



**TRIỂN VỌNG
ĐẦU TƯ 2026**

www.vdsc.com.vn ↗

11,2 km/s

■ Tăng tốc vượt giới hạn

ĐỘI NGŨ THỰC HIỆN

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn

LỜI NÓI ĐẦU

Kính gửi Quý Nhà đầu tư,

Năm trước, chúng tôi chọn thông điệp “Dám cất cánh” hàm ý về tinh thần đổi mới quyết liệt: chấp nhận “vừa làm – vừa điều chỉnh” để bước ra khỏi vùng tăng trưởng an toàn, trong bối cảnh lực cản bên ngoài gia tăng từ chính sách thuế quan đến biến động địa chính trị. Thực tế 2025 đã kiểm chứng thông điệp đó. Cú sốc thuế quan tháng 4 và những dao động của trật tự kinh tế toàn cầu đặt Việt Nam trước bài toán cân đối khó hơn: tăng trưởng – ổn định – niềm tin. Tuy vậy, phản ứng chính sách theo hướng thích nghi đã được triển khai, trong khi chương trình cải cách tiếp tục mở rộng, từng bước hoàn thiện khung thể chế và chuẩn bị cho giai đoạn kiện toàn nhân sự của một nhiệm kỳ mới. Tuy nhiên cũng có những đánh đổi nhất định, đặc biệt ở biến động tỷ giá và lãi suất, để duy trì vòng quay của nền kinh tế trong giai đoạn giao thời.

Bước sang 2026, chúng tôi lấy tựa đề “11,2 km/s” – vận tốc vụ trụ cấp 2 - là tốc độ tối thiểu để một vật thể thoát khỏi lực hấp dẫn và bay vào không gian sâu, không bị kéo trở lại. Ẩn dụ này phản ánh một điểm ngoặt quan trọng: khi lực cản bên ngoài có dấu hiệu hạ nhiệt và nền tảng nội tại đủ lực đẩy, Việt Nam có cơ hội nhấn chân ga, dịch chuyển sang một quỹ đạo tăng trưởng mới. Trên thị trường vốn, câu chuyện cũng chuyển từ “đắt theo chỉ số” sang “hấp dẫn theo chiều rộng”: lợi nhuận quay lại vai trò dẫn dắt, còn tái định giá sẽ diễn ra có chọn lọc.

Báo cáo được cấu trúc theo ba lớp thông tin để hỗ trợ quyết định đầu tư một cách liền mạch: (1) Triển vọng kinh tế 2026: kịch bản nền, các biến số then chốt và điều kiện để tăng tốc; (2) Triển vọng thị trường chứng khoán: động lực EPS, định giá, thanh khoản, rủi ro vĩ mô/địa chính trị và các chỉ báo cần theo dõi; và (3) Chiến lược & ý tưởng đầu tư 2026: chuyển hóa bức tranh vĩ mô thành chủ đề, ngành và cổ phiếu, với trọng tâm vào các dòng chảy “kiến tạo”, nguyên liệu cho động cơ tăng trưởng, và tiêu dùng đang ấm dần—đi kèm khung quản trị rủi ro và nguyên tắc tái cân bằng danh mục.

Chúng tôi kỳ vọng báo cáo này sẽ giúp nhà đầu tư đọc đúng chu kỳ, chọn đúng độ rộng, và định vị danh mục phù hợp khẩu vị rủi ro. Chúng tôi cam kết đồng hành xuyên suốt năm 2026 bằng cập nhật kịch bản, khuyến nghị chiến thuật, cụ thể hóa ra danh mục khuyến nghị và đối thoại chủ động để hỗ trợ nhà đầu tư nắm bắt cơ hội khi “11,2 km/s” trở thành vận tốc của một chu kỳ mới.

Trân trọng,

Trung Tâm Phân Tích - Công ty Cổ phần chứng khoán Rồng Việt

MỤC LỤC

Phần I:

Nhìn lại 2025 – Sẵn Sàng cho thời cuộc

Tổng quan vĩ mô và thị trường

Phần II:

Triển vọng kinh tế 2026 – Từ giữ nhịp đến bứt tốc

Kinh tế toàn cầu bền bỉ trước các thay đổi mang tính cấu trúc
Cải cách thể chế và chính sách thúc đẩy cho đầu tư và tiêu dùng bứt phá
Tổng quan triển vọng vĩ mô Việt Nam 2026
Dự báo một số chỉ tiêu vĩ mô trong 12 tháng tới
Các vấn đề vĩ mô đáng chú ý khác trong 2026
Lịch sự kiện đáng chú ý

Phần III:

Triển vọng thị trường 2026 – “Chất lượng lợi nhuận dẫn dắt; tái định giá có sự chọn lọc”

VN Index có thể hướng đến vùng 1.712-2.032 trong 12-14 tháng tới
Dự báo EPS của VNIndex sẽ tăng trưởng 15-19% trong 2026
P/E mục tiêu kỳ vọng nằm trong vùng 12,5x – 14,5x
Cải cách cho câu chuyện chuyển mình của TTCK Việt Nam

Phần IV:

Chiến lược & Ý tưởng đầu tư

Thông điệp đầu tư 2026
3 chủ đề đầu tư 2026
Danh mục đầu tư chủ động 2026
Danh mục đầu tư giá trị 2026

Phần V:

Phụ lục thị trường

Phụ lục dữ liệu thị trường 2025

VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG 2025

“SẴN SÀNG CHO THỜI CUỘC”

Nhìn lại 2025 ...

1. Tăng trưởng kinh tế

Thương mại phục hồi kể từ sau thuế quan tháng 4 là động lực tăng trưởng cho Việt Nam 2025, mặc dù mức độ phụ thuộc vào khu vực FDI và sức cạnh tranh của doanh nghiệp nội vẫn cần theo dõi. Sản xuất công nghiệp và chế biến chế tạo duy trì vai trò động lực, đóng góp lớn nhất vào đà tăng chung, nhờ nhu cầu bên ngoài và đơn hàng cải thiện. Chỉ số PMI cho thấy chu kỳ hồi phục của nhà máy 5 tháng liên tiếp, phản ánh điều kiện kinh doanh cải thiện dù có gián đoạn thời tiết.

2. Chính sách tài khóa

Bức tranh tài khóa 2025 cho thấy thu ngân sách tốt tạo đệm cho điều hành nhưng điểm nghẽn về giải ngân và cấu trúc chi chưa đạt như kỳ vọng. Trên thực tế, đầu tư công là điểm sáng khi kế hoạch được giao tăng hơn 30% so với 2024 nhưng tốc độ giải ngân vẫn là điểm nghẽn lớn (60,6% kế hoạch 11T.2025), khiến tác động lan tỏa tới tổng cầu và khu vực xây dựng–vật liệu chưa đạt kỳ vọng.

3. Chính sách tiền tệ

Thông điệp điều hành xuyên suốt của NHNN là linh hoạt hỗ trợ tăng trưởng nhưng phải giữ ổn định. Các biện pháp thực thi vào cuối năm của NHNN trên thị trường mở (tăng lãi suất OMO lên 4,5%/năm và mở rộng kỳ hạn OMO tối đa 105 ngày) và bán USD kỳ hạn cho thấy ưu tiên định hình mặt bằng lãi suất ngắn hạn, nâng khả năng cung ứng thanh khoản có kỳ hạn cho hệ thống và đảm bảo tỷ giá trong tầm kiểm soát. Tín dụng toàn hệ thống ước tăng 19% so với cuối 2024, đủ để hỗ trợ tăng trưởng nhưng cũng đặt yêu cầu kiểm soát chất lượng tín dụng và phân bổ vào khu vực sản xuất. Với tỷ giá, áp lực vẫn hiện hữu, ghi nhận VND mất giá khoảng 3,45% kể từ đầu năm.

4. Môi trường chính sách

Môi trường chính sách năm 2025 đẩy mạnh cải cách thể chế và giảm chi phí tuân thủ, thể hiện rõ qua Chương trình cắt giảm thủ tục hành chính, điều kiện kinh doanh giai đoạn 2025–2026 theo Nghị quyết 66/NQ-CP. Cuối năm, Công điện 220/CĐ-TTg yêu cầu hoàn thành các phương án đã phê duyệt và công bố các chỉ tiêu cắt giảm đáng kể liên quan hoạt động và điều kiện kinh doanh. Về thể chế, Chính phủ mở rộng phân cấp–phân quyền hơn sau khi sáp nhập chính quyền 2 cấp.

5. Thị trường chứng khoán

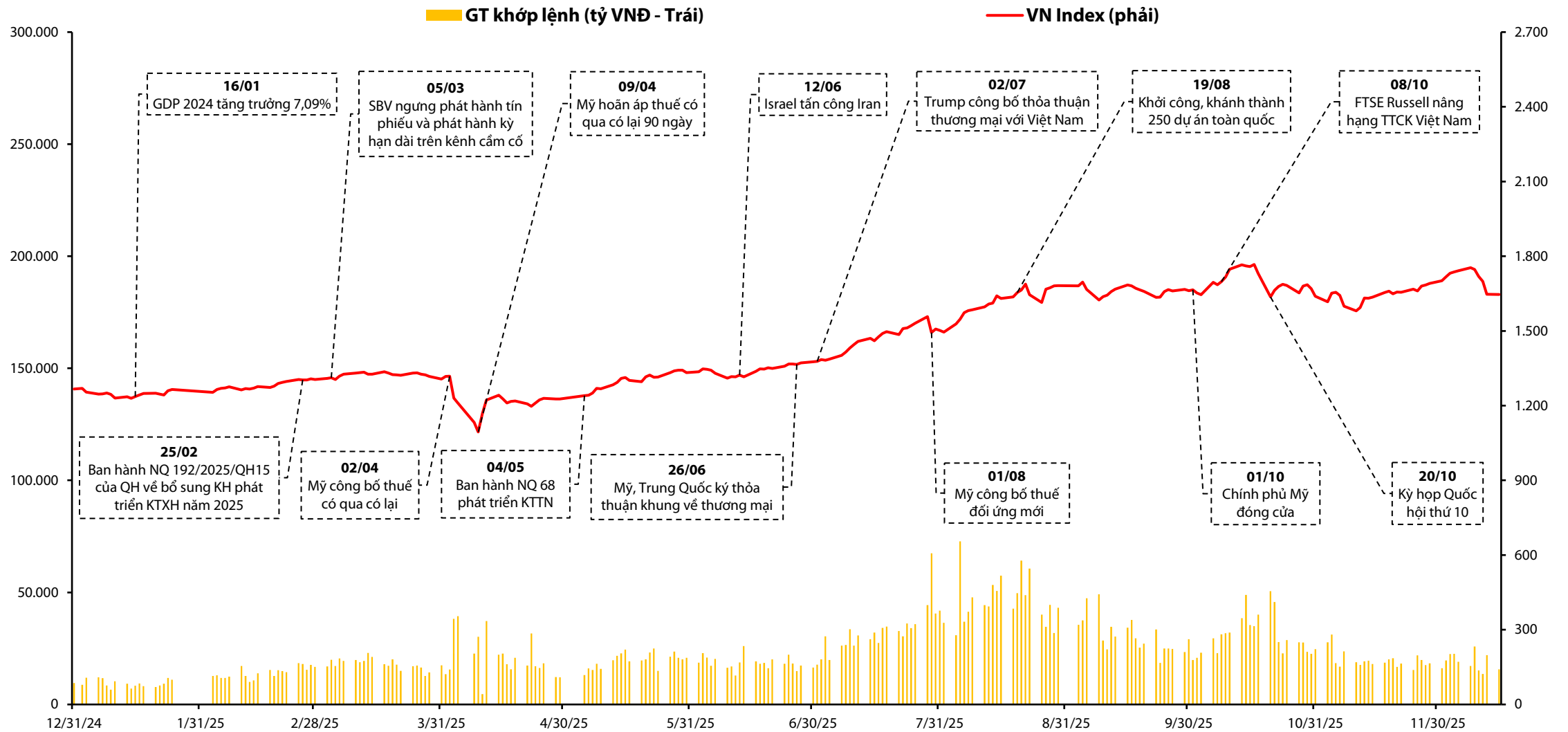
VN-Index đóng cửa ngày 26/12 tại 1.729,8 điểm, tăng 36,6% so với đầu năm, ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội so với phần lớn các thị trường khu vực. Thanh khoản bình quân trên sàn HOSE đạt 24.112 tỷ đồng/phiên (+47,7% so với 2024), phản ánh sự trở lại mạnh mẽ của dòng tiền đầu cơ, đặc biệt từ nhóm nhà đầu tư cá nhân và tổ chức.

Tính chung cả năm, khối ngoại tiếp tục duy trì vị thế bán ròng mạnh mẽ, tổng giá trị bán ròng lên tới 247.451 tỷ đồng qua cả kênh khớp lệnh lẫn thỏa thuận, tập trung chủ yếu vào nhóm bất động sản (VIC: 20.796 tỷ, VHM: 11.520 tỷ), công nghệ (FPT: 11.741). Động thái này chủ yếu xuất phát từ lo ngại bất định leo thang liên quan tới chính sách thương mại toàn cầu khiến cho triển vọng tăng trưởng toàn cầu chậm lại và rủi ro lạm phát có thể trở lại tại nhiều nền kinh tế lớn khiến dòng tiền ngoại chủ động cơ cấu lại danh mục, giảm tỷ trọng tại các thị trường cận biên, mới nổi như Việt Nam. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên sàn chứng khoán Việt Nam giảm về mức quanh 16%.

	Mục tiêu 2025 (mới)	Thực hiện 2024	Thực hiện Q1/25	Thực hiện Q2/25	Thực hiện Q3/25	Thực hiện 11T25
Tăng trưởng GDP	8,3-8,5%	7,1%	7,1%	8,2%	8,2%	na
- Nông, lâm thủy sản	3,9%	3,3%	3,8%	4,0%	3,7%	na
- Công nghiệp và xây dựng	9,8-10,1%	8,2%	7,6%	8,8%	9,5%	na
- Dịch vụ	8,5-8,6%	7,4%	7,8%	9,1%	8,6%	na
- Thuế và trợ cấp	6,4-6,7%	5,7%	5,0%	6,0%	6,6%	na
Chỉ số sản xuất công nghiệp	9,5%	8,4%	8,3%	9,3%	10,0%	9,3%
Doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ	12,0%	9,0%	9,5%	9,0%	10,1%	9,1%
Kim ngạch xuất nhập khẩu ¹	12,0%	15,4%	13,8%	19,8%	19,3%	17,3%
Thặng dư thương mại (tỷ \$)	30	25	3,2	4,5	8,9	19,6
Điện sản xuất	12,5-13,0%	10,1%	5,0%	2,7%	8,8%	6,5%
Đầu tư công ²	31,2%	-4,6%	21,8%	25,9%	32,5%	Na
Đầu tư tư nhân	14,3%	7,7%	5,5%	8,9%	8,2%	Na
FDI	9,3%	9,4%	7,1%	8,8%	9,0%	8,9%
Lạm phát	< 4,5%	3,6%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Tín dụng ³ (svck)	> 16,0%	15,1%	17,9%	19,2%	19,6%	19,9%
Tỷ giá (VND/US) ⁴	na	25.551	25.740	26.300	26.446	26.401

Nguồn: TCTK, -=, CTCK Rồng Việt, ¹ xuất khẩu tăng trưởng 16,3% và nhập khẩu tăng 18,4% so với cùng kỳ trong 11T2025. ² ước tính của TCTK về vốn đầu tư thực hiện từ NSNN. Theo BTC, giải ngân vốn đầu tư công tính đến 11/12/2025 đạt hơn 577,7 nghìn tỷ đồng. ³ lũy kế tính đến cuối quý, tháng. ⁴ tỷ giá bán của VCB, cuối quý, cuối tháng và cuối năm.

VN Index, tháng 01/2025 - 12/2025



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 15/12/2025.

TRIỂN VỌNG KINH TẾ VĨ MÔ 2026

“TỪ GIỮ NHỊP ĐẾN BỨT TỐC”

2026 nhiều khả năng là năm “ghi nhận” của những nỗ lực cải cách bắt đầu từ 2025, khi nền tảng thể chế minh bạch hơn và định hướng điều hành ổn định hơn bắt đầu chuyển hóa thành sự gia tăng đầu tư toàn xã hội và phục hồi tiêu dùng, trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu vẫn bền bỉ dù trật tự kinh tế tiếp tục phân mảnh.

- **Bối cảnh toàn cầu:** Kịch bản suy thoái Mỹ không phải kịch bản cơ sở cho 2026. Sức bền tăng trưởng đến từ (i) xu hướng kiểm chế trả đũa giúp thuế quan khó leo thang ngoài kiểm soát, (ii) chuỗi cung ứng thích nghi nhanh giúp thương mại duy trì, và (iii) làn sóng đầu tư liên quan đến AI (R&D, data center, năng lượng – tiện ích, phần cứng/phần mềm). Tuy nhiên, rủi ro sự kiện tại Mỹ có thể tăng quanh (1) khả năng thay đổi Chủ tịch Fed khi J. Powell hết nhiệm kỳ tháng 5/2026 và (2) bầu cử giữa nhiệm kỳ (03/11/2026). Dù cạnh tranh chiến lược tiếp diễn, duy trì kênh đối thoại cấp cao trong APEC/G20 2026 có thể giúp giảm sức căng thẳng.
- **Cải cách trong nước – động lực tăng trưởng:** 2025 là năm “xây dựng” chính sách với trọng tâm xử lý điểm nghẽn thể chế (phân mảnh quy định, thực thi thiếu nhất quán) theo hướng minh bạch – kỷ cương – dựa trên nguyên tắc thị trường, với các trụ cột: tinh gọn hành chính và cải cách nhân sự khu vực công; đổi mới quy trình lập pháp; cải cách khung pháp lý đấu thầu/đầu tư nhằm giảm chi phí tuân thủ và cải thiện chất lượng thực thi.
- **Đầu tư 2026 tăng tốc nhờ thêm động lực mới:** Ngoài FDI và đầu tư công, trọng tâm chuyển sang khu vực tư nhân và DNNN. Nghị quyết 198/2025/QH15 tạo cú hích môi trường kinh doanh thông qua giảm gánh nặng thanh tra/kiểm tra và rủi ro pháp lý; mở rộng tiếp cận đất đai & nguồn lực; thúc đẩy đổi mới sáng tạo/ứng dụng công nghệ; hỗ trợ vốn và thị trường cho SME; khuyến khích DN lớn tham gia dự án chiến lược và vươn ra thị trường quốc tế. Song song, Luật 68/2025/QH15 định vị lại vai trò DNNN tập trung vào lĩnh vực then chốt; Nghị định 248/2025/NĐ-CP cải cách lương–thưởng, nâng thu nhập (khoảng 1,5–2,0 lần) và thưởng gắn hiệu quả (tối đa ~4 lần lương cơ bản), qua đó nâng cao hiệu quả vận hành. Trong ngắn–trung hạn, hạ tầng và đô thị hóa tiếp tục dẫn dắt; mô hình tăng trưởng dựa trên KH–CN/đổi mới là xu hướng chiến lược nhưng cần độ trễ để hiện thực hóa.
- **Tiêu dùng cải thiện theo 2 kênh:** (i) hiệu ứng lan tỏa từ phục hồi đầu tư và dịch chuyển lao động tại các dự án mới; (ii) chính sách củng cố thu nhập/niềm tin hộ gia đình (cải cách thuế TNCN, hỗ trợ giáo dục, tăng chi y tế, duy trì giảm VAT, điều chỉnh lương tối thiểu vùng, hoàn thiện chính sách vai trò nhà ở xã hội).
- **Khung vĩ mô 2026:** Lạm phát dự báo **3,7–4,0%**; giá dầu khoảng **60–65 USD/thùng** hỗ trợ ổn định chi phí. Kịch bản cơ sở: NHNN **chưa tăng lãi suất điều hành** ít nhất đến nửa đầu 2026, ưu tiên điều tiết qua thị trường mở; lãi suất huy động có thể tăng **50–100 bps**; tín dụng định hướng quanh **~18% YoY**. Áp lực tỷ giá dự kiến dịu hơn 2024–2025; dự báo cuối 2026 khoảng **26.890–27.150 VND/USD**. Tài khóa bước vào khung 2026–2030 với ưu tiên chi đầu tư phát triển: thu NSNN +~29%, chi +~24% so 2025; chi đầu tư phát triển ~1.120 nghìn tỷ đồng (+~42%); bội chi **~4,2% GDP**. Tăng trưởng 2026 được kỳ vọng cải thiện mạnh; kịch bản cơ sở tham chiếu mức **~8,7%** do độ trễ thực thi và chuyển dịch từ “tăng trưởng cơ sở” sang “tăng trưởng mục tiêu”.
- **Điểm nhấn:** Nếu xếp hạng tín nhiệm đối với Việt Nam được nâng lên “Đầu tư -Investment Grade” trong kỳ đánh giá 2026, chi phí vốn quốc gia và doanh nghiệp có thể giảm đáng kể. Việc triển khai **Trung tâm tài chính quốc tế** (khung pháp lý, ưu đãi thuế, cơ chế ngoại hối, trọng tài quốc tế, hạ tầng thị trường) là chỉ báo quan trọng cho tiến trình tái cấu trúc thị trường vốn, dù năng lực cạnh tranh sẽ phụ thuộc vào tốc độ thực thi, nhân lực và hạ tầng số–logistics.

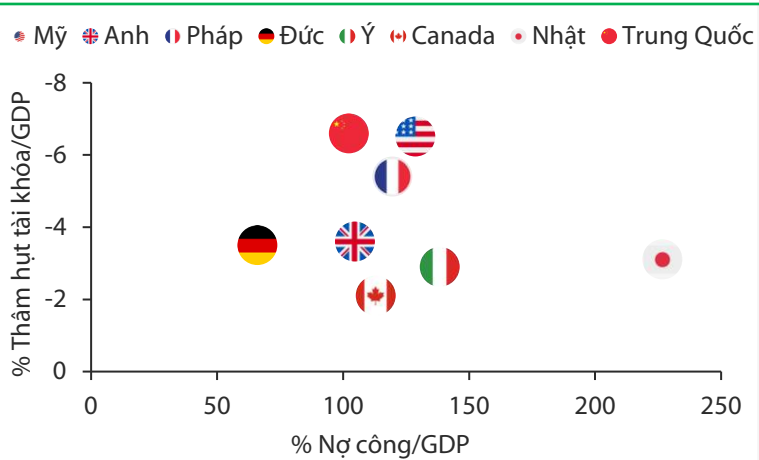
Bất chấp các cú sốc chính trị và mức độ bất định chính sách duy trì cao, kinh tế toàn cầu 2025 vẫn cho thấy sức chống chịu vượt kỳ vọng. Kịch bản suy thoái tại Mỹ đã không xảy ra và không kỳ vọng sẽ xảy ra cho 2026. Sự bền bỉ này đến từ ba trụ cột chính: (1) các quốc gia kiểm chế các biện pháp trả đũa, giúp thuế quan không leo thang ngoài kiểm soát; (2) chuỗi cung ứng toàn cầu thích nghi nhanh hơn dự kiến, qua đó giữ cho khối lượng thương mại tiếp tục tăng; và (3) làn sóng đầu tư liên quan đến AI tạo lực đẩy đáng kể cho tăng trưởng, đặc biệt tại Mỹ, bù đắp phần suy yếu từ các yếu tố kìm hãm khác. Vì vậy, một năm mở đầu bằng lo ngại sâu sắc về thương mại và trật tự đa phương dựa trên luật lệ đã khép lại với tâm thế thận trọng.

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng toàn cầu dự kiến sẽ vẫn vững chắc bất chấp những căng thẳng và sự phân mảnh ngày càng lớn. Các động lực chính tạo cú huych tăng trưởng năm sau:

- **Sự hỗ trợ tiền tệ và tài khóa tiếp tục duy trì đà tăng trưởng toàn cầu.** Tại Mỹ, áp lực bước vào bầu cử giữa nhiệm kỳ khiến ưu tiên củng cố niềm tin kinh tế; việc tăng thuế quan năm 2025 và triển khai các biện pháp giảm thuế theo OBBBA năm 2026 được thúc đẩy nhịp nhàng trước bầu cử giữa nhiệm kỳ. Nới lỏng tài khóa của châu Âu đến từ chi quốc phòng và đầu tư hạ tầng. Về tiền tệ, sau giai đoạn tăng nhanh và mạnh lãi suất 2022-2023 lạm phát đã hạ về gần mục tiêu, mở đường để NHTW cắt giảm lãi suất chính sách trong năm tới, hỗ trợ vừa phải cho nền kinh tế (ngoại lệ Nhật Bản có khả năng còn một nhịp tăng). Kịch bản cơ sở là lãi suất giữ ổn định tại châu Âu, trong khi Mỹ có dư địa cắt giảm.
- **Sự kết hợp giữa chuyển tải và nhu cầu nội tại từ các đối tác ngoài Mỹ, cho thấy thương mại toàn cầu vẫn tăng trưởng, trái với lo ngại hồi đầu năm.** Xuất khẩu Trung Quốc sang Mỹ suy giảm nhưng dòng hàng hóa nhiều khả năng đã đi vòng qua các thị trường mới nổi, nơi xuất khẩu sang Mỹ lại tăng mạnh. Kết quả, thâm hụt tài khoản vãng lai của Mỹ vẫn có xu hướng nới rộng bất chấp hàng rào thuế quan nhưng tổng xuất khẩu Trung Quốc vẫn tăng 5,4%.
- **Sự bùng nổ bền vững trong cơ sở hạ tầng AI.** Niềm tin đó thể hiện qua làn sóng đầu tư khổng lồ đang đổ vào công nghệ này, không chỉ giới hạn ở Mỹ và Trung Quốc bao trùm các mảng như nghiên cứu & phát triển, trung tâm dữ liệu, hạ tầng năng lượng & tiện ích, phần cứng và phần mềm.

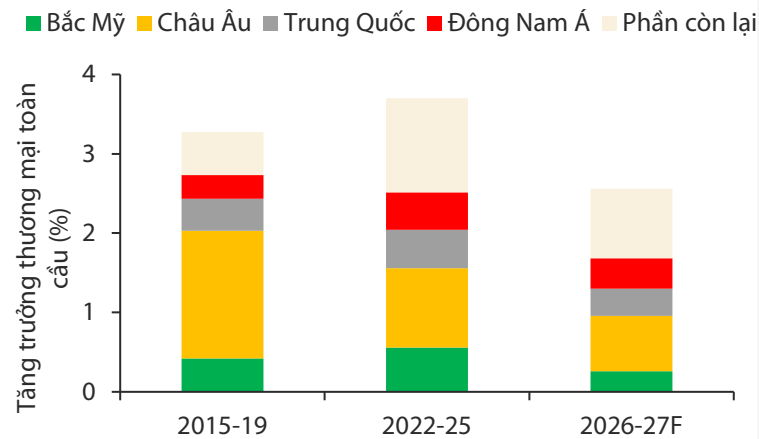
Xu hướng phân mảnh địa chính trị vẫn tiếp diễn và Mỹ nhìn chung chưa kiểm được tầm ảnh hưởng của Trung Quốc, trong khi châu Âu tiếp tục tụt lại khi vai trò địa chính trị suy giảm (từ Ukraine, Trung Đông đến đàm phán thương mại với Mỹ). Đáng chú ý, nội bộ Mỹ năm 2026 nhiều khả năng bị chi phối bởi hai mốc lớn: (1) sự thay đổi chủ tịch Fed khi J.Powell hết nhiệm kỳ vào tháng 5 và bầu cử giữa nhiệm kỳ ngày 03/11/2026. Dù cạnh tranh chiến lược vẫn sẽ tiếp diễn, việc duy trì kênh đối thoại cấp cao và hợp tác trong khuôn khổ APEC và G20 năm 2026 sẽ là tín hiệu tích cực và quan hệ Mỹ-Trung ổn định hơn trong ngắn hạn.

Chính sách tài khóa tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng



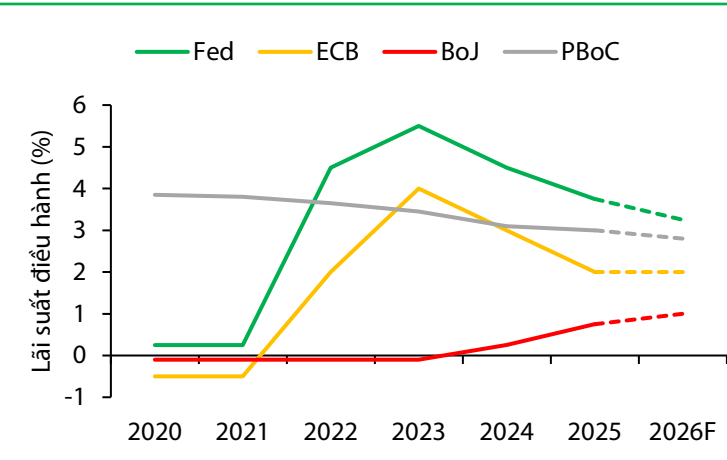
Nguồn: IMF, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chuyển dịch thương mại giúp chống chịu thuế quan



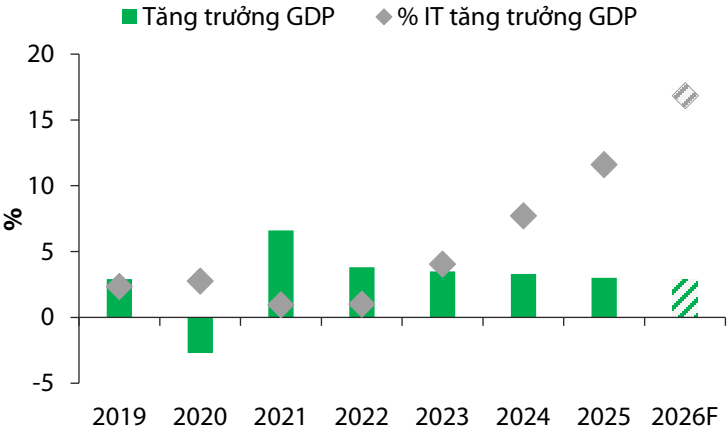
Nguồn: OECD, CTCK Rồng Việt

NHTW vẫn trong chu kỳ cắt giảm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

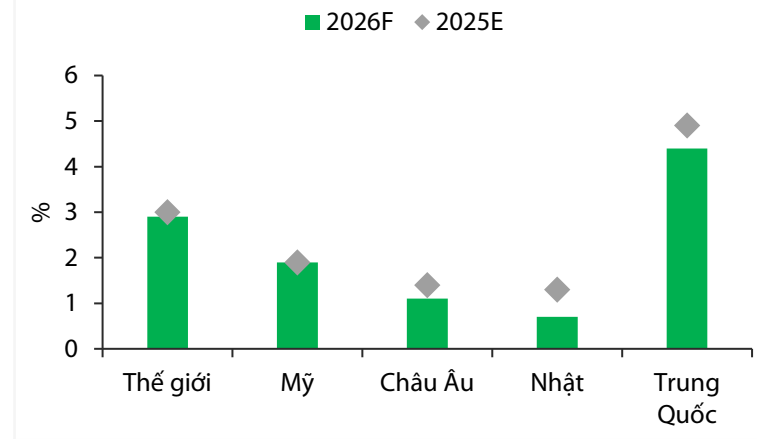
Công nghệ đóng góp lớn vào tăng trưởng GDP



Nguồn: IMF, Gartner, CTCK Rồng Việt

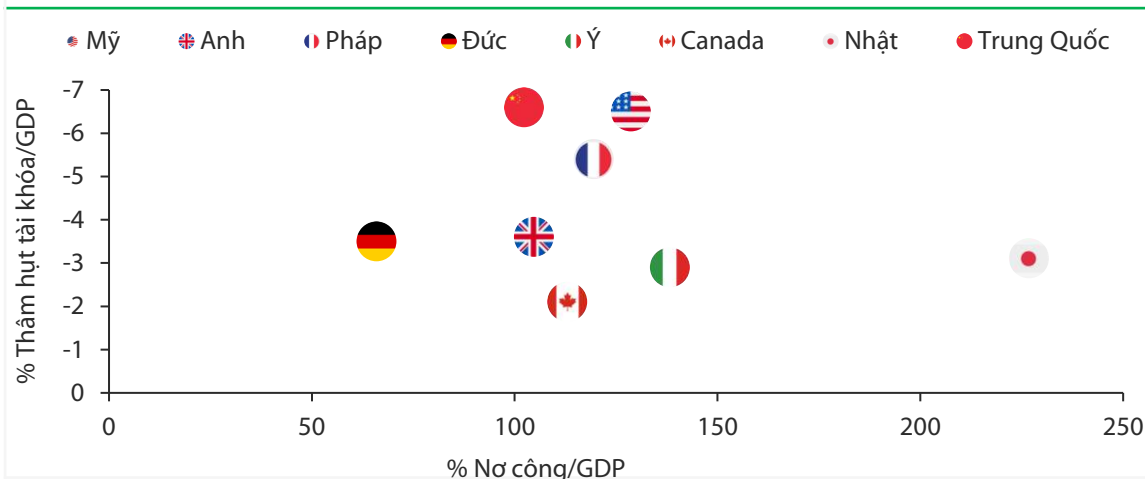
Dự báo tăng trưởng toàn cầu dự kiến ở mức 2,9% được hỗ trợ bởi 4 yếu tố chính sau: (1) Chính sách tài khóa mở rộng tại các nền kinh tế lớn; (2) chu kỳ cắt giảm lãi suất của các NHTW lớn sẽ tiếp tục (ngoại trừ Nhật); (3) chuyển dịch thương mại toàn cầu giúp chuỗi cung ứng bền bỉ trước thuế quan và (4) sự bùng nổ của cơ sở hạ tầng AI làm nền tảng cho tăng trưởng.

Dự báo tăng trưởng GDP thấp hơn ở các nước phát triển



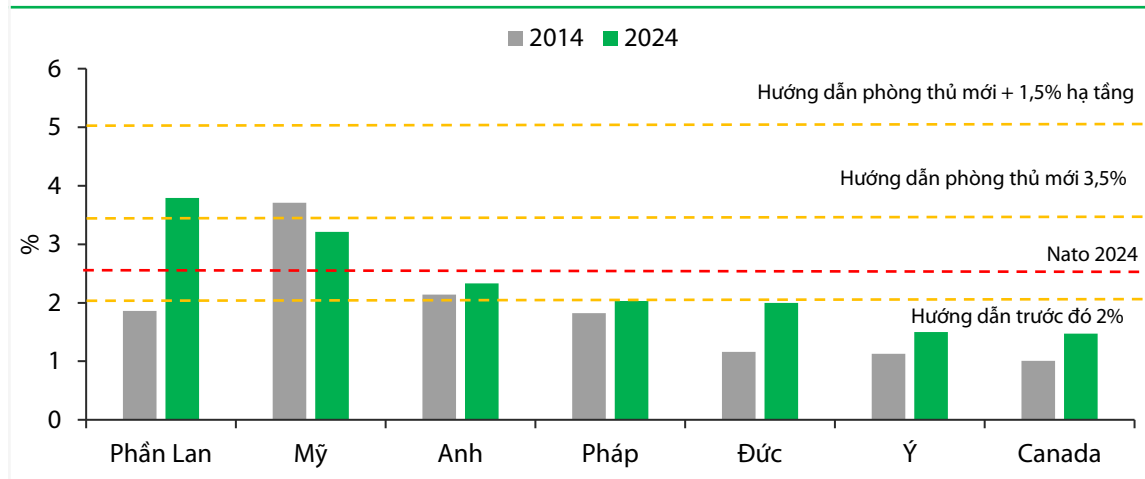
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Các nước G7 và Trung Quốc tiếp tục chi tiêu công mạnh mẽ hỗ trợ tăng trưởng



Nguồn: IMF, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Các nước NATO cam kết nâng chi tiêu quốc phòng lên 5% GDP vào 2035

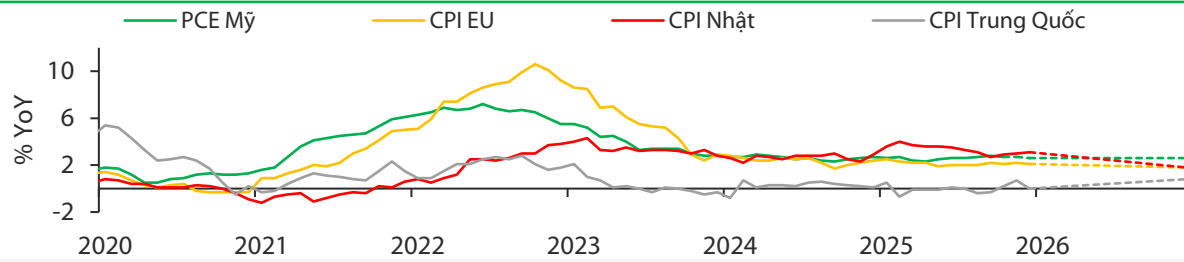


Nguồn: NATO, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng toàn cầu 2026 thúc đẩy bởi **chính sách tài khóa chủ động, có chọn lọc** tạo ra cú hích đồng bộ cho nhu cầu toàn cầu.

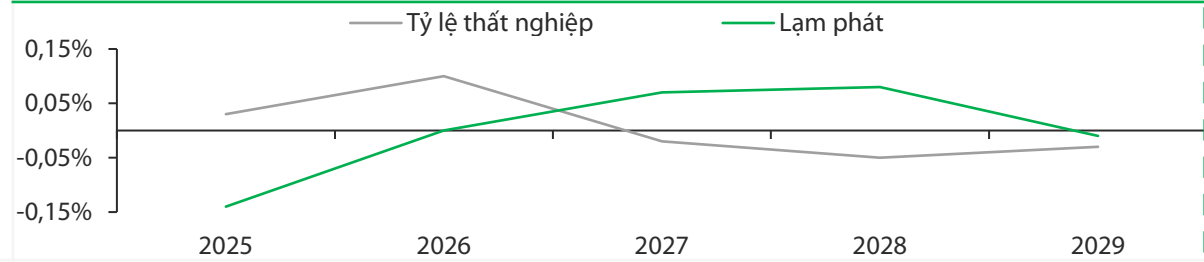
- Ở Mỹ, **One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)** giảm thuế thu nhập cá nhân tập trung vào nhóm thu nhập thấp, trung bình. Ngoài ra, đạo luật đi kèm cắt giảm thuế & ưu đãi đầu tư cho doanh nghiệp, cùng với các đạo luật sẵn có như CHIPS Act, Inflation Reduction Act và gói hạ tầng hỗ trợ mạnh cho chu kỳ đầu tư hạ tầng mới.
- Ở châu Âu, **NATO đã đưa ra hướng dẫn mới nâng cam kết chi tiêu quốc phòng lên khoảng 5% GDP vào 2035**. Dù mốc 2035 còn xa, nhưng buộc các nước EU phải tăng dần ngân sách quốc phòng tập trung vào quốc phòng, hạ tầng, an ninh năng lượng và hạ tầng số.
- Thủ tướng mới của Nhật, Takaichi công khai ủng hộ kích thích tài khóa quy mô lớn tiếp nối di sản Abenomics để hỗ trợ tăng trưởng trong bối cảnh dân số già, tiền lương thực và tiêu dùng hộ gia đình vẫn yếu với các gói bổ sung ngân sách cho hạ tầng, hỗ trợ chi phí sinh hoạt, giảm thuế mục tiêu.
- Đối với Trung Quốc, năm 2026 đánh dấu năm đầu của đề cương 5 năm mới 2026–2030, nhiều khả năng duy trì chính sách tài khóa mở rộng, với mức thâm hụt ngân sách chính phủ trung ương cao hơn trước COVID và tiếp tục sử dụng trái phiếu đặc biệt của chính quyền địa phương để tài trợ cho hạ tầng, nhà ở, năng lượng và công nghệ chiến lược (AI, bán dẫn, 5G/6G, năng lượng) nhằm đạt mục tiêu tự chủ công nghệ.

Thị trường lao động và giá hàng hóa dịu lại giúp cho lạm phát hạ nhiệt



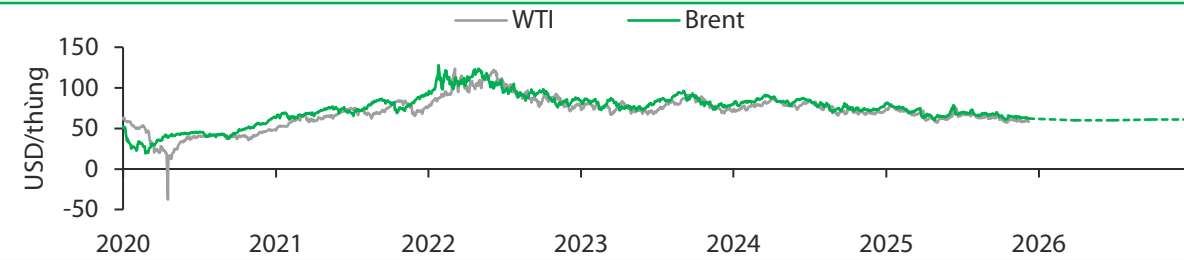
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tác động của thuế quan khiến cho sức cầu của nền kinh tế giảm



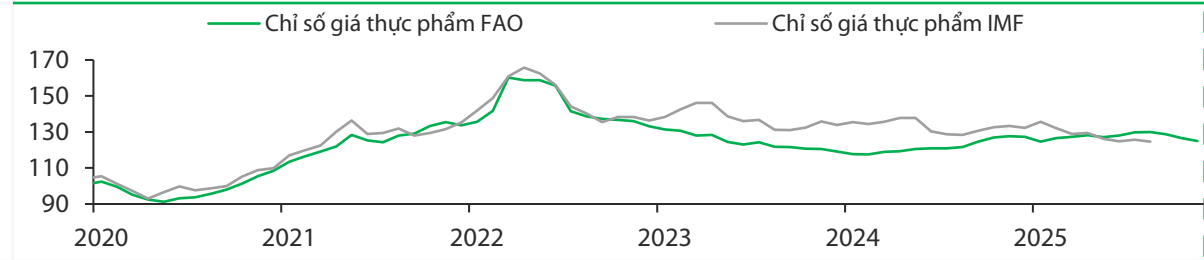
Nguồn: FRBSF, CTCK Rồng Việt

Dự báo giá dầu Brent của các tổ chức quanh mức 60 USD/thùng



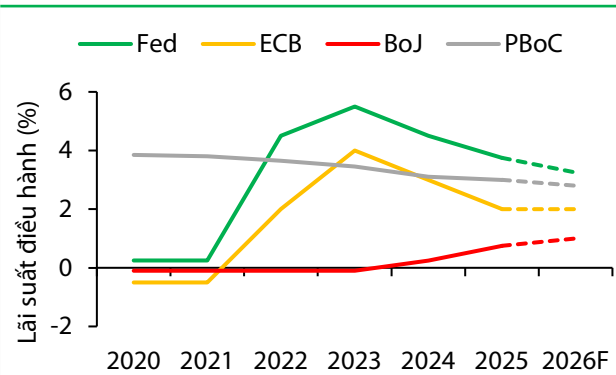
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá lương thực cũng hạ nhiệt dần kể từ mức đỉnh 2022



Nguồn: FAO, IMF, CTCK Rồng Việt

NHTW vẫn trong chu kỳ cắt giảm

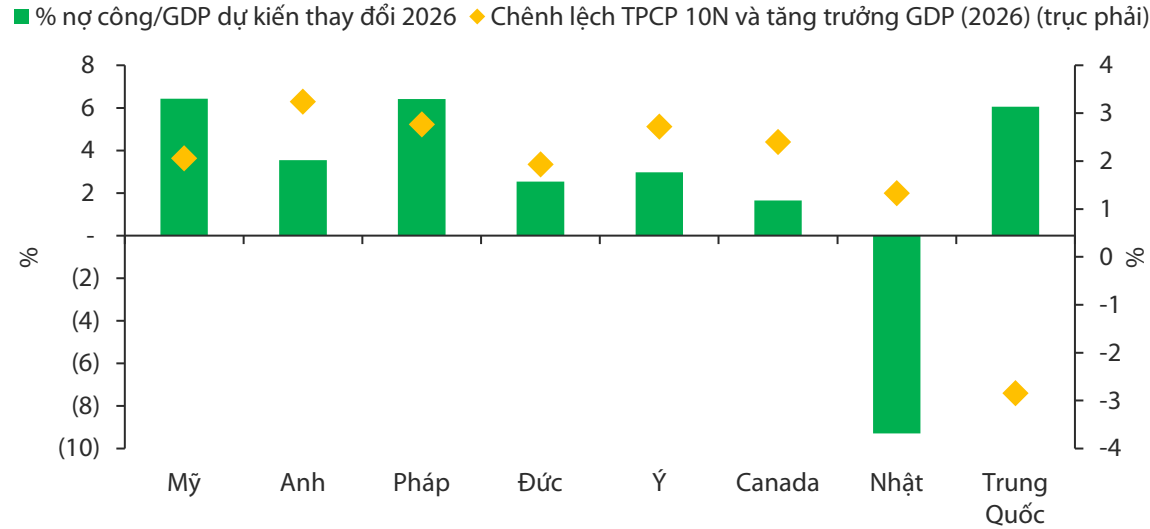


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Cú sốc năng lượng & thực phẩm 2021–2022 dẫn đến lạm phát tăng cao đã nguội đi và sự bất định thương mại toàn cầu giảm nhưng vẫn ở mức cao so với đầu năm. Nghiên cứu của FRBSF chỉ ra sự gia tăng ban đầu của tỷ lệ thất nghiệp cùng với sự giảm lạm phát đều cho thấy thuế quan hoạt động như lực hãm đối với cầu của nền kinh tế. Doanh nghiệp có thể trì hoãn đầu tư đến khi có sự rõ ràng hơn về chính sách thương mại, người tiêu dùng cũng thận trọng trong chi tiêu. Tác động này khiến cho thị trường lao động dịu lại, tiền lương tăng chậm lại và giảm áp lực lên lạm phát dịch vụ.

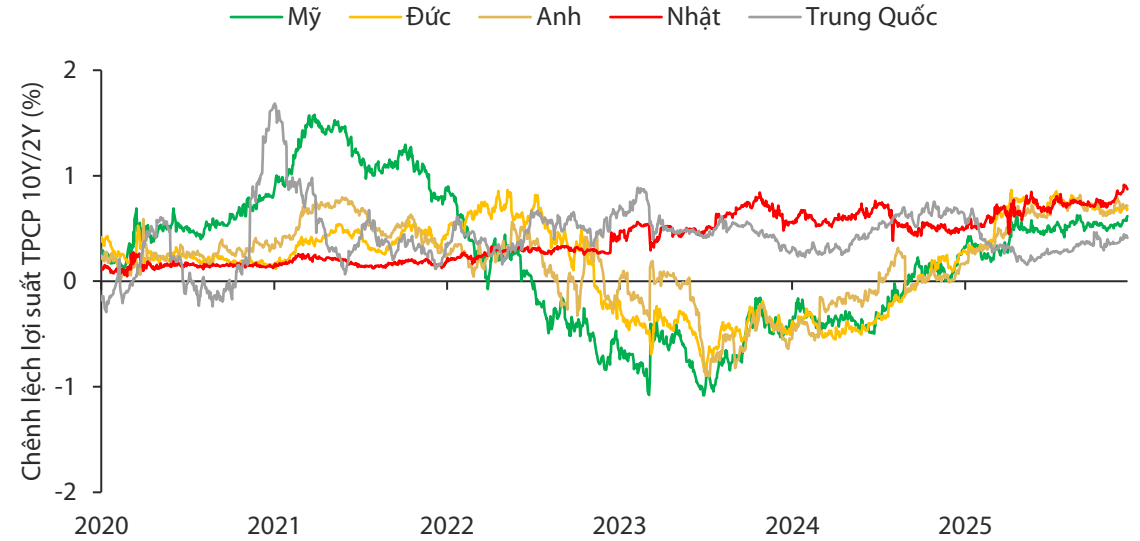
Nhờ bức tranh này, **các NHTW tiếp tục bình thường hóa chính sách tiền tệ trong năm 2026** như (1) Fed dự kiến sẽ có 2 đợt cắt giảm vào H1 và H2.2026 đưa lãi suất của Fed giảm dần về khoảng 3,0–3,25% vào cuối 2026; (2) ECB dự kiến giữ nguyên mức 2%; (3) BoJ dự kiến tăng dần lãi suất chính sách từ 0,5% hiện tại lên 1%, giúp giảm áp lực lên JPY; (4) Trung Quốc dự kiến giữ nguyên lãi suất hoặc cắt nhẹ 10-20 điểm cơ bản, nhờ áp lực lạm phát yếu và nhu cầu kích thích tăng trưởng.

Lợi suất TPCP tăng trong bối cảnh các nước tiếp tục tăng chi tiêu tài khóa



Nguồn: IMF, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

... phân bù bảo hiểm kỳ hạn đã tăng trở lại kể từ 2023 bù đắp cho nợ công thiếu bền vững của các nước



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng đã giúp thế giới tránh được suy thoái trong và sau Covid 19 nhưng cái giá phải trả là **lợi suất TPCP cao hơn**. Ở các nước G7 lợi suất TPCP đã vượt quá tốc độ tăng trưởng GDP thực, buộc các nước này phải **thay đổi việc chi tiêu ngân sách nếu muốn ổn định tỷ lệ nợ/GDP**.

Chênh lệch lợi suất TPCP 10N/2N 2026 duy trì ở mức cao hiện nay do các nguyên nhân: (1) lo ngại về tính bền vững nợ công; (2) kỳ vọng lãi suất của NHTW tiếp tục giảm và (3) sự dịch chuyển dòng vốn của Nhật (chủ yếu các công ty bảo hiểm) khi lợi suất TPCP 10N tăng hơn 1,8% năm 2025 và dự kiến BoJ tăng lãi suất lên 1% trong năm 2026.

Năm 2025 chứng kiến DXY suy giảm từ khi Trump đắc cử chủ yếu do:

- (1) Nhà đầu tư lo ngại các chính sách của Trump sẽ gây tổn hại cho nền kinh tế Mỹ (thuế quan, thuế thu nhập từ nắm giữ TPCP của NĐT nước ngoài, yêu cầu đồng minh nắm giữ TPCP kỳ hạn siêu dài với lợi suất thấp để đổi lấy bảo đảm an ninh từ Mỹ).
- (2) Tính độc lập của Fed cũng gây sức ép lên đồng USD khi Trump liên tục công kích.
- (3) Ngân sách Chính phủ 2026 không được thông qua khiến Chính phủ đóng cửa kỷ lục và nợ công đã vượt ngưỡng 38 nghìn tỷ USD.

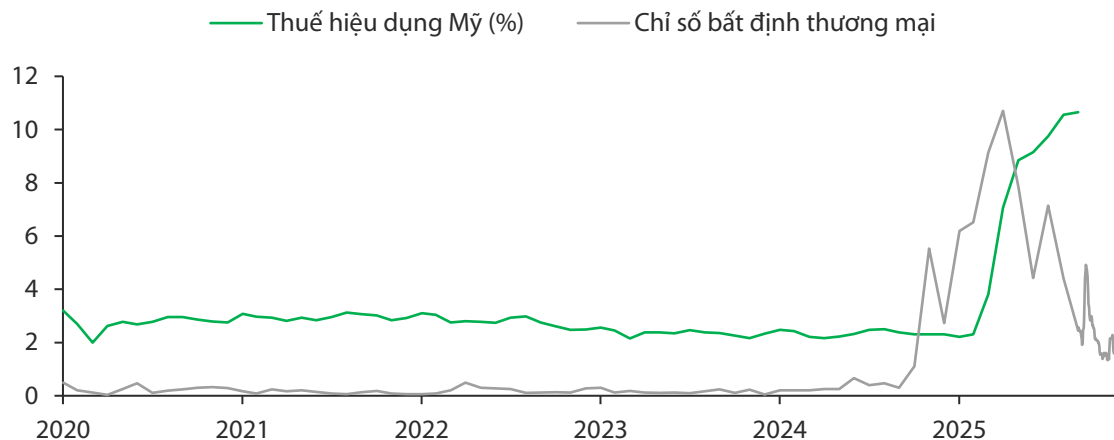
Xu hướng suy yếu của đồng USD khó có khả năng đảo chiều và sẽ tiếp tục yếu đi trong năm 2026:

- (1) Fed tiếp tục cắt giảm lãi suất và nhiệm kỳ của J.Powell kết thúc vào tháng 5/2026. Tính độc lập của Fed sẽ trở lại tâm điểm và kỳ vọng chính sách tiền tệ trong tương lai sẽ bổ cầu hơn.
- (2) Xu hướng phi đô la hóa sẽ tiếp tục tiến triển khi thuế quan, trừng phạt và căng thẳng địa chính trị khiến các nước lo ngại phụ thuộc quá mức vào USD.



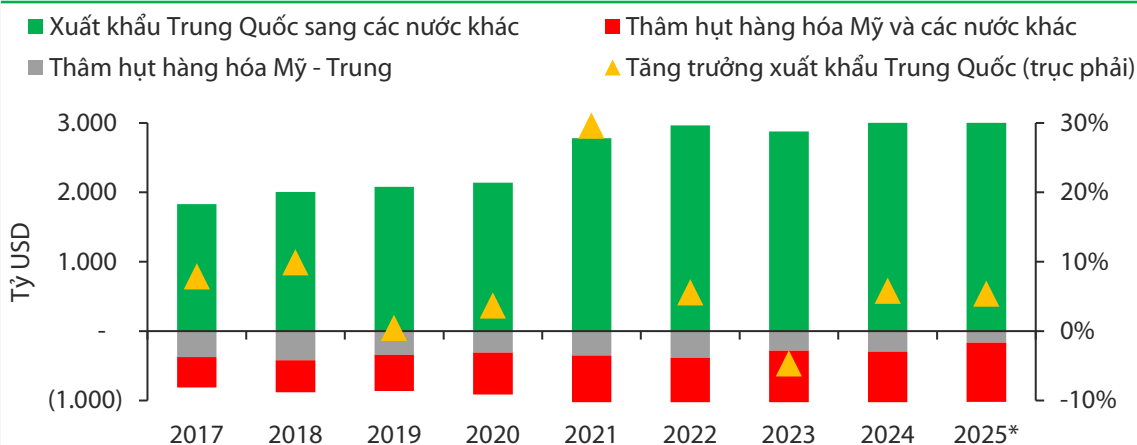
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bất ổn thương mại đã giảm đi từ tháng 4 nhưng vẫn cao so với trước



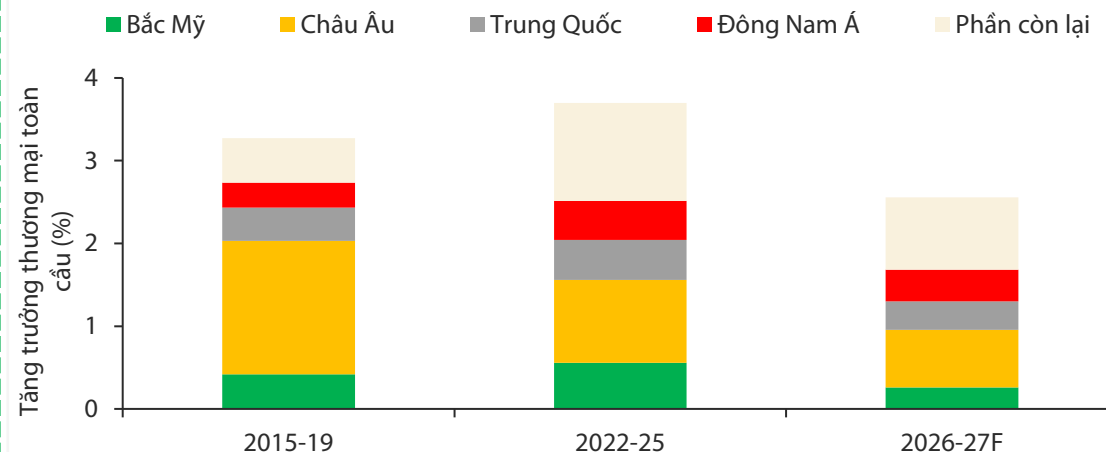
Nguồn: USITC, Bloomberg, CTCK Rông Việt

Xuất khẩu Trung Quốc vẫn tăng trưởng và theo đường khác vào Mỹ



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu thương mại Mỹ cập nhật 9T2025, Trung Quốc 11T2025

Tăng trưởng thương mại toàn cầu vẫn tiếp tục tăng bất chấp thuế quan



Nguồn: OECD, CTCK Rông Việt

- Theo OECD, **tăng trưởng thương mại** thế giới bật tăng mạnh lên khoảng 4,2% năm 2025 nhờ chuyển tải trước các đợt tăng thuế, và chậm lại còn **khoảng 2,3% năm 2026 khi tác động của thuế quan thể hiện đầy đủ**. Cơ cấu tăng trưởng thương mại dự báo sẽ chuyển dịch so giai đoạn trước, các nền kinh tế mới nổi chiếm tỷ trọng lớn hơn, đặc biệt là **khu vực Đông Nam Á dự kiến sẽ tăng trong giai đoạn 2026-2027**.
- Thực tế cho thấy thuế quan chủ yếu làm giảm hiệu quả phân bổ nguồn lực, bào mòn lợi ích năng suất do chuyên môn hóa, nhưng đồng thời buộc doanh nghiệp phải đa dạng hóa thị trường và sản xuất.

Chiến tranh thương mại

Ngắn hạn

Trung hạn

Chuỗi cung ứng tiếp tục dịch chuyển

Thâm hụt Mỹ vẫn gia tăng

Đẩy nhanh các hiệp định thương mại phi Mỹ

Các nền kinh tế mới nổi có cơ hội hội nhập sâu vào chuỗi cung ứng

Chi phí tăng cao (logistic, tồn kho, và tuân thủ quy định)

Lợi nhuận bị bào mòn (DN chịu phần lớn thiệt hại giai đoạn đầu và chuyển dần cho NTD)

Trump cần giữ ổn định kinh tế Mỹ và các nhóm ủng hộ cho bầu cử giữa nhiệm kỳ vào mùa thu

Phương thức hạn chế mới đối với ngành công nghệ sau khi điều tra (mục 232 và 301)

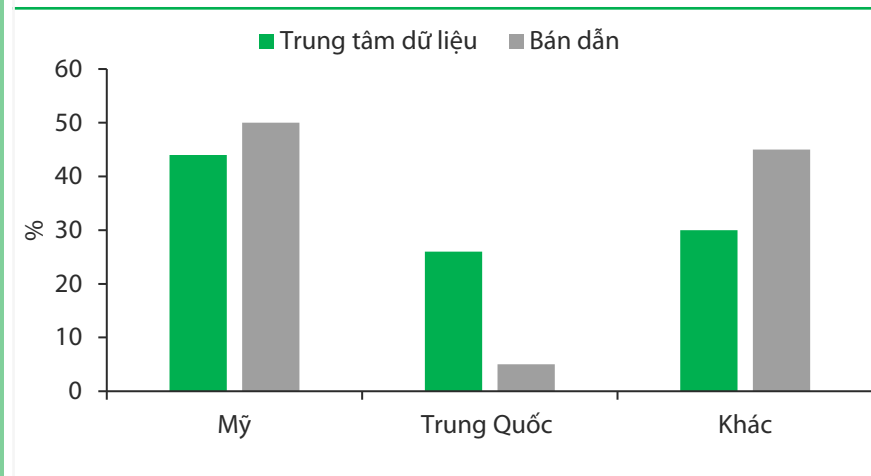
Mỹ và Trung Quốc vẫn phụ thuộc lẫn nhau trong chuỗi giá trị công nghệ

Mỹ và Trung Quốc tìm cách giảm phụ thuộc lẫn nhau (Mỹ tìm các nguồn đất hiếm khác thay thế và Trung Quốc đẩy mạnh phát triển KHCN)



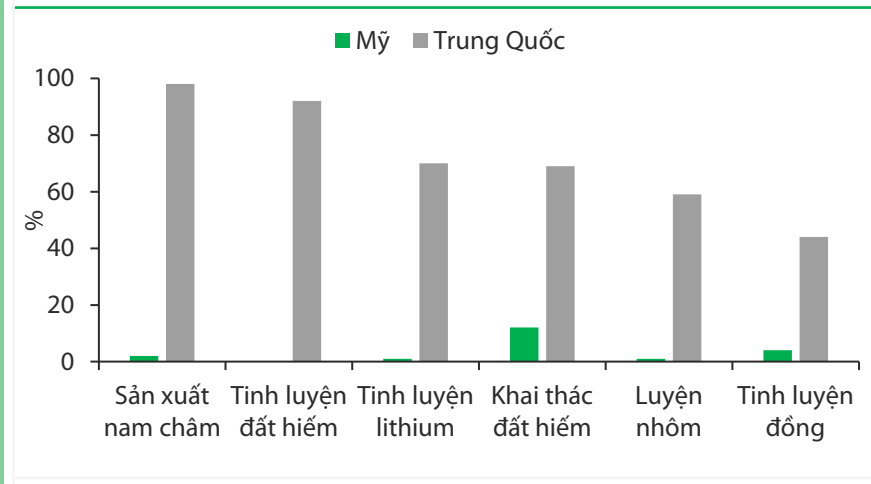
Thỏa thuận Mỹ - Trung

Mỹ chiếm 1/2 thị phần trung tâm dữ liệu và bán dẫn



Nguồn: IEA, WSTF, CTCK Rồng Việt

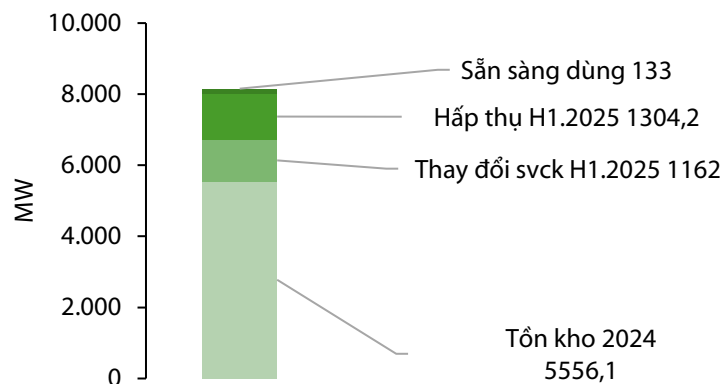
... Trung Quốc lại thống trị vật liệu và tinh chế



Nguồn: IEA, Woodmac, CTCK Rồng Việt

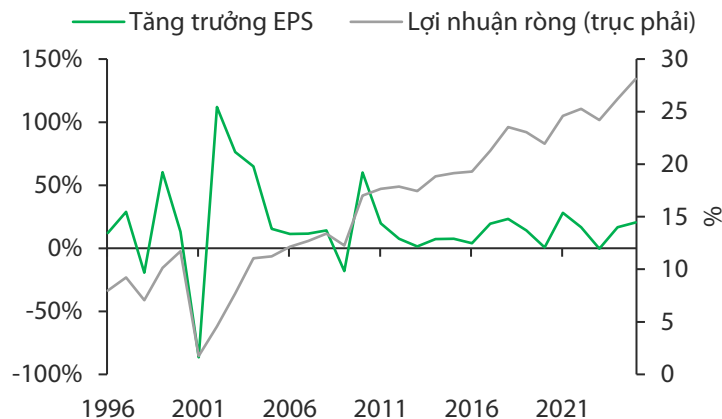
Tỷ lệ sẵn có tại các trung tâm dữ liệu ở mức thấp kỷ lục 1,6% và 3/4 công suất đang xây dựng đã được đặt trước...

Công suất trung tâm dữ liệu H1.2025 Bắc Mỹ

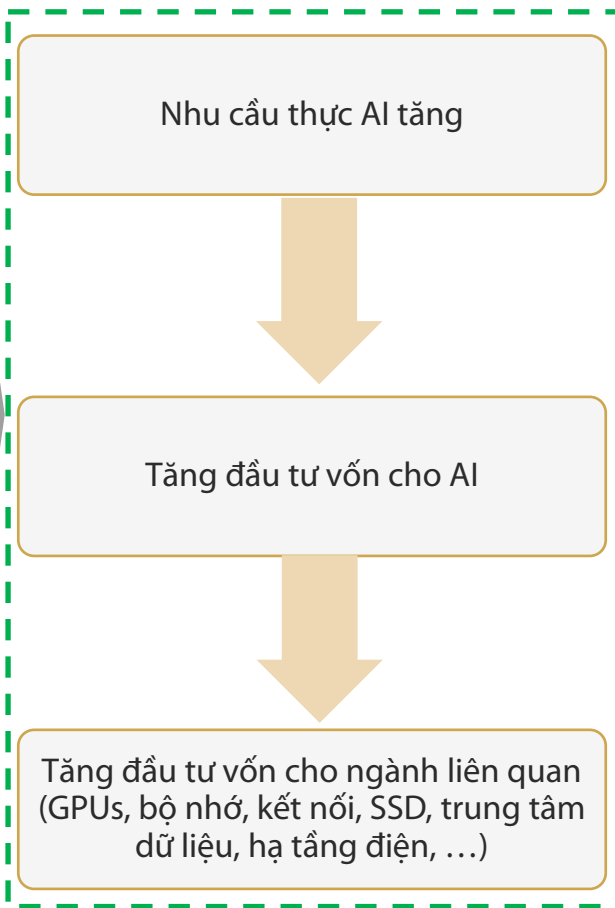


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

... KQKD Q3.2025 cho thấy AI thúc đẩy tăng trưởng DT cho các DN trong ngành IT

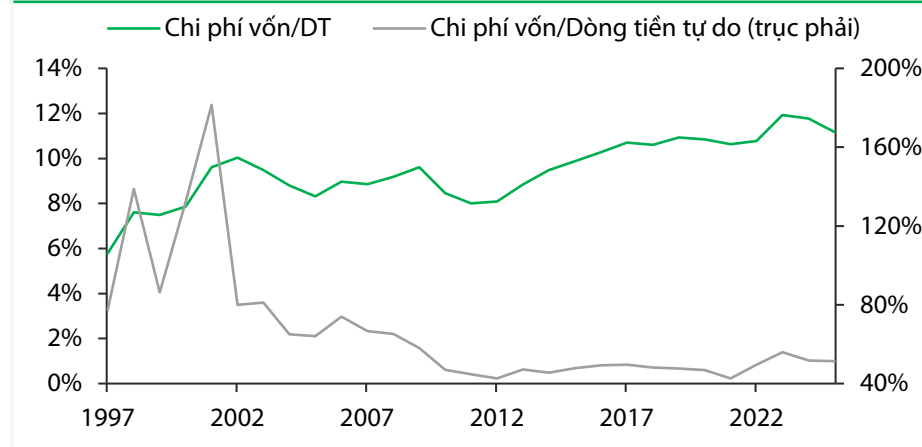


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



Đòn bẩy nhiều khả năng sẽ tiếp tục đi lên cùng với làn sóng đầu tư AI, nhưng chi tiêu cho AI hiện tại vẫn chủ yếu được tài trợ bằng dòng tiền nội bộ. Bắt đầu có những dấu hiệu hình thành của bong bóng nhưng còn sớm để nói rằng bong bóng đang căng quá mức khi các hạn chế về hạ tầng chưa đáp ứng. Chúng tôi cho rằng cần đánh giá hiệu quả ứng dụng AI vào hiệu suất, chi phí và sự bền vững của doanh thu AI trong thời gian tới.

... Tỷ lệ chi phí đầu tư/DT đã tăng so thời kỳ "dot com", và chi phí đầu tư/dòng tiền tự do vẫn còn thấp so với giai đoạn đó, khả năng mở rộng hơn nữa



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

2025 đánh dấu năm bản lề cho chu kỳ tăng trưởng mới, đặt nền móng cho những dịch chuyển mang tính cấu trúc trong đầu tư và tiêu dùng – hai động lực cốt lõi của tăng trưởng kinh tế trung hạn.

Cải cách thể chế được xác định là ưu tiên chiến lược, khi các điểm nghẽn tăng trưởng mang tính cấu trúc (**phân mảnh quy định, thực thi thiếu nhất quán**) đã được nhận diện rõ. **Nghị quyết 66/TW** đóng vai trò chính sách xúc tác, hướng tới chuẩn hóa và củng cố khuôn khổ pháp lý. Trọng tâm chính sách chuyển dịch từ can thiệp hành chính sang **kiến tạo môi trường đầu tư minh bạch, kỷ cương, dựa trên nguyên tắc thị trường**, qua đó cải thiện niềm tin nhà đầu tư và khơi thông dòng vốn khu vực doanh nghiệp. **Các trụ cột cải cách** chính sách đã và đang được triển khai đồng bộ, bao gồm:

- Tinh gọn bộ máy hành chính và cải cách nhân sự khu vực công
- Đổi mới quy trình lập pháp
- Cải cách khung pháp lý về đấu thầu và đầu tư → Kỳ vọng cải thiện hiệu quả thực thi và giảm chi phí tuân thủ cho khu vực tư nhân.

Động lực tăng trưởng đầu tư toàn xã hội trong năm 2026 mở rộng vượt ra ngoài đầu tư công và FDI, vốn đang duy trì xu hướng tích cực. Các chính sách mới tập trung coi trọng cho khu vực tư nhân và doanh nghiệp nhà nước (DNNN) – nhóm chiếm tỷ trọng lớn nhưng tăng trưởng đầu tư thấp trong 5 năm gần đây. Các chính sách đó bao gồm.

- **Nghị quyết 198/2025/QH15** tạo bước ngoặt cho môi trường kinh doanh qua việc 1/giảm gánh nặng thanh tra, kiểm tra và rủi ro pháp lý, 2/mở rộng tiếp cận đất đai và nguồn lực sản xuất, 3/thúc đẩy đổi mới sáng tạo, ứng dụng công nghệ, 4/hỗ trợ vốn, mở rộng thị trường cho SME, 5/Khuyến khích doanh nghiệp lớn tham gia các dự án trọng điểm quốc gia và mở rộng ra thị trường toàn cầu.
- **Khu vực DNNN được tái định** vị vai trò và động lực tăng trưởng: **Luật 68/2025/QH15 định hướng rõ việc quản lý và sử dụng vốn** nhà nước, tập trung vào các lĩnh vực then chốt (quốc phòng – an ninh, dịch vụ công thiết yếu, độc quyền tự nhiên, hạ tầng trọng điểm, khoa học – công nghệ). **Nghị định 248/2025/NĐ-CP cải cách cơ chế lương thưởng**, với mức lương tăng 1,5–2 lần và cơ chế thưởng gắn hiệu quả kinh doanh lên tới 4 lần lương cơ bản, qua đó nâng cao động lực quản trị và hiệu quả vận hành.

Theo góc nhìn ngành, trong ngắn và trung hạn, **Đầu tư hạ tầng và đô thị hóa tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng**. Chuyển dịch sang mô hình tăng trưởng dựa trên khoa học – công nghệ và đổi mới sáng tạo là xu hướng chiến lược nhưng cần thêm thời gian để hiện thực hóa đóng góp. **Hội nhập quốc tế tiếp tục là trụ cột**, với các hiệp định thương mại và đối tác chiến lược được khai thác sâu hơn nhờ cơ chế phân cấp, phân quyền mới, nâng cao khả năng tận dụng thị trường của doanh nghiệp.

Triển vọng tiêu dùng được cải thiện nhờ hai kênh truyền dẫn chính:

- Hiệu ứng lan tỏa từ sự phục hồi và bứt phá của đầu tư toàn xã hội
- Các chính sách củng cố niềm tin và thu nhập hộ gia đình, bao gồm: 1/Cải cách thuế thu nhập cá nhân, 2/Hỗ trợ chi phí giáo dục, 3/Tăng chi ngân sách y tế, 4/ Duy trì chính sách giảm thuế VAT, 5/Điều chỉnh tăng lương tối thiểu vùng và 6/Cải cách tháo gỡ các điểm nghẽn cho chính sách phát triển nhà ở xã hội

Nhận diện thể chế là rào cản cấu trúc đối với tăng trưởng, do **sự phân mảnh quy định** và **hạn chế trong thực thi**, TW Đảng đã phát đi thông điệp cải cách rõ ràng, với Nghị quyết 66/TW đóng vai trò chất xúc tác quan trọng nhằm **chuẩn hóa** và **củng cố khuôn khổ pháp lý**. Khác với các chu kỳ trước, trọng tâm chính sách hiện nay chuyển sang **kiến tạo môi trường đầu tư** minh bạch, kỷ cương và dựa trên nguyên tắc thị trường, qua đó được kỳ vọng cải thiện niềm tin nhà đầu tư và khơi thông dòng vốn của khu vực doanh nghiệp trong giai đoạn tới.

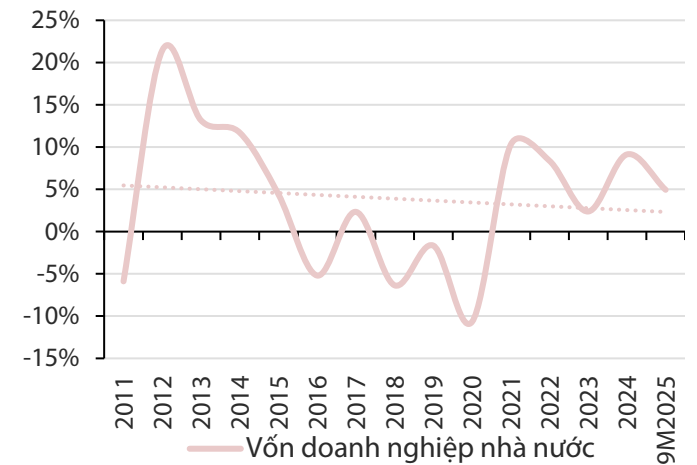
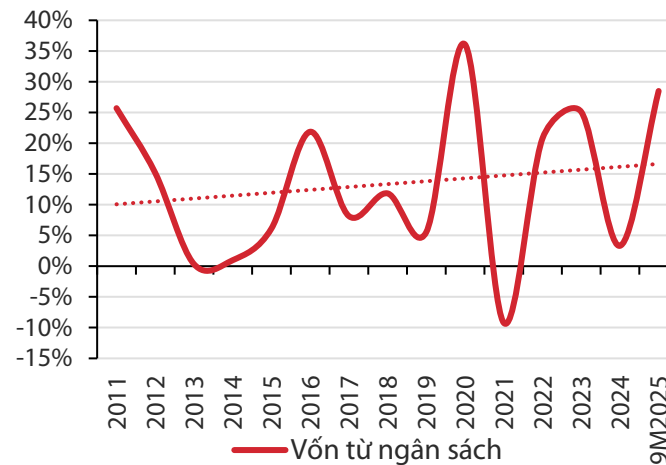
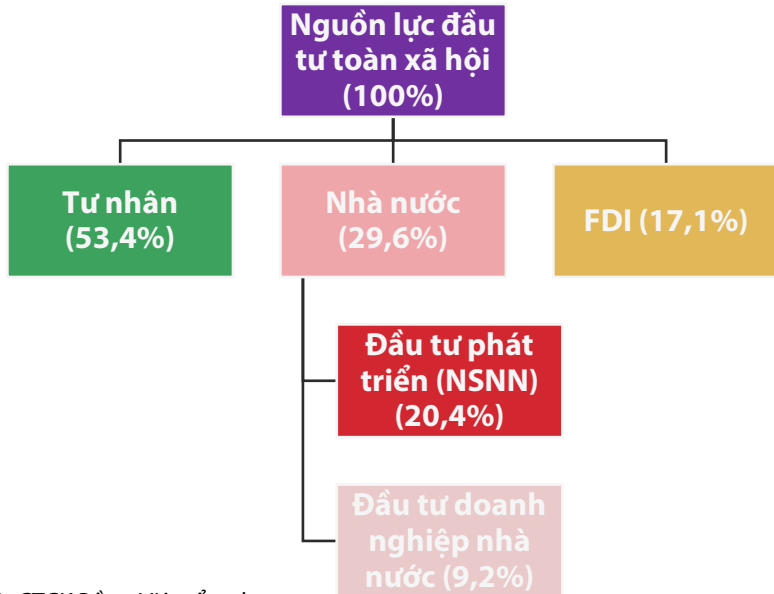
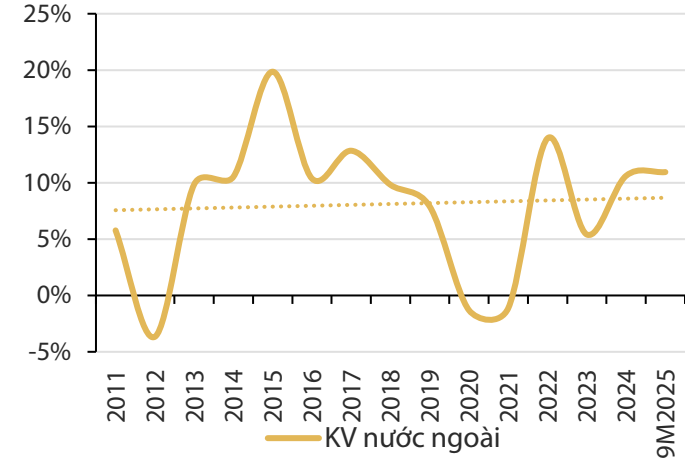
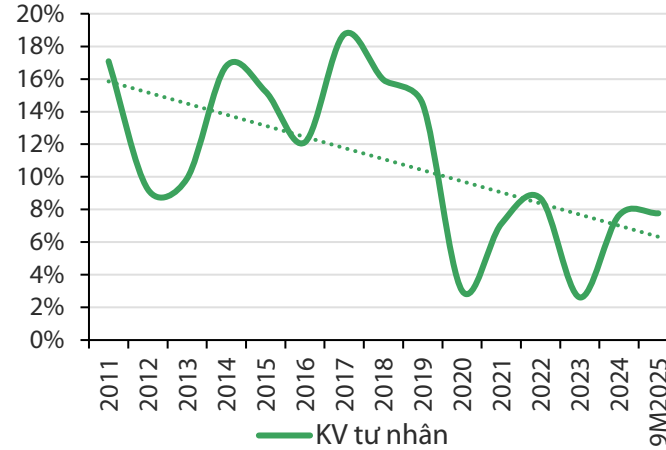
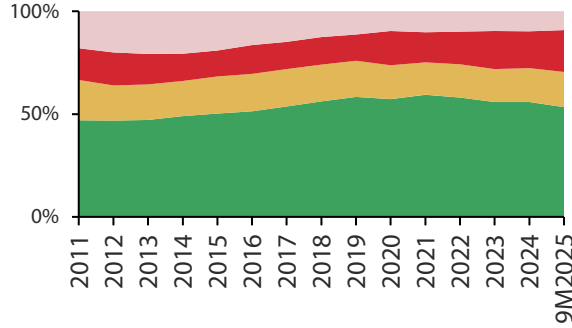
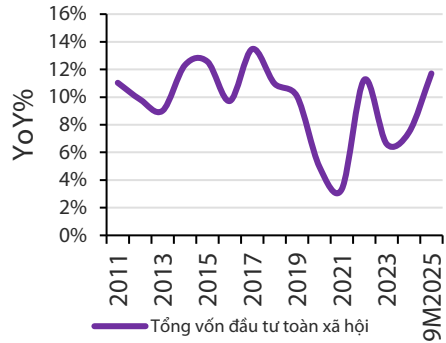
Các chính sách đã được thực hiện trong năm 2025

1. Tinh Gọn Bộ Máy Hành Chính	2. Cải cách nguồn nhân lực	3. Đổi mới quy trình lập pháp (Luật 64/2025)	4. Cải cách thủ tục đầu tư, đấu thầu (Luật 90/2025)	5. Cải Cách khung pháp lý về đầu tư (Luật Đầu tư 2025)
<p>Mục tiêu: Giảm đầu mối, tăng hiệu quả.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tổ chức chính quyền 2 cấp. • Sáp nhập đơn vị hành chính cấp Tỉnh: Giảm từ 63 xuống còn 34 tỉnh/thành. • Cơ cấu lại Bộ, Ngành: Đa ngành, đa lĩnh vực. Giảm từ 30 đầu mối xuống còn 21. 	<p>Trọng tâm: Chuyển đổi mô hình quản lý & luân chuyển.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nghị định 154/2025/NĐ-CP: Về tinh giản biên chế. • Luật Cán bộ, công chức 2025: Cùng 9 nghị định hướng dẫn, chuyển đổi phương thức quản lý từ "truyền thống" sang quản lý theo vị trí việc làm. • Luân chuyển cán bộ: Chủ trương luân chuyển (Bí thư, Chủ tịch) từ nơi khác về hoặc từ Trung ương về, tránh cục bộ địa phương. 	<p>Nguyên tắc: Minh bạch, Trách nhiệm, Linh hoạt.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Minh Bạch Hóa: Làm rõ khái niệm "Chính sách", "Tham vấn", quy định chặt chẽ thời gian công khai góp ý. • Trách Nhiệm Cá Nhân: Quy định trách nhiệm người đứng đầu, kèm cơ chế miễn trừ nếu chủ động. • Linh Hoạt: Cho phép dùng văn bản hành chính hướng dẫn áp dụng pháp luật để gỡ vướng nhanh. • Tầm Nhìn Dài Hạn: Định hướng lập pháp theo nhiệm kỳ kết hợp thủ tục rút gọn cho vấn đề cấp bách. 	<p>Điểm mới: Bãi bỏ rào cản, ưu đãi công nghệ cao.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Bãi bỏ gói thầu của DNNN: Không dùng vốn ngân sách được tự quyết định mua sắm (trừ trường hợp đặc biệt). • Tinh gọn quy trình: Loại bỏ vai trò trung gian của "bên mời thầu", giảm cấp trung gian. • Luật hóa "đặt hàng": Bổ sung hình thức lựa chọn nhà thầu "đặt hàng" cho nhiệm vụ khoa học, công nghệ. • Mở rộng ưu đãi: Cho DN KHCN, công nghệ cao, sản phẩm số. • Tăng tính linh hoạt: Giao Chính phủ quyết định chỉ định thầu, chào hàng cạnh tranh. • Thúc đẩy đấu thầu qua mạng: Quy định rõ ràng, cụ thể hơn. • Thu hút đầu tư chiến lược: Mở rộng ưu đãi đặc biệt cho bán dẫn, AI, data center. 	<p>Đột phá: "Luồng xanh", giảm thủ tục hành chính.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Thu hẹp phạm vi: Làm rõ các dự án phải thực hiện thủ tục chấp thuận chủ trương đầu tư (20 loại) và phân cấp phân quyền chấp thuận chủ trương đầu tư từ trung ương đến địa phương (Quốc Hội, Chính Phủ, UBND tỉnh) • Cắt giảm: Đã rà soát cắt giảm 38 ngành nghề đầu tư kinh doanh có điều kiện. • Thu hẹp trường hợp điều chỉnh: Chỉ khi thay đổi công nghệ hoặc vốn >20%. • Cơ chế luồng xanh: Mở rộng áp dụng thủ tục đầu tư đặc biệt. • NĐT nước ngoài: Được thành lập doanh nghiệp trước khi cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư. • Linh hoạt thời hạn: Được điều chỉnh tăng/giảm thời hạn hoạt động dự án. • Bãi bỏ thủ tục: Chấp thuận chủ trương đầu tư ra nước ngoài. • Mở rộng chuyển nhượng: Cho phép chuyển nhượng các loại dự án thay vì giới hạn ở một số trường hợp.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Trong 9T2025, tổng vốn đầu tư toàn xã hội ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số, chủ yếu nhờ dòng vốn FDI duy trì ổn định (+11% YoY) và đầu tư công tăng tốc mạnh (+29% YoY).
- Bước sang năm 2026, động lực tăng trưởng được kỳ vọng tiếp tục đến từ đầu tư công (ước tăng 10–30% YoY) và FDI duy trì đà tăng hai chữ số, nhờ xu hướng đăng ký vốn tích cực trong năm 2025. Đáng chú ý, đầu tư của doanh nghiệp nhà nước và đặc biệt là khu vực tư nhân – với tỷ trọng đóng góp lớn nhưng tăng trưởng dưới 10% trong 5 năm qua – được kỳ vọng sẽ trở thành yếu tố bứt phá, trong bối cảnh các cải cách thể chế và chính sách được định hình rõ nét từ năm 2025.

Toàn cảnh bức tranh tăng trưởng so với cùng kỳ vốn đầu tư toàn xã hội (2011-9M2025)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nghị quyết 198/2025/QH 15 cụ thể hóa Nghị quyết 68-NQ/TW là chính sách trọng yếu thúc đẩy môi trường đầu tư và kinh doanh của khối tư nhân



Doanh nghiệp



Hộ kinh doanh



Cá nhân kinh doanh

Cách chính sách trọng yếu

Môi trường kinh doanh công bằng minh bạch	Tiếp cận đất đai và mặt bằng sản xuất	Hỗ trợ tài chính và thuế	Khoa học công nghệ và nhân lực	Xây dựng doanh nghiệp tiên phong
<p>Mục tiêu: Tháo gỡ gánh nặng thanh tra, kiểm tra và các rủi ro pháp lý</p>	<p>Mục tiêu: mở rộng cách cửa tiếp cận nguồn lực đất đai</p>	<p>Mục tiêu: hỗ trợ vốn và mở rộng cơ hội thị trường</p>	<p>Mục tiêu: thúc đẩy đổi mới sáng tạo và ứng dụng công nghệ</p>	<p>Mục tiêu: mở rộng vai trò của kinh tế tư nhân trong các dự án trọng điểm quốc gia</p>
<ul style="list-style-type: none"> Giới hạn thanh tra, kiểm tra: Tối đa 1 lần/năm đối với một nội dung, trừ trường hợp có dấu hiệu vi phạm rõ ràng. Ưu tiên chuyển đổi số: Khuyến khích kiểm tra từ xa, giảm kiểm tra trực tiếp để không làm gián đoạn hoạt động sản xuất. Nguyên tắc xử lý vi phạm: Ưu tiên áp dụng các biện pháp dân sự, kinh tế. Không hình sự hóa các quan hệ dân sự, kinh tế. Công khai & Minh bạch: kế hoạch và kết luận thanh tra, kiểm tra phải được công khai theo quy định pháp luật. 	<ul style="list-style-type: none"> Hỗ trợ hạ tầng: Ngân sách địa phương hỗ trợ 1 phần chi phí xây dựng hạ tầng trong các KCN, CCN Ưu tiên tiếp cận: Doanh nghiệp công nghệ, khởi nghiệp sáng tạo được ưu tiên thuê đất, mặt bằng trong KCN, CCN. Ưu đãi tài chính trực tiếp: Hỗ trợ 30% tiền thuê đất trong vòng 5 năm đầu cho các doanh nghiệp công nghệ, đổi mới sáng tạo trong KCN, CCN 	<ul style="list-style-type: none"> Tín dụng xanh: Hỗ trợ lãi suất 2%/năm khi vay vốn thực hiện các dự án xanh, tuần hoàn, đáp ứng tiêu chuẩn ESG Quỹ phát triển doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME): làm kênh bảo lãnh các khoản vay, bảo lãnh tính dự, tài trợ vốn cho doanh nghiệp SME, doanh nghiệp khởi nghiệp Ưu đãi trong việc lựa chọn đơn vị mua sắm công: Các gói thầu xây lắp, mua sắm hàng hóa <20 tỷ đồng được ưu tiên cho SME tham gia đấu thầu. Chính sách miễn giảm thuế phí đột phá: <ul style="list-style-type: none"> Miễn 2 năm thuế TNDN và giảm 50% trong 4 năm tiếp theo Giảm thuế TNCN 50% trong 2 năm cho nhân lực công nghệ cao khởi nghiệp trong lĩnh vực đổi mới sáng tạo. 	<ul style="list-style-type: none"> Quỹ phát triển KHCN: doanh nghiệp được trích tối đa 20% thu nhập tính thuế để lập quỹ riêng cho hoạt động khoa học công nghệ Khấu trừ chi phí R&D: Các khoản chi cho R&D được trừ 200% giá trị thực tế khi xác định thu nhập chịu thuế TNDN Hỗ trợ chuyển đổi số: nhà nước cung cấp miễn phí một số nền tảng số, phần mềm kế toán dùng chung cho doanh nghiệp SME, micro SME 	<ul style="list-style-type: none"> Lĩnh vực ưu tiên: <ul style="list-style-type: none"> Hạ tầng giao thông (đường sắt tốc độ cao, đô thị ...). Hạ tầng năng lượng, công nghiệp mũi nhọn Bảo vệ môi trường, quốc phòng, an ninh Cơ chế linh hoạt: được lựa chọn hình thức đầu tư phù hợp như đặt hàng, đấu thầu hạn chế, chỉ định thầu... để đảm bảo hiệu quả. Hỗ trợ doanh nghiệp Việt vươn ra toàn cầu <ul style="list-style-type: none"> Chiến dịch 1000 doanh nghiệp tiên phong đi đầu về công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số và công nghiệp công nghệ cao. Hỗ trợ toàn diện (thị trường, vốn, công nghệ, bảo hiểm, tư vấn pháp lý, M&A) để các tập đoàn, doanh nghiệp tiềm năng vươn ra khu vực và thế giới.

Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Luật số 68/2025/QH15 định hướng cụ thể việc quản lý, sử dụng vốn đầu tư vào các lĩnh vực trọng yếu của nền kinh tế ; Nghị Định 248/2025/NĐ-CP thay đổi cơ chế lương thưởng nâng cao động lực nhân sự của khối doanh nghiệp nhà nước



Chính sách quản lý và đầu tư vốn nhà nước tại doanh nghiệp

Luật số 68/2025/QH15



Mục tiêu chính



Nguyên tắc quản lý đầu tư vốn

- Tuân thủ pháp luật & cơ chế thị trường**
→ Đầu tư, quản lý vốn hiệu quả – minh bạch – cạnh tranh
- Bảo toàn & phát triển vốn**
Mọi quyết định đầu tư, huy động, sử dụng vốn gắn với trách nhiệm cá nhân, tổ chức.
- Phân định rõ trách nhiệm**
Nhà nước là chủ sở hữu, không can thiệp hành chính vào SXKD, cá nhân chịu trách nhiệm công khai – minh bạch – giám sát

Phạm vi vai trò nhà nước

- Nhà nước đảm bảo:**
- Thực hiện quyền chủ sở hữu vốn
 - Tôn trọng quyền điều hành của doanh nghiệp
 - Doanh nghiệp NN vận hành theo cơ chế thị trường

Định hướng lĩnh vực đầu tư trọng điểm



Nguyên tắc thực thi trọng tâm

- Hạn chế đầu tư dàn trải
- Nhà nước chỉ đầu tư nơi thị trường không hoặc chưa làm tốt

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chính sách chế độ tiền lương, thù lao, tiền thưởng của người đại diện vốn nhà nước theo Nghị Định 248/2025/NĐ-CP

Mục tiêu & Nguyên tắc

- Mục tiêu:** Gắn tiền lương, thù lao, tiền thưởng trực tiếp với hiệu quả sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp.
- Nguyên tắc:** Tiền lương được tính vào quỹ lương chung của doanh nghiệp và không được vượt quá mức tối đa quy định.

Đối tượng áp dụng

- Người đại diện chủ sở hữu trực tiếp:** Hội đồng thành viên, Chủ tịch công ty.
- Kiểm soát viên:** Trưởng Ban kiểm soát, Kiểm soát viên.
- Người đại diện phản vốn nhà nước** (Phân biệt rõ: Chuyên trách & Không chuyên trách).

Công thức cốt lõi

$$\text{Lương Thực Tế} \leq \left(\text{Mức Lương Cơ Bản} \times \text{Hệ Số Hiệu Suất} \right) \pm \text{Điều Chỉnh Đặc Thủ}$$

Giải thích ngắn: Mức lương tối đa phụ thuộc vào Mức lương cơ bản (xác định theo quy mô DN) và kết quả doanh thực tế (lãi, lỗ, vượt kế hoạch).

Điều chỉnh tăng mức lương cơ bản (triệu đồng/tháng)

Chức danh	NĐ 52/2016 – Phụ lục II (theo hạng công ty)	NĐ 248/2025 - Điều 4 (theo Nhóm I/II & Mức 1-4)	Đánh giá
Chủ tịch HĐQT/Chủ tịch công ty chuyên trách	22 → 36 (Cty hạng III → Tập đoàn kinh tế)	37 → 80 (Nhóm II M4 → Nhóm I M1)	Trần tăng từ 36 lên 80 (~2,22x); sàn tăng từ 22 lên 37 (~1,6x)
Trưởng Ban kiểm soát	19 → 33	31 → 66	Trần tăng từ 33 lên 66 (2,0x); sàn tăng từ 19 lên 31 (~1,6x)
Thành viên HĐQT/ Kiểm soát viên chuyên trách	18 → 32	30 → 65	Trần tăng từ 32 lên 65 (~2,03x); sàn tăng từ 18 lên 30 (~1,7x)

Cơ chế tính lương + thưởng tối đa

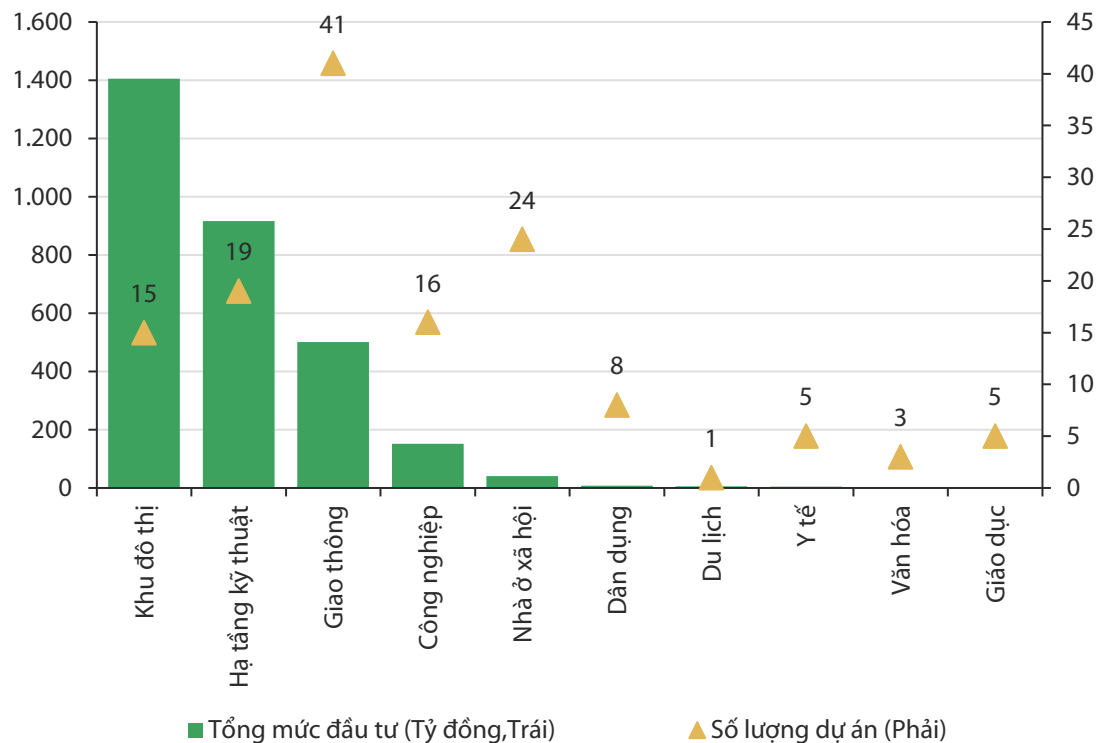
Kịch bản	Điều kiện kết quả SXKD	Cách tính mức lương tối đa (Điều 5)
<input checked="" type="checkbox"/> 1. Có lợi nhuận – hoàn thành kế hoạch	Lợi nhuận thực hiện ≥ Lợi nhuận kế hoạch	2,0 × Lương cơ bản (LCB)
<input checked="" type="checkbox"/> 2. Có lợi nhuận – vượt kế hoạch	LN thực hiện > LN kế hoạch	(2,0 × LCB) + Thưởng vượt 👉 Mỗi 1% LN vượt → +2% lương 👎 Tổng thưởng ≤ 20% của (2 × LCB)
<input checked="" type="checkbox"/> 3. Lợi nhuận không đạt kế hoạch	LN thực hiện < LN kế hoạch	80% × (2 × LCB) × (LN thực hiện / LN kế hoạch) 👎 Không thấp hơn 80% LCB
<input type="checkbox"/> 4. Không có lợi nhuận	LN = 0	70% × LCB
<input checked="" type="checkbox"/> 5. Bị lỗ	LN < 0	50% × LCB
<input checked="" type="checkbox"/> 6. Giảm lỗ (so với kế hoạch)	Lỗ nhưng thấp hơn mức lỗ kế hoạch	80% × LCB (xác định theo mức độ giảm lỗ)
<input checked="" type="checkbox"/> 7. Trường hợp tái cơ cấu	Cán bộ được cử xử lý DN tái cơ cấu, lỗ kế hoạch	Được cộng thêm ≤ 50% mức lương tối đa của các kịch bản 4-6
<input checked="" type="checkbox"/> 8. Lợi nhuận vượt trội	LN thực hiện ≥ 2 lần LN tối thiểu (Mức 1 – Nhóm I)	LN ≥ 2x → Lương tối đa = 2,5 × LCB LN ≥ 3x → 3,0 × LCB LN ≥ 4x → 4,0 × LCB

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Trở về trang mục lục - 23

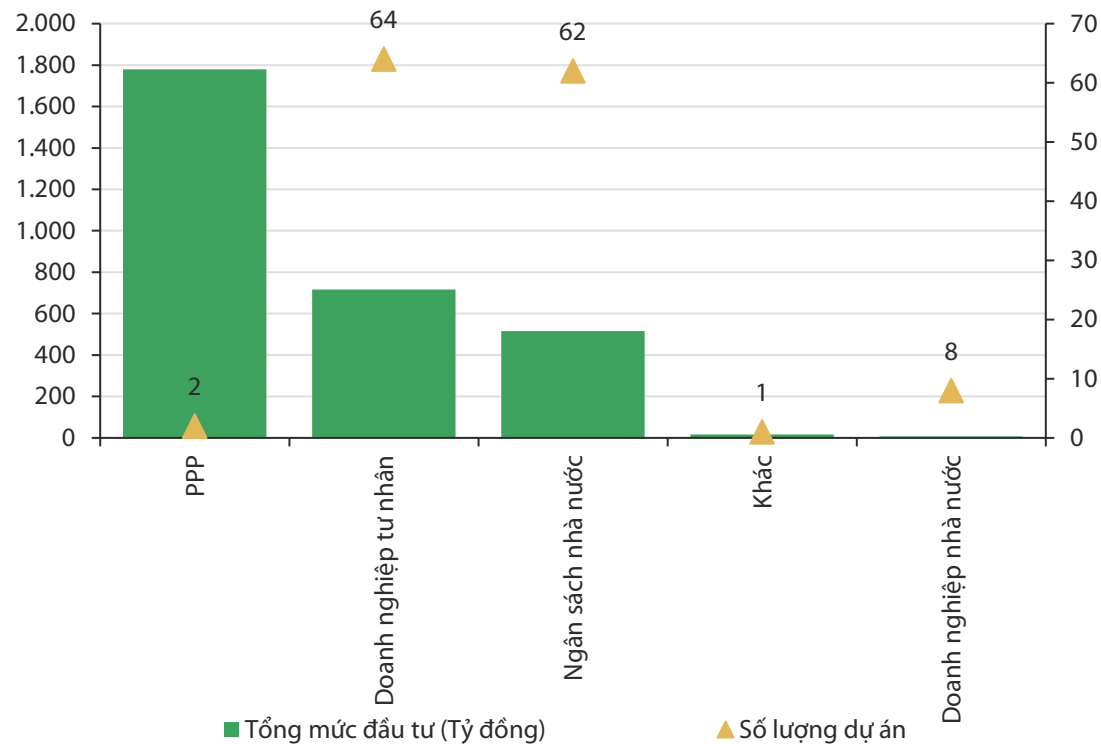
Chúng tôi cho rằng dư địa phát triển của hạ tầng và đô thị vẫn còn đáng kể nhằm đáp ứng nhu cầu xã hội, trong khi quá trình chuyển dịch sang mô hình tăng trưởng dựa trên khoa học – công nghệ và đổi mới sáng tạo sẽ cần thêm thời gian. Trong bối cảnh đó, đầu tư vào hạ tầng công nghiệp, giao thông và đô thị nhiều khả năng tiếp tục đóng vai trò trụ cột của tổng vốn đầu tư toàn xã hội năm 2026, nhờ quy mô vốn lớn. Với hạn chế về ngân sách và năng lực quản trị khu vực công, việc tháo gỡ cơ chế PPP được kỳ vọng sẽ mở rộng sự tham gia của khu vực tư nhân vào các dự án hạ tầng quy mô lớn. Việc khởi công đồng loạt 137 dự án với tổng vốn khoảng 3 triệu tỷ đồng trong tháng 12/2025 được xem là tín hiệu tích cực, củng cố triển vọng tăng trưởng đầu tư và kinh tế trong năm tới.

Tổng mức đầu tư các dự án theo lĩnh vực (Tỷ đồng)



Nguồn: Công điện số 240/CĐ-TTg/2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp

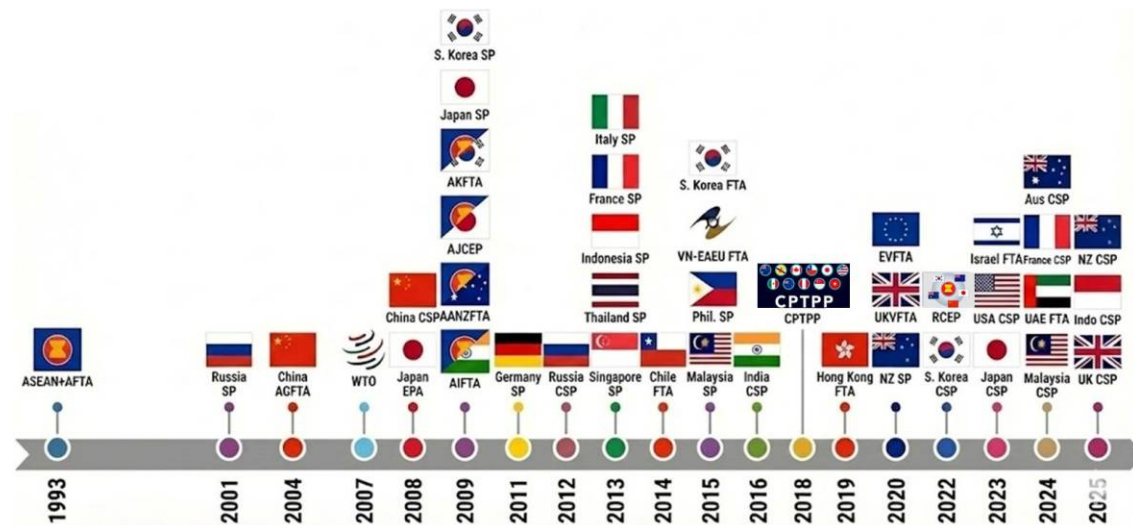
Tổng mức đầu tư các dự án theo nguồn vốn (Tỷ đồng)



Nguồn: Công điện số 240/CĐ-TTg/2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nghị quyết mới được thông qua tại Kỳ họp thứ 10, Quốc hội khóa XV đánh dấu bước tiến thể chế quan trọng trong chiến lược hội nhập quốc tế của Việt Nam, khi trao thêm thẩm quyền và tính linh hoạt cho nhánh hành pháp ở cả trung ương và địa phương. Cách tiếp cận này được kỳ vọng sẽ nâng cao hiệu quả thực thi các hiệp định thương mại, thúc đẩy xúc tiến đầu tư – thương mại với các đối tác đa dạng hơn, đồng thời hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng khai thác các thị trường quốc tế đa dạng hơn, qua đó giảm sự phụ thuộc vào một số thị trường truyền thống.

Năm 2025 tiếp tục khẳng định định hướng đa phương và cam kết hội nhập sâu rộng thông qua mạng lưới hiệp định thương mại và các khuôn khổ đối tác chiến lược toàn diện



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp
FTA: Hiệp định tự do thương mại
EPA: Hiệp định Đối tác kinh tế
SP: Đối tác Chiến lược
CSP: Đối tác Chiến lược toàn diện

Nghị quyết của Quốc hội về một số cơ chế, chính sách đặc thù nhằm nâng cao hiệu quả công tác hội nhập quốc tế kỳ vọng sẽ giải quyết vấn đề khoảng cách giữa tầm nhìn và hiệu quả thực thi

BỐN TRỤ CỘT NGHỊ QUYẾT

Nâng tầm quản trị & thể chế

- **Trao quyền linh hoạt** - Trao quyền cho cơ quan cấp cao quyết định tham gia các cơ chế, diễn đàn đa phương, không cần thủ tục điều ước, giúp phản ứng nhanh và hiệu quả
- **Áp dụng trực tiếp chuẩn mực quốc tế** - Cho phép áp dụng tiêu chuẩn quốc tế trong lĩnh vực mới khi Việt Nam chưa có quy chuẩn, thúc đẩy hội nhập nhanh
- **Tháo gỡ vướng mắc chiến lược** - Thiết lập cơ chế đặc biệt để Chính phủ xử lý kịp thời vướng mắc pháp luật với các dự án hợp tác quốc tế trọng điểm.

Mở rộng dấu ấn toàn cầu

- **Thu hút tổ chức quốc tế** - Áp dụng ưu đãi đặc biệt về thuế, phí, thủ tục để thu hút tổ chức quốc tế đặt trụ sở, văn phòng tại Việt Nam.
- **Nâng cao năng lực cơ quan đại diện** - Đơn giản hóa thủ tục, trao quyền quyết định linh hoạt và mở rộng dịch vụ (hộ chiếu, tư pháp) cho cơ quan đại diện ở nước ngoài.
- **Thí điểm mô hình đại diện mới** - VP đại diện UBND tỉnh ở nước ngoài.
- Tham gia gìn giữ hòa bình, cứu trợ, nhân đạo ở nước ngoài trong trường hợp đặc biệt.

Tiếp sức doanh nghiệp vươn xa

- **Xây dựng hệ sinh thái** - Bảo đảm nguồn lực hình thành hệ sinh thái hỗ trợ doanh nghiệp, hợp tác xã, hộ kinh doanh khai thác hiệu quả các FTA.
- **Hỗ trợ trực tiếp kinh doanh quốc tế** - Cung cấp thông tin thị trường – pháp luật, hỗ trợ xác minh tư cách pháp nhân đối tác và tạo điều kiện đầu tư, đầu thầu ở nước ngoài.
- **Cơ chế tài chính đột phá** - Thành lập Quỹ phát triển doanh nghiệp hội nhập quốc tế; khuyến khích lập Quỹ xúc tiến xuất khẩu ngành hàng.
- **Bảo vệ lợi ích chính đáng** - Hỗ trợ hiệp hội ngành nghề tham gia phòng vệ thương mại

Đầu tư vào con người

- **Đãi ngộ xứng đáng (Điều 22)** - Áp dụng cơ chế đãi ngộ vượt trội, công nhận và tưởng thưởng tương xứng cho đóng góp đặc thù trong hội nhập quốc tế. (Hỗ trợ lên đến 100-300% lương theo hệ số)
- **Thu hút & trọng dụng nhân tài** - Thiết lập cơ chế đặc biệt để thu hút, giữ chân chuyên gia giỏi, nhất là nhân lực chất lượng cao.
- **Phát triển sự nghiệp bền vững** - Bảo đảm môi trường phát triển chuyên môn và bảo vệ lộ trình nghề nghiệp cho cán bộ.

Luật thuế TNCN sửa đổi phê duyệt 10-12-2025 giúp tăng thu nhập sau thuế cá nhân và giải quyết những bất định về thuế HKDGD

Cá nhân	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Biểu thuế lũy tiến giảm từ 7 bậc xuống 5 bậc, giữ mức cao nhất 35%, ngưỡng bậc cao nhất tăng từ 80 triệu đồng/tháng lên trên 100 triệu đồng/tháng. ➢ Giảm trừ gia cảnh: 15,5 triệu đồng/tháng cho bản thân, 6,2 triệu đồng/tháng cho mỗi người phụ thuộc (áp dụng từ 01/01/2026). ➢ Miễn thuế 21 khoản thu nhập, bao gồm chuyển nhượng bất động sản giữa người thân, nhà ở/đất ở duy nhất, lãi tiền gửi ngân hàng, kiều hối... 	Hộ kinh doanh	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Miễn thuế TNCN và GTGT nếu doanh thu ≤ 500 triệu đồng/năm (tăng từ 200 triệu đồng/năm ở lần quy định trước đó) ➢ Với doanh thu 500 triệu - 3 tỷ đồng/năm: Chọn tính thuế theo thu nhập thực tế (thuế suất 15% trên thu nhập chịu thuế nếu đảm bảo hóa đơn đầu vào/ra) hoặc theo tỷ lệ trên doanh thu vượt 500 triệu đồng (trừ trước mức 500 triệu). ➢ Hỗ trợ giảm thủ tục tuân thủ, khuyến khích minh bạch hóa kinh doanh.
----------------	---	----------------------	--

Lương cá nhân trước thuế/tháng	20,0	30,0	40,0	80,0	100,0	150,0
1. Giảm trừ gia cảnh sau sửa đổi	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7
- Bản thân	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
- Mỗi người phụ thuộc	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
2. Đóng bảo hiểm bắt buộc (10,5%)	2,1	3,2	4,2	8,4	10,5	15,8
Lương chịu thuế	0,0	5,2	14,1	49,9	67,8	112,6
Thuế TNCN		0,3	0,9	6,5	10,8	24,9
Thuế suất lũy tiến sau sửa đổi – 5 bậc	0%	5%	5-10%	5-10-20%	5-10-20-30%	5-10-20-35%
Lương sau thuế (sau sửa đổi)	17,9	26,6	34,9	65,1	78,7	109,4
1. Giảm trừ gia cảnh trước sửa đổi	15,4	15,4	15,4	1,4	15,4	15,4
- Bản thân	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
- Mỗi người phụ thuộc	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Bảo hiểm bắt buộc (10,5%)	2,1	3,2	4,2	8,4	10,5	15,8
Lương chịu thuế	2,5	11,5	20,4	56,2	74,1	118,9
Thuế TNCN	0,1	1,0	2,4	11,8	17,2	32,5
Thuế suất lũy tiến trước sửa đổi – 7 bậc	5%	5-10-15%	5-10-15-20%	5-10-15-20-25-30%	5-10-15-20-25-30%	5-10-15-20-25-30-35%
Lương sau thuế (trước sửa đổi)	17,8	25,9	33,4	59,8	72,3	101,7
Chênh lệch trước sau luật sửa đổi	0,1	0,7	1,5	5,3	6,3	7,7
% thay đổi	0,7%	2,7%	4,6%	8,9%	8,8%	7,5%

Nguồn: Luật thuế TNCN sửa đổi 2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cải cách chính sách hỗ trợ giáo dục

Chương trình mục tiêu quốc gia hiện đại hóa, nâng cao chất lượng giáo dục và đào tạo giai đoạn 2026-2035, phê duyệt ngày 10-12-2025

→ để thực hiện hiệu quả **Nghị định số 238/2025/NĐ-CP** ngày 3-9-2025

- **Tổng đầu tư dự kiến 580.133 tỷ đồng (~23 tỷ đô)**
- **Tổng chi ngân sách nhà nước ~30.000 tỷ đồng/năm cho miễn học phí cho học sinh mầm non–phổ thông công lập;** nhóm yếu thế và đào tạo nghề trọng điểm phục vụ phát triển KT–XH, QP–AN. **Nâng cấp hạ tầng trường lớp** chuẩn quốc gia, xây dựng phòng thực hành, STEM/STEAM, ký túc xá, trường nội trú cho vùng khó khăn, và chuẩn hóa trường học ở mọi cấp cho đến năm 2030.
- **Nâng phụ cấp ưu đãi nghề cho giáo viên, gồm mức tối thiểu 70%** cho giáo viên mầm non – phổ thông và ưu đãi đặc biệt cho giáo viên ở vùng khó khăn, biên giới, hải đảo và vùng dân tộc thiểu số.
- **Phát triển giáo dục số, phổ cập kỹ năng số và ứng dụng công nghệ số/AI** trong dạy học, quản lý và đào tạo giáo viên lẫn học sinh, với mục tiêu **95% giáo viên được đào tạo năng lực số và ít nhất 30% cơ sở giáo dục ứng dụng hiệu quả công nghệ số.**

Chính sách giảm thuế GTGT 2% duy trì tới cuối 2026

Nghị quyết 204/2025/QH15 ban hành 1-7-2025

- Duy trì giảm thuế GTGT 2% cho hầu hết hàng hóa bao gồm thực phẩm, đồ uống, hàng điện tử
- Giảm thu ngân sách nhà nước 39.540 tỷ đồng trong nửa cuối 2025 và 82.200 tỷ đồng cả năm 2026.

Nguồn: Nghị định số 238/2025/NĐ-CP, Nghị quyết số 72-NQ/TW, kỳ họp quốc hội T12-2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cải cách chính sách hỗ trợ y tế

Chương trình mục tiêu quốc gia về chăm sóc sức khỏe, dân số và phát triển giai đoạn 2026–2035, phê duyệt ngày 10-12-2025

→ để thực hiện hiệu quả **Nghị quyết số 72-NQ/TW** ngày 9/9/2025

- **Tổng chi ngân sách nhà nước khoảng 6.000 tỷ đồng/năm cho các đối tượng ưu tiên khám sức khỏe định kỳ**
- **Mọi người dân sẽ được khám sức khỏe định kỳ hoặc sàng lọc miễn phí ít nhất một lần mỗi năm** và có hồ sơ sức khỏe điện tử để quản lý sức khỏe xuyên suốt cuộc đời.
- Nghị quyết đặt mục tiêu **tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế đạt trên 95% dân số vào năm 2026**, và tiến tới bao phủ toàn dân vào năm 2030.
- **Tỷ lệ người dân thường xuyên tham gia hoạt động thể chất tăng thêm 10%.**
- **Viện phí ở mức cơ bản trong phạm vi quyền lợi bảo hiểm y tế sẽ được miễn theo lộ trình (khoản mục tiêu đến năm 2030).**

Tăng lương tối thiểu vùng 7,2%

Nghị định số 293/2025/NĐ-CP ban hành 10-11-2025

- Tăng thêm 7,2% lương tối thiểu ở cả 4 vùng I, II, III, IV
- Áp dụng cho người lao động làm việc theo hợp đồng, nhằm bù đắp trượt giá, cải thiện thu nhập và bảo đảm mức sống tối thiểu.

Năm 2025 đánh dấu nhiều bước ngoặt quan trọng trong chính sách phát triển nhà ở xã hội (NOXH) tại Việt Nam, với hàng loạt văn bản pháp lý mới được ban hành nhằm tháo gỡ các "điểm nghẽn" cũ để hướng đến mục tiêu hoàn thành đề án **1 triệu** căn hộ nhà ở xã hội giai đoạn 2021-2030.

Tính đến hết quý III/2025



Đã đạt **60%** mục tiêu đến 2030

Hoàn thành **1.062.200** căn hộ nhà ở xã hội



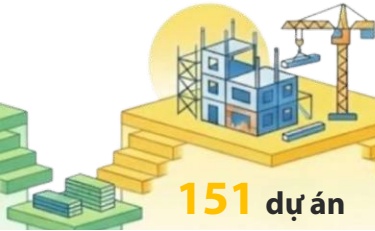
696 dự án đang được triển khai

Với tổng quy mô **637.048** căn hộ nhà ở xã hội trên cả nước



380 dự án
(**388.090** căn)

Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư



151 dự án
(**132.616** căn)

Đang trong quá trình xây dựng



165 dự án
(**116.342** căn)

Đã hoàn thành và sẵn sàng bàn giao

Nguồn: Bộ xây dựng, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các chính sách pháp lý chủ chốt

Văn bản pháp lý	Nội dung chính sách
Quyết định số 444/QĐ-TTg	Giao chỉ tiêu hoàn thành nhà ở xã hội trong năm 2025 và các năm tiếp theo đến năm 2030 (1.062.200 căn nhà ở xã hội)
Nghị quyết số 201/2025/QH15	Thí điểm về một số cơ chế, chính sách đặc thù phát triển nhà ở xã hội
Nghị định 192/2025/NĐ-CP	Hướng dẫn thi hành Nghị quyết thí điểm một số cơ chế, chính sách đặc thù phát triển NOXH (trình tự thủ tục đầu tư, xây dựng, quy chế giá bán)
Nghị định 261/2025/NĐ-CP	Sửa đổi, bổ sung cho Nghị định 100/2024/NĐ-CP. Đây là nghị định "cởi trói" nhiều điều kiện cho người mua và tăng ưu đãi cho chủ đầu tư
Thông tư 32/2025/TT-BXD	Chuẩn hóa các biểu mẫu, giấy tờ chứng minh đối tượng và thu nhập, giúp giảm thủ tục hành chính

Chính sách tạo điều kiện cho người mua và chủ đầu tư

Người mua nhà

Mức thu nhập đủ điều kiện mua nhà:

- Tăng lên 20 triệu đồng/tháng (với người độc thân).
- Tăng lên 30 triệu đồng/tháng (với người độc thân có con nhỏ).
- Tăng lên 40 triệu đồng/tháng (với hai vợ chồng).

Bãi bỏ điều kiện cư trú. Người dân có thể mua NOXH ở bất kỳ tỉnh/thành nào, không phụ thuộc vào hộ khẩu hay nơi làm việc.

Lãi suất vay mua: Từ tháng 10/2025, người mua nhà ở xã hội được hưởng lãi suất ưu đãi khoảng 5.4% - 6.1%/năm.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chủ đầu tư

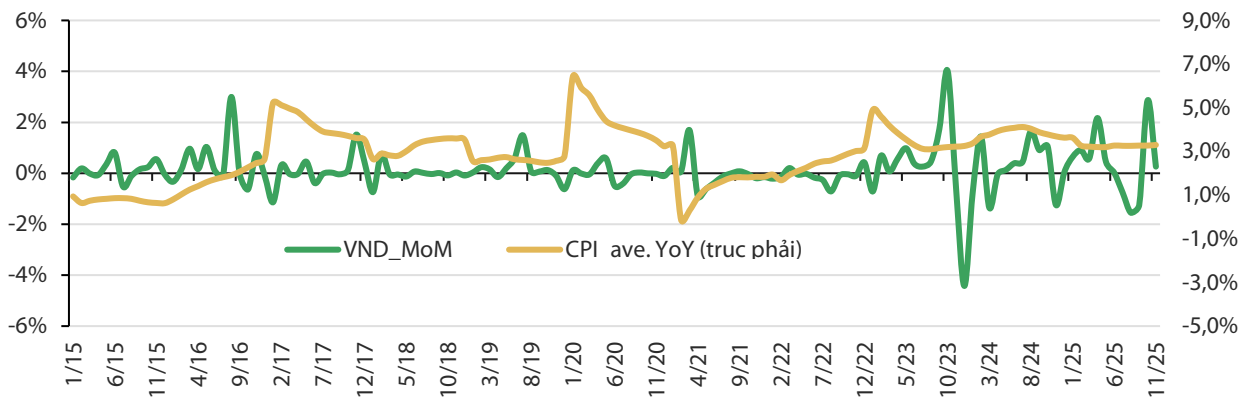
- Được **miễn tiền sử dụng đất** đối với phần diện tích xây dựng NOXH và không phải thực hiện thủ tục xác định giá đất, giúp rút ngắn đáng kể thời gian chuẩn bị dự án.
- Về **giá bán và thuê mua**, chủ đầu tư được tự xác định giá (bao gồm lợi nhuận định mức 10%) mà không cần thẩm định trước, chỉ cần hồ sơ được đơn vị kiểm toán/thẩm định độc lập xác nhận và báo cáo Sở Xây dựng để công khai. Cách tiếp cận này giúp giảm độ trễ thủ tục và tăng tốc độ quay vòng vốn.
- 20% quỹ đất ở trong dự án** vẫn được phép phát triển công trình thương mại theo cơ chế thị trường, không áp trần lợi nhuận, tạo nguồn bù đắp chi phí và nâng cao hiệu quả tổng thể của các dự án NOXH.

Triển vọng	Quan điểm
Lạm phát	<ul style="list-style-type: none"> Dự báo lạm phát năm 2026 sẽ nhích nhẹ lên mức 3,7 – 4%, trong khả năng kiểm soát của nhà điều hành. Cụ thể: (1) Giá các nhóm hàng hóa thuộc diện Chính phủ kiểm soát giá dự kiến biến động trái chiều và bù trừ cho nhau; (2) Chính sách hỗ trợ thuế BVMT và thuế VAT năm 2026 được giữ mức tương đương năm 2025. Đồng thời, giá dầu được nhiều tổ chức quốc tế dự báo dao động trong khoảng 60 - 65\$/thùng trong năm 2026, giúp ổn định chỉ số giá giao thông. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá các mặt hàng nông nghiệp, thực phẩm duy trì ổn định; và (3) Sức cầu yếu khiến chi phí tăng (do VND mất giá) không chuyển tải hoàn toàn vào giá bán.
Chính sách tiền tệ	<ul style="list-style-type: none"> Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ chưa tăng lãi suất điều hành, ít nhất trong nửa đầu năm 2026. Thay vào đó, NHNN sẽ linh hoạt điều tiết qua thị trường mở nhằm ứng phó với áp lực tỷ giá và nhu cầu thanh khoản ngắn hạn. Nhu cầu vốn đầu tư của nền kinh tế vẫn đang được đáp ứng bởi nguồn vốn ngắn và trung hạn từ hệ thống ngân hàng. Hệ lụy là có thể gây ra các đợt căng thẳng thanh khoản cục bộ tại một số thời điểm trong năm, có thể dẫn đến các đợt cao trào biến động lãi suất thực tế trong nền kinh tế. Lãi suất huy động dự kiến tăng thêm 50 – 100 điểm cơ bản trong năm 2026. Lãi suất cho vay sẽ nhích lên mặt bằng mới theo sau mức tăng lãi suất huy động. Chúng tôi kỳ vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ duy trì đà phục hồi với cơ cấu ngành nghề đa dạng hơn để chia sẻ gánh nặng vốn đầu tư dài hạn với hệ thống ngân hàng. Dù vậy, quá trình chuyển hóa này sẽ diễn ra chậm rãi theo sự thận trọng của nhà phát hành và nhà đầu tư. Tăng trưởng tín dụng năm 2026 dự kiến duy trì tương đương tốc độ của năm 2025, ước tăng khoảng 18% svck nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao.
Tỷ giá	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá trong năm 2026 bớt căng thẳng hơn năm 2024 – 2025 khi: (1) Các NHTW tiếp tục lộ trình bình thường hóa lãi suất nhờ áp lực lạm phát suy giảm; (2) Chênh lệch lãi suất USD – VND tiếp tục thu hẹp; và (3) Dòng vốn FDI duy trì ổn định. Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo tỷ giá dao động trong biên độ +/-4% và kết thúc năm 2026 trong khoảng 26.890 – 27.150 đồng/USD.
Chính sách tài khóa	<ul style="list-style-type: none"> Năm 2026 đánh dấu năm đầu tiên của giai đoạn chính sách tài khóa trung hạn mới (2026 – 2030). Trong đó, tập trung vào chi đầu tư phát triển để đạt mục tiêu kinh tế tăng trưởng cao được xác định là trọng tâm của giai đoạn này. Dự toán ngân sách năm 2026 được đã được Quốc hội thông qua ước tăng gần 29% về tổng mức thu và tăng 24% về tổng mức chi so với năm 2025. Về phía thu, do không còn thực hiện chính sách hoãn, giảm tiền thuê đất, thuế phí, lệ phí..., tổng nguồn thu từ các khoản này ước tăng hơn 57% so với năm 2025 và đóng góp 36% trong tổng thu ngân sách năm 2026. Về phía chi, chi đầu tư phát triển dự kiến 1.120 nghìn tỷ đồng, tăng 42% so với dự toán năm 2025 và chiếm hơn 35% tổng dự toán chi 2026. Mức bội chi ngân sách theo dự toán nâng lên 4,2% GDP, so với dự toán 3,8% của năm 2025.
Tăng trưởng kinh tế	<p>Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng năm 2026 sẽ cải thiện đáng kể, phản ánh tác động trễ của các cải cách thể chế và định hướng điều hành vĩ mô được thiết lập trong năm 2025. Từ góc độ chi tiêu, việc tháo gỡ các rào cản cho khu vực tư nhân và doanh nghiệp nhà nước, cùng hiệu ứng lan tỏa từ đà phục hồi của đầu tư toàn xã hội và các cải cách an sinh xã hội, được kỳ vọng sẽ củng cố niềm tin và thu nhập hộ gia đình, qua đó tạo dư địa cho cả đầu tư và tiêu dùng bất phá khỏi quỹ đạo cũ. Từ góc độ thu nhập, các động lực truyền thống như xuất khẩu và đầu tư công, kết hợp với sự trỗi dậy của đầu tư và tiêu dùng trong nước, sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng của khu vực công nghiệp và dịch vụ.</p> <p>Trong kịch bản cơ sở, tăng trưởng GDP năm 2026 được dự báo đạt khoảng 8,7%, thấp hơn mục tiêu trên 10% của Quốc hội, phản ánh độ trễ trong thực thi chính sách và quá trình chuyển dịch từ mức tăng trưởng cơ sở lên mức tăng trưởng mục tiêu.</p>

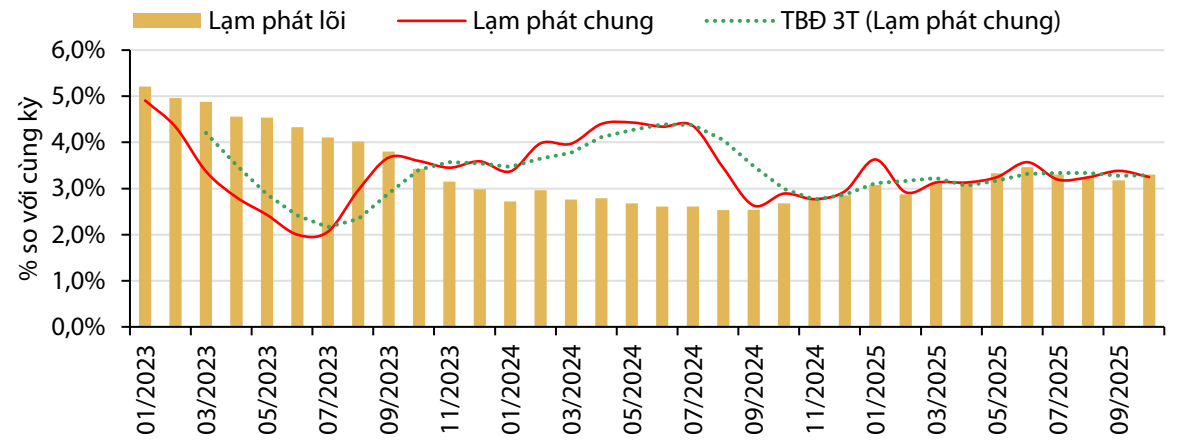
Chúng tôi dự báo lạm phát bình quân năm 2026 được kiểm soát ổn định trong khoảng 3,7 – 4% do tiêu dùng cải thiện. Cụ thể:

- Giá các nhóm hàng hóa thuộc diện Chính phủ kiểm soát giá dự kiến biến động trái chiều và bù trừ cho nhau, không gây ảnh hưởng lớn đến CPI. Cụ thể, giá điện có thể tiếp tục xu hướng tăng nhẹ trong năm 2026 khi EVN bắt đầu thí điểm cơ chế giá điện hai phần đối với khách hàng sử dụng điện lớn (T1/2026 – T7/2027), trong khi thực hiện chính sách mở rộng bảo hiểm y tế góp phần giảm áp lực chi phí sinh hoạt.
- Chính sách hỗ trợ thuế BVMT và thuế VAT năm 2026 được giữ mức tương đương năm 2025. Đồng thời, giá dầu được nhiều tổ chức quốc tế dự báo dao động trong khoảng 60 - 65\$/thùng trong năm 2026, giúp ổn định chỉ số giá giao thông. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá các mặt hàng nông nghiệp, thực phẩm duy trì ổn định.
- Trước năm 2020, sự mất giá của VND có thể dẫn đến lạm phát, với độ trễ 12 tháng. Tuy nhiên, từ năm 2020, mối quan hệ này là không rõ ràng. Nguyên nhân được lý giải có thể do (1) Sức cầu yếu khiến chi phí tăng (do VND mất giá) không chuyển tải hoàn toàn vào giá bán, (2) Các chính sách tài khóa hỗ trợ giúp kiểm soát giá nhiều nhóm hàng có tỷ trọng lớn trong rổ CPI.

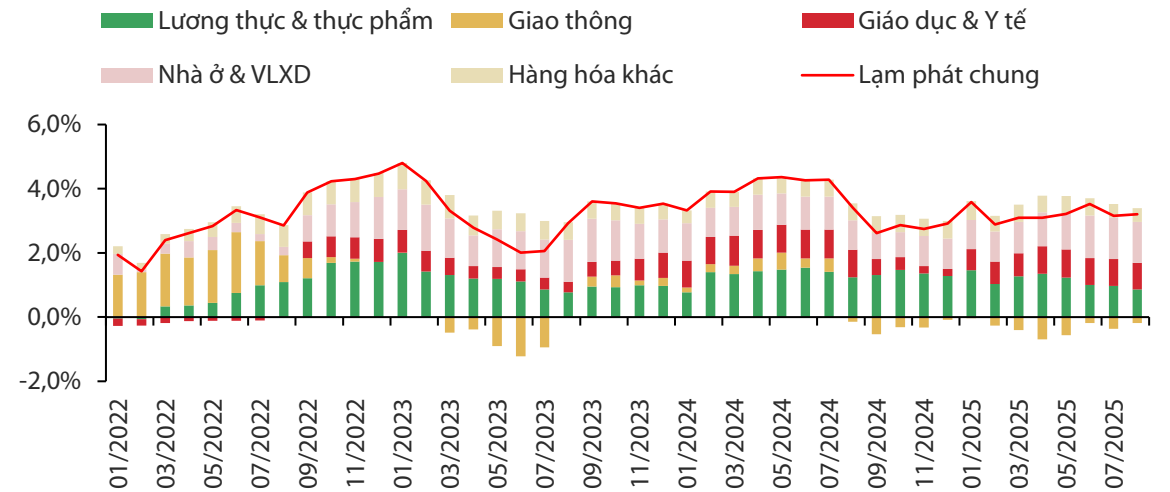
Lạm phát hàng năm và thay đổi hàng tháng của tỷ giá VND/USD



Chỉ số giá tiêu dùng dao động ổn định trong khoảng 3 – 3,5% trong năm 2025



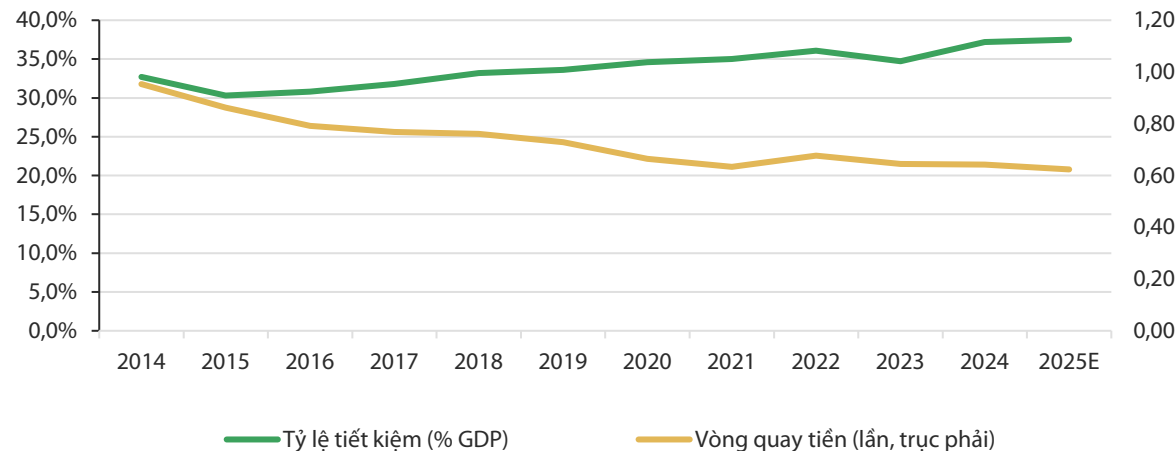
Lạm phát và chỉ số một số loại hàng hóa (% so với cùng kỳ)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

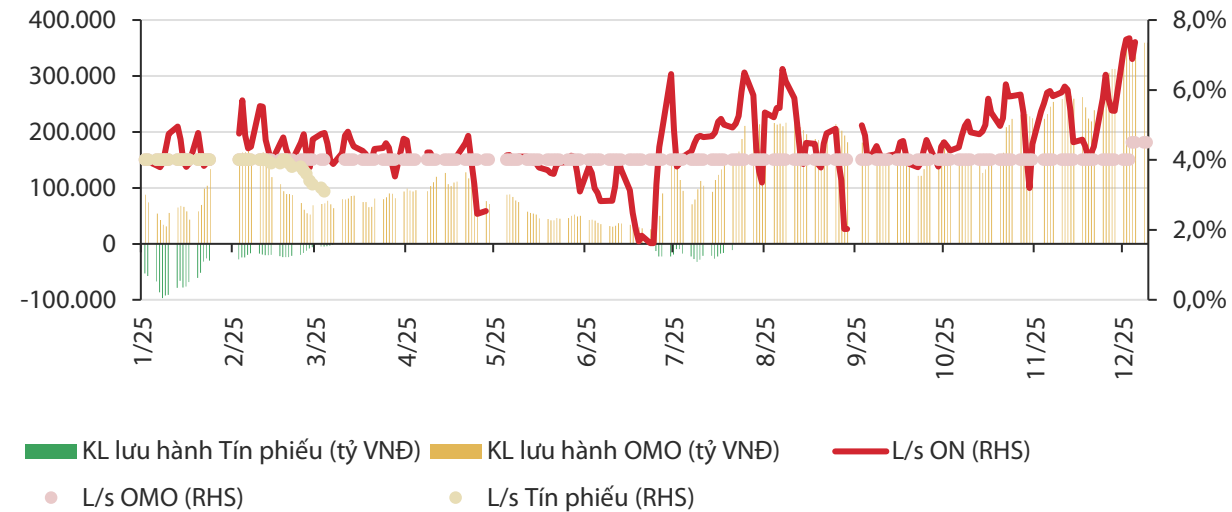
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ chưa tăng lãi suất điều hành, ít nhất trong nửa đầu năm 2026. Thay vào đó, NHNN sẽ linh hoạt điều tiết qua thị trường mở nhằm ứng phó với áp lực tỷ giá và nhu cầu thanh khoản ngắn hạn.
- Lãi suất huy động dự kiến tăng thêm 50 – 100 điểm cơ bản trong năm 2026, khi mà (1) Vòng quay tiền tiếp tục giảm xuống mức quanh 0,6 lần, cho thấy tín dụng chưa lan tỏa đến các lĩnh vực sản xuất và đầu tư, (2) Áp lực huy động để đảm bảo tỷ lệ an toàn thanh khoản (LDR, vốn ngắn hạn cho vay trung – dài hạn) có thể diễn ra ở một số ngân hàng thương mại, dẫn đến cuộc đua cạnh tranh lãi suất nhằm giữ chân khách hàng. Lãi suất cho vay sẽ nhích lên mặt bằng mới theo sau mức tăng lãi suất huy động. Ngoại trừ các gói lãi suất hỗ trợ mua nhà ở xã hội của Chính phủ, chúng tôi cho rằng các gói lãi suất vay ưu đãi cũng sẽ hạn chế hơn hoặc mức lãi suất vay sẽ nhích cao hơn.

Vòng quay tiền (lần) và tỷ lệ tiết kiệm/GDP (%)

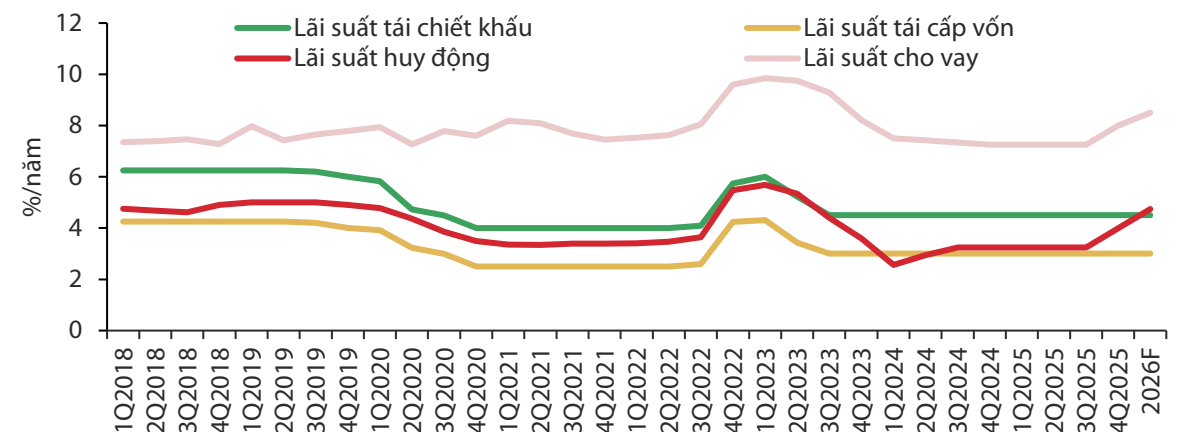


Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt tổng hợp

NHNN chủ yếu điều tiết qua thị trường mở trong khi giữ nguyên các mức lãi suất điều hành

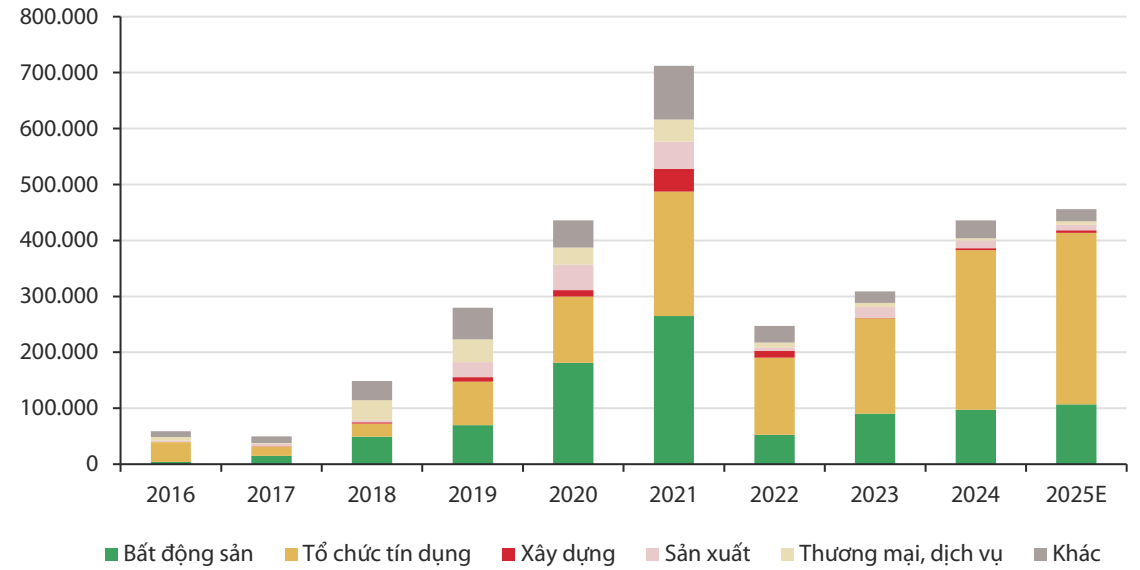


Các mức lãi suất giai đoạn 2018 – 2025 và dự báo 2026



- Nguồn vốn đầu tư của nền kinh tế vẫn phụ thuộc lớn vào tín dụng. Giá trị trái phiếu phát hành thành công trong giai đoạn 2022 – 2025E chủ yếu ở nhóm ngành ngân hàng, trong khi giá trị phát hành của các lĩnh vực còn lại hầu như đi ngang. Năm 2026, ước tính giá trị trái phiếu đến hạn giảm khoảng 10% so với cùng kỳ, trong đó quy mô giá trị trái phiếu doanh nghiệp bất động sản đến hạn ước giảm bằng ½ quy mô của năm 2025. Như vậy, nhu cầu vốn đầu tư của nền kinh tế vẫn đang được đáp ứng bởi nguồn vốn ngắn và trung hạn, vốn có thể gây ra các đợt căng thẳng thanh khoản cục bộ tại một số thời điểm trong năm, có thể dẫn đến các đợt cao trào biến động lãi suất thực tế trong nền kinh tế.
- Chúng tôi kỳ vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ phục hồi tích cực hơn trong năm 2026 khi (1) tỷ lệ doanh nghiệp phi tài chính sẵn sàng tham gia xếp hạng tín nhiệm để đáp ứng yêu cầu phát hành trái phiếu ra công chúng (theo Nghị định 245/2025/NĐ-CP) sẽ tiếp tục tăng và (2) niềm tin NĐT dần khôi phục. Dù vậy, quá trình chuyển hóa này sẽ diễn ra chậm rãi theo sự thận trọng của nhà phát hành và nhà đầu tư.
- Tăng trưởng tín dụng năm 2026 dự kiến vẫn duy trì tương đương 2025, ước tăng khoảng 18% svck nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao.

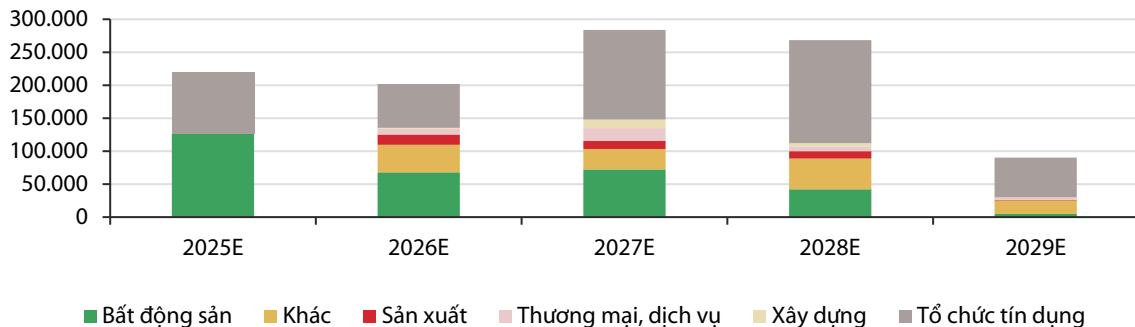
Giá trị phát hành TPDN trong năm giai đoạn 2016 – 2025E



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

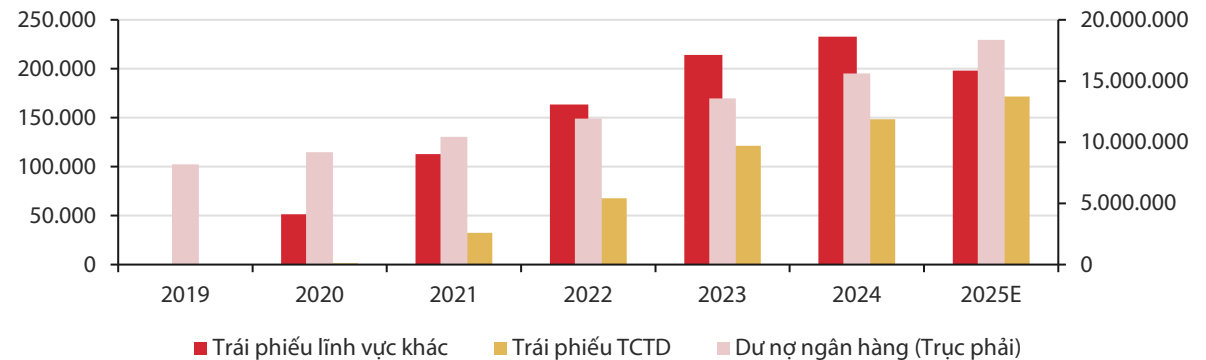
Áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp năm 2026 là không lớn nhưng nhu cầu vốn trung – dài hạn đang tạo áp lực lên thanh khoản của hệ thống ngân hàng

Giá trị đáo hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Dư nợ (tỷ đồng)

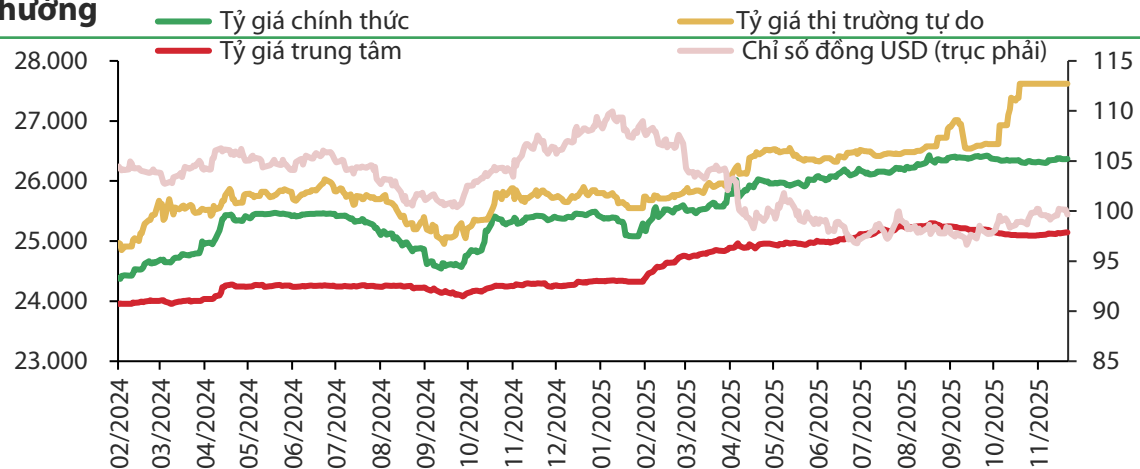


Dự trữ ngoại hối ước tính tiếp tục tiêu hao nhẹ trong năm 2025 để đáp ứng nhu cầu ngoại tệ tại một số thời điểm căng thẳng trong năm. Điểm yếu này có thể sẽ chưa có sự cải thiện đáng kể trong năm 2026 khi các giải pháp thu hút dòng ngoại tệ ở lại/ đi vào hệ thống cần có thời gian. Dù vậy, chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá trong năm 2026 bớt căng thẳng hơn năm 2024 – 2025 khi:

- (1) Các NHTW tiếp tục lộ trình bình thường hóa lãi suất nhờ áp lực lạm phát suy giảm. Trong đó, Fed dự kiến thực hiện hai đợt cắt giảm lãi suất trong năm 2026, đưa lãi suất liên bang (FFR) về mức 3,0 – 3,25% vào cuối năm. Chỉ số DXY được dự báo giảm nhẹ về ngưỡng 92 – 95.
- (2) Chênh lệch lãi suất USD – VND tiếp tục thu hẹp.
- (3) Dòng vốn FDI duy trì ổn định.

Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo tỷ giá dao động trong biên độ +/-4% và kết thúc năm 2026 trong khoảng 26.890 – 27.150 đồng/USD.

Tâm lý đầu cơ đã khiến tỷ giá thị trường tự do có những bước nhảy vọt thất thường

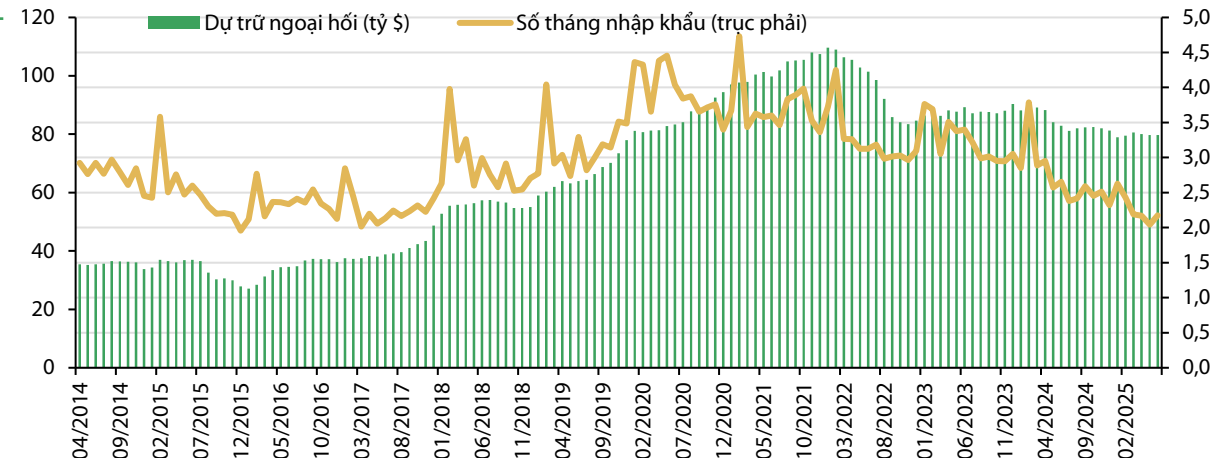


Nguồn: FiinPro, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Triển vọng lãi suất Fed trong các cuộc họp sắp tới

	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
12/10/2025	0%	0%	0%	85%	15%
1/28/2026	0%	0%	12%	89%	0%
3/18/2026	0%	0%	51%	49%	0%
4/29/2026	0%	0%	77%	24%	0%
6/17/2026	0%	42%	58%	0%	0%
7/29/2026	0%	80%	21%	0%	0%
9/16/2026	23%	77%	0%	0%	0%
10/28/2026	46%	55%	0%	0%	0%
12/9/2026	69%	31%	0%	0%	0%

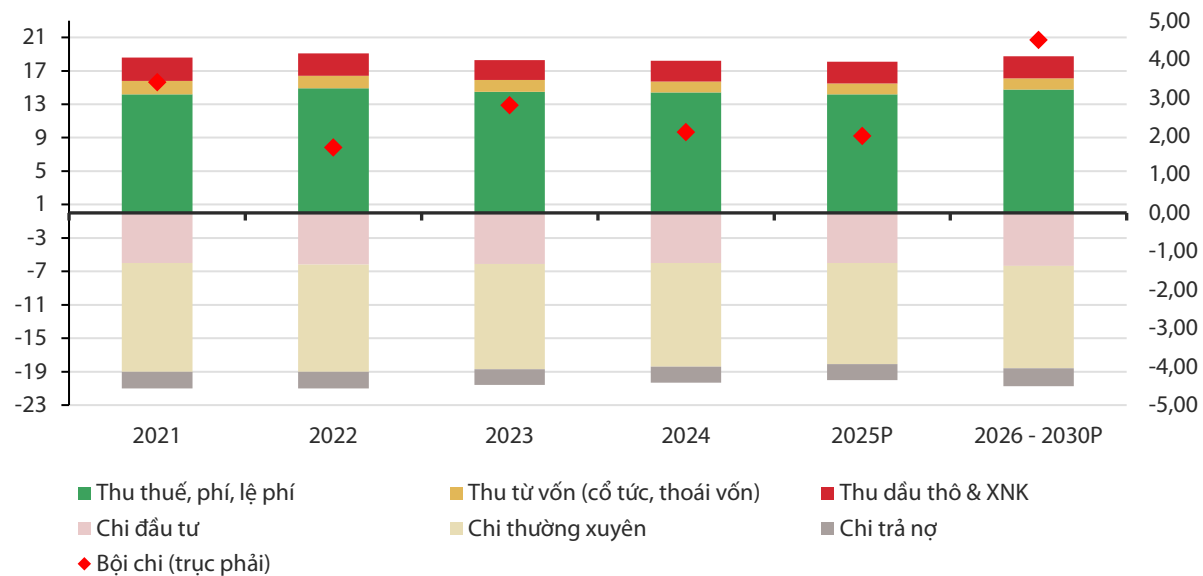
Dự trữ ngoại hối Việt Nam đã giảm đáng kể từ mức đỉnh vào đầu năm 2022



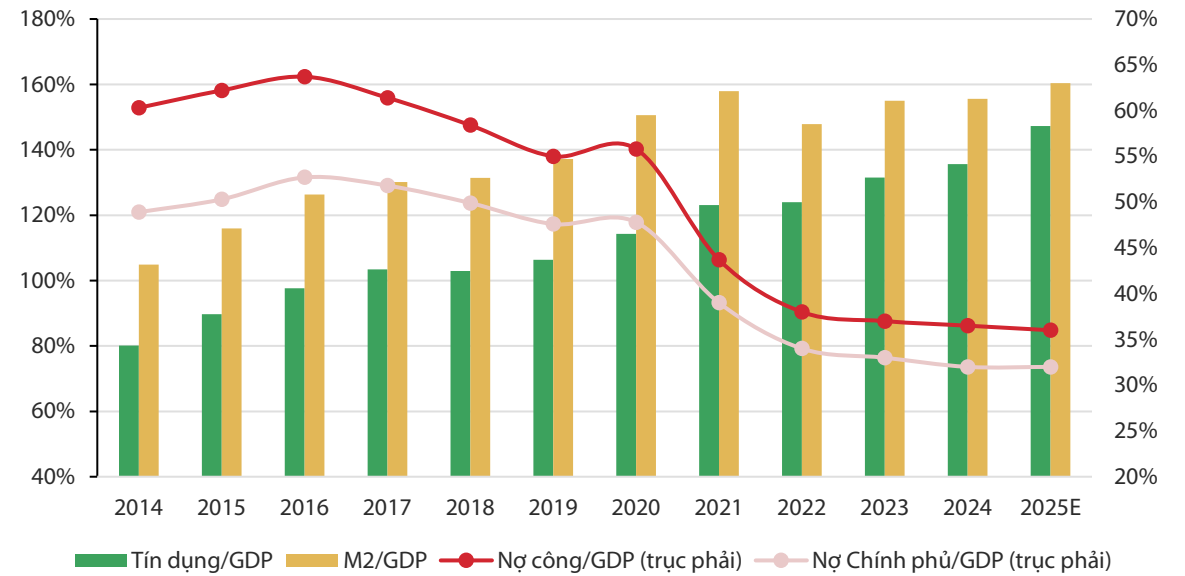
Năm 2026 đánh dấu năm đầu tiên của giai đoạn chính sách tài khóa trung hạn mới (2026 – 2030). Trong đó, thực thi chính sách tài khóa mở rộng, tập trung vào chi đầu tư phát triển để đạt mục tiêu kinh tế tăng trưởng cao trong giai đoạn này. Các trọng tâm tái cấu trúc tài chính bao gồm:

- Cải cách chính sách thuế theo hướng tăng thu thuế đối với tài sản đầu cơ và giảm gánh nặng thuế thu nhập cá nhân để kích cầu nội địa.
- Xem xét ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp dựa trên tỷ lệ nội địa hóa nhằm khuyến khích phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ và sản xuất trong nước.
- Tăng quy mô bội chi ngân sách lên gấp 3 lần so với mức thực hiện của giai đoạn 2021 – 2025, tương đương khoảng 5% GDP.

Cân đối tài khóa (% GDP) giai đoạn 2021 – 2025, dự kiến 2026 – 2030

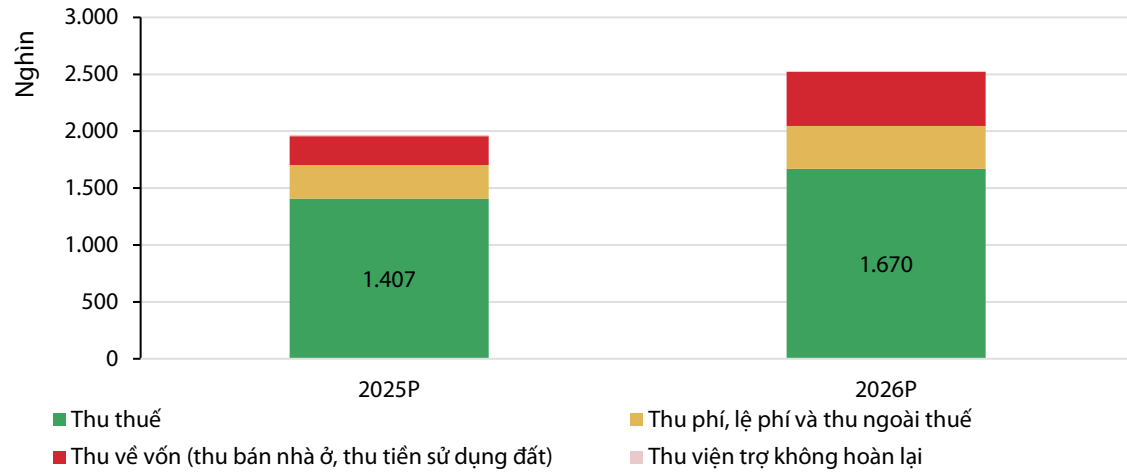


% GDP của cung tiền (M2), tín dụng, nợ công giai đoạn 2014 – 2025E



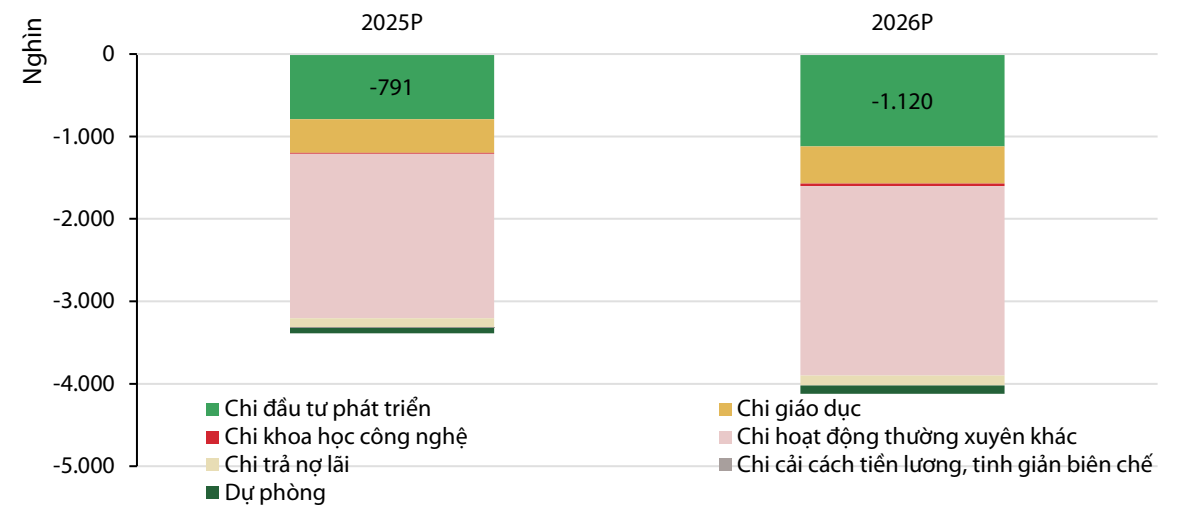
Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt | 2024: ước thực hiện; 2025: dự toán; 2026-30: Dự toán trình Quốc hội

Dự toán thu ngân sách 2025 – 2026 (tỷ đồng)



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt | Số âm: phản ánh số chi ra

Dự toán chi ngân sách 2025 - 2026 (tỷ đồng)



Dự toán ngân sách năm 2026 được đã được Quốc hội thông qua ước tăng gần 29% về tổng mức thu và tăng 24% về tổng mức chi so với năm 2025.

- Phía thu: So với năm 2025, chính sách hỗ trợ tài khóa năm 2026 hướng đến người tiêu dùng và người có thu nhập thấp nhiều hơn, bao gồm (1) Giữ nguyên thuế liên quan đến tiêu dùng so với năm 2025, bao gồm (a) thuế VAT 8% , và (b) giảm 50% thuế BVMT đối với các mặt hàng xăng dầu; (2) Luật Thuế thu nhập cá nhân 2025 đã được thông qua, trong đó tăng mức giảm trừ gia cảnh cho người lao động và người phụ thuộc (hiệu lực từ kỳ tính thuế 2026) và giảm biểu thuế TNCN lũy tiến từ 7 bậc xuống còn 5 bậc (hiệu lực từ 01/07/2026).
- Do không còn thực hiện chính sách hoãn, giảm tiền thuê đất, thuế phí, lệ phí..., tổng nguồn thu từ các khoản này ước tăng hơn 57% so với năm 2025 và đóng góp 36% trong tổng thu ngân sách năm 2026.
- Phía chi: Dự toán chi đầu tư phát triển năm 2026 là 1.120 nghìn tỷ đồng, tăng 42% so với dự toán năm 2025. Ngoài quy mô tăng thì tốc độ giải ngân các dự án đầu tư công cần nhanh và đều thì mới tăng cường hiệu lực của chính sách nới lỏng tài khoá mà Chính phủ đang thực hiện.

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Tăng trưởng GDP (%)	3%	8,5%	5,1%	7,1%	8,2%	8,7%
Doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ	-4%	19,8%	9,6%	9,0%	9,1%	10,8%
Đầu tư tư nhân	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,0%	12,0%
Giải ngân FDI	9,1%	9,6%	13,8%	4,4%	11%	10%
Đầu tư KV nhà nước	8,0%	9,0%	3,7%	5,6%	30%	20%
Xuất khẩu (%)	19%	11%	-5%	14%	15%	14%
Nhập khẩu (%)	27%	8%	-9%	17%	16%	15%
Cán cân thương mại (tỷ \$)	4	12	28	25	24	23
Lạm phát bình quân (%)	1,8%	3,1%	3,3%	3,6%	3,3%	3,7% - 4,0%
-4Tỷ giá USD/VND (cuối năm)	22.920	23.730	24.420	25.551	26.446	27.020
%svck	-1%	4%	3%	5%	4%	2%
Lãi suất tái chiết khấu (%)	2,5	4,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Lãi suất tái cấp vốn (%)	4,0	6,0	4,5	4,5	4,5	4,5
Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm (% , cuối năm)	2,4%	5,0%	2,4%	3,1%	4,0%	4,0%
Tăng trưởng tín dụng (%)	13,6%	14,2%	13,8%	15,1%	19,0%	18,0%
Tăng trưởng M2 (%)	10,7%	6,2%	12,5%	12,0%	16,3%	15,0%

Nguồn: Bloomberg, GSO, Fiinx, Vietcombank, CTCK Rồng Việt


Xếp hạng tín nhiệm quốc gia

Fitch	S&P	Moody's	Phân loại (Grade)
AAA	AAA	Aaa	Investment Grade (Hạng Đầu tư an toàn)
AA+	AA+	Aa1	
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	
★BB+	★BB+	Ba1	Non-Investment Grade (Hạng đầu tư rủi ro cao/Lợi tức cao)
BB	BB	★Ba2	
BB-	BB-	Ba3	
B+	B+	B1	
B	B	B2	
B-	B-	B3	
CCC+	CCC+	Caa1	
CCC	CCC	Caa2	
CCC-	CCC-	Caa3	
CC	CC	Ca	
C	C		
DDD/DD/D	SD/D	C	

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp


Các nghị định hướng dẫn cơ chế và chính sách cho TTTC quốc tế

Nền Tảng Tổ Chức & Ưu Đãi Cốt Lõi
NĐ 323-Mô hình "Một trung tâm, hai địa điểm"
 Đặt tại TP.HCM và Đà Nẵng với vai trò điều hành được phân quyền tối đa.



Chính Sách Thu Hút Nhân Lực & Vốn Đầu Tư

NĐ 324 -thuế
 •10-15% TNDN trong 15- 30 năm
 •Miễn thuế TNCN cho chuyên gia đến hết năm 2030



Khung Vận Hành Minh Bạch & Hiệu Quả


NĐ 325,327 "Mở cửa" cho lao động & chuyên gia nước ngoài
 Không giới hạn tỷ lệ tuyển dụng, giấy phép lao động và visa có thời hạn lên đến 10 năm.

NĐ 329 - Tự do hóa ngoại hối có kiểm soát
 Cho phép niêm yết bằng ngoại tệ, thời gian cấp phép ngân hàng giảm một nửa.

NĐ 328 - Cơ chế trọng tài quốc tế đột phá
 Các bên được quyền thỏa thuận từ bỏ yêu cầu Tòa án hủy phán quyết trọng tài.

NĐ 326 -Phân quyền quản lý đất đai cho địa phương
 TP.HCM và Đà Nẵng có toà quyền quyết định giao đất cho thuê đất cho dự án.

NĐ 330 - Sở giao dịch hàng hóa theo chuẩn quốc tế
 Cho phép giao dịch nông sản, năng lượng, kim loại và phái sinh.



Nguồn: Baochinhphu, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nếu Việt Nam được nâng hạng tín nhiệm lên Investment Grade trong kỳ đánh giá hàng năm trong 2026 sẽ tạo cú hích quan trọng trong việc giảm chi phí huy động vốn cho cả Chính phủ và khu vực doanh nghiệp.

Khi rủi ro quốc gia giảm và xếp hạng tín nhiệm được cải thiện, lãi suất trái phiếu phát hành trên thị trường quốc tế sẽ hạ thấp, qua đó kéo giảm chi phí vay trong nước. Điều này không chỉ giúp Chính phủ tiết kiệm chi phí tài chính mà còn lan tỏa trực tiếp sang khu vực tư nhân, vốn chịu ảnh hưởng lớn từ mức xếp hạng tín nhiệm quốc gia.

Hiện Việt Nam được xếp hạng **BB+**, mức cao nhất trong nhóm quốc gia chưa đạt chuẩn đầu tư. Chỉ cần thêm một lần nâng hạng từ Fitch hoặc S&P Global, Việt Nam sẽ chính thức gia nhập nhóm Investment Grade, phù hợp với mục tiêu đã được Chính phủ xác lập trong Chiến lược phát triển kinh tế đến năm 2030. Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế duy trì ở mức cao, cải cách thể chế tiếp tục được đẩy mạnh và quản trị vĩ mô được củng cố – đặc biệt trong kiểm soát rủi ro hệ thống ngân hàng và tăng cường bộ đệm đối ngoại – kịch bản Việt Nam đạt Investment Grade sớm hơn lộ trình là hoàn toàn khả thi.

Trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam chính thức thành lập sẽ là "khởi đầu" của chiến lược tái cấu trúc thị trường vốn và nhu cầu giảm chi phí vốn dài hạn cho nền kinh tế

Việc Chính phủ ban hành 8 nghị định triển khai Nghị quyết số 222/2025/QH15 của Quốc hội đã bước đầu hoàn thiện khung pháp lý và thể chế đặc thù cho Trung tâm Tài chính Quốc tế. Tuy nhiên, đây mới chỉ là nền tảng ban đầu để hình thành một môi trường có khả năng cạnh tranh với các trung tâm trong khu vực, trong khi năng lực cạnh tranh thực chất vẫn cần được kiểm chứng trong trung và dài hạn.

Việt Nam có những lợi thế đáng kể như quy mô thị trường nội địa lớn, chi phí dịch vụ tài chính thấp, thủ tục xử lý nhanh và mức độ hội nhập thương mại quốc tế ngày càng sâu rộng. Khả năng hiện thực hóa các lợi thế này sẽ phụ thuộc vào tiến độ cải cách và năng lực triển khai, đặc biệt trong phát triển nguồn nhân lực tài chính chất lượng cao, hạ tầng số và trung tâm dữ liệu, hạ tầng đô thị – logistics (metro, sân bay, cảng biển), cùng với độ sâu và mức độ đa dạng của sản phẩm tài chính.

Các yếu tố trên sẽ là những chỉ báo quan trọng phản ánh tốc độ thực thi chiến lược, qua đó quyết định khả năng Việt Nam từng bước trở thành một trung tâm tài chính quốc tế đủ sức cạnh tranh trong khu vực.

- Sau khi Mỹ công bố Chiến lược An ninh Quốc gia 2025 với trọng tâm nghiêng về bán cầu Tây, chuỗi động thái liên quan Venezuela cùng các thỏa thuận an ninh mở rộng đang khiến rủi ro địa chính trị tại Nam Mỹ gia tăng. Năm 2026 chứng kiến nhiều nền kinh tế lớn tại Nam Mỹ bầu cử dự kiến khả năng thay đổi chính sách và đối ngoại.
- Phán quyết của Tối cao Pháp viện về tính hợp pháp của các mức thuế dựa trên IEEPA, dự kiến có kết quả vào đầu năm 2026 có thể định hình khung pháp lý cho việc sử dụng thuế quan như công cụ chính sách. Bên cạnh các hạn chế điều tra theo mục 232 như bán dẫn và dược phẩm (27/12), khoáng sản và xe tải (17/01), máy bay thương mại và động cơ phản lực (26/01) nhiều khả năng được dùng như đòn bẩy đàm phán song phương.
- Nhiệm kỳ Chủ tịch Fed của J. Powell dự kiến kết thúc tháng 5/2026, khiến thị trường nhạy hơn về tính độc lập của Fed, đặc biệt nếu Trump ưu tiên ứng viên có quan điểm bỏ câu hơn (Hassent đang là ứng viên sáng giá).
- Đáng chú ý, tháng 11/2026 đồng thời diễn ra hai sự kiện: (i) bầu cử giữa nhiệm kỳ Mỹ và (ii) kết thúc thỏa thuận tạm hoãn thuế quan Mỹ-Trung. Điều này có thể dự đoán cuối Q3–đầu Q4/2026 là vùng biến động cao, khi thông điệp chính sách thay đổi nhanh.
- Tại Việt Nam, chuỗi sự kiện chính trị diễn ra trong Q1.2026 kiện toàn nhân sự cấp cao sẽ đóng vai trò quan trọng cho việc triển khai chương trình “Đổi mới 2.0”.

Tháng 1

- Chính phủ Mỹ hết gia hạn ngân sách (30/01)
- ĐH Đảng toàn quốc lần XIV (19/01)

Tháng 4

- Bầu cử Peru (12/04)
- Hội nghị IMF - WB (13/04)
- Kỳ họp thứ nhất QH khóa XVI

Tháng 6

- Hội nghị G7 (14/06)

Tháng 10

- Bầu cử Brazil (04/10)

Tháng 12

- Hội nghị G20 (14/12)

Tháng 3

- Bầu cử Colombia (08/03)
- Tổng tuyển cử ĐBQH khóa XVI và HĐND nhiệm kỳ 2026-2031 (15/03)

Tháng 5

- Chủ tịch Fed J.Powell hết nhiệm kỳ (15/05)

Tháng 7

- Hội nghị Nato (07/07)

Tháng 11

- Bầu cử giữa nhiệm kỳ Mỹ (3/11)
- Kết thúc thỏa thuận Mỹ - Trung (10/11)
- COP31 (09/11)
- Hội nghị APEC (18/11)

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
*“CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN DẪN DẮT; TÁI ĐỊNH
GIÁ CÓ SỰ CHỌN LỌC”*

- Chúng tôi cho rằng 2026 sẽ là năm thị trường chuyển từ câu chuyện “đắt theo chỉ số” sang “hấp dẫn theo chiều rộng”: tăng trưởng lợi nhuận quay lại vai trò dẫn dắt, trong khi định giá tổng thể được kỳ vọng tái cân bằng khi các phần thiên lệch từ nhóm vốn hóa lớn với P/E cực cao dần được tái định giá theo lợi ích kinh tế thực tế.
- VN-Index sẽ hướng đến vùng mục tiêu từ **1.712** đến **2.032** điểm trong **12–14 tháng tới**. Kịch bản dự phóng được neo bởi **EPS 2026F ~137–140 đồng** (tăng ~15–19% YoY) và P/E mục tiêu **12,5x–14,5x**. Đây là mức P/E thận trọng hơn so với cập nhật trước, phản ánh cân bằng giữa lực đẩy tăng trưởng và rủi ro vĩ mô/địa chính trị.
 - Động lực cốt lõi đến từ lợi nhuận mở rộng, sự đồng thuận khá cao dựa trên các cách tiếp cận khác nhau. Theo cách tiếp cận top-down, EPS 2026 tăng quanh ~15,3% YoY nhờ phối hợp các biến số GDP, tín dụng, vòng quay tài sản và biên lợi nhuận; theo mẫu doanh nghiệp theo dõi của VDSC, tăng trưởng EPS bình quân ~16,2% YoY. Theo hướng bottom-up từ dữ liệu đồng thuận thị trường, tăng trưởng EPS toàn thị trường có thể tiệm cận ~19%.
 - Các thước đo định giá hiện tại nhìn chung không quá căng so với lịch sử (P/E và P/B quanh vùng trung bình dài hạn). Tuy nhiên, chúng tôi chủ động đặt biên an toàn trong kịch bản 2026 do (i) vẫn còn độ bất định chính sách toàn cầu, (ii) biến động lãi suất–tỷ giá, và (iii) rủi ro “lợi nhuận không như kỳ vọng” ở nhóm large-cap P/E cao.
- Phần lớn cổ phiếu vẫn nằm ở vùng P/E thấp–trung bình, trong khi tỷ trọng vốn hóa lại dịch chuyển mạnh sang nhóm P/E >30x. Tác nhân chính đến từ nhóm cổ phiếu VIC–VPL–VRE–VHM: cuối 2025 nhóm này chiếm tỷ trọng vốn hóa lớn nhưng đóng góp lợi nhuận thấp do P/E cực cao (tạo “đuôi định giá”), khiến P/E chỉ số bị kéo lên và làm thiên lệch cảm nhận định giá chung. Hệ quả tích cực là cơ hội chọn lọc cổ phiếu vẫn dồi dào bên dưới bề mặt chỉ số.
- Tỷ lệ sở hữu NĐT nước ngoài trên HSX đang trên đà giảm về mức thấp nhất ~3 năm, trong khi giá trị nắm giữ vẫn cao—hàm ý cấu trúc nắm giữ tập trung (đặc biệt ở tài chính/ngân hàng). Với bối cảnh này, chỉ cần chất xúc tác phù hợp, tính đàn hồi dòng vốn có thể cải thiện đáng kể.
- Chính phủ cũng đang tăng tốc minh bạch hóa và phát triển hạ tầng giao dịch, củng cố môi trường đầu tư. Hệ thống văn bản hiệu lực từ 2026 hướng tới chuẩn hóa, tăng minh bạch và nâng chuẩn vận hành thị trường. Lộ trình CCP và các hạng mục nâng cấp (cơ chế tài khoản giao dịch tổng/OTA, cải thiện thanh toán–bù trừ, rà soát FOL, phát triển sản phẩm) sẽ đặt nền cho giai đoạn “chạy nước rút” hướng tới mốc nâng hạng FTSE (với các kỳ đánh giá/kiểm chứng vận hành trong 2026).
- Thông tư 99/2025 là một điểm mới trong tiến trình nâng cao chất lượng báo cáo tài chính theo tiêu chuẩn toàn cầu. Các điều chỉnh theo hướng tiệm cận IFRS có thể không làm đổi doanh thu, nhưng tạo áp lực LNST giảm nhẹ/biến động do tăng dự phòng và thay đổi thời điểm ghi nhận chi phí ở một số ngành. Điều này nhiều khả năng làm phân hóa mạnh và nâng giá trị của phân tích chất lượng lợi nhuận.
- Các cơn gió ngược mà nhà đầu tư có thể đón nhận trong năm 2026 bao gồm: căng thẳng địa chính trị, độ bất định điều hành tại Mỹ, Fed trì hoãn hạ lãi suất kéo theo áp lực tỷ giá–lãi suất trong nước, và điều chỉnh ở nhóm vốn hóa lớn với P/E cao mà lợi nhuận không theo kịp kỳ vọng.

Chúng tôi dự báo **VN-Index có thể hướng đến vùng 1.712 – 2.032** trong vòng **12-14 tháng tới**. Các giả định cơ bản trong dự báo của chúng tôi bao gồm: **P/E mục tiêu** dao động trong vùng **12,5x – 14,5x**. Trong khi đó, **EPS dự phóng** đạt khoảng **137 – 140**, tương ứng mức tăng **~16%YoY**.

Dự báo kịch bản vùng biến động của VN Index trong 12-14 tháng tới

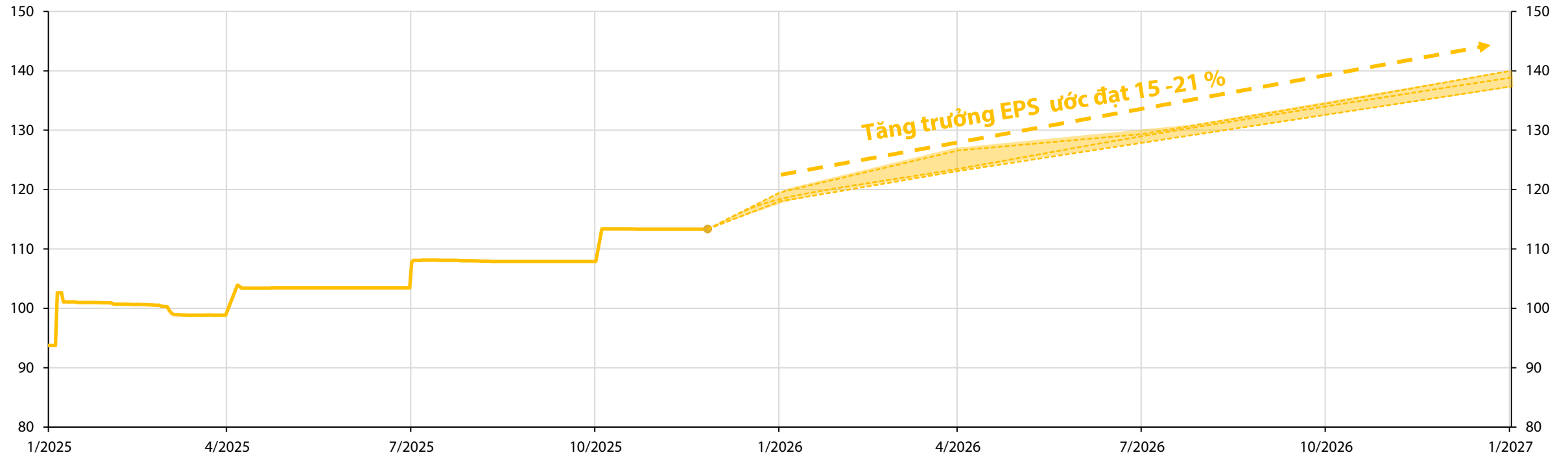


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chúng tôi dự báo tăng trưởng **EPS của VN-Index năm 2026** sẽ đạt **137–140 đồng**, tương đương mức tăng **15-19%** so với cùng kỳ năm trước.

- Theo phương pháp tiếp cận **“top-down”**, kết hợp các yếu tố như **tăng trưởng GDP, tín dụng, vòng quay tài sản và biên lợi nhuận**, EPS 2026 được ước tính tăng **15,3% YoY**, đạt **139 đồng**.
- Dựa trên mẫu danh sách cổ phiếu phân tích của **Rông Việt**, tăng trưởng EPS trung bình được ước đạt **16,2% YoY**.
- Ngoài ra, theo phương pháp tiếp cận **“bottom-up”** từ dữ liệu đồng thuận thị trường, chúng tôi ước tính tăng trưởng EPS toàn thị trường có thể đạt **19% so với EPS ước tính của 2025**.

Kịch bản dự phóng EPS trong 12-14 tháng tới dự trên góc nhìn “top-down” và “bottom up”



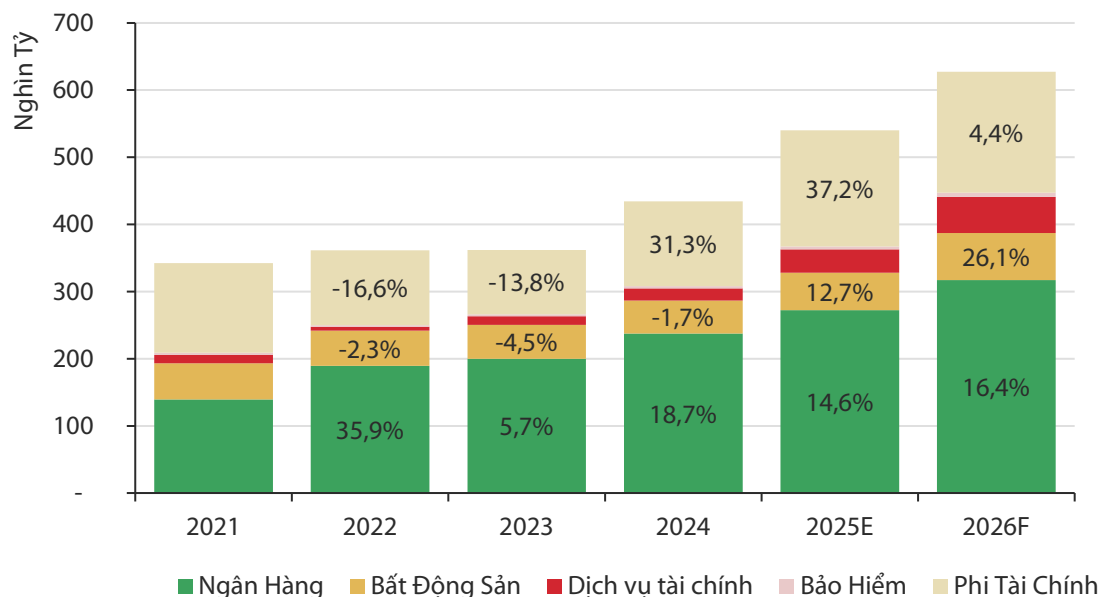
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt tổng hợp

Chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu tài chính – bao gồm ngân hàng, dịch vụ chứng khoán và bảo hiểm – sẽ tiếp tục giữ vai trò trụ cột trong tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường, trong bối cảnh nền kinh tế cần lượng vốn lớn để đáp ứng nhu cầu đầu tư toàn xã hội và tiêu dùng. Trong đó, nhóm ngân hàng được kỳ vọng đóng góp chủ yếu, với tăng trưởng lợi nhuận ước đạt khoảng 16,4% so với cùng kỳ.

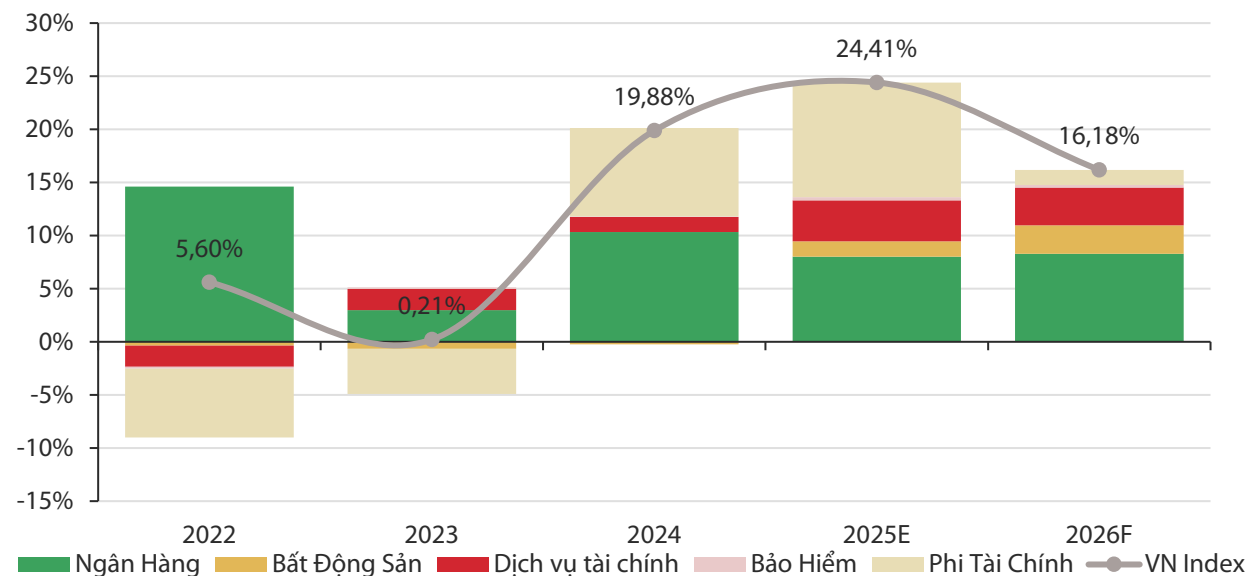
Ở chiều ngược lại, nhóm phi tài chính được dự báo ghi nhận tăng trưởng doanh thu tương đồng với đà tăng của nền kinh tế, song biên lợi nhuận nhiều khả năng chịu áp lực thu hẹp trong kịch bản không phát sinh các khoản thu nhập bất thường. Theo đó, LNST-CĐCTM của nhóm này ước tăng khoảng 4,4% so với cùng kỳ.

Riêng nhóm bất động sản được kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận vượt trội. Bên cạnh giả định tăng giá tài sản theo chu kỳ, việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý trong hai năm qua đã tạo điều kiện cho nhiều dự án tái khởi động xây dựng và bán hàng trong năm 2025, đồng thời hình thành cơ sở để tiếp tục bán hàng, bàn giao và ghi nhận doanh thu trong năm 2026. Theo ước tính, lợi nhuận của nhóm bất động sản có thể tăng khoảng 26,1% so với cùng kỳ.

Quy mô LNST-CTM và tăng trưởng so với cùng kỳ của các nhóm ngành



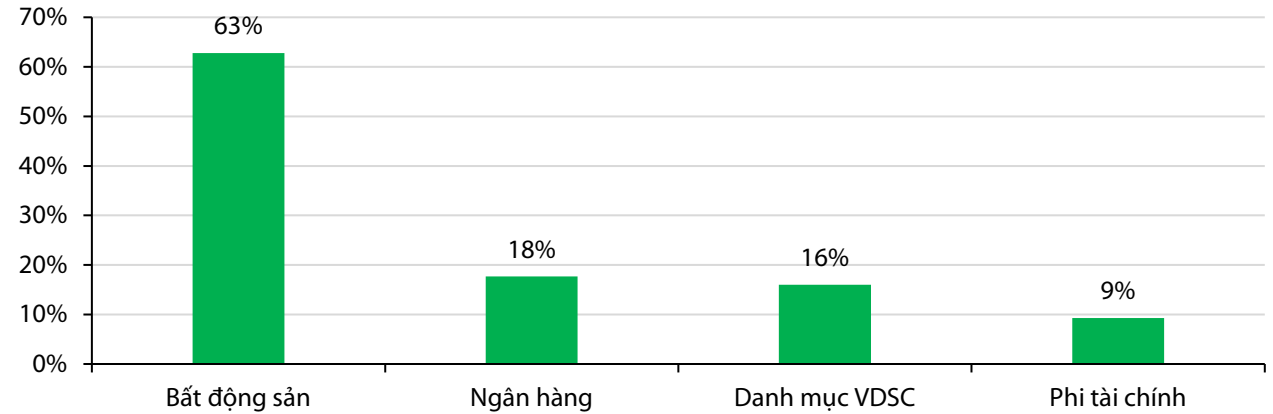
Đóng góp của các nhóm ngành vào tăng trưởng LNST-CTM của VN Index



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

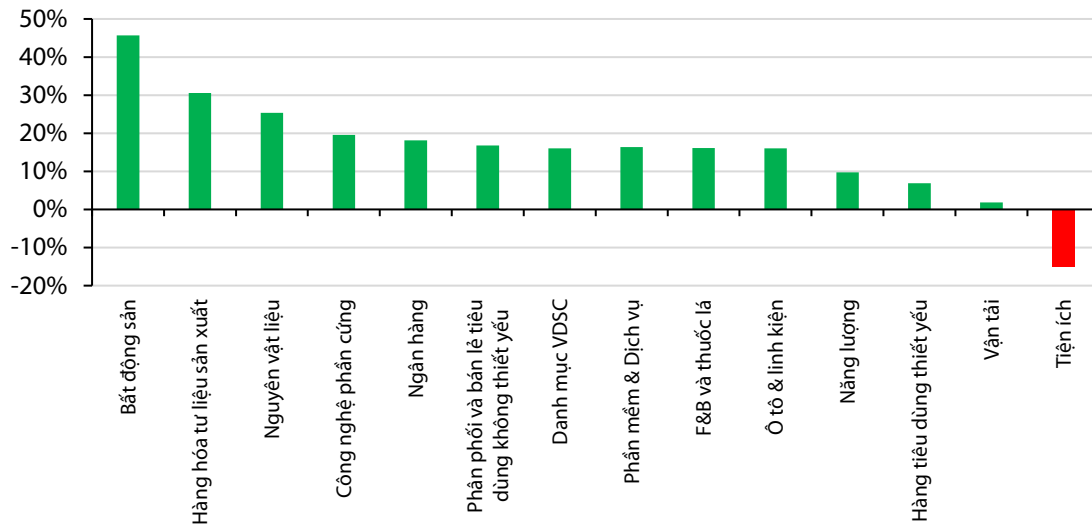
Vốn hóa danh mục phân tích của Trung tâm phân tích Rong Việt đại diện 62% tổng vốn hóa toàn thị trường. Trong đó, vốn hóa cổ phiếu phi tài chính chiếm 62% tổng vốn hóa của nhóm ngành. Trong khi đó, nhóm cổ phiếu bất động sản chỉ đại diện 17% vốn hóa của nhóm ngành. Đây là những yếu tố cốt lõi tạo ra sự chênh lệch đáng kể về bức tranh tăng trưởng so với phương pháp tiếp cận Top-down của chúng tôi.

Tăng trưởng LNST-ĐDCTM của các nhóm cổ phiếu trong năm 2026



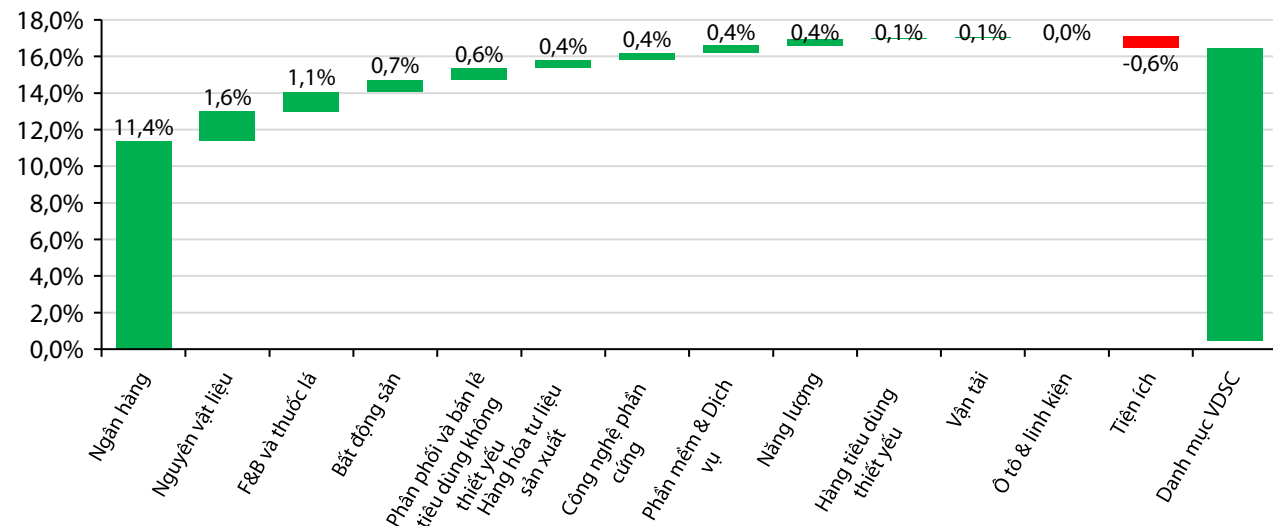
Nguồn: CTCK Rong Việt tổng hợp

Tăng trưởng LNST-ĐDCTM của các nhóm cổ phiếu trong năm 2026



Nguồn: CTCK Rong Việt tổng hợp

Đóng góp của các nhóm ngành vào bức tranh tăng trưởng LNST-ĐDCTM trong năm 2026



Nguồn: CTCK Rong Việt tổng hợp

Chi tiết dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của các cổ phiếu trong danh mục phân tích của Trung tâm phân tích Rong Việt

Dự báo tăng trưởng DT và LNST-ĐDCTM của các nhóm cổ phiếu trong năm 2026

STT	Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST-ĐDCTM		Trung vị 2026 P/E forward	Trung vị 2026 P/B forward	Trung vị 2026 ROE
			2025 E	2026F	2025 E	2026F			
	Mẫu danh mục VDSC		9,2%	14,2%	17,9%	16,0%			
1	BDS Công Nghiệp & cao su	DPR, PHR, TRC	8,7%	6,1%	32,1%	108,6%	4,5	1,2	49,8
2	BDS dân dụng	KDH, NLG, HDG, TCH	-2,5%	32,8%	44,0%	78,9%	8,1	1,2	13,4
3	Dịch vụ dầu khí	PVS, PVD	30,2%	17,3%	21,9%	48,3%	11,0	1,0	12,9
4	Bê tông	THG	25,2%	25,3%	27,4%	44,0%	5,5	1,8	29,4
5	BDS Công Nghiệp	LHG, SIP, KBC, NTC	39,8%	39,3%	96,0%	33,0%	8,7	1,4	20,7
6	Thép & tôn mạ	HPG, HSG, GDA, NKG	11,3%	20,5%	40,9%	30,7%	9,5	0,9	7,4
7	Đá	VLB, CTI, NNC	10,6%	7,5%	32,5%	25,2%	8,8	2,8	24,8
8	Bán lẻ	PNJ, MWG, FRT, HAX, DGW, MSN	11,5%	21,7%	58,6%	23,9%	18,7	2,7	17,2
9	Phụ tùng ô tô	DRC	8,2%	14,6%	-47,8%	21,9%	15,2	1,1	3,9
10	Công nghệ & viễn thông	FPT, VGI	15,4%	14,7%	20,0%	17,8%	19,6	4,1	18,2

Nguồn: CTCK Rong Việt tổng hợp

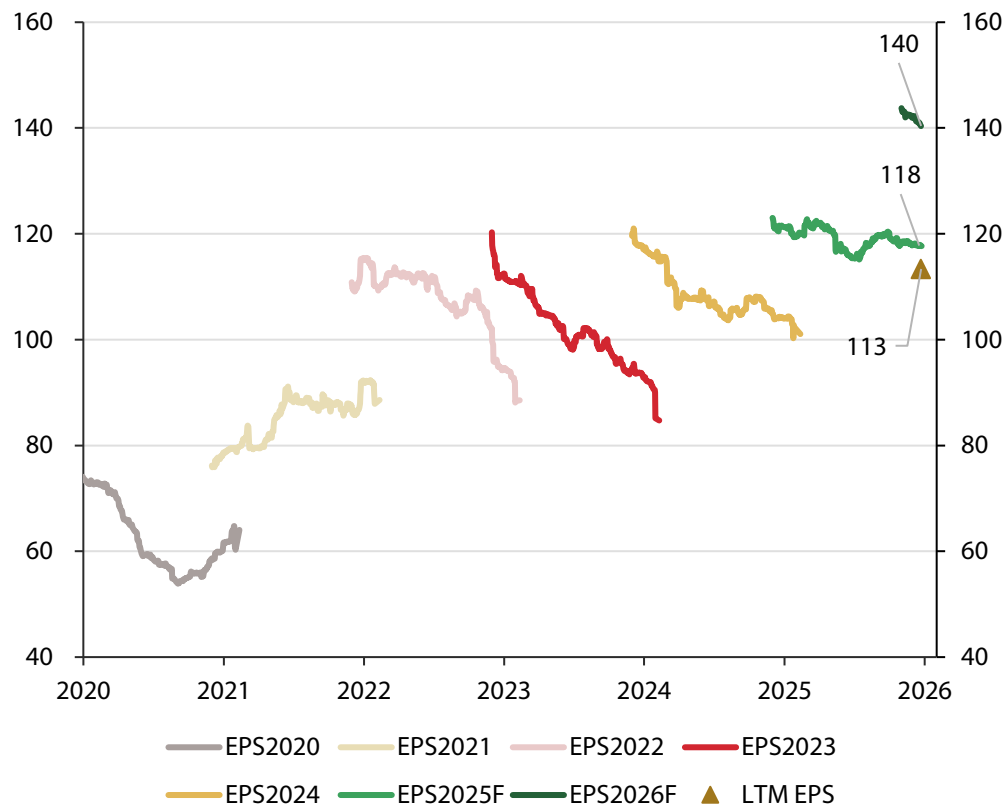
Dự báo tăng trưởng DT và LNST-ĐDCTM của các nhóm cổ phiếu trong năm 2026

STT	Ngành	Cổ phiếu	Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST-ĐDCTM		Trung vị 2026 P/E forward	Trung vị 2026 P/B forward	Trung vị 2026 ROE
			2025 E	2026F	2025 E	2026F			
11	Ngân Hàng	BID, CTG, VCB, MBB, TCB, VPB, ACB, HDB, VIB, OCB, SHB, TPB, LPB	9,5%	14,5%	15,2%	17,7%	7,0	1,3	20,1
12	Vận tải biển	HAH	28,8%	2,6%	79,2%	15,9%	7,4	1,5	17,0
13	Thủy sản	FMC, VHC, ANV	21,7%	6,4%	86,9%	14,9%	6,4	1,3	3,6
14	Nhựa	BMP, NTP	15,4%	10,0%	29,5%	9,3%	10,5	3,7	7,3
15	Phân phối xăng dầu	PLX	-0,5%	4,4%	-7,0%	9,1%	15,4	1,6	48,9
16	Vận tải dầu khí	PVT	38,3%	6,9%	-10,5%	8,5%	8,2	0,8	24,5
17	Thực phẩm đồ uống	QNS, VNM, SAB, MCH	-3,4%	6,0%	-9,1%	7,3%	13,9	3,2	24,0
18	Dệt may	TNG, MSH	4,7%	4,9%	25,5%	4,2%	6,4	1,2	22,1
19	Phân bón	BFC, DPM, DDV, DCM	27,6%	4,1%	61,8%	4,2%	7,5	1,4	9,5
20	Dịch vụ hàng không	ACV, SCS	6,7%	9,2%	-3,6%	0,6%	12,0	2,7	29,2
21	Cảng biển	GMD, VSC	7,6%	7,4%	8,9%	0,1%	20,7	1,7	24,4
22	Phân phối khí	GAS	4,6%	7,2%	26,5%	-12,2%	14,7	2,4	15,8
23	Điện	REE, POW, NT2, GEG, PC1	20,1%	29,7%	88,1%	-20,6%	22,2	0,9	7,8
24	Hóa chất	DGC	14,9%	-31,6%	14,8%	-46,7%	12,7	1,6	18,0

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Theo thống kê từ Bloomberg dưới sự đóng góp của chuyên viên phân tích trên thị trường, EPS của VN-Index năm 2026 được tổng hợp theo phương pháp “bottom-up” từ dự phóng của 117 cổ phiếu đại diện cho 88% vốn hóa thị trường và 86% tổng LNST-CĐTM cho thấy **kỳ vọng tăng trưởng khoảng 19% so với EPS ước tính của 2025**, tương đương đạt mức **140 đồng/cổ phiếu**.

Diễn biến sự thay đổi EPS dự phóng và kết quả thực tế của VN Index qua các năm (2020-2025E)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp, dữ liệu EPS cuối cùng của năm tương ứng đại diện cho kết quả thực tế sau khi có kết quả kinh doanh quý 4.

LTM EPS (Last-twelve-month): Lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu trượt 12 tháng

Tổng hợp dự phóng tăng trưởng LNST-CĐTM 2026 từ dữ liệu đồng thuận thị trường

Ngành	Cổ phiếu trong mẫu khảo sát	YoY%
Dịch vụ tiêu dùng	VPL	74%
Vận tải	VJC, VTP, HVN, HHV, GMD, HAH, SCS, VSC, VIP	31%
Nguyên Vật Liệu	NKG, PHR, HPG, HSG, DPM, TRC, DGC, GVR, DHC, ACG, BFC, HT1, DHA, DCM, DPR	25%
Bảo hiểm	BVH, BMI, MIG	25%
Ôtô và linh kiện	DRC, PAC	24%
Phân phối & bán lẻ tiêu dùng lâu bền	FRT, MWG, AST, HAX	23%
Dịch vụ tài chính	TCX, SSI, HCM, VND	22%
Công nghệ phần cứng	DGW	21%
Năng lượng	PVD, BSR, PVT, PLX	20%
Ngân Hàng	HDB, MBB, TCB, CTG, VIB, OCB, ACB, VPB, TPB, VCB, BID, STB, EIB, LPB, MSB	17%
Phi tài chính & bất động sản		16%
Công nghệ phần mềm	CMG, ELC, FPT	16%
F&B và Thuốc Lá	BAF, MSN, PAN, FMC, VHC, IDI, VNM, SAB, ANV, DBC	13%
Thương mại và dịch vụ chuyên nghiệp	TLG	13%
Bất động sản	DXG, KBC, NTC, KDH, NLG, VHM, DXS, SIP, VIC, LHG, VRE, BCM, PDR, NVL	12%
Dược phẩm	IMP, DHG, DBD, TRA	12%
Hàng tiêu dùng thiết yếu	PNJ, PTB, TCM, MSH	11%
Hàng cá nhân và gia dụng	LIX	9%
Hàng hóa tư liệu sản xuất	TV2, DPG, HDG, CTD, VGC, GEX, PC1, CTR, REE, SZC, BMP, IJC, VCG	-3%
Tiện ích	PPC, BWE, VSH, GAS, NT2, TDM, POW, GEG	-3%
Y Tế	TNH	-106%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp,

Chúng tôi điều chỉnh **GIẢM** vùng P/E mục tiêu cho VN-Index trong 12–14 tháng tới về vùng **12,5x–14,5x** (so với cập nhật gần nhất ngày 31/10/2025), nhằm phản ánh cân bằng giữa các yếu tố hỗ trợ và rủi ro có tác động đến định giá.

Về **yếu tố nâng đỡ**, chúng tôi kỳ vọng **dòng vốn ngoại** có thể cải thiện khi: (1) **Fed** có dự địa tiếp tục hạ lãi suất về quanh **3,25%**, qua đó tăng sức hấp dẫn của tài sản thị trường mới nổi về cuối năm; (2) **tỷ lệ sở hữu nước ngoài** đã giảm về mức thấp nhất trong nhiều năm; và (3) Việt Nam đang tiến gần khả năng **được đưa vào rổ FTSE Emerging Market**, có thể kích hoạt dòng vốn đón đầu ngay từ đầu năm. Trong nước, dù tiền tệ khó nới lỏng thêm, **tài khóa mở rộng**—thông qua đẩy nhanh giải ngân đầu tư công và **điều hành ngân quỹ** của Kho bạc Nhà nước—vẫn là công cụ trong tầm kiểm soát giúp hỗ trợ thanh khoản và hạn chế cú sốc tăng lãi suất.

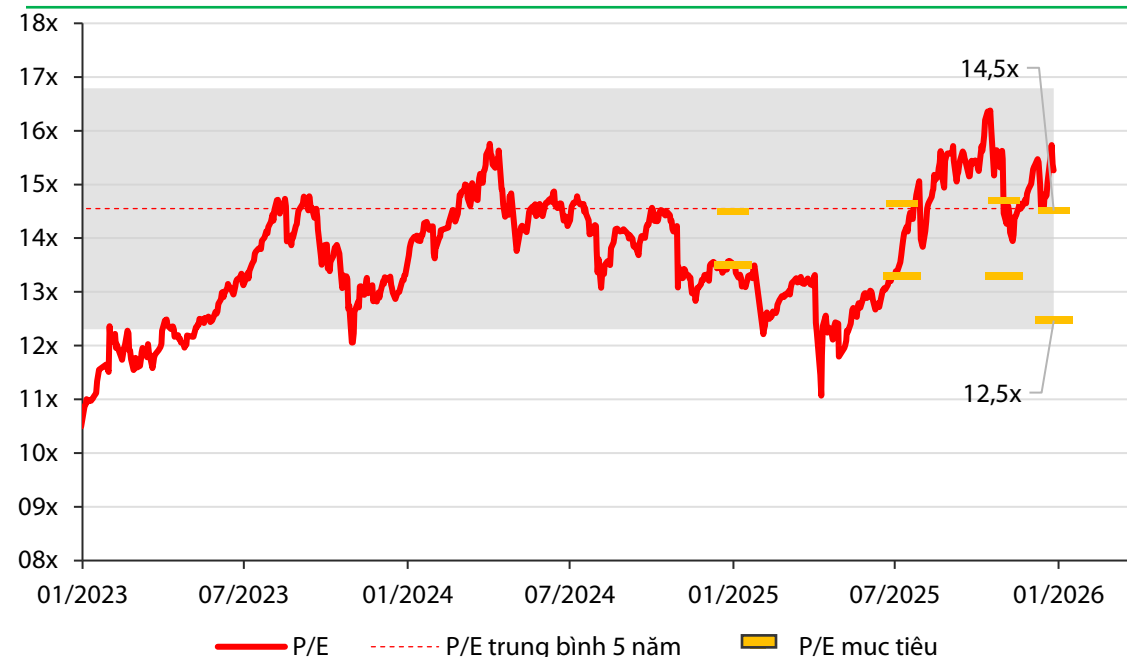
Ở chiều ngược lại, các yếu tố có thể **kéo định giá** gồm: (1) rủi ro **địa chính trị** trong bối cảnh phân cực gia tăng, có thể tạo ra các cú sốc bất ngờ và làm xấu tâm lý thị trường; (2) mức độ **bất định** trong điều hành của chính quyền Trump, tiềm ẩn phản ứng khó lường trên thị trường vốn toàn cầu; (3) rủi ro **tỷ giá và lãi suất** khi Fed trì hoãn cắt giảm, gây áp lực lên VND và buộc chính sách trong nước thận trọng hơn, trong khi nhu cầu vốn lớn có thể đẩy lãi suất tăng cao hơn dự kiến và kích hoạt một đợt **tái cân bằng danh mục** trên diện rộng; và (4) rủi ro **điều chỉnh** ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn, **P/E cao** nếu tăng trưởng lợi nhuận không đạt kỳ vọng.

Bảng phân tích ước tính P/E thị trường trên góc nhìn tổng thể

	Hiện tại	Tiêu cực	Cơ sở	Tích cực
Suất sinh lợi kỳ vọng của NĐT NN		8,1%	7,4%	6,9%
Suất sinh lợi kỳ vọng của NĐT TN		7,2%	7,2%	7,1%
Suất sinh lợi kỳ vọng Trung Bình	6,6%	8,0%	7,4%	6,9%
P/E Hàm ý	15,3x	12,5x	13,6x	14,5x
<i>Phân vị thứ</i>	<i>65th</i>	<i>26th</i>	<i>42nd</i>	<i>57th</i>
Kỳ vọng xác suất		25%	50%	25%
PE mục tiêu		13,5x		
<i>Phân vị thứ</i>		<i>42nd</i>		

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp,

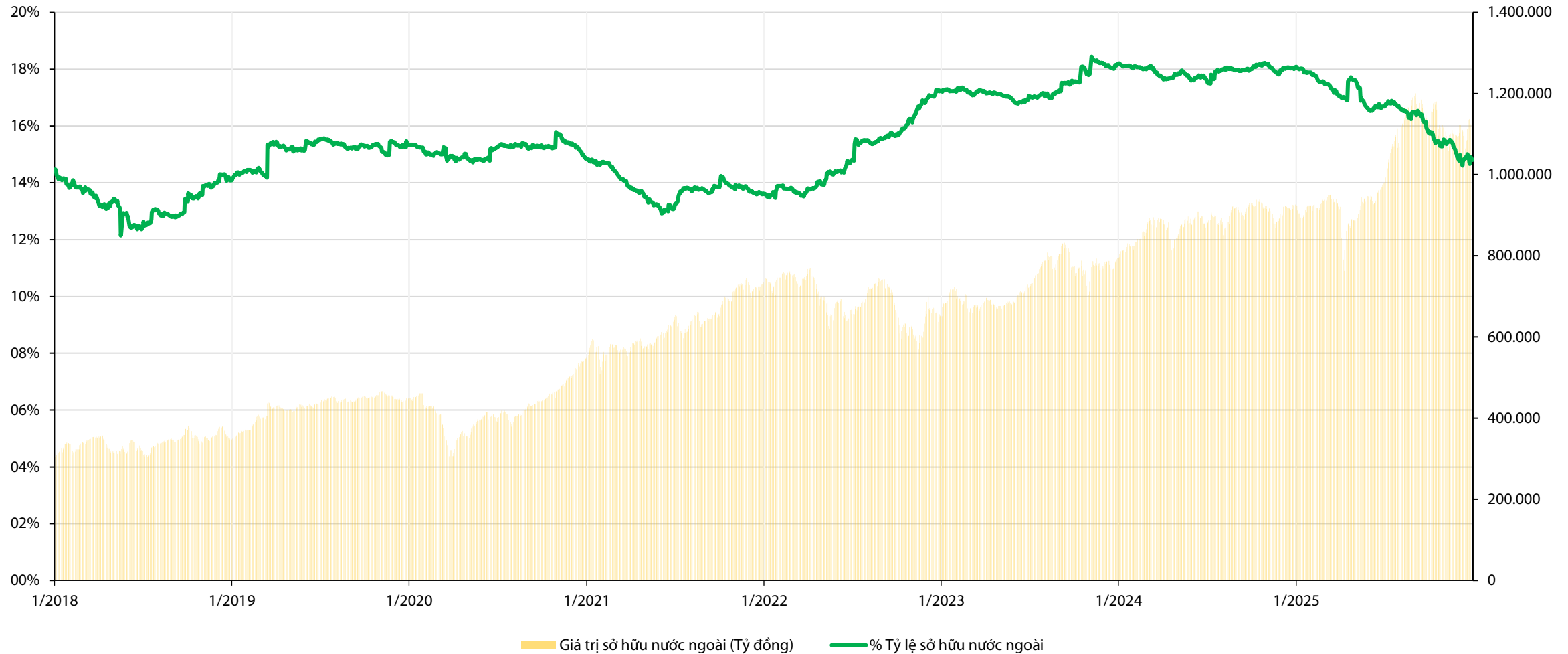
P/E mục tiêu trong 12-14 tháng tới



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

| (*) Vùng xám thể hiện biến động +/- độ lệch chuẩn so với giá trị trung bình 5 năm

Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (trục trái) đang giảm về mức thấp nhất trong vòng 3 năm, trong khi giá trị nắm giữ vẫn duy trì ở mức cao. Diễn biến này chủ yếu phản ánh việc khối ngoại tiếp tục giữ tỷ trọng lớn tại nhóm tài chính, đặc biệt là ngân hàng—nhóm ngành đã ghi nhận hiệu quả đầu tư ổn định và vượt trội trong nhiều năm gần đây



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp,

Phân phối P/E cho thấy thị trường “rẻ theo số đông nhưng đắt theo chỉ số”: phần lớn cổ phiếu nằm ở vùng P/E thấp–trung bình, song tỷ trọng vốn hóa lại dịch mạnh sang nhóm P/E rất cao, khiến Index P/E bị kéo lên. Từ 2H25, nhóm có P/E >30x tăng mạnh về vốn hóa (tỷ trọng trong vốn hóa toàn thị trường tăng từ khoảng 9% lên ~27% kể từ ngày thị trường tạo đáy sau sự kiện thuế quan) dù số lượng không tăng tương ứng, phản ánh hiện tượng “tái định giá” (rerating) mang tính hẹp ở nhóm large-cap. Tác nhân chính là nhóm cổ phiếu VIC–VPL–VRE–VHM: cuối 2025 nhóm này chiếm ~24% vốn hóa nhưng lợi nhuận đóng góp thấp do VIC/VPL có P/E cực cao (VIC ~135x, VPL ~400x), tạo “đuôi định giá” và làm P/E chỉ số cao hơn đáng kể so với phần còn lại.

Phân phối vốn hóa thị trường theo các vùng định giá

Vùng P/E	12/31/2024			3/31/2025			4/8/2025			6/30/2025			9/30/2025			12/26/2025		
	Index P.E Forward	# cổ phiếu	%Tỷ trọng vốn hóa	Index P.E Forward	# cổ phiếu	%Tỷ trọng vốn hóa	Index P.E Forward	# cổ phiếu	%Tỷ trọng vốn hóa	Index P.E Forward	# cổ phiếu	%Tỷ trọng vốn hóa	Index P.E Forward	# cổ phiếu	%Tỷ trọng vốn hóa	LTM Index P.E	# cổ phiếu	%Tỷ trọng vốn hóa
<2		56	2%		36	1%		37	1%		46	2%		39	1%		29	1%
2-4		4	0%		3	0%		3	0%		4	0%		4	0%		6	0%
4-6		9	1%		9	2%		22	9%		17	4%		14	0%		17	0%
6-8		38	16%		31	13%		47	17%		33	7%		35	6%		46	6%
8-10		39	11%		47	15%		50	14%		47	16%		41	11%		65	13%
10-12		35	9%		47	11%	11,2	43	4%		46	10%		44	6%		38	12%
12-14	13,4	40	9%	12,9	36	7%		43	23%	13,6	36	11%		34	15%		32	9%
14-16		25	16%		41	19%		29	5%		24	13%	15,4	30	17%	15,7	32	10%
16-18		22	9%		20	4%		11	5%		28	4%		23	6%		23	12%
18-20		17	2%		15	6%		11	5%		15	3%		12	4%		15	2%
20-22		13	2%		8	1%		12	1%		12	4%		19	3%		7	2%
22-24		9	1%		9	6%		5	1%		15	4%		20	5%		13	5%
24-26		4	0%		8	1%		4	3%		12	4%		7	1%		9	1%
26-28		7	2%		6	1%		7	1%		4	1%		7	2%		3	0%
28-30		12	6%		5	0%		9	2%		4	0%		3	0%		6	0%
>30		70	14%		79	14%		67	9%		57	16%		68	21%		59	27%
VIC	16,07		3%	18,6		4%	17,70		4%	33,4		6%	49,82		9%	134,7		15%
VPL	0,00		0%	0,0		0%	0,00		0%	426,2		3%	626,14		2%	399,4		2%
VRE	9,56		1%	10,6		1%	9,71		1%	13,4		1%	16,57		1%	14,9		1%
VHM	7,93		3%	6,6		4%	6,07		4%	9,4		5%	14,00		6%	17,0		6%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các văn bản bắt đầu có hiệu lực từ năm 2026 nhằm minh bạch, chuẩn hóa TTCK và bước vào giai đoạn chạy nước rút cho mốc nâng hạng FTSE hiệu lực 21/09/2026. Kỳ đánh giá tiếp theo tháng 3/2026 của FTSE Russell cần chứng minh mô hình môi giới toàn cầu có khả năng vận hành để mở quyền lựa chọn giao dịch cho NĐT nước ngoài.

Thực hiện	Văn bản	Ngày hiệu lực	Thay đổi	Lộ trình triển khai CCP	Q1.26	Q2.26	Q3.26	Q4.26	Q1.27
Chuẩn hóa thị trường	Luật 56/2024/QH15	01/01/2026	Điều kiện công ty đại chúng bổ sung tiêu chí về vốn chủ sở hữu ≥ 30 tỷ đồng (cùng các tiêu chí về vốn điều lệ và cơ cấu cổ đông)	Cập nhật quy định kế toán	■	■	■	■	■
Sản phẩm thị trường	TT 115/2025/TT-BTC	28/01/2026	Hồ sơ, biểu mẫu, quy trình phát hành mua lại cổ phiếu quỹ theo quy định mới	Thành lập công ty con	■	■	■	■	■
	TT 122/2025/TT-BTC	06/02/2026	Khung hướng dẫn chứng quyền mới, kiểm soát quy mô phát hành và nghĩa vụ tổ chức phát hành	Cập nhật quy định thanh toán	■	■	■	■	■
Thực thi và giám sát	NĐ 306/2025/NĐ-CP	09/01/2026	Khung phạt, biện pháp khắc phục cho phát hành, CBTT, TPDN và chế tài bổ sung	Chuẩn bị triển khai	■	■	■	■	■
				Vận hành chính thức	■	■	■	■	■

Đề án nâng hạng TTCK Việt Nam giai đoạn 2026-2030	2026	2027	2028	2029	2030
Gỡ ứng trước tiền mua	■	■	■	■	■
Triển khai cơ chế tài khoản giao dịch tổng (OTA)	■	■	■	■	■
Nâng cấp hệ thống giao dịch và thanh toán	■	■	■	■	■
Nâng năng lực giám sát và quản trị rủi ro	■	■	■	■	■
Rà soát pháp lý FOL	■	■	■	■	■
Phát triển CCP	■	■	■	■	■
Phát triển các sản phẩm giao dịch (cơ chế giao dịch, hàng hóa, ...)	■	■	■	■	■

Nguồn: LSEG, UBCKNN, QĐ 3761/QĐ-BTC, CTCK Rồng Việt tổng hợp. Màu vàng thể hiện thời gian dự kiến triển khai

Thông tư 99/2025/TT-BTC thay đổi tiêu chuẩn kế toán doanh nghiệp có hiệu lực 01/01/2026 tập trung vào tăng tính minh bạch, đồng bộ với chuẩn mực quốc tế (IFRS). Sự thay đổi này ít ảnh hưởng trực tiếp đến DT, nhưng LNST có xu hướng giảm nhẹ do tăng dự phòng và chi phí ghi nhận.

Ngành	Các khoản mục kế toán thay đổi	Tác động đến DT, LNST (↑/↓)
Bất động sản	<ul style="list-style-type: none"> Tái phân loại nợ theo kỳ hạn, chu kỳ khả năng nợ ngắn hạn ↑ / nợ dài hạn ↓ Khoản đầu tư có thể tái phân loại (↑/↓ tùy bản chất) Phải thu, đặt cọc: dự phòng theo tuổi nợ có thể ↑ 	<ul style="list-style-type: none"> DT không đổi LNST giảm nếu dự phòng phải thu ↑; biến động nếu thay cách ghi nhận lợi ích từ hợp đồng hợp tác kinh doanh (Q4/2025: nhỏ; 2026: rõ hơn)
Xây dựng	<ul style="list-style-type: none"> Thuyết minh & phân loại phải thu theo tiến độ (↑/↓ theo kỳ hạn) Dự phòng phải thu theo tuổi nợ có thể ↑ (đặc biệt dự án kéo dài) 	<ul style="list-style-type: none"> DT không đổi LNST giảm nếu dự phòng ↑; biến động theo quý do tái phân loại và chuyển đổi một lần.
Sản xuất (tiêu dùng, dệt may, công nghiệp...)	<ul style="list-style-type: none"> Áp dụng chi phí tiêu chuẩn → COGS có thể ↑/↓ tùy chênh lệch định mức Sửa chữa, bảo dưỡng định kỳ không trích trước; chỉ phân bổ sau khi phát sinh → chi phí theo kỳ biến động Dự phòng phải thu có thể ↑ nếu siết theo tuổi nợ. 	<ul style="list-style-type: none"> DT không đổi LNST biến động do COGS, chi phí bảo dưỡng biến động
Bán lẻ	<ul style="list-style-type: none"> Khoản DT chưa thực hiện có thể ↑ Dự phòng phải thu có thể ↑ 	<ul style="list-style-type: none"> DT không đổi LNST giảm nếu dự phòng ↑
Cảng – vận tải – hàng không	<ul style="list-style-type: none"> Chuyển từ trích trước sang phát sinh rồi phân bổ khiến chi phí biến động mạnh theo lịch bảo trì Chênh lệch tỷ giá chủ yếu vào vốn chủ 	<ul style="list-style-type: none"> DT không đổi LNST biến động theo quý do bảo trì; chuyển đổi ngoại tệ thường không làm đổi LNST
Năng lượng	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí sửa chữa, bảo trì theo kỳ biến động Thuyết minh rõ hơn tiến hạn chế sử dụng 	<ul style="list-style-type: none"> DT không đổi LNST biến động theo lịch bảo dưỡng
Nông nghiệp	<ul style="list-style-type: none"> Tài sản sinh học có thể ↑ tài sản và dự phòng có thể ↑ Hàng tồn kho, giá vốn có thể chịu ảnh hưởng chi phí tiêu chuẩn 	<ul style="list-style-type: none"> DT không đổi LNST biến động mạnh hơn do ước tính, dự phòng
Công nghệ	<ul style="list-style-type: none"> DT chưa thực hiện có thể ↑ Vốn chủ biến động do chênh lệch tỷ giá chuyển đổi. 	<ul style="list-style-type: none"> DT không đổi LNST biến động nhẹ do dịch chuyển thời gian ghi nhận DT/chi phí; FX chuyển đổi thường không đổi LNST

Nguồn: TT 99/2025/TT-BTC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

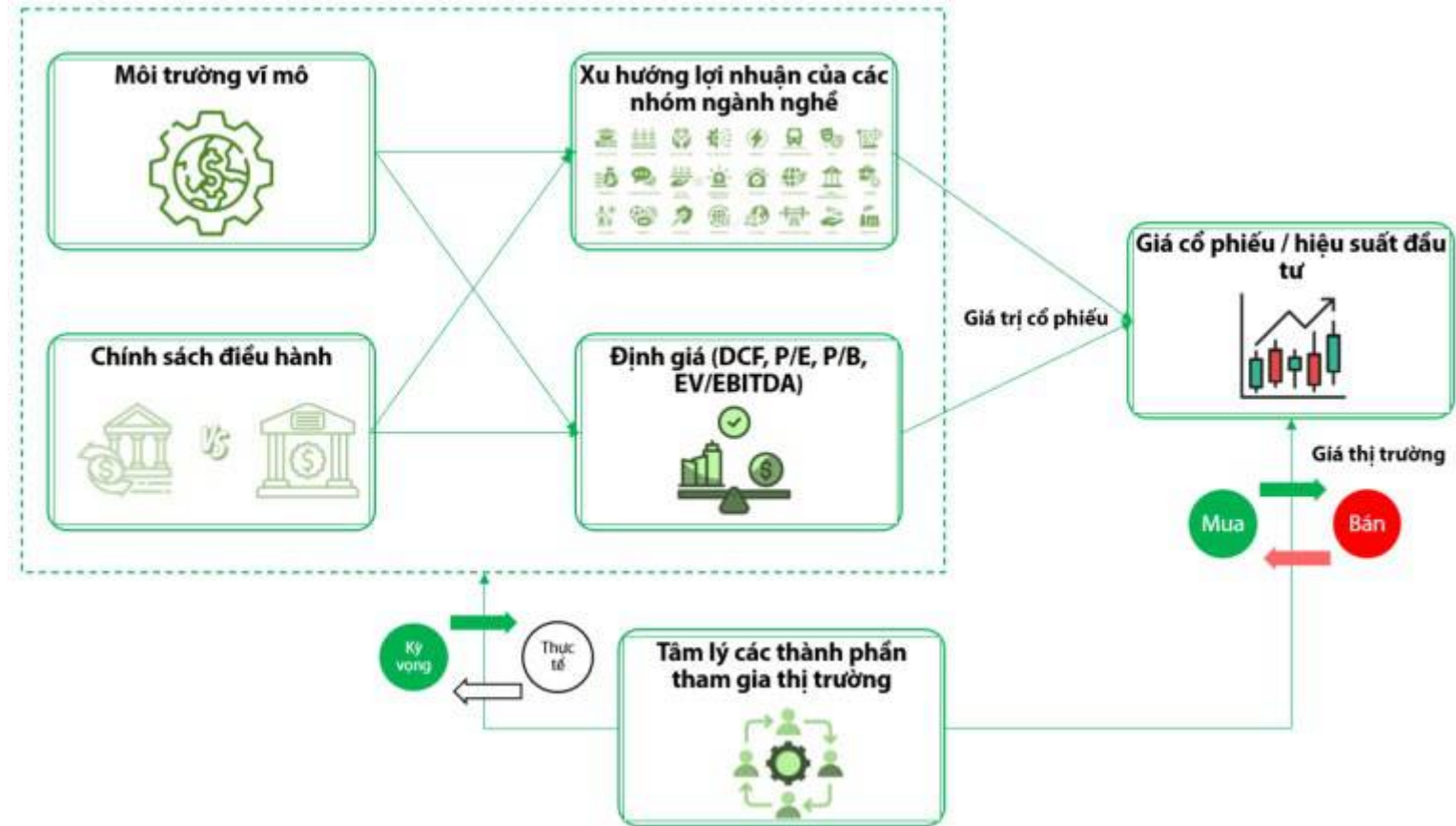
Thông điệp chiến lược đầu tư của chúng tôi trong giai đoạn tới bao gồm:

- Cơ hội tích lũy vẫn hấp dẫn khi đặt góc nhìn trong bức tranh rời rạc của thị trường
- Chuẩn bị kế hoạch đầu tư bền vững
- Đa dạng hóa danh mục đầu tư
- Cân tái cơ cấu cân bằng tỷ trọng danh mục định kỳ
- Luôn luôn theo dõi và đánh giá các yếu tố rủi ro
- Nắm bắt các xu hướng và cơ hội thị trường



Bối cảnh bên ngoài được kỳ vọng tương đối thuận lợi khi tăng trưởng toàn cầu duy trì, áp lực thuế quan hạ nhiệt và rủi ro tỷ giá giảm dần về cuối năm. Ở trong nước, định hướng chính sách tiếp tục nghiêng về hỗ trợ tăng trưởng với **tiền tệ ổn định, tài khóa mở rộng** và **cải cách thể chế** nhằm tháo gỡ các điểm nghẽn của nền kinh tế. Trên nền đó, tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng duy trì tích cực ở cả nhóm tài chính và phi tài chính.

Về định giá, P/E thị trường 15,4x hiện bị thiên lệch bởi tác động trọng số lớn của VIC, khiến chỉ số này kém phù hợp để sử dụng như thước đo định giá tổng thể. Nếu loại trừ VIC, P/E thị trường giảm về ~13,6x, phản ánh mức định giá tương đối hợp lý để tìm kiếm cơ hội. Tổng thể, chúng tôi **duy trì quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn** và **khuyến nghị tích lũy cho năm 2026**, với cơ hội đến từ (i) nhóm hưởng lợi trực tiếp từ đà tăng trưởng lợi nhuận và (ii) nhóm có thể “tái định giá” khi lợi tức tài sản vẫn hấp dẫn so với suất chiết khấu trong quá khứ, đồng thời triển vọng KQKD duy trì ổn định.



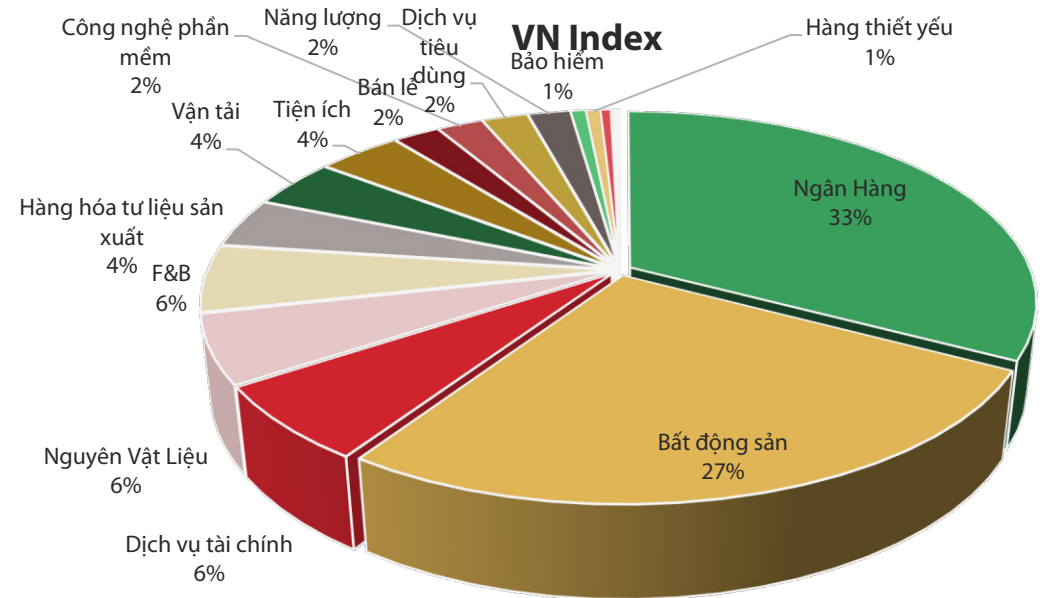
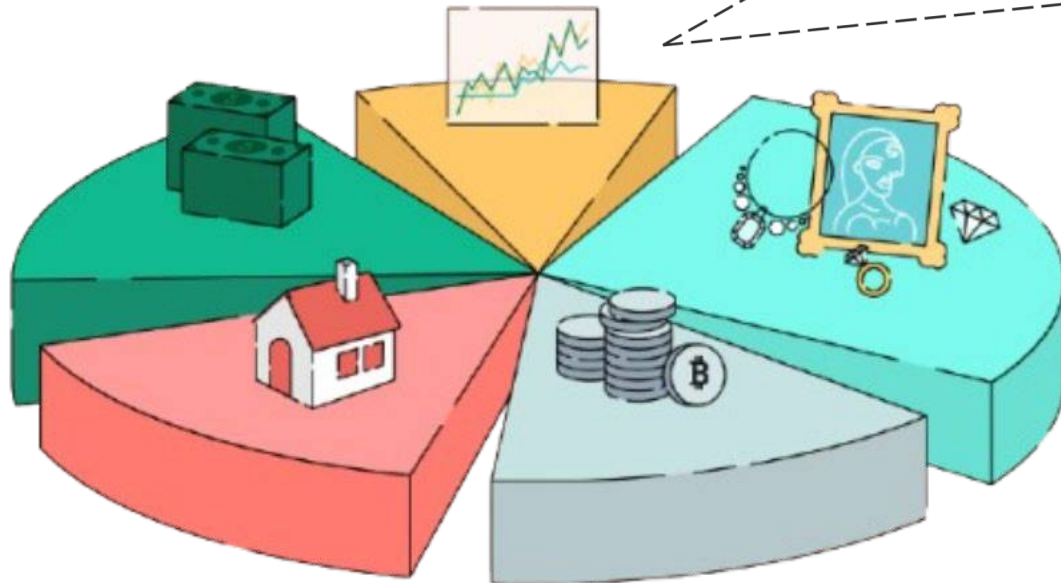
Chuẩn bị một kế hoạch chiến lược có thể giúp nhà đầu tư tăng khả năng thành công và giữ vững định hướng dài hạn, ngay cả trong những giai đoạn thị trường biến động. Theo đó, kế hoạch đầu tư cần tập trung chú trọng vào 1/ tính thanh khoản cho nhu cầu tài chính ngắn hạn và 2/ sự khả thi trong việc phân bổ tài sản nhằm đảm bảo mục tiêu tài chính dài hạn.

- **Tính thanh khoản** - chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư duy trì một khoản tiền đủ để chi trả cho các nhu cầu ngắn hạn, bao gồm chi tiêu, nợ đến hạn và các kế hoạch tài chính ngắn hạn. Khoản này nên được đầu tư vào tiền mặt hoặc trái phiếu ngắn hạn để đảm bảo sự ổn định trong giai đoạn thị trường biến động. Việc rút tiền theo kế hoạch và nạp lại khi thị trường suy giảm cũng có thể tạo ra hiệu quả đầu tư lâu dài.
- **Mục tiêu tài chính dài hạn** – Các tài sản rủi ro như cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, bất động sản,... thường có mức sinh lợi cao giúp cho các mục tiêu tài chính trong dài hạn khả thi hơn. Mặc dù trong ngắn hạn, nhà đầu tư có thể đối mặt với những “kỳ vọng vĩ mô” mang tính cơn gió ngược, tuy nhiên giá trị tài sản sẽ quay trở lại phản ánh đúng bản chất lợi ích mà nó mang lại khi các “neo vĩ mô” này suy yếu. Phần tài sản dùng để đáp ứng các mục tiêu tài chính trong suốt cuộc đời nên được đầu tư theo chiến lược và khung thời gian dài hạn. Chúng tôi cho rằng chiến lược này cần một danh mục đa dạng hóa tốt vào nhiều nhóm ngành nghề tiềm năng, nhằm cân bằng giữa lợi nhuận dài hạn và sự ổn định.

Thứ tự yếu tố ưu tiên trong việc lên kế hoạch đầu tư tài chính



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.



Bên cạnh việc đa dạng hóa các nhóm tài sản, nhà đầu tư cũng nên phân bổ danh mục cổ phiếu một cách hợp lý. Việc đa dạng hóa ngành nghề giúp: **(1)** giảm rủi ro tập trung vào một ngành cụ thể, **(2)** tận dụng được các chu kỳ tăng trưởng khác nhau, và **(3)** ổn định hóa lợi nhuận khi thị trường biến động.

Một danh mục hiệu quả thường nên gồm **10–20 cổ phiếu**, vừa đủ để giảm thiểu rủi ro phi hệ thống (rủi ro riêng lẻ từng doanh nghiệp), vừa đảm bảo khả năng theo dõi, phân tích và ra quyết định chất lượng. Tuy nhiên, tùy theo **khẩu vị rủi ro** và **quy mô vốn**, nhà đầu tư có thể linh hoạt điều chỉnh số lượng cổ phiếu tăng/giảm cho phù hợp với mục tiêu và khả năng quản trị của mình.



Tái cân bằng danh mục (Rebalancing) là quá trình điều chỉnh lại tỷ trọng các tài sản khi danh mục lệch khỏi chiến lược phân bổ ban đầu, đặc biệt quan trọng với danh mục cổ phiếu niêm yết. Mục tiêu là **duy trì mức rủi ro mong muốn** và ngăn tình trạng một cổ phiếu vượt quá tỷ trọng kiểm soát – ví dụ khi cổ phiếu tăng giá mạnh làm tăng rủi ro tổng thể.

Lợi ích của việc tái cân bằng bao gồm: **quản lý rủi ro hiệu quả, tận dụng cơ hội mua thấp bán cao, duy trì kỷ luật đầu tư và hạn chế sự chi phối của một mã cổ phiếu**. Nhờ đó, nhà đầu tư có thể **tối ưu hóa hiệu quả dài hạn và giữ vững mục tiêu tài chính đã đề ra**.

Rủi ro biến động giá là một phần không thể tách rời của thị trường chứng khoán. Trong đó, **rủi ro phi hệ thống** – như biến động riêng lẻ theo ngành hoặc từng doanh nghiệp – có thể được **giảm thiểu qua việc đa dạng hóa danh mục**. Tuy nhiên, **rủi ro hệ thống (rủi ro thị trường)** lại ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường và **không thể loại bỏ chỉ bằng cách phân bổ tài sản**.

Đây là loại rủi ro gắn với các yếu tố vĩ mô như: suy thoái kinh tế, bất ổn chính trị, thay đổi chính sách, điều chỉnh lãi suất đột ngột, thiên tai hay khủng hoảng toàn cầu. Để **giảm thiểu tác động** của rủi ro này, nhà đầu tư nên:

- 1. Nhận diện sớm các yếu tố rủi ro** và theo dõi sát diễn biến;
- 2. Đánh giá xác suất và mức độ ảnh hưởng**, phân biệt giữa tác động nhất thời và sự thay đổi mang tính cấu trúc;
- 3. Chủ động chuẩn bị công cụ và chiến lược ứng phó**, như:
 - Gia tăng sức mua tại thời điểm đánh giá xác suất yếu tố rủi ro xảy ra cao.
 - Hoặc sử dụng hợp đồng tương lai để phòng ngừa rủi ro mà không cần bán hết cổ phiếu đang nắm giữ.

Rủi ro thị trường thường gây ảnh hưởng mạnh trong ngắn hạn, nhưng thị trường có xu hướng **phục hồi theo thời gian**. Vì vậy, **tầm nhìn dài hạn vào triển vọng doanh nghiệp** sẽ giúp nhà đầu tư tái cơ cấu danh mục hiệu quả hơn trong giai đoạn biến động và tránh phản ứng mang tính cảm xúc khi rủi ro chỉ mang tính cục bộ.



CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 2026

1

**CHỦ ĐỀ 1:
NGUYÊN LIỆU CHO
ĐỘNG CƠ TĂNG
TRỞNG CAO**

2

**CHỦ ĐỀ 2: NƯƠNG
THEO DÒNG CHẢY
KIẾN TẠO**

3

**CHỦ ĐỀ 3: ĐƯỜNG
ĐUA TIÊU DÙNG
NÓNG DẦN LÊN**

Mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao giai đoạn 2026 – 2030 cần sự đầu tư vốn quy mô lớn...

- Để hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân 10%/năm giai đoạn 2026 – 2030, ước tính nhu cầu tổng vốn đầu tư toàn xã hội khoảng 35 triệu tỷ đồng cho giai đoạn này, tương ứng mức tăng trưởng kép (CAGR) 15%. Khu vực kinh tế tư nhân, được xác định là một trong những trụ cột chính của tăng trưởng, ước chiếm 55 – 60% tổng vốn đầu tư.
- Số liệu năm 2024 cho thấy tín dụng ngân hàng đang đáp ứng khoảng 80% nhu cầu vốn của khu vực kinh tế tư nhân. Với đặc điểm phụ thuộc tín dụng của nền kinh tế Việt Nam như trên, đây vẫn sẽ là kênh cung cấp vốn chính cho nền kinh tế, ít nhất trong giai đoạn 2026 – 2027. Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng tín dụng bình quân của giai đoạn này sẽ ở mức 18% để đáp ứng nhu cầu của nền kinh tế, tương ứng dư nợ gần 25,8 triệu tỷ đồng và tỷ lệ tín dụng/GDP có thể lên mức 170%.
- Tỷ lệ tín dụng/GDP cao có thể khiến đà tăng trưởng kinh tế cao khó bền vững, khủng hoảng kinh tế sẽ là rủi ro khó tránh. Do vậy, song song tín dụng ngân hàng, quy mô thị trường vốn (cổ phiếu, trái phiếu) sẽ cần được chú trọng phát triển nhằm chia sẻ gánh nặng huy động vốn trung – dài hạn với hệ thống ngân hàng.

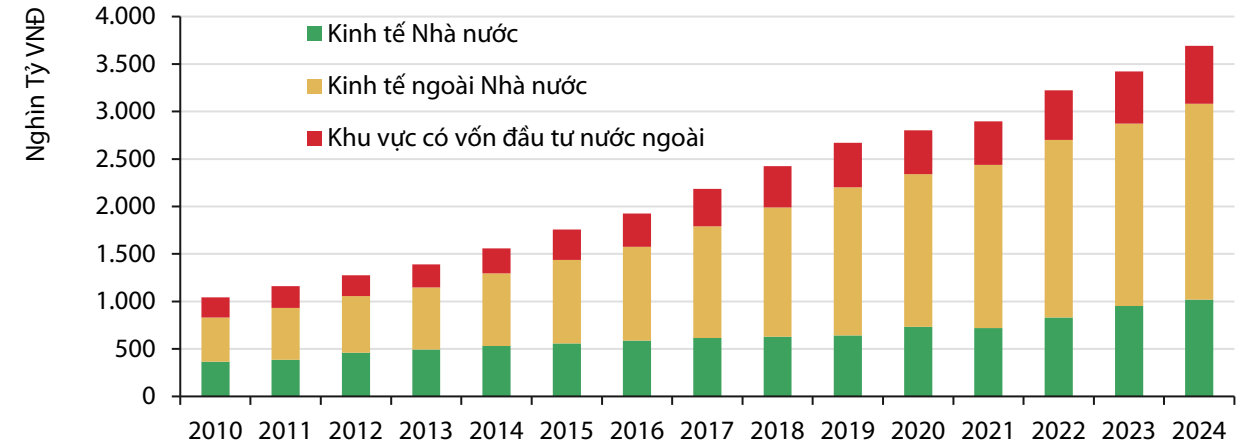
... hứa hẹn chu kỳ thuận dài hạn cho lĩnh vực tài chính và dịch vụ tài chính

- Ngân hàng trở thành trụ cột của chu kỳ tăng trưởng mới thông qua mở rộng quy mô tài sản, tăng trưởng thu nhập lãi và vai trò tài trợ các dự án đầu tư lớn của nền kinh tế.
- Thị trường vốn, thông qua các công ty chứng khoán và các định chế tài chính, sẽ đóng vai trò trung gian quan trọng trong huy động vốn cổ phần và trái phiếu, cải thiện hiệu quả phân bổ vốn. Điều này hứa hẹn mang lại cơ hội gia tăng thanh khoản thị trường chứng khoán, gia tăng hoạt động ngân hàng đầu tư, môi giới, cho vay ký quỹ và quản lý tài sản.

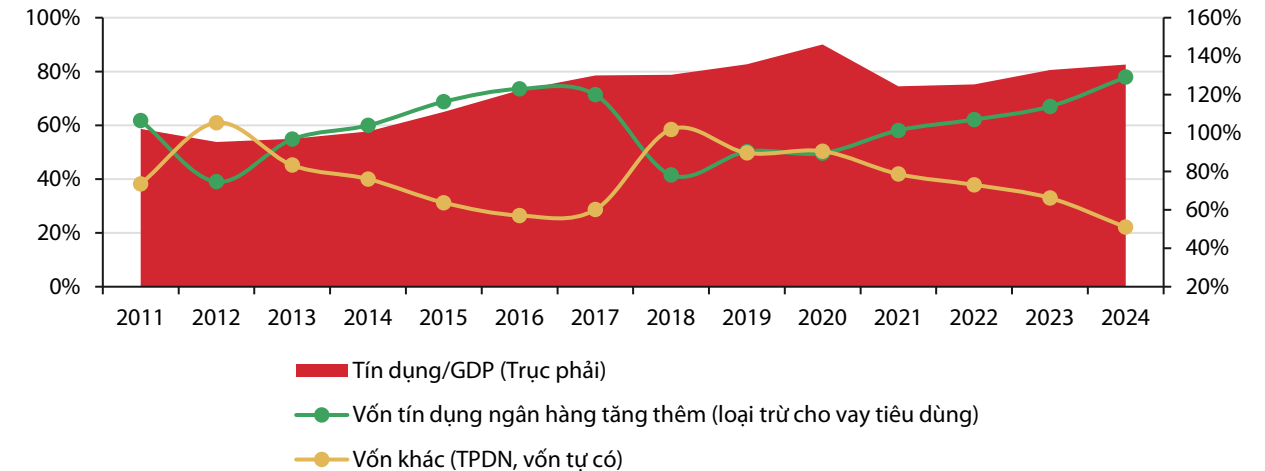
Chúng tôi lựa chọn các ngân hàng có nền tảng vốn tốt, có năng lực cấp tín dụng doanh nghiệp và có khả năng thích ứng với định hướng phân bổ vốn của Chính phủ

- Ngân hàng: VCB, CTG, BID, MBB, TCB
- Chứng khoán: TCX

Khu vực kinh tế ngoài nhà nước đóng góp trên 55% tổng vốn đầu tư toàn xã hội từ năm 2018 trở lại đây



Tỷ trọng vốn ngân hàng trong tổng vốn đầu tư tư nhân duy trì xu hướng tăng. Tỷ trọng dư nợ tín dụng/GDP đang tiệm cận ngưỡng cảnh báo của IMF



Nguồn: Quy hoạch tỉnh Bình Dương

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ đề đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Tổng TN hoạt động YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
CTG	35.200	41.500	0	18%	5,5	11,5	23,5	22,4	19,6	20,4	1,6	1,3	8,2	7,1	<p>Tín dụng trung dài hạn dự báo tăng trưởng khả quan dựa trên động lực đầu tư công, bất động sản, FDI và sản xuất kinh doanh. Tăng trưởng dự báo đạt 17-18% và NIM mở rộng 10bps mỗi năm trong 2026F-27F.</p> <p>Động cơ nâng cao vốn cấp 1 thông qua lợi nhuận giữ lại cùng cố triển vọng tăng trưởng lợi nhuận hấp dẫn. Xu hướng nợ xấu khả quan cho thấy chất lượng tài sản đã trong tầm kiểm soát, do đó chi phí tín dụng được dự báo tiếp tục giảm 10bps mỗi năm trong 2026F-27F, bên cạnh khả năng thu hồi nợ xấu ngoại bảng đã được lên kế hoạch tích cực hơn. Điều này góp phần giúp LNTT dự báo tăng trưởng 22%/24% YoY trong 2026F/27F.</p>
VCB	57.100	69.800	0	22%	6,3	15,4	8,8	14,1	17,5	17,5	2,1	1,9	13,6	11,4	<p>Tăng trưởng tín dụng mạnh hơn nhờ hưởng lợi từ gia tăng đầu tư công, tư nhân và FDI, giúp VCB tận dụng hạn mức tín dụng cao (17-19%) và ổn định trong 2026F-27F.</p> <p>Kỳ vọng quan điểm quản trị bớt thận trọng hơn, gia tăng tín dụng trung dài hạn và CASA (nhờ dòng vốn giải ngân đầu tư công) có thể giúp mở rộng NIM (+10-20bps sv 2025F), và qua đó hỗ trợ tăng trưởng thu nhập. Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận từ 2026F/27F tăng tốc, đạt 16%/16% YoY.</p> <p>Điểm nhấn đầu tư: Định giá P/B đang ở mức thấp nhất lịch sử 3 năm (2,1x); Có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ phát hành riêng lẻ (6,5%), giúp củng cố tỷ lệ an toàn vốn đang ở mức cao 12% và duy trì chi phí vốn thấp.</p>
BID	38.800	43.300	0	12%	4,8	9,5	4,5	13,1	17,6	16,8	1,7	1,4	10,3	9,2	<p>BID, với vị thế là ngân hàng quốc doanh lớn nhất Việt Nam về quy mô, có vai trò chủ lực trong quá trình thực thi các chính sách phát triển của Chính phủ về đầu tư và tăng trưởng tín dụng. Tăng trưởng tín dụng dự kiến 13-14% do quy mô lớn và bị giới hạn bởi tỷ lệ an toàn vốn thấp. Định hướng cải thiện tỷ lệ an toàn vốn có thể đưa hoạt động kiểm soát hệ số rủi ro/chất lượng tài sản thành ưu tiên, mang lại tiềm năng giảm chi phí tín dụng. Qua đó, triển vọng tăng trưởng thu nhập và lợi nhuận sẽ ổn định hơn, mặc dù chỉ ở mức vừa phải trong năm 2026F/27F (10-12% YoY).</p> <p>Điểm nhấn đầu tư: Định giá P/B hiện tại (1,6x) đang sát mức đáy lịch sử 3 năm (1,5x); Có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ phát hành riêng lẻ (6,5%).</p>

Trọng tâm tăng trưởng kinh tế thông qua đẩy mạnh vốn đầu tư xã hội, bao gồm đầu tư công (hạ tầng, dự án nhà nước) và đầu tư tư nhân (FDI, doanh nghiệp nội địa), sẽ mang lại lợi ích lớn cho các ngân hàng quốc doanh như VCB, CTG và BID bởi vai trò chủ đạo trong việc thu xếp, tài trợ vốn cho vay dự án lớn, tiếp nhận nguồn giải ngân.

- (1) Đầu mối tài trợ vốn vay trung dài hạn cho DN cổ phần có vốn đầu tư NN (VD như ACV,...) phát triển dự án + doanh nghiệp tư nhân phát triển dự án PPP + vốn lưu động các doanh nghiệp trong liên danh nhà thầu xây dựng.
- (2) Tiếp nhận nguồn đầu tư từ ngân sách về các ban quản lý dự án, sau đó giải ngân cho các liên danh, nhà thầu xây dựng, phần lớn đặt tài khoản tại NHQD nên sẽ giúp tăng CASA ở nhóm này.
- (3) Ngoài ra, các ngân hàng này có sự tập trung cao trong cho các động lực cho tăng trưởng kinh tế cốt lõi như lĩnh vực sản xuất kinh doanh (67% thị phần các ngân hàng niêm yết) và thương mại (63% thị phần).

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ đề đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Tổng TN hoạt động YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
MBB	24.850	30.100	300	22%	16,4	19,3	10,8	25,4	20,9	22,2	1,6	1,3	8,2	6,4	<p>Hưởng lợi từ đầu tư tư nhân và hệ sinh thái đa tầng: Mỗi quan hệ sâu sắc với tập đoàn tư nhân lớn, với hệ sinh thái sản phẩm ngân hàng số hiện đại, giúp MBB khai thác tăng trưởng đầu tư tư nhân, tối đa hóa hạn mức tăng trưởng cao (30-35%) trong 2026F-27F.</p> <p>Lợi nhuận dự báo tăng trưởng 27% YoY/14% YoY cho năm 2026F/27F.</p> <p>Điểm nhấn đầu tư: Định giá P/B hiện tại (1,5x) khá hấp dẫn cho ngân hàng có tầm nhìn trở thành Big-5 và có khả năng duy trì ROAE trên 20% nhờ triển vọng lợi nhuận khả quan cùng chính sách cổ tức tiền mặt ổn định nhưng không gây thiệt hại cho CAR. Có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ phát hành riêng lẻ (1%), mua cổ phiếu quỹ và thoái vốn tại MCredit.</p>
TCB	33.900	43.000	0	27%	9,5	17,4	13,0	21,4	16,7	18,4	1,5	1,2	10,9	8,1	<p>TCB nổi bật với mối quan hệ chặt chẽ với các tập đoàn tư nhân lớn như Vingroup hay Sun Group, vốn có kế hoạch tham gia mạnh mẽ vào dự án hạ tầng PPP lớn của quốc gia. Cùng với khung pháp lý PPP hoàn thiện, ngân hàng có thể dễ dàng hưởng lợi từ hoạt động triển khai đầu tư dự án hạ tầng kết hợp BĐS của các CĐT trên, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng 20% năm 2026F-27F.</p> <p>Lợi nhuận dự báo tăng trưởng ổn định 20% YoY cho năm 2026F-27F.</p>
TCX	46.450	54.100	0	16%	34,5	26,6	100,0	26,6	21,3	19,1	2,5	1,9	17,4	11,0	<p>Hưởng lợi từ nhu cầu thu hút vốn thông qua thị trường vốn nợ của nhiều tập đoàn lớn với vị thế dẫn đầu trong dịch vụ bảo lãnh phát hành TPDN (loại trừ trái phiếu NHTM) với quy mô phát hành khoảng 70-80 nghìn tỷ đồng mỗi năm, chiếm 40% thị phần.</p> <p>Với định hướng phát triển theo mô hình wealhttech, TCX được kỳ vọng tiếp tục tận dụng nền tảng ứng dụng đầu tư mạnh mẽ cùng kênh bán đa dạng là đòn bẩy để mang lại lợi nhuận cho hoạt động phân phối và tự doanh trái phiếu.</p> <p>Các nguồn thu nhập từ bảo lãnh phát hành, phân phối nói trên sẽ duy trì vai trò quan trọng trong triển vọng lợi nhuận của TCX, đóng góp 2/3 vào tổng TNHĐ và dự phóng duy trì tăng trưởng kép từ 20% trong 3 năm tới. LNTT 2026F/27F dự phóng tăng trưởng 22/18% YoY.</p>

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Đầu tư sẽ là điểm nhấn quan trọng năm 2026 trong bức tranh tăng trưởng kinh tế

- Đầu tư toàn xã hội đã trở lại quỹ đạo phục hồi, dẫn dắt bởi giải ngân FDI ổn định và đà tăng tốc của đầu tư công—hai động lực nhiều khả năng tiếp tục giữ vai trò chủ chốt trong năm 2026. Đáng chú ý, khu vực tư nhân (khoảng 53% tổng đầu tư) và doanh nghiệp nhà nước (khoảng 9%) được kỳ vọng bứt phá rõ nét hơn khi các cải cách thể chế được đẩy mạnh và đi vào thực thi.
- Các chủ trương cải cách lớn đã được cụ thể hóa bằng hệ thống chính sách và khung pháp lý. Nghị quyết 198/2025/QH15, cụ thể hóa Nghị quyết 68-NQ/TW, đóng vai trò trụ cột trong cải thiện môi trường đầu tư của khu vực tư nhân. Song song, cải cách quản trị vốn nhà nước theo Luật 68/2025 và cải cách tiền lương DNNN theo Nghị định 248/2025 được kỳ vọng nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và kỷ luật vận hành. Năm 2026 nhiều khả năng sẽ là giai đoạn bắt đầu ghi nhận kết quả thực chất từ các cải cách này.

Đi theo dòng chảy đầu tư sẽ là cách tiếp cận phù hợp để tìm ra các cơ hội

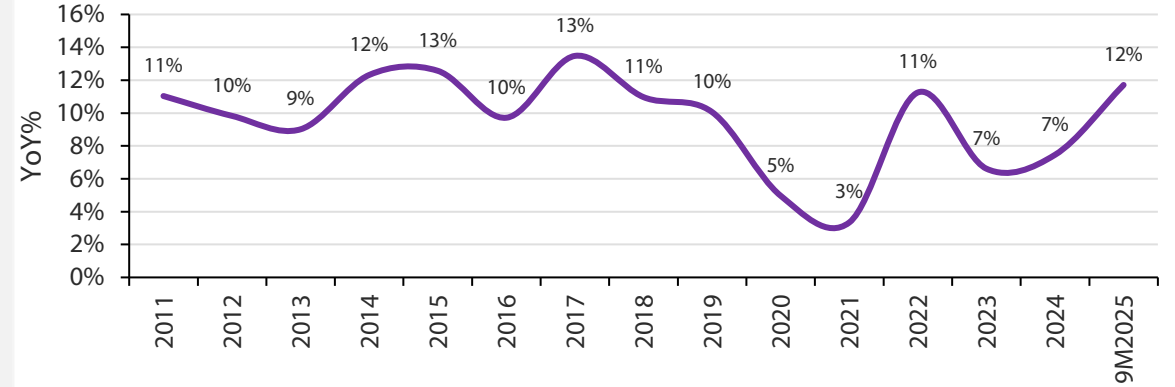
- Ở góc nhìn trực tiếp, các doanh nghiệp cung cấp nguyên vật liệu xây dựng, đơn vị thi công và các chủ đầu tư dự án hạ tầng được hưởng lợi trực tiếp từ quy mô và tiến độ triển khai dự án.
- Ở góc nhìn gián tiếp, sự gia tăng hoạt động đầu tư và dịch chuyển lao động tại các dự án mới sẽ tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực sang giá trị BĐS dân cư, KCN và nhu cầu tiêu dùng tại các khu vực lân cận.

Chúng tôi lựa chọn doanh nghiệp có dòng doanh thu gắn trực tiếp với chu kỳ đầu tư và triển vọng kinh doanh cốt lõi vững vàng, bao gồm:

- Nguyên vật liệu xây dựng: HPG, HSG, THG, BMP, CTI.
- Thi công – xây lắp: PVS, PC1, TV2.
- Dịch vụ công nghiệp và năng lượng: PVD, PVT.
- Chủ đầu tư hạ tầng và năng lượng: GEG, POW, REE, ACV.
- Mở rộng năng lực sản xuất: HPG, THG.
- Bất động sản khu dân cư và khu công nghiệp: KBC, SIP, PHR, KDH, NLG, TCH.

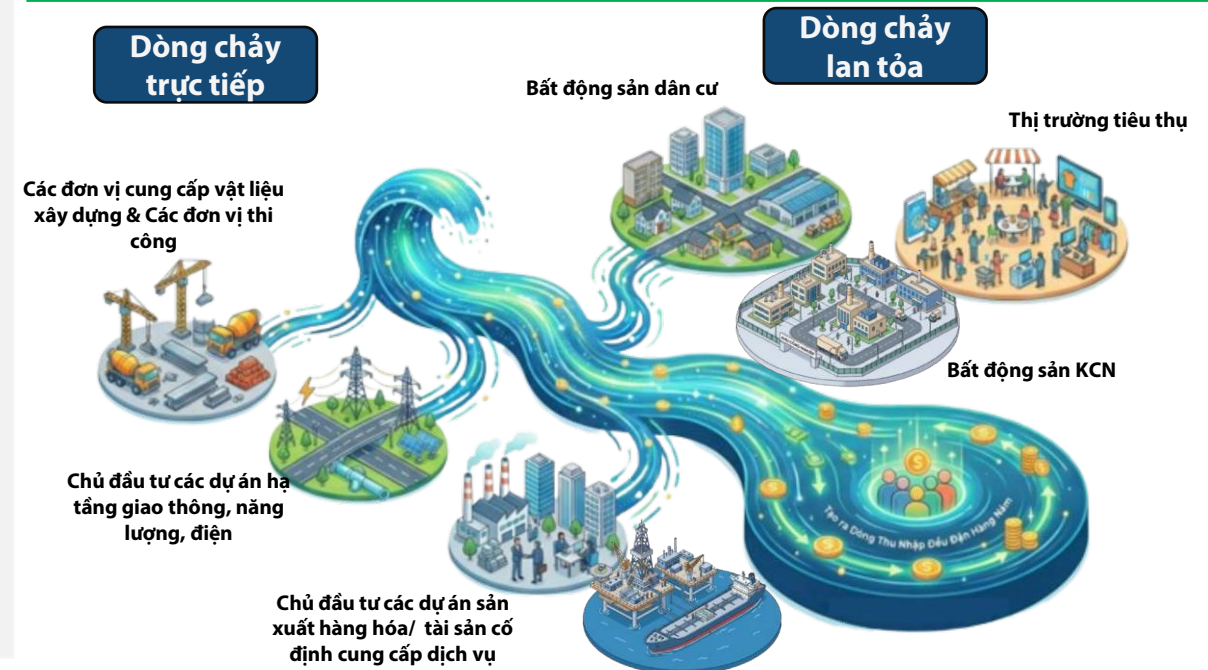
Về thứ tự ưu tiên, chúng tôi tập trung vào các doanh nghiệp có định giá hấp dẫn, chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng tăng trưởng và khả năng tạo lợi tức từ hoạt động cốt lõi. Với các doanh nghiệp có nền tảng tốt nhưng định giá chưa đủ hấp dẫn, cơ hội đầu tư sẽ xuất hiện trong các nhịp điều chỉnh hoặc biến động mạnh của thị trường

Tăng trưởng đầu tư toàn xã hội (2011-9M2025)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Dòng chảy đầu tư toàn xã hội



Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
HPG	26.900	33.700	0	25%	26,4	24,1	46,4	31,0	13,4	15,5	1,6	1,4	14,4	9,0	<ul style="list-style-type: none"> Doanh thu HPG giai đoạn 2025–2026 dự kiến đạt lần lượt khoảng 175 nghìn tỷ và 218 nghìn tỷ (tương ứng +26% YoY và +24% YoY), được hỗ trợ bởi hai động lực chính: (1) nhu cầu nội địa cải thiện, nâng đỡ sản lượng thép xây dựng; và (2) dự án DQ02 đi vào vận hành, qua đó đưa HRC trở thành sản phẩm chủ lực từ năm 2026 trở đi. Nhu cầu HRC trong nước được đánh giá vẫn ở mức cao nhờ nhu cầu xây dựng, với giả định sản lượng từ Dung Quất có thể đáp ứng khoảng ~45% nhu cầu nội địa trong năm 2026. Về trung – dài hạn, xu hướng phát triển hạ tầng, đặc biệt là các dự án đường sắt tốc độ cao nhằm tăng cường liên kết vùng, được kỳ vọng sẽ tạo thêm dư địa tăng trưởng cho nhu cầu thép xây dựng tại Việt Nam. Với năng lực sản xuất thép cường độ cao (từ DQ02) và định hướng chính sách ưu tiên sử dụng nguyên liệu trong nước, HPG dự kiến đẩy mạnh đầu tư vào nhà máy thép ray và nhà máy thép chất lượng cao giai đoạn 2026–2027, qua đó mở rộng động lực tăng trưởng dài hạn.
CTI	22.050	43.500	1.000	102%	4,9	8,7	12,5	72,5	10,0	14,2	0,9	0,9	8,5	6,8	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng CTI hưởng lợi cả trực tiếp và gián tiếp từ làn sóng mở rộng đầu tư, qua đó cải thiện KQKD và dòng tiền năm 2026 nhờ ba động lực chính: (1) BDS Phước Tân – CTI Diamond Center (10,4 ha, gần nút giao cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu) bước vào giai đoạn kinh doanh sau khi hoàn tất nghĩa vụ tiền sử dụng đất; (2) mỏ đá Thiện Tân 10 (công suất cấp phép 900.000 m³/năm) dự kiến vận hành sau khi hoàn thiện thủ tục đất đai và nghĩa vụ tài chính, trong khi mỏ Xuân Hòa tiếp tục ghi nhận KQKD tích cực nhờ nhu cầu cao tại Đông Nam Bộ; và (3) mảng xây lắp duy trì đóng góp ổn định với backlog trên 400 tỷ đồng. Ở góc độ bảng cân đối, khoản bồi thường dự án BOT được xem là chất xúc tác quan trọng. Chúng tôi kỳ vọng BOT Quốc lộ 91 (Cần Thơ) đủ điều kiện chấm dứt hợp đồng trước hạn và được bồi thường với tổng giá trị ước tính ~1.232 tỷ đồng, qua đó giúp CTI tắt toán nợ vay, cải thiện đáng kể cấu trúc tài chính và hỗ trợ định giá. Theo dự thảo, việc thanh toán dự kiến thực hiện sau khoảng 55 ngày kể từ khi hoàn tất hồ sơ và kiểm toán chi phí; doanh nghiệp kỳ vọng có thể ghi nhận kỳ vọng bồi thường sớm khi Nghị định xử lý vướng mắc BOT đang ở giai đoạn xem xét cuối trước khi ban hành.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
THG	45.700	59.300	4.200	39%	25,2	25,3	27,4	44,0	24,1	31,0	1,8	1,8	8,8	5,5	<ul style="list-style-type: none"> Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xây dựng mang tính cục bộ tại khu vực sẽ là động lực then chốt thúc đẩy tăng trưởng mảng bê tông của THG. Doanh thu bê tông dự phóng tăng ~27% YoY, trong đó giá bán tăng khoảng ~15% YoY giúp bù đắp áp lực chi phí đầu vào, đồng thời sản lượng tăng ~10% YoY nhờ triển vọng nâng công suất nhà máy. Bên cạnh đó, dòng tiền ổn định từ mảng bất động sản tiếp tục là yếu tố nâng đỡ chất lượng lợi nhuận và chính sách cổ tức. Hai dự án BĐS KCN (GT1 & GT2) cùng dự án BĐS dân dụng (đường D7) được kỳ vọng duy trì đóng góp tích cực vào doanh thu và lợi nhuận trong năm 2026. Chúng tôi ước tính cổ tức 4.200 VND/cp, tương ứng lợi suất cổ tức khoảng 9%, qua đó củng cố sức hấp dẫn của cổ phiếu trong bối cảnh nhà đầu tư ưu tiên dòng tiền và mức chi trả ổn định.
BMP	176.600	198.300	16.700	22%	20,0	10,0	32,9	11,8	46,5	48,9	4,6	4,7	12,1	9,8	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng BMP tiếp tục duy trì đà tăng trưởng doanh thu trong năm 2026 chủ yếu nhờ sản lượng, trong bối cảnh giả định giá bán giữ ở mức cao. Theo đó, sản lượng tiêu thụ dự phóng đạt khoảng 102 nghìn tấn (+9% YoY), được hỗ trợ bởi (1) triển vọng tăng trưởng của ngành xây dựng và (2) công ty tiếp tục đẩy mạnh chính sách chiết khấu nhằm gia tăng thị phần (ước tính mức chiết khấu khoảng ~25%). Về khả năng sinh lời, chúng tôi đánh giá BMP có lợi thế nổi bật nhờ kỳ vọng giá hạt nhựa PVC khó phục hồi từ vùng đáy, do nguồn cung tăng tại Trung Quốc và nhu cầu suy yếu tại Ấn Độ. Trong kịch bản này, biên lợi nhuận gộp dự báo tiếp tục mở rộng lên khoảng 48,7% (+180 bps YoY) trong năm 2026, kéo theo ROE vượt 50% và duy trì lợi suất cổ tức khoảng 9%, củng cố sức hấp dẫn của cổ phiếu.

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ đề đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
PC1	21.750	29.100	0	34%	17,2	-0,5	56,4	-12,9	8,5	6,9	1,5	0,8	18,0	14,0	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi cho rằng chương trình mở rộng và nâng cấp lưới điện quốc gia theo hướng “lưới điện thông minh” sẽ là động lực đầu tư quan trọng, nhằm đảm bảo khả năng truyền tải nguồn điện từ các trung tâm NLTT miền Trung (Bình Thuận, Ninh Thuận...) tới các cụm sản xuất công nghiệp ở miền Bắc và miền Nam. Theo ước tính của Bộ Công Thương, tổng vốn đầu tư cho các dự án lưới điện vào khoảng 477 nghìn tỷ đồng, tương đương ~9,5 nghìn tỷ đồng/năm, qua đó mở ra dư địa tăng trưởng đáng kể cho các tổng thầu EPC như PC1 thông qua việc mở rộng danh mục dự án và gia tăng backlog. Trong bối cảnh này, chúng tôi dự phóng backlog EPC năm 2026 của PC1 đạt khoảng 8.000 tỷ đồng, duy trì mật bằng backlog cao kỷ lục tương đương năm 2025. Xa hơn, giai đoạn 2027–2028, backlog có thể tăng tốc khi các nhóm dự án trục 500kV phục vụ nguồn thủy điện khu vực Đông Bắc và nhóm dự án truyền tải Trung Nam bước vào giai đoạn thi công.
TV2(*)	35.100	43.900	0	25%	6,0	187,1	5,4	212,3	5,2	15,3	1,8	1,6	35,3	11,1	<ul style="list-style-type: none"> Theo định hướng tại Quyết định 2634/QĐ-TTg, Chính phủ đặt mục tiêu đưa vào vận hành thương mại 6 nhà máy điện khí LNG trong giai đoạn 2028–2029, với tổng công suất khoảng 8.700 MW và tổng mức đầu tư ước tính ~256.000 tỷ đồng. Để đáp ứng tiến độ, các dự án nhiều khả năng phải khởi công trong 2026–2027, qua đó mở ra chu kỳ đấu thầu sớm cho các hạng mục EPC từ Q4/2025 và xuyên suốt năm 2026. Theo ước tính của chúng tôi, tổng giá trị hợp đồng EPC của nhóm dự án này có thể đạt khoảng ~90.000 tỷ đồng. Trong đó, hạng mục tư vấn/thiết kế – giám sát (tư vấn thi công) chiếm khoảng ~20%, tương đương ~18.000 tỷ đồng. Đây là cơ hội quy mô lớn cho các doanh nghiệp tư vấn điện có năng lực triển khai dự án phức tạp và chuyên môn kỹ thuật cao như TV2, cả về mở rộng backlog lẫn nâng chất lượng tăng trưởng trong trung hạn.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp ; (*) dữ liệu đồng thuận của thị trường được thu thập bởi Bloomberg

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
PVD	27.350	30.100	500	12%	12,1	6,9	26,0	26,7	5,4	6,7	0,9	0,9	17,0	13,7	<ul style="list-style-type: none"> Từ năm 2026, chúng tôi cho rằng hoạt động giàn khoan ổn định sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng của PVD, khi phần lớn các giàn sở hữu đã có hợp đồng chắc chắn đến hết năm, giúp củng cố khả năng tạo doanh thu và dòng tiền. Song song, chiến lược quốc tế hóa được kỳ vọng sẽ mở rộng dư địa tăng trưởng khi PVD có thể sớm thành lập liên doanh với đối tác Malaysia để phát triển mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan ra thị trường quốc tế, đặc biệt tại Malaysia – thị trường ước chiếm khoảng 25% nhu cầu giàn khoan tự nâng tại Đông Nam Á. Về hiệu quả đầu tư, luận điểm mở rộng đội giàn sở hữu được hỗ trợ bởi suất sinh lời hấp dẫn: mỗi giàn khoan mới ước tính đóng góp khoảng ~400 tỷ đồng EBITDA/năm. So với mức đầu tư bình quân khoảng ~80 triệu USD/giàn JU 361-400' IC, thời gian hoàn vốn ước tính chỉ 5-6 năm, qua đó củng cố triển vọng tạo giá trị dài hạn cho PVD thông qua chiến lược bổ sung giàn khoan mới.
PVT	18.500	22.500	0	22%	37,4	6,9	-10,7	8,5	9,4	9,4	1,0	0,8	8,8	8,2	<p>Năm 2026, chúng tôi cho rằng ngành vận tải dầu khí vẫn đối mặt với áp lực dư cung, khiến mặt bằng giá cước khó phục hồi mạnh. Tuy nhiên, PVT nổi bật nhờ mô hình kinh doanh cân bằng và cơ cấu phân khúc hợp lý, giúp giảm độ nhạy chu kỳ.</p> <ul style="list-style-type: none"> Vận tải dầu thô tiếp tục là trụ cột nhờ tỷ trọng hợp đồng dài hạn lớn, qua đó hạn chế rủi ro biến động cước; doanh thu mảng này dự kiến tăng ~20% YoY nhờ bổ sung tàu mới. Hàng rời và xăng dầu thành phẩm/hóa chất vẫn chịu sức ép dư cung, song tác động tiêu cực được bù đắp một phần bởi đội tàu mới, giúp doanh thu lần lượt tăng ~17,6% YoY và ~8,5% YoY. LPG duy trì trạng thái ổn định với mức tăng nhẹ ~4,2% YoY. <p>Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất 2026 đạt 17.343 tỷ đồng (+7% YoY) và LNST-CĐM đạt 1.061 tỷ đồng (+8,4% YoY). Giai đoạn 2026-2030, hiệu quả đầu tư đội tàu tiếp tục là động lực tăng trưởng: lợi nhuận trước thuế (sau chi phí lãi vay) ước bình quân khoảng ~1,5 tỷ đồng/1.000 DWT đầu tư thêm mỗi năm, tương ứng EBITDA mỗi tàu ~80-150 tỷ đồng tùy phân khúc, qua đó củng cố nền tảng tăng trưởng bền vững của PVT.</p>

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
GEG	14.700	19.600	0	33%	33,1	-11,2	425,1	-69,2	9,9	3,2	1,2	0,9	11,4	28,3	<ul style="list-style-type: none"> Trong giai đoạn 2025–2029F, GEG dự kiến phát triển thêm 4 nhà máy điện mới, nâng tổng công suất đặt thêm 179 MW – động lực tăng trưởng doanh thu chủ đạo trong các năm tới. Cơ cấu công suất bổ sung gồm 8,6 MW thủy điện, 49 MWp điện mặt trời và 130 MW điện gió. Khi các dự án hoàn thành, sản lượng điện dự kiến tăng từ 1,3 tỷ kWh (2024) lên 1,7 tỷ kWh (2029F), tương ứng CAGR ~4,7%/năm trong giai đoạn 2025–2029F. Riêng năm 2026, GEG dự kiến đưa 3 nhà máy vào vận hành thương mại gồm: thủy điện Ea-Tih (8,6 MW), điện gió VPL2 (30 MW) và điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp). Đáng chú ý, Đức Huệ 2 là một trong những dự án tiên phong bán điện theo cơ chế DPPA (bán điện trực tiếp) cho một khách hàng công nghiệp, thay vì bán gián tiếp qua hệ thống điện quốc gia, qua đó mở rộng mô hình tiêu thụ và tiềm năng tối ưu hóa hiệu quả thương mại.
POW	12.800	15.600	0	22%	18,1	54,0	92,2	-17,2	4,9	3,7	1,1	0,8	19,1	22,2	<ul style="list-style-type: none"> Trong tháng 12/2025, POW đưa Nhơn Trạch 3–4 vào vận hành thương mại, bổ sung 1.624 MW công suất lắp đặt, nâng tổng công suất lên 5.853 MW (+36% so với giai đoạn trước). Đây là nhà máy nhiệt điện LNG đầu tiên tại Việt Nam. Khác với các nhà máy điện khí hiện hữu phụ thuộc nguồn khí nội địa, Hơn Trạch 3–4 sử dụng LNG nhập khẩu, qua đó giảm rủi ro nguồn cung trong nước và được kỳ vọng hưởng lợi khi giá LNG quốc tế đang giảm nhanh. Sang năm 2026, chúng tôi dự phóng Hơn Trạch 3–4 đóng góp khoảng 5,9 tỷ kWh, đưa tổng sản lượng hợp nhất của POW lên ~25,8 tỷ kWh (+41% YoY) và có thể hỗ trợ doanh thu tăng ~53% YoY. Nhìn chung, Hơn Trạch 3–4 nhiều khả năng sẽ trở thành tài sản chiến lược trong danh mục phát điện của POW, vừa mở rộng quy mô tăng trưởng, vừa cải thiện tính linh hoạt về nhiên liệu trong trung hạn.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
REE	61.300	78.300	1.000	29%	19,6	-4,1	43,8	-9,5	9,2	8,0	1,6	1,4	12,8	12,8	<ul style="list-style-type: none"> •REE duy trì chiến lược mở rộng tổng công suất lắp đặt lên 3.000 MW vào năm 2030 (từ khoảng 1.000 MW hiện tại), với trọng tâm dài hạn hướng tới điện gió ngoài khơi. Công ty hiện đang khảo sát khu vực biển tại Vinh Long để phát triển dự án điện gió ngoài khơi; nhờ năng lực kỹ thuật và kinh nghiệm quản trị dự án, chúng tôi đánh giá REE có tiềm năng trở thành một trong những doanh nghiệp tiên phong tại Việt Nam có thể vận hành và khai thác điện gió ngoài khơi. •Trong ngắn hạn, REE dự kiến Q4/2026 sẽ đưa vào vận hành thương mại 4 nhà máy điện gió gần bờ mới gồm: V1-2 mở rộng, V1-3 giai đoạn 2, V1-5, V1-6 giai đoạn 2 và Đông Hải 3. Các dự án có tổng mức đầu tư khoảng 11,3 nghìn tỷ đồng, bổ sung 224 MW công suất điện gió, qua đó nâng tổng công suất điện gió của REE lên 351 MW, tương ứng tăng khoảng 176% so với hiện tại.
ACV	49.700	60.800	0	22%	6,8	9,0	-2,8	-0,2	11,9	10,6	2,7	1,9	16,7	17,8	<ul style="list-style-type: none"> •Sân bay Long Thành và dự án mở rộng Nhà ga T2 Nội Bài dự kiến đưa vào khai thác thương mại trong nửa đầu 2026, qua đó mở rộng đáng kể năng lực hạ tầng hàng không và giảm áp lực quá tải tại hai cụm sân bay trọng điểm ở miền Bắc và miền Nam. Việc tháo gỡ nút thắt nguồn cung được kỳ vọng giúp ngành hàng không đáp ứng tốt hơn nhu cầu du lịch quốc tế đang phục hồi, đặc biệt khi du khách châu Á có xu hướng ưu tiên các điểm đến gần về địa lý và chi phí cạnh tranh. •Trong năm khai thác đầu tiên, sản lượng khách quốc tế qua Long Thành được ước tính đạt khoảng ~80% công suất thiết kế, nhờ kế hoạch điều chuyển các chuyến bay quốc tế từ Tân Sơn Nhất, và có thể đạt mức lấp đầy tối đa vào 2028. Khi vận hành ở toàn bộ công suất, EBITDA ước đạt khoảng ~23 nghìn tỷ đồng, tương ứng CAGR xấp xỉ 10% trong giai đoạn 2025–2028, củng cố triển vọng tăng trưởng trung hạn nhờ chu kỳ mở rộng công suất của hạ tầng hàng không.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
KBC	33.200	44.300	0	33%	130,6	81,7	345,8	69,5	8,8	12,3	1,3	1,1	17,7	9,7	<ul style="list-style-type: none"> Sau giai đoạn đẩy mạnh GPMB để tích lũy quỹ đất trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể bước vào chu kỳ hưởng lợi kép trong năm 2026 nhờ (i) tăng tốc phát triển và cho thuê tại các KCN mới và (ii) sự cải thiện của dòng vốn FDI. Tổng diện tích cho thuê dự kiến đạt khoảng 165 ha (+20% YoY), tập trung tại Tràng Duệ 03, Quế Võ 2 mở rộng và Nam Sơn Hạp Lĩnh. Ở mảng đô thị, Tràng Cát đã hoàn tất tiền sử dụng đất trong 2025, qua đó đủ điều kiện chuyển nhượng một phần dự án và ghi nhận doanh thu/dòng tiền đáng kể (~5,3 nghìn tỷ đồng) trong 2026, trong bối cảnh hạ tầng khu vực tiếp tục được cải thiện. Nguồn tiền này được kỳ vọng giúp KBC giảm áp lực nợ vay, đồng thời tạo dư địa tái đầu tư vào các dự án quy mô lớn, bao gồm The Trump International Hưng Yên (888 ha; đang GPMB), với điểm nhấn là tổ hợp sân golf và khu đô thị cao cấp. Trên cơ sở triển vọng tích cực từ cho thuê đất KCN và BĐS, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2026 lần lượt đạt khoảng 11,6 nghìn tỷ đồng (+82% YoY) và 3,2 nghìn tỷ đồng (+70% YoY).
SIP	51.300	78.400	2.000	57%	4,4	7,0	20,0	-6,0	31,0	25,0	2,4	2,2	10,5	9,5	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê sẽ phục hồi trong thời gian tới, với đóng góp chủ yếu từ KCN Phước Đông. Diện tích cho thuê mới tại đây dự phóng đạt khoảng 67 ha (+50% YoY), nhờ (1) giá thuê cạnh tranh (~USD80/m²/chu kỳ), thấp hơn khoảng 50% so với thị trường cấp I, (2) vị trí chiến lược gần cao tốc Mộc Bài – TP.HCM, đóng vai trò điểm kết nối giữa thị trường Campuchia và Việt Nam, và (3) hệ sinh thái hạ tầng dịch vụ phù hợp cho sản xuất – gia công, bao gồm cung cấp điện và xử lý nước sạch. Song song, công ty dự kiến đẩy nhanh GPMB tại KCN Phước Đông trong năm 2026 nhằm đảm bảo quỹ đất liền thửa đủ lớn để bàn giao theo yêu cầu của khách hàng. Tại các thị trường cấp I, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động tại (1) KCN Lê Minh Xuân 03, tập trung thu hút nhóm nhà đầu tư phát triển nhà xưởng xây sẵn, và (2) KCN Lộc An – Bình Sơn, với triển vọng hưởng lợi từ việc sân bay Long Thành đi vào hoạt động thông qua nhu cầu gia tăng từ các doanh nghiệp logistics.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
PHR	55.900	75.800	1.000	37%	10,4	0,2	37,0	159,6	16,5	37,7	1,9	1,6	11,5	4,5	<ul style="list-style-type: none"> •Thu nhập đền bù và hợp tác KCN được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của PHR trong năm 2026. Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính Công ty có thể ghi nhận tiền đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên 1 (Thaco) trong giai đoạn 2026–2027, với tổng diện tích khoảng 786 ha và đơn giá ước tính ~2,5 tỷ đồng/ha. Cụ thể, năm 2026 PHR có thể ghi nhận khoảng 400 ha (tương đương ~1.000 tỷ đồng) và năm 2027 ghi nhận phần còn lại khoảng 386 ha (tương đương ~965 tỷ đồng). •Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo doanh thu 2026 đạt 1.806 tỷ đồng (tương đương 2025), trong khi LNST đạt 1.669 tỷ đồng, tương ứng tăng 1,59 lần YoY. Dự báo phân ánh: (1) doanh thu mảng cao su giảm nhẹ ~1,3% YoY do thu hẹp diện tích khai thác để phục vụ phát triển KCN, dù giá bán bình quân duy trì quanh ~48 triệu đồng/tấn; và (2) đóng góp lớn từ thu nhập đền bù dự án Bắc Tân Uyên 1, cùng lợi nhuận từ các khoản đầu tư liên doanh, liên kết như VSIP III và NTU 3.
KDH	32.050	39.400	0	23%	81,3	22,3	6,0	32,6	9,5	13,4	2,0	1,5	40,1	31,6	<ul style="list-style-type: none"> •Kết quả kinh doanh 2026 của KDH được kỳ vọng tăng trưởng chủ yếu nhờ dự án trụ cột Gladia. Theo ước tính, Công ty sẽ tiếp tục bàn giao khoảng 50 sản phẩm trong Q4/2025, phần còn lại thanh toán theo tiến độ và ghi nhận trong 2026. Với hơn 140 căn còn lại để mở bán và bàn giao, doanh thu 2026 ước đạt ~7.266 tỷ đồng (+22% YoY) và LNST-CĐM ~1.129 tỷ đồng (+33% YoY), trong khi biên lợi nhuận gộp duy trì mức cao ~70% nhờ cơ cấu bàn giao sản phẩm thấp tầng. •Giai đoạn 2026–2028, nguồn cung mới được mở khóa từ chu kỳ đầu tư với hai dự án trọng điểm: (1) Gladia cao tầng (616 sản phẩm), dự kiến khởi công từ Q1/2026; và (2) Solina giai đoạn 1 (89 ha), gồm khoảng 500 sản phẩm thấp tầng và 1.000 căn hộ, đã hoàn tất pháp lý và sẵn sàng triển khai từ 2026. •Đáng chú ý, KDH điều chỉnh chiến lược phát triển dự án khi mở bán ngay sau khi có giấy phép bán hàng, thay vì hoàn thiện xây dựng rồi mới bán. Cách tiếp cận này giúp rút ngắn vòng quay vốn, tăng tốc dòng tiền và tạo dư địa hoàn thiện pháp lý các dự án KDC Phong Phú 2, Bình Trưng mở rộng, Tân Tạo và KCN Lê Minh Xuân, qua đó củng cố triển vọng tăng trưởng trung – dài hạn.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
NLG	30.100	43.100	0	43%	-34,0	-1,1	49,2	115,3	0,1	0,1	1,3	1,1	15,5	8,8	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi cho rằng 2025–2028 sẽ là chu kỳ đẩy mạnh bán hàng của NLG, khi Công ty dự kiến mở bán gần như toàn bộ danh mục dự án và mở rộng quy mô từ 5 dự án (2022–2024) lên 9 dự án (2025–2028). Danh mục bao gồm các dự án hiện hữu (Waterpoint, Mizuki, Izumi, Akari giai đoạn 3) và dự án mới (Anzen Residences, Elyse Island). Trên cơ sở đó, doanh số bán hàng năm 2025 và 2026 lần lượt ước đạt 10.721 tỷ đồng (+123% YoY) và 11.595 tỷ đồng (+8% YoY), qua đó tích lũy backlog cho các năm sau. Về ghi nhận doanh thu, chúng tôi lưu ý chưa kỳ vọng bút phá trong 2026 do độ trễ bàn giao. Dù doanh số bán tăng mạnh, doanh thu thuần 2026 ước khoảng ~4.700 tỷ đồng (-1% YoY), do phần lớn sản phẩm bán ra trong giai đoạn “gieo mầm” 2025–2026 sẽ được bàn giao và ghi nhận chủ yếu từ cuối 2026–2027 trở đi, phù hợp với đặc thù ghi nhận doanh thu của doanh nghiệp bất động sản.
TCH	18.700	23.500	500	28%	1,0	80,3	67,5	86,0	12,8	19,0	1,5	1,1	26,4	6,4	<ul style="list-style-type: none"> TCH là nhà phát triển quy mô lớn tại Hải Phòng, sở hữu quỹ đất đáng kể tại khâu đô thị Thủy Nguyên – khu vực quy hoạch mới của thành phố. Các dự án được kỳ vọng đạt tỷ lệ lấp đầy cao nhờ (1) trung tâm hành chính – chính trị mới của Hải Phòng (sau sáp nhập) dịch chuyển về Thủy Nguyên và (2) hạ tầng kết nối đang hoàn thiện, giúp liên thông Thủy Nguyên với trung tâm Hải Phòng và KCN VSIP Hải Phòng. Trong niên độ tài chính 2025–2026, doanh nghiệp dự kiến đồng loạt mở bán sản phẩm thấp tầng tại HH New City-II và HH Green River, với tỷ lệ hấp thụ bước đầu ở mức khả quan (khoảng ~30% số sản phẩm trong đợt mở bán đầu tiên), tạo nền tảng cho kết quả kinh doanh tích cực trong các quý tới. Chúng tôi dự phóng doanh thu NĐTTC 2025–26 lần lượt đạt 4,7 nghìn tỷ đồng (tương đương 2024) và 8,5 nghìn tỷ đồng (+80% YoY); LNST-CDM NĐTTC 2026 ước đạt 2,66 nghìn tỷ đồng (+86% YoY). Hiện TCH đang giao dịch ở mức P/B 2026 ~1,2x, được đánh giá là hấp dẫn so với vị thế và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	

PVS	33.700	41.000	700	24%	37,2	20,7	19,4	63,1	9,1	13,8	1,2	1,0	11,9	8,3	
------------	--------	--------	-----	-----	------	------	------	------	-----	------	-----	-----	------	-----	--

- Mảng **M&C** tiếp tục là trụ cột tăng trưởng của **PVS**. Năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt **39.360 tỷ đồng (+24% YoY)** và **LNST-CĐM 2.085 tỷ đồng (+63% YoY)**, được hỗ trợ bởi tiến độ tích cực tại các dự án trọng điểm gồm **Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng 2B** và các dự án **điện gió**. M&C dự kiến đóng góp khoảng **71%** tổng doanh thu, trong đó **Lô B** chiếm **~36%** với **biên gộp ~4%** (cao hơn mặt bằng chung **2–3%**), còn **điện gió ngoài khơi** đóng góp khoảng **~30%**.

- Ngoài tăng trưởng vận hành, lợi nhuận năm 2026 được kỳ vọng có thêm **hoàn nhập dự phòng**. Việc kết thúc bảo hành dự án **Sao Vàng – Đại Nguyệt** vào **tháng 2/2026** có thể mở ra khả năng hoàn nhập khoảng **700 tỷ đồng**, tạo cú hích đáng kể cho lợi nhuận trong năm.

Câu chuyện tiêu dùng trở nên rõ ràng và hấp dẫn hơn trong năm 2026 ...

- **Tăng trưởng kinh tế ổn định đưa niềm tin tiêu dùng trở lại đúng kỳ vọng.** Câu chuyện tiêu dùng trở nên thuyết phục hơn do Chính phủ thực hiện các chính sách hỗ trợ sức mua (giảm thuế GTGT, tăng lương tối thiểu vùng, các chính sách giáo dục và y tế). Trong ngắn hạn, tác động lan tỏa từ đầu tư công sẽ thúc đẩy tiêu dùng trong nước và tiêu dùng là động lực thúc đẩy sản xuất, đặc biệt nhóm tư nhân. Dài hạn, Việt Nam có thị trường nội địa lớn với hơn 100 triệu dân và tầng lớp trung lưu liên tục mở rộng (dự báo 75% dân số năm 2030).
- **Chuẩn hóa mô hình kinh doanh và minh bạch thị trường.** Chính phủ đã đề ra chính sách cổ vũ chuyển đổi nhằm tăng hiệu quả hoạt động kinh tế (chuyển đổi HKD nhỏ lẻ sang DN, đơn giản hóa TTHC và ĐKKD) và tạo môi trường kinh doanh minh bạch, thúc đẩy quá trình dịch chuyển từ khu vực phi chính thức (hàng giả, hàng kém chất lượng, buôn lậu) sang chính thức giúp người tiêu dùng an tâm khi tiêu dùng.

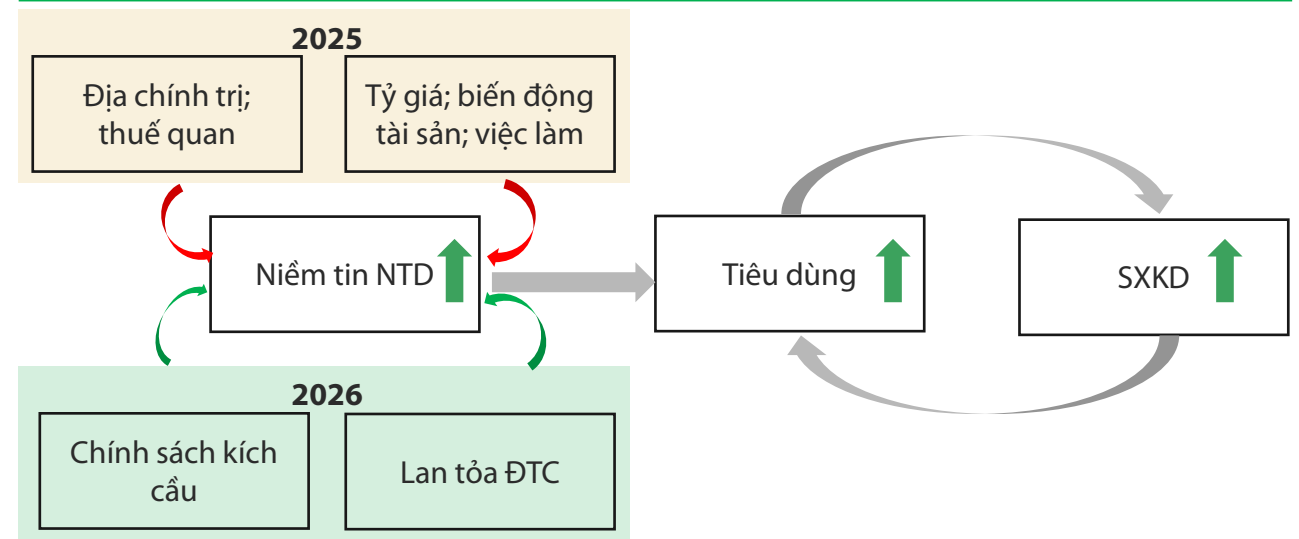
... Các chính sách thúc đẩy và xu hướng tiêu dùng đã nêu cho thấy cơ hội đầu tư tại

- Các công ty có mô hình kinh doanh được đóng gói tốt, minh bạch trong quy trình và vận hành sẽ giúp tiết giảm chi phí khi yêu cầu tuân thủ tăng và chiếm được niềm tin của người tiêu dùng.
- Các công ty hưởng lợi từ nhu cầu tiêu dùng quay trở lại khi tác động lan tỏa của các chính sách kích cầu của Chính phủ và đầu tư công giúp cầu nội địa trở lại mạnh mẽ.

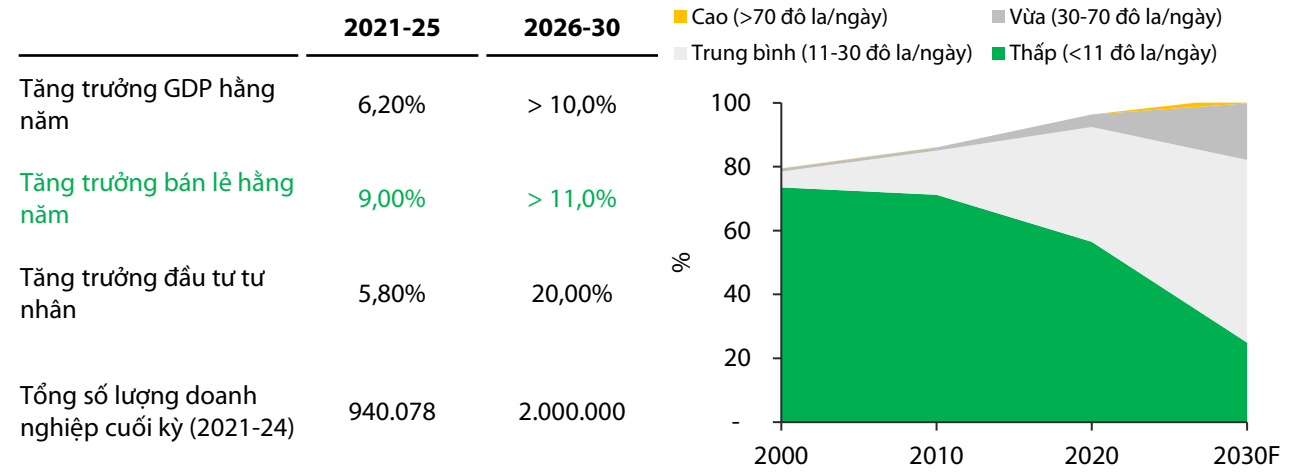
... Chúng tôi lựa chọn DN có triển vọng kinh doanh vững vàng cho khuyến nghị

- Các DN có kênh bán hàng hiện đại: MWG, MSN, FRT
- Các DN có tiềm năng tăng trưởng: DGW, PNJ

Câu chuyện tiêu dùng rõ ràng và hấp dẫn hơn ...



...bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ 2026



Nguồn: BTC, TCTK, McKinsey, NQ 306/NQ-CP, CTCK Rong Việt

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
MSN	75.300	97.800	0	30%	-0,5	26,0	90,2	35,7	8,5	10,4	3,4	2,3	39,7	21,1	<p>Phù hợp đầu tư tăng trưởng nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc (+36,0% YoY) nhờ sự hồi phục của mảng chủ lực MCH từ nền thấp & duy trì đà tăng trưởng doanh thu/hiệu quả sinh lời tốt ở các mảng mới (MML, MSR, PLH, WCM).</p> <p>Câu chuyện đáng chú ý: mở rộng mạnh của WCM (mục tiêu ~1.000 cửa hàng), duy trì tăng trưởng SSSG (trên 10,0% YoY) và hiệu quả biên LN ròng 2,0%.</p>
MWG	87.000	99.600	1.000	16%	18,3	24,9	73,7	21,8	19,4	18,5	4,1	3,2	24,7	16,3	<p>Phù hợp đầu tư tăng trưởng khi tiếp diễn ba câu chuyện dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 cho 2026 (+21,8% YoY), bao gồm:</p> <ol style="list-style-type: none"> Mở rộng thị phần điện tử nhờ dịch vụ khác biệt & hợp tác sâu với hãng, Tăng cường quy mô đầu tư tài chính (dự kiến +25,0% YoY), Mở rộng mạnh của BHX (mục tiêu ~1.000 cửa hàng) nhưng vẫn duy trì biên LN ròng tốt 2,2%.
DGW	39.050	50.900	1.000	33%	21,0	17,9	25,0	18,4	16,2	17,1	2,6	13,1	15,8	13,1	<p>Phù hợp đầu tư tăng trưởng khi lợi nhuận 2026 dự kiến duy trì mức cao 18,4% YoY nhờ:</p> <ol style="list-style-type: none"> Các mảng mới như thiết bị Internet-vạn-vật, máy chủ AI, hàng gia dụng, giữ vững phong độ tăng trưởng doanh thu trung bình trên 30,0% YoY. Mảng chủ lực điện thoại di động dự kiến lấy lại nhịp tăng trưởng (+10,1% YoY) sau một năm khó khăn nhờ thị phần phân phối iPhone tạo đáy từ Q3-2025 và khôi phục thị phần Xiaomi trước các hãng Android khác.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các cổ phiếu lựa chọn theo chủ điểm đầu tư

Cổ phiếu	Giá đóng cửa @26/12 (VNĐ)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Cổ tức 12 tháng tới (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (%)	Doanh thu YoY %		LNST YoY %		ROE %		P/B (x)		P/E (x)		Luận điểm liên quan chủ đề đầu tư
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	Hiện tại	2026F	Hiện tại	2026F	
PNJ	95.900	104.000	2.000	11%	-4,1	8,1	10,4	9,8	18,1	17,4	2,7	1,8	14,4	12,8	<p>Phù hợp đầu tư giá trị khi KQKD 2026 tăng trưởng phục hồi từ nền thấp của năm 2025 (~9,8% YoY) và giao dịch ở mức PE fwd 2026 thấp hơn trung bình 5 năm, nhờ:</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) Rủi ro thiếu hụt và biến động giá NVL giảm bớt trong trung và dài hạn khi Nghị định 232/2025/NĐ-CP chính thức "kích hoạt" cho phép doanh nghiệp tự chủ nhập khẩu NVL có kiểm soát; (2) Nhu cầu mua sắm trang sức có dấu hiệu phục hồi từ nửa cuối 2025 và kỳ vọng tiếp diễn sang 2026, cộng hưởng thêm yếu tố hỗ trợ như chính sách mới về thuế TNCN; (3) Chính sách bán hàng thúc thời hiệu quả và khả năng điều chỉnh tăng giá bán.
FRT	144.200	160.000	0	11%	27,1	17,3	113,1	28,4	26,1	25,1	8,0	7,1	39,8	28,3	<p>Phù hợp đầu tư tăng trưởng khi doanh thu và LNST-CTM năm 2026 kỳ vọng duy trì tăng 2 chữ số, lần lượt đạt 17% và 28% YoY. Động lực đến từ:</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) Long Châu tiếp tục mở 350 - 400 nhà thuốc trong năm 2026 và duy trì doanh thu TB/CH/tháng đạt 1,2 - 1,3 tỷ đồng nhờ lợi thế quy mô và giá thành cạnh tranh, các dịch vụ bổ sung tạo alpha như như vấn 1:1, giao thuốc tại nhà không tốn phí. Mặt khác, việc siết chặt hàng giả-lậu-xách tay và các thông tư về kê đơn thuốc ETC tạo điều kiện cho chuỗi tăng mức độ tiếp cận. (2) Tiêm chủng vaccine là động lực tăng trưởng dài hạn: Kỳ vọng mở 60 - 70 TTTC trong 2026 nhờ lợi thế cạnh tranh về giá, tệp KH chuyển đổi từ nhà thuốc, nguồn cung thị trường vẫn còn yếu và chưa đủ đáp ứng nhu cầu (tỷ lệ dân tiếp cận vaccine thấp, dưới 5%). (3) FPT Shop duy trì thị phần ICT và hồi phục cùng mảng CE: Tín hiệu phục hồi đã ghi nhận từ Q3/2025 và kỳ vọng sẽ tiếp diễn sang 2026 khi chuỗi tập trung vào chuẩn chỉnh hệ thống vận hành sau tái cấu trúc (chỉ đóng 10 CH trong 2025 và dự kiến không đóng thêm trong 2026).

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Đầu tư chủ động là gì?

- Đầu tư chủ động hướng tới vượt trội lợi suất so với chỉ số tham chiếu thông qua lựa chọn cổ phiếu, phân bổ tỷ trọng, và tái cơ cấu linh hoạt khi nền tảng cơ bản, định giá, chất xúc tác (catalyst) thay đổi.
- Danh mục được quản trị theo luận điểm đầu tư. Mỗi vị thế phải có động lực tăng trưởng rõ ràng, đồng thời xác định trước rủi ro chính và điểm kiểm định.

Ưu điểm

- Khai thác catalyst: tận dụng các điểm bùng nổ lợi nhuận/định giá (chu kỳ KQKD, chính sách, tiến độ dự án, tái định giá khi rủi ro kỳ vọng suy giảm).
- Tối ưu hiệu quả vốn: tập trung vốn vào các ý tưởng có xác suất thắng cao và lợi nhuận tiềm năng so với rủi ro hấp dẫn, thay vì dàn trải theo thị trường.
- Linh hoạt quản trị rủi ro: chủ động tăng/giảm tỷ trọng và xoay vòng theo bối cảnh vĩ mô – ngành – doanh nghiệp.

Nhược điểm:

- Rủi ro sai hoặc trễ luận điểm: catalyst không diễn ra như kỳ vọng hoặc diễn ra muộn; lợi nhuận không đạt dự phóng.
- Phụ thuộc kỷ luật thực thi: thời điểm, quy mô và kỷ luật chốt/ giảm vị thế quyết định chất lượng kết quả.
- Chi phí giao dịch: tái cơ cấu danh mục có thể phát sinh chi phí và “tác động giá” nếu không kiểm soát thanh khoản.

Chiến lược này phù hợp với ai?

- Nhà đầu tư đặt mục tiêu tạo hiệu suất sinh lời vượt trội so với thị trường (alpha).
- Chấp nhận biến động ngắn hạn để tối ưu hiệu quả trung hạn.
- Phù hợp đối với vốn trung hạn 6–18 tháng (đủ thời gian để catalyst phản ánh vào KQKD và định giá).

Cách chúng tôi phân bổ vốn và lựa chọn cổ phiếu trong danh mục chủ động

Bộ tiêu chí lựa chọn cốt lõi bao gồm:

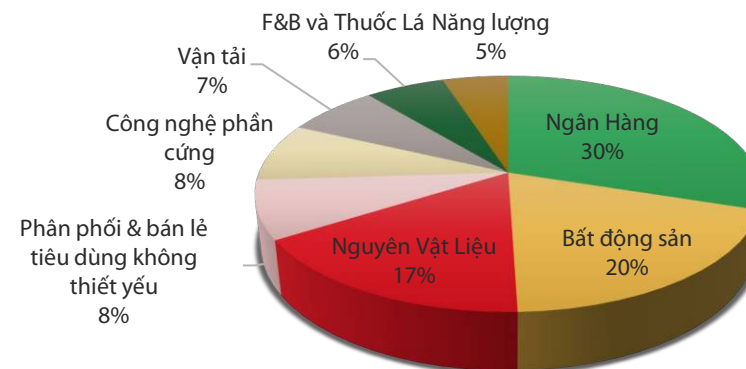
- Có catalyst tăng trưởng rõ ràng và “nổi bật” trong nhóm ngành. Catalyst có thể đến từ chu kỳ lợi nhuận, mở rộng công suất, dự án/đơn hàng, cải thiện biên, thay đổi chính sách, hồi phục nhu cầu, hoặc “re-rating” định giá khi kỳ vọng rủi ro suy giảm.
- Doanh thu gắn liền với dòng chảy xu hướng vĩ mô. Ưu tiên doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp từ các “xu hướng vĩ mô” nổi bật (đầu tư công/FDI, tiêu dùng, tín dụng, phục hồi sản xuất, hạ tầng, logistics, v.v.).
- Ưu tiên large-cap và thanh khoản cao tương đối so với thị trường để đảm bảo độ ổn định, độ phủ thông tin, khả năng vào/ra vị thế và phù hợp với quy mô vốn. Mục tiêu là danh mục có thể tái cơ cấu khi luận điểm thay đổi mà không tạo ra “hiệu ứng tác động giá” quá lớn.

Đánh giá lại & tái cơ cấu định kỳ hàng tháng là cơ chế quản trị danh mục để cập nhật luận điểm theo dữ liệu mới (vĩ mô, KQKD, chính sách, tiến độ catalyst). Điều chỉnh tỷ trọng theo mức độ hiện thực hóa catalyst và biên an toàn định giá. Giảm/thoát vị thế khi catalyst suy yếu hoặc định giá đã phản ánh phần lớn upside.

Danh sách cổ phiếu lựa chọn khởi đầu cho năm 2026 bao gồm...

Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Cổ tức	Giá đóng cửa @26/12	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng	P/E 2026F	LNST YoY% 2026F	P/B 2026F	ROE% 2026F	Tỷ trọng
MBB	30.100	300	24.850	22%	6,4	25,4	1,3	15,0	9,0%
CTG	41.500	0	35.200	18%	7,1	22,4	1,3	17,5	9,0%
MWG	99.600	1.000	87.000	16%	16,3	21,8	3,2	21,5	8,0%
DGW	50.900	1.000	39.050	33%	13,1	18,4	13,1	12,0	8,0%
KDH	39.400	0	32.050	23%	31,6	32,6	1,5	4,2	7,8%
VCB	69.800	0	57.100	22%	11,4	14,1	1,9	16,7	7,5%
ACV	60.800	0	49.700	22%	17,8	-0,2	1,9	11,3	7,0%
KBC	44.300	0	33.200	33%	9,7	69,5	1,1	13,8	6,5%
PHR	75.800	1.000	55.900	37%	4,5	159,6	1,6	49,8	6,5%
HPG	33.700	0	26.900	25%	9,0	31,0	1,4	11,4	6,0%
ANV	35.200	1.000	27.000	34%	6,4	12,0	1,7	16,8	6,0%
NLG	43.100	0	30.100	43%	8,8	115,3	1,1	17,5	5,2%
PVS	41.000	700	33.700	24%	8,3	63,1	1,0	17,6	5,0%
BID	43.300	0	38.800	12%	9,2	13,1	1,4	14,4	4,5%
CTI	43.500	1.000	22.050	102%	6,8	72,5	0,9	14,5	4,0%

Tỷ trọng các nhóm ngành được phân bổ trong danh mục



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Đầu tư giá trị là gì?

- Đầu tư giá trị là chiến lược mua cổ phiếu khi giá thị trường thấp hơn giá trị nội tại, kỳ vọng giá sẽ điều chỉnh về mức hợp lý theo thời gian.
- rọng tâm là doanh nghiệp có “lợi suất kinh doanh sẵn có” (lợi nhuận/dòng tiền/cổ tức) đóng vai trò “bảo chứng” cho giá trị, không phụ thuộc vào các catalyst mới mang tính đột biến.
- Triết lý cốt lõi: mua với biên an toàn, ưu tiên chất lượng lợi nhuận và kỷ luật vốn, đồng thời kiên nhẫn chờ thị trường phản ánh giá trị thực.

Ưu điểm

- Biên an toàn cao, định giá hấp dẫn giúp giảm rủi ro giảm giá khi thị trường biến động.
- Tổng lợi nhuận kỳ vọng có nền tảng: lợi nhuận ổn định và/hoặc cổ tức đều đặn tạo “lợi suất tích lũy” trong thời gian chờ định giá phản ánh.
- Phù hợp thị trường phân hóa: khi dòng tiền ưu tiên chất lượng lợi nhuận và định giá hợp lý thay vì tăng trưởng nóng.
- Ít phụ thuộc phân tích catalyst: hiệu quả đến từ định giá, sức bền đến từ yếu tố cơ bản.

Nhược điểm:

- Catalyst yếu: giá có thể “lì” lâu; hiệu suất ngắn hạn có thể kém hấp dẫn.
- Rủi ro bẫy giá trị: “rẻ” vì suy giảm cấu trúc, quản trị yếu, hoặc chất lượng lợi nhuận thấp.
- Đòi hỏi kỷ luật & kiên nhẫn: thị trường có thể định giá sai lâu hơn kỳ vọng.

Chiến lược này phù hợp với ai?

- Nhà đầu tư dài hạn, ưu tiên nắm giữ 12–36 tháng theo chu kỳ.
- Nhà đầu tư chấp nhận thanh khoản thấp ở một phần danh mục và chấp nhận thị trường không hiệu quả kéo dài..
- Nhà đầu tư ưu tiên bảo toàn vốn, dòng tiền, định giá hơn là theo đuổi giao dịch dựa trên “catalyst”.

Cách chúng tôi phân bổ vốn và lựa chọn cổ phiếu trong danh mục giá trị

Bộ tiêu chí lựa chọn cốt lõi bao gồm:

- Triển vọng kinh doanh ổn định: duy trì lợi nhuận/dòng tiền theo chu kỳ, hạn chế biến động cực đoan
- Lợi tức (tập trung vào lợi nhuận/FCF/ tùy ngành) trên giá trị thị trường hấp dẫn: định giá đủ rẻ để tạo lợi suất kỳ vọng tốt so với rủi ro.
- Cổ tức đều đặn: lịch sử chi trả và cam kết chính sách cổ tức rõ ràng nhằm nâng chất lượng tổng lợi suất.

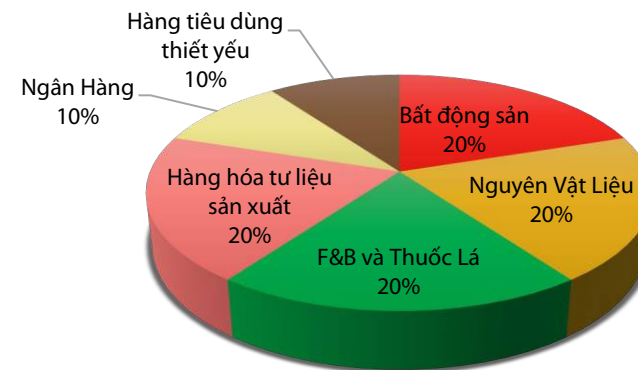
Quy trình cấu trúc danh mục, đánh giá lại & tái cơ cấu định kỳ

- Lựa chọn 10 cổ phiếu phân bổ đều để giảm rủi ro tập trung và tăng tính ổn định.
- Tái cơ cấu định kỳ nhằm: (1) đưa danh mục về khung tỷ trọng mục tiêu, tối ưu rủi ro–lợi suất khi định giá thay đổi; (2) tăng/giảm vị thế theo mức độ duy trì lợi nhuận và biên an toàn hiện tại.
- Thay mới cổ phiếu khi: (1) giá tăng làm lợi suất kỳ vọng không còn hấp dẫn (biên an toàn thu hẹp); hoặc (2) nền tảng lợi nhuận/dòng tiền suy yếu, làm thay đổi luận điểm đầu tư giá trị.

Danh sách cổ phiếu danh mục giá trị

Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Cổ tức	Giá đóng cửa @26/12	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng	P/E 2026F	LNST YoY% 2026F	P/B 2026F	ROE% 2026F	Tỷ trọng
LHG	46.000	1.900	28.700	67%	4,9	1,3	0,7	21,1	10,0%
GDA	25.100	1.000	16.400	59%	7,0	5,5	0,6	9,2	10,0%
SIP	78.400	2.000	51.300	57%	9,5	-6,0	2,2	20,2	10,0%
MSH	45.500	4.000	33.150	49%	6,1	6,5	1,4	22,0	10,0%
FMC	48.000	2.000	34.800	44%	5,7	13,7	0,7	24,6	10,0%
DCM	43.100	1.600	31.800	41%	8,2	4,5	1,4	15,7	10,0%
ACB	31.200	1.000	23.900	35%	5,9	20,4	1,1	16,3	10,0%
REE	78.300	1.000	61.300	29%	12,8	-9,5	1,4	19,2	10,0%
SAB	55.000	5.000	48.750	23%	14,1	4,5	3,0	14,0	10,0%
BMP	198.300	16.700	176.600	22%	9,8	11,8	4,7	72,7	10,0%

Tỷ trọng các nhóm ngành được phân bổ trong danh mục



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Cổ tức	Giá đóng cửa @26/12	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (Bao gồm cổ tức)	P/E 2026F	LNST YoY% 2026F	P/B 2026F	ROE% 2026F
----------	--------------	--------	---------------------	---	-----------	-----------------	-----------	------------

Luận điểm đầu tư

ACB 31.200 1.000 23.900 35% 5,88 20% 1,10 16,35

- ACB đang giao dịch ở mức **P/B 2026F ~1,1x**, được đánh giá hấp dẫn khi đặt trong tương quan với **khả năng sinh lời ROAE ~20%**, nền tảng **tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số bền bỉ** và **chính sách cổ tức ổn định**.
- Về tăng trưởng, ACB duy trì quỹ đạo lợi nhuận vững chắc với **CAGR 5 năm ~18%**, dựa trên chiến lược **đa dạng hóa các trụ cột tín dụng**. Trong giai đoạn **2025–2030**, bên cạnh thế mạnh truyền thống ở mảng bán lẻ, Ngân hàng dự kiến đẩy mạnh hơn phân khúc **doanh nghiệp lớn**, tập trung mở rộng tệp khách hàng trong các lĩnh vực gắn với **chuỗi cung ứng xuất nhập khẩu** như **DN FDI, DN thương mại quốc tế, BDS KCN...** Chúng tôi cho rằng đây là hướng đi phù hợp, tạo “làn gió mới” để duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao và bền vững hơn, với **CAGR tín dụng dự phóng ~19%** trong 5 năm tới.
- Về rủi ro, **chất lượng tài sản** của ACB tiếp tục thuộc nhóm an toàn hàng đầu hệ thống. Sau giai đoạn 2023–2025, ACB đã kiểm soát hiệu quả rủi ro tín dụng, đưa **NPL về 1,1% cuối 3Q25** và duy trì **LLR ~80%**. Chúng tôi kỳ vọng **NPL giảm về ~1,0%** trong các năm tới, nhờ khẩu vị rủi ro thận trọng (không đầu tư trái phiếu doanh nghiệp rủi ro cao) và danh mục tín dụng có mức độ nhạy thấp với bất động sản.

SAB 55.000 5.000 48.750 23% 14,11 4% 3,03 13,98

- Triển vọng tăng trưởng doanh thu **trung – dài hạn** của **SAB** đối mặt nhiều thách thức do xu hướng siết tiêu thụ rượu bia tại Việt Nam (Nghị định **168/2024/NĐ-CP**; lộ trình tăng **thuế TTĐB +5%/năm từ 2027**). Do đó, SAB phù hợp hơn với trường phái **đầu tư cổ tức**, với kỳ vọng **~5.000 đồng/cp** trong 12 tháng tới (tương ứng **~10%**).
- Tuy nhiên, **2026** được đánh giá là năm tương đối thuận lợi cho tiêu dùng ngành bia, đồng thời SAB đang cải thiện hiệu quả chi phí và **biên lợi nhuận** nhờ:
- (1) **Yếu tố mùa vụ/sự kiện**: Tết 2026 đến muộn (giữa T2) và Tết 2027 đến sớm (đầu T2) có thể hỗ trợ cầu ở cả đầu và cuối năm 2026, khi kênh bán lẻ thường nhập hàng trước 1–1,5 tháng; tồn kho cũ đã được giải phóng, trong khi SAB đã ra hàng Tết sớm từ T10–11/2025 và đại lý bắt đầu nhập lại. World Cup mùa hè (T6–7) cũng là chất xúc tác tiêu thụ; 2026 đồng thời là năm “đệm” trước rủi ro cầu giảm khi thuế TTĐB bước vào chu kỳ tăng từ 2027. (
 - (2) **Giá đầu vào hạ nhiệt**: SAB đã chốt giá NVL và lon nhôm cho 2026 ở mức thấp hơn đáng kể so với đỉnh 2021–2022; riêng giá mạch nha giảm về **~250 USD/tấn** từ T10/2025 (**-26% YoY**), tương đương vùng đầu COVID.
 - (3) **Synergy hậu M&A**: tích hợp mạng lưới phân phối/đội ngũ bán hàng của **SBB** để mở rộng sang phân khúc **lower mainstream**, đồng thời tiết kiệm chi phí nhờ tái chế tại nhà máy SBB và tận dụng NVL dư cho sản phẩm SBB thay vì bán lại với biên gộp thấp.

Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Cổ tức	Giá đóng cửa @26/12	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (Bao gồm cổ tức)	P/E 2026F	LNST YoY% 2026F	P/B 2026F	ROE% 2026F	Luận điểm đầu tư
MSH	45.500	4.000	33.150	49%	6,11	7%	1,42	21,95	<ul style="list-style-type: none"> MSH ghi nhận cải thiện đáng kể về hiệu quả từ 3Q2025 khi biên lợi nhuận gộp tăng từ 15% lên 21%, hỗ trợ LNST đạt khoảng 200 tỷ đồng (+54% YoY). Động lực đến từ khả năng chọn lọc đơn hàng biên cao, đặc biệt nhóm khách hàng Trung Quốc, nơi biên gộp mảng gia công (CMT) có thể đạt tới 25%, vượt xa trung bình ngành. Đồng thời, tỷ trọng doanh thu gia công tăng mạnh từ 12% lên 40%, bù đắp cho sự sụt giảm mảng thành phẩm tại thị trường Mỹ; mảng gia công tiếp tục tăng trưởng và biên lợi nhuận có dư địa mở rộng khi gia tăng đơn hàng từ đối tác Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng MSH có thể duy trì biên lợi nhuận và đơn hàng trong năm 2026. Về định giá, cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E 6,39x và EV/EBITDA 4,2x, thấp hơn trung bình 5 năm lần lượt 28% và 36%, đồng thời thấp hơn 16%/13% so với trung vị ngành—hàm ý tiềm năng rerating nếu lợi nhuận duy trì xu hướng tăng. Bên cạnh đó, với nền lợi nhuận mới, MSH có thể chi trả cổ tức lên tới 4.000 đồng/cp, tạo mức sinh lợi hấp dẫn cho nhà đầu tư ưu tiên dòng tiền.
LHG	46.000	1.900	28.700	67%	4,94	1%	0,70	21,13	<ul style="list-style-type: none"> Ở mảng KCN Long Hậu 03, năm 2026 doanh nghiệp dự kiến đẩy nhanh GPMB phần diện tích còn lại (thu hồi ~4 ha đất TAIJ), đồng thời hoàn tất nghĩa vụ tính tiền sử dụng đất và giao đất đợt cuối cho 9,4 ha còn lại. Qua đó, LHG sẽ có quỹ đất liền thửa tại LH03 để bàn giao/cho thuê từ 2026 trở đi. Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi ước tính Công ty tiếp tục cho thuê khoảng ~4 ha trong 2026, tương ứng doanh thu cho thuê đất KCN ~262 tỷ đồng (tương đương 2025). Ngoài ra, LH03 giai đoạn 2 (quy mô 90 ha) được kỳ vọng hoàn tất chủ trương đầu tư trong 2026, tạo dư địa mở rộng diện tích kinh doanh dài hạn. Mảng NXXS tiếp tục mang lại dòng tiền ổn định nhờ kinh nghiệm khai thác (tổng diện tích >15 ha), quy mô nhà xưởng trung bình ~3.000 m² phù hợp khách hàng SME, và tỷ lệ lấp đầy >90%, tương ứng dòng tiền bình quân khoảng ~200 tỷ đồng/năm (tỷ suất cho thuê ~20%). Năm 2026, LHG dự kiến đưa vào vận hành nhà xưởng cao tầng tại KCN LH1 (26.000 m² thương phẩm) và mở rộng thêm 46.000 m² tại lô 3A KCN LH3, nâng tổng diện tích NXXS lên khoảng 22 ha (+27% YoY), qua đó cải thiện tiềm năng tăng trưởng dòng tiền từ 2026 trở về sau.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Cổ tức	Giá đóng cửa @26/12	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (Bao gồm cổ tức)	P/E 2026F	LNST YoY% 2026F	P/B 2026F	ROE% 2026F	Luận điểm đầu tư
----------	--------------	--------	---------------------	---	-----------	-----------------	-----------	------------	------------------

DCM	43.100	1.600	31.800	41%	8,18	5%	1,37	15,72	<ul style="list-style-type: none"> Năm 2026, chúng tôi dự báo tăng trưởng của DCM sẽ chậm lại và ít yếu tố đột biến, do giá bán khó tăng mạnh như giai đoạn trước. Tuy vậy, doanh thu vẫn có thể cải thiện nhờ tăng sản lượng, đặc biệt ở mảng NPK và xuất khẩu Urea. Biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng duy trì ổn định khi giá bán đi cùng xu hướng với giá vốn; trong đó giá vốn chỉ tăng nhẹ nhờ cơ chế VAT bù trừ hạn chế tác động từ đà tăng giá khí. Giá khí tăng chủ yếu do tỷ giá +3% YoY và chi phí/cước khai thác nhích lên, trong khi giá dầu Brent được giả định giảm ~3% về 65 USD/thùng. Về định giá, DCM hiện giao dịch ở mức tương đối hấp dẫn với Trailing P/E 9,5x và Trailing P/B 1,6x, thấp hơn trung bình 5 năm lần lượt 10x và 1,8x—phản ánh phần nào kỳ vọng giá Urea 2026 khó tăng nhanh hơn 2025. Dù vậy, cần lưu ý biến động giá Urea vẫn là yếu tố chi phối diễn biến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.
------------	--------	-------	--------	-----	------	----	------	-------	---

GDA	25.100	1.000	16.400	59%	7,00	6%	0,58	9,19	<ul style="list-style-type: none"> GDA được kỳ vọng duy trì đà hồi phục nhờ củng cố vị thế tại thị trường nội địa. Với chiến lược đầu tư thận trọng và tập trung vào chất lượng sản phẩm, Công ty gia tăng thị phần và duy trì trong Top 3 doanh nghiệp tôn mạ lớn nhất (cùng HSG, NKG). Đáng chú ý, GDA giữ vị trí #2 thị phần nội địa liên tục giai đoạn 2016–2024, với thị phần bình quân khoảng 15%. Trong 2025–2026, khi xuất khẩu chịu tác động từ các biện pháp phòng vệ tại các thị trường trọng điểm (Hoa Kỳ...), GDA chủ động chuyển dịch đơn hàng về nội địa, nâng tỷ trọng nội địa lên ~67% (so với ~40% trước đây). Nhờ đó, sản lượng 2026 dự phóng đạt ~790 nghìn tấn (+7% YoY), tương ứng mức sử dụng công suất khoảng 93%. Về lợi nhuận, chúng tôi giả định biên gộp duy trì quanh ~6,6% trong kịch bản giá HRC hồi phục trung bình ~3%/năm, đồng thời chi phí SG&A được kiểm soát tốt và giảm về ~3,7% nhờ tập trung thị trường nội địa. Theo đó, LNST 2026 ước đạt ~350 tỷ đồng (+6% YoY). Cổ phiếu hiện giao dịch ở mức P/E 2026 ~7,6x và P/B 2026 ~0,6x, phản ánh mức định giá hấp dẫn so với vị thế doanh nghiệp tôn mạ #2 nội địa. Về dài hạn, dự địa tăng trưởng đến từ nhà máy thép dẹt mới: từ 2027, Công ty dự kiến vận hành giai đoạn 1 với công suất 300 nghìn tấn/năm (trên tổng công suất thiết kế 1,1 triệu tấn/năm). Ngoài tôn mạ xây dựng, dự án này mở ra khả năng tham gia mảng thép cho thiết bị công nghiệp – thị trường tăng trưởng hai chữ số và hiện chưa có doanh nghiệp nội địa tham gia hiệu quả.
------------	--------	-------	--------	-----	------	----	------	------	--

Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Cổ tức	Giá đóng cửa @26/12	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng (Bao gồm cổ tức)	P/E 2026F	LNST YoY% 2026F	P/B 2026F	ROE% 2026F	Luận điểm đầu tư
----------	--------------	--------	---------------------	---	-----------	-----------------	-----------	------------	------------------

FMC – Định giá hấp dẫn; “tax catalyst” có thể mở khóa tăng trưởng từ 2H2026

- Trong **1H2026**, KQKD của FMC có thể chịu áp lực khi sản lượng tạm thời suy giảm do doanh nghiệp **dịch chuyển đơn hàng từ Mỹ sang EU và Nhật**. Tuy nhiên, “cửa sáng” tại **thị trường Mỹ** được kỳ vọng từ **Q3/2026** khi FMC có khả năng được hưởng **0% thuế chống bán phá giá (CBPG)** cho kỳ **2024 (POR20)**—yếu tố then chốt giúp doanh nghiệp **mở rộng thị phần** và **tăng trưởng trở lại**. Theo lộ trình, **kết quả sơ bộ POR20** dự kiến công bố vào **tháng 3/2026**, và **kết quả cuối cùng** sau đó khoảng **6 tháng**.
- Tại Mỹ, FMC duy trì lợi thế nhờ danh mục **tôm chiên/tôm tẩm bột** không bị áp CBPG và cạnh tranh chủ yếu với **Indonesia và Thái Lan**. Đồng thời, mức **thuế đối ứng** của Việt Nam hiện tương đương Indonesia/Thái Lan, hỗ trợ duy trì **năng lực cạnh tranh về giá**.
- Trong kịch bản thuế CBPG kém thuận lợi, FMC vẫn có phương án “pivot” bằng cách **mở rộng sản lượng sang Nhật, EU, Úc và New Zealand**; với nền tảng kinh nghiệm ở các thị trường khó tính như Nhật Bản, rủi ro triển khai trong trung – dài hạn được đánh giá ở mức kiểm soát.

FMC	48.000	2.000	34.800	44%	5,72	14%	0,66	24,65
------------	--------	-------	--------	-----	------	-----	------	-------

ANV – Duy trì đà tăng trưởng nhờ mở rộng thị phần, với hai trụ cột cá tra và cá rô phi

- Chúng tôi kỳ vọng ANV tiếp tục duy trì tăng trưởng nhờ mở rộng sản lượng ở cả **cá rô phi** và **cá tra**, lần lượt dự phóng **+50%** và **+9% YoY**, trong bối cảnh diễn biến **giá bán phân hóa** giữa hai sản phẩm. Giá bán **cá rô phi** ước giảm nhẹ **~5% YoY**, trong khi giá bán **cá tra** tăng nhẹ **~2% YoY**. Tăng trưởng sản lượng được dẫn dắt bởi các thị trường **Mỹ, Brazil, Thái Lan, Mexico và Nga**, qua đó bù đắp phần suy giảm sản lượng cá tra tại **Trung Quốc**.
- Áp lực giá rô phi chủ yếu đến từ cạnh tranh Trung Quốc khi mức **thuế quan** giữa Việt Nam và Trung Quốc được giả định **không thay đổi so với 1/2024**. Ngược lại, giá cá tra tăng nhẹ nhờ **tái cơ cấu thị trường xuất khẩu** từ Trung Quốc sang **Mỹ và Brazil**—những thị trường có mặt bằng giá bán cao hơn.
- Về lợi nhuận, **biên lợi nhuận gộp** dự kiến duy trì ổn định quanh **~26%**, nhờ biên gộp cá tra cải thiện nhẹ bù cho biên gộp cá rô phi suy giảm. Biên gộp rô phi giảm do giá bán bình quân giảm **5% YoY**, trong khi giá nguyên liệu chỉ giảm khoảng **3% YoY** (gắn với giả định giá **đậu tương** giảm **~3% YoY**). Trong khi đó, biên gộp cá tra tăng nhẹ nhờ giá bán tăng **~1,8%** và giá cá tra nguyên liệu giảm nhẹ **~1% YoY**.

ANV	35.200	1.000	27.000	34%	6,43	12%	1,69	16,78
------------	--------	-------	--------	-----	------	-----	------	-------

PHỤ LỤC DỮ LIỆU THỊ TRƯỜNG

Hầu hết các thị trường chứng khoán đều chứng kiến sự tăng trưởng tích cực kể từ đầu năm. Việt Nam trở thành điểm sáng của khu vực Đông Nam Á khi chỉ số VNIndex tăng 36,55% khi thị trường chứng khoán nâng hạng và bắt đầu “Đổi mới 2.0”



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

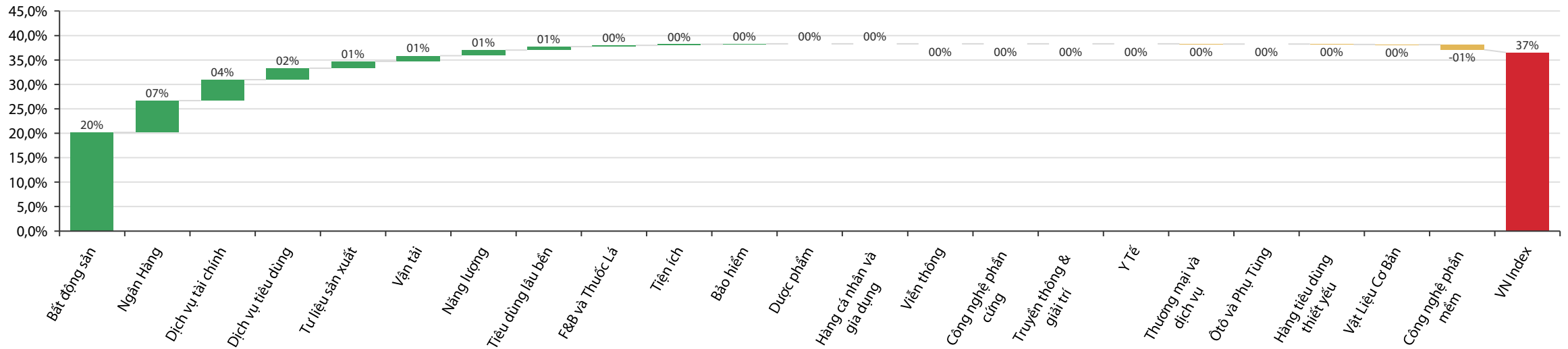
(*)DM: Thị trường phát triển
EM: Thị trường đang phát triển

Thanh khoản thị trường gia tăng tích cực từ cuối Quý 1.2025 góp phần làm tăng thanh khoản VNIndex 47,7% so với năm 2024

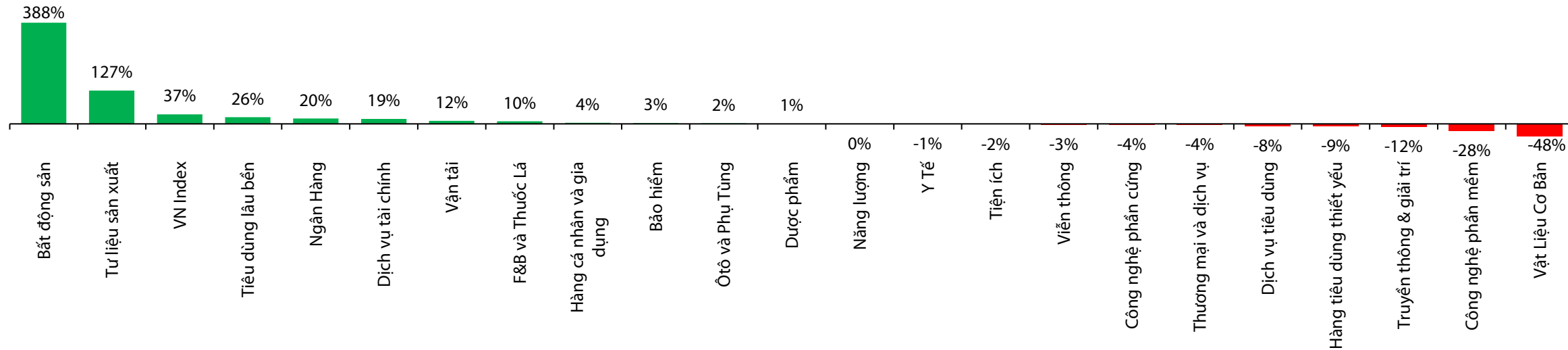
	VN Index	Upcom	HNX Index
2025	23,943	671	1,734
2024	16,320	742	1,305
2023	13,477	587	1,540
2022	15,351	936	1,773
2021	20,018	1,505	2,907
2020	5,206	310	595
2019	2,925	203	321
2018	4,251	269	717
2017	3,430	148	574
2016	1,924	58	448
2015	1,587	33	457
2014	1,888	17	824

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

Hiệu suất đầu tư của các nhóm ngành kể từ đầu năm 2025



Đóng góp của các nhóm ngành vào mức tăng của thị trường chung trong năm 2025



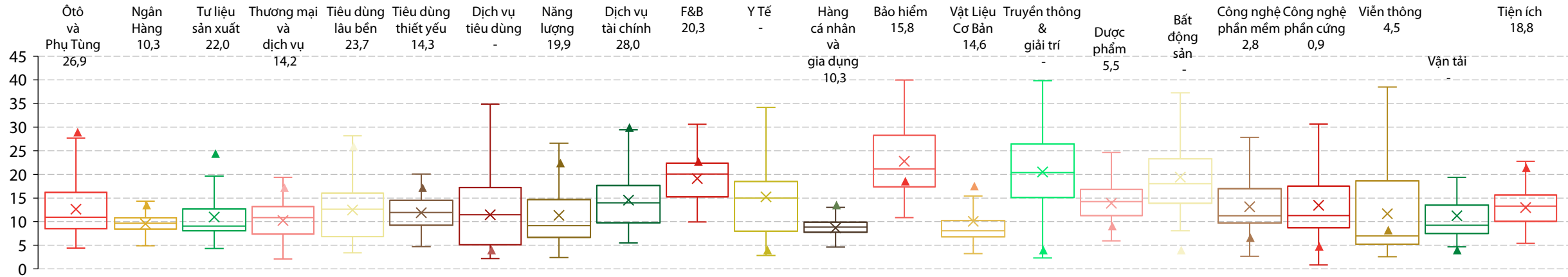
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Nhóm cổ phiếu được phân loại theo ngành cấp 2 chuẩn ICB. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

Dòng tiền quay trở lại ở hầu hết các nhóm ngành, nổi bật là ngân hàng và dịch vụ tài chính so với các nhóm khác và thị trường chung

Tỷ đồng/phiên	Thanh khoản trung bình phiên											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ngân hàng	86	183	102	341	1,015	443	1,633	5,285	2,727	2,419	3,543	6,329
Dịch Vụ Tài Chính	157	137	81	150	236	75	224	1,987	1,413	2,035	2,137	4,185
Bất Động Sản	303	207	500	532	795	472	911	4,011	3,021	2,981	2,856	3,867
Hàng & Dịch Vụ Công Nghiệp	189	120	228	296	416	257	692	2,379	1,742	1,456	1,703	2,722
F&B và Thuốc Lá	211	212	374	370	504	299	656	1,653	1,401	1,102	1,538	1,974
Xây dựng & Vật Liệu	152	186	193	287	183	132	285	896	1,118	1,064	889	1,368
Công Nghệ	51	42	41	72	85	79	121	281	250	225	725	986
Bán Lẻ	10	11	29	203	175	160	231	467	493	459	831	925
Hóa Chất	41	31	28	60	38	20	121	464	778	440	628	538
Năng Lượng	91	62	68	146	180	128	160	422	355	201	271	431
Vật Liệu Cơ Bản	44	25	116	147	89	44	176	804	548	505	434	340
Du Lịch & Giải Trí	3	1	21	86	131	116	84	140	125	93	152	328
Tiện Ích	43	53	43	30	28	82	120	332	333	161	180	216
Hàng & Dịch Vụ Tiêu Dùng	40	50	66	69	87	83	115	265	254	162	271	177
Y Tế	19	56	39	63	33	21	32	195	77	38	49	58
Bảo Hiểm	21	24	24	23	22	20	48	114	116	39	42	49
Truyền Thông					4	6	2	10	11	4	21	47
Ô tô & Phụ tùng	34	10	30	17	13	9	17	65	23	9	38	26
Viễn Thông	0	0	0	0	0	0	1	9	5	1	2	3
Hàng Tiêu Dùng Nhanh	0	1	4	2	1	1	5	4	1	0	2	1
VN Index	1,888	1,587	1,924	3,430	4,251	2,925	5,206	20,018	15,351	13,477	16,320	23,943

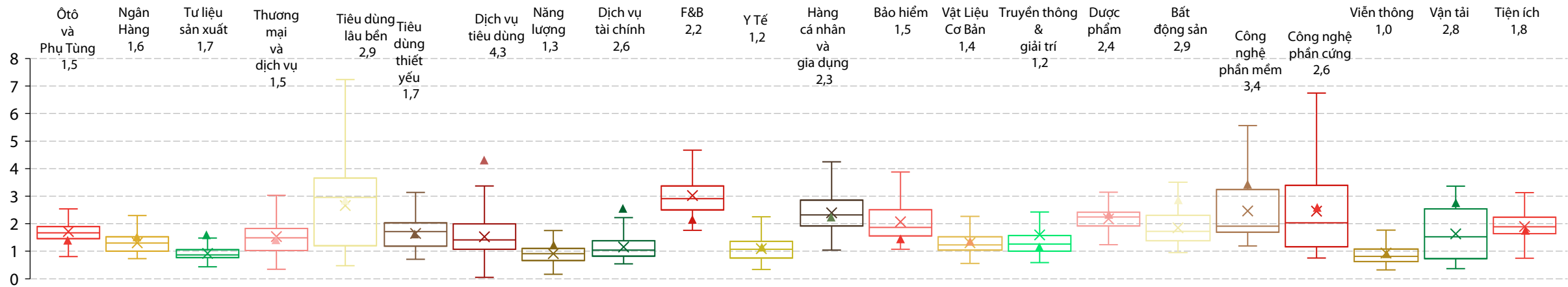
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025..

P/E theo ngành (2019-2025)



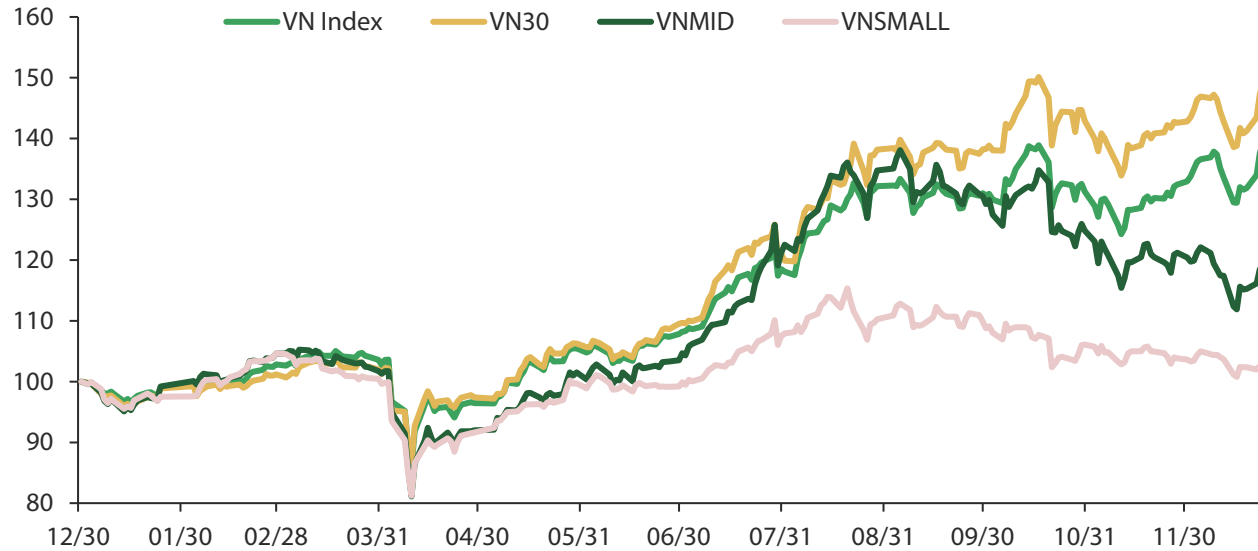
X: P/E trung bình 5 năm, ▲: P/E hiện tại
 Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

P/B theo ngành (2019-2025)



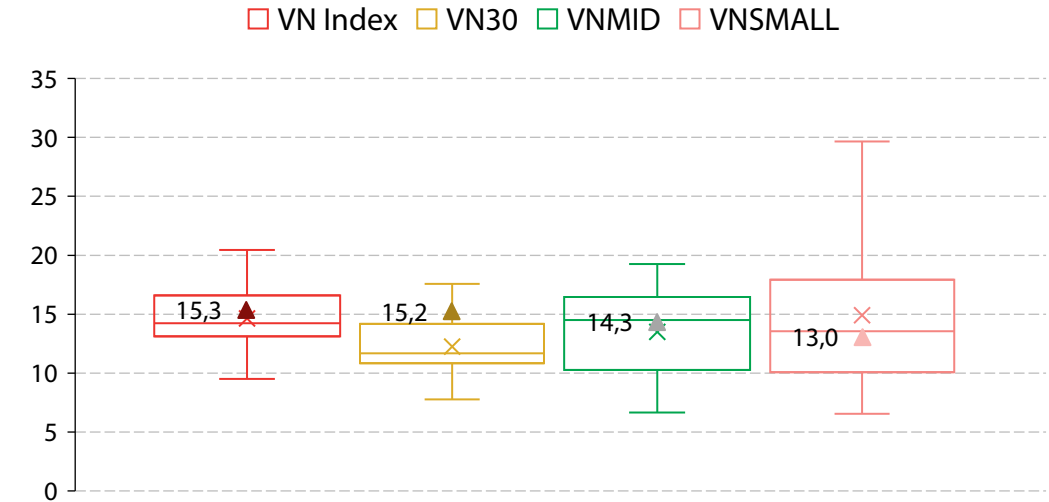
X: P/B trung bình 5 năm, ▲: P/B hiện tại
 Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

Chỉ số VN30 có sự bức pha mạnh mẽ kể từ đầu năm so với phần còn lại



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

P/E theo nhóm vốn hóa (2019-2025)



X: P/E trung bình 5 năm, ▲: P/E hiện tại

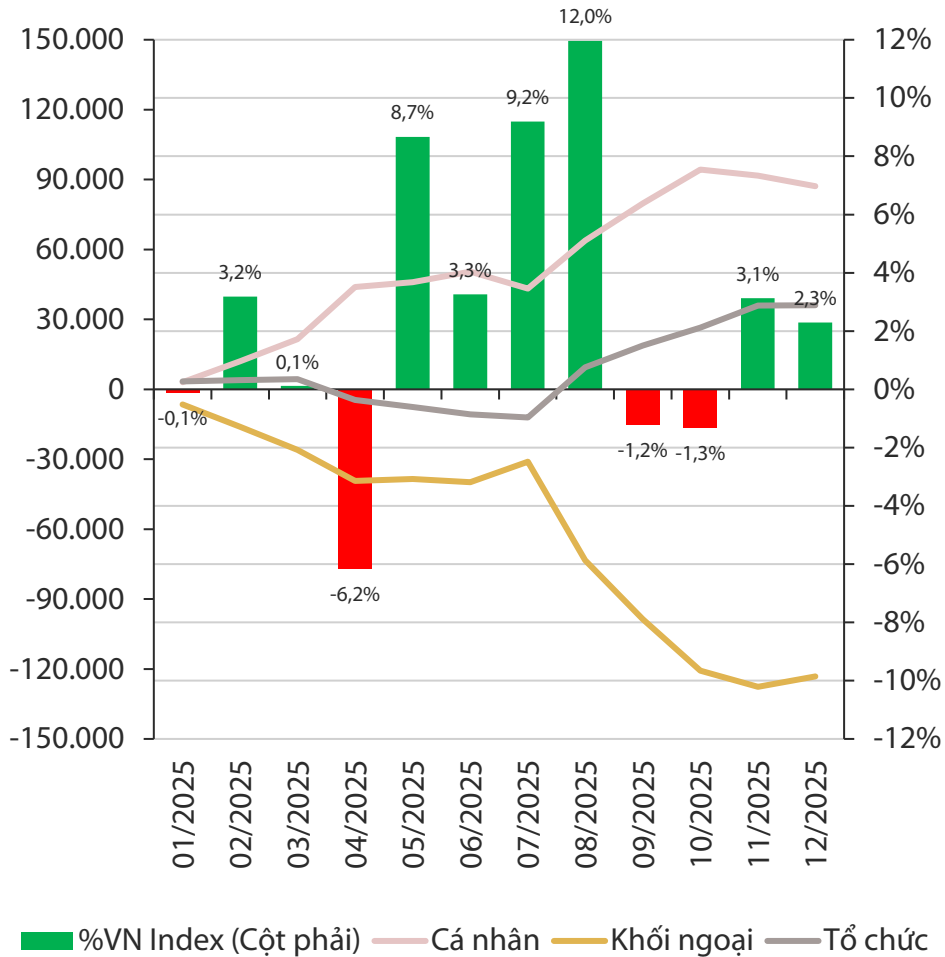
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

Thanh khoản thị trường theo nhóm vốn hóa các năm – dòng tiền lan tỏa thị trường tập trung ở nhóm vốn hóa lớn

Tỷ đồng/phiên	Thanh khoản trung bình phiên									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
VN30	1.026	1.555	2.441	1.718	2.762	9.358	5.650	4.993	7.150	12.066
VNMID	466	906	923	711	1.451	6.004	6.435	6.400	6.910	9.302
VNSMALL	336	322	282	276	610	2.783	2.413	1.576	1.718	1.855
VN Index	1.924	3.430	4.251	2.925	5.206	20.018	15.351	13.477	16.320	23.943

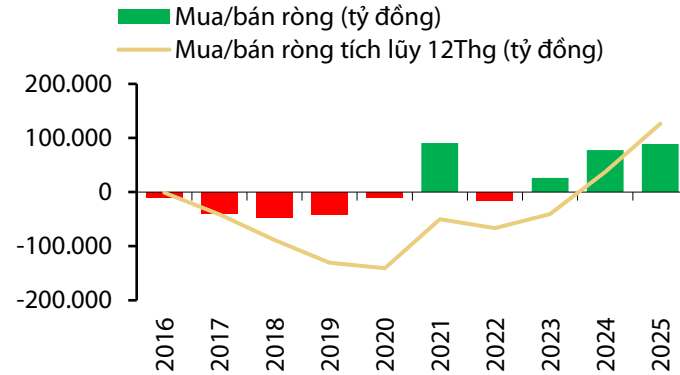
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

Tương quan hiệu suất thị trường theo và giao dịch giữa các nhóm nhà đầu lữ kể 12 tháng

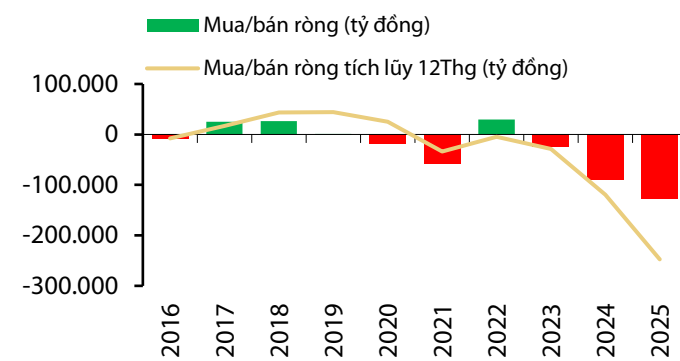


Nguồn: Fiin, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

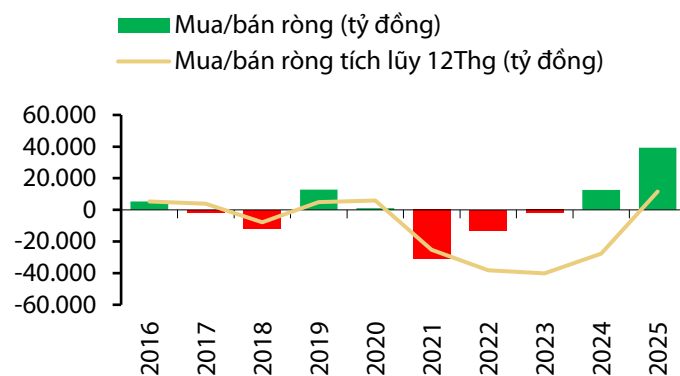
Lũy kế giá trị mua/bán ròng



NĐT cá nhân

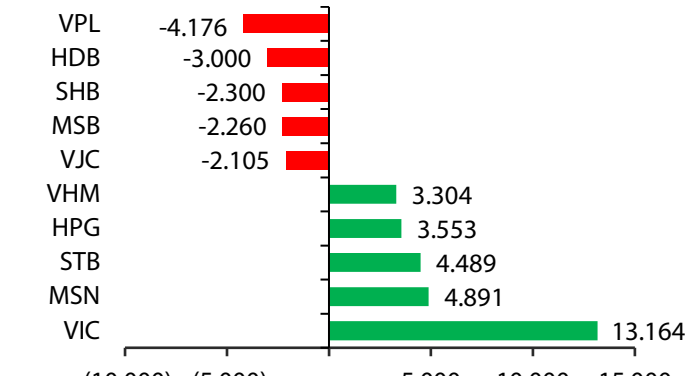
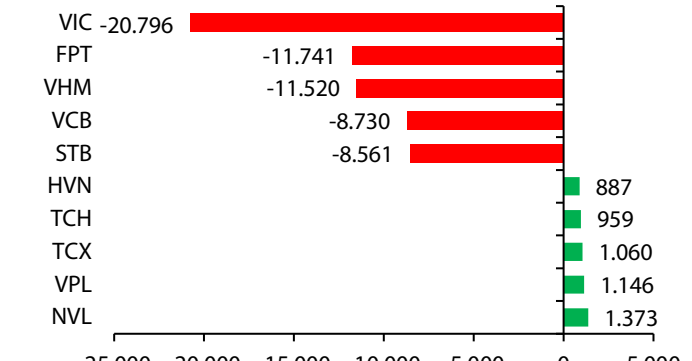
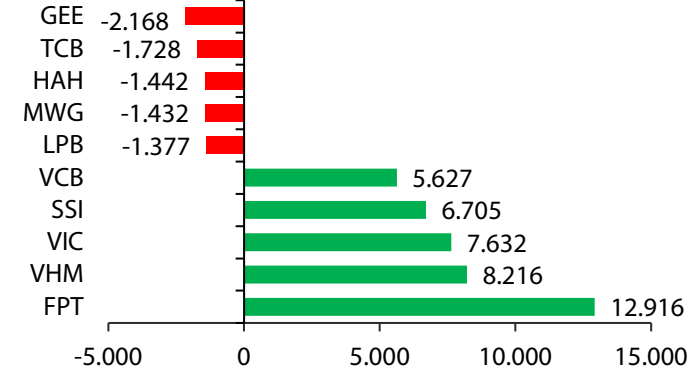


NĐT nước ngoài

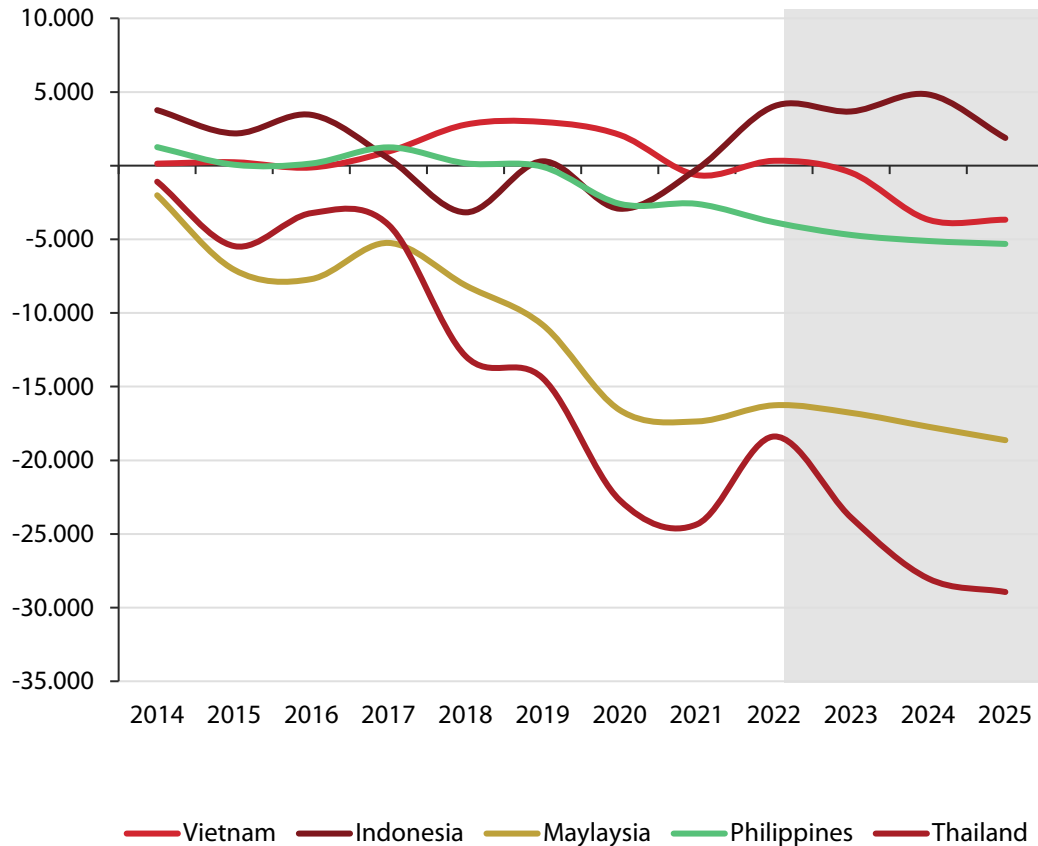


NĐT tổ chức trong nước

Top cổ phiếu GD

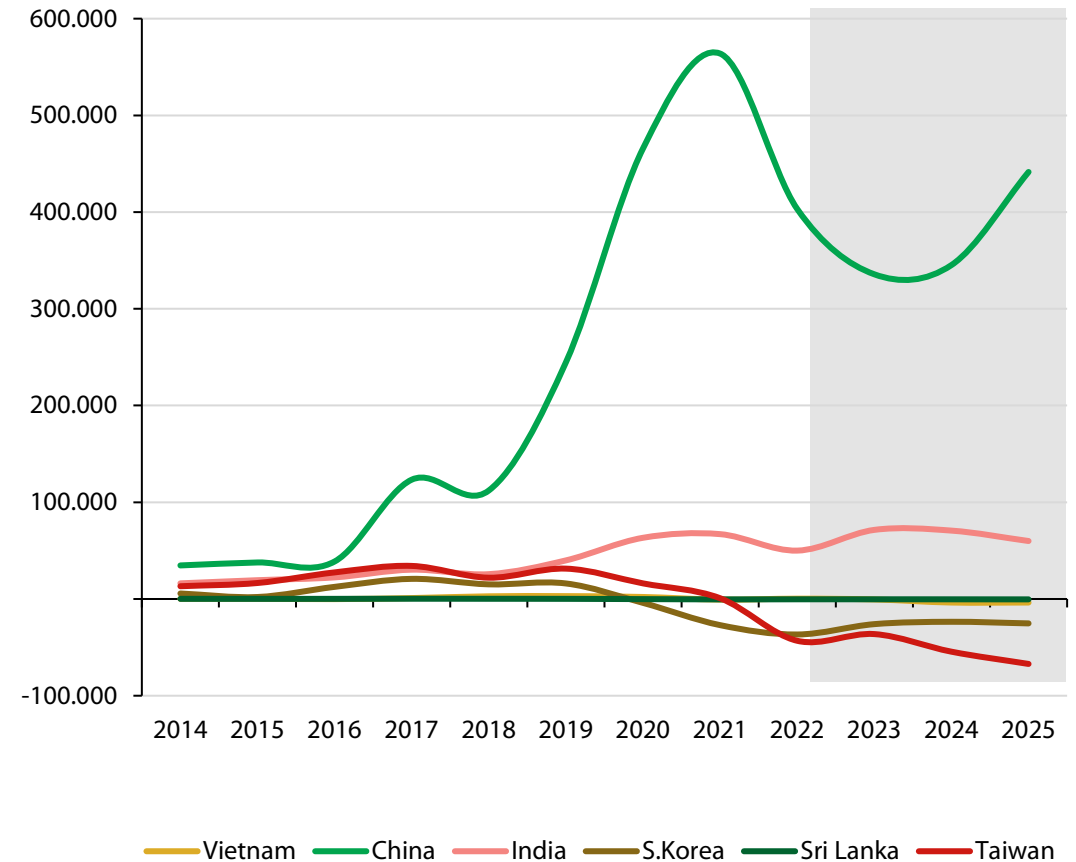


Lũy kế dòng vốn ròng các năm trước (triệu USD) - Đả bán ròng của khu vực Đông Nam Á vẫn tiếp tục gia tăng



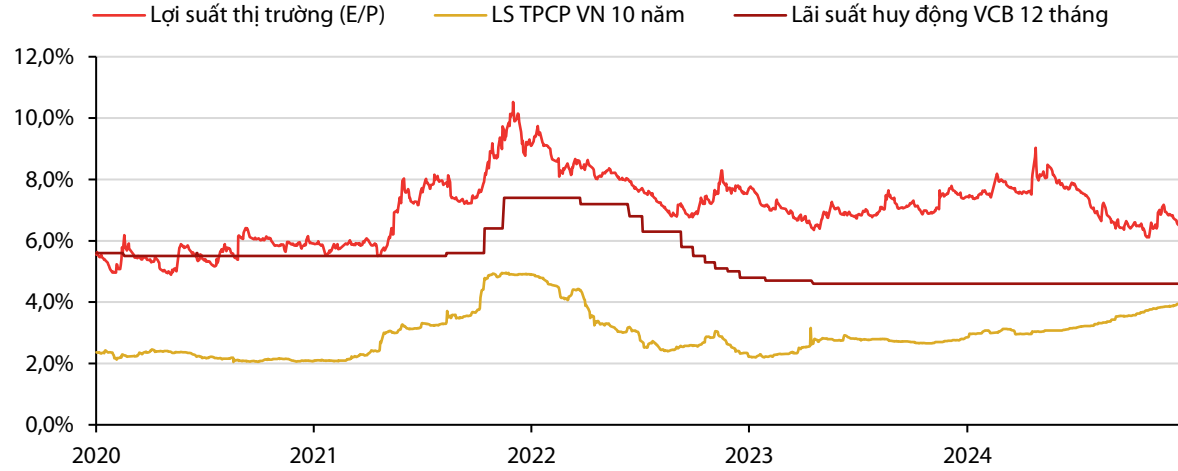
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

Lũy kế dòng vốn ròng các năm trước (triệu USD) – Dòng vốn ngoại tại các thị trường châu Á cũng cho thấy đả bán ròng, riêng Trung Quốc tiếp tục phục hồi kể từ 2024

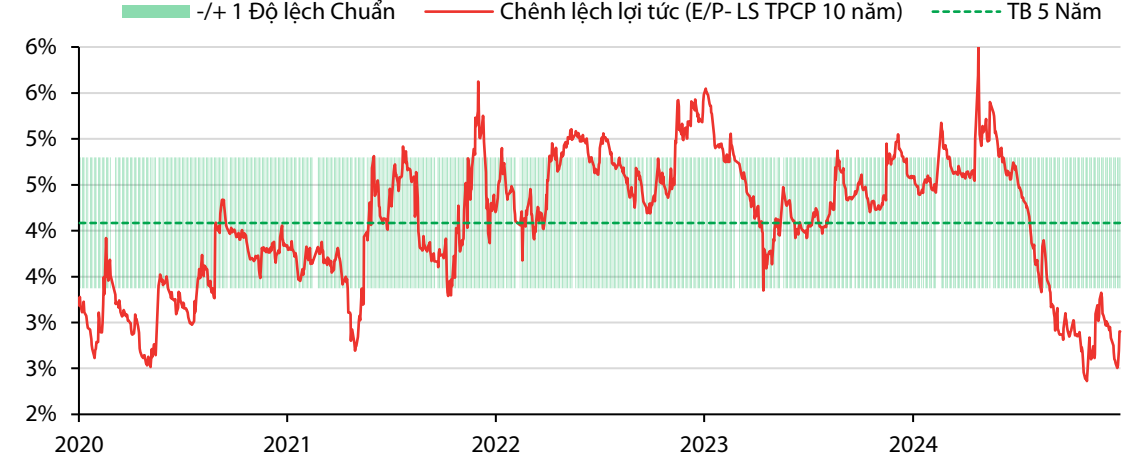


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

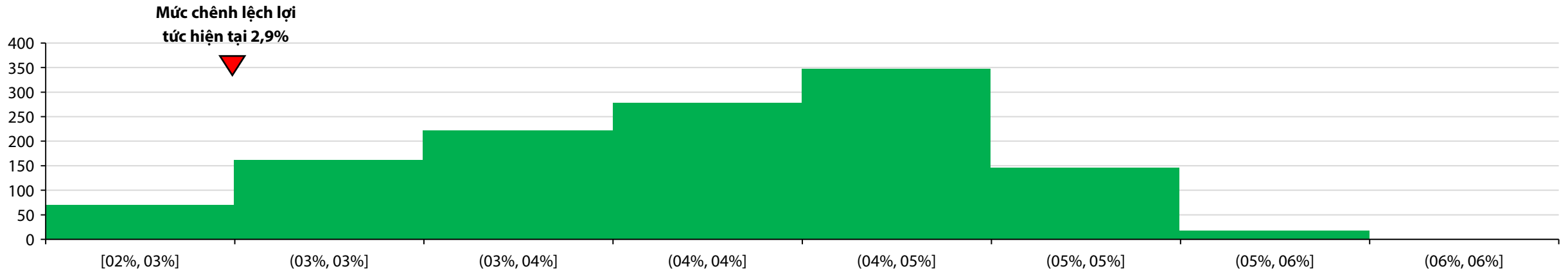
Tương quan suất sinh lời thị trường chứng khoán, lãi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm, và lãi suất huy động 12 tháng của NHTM VCB



Chênh lệch lợi tức giữa thị trường chứng khoán và lãi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm



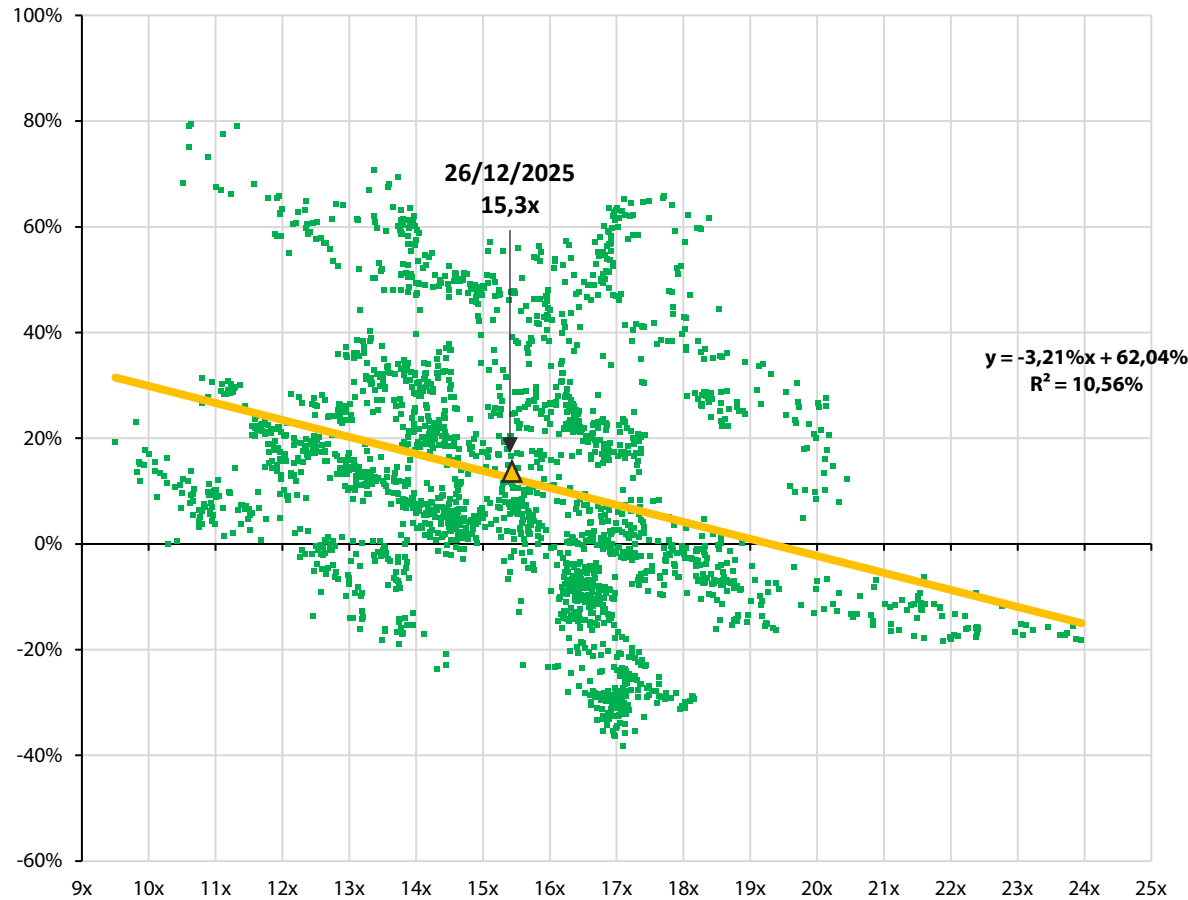
Phân phối chênh lệch lợi tức* (2019 - Hiện tại)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

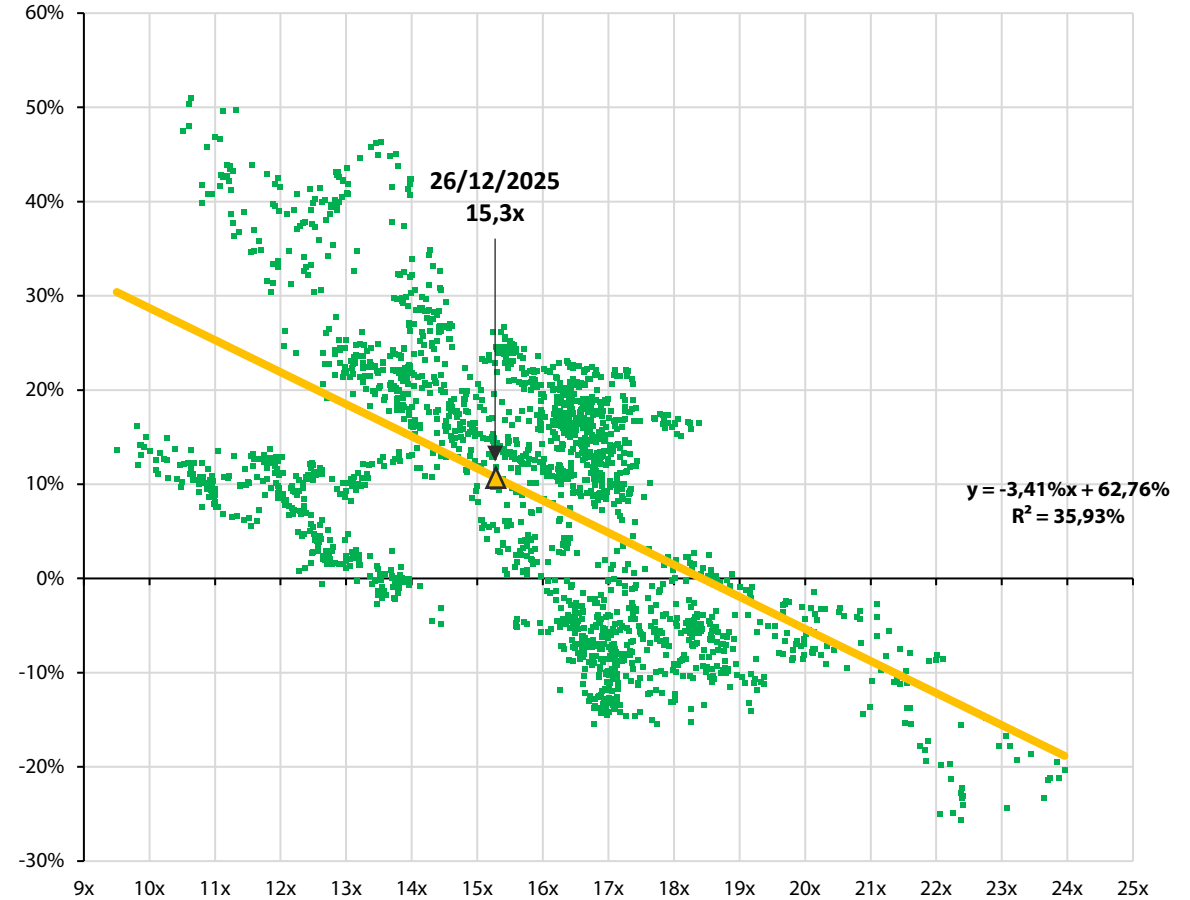
Chênh lệch lợi tức *: Chỉ số mang tính chất biểu thị cách thị trường trả giá cho phần bù rủi ro (ERP) khi đầu tư vào thị trường vốn niêm yết so với lãi suất phi rủi ro có kỳ hạn đầu tư tương đương. Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm hội đủ yếu tố đó. Đồ thị biểu diễn phân phối xác suất xảy ra của chênh lệch lợi tức trong 5 năm gần nhất. Theo thống kê, có 70% chênh lệch lợi tức biến động quanh 1 độ lệch chuẩn.

P/E của VN Index và lợi nhuận cho thời gian nắm giữ 1 năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.

P/E của VN Index và lợi nhuận cho thời gian nắm giữ 2 năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 26/12/2025.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE