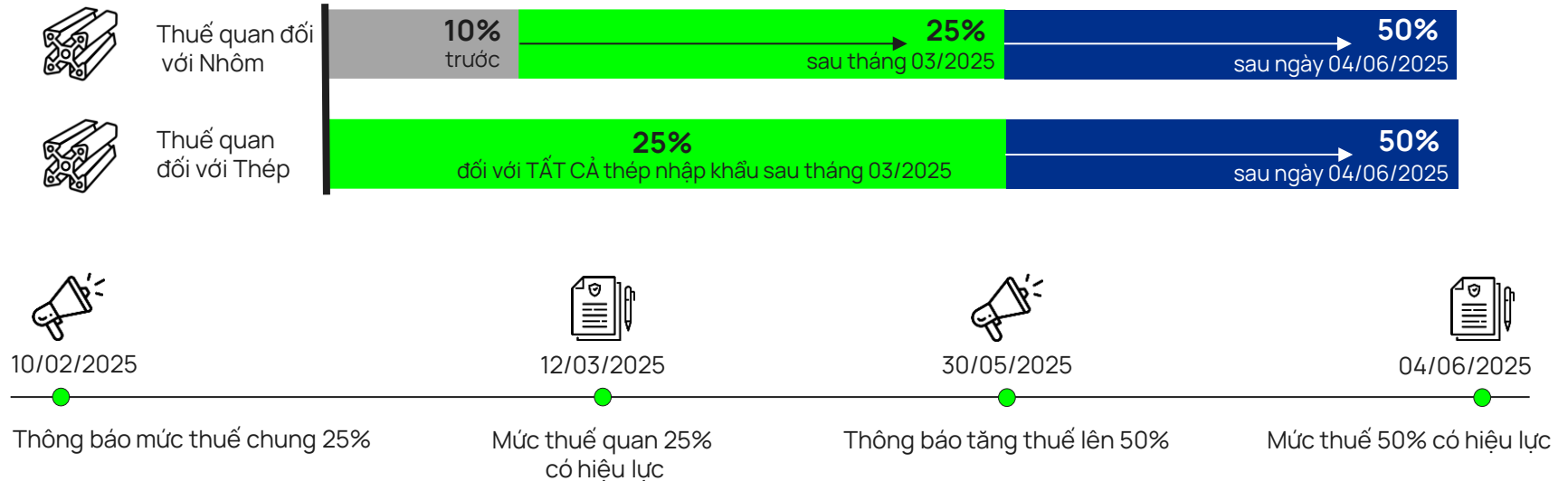
# Xuất khẩu: Đối với tôn mạ, chúng tôi cũng ghi nhận xu hướng chuyển dịch về thị trường trong nước do các thách thức từ bên ngoài

Sản lượng bán tôn mạ của Việt Nam, theo doanh số trong nước và xuất khẩu (nghìn tấn)



- Cạnh tranh từ thép xuất khẩu của Trung Quốc và các chính sách bảo hộ tại các thị trường xuất khẩu đã gây áp lực lên kim ngạch xuất khẩu tôn mạ kể từ quý 4/2024, nhưng nhu cầu từ thị trường trong nước đã bù đắp cho diễn biến kém khả quan này.
- Sản lượng bán 10T 2025 giảm 13% YoY (trong nước: +31% YoY, xuất khẩu: -48% YoY).

# Chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu: Mức thuế 50% áp lên toàn bộ mặt hàng thép sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến danh mục cổ phiếu mà chúng tôi đang theo dõi



Vào ngày 30/05/2025, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã công bố kế hoạch tăng gấp đôi thuế nhập khẩu đối với tất cả các mặt hàng thép và nhôm, từ mức 25% lên 50%, có hiệu lực từ ngày 04/06/2025 (theo giờ Mỹ). Mức thuế 50% này vẫn được duy trì đến nay.

Tác động đến các cổ phiếu ngành thép thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi:

- **HPG:** Chúng tôi kỳ vọng ảnh hưởng sẽ ở mức không đáng kể. Tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ của HPG rất hạn chế, chỉ chiếm khoảng 1-2% sản lượng bán năm 2024/9T 2025.
- **Các doanh nghiệp tôn mạ:** Chúng tôi dự báo tác động không đáng kể. Kể từ quý 4/2024, các công ty nhập khẩu của Mỹ đã gần như dừng mua tôn mạ từ Việt Nam do các cuộc điều tra CBPG và chống trợ cấp đang diễn ra (thông tin chi tiết ở slide tiếp theo).

# Chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu: Bộ Thương mại Mỹ đã hoàn tất các cuộc điều tra CBPG và chống trợ cấp đối với tôn mạ của Việt Nam

## Điều tra chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp (CVD):

**Sản phẩm bị điều tra:** Thép chống ăn mòn (CORE), bao gồm tôn mạ.

**Thời điểm khởi xướng điều tra:** Tháng 9/2024

**% Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ/tổng kim ngạch xuất khẩu tôn mạ (trước khi điều tra):** Khoảng 20% (trong 9T 2024).

**Giai đoạn hiện tại:** Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đã ban hành kết luận cuối cùng vào cuối tháng 8/2025 và đang chờ kết luận cuối cùng của Ủy ban Thương mại Quốc tế (ITC) để chính thức áp dụng mức thuế quan cuối cùng. Trong giai đoạn chuyển tiếp này, các nhà nhập khẩu phải nộp tiền cọc theo mức thuế CBPG và CVD cuối cùng. Nếu ITC sau đó đưa ra kết luận khẳng định, Mỹ sẽ chuyển khoản tiền cọc này thành thuế chính thức; nếu ITC đưa ra kết luận phủ định, khoản tiền cọc sẽ được hoàn trả. Nhìn chung, trong giai đoạn chuyển tiếp, dòng chảy thương mại vẫn bị hạn chế do các yêu cầu này gây áp lực lên dòng tiền của nhà nhập khẩu và làm gia tăng mức độ bất định.

### Tác động đối với Việt Nam:

- Các doanh nghiệp tôn mạ:** Xuất khẩu chịu ảnh hưởng nặng. Tổng kim ngạch xuất khẩu trong 9T 2025 giảm 46% YoY, một phần do tác động của thuế quan, bên cạnh áp lực cạnh tranh từ thép Trung Quốc tại các thị trường xuất khẩu.
- HPG:** Tác động trực tiếp hạn chế do tôn mạ chỉ chiếm khoảng 5% tổng sản lượng của HPG. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HPG có thể chịu ảnh hưởng gián tiếp khi các doanh nghiệp tôn mạ ở hạ nguồn bị tác động.

## Lộ trình điều tra CBPG và CVD của Mỹ đối với tôn mạ Việt Nam

Các bước thực hiện	Điều tra CBPG	Điều tra CVD
Đệ trình đơn kiện	05/09/2024	05/09/2024
DOC khởi xướng điều tra	25/09/2024	25/09/2024
Kết luận sơ bộ của ITC	21/10/2024	21/10/2024
Kết luận sơ bộ của DOC	04/04/2025	03/02/2025
<b>Kết luận cuối cùng của DOC</b>	<b>26/08/2025</b>	<b>26/08/2025</b>
Kết luận cuối cùng của ITC*	09/10/2025	09/10/2025
Ban hành lệnh áp thuế chính thức (tức mức thuế chính thức sẽ được áp dụng từ thời điểm này trở đi)*	16/10/2025	16/10/2025

Lộ trình ban đầu do DOC công bố. Tuy nhiên, đến nay tiến độ thực tế đang chậm hơn dự kiến.

Thuế CVD	Mức sơ bộ	Mức cuối cùng
HSG, GDA	0%	0,3% - 1,3%
Các công ty sản xuất được nêu tên khác	140,05%	257,83%
Các công ty sản xuất không được nêu tên khác (bao gồm HPG, NKG)	46,73%	1,29%

Thuế CBPG	Mức sơ bộ	Mức cuối cùng
HSG	59,00%	110,19%
NKG	49,42%	94,89%
GDA	39,84%	87,07%
HPG	49,42%	94,89%
Các công ty được nêu tên khác	49,42%	94,89%
Các công ty không được nêu tên khác	88,12%*	162,96%

# Chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu: Hạn ngạch nhập khẩu thép của EU, thuế CBPG sơ bộ đối với HRC từ Việt Nam được áp dụng từ tháng 9/2025

## Đề xuất của Ủy ban châu Âu về việc siết chặt nhập khẩu thép:

Đầu tháng 10/2025, Ủy ban Châu Âu (EC) đã đưa ra đề xuất nhằm bảo vệ ngành thép EU trước tác động của tình trạng dư thừa công suất toàn cầu kéo dài. Nếu được thông qua, đề xuất này sẽ thay thế cơ chế tự vệ thép hiện hành, dự kiến hết hiệu lực vào tháng 6/2026. Các nội dung chính bao gồm:

- Giảm hạn ngạch nhập khẩu miễn thuế xuống còn 18,3 triệu tấn/năm, **tương đương mức giảm gần 50% so với năm 2024 – siết chặt hạn ngạch đáng kể.**
- Tăng gấp đôi mức thuế ngoài hạn ngạch lên 50% (so với mức 25% hiện tại).
- Tăng cường truy xuất nguồn gốc sản phẩm thông qua yêu cầu “Melt and Pour” nhằm hạn chế hành vi lẩn tránh.

## Tác động tiềm tàng đối với Việt Nam nếu đề xuất được thông qua:

Xuất khẩu thép của Việt Nam sang EU hiện đã bị hạn chế theo cơ chế tự vệ hiện hành, với hạn ngạch theo quý khoảng 110.000 tấn đối với HRC và khoảng 140.000 tấn đối với tôn mạ. Mặc dù EC chưa công bố phân bổ hạn ngạch chi tiết theo từng sản phẩm trong cơ chế mới, ước tính theo phương pháp phân bổ tỷ lệ cho thấy hạn ngạch có thể giảm xuống còn khoảng 55.000 tấn/quý đối với HRC và khoảng 70.000 tấn/quý đối với tôn mạ.

**Chúng tôi dự báo đề xuất này sẽ tiếp tục gây tác động tiêu cực, nhưng ở mức hạn chế, đối với HPG và các doanh nghiệp xuất khẩu tôn mạ khác của Việt Nam,** do sản lượng xuất khẩu sang EU vốn đã bị cắt giảm đáng kể do những cơ chế tự vệ hiện hữu.

## Thuế CBPG cuối cùng đối với HRC của Việt Nam:

Vào cuối tháng 9/2025, EU đã công bố áp dụng thuế CBPG cuối cùng đối với HRC nhập khẩu từ Việt Nam (cùng với Ai Cập và Nhật Bản).

**Formosa chịu mức thuế 12,1%, trong khi HPG được miễn áp thuế** nhờ vào (1) công nghệ sản xuất tiên tiến và (2) thái độ hợp tác tích cực trong quá trình điều tra.

**Diễn biến này có tác động tích cực đối với HPG** vì giúp công ty giành được thêm thị phần xuất khẩu sang EU từ Formosa. **Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động này là không đáng kể,** do hạn ngạch hiện tại chỉ cho phép xuất khẩu khoảng 110.000 tấn/quý (so với sản lượng bán HRC hàng tháng của HPG là trên 400.000 tấn). Ngoài ra, nếu đề xuất của EC vào tháng 10 được thông qua, hạn ngạch sẽ tiếp tục bị thắt chặt, qua đó hạn chế bất kỳ tác động tích cực nào mà chênh lệch thuế quan mang lại cho HPG.

# Chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu: Đề xuất của Ấn Độ về việc áp thuế tự vệ đối với các sản phẩm thép dẹt; Thuế CBPG đối với HRC từ Việt Nam

## Ấn Độ hoàn tất áp dụng thuế tự vệ 11%–12% đối với thép dẹt nhập khẩu:

- Tháng 8/2025, Ấn Độ hoàn tất điều tra tự vệ đối với thép. Theo đó, nước này áp dụng thuế tự vệ trong 3 năm, với mức 12% trong năm thứ nhất, 11,5% trong năm thứ hai và 11% trong năm thứ ba, theo đúng các đề xuất được đưa ra từ tháng 3 năm 2025. Thuế được áp dụng cho tất cả các quốc gia, bao gồm Việt Nam.
- Sản phẩm chịu tác động:** tấm thép, bao gồm nhưng không giới hạn ở HRC và tôn mạ.

### Tác động đối với Việt Nam:

#### Các nhà sản xuất HRC: Tác động bổ sung không đáng kể

- Trong năm 2024, kim ngạch xuất khẩu HRC của Việt Nam sang Ấn Độ chiếm khoảng 20% tổng kim ngạch xuất khẩu HRC của cả nước. Trong đó, gần như toàn bộ lượng xuất khẩu này đến từ Formosa, trong khi tỷ trọng của HPG là rất nhỏ. Trong 9T 2025, gần như không ghi nhận xuất khẩu HRC sang Ấn Độ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng việc áp thêm thuế sẽ có tác động không đáng kể.

#### Các doanh nghiệp tôn mạ: Tác động ở mức tối thiểu

- Trong năm 2024 và 9T 2025, Ấn Độ chỉ chiếm dưới 3% tổng kim ngạch xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam.
- Các doanh nghiệp như HSG, NKG và GDA đều có tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Ấn Độ rất thấp (dưới 5% tổng kim ngạch xuất khẩu của từng công ty).

## Thuế CBPG đối với HRC từ Việt Nam:

- Tháng 11/2025, Ấn Độ áp dụng thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Việt Nam, với thời hạn 5 năm.
- Xuất khẩu HRC của HPG sang Ấn Độ KHÔNG chịu thuế, do biên độ bán phá giá nằm trong ngưỡng 0–10%.
- Các doanh nghiệp Việt Nam khác (như Formosa) bị xác định có biên độ bán phá giá 20–30% và phải chịu mức thuế 121,5 USD/tấn.

### Tác động đối với Việt Nam:

- Chúng tôi đánh giá quyết định này có lợi cho HPG, vì mở ra cơ hội để mở rộng xuất khẩu sang Ấn Độ.
- Tuy nhiên, tác động dự kiến không quá đáng kể, do xuất khẩu thép sang Ấn Độ vẫn chịu thuế tự vệ 12%. Ngoài ra, thị trường này đang đối mặt với tình trạng dư cung và cầu yếu, gây áp lực giảm giá – khiến thị trường trở nên kém hấp dẫn. Theo Fastmarket, giá nhập khẩu HRC vào Ấn Độ trong tháng 10/2025 chỉ khoảng 400 USD/tấn, thấp hơn đáng kể so với giá HRC trong nước của HPG tại Việt Nam là hơn 500 USD/tấn.

# Bảo hộ thương mại toàn cầu: Malaysia nới lỏng thuế đối với các doanh nghiệp tôn mạ niêm yết của Việt Nam trong quyết định CBPG cuối cùng vào tháng 10/2025

## Malaysia nới lỏng thuế CBPG đối với tôn mạ Việt Nam:

- Ngày 31/10/2025, Malaysia đã hoàn tất điều tra CBPG đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Việt Nam.
- Biện pháp này chính thức có hiệu lực từ ngày 01/11/2025 và kéo dài trong 5 năm đến ngày 31/10/2030.
- Đáng chú ý, toàn bộ các doanh nghiệp xuất khẩu tôn mạ niêm yết của Việt Nam đều được giảm thuế về mức 0%, so với mức thuế tạm thời 11%–24% được áp dụng vào tháng 7. Tuy nhiên, một số doanh nghiệp lớn của Trung Quốc cũng được giảm thuế về 0%, bao gồm Baoshan Iron & Steel, Beijing Shougang Cold Rolling và Fujian Kaijing.
- Cuộc điều tra ban đầu được khởi xướng vào tháng 2/2025, và thuế tạm thời được áp dụng vào cuối tháng 6.

## Tác động đối với các doanh nghiệp tôn mạ niêm yết của Việt Nam:

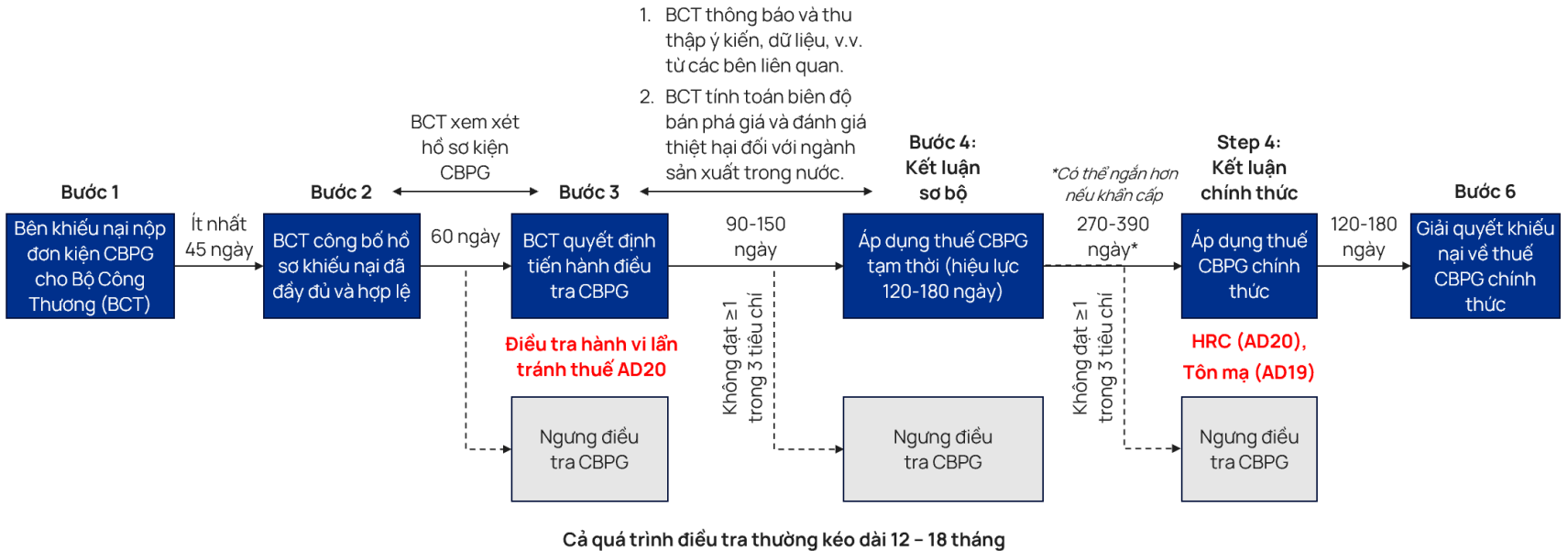
- Trong năm dương lịch 2024 (tức trước khi cuộc điều tra CBPG được tiến hành), xuất khẩu sang Malaysia chiếm 16%/9% tổng xuất khẩu/tổng sản lượng tôn mạ của HSG. Tỷ lệ này lần lượt là 7%/4% đối với GDA, 5%/4% đối với NKG và 1%/1% đối với HPG.
- Do đó, chúng tôi cho rằng quyết định này sẽ có tác động tích cực đến hoạt động xuất khẩu, chủ yếu đối với HSG, tiếp theo là GDA, NKG và HPG. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, mức độ tác động nhiều khả năng là không đáng kể, do (1) tỷ trọng đóng góp trong tổng sản lượng bán nhìn chung còn thấp, và (2) rủi ro cạnh tranh từ thép Trung Quốc giá rẻ, trong bối cảnh một số nhà sản xuất lớn của Trung Quốc cũng được hưởng mức thuế 0%.

Thuế CBPG của Malaysia đối với tôn mạ	Tạm thời	Cuối cùng
<b>Thuế CBPG của Malaysia đối với tôn mạ Trung Quốc</b>		
Baoshan Iron & Steel	8,7%	0%
Beijing Shougang Cold Rolling	4,9%	0%
Fujian Kaijing Greentech Materials	7,9%	0%
Shougang Jingtang United Iron & Steel	14,9%	7.7%
Baosteel Zhanjiang Iron & Steel	3,9%	26.8%
Khác	26,8%	26.8%
<b>Hàn Quốc</b>		
POSCO	11,7%	2.2%
Hyundai Steel	9,0%	5.6%
KG Dongbu Steel	16,1%	13.8%
Khác	31,5%	31.5%
<b>Việt Nam</b>		
HPG	16,8%	0%
HSG	11,4%	0%
NKG	15,3%	0%
GDA	24,4%	0%
China Steel and Nippon Steel Vietnam	18,9%	4.8%
Southern Steel Sheet	16,5%	9.9%
Tay Nam	35,8%	42.6%
TVP Steel	20,3%	42.6%
Tan Phuoc Khanh	57,9%	48.1%
Khác	57,9%	57.9%

# Thuế quan trong nước: Chính phủ Việt Nam cũng đã triển khai các biện pháp nhằm bảo vệ thị trường trong nước trước áp lực thép Trung Quốc bán phá giá

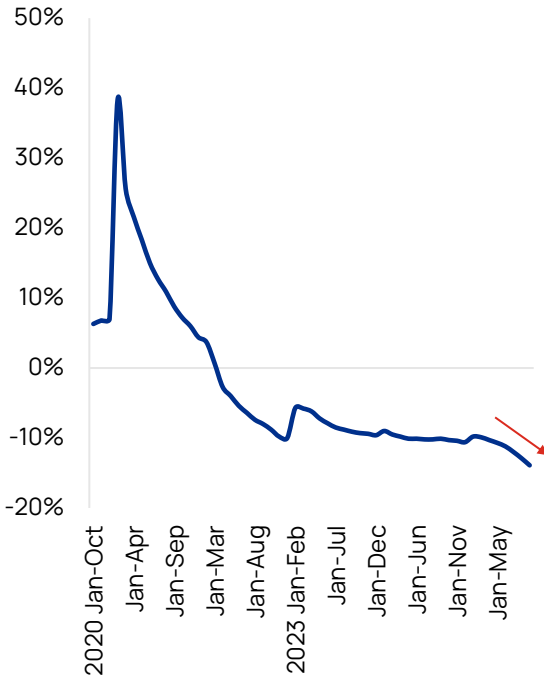
- **Thuế CBPG đối với tôn mạ nhập khẩu (AD19):** Vào tháng 8/2025, Bộ Công Thương đã áp dụng thuế CBPG chính thức đối với phần lớn tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc (37,13%) và Hàn Quốc (12,0%–15,7%). Một số nhà sản xuất quy mô nhỏ được miễn trừ.
- **Thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu (AD20):** Có hiệu lực từ ngày 06/07/2025, Bộ Công Thương áp dụng thuế CBPG chính thức ở mức 23,1%–27,83% đối với HRC Trung Quốc nhập khẩu. Biện pháp này áp dụng cho HRC khổ hẹp (bề rộng dưới 1,88 mét), có hiệu lực 5 năm.
- **Điều tra CBPG đối với HRC khổ rộng:** Ngày 27/10/2025, Bộ Công Thương đã khởi xướng điều tra hành vi tránh thuế AD20 thông qua việc nhập khẩu HRC khổ rộng từ Trung Quốc (bề rộng trên 1,88m và dưới 2,3m), hiện nằm ngoài phạm vi áp dụng của AD20. Thời gian điều tra tối đa 9 tháng kể từ ngày khởi xướng. Nếu biện pháp CBPG mở rộng được áp dụng, điều này sẽ có lợi cho cả sản lượng bán HRC và giá bán trung bình (ASP) của HPG và Formosa.

## Quá trình điều tra CBPG diễn hình tại Việt Nam



# Giá hàng hóa: Nhu cầu xây dựng cơ bản tại Trung Quốc vẫn ở mức yếu

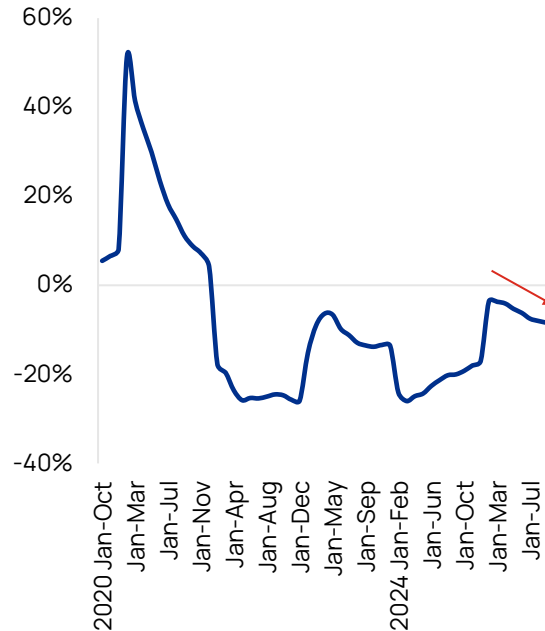
**Đầu tư phát triển BĐS của Trung Quốc so với đầu năm, YoY**



**Tổng cộng (tháng 1 - 9/2025): -13,9%**

- Tòa nhà dân cư: -12,9%
- Tòa nhà văn phòng: -19,1%
- Tòa nhà thương mại: -10,4%

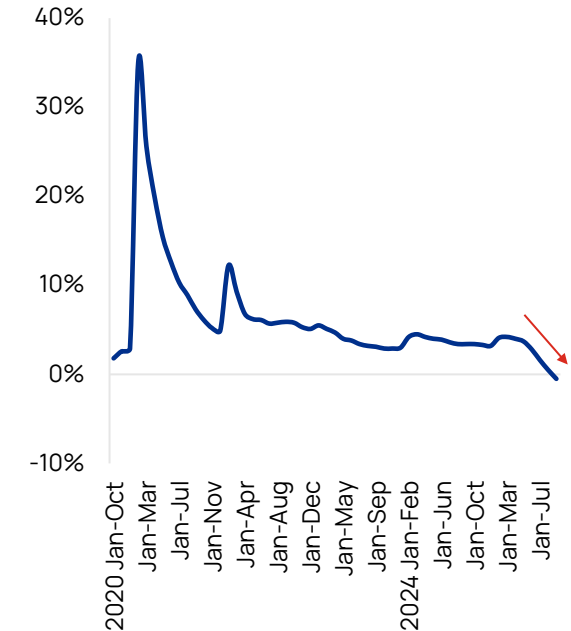
**Quỹ đầu tư phát triển BĐS của Trung Quốc so với đầu năm, YoY**



**Tổng cộng (tháng 1 - 9/2025): -8,4%**

- Cho vay trong nước: -1,4%
- Đầu tư nước ngoài: -37,3%
- Quỹ tự huy động: -9,3%
- Tiền gửi & biên lai tạm ứng: -10,3%
- Cho vay thế chấp cá nhân: -10,6%

**Đầu tư vào tài sản cố định so với đầu năm, YoY**



**Tổng cộng (tháng 1 - 9/2025): -0,5%**

- Do nhà nước sở hữu/nắm giữ: +1,0% → Mạnh
- Đầu tư tư nhân: -3,1% → Yếu

*Việc gia tăng đầu tư công vẫn chưa đủ để thúc đẩy đầu tư tư nhân.*

# Giá hàng hóa: Quan điểm của chúng tôi về giá đầu ra và đầu vào của thép năm 2026; biên LN của các doanh nghiệp sản xuất thép thượng nguồn tại Việt Nam dự kiến cải thiện so với cùng kỳ

## Đầu ra

Chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ phục hồi dần và nhiều biến động trong năm 2026. Nguyên nhân chính đến từ việc cắt giảm công suất theo chính sách chống cạnh tranh tiêu cực của Trung Quốc, nhằm giải quyết tình trạng cạnh tranh không lành mạnh và dư thừa công suất. Tuy nhiên, trong bối cảnh nhu cầu xây dựng tại Trung Quốc vẫn kém, chúng tôi cho rằng các nhịp tăng giá sẽ đi kèm với các nhịp điều chỉnh khi dữ liệu về nhu cầu yếu được công bố, dẫn đến một nhịp tăng giá nhiều biến động, thay vì một đà tăng đều và liên tục.

## Đầu vào

Chúng tôi dự báo giá đầu vào tiếp tục ở mức thấp trong năm 2026 do nguồn cung tăng và nhu cầu thép của Trung Quốc giảm:

- Quặng sắt:** Theo DISR của Úc\*, Úc dự kiến sẽ tăng kim ngạch xuất khẩu quặng sắt với tốc độ khoảng 1,4% mỗi năm trong giai đoạn 2026–27. Tuy nhiên, thay đổi đáng kể nhất là nguồn cung Simandou sắp tới từ châu Phi. Simandou, một trong những mỏ quặng sắt chất lượng cao (hàm lượng Fe khoảng 65%) chưa được khai thác lớn nhất thế giới với trữ lượng hơn 2,0 tỷ tấn, dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào tháng 11/2025. Theo Bloomberg, sản lượng dự kiến đạt khoảng 60 triệu tấn trong năm 2026 và tăng lên 120 triệu tấn từ năm 2027 khi hoạt động hết công suất. Ở công suất tối đa, Simandou sẽ tương đương khoảng 10% lượng nhập khẩu quặng sắt đường biển hàng năm của Trung Quốc và khoảng 7,5% thương mại đường biển toàn cầu, phản ánh mức tăng đáng kể vào nguồn cung.
- Than cốc:** Theo báo cáo DISR của Úc\*, kim ngạch xuất khẩu than cốc của Úc được dự báo tăng từ 147 triệu tấn trong năm tài chính 2023/24 lên 158 triệu tấn trong năm tài chính 2024/25 và 169 triệu tấn trong năm tài chính 2025/26, phản ánh xu hướng tăng nguồn cung kéo dài nhiều năm.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng việc Trung Quốc cắt giảm công suất thép theo chính sách chống cạnh tranh tiêu cực cũng sẽ làm giảm nhu cầu quặng sắt và than cốc do sản lượng thép giảm, qua đó gia tăng thêm áp lực giảm giá đối với đầu vào.

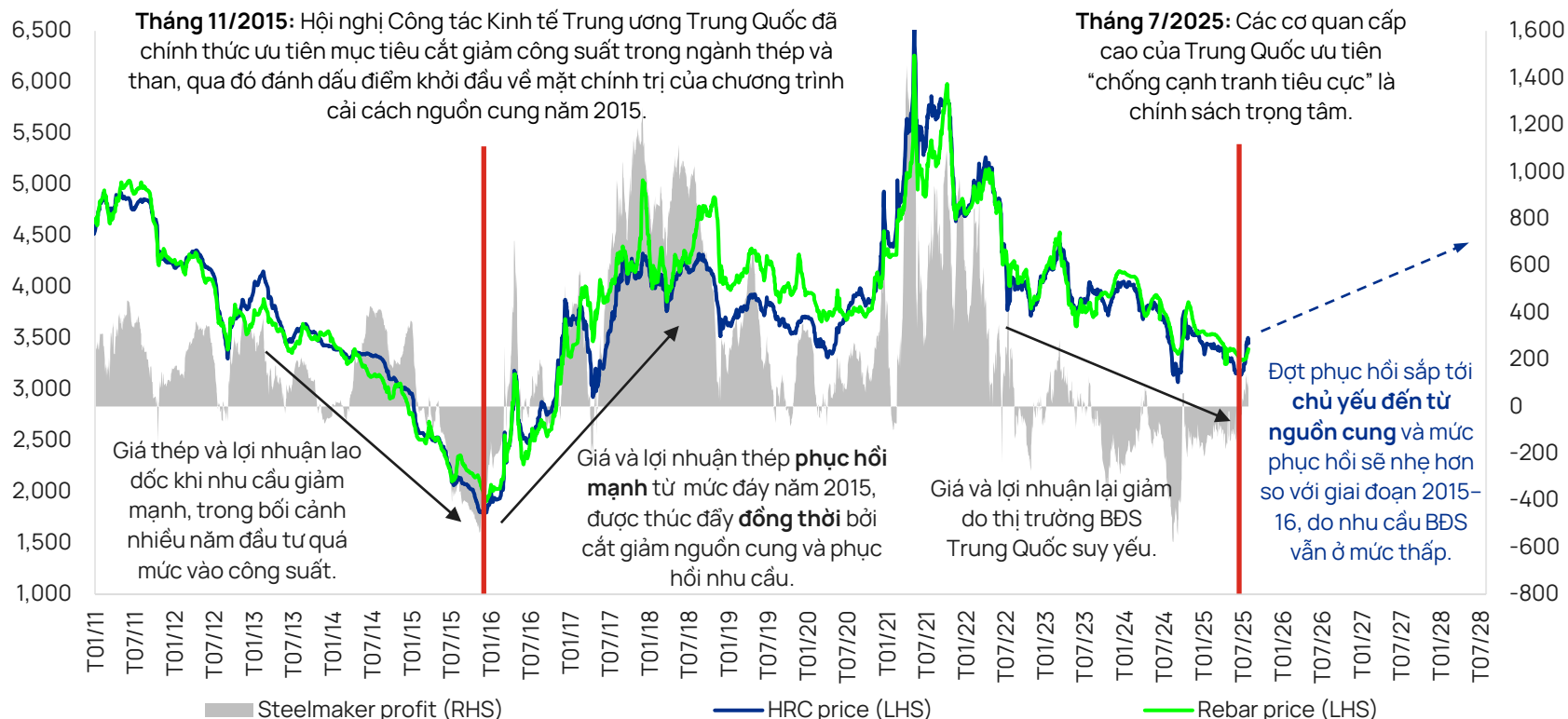
## Triển vọng biên lợi nhuận năm 2026F của các doanh nghiệp thép Việt Nam

**Doanh nghiệp thép thượng nguồn (VD: HPG):** Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp thượng nguồn hưởng lợi từ diễn biến thuận lợi giữa giá đầu vào và đầu ra, khi giá nguyên liệu thô giảm và giá thép dần cải thiện sẽ giúp biên lợi nhuận tăng trong năm 2026.

**Doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn (VD: NKG, HSG):** Chúng tôi vẫn thận trọng đối với triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 của các doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn, dù kỳ vọng giá thép Trung Quốc phục hồi, nhưng cạnh tranh trong nước vẫn gay gắt trong bối cảnh triển vọng xuất khẩu yếu. Trong năm 2025, khi xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam - vốn chiếm khoảng 50% tổng sản lượng tiêu thụ trong quá khứ - bị gián đoạn, các doanh nghiệp đã dịch chuyển mạnh về thị trường trong nước, vốn đang trong tình trạng dư cung kéo dài. Hệ quả là các nhà sản xuất không thể chuyển toàn bộ chi phí HRC tăng cao vào giá bán, dẫn đến biên lợi nhuận gộp giảm trong suốt năm 2025. Nhìn chung, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận năm 2026 của nhóm hạ nguồn sẽ ổn định hoặc chỉ cải thiện nhẹ, với mức tăng ASP nhiều khả năng chỉ đủ để bù đắp chi phí HRC cao hơn (vẫn cải thiện so với năm 2025, khi ASP tăng không đủ lấp át chi phí đầu vào tăng).

# Giá hàng hóa: Quan điểm của chúng tôi về tác động của chính sách chống cạnh tranh tiêu cực của Trung Quốc đối với giá thép trong năm 2026 và cả trong dài hạn

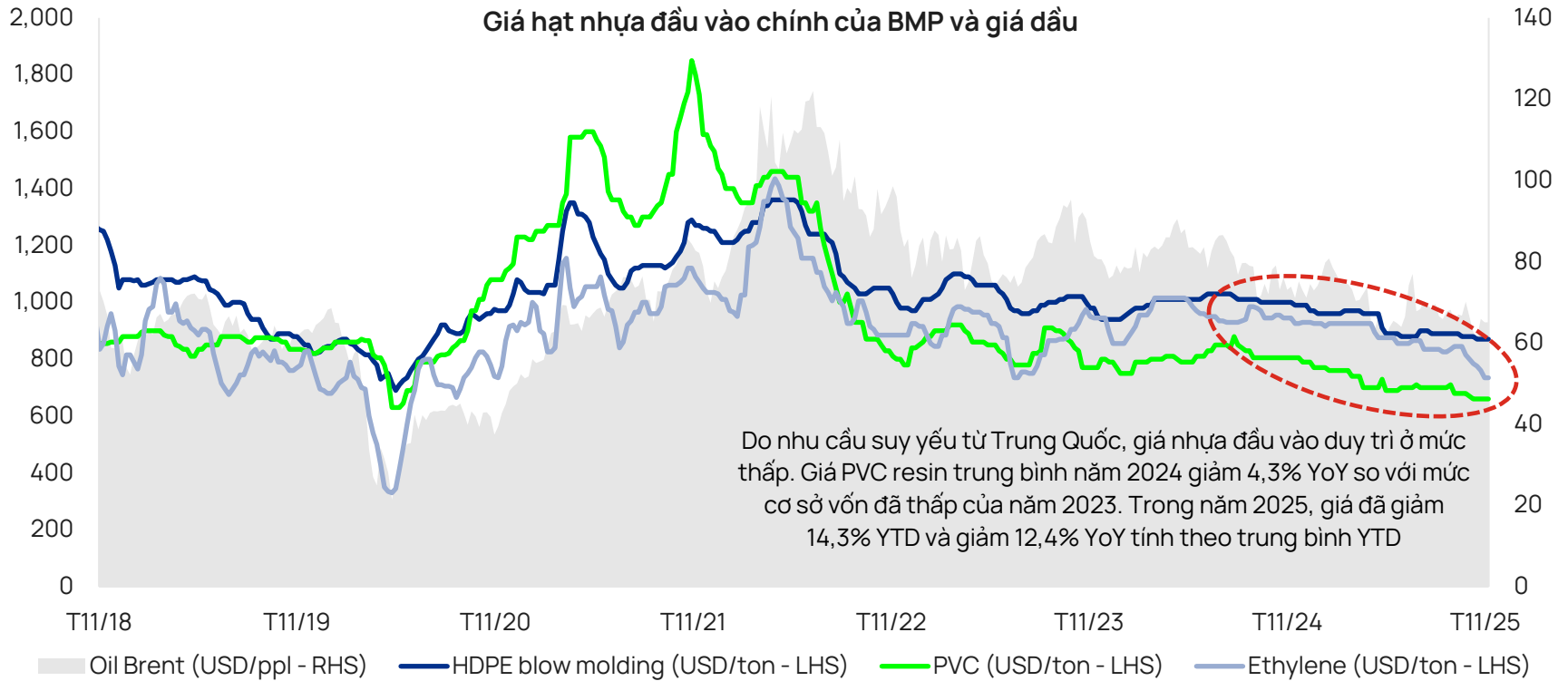
Giá HRC và thép xây dựng của Trung Quốc, và lợi nhuận của các nhà sản xuất thép BOF (CNY/tấn)



Chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ phục hồi dần từ mức cơ sở thấp hiện nay, với động lực chủ yếu đến từ cắt giảm nguồn cung và tốc độ phục hồi sẽ chậm hơn so với chu kỳ tăng năm 2015-17. Trong chu kỳ trước đó, từ đáy năm 2015 đến cuối năm 2017, giá HRC và thép xây dựng lần lượt tăng khoảng ~135% và ~136%, được thúc đẩy bởi việc giảm mạnh công suất và nhu cầu BĐS phục hồi, qua đó đưa lợi nhuận ngành lên mức kỷ lục. Một nghiên cứu của IMF (2018) ước tính rằng 60% mức phục hồi giá đến từ phía cầu và 40% từ các biện pháp phía cung. Ở chu kỳ hiện tại, chúng tôi cho rằng đà phục hồi sẽ chủ yếu do phía cung dẫn dắt, trong bối cảnh nhu cầu BĐS Trung Quốc vẫn kém tích cực. Do đó, tốc độ phục hồi sẽ khiêm tốn hơn so với chu kỳ năm 2015, vốn được hỗ trợ đồng thời bởi cả yếu tố cung và cầu. **Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng quá trình phục hồi sẽ diễn ra chậm và còn nhiều biến động, do việc cắt giảm công suất cần thời gian để phát huy hiệu quả trong khi nhu cầu BĐS vẫn ở mức thấp; tuy nhiên, động lực phục hồi sẽ được cải thiện dần trong trung và dài hạn.**

# Giá hàng hóa: Chúng tôi cho rằng chi phí nhựa PVC resin đầu vào sẽ duy trì ở mức thấp trong quý 4/2025 và năm 2026, qua đó tác động tích cực đến biên lợi nhuận của BMP (1)

## ỐNG NHỰA



- Trước nhu cầu kém khả quan kéo dài từ Trung Quốc, giá nhựa đầu vào duy trì ở mức thấp trong suốt năm 2024. Giá PVC resin trung bình năm 2024 giảm 4,3% YoY so với mức cơ sở thấp của năm 2023, qua đó giúp biên LN gộp của BMP tăng lên 43,1%, so với 41% trong năm 2023 (mức cơ sở cao).
- Chúng tôi dự báo biên LN gộp năm 2025 sẽ đạt 44,1%, tăng nhẹ YoY, do chúng tôi kỳ vọng giá đầu vào tiếp tục giảm nhẹ YoY, trong bối cảnh chiến tranh thương mại Mỹ-Trung có thể tiếp tục gây áp lực lên quá trình phục hồi nhu cầu của Trung Quốc.

# Giá hàng hóa: Chúng tôi cho rằng chi phí nhựa PVC resin đầu vào sẽ duy trì ở mức thấp trong quý 4/2025 và năm 2026, qua đó tác động tích cực đến biên lợi nhuận của BMP (2)

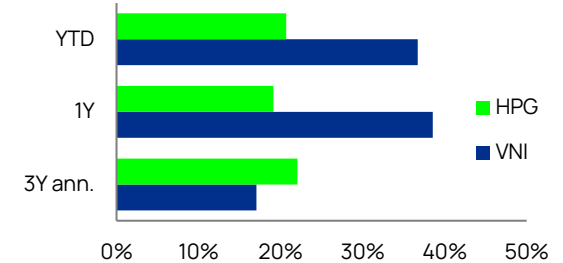
## ỐNG NHỰA

Giá PVC tương lai tại Trung Quốc gần chạm mức thấp nhất mọi thời đại trong tháng 11/2025 (CNY/tấn, ngày)



# HPG - Các yếu tố hỗ trợ trong nước và toàn cầu củng cố cho triển vọng tích cực

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	27.300 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	138.855	151.338	186.166	212.044
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>35.700 VND</b>	%YoY	17%	9%	23%	14%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	12.020	16.003	21.714	26.857
		%YoY	76%	33%	36%	24%
TL tăng	+30,8%	EPS	76%	33%	36%	24%
Lợi suất cổ tức	2,9%	Biên LN gộp	13,3%	16,7%	17,6%	18,6%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+33,7%</b>	Biên EBITDA	15,5%	20,5%	21,6%	22,3%
		Biên LN từ HDKD	10,5%	13,6%	14,7%	15,8%
Ngành	Thép	Biên LN ròng	8,7%	10,6%	11,7%	12,7%
GT vốn hóa	208,6 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	-18,3%	7,1%	4,4%	8,8%
Room KN	58,1 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	13,0x	9,1x	7,0x	5,9x
GTGD/ngày (30n)	818,4 tỷ đồng	P/E	18,1x	13,6x	10,0x	8,1x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,8x	1,6x	1,4x	1,3x
SL CP lưu hành	7,7 tỷ	ROE	11,1%	13,1%	15,8%	17,4%
Pha loãng	7,7 tỷ	* GMT và khuyến nghị cập nhật ngày 10/11/2025				



## Tổng quan Công ty

HPG là công ty sản xuất thép tư nhân lớn nhất Việt Nam. Các dòng sản phẩm chính bao gồm thép xây dựng (công suất 5,2 triệu tấn/năm), HRC (8,4 triệu tấn/năm), và ống thép (1,0 triệu tấn/năm).

**Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng ngắn và trung hạn của HPG, dựa trên các yếu tố hỗ trợ từ cả trong và ngoài nước.** Các yếu tố hỗ trợ trong nước đối với thép xây dựng bao gồm sự phục hồi của thị trường BĐS và việc chi ngân sách cho đầu tư hạ tầng đạt mức cao kỷ lục. Đối với HRC, các động lực tăng trưởng bao gồm nhà máy DQ2 và việc áp thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu. Các yếu tố hỗ trợ từ thị trường nước ngoài bao gồm: (1) sự phục hồi dần của giá thép tại Trung Quốc nhờ chính sách chống cạnh tranh tiêu cực nhằm hạn chế tình trạng dư cung và (2) sự gia tăng của nguồn cung quặng sắt trong giai đoạn 2026-27 khi dự án Simandou đi vào hoạt động từ tháng 11/2025. Đối với ý (1) đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng, trong ngắn hạn, giá thép sẽ phục hồi dần nhưng sẽ có nhiều biến động, do việc cắt giảm nguồn cung cần thời gian để phát huy hiệu quả trong khi nhu cầu BĐS tại Trung Quốc vẫn ở mức yếu; tuy nhiên, đã phục hồi được dự báo sẽ mạnh hơn trong trung-dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ tăng mới của giá thép Trung Quốc sẽ kéo giá thép Việt Nam tăng theo, qua đó hỗ trợ đà tăng trưởng của biên lợi nhuận và lợi nhuận của các doanh nghiệp thép như HPG.

**Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 đạt 36% svck,** do (1) sản lượng bán thép xây dựng tăng 12%, (2) sản lượng bán HRC tăng 43% nhờ đóng góp trong cả năm của DQSC2 giai đoạn 1 và 2 (hiệu suất hoạt động trong năm 2026 dự kiến đạt 100% đối với DQSC1, 80% đối với DQSC2 giai đoạn 1 và 60% đối với DQSC2 giai đoạn 2), và (3) biên lợi nhuận cải thiện nhẹ, khi chúng tôi kỳ vọng giá thép tăng ở mức 2-3%, trong khi giá quặng sắt đầu vào vẫn thuận lợi nhờ nguồn cung mới từ dự án Simandou.

**Định giá hấp dẫn:** Ở mức giá hiện tại, HPG đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 10 lần - hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026 dự kiến đạt 36% YoY và tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn 2025-2028 đạt mức 25%. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương P/E dự phóng năm 2026 ở mức 13,1 lần, tương ứng +0,75 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 10 năm. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý khi xét đến triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ với LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng tăng lần lượt 33%/36%/24%/16% trong giai đoạn 2025-28.

**IPO của Hòa Phát Nông nghiệp (mã: HPA) dự kiến sẽ diễn ra vào tháng 12/2025:** HPA hiện có vốn điều lệ là 2,55 nghìn tỷ đồng và được HPG sở hữu khoảng 95% cổ phần. Quy mô chào bán là 30 triệu cổ phiếu. HPA đang hoạt động trong 4 mảng: (1) sản xuất thức ăn chăn nuôi (khoảng 30% doanh thu năm 2024), (2) chăn nuôi heo (~40%), (3) chăn nuôi bò (~20%), và (4) gia cầm và trứng (~10%). HPA hiện vận hành theo mô hình nông nghiệp tích hợp dọc 2F (Feed-Farm/Thức ăn chăn nuôi - Trang trại), tức tự sản xuất thức ăn cho các trang trại của mình và bán phần dư ra thị trường.

# Nhận định ban đầu về tác động tiềm ẩn của VinMetal đối với HPG (1)

## Tổng quan về VinMetal:

- **Vốn điều lệ:** VinMetal có vốn điều lệ là 15 nghìn tỷ đồng, tăng 5 nghìn tỷ đồng so với mức 10 nghìn tỷ đồng được công bố ban đầu.
- **Thời điểm khởi công:** Theo truyền thông trong nước, nhà máy dự kiến khởi công vào ngày 19/12/2025. Chúng tôi ước tính thời gian xây dựng khoảng 2–3 năm, dựa trên tiến độ triển khai dự án của HPG.
- **Công suất hàng năm:** 5 triệu tấn/năm trong Giai đoạn 1. Mức vốn 15 nghìn tỷ đồng nhìn chung khá nhỏ so với quy mô dự án (ví dụ DQSC2 có công suất 5,6 triệu tấn/năm với vốn đầu tư 70 nghìn tỷ đồng). Do đó, chúng tôi cho rằng VinMetal có thể sẽ cần huy động thêm vốn để đạt công suất mục tiêu (thông qua việc tự xây dựng nhà máy và/hoặc M&A/mua lại các nhà máy hiện hữu).
- **Cơ cấu sản phẩm:** Thép xây dựng, HRC, thép chất lượng cao và thép chuyên dụng, thép đường ray và thép kết cấu. Cơ cấu sản phẩm chi tiết của nhà máy hiện chưa được công bố.
- **Mục tiêu hiện tại:** Phục vụ nhu cầu nội bộ của các doanh nghiệp lớn trong hệ sinh thái Vingroup (Vinhomes, VinFast,...) và các dự án hạ tầng, năng lượng, giao thông sắp tới (ví dụ đường sắt cao tốc) mà Vingroup đang hoặc dự kiến sẽ tham gia.
- **Tham vọng dài hạn:** Trở thành doanh nghiệp dẫn đầu về “thép xanh” tại Việt Nam, ứng dụng công nghệ phát thải carbon thấp và sử dụng năng lượng tái tạo/giải pháp tái sử dụng năng lượng.

## Quan điểm ban đầu của chúng tôi về tác động tiềm tàng đối với HPG:

- Chúng tôi kỳ vọng áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng khi nguồn cung mới đi vào hoạt động, do công suất 5 triệu tấn/năm là khá lớn, tương đương ~16% sản lượng thép dự phóng trong năm 2025 của Việt Nam (32 triệu tấn, theo VSA) và khoảng 1/3 tổng công suất của HPG vào cuối năm 2025.

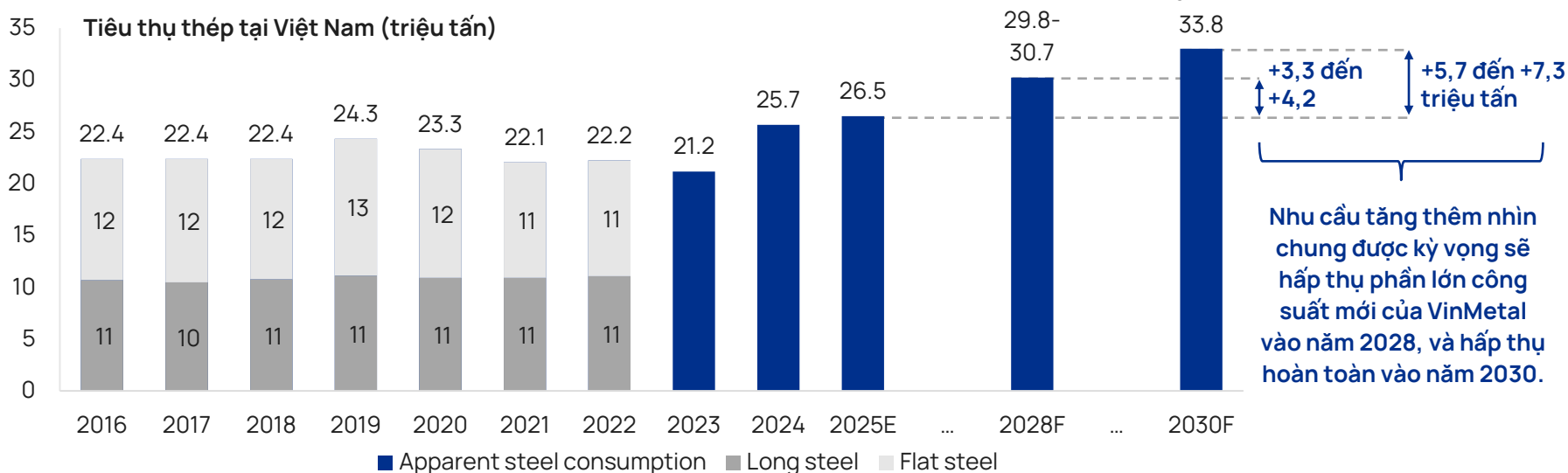
## Một số yếu tố cần theo dõi (do thông tin hiện còn hạn chế):

- **Tiến độ phát triển của VinMetal:** Nếu VinMetal lựa chọn xây dựng nhà máy mới, chúng tôi cho rằng thời gian triển khai sẽ mất 2–3 năm (dựa trên vốn đầu tư cho các dự án trước đây của HPG), tương đương với tác động không đáng kể lên HPG ít nhất trước cuối năm 2027/đầu năm 2028. Tuy nhiên, nếu VinMetal lựa chọn các phương án nhanh hơn (ví dụ M&A/mua lại nhà máy thép hiện hữu), áp lực cạnh tranh có thể xuất hiện sớm hơn.
- **Vốn đầu tư theo từng dòng sản phẩm:** Nếu tỷ trọng đầu tư vào thép xây dựng và HRC (các sản phẩm cốt lõi của HPG) cao, áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng; ngược lại, nếu tỷ trọng này thấp hơn, tác động sẽ được giảm bớt.

# Nhận định ban đầu về tác động tiềm ẩn của VinMetal đối với HPG (2)

## Các yếu tố giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh đối với HPG:

- Yếu tố bù đắp từ phía cầu trong trung hạn:** Nhu cầu thép của Việt Nam trong năm 2025 ước tính đạt khoảng ~26,5 triệu tấn (theo VSA), và chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ tăng trưởng với CAGR đạt ~4–5% đến năm 2030. Diễn biến này tương ứng với mức tăng thêm trong nhu cầu đạt khoảng ~3,3–4,2 triệu tấn vào năm 2028 và ~5,7–7,3 triệu tấn vào năm 2030, qua đó hấp thụ phần lớn nguồn cung mới của VinMetal trong trung hạn. Cụ thể, đến năm 2028, tăng trưởng nhu cầu có thể bao phủ 66–84% công suất mới của VinMetal, mức dư cung sẽ vào khoảng 0,8–1,7 triệu tấn. Chúng tôi dự kiến điều này không gây ra áp lực đáng kể lên HPG, do các nhà máy mới hiếm khi đạt hiệu suất tối đa ngay trong năm đầu vận hành. Ngay cả DQ2 cũng được kỳ vọng chỉ vận hành ở mức 60–70% trong năm đầu, và đây đã là mức tương đối cao do nhu cầu cho sản phẩm nội địa tăng mạnh nhờ thuế CBPG lên sản phẩm nhập khẩu. Đến năm 2030, nhu cầu tăng thêm được kỳ vọng sẽ hấp thụ toàn bộ công suất của VinMetal.
- Chi phí của thép xanh:** Theo thông tin từ truyền thông, VinMetal dự kiến tập trung vào công nghệ thép xanh. Do chi phí của sản xuất thép phát thải thấp cao hơn so với công nghệ BOF truyền thống, chúng tôi cho rằng các dòng thép thương mại phổ thông của HPG sẽ phần nào được “bảo vệ” khỏi cạnh tranh trực tiếp. Ví dụ, theo khảo sát ngành của chúng tôi, tính đến giữa tháng 11/2025, chênh lệch giá giữa thép cuộn xanh và giá HRC CFR vào Việt Nam ở mức khoảng ~100–200USD/tấn, tương đương cao hơn 20–40%.



# VIC thiết lập quan hệ hợp tác với Pomina; tác động tiềm tàng đối với HPG

Chúng tôi gần đây ghi nhận Vingroup (HOSE: VIC) và Pomina (UpCOM: POM) đang ngày càng gắn kết về mặt định hướng chiến lược.

- Vào giữa tháng 11/2025, VinMetal (công ty con do VIC sở hữu 98%) đã bổ nhiệm ông Đỗ Tiến Sỹ – CEO kiêm Phó Chủ tịch POM – giữ chức CEO.
- Đến cuối tháng 11/2025, VIC công bố hợp tác chiến lược và hỗ trợ tài chính cho Pomina (UpCOM: POM), với các nội dung chính như sau:
  - Theo thỏa thuận, VIC sẽ thông qua VinMetal để cấp vốn lưu động cho POM với lãi suất 0% trong tối đa 2 năm (hạn mức chưa được công bố).
  - VIC cũng sẽ ưu tiên POM làm nhà cung cấp thép cho các doanh nghiệp trong hệ sinh thái của công ty, bao gồm VinFast, Vinhomes và VinSpeed, đồng thời hỗ trợ Pomina trong quá trình tái cơ cấu.
  - Liên quan đến thay đổi nhân sự cấp cao tại VinMetal, ông Đỗ Tiến Sỹ – người vừa được bổ nhiệm làm CEO VinMetal – sẽ quay trở lại điều hành POM, trong khi ông Phạm Nhật Quân Anh (con trai Chủ tịch VIC) sẽ đảm nhiệm vị trí CEO của VinMetal.

**Tổng quan về POM:** Pomina từng là một trong những doanh nghiệp thép xây dựng lớn tại khu vực phía Nam, với 30% thị phần miền nam vào năm 2013 (tương đương 16% thị phần toàn quốc). Tuy nhiên, nhiều năm quản trị yếu kém và khó khăn tài chính đã khiến doanh nghiệp suy yếu. Trong 10T 2025, thị phần thép xây dựng của POM theo số liệu VSA được ghi nhận ở mức 0%. Dù vậy, dựa trên BCTC của POM và mặt bằng giá thép xây dựng trên thị trường, chúng tôi ước tính POM vẫn chiếm khoảng ~1–2% thị phần thép xây dựng trong năm 2024 và trong 9T 2025.

**Quan điểm của chúng tôi về VinMetal và POM:** Diễn biến này (1) hỗ trợ cho thanh khoản của POM trong ngắn hạn và hỗ trợ quá trình tái cơ cấu của POM, đồng thời (2) giúp VIC/VinMetal tăng cường năng lực trong ngành thép và có thể khai thác hiệu quả hơn công suất hiện hữu của POM. Về dài hạn, nếu POM cải thiện được hiệu quả vận hành, diễn biến này có thể giúp đảm bảo nguồn cung thép ổn định hơn cho các hoạt động xây dựng trong hệ sinh thái Vingroup.

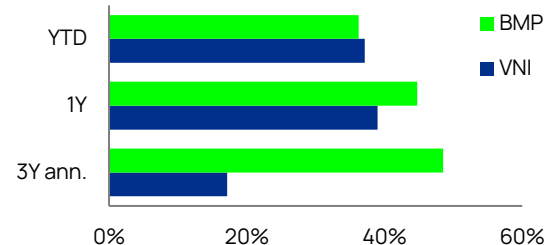
## Tác động tiềm tàng đối với HPG:

- Nếu hỗ trợ từ VIC giúp Pomina khôi phục hoạt động sản xuất, áp lực cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng. Tuy nhiên, tác động này chỉ giới hạn ở mảng thép xây dựng, do POM không sản xuất HRC và vì vậy không cạnh tranh với HPG trong mảng tấm thép.
- **Đối với nhu cầu thép xây dựng của các dự án liên quan đến Vingroup,** chúng tôi kỳ vọng POM sẽ trở thành nhà cung cấp được ưu tiên theo thỏa thuận hợp tác. Điều này có thể khiến HPG giảm một phần sản lượng thép xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động vẫn trong vòng kiểm soát, do (1) công suất của POM nhỏ hơn đáng kể so với HPG (1,5 triệu tấn so với 5,8 triệu tấn), và (2) VIC nhiều khả năng sẽ đa dạng hóa nguồn cung, thay vì phụ thuộc vào một nhà cung cấp duy nhất.
- **Đối với thị trường thương mại nói chung,** chúng tôi không kỳ vọng POM sẽ tạo ra thách thức đáng kể đối với HPG. Quy mô vượt trội, cấu trúc chi phí tích hợp và lợi thế kinh tế theo quy mô mang lại cho HPG lợi thế chi phí mang tính cấu trúc, điều mà POM khó có thể theo kịp.

# BMP - Lợi nhuận năm 2026 dự kiến đạt mức cao kỷ lục mới nhờ giá đầu vào thấp

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F	
Giá cổ phiếu (04/12)	164.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	4.616	5.657	6.223	6.659	
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>192.500 VND</b>	%YoY	-10%	23%	10%	7%	
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	991	1.333	1.413	1.361	
		%YoY	-5%	35%	6%	-4%	
TL tăng	+17,0%	EPS	%YoY	-5%	35%	6%	-4%
Lợi suất cổ tức	+9,7%	Biên LN gộp	43,1%	46,5%	46,6%	43,8%	
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+26,7%</b>	Biên EBITDA	30,9%	33,1%	31,1%	28,3%	
		Biên LN từ HĐKD	28,4%	31,4%	29,6%	26,9%	
Ngành	Nhựa	Biên LN ròng	21,5%	23,6%	22,7%	20,4%	
GT vốn hóa	13,5 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	19,5%	28,4%	24,0%	21,7%	
Room KN	1,9 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	7,6x	5,8x	5,6x	5,7x	
GTGD/ngày (30n)	18,5 tỷ đồng	P/E	13,7x	10,2x	9,6x	10,0x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	5,0x	4,5x	4,5x	4,5x	
SL CP lưu hành	81,9 tr	ROE	36,8%	46,8%	47,1%	45,1%	
Pha loãng	81,9 tr						

\* GMT và khuyến nghị cập nhật ngày 12/11/2025



## Tổng quan Công ty

Thành lập năm 1977, BMP là doanh nghiệp tiên phong trong ngành ống nhựa của Việt Nam. Hiện tại, cổ đông lớn nhất của BMP là Nawaplastic – công ty con của Tập đoàn SCG (Thái Lan), nắm giữ 54,4% cổ phần.

**Chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2025 và năm 2026 sẽ lần lượt đạt mức cao kỷ lục theo quý và theo năm, chủ yếu nhờ triển vọng chi phí đầu vào duy trì ở mức thấp.** Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 tăng mạnh 35% YoY, được hỗ trợ bởi KQKD trong 9T tích cực và triển vọng tăng trưởng vững chắc trong quý 4 (+4% QoQ, +60% YoY từ mức cơ sở thấp), và LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng 6% YoY so với mức lợi nhuận dự phóng kỷ lục của năm 2025. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp năm 2025/26 lần lượt đạt 46,5%/46,6%, phản ánh giả định tăng trưởng giá đầu vào năm 2025/26 ở mức -6,5%/0% YoY.

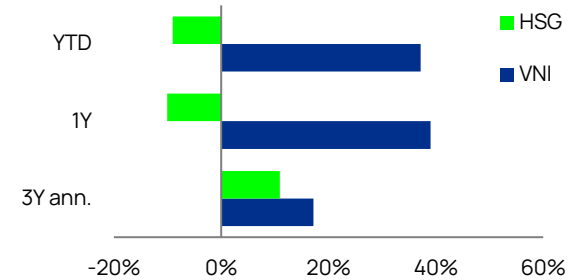
**Chúng tôi áp dụng quan điểm kém tích cực hơn đối với triển vọng giá PVC (và do đó, quan điểm tích cực hơn đối với biên lợi nhuận gộp của BMP), được thúc đẩy bởi (1) các yếu tố cơ bản yếu của ngành PVC của Trung Quốc và (2) giả định mới của chúng tôi rằng PVC có khả năng không phải là mục tiêu của chính sách chống cạnh tranh tiêu cực.** Về phía cung, (1) tồn kho PVC xã hội tại Trung Quốc đang ở mức cao lịch sử, trong khi (2) công suất tăng trong năm 2025, với mức tăng khoảng 9% YoY. Trước đây, chúng tôi giả định PVC có thể sẽ nằm trong danh sách các ngành bị ảnh hưởng bởi chính sách chống cạnh tranh tiêu cực (như đã lưu ý trong [Báo cáo Cập nhật ngày 04/09/2025](#)) để giữ quan điểm thận trọng, nhưng các cuộc họp chính sách cấp cao gần đây về chủ đề này đã không đề cập đến mảng PVC. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giả định thành Trung Quốc sẽ không cắt giảm nguồn cung hoặc chỉ cắt giảm hạn chế (trong [Báo cáo Cập nhật ngày 12/11/2025](#)). Về phía cầu, (1) dữ liệu cho thấy nhu cầu xây dựng nội địa của Trung Quốc đã duy trì trạng thái suy giảm trong hơn 3 năm, và đang xuất hiện dấu hiệu suy yếu thêm trong những tháng gần đây, trong khi (2) nhu cầu xuất khẩu sẽ đối mặt với thách thức từ thuế chống bán phá giá sắp tới của Ấn Độ. Nhìn chung, các yếu tố này củng cố quan điểm kém tích cực của chúng tôi về giá PVC.

**Với KQKD khả quan và mức lợi suất cổ tức 12T cao là 9,7%**, chúng tôi cho rằng định giá của BMP hiện đang hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 9,6x tại giá thị trường hiện tại. Mức giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức P/E dự phóng năm 2026 là 11,3 lần, ngang với mức P/E trung bình 3 năm và 5 năm của BMP lần lượt là 11,4 lần và 11,3 lần.

# HSG – Dù giá thép phục hồi đã hỗ trợ một phần, KQKD vẫn chịu áp lực từ cạnh tranh gay gắt trong nước và xuất khẩu suy yếu

Khuyến nghị*	PHTT		FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	16.850 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	39.272	40.669	44.259	48.815
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>13.500 VND</b>	%YoY	24,1%	3,6%	8,8%	10,3%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	515	502	594	849
		%YoY	1717%	-2%	18%	43%
TL tăng	-19,9%	EPS	1717%	-2%	18%	43%
Lợi suất cổ tức	<u>3,0%</u>	Biên LN gộp	10,9%	11,0%	11,1%	11,5%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>-16,9%</b>	Biên EBITDA	3,6%	4,0%	4,2%	4,5%
		Biên LN từ HĐKD	1,1%	1,5%	1,8%	2,3%
Ngành	Thép	Biên LN ròng	1,3%	1,2%	1,3%	1,7%
GT vốn hóa	10,5 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	-6,8%	5,1%	2,7%	2,4%
Room KN	4,2 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	10,1x	8,9x	7,7x	6,5x
GTGD/ngày (30n)	60,7 tỷ đồng	P/E	20,6x	21,1x	17,8x	12,5x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x
SL CP lưu hành	616 tr	ROE	4,7%	4,6%	5,3%	7,4%
Pha loãng	616 tr					

\* GMT và khuyến nghị cập nhật ngày 18/04/2025



## Tổng quan Công ty

Được thành lập vào năm 2001, HSG là một trong những nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu tại Việt Nam với công suất 2,7 triệu tấn. Các sản phẩm khác bao gồm ống thép và ống nhựa. Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/09 hàng năm.

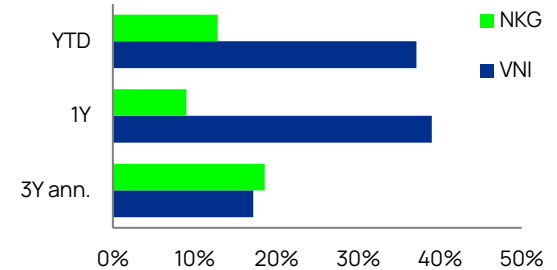
**Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với triển vọng cho năm tài chính 2026 của HSG, dù dự kiến giá thép tại Trung Quốc sẽ phục hồi dần, do cạnh tranh gay gắt trong nước và môi trường xuất khẩu kém thuận lợi tiếp tục gây áp lực lên diễn biến toàn ngành.** Trong một chu kỳ tăng của giá thép, biên lợi nhuận thường được cải thiện khi giá bán đầu ra điều chỉnh nhanh hơn so với chi phí đầu vào đã được mua trước đó với giá thấp hơn, và các doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn thường hưởng lợi nhiều hơn so với các doanh nghiệp thượng nguồn như HPG nhờ chuỗi giá trị ngắn hơn. Tuy nhiên, trong năm tài chính 2026, chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận của HSG sẽ cải thiện không đáng kể. Trong suốt năm 2025, các biện pháp bảo hộ tại những thị trường xuất khẩu chủ chốt đã buộc toàn bộ các nhà sản xuất tôn mạ của Việt Nam chuyển hướng sản lượng về thị trường trong nước vốn đã dư cung. Diễn biến này tạo ra áp lực cạnh tranh rất lớn, trong bối cảnh xuất khẩu trước đây chiếm khoảng ~50% tổng doanh số tôn mạ của Việt Nam. Do đó, lợi ích từ thuế AD19 đã bị suy giảm đáng kể, và các nhà sản xuất, bao gồm HSG, gặp khó khăn trong việc chia sẻ phần chi phí HRC tăng cao (từ thuế AD20) sang giá bán, qua đó, theo nhận định của chúng tôi, gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp cốt lõi. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng ghi nhận sự tham gia của một số doanh nghiệp quy mô nhỏ mới trong quý 3/2025 (với tổng công suất khoảng ~500.000 tấn, tương đương ~10% công suất của 4 nhà sản xuất lớn nhất), tiếp tục gia tăng áp lực cạnh tranh. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận năm tài chính 2026 của HSG sẽ đi ngang hoặc chỉ tăng nhẹ, với mức cải thiện ASP nhiều khả năng chỉ đủ để bù đắp chi phí HRC tăng cao – dù đây vẫn là kịch bản tích cực hơn so với nửa cuối năm tài chính 2025, khi mức tăng giá bán không đủ để chuyển toàn bộ chi phí đầu vào tăng thêm đến khách hàng cuối.

**HSG hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm tài chính 2026 là 17,8 lần**, so với P/E trung bình 5 năm (loại trừ các giai đoạn suy giảm lợi nhuận) khoảng 9-10 lần và mức trung vị của các công ty cùng ngành là 12-13 lần. Chúng tôi lưu ý rằng vẫn tồn tại rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo lợi nhuận hiện tại cho năm tài chính 2026, trong bối cảnh kết quả cốt lõi năm tài chính 2025 thấp hơn kỳ vọng, cùng với quan điểm thận trọng của chúng tôi về triển vọng năm tài chính 2026.

# NKG – Giá thép phục hồi trong năm 2026 là yếu tố hỗ trợ, nhưng cạnh tranh gay gắt trong nước và xuất khẩu suy yếu vẫn là những thách thức chính

Khuyến nghị*	PHTT		2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	16.200 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	20.609	19.805	26.966	32.915
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>13.100 VND</b>	%YoY	10,8%	-3,9%	36,2%	22,1%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	453	442	596	986
		%YoY	286%	-3%	35%	65%
TL tăng	-19,1%	EPS	286%	-26%	35%	65%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	8,9%	8,8%	8,7%	9,3%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>-19,1%</b>	Biên EBITDA	5,2%	5,7%	6,4%	6,7%
		Biên LN từ HĐKD	3,4%	3,8%	3,9%	4,6%
		Biên LN ròng	2,2%	2,2%	2,2%	3,0%
Ngành	Thép	Dòng tiền/Doanh thu	-8,9%	-7,0%	2,1%	0,2%
GT vốn hóa	7,3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	11,9x	11,4x	7,4x	5,8x
Room KN	3,2 nghìn tỷ đồng	P/E	12,5x	16,9x	12,5x	7,6x
GTGD/ngày (30n)	118,8 tỷ đồng	P/B	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	8,0%	6,4%	7,3%	11,2%
SL CP lưu hành	447,6 tr					
Pha loãng	447,6 tr					

\* GMT và khuyến nghị cập nhật ngày 18/04/2025



Tổng quan Công ty

Thành lập năm 2002, NKG là một trong số những nhà sản xuất tôn mạ và ống thép lớn nhất Việt Nam. Các sản phẩm của công ty được sử dụng trong xây dựng nhà ở, công nghiệp và công trình dân dụng.

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với triển vọng trong năm 2026 của NKG, dù kỳ vọng giá thép tại Trung Quốc sẽ phục hồi dần, do cạnh tranh gay gắt trong nước và môi trường xuất khẩu kém khả quan tiếp tục gây ra áp lực lên toàn ngành. Thông thường, một chu kỳ tăng giá thép cho phép biên lợi nhuận cải thiện, do giá bán đầu ra (chịu ảnh hưởng từ giá giao ngay) thường điều chỉnh nhanh hơn so với chi phí đầu vào được mua từ trước tại mức giá thấp hơn; và các nhà sản xuất tôn mạ hạ nguồn thường hưởng lợi nhiều hơn so với các doanh nghiệp thượng nguồn như HPG nhờ chuỗi giá trị ngắn hơn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mức cải thiện biên lợi nhuận của NKG trong năm 2026 chỉ ở mức hạn chế. Trong năm 2025, các biện pháp bảo hộ tại thị trường xuất khẩu chính buộc các nhà sản xuất trong nước phải chuyển hướng tiêu thụ sang thị trường nội địa vốn đã dư cung. Diễn biến này tạo áp lực giảm mạnh lên thị trường, khi xuất khẩu trước đây chiếm khoảng một nửa tổng lượng tôn mạ tiêu thụ của Việt Nam. Do đó, chúng tôi nhận thấy thuế AD19 chỉ tạo ra tác động tích cực rất hạn chế lên thị trường tôn mạ trong nước; và các doanh nghiệp, bao gồm NKG, gặp khó khăn trong việc chia sẻ phần chi phí HRC tăng lên (từ thuế AD20) vào giá bán, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp cốt lõi. Chúng tôi cũng cho rằng cạnh tranh sẽ tiếp tục gia tăng khi một số doanh nghiệp quy mô nhỏ đi vào hoạt động trong quý 3/2025 (tổng công suất khoảng 500.000 tấn, tương đương 10% công suất của 4 công ty sản xuất lớn nhất). Tổng hòa các yếu tố trên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của NKG trong năm 2026 chỉ duy trì đi ngang hoặc tăng nhẹ, với ASP nhiều khả năng chỉ cải thiện đủ bù đắp cho chi phí HRC tăng – dù vẫn tốt hơn so với năm 2025, khi mức điều chỉnh giá không đủ để hấp thụ hoàn toàn áp lực lạm phát trong chi phí đầu vào.

NKG hiện đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 12,6x, so với P/E trung bình 5 năm là khoảng 10x (loại trừ các giai đoạn suy giảm lợi nhuận) và trung vị toàn ngành là 12–13x. Chúng tôi lưu ý rằng vẫn có rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo lợi nhuận năm 2026, khi KQKD cốt lõi trong 9T 2025 thấp hơn dự kiến và chúng tôi có quan điểm thận trọng đối với triển vọng cho năm 2026.

# Ngành Bất động sản Nhà ở

Nhu cầu cao và môi trường chính sách thuận lợi  
sẽ thúc đẩy giai đoạn tăng trưởng

---

Tháng 12/2025

# Ngành BĐS Nhà ở: Bước vào giai đoạn tăng trưởng, với động lực từ nhu cầu nhà ở mạnh mẽ và môi trường chính sách thuận lợi

## Tóm tắt

- **Chúng tôi tự tin rằng ngành BĐS nhà ở sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng trong năm 2026**, và chúng tôi kỳ vọng lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp sẽ tăng trưởng 25–30% so với 2025. Trong đó, các động lực chính sẽ bao gồm: (i) nhu cầu ở thực tiếp tục duy trì ổn định cùng với sự phục hồi của nhu cầu đầu tư; (ii) nguồn cung mới gia tăng; (iii) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức ổn định, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế; và (iv) đầu tư hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh. Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS phía Nam sẽ tăng tốc rõ nét hơn, với hoạt động triển khai dự án trở nên sôi động, đặc biệt là các dự án khu đô thị quy mô lớn, cùng đà phục hồi được dẫn dắt bởi tiến độ phát triển hạ tầng.
- **Trong dài hạn, các động lực tăng trưởng cốt lõi cho thị trường BĐS nhà ở Việt Nam duy trì tích cực**, bao gồm sự phát triển về cơ sở hạ tầng, đô thị hóa, sự gia tăng của tầng lớp trung lưu và tỷ lệ thâm nhập của thị trường cho vay mua nhà thế chấp. Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng ngành sẽ phát triển theo hướng bền vững hơn, khi hoạt động triển khai dự án ngày càng tuân thủ chặt chẽ khuôn khổ pháp lý và bám sát các định hướng điều hành của Chính phủ.
- **Chúng tôi cho rằng Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) sẽ tiếp tục tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động phát triển BĐS thông qua việc duy trì lập trường chính sách tiền tệ hỗ trợ, đẩy mạnh đầu tư hạ tầng và tháo gỡ vướng mắc trong quá trình triển khai dự án.** Chúng tôi kỳ vọng các chính sách điều hành chủ động và mang tính chiến lược sẽ tiếp tục được duy trì, trong đó trọng tâm là giữ mặt bằng lãi suất ổn định nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh đó, định hướng ưu tiên phát triển hạ tầng sẽ là động lực then chốt thúc đẩy nhu cầu BĐS. Các cải cách pháp lý gần đây (ví dụ Nghị quyết 254/2025/QH15 nhằm tháo gỡ vướng mắc trong việc triển khai Luật Đất đai năm 2024) được kỳ vọng sẽ góp phần nâng cao tính hiệu quả và nhất quán của khung pháp lý.
- **Chúng tôi kỳ vọng môi trường huy động vốn nhìn chung sẽ thuận lợi hơn trong năm 2026**, qua đó hỗ trợ nhu cầu vốn của các chủ đầu tư trong quá trình triển khai dự án. Trong bối cảnh đó, tín dụng ngân hàng nhiều khả năng vẫn sẽ là kênh tài trợ chủ đạo, trong khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp được dự báo sẽ từng bước phục hồi, song song với việc các kế hoạch huy động vốn cổ phần sẽ được cân nhắc trở lại. Đáng chú ý, tăng trưởng tín dụng BĐS trong 8T 2025 cao hơn mức tăng trưởng tín dụng chung của nền kinh tế, phản ánh sự cải thiện trong hoạt động của ngành và việc nhiều dự án đã được triển khai. Chúng tôi cho rằng việc tăng cường tuân thủ các yêu cầu pháp lý kể từ năm 2023 sẽ góp phần giảm thiểu rủi ro trung và dài hạn cho ngành.
- **Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS năm 2026 của các chủ đầu tư BĐS nhà ở trong danh mục theo dõi của chúng tôi sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực**, nhờ đóng góp từ các dự án mới mở bán cũng như việc triển khai các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu. Cụ thể, chúng tôi dự báo tổng doanh số bán BĐS của KDH, NLG, NVL, DXG và HDC sẽ tăng 81% YoY trong năm 2026, sau mức phục hồi mạnh 188% dự báo cho năm 2025, trên nền suy giảm sâu 88% năm 2023 và 15% năm 2024. Đối với VHM, chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS năm 2026 sẽ tăng 9% YoY, sau mức tăng dự kiến 69% trong năm 2025.
- **Cổ phiếu khuyến nghị hàng đầu: KDH và NLG**, nhờ lợi thế thương hiệu vững chắc tại thị trường phía Nam và các kế hoạch mở bán dự án sắp tới. Chúng tôi cũng đánh giá tích cực **NVL**, với kỳ vọng hoạt động mở bán mới sẽ được khởi động trở lại trong năm 2026 nhờ những nỗ lực tái cấu trúc.

# Các cổ phiếu BĐS thuộc danh mục theo dõi của Vietcap

## Ngành Bất động sản nhà ở - Các chỉ số chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
KDH	MUA	1.467	0%	50%	205	8,0	34.450	48.500	11/12/25	41%	0%	41%
NLG	MUA	665	0%	50%	34	2,4	36.100	52.100	11/7/25	44%	1%	45%
NVL	MUA	1.166	0%	49%	492	7,7	15.000	20.000	10/1/25	33%	0%	33%
DXG	MUA	740	0%	50%	195	10,6	19.150	24.000	12/5/25	25%	0%	25%
DXS	MUA	233	0%	50%	67	0,6	10.600	13.600	12/5/25	28%	0%	28%
HDC	KQ	208	0%	49%	96	2,9	27.450	27.100	3/21/25	-1%	0%	-1%
VHM	KQ	16.398	0%	50%	6.356	19,4	105.200	118.900	12/5/25	13%	0%	13%
VRE	PHTT	2.967	0%	49%	915	11,9	34.400	32.000	12/5/25	-7%	0%	-7%
VIC	BÁN	37.992	0%	48%	15.726	49,6	133.500	105.000	12/5/25	-21%	0%	-21%

## Ngành Bất động sản nhà ở - Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024 %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 2025F x	P/E 2026F x	P/B quý gần nhất (x)	P/B 2025F (x)	P/B 2026F (x)	ROE 2026F %	Nợ vay ròng/ CSH quý gần nhất
KDH	34.450	6%	18%	70%	37%	39,9	23,5	2,1	2,1	1,9	9%	35%
NLG	36.100	10%	38%	-20%	23%	20,4	25,4	1,4	1,4	1,3	6%	22%
NVL	15.000	N.M.	N.M.	N.M.	671%	N.M.	83,8	0,8	0,8	0,8	2%	119%
DXG	19.150	23%	-7%	62%	342%	71,7	44,2	1,6	1,5	1,4	4%	12%
DXS	10.600	N.M.	222%	24%	31%	15,1	12,2	1,0	0,9	0,9	8%	23%
HDC	27.450	-50%	145%	73%	9%	32,0	18,5	1,9	2,3	2,0	12%	47%
VHM	105.200	-4%	28%	7%	14%	11,2	10,4	2,0	1,8	1,5	16%	39%
VRE	34.400	-7%	55%	-14%	8%	17,4	12,3	1,7	1,6	1,5	11%	5%
VIC	133.500	466%	5%	9%	31%	79,6	73,0	6,9	5,6	5,2	7%	151%

# Nhìn lại: Nhu cầu căn hộ tại Hà Nội duy trì ổn định; hoạt động tại TP.HCM gia tăng, cho thấy sự phục hồi của thị trường BĐS phía Nam

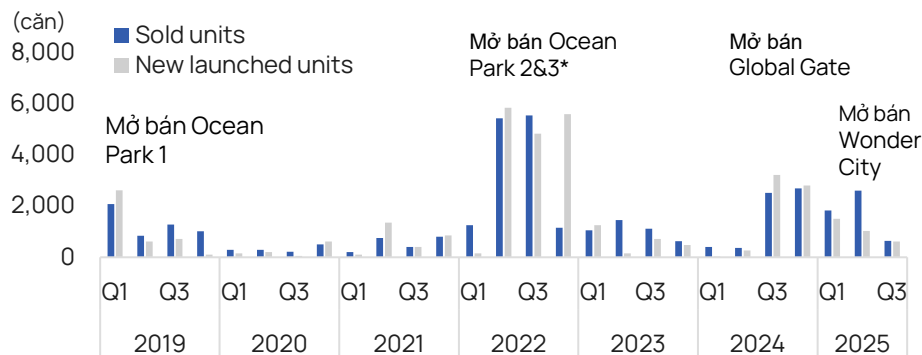
## Hà Nội - Giao dịch sơ cấp 9T 2025

- ✓ Căn hộ: ~21.300 căn (+4% YoY), ổn định.
- ✓ Nhà liền thổ: ~5.100 căn (+47% YoY), tăng mạnh.

### Thị trường căn hộ sơ cấp tại Hà Nội



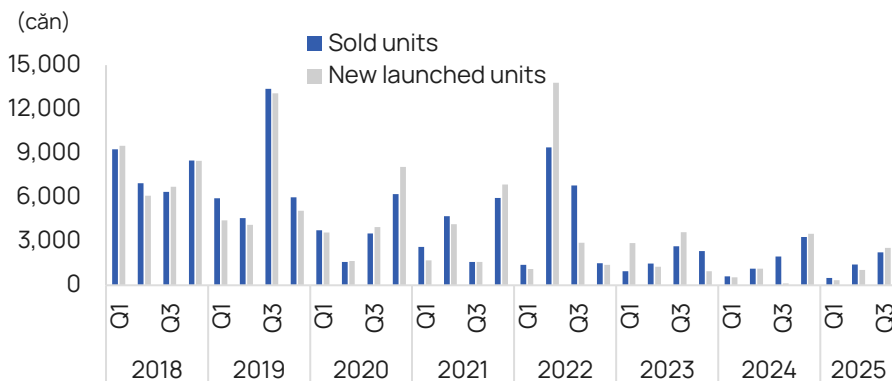
### Thị trường nhà liền thổ sơ cấp tại Hà Nội



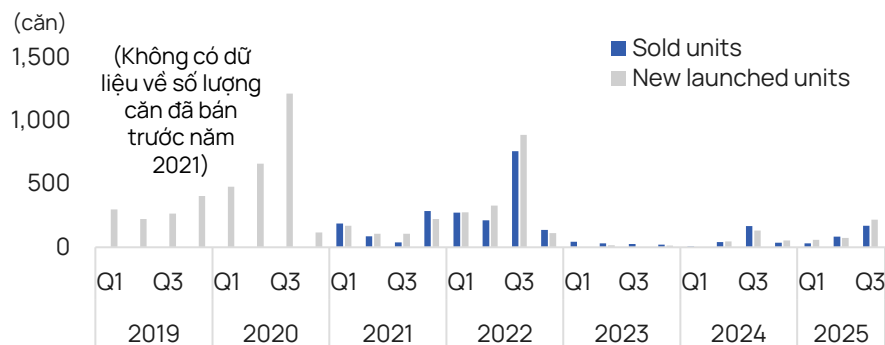
## Khu vực lõi TP.HCM - Giao dịch sơ cấp 9T 2025

- ✓ Căn hộ: ~4.200 căn (+13% YoY).
- ✓ Nhà liền thổ: ~300 căn (+36% YoY).
- ✓ Cho thấy thị trường BĐS phía Nam đang phục hồi dần trên diện rộng.

### Thị trường căn hộ sơ cấp tại TP.HCM



### Thị trường nhà liền thổ sơ cấp tại TP.HCM

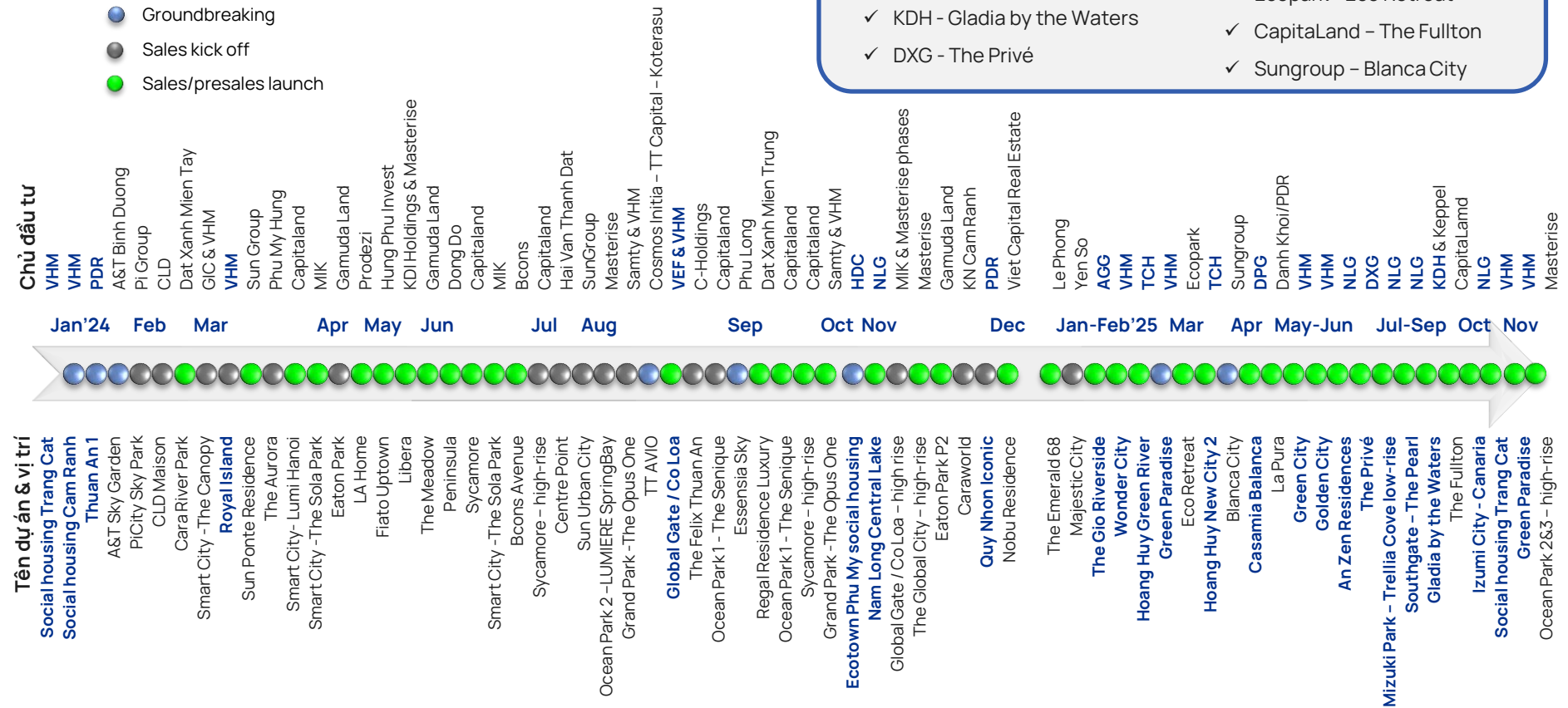


# Nhìn lại: Hoạt động mở bán các dự án mới diễn ra sôi động trong năm 2025

- Groundbreaking
- Sales kick off
- Sales/presales launch

## Các dự án mở bán đáng chú ý trong năm 2025

- ✓ VHM - Wonder City, Green City, Green Paradise\*
- ✓ KDH - Gladia by the Waters
- ✓ DXG - The Privé
- ✓ NLG - Izumi City, Paragon
- ✓ Ecopark - Eco Retreat
- ✓ CapitaLand - The Fullton
- ✓ Sungroup - Blanca City



# Triển vọng năm 2026: Hoạt động giao dịch trên thị trường sơ cấp sẽ tiếp tục tăng trưởng, nhờ động lực từ chính sách thúc đẩy đầu tư hạ tầng và môi trường lãi suất duy trì ở mức thuận lợi

## Quan điểm của Vietcap về triển vọng tăng trưởng của thị trường trong năm 2026

### Động lực thị trường

- ❖ Chúng tôi kỳ vọng lượng giao dịch thị trường sơ cấp sẽ tăng trưởng 25-30% trong năm 2026, nhờ sự hỗ trợ từ các yếu tố sau:
  - ✓ Nhu cầu ở thực duy trì ổn định và sự phục hồi của nhu cầu đầu tư
  - ✓ Nguồn cung mới gia tăng
  - ✓ Mặt bằng lãi suất duy trì ở mức ổn định, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế
  - ✓ Đầu tư hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh
- ❖ Thị trường BĐS phía Nam sẽ tăng tốc rõ nét hơn, với hoạt động triển khai dự án trở nên sôi động.
- ❖ Giá bán sơ cấp ròng trung bình dự kiến sẽ tăng ở mức một chữ số trung bình so với năm 2025.

### Hành vi người mua & nhu cầu

- ❖ Chúng tôi cho rằng với mặt bằng giá BĐS vẫn ở mức cao (đặc biệt tại Hà Nội và khu vực lõi TP.HCM), người mua nhà sẽ ngày càng chọn lọc hơn đối với nguồn cung mới.
- ❖ Nhu cầu hiện đang dịch chuyển đến các dự án có:
  - ✓ Kết nối hạ tầng thuận lợi
  - ✓ Pháp lý rõ ràng
  - ✓ Chủ đầu tư uy tín, năng lực triển khai tốt
- ❖ Nhu cầu hướng đến mua để ở chiếm ưu thế, trong khi hoạt động đầu cơ vẫn sẽ ở mức thấp trong bối cảnh môi trường tín dụng được kiểm soát chặt chẽ.

### Triển vọng doanh số bán BĐS

- ❖ Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán BĐS (của các doanh nghiệp thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi gồm: VHM, KDH, NLG, NVL, DXG và HDC) sẽ tăng trưởng ở mức:
  - ✓ +79% YoY trong năm 2025
  - ✓ +18% YoY trong năm 2026
  - ✓ So với mức +16% trong năm 2024
- ❖ Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ:
  - ✓ Hoạt động mở bán các dự án mới và triển khai các giai đoạn tiếp theo của dự án hiện hữu
  - ✓ Dự kiến hoạt động bán mới của NVL sẽ được tái khởi động trong năm 2026 sau quá trình tái cơ cấu từ cuối năm 2022.

**Rủi ro:** Lãi suất cho vay mua nhà tăng cao hơn dự kiến.

# Thị trường BĐS phía Nam sẽ tăng tốc rõ nét hơn, với hoạt động triển khai dự án trở nên sôi động, cùng với tiến độ phát triển hạ tầng được đẩy nhanh

## Các dự án hạ tầng tiêu biểu và tiến độ hoàn thành dựa trên mục tiêu gần nhất do Chính phủ công bố

- Đường sắt cao tốc Bắc – Nam
- Sân bay quốc tế Long Thành – Giai đoạn 1 (năm **2025**)\*

- Đường Vành đai 3.5, và Vành đai 4 (Giai đoạn **2027-2028**)\*
- Cầu Máy Chai / Nguyễn Trãi (Hải Phòng; đã hoàn thành năm **2025/ 2027**)\*
- Cầu Tứ Liên (Hà Nội; năm **2027**)\*
- Cầu Ngọc Hồi (năm **2028**)\*
- Cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng (năm **2029**)\*
- **Tuyến metro** Nam Thăng Long – Trần Hưng Đạo (Hà Nội; năm **2029**)\*
- Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng (năm **2030**)
- Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh^

- Cầu Nhơn Trạch (đã hoàn thành năm **2025**)
- Đường Vành đai 3 (năm **2025**)\*
- Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (năm **2025**)\*
- Cao tốc Bến Lức – Long Thành (năm **2026**)\*
- Cao tốc Cần Thơ – Cà Mau (năm **2026**)\*
- Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng (năm **2026**)\*
- Cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành (năm **2027**)\*
- Đường Hương Lộ 2 (Đồng Nai; năm **2028**)
- Cầu Cát Lái, Phú Mỹ 2, Đồng Nai 2 (năm **2028**)
- **Tuyến metro** Bến Thành – Cần Giò (TP.HCM; năm **2028**)
- Cầu Cần Giò (TP.HCM; năm **2028**)
- Cầu Thủ Thiêm 4 (TP.HCM; năm **2028**)
- Cầu Vàm Cỏ Đông, Vàm Cỏ Tây, Cần Giuộc (Long An; năm **2030**)
- Mở rộng **tuyến metro** số 1 kéo dài đến Bình Dương và **tuyến metro** số 2 Bến Thành – Tham Lương (TP.HCM; giai đoạn **2030-2035**)
- Cầu vượt biển Cần Giò – Vũng Tàu^



## Các dự án dự kiến được mở bán trên toàn quốc vào năm 2026

- VEF – Global Gate, Gallery Giang Vo\*
- VHM – Wonder City
- HDG – Charm Villa
- SJS – Van La-Van Khe, Nam An Khanh
- TAL – Long Bien Central
- Sunshine Group – Noble Crystal
- VHM – Ocean Park 2&3
- Yen Son – Majestic City
- VHM – Ha Long Xanh (Apollo City)
- VHM – Royal Island, Golden City
- NLG – An Zen Residences
- TCH – Hoang Huy New City 2, Commerce H2
- Sungroup – Sun Urban City

- VHM – Lang Van\*
- VCRE – Nobu Residences
- Sungroup – Sun Residence
- DPG – Casamia Balanca
- Regal Group – Regal Residence Signature

- VHM – Can Gio (Green Paradise)\*, Leman Golf
- KDH – Gladia by the Waters\*
- NLG – Mizuki Park
- DXG – The Privé
- Masterise – Global City
- Gamuda Land – Eaton Park
- NLG – Izumi City, Paragon\*
- NVL – Aqua City
- DXG – Gem Sky World
- ITC – Terra Flora
- Gamuda Land – Spring Ville
- AGG – The Gio Riverside
- PDR – Thuan An 1, 2\*
- Capitaland – Sycamore
- Le Phong – The Emerald 88
- TBS – Green Tower\*
- Phúc Lạc Khang – TT AVIO
- Bcons – Bcons New Sky\*
- Becamex Tokyu – The Ten Midori Park\*
- HDC – The Light City, Ngoc Tuoc 2, Eco Town Phu My
- Sungroup – Blanca City
- NLG – Waterpoint
- VHM – Green City (Hau Nghia)
- Eco Park – Eco Retreat
- NLG – Can Tho

# Nguồn cung nhà ở thấp tầng sẽ mở rộng tại các đô thị vệ tinh; nguồn cung căn hộ ở khu vực lõi trung tâm tiếp tục được duy trì

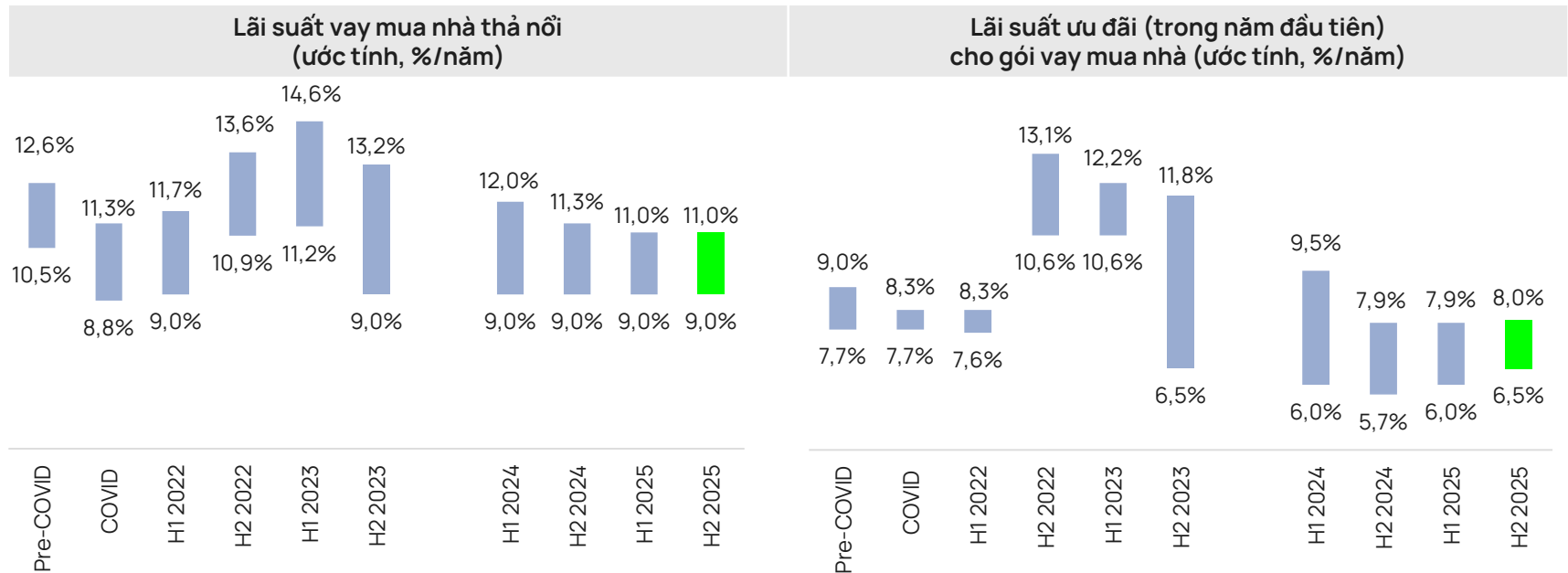
Chủ đầu tư	Dự án	Vị trí	Diện tích đất (ha)	Tổng số lượng sản phẩm	9T 2025	Quý 4/2025F*	2026F*	2027F*
<b>VHM</b>	Wonder City	Hà Nội	133	2.300 căn thấp tầng, 2 lô cao tầng				
	Green City	Long An	197	4.600 căn thấp tầng, lô cao tầng				
	Golden City	Hải Phòng	240	4.900 căn thấp tầng				
	Green Paradise	TP HCM	2.870	~37.000 căn				
	Làng Vân	Đà Nẵng	512	~5.900 căn thấp tầng				
	Leman Golf	TP HCM	200	200 căn thấp tầng				
	Apollo City	Quảng Ninh	4.119	N/A				
	Mỹ Lâm	Tuyên Quang	455	~4.100 căn thấp tầng				
	Int. Uni Township	TP HCM	864	N/A				
<b>KDH</b>	Gladia	TP HCM	11,8	220 căn thấp tầng, 600 căn cao tầng				
	The Solina	TP HCM	16,4	P1 ~500 căn thấp tầng				
	Bình Trưng Đông	TP HCM	18,2	~200 căn thấp tầng, ~3.500 căn hộ				
<b>NLG</b>	Akari City	TP HCM	8,5	P3 ~1.200 căn cao tầng				
	Mizuki Park	TP HCM	26	P2&3 ~2.600 căn cao tầng, 84 căn thấp tầng				
	Southgate	Long An	165	2.700 căn thấp tầng, 4.800 căn cao tầng				
	Izumi City	Đồng Nai	170	2.900 căn thấp tầng, căn cao tầng				
	Cần Thơ	Cần Thơ	43	880 lô đất, 1.600 nhà ở xã hội				
	An Zen Residences	Hải Phòng	1,5	887 Ehome				
	Paragon	Đồng Nai	45	580 căn thấp tầng				
<b>DXG</b>	Gem Sky World	Đồng Nai	92	4.000 căn thấp tầng				
	The Privé	TP HCM	4,3	3.200 căn cao tầng				
<b>HDC</b>	The Light City P1	BRVT	27,2	703 căn thấp tầng, 400 căn cao tầng				
	Ecotown Phú Mỹ	BRVT	6,3	870 nhà ở xã hội				
	East 3/2	BRVT	2,6	850 căn cao tầng, 30 căn thấp tầng				
<b>NVL</b>	Aqua City	Đồng Nai	615	9.726 căn thấp tầng				
	NovaWorld Phan Thiet	Bình Thuận	1.000	18.310 căn thấp tầng				
	NovaWorld Ho Tram	BRVT	523	3.180 căn thấp tầng				
<b>HDG</b>	Hado Charm Villas	Hà Nội	15,1	P3: 108 căn thấp tầng				
	Hado Minh Long	TP HCM	2,7	1.400 căn cao tầng, 31 căn thấp tầng				
	Hado Green Lane	TP HCM	7,7	1.230 căn cao tầng				
<b>DPG</b>	Casamia Balanca	Quảng Nam	31,1	363 căn thấp tầng				
<b>TCH</b>	Hoàng Huy New City 2	Hải Phòng	49,6	1.185 căn thấp tầng, 2.500 căn cao tầng, 510 nhà ở xã hội				
	Hoàng Huy Commerce H2	Hải Phòng	1	976 căn cao tầng				
<b>PDR</b>	Thuận An 1,2	Bình Dương	4,4	5.900 căn cao tầng				
	Bắc Hà Thanh P2	Bình Định	21,9	795 lô đất, căn thấp tầng				

# Mặc dù lãi suất cho vay mua nhà có thể tăng nhẹ, niềm tin của người mua nhà được kỳ vọng vẫn giữ ở mức ổn định nhờ các yếu tố hỗ trợ từ thị trường

**Triển vọng năm 2026:** Chúng tôi kỳ vọng **lãi suất điều hành** (trên lãi suất tiền gửi đối với kỳ hạn dưới 6 tháng) dự kiến sẽ duy trì ở tương đối ổn định so với giai đoạn 2023–2025. Lãi suất cho vay trên thị trường, bao gồm cả lãi suất vay mua nhà, có thể sẽ tăng nhẹ trước nhu cầu tín dụng gia tăng. Tuy nhiên, mức tăng này dự kiến sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến niềm tin của người mua nhà, trong bối cảnh các chủ đầu tư tiếp tục đưa ra chính sách bán hàng hấp dẫn, điều khoản thanh toán thuận lợi và tiến độ triển khai hạ tầng tiếp tục được thúc đẩy.

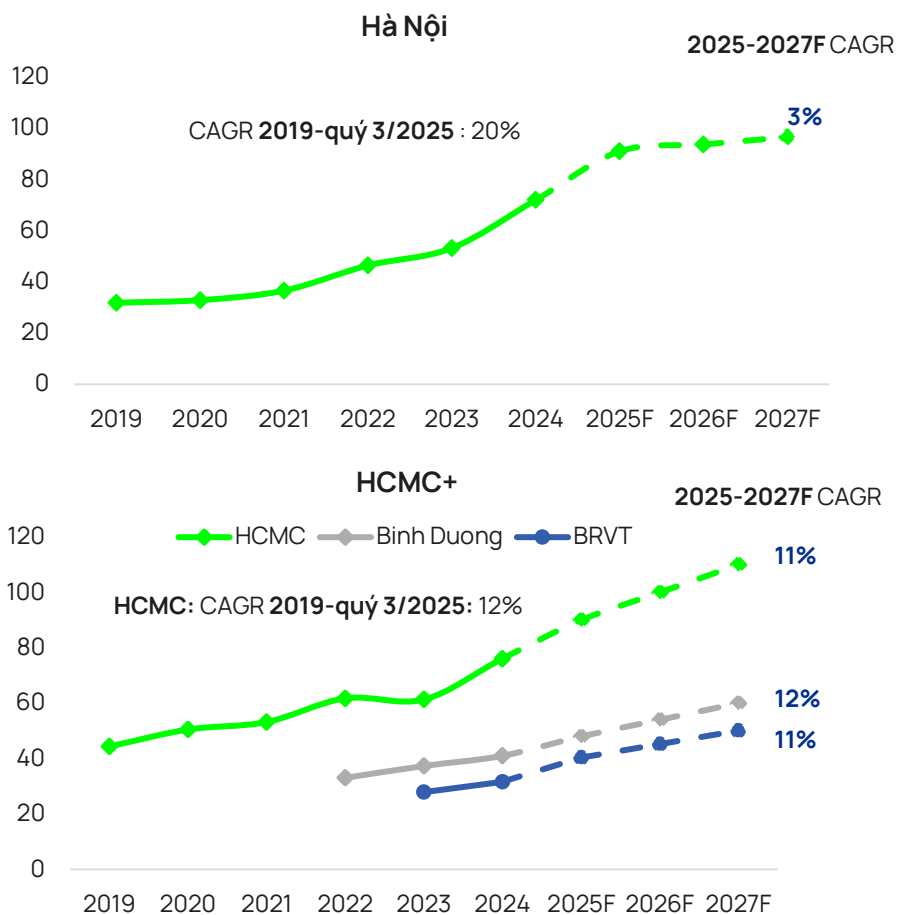
*Rủi ro: Lãi suất vay mua nhà tăng cao hơn dự kiến có thể làm chậm lại tốc độ tăng trưởng kỳ vọng của thị trường BĐS trong năm 2026.*

## Khảo sát của Vietcap về lãi suất vay mua nhà thả nổi và ưu đãi tại một số ngân hàng



# Giá bán sơ cấp được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng tăng, song ưu đãi bán hàng và nguồn cung mới gia tăng sẽ giúp cải thiện khả năng tiếp cận về giá

Giá bán căn hộ sơ cấp trung bình theo số liệu của CBRE tại Hà Nội và TP.HCM (triệu đồng/m<sup>2</sup>)



Các chính sách ưu đãi bán hàng đa dạng áp dụng cho các dự án mở bán mới trong năm 2025, hướng đến nhiều đối tượng mua nhà khác nhau

## Nhận định của Vietcap

**Giãn tiến độ thanh toán:** Lên đến 5 năm đối với căn hộ và 3 năm đối với nhà thấp tầng

Lịch **thanh toán nhẹ** trong giai đoạn đầu phù hợp với khách mua với nhu cầu đầu tư.

**Chiết khấu** đối với thanh toán nhanh: Lên đến 8-16%

Chủ đầu tư tiếp tục duy trì **mức chiết khấu cao** cho tiến độ thanh toán nhanh, ưu đãi cho nhóm **người mua có năng lực tài chính mạnh**.

**Hỗ trợ lãi suất:** Lên đến 30 tháng; **ân hạn nợ gốc** lên đến 60 tháng

Thời gian ân hạn gốc kéo dài tới 60 tháng hiện đã được **áp dụng cho một số sản phẩm trên thị trường thứ cấp**, trong khi trước đây chính sách này chủ yếu chỉ dành cho các giao dịch trên thị trường sơ cấp.

**Cam kết cho thuê:** 5%/năm trong vòng 24 tháng

**Một số ít chủ đầu tư**, bao gồm VHM, áp dụng.

**Ưu đãi dành cho cổ đông**

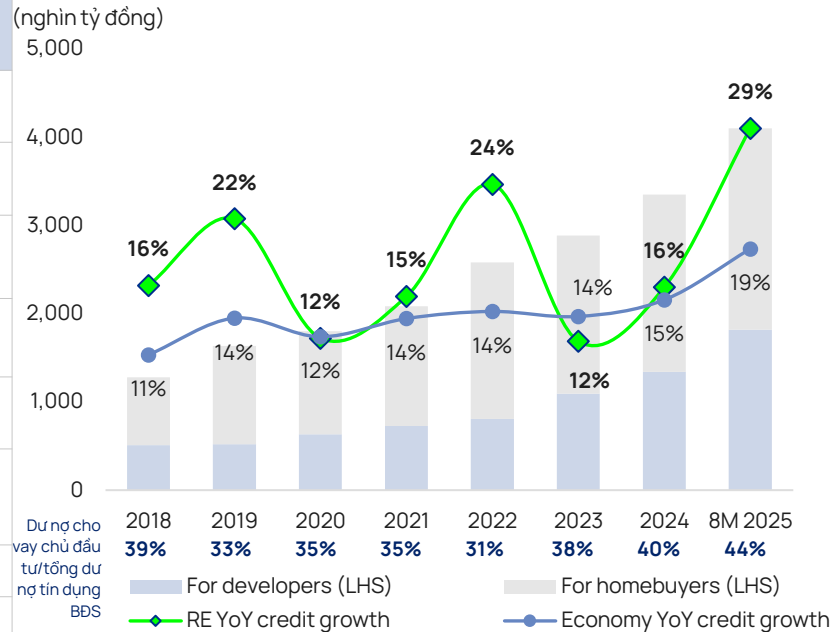
Người mua nhà có thể được hưởng **chiết khấu** nếu **sở hữu cổ phiếu** của một số công ty bất động sản niêm yết đang mở bán dự án mới.

# Môi trường huy động vốn nhìn chung sẽ thuận lợi hơn, dự kiến sẽ hỗ trợ cho hoạt động phát triển dự án và tái cơ cấu nợ vay

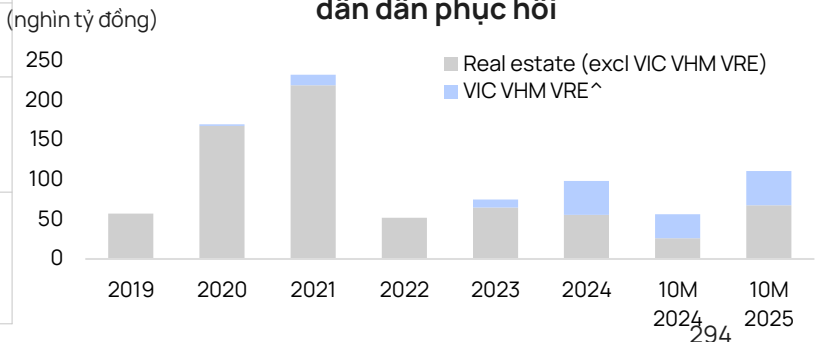
Kế hoạch huy động trái phiếu/vốn chủ sở hữu giai đoạn 2025–2026 của một số doanh nghiệp BĐS.

Mã	Nợ vay ròng/ VCSH quý gần nhất	Phát hành trái phiếu	Phát hành quyền mua	Phát hành riêng lẻ	Mục đích
VHM	39%	Đã phát hành <b>25,5 nghìn tỷ đồng</b> từ đầu năm-nay (lãi suất 11-12,5%/năm)			Chủ yếu để tái cơ cấu nợ vay
VPL	19%		Huy động <b>5,0 nghìn tỷ đồng</b>		Phát triển dự án, tái cơ cấu nội bộ, thanh toán nợ và bổ sung vốn lưu động
BCM	91%	Đã phát hành <b>2,5 nghìn tỷ đồng</b> từ đầu năm-nay (lãi suất 10,3-10,5%/năm).			Tái cơ cấu nợ vay
KDH	35%			Huy động <b>3,0 nghìn tỷ đồng</b>	Thanh toán nợ vay, có thể dùng cho phát triển dự án
NVL	119%			Tối đa <b>2,6 nghìn tỷ đồng</b>	Hoán đổi nghĩa vụ nợ
KBC	60%			Huy động <b>4,16 nghìn tỷ đồng</b>	Thanh toán nợ vay, có thể dùng cho phát triển dự án
PDR	48%			Huy động <b>341 tỷ đồng</b>	Hoán đổi nợ
DIG	15%		Tối đa <b>1,8 nghìn tỷ đồng</b>		Phát triển dự án, thanh toán trái phiếu
NLG	22%	Đã phát hành <b>660 tỷ đồng</b> từ đầu năm-nay (lãi suất 11%/năm).	Tối đa <b>2,5 nghìn tỷ đồng</b>		Phát triển dự án, tái cơ cấu nợ vay
DXG	12%		Huy động <b>1,8 nghìn tỷ đồng</b>	Tối đa <b>1,74 nghìn tỷ đồng</b>	Thanh toán nợ, bổ sung vốn lưu động, tăng vốn điều lệ tại công ty con của DXG
HDC	47%	Đã phát hành <b>500 tỷ đồng</b> từ đầu năm-nay (lãi suất 10,5-11%/năm), dự kiến phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi trong quý 4/2025.			Phát triển dự án, thanh toán nợ

Tăng trưởng tín dụng BĐS mạnh mẽ phản ánh hoạt động triển khai dự án tích cực và nhu cầu mua nhà gia tăng

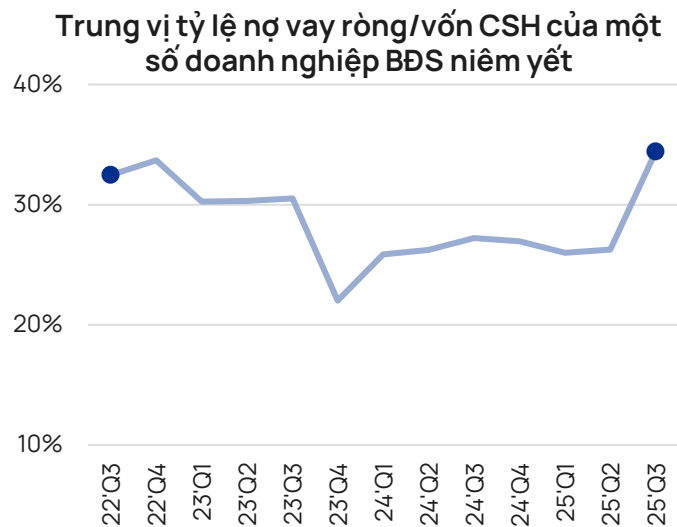


Giá trị phát hành trái phiếu BĐS mới dần dần phục hồi



# Đòn bẩy tài chính gia tăng phản ánh giai đoạn tăng trưởng của ngành; môi trường tín dụng được quản lý chặt chẽ sẽ giúp giảm thiểu rủi ro

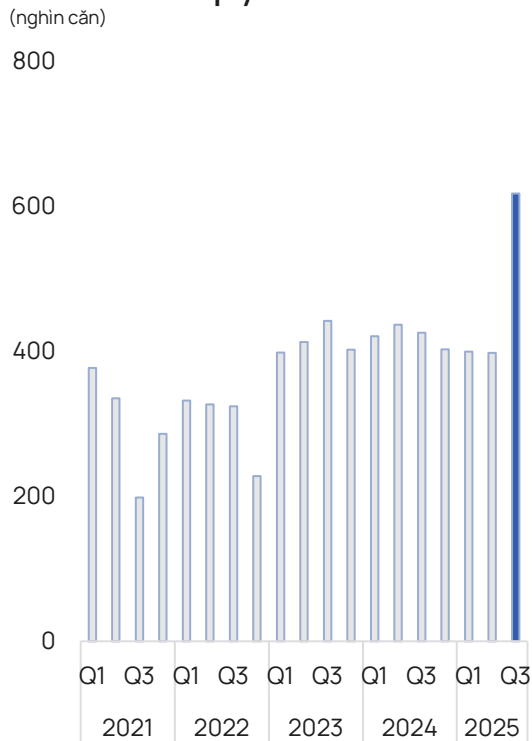
- ✓ Tỷ lệ đòn bẩy của phần lớn các doanh nghiệp BĐS niêm yết duy trì ở mức lành mạnh.
- ✓ Sự gia tăng của trung vị tỷ lệ nợ vay ròng/vốn CSH so với mức đáy tại quý 4/2023 chủ yếu phản ánh việc gia tăng sử dụng nợ để hỗ trợ phát triển dự án trong trung hạn, trong bối cảnh mặt bằng lãi suất hấp dẫn.
- ✓ Tỷ trọng trái phiếu trong tổng dư nợ vay đã giảm tại hầu hết các doanh nghiệp, ngoại trừ VHM, VPI và HDC.



Công ty	Cuối quý 3/2022 (%)			Cuối quý 3/2025 (%)			
	Nợ vay ròng/CSH	TL Nợ vay/tổng vốn	Trái phiếu/tổng dư nợ vay	Nợ vay ròng/CSH	TL Nợ vay/tổng vốn	Trái phiếu/tổng dư nợ vay	Đòn bẩy tài chính cao hơn
VIC	112	57	49	151	67	35	✓
VHM	17	22	24	39	38	37	✓
VRE	-3	9	94	5	12	0	✓
KDH	38	38	15	35	33	0	
SSH	162	63	87	62	40	75	
NVL	111	62	70	119	56	44	✓
PDR	50	34	54	48	33	0	
DXG	32	29	57	12	25	6	
TCH	-56	8	0	-39	4	0	✓
NLG	3	26	55	22	33	52	✓
VPI	123	57	26	110	53	38	
CEO	17	32	13	-17	6	0	
DIG	43	41	64	15	29	48	
IJC	22	20	44	17	18	13	
DXS	19	24	9	23	24	0	✓
HDC	95	50	0	47	36	30	
AGG	27	40	38	34	26	0	✓
<b>Trung vị</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>44</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>13</b>	
<b>Trung bình</b>	<b>48</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>31</b>	<b>22</b>	

# Các diễn biến pháp lý tích cực dự kiến sẽ góp phần thúc đẩy việc triển khai các dự án mới

Dữ liệu của Bộ Xây dựng cho thấy hoạt động triển khai xây dựng nhà ở thương mại tăng mạnh trong quý 3/2025



Các diễn biến pháp lý từ đầu năm 2025-nay của các dự án đáng chú ý thuộc danh mục theo dõi ngành BĐS của Vietcap

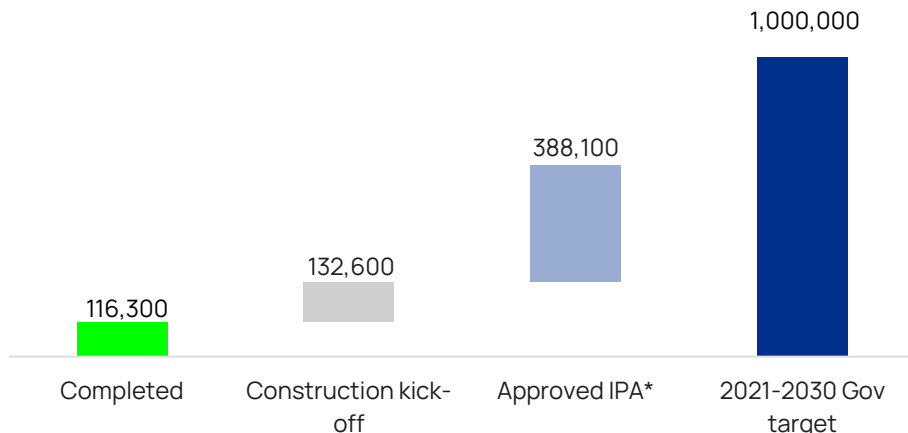
Dự án	Chủ trương đầu tư	Các cột mốc pháp lý đạt được trong giai đoạn từ đầu năm 2025 đến nay			
		Quy hoạch tổng thể/chi tiết	Tiền sử dụng đất	Giấy phép xây dựng	Giấy phép bán hàng
<b>VHM</b> <b>Green Paradise</b> (Cần Giờ; TP HCM)		Đã phê duyệt quy hoạch 1/500 vào tháng 1.	Đã phê duyệt giá đất vào tháng 6.	Khởi công xây dựng vào tháng 4.	
	<b>Apollo City</b> (Hà Long Xanh; Quảng Ninh)	Đã phê duyệt quy hoạch 1/2.000 vào tháng 10.			
<b>KDH</b> <b>Gladia by the Waters</b> (TP HCM)				Đã phê duyệt vào đầu năm 2025.	Đã cấp phép cho phần thấp tầng vào tháng 6.
	<b>The Solina Phase 1</b> (TP HCM) <b>Bình Trưng Đông</b> (TP HCM)	Đã nhận được vào tháng 10			
<b>NLG</b> <b>Izumi City</b> (Đồng Nai)		Đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500 vào tháng 6.		Đã cấp phép cho giai đoạn căn hộ CC5 vào tháng 6. Đã phê duyệt vào tháng 7.	Đã cấp phép cho giai đoạn mới vào tháng 10.
	<b>Mizuki Park</b> (TP HCM)				Đã cấp phép cho giai đoạn mới vào tháng 6.
	<b>Paragon</b> (Đồng Nai) <b>Waterpoint Phase 2</b> (Long An)	Đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500 vào tháng 6.	Đã nhận được thông báo về việc thanh toán bổ sung tiền sử dụng đất.		Đã cấp phép vào tháng 12.
<b>NVL</b> <b>Aqua City</b> (Đồng Nai)		Đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500 vào tháng 6.			Đang chờ phê duyệt.
	<b>NovaWorld Phan Thiet</b> (Bình Thuận)	Đã nhận được phê duyệt điều chỉnh vào tháng 6		Đã phê duyệt phương thức thuê đất trả tiền một lần vào tháng 6, đang chờ xác định giá đất.	

# Nghị quyết mới tiếp tục thể hiện nỗ lực trong việc triển khai hiệu quả Luật Đất đai

Quy định	Luật Đất đai 2024 (hiệu lực từ ngày 01/08/2024)	Nghị quyết 254/2025/QH15 (hiệu lực từ ngày 01/01/2026)*	Nhận định của Vietcap
<b>Thu hồi đất vì mục đích phát triển kinh tế - xã hội vì lợi ích quốc gia, công cộng</b>	Luật quy định cụ thể các trường hợp Nhà nước sẽ thực hiện thu hồi đất để phục vụ các dự án phát triển kinh tế - xã hội vì lợi ích quốc gia, công cộng.	Bổ sung thêm ba trường hợp thu hồi đất, bao gồm: 1) Thực hiện dự án nằm trong khu thương mại tự do và trung tâm tài chính quốc tế. 2) Dự án thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất: đã hết thời hạn phải hoàn thành việc thỏa thuận hoặc hết thời gian gia hạn, mà đã thỏa thuận được trên 75% diện tích đất và số người sử dụng đất, HĐND tỉnh xem xét, thông qua việc thu hồi phần diện tích đất còn lại để giao đất, cho thuê đất cho chủ đầu tư. 3) Tạo quỹ đất thanh toán dự án theo Hợp đồng BT.	Các trường hợp thu hồi đất bổ sung nhằm tạo thuận lợi cho việc <b>tiếp cận đất đai, giải phóng mặt bằng và triển khai dự án</b> , đồng thời duy trì sự nhất quán với các quy định về đối tác công - tư (nội dung bổ sung số 3).  Đối với nội dung bổ sung thứ hai: Chúng tôi cho rằng việc triển khai sẽ <b>cần hướng dẫn rõ ràng</b> và chi tiết <b>để đảm bảo sự nhất quán giữa các địa phương và giảm thiểu tranh chấp</b> trong quá trình giải phóng mặt bằng. Ngoài ra, kết quả thực tế cũng sẽ phụ thuộc vào <b>hướng tiếp cận của các chủ đầu tư</b> trong việc thỏa thuận giải phóng mặt bằng.
<b>Căn cứ tính tiền sử dụng đất, tiền thuê đất</b>	Căn cứ vào bảng giá đất và <b>giá đất cụ thể</b> .	Dựa trên bảng giá đất và hệ số điều chỉnh giá đất.  Trường hợp bồi thường bằng đất ở tại chỗ chưa có trong bảng giá đất thì căn cứ vào giá đất trong bảng giá đất tại vị trí tương tự.  Giá đất cụ thể áp dụng trong một số trường hợp: dự án lấn biển và các trường hợp khác quy định trong Luật Đất đai (chủ yếu là các trường hợp liên quan đến đã có quyết định giao đất trước đó).	Chúng tôi nhận thấy trong thực tế, tiền sử dụng đất của chủ đầu tư thường được xác định dựa trên giá đất cụ thể do các đơn vị định giá độc lập thẩm định. Khung quy định mới kết hợp giữa bảng giá đất và hệ số điều chỉnh <b>hướng đến một phương pháp thống nhất và chuẩn hóa hơn</b> trong việc tính tiền sử dụng đất và tiền thuê đất.  Chúng tôi kỳ vọng nghị định hướng dẫn chi tiết sắp tới sẽ giúp hỗ trợ tính hiệu quả thực tế của khung pháp lý này đối với từng loại hình dự án và điều kiện địa phương khác nhau.
<b>Bảng giá đất</b>	Ủy ban Nhân dân cấp tỉnh ban hành <b>bảng giá đất hằng năm</b> (bắt đầu từ năm 2026).  Không ban hành hệ số điều chỉnh giá đất.	HĐND cấp tỉnh quyết định <b>bảng giá đất, công bố và áp dụng từ năm 2026; sửa đổi, bổ sung</b> bảng giá đất <b>khi cần thiết</b> .  UBND cấp tỉnh quyết định <b>ban hành hệ số điều chỉnh giá đất hằng năm</b> , áp dụng từ năm 2026; sửa đổi, bổ sung trong năm nếu cần thiết.	Việc đưa vào hệ số điều chỉnh giá đất theo năm nhằm tăng tính linh hoạt trước biến động thị trường, đồng thời <b>giúp giảm tải công việc hành chính</b> cho chính quyền địa phương, đặc biệt trong bối cảnh sáp nhập các tỉnh.
<b>Xác định giá đất cho hợp đồng BT (Xây dựng - Chuyển giao)</b>	<b>Không quy định cụ thể</b> .	Giá đất để thanh toán hợp đồng BT sẽ được xác định tại thời điểm Nhà nước ban hành quyết định giao đất hoặc cho thuê đất.  Nếu việc giao đất bị chậm trễ, nhà đầu tư được hưởng thêm một khoản lãi, trên phần giá trị hạng mục công trình dự án BT. Thời gian được hưởng tính từ thời điểm nghiệm thu hoàn thành đến khi có quyết định giao đất, cho thuê đất.  Quy định này áp dụng cho các hợp đồng BT thực hiện từ 1/1/2026.	Quy định này <b>tăng cường sự minh bạch</b> bằng việc xác định rõ thời điểm định giá đất và cung cấp cơ chế tính lãi cho việc chậm giao đất, điều này có thể giúp <b>củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào các dự án BT mới</b> từ năm 2026 trở đi.  Chính phủ cũng cho biết các khó khăn của hợp đồng BT ký trước thời điểm Nghị quyết có hiệu lực sẽ được xử lý trong 1 nghị quyết khác về tháo gỡ khó khăn của các dự án tồn đọng để bảo đảm đồng bộ.

# Định hướng chính sách tiếp tục tập trung vào tăng cường khả năng tiếp cận nhà ở và minh bạch thị trường, dù vẫn tồn tại thách thức thực tiễn

Tiến độ hoàn thành mục tiêu 1 triệu căn nhà ở xã hội trên toàn quốc trong giai đoạn 2021-2030 tính đến cuối quý 3/2025



## Danh mục các dự án nhà ở xã hội của một số chủ đầu tư

Dự án (vị trí)	Tổng số căn	Tình trạng hiện tại
<b>VHM</b> Thanh Hóa	~3.100 căn hộ	Đang mở bán
Nam Trảng Cát (Hải Phòng)	~4.000 căn hộ & 300 căn thấp tầng	Đang mở bán
Cam Ranh	~4.100 căn thấp tầng	Đang xây dựng
<b>NLG</b> EhomeS Cần Thơ	~1.600 căn hộ	Đang mở bán
<b>HDC</b> Ecotown Phú Mỹ (BRVT)	870 căn hộ	Đang xây dựng
HODECO Phú Mỹ (BRVT)	823 căn hộ	Đang thực hiện thủ tục pháp lý
<b>BCM</b> Việt Sing Khu 6 (Bình Dương)	1.867 căn hộ	Đang xây dựng
Định Hòa Khu 5 (Bình Dương)	2.372 căn hộ	Đang xây dựng

Các đề xuất hướng tới việc nâng cao tính minh bạch của thị trường, hạn chế đầu cơ và cải thiện khả năng tiếp cận nhà ở

### Các đề xuất

- **Thuế chuyển nhượng BĐS mới** (ví dụ: thuế 20% trên lợi nhuận chuyển nhượng, thuế theo thời gian nắm giữ).
- **Trung tâm Giao dịch BĐS:** nền tảng số hóa nhằm xác minh và quản lý các giao dịch BĐS.
- **Kiểm soát tín dụng:** giới hạn tỷ lệ vay mua nhà (không bao gồm nhà ở xã hội) ở mức 50% giá trị hợp đồng đối với căn nhà thứ hai và 30% đối với căn nhà thứ ba trở lên.
- **Nguồn cung nhà ở giá phải chăng:** Các địa phương phân bổ tối thiểu 20% quỹ nhà ở thương mại mới giai đoạn 2026-2030 cho các dự án nhà ở giá phải chăng, kèm theo chính sách ưu đãi về giá đất, trần lợi nhuận (20%) và đơn giản hóa quy trình lựa chọn nhà đầu tư, đồng thời không chuyển nhượng lại các căn đã mua.

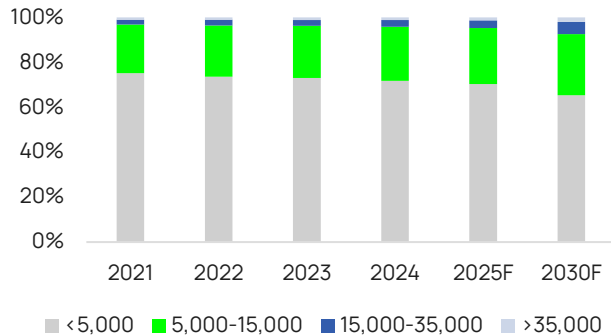
### Nhận định của Vietcap

- Chưa đưa vào Luật Thuế Thu nhập cá nhân sửa đổi
- Thách thức trong thực tiễn liên quan đến mức độ sẵn sàng của hạ tầng số.
- Có thể ảnh hưởng đến nhu cầu mua ở thực/đầu tư dài hạn.
- Nguy cơ chống chèo với các quy định về nhà ở xã hội, cùng với chính sách ưu đãi chưa đủ hấp dẫn có thể làm chậm tiến độ triển khai.

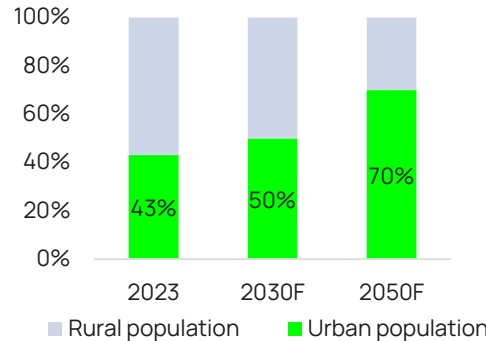
Chúng tôi kỳ vọng các đề xuất sẽ tiếp tục được điều chỉnh, và hiệu quả cũng như tính khả thi của Nghị quyết sẽ còn phụ thuộc vào việc ban hành kịp thời các thông tư và nghị định hướng dẫn chi tiết.

# Triển vọng dài hạn: Động lực tăng trưởng cho ngành BĐS nhà ở duy trì vững chắc

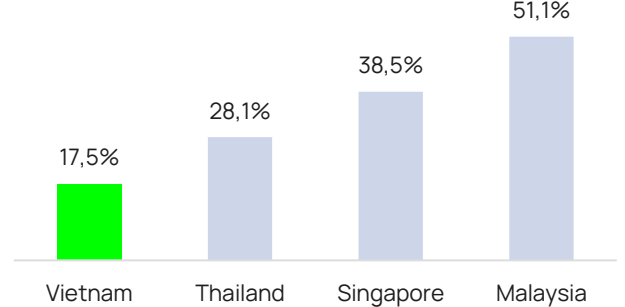
Cơ cấu thu nhập khả dụng dự kiến của hộ gia đình Việt Nam (%), tính theo USD



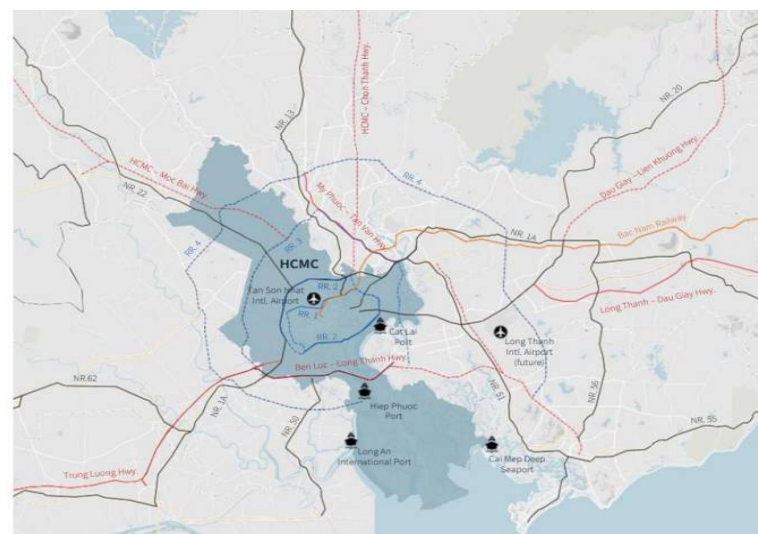
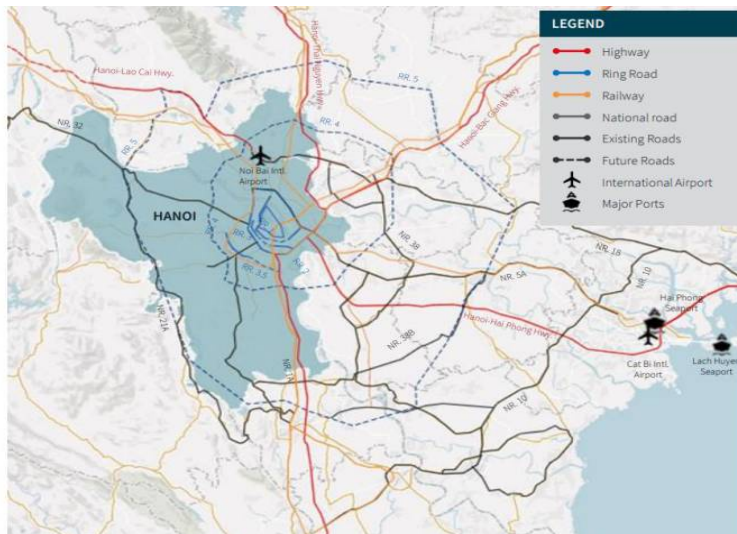
Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam (%)



Tổng dư nợ vay mua nhà theo tỷ lệ phần trăm GDP vào năm 2024



## Cải thiện cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy BĐS phát triển ở các khu vực xung quanh trung tâm Hà Nội và TP.HCM

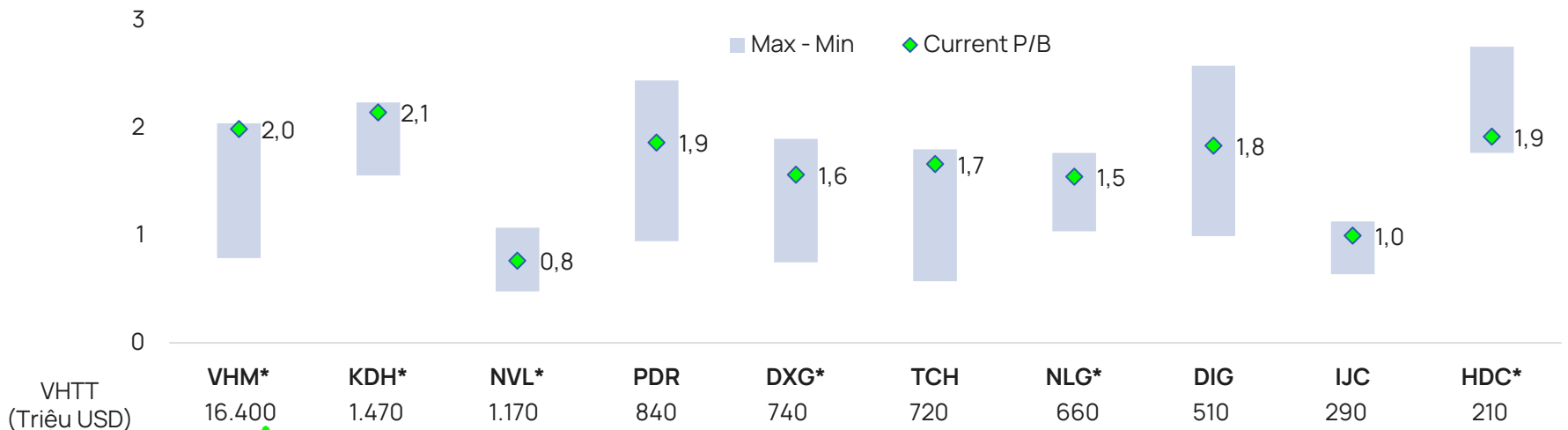


# Diễn biến giá cổ phiếu ngành BĐS nhà ở trong năm 2025 có sự phân hóa

## Diễn biến giá cổ phiếu

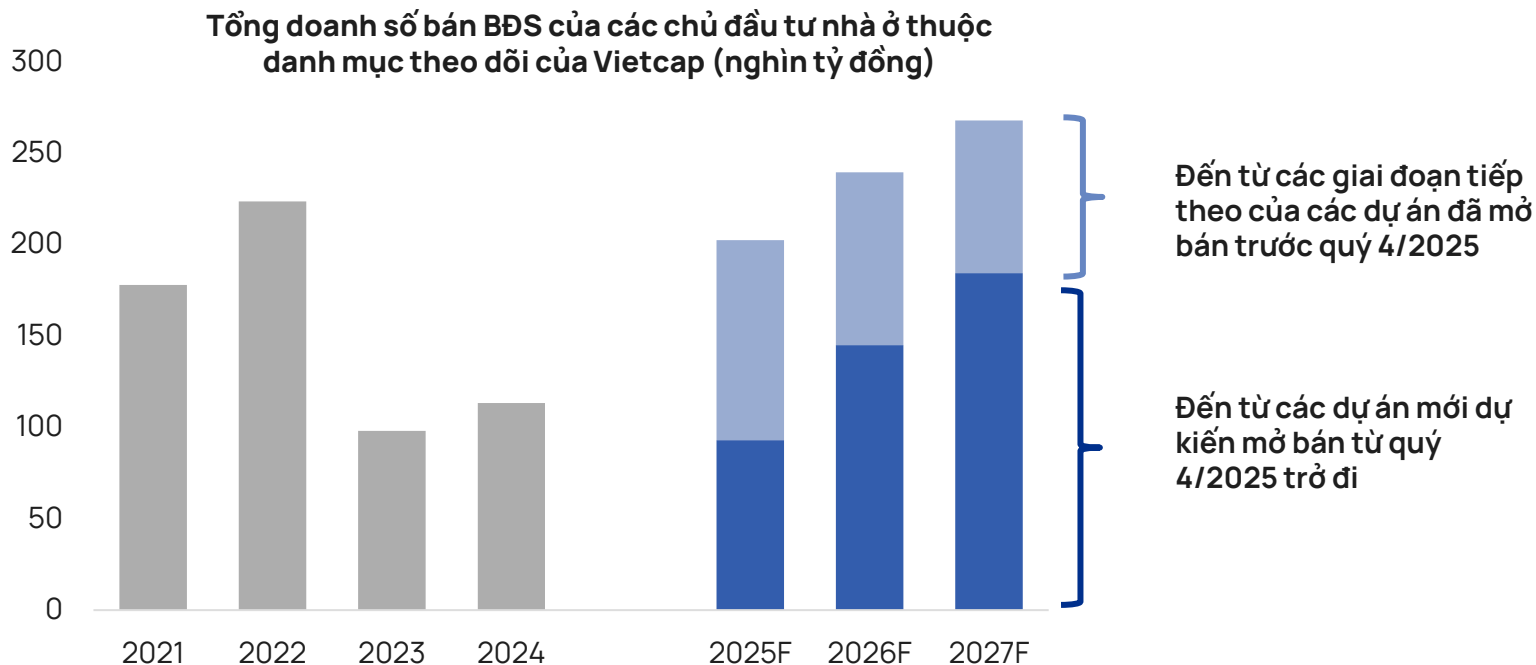
	VN-Index	VIC*	VRE*	VHM*	KDH*	NLG*	NVL*	DXG*	DXS*	HDC*	IJC	PDR	TCH	DIG
Nửa đầu 2022	-20%	-23%	-5%	-22%	-24%	-44%	-18%	-44%	-43%	-51%	-42%	-26%	-58%	-63%
Nửa cuối 2022	-16%	-27%	-8%	-23%	-25%	-12%	-81%	-35%	-60%	-22%	-34%	-74%	-25%	-43%
Nửa đầu 2023	11%	-5%	2%	15%	16%	7%	6%	16%	35%	21%	47%	24%	31%	47%
Nửa cuối 2023	1%	-13%	-13%	-21%	12%	11%	15%	38%	5%	17%	0%	66%	54%	27%
Nửa đầu 2024	10%	-8%	-12%	-13%	18%	14%	-22%	-17%	-6%	-5%	17%	-6%	44%	-1%
Nửa cuối 2024	2%	-2%	-16%	6%	8%	-12%	-23%	-3%	2%	0%	0%	-13%	-20%	-29%
Nửa đầu 2025	9%	136%	44%	92%	-19%	8%	48%	32%	24%	3%	-10%	-13%	32%	-1%
<b>Từ đầu 2025 đến nay</b>	<b>37%</b>	<b>558%</b>	<b>101%</b>	<b>163%</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>	<b>46%</b>	<b>50%</b>	<b>47%</b>	<b>23%</b>	<b>5%</b>	<b>18%</b>	<b>65%</b>	<b>27%</b>

## Trung vị P/B quý gần nhất hàng tháng (tháng 1/2023-hiện tại)



# Các cổ phiếu BĐS nhà ở trong danh mục theo dõi của Vietcap: Đà tăng trưởng doanh số bán BĐS dự kiến tăng tốc

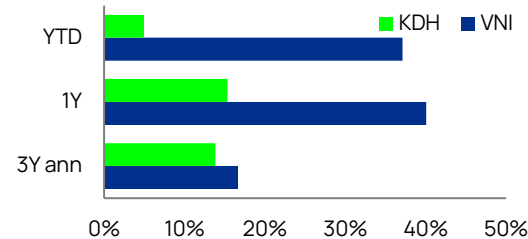
- ✓ Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng doanh số bán BĐS của các chủ đầu tư BĐS nhà ở nằm trong danh mục theo dõi của chúng tôi sẽ tiếp tục duy trì trong giai đoạn 2026–2027, được hỗ trợ bởi hoạt động mở bán các dự án mới và triển khai các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu.
- ✓ Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán BĐS của KDH, NLG, NVL, DXG và HDC sẽ tăng 81% YoY trong năm 2026, sau mức phục hồi mạnh 188% dự báo cho năm 2025, trên nền suy giảm sâu 88% năm 2023 và 15% năm 2024. Đối với VHM, chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS năm 2026 sẽ tăng 9% YoY, sau mức tăng dự kiến 69% trong năm 2025 và 19% trong năm 2024.



# KDH – Kỳ vọng khai mở giá trị quỹ đất, tạo động lực mạnh mẽ cho tăng trưởng lợi nhuận

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	34.450 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	3.279	4.954	7.577	8.904
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>48.500 VND</b>	% YoY	57,0%	51,1%	53,0%	17,5%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.309	2.378	4.620	3.712
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	809	1.041	1.768	2.420
TL tăng	+40,8%	% YoY	13,0%	28,6%	69,9%	36,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	6,1%	18,4%	69,9%	36,9%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+40,8%</b>	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	900	6.100	6.800	8.600
		Biên LN gộp	53,1%	56,8%	70,1%	52,6%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	39,9%	48,0%	61,0%	41,7%
GT vốn hóa	39,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	24,7%	21,0%	23,3%	27,2%
Room KN	5,4 nghìn tỷ đồng	ROE	5,2%	5,8%	9,1%	11,2%
GTGD/ngày (30n)	211,2 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	19,2%	28,5%	31,3%	31,3%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	47,3x	39,9x	23,5x	17,2x
SL CP lưu hành	1,0 tỷ	P/B	2,2x	2,1x	1,9x	1,7x
Pha loãng	1,0 tỷ					

\* Cập nhật ngày 12/11/2025



## Tổng quan Công ty

KDH là một chủ đầu tư BĐS liên thổ (nhà phố và biệt thự) có tiếng tại TP.HCM. Từ năm 2017, công ty đã mở rộng sang phát triển mảng căn hộ chung cư. Hiện tại, KDH đang sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM.

**Quỹ đất lớn tại khu vực trung tâm TP.HCM dự kiến gia tăng sức hấp dẫn của KDH:** Danh mục quỹ đất được công bố của KDH có quy mô hơn 500 ha tại các khu vực trung tâm của TP.HCM. Bên cạnh đó, KDH sở hữu bề dày kinh nghiệm phát triển các dự án chất lượng cao, năng lực bàn giao đúng tiến độ và vị trí dự án ở khu vực phát triển hệ thống hạ tầng đồng bộ. Việc KDH tập trung vào các vị trí chiến lược tại trung tâm TP.HCM sẽ tiếp tục gia tăng sức hút cho các sản phẩm của công ty.

**Các sản phẩm thấp tầng của Gladia dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận quý 4/2025 và năm 2026:** Với kết quả doanh số bán tích cực (~100 căn thấp tầng đã bán trên tổng số 226 căn, tương đương ~4 nghìn tỷ đồng, tính đến đầu tháng 10/2025), chúng tôi kỳ vọng việc bán hàng và bàn giao toàn bộ các căn thấp tầng tại Gladia – vốn đã hoàn tất giai đoạn thi công – sẽ được hoàn thành trong năm 2026. Công ty dự kiến sẽ khởi công giai đoạn cao tầng (616 căn hộ) vào đầu năm 2026, với kế hoạch mở bán vào quý 3/2026 và bàn giao từ quý 4/2027.

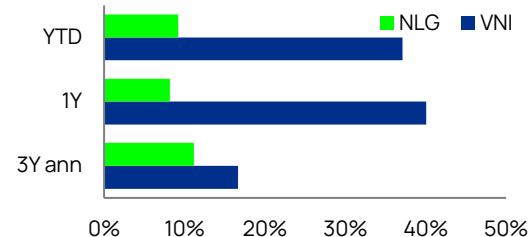
**Tiến độ triển khai các dự án Bình Trưng Đông, The Solina và KCN Lê Minh Xuân mở rộng dự kiến sẽ bắt đầu được tăng tốc trong giai đoạn từ năm 2027 trở đi, trong khi dự án Tân Tạo đóng vai trò trụ cột cho triển vọng dài hạn:** Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ bắt đầu mở bán các sản phẩm thấp tầng tại dự án mới như Bình Trưng Đông và The Solina kể từ năm 2027, cùng với việc bắt đầu đưa dự án KCN Lê Minh Xuân mở rộng vào kinh doanh. Vào tháng 10/2025, KDH đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư cho dự án Bình Trưng Đông (18,2 ha; ~200 căn thấp tầng và ~3.500 căn cao tầng; liền kề Gladia) và đã bắt đầu xây dựng hạ tầng cho cả The Solina (~500 căn thấp tầng và ~1.000 căn cao tầng) và KCN Lê Minh Xuân mở rộng (~110 ha). Đối với dự án Tân Tạo (~330 ha), công ty dự kiến sẽ bắt đầu khởi công dự án vào năm 2027.

**Rủi ro:** Tiến độ mở bán các dự án quy mô lớn, như dự án Tân Tạo, có thể chậm hơn dự kiến.

# NLG – Sự phục hồi của thị trường phía Nam, cùng quỹ đất sạch sẵn sàng triển khai sẽ thúc đẩy triển vọng tăng trưởng của doanh số bán BĐS

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	36.100 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	7.196	5.000	6.368	6.705
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>52.100 VND</b>	% YoY	126,2%	-30,5%	27,3%	5,3%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.664	1.189	1.805	1.822
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	518	710	718	882
TL tăng	+44,3%	% YoY	7,1%	37,0%	1,1%	22,9%
Lợi suất cổ tức	1,1%	EPS	9,8%	37,6%	-19,7%	22,9%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+45,4%</b>	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	5.200	7.200	9.700	11.700
		Biên LN gộp	42,5%	46,3%	48,6%	46,5%
Ngành	BĐS	Biên LN từ HĐKD	23,1%	23,8%	28,3%	27,2%
GT vốn hóa	17,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	7,2%	14,2%	11,3%	13,2%
Room KN	897,6 tỷ đồng	ROE	5,4%	6,3%	5,5%	6,5%
GTGD/ngày (30n)	63,4 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	6,1%	-0,5%	5,1%	6,3%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	28,1x	20,4x	25,4x	20,7x
SL CP lưu hành ^	485,2 tr	P/B	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x
Pha loãng ^	485,2 tr					

\* Cập nhật ngày 07/11/2025. ^ Bao gồm đợt phát hành quyền mua (Ngày không hưởng quyền: 17/10/2025), với giá định được đăng ký mua hết



## Tổng quan Công ty

NLG là chủ đầu tư BĐS với hơn 30 năm kinh nghiệm. Sau khi xây dựng vị thế vững chắc là chủ đầu tư BĐS phân khúc vừa túi tiền hàng đầu ở TPHCM, NLG đã đang chuyển hướng sang căn hộ trung cấp và nhà phố/biệt thự tại TP. HCM, Tây Ninh (Long An), Đồng Nai, Hải Phòng và Cần Thơ.

**Chủ đầu tư giàu kinh nghiệm với danh mục sản phẩm được định vị tốt ở phân khúc nhà ở trung cấp:** NLG được kỳ vọng sẽ là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi sớm từ sự phục hồi của thị trường BĐS phía Nam, nhờ thương hiệu mạnh, các mối quan hệ hợp tác chiến lược, danh mục sản phẩm trung cấp phù hợp nhu cầu thị trường, bảng cân đối kế toán lành mạnh và quỹ đất sạch sẵn sàng triển khai tại TP.HCM cùng các tỉnh vệ tinh trọng điểm.

**Dự án Izumi City dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận và doanh số bán BĐS trong quý 4/2025:** Đầu tháng 11, NLG đã hoàn tất chuyển nhượng 15% cổ phần tại Izumi City cho đối tác Nhật Bản và bắt đầu mở bán cho giai đoạn tiếp theo – phân khu Canaria (461 căn thấp tầng, đã được cấp phép bán hàng vào tháng 10/2025). Những diễn biến này củng cố kỳ vọng của chúng tôi rằng Izumi City sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận và doanh số bán BĐS của NLG trong quý 4/2025.

**Doanh số bán BĐS tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đà phục hồi của thị trường phía Nam và quỹ đất sạch:** Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS của NLG trong năm 2026 sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng hai chữ số từ mức nền cao của năm 2025, với động lực chủ yếu đến từ cụm dự án tại Đồng Nai, bao gồm Izumi City và dự án mới dự kiến – Paragon. Chúng tôi cho rằng tiến độ phát triển hạ tầng tại khu vực phía Nam (đặc biệt là kết nối giao thông tại Đồng Nai) sẽ hỗ trợ tích cực cho doanh số bán BĐS của NLG, bên cạnh vị thế thị trường vững chắc và tình trạng pháp lý rõ ràng của các dự án.

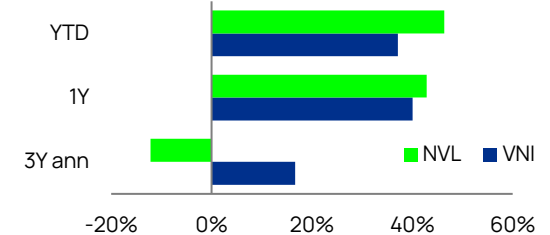
**Backlog lớn và hoạt động mở bán sắp tới sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của lợi nhuận cốt lõi năm 2026:** Tính đến cuối quý 3/2025, giá trị bán BĐS chưa ghi nhận (backlog) của NLG đạt khoảng 5,2 nghìn tỷ đồng (theo NLG), chủ yếu đến từ dự án Southgate. Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu BĐS cốt lõi của NLG sẽ tăng 35% YoY (trong đó khoảng 60% đến từ backlog chưa ghi nhận và 40% từ doanh số bán mới), và LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi từ việc bàn giao BĐS sẽ tăng 78% YoY.

**Rủi ro:** Tiến độ bán hàng chậm hơn kỳ vọng tại các dự án khu vực vệ tinh.

# NVL – Tái cấu trúc hứa hẹn khởi động chu kỳ phục hồi doanh số bán BĐS

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	15.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	9.074	10.690	12.772	18.799
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>20.000 VND</b>	% YoY	90,7%	17,8%	19,5%	47,2%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-1.900	1.505	2.127	4.202
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	-6.455	-790	402	3.222
TL tăng	+33,3%	% YoY	N.M.	N.M.	N.M.	701,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	N.M.	N.M.	N.M.	671,5%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+33,3%</b>	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	2.800	2.500	11.400	31.300
		Biên LN gộp	0,9%	35,9%	36,3%	38,6%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	-20,9%	14,1%	16,7%	22,4%
GT vốn hóa	31,7 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	-71,1%	-7,4%	3,1%	17,1%
Room KN	13 nghìn tỷ đồng	ROE	-17,0%	-4,2%	2,1%	15,9%
GTGD/ngày (30n)	203,3 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	120,4%	133,9%	136,8%	129,2%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	N.M.	N.M.	83,8x	10,9x
SL CP lưu hành	1,95 tỷ	P/B	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
Pha loãng	1,95 tỷ					

\* Cập nhật ngày 01/10/2025



## Tổng quan Công ty

Novaland là một trong những chủ đầu tư BĐS lớn nhất tại Việt Nam, chủ yếu tập trung vào các dự án BĐS nhà ở và BĐS nghỉ dưỡng tại khu vực phía Nam. Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn trải dài từ khu vực trung tâm TP.HCM, Đồng Nai đến các vùng ven biển Bà Rịa – Vũng Tàu và Bình Thuận. NVL đã tiến hành tái cấu trúc hoạt động kinh doanh kể từ quý 4/2022.

**Nỗ lực tái cơ cấu tạo nền tảng cho quá trình phục hồi:** Từng là một trong những chủ đầu tư hàng đầu tại khu vực phía Nam, NVL bước vào giai đoạn tái cơ cấu sau cú sốc thanh khoản cuối năm 2022. Kể từ quý 2/2025, các hoạt động tái cơ cấu của NVL đã đạt được những tiến triển rõ rệt hơn trong việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý tại các dự án trọng điểm, qua đó đặt nền móng cho việc phục hồi hoạt động triển khai dự án và từng bước khôi phục niềm tin của người mua nhà.

**Doanh số bán BĐS dự kiến phục hồi trong năm 2026 nhờ mở bán các giai đoạn mới:** Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS năm 2025 của NVL sẽ vẫn ở mức khiêm tốn do công ty ưu tiên tập trung vào các hoạt động triển khai và hoàn thiện dự án, trong khi thanh khoản trên thị trường thứ cấp được kỳ vọng sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2025. Những yếu tố này sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi của hoạt động bán BĐS từ năm 2026 trở đi. Chúng tôi ước tính tổng doanh số bán BĐS giai đoạn 2026–2027 sẽ đạt khoảng 42,6 nghìn tỷ đồng, với động lực chủ yếu đến từ việc khởi động lại hoạt động mở bán các sản phẩm chưa tiêu thụ tại Aqua City, NovaWorld Phan Thiet (NVW PT) và NovaWorld Ho Tram (NVW HT).

**Dòng tiền thu về dự kiến tiến triển tích cực trong giai đoạn 2026–2028, nhờ đẩy mạnh hoạt động bàn giao:** Tính đến cuối quý 2/2025, tổng giá trị của các sản phẩm đã giới thiệu ra thị trường trong giai đoạn trước (backlog) ở mức 228 nghìn tỷ đồng, trong đó Aqua City chiếm 48%, NVW PT 26%, NVW HT 10% và các dự án tại TP.HCM chiếm 16%. Chúng tôi kỳ vọng sẽ thu dần khoảng 100 nghìn tỷ đồng từ nay đến năm 2029, nhờ những tiến triển tích cực trong tiến độ thi công và hoạt động bàn giao các sản phẩm.

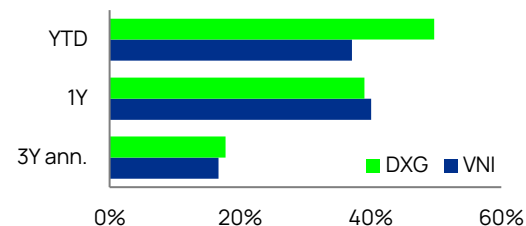
**Aqua City được kỳ vọng là dự án phục hồi sớm nhất của NVL:** Chúng tôi cho rằng tiến triển pháp lý tích cực, tốc độ thi công được đẩy nhanh cùng với triển vọng nâng cấp hạ tầng tại Đồng Nai sẽ giúp Aqua City tăng tốc tiến độ bàn giao từ nửa cuối năm 2025 và mở bán trở lại từ năm 2026. Trong khi đó, quá trình phục hồi của NVW PT và NVW HT nhiều khả năng sẽ diễn ra chậm hơn. Ngoài ra, quỹ đất lớn có vị trí chiến lược tại khu vực trung tâm TP.HCM của NVL hiện đang trong quá trình thực hiện các thủ tục pháp lý.

**Rủi ro:** tiến trình tái cấu trúc có thể kéo dài hơn dự kiến; khả năng pha loãng từ các kế hoạch phát hành cổ phiếu; cấu trúc sở hữu và lợi ích tại dự án có thể thay đổi trong quá trình tái cấu trúc.

# DXG – Dự án GSW và The Privé dẫn dắt đà tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026/27

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	19.150 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	4.795	3.741	5.794	11.016
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>24.000 VND</b>	% YoY	28,7%	-22,0%	54,9%	90,1%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.140	985	1.481	3.680
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	256	294	512	2.211
TL tăng	+25,3%	% YoY	48,8%	14,9%	74,3%	331,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	23,0%	-7,0%	62,0%	341,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+25,3%</b>	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	200	10.400	19.800	12.100
		Biên LN gộp	48,1%	55,8%	53,5%	58,0%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	23,8%	26,3%	25,6%	33,4%
GT vốn hóa	19,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	5,3%	7,9%	8,8%	20,1%
Room KN	5,1 nghìn tỷ đồng	ROE	2,6%	2,4%	3,5%	13,9%
GTGD/ngày (30n)	279,8 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	34,4%	12,3%	5,9%	0,7%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	66,6x	71,7x	44,2x	10,0x
SL CP lưu hành	1,1 tỷ	P/B	1,5x	1,5x	1,4x	1,3x
Pha loãng	1,1 tỷ					

\* Cập nhật ngày 05/12/2025



## Tổng quan Công ty

DXG là chủ đầu tư BĐS nhà ở trung cấp với quỹ đất tập trung tại TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai. Công ty con do DXG sở hữu 59% là CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) là công ty môi giới bất động sản hàng đầu với khoảng 30% thị phần trên toàn quốc.

**Tái khởi động GSW và dự án The Privé sẽ thúc đẩy lợi nhuận giai đoạn 2026–2027:** Chúng tôi kỳ vọng dự án GSW (khoảng 4.000 căn thấp tầng và sản phẩm đất nền; ~60% đã bán và ~50% đã bàn giao tính đến cuối quý 3/2025; tại Đồng Nai) sẽ tái khởi động hoạt động bán hàng trong năm 2026, nhờ động lực từ tiến độ phát triển của Sân bay Quốc tế Long Thành. Chúng tôi ước tính backlog chưa ghi nhận doanh thu của GSW tại thời điểm cuối năm 2025 sẽ rơi vào khoảng 400 căn, tương đương ~1,4 nghìn tỷ đồng. Đối với dự án The Privé (khoảng 3.200 căn hộ tại phường Bình Trưng, TP.HCM), chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được bán hết trong giai đoạn 2025–2026, với hoạt động bàn giao bắt đầu từ năm 2027. Theo dự báo, GSW và The Privé lần lượt đóng góp khoảng 41% và 64% tổng doanh thu trong các năm 2026 và 2027 (so với khoảng 20% trong năm 2025).

**Danh mục dự án lớn hỗ trợ tăng trưởng dài hạn của doanh số bán BĐS:** Bên cạnh The Privé và GSW, DXG dự kiến triển khai thêm các dự án Đất Xanh Homes Park View (5 ha; TP.HCM), Ngọc Khánh (~1 ha; TP.HCM) và Opal Luxury (~8,6 ha; TP.HCM) trong trung hạn. Chúng tôi kỳ vọng Đất Xanh Homes Park View sẽ được mở bán từ năm 2027, do dự án hiện đang trong quá trình hoàn tất nghĩa vụ tài chính về tiền sử dụng đất. Hai dự án Ngọc Khánh và Opal Luxury hiện chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi.

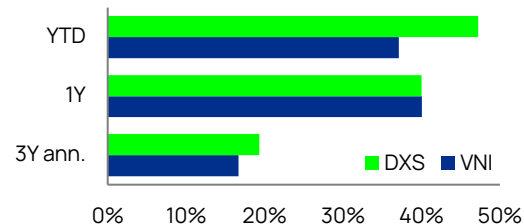
**Mảng môi giới tiếp tục phục hồi trong năm 2026:** Chúng tôi dự báo doanh thu môi giới của DXG sẽ tăng lần lượt 51% và 30% YoY trong các năm 2025 và 2026, nhờ khối lượng giao dịch BĐS phục hồi từ mức đáy của giai đoạn 2023–2024.

**Rủi ro:** Tiến độ mở bán các dự án mới chậm hơn kỳ vọng; rủi ro pha loãng từ các kế hoạch huy động vốn.

# DXS – Đà tăng trưởng của lượng giao dịch môi giới dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2026

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	10.600 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	2.438	3.403	4.040	4.729
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>13.600 VND</b>	% YoY	23,2%	39,6%	18,7%	17,1%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	445	838	1.057	1.335
		% YoY	317,9%	88,5%	26,2%	26,2%
TL tăng	+28,3%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	141	453	560	734
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	N.M.	222,0%	23,7%	30,9%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+28,3%</b>	EPS	N.M.	222,0%	23,7%	30,9%
		Biên LN gộp	48,3%	53,6%	51,7%	53,2%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	18,2%	24,6%	26,2%	28,2%
GT vốn hóa	6,2 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	5,8%	13,3%	13,9%	15,5%
Room KN	1,8 nghìn tỷ đồng	ROE	2,4%	7,3%	8,3%	9,9%
GTGD/ngày (30n)	15,8 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	20,7%	18,4%	9,6%	0,0%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	48,5x	15,1x	12,2x	9,3x
SL CP lưu hành	579,1 tr	P/B	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x
Pha loãng	579,1 tr					

\* Cập nhật ngày 05/12/2025



## Tổng quan Công ty

DXS là công ty môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam với khoảng 30% thị phần mảng môi giới sơ cấp và có mạng lưới phân phối rộng khắp toàn quốc. Dịch vụ môi giới tư vấn toàn diện mang lại cho DXS tỷ suất sinh lời vượt trội và là một trong những lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ.

**Tăng trưởng giao dịch BĐS dự kiến sẽ là động lực thúc đẩy lợi nhuận năm 2026:** Chúng tôi dự báo doanh thu mảng môi giới của DXS sẽ phục hồi mạnh 70% YoY trong năm 2025 từ mức nền thấp, và tiếp tục tăng thêm 30% YoY trong năm 2026, với biên lợi nhuận gộp của mảng này lần lượt đạt 60% và 62%. Chúng tôi cho rằng DXS đang ở vị thế thuận lợi để nắm bắt đà tăng trưởng của thị trường BĐS, nhờ thị phần dẫn đầu (ước tính khoảng 30–35%) và sự mở rộng liên tục của mạng lưới, với lực lượng bán hàng tăng lên khoảng 3.000 người tính đến cuối quý 3/2025 (so với khoảng 2.000 người vào cuối năm 2024).

**Tiền đặt cọc và giá trị tồn kho BĐS gia tăng củng cố danh mục dự án phát triển:** Tính đến cuối quý 3/2025, DXS đã ghi nhận 6,0 nghìn tỷ đồng (+8% QoQ, +26% YoY) tiền đặt cọc cho các hợp đồng tiếp thị/phân phối và 4,8 nghìn tỷ đồng hàng tồn kho (+4% QoQ, +15% YoY). Việc cả tiền đặt cọc và hàng tồn đều tăng theo QoQ và YoY cho thấy danh mục dự án đang được củng cố và dự báo sự phục hồi của nhu cầu ngày càng rõ nét hơn. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán BĐS và hoạt động bàn giao tại các dự án tự phát triển trọng điểm – bao gồm Regal Legend (21 ha, Quảng Bình), Regal Maison (Phú Yên) và Regal Victoria (Quảng Nam) – sẽ hỗ trợ tích cực cho hoạt động bàn giao BĐS trong giai đoạn 2025–2028.

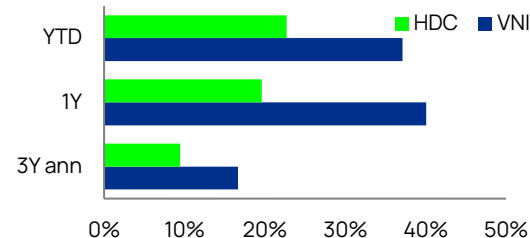
**Việc tái khởi động The Privé và Gem Sky World sẽ hỗ trợ mảng môi giới:** Chúng tôi kỳ vọng hai dự án này (do DXG, công ty mẹ của DXS, phát triển) sẽ được mở bán trong giai đoạn 2025–2026 và sẽ lần lượt đóng góp khoảng 20% và 35% vào dự báo doanh thu môi giới của DXS trong các năm 2025 và 2026, so với mức đóng góp tương đối khiêm tốn từ các dự án của DXG và các đơn vị liên kết trong giai đoạn 2023–2024.

**Rủi ro giảm giá:** Hoạt động giao dịch BĐS phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng.

# HDC – Sở hữu quỹ đất lớn để nắm bắt triển vọng phục hồi tại Vũng Tàu

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	27.450 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	546	644	859	1.451
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>27.100 VND</b>	% YoY	-17,9%	17,9%	33,4%	68,9%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	163	180	253	362
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	66	173	300	328
TL tăng	-1,3%	% YoY	-49,8%	162,2%	72,9%	9,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	-49,9%	145,4%	72,9%	9,5%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>-1,3%</b>	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	300	900	1.400	1.700
		Biên LN gộp	40,3%	37,7%	38,1%	31,8%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	29,9%	27,9%	29,4%	25,0%
GT vốn hóa	USD208.1mn	Biên LN ròng	12,1%	26,9%	34,9%	22,6%
Room KN	USD95.6mn	ROE	3,2%	7,4%	11,6%	11,4%
GTGD/ngày (30n)	USD2.9mn	Nợ vay ròng/CSH	69,9%	70,8%	72,8%	62,9%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	78,4x	32,0x	18,5x	16,9x
SL CP lưu hành	178,4 tr	P/B	2,4x	2,3x	2,0x	1,8x
Pha loãng	178,4 tr					

\* Cập nhật ngày 21/03/2025



## Tổng quan Công ty

HDC là chủ đầu tư bất động sản với 34 năm kinh nghiệm. HDC hiện sở hữu các dự án với tổng diện tích đất khoảng 490 ha, chủ yếu tại tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu.

**Chủ đầu tư BĐS giàu kinh nghiệm hưởng lợi từ triển vọng phục hồi của thị trường Bà Rịa – Vũng Tàu (BRVT).** Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS tại BRVT sẽ bắt đầu phục hồi vào cuối năm 2025, được hỗ trợ bởi tâm lý người mua nhà cải thiện, sự gia nhập gần đây của 1 chủ đầu tư lớn và tiến độ phát triển cơ sở hạ tầng hiện tại (cụ thể, đường cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu, dự kiến đi vào hoạt động năm 2026). HDC có vị thế thuận lợi để nắm bắt đà phục hồi của thị trường BRVT, với quỹ đất có vị trí chiến lược hưởng lợi từ đường cao tốc BHVT sắp tới.

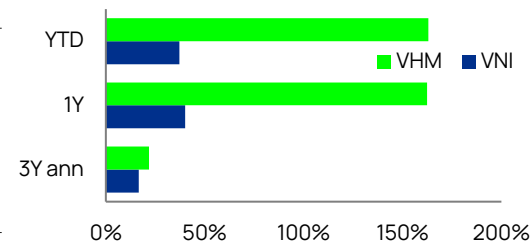
**Doanh số bán BĐS và lợi nhuận giai đoạn 2025–2026 dự kiến sẽ phục hồi từ mức nền thấp của năm 2024:** Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS trung bình của HDC trong giai đoạn 2025–2026 sẽ đạt khoảng 1,1 nghìn tỷ đồng mỗi năm (so với mức trung bình 850 tỷ đồng/năm của giai đoạn 2021–2024), được thúc đẩy bởi các dự án đã mở bán (như The Light City giai đoạn 1, Ngọc Tước 2 và West 3/2), cùng với các dự án dự kiến mở bán gồm dự án nhà ở xã hội Ecotown Phú Mỹ và một số dự án quy mô nhỏ khác. Chúng tôi kỳ vọng rằng (1) backlog chưa ghi nhận doanh thu, (2) doanh số bán BĐS mới và (3) việc chuyển nhượng các dự án Thống Nhất và Đại Dương sẽ là các động lực chính thúc đẩy lợi nhuận giai đoạn 2025–2026.

**LNST 9T 2025 vượt dự báo cả năm nhờ khoản lãi từ việc thoái vốn khỏi dự án Đại Dương:** Trong 9T 2025, LNST sau lợi ích CĐTS của HDC đã đạt 609 tỷ đồng (gấp 9 lần YoY), chủ yếu nhờ việc ghi nhận lợi nhuận từ giao dịch bán cổ phần tại dự án Đại Dương trong quý 2 và quý 3. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, HDC đã ghi nhận phần lớn lợi nhuận từ giao dịch thoái vốn khỏi dự án Đại Dương tính đến cuối quý 3/2025, đồng thời cũng đã thu về phần lớn giá trị hợp đồng. Khoản phải thu còn lại là khoảng 300 tỷ đồng dự kiến sẽ được thu hồi tại tháng 6/2026.

**Rủi ro:** Tiến độ triển khai dự án kéo dài hơn dự kiến; khó khăn trong việc huy động vốn cho các dự án quy mô lớn.

# VHM – Backlog lớn, doanh số bán BĐS tăng tốc sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2026

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	105.200 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	102.323	130.460	135.905	141.095
Giá mục tiêu*	118.900 VND	Doanh thu BĐS cốt lõi **	112.500	125.600	158.700	177.200
		LN từ HĐKD (tỷ đồng) **	41.100	45.500	63.200	76.900
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	31.801	38.631	41.356	47.156
TL tăng	+13,0%	% YoY	-4,7%	21,5%	7,1%	14,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	-4,5%	28,5%	7,1%	14,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+13,0%</b>	Doanh số bán (tỷ đồng)	103.900	175.400	190.500	202.600
		Biên LN gộp	32,2%	39,1%	41,4%	43,1%
Ngành	BĐS	Biên LN từ HĐKD **	36,5%	36,2%	39,8%	43,4%
GT vốn hóa	433 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	31,1%	29,6%	30,4%	33,4%
Room KN	169 nghìn tỷ đồng	ROE	16,7%	17,4%	15,8%	15,4%
GTGD/ngày (30n)	512,2 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	23,0%	41,0%	50,3%	43,5%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	14,4x	11,2x	10,4x	9,2x
SL CP lưu hành	4,11 tỷ	P/B	2,1x	1,8x	1,5x	1,3x
Pha loãng	4,11 tỷ					



## Tổng quan Công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 73,5%, là chủ đầu tư nhà ở hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công một số dự án quy mô lớn.

**Chúng tôi tin rằng VHM đang ở vị thế thuận lợi để tăng trưởng dài hạn trong phân khúc BĐS nhà ở tại Việt Nam**, nhờ vị thế dẫn đầu thị trường, quỹ đất lớn và bề dày kinh nghiệm triển khai các dự án quy mô lớn.

**Backlog chưa ghi nhận doanh thu và doanh số bán BĐS lớn dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2026:** Chúng tôi dự báo doanh thu BĐS cốt lõi sẽ tăng lần lượt 12%/26%/12% YoY trong các năm 2025/2026/2027, với backlog chưa ghi nhận doanh thu (tại thời điểm cuối quý 3/2025: 223,9 nghìn tỷ đồng) dự kiến sẽ đóng góp khoảng 100%/64%/18% vào doanh thu BĐS cốt lõi tương ứng trong quý 4/2025 và các năm 2026/2027. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán BĐS sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ vào các dự án mới mở bán (Green Paradise, Green City và Golden City), đồng thời được củng cố thêm bởi sự đóng góp từ các đợt mở bán dự kiến trong tương lai (Apollo City và Tuyên Quang trong năm 2026).

**Hạ tầng kết nối dự kiến sẽ là yếu tố hỗ trợ triển vọng doanh số bán BĐS của các dự án có quy mô lớn:** VIC/VinSpeed đã được chấp thuận đầu tư tuyến metro Bến Thành – Cần Giờ (dài 53 km, tổng mức đầu tư sơ bộ 102 nghìn tỷ đồng); lễ khởi công vào ngày 19/12) và đề xuất tuyến đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh. Các dự án hạ tầng này được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích đáng kể cho các dự án Green Paradise và Apollo City.

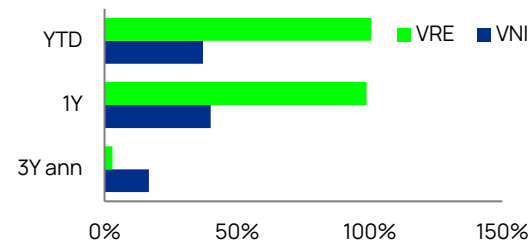
**Đòn bẩy tài chính gia tăng dự kiến sẽ tài trợ cho danh mục dự án mở rộng:** VHM hiện đang triển khai các công tác chuẩn bị cho nhiều dự án quy mô lớn, đòi hỏi nhu cầu vốn đáng kể. Bên cạnh đó, KCN Vinhomes Hà Tĩnh (VHM sở hữu 99,8%) đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư cho dự án Cảng Quốc tế Sơn Dương (tổng mức đầu tư 8,87 nghìn tỷ đồng) và dự án nhà xưởng cho thuê phục vụ chuỗi cung ứng xe điện (21,4 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu của VHM vào cuối năm 2026, và năm 2027 sẽ lần lượt đạt 50,3% và 43,5%, cao hơn so với mức dự phóng 41,0% vào cuối năm 2025 và mức bình quân 22% của giai đoạn 2018–2024.

**Rủi ro:** Hoạt động mở bán và biên lợi nhuận tại các dự án mới kém khả quan hơn kỳ vọng.

# VRE – Hoạt động cho thuê bán lẻ ổn định và doanh số bán BĐS mới dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận cốt lõi năm 2026

Khuyến nghị*	PHTT		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	34.400 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	8.939	8.812	10.246	11.847
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>32.000 VND</b>	% YoY	-8,7%	-1,4%	16,3%	15,6%
		LN từ HDKD (tỷ đồng)	3.773	4.143	4.710	5.291
		NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.626	6.028	6.503	6.993
TL tăng	-7,0%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	4.096	6.358	5.439	5.896
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	-7,1%	55,2%	-14,5%	8,4%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>-7,0%</b>	EPS	-7,1%	55,2%	-14,5%	8,4%
		Biên LN gộp	53,2%	55,2%	54,3%	53,0%
Ngành	BDS	Biên LN từ HDKD	42,2%	47,0%	46,0%	44,7%
GT vốn hóa	79,2 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	45,8%	72,2%	53,1%	49,8%
Room KN	24,2 nghìn tỷ đồng	ROE	10,3%	14,1%	10,7%	10,4%
GTGD/ngày (30n)	314,2 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	3,6%	1,4%	1,7%	-3,6%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	19,1x	12,3x	14,4x	13,3x
SL CP lưu hành	2,3 tỷ	P/B	1,9x	1,6x	1,5x	1,3x
Pha loãng	2,3 tỷ					

\* Cập nhật ngày 05/12/2025



## Tổng quan Công ty

VRE là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình trung tâm thương mại bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích sàn bán lẻ đạt 1,89 triệu m<sup>2</sup>.

**VRE, với tư cách là chủ đầu tư trung tâm thương mại hàng đầu, có vị thế thuận lợi để tận dụng xu hướng phát triển dài hạn của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam**, nhờ vị thế dẫn đầu thị trường và bề dày kinh nghiệm đã được chứng minh.

**Hoạt động cho thuê bán lẻ với khả năng phục hồi ổn định, dự kiến sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng lợi nhuận bền vững trong năm 2026:** Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp từ mảng cho thuê bán lẻ của VRE sẽ tăng 10% YoY trong năm 2026, nhờ được thúc đẩy bởi (1) đóng góp cả năm từ các trung tâm thương mại mới khai trương trong năm 2025 (VMM Ocean City và VMM Royal Island) và (2) tỷ lệ lấp đầy cải thiện lên 87% trong giai đoạn 2025–2026 (so với 84% trong năm 2024).

**Danh mục dự án trung tâm thương mại mới dự kiến sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng dài hạn:** Theo VRE, danh mục các trung tâm thương mại mới của công ty sẽ bao gồm khoảng 1,5–1,6 triệu m<sup>2</sup> diện tích sàn (GFA) bán lẻ sau năm 2025 (trong đó khoảng 718.000 m<sup>2</sup> đã đặt cọc và khoảng 800.000–900.000 m<sup>2</sup> đang trong giai đoạn nghiên cứu khả thi). Trong năm 2026, VRE dự kiến sẽ khai trương trung tâm thương mại VCP Wonder City (Hà Nội; 27.000 m<sup>2</sup> GFA bán lẻ). Chúng tôi dự báo tổng diện tích sàn cho thuê bán lẻ của VRE sẽ lần lượt tăng lên mức 1,91 triệu và 1,94 triệu m<sup>2</sup> vào cuối năm 2025 và năm 2026 (từ mức 1,89 triệu m<sup>2</sup> hiện tại). Chúng tôi hiện tiếp tục duy trì dự báo của chúng tôi rằng GFA bán lẻ mở mới sẽ đạt trung bình ~106.000 m<sup>2</sup>/năm trong giai đoạn 2026–29.

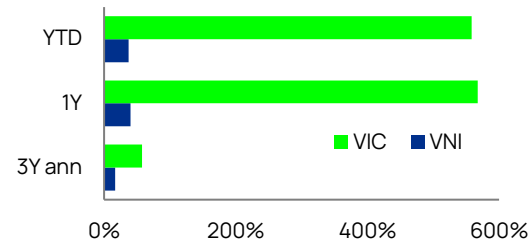
**Danh mục dự án bán BĐS mới dự kiến sẽ bổ sung động lực tăng trưởng cho LNST sau lợi ích CĐTS từ năm 2026:** Chúng tôi dự báo các sản phẩm shophouse tại Royal Island và Golden Avenue (tổng cộng khoảng 1.200 căn thấp tầng; hiện đang thi công) sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao từ năm 2026. Trong khi đó, cấu phần shophouse VRE đã mua lại tại Green Paradise (khoảng 1.300 căn) dự kiến sẽ bắt đầu mở bán trong năm 2027 và bàn giao từ năm 2028, qua đó tạo thêm động lực tăng trưởng lợi nhuận cho VRE từ năm 2026 trở đi.

**Yếu tố hỗ trợ/rủi ro:** Biên lợi nhuận cải thiện mạnh hơn/chậm hơn kỳ vọng; tiến độ mở bán cấu phần shophouse mới mua lại, và việc triển khai các dự án theo hình thức hợp tác kinh doanh (BCC) với VIC/VHM diễn ra nhanh hơn/chậm hơn dự kiến.

# VIC – Lợi nhuận BĐS duy trì vững chắc; doanh số bán giao xe ổn định; hỗ trợ tài chính từ Chủ tịch tiếp tục được thực hiện; đóng góp của các mảng mới vào lợi nhuận trung hạn chưa đáng kể

Khuyến nghị*	BÁN		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP(04/12)	133.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	189.068	317.647	369.444	440.492
Giá mục tiêu*	105.000 VND	% YoY	17,1%	68,0%	16,3%	19,2%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-5.901	8.172	30.086	62.058
		LN TT (tỷ đồng)	16.739	27.823	26.457	42.173
TL tăng	-21,3%	LNST-CBTS (tỷ đồng)	11.903	12.534	13.716	17.915
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	451,9%	5,3%	9,4%	30,6%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>-21,3%</b>	EPS^	466,4%	4,9%	9,0%	30,6%
		Biên LN gộp	14,4%	17,6%	22,9%	28,0%
Ngành	Đa ngành	Biên LN từ HĐKD	-3,1%	2,6%	8,1%	14,1%
GT vốn hóa	1 triệu tỷ đồng	Biên LN ròng	6,3%	3,9%	3,7%	4,1%
Room KN	414,5 nghìn tỷ đồng	ROE	9,5%	7,9%	7,4%	8,9%
GTGD/ngày (30n)	1,3 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	117,2%	141,0%	170,3%	167,5%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E^	83,4x	79,6x	73,0x	55,9x
SL CP lưu hành	7,49 tỷ	P/B^	7,2x	5,6x	5,2x	4,8x
Pha loãng	7,53 tỷ					

\* Cập nhật ngày 05/12/2025. ^ Không bao gồm cổ phiếu VIC thuộc sở hữu của công ty con



## Tổng quan về công ty

VIC là một tập đoàn đa ngành với phạm vi hoạt động rộng, bao gồm phát triển BĐS nhà ở, phát triển và vận hành dịch vụ khách sạn – nghỉ dưỡng, và sản xuất ô tô. Bên cạnh đó, VIC đang mở rộng sang các lĩnh vực mới với một số dự án quy mô lớn được đề xuất trong các mảng năng lượng, phát triển hạ tầng và logistics.

**Doanh nghiệp dẫn đầu ngành BĐS:** Chúng tôi kỳ vọng thương hiệu Vinhomes, với vị thế đã được khẳng định, sẽ được hưởng lợi từ đà tăng trưởng nhu cầu nhà ở của tầng lớp trung lưu. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán BĐS của VHM trong giai đoạn 2025–2027 sẽ đạt khoảng 568 nghìn tỷ đồng, nhờ được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai và các dự án mới.

**Mảng khách sạn – nghỉ dưỡng phục hồi đúng như dự kiến:** Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ HĐKD của mảng này sẽ tiếp tục cải thiện, nhờ sự phục hồi của hoạt động du lịch và hiệu quả vận hành được nâng cao.

**Cam kết mạnh mẽ của chủ tịch HĐQT tiếp tục hỗ trợ nhu cầu vốn của VinFast:** Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB (bao gồm cả hoạt động R&D mới) và khoản lỗ EBITDA của mảng công nghiệp (chủ yếu là VinFast) sẽ lần lượt đạt 20,9 nghìn tỷ đồng (giảm 23% so với năm 2025) và 34,2 nghìn tỷ đồng (thấp hơn so với mức lỗ EBITDA 46,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2025) trong năm 2026. Các khoản chi này chủ yếu được tài trợ thông qua việc gia tăng nợ vay ròng của VIC (loại trừ VHM), mà chúng tôi dự báo đạt khoảng 28,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2026. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng Chủ tịch VIC sẽ tiếp tục hỗ trợ nhu cầu vốn của VinFast thông qua các khoản tài trợ đã cam kết đến năm 2026.

**Góp vốn vào các lĩnh vực mới, trong khi đóng góp lợi nhuận trung hạn chưa đáng kể:** Việc VIC mở rộng sang các lĩnh vực mới – bao gồm năng lượng, hạ tầng và thép – có thể mang lại tiềm năng dài hạn như nguồn doanh thu cốt lõi ổn định, đảm bảo nguồn cung nguyên vật liệu và khả năng tiếp cận quỹ đất mới. Chúng tôi ước tính, đến tháng 12/2025, VIC đã góp khoảng 24,6 nghìn tỷ đồng vốn bằng tiền mặt vào VinEnerg, VinSpeed và VinMetal, các khoản góp vốn tiếp theo dự kiến sẽ được thực hiện theo tiến độ dự án và tỷ lệ góp vốn của VIC tại các công ty này. Trong trung hạn, chúng tôi cho rằng đóng góp lợi nhuận từ các mảng này chưa đáng kể.

**Yếu tố hỗ trợ:** Kiểm soát dòng tiền tốt hơn và triển vọng huy động vốn thuận lợi hơn; tiến độ phê duyệt và triển khai các dự án năng lượng và hạ tầng quy mô lớn được đẩy nhanh.

# Ngành Bất động sản Khu công nghiệp

Kỳ vọng triển vọng phục hồi toàn diện hơn  
khi các điều kiện thuế quan dần ổn định trở lại

---

Tháng 12/2025

# Ngành BĐS KCN: Kỳ vọng triển vọng phục hồi toàn diện hơn khi các điều kiện thuế quan dần ổn định trở lại

## Tóm tắt

- **Chúng tôi kỳ vọng ngành BĐS KCN sẽ phục hồi từ năm 2026, mặc dù một số thách thức mang tính cấu trúc vẫn còn hiện hữu.** Gần đây, thị trường xuất hiện những tín hiệu phục hồi sớm về nhu cầu, khi một số chủ đầu tư KCN cho biết khách thuê đã nối lại các cuộc thảo luận liên quan đến kế hoạch mở rộng sản xuất sau đợt điều chỉnh thuế quan vào tháng 7; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cần thêm thời gian để các cuộc trao đổi này chuyển thành hợp đồng thuê thực tế. Về triển vọng kinh doanh, chúng tôi dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN của một số doanh nghiệp niêm yết lớn sẽ giảm 9% YoY trong năm 2025, trước khi phục hồi với mức tăng 29% trong năm 2026 và 32% trong năm 2027; được hỗ trợ bởi (i) khoảng 5.500 ha đất KCN mới dự kiến được đưa vào khai thác, và (ii) sự phục hồi dần của nhu cầu thuê trong bối cảnh môi trường chính sách thuế quan trở nên ổn định hơn.
- **Năng lực cạnh tranh tương đối của Việt Nam kỳ vọng sẽ tiếp tục được duy trì sau đợt điều chỉnh thuế, dù vẫn tồn tại một số rủi ro nhất định.** Quyết định áp thuế quan của Mỹ vào tháng 7/2025 (áp mức 20% đối với hàng xuất khẩu từ Việt Nam và 40% đối với hàng hóa bị coi là “trung chuyển”) đã phần nào giảm bớt mức độ bất định về chính sách, đồng thời nhìn chung vẫn giữ được lợi thế chi phí tương đối của Việt Nam, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất điện tử. Trong kịch bản bất lợi hơn khi hàng hóa “trung chuyển” bị kiểm soát chặt chẽ hơn và gây tác động tiêu cực đến nhu cầu trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá lợi thế về chi phí lao động, cơ sở hạ tầng ngày càng hoàn thiện và chuỗi cung ứng đang mở rộng của Việt Nam vẫn sẽ giúp Việt Nam tiếp tục thu hút dòng vốn dịch chuyển sản xuất.
- **Sự cải thiện của quy trình phê duyệt sẽ tạo động lực cho đà tăng trưởng nguồn cung đất KCN trong trung hạn.** Chúng tôi kỳ vọng quy trình phát triển dự án KCN sẽ trở nên hiệu quả hơn, mang lại lợi ích cho cả các chủ đầu tư đã có hệ sinh thái hoàn chỉnh và các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất cao su có thể chuyển đổi. Chúng tôi ước tính đã có khoảng 22.800 ha đất KCN mới được phê duyệt trong giai đoạn 2024 – 9T 2025 (tăng 7,2% trong năm 2024 và 9,4% trong 9T 2025), nhờ vào việc các quy hoạch tổng thể cấp tỉnh đã được hoàn thiện và việc đẩy mạnh phân cấp thẩm quyền phê duyệt cho chính quyền địa phương.
- **Tốc độ tăng giá cho thuê đất KCN sẽ chậm lại, do thị trường tiếp nhận thêm nguồn cung mới.** Doanh số cho thuê đất KCN và tỷ lệ hấp thụ rỗng đều giảm tốc trong giai đoạn năm 2024 - 9T 2025, trong khi giá chào thuê vẫn tăng nhẹ. Chúng tôi dự báo giá cho thuê trung bình sẽ chỉ tăng 0–5% mỗi năm trong giai đoạn 2025–2026 (thấp hơn so với mức 5–8%/năm trong dự báo trước thời điểm công bố điều chỉnh thuế quan vào tháng 4). Mặt bằng giá thuê được kỳ vọng sẽ phân hóa rõ rệt hơn theo vị trí địa lý, mức độ hoàn thiện hạ tầng và cơ cấu khách thuê. Các KCN có vị trí chiến lược và chất lượng cao vẫn có khả năng tăng giá thuê có chọn lọc, trong khi các KCN còn lại có thể cần áp dụng chính sách giá linh hoạt hơn để duy trì sức cạnh tranh.
- **Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu:** Chúng tôi ưu tiên IDC nhờ sở hữu quỹ đất sạch tại những vị trí chiến lược, cùng với cơ cấu khách thuê đa dạng, bảng cân đối kế toán lành mạnh và khả năng duy trì cổ tức ổn định. Đối với KBC, chúng tôi đánh giá cao danh mục quỹ đất lớn và khả năng công ty sẽ mở bán dự án khu đô thị Trảng Cát (đã hoàn tất giải phóng mặt bằng) trong trung hạn, qua đó góp phần thúc đẩy đà tăng trưởng của công ty. Theo dự báo của chúng tôi, cả hai cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn; cụ thể, P/B điều chỉnh dự phóng năm 2026 của IDC là 1,4 lần, và P/B dự phóng năm 2026 của KBC là 1,2 lần, thấp hơn mức P/B trung vị 2 năm của nhóm các công ty cùng ngành là 1,9 lần. Chúng tôi cho rằng các mức giá này chưa phản ánh đầy đủ quy mô cũng như giá trị chiến lược của quỹ đất mà hai doanh nghiệp này đang nắm giữ.
- **Rủi ro:** Sự thiếu rõ ràng trong cách xác định và áp dụng quy định đối với hàng hóa “trung chuyển”, cùng với việc tiến độ triển khai dự án có khả năng sẽ diễn ra chậm hơn dự kiến.

# Các cổ phiếu BĐS KCN thuộc danh mục theo dõi của Vietcap

## Ngành Bất động sản Khu công nghiệp – Chỉ số chính

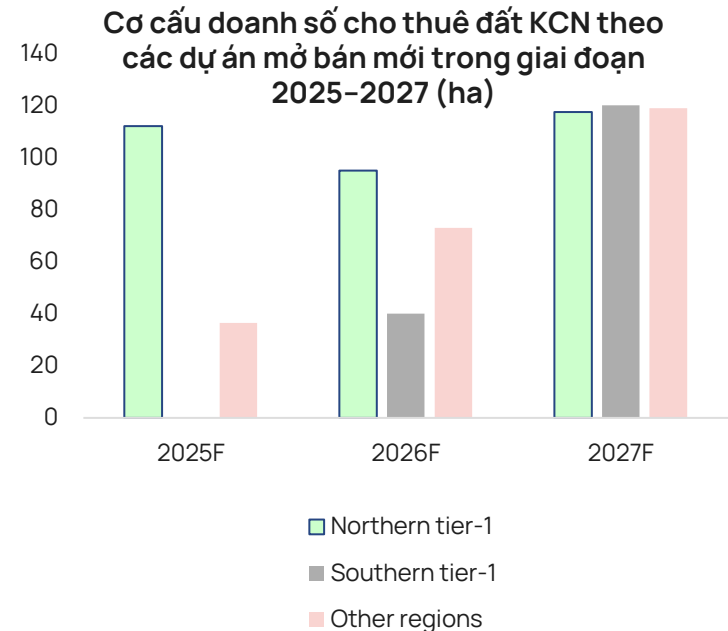
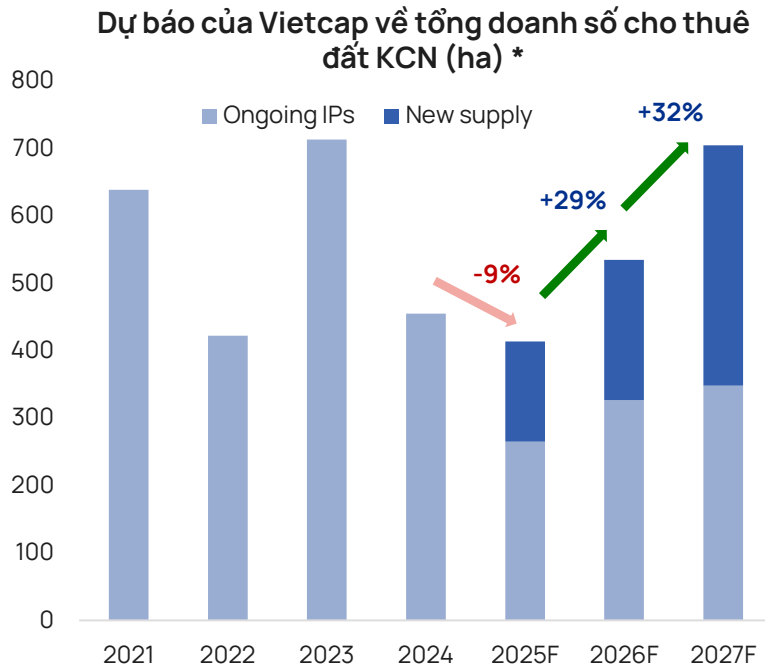
Mã	Khuyến nghị	GTVH tr USD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
IDC	MUA	565	0%	49%	180	4,9	39.200	54.000	11/26/25	38%	5%	43%
KBC	MUA	1.271	0%	49%	399	5,1	35.550	42.500	11/24/25	20%	0%	20%
SIP	MUA	514	2%	49%	227	1,0	55.900	73.900	6/18/25	32%	4%	36%
VGC	MUA	754	39%	49%	327	1,8	44.300	64.100	10/21/25	45%	5%	50%
SZC	KQ	214	58%	20%	38	0,7	31.400	42.400	7/1/25	35%	3%	38%
PHR	KQ	299	67%	49%	103	0,5	58.200	67.400	6/25/25	16%	2%	18%
GVR	PHTT	4.228	97%	13%	512	2,8	27.850	31.200	7/4/25	12%	1%	13%

## Ngành Bất động sản Khu công nghiệp – Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP VND/CP	TT EPS 2024 %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 2025F x	P/E 2026F x	P/B điều chỉnh quý gần nhất x	P/B điều chỉnh 2025F x	P/B điều chỉnh 2026F x	ROE 2026F %	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất
IDC	39.200	43%	-18%	17%	17%	9,2	7,9	1,5	1,6	1,4	29%	-28%
KBC	35.550	-81%	287%	63%	29%	18,5	11,3	1,4	1,4	1,2	11%	67%
SIP	55.900	26%	4%	7%	7%	12,1	11,3	1,3	1,3	1,2	24%	-20%
VGC	44.300	-9%	3%	44%	52%	18,2	12,7	1,9	2,1	2,0	19%	15%
SZC	31.400	12%	4%	21%	22%	19,5	16,1	1,7	1,7	1,6	12%	57%
PHR	58.200	-26%	19%	48%	25%	16,0	10,8	1,7	1,7	1,5	18%	-44%
GVR	27.850	52%	8%	11%	12%	25,9	23,3	1,8	1,9	1,8	8%	-28%

# Kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN năm 2026 phục hồi, được hỗ trợ bởi khung thỏa thuận thương mại Việt - Mỹ và nguồn cung KCN mới

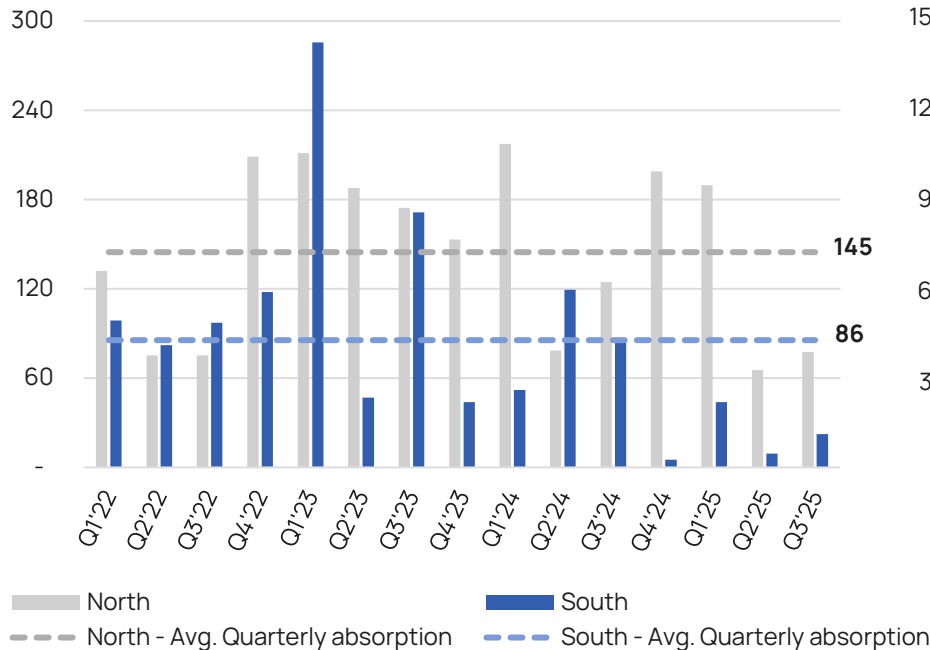
- ✓ Chúng tôi dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN tại các dự án do một số doanh nghiệp niêm yết phát triển (bao gồm KBC, IDC, VGC, GVR, SIP, SZC, LHG, BCM và KDH) sẽ giảm 9% YoY trong năm 2025, trước khi **phục hồi với mức tăng 29% trong năm 2026 và 32% trong năm 2027**. Động lực phục hồi chủ yếu đến từ (i) hoạt động cho thuê tại các dự án KCN mới, tập trung chủ yếu tại các vùng công nghiệp cấp 1 ở miền Bắc và miền Nam, nơi có khả năng đáp ứng nhu cầu thuê đa dạng của nhiều nhóm ngành, và (ii) sự cải thiện dần trong nhu cầu mở rộng sản xuất của khách thuê.
- ✓ Cú sốc thuế quan vào tháng 4 năm 2025 đã khiến các khách thuê áp dụng cách tiếp cận thận trọng hơn, qua đó gây áp lực lên doanh số cho thuê đất KCN. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy mức độ quan tâm của khách thuê có dấu hiệu cải thiện về cuối năm, cho thấy tâm lý thị trường đang từng bước ổn định trở lại, trong bối cảnh các rủi ro liên quan đến thương mại và việc thực thi chính sách được kỳ vọng sẽ trở nên rõ ràng và nhất quán hơn trong năm 2026.



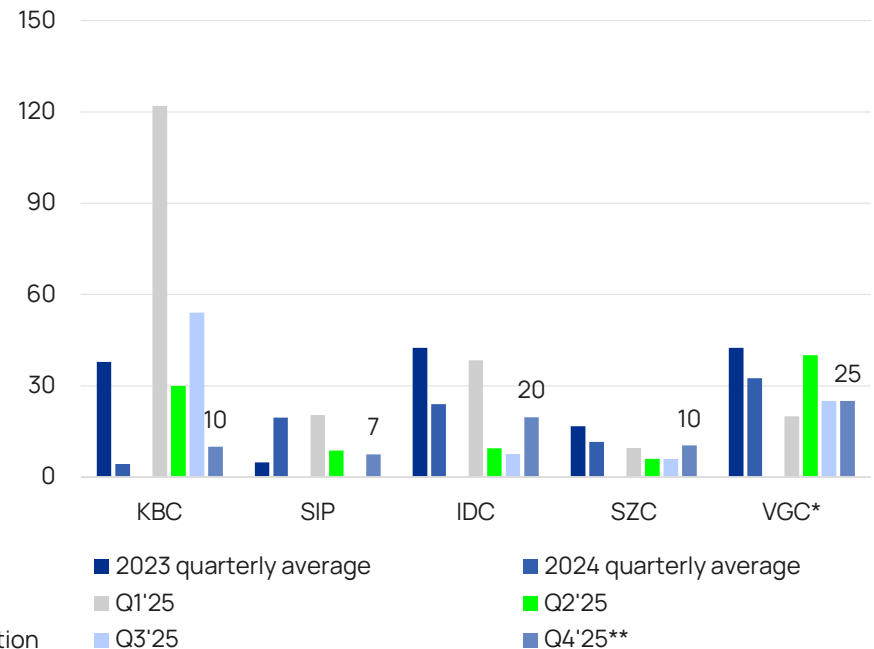
# Tăng trưởng doanh số cho thuê đất KCN duy trì ở mức chậm trong 9T 2025 nhưng được kỳ vọng sẽ cải thiện trong quý 4

- ✓ Theo CBRE, doanh số cho thuê đất KCN trong quý 3/2025 (không bao gồm các biên bản ghi nhớ – MOU) đã tăng QoQ lên mức xấp xỉ 78 ha tại miền Bắc và 22 ha tại miền Nam, nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình của các quý gần đây do ảnh hưởng từ chính sách thuế quan được công bố từ tháng 4/2025 và nguồn cung đất hạn chế tại khu vực miền Nam.
- ✓ Chúng tôi ghi nhận rằng hoạt động giao dịch trong 9T 2025 chủ yếu đến từ các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) và các khách thuê ít phụ thuộc vào thị trường Mỹ, trong khi các tập đoàn đa quốc gia vẫn giữ quan điểm thận trọng trước những bất định liên quan đến chính sách thuế quan.
- ✓ Doanh số cho thuê đất KCN 9T 2025 nhìn chung đi ngang hoặc yếu hơn so với cùng kỳ, dù chúng tôi kỳ vọng phần lớn các chủ đầu tư sẽ ghi nhận sự cải thiện dần trong quý 4.

**Dữ liệu tổng hợp của CBRE về diện tích hấp thụ rông đất KCN (ha)**



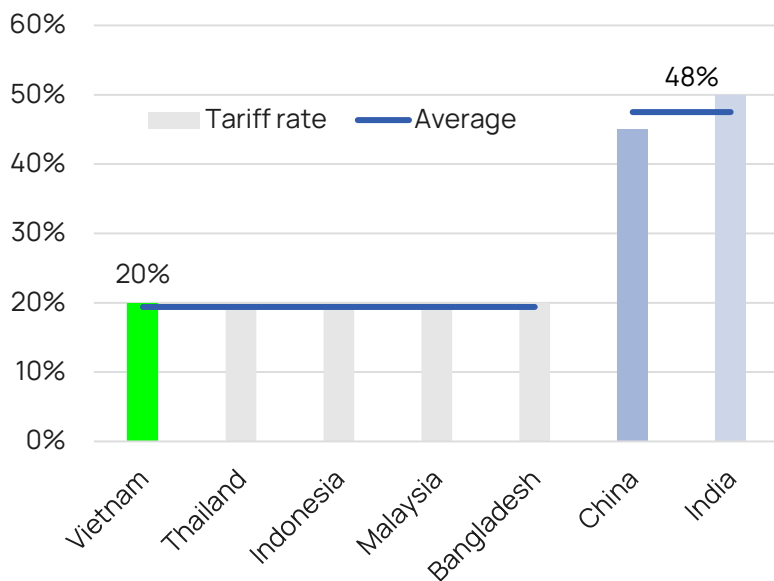
**KQKD 9T 2025 và dự báo doanh số cho thuê đất KCN quý 4/2025 (ha) của một số chủ đầu tư KCN**



# Trong bối cảnh các thay đổi về thuế quan, Việt Nam vẫn tiếp tục duy trì lợi thế với vai trò là trung tâm của làn sóng dịch chuyển sản xuất

- ✓ Mặc dù khoảng cách thuế giữa Trung Quốc và Việt Nam đã thu hẹp còn khoảng 25% (tương đương mức trước tháng 4), từ mức xấp xỉ 34% vào tháng 8, chúng tôi cho rằng mức chênh lệch này vẫn đủ lớn để duy trì xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất sang Việt Nam. Lợi thế này được củng cố bởi các nền tảng vĩ mô mạnh của Việt Nam – gồm vị trí địa lý chiến lược giáp Trung Quốc, chi phí lao động thấp hơn, và nỗ lực nâng cấp hạ tầng cùng chất lượng nhân công.
- ✓ Tuy nhiên, tiêu chí thực thi đối với hàng hóa bị xem là “trung chuyển” vẫn chưa rõ ràng. Nếu Mỹ áp dụng biện pháp kiểm soát nghiêm ngặt hơn đối với các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam – đặc biệt là điện tử và máy móc – điều này có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý khách thuê và khiến quá trình ra quyết định thuê đất KCN mới của các doanh nghiệp trong các lĩnh vực liên quan trở nên thận trọng hơn.

**So sánh mức thuế quan Mỹ áp lên Việt Nam và một số quốc gia sản xuất khác**



**Tỷ lệ nội địa hóa theo ngành**

**High localization rate**

Agriculture products > 90%



Aquatic products > 90%



**Medium localization rate**

Textile products > 50%



Footwear products 55%



Wood & wood products > 50%



**Low localization rate**

Electronics & Machinery 10-40%



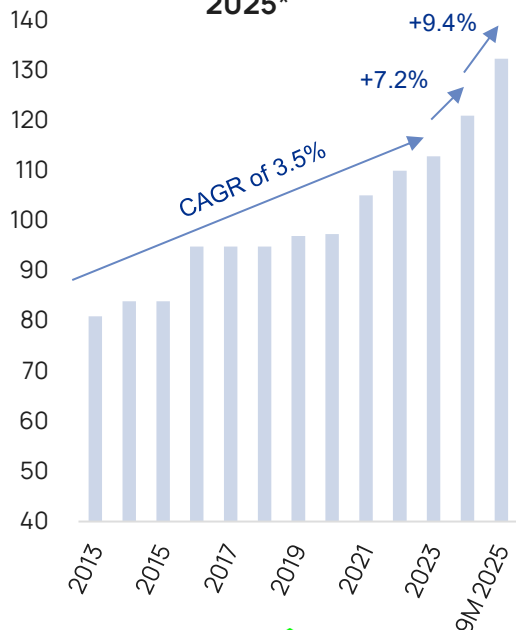
Automobile 10-40%



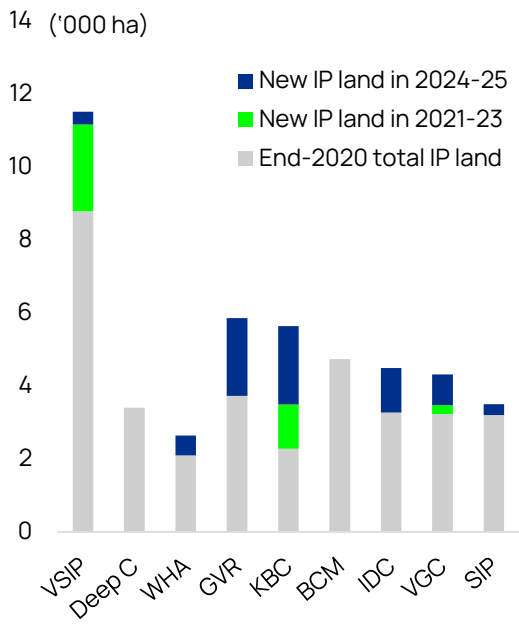
# Nguồn cung đất KCN mới dự kiến sẽ hỗ trợ đà phục hồi của doanh số cho thuê

- ✓ **Tiến độ phê duyệt các KCN mới tại Việt Nam đã tăng tốc đáng kể trong giai đoạn 2024 – 9T 2025**, với khoảng 22.800 ha đất KCN mới được phê duyệt. Điều này tương ứng với mức tăng trưởng quỹ đất KCN là 7,2% trong năm 2024 và 9,4% trong 9T 2025, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng trung bình 10 năm là 3,5%. Hiện Việt Nam đang sở hữu khoảng 95.000 ha đất KCN đang hoạt động, đứng đầu khu vực ASEAN về quy mô.
- ✓ **Các chủ đầu tư KCN lớn đang có vị thế thuận lợi để đón đầu nguồn cung sắp tới.** Trong giai đoạn 2024 – 9T 2025, GVR, KBC, IDC và VGC đã mở rộng quỹ đất thông qua các dự án mới được phê duyệt. Chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư có bảng cân đối kế toán vững, khả năng thu hút khách thuê FDI tốt, và kinh nghiệm triển khai các dự án quy mô lớn sẽ là những đơn vị hưởng lợi nhiều nhất từ làn sóng tăng trưởng nguồn cung KCN kế tiếp.

**Tổng diện tích đất KCN (ha) của các KCN thành lập tại Việt Nam giai đoạn 2013–9T 2025\***



**Tổng diện tích đất KCN được phê duyệt của các chủ đầu tư trong và ngoài nước giai đoạn 2020–9T 2025**



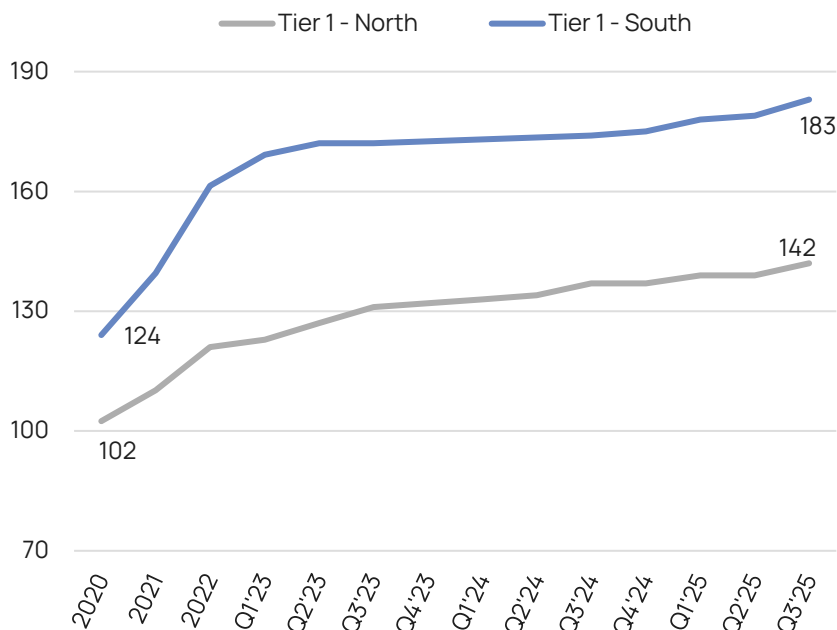
**So sánh quy mô quỹ đất KCN theo khu vực**

Quốc gia	Tổng diện tích khu KCN (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tổng số IP hoạt động
<b>Việt Nam</b>	~95.000	~75%	~300
Tỷ lệ lấp đầy tại các vùng công nghiệp cấp 1 ở mức cao (khoảng 80–90%+), trong khi nguồn cung dài hạn tiếp tục được củng cố nhờ mục tiêu của Chính phủ hướng đến ~210.000 ha đất KCN vào năm 2030. Các cụm công nghiệp điện tử đã hình thành rõ nét.			
<b>Thái Lan</b>	~22.700**	~60-90%	~90
Ngành ô tô chiếm khoảng 10% GDP, dù số lượng KCN chuyên biệt vẫn thấp hơn các nước trong khu vực.			
<b>Indonesia</b>	~94.000	~60%	~170
Trữ lượng khoáng sản lớn, là đầu vào chiến lược cho pin xe điện; trong 5 năm qua, 50 KCN mới đã được bổ sung thêm.			
<b>Malaysia</b>	N/A	N/A	> 600
Hệ thống hạ tầng hoàn thiện và nguồn nhân lực tay nghề cao, dù chi phí nhân công cao hơn so với các nước cạnh tranh.			
<b>Philippines</b>	N/A	N/A	N/A
Do đặc điểm địa lý quần đảo, Philippines gặp hạn chế về logistics và kết nối hạ tầng cho phát triển KCN.			
<b>Trung Quốc</b>	N/A	~30-50%	> 20.000
Trung Quốc hiện là trung tâm sản xuất lớn nhất thế giới, nhưng đang chứng kiến xu hướng dịch chuyển sản xuất ra bên ngoài.			
<b>Ấn Độ</b>	~757.000	~80%	~4.800
Là một trong những điểm đến hàng đầu trong chiến lược “Trung Quốc + 1”.			

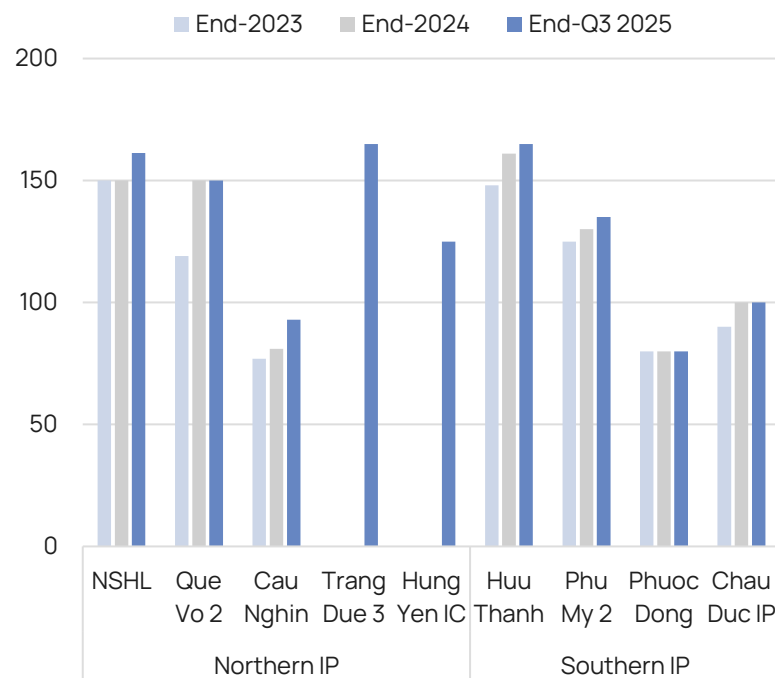
# Tốc độ tăng giá cho thuê trung bình dự kiến sẽ chậm lại trong giai đoạn 2025-2026

- ✓ **Giá cho thuê trung bình tiếp tục ghi nhận tăng trưởng trong quý 3/2025 nhưng ở mức thận trọng hơn:** Theo CBRE, giá chào thuê đất KCN trung bình đã tăng 4,1% YoY tại miền Bắc và 4,8% YoY tại miền Nam trong quý 3/2025, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trung bình khoảng 10% mỗi năm ghi nhận trong giai đoạn 2021-2023. Chúng tôi cho rằng xu hướng hạ nhiệt này một phần đến từ việc giá thuê đất KCN tại Việt Nam đã dần tiệm cận mức trung bình của khu vực.
- ✓ **Kỳ vọng tăng trưởng nhẹ trong giai đoạn 2025-2026:** Chúng tôi dự báo giá cho thuê trung bình sẽ tăng khoảng 0-5% mỗi năm trong giai đoạn 2025-2026 (so với mức tăng ~7% trong năm 2024 và ~12% trong năm 2023), qua đó phản ánh một quỹ đạo tăng ổn định hơn khi khách thuê tiếp tục thích ứng với những thay đổi thuế quan gần đây và nguồn cung mới gia nhập thị trường. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ phân hóa mạnh hơn, trong đó các KCN có vị trí thuận lợi vẫn có thể tăng giá một cách có chọn lọc.

**Giá chào thuê KCN trung bình**  
(USD/m<sup>2</sup>/thời hạn còn lại)



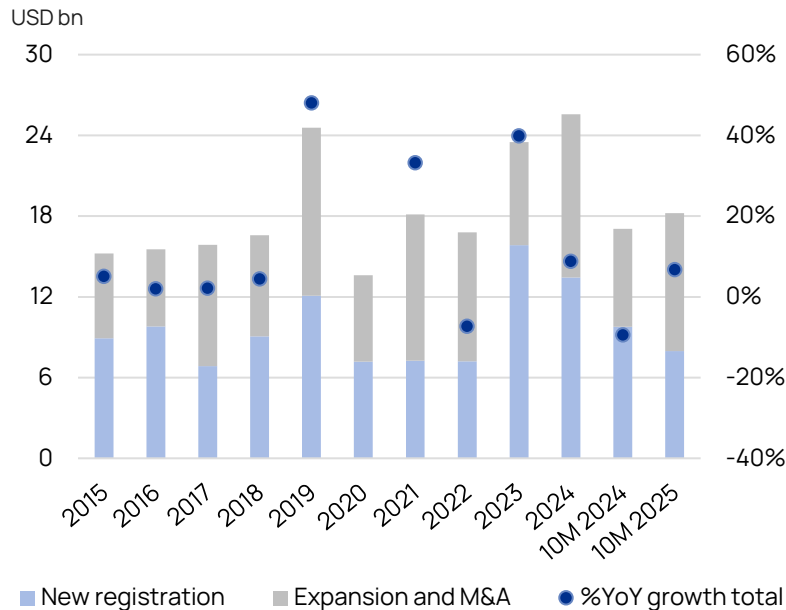
**Giá cho thuê trung bình của một số KCN\***  
(USD/m<sup>2</sup>/thời hạn còn lại)



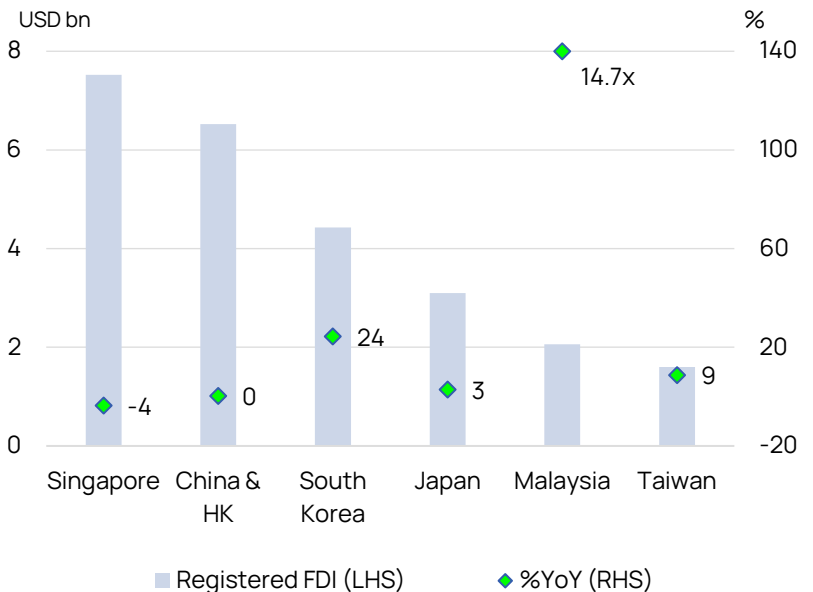
# Tâm lý đầu tư FDI nhìn chung vẫn ổn định từ đầu năm đến nay mặc dù hoạt động giao dịch diễn ra với tốc độ chậm hơn

- ✓ Vốn FDI đăng ký vẫn tiếp tục cho thấy khả năng phục hồi trong 10T 2025 (tăng 15,6% YoY lên 31,5 tỷ USD). Riêng dòng vốn FDI đầu tư vào ngành công nghiệp chế biến chế tạo đã tăng khoảng 7% YoY lên mức 16,8 tỷ USD, do mức tăng 41% của vốn điều chỉnh mở rộng dự án và vốn M&A đã bù đắp cho mức giảm 19% của vốn đăng ký các dự án mới. Điều này cho thấy nhà đầu tư hiện hữu đang mở rộng quy mô hoạt động, trong khi một số dự án mới có thể sẽ bị trì hoãn do sự bất định liên quan đến thuế quan.
- ✓ FDI giải ngân tăng 8,8% YoY lên mức 21,3 tỷ USD trong 10T 2025.
- ✓ Chúng tôi kỳ vọng FDI giải ngân sẽ tăng khoảng 6% mỗi năm trong giai đoạn 2025–2027, và đạt khoảng 27,5–30 tỷ USD, nhờ được hỗ trợ bởi xu hướng mở rộng sản xuất và sự dịch chuyển dẫn chuỗi cung ứng sang Việt Nam, dù có thể xuất hiện các biến động ngắn hạn tùy theo bối cảnh thương mại toàn cầu.

**Cơ cấu FDI đăng ký ngành chế biến – chế tạo, 2015-10T 2025**



**Các quốc gia dẫn đầu về lượng FDI (tổng vốn) đầu tư vào Việt Nam, 10T 2025**



# Tâm lý nhà đầu tư bất mang tính phòng thủ, thể hiện qua các thông báo đầu tư mới từ một số doanh nghiệp công nghệ cao

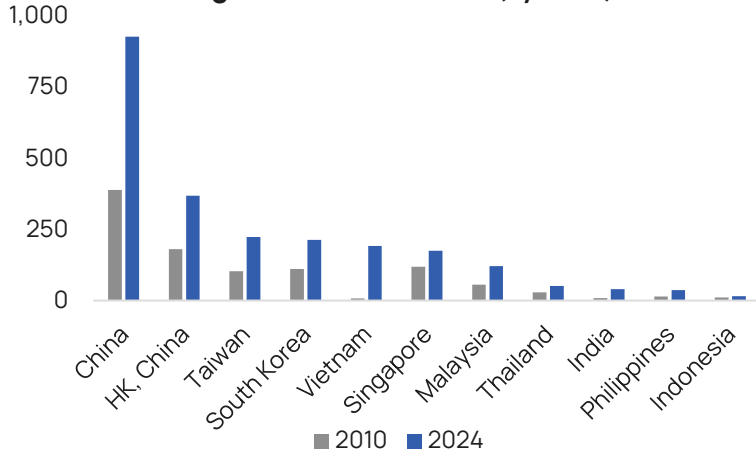
- ✓ Tâm lý nhà đầu tư nhìn chung vẫn thận trọng, với diện tích đã ký biên bản ghi nhớ (MOU)/cho thuê toàn ngành tính từ đầu năm (YTD) ghi nhận mức giảm YoY; đồng thời, tổng lượng giao dịch cho thuê cũng thấp hơn so với năm 2024. Tuy nhiên, một số khách thuê kinh doanh trong lĩnh vực công nghệ cao - như trung tâm dữ liệu, pin và điện tử - vẫn tiếp tục công bố các kế hoạch mở rộng với quy mô lớn tại Việt Nam.
- ✓ Chúng tôi cũng nhận thấy nhu cầu mở rộng sản xuất gia tăng từ các doanh nghiệp trong nước, khi Viettel, Tập đoàn Hoa Sen và Imexpharm đã tiến hành thuê đất KCN trong năm 2025 - so với 2024 khi phần lớn giao dịch đáng chú ý đến từ các nhà đầu tư FDI. Điều này cho thấy nền tảng nhu cầu đang dần được mở rộng.
- ✓ Trong tương lai, chúng tôi nhận thấy nỗ lực của Việt Nam nhằm xây dựng một hệ sinh thái công nghiệp công nghệ cao - thông qua việc nâng cấp cơ sở hạ tầng và nguồn lao động có tay nghề cao - cùng với sự hiện diện ngày càng tăng của các nhà sản xuất trong nước, là những động lực chính cho đà tăng trưởng cho thuê đất bền vững và chất lượng cao, ngay cả khi khối lượng giao dịch trong ngắn hạn thấp hơn mức đỉnh trước đây.

## Các thương vụ cho thuê đất KCN đáng chú ý được công bố YTD bởi một số chủ đầu tư KCN

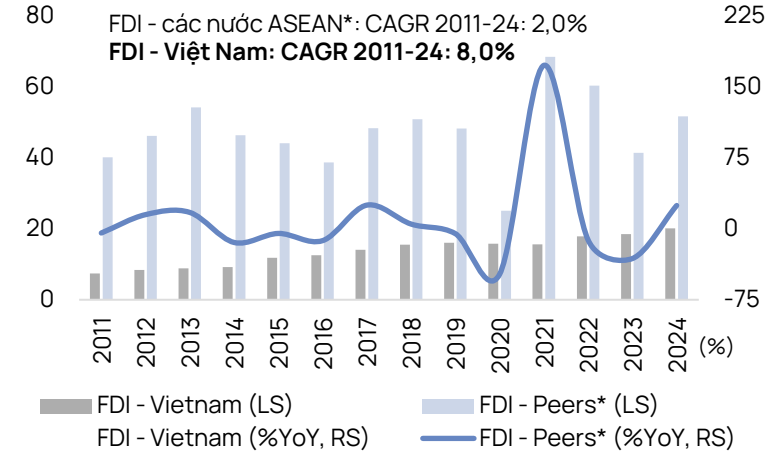
Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn đầu tư (triệu USD)	Tổng dt (ha)	Tỉnh*	Khu công nghiệp	Chủ đầu tư
<b>Hợp đồng/MOU cho thuê KCN mới</b>							
AIC/KBC/Vietinbank	Hồng Kông	Trung tâm dữ liệu AI	2.000	10	TP HCM	Tân Phú Trung	KBC
Syre	Thụy Điển	Dệt may	1.000	20	Bình Định	Nhơn Hội A	Sài Gòn - Nhơn Hội
HPG/CCEED/STG VN	VN/TQ/Mỹ	Pin	850	12-15	TP HCM	Khu công nghệ cao	TP HCM
Viettel	Việt Nam	Trung tâm R&D	380	13	Hà Nội	Khu CNC Hòa Lạc	Hà Nội
Luxshare-ICT	Trung Quốc	Điện tử	300	4	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	KBC
Goertek	Trung Quốc	Điện tử	N/A	31	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	KBC
Lares Pte.Ltd	Singapore	Gốm sứ	200	32	Thanh Hóa	Vạn Thắng Yên Thọ	Kim Long
ICT Vina	Singapore	Thiết bị y tế	177	8	Đà Nẵng	Khu CNC Đà Nẵng	Chính quyền Đà Nẵng
Nitto Denko	Nhật Bản	Màng phân cực	132	9	Hưng Yên	Thăng Long II	Sumitomo
Colorful Nylon Fiber	Trung Quốc	Sợi tổng hợp	120	6	BR-VT	Đất Đỏ	Tín Nghĩa - Phương Đông
Red Board Electronics	Trung Quốc	Bảng Mạch In (PCB)	110	10	Hà Nam	Kim Bảng 1	Kim Bảng
Unilever	Anh	Hàng tiêu dùng	109	11	TP HCM	Tây Bắc Củ Chi	Sài Gòn Tây Bắc
Hoa Sen Group	Việt Nam	Thép	90	9	Bình Định	Đô Thị Nhơn Hội	SNP
Imexpharm	Việt Nam	Dược phẩm	58	10	Đồng Tháp	CCN Quảng Khánh	Tỉnh Đồng Tháp
Sanyo Denki	Nhật Bản	Điện tử	47	4,8	Hưng Yên	Thăng Long II	Thăng Long II
Kim Long/LG	VN & HQ	Pin	46	9	Huế	Kim Long Motor	Kim Long Motor

# Việt Nam tiếp tục duy trì các lợi thế để thu hút dòng vốn FDI

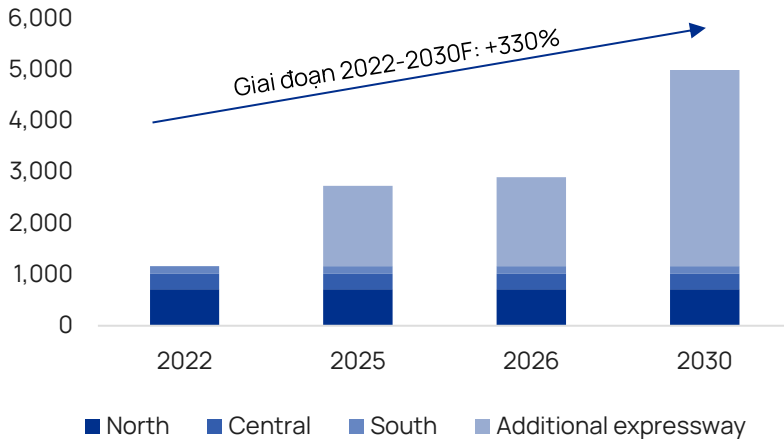
Giá trị xuất khẩu ngành điện tử của Việt Nam trong năm 2010 và 2024 (tỷ USD)



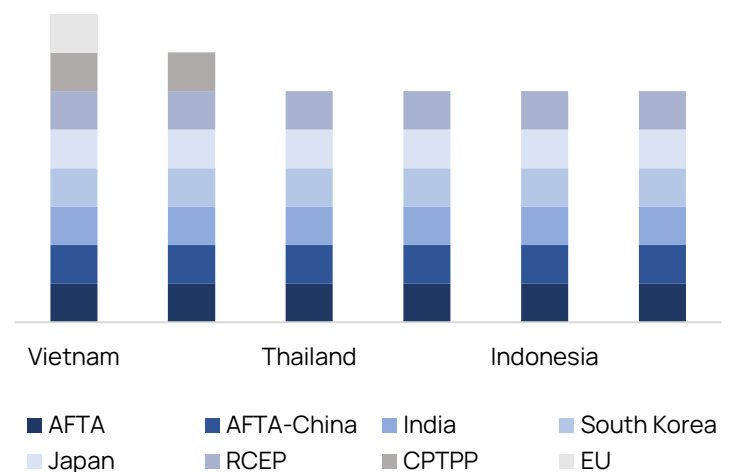
Dòng vốn FDI ròng (cán cân thanh toán, tỷ USD hiện hành) đổ vào Việt Nam và các nước trong khu vực



Chiều dài đường cao tốc tại Việt Nam (Đơn vị: km)

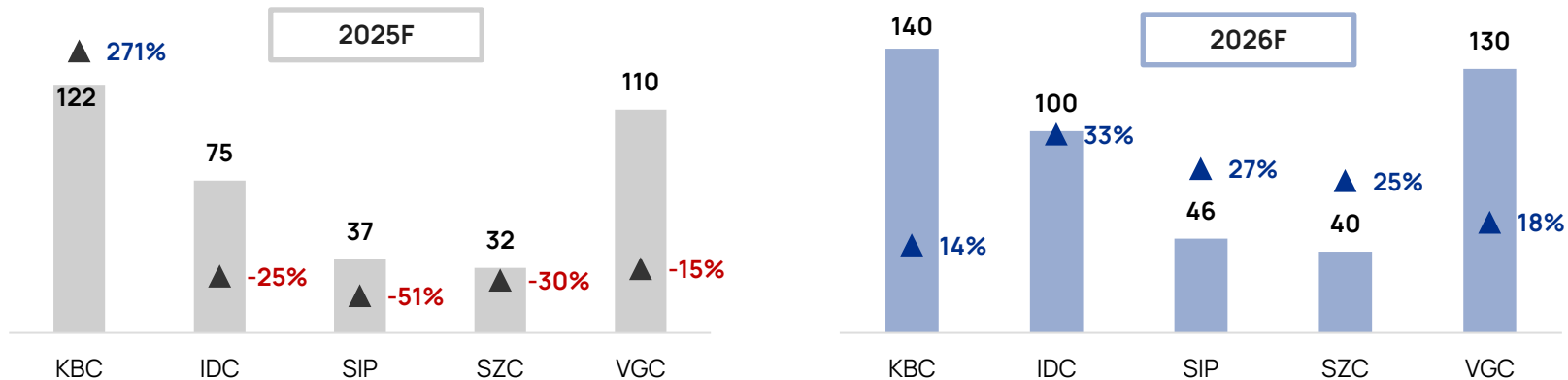


Hệ thống FTA giữa các quốc gia Đông Nam Á

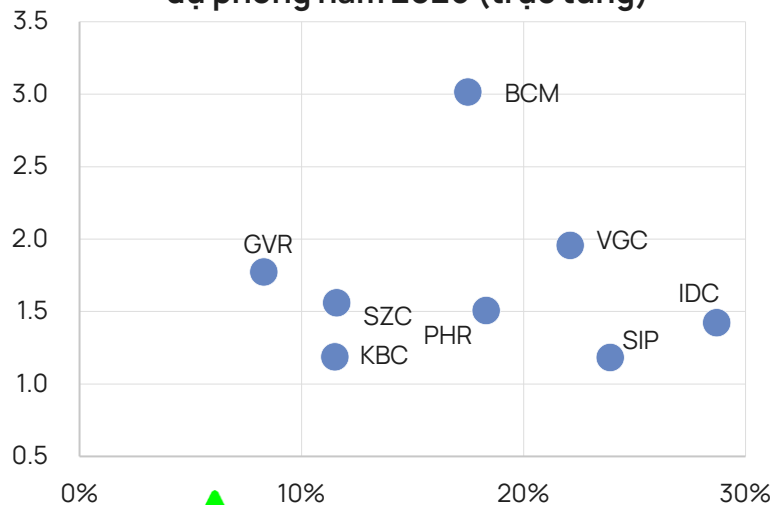


# Danh mục theo dõi các chủ đầu tư KCN của Vietcap

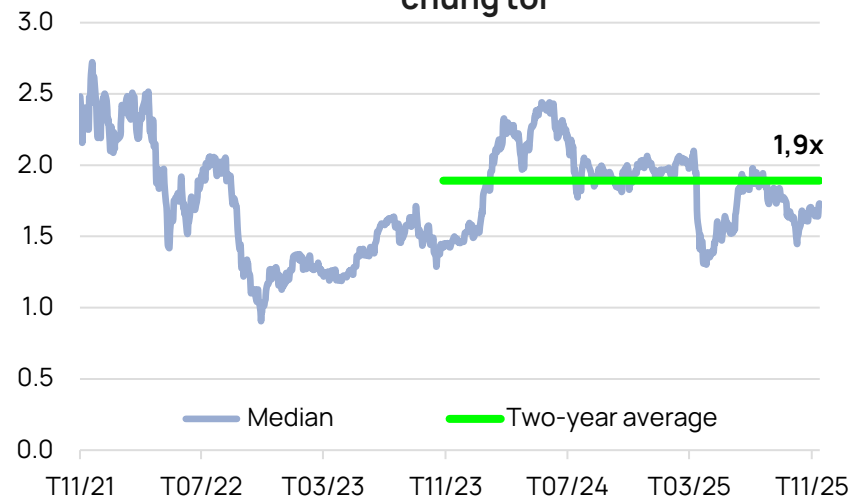
Dự báo doanh số cho thuê đất KCN (ha) của một số chủ đầu tư KCN\*



Một số cổ phiếu KCN với ROE dự phóng năm 2026 (trục hoành) và P/B điều chỉnh dự phóng năm 2026 (trục tung)

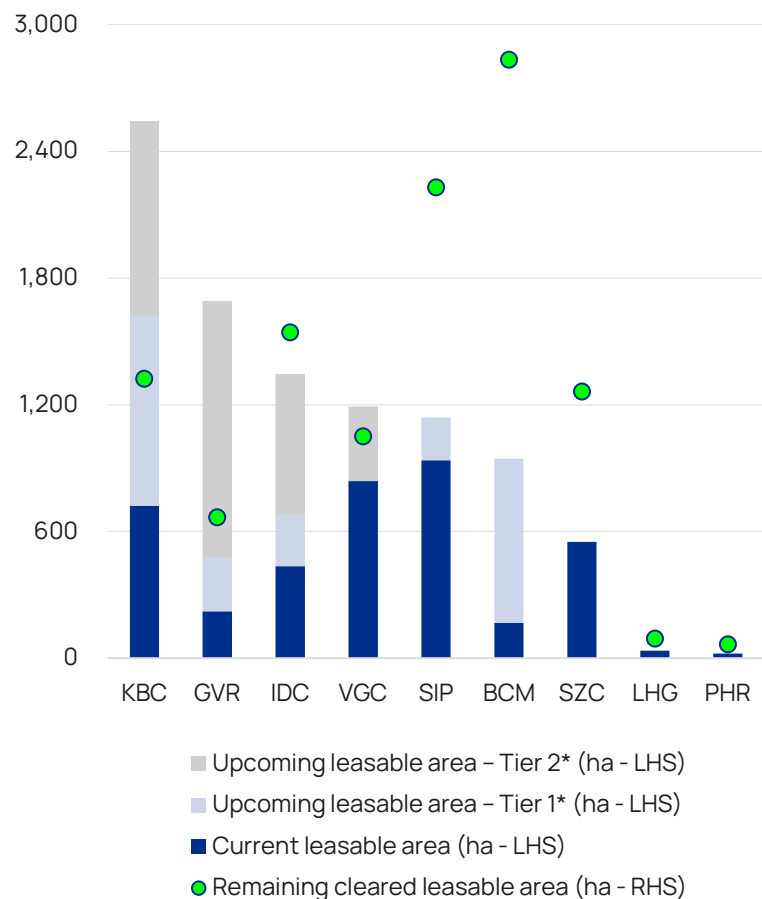


P/B điều chỉnh của các cổ phiếu KCN thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi

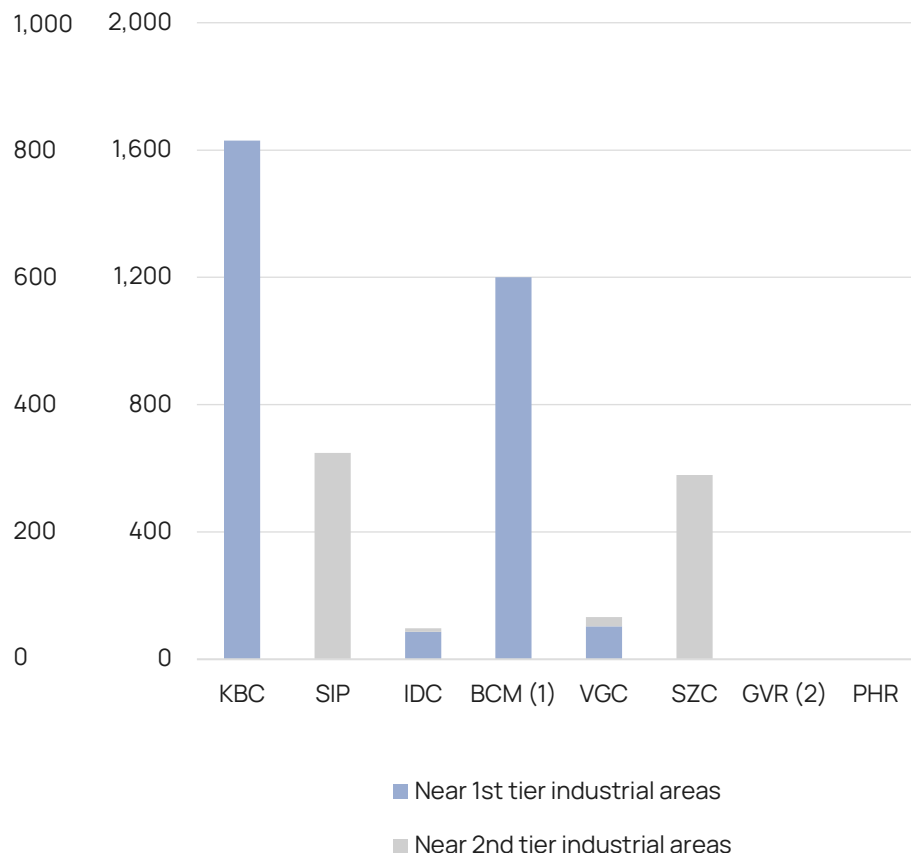


# Quy đất của một số chủ đầu tư KCN

Diện tích đất cho thuê (ha) tại các dự án KCN của một số chủ đầu tư đã nhận được phê duyệt đầu tư<sup>^</sup>



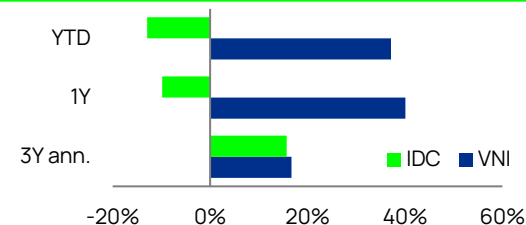
Tổng diện tích đất (ha) của các dự án khu đô thị nằm trong danh mục triển khai của một số chủ đầu tư



# IDC – Quỹ đất chiến lược quy mô lớn thúc đẩy đà phục hồi của mảng cho thuê đất KCN

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	39.200 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	8.846	8.142	9.107	10.477
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>54.000 VND</b>	% YoY	22,2%	-8,0%	11,8%	15,1%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.939	2.287	2.741	3.235
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.996	1.634	1.910	2.228
TL tăng	+37,8%	% YoY	43,2%	-18,2%	16,9%	16,6%
Lợi suất cổ tức	5,1%	EPS	43,2%	-18,2%	16,9%	16,6%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+42,9%</b>	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	4.487	3.401	3.350	4.393
		Biên LN gộp	37,7%	33,2%	35,0%	35,6%
Ngành	BDS KCN & nhà ở	Biên LN từ HĐKD	33,2%	28,1%	30,1%	30,9%
GT vốn hóa	14,9 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	22,6%	20,1%	21,0%	21,3%
Room KN	4,8 nghìn tỷ đồng	ROE	37,7%	27,9%	28,7%	28,4%
GTGD/ngày (30n)	129,4 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-18,3%	-26,1%	-14,7%	-10,6%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	7,5x	9,2x	7,9x	6,7x
SL CP lưu hành	379,5 tr	P/B điều chỉnh	1,7x	1,6x	1,4x	1,2x
Pha loãng	379,5 tr					

\* Cập nhật ngày 26/11/2025



## Tổng quan Công ty

Tổng CT IDICO (HNX: IDC) là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại Việt Nam với tổng diện tích hiện tại là khoảng 4.500 ha tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm miền Nam và miền Bắc. IDC cũng đầu tư vào các nhà máy thủy điện, phân phối điện, xây dựng, thu phí đường bộ và các dự án bất động sản.

**Doanh số cho thuê KCN dự kiến sẽ phục hồi từ quý 4/2025:** Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN sẽ đạt 75 ha (-25% YoY) trong năm 2025, với kỳ vọng rằng doanh số cho thuê đất sẽ phục hồi QoQ lên khoảng 20 ha trong quý 4 (so với 8 ha trong quý 3/2025), nhờ được hỗ trợ bởi các thương vụ cho thuê đất quy mô vừa (~5-10 ha mỗi thương vụ) được ký kết trong tháng 10. Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất sẽ phục hồi lên mức 100 ha (+33% so với năm 2025), nhờ được thúc đẩy bởi quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn và kế hoạch triển khai các KCN mới bắt đầu từ năm 2026 của công ty. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ duy trì diện tích cho thuê mới đối với nhà xưởng/nhà kho xây sẵn (RBF/RBW) ở mức khoảng ~8 ha mỗi năm (so với diện tích cho thuê ước tính khoảng 10 ha tính đến cuối năm 2025), do công ty dự kiến sẽ phát triển thêm khoảng 47 ha RBF/RBW trong trung hạn.

**Quỹ đất KCN và ĐĐT lớn dự kiến sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng trung hạn:** Tính đến cuối quý 3/2025, IDC sở hữu khoảng 1.350 ha đất KCN có thể cho thuê, trong đó có khoảng 500 ha đã được giải phóng mặt bằng, chủ yếu tại các tỉnh công nghiệp cấp 1 với kết nối hạ tầng tốt. Trong số này, KCN Vinh Quang giai đoạn 1 và KCN Tân Phước 1 hiện đang trong quá trình giải phóng mặt bằng và dự kiến sẽ khởi công xây dựng vào quý 1/2026. Bổ sung cho danh mục KCN, chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ mở bán giai đoạn đầu của dự án KDC Hựu Thạnh (47 ha; Tây Ninh) trong năm 2026, sau khi bắt đầu thi công hạ tầng vào tháng 11/2025.

**Nền tảng tài chính mạnh và dòng tiền ổn định dự kiến sẽ giúp công ty duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt:** Chúng tôi cho rằng IDC có thể duy trì cổ tức tiền mặt ở mức 2.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 5,0%), nhờ được hỗ trợ bởi vị thế tiền mặt trên vốn chủ sở hữu ròng vững chắc (28% vào cuối quý 3/2025) và dòng tiền từ mảng KCN ổn định (trung bình 3,7 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025-27, theo dự báo của chúng tôi).

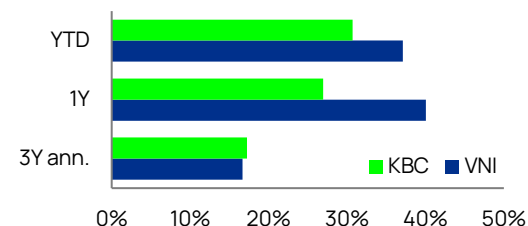
**IDC hiện đang giao dịch ở mức P/B điều chỉnh dự phóng các năm 2025/2026 lần lượt là 1,6x/1,4x** (dựa trên dự báo của chúng tôi), thấp hơn đáng kể so với mức trung vị 2 năm của công ty là 2,1x.

**Rủi ro:** Thuế suất Mỹ áp dụng lên hàng xuất khẩu Việt Nam cao hơn dự kiến khiến cho đà phục hồi doanh số cho thuê đất KCN diễn ra chậm hơn dự kiến.

# KBC – Mở bán dự án KĐT Tràng Cát; backlog KCN lớn giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	35.550 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	2.776	6.051	10.238	14.566
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>42.500 VND</b>	% YoY	-50,6%	118,0%	69,2%	42,3%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	726	2.471	4.577	6.049
		% YoY	-74,8%	240,5%	85,2%	32,2%
TL tăng	+19,5%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	382	1.645	2.961	3.815
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	-81,2%	330,7%	80,0%	28,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+19,5%</b>	EPS	-81,2%	286,8%	63,4%	28,8%
		Biên LN gộp	46,2%	52,3%	53,3%	50,5%
Ngành	BDS KCN & Nhà ở	Biên LN từ HĐKD	26,1%	40,8%	44,7%	41,5%
GT vốn hóa	34,3 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	13,8%	27,2%	28,9%	26,2%
Room KN	10,5 nghìn tỷ đồng	ROE	2,1%	7,7%	11,5%	13,1%
GTGD/ngày (30n)	134,6 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	17,2%	66,8%	71,8%	65,2%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	71,4x	18,5x	11,3x	8,8x
SL CP lưu hành	941,8 tr	P/B	1,5x	1,4x	1,2x	1,1x
Pha loãng	941,8 tr					

\* Cập nhật ngày 24/11/2025



Tổng quan Công ty

Thành lập năm 2002, KBC là một chủ đầu tư phát triển KCN tại Việt Nam. KBC và các công ty liên kết sở hữu khoảng 8.000 ha đất công nghiệp. Phần lớn đất đai của KBC nằm ở các trung tâm công nghiệp tại miền Bắc. Các khách hàng chính của KBC bao gồm LG, Foxconn, Canon và GoerTek.

**Backlog đất KCN chưa ghi nhận doanh thu lớn dự kiến sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của mảng KCN trong năm 2026:** Chúng tôi dự báo diện tích bàn giao đất KCN sẽ lần lượt tăng 14%/16% YoY lên 140 ha/163 ha trong các năm 2026/2027, so với mức 122 ha được dự phóng trong năm 2025. Triển vọng này được hỗ trợ bởi danh mục dự án KCN lớn của KBC, bao gồm KCN Tràng Duệ 3 (với các biên bản ghi nhớ (MOU) cho khoảng 30 ha, và tiềm năng cho thuê khoảng 30 ha với CTP Invest Ltd trong 2026), KCN Quế Võ 2 mở rộng (MOU cho khoảng 50 ha), và các KCN tại Long An (dự kiến bắt đầu mở bán/bàn giao đất vào năm 2026), cùng với các dự án đang triển khai của KBC như KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Tân Phú Trung và các cụm công nghiệp (CCN) tại Hưng Yên.

**Mảng KĐT dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng trung và dài hạn:** Chúng tôi kỳ vọng diện tích bàn giao đất KĐT sẽ tăng tốc từ 5,0 ha trong năm 2025 lên 17,3 ha trong năm 2026 và 34,0 ha trong năm 2027, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc dự kiến mở bán KĐT Tràng Cát (Hải Phòng; 585 ha) trong năm 2026 và dự kiến mở bán lại KĐT Phúc Ninh (Bắc Ninh) trong năm 2027. Đối với KĐT Tràng Cát, chúng tôi dự phóng KBC sẽ thực hiện bán theo lô lớn khoảng 12 ha trong năm 2026; với giá bán trung bình giả định ở mức 23 triệu đồng/m<sup>2</sup>, nhờ hai yếu tố then chốt: (1) thủ tục pháp lý của dự án đã hoàn tất với việc hoàn thành giải phóng mặt bằng và đã nộp tiền sử dụng đất, và (2) chi phí đầu vào hấp dẫn và dư địa tăng giá lớn, do KBC đã đầu tư vào dự án này từ năm 2006. Đối với dự án Trump International Hưng Yên, dự án này hiện chưa được đưa vào dự báo lợi nhuận của chúng tôi, mặc dù KBC đưa ra kế hoạch sẽ mở bán một phần trong khoảng 136 ha diện tích thương phẩm vào năm 2026.

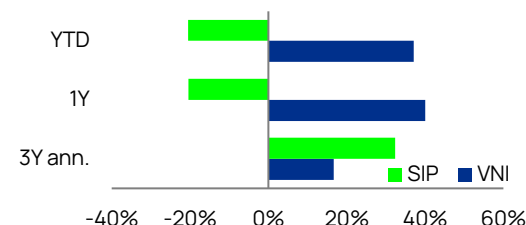
**KBC hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2025/2026 lần lượt là 1,4x/1,2x** (dựa trên dự báo của chúng tôi), thấp hơn so với mức P/B trung vị trượt 2 năm gần nhất của các doanh nghiệp cùng ngành là 1,8 lần.

**Rủi ro:** Chậm trễ trong việc triển khai các dự án mới và/hoặc khách thuê trì hoãn kế hoạch đầu tư; mức thuế quan mà Mỹ áp lên hàng hóa Việt Nam cao hơn dự kiến, khiến quá trình phục hồi doanh số cho thuê đất KCN diễn ra chậm hơn kỳ vọng.

# SIP – Lợi nhuận tăng trưởng ổn định từ mảng dịch vụ tiện ích

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	55.900 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	7.801	7.872	7.845	8.305
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>73.900 VND</b>	% YoY	16,8%	0,9%	-0,3%	5,9%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	985	1.047	1.098	1.189
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.170	1.217	1.297	1.386
TL tăng	+32,2%	% YoY	26,2%	4,0%	6,5%	6,9%
Lợi suất cổ tức	3,6%	% YoY	26,2%	4,0%	6,5%	6,9%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+35,8%</b>	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	1.222	1.263	1.406	1.823
		Biên LN gộp	14,0%	14,9%	15,7%	16,2%
Ngành	BDS KCN & Tiện ích	Biên LN từ HĐKD	12,6%	13,3%	14,0%	14,3%
GT vốn hóa	13,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	15,0%	15,5%	16,5%	16,7%
Room KN	6 nghìn tỷ đồng	ROE	29,6%	26,0%	23,9%	22,2%
GTGD/ngày (30n)	26,4 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-43,1%	-44,5%	-49,4%	-51,8%
Cổ phần Nhà nước	1,8%	P/E	12,6x	12,1x	11,3x	10,6x
SL CP lưu hành	242,1 tr	P/B điều chỉnh	1,5x	1,3x	1,2x	1,1x
Pha loãng	242,1 tr					

\* Cập nhật ngày 18/06/2025. Dự báo và định giá đang được đánh giá lại



## Tổng quan Công ty

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) là nhà phát triển khu công nghiệp (KCN) niêm yết hàng đầu có quỹ đất nằm ở các tỉnh công nghiệp phía Nam. SIP được thành lập bởi Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) và các đơn vị liên quan vào năm 2007. HĐKD chính của công ty là phát triển KCN, BDS nhà ở và các lĩnh vực liên quan như tiện ích.

**SIP là một trong những chủ đầu tư KCN niêm yết lớn nhất tại khu vực công nghiệp trọng điểm phía Nam.** Công ty hiện đang sở hữu 5 KCN tại tỉnh Tây Ninh (~2.200 ha), TP.HCM (~500 ha) và tỉnh Đồng Nai (~800 ha), với tổng diện tích đất KCN là khoảng 3.500 ha. SIP cũng đang vận hành 4 trạm biến áp và tự cung cấp nước cùng các dịch vụ tiện ích khác trong các KCN của mình, qua đó tạo ra nguồn thu nhập cốt lõi ổn định.

**Thu nhập cốt lõi dự kiến sẽ được củng cố bởi các dịch vụ tiện ích khu công nghiệp, nhà xưởng xây sẵn (NXXS)/nhà kho xây sẵn (NKXS) và phân khúc điện mặt trời:** Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của SIP từ các dịch vụ tiện ích KCN (điện, nước và các dịch vụ liên quan) đạt trung bình 1.0 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2025–2027. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng của mảng này sẽ được hỗ trợ bởi (1) tỷ lệ lấp đầy và hoạt động sản xuất của các khách thuê gia tăng, và (2) đóng góp ngày càng tăng từ mảng điện mặt trời áp mái (khoảng 12 MWp công suất mới mỗi năm so với 64 MWp đã lắp đặt vào cuối năm 2024). SIP cũng hưởng lợi từ việc tăng cường đầu tư vào các NXXS, với khoảng 200.000 m2 NXXS đang hoạt động tính đến cuối quý 3/2025, và thêm khoảng 100.000 m2 theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với Thế Hệ Mới.

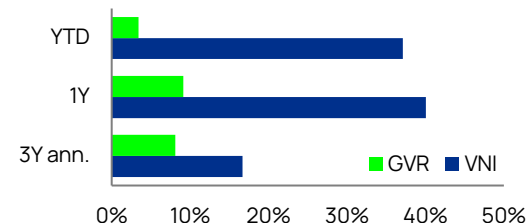
**Quỹ đất lớn hỗ trợ tăng trưởng trung hạn:** Tính đến cuối quý 3/2025, SIP sở hữu quỹ đất KCN có thể cho thuê còn lại khoảng 1.150 ha (bao gồm KCN Long Đức Giai đoạn 2 đã nhận được chấp thuận đầu tư vào tháng 2/2025), trong đó chúng tôi ước tính khoảng 750 ha đã được giải phóng mặt bằng và sẵn sàng cho thuê, nằm trong các KCN trọng điểm loại 1 và loại 2. Bên cạnh đó, SIP hiện đang tiến hành mở bán KĐT Phước Đông với tổng diện tích 247 ha (đã bán khoảng 120 sản phẩm, tương ứng giá trị doanh thu ước tính là khoảng 120 tỷ đồng tính đến cuối quý 3/2025). Dự án này đã hoàn tất giải phóng mặt bằng và sẵn sàng đưa ra thị trường.

**Rủi ro:** Doanh số cho thuê đất KCN và/hoặc doanh thu từ mảng tiện ích tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng.

# VGC – Mạng VLXD phục hồi; bắt đầu tiến trình tái cấu trúc

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	44.300 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	11.906	13.295	16.047	18.918
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>64.100 VND</b>	% YoY	-9,8%	11,7%	20,7%	17,9%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.911	2.037	2.706	3.935
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.105	1.141	1.641	2.497
TL tăng	+44,7%	% YoY	-9,3%	3,3%	43,8%	52,1%
Lợi suất cổ tức	5,0%	EPS	-9,3%	3,3%	43,8%	52,1%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+49,7%</b>	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	3.570	4.040	5.058	6.526
		Biên LN gộp	29,5%	28,8%	30,1%	33,5%
Ngành	BĐS KCN & VLXD	Biên LN từ HĐKD	16,0%	15,3%	16,9%	20,8%
GT vốn hóa	19,9 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	9,3%	8,6%	10,2%	13,2%
Room KN	8,6 nghìn tỷ đồng	ROE	13,7%	13,6%	18,7%	25,3%
GTGD/ngày (30n)	47,5 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	15,3%	9,6%	3,4%	-17,6%
Cổ phần Nhà nước	38,6%	P/E	18,9x	18,2x	12,7x	8,3x
SL CP lưu hành	448 tr	P/B điều chỉnh	2,1x	2,1x	2,0x	1,7x
Pha loãng	448 tr					

\* Cập nhật ngày 21/10/2025; Từ báo cáo GEX do nhóm nghiên cứu ngành năng lượng của chúng tôi phân tích và theo dõi



## Tổng quan Công ty

VGC là một trong những chủ đầu tư KCN hàng đầu tại khu vực phía Bắc Việt Nam. Bên cạnh đó, VGC còn hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng, bao gồm kính, thiết bị vệ sinh và gạch men. Ngoài ra, VGC cũng đang phát triển các dự án nhà ở xã hội trong phạm vi các KCN của công ty.

**VGC sở hữu quỹ đất cho có thể thuê lớn:** Tính đến cuối quý 3/2025, công ty sở hữu 17 KCN (14/1/1 KCN tại miền Bắc/miền Trung/miền Nam và 1 KCN tại Cuba) với tổng diện tích đất hơn 4.600 ha, trong đó khoảng 1.290 ha là quỹ đất có thể cho thuê. VGC đã thu hút hơn 200 tập đoàn đến thuê đất tại các KCN của mình, bao gồm nhiều thương hiệu lớn như Samsung và Amkor. Chúng tôi dự báo VGC sẽ cho thuê trung bình 163 ha đất KCN mỗi năm trong giai đoạn 2026–2029 (cao hơn 15% so với mức thuê bình quân giai đoạn 2022–2025), nhờ vị thế dẫn đầu và hoạt động mở cho thuê các KCN mới của công ty.

**VGC đã khởi động kế hoạch tái cấu trúc toàn tập đoàn vào tháng 8/2025 tập trung vào mảng VLXD**, nhằm tinh gọn hoạt động, giảm bớt số lượng các công ty con, và tổ chức lại thành bốn phân khúc phụ cốt lõi: gạch men, sản phẩm sứ & vòi nước, kính xây dựng, và gạch. Mỗi phân khúc sẽ được quản lý bởi một công ty cốt lõi duy nhất để cân bằng hơn nhu cầu và sản xuất, tối ưu hóa hàng tồn kho, và **cắt giảm chi phí bán hàng/doanh thu từ khoảng 9% xuống 5% (tương tự như GEE)**, từ đó nâng cao biên lợi nhuận và khả năng cạnh tranh của công ty. Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch sẽ thành công với sự hỗ trợ từ GEX và mô hình tái cấu trúc GEE đã được chứng minh, và sẽ có tác động tích cực đến chi phí bán hàng từ năm 2027 trở đi với **giả định chi phí bán hàng/doanh thu giảm từ 9,4% trong năm 2025 xuống 7,2% trong năm 2029**.

Trong **Báo cáo cập nhật VGC tháng 10** của chúng tôi, Chúng tôi điều chỉnh giảm 1,8% giá mục tiêu cho VGC xuống mức 64.100 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** lên **MUA** do giá cổ phiếu đã giảm 24% trong 2 tháng qua.

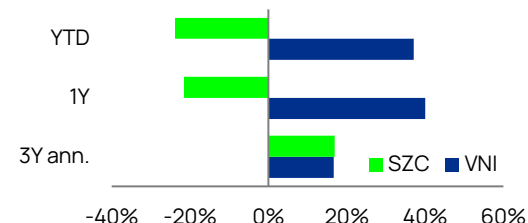
**Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng 44% YoY**, nhờ được dẫn dắt bởi (1) lợi nhuận gộp mảng KCN đạt +24% YoY (bàn giao đất +19% YoY) và (2) lợi nhuận gộp mảng VLXD đạt +27% YoY. Chúng tôi tiếp tục duy trì triển vọng tích cực cho năm 2026, và dự báo VGC sẽ bàn giao 130 ha đất KCN (+19% YoY), nhờ được hỗ trợ bởi (1) kết quả đàm phán thuế quan được chốt ở mức thuận lợi, và (2) tăng trưởng FDI giải ngân/đăng ký 9T đạt 9%/15% YoY.

**VGC hiện đang sở hữu mức định giá tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 12,7x**, tương ứng mức PEG là 0,3, dựa trên tốc độ tăng trưởng kép LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2028 là 40%.

# SZC – Backlog đất KCN và đà phục hồi của mảng BĐS nhà ở dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	31.400 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	871	926	1.012	1.179
Giá mục tiêu*	42.400 VND	% YoY	6,4%	6,3%	9,3%	16,5%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	369	398	493	607
		% YoY	25,1%	7,8%	23,8%	23,0%
TL tăng	+35,0%	LNST sau CBTS (tỷ đồng)	302	315	382	466
Lợi suất cổ tức	3,2%	% YoY	38,0%	4,3%	21,3%	21,8%
Tổng mức sinh lời	+38,2%	EPS	12,5%	4,3%	21,3%	21,8%
		Biên LN gộp	49,5%	50,1%	55,6%	58,4%
Ngành	BĐS KCN & nhà ở	Biên LN từ HĐKD	42,4%	43,0%	48,7%	51,4%
GT vốn hóa	5,7 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	34,7%	34,0%	37,8%	39,5%
Room KN	1 nghìn tỷ đồng	ROE	12,5%	10,0%	11,6%	13,3%
GTGD/ngày (30n)	18,5 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	41,0%	44,9%	47,6%	53,6%
Cổ phần Nhà nước	57,7%	P/E	20,3x	19,5x	16,1x	13,2x
SL CP lưu hành	180,0 tr	P/B điều chỉnh	1,8x	1,7x	1,6x	1,6x
Pha loãng	180,0 tr					

\* Cập nhật ngày 01/07/2025. Dự báo và định giá đang được đánh giá lại



Tổng quan Công ty

SZC là chủ đầu tư KCN và khu đô thị (KĐT) hàng đầu tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu (cách trung tâm TP.HCM 60-85 km) với tổng diện tích quỹ đất khoảng 2.300 ha. SZC là công ty con của Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp (UPCoM: SNZ), là tập đoàn cổ phần Nhà nước do tỉnh Đồng Nai thành lập.

**Chúng tôi cho rằng SZC là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ các dự án hạ tầng trọng điểm**, bao gồm cụm cảng Cái Mép đang được phát triển nhanh chóng, sân bay quốc tế Long Thành (LTA) sắp đi vào hoạt động tại Đồng Nai, và tiềm năng phát triển của tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu. SZC đã hoàn tất giải phóng khoảng 83% trên tổng quỹ đất ~2.300 ha, với chi phí giải phóng mặt bằng trung bình ước tính là khoảng 8 USD/m<sup>2</sup>.

**Dòng tiền từ mảng KCN dự kiến sẽ duy trì ổn định:** Chúng tôi dự báo dòng tiền từ mảng KCN nhìn chung sẽ duy trì tương đối ổn định (so với mức ước tính 1,06 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong năm 2024), do sự giảm tốc của tăng trưởng doanh số cho thuê đất KCN (quay về mức bình thường 39 ha/năm; thấp hơn 23% so với mức trung bình giai đoạn 2022-2024) được bù đắp phần lớn bởi mức tăng trưởng 5%/năm của giá cho thuê trung bình (được hỗ trợ bởi tốc độ phát triển hạ tầng nhanh chóng và mức giá cho thuê cạnh tranh tại KCN Châu Đức so với mặt bằng chung trong khu vực). Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thuê đất dài hạn vẫn sẽ ghi nhận khả năng hồi phục, nhờ được hỗ trợ bởi sự cải thiện của mức độ kết nối giữa các khu vực và cơ cấu khách thuê đa dạng của SZC trong các lĩnh vực thép, nhựa, dệt may và điện tử.

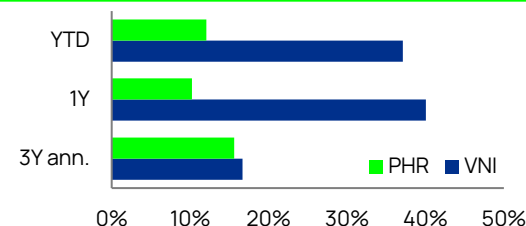
**Mảng BĐS nhà ở và thu phí dự kiến sẽ hỗ trợ triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2025-2026:** Chúng tôi dự báo doanh thu từ khu đô thị Hữu Phước (quy mô 41 ha; thuộc tổ hợp KCN & KĐT Châu Đức, gồm ~160 căn shophouse và ~500 căn nhà phố) sẽ tăng tốc từ năm 2026, nhờ tâm lý người mua nhà phục hồi và nhu cầu nhà ở gia tăng dọc theo các trục hạ tầng mới. Tuyến cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu (chỉ cách KCN và KĐT Châu Đức khoảng 4 km), dự kiến sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2025, và được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính của mảng kinh doanh này. Chúng tôi cũng kỳ vọng lợi nhuận sẽ được hỗ trợ bởi việc thu phí trở lại tại dự án BOT 768 từ tháng 4/2025, cùng với sự cải thiện dần của mảng golf khi tỷ lệ lấp đầy tại KCN và khu đô thị tăng lên. Bên cạnh đó, khu đô thị Châu Đức được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn, với khoảng 83% diện tích đã được giải phóng mặt bằng.

**Rủi ro:** Tăng trưởng doanh số cho thuê đất KCN chậm hơn dự kiến và tiến độ mở bán KĐT Châu Đức chậm hơn kỳ vọng.

# PHR – Xu hướng chuyển đổi đất cao su sẽ tiếp tục thúc đẩy lợi nhuận giai đoạn 2025-26

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	58.200 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	1.633	1.618	1.582	1.864
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>67.400 VND</b>	% YoY	20,9%	-0,9%	-2,2%	17,9%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	253	248	232	360
		% YoY	30,6%	-1,8%	-6,6%	55,4%
TL tăng	+15,8%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	460	547	810	1.011
Lợi suất cổ tức	<u>2,3%</u>	% YoY	-25,8%	18,9%	48,0%	24,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+18,1%</b>	% YoY	-25,8%	18,9%	48,0%	24,8%
		EPS	25,9%	25,5%	24,8%	29,5%
Ngành	Cao su & BDS KCN	Biên LN từ HĐKD	15,5%	15,3%	14,6%	19,3%
GT vốn hóa	7,9 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	28,2%	33,8%	51,2%	54,2%
Room KN	2,7 nghìn tỷ đồng	ROE	12,5%	13,9%	18,3%	19,8%
GTGD/ngày (30n)	13,2 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-46,3%	-53,8%	-55,1%	-40,0%
Cổ phần Nhà nước	66,6%	P/E	19,0x	16,0x	10,8x	8,7x
SL CP lưu hành	135,5 tr	P/B điều chỉnh	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x
Pha loãng	135,5 tr					

\* Cập nhật ngày 25/06/2024. Dự báo và định giá đang được đánh giá lại.



## Tổng quan Công ty

PHR là một trong những công ty sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất tại Việt Nam. Công ty hiện sở hữu quỹ đất 15.000 ha tại tỉnh Bình Dương. Ngoài ra, PHR cũng vận hành các khu công nghiệp tại tỉnh Bình Dương thông qua các công ty con và công ty liên kết. PHR là công ty con của Tập đoàn Cao su Việt Nam (HOSE: GVR). GVR sở hữu 66,6% cổ phần tại PHR.

**Kế hoạch dịch chuyển chiến lược sang phát triển KCN dự kiến sẽ giúp bảo đảm triển vọng tăng trưởng dài hạn:** PHR đã tích lũy khoảng 15.000 ha đất cao su tại tỉnh Bình Dương, phần lớn nằm ở các khu vực có kết nối hạ tầng tốt. Một phần diện tích đáng kể trong quỹ đất này có khả năng sẽ được chuyển đổi sang đất KCN và đất ở.

**Thu nhập bồi thường dự kiến từ KCN Bắc Tân Uyên 1 sẽ là động lực cho tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2025–2027:** Tại lễ khởi công Đường vành đai 4 (TP. HCM) vào ngày 18/6, UBND tỉnh Bình Dương đã phê duyệt chủ trương đầu tư KCN Bắc Tân Uyên 1 với quy mô 786 ha, do THADICO Bình Dương (thuộc Tập đoàn THACO) làm chủ đầu tư. Vì dự án KCN này nhiều khả năng sẽ được phát triển chủ yếu trên đất cao su của PHR, chúng tôi nâng dự báo diện tích chuyển đổi từ đất cao su sang đất KCN trong giai đoạn 2025–2027 lên khoảng 400 ha (so với khoảng 100 ha trong dự báo trước đây). Thu nhập bồi thường từ dự án này (chưa bao gồm VSIP III) được kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 34% tổng LNTT dự kiến của PHR trong giai đoạn này.

**Thu nhập từ công ty liên kết dự kiến tăng trưởng YoY trong năm 2025:** Chúng tôi ước tính VSIP III và NTU3 sẽ mang lại khoảng 210 tỷ đồng lợi nhuận mỗi năm (8,0 triệu USD), chiếm khoảng 21% LNTT bình quân của PHR trong giai đoạn 2025–2027, tăng so với mức 152 tỷ đồng (tương đương 28% LNTT) trong năm 2024, nhờ được hỗ trợ bởi mức tăng YoY của sản lượng bán giao đất KCN.

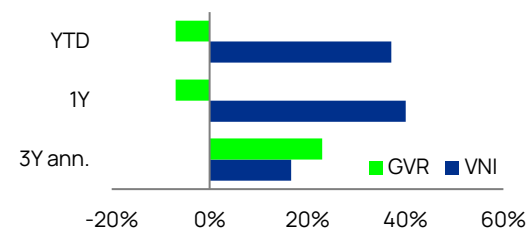
**Quỹ đất cao su của PHR có thể chuyển đổi đáng kể thành đất KCN:** Theo quy hoạch tỉnh Bình Dương đã được phê duyệt giai đoạn 2021–2030, PHR có thể chuyển đổi khoảng 2.800 ha tổng diện tích thành đất KCN, 580 ha thành đất cụm công nghiệp (CCN), 1.150 ha thành đất KDC, bên cạnh các mục đích sử dụng khác (trên tổng quỹ đất khoảng 15.000 ha). Hiện tại, chúng tôi giả định PHR có thể tự phát triển khoảng 650 ha đất KCN/CCN trong giai đoạn 2026–2036 và chuyển đổi khoảng 2.450 ha đất cao su sang đất KCN/CCN và đất KĐT trong giai đoạn 2025–2040.

**Rủi ro:** Quá trình phê duyệt các KCN tương lai bị trì hoãn, doanh thu cho thuê đất KCN tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng.

# GVR – Việc tăng tốc chuyển đổi đất cao su dự kiến sẽ hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Khuyến nghị*	PHTT		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	27.850 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	26,242	27,096	28,151	29,364
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>31.200 VND</b>	% YoY	18.5%	3.3%	3.9%	4.3%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	4,088	4,221	4,419	4,770
		% YoY	63.1%	3.3%	4.7%	7.9%
TL tăng	+12.0%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	3,989	4,293	4,772	5,346
Lợi suất cổ tức	1.4%	% YoY	52.1%	7.6%	11.2%	12.0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+13,4%</b>	EPS	52.1%	7.6%	11.2%	12.0%
		Biên LN gộp	26.5%	26.3%	26.3%	26.3%
Ngành	Cao su & BDS KCN	Biên LN từ HĐKD	15.6%	15.6%	15.7%	16.2%
GT vốn hóa	USD4.2bn	Biên LN ròng	15.2%	15.8%	17.0%	18.2%
Room KN	USD512.0mn	ROE	7.8%	7.9%	8.3%	8.9%
GTGD/ngày (30n)	USD2.8mn	Nợ vay ròng/CSH	-21.7%	-23.6%	-27.4%	-31.3%
Cổ phần Nhà nước	96,8%	P/E	27.9x	25.9x	23.3x	20.8x
SL CP lưu hành	4,0 tỷ	P/B điều chỉnh	2.0x	1.9x	1.8x	1.7x
Pha loãng	4,0 tỷ					

\* Cập nhật ngày 04/07/2024. Dự báo và định giá đang được đánh giá lại



## Tổng quan Công ty

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR) cùng các công ty liên kết đang quản lý quỹ đất hơn 407.800 ha, (trong đó khoảng 97% là diện tích trồng cao su) phân bố tại Việt Nam, Campuchia và Lào. Các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của GVR bao gồm cao su thiên nhiên, sản phẩm từ cao su, khu công nghiệp (KCN) và chế biến gỗ.

**Kế hoạch chuyển hướng chiến lược sang phát triển KCN dự kiến sẽ bảo đảm triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty:** GVR hiện là doanh nghiệp xuất khẩu cao su thiên nhiên lớn nhất Việt Nam, đồng thời sở hữu quỹ đất cao su rất lớn với diện tích khoảng 280.000 ha trong nước. GVR hiện có kế hoạch chuyển đổi một phần đáng kể quỹ đất này sang đất KCN.

**Mảng cao su dự kiến được hưởng lợi từ mặt bằng giá bán duy trì ở mức cao:** Đối với năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình cao su sẽ giảm nhẹ YoY nhưng vẫn duy trì ở mức tương đối thuận lợi so với các năm trước. Song song đó, chúng tôi dự báo doanh thu mảng chế biến gỗ của GVR sẽ phục hồi từ mức nền thấp của năm 2025.

**Hoạt động chuyển đổi đất cao su trở thành động lực thúc đẩy lợi nhuận trong trung và dài hạn:** Chúng tôi đưa vào mô hình định giá của chúng tôi khoảng 24.000 ha đất cao su dự kiến được chuyển đổi sang mục đích phát triển KCN đến năm 2045, trong đó khoảng 18.000 ha được giả định là do GVR trực tiếp phát triển. Thủ tục chuyển đổi đã được đẩy nhanh trong giai đoạn 2024–2025, khi Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư đối với tổng cộng khoảng 2.600 ha cho 5 KCN của GVR trong giai đoạn này.

**Yếu tố hỗ trợ:** Quá trình phê duyệt chuyển đổi đất cao su sang đất KCN diễn ra nhanh hơn dự kiến.

# Ngành Năng lượng và Tiện ích

---

Tháng 12/2025



**Đỗ Công Anh Tuấn**  
Chuyên viên

[tuan.do@vietcap.com.vn](mailto:tuan.do@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.181

**Dương Tấn Phước**  
Chuyên viên

[phuoc.duong@vietcap.com.vn](mailto:phuoc.duong@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.135

**Phạm Phú Lộc**  
Chuyên viên

[loc.pham@vietcap.com.vn](mailto:loc.pham@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.549

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc  
[duong.dinh@vietcap.com.vn](mailto:duong.dinh@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.140

# Ngành Dầu khí

---

Tháng 12/2025



**Đỗ Công Anh Tuấn**  
Chuyên viên

[tuan.do@vietcap.com.vn](mailto:tuan.do@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.181

**Dương Tấn Phước**  
Chuyên viên

[phuoc.duong@vietcap.com.vn](mailto:phuoc.duong@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.135

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

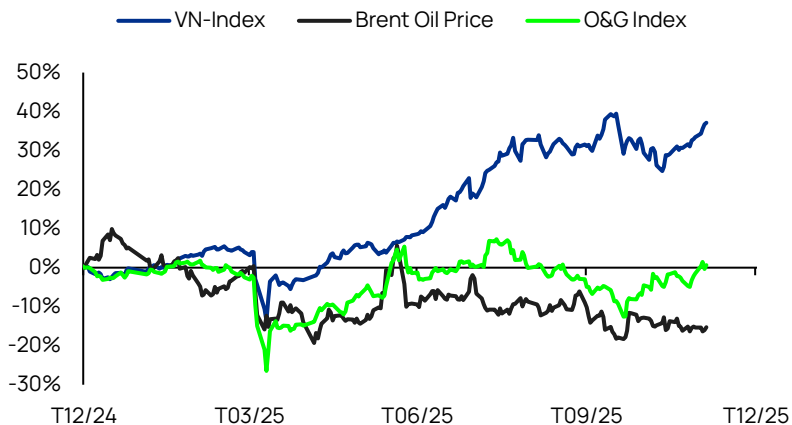
[duong.dinh@vietcap.com.vn](mailto:duong.dinh@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.140

**Phạm Phú Lộc**  
Chuyên viên

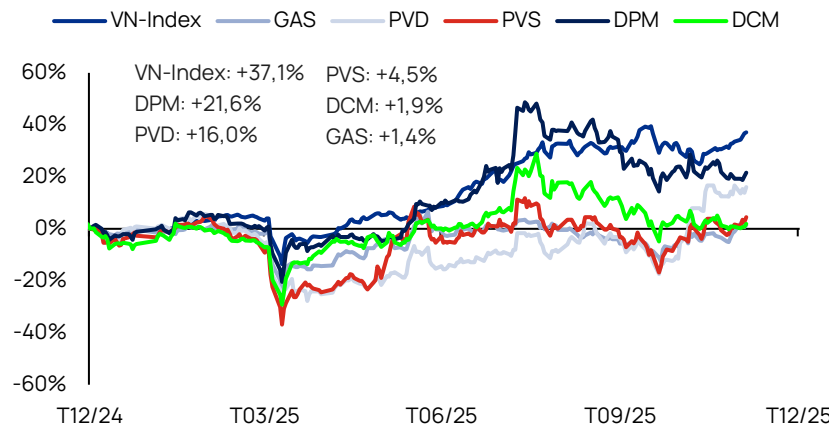
[loc.pham@vietcap.com.vn](mailto:loc.pham@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.549

# Diễn biến của các cổ phiếu Dầu khí

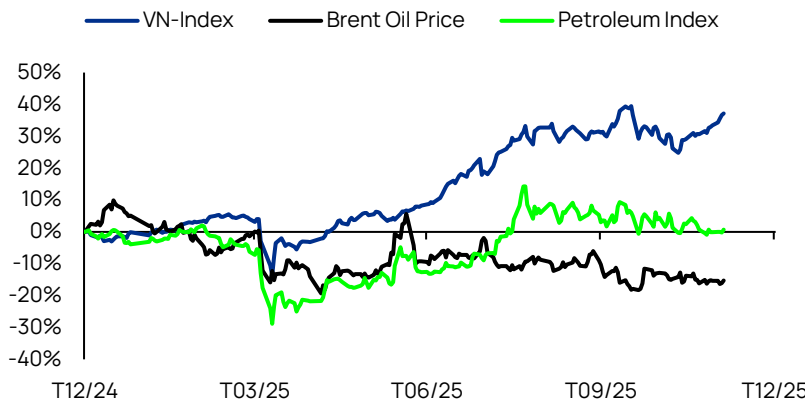
## Chỉ số Nhóm Dầu khí Vietcap theo dõi so với VN-Index



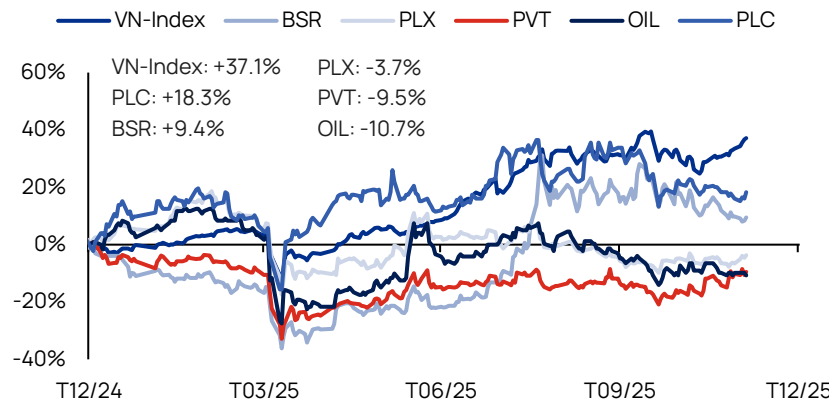
## Các cổ phiếu Dầu khí Vietcap theo dõi so với VN-Index



## Chỉ số Nhóm Xăng dầu Vietcap theo dõi so với VN-Index



## Các cổ phiếu Xăng dầu Vietcap theo dõi so với VN-Index



# Ngành Dầu khí: Nghị quyết 70 và 66.6 giúp củng cố đà phục hồi của hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trong nước, bất chấp mức giảm của giá dầu trong năm 2026

- **Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2026 sẽ ở mức 60 USD/thùng (-8% YoY) do khả năng dư cung.** Tuy nhiên trong dài hạn, chúng tôi dự báo giá dầu Brent giai đoạn 2027–2029 hồi phục trở lại mức 65 USD/thùng, nhờ các chính sách mang tính hỗ trợ cho nhiên liệu hóa thạch của Mỹ. Chúng tôi đã quan sát thấy giá hòa vốn dầu WTI của Mỹ nằm trong khoảng từ 61–64 USD/thùng, tương ứng với mức giá Brent trên 65–68 USD/thùng (dựa trên mức chênh lệch giá dầu Brent–WTI trung bình 5 năm ở mức 4,1 USD/thùng). Việc này sẽ giúp hỗ trợ hoạt động thăm dò – khai thác (E&P) toàn cầu và trong nước, vì mức giá này cao hơn khoảng 10% so với mức trước đại dịch COVID-19 (2015–2019).
- **Nghị quyết 70 về an ninh năng lượng tạo nền tảng pháp lý mạnh mẽ để phát triển thêm các dự án mỏ khí, với mục tiêu đưa quy mô của thị trường khí đạt mốc 30–35 tỷ m<sup>3</sup>/năm – gấp 3–4 lần mức hiện tại.** Chúng tôi kỳ vọng đại dự án Cá Voi Xanh (vốn đầu tư XDCB: 5 tỷ USD) sẽ được khởi công vào năm 2028 và khai thác dòng khí đầu tiên vào năm 2033. Chúng tôi ước tính dự án Cá Voi Xanh sẽ cung cấp khoảng 20% nhu cầu khí đầu vào của ngành năng lượng Việt Nam vào năm 2033, khiến dự án trở nên đặc biệt quan trọng đối với an ninh năng lượng quốc gia, dù giá khí có thể sẽ cao hơn so với giá LNG. Những yếu tố này cho thấy triển vọng tích cực đối với GAS trong dài hạn.
- **Nghị quyết 66.6 về việc trao thêm quyền hạn cho PetroVietnam, xác nhận kỳ vọng của chúng tôi về chu kỳ phục hồi ngắn hạn của hoạt động E&P trong nước.** Vốn đầu tư XDCB của PetroVietnam tăng 45% YoY trong 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025). Chúng tôi dự báo chi tiêu cho hoạt động E&P trong nước sẽ tăng 60% YoY trong năm 2026, chủ yếu nhờ việc tiếp tục giải ngân cho dự án Lô B, qua đó đảm bảo doanh thu và lợi nhuận cho PVS/PVD. Điều này cũng giúp đẩy nhanh tiến độ của các dự án dầu khí trong trung hạn (tổng vốn đầu tư XDCB: 1,4 tỷ USD) gồm Nam Du-U Minh, Khánh Mỹ – Đầm Dơi, Thiên Nga – Hải Âu, và các mỏ dầu khí khác (tổng vốn đầu tư XDCB: 3,6 tỷ USD) như Lạc Đà Hồng, Hải Sư Vàng và Báo Vàng–Báo Đen.
- **PVS (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của hoạt động E&P trong nước và tiềm năng to lớn của các dự án điện gió ngoài khơi:** Chúng tôi xem PVS là bên hưởng lợi hàng đầu từ Nghị quyết số 70 do doanh nghiệp này sẵn sàng hưởng lợi từ các hợp đồng EPC cho dự án Cá Voi Xanh, các kho cảng LNG, các dự án điện gió ngoài khơi trong nước, và các dự án điện hạt nhân, qua đó củng cố cho dự báo backlog của chúng tôi là 5,3 tỷ USD vào năm 2030 (56% đã được ký kết). Chúng tôi dự báo LNST năm 2026 sẽ tăng 19% YoY, và nhận thấy khả năng điều chỉnh tăng đối với dự báo LNST năm 2025 của chúng tôi, với nguyên nhân chủ yếu đến từ: khả năng hoàn nhập khoản dự phòng 250 tỷ đồng cho dự án Sao Mai Bến Đình, mức lãi tỷ giá cao hơn dự kiến, và khả năng hoàn nhập khoản dự phòng bảo hành M&C xấp xỉ 400 tỷ đồng đã trích lập trong 9T 2025. Tổng Giám đốc của PVS kỳ vọng sẽ có kế hoạch chi tiết về việc tăng gấp đôi vốn điều lệ vào đầu năm 2026.
- **Chúng tôi đánh giá cao PVD do kế hoạch mở rộng đội giàn khoan mạnh mẽ dựa trên niềm tin vững chắc của công ty vào nhu cầu khoan. Ngoài ra, hoạt động E&P sôi động trong nước cũng sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng.** Ban lãnh đạo nhấn mạnh triển vọng khoan tích cực trong nhiều năm tại Việt Nam. Ước tính khoảng 100 giếng mỗi năm trong giai đoạn 2026–2030, tương ứng với mức nhu cầu giàn khoan là khoảng 14 giàn khoan tự nâng, cao hơn +75% so với giai đoạn trước (2016–2024). Điều này cho thấy một nguồn công việc đáng kể và ổn định đối với PVD. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTĐ cốt lõi năm 2026 của công ty sẽ tăng mạnh 43% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi: (1) sự phục hồi hiệu suất hoạt động của giàn khoan tự nâng, (2) mức tăng 2,4% của giá thuê giàn khoan tự nâng theo ngày trung bình, (3) đóng góp cả năm từ PVD VIII, và (4) đà tăng trưởng của biên lợi nhuận nhờ mức chi phí khấu hao thấp hơn của PVD I. Yếu tố hỗ trợ tiềm năng: PVD IX đi vào hoạt động sớm hơn dự kiến, cụ thể là vào tháng 4/2026, so với dự báo của chúng tôi là đầu năm 2027.
- **Chúng tôi cũng đánh giá cao DCM, vì doanh nghiệp này mang lại mức lợi suất cổ tức tốt và ổn định (khoảng 5%), và có tiềm năng hưởng lợi từ việc giá urê neo ở mức cao cùng giá dầu thấp trong năm 2026. Chúng tôi dự báo LNST của DCM sẽ tăng trưởng ở mức 24% YoY trong năm 2026.** DCM và DPM tiếp tục duy trì quan điểm rằng chu kỳ tăng giá urê hiện tại có khả năng sẽ tiếp tục kéo dài, xét đến mức thuế quan mà EU áp lên Nga (các mức thuế này sẽ tăng dần từ 6,5% lên gần 100% vào năm 2028, và có hiệu lực từ ngày 01/07/2025), kết hợp với việc Cơ chế Điều chỉnh Biên giới Carbon (CBAM) sẽ làm tăng chi phí lên thêm 20–120 USD/tấn. Ban lãnh đạo DCM kỳ vọng giá urê năm 2026 sẽ ở mức 395–475 USD/tấn, cao hơn nhẹ so với dự báo của chúng tôi.

# Ngành Dầu khí: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

## Ngành Dầu khí và Xăng dầu – Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
DCM	MUA	688	75,6	49,0	312	2,6	34.250	46.600	17/09/25	36,1	5,8	41,9
DPM	KQ	607	75,6	49,0	281	3,9	23.550	29.000	17/09/25	23,1	5,1	28,2
PVS	MUA	630	51,4	49,0	227	7,3	33.100	42.100	27/10/25	27,2	0,0	27,2
PLC	MUA	78	79,1	49,0	37	0,1	26.000	31.900	12/09/25	22,7	3,8	26,5
OIL	KQ	413	80,5	6,6	25	0,3	10.500	12.700	17/10/25	21,0	1,0	22,0
PLX	MUA	1.667	75,9	20,0	86	2,3	34.950	41.100	13/10/25	17,6	3,4	21,0
GAS	MUA	5.955	95,8	49,0	2.811	2,3	65.000	76.100	12/11/25	17,1	3,9	20,9
PVT	MUA	334	51,0	49,0	136	2,8	19.000	22.100	06/11/25	16,3	0,0	16,3
PVD	MUA	549	50,5	49,0	223	17,5	26.550	29.000	05/11/25	9,2	0,0	9,2
BSR	BÁN	2.906	92,0	49,0	1.420	2,5	15.450	12.300	28/08/25	-20,4	0,0	-20,4

## Ngành Dầu khí và Xăng dầu – Tóm tắt định giá (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	P/E 2026F (x)	EV/EBITDA 2025F (X)	ROE 2025F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/VCSH quý gần nhất (%)
DCM	34.250	28,0	43,6	24,0	11,3	13,9	9,7	7,8	4,2	19,1	1,8	-90,3
DPM	23.550	3,5	101,4	38,1	22,7	35,9	17,8	12,9	4,4	9,5	1,4	-72,1
PVS	33.100	-7,5	33,9	19,3	16,1	23,1	17,3	14,5	6,0	8,1	1,1	-99,5
PLC	26.000	-57,6	192,6	99,7	17,3	48,6	16,6	8,3	7,8	9,8	1,6	77,6
OIL	10.500	-26,9	-59,5	253,4	27,4	36,3	36,0	24,6	10,7	1,5	1,0	-60,1
PLX	34.950	2,0	-13,1	28,2	23,2	16,9	19,5	15,2	5,9	8,4	1,7	-38,0
GAS	65.000	-10,4	18,4	5,3	13,4	15,4	13,0	12,3	7,7	19,3	2,4	-61,5
PVT	19.000	12,4	-6,4	24,8	9,0	8,5	9,1	7,3	3,3	12,4	1,0	12,7
PVD	26.550	19,1	24,3	34,1	19,3	24,3	19,5	14,6	9,0	5,3	0,9	12,1
BSR	15.450	-92,7	370,2	49,1	37,0	122,6	26,1	17,5	7,1	4,5	1,4	-54,2

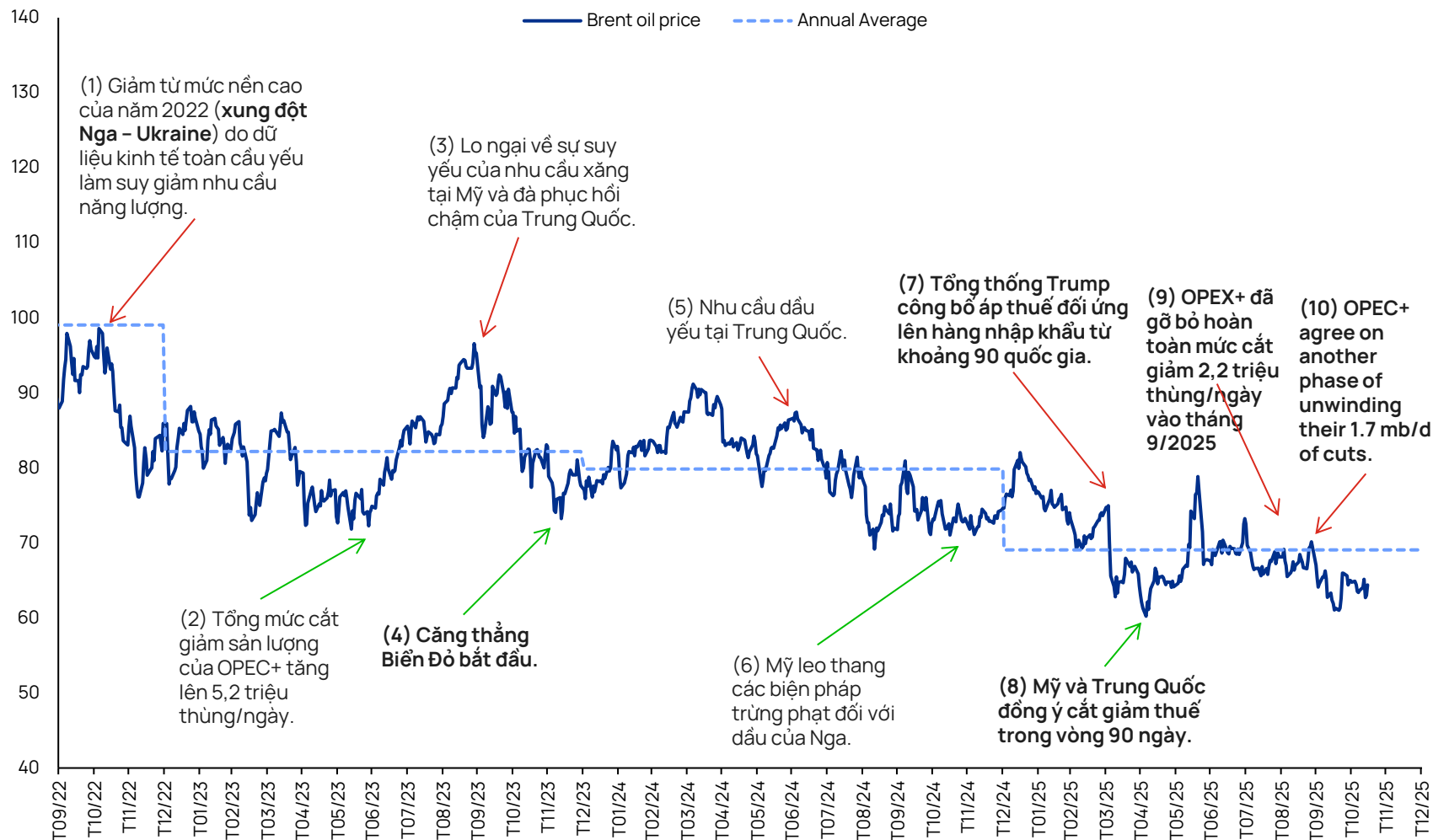
## **Ngành Dầu khí Toàn cầu**

Việc giá dầu Brent duy trì ở mức 60–65 USD/thùng sẽ giúp hỗ trợ cho hoạt động thăm dò và khai thác (E&P).

---

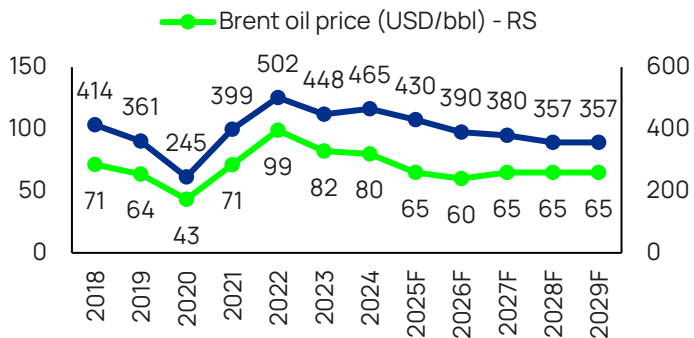
# Nguồn cung dầu gia tăng gia tăng làm giảm thiểu tác động của việc hạ nhiệt căng thẳng thương mại trong năm 2026

Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)



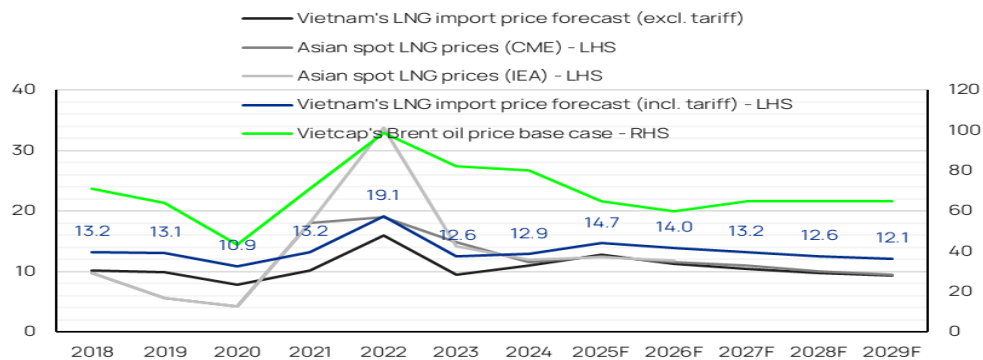
# Dự báo giá dầu Brent, dầu nhiên liệu, và giá LNG giai đoạn 2025-2029

Các giả định cơ sở về giá dầu Brent (USD/thùng) và giá dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn) của Vietcap



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

## Dự báo giá LNG của Vietcap (USD/triệu BTU)



Nguồn: World Bank, IEA, CME, Vietcap. Lưu ý: Dự báo của Ngân hàng Thế giới được cập nhật đến tháng 4/2025, dự báo đồng thuận của CME được cập nhật đến tháng 9/2025, và dự báo của IEA được công bố vào tháng 7/2025.

Dự báo giá dầu Brent, 10T 2025: 69 USD/thùng (USD/thùng)

Tổ chức	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Ngày dự báo
Dự báo đồng thuận Bloomberg	68	63	67	69	69	T11/25
EIA	69	55	N/A	N/A	N/A	T11/25
Ngân hàng Thế giới	68	60	65	N/A	N/A	T10/25
<b>Trung bình của các dự báo trên</b>	<b>68</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	
<b>Giả định cơ sở về giá dầu của Vietcap</b>	<b>65</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>T09/25</b>

Nguồn: Các tổ chức trên, Vietcap

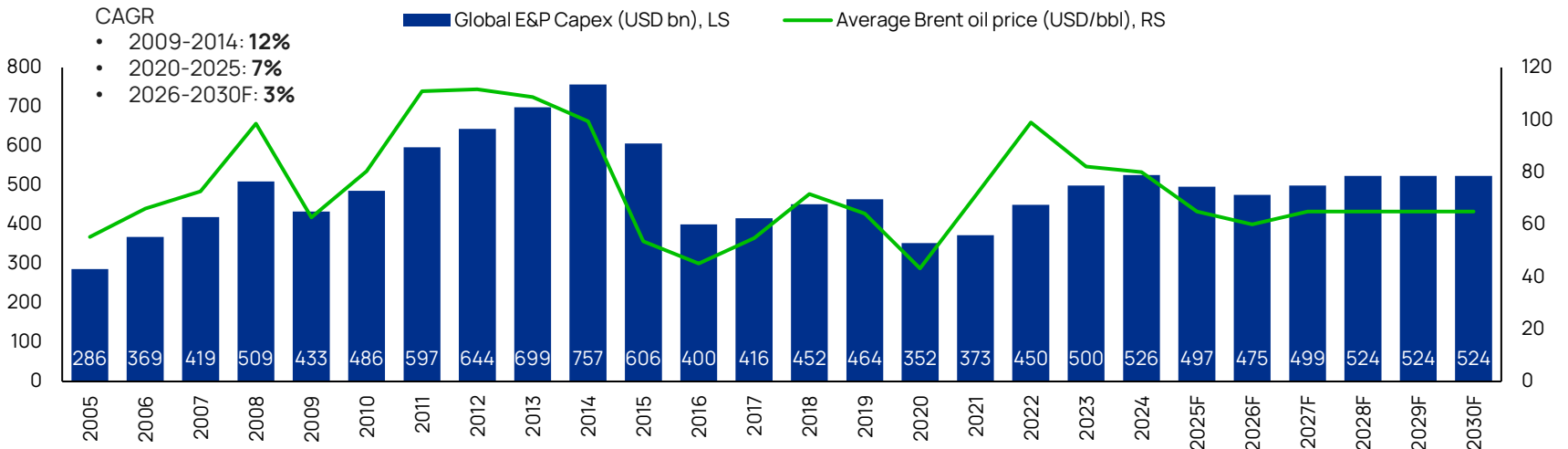
## Dự báo giá FO & giá khí

- Chúng tôi dự báo giá FO trung bình năm 2026 sẽ ở mức 390 USD/tấn (-9% YoY).
- Báo cáo đồng thuận đối với giá LNG quốc tế dự kiến trong năm 2026 là 11,6 USD/triệu BTU (chưa bao gồm thuế quan), qua đó phản ánh việc chúng tôi giữ nguyên triển vọng rằng giá bán sẽ hạ nhiệt từ năm 2026 trở đi do nguồn cung tăng.
- Chúng tôi dự báo giá LNG nhập khẩu năm 2026 của GAS (đã bao gồm thuế quan) sẽ ở mức 14,0 USD/triệu BTU (-5% YoY), từ đó giúp nâng cao tính cạnh tranh của các nhà máy điện khí LNG (rẻ hơn so với các nguồn khí nội địa mới) và hỗ trợ triển vọng tiêu thụ LNG của GAS.

# Chi tiêu thăm dò & khai thác dầu khí toàn cầu sẽ chậm lại trong 2025–26, trong khi sự hỗ trợ nhiên liệu hóa thạch của Mỹ giúp củng cố trong trung hạn; Đông Nam Á vẫn là điểm sáng.

- Các chính sách hỗ trợ nhiên liệu hóa thạch củng cố khả năng duy trì mức chi tiêu E&P toàn cầu trong trung hạn ở mức trung bình 509 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2026–2030, cao hơn khoảng 10% so với giai đoạn trước đại dịch COVID-19. Sau giai đoạn phục hồi mạnh mẽ từ năm 2021–24, chúng tôi dự báo chi tiêu E&P toàn cầu sẽ bước vào giai đoạn điều chỉnh nhẹ, dự kiến giảm 5,6% trong năm 2025 và 4,3% trong năm 2026. Điều này được thúc đẩy bởi: (1) sự sụt giảm của giá dầu Brent và (2) tình trạng dư cung trong ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng mức chi tiêu sẽ phục hồi từ năm 2027 trở đi, nhờ được hỗ trợ bởi đà phục hồi xấp xỉ 8% YoY của giá dầu Brent và các chính sách hỗ trợ nhiên liệu hóa thạch của Mỹ. Theo Bộ trưởng Tài chính Mỹ Scott Bessent, Mỹ đặt mục tiêu tăng sản lượng ở mức 3,0 triệu thùng dầu tương đương/ngày vào năm 2028 so với năm 2024, tương ứng với mức CAGR là 5,3%; việc này đòi hỏi phải duy trì nguồn vốn đầu tư cho khâu thượng nguồn. Sau năm 2029, chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB sẽ chuyển từ tăng trưởng sang ổn định, khi nhu cầu dầu đạt đỉnh, qua đó dẫn đến việc chi tiêu E&P đi ngang trong giai đoạn 2029–30.
- Trung Đông tiếp tục đóng vai trò then chốt đối với việc duy trì sự ổn định của nguồn cung. Dù vốn đầu tư XDCB thượng nguồn 9T 2025 của Saudi Aramco đã giảm 4% YoY (so với mức tăng 2% trong nửa đầu năm) trong bối cảnh các chương trình khoan tự nâng bị tạm hoãn, chúng tôi kỳ vọng các hoạt động này sẽ dần được nối lại từ năm 2027, phù hợp với kế hoạch nới lỏng cắt giảm sản lượng của OPEC+. Nếu không duy trì nguồn vốn đầu tư mới, năng lực sản xuất của Aramco có thể sẽ giảm từ 12 triệu thùng/ngày xuống còn khoảng 10,5 triệu thùng/ngày vào năm 2027, qua đó nhấn mạnh tầm quan trọng của nhu cầu tái đầu tư.
- Đông Nam Á tiếp tục là điểm sáng cho khả năng phục hồi. Dự báo tháng 10/2025 của S&P Global cho thấy tỷ lệ sử dụng giàn khoan tự nâng trong khu vực lần lượt đạt mức 83,4% / 87,3% / 87,3% trong các năm 2025/26/27, cao hơn đáng kể so với các mức của các năm 2022/23 là 80%/78% và mức trung bình giai đoạn 2015–19 là 61%, qua đó phản ánh mức nhu cầu khoan ổn định bất chấp giá dầu toàn cầu suy yếu.

## Vốn đầu tư XDCB của hoạt động E&P toàn cầu (Tỷ USD)



## **Ngành Dầu khí Việt Nam**

Lô B đang đi đúng tiến độ để đạt mốc khai thác dòng khí đầu tiên vào giữa năm 2028;

Dự án Cá Voi Xanh bắt đầu bước vào giai đoạn chuẩn bị.

---

# Hoạt động thăm dò được thúc đẩy nhờ sự cộng hưởng giữa Nghị quyết 70 và việc PVN được trao thêm thẩm quyền

## Nghị quyết 70-NQ/TW (tháng 8/2025)

- Nhấn mạnh tầm quan trọng của an ninh năng lượng quốc gia, xác định ngành dầu khí là một trụ cột chiến lược.
- Đặt mục tiêu sản lượng khí ở mức 30–35 tỷ m<sup>3</sup>/năm.

Cụ thể hóa yêu cầu cắt giảm thủ tục hành chính

## Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP (tháng 10/2025): Chính phủ đã giao cho PVN một số nhiệm vụ và quyền hạn mà trước đây thuộc Bộ Công Thương.

- (1) **Phát triển mỏ dầu khí:** PVN phê duyệt quy hoạch tổng thể cho hầu hết các dự án phát triển mỏ dầu khí (trừ các dự án trên đất liền hoặc các dự án có cơ sở hạ tầng tích hợp đất liền–biển), cùng với các điều chỉnh cho các kế hoạch đã được phê duyệt.
- (2) **Các mỏ khai thác sớm:** PVN phê duyệt điều chỉnh khi (a) tổng mức đầu tư giảm hoặc (b) **vốn đầu tư tăng không quá 10%** (trừ trường hợp xây thêm giàn). **Chúng tôi xem đây là thay đổi có tác động lớn nhất.**
- (3) **Kế hoạch thu dọn Mỏ:** PVN phê duyệt các điều chỉnh khi dự báo chi phí chênh lệch < 20% so với mức đã được Bộ Công Thương phê duyệt.
- (4) **Các phát hiện nhỏ:** PVN có thể phê duyệt báo cáo tài nguyên/trữ lượng cho các mỏ nhỏ (trữ lượng dầu < 30 triệu m<sup>3</sup>; trữ lượng khí < 30 tỷ m<sup>3</sup>), trừ khi PVN là đơn vị điều hành.

Hoàn thiện Luật Dầu khí năm 2022

Cụ thể hóa yêu cầu cắt giảm thủ tục hành chính

## Luật Dầu khí 2022 (có hiệu lực từ 1/7/2023)

- **Mở rộng nguồn cung:** Ưu tiên phát triển các mỏ nhỏ/cận biên, mỏ ngoài khơi nước sâu
- **Giảm rào cản:** Cải thiện việc chia sẻ rủi ro với mô hình Hợp đồng Phân chia sản phẩm (Product Sharing Contract - PSC) linh hoạt hơn.
- **Ưu đãi đặc biệt cho các dự án ưu tiên:** (1) Thuế TNDN 25% (so với mức bình thường là 32%), thuế xuất khẩu 5%. (2) Tỷ lệ thu hồi chi phí cao hơn cho nhà đầu tư (lên tới 80% so với 70% trong các ưu đãi thông thường).

## Các sửa đổi tiềm năng của Luật Dầu khí 2026:

Chính phủ dự kiến sẽ sửa đổi Luật Dầu khí 2022 vào năm 2026, **tập trung vào việc cải cách các cơ chế ủy quyền và các vấn đề khác.**

Thúc đẩy hoạt động E&P trên toàn bộ chuỗi giá trị Dầu khí

### Thượng nguồn

- **PVS:** Nhu cầu tăng đối với hợp đồng EPC trong mảng dầu khí.
- **PVD:** Tăng khối lượng công việc đối với giàn khoan và các dịch vụ liên quan đến giếng khoan.

### Trung nguồn

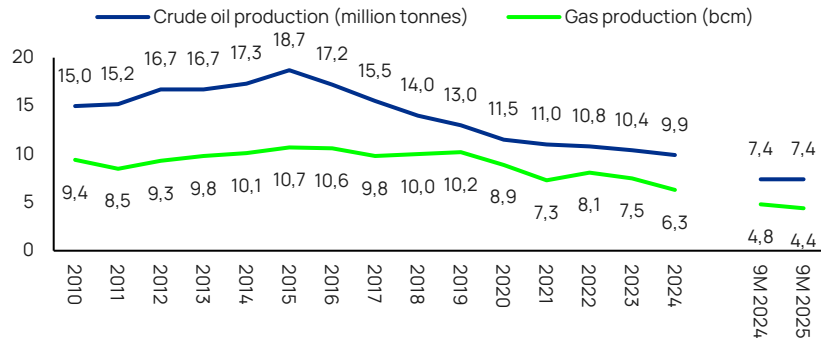
- **GAS:** Hạ tầng trung nguồn (đường ống, hạ tầng chế biến, kho lưu trữ LNG).

### Hạ nguồn

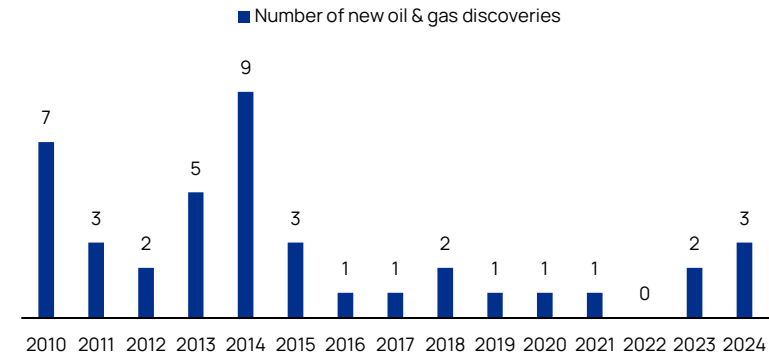
- **DPM, DCM:** Đảm bảo nguồn cung khí và nâng cao hiệu quả nhà máy.
- **BSR:** Tăng cường nguồn cung dầu thô trong nước.

# Mục tiêu sản lượng dầu & khí của Việt Nam dự kiến sẽ tăng 50% và gấp 3,0 lần vào năm 2030

Sản lượng dầu thô/khí đốt của Việt Nam đã giảm với CAGR lần lượt là 6,8%/5,7% trong giai đoạn 2015–2024, điều này cho thấy nhu cầu cấp thiết phải khôi phục hoạt động thượng nguồn để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.

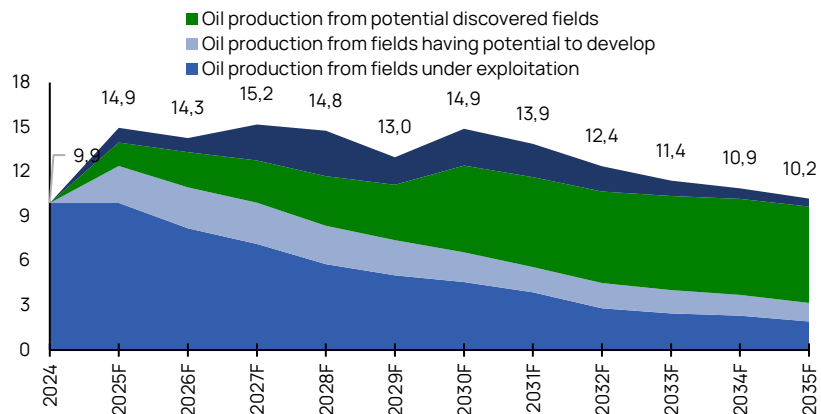


Ba phát hiện dầu khí mới được thực hiện trong năm 2024, là hoạt động mạnh mẽ nhất kể từ năm 2015, báo hiệu sự phục hồi đáng kể đối với đà phát triển của hoạt động E&P.



Nguồn: PVN, Cục thống kê (CTK), Vietcap

Mục tiêu đối với sản lượng dầu thô của Việt Nam là đạt mức CAGR 7% trong giai đoạn 2024-30 (triệu tấn), với động lực đến từ hoạt động phát triển các mỏ mới.

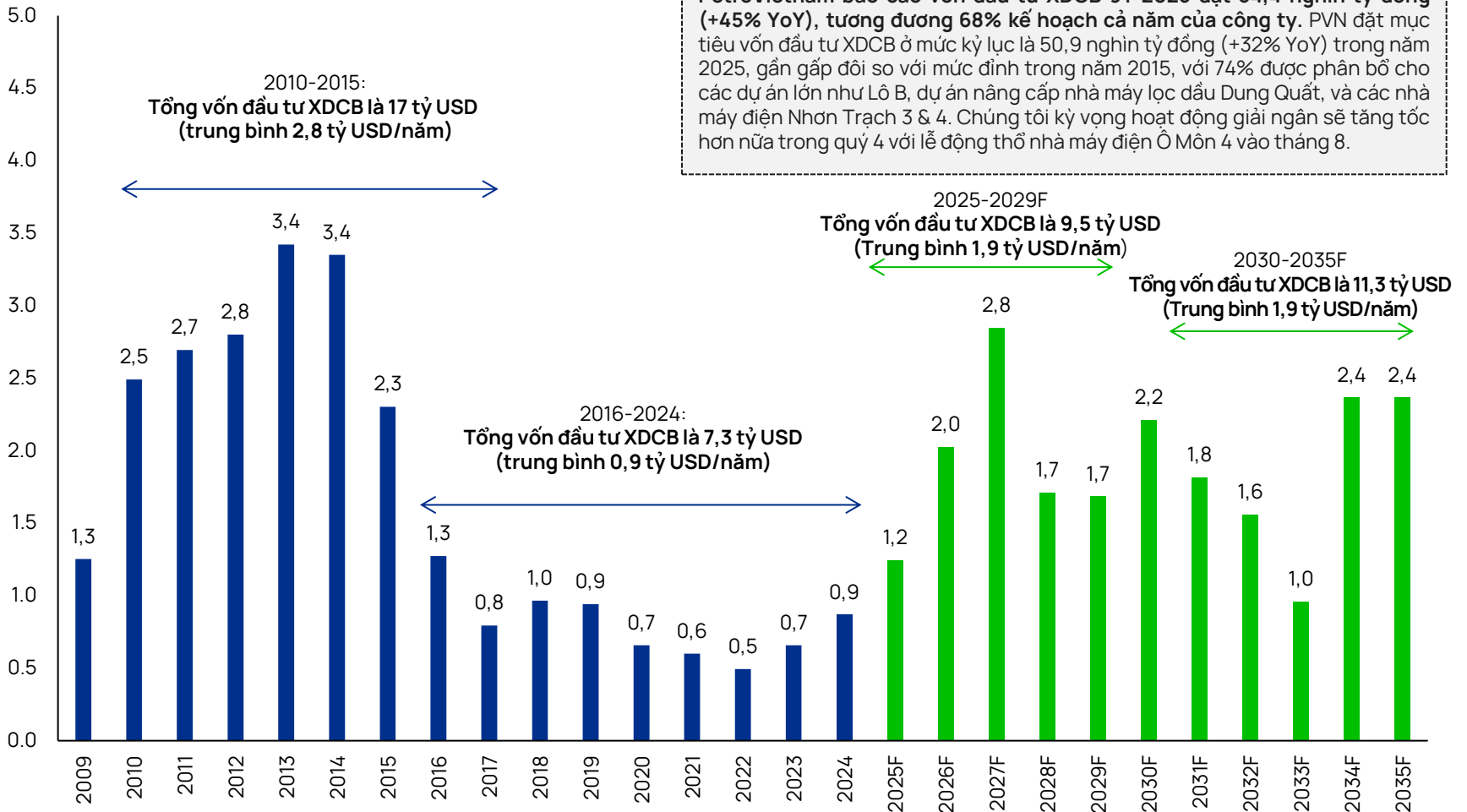


Mục tiêu sản lượng khí của Việt Nam là đạt mức CAGR 24% trong giai đoạn 2025-30 (tỷ mét khối), nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng gia tăng từ ngành điện.

	2020E	2025G	2030G	2050G
Điện	6,6	7,8	25,5	14,1
Phân bón	1,2	1,1	2,4	2,4
Công nghiệp	0,9	1,4	2,3	6,2
<b>Tổng cộng</b>	<b>8,7</b>	<b>10,4</b>	<b>30,1</b>	<b>22,6</b>
CAGR		2020-25G: 3,7%	2020-30G: 13,2%	2020-50G: 3,2%
			2025-30G: 23,7%	2025-50G: 3,2%

# Ngành dầu khí Việt Nam bước vào một chu kỳ đầu tư mới, với chi tiêu cho hoạt động E&P dự kiến sẽ tăng gấp đôi

Vốn đầu tư XDCB cho hoạt động E&P của Việt Nam (tỷ USD)



# Một số dự án dầu khí dự kiến tại Việt Nam trong giai đoạn 2024-2035

STT	Lô	Dự án	Vốn đầu tư XDCB* (triệu USD)	Trữ lượng dầu khí	Nhà đầu tư	Trạng thái	Động đầu/ khí đầu tiên dự kiến	Vị trí
<b>DỰ ÁN KHÍ ĐÓT</b>								
1	52/97; 48/95	Lô B	5,2	107 tỷ m <sup>3</sup>	PVN (42.9%), PVEP (26.8%), MOECO (22.6%), PTTEP (7.7%)	Bắt đầu công việc vào tháng 9/2024. EPCI#1/#2 lần lượt hoàn thành 25%/55% vào cuối tháng 6/2025.	2028	Bể Malay Thổ Chu
2	117-119	Cá voi Xanh	4,6	150 tỷ m <sup>3</sup>	ExxonMobil (64%), PVN (36%)	Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII điều chỉnh dự kiến ngày vận hành thương mại (COD) sẽ rơi vào năm 2030 nhưng chúng tôi dự báo COD sẽ rơi vào năm 2033 do khả năng ExxonMobil sẽ rút vốn và PVN tự phát triển dự án. PVS có thể sẽ ký được hợp đồng trị giá 830 triệu USD.	2033	Bể Sông Hồng
3	15-1	Sư tử Trắng – Giai đoạn 2B	1,1	17 tỷ m <sup>3</sup>	Cửu Long JOC bao gồm PVEP (50%), ConocoPhillips (23.25%), KNOG (14.25%), SKI (9%), Geopetrol (3.5%)	PVS đã giành hợp đồng EPC vào tháng 7/2025, và đạt mục tiêu sẽ khai thác dòng khí đầu tiên vào quý 4/2027. Tháng 7/2025: PTSC M&C (công ty con thuộc sở hữu 100% của PVS) đã được trao hợp đồng EPCI.	2026	Bể Cửu Long
4	112-113	Báo Vàng – Báo Đen	1,3	58 tỷ m <sup>3</sup>	PVN (50%), Gazprom (50%)	Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII điều chỉnh đặt mục tiêu COD vào năm 2030 nhưng chúng tôi dự báo sẽ rơi vào năm 2031.	2031	Bể Sông Hồng
5	114	Kén Bầu**	4,9	225 tỷ m <sup>3</sup>	Eni Vietnam B.V. (50%), Essar E&P Limited (50%)	Đang trong giai đoạn thăm dò; dự kiến xác nhận trữ lượng vào năm 2026. Bộ Công Thương lưu ý Kén Bầu có thể cung cấp khí cho lượng công suất điện 6.000 MW (phát triển trong giai đoạn 2031-2035).	2038	Bể Sông Hồng
6	46/07; 51	Nam Du – U Minh	0,8	5,6 tỷ m <sup>3</sup>	Jadestone Energy (100%)	Tháng 1/2024: GAS và Jadestone Energy đã ký HoA. Tháng 3/2025: Jadestone đã nộp Kế hoạch Phát triển Mỏ (FDP) lên cho PVN phê duyệt.	2027	Bể Malay Thổ Chu
7	46/13	Khánh Mỹ – Đầm Dơi	0,3	4,0 tỷ m <sup>3</sup>	PVEP, PV GAS	Tháng 5/2024: GAS và PVEP đã ký biên bản ghi nhớ về thỏa thuận mua bán khí. Tháng 3/2025: PVEP đã trao hợp đồng Thiết kế kỹ thuật tổng thể (FEED) cho THAI CONSULT BND-BD.	2027	Bể Malay Thổ Chu
8	19/11	Thiên Nga – Hải Âu	0,3	7,4 tỷ m <sup>3</sup>	Zarubezhneft JSC (100%)	Tháng 5/2025: Zarubezhneft tuyên bố đang chuẩn bị FDP và các thỏa thuận quan trọng.	2027	Bể Nam Côn Sơn
9	103&107	Kỳ Lân	0,1	1,8 tỷ m <sup>3</sup>	PVEP, PV GAS	Tháng 7/2024: GAS và PVEP đã ký thỏa thuận về cung cấp và tiêu thụ khí từ mỏ Kỳ Lân.	2032	Bể Sông Hồng
<b>DỰ ÁN DẦU</b>								
1	09-2/09	Kinh Ngư Trắng – Kinh Ngư Trắng Nam	0,7	6 triệu thùng	Vietsovetro (40%), PVEP (30%), AO Zarubezhneft (30%)	Đang trong giai đoạn thương mại.	Đã khai thác vào tháng 7/2025	Bể Cửu Long
2	15-1/05	Lạc đà Vàng	0,7	100 triệu thùng	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SKI (25%)	Tháng 9/2025: Đã hoàn thành chân đế LDV-A; Giai đoạn A (bao gồm đường ống vận chuyển) dự kiến sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2026.	2026-2027	Bể Cửu Long
3	PM3-CAA	Bunga Aster	0,5	48-84 triệu thùng	Hibiscus Oil & Gas Malaysia (35%), PVEP (30%), Petronas (35%)	Đang tiến hành đánh giá toàn diện dự án. Tháng 4/2025, PVN và Petronas đã ký thỏa thuận gia hạn hợp đồng PSC của Lô PM3 CAA thêm 20 năm (đến năm 2047), qua đó giúp đảm bảo việc khai thác tối đa dự án tại Lô PM3-CAA.	2029	Bể Cửu Long
4	15-2/17	Hải sư Vàng	1,9	170-430 triệu thùng	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SKE (25%)	Tháng 1/2025: Phát hiện dầu. Murphy Oil tiếp tục thực hiện kế hoạch thăm định từ quý 3/2025.	2030	Bể Cửu Long
5	15-1/06	Lạc đà Hồng	0,3	30-60 triệu thùng	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SKE (25%)	Tháng 5/2025: Phát hiện dầu. Murphy Oil kỳ vọng khai thác được dòng dầu đầu tiên trước năm 2030.	2030	Bể Cửu Long
<b>Tổng cộng</b>			<b>22,7</b>					

# Các dự án dầu khí trọng điểm dự kiến tại Việt Nam trong giai đoạn 2024–2038, với tổng vốn đầu tư là 20 tỷ USD

## 2024

### Các dự án bắt đầu khởi công xây dựng:

- Lô B (tháng 9/2024)
- Lạc đà vàng (Tháng 6/2024)

**Phát hiện dầu:** Bunga Aster (Tháng 5/2024)

## 2026

Dự kiến nhận quyết định đầu tư cuối cùng (FID) và khởi công xây dựng:

- Nam Du – U Minh (0,8 tỷ USD)
- Khánh Mỹ – Đầm Dơi (0,3 tỷ USD)
- Thiên Nga – Hải Âu (0,3 tỷ USD)

**Ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ Lô B.**

**Kỳ vọng tiến độ tích cực từ dự án mỏ khí Cá Voi Xanh, xuất khẩu điện gió ngoài khơi sang Singapore.**

## 2025

**Khởi công xây dựng:**

- Sư Tử Trắng giai đoạn 2 (Tháng 7/2025)

**Phát hiện dầu:**

- Hải Sư Vàng (Tháng 1/2025)
- Lạc Đà Hồng (Tháng 5/2025)

**Khai thác dòng dầu/khí đầu tiên:** Kinh Ngư Trắng – Kinh Ngư Trắng Nam (Tháng 7/2025, 0,7 tỷ USD)

## Từ 2027 trở đi

**Dự kiến nhận được FID trong giai đoạn: 2027–2028**

- Cá Voi Xanh (5 tỷ USD)
- Báo Vàng – Báo Đen (1,3 tỷ USD)
- Kỳ Lân (0,1 tỷ USD)
- Bunga Aster (0,5 tỷ USD)
- Hải Sư Vàng (1,9 tỷ USD)
- Lạc Đà Hồng (0,3 tỷ USD)

## 2032:

- Kèn Bầu (14,0 tỷ USD)

# Đại dự án Khí – Điện đảm bảo năng lượng, kiến tạo tăng trưởng cho Việt Nam



## Thượng nguồn



## Hạ nguồn

### Kèn Bầu (14 tỷ USD)

- Trữ lượng: 200–250 tỷ m<sup>3</sup>
- Nhà đầu tư: Ý (ENI 50%) và Ấn Độ (Essar 50%)
- Dòng khí đầu tiên: 2038
- Tiến độ: Đang trong giai đoạn thăm dò; dự kiến xác nhận trữ lượng vào năm 2026.

- Có khả năng cung cấp khí cho **6.000 MW** điện (theo Bộ Công Thương).
- Dự kiến phát triển trong giai đoạn 2031–2035.

### Cá Voi Xanh (~5 tỷ USD)

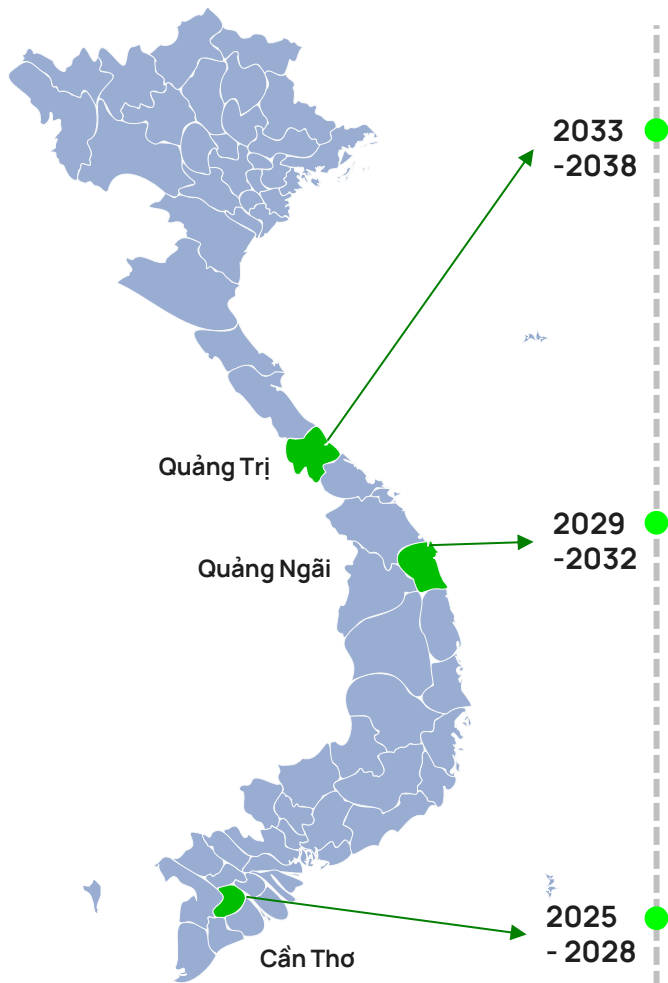
- Trữ lượng: 150 tỷ m<sup>3</sup> (9–10 tỷ m<sup>3</sup>/năm)
- Nhà đầu tư: Việt Nam (PVN 36%) và Mỹ (ExxonMobil 64%)
- Dòng khí đầu tiên: 2033
- Tiến độ: Khả năng cao ExxonMobil sẽ rút vốn và PVN phát triển dự án.
- Giá khí vào năm 2033: có khả năng sẽ cao hơn so với giá LNG

**Các nhà máy điện Dung Quất I, II, III & Miền Trung I, II**  
Công suất phát điện 3.750 MW

### Lô B (~5 tỷ USD)

- Trữ lượng: 107 tỷ m<sup>3</sup> (~5,06 tỷ m<sup>3</sup>/năm)
- Nhà đầu tư: Việt Nam (PVN & PVEP 69,7%), Nhật Bản (MOECO 22,6%), Thái Lan (PTTEP 7,7%)
- Dòng khí đầu tiên: 2028
- Tiến độ: Đang triển khai xây dựng đường ống và giàn khoan.
- Giá khí vào năm 2028: 14,5 USD/triệu BTU, cao hơn ~15% so với LNG

**Các nhà máy điện Ô Môn I, II, III, IV**  
Công suất phát điện 3.810 MW



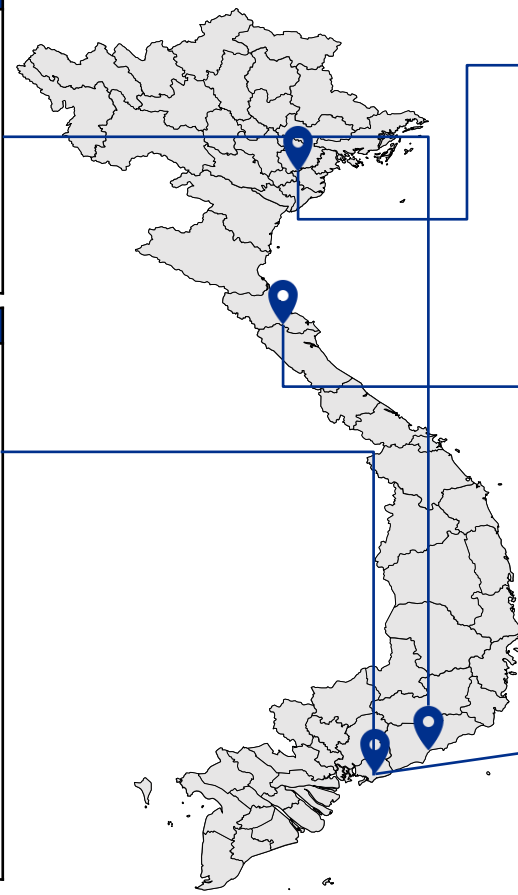
# Vietcap ước tính nhu cầu LNG sẽ tăng trưởng ở mức xấp xỉ 13 lần trong giai đoạn 2025-30

Quy hoạch Phát triển Điện lực Quốc gia dự kiến khối lượng LNG nhập khẩu sẽ ở mức 2,2 tỷ m<sup>3</sup> vào năm 2025, sau đó tăng lên mức 15,7 tỷ m<sup>3</sup> vào năm 2030.

## Bốn dự án kho cảng LNG của GAS so với đối thủ cạnh tranh – Hải Linh

Kho cảng LNG Sơn Mỹ	
Vị trí	Tỉnh Bình Thuận
Chủ đầu tư	GAS & AES
Vốn đầu tư	1,4 tỷ USD
Công suất	3,6-6 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Giai đoạn 1: 2028
Tình trạng	Nhận được phê duyệt kế hoạch đầu tư/hoàn tất công tác chuẩn bị đầu tư
Các NMD cung cấp	Sơn Mỹ 1 & 2

Kho cảng LNG Thị Vải	
Vị trí	Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	Giai đoạn 1: 286 triệu USD Giai đoạn 2: 341 triệu USD Giai đoạn 3: 341 triệu USD
Công suất	Giai đoạn 1: 1 triệu tấn/năm Giai đoạn 2: 3 triệu tấn/năm Giai đoạn 3: 6 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Giai đoạn 1: 2024 Giai đoạn 2: 2029 Giai đoạn 3: 2032
Tình trạng	Giai đoạn 1: Vận hành thương mại Giai đoạn 2: Đang trong giai đoạn Thiết kế Kỹ thuật Tổng thể Giai đoạn 3: N/A
Các NMD cung cấp	Nhơn Trạch 3 & 4, Long An I & II, các nhà máy điện của Genco3



Kho cảng LNG Nam Định	
Vị trí	Tỉnh Nam Định
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	N/A
Công suất	3 triệu tấn/năm
Năm vận hành	N/A
Tình trạng	Đang chờ phê duyệt đầu tư
Các NMD cung cấp	Các nhà máy điện lân cận

Kho cảng LNG Hà Tĩnh (Giai đoạn 1)	
Vị trí	Tỉnh Hà Tĩnh
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	1 tỷ USD
Công suất	1-3 triệu tấn/năm
Năm vận hành	2029
Tình trạng	Đã nhận phê duyệt đầu tư.
Các NMD cung cấp	Nhà máy điện LNG Quảng Trạch 2&3 và Vũng Áng 3

Kho cảng LNG Hải Linh - Giai đoạn 1	
Vị trí	Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
Chủ đầu tư	CT TNHH Hải Linh (CT tư nhân)
Vốn đầu tư	231 triệu USD
Công suất	1 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Tháng 9/2024
Tình trạng	Vận hành thương mại
Các NMD cung cấp	Nhà máy điện Hiệp Phước 1, 2, và nhà máy điện của Genco3

# PVS – Biên lợi nhuận mỏng M&C dự kiến phục hồi trong quý 4, thúc đẩy LNST cốt lõi năm 2025

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F		
Giá cổ phiếu (04/12)	33.100 VND	Doanh thu	23.770	33.967	38.716	45.232	<p>YTD 1Y 3Y ann.</p> <p>0% 10% 20% 30% 40% 50%</p> <p>■ PVS ■ VNI</p>	
<b>Giá mục tiêu**</b>	<b>42.100 VND</b>	%YoY	22,7%	42,9%	14,0%	16,8%		
TL tăng	+27,2%	LNST-CĐTS	1.070	1.225	1.461	1.685		
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	4,2%	15%	19%	15%		
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+27,2%</b>	LNST-CĐTS cốt lõi	1.022	1.420	1.461	1.685		
Ngành	Oil & Gas	EPS	% YoY	-0,4%	38,9%	2,9%		15,3%
GT vốn hóa	16,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN gộp	4,5%	4,4%	4,9%	5,4%		
Room KN	6 nghìn tỷ đồng	Biên EBITDA	1,4%	2,6%	3,6%	4,0%		
GTGD/ngày (30n)	192,7 tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	-1,1%	-0,1%	1,1%	1,7%		
Cổ phần Nhà nước	51,4%	Biên LN ròng	5,3%	3,7%	4,1%	4,1%		
SL cổ phiếu lưu hành	511,0 tr	ROE	7,6%	8,1%	8,9%	9,3%		
Pha loãng	511,0 tr	EV/EBITDA	13,2x	6,0x	5,2x	4,2x		
PEG 2 năm	0,9	P/E	23,1x	17,3x	14,5x	12,6x		
		P/B	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x		

\*Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 27/10/2025

\*\*Giá mục tiêu điều chỉnh cho cổ tức cổ phiếu 7% vào ngày 27/11/2025

**Trong Báo cáo cập nhật tháng 10/2025 của chúng tôi, Chúng tôi nâng giá mục tiêu đối với Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) thêm 8% lên 45.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA, phản ánh mức tăng 7% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 của chúng tôi (tương ứng +18%/+15%/-4%/+8%/+5% cho dự báo các năm trong giai đoạn 2025–2029), và tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026.**

**Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi:** (1) Lãi tỷ giá cao hơn do doanh thu nước ngoài tăng; (2) Lợi nhuận cao hơn từ mảng khảo sát địa chấn & ROV dựa theo KQKD 9T 2025; (3) 100 tỷ đồng bồi thường cho dự án điện gió ngoài khơi bị hủy. Những yếu tố này lớn hơn giả định backlog mảng cơ khí & xây dựng (M&C) thấp hơn 8% của chúng tôi. LNST báo cáo 9T 2025 đã hoàn thành 98% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.

**Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 tăng 39% YoY, được thúc đẩy bởi mảng M&C, với doanh thu tăng 70% và biên lợi nhuận gộp đạt 1,8% (so với 0,8% trong năm 2024). LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự kiến tăng 15% YoY do khoản dự phòng bổ sung 250 tỷ đồng cho công ty con Sao Mai Bến Đình do PVS sở hữu 51%. Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo tăng 19% YoY vào năm 2026, được hỗ trợ bởi doanh thu mảng M&C tăng 14% với tiến độ Lô B bước vào giai đoạn cao điểm thi công, biên lợi nhuận gộp tăng lên 2,0%, và không ghi nhận chi phí một lần.**

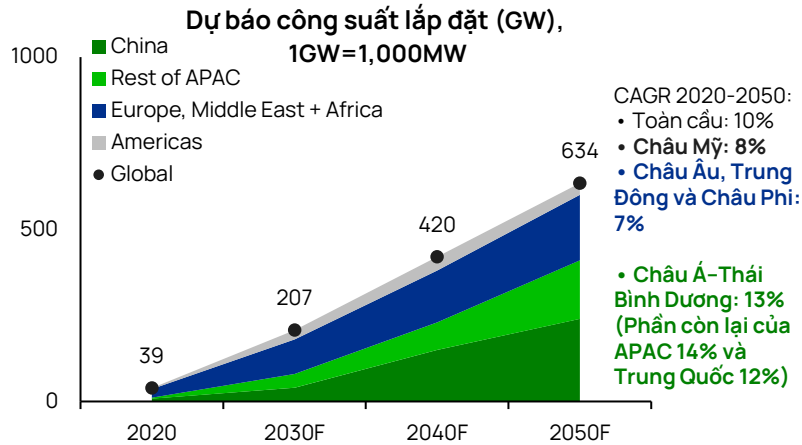
**Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS báo cáo là 17% cho giai đoạn 2026–28, được thúc đẩy bởi dự phóng backlog M&C 5,3 tỷ USD cho giai đoạn 2025–2029 và lợi nhuận từ liên doanh FSO/FPSO 831 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025–29. PVS có định giá hấp dẫn với P/E báo cáo dự phóng năm 2026 là 14,5 lần (tương ứng PEG là 0,9), so với P/E trung bình 5 năm là 18 lần.**

**Yếu tố hỗ trợ:** Hoàn nhập khoản dự phòng 250 tỷ đồng cho Sao Mai – Bến Đình (trang 19), hoàn nhập dự phòng bảo hành 700 tỷ đồng cho dự án Sao Vàng-Đại Nguyệt nhanh hơn dự kiến, các hợp đồng M&C từ các dự án LNG/điện gió ngoài khơi và điện hạt nhân của Việt Nam.

**Rủi ro:** Giá dầu giảm mạnh có thể gây áp lực lên tâm lý thị trường.

# Tiềm năng điện gió ngoài khơi tại châu Á – Thái Bình Dương và Việt Nam

Khu vực APAC có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi, qua đó cho thấy nhu cầu EPC duy trì ổn định trong nhiều thập kỷ.



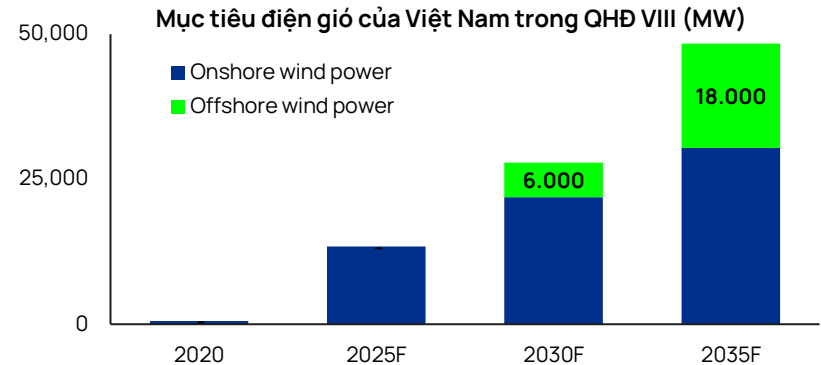
**Danh mục dự án mạnh tại các thị trường APAC chủ chốt, ~150 tỷ USD:**

- Đài Loan:** Mục tiêu 13,1GW vào năm 2030 (CAGR 18% trong giai đoạn 2024–2030)
- Nhật Bản:** Mục tiêu 10GW vào năm 2030 (CAGR 10% trong giai đoạn 2024–2030)
- Hàn Quốc:** Mục tiêu 14,3GW vào năm 2030 (CAGR 117% trong giai đoạn 2024–2030)
- Úc:** Đã phê duyệt 13 dự án điện gió ngoài khơi được cấp phép, với công suất tiềm năng ở mức ~25GW



PVS hiện đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ chu kỳ siêu tăng trưởng điện gió ngoài khơi kéo dài nhiều năm tại APAC. Mặc dù Đài Loan áp dụng yêu cầu nội địa hóa nghiêm ngặt ở mức 60%, nhưng công ty vẫn có kế hoạch tham gia các vòng đấu thầu sắp tới nhờ quy mô thị trường lớn. PVS cũng đang mở rộng hoạt động đấu thầu sang châu Á và châu Âu. Hồ sơ năng lực của công ty đã được chứng minh qua 1,7 tỷ USD backlog mới ký trong giai đoạn 2022–2024 (~567 triệu USD mỗi năm), với 93% trong số này đến từ thị trường APAC.

**Điện gió ngoài khơi Việt Nam (vốn đầu tư XDCB tiềm năng: 10-30 tỷ USD, đang được thúc đẩy với Nghị quyết 70)**



Việt Nam đang soạn thảo một nghị quyết mới dành riêng cho các dự án điện gió ngoài khơi. Nghị quyết này có thể giải quyết vấn đề quy hoạch không gian biển, thiết lập khung giá và cơ chế đảm bảo bao tiêu 90% sản lượng điện gió ngoài khơi đối với các dự án có COD trước năm 2032.

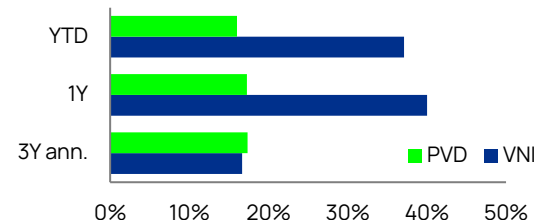
**Xuất khẩu điện gió ngoài khơi của Việt Nam (công suất ban đầu 2.300 MW; vốn đầu tư XDCB ~5 tỷ USD) sang Singapore và Malaysia**

- Nghiên cứu khả thi đang được tiến hành, dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2026, tiếp theo là nhận quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào năm 2027 và đi vào vận hành thương mại (COD) vào năm 2033. PVS chủ yếu sẽ đóng vai trò là nhà thầu EPC nhưng cũng có thể tham gia với tư cách là nhà đầu tư (tùy thuộc vào lợi nhuận của dự án).
- Chúng tôi lưu ý rằng dự án này không nằm trong mục tiêu điện gió ngoài khơi 6.000MW hiện tại của Chính phủ.
- Tháng 5 năm 2025: Dự án được mở rộng để bao gồm Malaysia (so với kế hoạch ban đầu chỉ xuất khẩu điện sang Singapore).
- Tháng 8 năm 2025: PVS và LS Eco Energy Ltd. đã ký Thỏa thuận Phát triển Chung (JDA) để xây dựng nhà máy sản xuất cáp ngầm điện áp cao đầu tiên của Việt Nam nhằm phục vụ các dự án năng lượng tái tạo.

# PVD – Tích cực đầu tư giàn khoan, hoạt động thăm dò và khai thác trong nước thúc đẩy đà tăng trưởng

Khuyến nghị*	MUA	(triệu USD)	2024	2025F	2026F	2027F
Giá cổ phiếu (04/12)	26.550 VND	Doanh thu	374	365	357	499
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>29.000 VND</b>	%YoY	52,2%	-2,2%	-2,3%	39,7%
		LNST-CĐTS	28,1	34,0	44,8	71,6
TL tăng	+9,2%	% YoY	14,7%	21,3%	31,5%	59,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%	LNST-CĐTS cốt lõi	30,2	33,5	47,7	74,3
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+9,2%</b>	% YoY	28,6%	13,4%	45,3%	58,9%
		EPS	695	879	1.179	1.923
Ngành	Dầu khí	Biên LN gộp	18,9%	19,4%	24,2%	25,6%
GT vốn hóa	14,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	7,5%	9,3%	12,5%	14,4%
Room KN	5,9 nghìn tỷ đồng	Biên EBITDA	21,6%	20,6%	27,4%	26,3%
GTGD/ngày (30n)	462 tỷ đồng	ROE	4,6%	5,3%	6,6%	9,7%
Cổ phần Nhà nước	50,5%	P/E	24,3x	19,5x	14,6x	8,9x
SL cổ phiếu lưu hành	556,3 tr	P/B	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x
Pha loãng	556,3 tr	EV/EBITDA	7,1x	9,0x	6,5x	4,4x
PEG 3 năm	0,5					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 05/11/2025



## Tổng quan Công ty

PVD là thành viên của Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN) và là công ty hàng đầu Việt Nam về cung cấp các dịch vụ khoan dầu khí. PVD có thị phần lớn trong tất cả các mảng kinh doanh chính như 50% trong mảng dịch vụ khoan và 55%-100% dịch vụ giếng khoan. Đội giàn khoan của PVD bao gồm 4 giàn khoan tự nâng, 1 giàn tiếp trợ khoan.

**Trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2025 của chúng tôi, Chúng tôi điều chỉnh tăng 17% giá mục tiêu cho Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD), đạt mức 29.000 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA.** Việc nâng giá mục tiêu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 9% của tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giai đoạn 2025–2029F (lần lượt thay đổi +9%/+7%/+12%/+10%/+9% cho từng năm trong giai đoạn này), và (2) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu đến cuối năm 2026.

**Mức tăng trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi đến từ:** (1) Lợi nhuận gộp từ mảng dịch vụ liên quan đến giếng khoan tăng, phản ánh kết quả trong 9T 2025 khả quan; (2) giảm 1,7% trong chi phí hoạt động tiền mặt trung bình giai đoạn 2025–2029; (3) Tăng gấp đôi tỷ lệ sở hữu tại PVD IX; và (4) Kéo dài thời gian khấu hao cho các giàn PVD VIII và PVD IX lên 15 năm (từ mức 7 năm trước đây). Các yếu tố này bù đắp cho mức giảm 1,4% trong giá thuê giàn khoan tự nâng (JU) trung bình trong giai đoạn 2025–2029.

**Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 sẽ tăng mạnh 45% YoY,** được thúc đẩy bởi: (1) Hiệu suất hoạt động của giàn JU phục hồi, (2) Giá thuê giàn JU trung bình tăng 2,4%, (3) Đóng góp cả năm từ giàn PVD VIII, (4) Mở rộng biên lợi nhuận nhờ chi phí khấu hao giảm của giàn PVD I, và (5) Tăng 10% lợi nhuận gộp từ mảng dịch vụ giếng khoan, được hỗ trợ bởi đà tăng trong vốn đầu tư hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trong nước.

**Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026–2028 đạt 44%,** được thúc đẩy bởi: giá thuê ngày tăng nhẹ, đóng góp từ PVD VIII (quý 4/2025) và PVD IX (2027), sự phục hồi trong mảng dịch vụ giếng khoan, và lợi nhuận từ các công ty liên doanh.

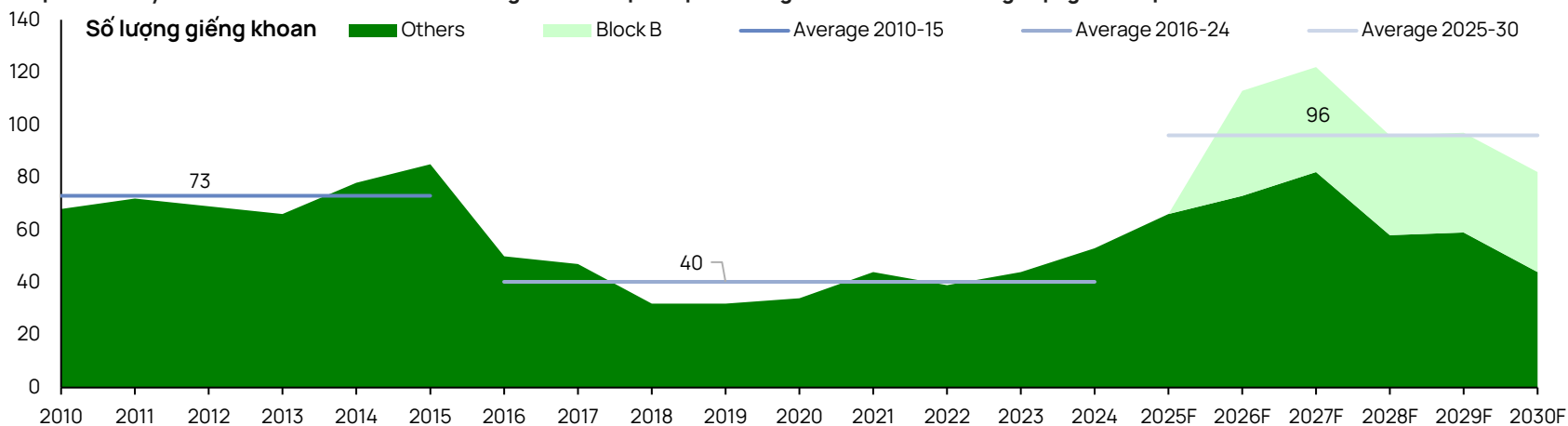
**PVD hiện có định giá hấp dẫn, với P/E báo cáo năm 2026 ở mức 14,6 lần (tương ứng PEG 0,3) và P/B dự phóng năm 2025 ở mức 0,9 lần.**

**Yếu tố hỗ trợ:** PVD IX có thể đi vào hoạt động sớm hơn dự kiến, có thể là từ tháng 4/2026.

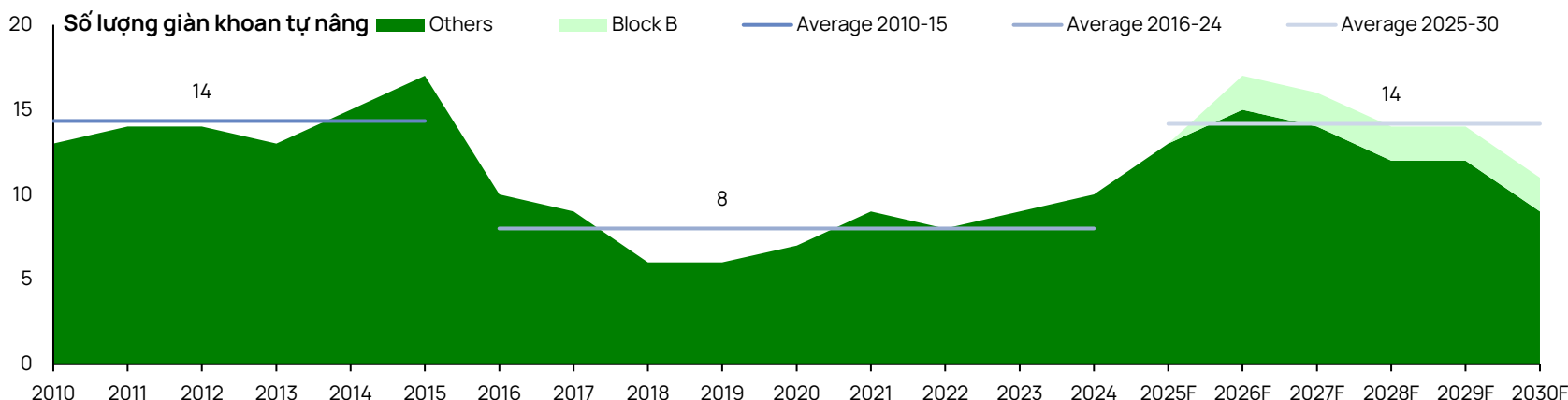
**Rủi ro:** Lỗ tỷ giá từ các khoản nợ vay bằng đồng USD; giá thuê giàn khoan thấp hơn kỳ vọng.

# Chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ của hoạt động khoan tại Việt Nam sẽ giúp duy trì khối lượng công việc ổn định trong nhiều năm cho các dịch vụ khoan và dịch vụ liên quan đến giếng khoan

Chúng tôi ước tính số lượng giếng khoan tại Việt Nam sẽ tăng trưởng trung bình ở mức 93 giếng/năm trong giai đoạn 2025–2030, hoặc khoảng 63 giếng/năm nếu loại trừ Lô B. Các con số này cao hơn lần lượt 2,5 lần và 1,6 lần so với giai đoạn thấp điểm 2016–2024. Đà tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi các cải cách chính sách mang tính hỗ trợ và định hướng ưu tiên an ninh năng lượng của Việt Nam



Sự gia tăng về khối lượng này chuyển hóa thành nhu cầu đối với giàn khoan tự nâng, khoảng 14 giàn, hoặc 12 giàn nếu loại trừ Lô B, cao hơn gấp đôi so với quy mô đội giàn khoan hiện tại của PVD. Điều này củng cố triển vọng khối lượng công việc khả quan và ổn định đối với PVD



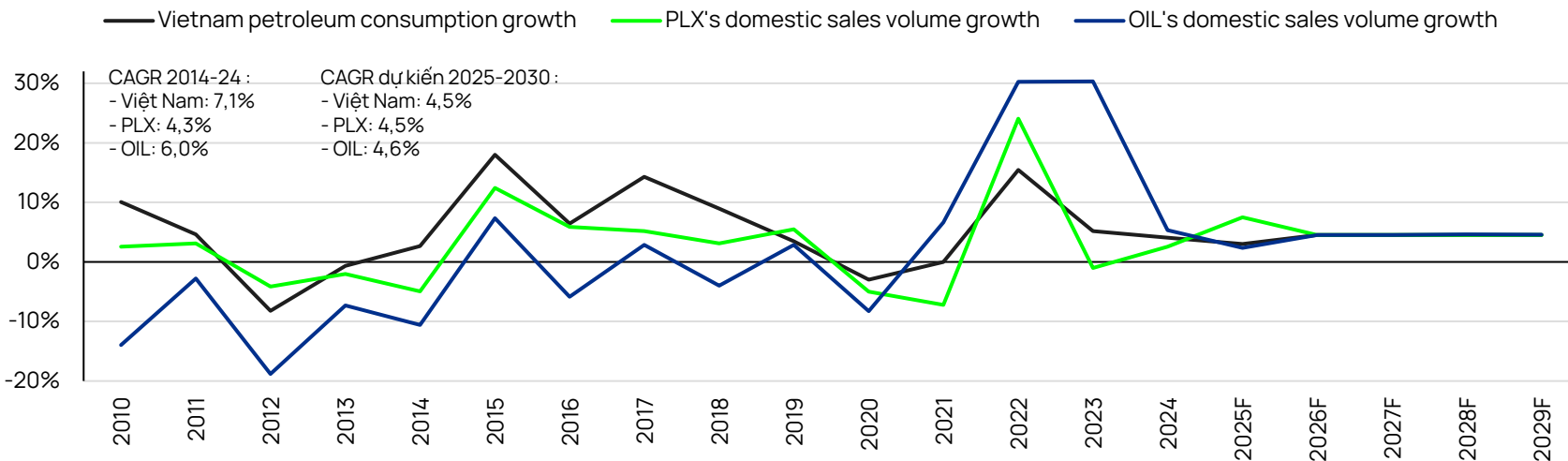
## **Ngành Dầu khí Việt Nam**

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức CAGR 4,5% trong giai đoạn 2025–30.

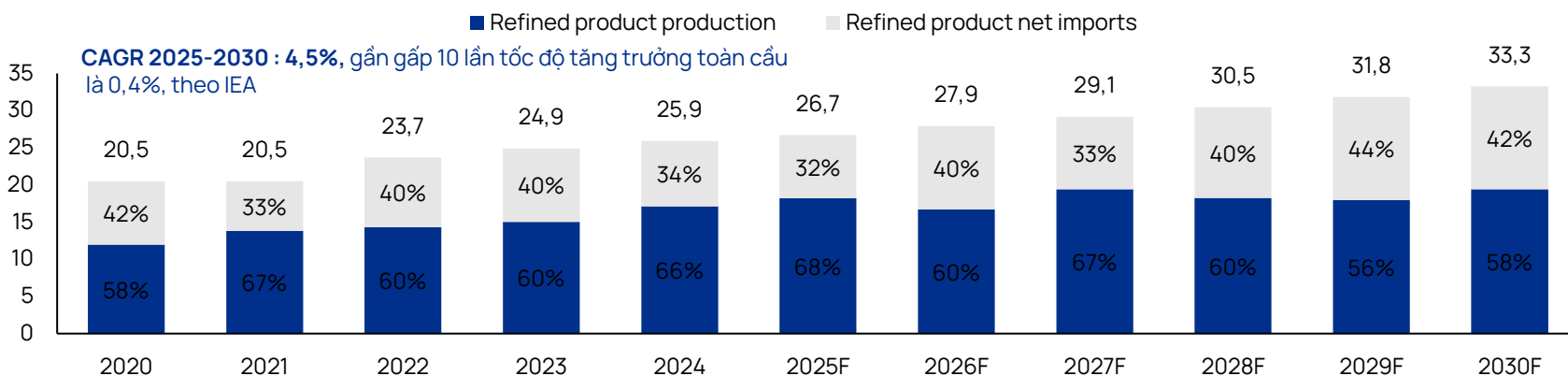
---

# Lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam được dự báo tiếp tục tăng trưởng với nguồn cung đủ để đáp ứng nhu cầu

## Tăng trưởng lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam và tăng trưởng sản lượng nội địa của PLX/OIL (%)



## Dự báo lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam (triệu tấn)

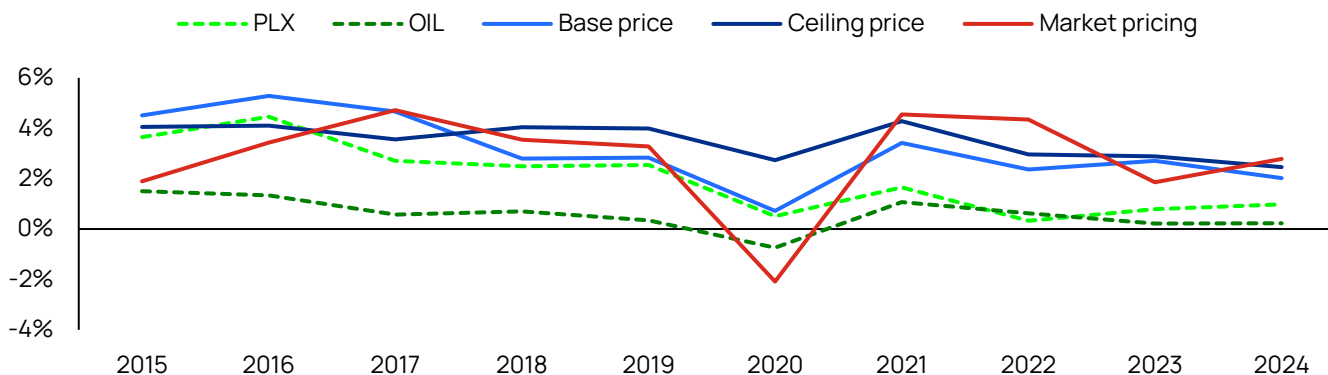


# Nghị định kinh doanh xăng dầu mới dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận

So sánh giữa Dự thảo 7 của nghị định mới so với nghị định hiện hành và các dự thảo trước đó

	Nghị định 83/2014	Nghị định 95/2021	Nghị định 80/2023 (Hiện tại)	Nghị định mới (Dự thảo 3 & 4)	Nghị định mới (Dự thảo 6)	Nghị định mới (Dự thảo 7)
Cơ chế giá bán lẻ	<b>Giá cơ sở</b> Các doanh nghiệp phân phối bán theo giá cơ sở, do Nhà nước tính toán.	<b>Giá cơ sở</b> Các doanh nghiệp phân phối bán theo giá cơ sở, do Nhà nước tính toán.	<b>Giá cơ sở</b> Các doanh nghiệp phân phối bán theo giá cơ sở, do Nhà nước tính toán.	<b>Giá trần</b> Các doanh nghiệp phân phối có thể tự quyết định giá bán, miễn là không vượt quá mức trần do Nhà nước quy định.	<b>Giá thị trường</b> Các nhà phân phối tự tính toán và kê khai giá bán lẻ của mình (dựa trên chi phí đầu vào thực tế + chi phí vận hành + lợi nhuận hoạt động + thuế GTGT).	<b>Giá thị trường bán phần</b> Nhà nước quy định phần chi phí kinh doanh, trong khi các thương nhân đầu mỗi được quyền tự quyết phần lợi nhuận và tự công bố giá bán lẻ của mình (dựa trên chi phí tạo nguồn + chi phí kinh doanh định mức + LN từ HĐKD + các loại thuế).
Chi phí kinh doanh định mức	Xăng: 1.050 đồng Dầu diesel: 950 đồng	Bộ Tài chính rà soát hằng năm..	Bộ Tài chính rà soát hằng năm. Chi phí kinh doanh định mức hiện hành theo Công văn số 6808/BTC-QLG ngày 01/07/2024. Chi phí kinh doanh định mức của xăng A95: 1.140 đồng/lit. Chi phí kinh doanh định mức của dầu diesel: 1.170 đồng/lit..	Chi phí kinh doanh định mức sẽ được điều chỉnh hằng năm theo CPI. Nội dung này sẽ được rà soát 3 năm một lần để bảo đảm tính chính xác (theo cách hiểu của chúng tôi).	Không quy định	Chi phí kinh doanh định mức sẽ được Nhà nước công bố, điều chỉnh hằng năm theo CPI và được rà soát 3 năm một lần.
Lợi nhuận định mức	300 đồng/lit	300 đồng/lit	300 đồng/lit	300 đồng/lit	Không quy định	Không quy định

So sánh biên lợi nhuận từ HĐKD



Trung vị 2015-24	
PLX	2,1%
OIL	0,6%
Giá cơ sở	2,8%
Giá trần	3,8%
Giá thị trường	3,4%

# Xe điện (EV) chỉ gây ảnh hưởng nhỏ đến nhu cầu xăng dầu trong 5 năm tới

## Lộ trình triển khai giai đoạn 2026–2030 tại Hà Nội và TP.HCM

Hà Nội – Chỉ thị 20/CT-TTg: Hạn chế xe hai bánh chạy bằng xăng và giới hạn phương tiện ô tô cá nhân chạy bằng xăng trong khu vực nội đô

### Tháng 7/2026:

Cấm xe máy hoặc xe gắn máy chạy xăng lưu thông trong Vành đai 1.

### Tháng 1/2028:

Cấm xe máy chạy bằng xăng và giới hạn xe ô tô cá nhân chạy bằng xăng trong Vành đai 1 và 2

### Từ 2030 trở đi:

Mở rộng các biện pháp ra phạm vi Vành đai 3

### 2026:

Cấm các xe có mức phát thải dưới tiêu chuẩn (xe máy < Euro 2; ô tô < Euro 4).

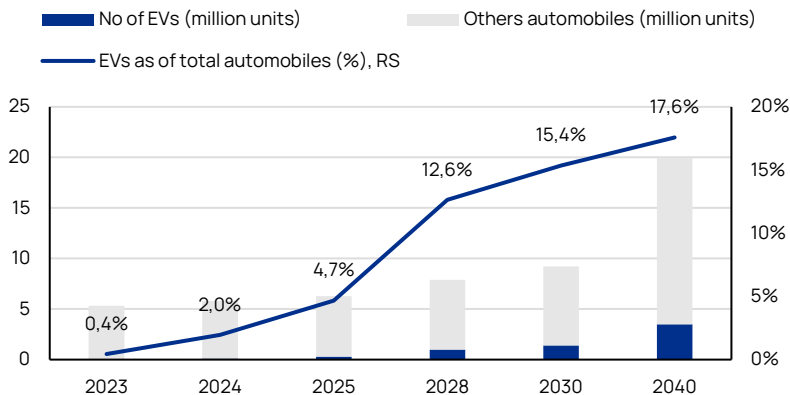
**2027:** Kiểm định khí thải bắt buộc đối với toàn bộ xe máy; các xe không đạt chuẩn sẽ bị cấm vào khu vực phát thải thấp (LEZ).

**2028–2029:** Xe ô tô công nghệ phải chuyển đổi sang xe điện trước tháng 12/2029.

**Từ 2030 trở đi:** LEZ sẽ bao trùm tất cả các phương tiện cá nhân chạy bằng xăng trong khu vực trung tâm, với khả năng sẽ mở rộng ra khu vực Vành đai 1 sau năm 2032.

TP.HCM – LEZ:Thí điểm tại khu vực trung tâm (Quận 1 và Quận 3) và trục Rừng Sác (Cần Giờ).

Xe điện dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh chóng với mức CAGR 52% trong giai đoạn 2024–2030 (so với 8% cho tổng số ô tô), nhưng xe điện vẫn sẽ chiếm một tỷ lệ nhỏ là 15% tổng số ô tô đang hoạt động cho đến năm 2030.



Ngay cả trong kịch bản xấu nhất, tổng mức độ hạn chế của cả hai thành phố chỉ ảnh hưởng tối đa 10,4% lên nhu cầu xăng dầu toàn quốc.

Thành phố / Kịch bản	Tỷ trọng tiêu thụ xăng dầu toàn quốc của thành phố	Tác động từ xe hai bánh	Tác động bao gồm xe bốn bánh
Hà Nội	7.4%	3.1%	4.4%
TP HCM (trước sáp nhập)	10.0%	4.1%	6.0%
<b>Cộng gộp</b>	<b>17.4%</b>	<b>7.2%</b>	<b>10.4%</b>

Trên thực tế, tác động sẽ thấp hơn, vì Hà Nội chỉ hạn chế ô tô cá nhân chạy xăng (không áp dụng đối với xe phục vụ kinh doanh), và TP.HCM vẫn cho phép lưu thông các phương tiện đáp ứng tiêu chuẩn khí thải.

## Các yếu tố bù trừ giúp nhu cầu xăng dầu duy trì ổn định::

- Kế hoạch của Việt Nam về việc cắt giảm thuế nhập khẩu đối với xe sản xuất tại Mỹ xuống 0% có thể sẽ thúc đẩy nhu cầu mua xe mới và làm tăng mức tiêu thụ xăng. Trước đây, xe dưới 9 chỗ sản xuất tại Mỹ phải chịu các mức thuế nhập khẩu ở mức 70%, 52% hoặc 32%, tùy theo dung tích động cơ.
- Các đội xe phục vụ kinh doanh được miễn trừ khỏi những hạn chế này, và mức độ hoạt động của các đội xe này liên quan chặt chẽ đến sự mở rộng của khu vực công nghiệp (như xe tải, xe bồn) và dịch vụ (như taxi). Khi nền kinh tế và sản xuất công nghiệp của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng, các nhóm phương tiện này sẽ duy trì vai trò là lực đỡ quan trọng cho nhu cầu xăng dầu.

# Ngành Urê

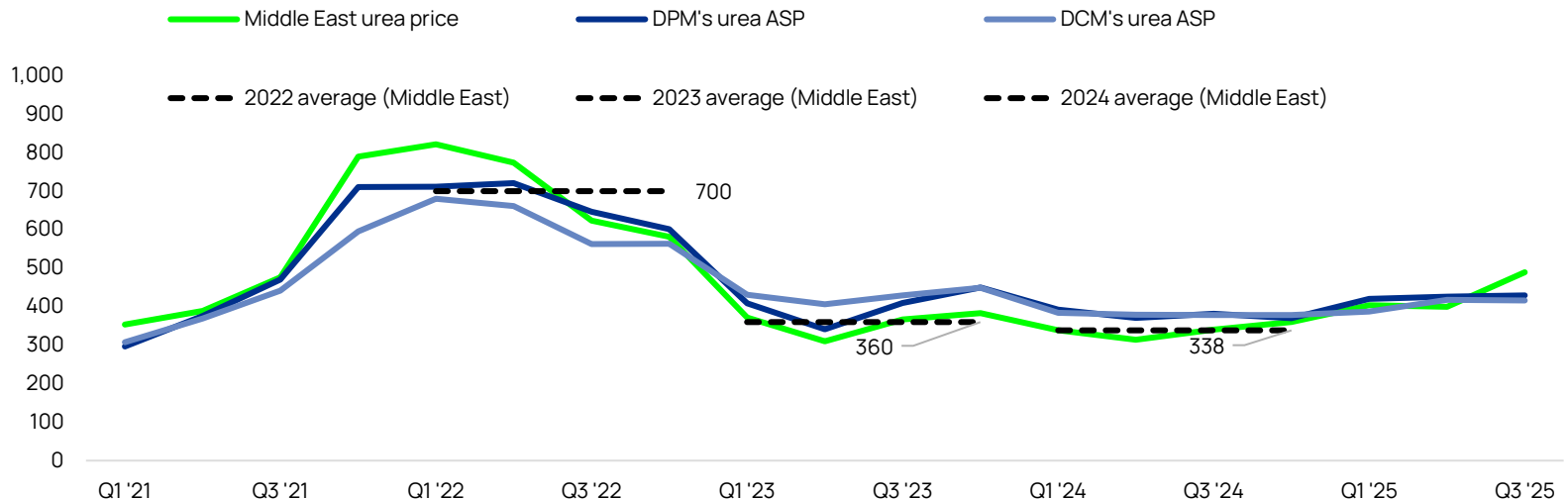
Chu kỳ tăng trưởng của ngành Urê dự kiến sẽ kéo dài đến năm 2026

---

# Sự sụt giảm của giá khí đầu vào nhiều khả năng sẽ bù đắp cho mức giảm nhẹ của giá urê trong năm 2026

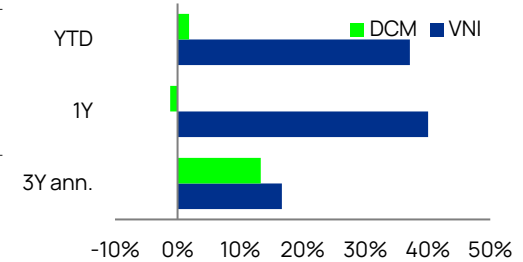
- Giá urê Trung Đông thực tế năm 2025 có thể sẽ ở mức 425 USD/tấn (thấp hơn nhẹ so với mức dự báo của chúng tôi là 435 USD/tấn).
- Tuy nhiên, chúng tôi tiếp tục giữ nguyên dự báo rằng giá urê Trung Đông sẽ duy trì ở mức cao, đạt 420 USD/tấn trong năm 2026, tức cao hơn 22% so với mức trung bình giai đoạn 2015–2024. Dù vậy, giá dự kiến sẽ giảm nhẹ -3% YoY, chủ yếu do nguồn cung từ Trung Quốc tăng lên.
- DCM và DPM tiếp tục cho rằng chu kỳ tăng giá urê hiện tại vẫn sẽ được duy trì, nhờ chính sách thuế quan mà EU áp lên Nga – các mức thuế này sẽ tăng dần từ mức 6,5% lên gần 100% vào năm 2028, bắt đầu có hiệu lực từ 01/07/2025. Bên cạnh đó, Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) sẽ làm chi phí tăng thêm 20–120 USD/tấn. Ban lãnh đạo của DCM dự báo giá urê trung bình sẽ nằm trong khoảng từ 395–475 USD/tấn trong năm 2026.
- Trung Quốc đã nối lại hoạt động xuất khẩu phân bón từ tháng 6/2025 theo cơ chế hạn ngạch và áp dụng mức giá sàn quy định, nên chỉ tạo sức ép giảm giá nhẹ lên thị trường urê thế giới. Theo Tổng Giám đốc DCM, Trung Quốc vẫn đang ưu tiên tồn kho trong nước và chỉ xuất khẩu khi điều kiện thuận lợi, nhờ đó giúp hạn chế rủi ro giá do xuất khẩu.
- Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình và giá FO trung bình sẽ lần lượt giảm 8% YoY và 9% YoY trong năm 2026.

## Giá urê Trung Đông so với giá urê nội địa (USD/tấn)



# DCM – Giá bán urê trung bình duy trì ở mức cao sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của lợi nhuận

Khuyến nghị*	MUA (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	
Giá CP (04/12)	34.250 VND	Doanh thu	13.456	15.525	16.853	17.910
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>46.600 VND</b>	%YoY	7,0%	15,4%	8,6%	6,3%
		LNST-CĐTS	1.420	2.039	2.528	2.787
		% YoY	28,0%	43,6%	24,0%	10,2%
TL tăng	36,1%	EPS	28,0%	43,6%	24,0%	10,2%
Lợi suất cổ tức	5,8%	Cổ tức (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+41,9%</b>	Lợi suất cổ tức	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
		Biên LN gộp	18,7%	23,5%	24,6%	24,3%
Ngành	Hóa nông	ROE	14,1%	19,1%	21,3%	20,6%
GT vốn hóa	18,2 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/VCSH	-74,6%	-76,1%	-75,7%	-77,9%
Room KN	8,2 nghìn tỷ đồng	P/E	13,9x	9,7x	7,8x	7,1x
GTGD/ngày (30n)	68,6 tỷ đồng	P/B	1,8x	1,6x	1,4x	1,3x
Cổ phần Nhà nước	75,6%	EV/EBITDA	8,2x	4,2x	3,1x	2,3x
SL CP lưu hành	530 tr					
Pha loãng	530 tr					



## Tổng quan Công ty

DCM là một trong hai nhà sản xuất urê lớn nhất Việt Nam và chiếm khoảng 32% thị phần. DCM sở hữu một nhà máy urê có công suất 800.000 tấn urê dạng hạt/năm và một nhà máy NPK có công suất 660.000 tấn.

**Ban lãnh đạo tái khẳng định triển vọng giá Urê quốc tế tích cực cho giai đoạn 2026–27, dao động từ mức 395–475 USD/tấn, từ đó cho thấy chu kỳ tăng trưởng ổn định của giá urê.**

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 09/2025](#) của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh tăng 14,5% giá mục tiêu lên mức 46.600 đồng/cp và giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với CTCP **Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)**. Mức tăng này được thúc đẩy bởi việc chúng tôi tăng 14,1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 (tương ứng với các thay đổi +18,5%/+13,7%/+17,8%/+11,7%/+9,6% cho các năm 2025/26/27/28/29).

Mức tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 của chúng tôi chủ yếu đến từ mức tăng trung bình 12% đối với dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2025-29, dựa trên (1) mức tăng 10% đối với dự báo giá urê Trung Đông và (2) mức giá bán trung bình cao hơn kỳ vọng trong 9T 2025.

**Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ tăng trưởng ở mức 24% YoY**, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 3,1 lần YoY của LNST từ mảng NPK (do hiệu suất hoạt động tăng), (2) mức tăng YoY của LNST mảng Urê (do mức giảm -5% YoY của chi phí khí sẽ bù đắp cho mức giảm 1% YoY của giá bán trung bình), và (3) tác động cả năm của khoản tiết kiệm thuế GTGT.

**DCM hiện có định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 7,8x**, thấp hơn 34% so với P/E trung bình 5 năm của công ty. EV/EBITDA dự phóng năm 2026 đạt 3,1x, thấp hơn 47% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 5,9x.

**Yếu tố hỗ trợ:** Cổ tức tiền mặt / lợi nhuận từ các dự án dài hạn cao hơn kỳ vọng. **Rủi ro:** LNST quý 4/2025 thấp hơn nhẹ so với kỳ vọng; chi phí khí đầu vào cao hơn dự kiến.

**DCM tiếp tục theo đuổi chiến lược mở rộng theo chiều dọc trên ba trụ cột chính để đạt được mục tiêu tăng gấp đôi doanh thu lên 30 nghìn tỷ đồng vào năm 2030 (CAGR 17% trong giai đoạn 2024–30):**

- Phân bón (~20–23 nghìn tỷ đồng): Mở rộng chuỗi giá trị thông qua đa dạng hóa sản phẩm, các giải pháp dinh dưỡng, và ứng dụng công nghệ cao vào sản xuất nông nghiệp;
- Hóa chất & khí công nghiệp (3–4 nghìn tỷ đồng): Đang thử nghiệm sản xuất CO<sub>2</sub> thực phẩm, dự kiến sẽ thương mại hóa vào đầu năm 2026; tích cực nghiên cứu đầu tư vào sản phẩm khí thải (Ar, N<sub>2</sub>, CH<sub>4</sub>, methanol, SOP); và
- Công nghệ sinh học & chế biến sau thu hoạch (~10 nghìn tỷ đồng): Vận hành phòng thí nghiệm R&D hạt giống, đang tiến hành nuôi trồng nguyên liệu thô, và chế biến/xuất khẩu tuân thủ theo tiêu chuẩn ESG với mục tiêu thâm nhập vào các thị trường Mỹ, Trung Quốc và EU.

# Ngành Điện

Nghị quyết 70 thúc đẩy đà phục hồi mạnh mẽ của hoạt động phát triển công suất nguồn điện

---



**Đỗ Công Anh Tuấn**  
Chuyên viên

[tuan.do@vietcap.com.vn](mailto:tuan.do@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.181

**Dương Tấn Phước**  
Chuyên viên

[phuoc.duong@vietcap.com.vn](mailto:phuoc.duong@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.135

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

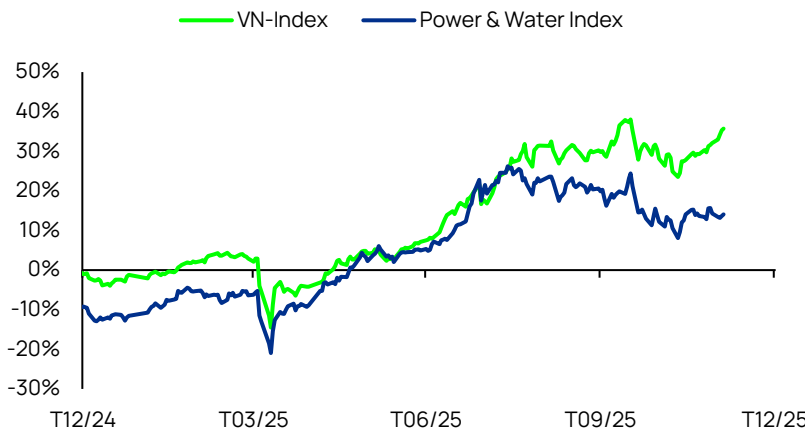
[duong.dinh@vietcap.com.vn](mailto:duong.dinh@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.140

**Phạm Phú Lộc**  
Chuyên viên

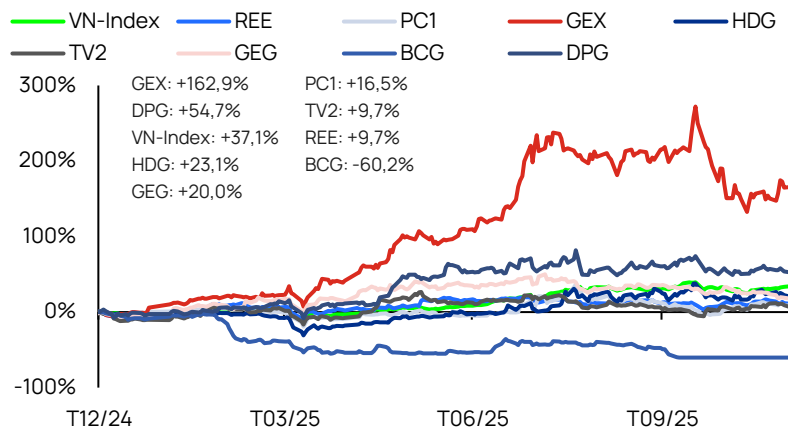
[loc.pham@vietcap.com.vn](mailto:loc.pham@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.549

# Diễn biến giá cổ phiếu ngành Điện & Nước

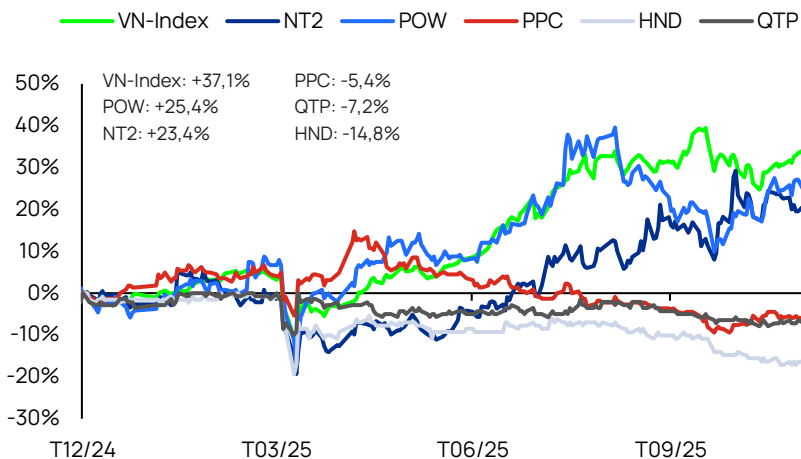
Chỉ số Nhóm Điện & Nước Vietcap theo dõi (\*) so với VN-Index



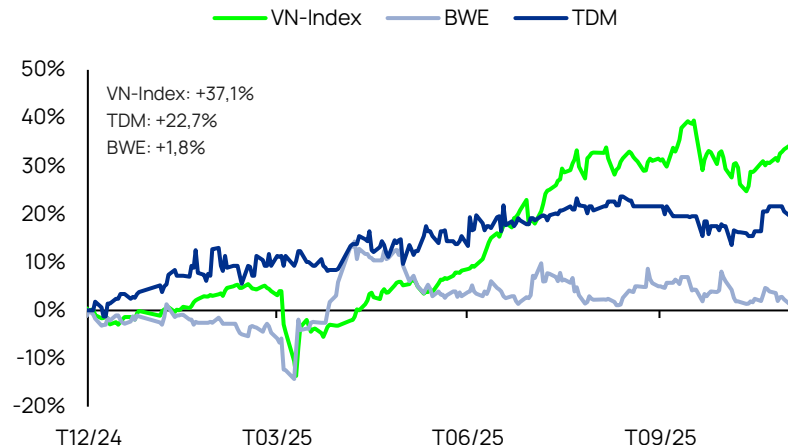
Cổ phiếu năng lượng tái tạo



Nhóm cổ phiếu nhiệt điện



Nhóm cổ phiếu ngành nước



Nguồn: FiinPro, Vietcap. (\*) Chỉ số Nhóm Điện & Nước của chúng tôi dựa trên giá trị vốn hóa thị trường trung bình có tỷ trọng của các cổ phiếu ngành điện & nước mà chúng tôi theo dõi - REE, HDG, PC1, GEX, POW, NT2, PPC, QTP, TV2, DPG, TDM, và BWE - và các cổ phiếu không đánh giá gồm GEG, BCG và HND.

# Ngành điện: Nghị quyết 70 kích hoạt đà phục hồi mạnh mẽ của hoạt động phát triển công suất nguồn điện

- Vào tháng 08/2025, Nghị quyết số 70 về an ninh năng lượng đã được ban hành. Chúng tôi tin rằng nghị quyết này sẽ thúc đẩy việc thực thi QHĐ VIII sửa đổi và Luật Điện lực sửa đổi năm 2024. QHĐ VIII sửa đổi đặt mục tiêu tăng gấp đôi công suất nguồn điện quốc gia lên mức 210.000 MW vào năm 2030, đồng thời định hướng tổng vốn đầu tư XDCB ở mức khoảng 136 tỷ USD (tương đương gần 30% GDP vào năm 2030). Ngoài ra, kế hoạch này cũng hàm ý mức tăng trưởng nhu cầu điện mạnh, với CAGR 12%, nhìn chung phù hợp với mục tiêu tăng trưởng GDP 10% của Chính phủ. Luật Điện lực sửa đổi nhìn chung tạo điều kiện thuận lợi cho việc cải thiện tỷ suất hoàn vốn (IRR) của các dự án điện và thúc đẩy xu hướng tư nhân hóa trong ngành. Trong đó, sự tham gia của VinEnergó với vốn góp 28 nghìn tỷ đồng là một ví dụ đáng chú ý.
- Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm nhiều quy định được ban hành, bao gồm: (1) Nghị quyết/Nghị định về việc loại bỏ bước đàm phán giá hợp đồng mua bán điện (PPA) trong các hoạt động phát triển dự án năng lượng tái tạo, qua đó mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp năng lượng tái tạo như PC1, REE, HDG; (2) Tiếp tục điều chỉnh QHĐ VIII sửa đổi nhằm bổ sung thêm các dự án khả thi hơn; (3) Nghị quyết/Nghị định về việc tăng sản lượng điện hợp đồng đối với điện LNG và điện gió ngoài khơi, mang lại lợi ích cho NT2, POW, REE; (4) Quy định về thỏa thuận mua bán điện trực tiếp (DPPA) thuận lợi hơn dự kiến sẽ hỗ trợ toàn bộ nhóm cổ phiếu năng lượng tái tạo (và có khả năng là cả điện khí LNG); (5) Tiến triển của dự án điện hạt nhân mang lại lợi ích cho TV2, PVS.
- Ngành năng lượng tái tạo đã sẵn sàng để phát triển công suất mạnh mẽ hơn, với sự dẫn dắt lớn nhất đến từ mảng điện gió trên bờ, và tiếp theo là điện mặt trời nổi. Vào ngày 30/05/2025, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 1508/QĐ-BCT, phê duyệt giá trần cho các dự án điện gió đạt COD trong năm 2025. Mức giá mới cho điện gió trên bờ và gần bờ cao hơn 18%/9% so với giá điện chuyển tiếp và cao hơn 16%/6% so với dự báo của chúng tôi, qua đó mang lại lợi ích đáng kể cho REE, PC1 và HDG. Vào ngày 10/04/2025, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 988, công bố mức giá chính thức áp dụng cho các dự án điện mặt trời mặt đất và điện mặt trời nổi không tích hợp hệ thống lưu trữ năng lượng (BESS), đồng thời lần đầu tiên ban hành khung giá cho các dự án điện mặt trời tích hợp BESS. Điều này có thể mang lại lợi ích cho mảng kinh năng lượng mặt trời của DPG.
- Chúng tôi dự báo tổng công suất lắp đặt quốc gia sẽ tăng 6%-14% trong giai đoạn 2026-2030 nhờ các chính sách thuận lợi hơn. Mức tăng trưởng này cao hơn gấp khoảng 2,0 lần so với mức tăng trưởng khiêm tốn 5% của giai đoạn 5 năm gần nhất. Chúng tôi cho rằng điện gió trên bờ sẽ dẫn dắt quá trình mở rộng công suất nguồn điện của Việt Nam với mức công suất dự kiến là 20.000 MW, tương đương vốn đầu tư XDCB là 26 tỷ USD.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ đạt 7,5% YoY trong năm 2026. Chúng tôi cho rằng điều kiện thời tiết trung tính trong giai đoạn 2025-2026, so với tác động El Niño nhẹ trong năm 2024 (dẫn đến lượng mưa thấp), sẽ hỗ trợ sản lượng điện đạt mức đủ để đáp ứng nhu cầu. Chúng tôi dự báo giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) sẽ tăng 26% YoY (chủ yếu do giá CAN/giá bổ sung công suất tăng), giá khí sẽ tăng 3% YoY và giá than pha trộn sẽ tăng 4% YoY trong năm 2026.
- Chúng tôi đánh giá cao PC1 vì công ty là bên hưởng lợi hàng đầu từ hoạt động phát triển hạ tầng truyền tải cũng như xu hướng tư nhân hóa của ngành. Chúng tôi ước tính vốn đầu tư XDCB cho hạ tầng truyền tải giai đoạn 2025-2030 sẽ đạt 10,0 tỷ USD, gấp đôi so với giai đoạn 2020-2024, trong đó 1,8 tỷ USD đến từ khu vực tư nhân (khoảng 20% tổng vốn), qua đó mang lại lợi ích cho PC1. Giá trị backlog kỷ lục 8 nghìn tỷ đồng và định hướng gần đây cho thấy khả năng điều chỉnh tăng đối với dự báo LNST năm 2025 của chúng tôi. Chúng tôi cũng kỳ vọng công suất điện gió của PC1 sẽ tăng gấp đôi vào năm 2028. Kết hợp với mảng KCN và BDS nhà ở, các động lực này sẽ hỗ trợ CAGR EPS giai đoạn 2026-2028 đạt 57%. Công ty hiện sở hữu định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 11,8x, thấp hơn khoảng 45% so với mức trung bình 4 năm của chính công ty (tương đương với mức PEG 0,2).
- Chúng tôi đánh giá cao REE vì đây là doanh nghiệp có tốc độ mở rộng công suất điện gió nhanh nhất trong số các công ty thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi, đồng thời danh mục thủy điện của công ty cũng được hưởng lợi từ điều kiện thời tiết thuận lợi. Lễ khởi công gần đây của dự án điện gió gần bờ Duyên Hải (48 MW), V1-3 giai đoạn 2 (48 MW) và V1-5 & V1-6 giai đoạn 2 (80 MW) càng củng cố thêm dự báo của chúng tôi rằng công suất điện gió của REE sẽ tăng gấp 6 lần trong 5 năm tới. Định giá của REE cũng tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 11,0x, thấp hơn 28% so với P/E trung vị 2 năm của công ty, và tương đương với mức PEG 0,5 dựa trên CAGR LNST sau lợi ích ĐĐTTS giai đoạn 2026-2028 là 21%.
- Chúng tôi đánh giá cao NT2 nhờ lợi thế chi phí cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành và mức lợi suất cổ tức hấp dẫn của công ty (8,3% trong ngắn hạn, có thể tăng lên 10,4% trong dài hạn).
- Chúng tôi cũng đánh giá cao BWE vì chúng tôi cho rằng công ty sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong ba năm tới. Chúng tôi dự báo CAGR EPS giai đoạn 2026F-2028 sẽ đạt 36%, nhờ được thúc đẩy bởi: (1) mức tăng trưởng 8%/11% dự kiến của sản lượng trong các năm 2026/2027; (2) mức tăng 20% của giá dịch vụ rác thải sinh hoạt vào giữa năm 2026; (3) mức tăng trung bình 3%/năm của giá nước kể từ đầu năm 2027; và (4) mức tăng công suất gấp đôi của nhà máy Biwase Long An lên mức 120.000 m<sup>3</sup>/ngày. BWE hiện sở hữu định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 11,5x (tương đương mức PEG là 0,3).

# Ngành Điện & Nước: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

## Ngành Điện & Nước – Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDT B 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
DPG	MUA	168	0,0	49,0	73	0,6	43.800	55.200	09/04/25	26,0	2,3	28,3
BWE	MUA	392	19,4	49,0	162	0,2	47.000	57.300	11/11/25	21,9	2,8	24,7
REE	MUA	1.313	5,3	49,0	0	1,0	63.900	78.200	11/04/25	22,4	1,5	23,9
QTP	MUA	219	80,4	49,0	105	0,1	12.800	15.000	06/02/25	13,6	9,1	22,7
TV2	MUA	94	51,3	15,0	7	0,3	36.650	43.900	18/09/25	19,8	2,7	22,5
NT2	MUA	263	61,8	49,0	91	1,1	24.050	27.200	21/10/25	13,1	8,3	21,4
PPC	PHTT	122	51,0	49,0	51	0,1	10.050	12.400	06/02/25	15,3	5,6	20,9
PC1	MUA	362	0,0	50,0	137	2,1	23.200	27.000	11/05/25	16,4	0,0	16,4
HDG	KQ	448	0,0	50,0	130	3,1	31.900	37.000	17/11/25	16,0	0,0	16,0
GEX	PHTT	1.581	0,0	50,0	669	21,6	46.200	52.300	21/08/25	13,2	1,1	14,3
TDM	PHTT	251	0,0	50,0	122	0,1	59.500	58.100	11/11/25	-2,4	2,4	0,0
POW	KQ	1.337	79,9	50,0	616	6,0	15.050	14.800	06/02/25	-1,7	0,0	-1,7
VGC	BUY	753	38,6	49,0	349	1,8	44.300	64.100	21/10/25	44,7	5,0	49,7

## Ngành Điện & Nước – Tóm tắt định giá (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	P/E 2026F (x)	EV/ EBITDA 2025F(x)	ROE 2025F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/CSH quý gần nhất (%)
DPG	43.800	10,3	52,5	125,5	17,4	19,7	12,9	5,7	9,4	12,2	2,2	89,2
BWE	47.000	-4,8	34,2	26,9	14,3	19,4	14,5	11,4	8,1	14,8	1,8	94,9
REE	63.900	-8,9	31,1	20,2	14,5	17,4	13,2	11,0	9,4	13,1	1,8	13,9
QTP	12.800	6,2	-5,0	7,7	10,5	9,3	9,8	9,1	8,1	12,0	1,2	-18,8
TV2	36.650	32,0	3,9	297,2	66,4	60,2	57,9	14,6	24,0	5,1	1,9	-15,6
NT2	24.050	-82,0	874,7	11,3	10,6	86,6	8,9	8,0	5,7	17,3	1,5	-49,3
PPC	10.050	11,6	-42,8	127,5	14,3	7,9	13,9	6,1	10,5	5,3	0,7	-1,8
PC1	23.200	1.189,5	49,8	24,6	17,8	22,0	14,7	11,8	7,5	12,2	1,6	86,1
HDG	31.900	-47,6	104,5	83,1	35,1	34,9	17,1	9,3	8,2	11,2	1,9	44,0
GEX	46.200	393,8	-6,1	14,6	20,0	25,8	27,5	24,0	6,5	10,7	2,4	70,2
TDM	59.500	-27,9	-2,4	-22,3	27,4	35,2	36,0	46,4	29,3	7,8	2,6	19,5
POW	15.050	7,0	18,6	49,4	20,5	33,4	28,2	18,9	8,5	4,1	1,0	20,6
VGC	44.300	-9,3	3,3	43,8	14,3	18,9	18,2	12,7	4,5	13,6	1,9	19,6

# Nghị quyết 70: Trụ cột của an ninh năng lượng với các giải pháp rõ ràng

**Bối cảnh:** Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 10%/năm đến năm 2030, kéo theo nhu cầu điện và năng lượng sơ cấp tăng mạnh, đặc biệt trong giai đoạn từ nay đến năm 2030.

- Tổng nguồn cung năng lượng sơ cấp của Việt Nam dự kiến sẽ đạt 150–170 triệu tấn dầu quy đổi (Mtoe) (gấp 2,4 lần so với năm 2024; CAGR giai đoạn 2024–2030: +15%).
- Tổng công suất lắp đặt dự kiến đạt 183–236 GW (gấp 2,3–2,9 lần so với năm 2024; CAGR giai đoạn 2024–2030: +14–19%).
- Tổng sản lượng phát điện dự kiến đạt 560–624 tỷ kWh (gấp 2,0 lần so với năm 2024).

## Mục tiêu trọng tâm:

- Bảo đảm an ninh năng lượng mạnh mẽ, chủ động và đáng tin cậy, **tuyệt đối không để xảy ra thiếu điện**.
- Đưa độ tin cậy cung cấp điện vào top 3 ASEAN.
- Phát triển thị trường khí đạt 30–35 tỷ m<sup>3</sup>/năm, cao gấp 3–4x so với mức hiện nay.
- Các nhà máy lọc dầu trong nước đáp ứng tối thiểu 70% nhu cầu xăng dầu; với lượng dự trữ chiến lược tương đương khoảng 90 ngày nhập khẩu ròng.
- Nâng tỉ lệ năng lượng tái tạo trong tổng cung năng lượng sơ cấp lên mức 25–30% trong năm 2030.

## Giải pháp trọng tâm:

- **Triển khai thực thi Luật Điện lực sửa đổi (2024) nhằm cải cách cơ chế giá điện và cho phép người tiêu dùng lựa chọn nhà cung cấp điện thông qua cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA).**
- Khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân và nhà đầu tư nước ngoài.
- Tinh gọn thủ tục hành chính, cắt giảm 30–50% thời gian và chi phí.
- Tháo gỡ các điểm nghẽn kìm hãm sự phát triển của ngành, đặt mục tiêu xử lý dứt điểm trong năm 2025.

# Nghị quyết 70/2025 đánh dấu bước ngoặt đối với ngành năng lượng Việt Nam

Nội dung	Trước Nghị quyết 70	Sau Nghị quyết 70 (2025–2030)
<b>Cơ chế giá mang tính đột phá</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá bán lẻ điện trước đây chỉ gồm một thành phần, chưa phản ánh đầy đủ chi phí đầu tư và vận hành.</li> <li>Tình trạng bù chéo giá điện giữa các nhóm khách hàng vẫn tồn tại.</li> <li>Khung cơ chế giá điện năng lượng tái tạo giai đoạn 2022-2024 tiềm ẩn rủi ro và kém hiệu quả đối với nhà đầu tư.</li> <li>Các dự án năng lượng gặp hạn chế trong việc tiếp cận nguồn vốn.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá bán lẻ điện nay gồm hai thành phần, phản ánh đầy đủ chi phí đầu tư và vận hành.</li> <li>Xóa bỏ tình trạng bù chéo giá điện giữa các nhóm khách hàng.</li> <li>Cơ chế giá trở nên hấp dẫn hơn, giúp đảm bảo sự cải thiện của tỷ suất hoàn vốn (IRR).</li> <li>Tạo điều kiện thuận lợi để thu hút nguồn vốn dài hạn, các quỹ đầu tư xanh và FDI vào lĩnh vực năng lượng.</li> </ul>
<b>Cơ cấu thị trường bán lẻ điện cạnh tranh hơn</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EVN giữ vị thế độc quyền trong hoạt động phân phối và bán lẻ điện.</li> <li>Chưa có cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) cho phép đơn vị phát điện bán trực tiếp cho khách hàng sử dụng điện.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Người tiêu dùng có thể lựa chọn nhà cung cấp điện.</li> <li>Cơ chế DPPA được ban hành chính thức.</li> </ul>
<b>Thúc đẩy tư nhân hóa trong mảng phát điện và hạ tầng truyền tải</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh nghiệp Nhà nước tham gia vào nhiều khâu trong chuỗi giá trị (EVN, PVN, TKV).</li> <li>Khu vực tư nhân chủ yếu tham gia vào mảng năng lượng tái tạo, ít tham gia các mảng khác.</li> <li>EVNNPT/NSMO là đơn vị duy nhất đầu tư, quản lý và vận hành hạ tầng truyền tải điện.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà nước tiếp tục giữ vai trò chủ đạo trong hoạt động truyền tải điện và phát triển điện hạt nhân.</li> <li>Khu vực tư nhân mở rộng hoạt động đầu tư sang LNG.</li> <li>Bảo đảm việc <b>luật hóa đầu tư tư nhân vào hạ tầng truyền tải điện</b> theo Luật Điện lực sửa đổi (2024).</li> </ul>
<b>Cải cách thủ tục hành chính</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhiều điểm nghẽn trong hoạt động phê duyệt dự án; việc phê duyệt các dự án thăm dò dầu khí và dự án điện thường kéo dài nhiều năm.</li> <li>Quy trình ra quyết định còn tập trung, <b>thiếu sự phân cấp, phân quyền rõ ràng</b>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cắt giảm 30–50% thời gian và chi phí phê duyệt.</li> <li>Phân cấp cho PVN phê duyệt một số dự án thăm dò dầu khí.</li> </ul>
<b>Đa dạng hóa nguồn cung năng lượng</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phụ thuộc lớn vào than và nhiên liệu hóa thạch truyền thống.</li> <li>Tạm dừng triển khai các dự án điện hạt nhân từ năm 2016.</li> <li>Mục tiêu năng lượng tái tạo chỉ chiếm khoảng 15–20% tổng cung.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phát triển LNG, điện gió ngoài khơi, hydrogen và các nguồn năng lượng mới khác.</li> <li>Khởi động lại và phát triển điện hạt nhân trong giai đoạn 2030–2035.</li> <li>Nâng mục tiêu năng lượng tái tạo lên 25–30% tổng cung vào năm 2030.</li> </ul>

# Nghị quyết 70 thúc đẩy việc thực thi Luật Điện lực sửa đổi và Quy hoạch điện VIII điều chỉnh

## Khung pháp lý then chốt được khởi thông trong giai đoạn 2023-2026

2023

- Phê duyệt Quy hoạch điện VIII (QHĐ VIII)
- Điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện 7,5%

2025

- Ban hành QHĐ VIII điều chỉnh và kế hoạch triển khai
- Tháng 5: Điều chỉnh tăng 4,8% giá bán lẻ điện
- Tháng 4 & 5: Ban hành cơ chế giá mới cho điện mặt trời và điện gió

2024

- Ban hành Kế hoạch triển khai QHĐ VIII
- Điều chỉnh tăng 4,8% giá bán lẻ điện
- Luật Điện lực sửa đổi

2026F

- Ban hành Nghị định về quy trình đấu thầu các dự án năng lượng tái tạo
- Điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện
- Điều chỉnh Kế hoạch triển khai QHĐ VIII điều chỉnh
- Ban hành Nghị định về tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc) đối với LNG
- Ban hành Nghị định về tỷ lệ Qc đối với điện gió ngoài khơi
- Mức phí dịch vụ và quy định trong cơ chế DPPA trở nên thuận lợi hơn

## Các chỉ số điện chính trong QHĐ VIII sửa đổi

Chỉ tiêu đến năm 2030	QHĐ VIII cũ	QHĐ VIII sửa đổi	QHĐ VIII sửa đổi/ QHĐ VIII cũ (%)
Tăng trưởng GDP giai đoạn 2025-2030F (% YoY)	7,0%	10,0%	N/A
Sản lượng điện (tỷ kWh)	567	593	4%
Công suất khả dụng tối đa (MW)	90.512	94.795	5%
Nhu cầu điện (tỷ kWh)	505	529	5%
CAGR nhu cầu điện giai đoạn 2025-30 (%YoY)	8,6%	12,0%	N/A

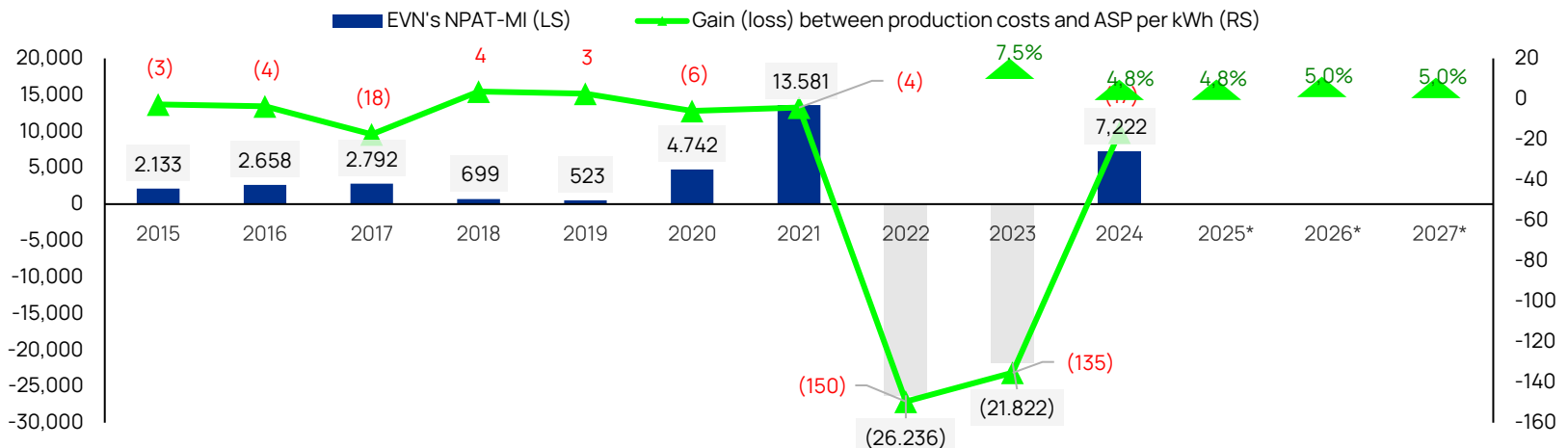
Mục tiêu vốn đầu tư XDCB là 136 tỷ USD, tương đương khoảng 30% GDP, trong đó khoảng 70% đến từ khu vực tư nhân.

Tỷ USD	QHĐ VIII trước đây	QHĐ VIII sửa đổi	QHĐ VIII sửa đổi/ QHĐ VIII trước đây (%)
Tăng trưởng công suất điện	72	118	+64%
Hạ tầng truyền tải điện	6	18	+200%
<b>Tổng vốn đầu tư XDCB</b>	<b>78</b>	<b>136</b>	<b>+74%</b>

# Thí điểm cơ chế giá điện hai thành phần và việc điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện mang lại lợi ích cho EVN/các nhà máy điện

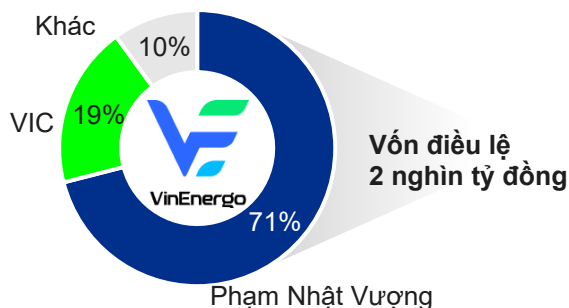
- Tháng 10/2025, EVN đã công bố phương án tính toán và bắt đầu thí điểm cơ chế giá điện hai thành phần (phí công suất và giá điện năng), với lộ trình như sau:
  - Giai đoạn 1: Từ tháng 10/2025, EVN triển khai lập **hóa đơn giá định (không thu tiền)** đối với khách hàng công nghiệp có mức tiêu thụ trên 200.000 kWh/tháng.
  - Giai đoạn 2: Từ tháng 01-06/2026, giai đoạn truyền thông và **thí điểm "trên giấy tờ"**: cơ quan quản lý phát hành hóa đơn song song mang tính mô phỏng (không thanh toán) cho toàn bộ khách hàng tham gia thí điểm, kèm hướng dẫn áp dụng biểu giá bán lẻ điện hai thành phần.
  - Giai đoạn 3: Tháng 07/2026 – 07/2027. Biểu giá hai thành phần được **thí điểm chính thức trong vòng 1 năm**. Cơ quan quản lý theo dõi sự dịch chuyển nhu cầu, hành vi sử dụng điện, phản hồi của khách hàng, doanh thu bán điện, và sử dụng kết quả để **hiệu chỉnh cấu trúc biểu giá**.
  - Giai đoạn 4: Từ tháng 07/2027, Bộ Công Thương sẽ đánh giá kết quả thí điểm và **mở rộng áp dụng biểu giá** hai thành phần sang **các nhóm khách hàng khác**.
- Cấu trúc giá mới được kỳ vọng sẽ phản ánh chính xác hơn chi phí sản xuất điện của Việt Nam, qua đó hỗ trợ tăng giá bán lẻ điện và gián tiếp mang lại lợi ích cho toàn bộ các nhà máy điện trong dài hạn.
- Chúng tôi kỳ vọng giá bán lẻ điện sẽ tiếp tục tăng thêm lần lượt 5%/5% YoY trong các năm 2026/2027F nhằm:** (1) xử lý cho khoản lỗ lũy kế giai đoạn 2022-2023; (2) bù đắp cho mức chi phí đầu vào tăng cao (giá khí/than dự kiến tăng 3%/4% YoY trong năm 2026); và (3) tài trợ nguồn vốn đầu tư XDCB, **sau mức tăng 4,8% trong giai đoạn 11T 2025**.

## LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo của EVN (tỷ đồng) và diễn biến điều chỉnh giá bán lẻ điện



# VinEnergO: Nhân tố mới dự kiến sẽ hiện thực hóa chủ trương tư nhân hóa

## Cơ cấu cổ đông ban đầu của VinEnergO



Vốn điều lệ hiện tại của VinEnergO cao gấp khoảng 5 lần so với REE, và tương đương POW. Công ty được thành lập vào tháng 3/2025 với vốn điều lệ ban đầu là 2 nghìn tỷ đồng. Sau đó, VinEnergO lần lượt tăng vốn lên 10 nghìn tỷ đồng, rồi 28,3 nghìn tỷ đồng vào tháng 10/2025, trong đó VIC duy trì tỷ lệ sở hữu ở mức 19% và Dynamic Invest nắm 5% vốn điều lệ.

Tháng 3/2025, VinEnergO đề xuất tổng công suất năng lượng tái tạo ở mức 47.500 MW trong giai đoạn 2025-2035, bao gồm 20.500 MW đến năm 2030 với tổng vốn đầu tư ước tính ở mức 20-25 tỷ USD, trong đó 13.900 MW là điện mặt trời và 6.600 MW là điện gió. Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch đầy tham vọng, do các mức đề xuất này lần lượt chiếm 32% và 24% tổng công suất điện mặt trời và điện gió dự kiến bổ sung theo QHĐ VIII điều chỉnh.

VinEnergO có thể đạt mức thị phần 7% trong mảng điện LNG sau khi hoàn thành Nhà máy điện LNG Hải Phòng giai đoạn 1. Đáng chú ý, VinEnergO đã khởi công dự án Nhà máy điện LNG Hải Phòng chỉ sau 6 tháng kể từ khi thành lập. Giai đoạn 2 dự kiến có công suất 3.200 MW.

VinEnergO được kỳ vọng sẽ trở thành một trong những doanh nghiệp tiềm năng trong lĩnh vực phát triển các dự án điện gió ngoài khơi.

## Một số dự án điện do VinEnergO - VIC triển khai và đề xuất

Mảng	Dự án	Công suất (MW/MWp)	Giá trị đầu tư (triệu USD)	Vị trí	Ghi chú
Điện khí LNG	Nhà máy điện LNG Hải Phòng	1.600	1.522**	Hải Phòng	Đã được phê duyệt. Giai đoạn 1 khởi công trong quý 3/2025.
Điện gió* ~7.000 MW	Điện gió Halcom Hồng Đức	200	346**	Quảng Trị	Đang trong giai đoạn tiền khả thi. Dự án do VIC đề xuất, và đã được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào quý 4/2025.
	Điện gió Kỳ Anh	400	647**	Hà Tĩnh	Đã được phê duyệt, đã nhận Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào Quý 3/2025, đã vượt qua vòng sơ tuyển vào Quý 4/2025
	Điện gió Eco Kỳ Anh	498	860**	Hà Tĩnh	Đã phê duyệt, đã nhận Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào Quý 4/2025, vượt qua vòng sơ tuyển vào Quý 4/2025
	Điện gió ven bờ Trà Vinh	3.000	4.500	Trà Vinh	Đang trong giai đoạn tiền khả thi. Được đề xuất bởi VIC, gồm 2 giai đoạn: 1.500 MW (2025-2030) và 1.500 MW (2031-2035).
Điện mặt trời ~2.000 MW	Điện gió Quảng Bình - Vingroup	3.000	3.900	Quảng Trị	Đang trong giai đoạn tiền khả thi. Được đề xuất bởi VIC, gồm 2 giai đoạn: 1.500 MW (2025-2030) và 1.500 MW (2031-2035).
	Hệ thống điện mặt trời tích hợp BESS	43 MWp + 45 MWh BESS	N/A	Hà Tĩnh	Thông qua cơ chế DPPA, đã ký kết Biên bản ghi nhớ (MOU) với VinFast, VinES và V-G Hà Tĩnh
	Điện mặt trời nổi thủy điện Sơn La	1.850	N/A	Sơn La	Đang trong giai đoạn tiền khả thi. Được đề xuất bởi VIC, đã được đưa vào Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII hiệu chỉnh.

# Chính phủ quyết tâm triển khai các nhà máy điện hạt nhân, với tổng mức đầu tư ước tính ở mức 10–20 tỷ USD

## Tiến độ phát triển các nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 & 2 (NT1 & NT2)

### Quý 1/2025

- Thành lập Ban Chỉ đạo dự án.
- Quốc hội hoàn thiện các cơ chế đặc thù cho dự án.

### Dự kiến trong nửa cuối năm 2025

- Hoàn tất công tác bồi thường, giải phóng mặt bằng.

### Dự kiến năm 2028

- Cấp giấy phép xây dựng.

### 2024

- Quốc hội đồng ý tiếp tục duy trì giấy phép đầu tư cho dự án.

### Quý 2/2025

- Quốc hội giao EVN làm chủ đầu tư dự án Ninh Thuận 1 và PetroVietnam làm chủ đầu tư dự án Ninh Thuận 2.
- Quốc hội thông qua Luật Năng lượng nguyên tử.

### Dự kiến giai đoạn nửa cuối năm 2025–2027

- Lựa chọn công nghệ (Nga/Nhật Bản/Mỹ).
- Đánh giá tác động môi trường.
- Báo cáo nghiên cứu tiền khả thi.
- Báo cáo nghiên cứu khả thi.
- Thiết kế kỹ thuật.
- Thiết kế kỹ thuật tổng thể giai đoạn đầu.

### Dự kiến giai đoạn 2028–2035

- Hoàn thành xây dựng nhà máy và đưa vào vận hành.

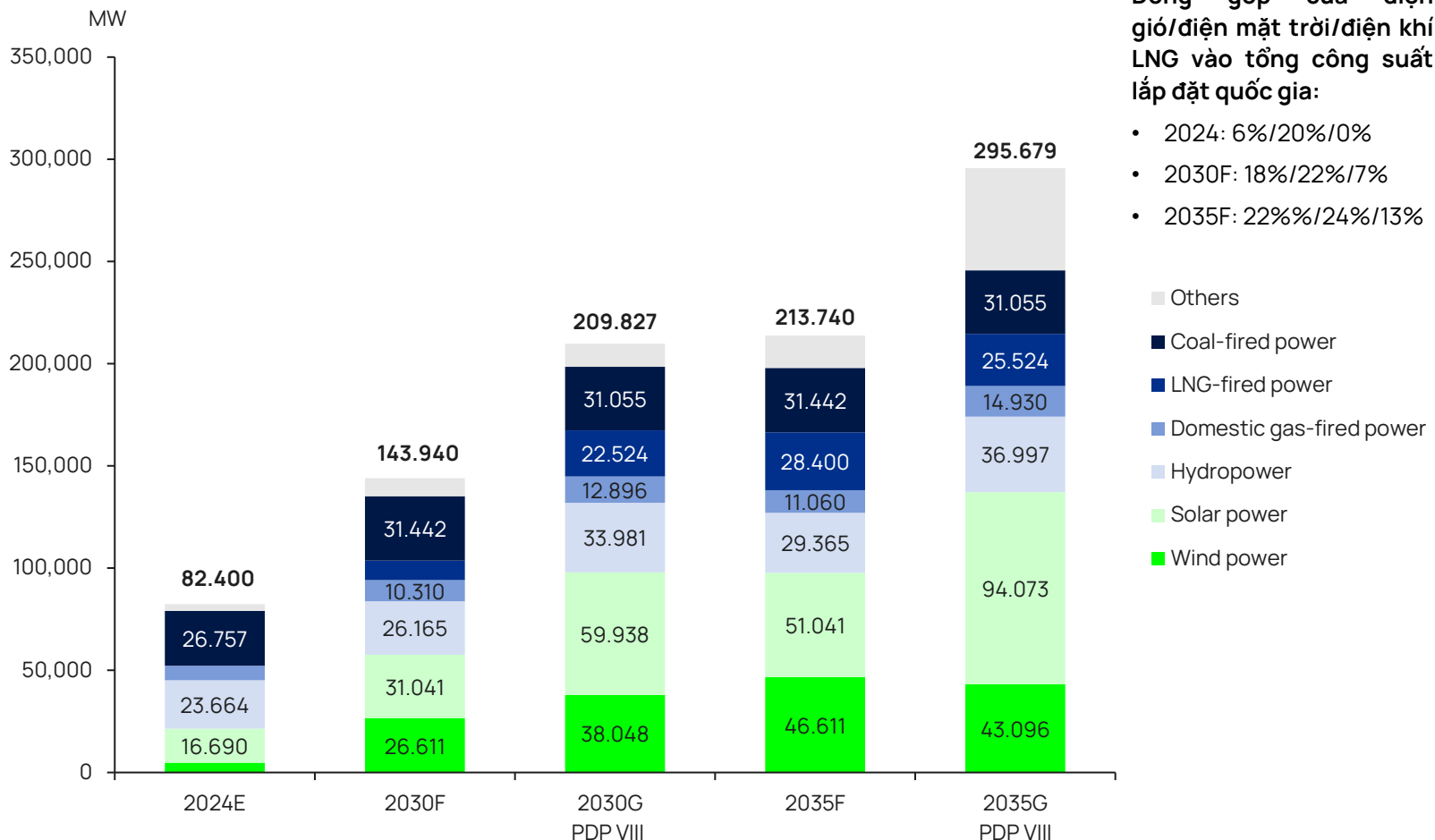
## Định hướng của Chính phủ đối với các dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1 & 2

Dự án	Công suất (MW)	Vốn đầu tư (USD)	Thời điểm vận hành (theo Quy hoạch điện VIII điều chỉnh)	Thời điểm vận hành dự kiến	Ghi chú
Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1	2.000 – 3.200	~11 tỷ	2030–2035	2033–2035	Thuộc sở hữu Nhà nước
Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 2	2.000 – 3.200	~11 tỷ	2030–2035	2033–2035	Thuộc sở hữu Nhà nước

**Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy điện hạt nhân sẽ đi vào vận hành từ năm 2035, theo mốc thời gian cập nhật mới nhất trong kế hoạch của Chính phủ, qua đó đóng góp khoảng 3% vào tổng công suất điện quốc gia, đồng thời góp phần duy trì lợi thế cạnh tranh về giá điện của Việt Nam so với các quốc gia trong khu vực trong dài hạn.**

# Điện gió/điện mặt trời/điện khí LNG – các trụ cột mới của an ninh năng lượng giai đoạn 2025–2030

Vietcap ước tính công suất điện sẽ tăng trưởng mạnh, với CAGR sẽ lần lượt đạt 10%/8% trong các giai đoạn 2024–2030F/2030–2035F, nhằm đáp ứng mức tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện lần lượt là 9%/5% (MW).



Đóng góp của điện gió/điện mặt trời/điện khí LNG vào tổng công suất lắp đặt quốc gia:

- 2024: 6%/20%/0%
- 2030F: 18%/22%/17%
- 2035F: 22%/24%/13%

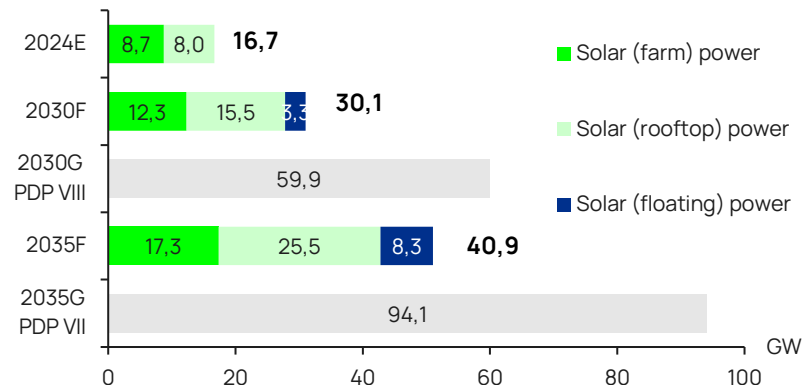
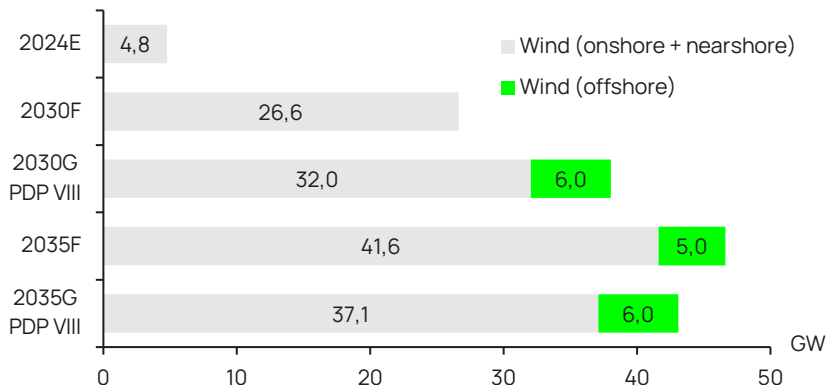
- Others
- Coal-fired power
- LNG-fired power
- Domestic gas-fired power
- Hydropower
- Solar power
- Wind power

# Năng lượng tái tạo & LNG

---

# Tiến độ của các dự án điện gió trên bờ và gần bờ được đẩy nhanh khi các rào cản pháp lý được tháo gỡ.

Dự báo của Vietcap về tăng trưởng công suất năng lượng tái tạo đến năm 2030/2035 so với QHĐ VIII điều chỉnh (1 GW = 1.000 MW).



Các dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư/khởi công sau khi đã hoàn tất tháo gỡ các vướng mắc pháp lý.

Mảng	Nhà đầu tư/Đối tác	Dự án	Công suất (MW/MWp)	Vị trí	Thời điểm phê duyệt chủ trương đầu tư/ khởi công	
Điện gió	HDG	Phước Hữu	50	Ninh Thuận	T4 2024/Q4 2025	
	HDG	Bình Gia	80	Lạng Sơn	T4 2024/Q4 2026	
	REE	V1-5 và V1-6 Giai đoạn 2	80	Trà Vinh	T8 2025	
	TV2	An Đông 1	50	Cà Mau	T6 2024/Q4 2025	
	TV2	Tân Thuận giai đoạn 3	25	Cà Mau	T10/2025	
	GEG	Tân Thành	100	Đồng Tháp	T6 2025	
	Nexif Ratch Energy Se Asia	Vân Canh	143	Gia Lai	T9 2025	
	VinEnergó	Kỳ Anh	400	Hà Tĩnh	T9 2025	
	N/A	SCI Hướng Việt, SCI Tân Thành	56	Quảng Trị	T7 2025	
	N/A	Win 123	146	Quảng Trị	T4 2025	
	N/A	Hòn Trâu giai đoạn 1	750	Gia Lai	T11 2025	
	N/A	Liên danh Xuân Thiện và Cường Thịnh Thi	Quảng Ninh 1	200	Quảng Ninh	T11 2025
	Điện mặt trời	N/A	Phước Thái 2 & 3	150	Ninh Thuận	T6 2025
DPPA	VSIP/LEGO Việt Nam	KCN VSIP III	2	Bình Dương	T9 2025	
	VinEnergó/VFS-VinES-VG	KKT Vũng Áng	88	Hà Tĩnh	T8 2025	

# Việc phê duyệt mức giá điện gió hấp dẫn và khả năng loại bỏ bước đàm phán hợp đồng mua bán điện (PPA) sẽ thúc đẩy làn sóng phát triển công suất điện gió tiếp theo

Vào ngày 30/05/2025, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 1508/QĐ-BCT, phê duyệt giá trần đối với các dự án điện gió đạt COD trong năm 2025. Động thái này đã chấm dứt giai đoạn đình trệ kéo dài ba năm do cơ chế giá chuyển tiếp kém cạnh tranh, đồng thời củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi về khung chính sách cho năm 2025.

- REE hiện đã có thể triển khai dự án với IRR đạt 10%-11% tại mức giá điện gió do EVN đề xuất (vốn thấp hơn 12%-4% so với mức giá trần vừa được phê duyệt).
- Mặc dù giá điện gió mới thấp hơn khoảng 14%-21% so với giá FIT 1, nhưng chúng vẫn cao hơn 9%-18% so với giá điện chuyển tiếp. Khi kết hợp với xu hướng giảm của vốn đầu tư XDCB trong những năm gần đây, mức giá này sẽ đảm bảo tỷ lệ IRR đạt khoảng 11-12%
- Điều này củng cố dự báo mới của chúng tôi về việc phát triển công suất điện gió mới (theo đó công suất của HDG/REE/PC1 sẽ lần lượt tăng gấp 12 lần/6 lần/3 lần so với năm 2025, và đạt khoảng 600/800/440 MW vào năm 2029).

## So sánh giá trần điện gió năm 2025 với giá FIT 1 và giá chuyển tiếp

US cent/kWh	Giá FIT 1 năm 2021	Giá chuyển tiếp giai đoạn 2022-2024*	Giá trần năm 2025*	Giá năm 2025 so với giá FIT 1 (%)	Giá năm 2025 so với giá chuyển tiếp (%)
Điện gió trên bờ	8,5	6,2	7,3	-14%	+18%
Điện gió gần bờ	9,8	7,1	7,7	-21%	+9%

## Khả năng loại bỏ giai đoạn đàm phán PPA:

Hiện nay, các dự án điện phải trải qua hai bước xác định giá: (1) đề xuất mức giá để được cấp giấy phép đầu tư và (2) đàm phán giá PPA với EVN.

**Trong quý 4/2025, một Dự thảo Nghị quyết** về việc tháo gỡ các nút thắt của ngành năng lượng và thúc đẩy phát triển điện lực đã **đề xuất loại bỏ giai đoạn đàm phán PPA**, theo đó mức giá được phê duyệt tại bước cấp giấy phép đầu tư sẽ được áp dụng làm giá PPA cuối cùng (ngoại trừ điện nhiệt và điện gió ngoài khơi). Chúng tôi kỳ vọng thay đổi này sẽ giúp đơn giản hóa thủ tục và đẩy nhanh đáng kể tiến độ triển khai các dự án điện gió trên bờ/gần bờ và điện mặt trời.

# Qc của điện gió ngoài khơi có khả năng sẽ tăng (vốn đầu tư XDCB khoảng 10-30 tỷ USD)

## Tiến độ hoàn thiện khung pháp lý cho các dự án điện gió ngoài khơi

**10/2018:** Nghị quyết 36-NQ/TW: Chiến lược phát triển kinh tế biển, xác định năng lượng tái tạo (bao gồm điện gió ngoài khơi) là một nhân tố then chốt.

**02/2025:** Nghị định 37/NĐ-CP: Kế hoạch thực hiện quy hoạch không gian biển (2026–2030); yêu cầu xác định các khu vực ưu tiên cho việc phát triển điện gió ngoài khơi.

**06/2025:** Quyết định 1824/QĐ-BCT: Phê duyệt **giá điện gió ngoài khơi ở mức 3.641 đồng/kWh (~14,2 US cent/kWh), cao hơn giá điện LNG năm 2025 (3.327 đồng/kWh).**

**Dự kiến 2027:** Tổ chức đấu thầu cạnh tranh giá bán điện.

**Dự kiến 2028–2035:** Khởi công xây dựng và bắt đầu vận hành thương mại.

**06/2024:** Nghị quyết **139/2024/QH15:** Phê duyệt Quy hoạch không gian biển quốc gia giai đoạn 2021–2030, tầm nhìn đến năm 2050, phân bổ 34.000 ha diện tích biển để khuyến khích phát triển điện gió ngoài khơi.

**03/2025:** Nghị định **58/NĐ-CP:** Hướng dẫn Luật Điện lực về năng lượng tái tạo, **quy định tỷ lệ bao tiêu 80% sản lượng điện gió ngoài khơi -> có khả năng tăng lên mức 90%.**

**03/2025:** Nghị định 65/NĐ-CP: Quy định về việc giao khu vực biển cho tổ chức, cá nhân để khai thác và sử dụng.

**09/2025:** Công bố 20 tiêu chuẩn quốc gia về điện gió ngoài khơi.

**Các cột mốc quan trọng cần hoàn thành để khởi động điện gió ngoài khơi trong giai đoạn 2025–2026 :**

1. Ban hành chi tiết Quy hoạch không gian biển (yếu tố nền tảng tại mọi thị trường).
2. Quy định về đấu thầu cạnh tranh giá bán điện.
3. Cấp giấy phép khảo sát.
4. Nghiên cứu đấu nối lưới điện và hạ tầng trên bờ.
5. Kế hoạch phát triển ngành.

### 1. Tiềm năng của ngành điện gió ngoài khơi của Việt Nam:

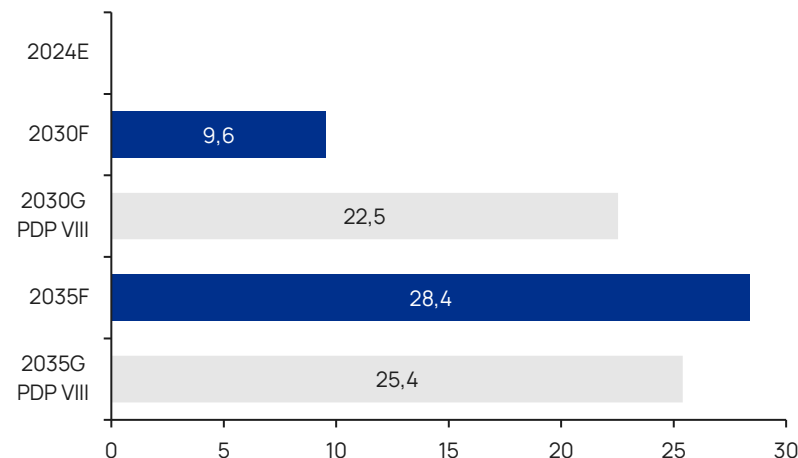
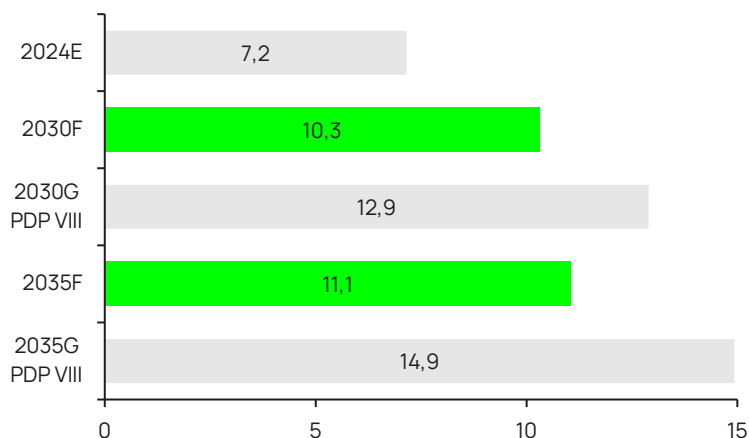
- Theo đánh giá của Ngân hàng Thế giới (WB), Việt Nam có tiềm năng kỹ thuật để phát triển gần 600 GW điện gió ngoài khơi tại các vùng biển gần bờ.
- Các báo cáo của cơ quan quản lý biển Việt Nam đưa ra con số cao hơn, khoảng 1.068 GW (trong toàn bộ Vùng đặc quyền kinh tế).

### 2. Các dự án điện gió ngoài khơi và nhà đầu tư tiềm năng:

- **PVN – Copenhagen Infrastructure Partners (CIP) (Đan Mạch)** phát triển dự án La Gàn (3,5 GW), với tổng vốn đầu tư là 10,5 tỷ USD.
- **Enterprise Energy (EE) (Anh)** phát triển dự án điện gió Thăng Long (3,5 GW), tổng vốn đầu tư XDCB 11,9 tỷ USD. EE đã được cấp giấy phép khảo sát từ năm 2019 và dự kiến COD từ năm 2029.
- **REE:** Đã trình Chính phủ đề án phát triển **10 GW điện gió ngoài khơi** tại khu vực phía Nam đến năm 2040, với vốn đầu tư XDCB dự kiến là 35–40 tỷ USD (REE góp khoảng 51% vốn, phần còn lại từ các đối tác). Kế hoạch được chia thành 3 giai đoạn: Giai đoạn 1 (2032) 2 GW, Giai đoạn 2 (2035) 3 GW và Giai đoạn 3 (2036–2040) 5 GW. Vào ngày 11/11/2025, REE đã được cấp quyền sử dụng 7.091 ha diện tích biển để thực hiện khảo sát dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500 MW, tỉnh Vĩnh Long).

# Qc của các nhà máy nhiệt điện khí có khả năng sẽ ghi nhận mức tăng

Dự báo của Vietcap về tăng trưởng nguồn điện khí (bên trái) và điện LNG (bên phải) nội địa đến năm 2030/2035F so với QHĐ VIII điều chỉnh (GW)



Các dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư/khởi công xây dựng sau khi đã tháo gỡ các vướng mắc về mặt cơ chế, quy mô khoảng ~6 GW

Ngành	Nhà đầu tư / Đối tác	Dự án	Công suất	Vị trí	Thời điểm nhận Giấy phép đầu tư / Khởi công
LNG	1. GAS	Kho cảng LNG Bắc Trung Bộ	1-3 MMTPA	Hà Tĩnh	09/2025
	2. Tokyo Gas/Trường Thành	Nhà máy điện LNG Thái Bình	1.500 MW	Thái Bình	Khởi công quý 4/2025
	3. EVN	Nhà máy điện LNG Quảng Trạch 2	1.500 MW	Quảng Bình	Khởi công quý 4/2025
	4. VIC/VinEnergy	Nhà máy điện LNG Hải Phòng	1.600 MW	Hải Phòng	Khởi công quý 3/2025
	5. GS Energy-Vinacapital	Nhà máy điện LNG Long An I & II	3.000 MW	Long An	Quý 1/2026

# Dự kiến ban hành Nghị định mới về cơ chế DPPA

Chính phủ đã ban hành Nghị định 57/2025/NĐ-CP vào ngày 03/03/2025, quy định về cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) giữa các nhà sản xuất điện năng lượng tái tạo và khách hàng tiêu thụ lớn, thay thế Nghị định 80/2024 ban hành tháng 07/2024, với các thay đổi được thể hiện trong bảng dưới đây.

*Khoảng 1.500 khách hàng tiêu thụ lớn có mức sử dụng điện trên 1 triệu kWh/năm, chiếm khoảng 25% tổng lượng tiêu thụ điện toàn quốc, đủ điều kiện áp dụng cơ chế DPPA.*

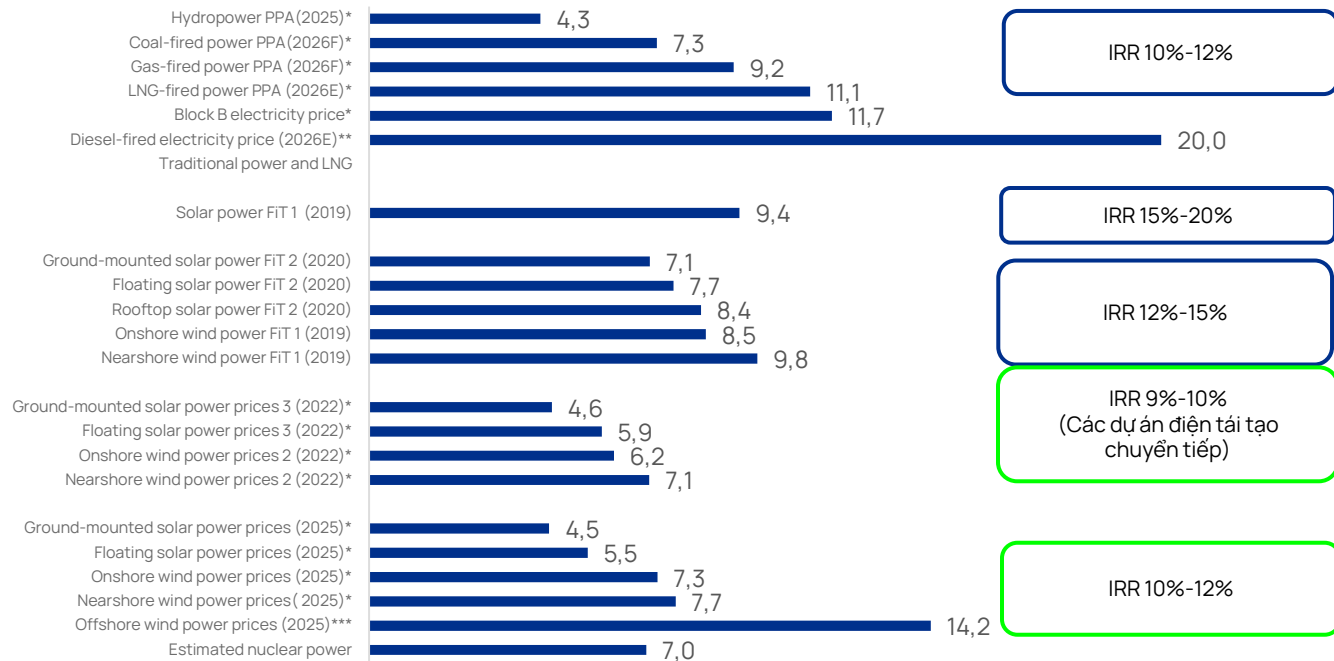
	Nghị định 80/2024 (cũ)	Nghị định 57/2025 (Mới)
<b>Yêu cầu đối với “khách hàng tiêu thụ lớn”</b>	Lượng tiêu thụ điện: 200.000 kWh/tháng	Đáp ứng các yêu cầu định kỳ do Bộ Công Thương quy định
<b>Sự tham gia của nhà máy thủy điện (DPPA ngoài lưới điện)</b>	Chỉ áp dụng cho nhà máy thủy điện nhỏ	Tất cả các nhà máy thủy điện
<b>Bán điện dư từ điện mặt trời áp mái</b>	N/A	Được bán tối đa 20% sản lượng cho EVN
<b>Loại hình nhà máy điện (DPPA qua lưới điện quốc gia)</b>	Điện gió và điện mặt trời (từ 10 MW trở lên)	Điện gió, điện mặt trời hoặc điện sinh khối (từ 10 MW trở lên)
<b>Giá trần (DPPA ngoài lưới điện)</b>	Không giới hạn, theo thỏa thuận giữa các bên	Theo thỏa thuận giữa các bên nhưng không vượt mức trần theo khung giá do cơ quan quản lý quy định đối với từng loại hình nguồn điện.
<b>Đơn vị quản lý lưới điện</b>	EPTC	EPTC và NSMO.

*Quan điểm của chúng tôi: Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2026, phí dịch vụ sẽ trở nên hấp dẫn hơn và các quy định sẽ thuận lợi hơn nhằm thúc đẩy việc triển khai DPPA, qua đó mang lại lợi ích cho REE và PC1.*

# Cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo năm 2025 sẽ thúc đẩy làn sóng đầu tư mới

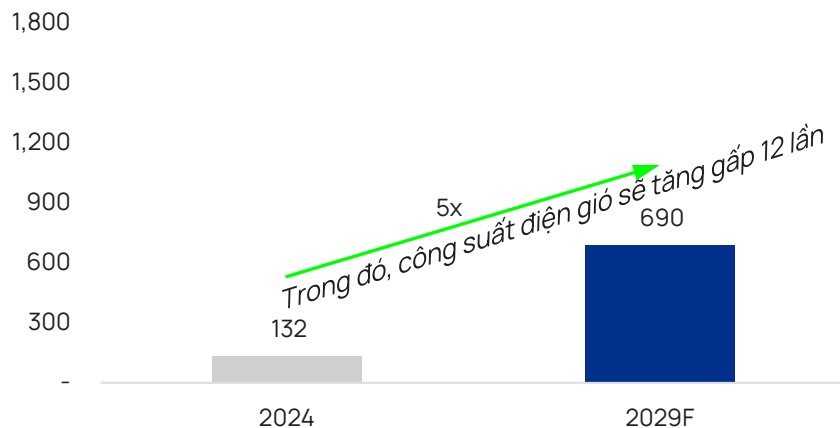
Mức giá trần mới cho điện gió/điện mặt trời năm 2025 đã được ban hành trong nửa đầu năm 2025, qua đó thúc đẩy hoạt động phát triển thêm công suất mới sau ba năm trầm lắng, với IRR ước tính đạt 10%-12%, trong bối cảnh tỷ lệ vốn đầu tư XDCB/MW của điện gió và điện mặt trời đã giảm trong ba năm qua.

**Giá trong Hợp đồng mua bán điện (PPA) đã ký của các nguồn điện truyền thống so với giá FIT và mức giá mới của năng lượng tái tạo (US cent/kWh)**

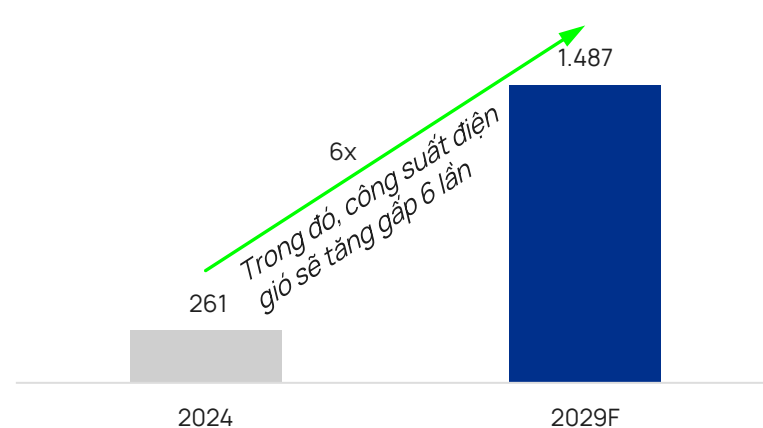


# Phát triển công suất năng lượng tái tạo

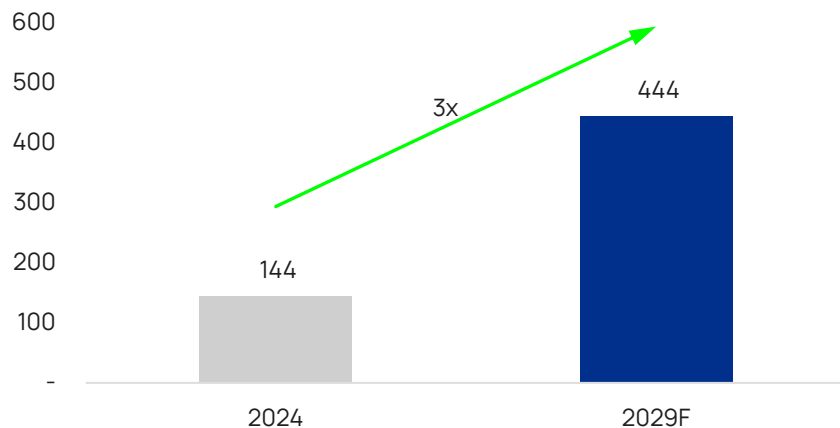
## Công suất năng lượng tái tạo dự kiến của HDG (MW)



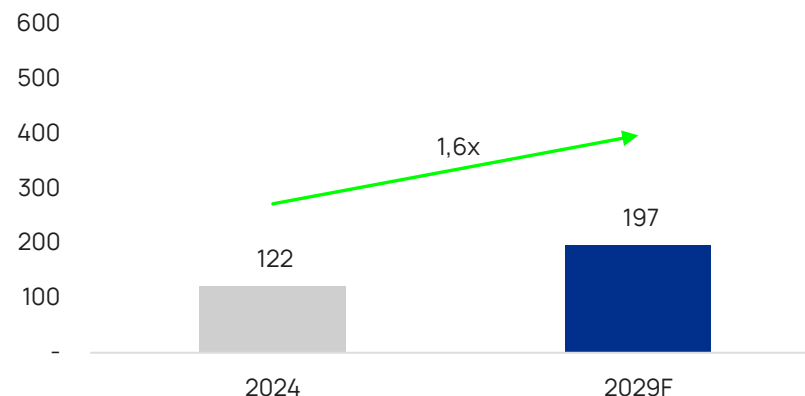
## Công suất năng lượng tái tạo dự kiến của REE (MW)



## Công suất năng lượng tái tạo dự kiến của PC1 (MW)



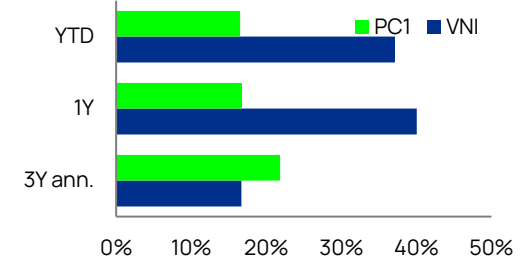
## Công suất năng lượng tái tạo dự kiến của TV2 (MW)



# PC1 – Mạng xây lắp điện ghi nhận đà phục hồi mạnh mẽ

Khuyến nghị*	MUA (tỷ đồng)		2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	23.200 VND	Doanh thu	10.089	12.427	14.267	17.390
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>27.000 VND</b>	%YoY	31,1%	23,2%	14,8%	21,9%
		LNST sau CĐTS	468	700	873	1.799
		% YoY	1189,5%	49,8%	24,6%	106,1%
TL tăng	+16,4	LNST sau CĐTS cốt lõi	592,7%	32,6%	19,2%	98,6%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	20,7%	20,1%	19,3%	22,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+16,4%</b>	Biên LN ròng	4,6%	5,6%	6,1%	10,3%
		ROE	8,8%	12,2%	14,0%	25,0%
Ngành	Điện	Nợ vay ròng/CSH	110,2%	95,9%	101,8%	109,4%
GT vốn hóa	9,6 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Room KN	3,6 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	0	0	0	0
GTGD/ngày (30n)	34,3 tỷ đồng	P/E	22,0x	14,7x	11,8x	5,7x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,7x	1,6x	1,5x	1,2x
SL CP lưu hành	411 tr	EV/EBITDA	8,4x	7,5x	6,9x	5,0x
Pha loãng	411 tr					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 05/11/2025.



Tổng quan Công ty

PC1 có bề dày hoạt động trên 50 năm trong lĩnh vực xây lắp đường truyền và trạm biến áp tại Việt Nam. Các mảng hoạt động chính bao gồm: 1) phát điện với công suất 313 MW (thủy điện – 169 MW; điện gió – 144 MW), 2) xây lắp điện và 3) BDS khu công nghiệp & nhà ở và 4) khoáng sản niken.

**Doanh thu và biên lợi nhuận của hoạt động xây lắp điện đều ghi nhận đà phục hồi mạnh:** Doanh thu mảng xây lắp điện đã phục hồi đáng kể lên mức 4 nghìn tỷ đồng (+64% YoY) trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025), nhờ việc EVN tiếp tục tăng cường vốn đầu tư XDCHB cho hạ tầng truyền tải, kết hợp với việc PC1 trúng thầu các dự án quy mô lớn như cáp ngầm Côn Đảo (1,8 nghìn tỷ đồng). Biên lợi nhuận gộp đã ghi nhận sự cải thiện trong 3 quý liên tiếp, đạt 9,2% trong quý 3, qua đó đưa biên lợi nhuận gộp 9T 2025 lên mức 8,5% (so với mức 7% ghi nhận trong năm 2024), phù hợp với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng (1) doanh thu bình quân giai đoạn 2026–2029 sẽ đạt 8,5 nghìn tỷ đồng (+63% so với năm 2025), nhờ được hỗ trợ bởi sự gia tăng đối với tỷ trọng đóng góp của khối tư nhân sau khi mức giá điện gió và điện mặt trời mới được phê duyệt, cùng với (2) đà phục hồi dẫn về mức bình thường 9,3% của biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2026–2029.

**PC1 là doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ QHĐ VIII điều chỉnh.** Vốn đầu tư cho truyền tải điện dự kiến tăng gấp bốn lần trong giai đoạn 2025–30 so với 2020–24, với chiều dài đường dây 500 kV dự kiến tăng 3,8 lần, đi kèm với tốc độ giải ngân nhanh hơn nhờ sự tham gia của khu vực tư nhân. Chúng tôi cũng kỳ vọng công suất điện gió của PC1 sẽ tăng gấp đôi vào năm 2028. Cùng với mảng BDS nhà ở, các động lực này dự kiến sẽ thúc đẩy EPS tăng trưởng với mức CAGR 57% trong giai đoạn 2026–28. **Ngoài ra, PC1 cũng cho biết QHĐ VIII dự kiến sẽ được điều chỉnh để bổ sung thêm dự án, qua đó mang lại nhiều lợi ích hơn cho công ty.**

Trong **Báo cáo cập nhật Tháng 11** của chúng tôi, chúng tôi tiếp tục duy trì giá mục tiêu ở mức 27.000 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA do giá cổ phiếu của công ty đã giảm 8% trong 3 tháng qua.

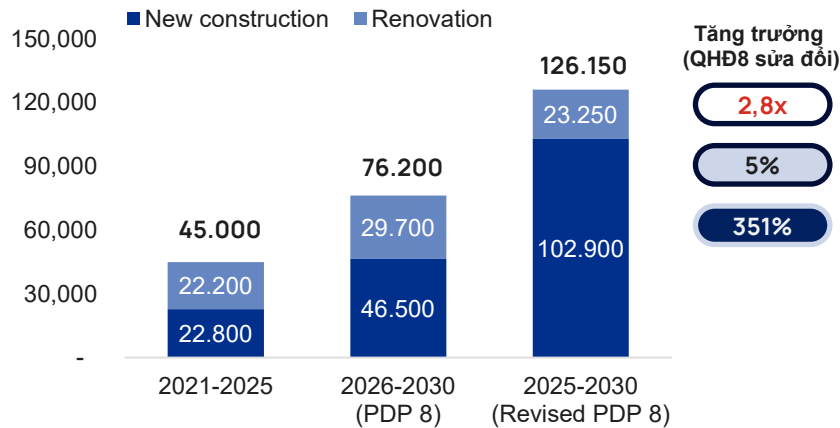
**Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng 25%**, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng +61% YoY của lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện nhờ đà tăng trưởng của doanh thu cùng với (2) mức tăng +17% YoY của lợi nhuận gộp mảng niken (nhờ sự phục hồi của sản lượng, và sự gia tăng của giá bán trung bình).

**PC1 hiện sở hữu định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 11,8 lần**, thấp hơn khoảng 45% so với P/E trung bình 4 năm của công ty (PEG tương ứng là 0,2) dựa trên mức tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS dự phóng giai đoạn 2026–2028 là 57%.

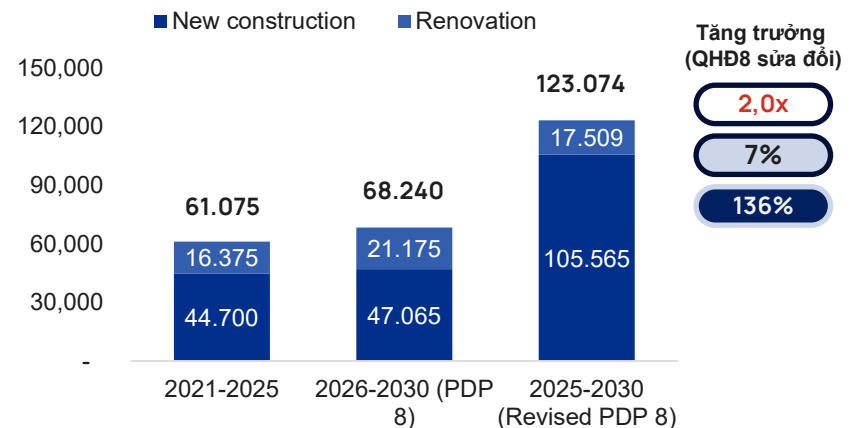
**Yếu tố hỗ trợ:** Mức điều chỉnh tăng của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 nhờ sự khả quan ghi nhận trong kế hoạch kinh doanh gần đây; tỷ lệ backlog/doanh thu cao hơn kỳ vọng từ cả EVN và khu vực tư nhân, trong bối cảnh tăng cường phát triển mạnh vào hạ tầng truyền tải và mở rộng công suất điện gió. **Rủi ro:** Lỗi tỷ giá cao hơn kỳ vọng dự kiến sẽ gây áp lực lên LNST báo cáo trong ngắn hạn.

# Mức đầu tư cho hệ thống 500kV tăng trong giai đoạn 2025-30, mang lại lợi ích cho PC1 & TV2

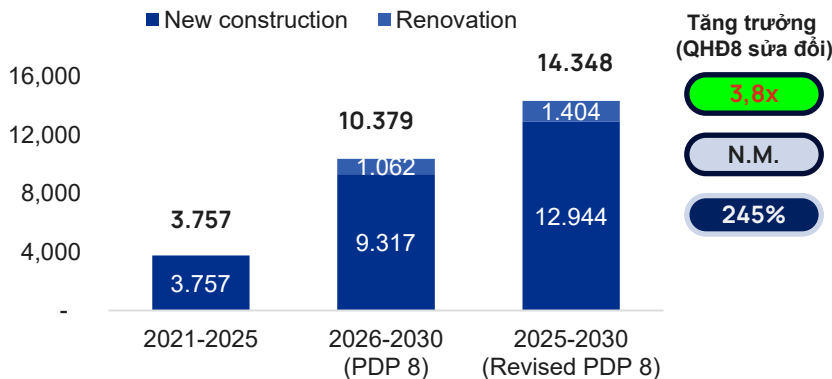
## Công suất trạm biến áp 500kV (MVA)



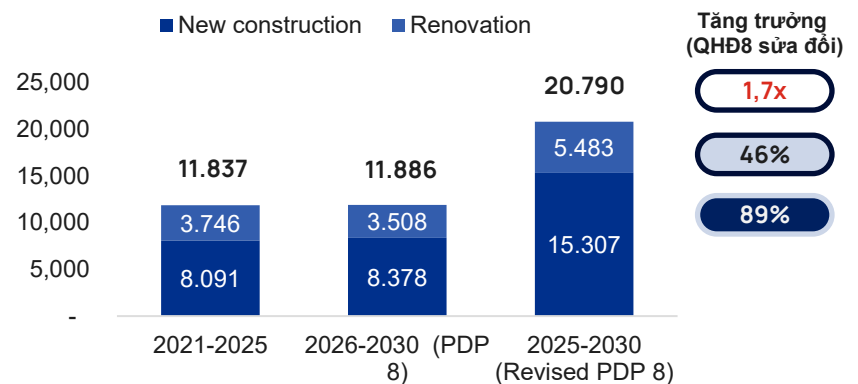
## Công suất trạm biến áp 220kV (MVA)



## Chiều dài đường dây 500kV (km)



## Chiều dài đường dây 220kV (km)

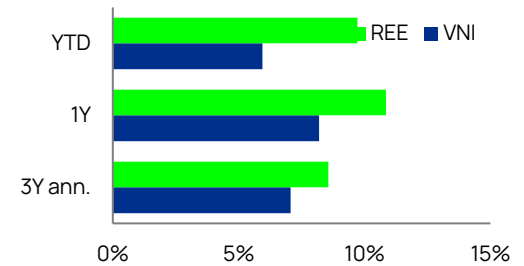


# Vốn đầu tư XDCB cho hạ tầng truyền tải điện đạt 10 tỷ USD trong giai đoạn 2025–2030, gấp 2 lần so với giai đoạn 2020–2024, một phần đến từ xu hướng tư nhân hóa, qua đó mang lại lợi ích cho PC1

Danh mục	Trước đây	Sau Nghị quyết 70 & Luật Điện lực sửa đổi (2024)
<b>Khung pháp lý</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà nước đầu tư và kiểm soát hoàn toàn hạ tầng truyền tải điện (TI).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hợp pháp hóa đầu tư tư nhân vào hạ tầng truyền tải điện: đường dây 110kV có thể do cấp tỉnh phê duyệt; đường dây 220–500kV thuộc thẩm quyền phê duyệt của Bộ Công Thương/Chính phủ.</li> </ul>
<b>Vì sao hạ tầng truyền tải điện cần sự tham gia của khu vực tư nhân?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quá tải lưới điện hiện nay dẫn đến thiếu điện và cắt giảm công suất phát điện.</li> <li>Cấp vốn cho dự án: vốn đầu tư XDCB lớn, không có bảo lãnh của Chính phủ.</li> <li>Quy trình phê duyệt kéo dài.</li> <li>EVNNPT/NSMO chịu rủi ro.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thiếu điện một phần đến từ sự thiếu hụt hạ tầng truyền tải điện.</li> <li>Đẩy nhanh đầu tư TI, hạn chế cắt giảm công suất để đảm bảo IRR.</li> <li>Rút ngắn quy trình phê duyệt.</li> <li>Chia sẻ rủi ro.</li> </ul>
<b>Cơ chế đầu tư</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà nước đầu tư/vận hành/kiểm soát hoàn toàn.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà đầu tư: khu vực tư nhân tham gia thông qua các hình thức PPP, BT, BOT, BOOT.</li> <li>Chủ sở hữu tài sản: EVN Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (NPT), nhà đầu tư tư nhân (sở hữu có thời hạn, nhằm đẩy nhanh các tuyến đường dây tư nhân kết nối năng lượng tái tạo và LNG tiềm năng thông qua DPPA), nhà phát triển truyền tải độc lập cho các lưới điện chuyên biệt (ví dụ: điện gió ngoài khơi, trung tâm năng lượng tái tạo khu vực).</li> <li>Đơn vị vận hành: EVNNPT + NSMO; nhà đầu tư tư nhân vận hành các tuyến truyền tải cụ thể.</li> </ul>
<b>Cơ chế giá</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Phí truyền tải: hoặc được gộp trong giá PPA, hoặc được tách thành khoản phí riêng</li> <li>Cơ chế chuyển đổi ngoại tệ.</li> </ul>
<b>Vốn đầu tư XDCB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giải ngân giai đoạn 2020–2024: khoảng 4,5 tỷ USD.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2025–30: dự kiến ở mức 18,1 tỷ USD theo QHĐ VIII sửa đổi (gấp 3 lần QHĐ VIII cũ), trong đó 5,2 tỷ USD (29% tổng vốn) đến từ khu vực tư nhân.</li> <li>Chúng tôi <b>ước tính tổng vốn đầu tư XDCB giải ngân giai đoạn 2025–2030 đạt 10,0 tỷ USD (gấp 2,2 lần so với giai đoạn 2020–2024), trong đó 1,8 tỷ USD đến từ khu vực tư nhân (khoảng 20% tổng vốn)</b>, dựa trên mục tiêu của QHĐ VIII sửa đổi và dự báo tăng trưởng công suất của chúng tôi.</li> </ul>
<b>Các dự án đã phát triển</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thí điểm cho Tập đoàn Trung Nam: đường dây 220–500kV (17 km) kết nối Trung Nam – Thuận Nam (450 MW điện mặt trời, vận hành tháng 12/2020); đường dây 500kV (1,2 km) kết nối Ea Nam (400 MW điện gió, vận hành tháng 10/2021).</li> <li>Thí điểm cho Tập đoàn Xuân Thiện: đường dây 500kV (22 km) kết nối Ea Súp (600 MW điện mặt trời, vận hành tháng 11/2020). <b>Cơ chế giá chưa được công bố.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CTCP Đầu tư Năng lượng Việt–Lào: đường dây 220kV Trường Sơn – Đô Lương (40 km) kết nối 600 MW điện gió từ Lào (vận hành tháng 09/2025). <b>Cơ chế giá chưa được công bố.</b></li> </ul>

# REE – Tiến độ mở rộng điện gió tích cực; thủy điện duy trì đà tăng trưởng

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	
Giá CP (04/12)	63.900 VND	Doanh thu	8.384	10.519	12.639	15.767	YTD
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>78.200 VND</b>	%YoY	-2,2%	25,5%	20,2%	24,8%	REE ■ VNI
		LNST sau CĐTS	1.993	2.613	3.141	4.132	1Y
		% YoY	-8,9%	31,1%	20,2%	31,5%	3Y ann.
TL tăng	+22,4%	EPS	-8,9%	31,1%	20,2%	31,5%	
Lợi suất cổ tức	1,5%	Biên LN gộp	37,3%	36,6%	36,4%	39,3%	
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+23,9%</b>	Biên LN ròng	23,8%	24,8%	24,9%	26,2%	
		ROE	11,0%	13,1%	14,1%	16,3%	
Ngành	Tiện ích	Nợ vay ròng/CSH	16,5%	10,7%	38,1%	55,6%	Tổng quan Công ty
GT vốn hóa	34,3 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	REE là công ty holding với 3 lĩnh vực hoạt động chính:
Room KN	0 đồng	DPS (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000	Điện (1.050 MW và chiếm gần 50% tổng lợi nhuận), cơ
GTGD/ngày (30n)	26,4 tỷ đồng	P/E	17,4x	13,2x	11,0x	8,4x	điện lạnh (M&E), cho thuê văn phòng. Các mảng khác
Cổ phần Nhà nước	5,3%	P/B	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x	bao gồm nước và bất động sản. REE là công ty hàng
SL CP lưu hành	542 tr	EV/EBITDA	11,2x	9,4x	8,1x	5,6x	đầu trong ngành M&E và sở hữu 182.000 m2 diện tích
Pha loãng	542 tr						văn phòng cho thuê. Các mảng khác bao gồm cấp



## Tổng quan Công ty

REE là công ty holding với 3 lĩnh vực hoạt động chính: Điện (1.050 MW và chiếm gần 50% tổng lợi nhuận), cơ điện lạnh (M&E), cho thuê văn phòng. Các mảng khác bao gồm nước và bất động sản. REE là công ty hàng đầu trong ngành M&E và sở hữu 182.000 m2 diện tích văn phòng cho thuê. Các mảng khác bao gồm cấp nước & BĐS.

**Đẩy mạnh mở rộng công suất điện gió tại REE:** Sau khi biểu giá điện gió mới với tính chất thuận lợi hơn được phê duyệt vào tháng 5/2025, REE đã khởi công phát triển dự án điện gió gần bờ Duyên Hải (48 MW), với thời điểm vận hành thương mại dự kiến sẽ rơi vào giữa năm 2026 theo ước tính của chúng tôi. Vào tháng 10/2025, REE cũng đã thành lập các công ty con để đầu tư vào các dự án V1-3 Giai đoạn 2 (48 MW) và V1-5 & V1-6 Giai đoạn 2 (80 MW), dự kiến đi vào lần lượt hoạt động trong quý 4/2026 và năm 2027. Ngoài ra, REE gần đây đã đề xuất nghiên cứu khả thi cho ba dự án mới với tổng công suất khoảng 350 MW tại tỉnh Trà Vinh – V3-5, V3-7 và V1-4 Giai đoạn 2. Các động thái này cho thấy **năng lực triển khai dự án mạnh mẽ và nền tảng tài chính vững chắc của REE**, qua đó hỗ trợ dự báo của chúng tôi rằng công suất điện gió sẽ lần lượt bổ sung thêm 96/280/300 MW trong các năm 2026/27/28 của chúng tôi. **Chúng tôi dự báo REE sẽ tăng gấp đôi công suất điện (điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu) lên khoảng 2.300 MW vào năm 2029F** (so với mục tiêu tăng gấp ba của REE), nhờ được thúc đẩy bởi các mức tăng gấp 8 lần/5 lần đối với công suất điện gió/điện mặt trời (bao gồm điện mặt trời nổi).

Vào ngày 11/11/2025, REE đã được cấp quyền sử dụng 7.091 ha diện tích biển để khảo sát dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500 MW, tỉnh Vĩnh Long), qua đó mang lại dư địa điều chỉnh tăng cho dự báo LNST dài hạn của chúng tôi.

**Triển vọng thủy điện thuận lợi trong 2026/27:** Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận mảng thủy điện của REE sẽ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2026–2027, nhờ được hỗ trợ bởi sự chuyển đổi sang điều kiện thời tiết La Niña (theo đồng thuận dự báo thời tiết), vốn đã thúc đẩy KQKD thủy điện đạt mức khả quan trong năm 2025. Theo đó, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện sẽ lần lượt tăng 12%/14% YoY trong các năm 2026/27, lần lượt đóng góp 74%/57% vào LNST sau lợi ích CĐTS của mảng điện của REE (động lực lợi nhuận chính của công ty).

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11 của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh tăng 8,3% giá mục tiêu của REE và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên MUA do giá cổ phiếu đã giảm 4% trong 2 tháng qua.

**Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng trưởng ở mức 20% YoY**, chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) thu nhập mảng điện +17% YoY nhờ KQKD khả quan của mảng thủy điện và 96 MW công suất điện gió mới, (2) LNST sau lợi ích CĐTS cho thuê văn phòng +39% YoY nhờ tỷ lệ lấp đầy phục hồi, và (3) LNST bất động sản tăng 3 lần YoY.

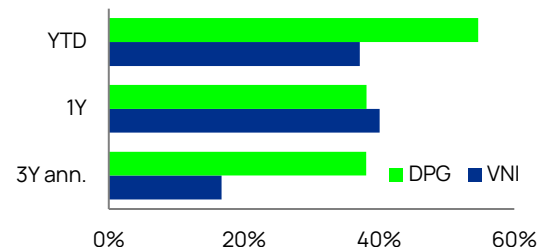
REE hiện sở hữu mức định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 11,0 lần, thấp hơn 28% so với P/E trung vị 2 năm của REE và PEG tương ứng là 0,5 dựa trên tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–28 là 21%.

**Rủi ro:** Các dự án điện gió mới chậm triển khai. **Yếu tố hỗ trợ:** Khoản hoàn nhập dự phòng khoảng 150 tỷ đồng cho mảng M&E trong 2025 theo kế hoạch, và lợi nhuận tiềm năng từ việc bán chúng khoán sẵn sàng để bán (VIB) trong dài hạn

# DPG – Mảng năng lượng & xây dựng dự kiến tiếp tục thúc đẩy định giá

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	43.800 VND	Doanh thu	3.578	4.866	5.793	7.385
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>55.200 VND</b>	% YoY	4%	36%	19%	27%
		LNST sau lợi ích CĐTS	224	341	770	950
		% YoY	10%	52%	125%	23%
TL tăng	+26,0%	EPS	10,3%	52,5%	125,5%	23,5%
Lợi suất cổ tức	2,3%	Biên LN gộp	15,3%	18,1%	27,0%	26,1%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+28,3%</b>	Biên LN ròng	6,3%	7,0%	13,3%	12,9%
		ROE	9,0%	12,2%	22,6%	22,0%
Ngành	Đa ngành	Nợ vay ròng/CSH	52,9%	84,8%	56,5%	38,4%
GT vốn hóa	4,4 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Room KN	1,9 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000
GTGD/ngày (30n)	15,8 tỷ đồng	P/E	19,7x	12,9x	5,7x	4,6x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,5x	2,0x	1,5x	1,2x
SL CP lưu hành	101 tr	EV/EBITDA	11,2x	9,4x	5,3x	4,0x
Pha loãng	101 tr					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 04/09/2025



## Tổng quan Công ty

DPG là một công ty tư nhân hoạt động chủ yếu trong 3 lĩnh vực: (1) xây dựng cầu đường, (2) ngành năng lượng với danh mục thủy điện có tổng công suất 100 MW, và (3) bất động sản với quỹ đất khoảng 240 ha tại khu vực miền Trung Việt Nam.

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 9](#) của chúng tôi, Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 10% lên 55.200 đồng/cổ phiếu cho CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG) và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ mức tăng 6% trong dự phóng tổng LNST, với các thay đổi tương ứng là +13%/+8%/+3%/+8%/+4% cho dự báo lợi nhuận các năm 2025/26/27/28/29. Mức điều chỉnh này chủ yếu do 1) lợi nhuận từ mảng năng lượng tăng 15% khi chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thủy điện tăng 8% và 2) lợi nhuận từ mảng xây dựng tăng 8% sau khi giá trị hợp đồng ký mới 8 tháng đầu năm 2025 cao hơn kỳ vọng, bù đắp cho (3) lợi nhuận BĐS thấp hơn một chút do chi phí tài chính cao hơn.

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS là 52% trong năm 2025, chủ yếu do (1) mảng BĐS chuyển lỗ thành lãi với dự án Casamia Balanca ghi nhận doanh thu ban đầu khoảng 600 tỷ đồng, (2) ghi nhận doanh thu xây dựng từ các hợp đồng đã ký ở mức cao kỷ lục vào năm 2023 (5,8 nghìn tỷ đồng), và (3) sản lượng điện thủy điện cao hơn nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn.

Chúng tôi dự phóng LNST của DPG sẽ tăng gần gấp 3 lần trong 3 năm tới, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2027 là 67%, chủ yếu được thúc đẩy bởi đóng góp đầy đủ từ Casamia Balanca (31 ha) với tổng LNST ước tính khoảng 1,4 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027, tăng trưởng doanh thu một chữ số từ mảng xây dựng, và đóng góp lợi nhuận ổn định từ danh mục thủy điện.

Chúng tôi nhận thấy định giá của DPG là khá hấp dẫn với P/E dự phóng các năm 2025/26/27 lần lượt là 12,9 lần/5,7 lần/4,6 lần. Chúng tôi dự phóng DPG sẽ trả cổ tức tiền mặt ổn định ở mức 1.000 đồng/cổ phiếu hàng năm.

Rủi ro: Doanh số bán hàng của Casamia Balanca chậm hơn kỳ vọng; sản lượng hoặc giá bán trung bình của kính năng lượng mặt trời thấp hơn kỳ vọng.

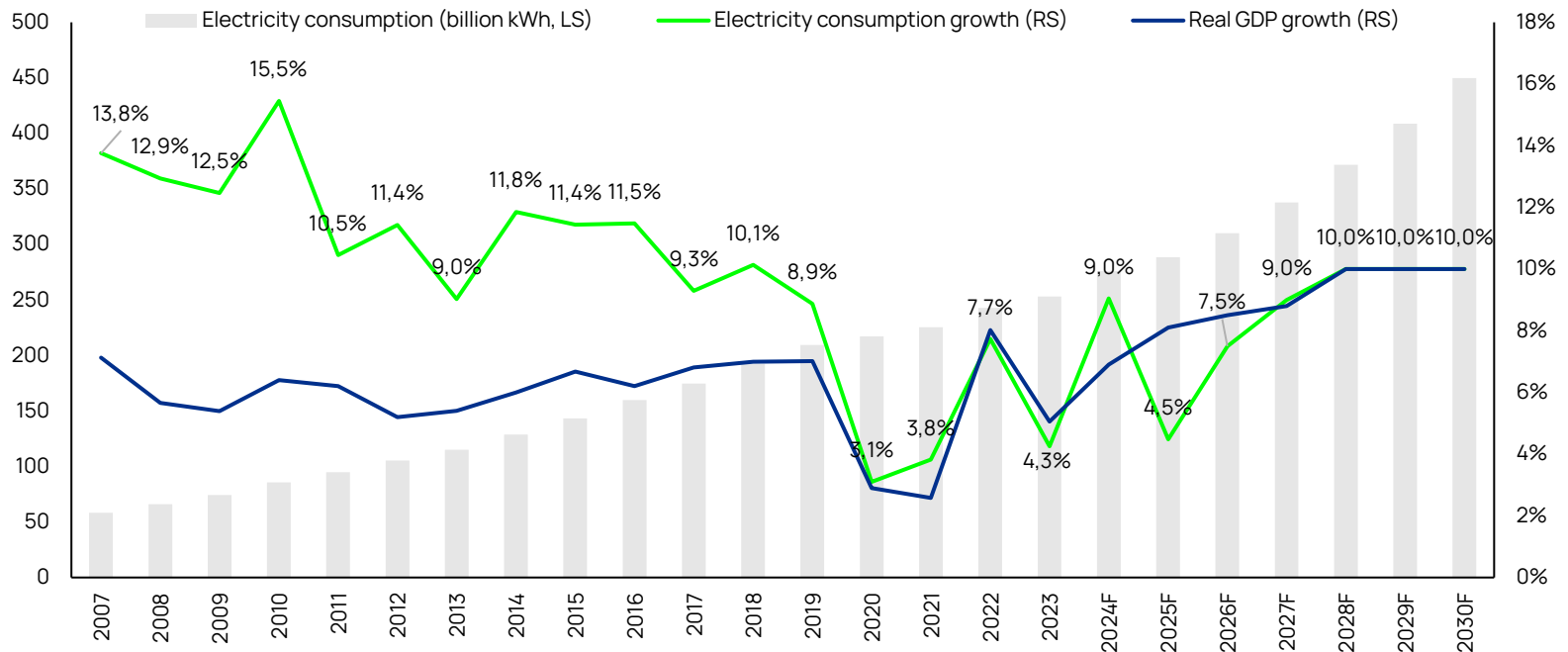
# Điện truyền thống

---

# Tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2026 dự kiến sẽ tăng tốc

- Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng nhu cầu điện năm 2026 ở mức 7,5% YoY (cao hơn mức ước tính cho năm 2025 của NSMO là +4,5% YoY), do được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi rằng tăng trưởng GDP sẽ ở mức 8,5%. Mức này nhìn chung thấp hơn so với kế hoạch sơ bộ về tăng trưởng nhu cầu điện là 6,4%–10,2% và chỉ tiêu sản lượng chính thức cho năm 2026 là 8,5%–14,1%.
- Chúng tôi cũng giữ nguyên dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện giai đoạn 2027–2030 ở mức 9%–10%/năm, nhờ được hỗ trợ bởi mục tiêu tăng trưởng GDP cao của Quốc hội.

## So sánh tăng trưởng tiêu thụ điện và tăng trưởng GDP của Việt Nam\*



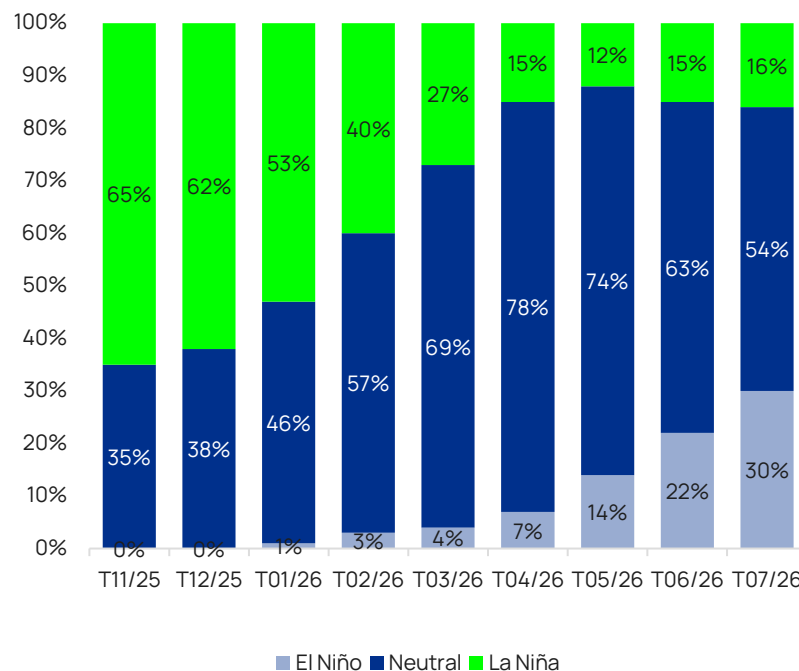
# Chúng tôi dự báo công suất nguồn điện sẽ tăng 8% YoY trong năm 2026

- Chúng tôi ước tính tổng công suất nguồn điện quốc gia năm 2025 tăng 7% YoY, chủ yếu đến từ các nhà máy điện LNG (Nhơn Trạch 3), các dự án nhiệt điện than (Vũng Áng 2 tổ máy 1 – 660 MW) và thủy điện (Hòa Bình mở rộng – 240 MW).
- Chúng tôi dự báo công suất nguồn điện sẽ tăng 8% YoY trong năm 2026, chủ yếu nhờ các nhà máy điện gió (1.600 MW, khoảng 2 tỷ USD), nhiệt điện than (Quảng Trạch 1 – 1.400 MW; Vũng Áng 2 – tổ máy 2 – 665 MW) và điện mặt trời mái nhà (1.100 MW).
- Chúng tôi dự báo tổng công suất lắp đặt quốc gia sẽ tăng 6%–14% trong giai đoạn 2026–2030, nhờ các chính sách thuận lợi hơn.

## Dự báo của Vietcap về công suất phát điện của Việt Nam (MW)

MW	2022	2023	2024	2025F	2026F
Thủy điện	22.544	22.872	23.664	24.493	25.336
Nhiệt điện than	25.312	26.757	26.757	27.417	29.592
Nhiệt điện khí & LNG	7.160	7.160	7.160	7.910	8.660
Điện mặt trời (trang trại)	8.736	8.736	8.736	8.950	9.080
Điện mặt trời (mái nhà)	7.954	7.954	7.954	7.873	8.961
Điện gió	3.980	4.757	4.757	6.640	8.215
Khác	2.114	2.319	3.372	5.122	5.422
<b>Tổng công suất</b>	<b>77.800</b>	<b>80.555</b>	<b>82.400</b>	<b>88.405</b>	<b>95.295</b>
Tăng trưởng YoY	1,5%	3,5%	2,3%	7,3%	7,8%

## Xác suất diễn ra của các điều kiện thời tiết tính đến tháng 10/2025



# Giá khí/than dự kiến tăng lần lượt 3%/4% YoY trong năm 2026F

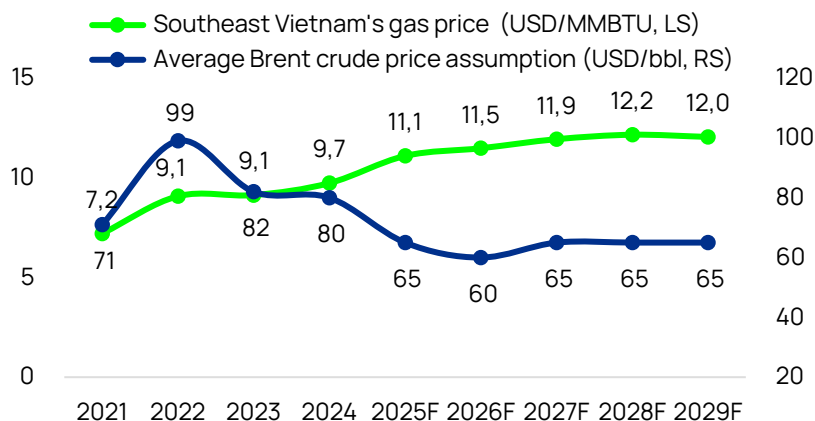
Chúng tôi kỳ vọng giá khí cung cấp cho các nhà máy điện sẽ duy trì ổn định quanh mức 11-12 USD/triệu BTU trong giai đoạn 2026-2029, qua đó hỗ trợ đà tăng trưởng nhu cầu của các nhà máy điện trong bối cảnh EVN có thể sẽ tiếp tục điều chỉnh tăng giá điện bán lẻ.

Chúng tôi dự báo giá than pha trộn sẽ tăng 4% YoY trong năm 2026, qua đó giữ cho nhiệt điện than vẫn có tính cạnh tranh về chi phí so với nhiệt điện khí (giá khí dự kiến tăng 3% YoY trong năm 2026).

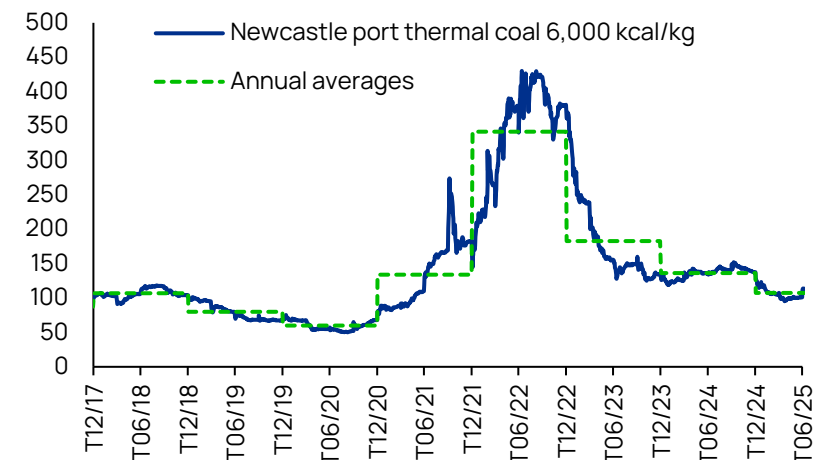
## Dự báo giá than nội địa 5a trung bình trong nước và than trộn tương đương

Triệu đồng/tấn	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Than trong nước, 5a (5.500 kcal/kg)	1.845	1.808	1.898	1.993	2.093	2.198	2.308	2.423
Tăng trưởng YoY	0,0%	-2,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Than trộn, tương đương 5a (*)	2.738	2.238	2.460	2.275	2.358	2.294	2.534	2.539
Tăng trưởng YoY	48,4%	-18,3%	9,9%	-7,5%	3,6%	-2,7%	10,5%	0,2%

## Triển vọng giá khí cho các nhà máy điện tại khu vực Đông Nam Bộ (USD/triệu BTU)



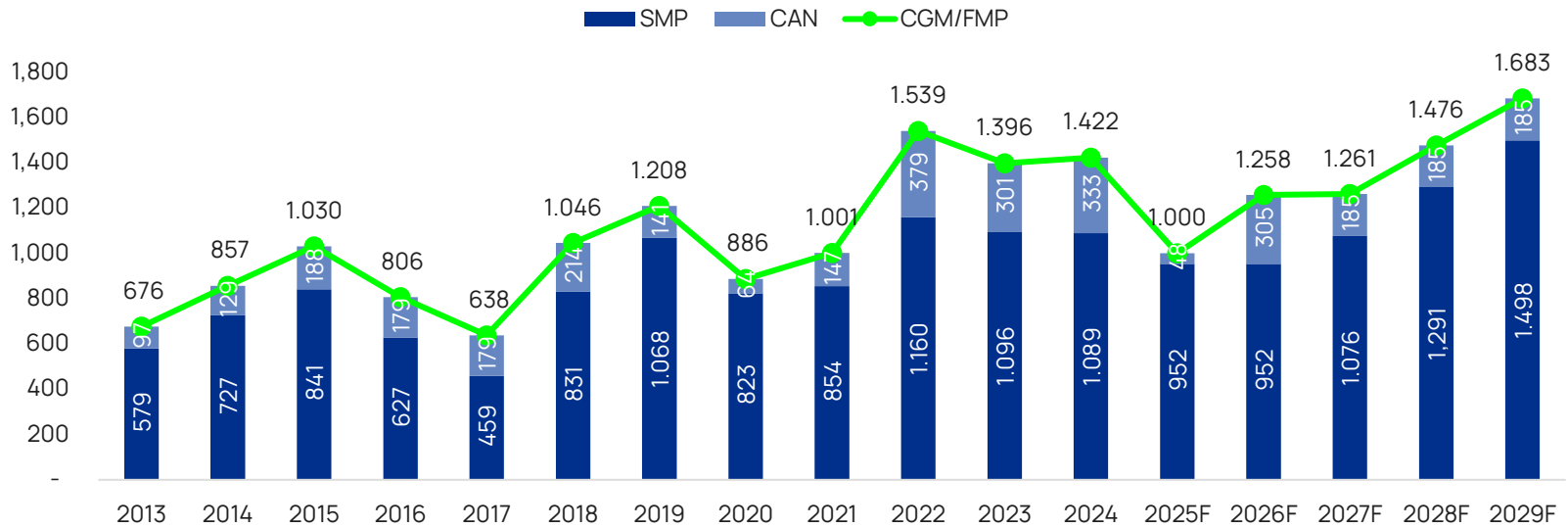
## Giá than Newcastle (6.000 kcal/kg) (USD/tấn)



# Giá CGM năm 2026F dự kiến phục hồi +26% YoY nhờ CAN trở lại mức bình thường

- Chúng tôi giảm 22% dự báo giá CGM trung bình năm 2025 xuống còn 1.000 đồng/kWh (-30% YoY), sau khi ghi nhận mức bình quân 10T thấp hơn dự kiến ở mức 957 đồng/kWh (-31% YoY), mà nguyên nhân chủ yếu đến từ mức tăng trưởng nhu cầu điện thấp do tác động của bão, lũ lụt và điều kiện thời tiết ít nóng bức hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng giá CGM trung bình năm 2026 sẽ đạt 1.258 đồng/kWh (+26% YoY), nhờ được thúc đẩy bởi việc giá Công suất thị trường (CAN) tăng lên mức 305 đồng/kWh (gấp 6,4 lần YoY), trở về mức bình thường so với giai đoạn 2022–2024 từ mức đáy bất thường của năm 2025 (theo các doanh nghiệp trong ngành). Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá điện năng thị trường (SMP) sẽ đi ngang YoY (do mức tăng mạnh +7,5% YoY của nhu cầu và mức tăng xấp xỉ 4% YoY của chi phí khí và than sẽ gây ảnh hưởng đến sự gia tăng của các nguồn điện giá rẻ - như sản lượng thủy điện).
- Nhìn chung, chúng tôi sẽ điều chỉnh giảm 7% dự báo giá CGM trung bình giai đoạn 2025–2029, chủ yếu do mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với dự báo năm 2025. Điều này hàm ý CAGR giá CGM giai đoạn 2024–2029 sẽ đạt 3,4%, nhìn chung phù hợp với mục tiêu lạm phát.

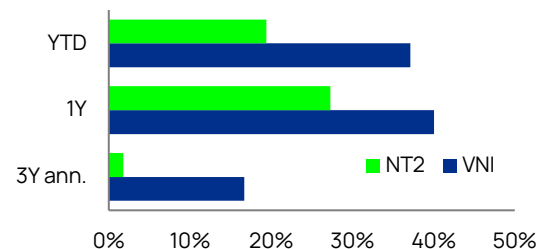
## Triển vọng giá CGM trung bình (đồng/kWh)



# NT2 – Mức tăng mạnh của lợi nhuận dự kiến sẽ thúc đẩy cổ tức tiền mặt tăng gấp 3 lần YoY

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	24.050 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	5.944	7.691	9.259	10.262
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>27.200 VND</b>	% YoY	-6,9%	29,4%	20,4%	10,8%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	83	808	900	676
		% YoY	-82,5%	875,1%	11,3%	-24,8%
TL tăng	+13,1	EPS	-82,0%	875,1%	11,3%	-24,8%
		% YoY				
Lợi suất cổ tức	<del>8,3%</del>	Biên LN gộp	0,9%	11,4%	10,9%	7,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+21,4%</b>	Biên LN ròng	1,4%	10,5%	9,7%	6,6%
		ROE	1,9%	17,4%	17,5%	12,6%
		Nợ vay ròng/vốn CSH	-31,8%	-38,0%	-39,6%	-41,8%
Ngành	Tiện ích	Lợi suất cổ tức	2,9%	8,3%	8,3%	8,3%
GT vốn hóa	6,9 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	700	2.000	2.000	2.000
Room KN	2,4 nghìn tỷ đồng	P/E	86,6x	8,9x	8,0x	10,6x
GTGD/ngày (30n)	29 tỷ đồng	P/B	1,7x	1,4x	1,4x	1,3x
Cổ phần Nhà nước	62%	EV/EBITDA	12,0x	5,7x	7,0x	8,7x
SL CP lưu hành	288 tr					
Pha loãng	288 tr					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 21/10/2025



## Tổng quan Công ty

NT2 là một trong những nhà sản xuất điện khí hiện đại nhất và có hiệu suất cao nhất Việt Nam. Công ty sản xuất khoảng 4,5 tỷ kWh, tương đương 2% sản lượng điện cả nước. Nhà máy đặt tại tỉnh Đồng Nai, là trung tâm công nghiệp & kinh tế của Đông Nam Bộ.

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 10](#) của chúng tôi, Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và điều chỉnh tăng 15,7% giá mục tiêu của CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) lên mức 27.200 đồng/cổ phiếu, chủ yếu nhờ: (1) mức tăng của chúng tôi đối với dự báo LNST báo cáo giai đoạn 2025-30 (thay đổi lần lượt +65%/+12%/-1%/-7%/-3%/-2% cho các năm tương ứng), (2) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá của chúng tôi từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2026, cùng với (3) mức tăng 50% của số dư tiền ròng.

Mức tăng của chúng tôi đối với dự báo LNST báo cáo giai đoạn 2025-30 chủ yếu đến từ việc chúng tôi điều chỉnh tăng giá định giá bán trung bình cho giai đoạn 2025-30 lên thêm 7%, sau khi giá bán trung bình giai đoạn 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025) của NT2 vượt 10% so với dự báo của chúng tôi và giá khí ghi nhận ở mức thấp hơn kỳ vọng trong quý 3.

Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2025 của NT2 sẽ tăng gấp 10 lần YoY lên mức 808 tỷ đồng, nhờ được thúc đẩy bởi: (1) mức tăng trưởng 19% YoY của sản lượng thương phẩm, (2) mức sản lượng hợp đồng Qc cao ở mức 3,5 tỷ kWh (+58% YoY), và (3) mức tăng 73% YoY của chênh lệch giá. Ngoài ra, LNST 9T của NT2 đã hoàn thành 117% dự báo năm 2025 trước đó của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng LNST báo cáo năm 2026 sẽ tiếp tục tăng lên mức 900 tỷ đồng (+11% YoY), nhờ: (1) chi phí khấu hao giảm khoảng 370 tỷ đồng, (2) sản lượng thương phẩm tiếp tục tăng trưởng lên mức 3,7 tỷ kWh (+16% YoY, thấp hơn mức trung bình 10 năm là 4,1 tỷ kWh), và (3) ghi nhận khoản thu nhập một lần ở mức xấp xỉ 270 tỷ đồng.

NT2 dự kiến mức chi trả cổ tức sẽ tăng gấp 3 lần, từ mức 700 đồng trong năm 2024 lên mức 2.000 đồng trong năm 2025 (lợi suất 8,3%), đồng thời, chúng tôi cũng cho rằng mức cổ tức này có thể sẽ được duy trì bền vững nhờ dòng tiền tự do (FCF) mạnh, ở mức khoảng 1 nghìn tỷ đồng/năm. Chúng tôi dự báo cổ tức sẽ tăng lên mức 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 12,5%) kể từ năm 2028 trở đi.

Định giá của NT2 hiện ở mức khá hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 là 8,0 lần, thấp hơn 42% so với mức trung bình 5 năm của các nhà máy điện độc lập cùng ngành (13,7 lần) và thấp hơn 62% so với mức trung bình 5 năm của NT2. Lợi suất cổ tức tương đương theo giá mục tiêu đạt 7,4%, qua đó khiến cổ phiếu NT2 trở nên hấp dẫn hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng.

**Rủi ro:** Chênh lệch giá/sản lượng năm 2026 thấp hơn dự kiến.

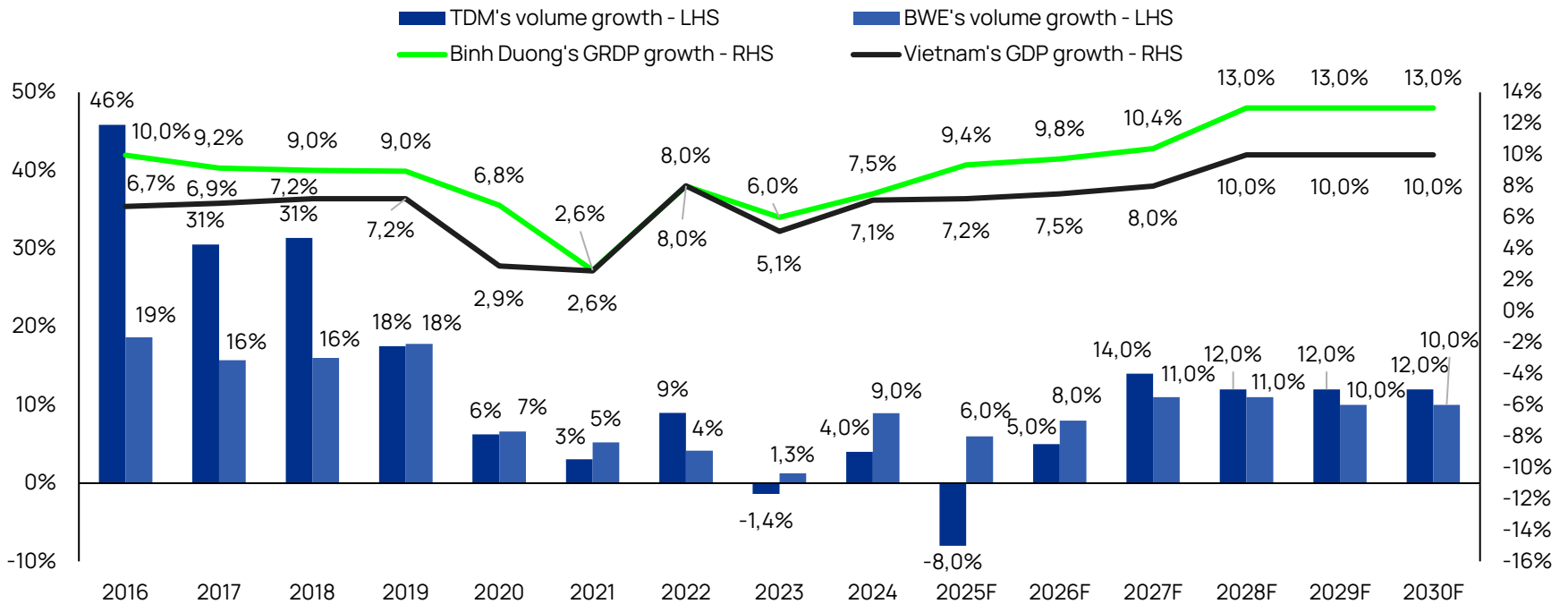
**Yếu tố hỗ trợ:** Nhận được khoản phí dịch vụ môi trường rừng và bồi thường lỗi tỷ giá sớm hơn dự kiến.

# Ngành Nước

---

# Triển vọng tích cực của ngành nước sạch tại Việt Nam

## Triển vọng sản lượng nước thương phẩm của BWE và TDM



# Giá nước tại Bình Dương dự kiến tăng

Kịch bản 1: Giá nước tăng đều đặn khoảng 5%–10%/năm.

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Bình Dương</b>	16%		4%			6%	5%	5%	6%	5%			
TP. HCM	11%						6%	6%	6%	6%			
Bà Rịa - Vũng Tàu	10%		9%	11%	10%	14%						8%	
Bình Phước			4%		5%	3%	3%	11%	12%	5%	4%	4%	4%
Tây Ninh			4%		4%						17%		
Long An				23%		2%		14%	8%	8%	8%		5%
Bạc Liêu						5%					7%	3%	11%

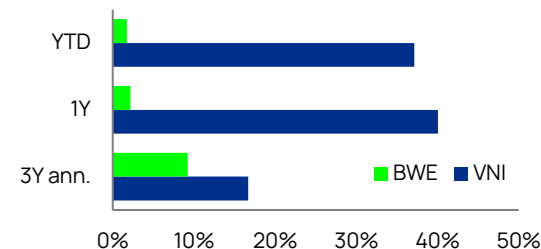
Kịch bản 2: Giá nước được điều chỉnh tăng mạnh (khoảng 30%–50%) sau khi được giữ ổn định trong nhiều năm.

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Hà Nội	13%	12%	10%								36%	10%	
Đồng Nai		36%								15%			
Cần Thơ	43%						14%					33%	
Sóc Trăng				17%			32%		10%				
Hậu Giang						48%			11%		17%		
Vĩnh Long			13%		21%		13%						33%
Bến Tre				41%									
Trà Vinh					31%					28%			
Cà Mau		39%									18%		15%
Quảng Trị	16%			25%								37%	
Quảng Bình		10%				8%			12%				32%

# BWE - Biên lợi nhuận gộp mảng nước cải thiện, giúp bù đắp cho việc hoãn tăng giá nước và phí xử lý rác thải

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Giá CP (04/12)	47.000 VND	Doanh thu	3.959	4.342	4.640	5.362
<b>Giá mục tiêu*</b>	<b>57.300 VND</b>	%YoY	12,3%	9,7%	6,9%	15,6%
		LNST sau lợi ích CĐTS	642	862	1.093	1.666
		% YoY	-4,8%	34,2%	26,9%	52,5%
TL tăng	21,9%	LNST cốt lõi	763	885	1.103	1.673
Lợi suất cổ tức	<u>2,8%</u>	EPS cốt lõi	5,3%	16,0%	24,6%	51,7%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+24,7%</b>	DPS (VND)	1.300	1.400	1.500	1.600
		Biên LN gộp	42,8%	44,6%	47,1%	53,2%
Ngành	Tiện ích	Biên LN ròng	16,2%	19,8%	23,6%	31,1%
GT vốn hóa	10,6 nghìn tỷ đồng	ROE	12,3%	14,8%	17,1%	23,0%
Room KN	4,3 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	100,3%	96,6%	89,0%	66,7%
GTGD/ngày (30n)	7,8 tỷ đồng	P/E	19,4x	14,5x	11,4x	7,5x
Cổ phần Nhà nước	19%	P/B	1,9x	1,8x	1,6x	1,4x
SL CP lưu hành	220 tr	EV/EBITDA	9,5x	8,1x	7,9x	6,6x
Pha loãng	220 tr					

\* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 11/11/2025



## Tổng quan Công ty

BWE là doanh nghiệp cấp nước lớn thứ hai tại Việt Nam, với công suất đạt 822.000 m<sup>3</sup>/ngày tính đến năm 2023. BWE cung cấp chuỗi giá trị môi trường khép kín, từ sản xuất và phân phối nước sạch (đóng góp 80% lợi nhuận gộp) đến xử lý nước thải. Ngoài ra, BWE còn hoạt động trong lĩnh vực xử lý chất thải, dịch vụ tang lễ, và điện mặt trời áp mái.

**Trong Báo cáo cập nhật tháng 11, chúng tôi điều chỉnh tăng 7,9% giá mục tiêu lên mức 57.300 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA đối với Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương (BWE),** với nguyên nhân chủ yếu là đến từ mức tăng 11% đối với định giá độc lập của BWE (do chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2030, với các mức thay đổi lần lượt là +7%/–4%/+1%/+3%/+4%/+2% cho các năm 2025/26/27/28/29/30) và tác động tích cực từ việc chúng tôi dời mô hình định giá từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2026.

**Mức điều chỉnh tăng đối với dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2030** chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) mức tăng của giá định biên lợi nhuận gộp mảng nước, nhờ mức giảm của chi phí thuê ngoài và các chi phí tiền mặt khác, theo KQKD quý 3; và (2) mức giảm của giá đầu vào mua từ TDM trong giai đoạn 2026–2030 (chiếm khoảng 30% sản lượng nước của BWE), qua đó bù đắp cho (3) việc lùi thời điểm tăng giá nước thêm một năm do thủ tục kéo dài hơn dự kiến sau khi sáp nhập các tỉnh thành, và (4) việc lùi 6 tháng kế hoạch tăng 20% giá dịch vụ xử lý rác thải, theo kế hoạch của công ty.

**Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 34% YoY lên 862 tỷ đồng,** nhờ: (1) mức tăng 6% YoY của sản lượng nước và (2) mức tăng thêm 72 tỷ đồng của lợi nhuận từ mảng xử lý nước thải & thu nhập tài chính.

**Chúng tôi dự báo LNST năm 2026 tăng 27% YoY,** nhờ: (1) mức tăng 8% của sản lượng nước, (2) mức tăng 11% của sản lượng rác thải, và (3) mức tăng 20% của giá dịch vụ xử lý rác thải từ giữa năm 2026.

BWE hiện sở hữu mức định giá tương đối hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 đạt 11,4x, tương ứng với mức PEG là 0,3 và thấp hơn 23% so với P/E của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Rủi ro: Việc tăng giá nước diễn ra chậm hơn dự kiến.

# Khuyến cáo

---

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

# Liên Hệ

---

## Phòng Nghiên cứu & Phân tích

### Phòng Nghiên cứu & Phân tích

+84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

### Ngân hàng, Chứng khoán & Bảo hiểm

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

### Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

### Giám đốc

Hoàng Nam, ext 124

### Bất động sản

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

### Dầu khí & Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

### Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

### Công nghiệp & Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 149

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

### Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 363

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

## Phòng Tư vấn Đầu tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

### Anthony Le

#### Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

### Châu Thiên Trúc Quỳnh

#### Giám đốc Điều hành

Phòng Tư vấn Đầu tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn