

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2026

TĂNG TỐC BƯỚC VÀO

KỶ NGUYÊN THỊNH VƯỢNG



ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Định hướng nói lỏng tiền tệ tiếp tục được duy trì nhằm hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao. Tuy nhiên, lãi suất huy động và cho vay về cơ bản đã tạo đáy và sẽ dần thiết lập một mặt bằng mới cao hơn nền lãi suất 2025.** Tín dụng được nắn dòng hạn chế cho vay bất động sản (BDS) không vượt quá tốc độ tăng trưởng tín dụng chung 13% để hướng vào lĩnh vực ưu tiên là sản xuất tiêu dùng.
- **Chính sách tài khóa sẽ là trọng tâm trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam khi chính sách tiền tệ không còn nhiều dư địa.** Năm 2026, đầu tư công sẽ tiếp tục là lĩnh vực được ưu tiên thúc đẩy khi tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam còn thấp, thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng sẽ giúp chi phí logistic tại Việt Nam giảm xuống, qua đó gián tiếp tăng khả năng thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam.
- **Các nghị quyết và phương hướng hành động thúc đẩy sự phát triển của các thành phần kinh tế sẽ tiếp tục là kim chỉ nam định hướng dòng tiền đầu tư trên TTCK trong năm 2026,** tuy nhiên dòng tiền sẽ dần phân hóa tập trung vào những doanh nghiệp chất lượng, thực sự được hưởng lợi từ các nghị quyết.
- **Nâng hạng tiếp tục là chủ đề đầu tư lớn và dài hạn tại TTCK Việt Nam.** Kỳ đánh giá cuối cùng của tháng 3 nếu được thông qua, dòng vốn ngoại chủ động sẽ đi trước các quỹ thụ động vào Việt Nam giúp thị trường có lượng tiền mới, tăng sự ổn định và minh bạch cho thị trường. Nhóm cổ phiếu được hưởng lợi sẽ là những doanh nghiệp đầu ngành có quy mô vốn hóa lớn, tiềm năng tăng trưởng ổn định, ngoài ra nhóm cổ phiếu của các CTCK top đầu cũng kỳ vọng được hưởng lợi.
- **Tăng trưởng lợi nhuận rõ ràng, biên lợi nhuận cải thiện kết hợp với định giá còn hợp lý sẽ là trọng số quan trọng nhất với việc lựa chọn cổ phiếu cho 2026:** khi các động lực 2025 không còn mới như kỳ vọng chính sách, lãi suất đã tạo đáy và dần đi lên, nâng hạng lên thị trường mới nổi, đẩy mạnh đầu tư công. Vì vậy, 2026 dự báo sẽ tiếp tục là một năm phân hóa mạnh và tập trung vào giá trị thật.
- **Định giá VN-Index 2026: PE 15 vẫn ở vùng tương đối hấp dẫn, quanh mức trung bình 10 năm,** và thậm chí còn hấp dẫn hơn nếu loại trừ tác động của nhóm Vingroup thì sẽ điều chỉnh về mức PE 12.9. Điều này hàm ý rằng thị trường năm 2026 nếu nhìn ở góc độ phân hóa cực đoan của năm 2025 và định giá sau bóc tách có thể tiếp tục là một năm phân hóa và chọn lọc của dòng tiền.
- **Những yếu tố có thể gây biến động mạnh cho thị trường:** Năm 2026, thị trường chứng khoán không chỉ chịu tác động từ tăng trưởng kinh tế mà còn từ sự thay đổi của các biến số vĩ mô then chốt như lãi suất, tỷ giá và địa chính trị toàn cầu. Những yếu tố này có thể làm dịch chuyển dòng tiền giữa các nhóm tài sản, đồng thời kích hoạt quá trình tái định giá thị trường theo một chu kỳ mới thay vì chỉ tạo ra biến động ngắn hạn;

MỤC LỤC



I

Các trụ cột vĩ mô & triển vọng thị trường

Chính sách tiền tệ
nới lỏng duy trì

Hiệu ứng cải
cách thể chế lan tỏa

Dư địa mở rộng
đầu tư công còn lớn

Đón dòng tiền
nâng hạng thị trường

Triển vọng thị trường

II

Ngành - Cổ phiếu tiềm năng

Bán lẻ

Bất động sản

Ngân hàng

Dầu khí

Xây dựng

Chứng khoán

Đệt may

Thủy sản

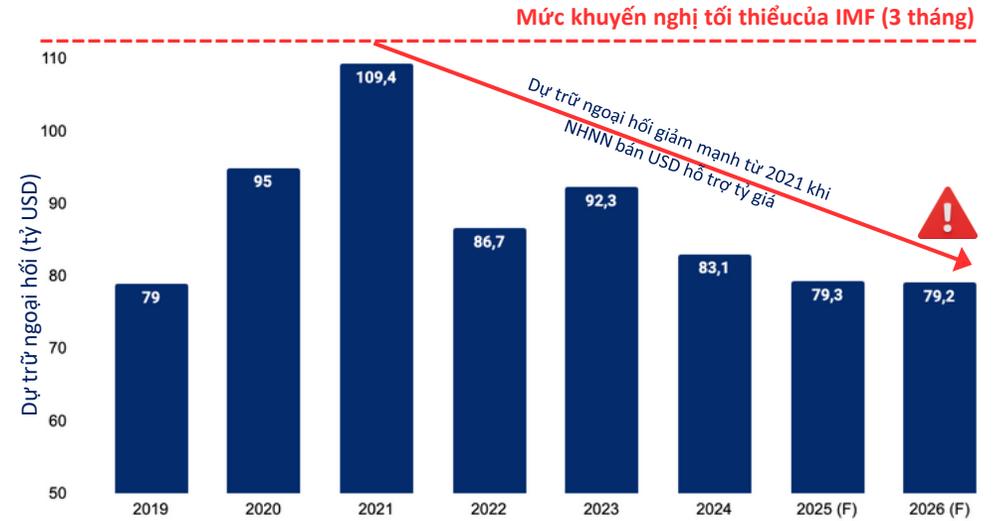
1

●●●

CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ
& TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

ĐỊNH HƯỚNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NƠI LÒNG TIẾP TỤC ĐƯỢC DUY TRÌ, NHƯNG TIỀN SẼ KHÔNG CÒN RẼ



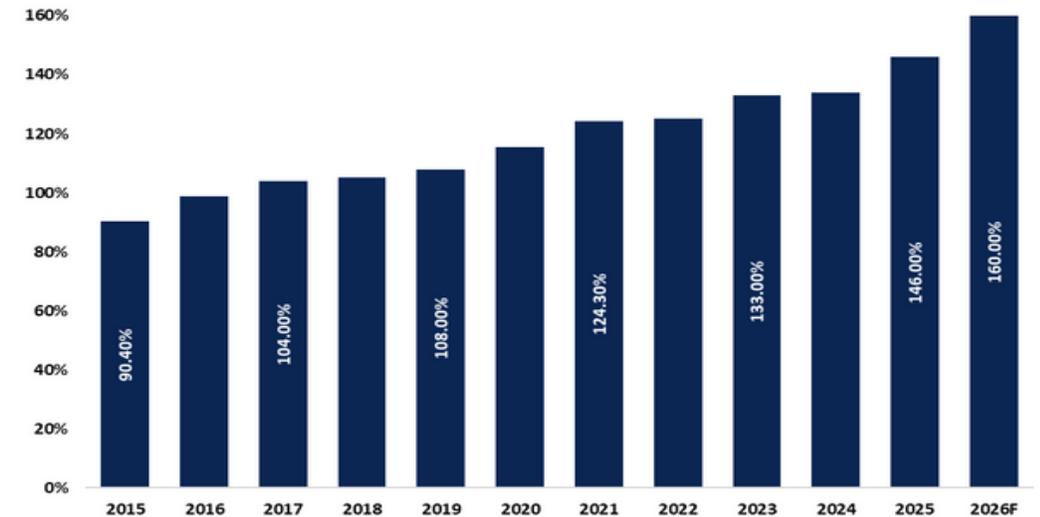
Chính sách tiền tệ thận trọng, chấp nhận nền lãi suất mới không còn thấp như những năm 2023, 2024 và đầu 2025

Lượng **dự trữ USD** tính đến cuối 2025 ước tính chỉ **đủ 2,1 tháng nhập khẩu**, thấp hơn nhiều so với khuyến nghị của IMF. Các NHTW trên thế giới cũng đã chấp nhận mặt bằng lãi suất mới cao hơn do vậy nếu cố gắng neo lãi suất thấp hẳn thì VND sẽ chịu áp lực mất giá mạnh khi mà không có đủ nguồn USD dự trữ để can thiệp.

Tỷ lệ **tín dụng/GDP của Việt Nam ước đạt 147% vào cuối 2025**, nếu tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng 16-17% chúng tôi ước tính sang năm **2026 tỷ lệ này có thể đạt 160%** và đến năm 2030 sẽ lên 180-185% thuộc nhóm cao nhất thế giới. Việc tiếp tục bơm tín dụng với tốc độ cao vào nền kinh tế gây tiềm ẩn nợ xấu và bong bóng tài sản.

Nếu tỷ lệ tín dụng/GDP tiếp tục tăng, dự trữ ngoại hối tiếp tục giảm sẽ khiến niềm tin NĐTNN vào Việt Nam giảm mạnh, từ đó sẽ khiến chi phí huy động vốn để phát triển các siêu dự án cơ sở hạ tầng trong tương lai tăng mạnh. Việt Nam sẽ cần phát triển thị trường vốn hiệu quả hơn nữa

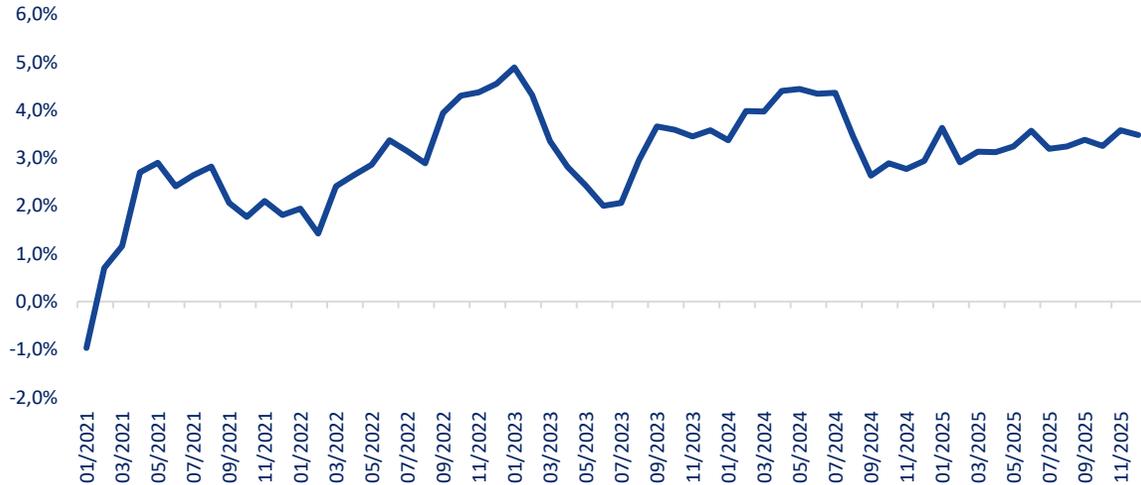
Dư nợ tín dụng/GDP, 2015-2026F



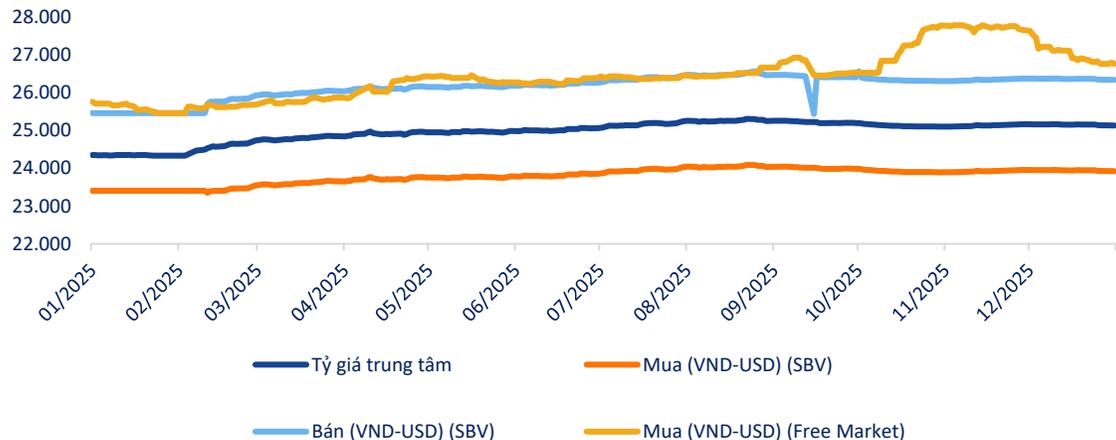
I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

ĐỊNH HƯỚNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NƠI LỎNG TIẾP TỤC ĐƯỢC DUY TRÌ, NHƯNG TIỀN SẼ KHÔNG CÒN RẺ

Chỉ số giá tiêu dùng (So với cùng kỳ năm trước)



Tỷ giá VND - USD



CPI năm 2025 duy trì ở mức 3,31%, thấp hơn ngưỡng mục tiêu 4–4,5%, tạo dư địa để cơ quan điều hành tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ ổn định nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong bối cảnh lãi suất điều hành vẫn được neo ở mức thấp, mặt bằng lãi suất huy động nhiều khả năng hình thành vùng cân bằng mới cao hơn năm 2025 do áp lực cạnh tranh huy động khi tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao.

Với lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng quanh 5–6% và lãi suất cho vay sản xuất – kinh doanh khoảng 7–8%, chi phí vốn của doanh nghiệp đã tăng so với giai đoạn nới lỏng trước nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với tỷ suất sinh lời trung bình quanh mức 12%/năm. Điều này cho thấy môi trường tiền tệ đang chuyển sang trạng thái trung tính - tiền không còn “rẻ” nhưng cũng chưa đủ “đắt” để kìm hãm chu kỳ đầu tư và tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp

Lạm phát mục tiêu năm 2026: 4,5%

Lạm phát chưa phải là vấn đề đáng lo ngại trong năm 2026, áp lực sẽ chủ yếu đến vào đầu năm khi giá hàng hóa và thực phẩm tăng, còn giá xăng dầu phần lớn các bên đều dự báo sẽ duy trì mức thấp trong năm. (Theo thống kê, giá xăng dầu tăng 6% có thể làm CPI tăng 0,2 điểm %)

=> **Cơ sở để cơ quan điều hành duy trì nền lãi suất thấp hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế.**

Kết thúc năm 2025, VNĐ mất giá 3,2% so với đồng USD. Tuy nhiên ở thị trường tự do có những thời điểm đồng VNĐ đã mất giá 7% so với USD, trong khi USD là một đồng tiền mất giá mạnh trong năm 2025. Sang năm 2026 VNĐ dự báo sẽ tiếp tục mất giá trong biên độ 2-3% so với đồng USD khi nhu cầu về USD còn tiếp tục duy trì mức cao trong những năm tới nếu nguồn cung USD trong nước không được bổ sung kịp thời, đặc biệt nhu cầu huy động USD để phát triển các dự án cơ sở hạ tầng trong giai đoạn tới là rất cao.

I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

ĐỊNH HƯỚNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NƠI LỎNG TIẾP TỤC ĐƯỢC DUY TRÌ, NHƯNG TIỀN SẼ KHÔNG CÒN RẼ

Lãi suất toàn cầu giảm chậm lại, ổn định dần tại mặt bằng mới

Nền lãi suất mới 2-4%



Dù xu hướng điều hành chính sách lãi suất giữa các NHTW có thể phân cực, nhưng có một **đặc điểm chung chính là chi phí sử dụng vốn của toàn cầu đã thiết lập một nền mới và không còn rẻ như trước COVID**. Việt Nam đã chủ động đi trước trong hoạt động điều hành lãi suất hỗ trợ nền kinh tế khiến áp lực tỷ giá tăng cao trong năm 2025, bước sang năm 2026 áp lực lên tỷ giá sẽ vẫn còn nhưng sẽ nhẹ nhàng hơn khi xu hướng lãi suất toàn cầu đã ổn định hơn, FED tiếp tục hạ lãi suất với tốc độ chậm hơn trong khi mặt bằng lãi suất của Việt Nam đã tăng cao hơn từ cuối 2025.

I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

ĐỊNH HƯỚNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NƠI LỎNG TIẾP TỤC ĐƯỢC DUY TRÌ, NHƯNG TIỀN SẼ KHÔNG CÒN RẼ

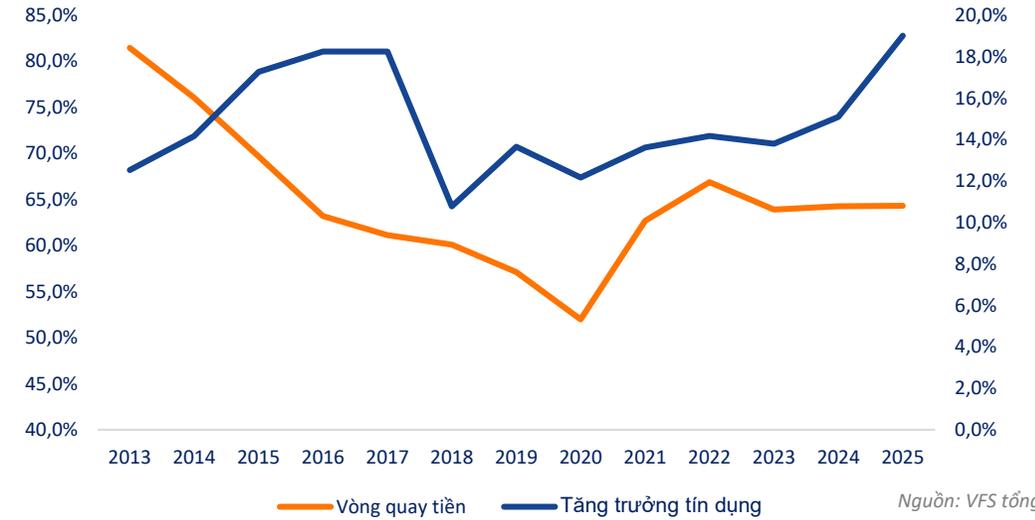
Tín dụng đẩy vào lĩnh vực sản xuất, tăng trưởng thực chất

Từ cuối năm 2025, các chỉ số sản xuất và xuất khẩu ghi nhận sự cải thiện rõ nét khi PMI và IIP duy trì trên mức trung bình 5 năm, cho thấy hoạt động sản xuất đang bước vào pha phục hồi và mở rộng. Động lực chính đến từ sự cải thiện của nhu cầu bên ngoài, kết hợp với xu hướng phục hồi dần của tiêu dùng nội địa, qua đó từng bước thúc đẩy nhu cầu đầu tư và mở rộng sản xuất của khu vực doanh nghiệp.

Khi năng lực sản xuất và đơn hàng cải thiện, khả năng hấp thụ vốn của khu vực sản xuất – kinh doanh được nâng lên đáng kể. Kết hợp với định hướng điều hành của Chính phủ ưu tiên tín dụng cho các lĩnh vực tạo ra giá trị gia tăng thực, điều này tạo điều kiện để dòng vốn dịch chuyển trở lại khu vực sản xuất thay vì tập trung vào tài sản.

Diễn biến này mở ra triển vọng tăng trưởng rõ nét hơn cho các ngành sản xuất và xuất khẩu trong năm 2026, đồng thời đặt nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp gắn với tăng trưởng thực của nền kinh tế.

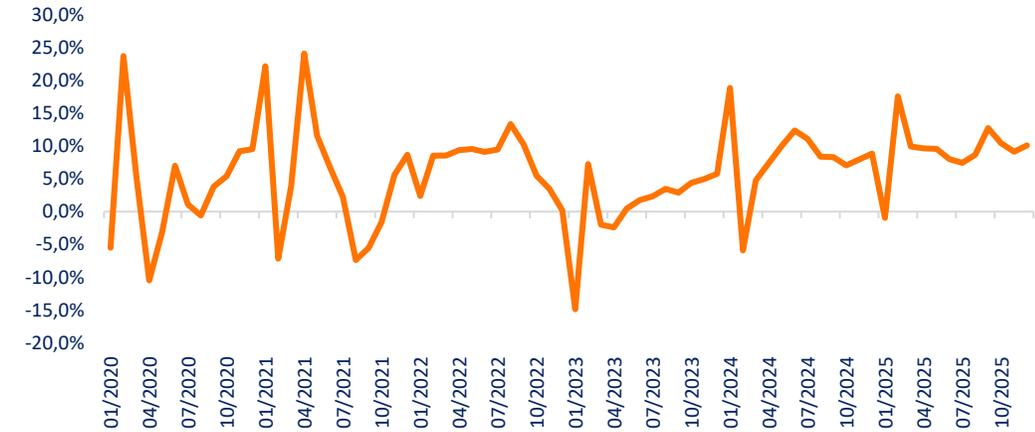
Tăng trưởng tín dụng và Vòng quay tiền



Chỉ số nhà quản trị mua hàng PMI



IIP - Chỉ số sản xuất công nghiệp (So với cùng kỳ năm trước)

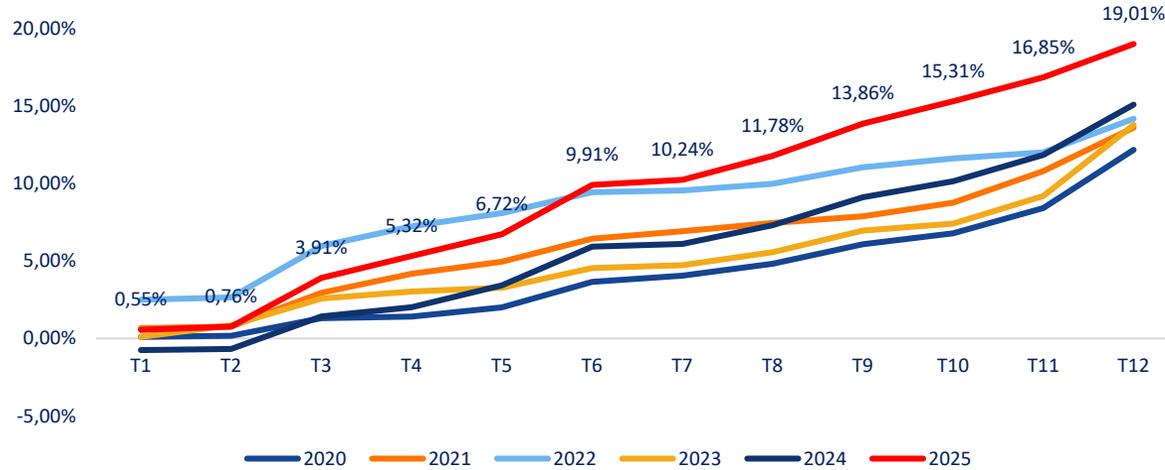


I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

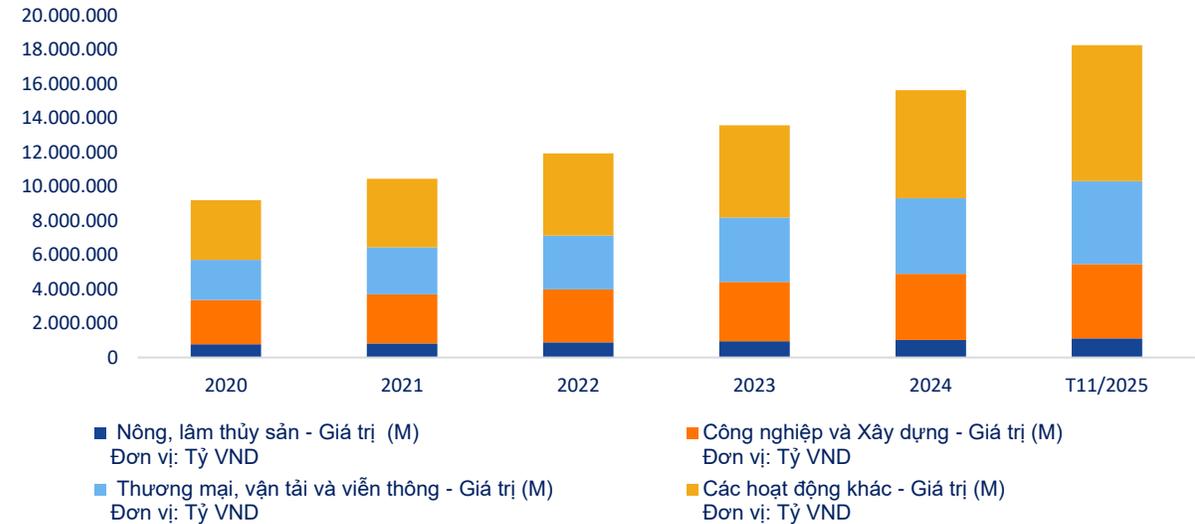
ĐỊNH HƯỚNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NƠI LỎNG TIẾP TỤC ĐƯỢC DUY TRÌ, NHƯNG TIỀN SẼ KHÔNG CÒN RẼ

Tín dụng được nắn dòng trong 2026, bất động sản hạ nhiệt

Tăng trưởng tín dụng 2020-2025



Tăng trưởng tín dụng theo khu vực



Tính đến 25/12/2025, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 17,87% và đến hết năm con số này đã tăng lên 19,1%. Tín dụng thường được đẩy mạnh trong những ngày cuối năm để các ngân hàng có một nền tín dụng cao hơn cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm mới, điều này cũng khiến tăng trưởng tín dụng trong tháng 1 hàng năm thường ở mức âm.

Năm 2026 Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng chỉ 15%, thấp hơn năm 2025 nhưng cũng ở mức trung bình các năm 2020-2024 và ở trên một nền tín dụng cao hơn nhiều so với trước. VFS cho rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng này là thận trọng nhưng hợp lý trong bối cảnh tỷ lệ tín dụng trên GDP của Việt Nam đang ở ngưỡng cảnh báo và nền kinh tế cũng cần phát triển đa dạng thêm các kênh dẫn vốn khác thay vì quá phụ thuộc vào tín dụng.

2026 cũng là thời điểm tín dụng cần được nắn dòng hợp lý khi theo thống kê tính riêng nhóm BĐS đã chiếm 20-30% tổng tín dụng toàn hệ thống. Nếu xét tỷ trọng tín dụng theo lĩnh vực có thể thấy tín dụng chủ yếu tăng ở “Dư nợ tín dụng cho HĐ khác” trong khi tỷ trọng dư nợ tín dụng cho sản xuất, công nghiệp, xây dựng hầu như không tăng qua nhiều năm, thậm chí còn suy giảm. Trong dư nợ tín dụng cho hoạt động khác chủ yếu phản ánh tín dụng ở lĩnh vực cho vay kinh doanh BĐS và trong năm 2026 xu hướng này sẽ được điều tiết lại có thể gây ảnh hưởng lớn đến xu hướng nhóm BĐS.

NHNN yêu cầu tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay bất động sản (BĐS) không vượt tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của chính ngân hàng đó so với cuối năm 2025. Nghĩa là, nếu ngân hàng có hạn mức tăng trưởng tín dụng chung 13% thì dư nợ cho vay BĐS cũng chỉ được tăng tối đa 13% so với cuối năm 2025.

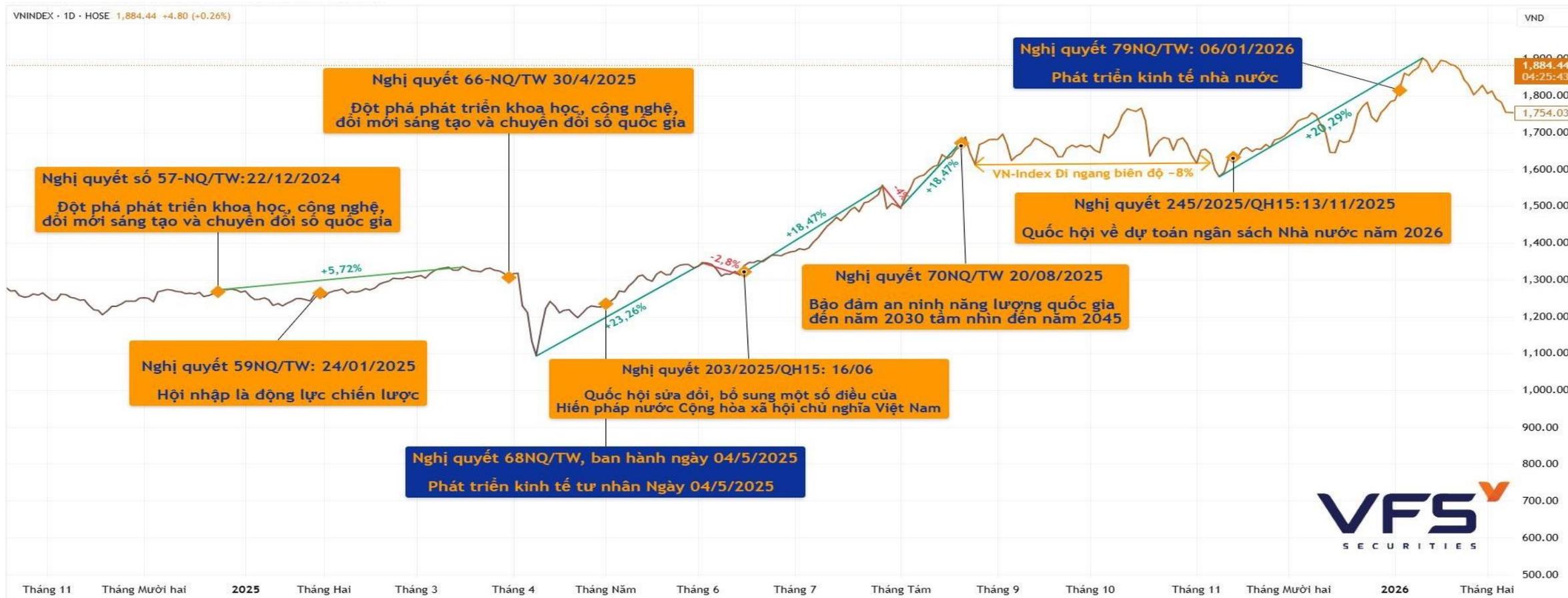
I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

DỰ BÁO CÁC BIẾN SỐ VĨ MÔ CHÍNH TRONG 2026 DƯỚI ĐỊNH HƯỚNG KỶ NGUYÊN VƯỜN MÌNH CỦA CHÍNH PHỦ

Biến số vĩ mô	Cải thiện /suy giảm	Hiện trạng và định hướng
GDP		Năm 2025 mục tiêu GDP hoàn thành ngoạn mục, hướng tới năm 2026 là năm đầu triển khai kế hoạch phát triển kinh tế xã hội 5 năm đồng thời cũng là năm đầu của nhiệm kỳ mới do vậy mục tiêu tăng trưởng rất lớn lên đến 10%
CPI		Lạm phát năm 2025 vẫn đạt được mục tiêu đề ra, tuy nhiên chỉ số này đang phản ánh không đúng tốc độ mất giá của đồng tiền. Sang năm 2026 lạm phát có thể gặp áp lực lớn hơn khi nền kinh tế các nước phục hồi, giá điện, giá dầu tăng sẽ gây áp lực lên mặt bằng giá chung.
Tỷ giá		Đồng VNĐ khó tránh đà mất giá khi nhu cầu triển khai các dự án lớn trong những năm tới sẽ cần huy động lượng ngoại tệ lớn từ tổ chức quốc tế, đẩy nhu cầu USD tiếp tục tăng cao. Các NHTW trên thế giới trong năm 2026 có xu hướng giữ ổn định và tiếp tục hạ lãi suất góp phần tỷ giá bớt căng thẳng, tuy nhiên mặt bằng lãi suất mới được thiết lập vẫn sẽ khiến tỷ đồng VNĐ mất giá nhẹ.
Tăng trưởng tín dụng		Tăng trưởng tín dụng rất mạnh trong năm 2025 và dự kiến duy trì xu hướng trong năm 2026 khi Việt Nam vẫn chưa khai thác tốt các kênh dẫn vốn khác thay kênh tín dụng trong khi nhu cầu vốn phục vụ tăng trưởng trong năm 2026 là rất cao.
Lãi suất		Lãi suất đã bật tăng trong cuối năm 2025 và sang năm 2026 khả năng sẽ duy trì mặt bằng lãi suất mới này và khó có thể trở lại nền lãi suất thấp như đầu năm 2025
Tổng mức bán lẻ hàng hóa/dịch vụ		Tổng mức bán lẻ hàng hóa/dịch vụ sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025, tuy nhiên chưa thể quay trở lại thời kỳ trước COVID khi tầng lớp trung lưu chịu ảnh hưởng giảm nguồn thu do hoạt động kinh doanh gặp khó khăn trong khi các quy định mới về thuế có thể khiến thu nhập cuối cùng giảm
FDI		Dòng vốn FDI vào Việt Nam 2025 tiếp tục tăng mạnh, tuy nhiên vốn mới đăng ký vào VN có xu hướng chậm lại trong những tháng cuối năm. Xu hướng chững lại này có thể tiếp tục trong năm 2026 khi “transhiping” còn chưa rõ ràng, kinh tế toàn cầu có xu hướng yếu đi, hoạt động mở đặc khu kinh tế tại đảo Hải Nam cũng sẽ tạo áp lực cạnh tranh đối với Việt Nam
Đầu tư công		Đầu tư công tiếp tục là động lực rõ ràng nhất trong năm 2026 khi bộ máy chính quyền mới đi vào hoạt động, đây cũng được coi là động lực cho đà tăng trưởng trong dài hạn
Xuất nhập khẩu		Xuất nhập khẩu tiếp đà tăng trưởng trong năm 2025 nhưng từ tháng tư đã có sự phân hóa rõ ràng giữa khu vực kinh tế trong nước và khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài

I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

KỶ NGUYÊN VƯƠN MÌNH, NGHỊ QUYẾT BAO QUÁT CÁC THÀNH PHẦN KINH TẾ



Năm 2025 ghi nhận khối lượng văn bản lập pháp ở mức cao kỷ lục, với khoảng 75 Nghị quyết, 86 Luật và hơn 300 Nghị định được ban hành (Nguồn: vanban.chinhphu.vn). Đây có thể xem là một giai đoạn tăng tốc cải cách thể chế với phạm vi bao phủ rộng từ phát triển kinh tế tư nhân, năng lượng đến hội nhập kinh tế quốc tế, cho thấy quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ. Trong đó, Nghị quyết 68-NQ/TW đóng vai trò điểm nhấn quan trọng khi góp phần nâng cao kỳ vọng tăng trưởng của thị trường, qua đó thúc đẩy dòng tiền dịch chuyển vào các nhóm cổ phiếu hưởng lợi từ định hướng chính sách, nổi bật là VICs và GEXs trong năm 2025. => Xu hướng dịch chuyển dòng tiền theo định hướng chính sách vì vậy có thể tiếp tục được duy trì trong năm 2026, khi Nghị định 79 trở thành bước tiếp theo trong chuỗi cải cách, mở rộng kỳ vọng thị trường từ câu chuyện tăng trưởng khu vực tư nhân sang quá trình định giá lại doanh nghiệp nhà nước.

I. TRỤ CỘT VĨ MÔ VÀ TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

KỶ NGUYÊN VƯƠN MÌNH, NGHỊ QUYẾT BAO QUÁT CÁC THÀNH PHẦN KINH TẾ

Nghị quyết 79 – động lực tái phân bổ dòng vốn

Ngày 6/1/2026, Bộ Chính trị ban hành Nghị quyết số 79-NQ/TW về phát triển kinh tế nhà nước. Nghị quyết 79 hướng tới chuyển dịch phân bổ nguồn lực theo hiệu quả thị trường. Hiện khu vực kinh tế nhà nước đóng góp khoảng 20–21% GDP nhưng sử dụng 27,6% vốn đầu tư toàn xã hội, với hiệu quả vốn thấp hơn khu vực tư nhân (ICOR 6,19 so với ~4,9) và ROE phổ biến chỉ 8–10% (tư nhân 15–18%). Đồng thời, nhiều doanh nghiệp nhà nước có free-float thấp như GAS (4%), ACV (5%), PLX (10%), hạn chế dòng vốn tổ chức.

Nghị quyết 79 định hướng phân tách rõ ràng giữa nhóm doanh nghiệp chiến lược và doanh nghiệp thương mại. Theo đó, nhà nước sẽ nắm giữ trên 50% vốn tại các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính - ngân hàng, năng lượng, hạ tầng, an ninh quốc phòng. Đồng thời, giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 50% tại nhóm doanh nghiệp mang tính thương mại. Điều này sẽ góp phần kích hoạt làn sóng thoái vốn tại các doanh nghiệp nhà nước, làm gia tăng nguồn cung cổ phiếu chất lượng cao trên thị trường. Việc thúc đẩy thoái vốn theo Nghị quyết 79 có thể giúp tăng free-float, giảm chiết khấu định giá và kích hoạt chu kỳ tái phân bổ dòng tiền và định giá lại các doanh nghiệp Nhà nước giai đoạn 2026 - 2030.

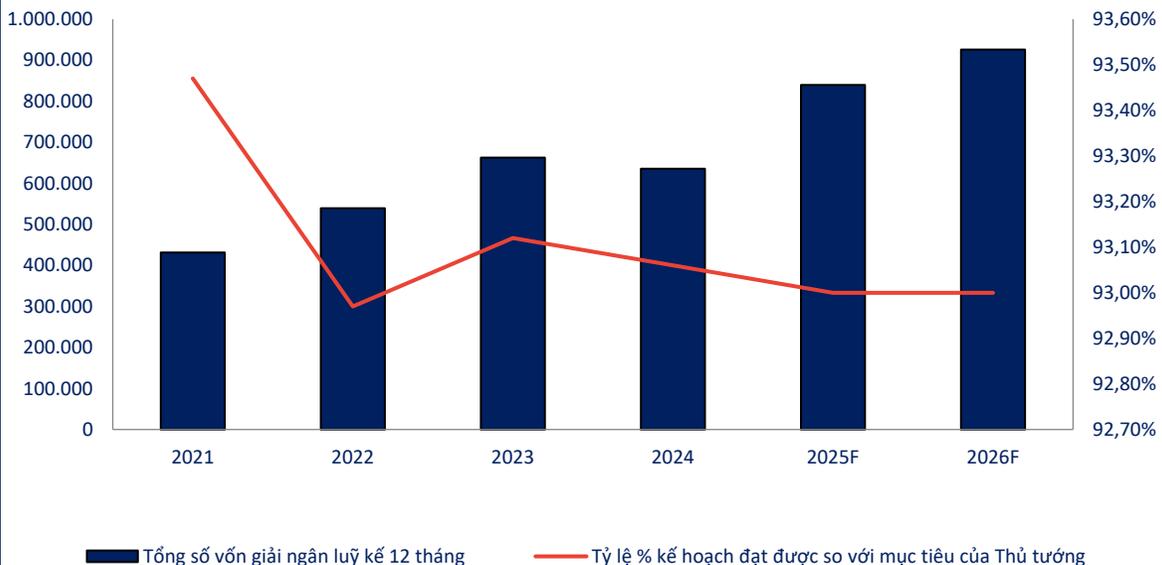
Mặt khác, Nghị quyết 79 cũng định hướng về việc quản lý sử dụng nguồn lực đất đai theo hướng hiệu quả và minh bạch. Điều này sẽ tác động tích cực đến các doanh nghiệp nhà nước có quỹ đất lớn và có kế hoạch chuyển đổi từ đất nông nghiệp sang đất khu công nghiệp. Việc đẩy nhanh tiến độ chuyển đổi sẽ giúp nâng giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp. Qua đó, cải thiện triển vọng định giá cổ phiếu trên thị trường.

Nhóm chỉ tiêu	Kinh tế Nhà nước	Kinh tế Tư nhân	Đánh giá
Tỷ trọng GDP	20–21% GDP	42–45% GDP	Tư nhân là động lực tăng trưởng chính
Tỷ trọng vốn đầu tư xã hội	27,6% (2024)	55%	Áp lực nâng hiệu quả phân bổ vốn
Hiệu quả sử dụng vốn (ICOR)	6,19	4,9	Vốn NN kém hiệu quả ~25–30%
ROE Doanh nghiệp niêm yết (ước tính)	8 - 10%	15–18%	Khoảng cách hiệu quả sinh lời lớn
Free-float	4–25%	80–90%	Nút thắt dòng tiền tổ chức
Định giá P/B phổ biến	1.0–1.3x	1.6–2.2x	Chiết khấu định giá gắn với đặc thù mô hình quản trị khu vực nhà nước
Quy mô tài sản DNNN	4–5,6 triệu tỷ VND	—	Nguồn cung tài sản lớn cho thị trường vốn

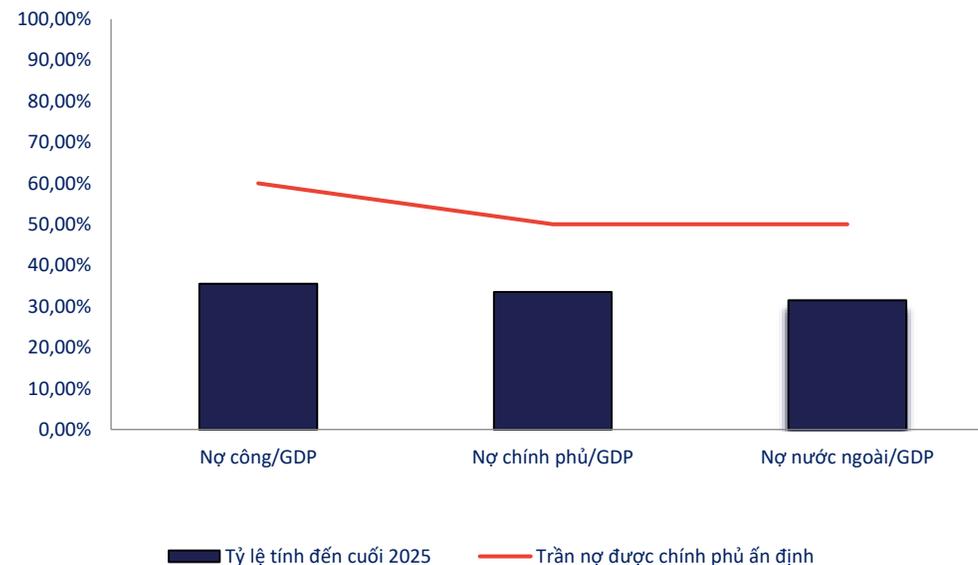
I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

ĐƯA ĐỊA ĐẦU TƯ CÔNG CỦA VIỆT NAM CÒN RẤT LỚN

Giải ngân vốn đầu tư 2021-2026 (Tính theo năm kế hoạch, đến 31/01 năm sau)



Tỷ lệ Nợ công, Nợ Chính Phủ và Nợ nước ngoài trên GDP



- **Nợ công ước đạt 35-36% GDP, thấp hơn nhiều so với trần 60%.**

- Các nghị quyết, chính sách liên quan đến lĩnh vực đầu tư công giúp khơi thông những vướng mắc về vốn, tài nguyên giúp tỷ lệ giải ngân vốn trong năm 2026 có thể cải thiện mạnh so với 2025.

Chính phủ dự kiến tổng vốn đầu tư công giai đoạn 2026 - 2030 ở mức 8,5 triệu tỷ đồng, tăng 181% so với kế hoạch 5 năm trước (3,025 triệu tỷ đồng), riêng năm 2026 tổng vốn dành cho đầu tư công khoảng 1,08 triệu tỷ đồng.

Tỷ lệ nợ công còn thấp là cơ sở để Việt Nam có thể tiếp tục thực hiện chính sách tài khóa mở rộng, đẩy mạnh đầu tư công trong nhiều năm tới. Tuy nhiên cần lưu ý khi tỷ lệ nợ công liên tục tăng trong khi lợi suất trái phiếu chính phủ cũng tăng mạnh đặt ra cảnh báo về hoạt động vay nợ, hoạt động phát hành trái phiếu ra quốc tế bằng đồng USD sẽ yêu cầu mức lợi tức cao hơn và áp lực mất giá đồng VND cũng khiến áp lực trả nợ lớn hơn. Thúc đẩy mạnh hoạt động đầu tư công cũng sẽ đẩy nhu cầu nguyên vật liệu tăng cao trong khi nguồn cung không đáp ứng đủ sẽ đẩy giá cả hàng hóa leo thang.

I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

ĐÓN DÒNG TIỀN NÂNG HẠNG VÀO THỊ TRƯỜNG

Lộ trình nâng hạng
& Cải cách hạ tầng

Mới nổi
Thứ cấp

Dòng vốn ngoại
& Danh mục cổ phiếu hưởng lợi

Tháng 3/2026 - Rà soát
Là nút thắt quan trọng
FTSE sẽ đánh giá khả năng
tiếp cận của các nhà NĐT
toàn cầu

21/09/2026: Hiệu lực
Chính thức có hiệu lực
Việt Nam sẽ rời nhóm Cận
biên để gia nhập nhóm
Mới nổi Thứ cấp



Mô hình Non-Prefunding (NPF)
& Hệ thống KRX
Hai cải cách then chốt giúp gỡ bỏ yêu
cầu ký quỹ 100% trước giao dịch

5 - 7 TỶ USD

DÒNG VỐN TIỀM NĂNG

Bao gồm khoảng 1-1,5 tỷ USD từ
các quỹ ETF (thụ động)

Nhóm VN30 và Blue-chip dẫn dắt đà tăng.
Các cổ phiếu đầu ngành đáp ứng
tốt tiêu chí vốn hóa và thanh khoản

DANH MỤC CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG NHẤT



Bất động sản

Dự kiến thu hút hàng trăm triệu USD từ các quỹ ETF (VIC, VHM...)



Ngân hàng

Ứng viên sáng giá dẫn dắt dòng vốn ngoại (VCB, STB, SHB..)



Tiêu dùng

Tăng trưởng bền vững trong thị trường đang phát triển (MSN, VNM)



Thép

Ngành xương sống của nền kinh tế, tiềm năng tăng trưởng cao (HPG)



Chứng khoán

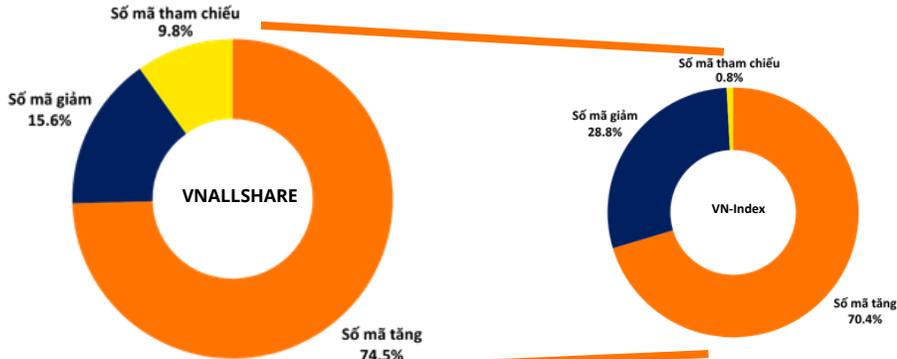
Hưởng lợi trực tiếp từ gia tăng thanh khoản và phí giao dịch

I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

Tính chất thị trường năm 2025: độ phân hóa cao

Độ rộng thị trường cả năm 2025

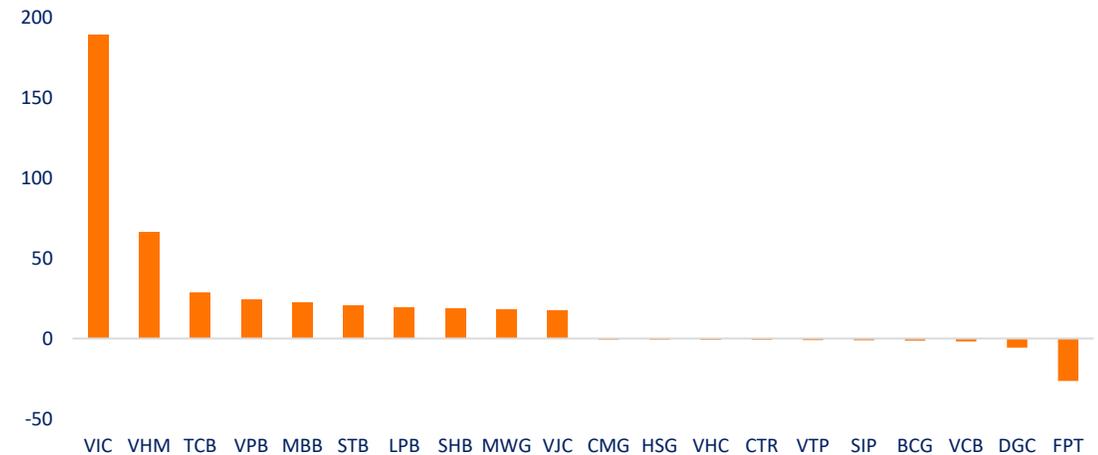


- Thị trường tăng điểm với độ rộng tốt (74,5% và 70,4% mã cổ phiếu có hiệu suất > 0 trong VNAllshare và VN-Index) trong cả năm 2025 nhưng **Hiệu suất không phân bổ đều cho các nhóm vốn hóa** trên thị trường thậm chí trong một nhóm Vốn hóa vẫn diễn ra sự phân hóa.
- **Nhóm Vốn hóa lớn (VN30) – Động lực dẫn dắt thị trường:** Đây là nhóm có hiệu suất vượt trội nhất, đóng vai trò đầu tàu kéo chỉ số VN-Index lập đỉnh mới. VN30 ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 53,7%, được thúc đẩy chủ yếu bởi sự bùng nổ của nhóm cổ phiếu Vingroup (VIC, VHM) và nhóm Ngân hàng. **Chỉ riêng VIC và VHM đã đóng góp 256.1/517.71 số điểm tăng của VN-Index tương đương ~49%**
- **Nhóm Vốn hóa vừa (Midcap) và Nhóm Vốn hóa nhỏ (Smallcap) – "Hụt hơi" và Phân hóa mạnh:** Hai nhóm này có hiệu suất kém xa so với nhóm vốn hóa lớn, phản ánh sự phân hóa sâu sắc của thị trường (mô hình chữ K). Sự phân hóa bắt đầu mạnh mẽ từ cuối tháng 08/2025.

Hiệu suất theo nhóm vốn hóa



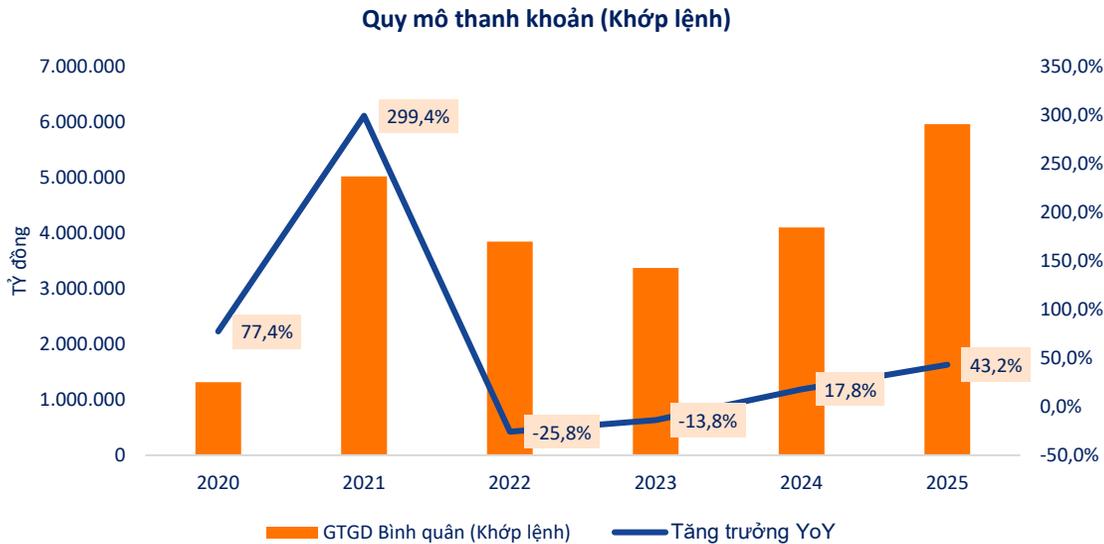
Top ảnh hưởng tăng(giảm) tới VNIndex



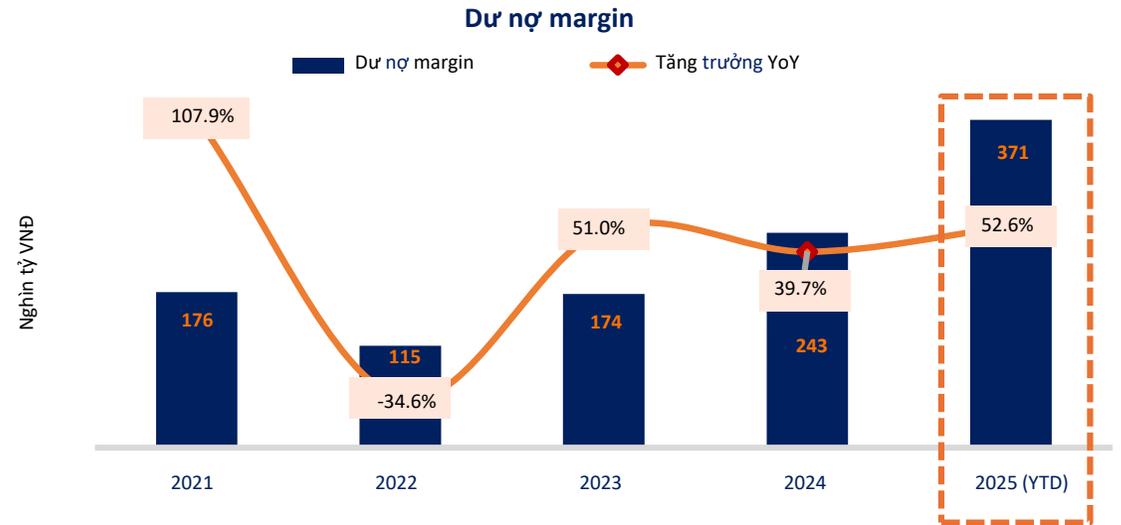
I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

Tính chất thị trường năm 2025: Thanh khoản bùng nổ



- **Giá trị giao dịch kỷ lục:** Năm 2025 chứng kiến sự bùng nổ thanh khoản, đặc biệt sau khi hệ thống KRX vận hành. Giá trị giao dịch bình quân đạt gần 26.400 tỷ đồng/phiên (tăng hơn 40% so với năm trước),.
- **Phiên giao dịch lịch sử:** Ngày 05/08/2025 ghi nhận tổng giá trị giao dịch toàn thị trường đạt mức cao nhất lịch sử là gần 83.000 tỷ đồng
- **Xu hướng:** Thanh khoản đạt đỉnh vào giai đoạn tháng 7 - tháng 8, sau đó có dấu hiệu hạ nhiệt vào các tháng cuối năm (tháng 11 giảm khoảng 40% so với mức đỉnh) nhưng vẫn duy trì ở nền cao so với các năm trước

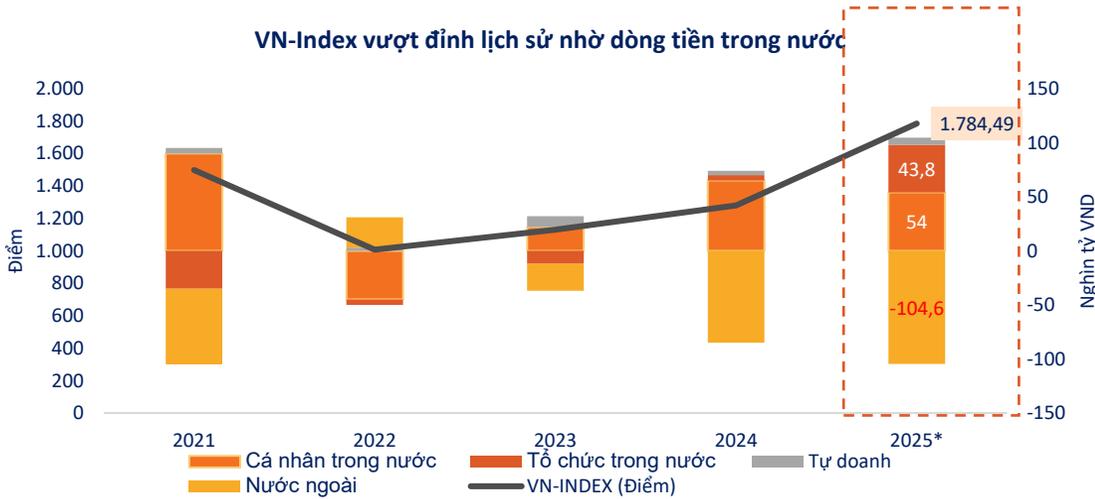


- **Quy mô dư nợ:** Dư nợ cho vay ký quỹ liên tục phá vỡ các kỷ lục cũ. Tính đến cuối Quý 3/2025, dư nợ toàn thị trường đạt khoảng 384.000 - 385.000 tỷ đồng (tăng khoảng 54-62% so với đầu năm),,. Đến cuối năm 2025, tổng dư nợ margin ước tính đã vượt mốc 400.000 tỷ đồng
- **Động lực:** Sự gia tăng này đến từ tâm lý lạc quan của nhà đầu tư cá nhân trong nước, bù đắp cho lực bán ròng kỷ lục của khối ngoại
- **An toàn vốn:** Dù dư nợ ở mức cao kỷ lục, tỷ lệ cho vay/vốn chủ sở hữu của các công ty chứng khoán vẫn ở mức an toàn (**khoảng 110% - 115%**), thấp hơn nhiều so với mức trần quy định là 200% nhờ làn sóng tăng vốn mạnh mẽ của các công ty chứng khoán trong năm

I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

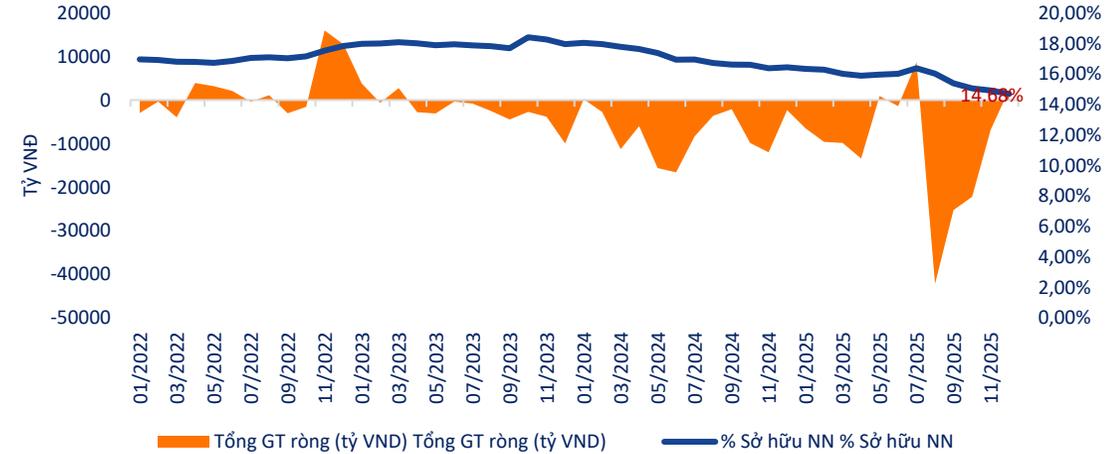
Tính chất thị trường năm 2025: khối nội thể hiện sức mạnh



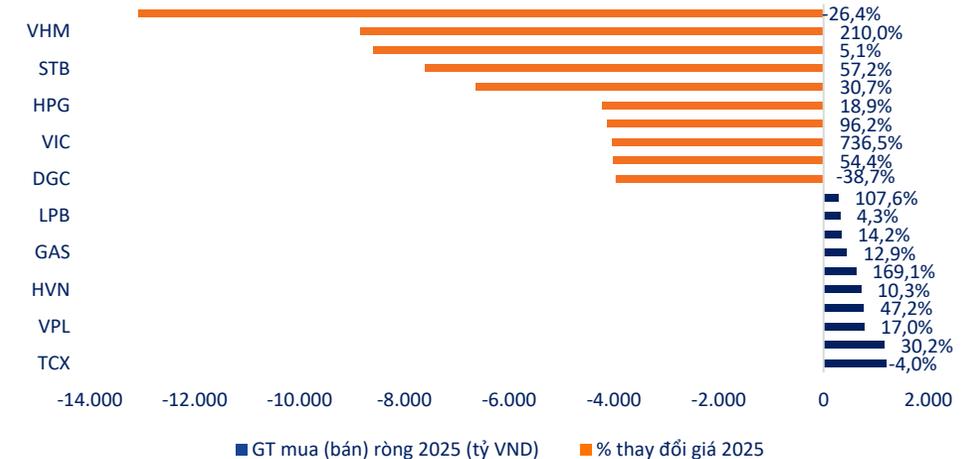
Nguồn: FiingroupX, VFS tổng hợp

- Quy mô bán ròng kỷ lục lịch sử:** Năm 2025 chứng kiến đà rút vốn chưa từng có của nhà đầu tư nước ngoài với tổng giá trị bán ròng lên tới khoảng 128.000 – 136.000 tỷ đồng (hơn 5 tỷ USD), vượt xa kỷ lục cũ của năm 2024. Lực bán diễn ra diện rộng trên nhiều ngành nhưng tập trung mạnh nhất vào nhóm vốn hóa lớn/Bluechips (như VHM, VIC, MSN, VCB)
- Động lực bán tháo chủ yếu do Tỷ giá và Vĩ mô:** Áp lực bán ròng xuất phát từ chênh lệch lãi suất (FED duy trì lãi suất cao trong khi Việt Nam nới lỏng) và áp lực tỷ giá USD/VND leo thang làm giảm hiệu suất đầu tư. Ngoài ra, dòng vốn ngoại cũng thận trọng tái cơ cấu danh mục trước rủi ro địa chính trị, chính sách thuế quan từ Mỹ (dưới thời ông Trump) và hoạt động chốt lời sau đà tăng nóng của một số nhóm ngành
- Tỷ lệ sở hữu nước ngoài rơi về vùng đáy hơn một thập kỷ:** Do áp lực bán ròng kéo dài, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã giảm mạnh về mức thấp nhất kể từ năm 2012, chỉ còn khoảng 14,7% – 15% tổng vốn hóa thị trường vào cuối năm 2025 (giảm đáng kể so với mức ~20% giai đoạn trước Covid), qua đó mở rộng dư địa (room ngoại) cho dòng vốn mới tiềm năng trong tương lai

Tỷ lệ sở hữu của NĐT nước ngoài giảm về đáy cùng quy mô bán ròng ở mức cao



GT mua (bán) ròng khớp lệnh của Nước ngoài 2025



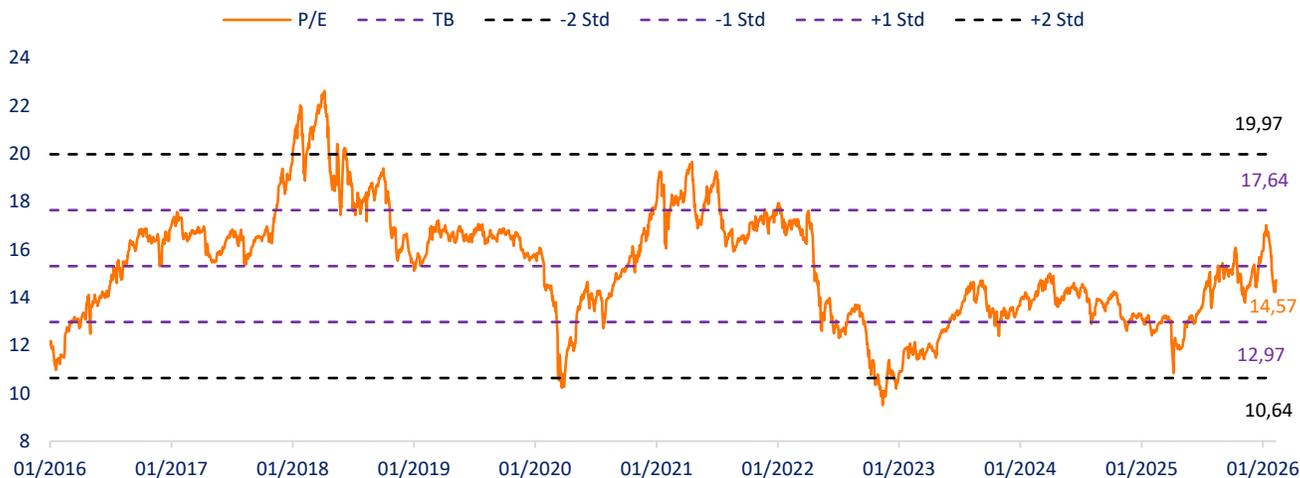
Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

Định giá thị trường: hấp dẫn nếu loại trừ nhóm cổ phiếu hệ sinh thái Vingroup

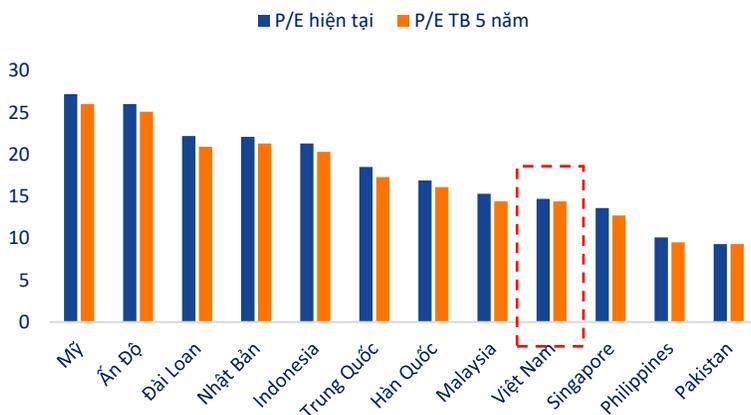
Chỉ số PE cơ bản VN-Index trong giai đoạn 2016 đến nay



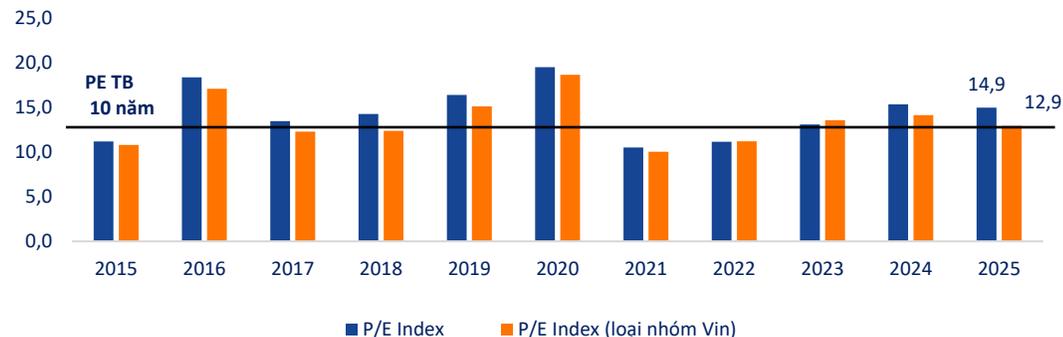
Nguồn: Fiin ProX, VFS tổng hợp

• **Định giá dự phóng năm 2026:** Nhờ kỳ vọng lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng khả quan (khoảng 18% - 20%) trong năm 2026, P/E dự phóng (Forward P/E) của VN-Index giảm về mức thấp khoảng 12x – 13x. Mức này thấp hơn đáng kể so với trung bình lịch sử và các thị trường trong khu vực, tạo dư địa cho việc tái định giá (re-rating) khi dòng vốn ngoại quay lại sau nâng hạng

P/E của TTCK Việt Nam so với một số quốc gia



Định giá của VNindex giai đoạn 2015 - 2025



• **Định giá VN-Index vẫn ở mức tương đối hấp dẫn khi P/E trượt (trailing)** của VN-Index hiện tại quanh ngưỡng 15, thấp hơn mức trung bình 10 năm (khoảng 14,9x - 15,1x). Tuy nhiên, định giá chung bị kéo lên do đà tăng "phi mã" của một nhóm nhỏ cổ phiếu, đặc biệt là nhóm Vingroup (VIC tăng 736%, VHM tăng 210%) và

Tăng trưởng LNST	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
PE trailing 13,8	1.741	1.757	1.772	1.788	1.804	1.820	1.835	1.851	1.867	1.882
PE trailing 14,3	1.804	1.820	1.837	1.853	1.869	1.885	1.902	1.918	1.934	1.950
PE trailing 14,8	1.867	1.884	1.901	1.918	1.935	1.951	1.968	1.985	2.002	2.019
PE trailing 15,3	1.930	1.948	1.965	1.983	2.000	2.017	2.035	2.052	2.069	2.087
PE trailing 15,8	1.993	2.011	2.029	2.047	2.065	2.083	2.101	2.119	2.137	2.155
PE trailing 16,3	2.057	2.075	2.094	2.112	2.131	2.149	2.168	2.186	2.205	2.223
PE trailing 16,8	2.120	2.139	2.158	2.177	2.196	2.215	2.234	2.253	2.272	2.291

Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

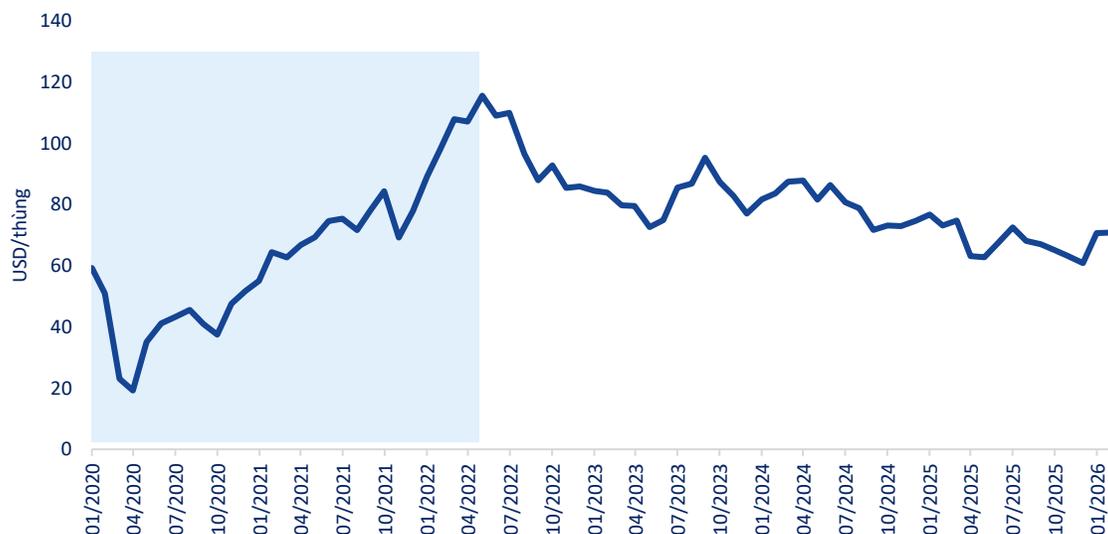
I. CÁC TRỤ CỘT VĨ MÔ & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

NHỮNG BIẾN SỐ BẤT ĐỊNH CÓ THỂ LÀM THAY ĐỔI ĐỊNH GIÁ THỊ TRƯỜNG VÀ XU HƯỚNG CỦA DÒNG TIỀN

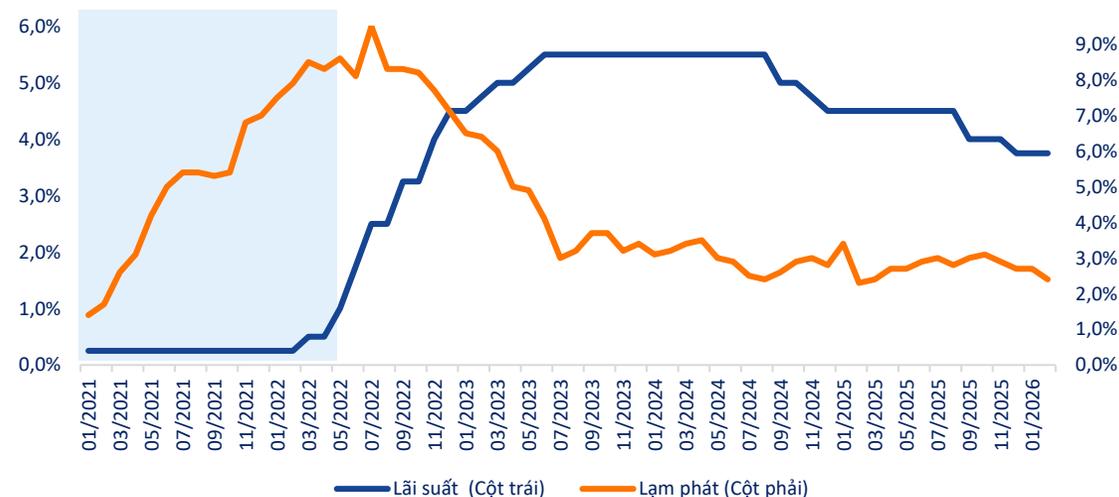
Bên cạnh những động lực thúc đẩy, thị trường chứng khoán vẫn có thể đối mặt với những biến số bất định, có thể ảnh hưởng đến định giá cũng như xu hướng của dòng tiền. Trong đó, một số rủi ro lớn bao gồm: (1) Lãi suất VND tăng mạnh do áp lực thanh khoản của hệ thống ngân hàng; (2) Áp lực tỷ giá; (3) Xung đột địa chính trị. Tuy nhiên, các yếu tố bất định trên được đặt trong bối cảnh nền kinh tế trong nước duy trì sự ổn định sẽ giúp giảm tác động tiêu cực với thị trường chứng khoán trong ngắn hạn. Cụ thể:

- **Lãi suất VND tăng mạnh bất thường:** Áp lực bắt đầu xuất hiện khi lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng tiến vào vùng 7–8% trong khoảng 3–6 tháng. Mức rủi ro cao hơn hình thành khi lãi suất tiến đến hoặc vượt vùng 8–9% trong thời gian ngắn dưới 3 tháng. Việc Ngân hàng Nhà nước đồng thời thực hiện hút ròng thanh khoản được xem là tín hiệu xác nhận trạng thái thắt chặt tài chính. Trong bối cảnh đó, điều kiện tài chính có thể siết lại nhanh, thậm chí mang tính đột ngột, qua đó làm gia tăng khả năng tái định giá và đảo chiều xu hướng trên thị trường chứng khoán..
- **Áp lực tỷ giá:** Gia tăng khi chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới tiếp tục duy trì ở mức cao, làm cầu USD ngoài hệ thống gia tăng, đồng thời rủi ro Fed duy trì hoặc quay lại chu kỳ thắt chặt khiến đồng USD mạnh lên và gây sức ép lên tỷ giá. Trong trường hợp tỷ giá USD/VND biến động vượt khoảng 5%, cơ quan điều hành có thể phải tăng cường các biện pháp can thiệp nhằm ổn định thị trường ngoại hối, qua đó làm điều kiện tài chính thắt chặt hơn và gia tăng áp lực chiết khấu định giá trên thị trường chứng khoán.
- **Xung đột địa chính trị:** Căng thẳng Trung Đông có thể làm gián đoạn nguồn cung năng lượng, đẩy giá dầu và tài sản trú ẩn tăng mạnh. Lịch sử cho thấy giá dầu từng tăng từ 55 lên 117 USD/thùng giai đoạn 2021–2022, góp phần kích hoạt chu kỳ thắt chặt tiền tệ toàn cầu. Nếu giá dầu duy trì quanh hoặc vượt 100 USD/thùng cùng với đà tăng của giá vàng, áp lực kép lên tỷ giá và lạm phát Việt Nam có thể gia tăng, làm tăng khả năng điều chỉnh chính sách tiền tệ và tạo áp lực tái chiết khấu định giá thị trường chứng khoán.

Giá dầu thô tăng mạnh do xung đột tại trung đông giai đoạn 2021- đầu năm 2022



Đà tăng của giá dầu và hàng hóa nội địa kéo lạm phát Mỹ tăng vọt, khởi đầu cho chu kỳ tăng lãi suất.



2



**NGÀNH - CỔ PHIẾU
TIỀM NĂNG**

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

TỔNG HỢP CÁC NGÀNH TIỀM NĂNG



BÁN LẺ

- Kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng tăng trưởng ổn định nhờ sự hỗ trợ của vĩ mô, trong đó phân khúc sản phẩm tiêu dùng thiết yếu là điểm sáng
- Sự điều chỉnh của hành lang pháp lý tạo ra môi trường cạnh tranh công bằng hơn cho các chuỗi bán lẻ



DẦU KHÍ

- Giá dầu brent được dự báo đang tạo đáy trung hạn
- Hành lang pháp lý khởi thông mở ra chu kỳ đầu tư mới
- Hưởng lợi từ triển vọng dài hạn về chuyển dịch năng lượng và net zero



NGÂN HÀNG

- Tăng trưởng tín dụng năm 2026 ổn định bất chấp mức nền cao của cùng kỳ
- Đa dạng hóa cơ cấu doanh thu bằng nguồn thu nhập ngoài lãi bù đắp sự giới hạn về NIM
- Chất lượng tài sản ổn định



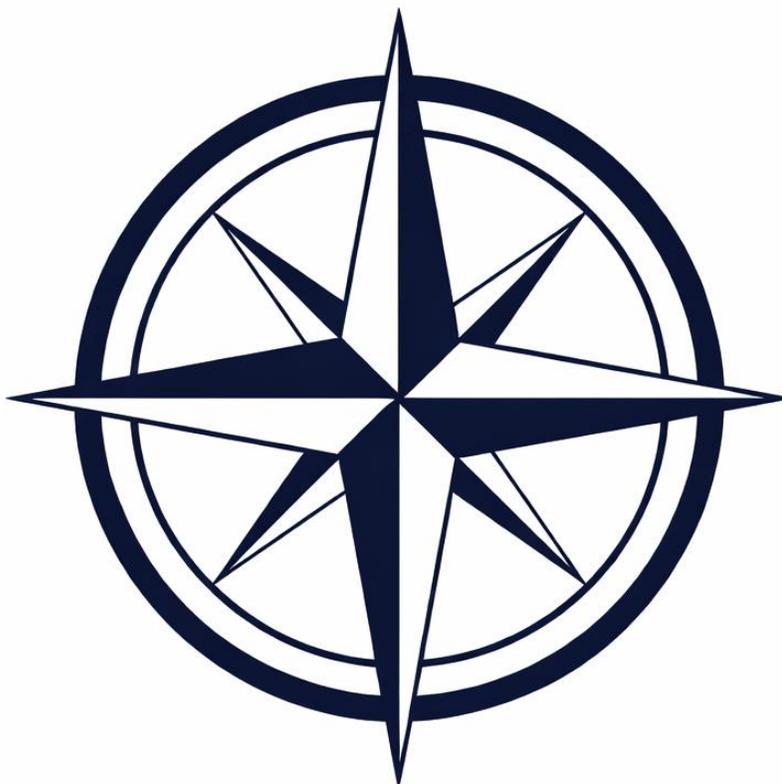
XÂY DỰNG

- Xây dựng dân dụng phục hồi mạnh, ghi nhận nguồn cung nhà ở cao nhất trong vòng 5 năm qua
- Xây dựng khu công nghiệp và thương mại - Động lực tăng trưởng từ FDI và Logistics
- Xây dựng hạ tầng phá vỡ kỷ lục giải ngân và các siêu dự án trọng điểm



BDS KCN

- Nguồn cung mới sẽ dồi dào hơn nhờ đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án nhưng có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng giá thuê
- Dòng vốn FDI ổn định hỗ trợ nhu cầu thuê khu công nghiệp
- Định giá các doanh nghiệp vẫn ở vùng tương đối hấp dẫn



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH BÁN LẺ

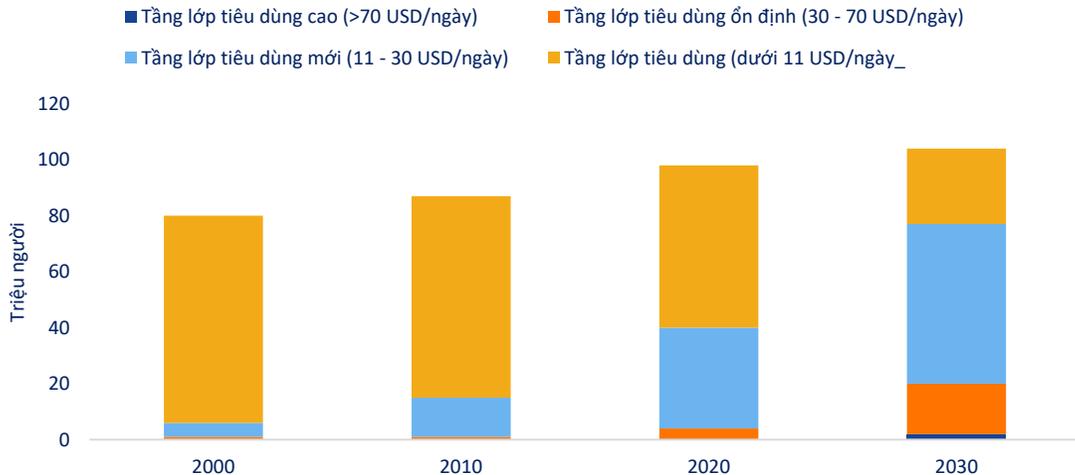
Kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ hồi phục nhờ hưởng lợi từ vĩ mô

Lũy kế cả năm 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa đạt 7 triệu tỷ đồng (+9,22% svck (Cùng kỳ năm trước tăng 8,96%). Mặc dù tăng trưởng bán lẻ thấp hơn so với thời điểm trước dịch Covid 19 cũng như thời điểm sau khi kết thúc đại dịch nhưng vẫn đang cho thấy sự cải thiện. Kỳ vọng tăng trưởng tổng mức bán lẻ sẽ duy trì đà hồi phục trong năm 2026 với động lực chủ yếu đến từ việc Chính phủ chủ động trong việc đưa ra các chính sách kích thích tiêu dùng. Cụ thể:

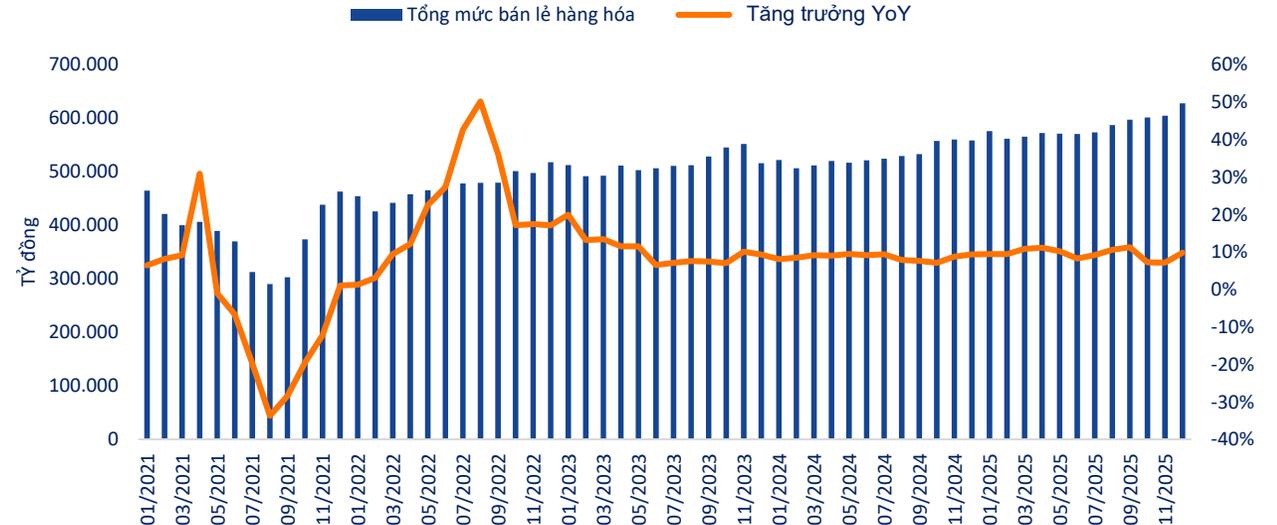
- (1) Ban hành Chỉ thị số 08/CT-BCT ngày 4/4/2025 tiếp tục đẩy mạnh phát triển thị trường trong nước, kích cầu tiêu dùng.
- (2) Ngày 17/6/2025, Quốc hội khóa XV chính thức thông qua Nghị quyết về giảm thuế GTGT, có hiệu lực từ ngày 1/7/2025 đến hết ngày 31/12/2026, đồng thời mở rộng phạm vi và bổ sung thêm nhiều đối tượng được giảm 2% thuế GTGT

Bên cạnh đó, tầng lớp trung lưu tăng lên, tiêu dùng đang ngày càng gia tăng theo mức chi tiêu hàng ngày. Báo cáo của Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội công bố hồi đầu năm nay cũng ghi nhận tầng lớp trung lưu (có mức chi tiêu bình quân đầu người từ 11-110 USD/ngày) đang hình thành nhanh chóng ở các đô thị lớn, hiện chiếm khoảng 13% dân số và sẽ tăng lên đến 26% vào năm 2026. Dự báo trong 25 năm tới, một nửa dân số nước ta sẽ gia nhập tầng lớp trung lưu. Đây là động lực tăng trưởng cho ngành bán lẻ trong cả ngắn, trung và dài hạn.

Dân số VN theo mức chi tiêu/ngày



Tổng mức bán lẻ hàng hóa



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH BÁN LẺ

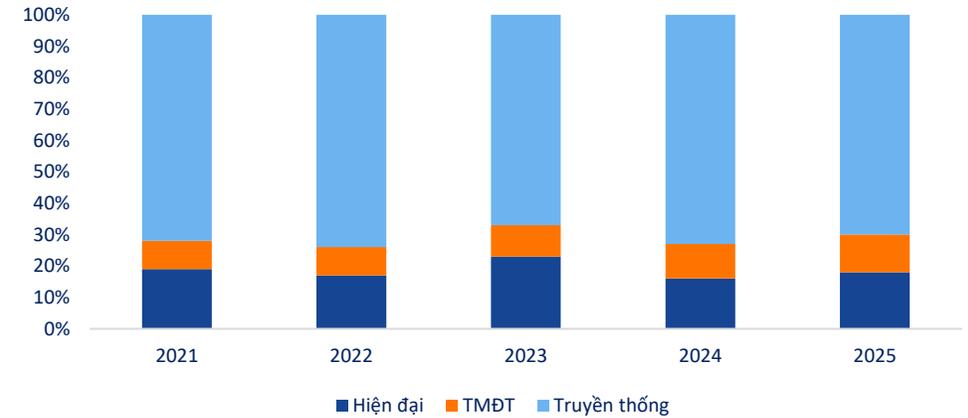
Việc thay đổi chính sách sẽ tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh cho các chuỗi bán lẻ hiện đại.

Xử lý nghiêm vấn đề vi phạm về hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc: Theo số liệu của Bộ Công Thương, năm 2025, lực lượng Quản lý thị trường đã kiểm tra: 27.540 vụ, phát hiện, xử lý 23.402 vụ vi phạm. Trong đó, nhóm hành vi liên quan đến hàng hóa không rõ nguồn gốc xuất xứ, buôn lậu và vi phạm quyền sở hữu trí tuệ tiếp tục chiếm tỷ lệ lớn nhất với khoảng 54%, chủ yếu diễn ra phổ biến tại các chợ truyền thống, cửa hàng nhỏ lẻ. Điều này có thể làm thay đổi hành vi mua sắm của người tiêu dùng thông qua việc sẵn sàng trả mức giá cao hơn để mua sắm hàng hóa chính hãng tại những kênh bán hàng có thương hiệu và uy tín.

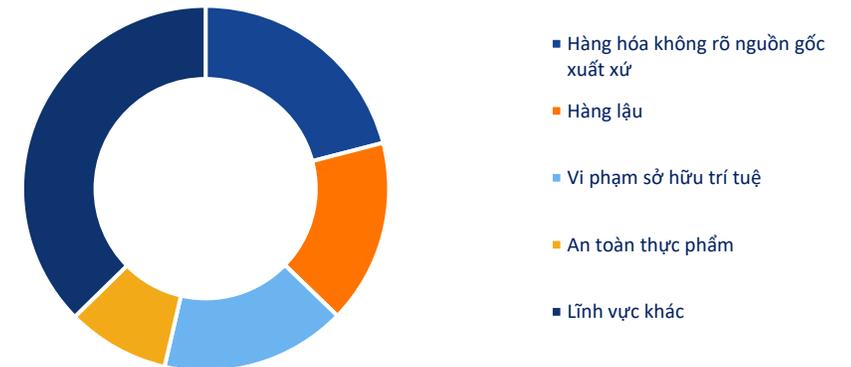
Chính sách thuế và hóa đơn điện tử: Nghị định 70/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 01/06/2025, sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 123/2020/NĐ-CP về hóa đơn, chứng từ. Nghị định này tập trung vào việc quy định về hóa đơn điện tử, Các hộ kinh doanh có doanh thu trên 1 tỷ đồng/năm bắt buộc phải sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền và kết nối dữ liệu với cơ quan thuế. Bên cạnh đó, thay vì nộp thuế khoán, các hộ sẽ phải kê khai và nộp thuế trên doanh thu thực tế. Trường hợp có doanh thu trên 100 triệu đồng thì thuộc đối tượng phải chịu thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập cá nhân. Chúng tôi đánh giá quy định trên nhằm hướng đến một thị trường bán lẻ minh bạch và chuyên nghiệp hơn. Đồng thời, làm giảm sức cạnh tranh về giá bán của những hộ kinh doanh nhỏ lẻ. Điều này tạo lợi thế cho các chuỗi bán lẻ hiện đại như MWG, FRT, MSN...khi họ đã chuẩn hóa hệ thống ngay từ đầu và minh bạch trong khâu thanh toán.

Bên cạnh đó, mặc dù khối lượng hàng hóa được phân phối qua kênh bán lẻ truyền thống như chợ và cửa hàng nhỏ lẻ vẫn chiếm tỷ trọng cao, khoảng 70% trên tổng doanh thu nhưng với định hướng giảm dần số lượng chợ truyền thống trong giai đoạn 2025 – 2030, các doanh nghiệp lớn sẽ còn nhiều dư địa để mở rộng hệ thống bán lẻ hiện đại. Các chuỗi siêu thị, minimart sẽ dần thay thế các chợ truyền thống. Do đó, tỷ lệ bán lẻ qua kênh hiện đại có thể đạt khoảng 40% trên tổng doanh thu đến năm 2030.

Tỷ trọng bán lẻ hàng hóa qua các kênh



Cơ cấu các hành vi vi phạm



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH BÁN LẺ

Phân khúc bán lẻ hàng tiêu dùng thiết yếu là điểm sáng.

Trong năm vừa qua,, những diễn biến bất thường của thiên tai, cũng như tình trạng giá của nhiều loại hàng hóa có xu hướng tăng khiến người tiêu dùng thận trọng hơn trong chi tiêu. Theo đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu hàng thiết yếu vẫn sẽ chiếm tỷ trọng lớn trên tổng doanh thu bán lẻ trong năm 2026. Mặc dù giá cả vẫn là yếu tố quan trọng nhưng người tiêu dùng đã ưu tiên hơn đến chất lượng và nguồn gốc xuất xứ đối với các mặt hàng này. Theo khảo sát của NielsenIQ, 78% người tiêu dùng sẵn sàng chi nhiều tiền hơn cho những sản phẩm hàng thiết yếu có chất lượng cao. Đây là động lực để thúc đẩy quy mô mô hình bán lẻ hiện đại trong thời gian tới.

Nắm bắt được xu hướng này, 2 chuỗi bán lẻ lớn là WCM và BHX đã mở rộng mạnh mẽ, đặc biệt là tại thị trường miền Trung nơi người dân có thói quen chi tiêu tiết kiệm hơn so với các khu vực khác. Trong năm 2025, WCM và BHX đã mở mới lần lượt 800 và 655 cửa hàng mới, Trong đó, khoảng 50% tại miền Trung. Hoạt động kinh doanh tại khu vực này có tín hiệu khả quan khi 80% cửa hàng của WCM và BHX ghi nhận EBIT dương. Điều này cho thấy mô hình bán lẻ hiện đại đang được người tiêu dùng đón nhận nhờ sự nhanh gọn và giá cả hợp lý. Trong bối cảnh nhận thức và hành vi mua sắm của người tiêu dùng đang có sự thay đổi, các chuỗi bán lẻ hiện đại như WCM và BHX sẽ có nhiều dư địa để mở rộng hệ thống, đặc biệt là tại các vùng nông thôn nơi tỷ lệ bao phủ của các cửa hàng còn thấp cũng như thói quen mua sắm có sự thay đổi rõ nét theo hướng quan tâm hơn đến chất lượng hàng hóa cũng như hoạt động mua sắm chuyển dịch dần sang các kênh phân phối hiện đại nhờ hạ tầng số ngày càng phủ rộng.

Chiến lược đầu tư

Trong bối cảnh thị trường tiêu dùng thiết yếu là điểm sáng trong năm 2026, chúng tôi ưu tiên những cổ phiếu bán lẻ đầu ngành có yếu tố tiêu dùng thiết yếu. Đồng thời, hệ thống cửa hàng có tỷ lệ bao phủ cao và rộng khắp để giành thị phần. Theo đó, chúng tôi lựa chọn **MWG và MSN** cho chiến lược đầu tư năm 2026.

Hàng thiết yếu chiếm tỷ trọng lớn nhất trên tổng mức bán lẻ năm 2025



Số lượng cửa hàng BHX và WCM



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

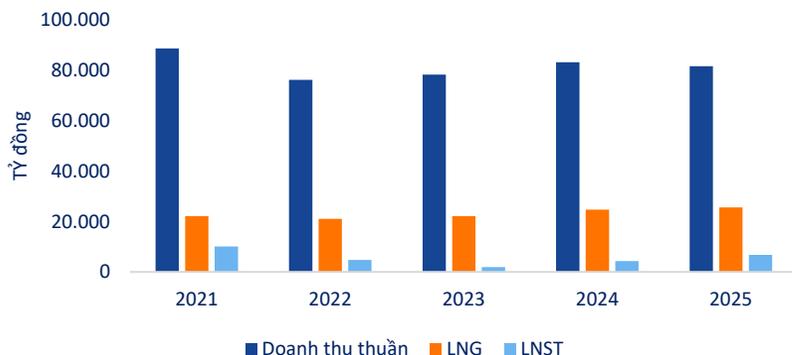
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

MSN

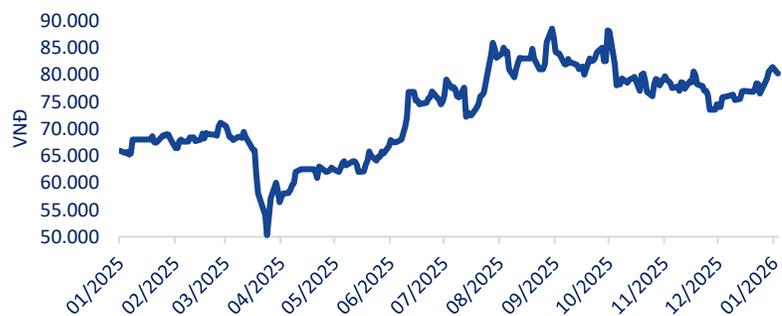
CTCP Tập đoàn MaSan

Giá hiện tại	78.400 VNĐ
Thị giá vốn	117.534 tỷ
CP tự do	1.520,4 triệu
EPS	2.187 đồng
P/B	3,62 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, MSN ghi nhận doanh thu thuần 81,9 nghìn tỷ đồng (-1,8% svck), chủ yếu do doanh thu của MCH giảm 1,1% svck khi công ty thay đổi mô hình phân phối trong kênh bán hàng truyền thống. Trong khi các mảng WCM, MML và PLH đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu 2 chữ số. Nhờ quản lý chi phí SG&A hiệu quả, MSN ghi nhận LNST 6,7 nghìn tỷ đồng (+58,3% svck).

Điểm nhấn đầu tư

- MCH tăng trưởng đều 10 – 12% với biên lợi nhuận gộp lên đến gần 50%, là động lực đóng góp chính vào lợi nhuận của tập đoàn nhờ một loạt những lợi thế cạnh tranh và chiến lược hiệu quả như (1) Sở hữu các thương hiệu quốc dân có độ nhận diện cao, quen thuộc với người tiêu dùng (2) Hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước với hơn 300.000 điểm bán truyền thống, 6.000 điểm bán hiện đại (3) Tìm kiếm thêm sự tăng trưởng đến từ phát triển các sản phẩm mới, đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường mới ở Đông Nam Á, Trung Quốc...
- Sau khi hoàn thiện việc tái cấu trúc, hiệu quả kinh doanh của WCM có sự cải thiện rõ nét khi toàn bộ các cửa hàng mở mới trong năm 2025 đều mang lại lợi nhuận dương. Trong đó, các cửa hàng Winmart+ ở nông thôn là động lực chính. Điều này cho thấy hiệu quả trong việc chọn địa điểm và thiết kế mô hình phù hợp
- MML (Masan MEATLife) tập trung mảng thịt chế biến giúp nâng cao biên lợi nhuận, hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng quan tâm đến các sản phẩm thịt chất lượng, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng.

Rủi ro

- Việc mở rộng hoạt động sang nhiều lĩnh vực và đầu tư dàn trải khiến Masan gặp khó khăn trong việc kiểm soát hiệu quả kinh doanh và làm giảm tính minh bạch số liệu tài chính.

Định giá

Năm 2026, ước tính doanh thu thuần và LNST của MSN lần lượt đạt 93 nghìn tỷ đồng và 7.2 nghìn tỷ đồng (+6,4% svck).

Ước tính giá trị hợp lý của MSN là khoảng **110.400 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

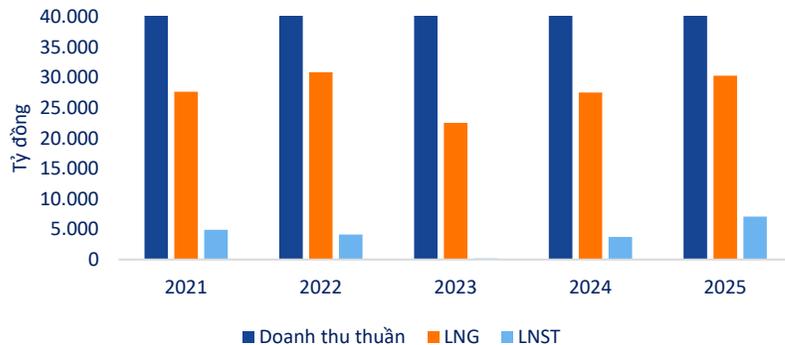
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

MWG

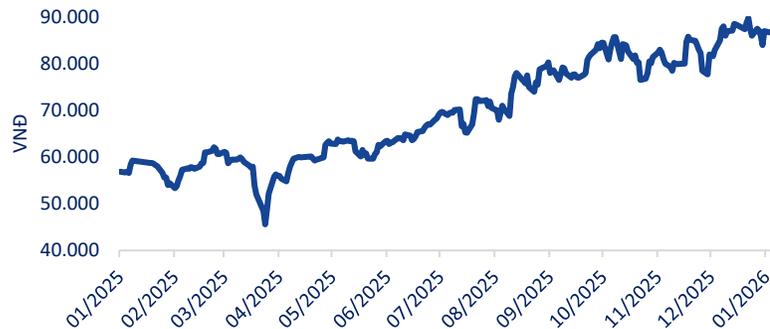
CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động

Giá hiện tại	90.000 VNĐ
Thị giá vốn	123.497,2 tỷ
CP tự do	1.468,4 triệu
EPS	3.831 đồng
P/B	3,37 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, MWG ghi nhận doanh thu thuần 156,4 nghìn tỷ đồng (+16,5% svck) nhờ doanh thu chuỗi ICT gồm ĐMX và TGDD ghi nhận tăng trưởng mạnh 18%, đạt lần lượt 68,4 nghìn tỷ đồng và 37,3 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, BHX ghi nhận doanh thu 46,9 nghìn tỷ đồng (+14% svck). Đáng chú ý, chuỗi Era Blue ghi nhận doanh thu tăng 70% svck. Số lượng cửa hàng đạt 181, tăng so với kế hoạch là 150 cửa hàng. Era Blue ghi nhận lợi nhuận dương cho thấy sự khả thi của mô hình MWG tại thị trường nước ngoài. Nhờ quản lý chi phí SG&A hiệu quả, MWG ghi nhận lợi nhuận sau thuế 7 nghìn tỷ đồng (+89,5% svck), cao nhất trong vòng 10 năm qua.

Điểm nhấn đầu tư

- **BHX là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026** khi quá trình tái cấu trúc về cơ bản đã hoàn tất, thể hiện ở hiệu suất kinh doanh ở cấp cửa hàng cải thiện liên tục. Điều này giúp BHX có thể tiếp tục mở rộng hệ thống ra thị trường miền Bắc và miền Trung. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu của chuỗi BHX có thể đạt khoảng 20% trong năm 2026.
- Chuỗi nhà thuốc An Khang được hưởng lợi từ việc đẩy mạnh chống hàng giả, cũng như Luật Dược sửa đổi năm 2024 cho phép bán thuốc không kê đơn trên nền tảng thương mại điện tử.
- Mảng ICT được kỳ vọng sẽ hồi phục khi nhu cầu tiêu dùng cải thiện theo đà tăng của thu nhập cũng như thị trường BĐS nhà ở có xu hướng sôi động hơn, kích thích việc mua sắm các sản phẩm này.
- Kế hoạch IPO ĐMX có thể là yếu tố để tái định giá lại cổ phiếu MWG cũng như là động lực cho giá cổ phiếu.

Rủi ro

- Hiệu suất kinh doanh của chuỗi BHX tại miền Bắc và miền Trung thấp hơn so với kỳ vọng.

Định giá

Năm 2026, ước tính doanh thu thuần và LNST của MWG đạt lần lượt 178,4 tỷ đồng (+14% svck) và 8.572 tỷ đồng (+21,1% svck).

Ước tính giá trị hợp lý của MWG là khoảng **110.000 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CƠ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Các doanh nghiệp BĐS đẩy mạnh phát triển quỹ đất và mở bán dự án...

Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh mở rộng quỹ đất trong bối cảnh vướng mắc pháp lý được tháo gỡ quyết liệt thông qua việc sửa đổi và bổ sung các chính sách. Đáng chú ý, có thể kể đến Nghị quyết 171/2024/QH15 của Quốc hội (hiệu lực từ ngày 1/1/2025). Theo đó Nghị quyết này mở rộng mục đích sử dụng đất cho các dự án thí điểm, cho phép nhà đầu tư được thỏa thuận quyền sử dụng đất nông nghiệp, phi nông nghiệp để làm dự án nhà ở thương mại. Theo ước tính của hiệp hội BĐS TP HCM, Nghị quyết này có thể giúp tháo gỡ vướng mắc cho khoảng 5.000 ha đất của các dự án trên cả nước trong vòng 5 năm tới. Từ đó, các doanh nghiệp có thể đẩy nhanh việc mở rộng quỹ đất để phát triển dự án thay vì gom đất như trước đây. Chúng tôi đánh giá những doanh nghiệp có chiến lược mở rộng quỹ đất tại các khu vực nội đô với giá trị thương mại cao cũng như sở hữu dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư sẽ được hưởng lợi trực tiếp.

Bên cạnh việc mở rộng quỹ đất, nhiều doanh nghiệp BĐS niêm yết có kế hoạch mở bán và bàn giao các dự án trong năm 2026 để tận dụng bối cảnh sôi động của thị trường BĐS. Trong số các doanh nghiệp chúng tôi quan sát, VHM và NLG có kế hoạch mở bán đồng loạt nhiều dự án. Trong khi một số doanh nghiệp khác tập trung mở bán và bàn giao các dự án trọng điểm như KDH (Gladia), DXG (The Prive), IJC (Sunflower II), PDR (Bắc Hà Thanh)... Nhìn chung, các DN đẩy mạnh mở bán và bàn giao dự án trong năm 2026 - 2027 sẽ được hưởng lợi lớn khi thị trường BĐS mở rộng. Đồng thời việc ghi nhận doanh số mở bán cũng như doanh thu bàn giao nhà sẽ củng cố năng lực tài chính, giúp DN có thêm nguồn vốn để thực hiện các dự án gối đầu.

Kế hoạch mở bán dự án trọng điểm của một số doanh nghiệp niêm yết

Doanh nghiệp	Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Kế hoạch mở bán dự kiến
VHM	Wonder Park	Hà Nội	133	2025 - 2027
	Green City	Long An	197	2026 - 2027
	Golden City	Hải Phòng	240	2027 - 2027
	Phước Vĩnh Tây	Long An	1,089	2026 - 2030
	Green Paradise	TP.HCM	2,87	2025 - 2030
	Apolo City	Quảng Ninh	5,54	2026 - 2030
NLG	Southgate	Long An	165	2025 - 2027
	Central Lake	Cần Thơ	43.8	2025 - 2029
	Izumi	Đồng Nai	170.0	2025 - 2029
	Mizuki	TP.HCM	26.3	2025 - 2027
	Akari City GĐ3	TP.HCM	8.5	2026 - 2027
KDH	Gladia by the Water	TP.HCM	11.8	2025 - 2028
	The Solina	TP.HCM	16.6	2026 - 2029
DXG	The Privé	TP.HCM	4.2	2025 - 2026
	Opal Luxury	Bình Dương	8.4	2026 - -2027
	DXH Parkview	Bình Dương	5.1	2026 -2027
IJC	Sunflower II	Bình Dương	11,2	2025 - 2027

Nguồn: VFS tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

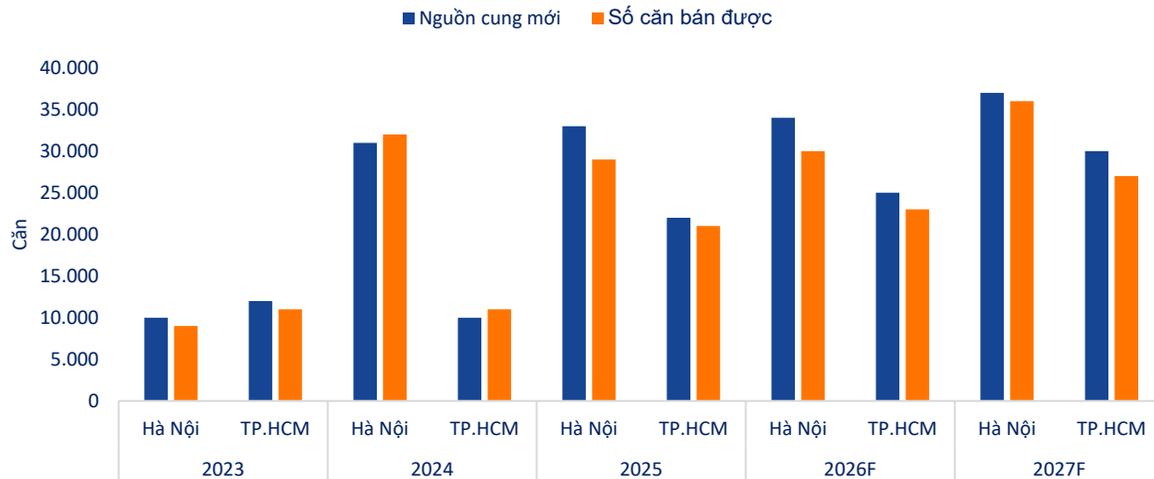
...Đẫn đến nguồn cung dự báo tiếp tục mở rộng trong khi giá bán sơ cấp tăng nhẹ trong năm 2026.

Theo dự báo của CBRE, nguồn cung BĐS loại hình căn hộ mới tại Hà Nội và TP HCM dự kiến đạt 60.500 căn trong năm 2026 (+11% svck). Trong đó, Hà Nội dự kiến ghi nhận 35.000 căn (+9% svck), đến từ hoạt động mở bán dự án của VHM và một số chủ đầu tư BĐS chưa niêm yết như Masterise, BRG, MIK Group... TP HCM dự kiến đón khoảng 25.500 nghìn căn hộ (+16% svck), chủ yếu đến từ khu vực vùng ven như Bình Dương, Đồng Nai. Vùng Tàu...

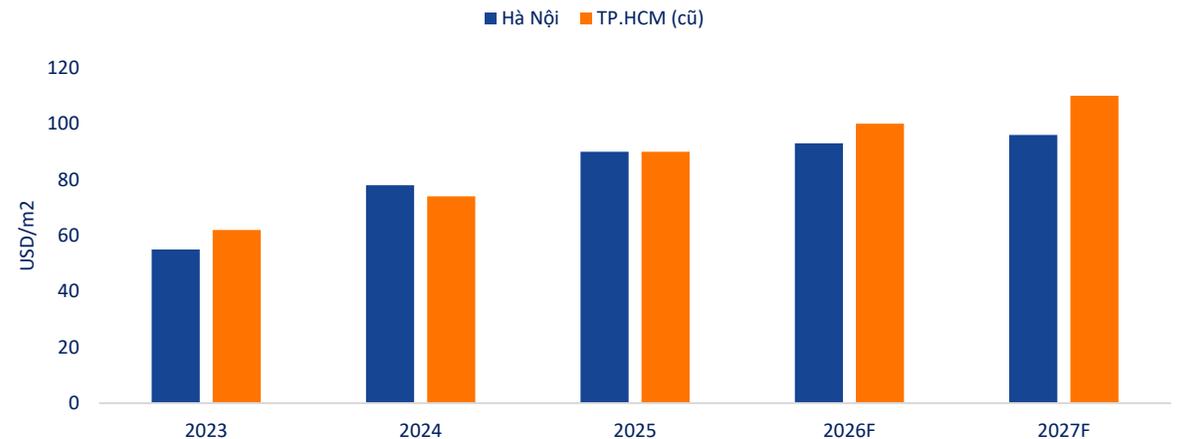
Chúng tôi nhận thấy thị trường BĐS HCM sẽ diễn biến sôi động hơn nhờ sự hồi phục mạnh mẽ tại các khu vực vùng ven khi nguồn cung và lượng tìm kiếm căn hộ tại Bình Dương, Đồng Nai có xu hướng tăng. Bên cạnh đó, hạ tầng giao thông cũng đang được đẩy mạnh đầu tư với nhiều dự án trọng điểm kết nối HCM với các vùng kinh tế trọng điểm như sân bay Long Thành, cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành, đường vành đai 3... Điều này giúp tăng giá trị của các dự án BĐS vùng ven cũng như thúc đẩy việc chuyển dịch dòng tiền đầu tư từ nội đô ra các khu vực vùng ven. Đồng thời, tốc độ mở bán và tỷ lệ hấp thụ cũng sẽ được cải thiện theo tiến độ hoàn thành các dự án hạ tầng lớn. Trong bối cảnh nguồn cung và nhu cầu dồi dào tại thị trường phía Nam, chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ sẽ duy trì trên 80% trong năm 2026.

Giá bán sơ cấp được dự báo tiếp tục duy trì xu hướng tích cực. Tuy nhiên, mặt bằng giá sẽ chỉ tăng nhẹ so với năm trước khi nguồn cung đang cải thiện. Theo CBRE, giá bán căn hộ sơ cấp tại HCM sẽ tăng khoảng 10% svck do cơ cấu nguồn cung nghiêng mạnh về phân khúc cao cấp. Trong khi mặt bằng giá tại Hà Nội dự báo tăng khoảng 5% svck, phản ánh nguồn cung và nhu cầu ở thực ổn định hơn.

Nguồn cung căn hộ



Giá bán sơ cấp căn hộ



Nguồn: CBRE, VFS tổng hợp

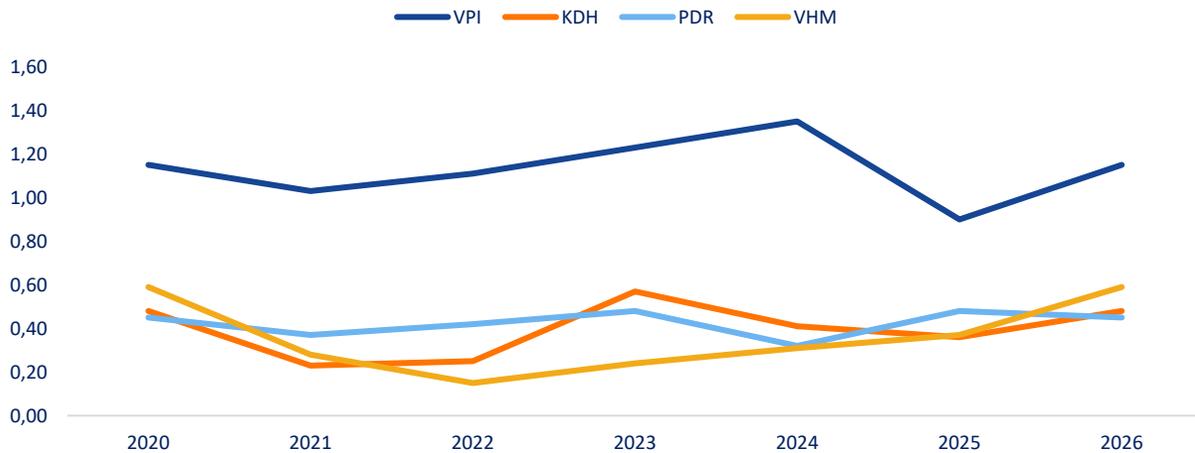
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

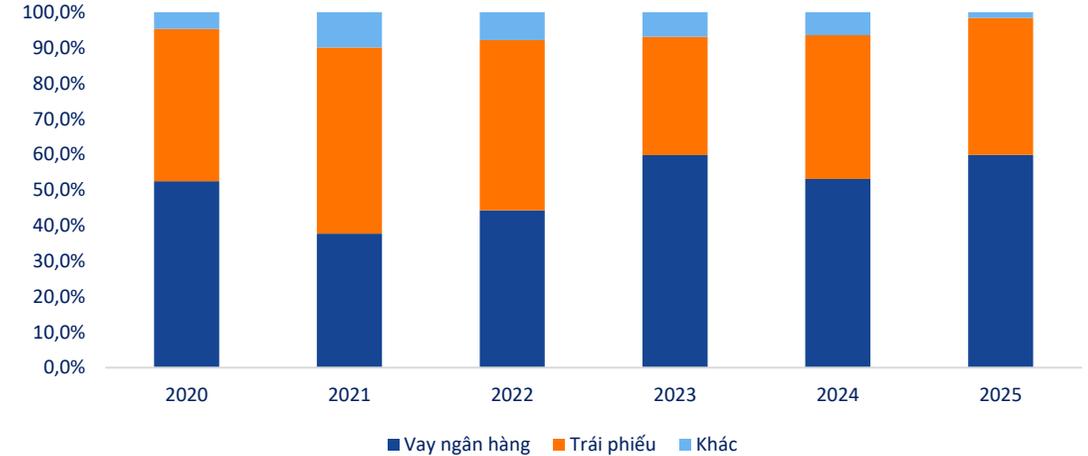
Nhiều doanh nghiệp gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính nhằm đẩy mạnh phát triển dự án.

Kể từ đáy Q2/2023, dư nợ vay của các DN BĐS niêm yết có xu hướng tăng liên tục. Trong đó, nhiều doanh nghiệp lớn đẩy mạnh sử dụng đòn bẩy để tài trợ cho các dự án. Ngân hàng vẫn là kênh huy động vốn chủ yếu, chiếm khoảng 60% trong năm 2025 trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức thấp. Mặt khác, giá trị trái phiếu cũng tăng mạnh 59,5% svck, đạt 157,5 nghìn tỷ đồng. Điều này phản ánh nhu cầu đa dạng nguồn vốn của doanh nghiệp. Sang năm 2026, chúng tôi đánh giá ngân hàng vẫn sẽ là kênh huy động vốn chủ đạo. Tuy nhiên, với định hướng kiểm soát tăng trưởng tín dụng BĐS của NHNN, các NHTM có thể cho vay chọn lọc hơn, ưu tiên các dự án có thông tin pháp lý rõ ràng. Song song với đó, hoạt động phát hành trái phiếu cũng được dự báo sẽ khả quan hơn khi hoạt động kinh doanh được đẩy mạnh giúp cải thiện dòng tiền kinh doanh cũng như hồ sơ tín dụng của doanh nghiệp.

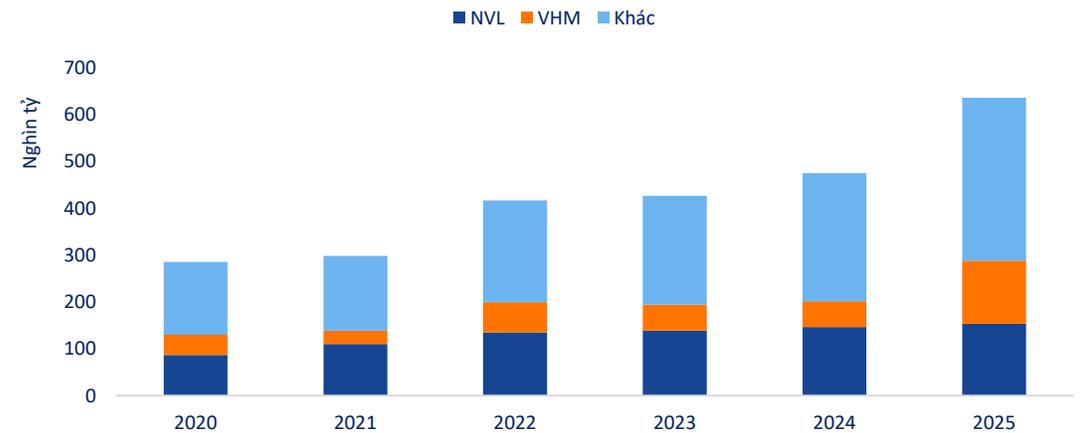
Tỷ lệ nợ vay/VCSH của một số DN có xu hướng tăng do đầu tư dự án mới...



Nguồn vốn ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu nợ vay dài hạn



...Dẫn đến hàng tồn kho toàn ngành liên tục tăng



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Tổng quan, chúng tôi đánh giá ngành BĐS dân cư đang ở giai đoạn tăng trưởng

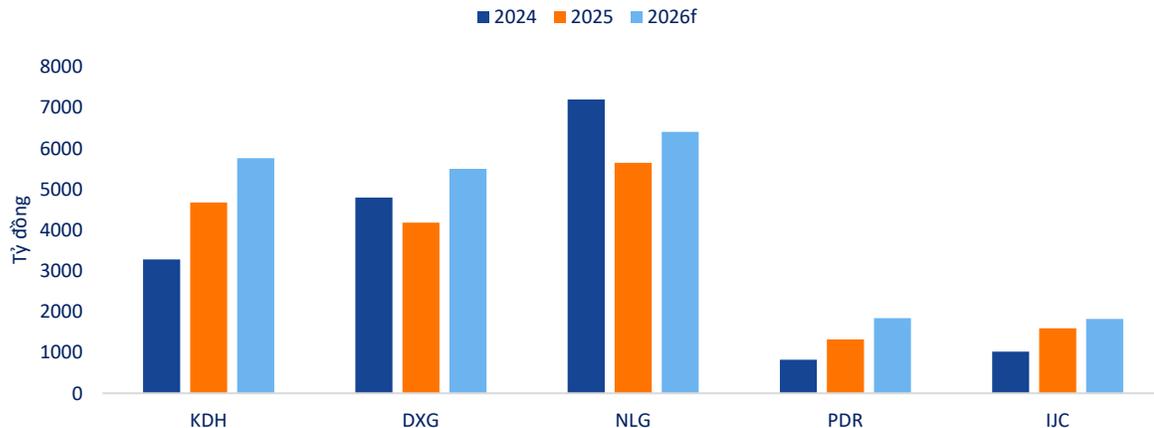
Ngành BĐS nhà ở đang ở giai đoạn tăng trưởng. Trong đó, các động lực chính bao gồm:

- 1) Nguồn cung dồi dào hơn nhờ đẩy mạnh hoạt động mở bán dự án.
- 2) Nhu cầu ở thực duy trì ổn định và sự gia tăng nhu cầu đầu tư giúp giá bán duy trì xu hướng tăng.
- 3) Những vướng mắc pháp lý đang dần được tháo gỡ nhờ Chính phủ quyết liệt ban hành, sửa đổi, bổ sung các quy định. Từ đó, thúc đẩy các doanh nghiệp mở rộng quỹ đất cũng như phát triển dự án mới.

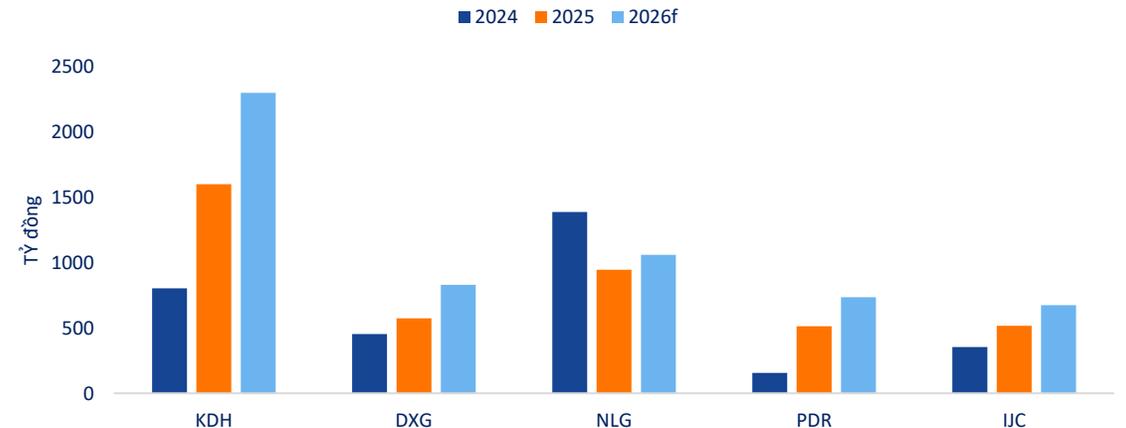
Theo đó, chúng tôi cho rằng tỷ lệ hấp thụ trong năm 2026 sẽ duy trì ở mức cao, đạt trên 85%. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp trong danh sách theo dõi của chúng tôi gồm PDR, DXG, KDH, NLG và IJC dự báo sẽ ghi nhận KQKD năm 2026 tăng trưởng 2 chữ số nhờ đẩy mạnh mở bán và bàn giao dự án để tận dụng bối cảnh hồi phục của thị trường.

Chúng tôi ưa thích những doanh nghiệp có một trong các đặc điểm sau: (1) Triển vọng pháp lý rõ ràng tại các dự án. (2) Có kế hoạch đẩy mạnh mở bán và bàn giao dự án. (3) Năng lực tài chính vững chắc để phát triển các dự án mới. (4) Tiềm năng tăng giá so với mức giá mục tiêu và so với mức tăng trưởng KQKD.

Doanh thu thuần



LNST



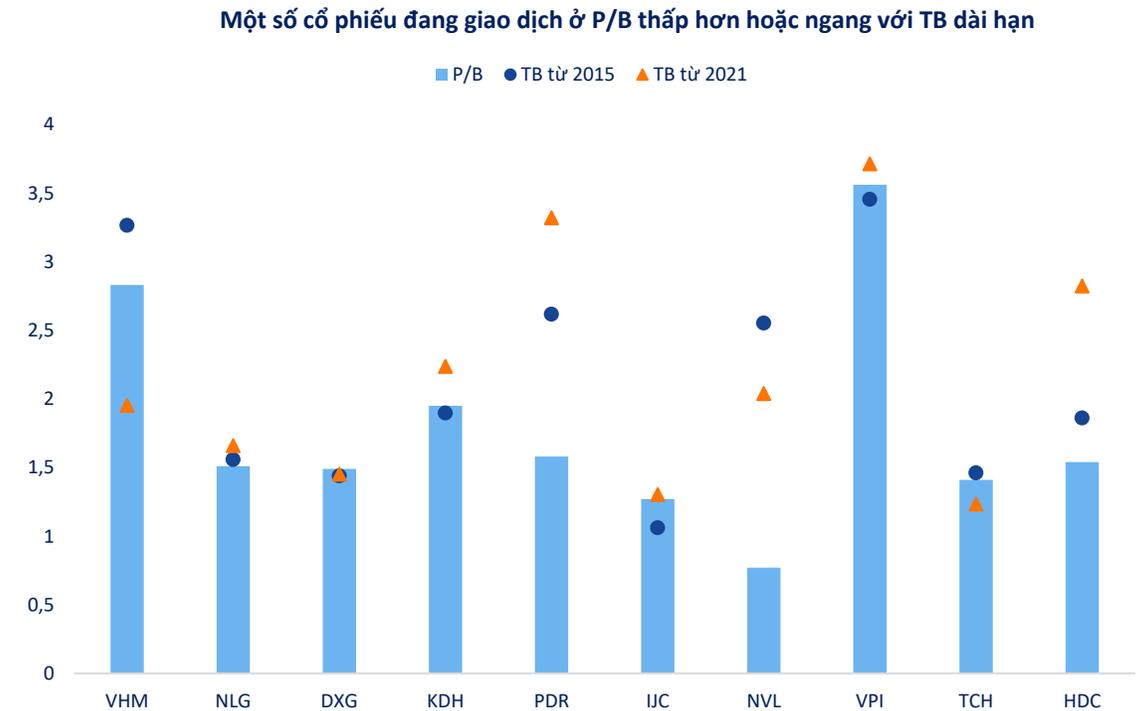
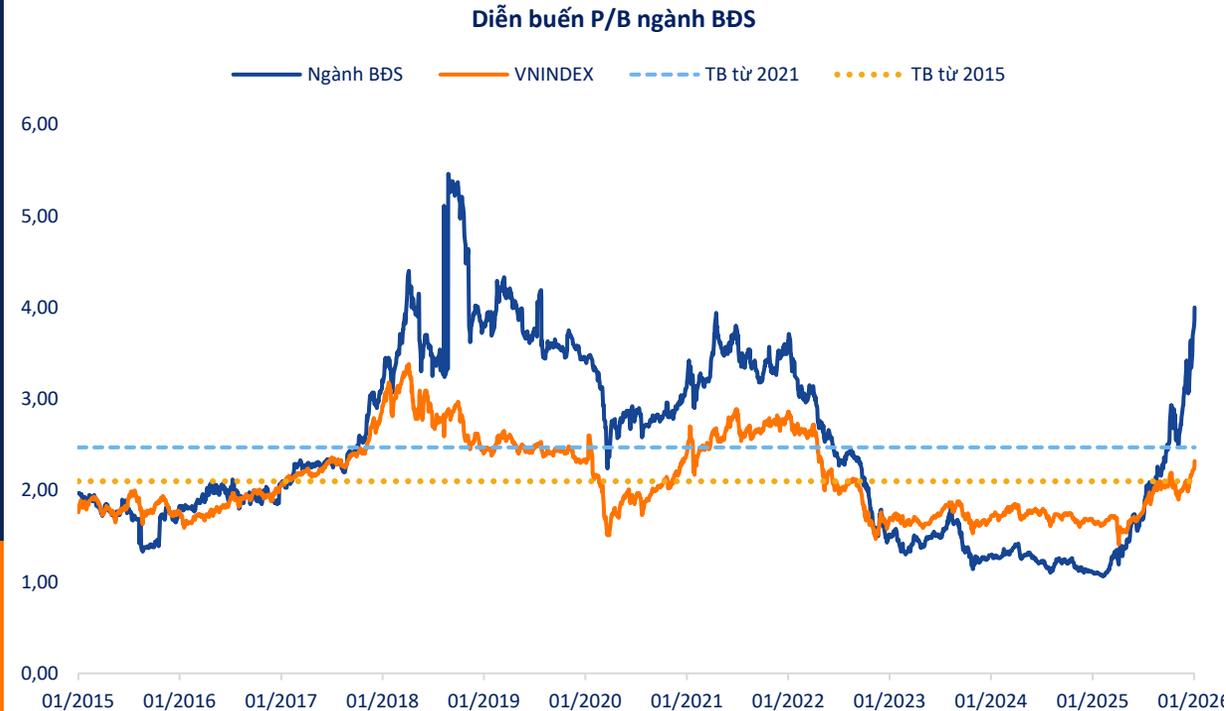
Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Dù định giá toàn ngành tương đối cao nhưng một số cổ phiếu vẫn đang ở vùng định giá khá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng.

Hiện tại, P/B của ngành BĐS đang cao hơn so với mức trung bình trong trung và dài hạn cũng như so với VN-Index. Tuy nhiên, một số cổ phiếu chúng tôi quan sát vẫn đang giao dịch ở P/B thấp hơn hoặc ngang mức trung bình kể từ năm 2015 đến nay. Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS đang ở giai đoạn tăng trưởng với động lực đến từ những yếu tố đã được đề cập ở trên. Theo đó, những doanh nghiệp có đủ năng lực để tận dụng xu hướng ngành sẽ được hưởng lợi trực tiếp. Dựa vào triển vọng kinh doanh cũng như tiềm năng tăng trưởng giá, chúng tôi lựa chọn **KDH**, **PDR** và **DXG** cho chiến lược đầu tư năm 2026.



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

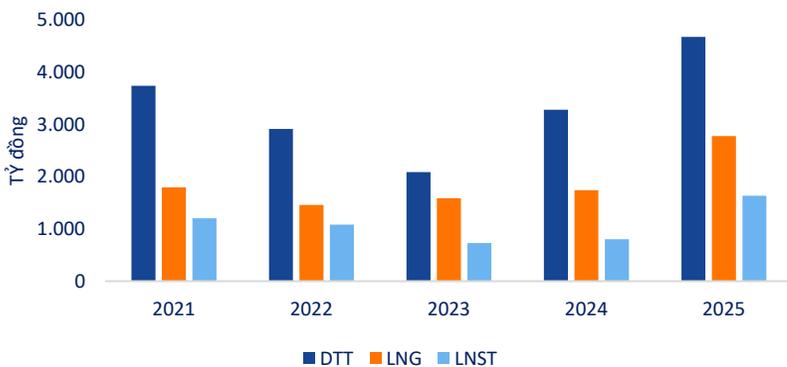
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

KDH

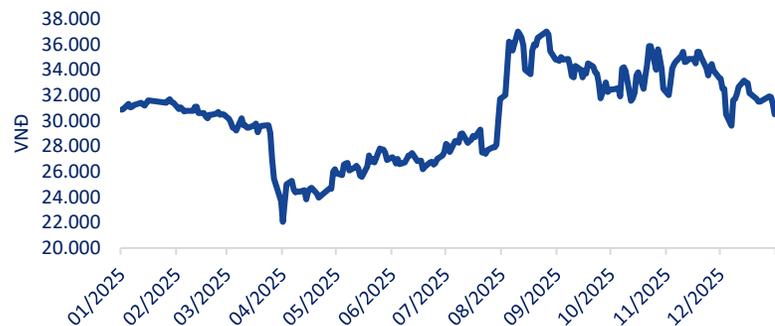
CTCP Đầu tư và kinh doanh Nhà Khang Điền

Giá hiện tại	27.150 VNĐ
Thị giá vốn	33.105,3 tỷ
CP tự do	1.122,2 triệu
EPS	850 đồng
P/B	1,78 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, KDH ghi nhận doanh thu thuần 4,6 nghìn tỷ đồng (+42,6% svck). Trong đó, chủ yếu đến từ việc bàn giao căn hộ thuộc phân khu thấp tầng dự án Gladia. Giá bán khoảng 250 triệu đồng/m². Giá vốn tăng 23,3% svck, thấp hơn tốc độ tăng của doanh thu giúp biên lợi nhuận gộp tăng 6% svck, đạt 59%. Nhờ hoạt động bàn giao dự án tích cực, KDH ghi nhận LNST 1,6 nghìn tỷ đồng (+103,3% svck), cao nhất trong vòng 10 năm qua.

Điểm nhấn đầu tư

- **Gladia là nguồn backlog chủ yếu trong năm 2026.** Chúng tôi kỳ vọng trong các đợt mở bán tiếp theo, dự án này sẽ tiếp tục ghi nhận hiệu suất bán hàng tốt trong bối cảnh nguồn cung nhà ở thấp tầng tại TP HCM duy trì tình trạng khan hiếm. Từ đó, tạo nền tảng tích cực cho KQKD cũng như nguồn lực tài chính để phát triển các dự án gối đầu. Trong năm 2026, tỷ trọng đóng góp của dự án trong tổng doanh thu ước đạt khoảng 80% nhờ việc mở bán cả sản phẩm thấp tầng và căn hộ cao tầng.
- **The Solina được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng cho giai đoạn 2026 – 2027.** Dự án này hiện đang triển khai thi công 500 căn biệt thự thuộc giai đoạn 1 và dự kiến sẽ được mở bán kể từ năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng The Solina sẽ có hiệu quả kinh doanh tốt nhờ sự phát triển của Vinhomes Cần Giờ và các hạ tầng đi kèm tại khu vực phía Nam TP.HCM sẽ làm tăng giá trị của dự án. Dự báo sản phẩm biệt thự sẽ có mức giá bán khoảng 200 triệu đồng/m² khi được mở bán. Từ đó, đem lại doanh thu 5.500 tỷ đồng trong giai đoạn 2026 - 2027.

Rủi ro

- Nguồn cung tăng trong năm 2026 có thể gây áp lực lên tốc độ hấp thụ

Định giá

Năm 2026, ước tính doanh thu thuần và LNST của KDH lần lượt đạt 5.757 tỷ đồng (+23,9% svck) và 2.320 tỷ đồng (+43,7% svck).

Ước tính giá trị hợp lý của KDH là khoảng **39.200 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

DXG

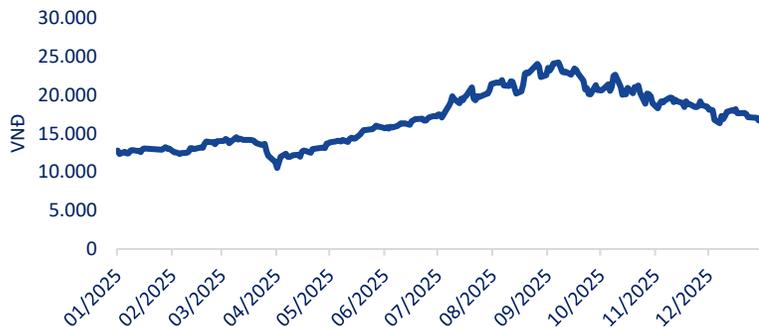
CTCP Tập đoàn Đất Xanh

Giá hiện tại	14.550 VNĐ
Thị giá vốn	17.853,8 tỷ
CP tự do	1.112,3 triệu
EPS	460 đồng
P/B	1,26 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, DXG ghi nhận doanh thu 4,1 nghìn tỷ đồng (-13,2% so với mức nền cao cùng kỳ), phản ánh tiến độ bàn giao dự án chậm trong năm. Trong khi doanh thu môi giới BĐS tăng trưởng tích cực 63,6% svck nhờ thị trường BĐS giao dịch sôi động hơn so với năm trước. Tuy nhiên, giá vốn và chi phí thuế TNDN giảm lần lượt 29% và 51% svck giúp LNST đạt 574,4 tỷ đồng (+26,7% svck).

Điểm nhấn đầu tư

- **Gem Skyworld là động lực hỗ trợ KQKD trong năm 2026.** Dự án Gem Skyworld bao gồm khoảng 4.000 căn thấp tầng và đất nền, hiện đã mở bán trên 60%. Trong Q3, DXG đã ký thỏa thuận bán sỉ 116 căn và đã bàn giao 50 căn. Số còn lại dự kiến sẽ được bàn giao trong Q4/2025 - Q1/2026. Bên cạnh đó, DXG cũng có kế hoạch sẽ tiếp tục mở bán dự án này trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ sẽ tiếp tục cải thiện nhờ được hưởng lợi từ tiến độ vận hành sân bay Long Thành và thị trường BĐS Đồng Nai có nhiều chuyển biến hồi phục tích cực.
- **Dự án The Privé ghi nhận tỷ lệ hấp thụ kỷ lục.** Tháng 8/2025, The Privé đã ghi nhận tỷ lệ mở bán kỷ lục khi giao dịch thành công toàn bộ giỏ căn hộ trong giai đoạn 1 là 1.027 căn (4 tháp). Chúng tôi cho rằng The Privé sẽ được hoàn thành mở bán toàn bộ dự án và bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2026, đồng thời là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2026 - 2027 nhờ thị trường căn hộ tại TP HCM vẫn khan hiếm nguồn cung trong khi nhu cầu ổn định và tập trung ở những dự án có vị trí đẹp và pháp lý rõ ràng.

Rủi ro

- Nguồn cung tăng trong năm 2026 có thể gây áp lực lên tốc độ hấp thụ

Định giá

Năm 2026, ước tính doanh thu thuần và LNST của DXG lần lượt đạt 5.500 tỷ đồng (+34,1% svck) và 830,5 tỷ đồng (+44,7% svck).

Ước tính giá trị hợp lý của DXG là khoảng **25.600 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

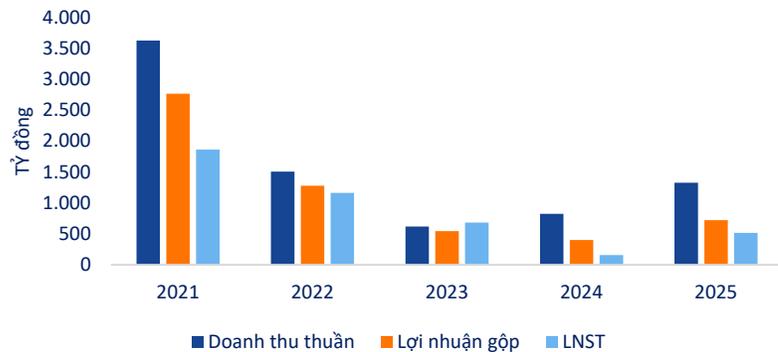
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

PDR

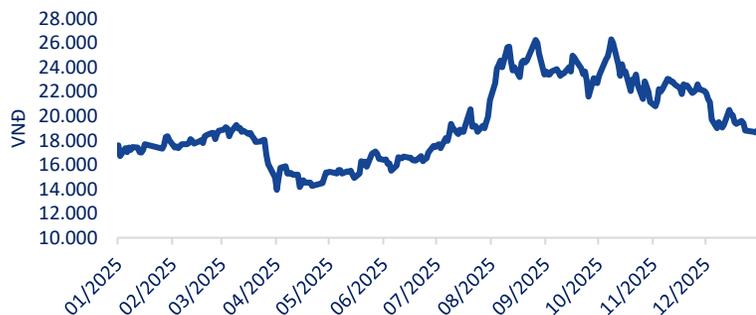
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt

Giá hiện tại	15.600 VNĐ
Thị giá vốn	17.511,6 tỷ
CP tự do	997,8 triệu
EPS	582 đồng
P/B	1,42 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, PDR ghi nhận doanh thu thuần 1,3 nghìn tỷ đồng (61,2% svck). Trong đó, chủ yếu đến từ bàn giao dự án Bắc Hà Thanh và chuyển nhượng dự án tại đường Kỳ Đồng (TP.HCM). LNST tăng mạnh 231,7% svck, đạt 514,6 tỷ đồng nhờ sự hồi phục của hoạt động kinh doanh thay vì đến từ thu nhập tài chính như các quý trước.

Điểm nhấn đầu tư

- **Tích cực mở rộng quỹ đất khu vực nội đô.** PDR đang đẩy mạnh hoạt động M&A để mua lại các dự án tại vùng trung tâm của HN và HCM. Gần đây nhất, công ty đã mua cổ phần tại CTCP Đầu tư Thương mại Dịch vụ AKYN để thực hiện dự án nhà ở thương mại trên khu đất số 239 Cách Mạng Tháng 8, TP. HCM. Việc triển khai các dự án tại vị trí trung tâm không chỉ giúp nâng cao giá trị BĐS mà còn thúc đẩy doanh số và tỷ lệ hấp thụ trong các đợt mở bán.
- **Nghị quyết 171 tháo gỡ vướng mắc cho 2 dự án tại Thủ Dầu Một.** Theo Nghị quyết này, PDR đã được HĐND tỉnh Bình Dương (cũ) phê duyệt thí điểm hai dự án khu nhà ở phức hợp cao tầng tại phường Phú Hòa (quy mô khoảng 28,23 ha) và phường Tương Bình Hiệp (quy mô khoảng 1,75 ha). Đây sẽ là các dự án trọng điểm sau khi PDR hoàn tất bàn giao dự án Bắc Hà Thanh. Với vị trí nằm tại trung tâm của tỉnh Bình Dương (cũ), 2 dự án này sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu ở thực và đầu tư đang trên đà tăng trưởng mạnh.

Rủi ro

- Condotel chiếm tỷ trọng khá lớn trong danh mục dự án của PDR. Đây là phân khúc hiện có thanh khoản và tỷ lệ hấp thụ thấp.

Định giá

Năm 2026, ước tính doanh thu thuần và LNST của PDR lần lượt đạt 1,841,7 tỷ đồng (+39% svck) và 736,5 tỷ đồng (+43,1% svck).

Ước tính giá trị hợp lý của PDR là khoảng **36.300 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CƠ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

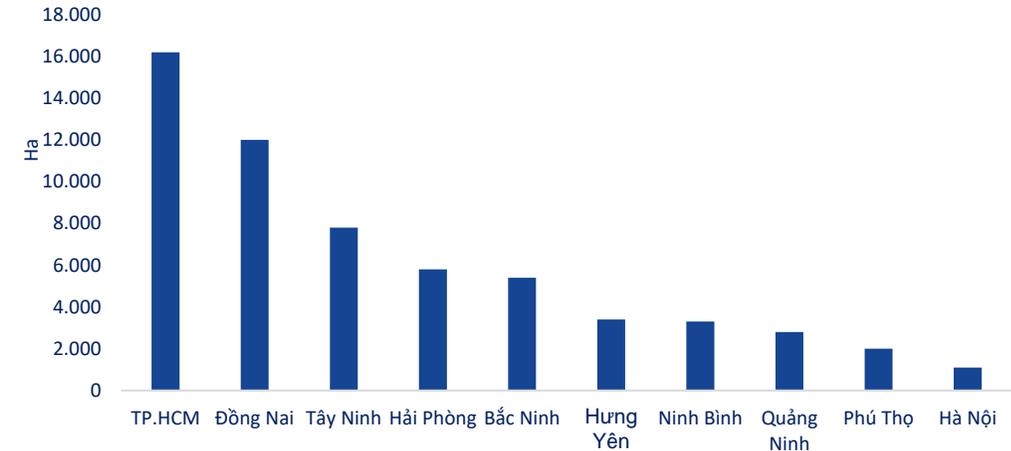
Nguồn cung mới sẽ dồi dào hơn nhờ đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án.

Q4/2025, nguồn cung trên toàn thị trường vẫn ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ svck. Theo Cushman & Wakefield, thị trường phía Bắc ghi nhận 640 ha đến từ ba dự án gồm: KCN Phúc Sơn (125 ha), KCN Quế Võ 2 – Giai đoạn 2 (277,64 ha) và KCN Đồng Văn V tại Ninh Bình (237 ha). Lũy kế đến hết Q4, tổng nguồn cung tích lũy đất khu công nghiệp tại thị trường miền Bắc đạt xấp xỉ 23.990 ha (+42,8% svck) nhờ sáp nhập tỉnh thành và đẩy nhanh cấp phép dự án mới. Mặt khác, thị trường phía Nam cũng ghi nhận 2.000 đất mới từ giai đoạn 1 của hai dự án quy mô lớn tại Đồng Nai là KCN Bàu Cạn - Tân Hiệp và KCN Xuân Quế - Sông Nhạn, nâng tổng diện tích đất KCN toàn vùng lên 36.400 ha (+28% svck).

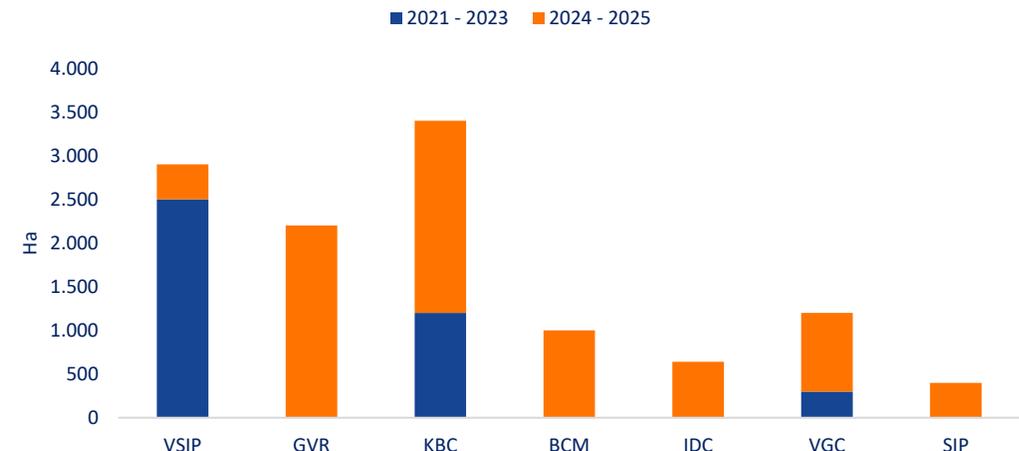
Chúng tôi cho rằng nguồn cung KCN sẽ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2026 nhờ:

- Chúng tôi nhận thấy tốc độ phê duyệt các dự án mới cũng có sự cải thiện đáng kể. Trong năm 2025, ước tính có khoảng 30 dự án mới được cấp phép đầu tư với diện tích khoảng 23 nghìn ha, tương đương với mức tăng trưởng quỹ đất 9,4% so với đầu năm và cao hơn so với mức tăng trung bình 10 năm là 3,5%. Điều này giúp quỹ đất của một số DN trong danh mục theo dõi của chúng tôi dự kiến sẽ được mở rộng đáng kể. Trong đó, KBC được phê duyệt thêm 6 KCN mới, nâng tổng diện tích đất thêm 2,200 ha. BCM có thêm hơn 1,000 ha tại KCN Cây Trường và Bàu Bàng mở rộng. IDC được bổ sung thêm 640 ha tại KCN Vinh Quang và Phú Long.
- Với định hướng khơi thông nguồn lực đất đai, tăng hiệu quả sử dụng đất, tạo quỹ đất hợp lý để phát triển công nghiệp dịch vụ, Nghị quyết 79-NQ/TW của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế nhà nước có thể thúc đẩy quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất tại GVR và các công ty con như NTC, PHR, DPR. Trong đó, GVR hiện đang quản lý 400 nghìn ha đất cao su và có kế hoạch chuyển đổi 40 nghìn ha đến năm 2030.

Diện tích đất KCN lũy kế đến Q4/2025



Diện tích đất KCN được cấp phép đầu tư mới



Nguồn: Cushman & Wakefield, VFS tổng hợp

II. NGÀNH – CƠ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

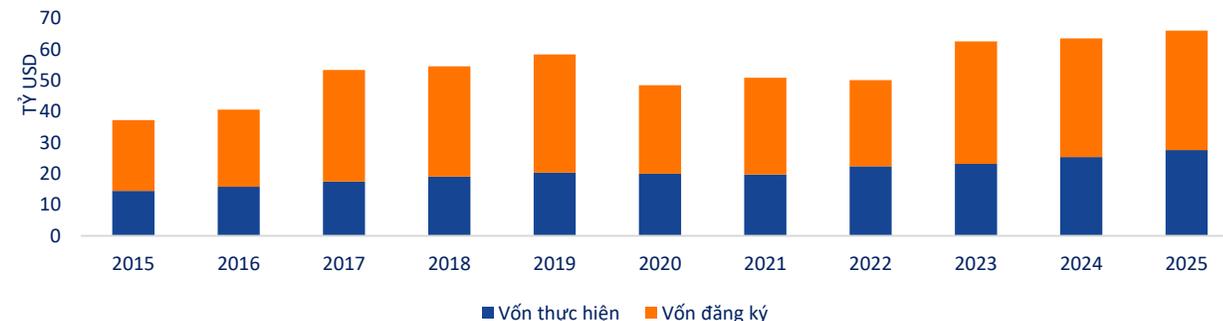
Triển vọng dòng vốn FDI hỗ trợ nhu cầu thuê đất.

Trong năm 2025, bất chấp kinh tế toàn cầu có nhiều biến động vốn FDI đăng ký vào Việt Nam đạt 38,42 tỷ USD (+0,5% svck). Đáng chú ý, số vốn FDI thực hiện cả năm ước đạt 27,62 tỷ USD, (+9% svck) và xác lập mức cao nhất trong giai đoạn 2021-2025. Điều này cho thấy các DN nước ngoài vẫn đang có xu hướng mở rộng sản xuất tại Việt Nam.

Chúng tôi kỳ vọng vốn FDI thực hiện sẽ duy trì xu hướng tăng trưởng khoảng 8 - 9% trong năm 2026. Từ đó, thúc đẩy nhu cầu thuê KCN. Các động lực bao gồm:

- Việt Nam có chính sách hội nhập thương mại sâu rộng với các thảo thuận thương mại tự do bao phủ hơn 80% nền kinh tế toàn cầu, giúp đa dạng hóa thị trường xuất khẩu.
- Các quy định pháp lý đang tích cực được sửa đổi, bổ sung. Trong đó, có thể kể đến Luật Đầu tư sửa đổi được Quốc hội thông qua ngày 11/12/2025 giúp đơn giản hoá đáng kể thủ tục đầu tư nước ngoài. Cụ thể, luật cho phép nhà đầu tư nước ngoài thành lập doanh nghiệp trước khi cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư. Mặt khác, UBCKNN đang tháo gỡ vướng pháp lý để hỗ trợ doanh nghiệp FDI đăng ký giao dịch, niêm yết trên sàn chứng khoán. Từ đó, giúp các doanh nghiệp FDI có thể mở rộng cơ hội, để dành đầu tư vào thị trường Việt Nam.
- Cơ sở hạ tầng giao thông đang được đẩy mạnh đầu tư đồng bộ với các dự án đường cao tốc, sân bay quốc tế, cảng biển giúp tiết kiệm thời gian di chuyển và giảm chi phí logistic.
- Một số khách hàng lớn thuộc các lĩnh vực sản xuất, công nghệ, điện tử...vẫn tiếp tục công bố kế hoạch mở rộng sản xuất tại Việt Nam.

Vốn FDI thực hiện duy trì xu hướng tăng



Một số thương vụ thuê đất của các DN FDI trong năm 2025

Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn đầu tư (triệu USD)	Tỉnh thành	Khu công nghiệp	Chủ đầu tư
AIC / KBC / Vietinbank	Hồng Kông	Trung tâm dữ liệu	2.000	TP.HCM	Tân Phú Trung	KBC
Syre	Thụy Điển	Dệt may	1.000	Bình Định	Nhơn Hội A	Sài Gòn – Nhơn Hội
HPG / CCEED / STG VN	VN / TQ / Mỹ	Pin	850	TP.HCM	Khu công nghệ cao	TP.HCM
Viettel	Việt Nam	Trung tâm R&D	380	Hà Nội	Khu CNC Hòa Lạc	Hà Nội
Luxshare-ICT	Trung Quốc	Điện tử	300	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	KBC
Goertek	Trung Quốc	Điện tử	N/A	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	KBC
Colorful Nylon Fiber	Trung Quốc	Sợi tổng hợp	120	BR-VT	Đất Đỏ	Tín Nghĩa – Phương Đông
Unilever	Anh	Hàng tiêu dùng	109	TP.HCM	Tây Bắc Củ Chi	Sài Gòn Tây Bắc
Hoa Sen Group	Việt Nam	Thép	90	Bình Định	Đô Thị Nhơn Hội	SNP
Sanyo Denki	Nhật Bản	Điện tử	47	Hưng Yên	Thăng Long II	Thăng Long II

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

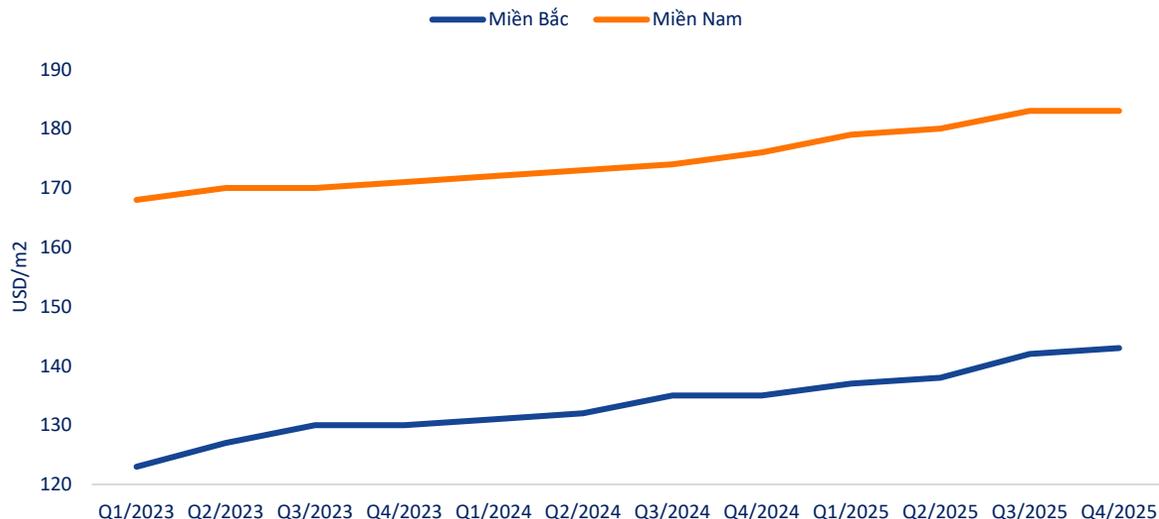
3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Tốc độ tăng trưởng giá cho thuê đất có thể chậm lại do nguồn cung có sự cải thiện rõ nét.

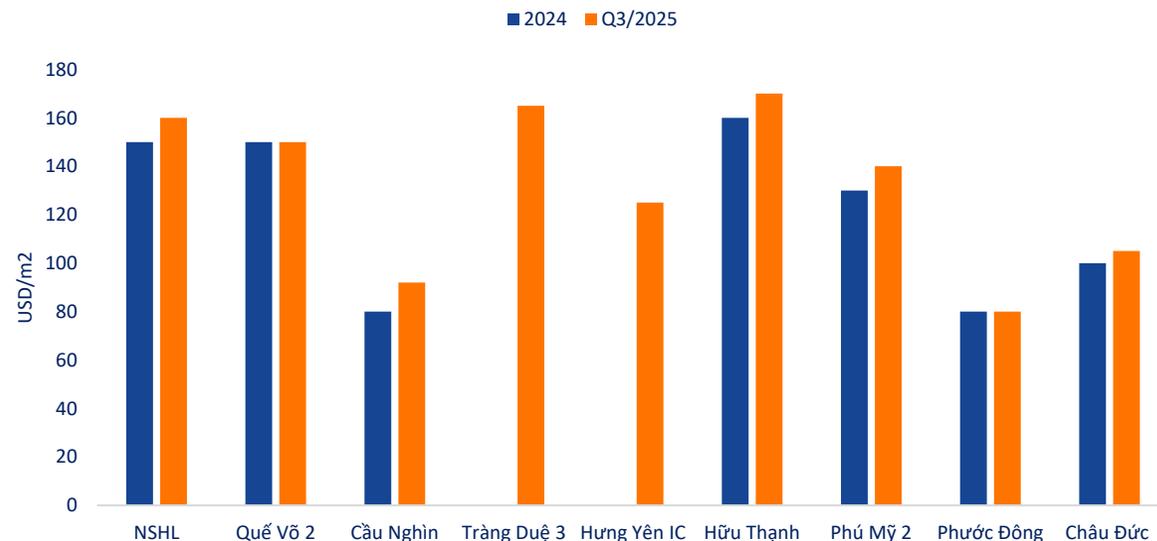
Theo CBRE, giá thuê đất trung bình tính đến Q4/2025 tại miền Bắc đạt 143 USD/m² (+4% svck) nhờ các KCN mới ở Hải Phòng với vị trí thuận lợi chào thuê với mức giá cao hơn. Tại thị trường phía Nam, giá thuê trung bình đạt 183 USD/m², (+4,4% svck). Nhìn chung, dù giá thuê đất vẫn ghi nhận tăng trưởng svck nhưng đã có phần thận trọng hơn so với mức trung bình 8 - 10% trong các năm trước, Nguyên nhân là do hầu hết các KCN hiện hữu duy trì giá thuê ổn định để thu hút khách hàng trong bối cảnh chưa ghi nhận nhu cầu đột biến. Trong khi một số KCN mới có vị trí xa trung tâm dẫn đến giá cho thuê thấp.

Chúng tôi kỳ vọng giá thuê trung bình sẽ tăng nhẹ khoảng 5% trong năm 2026, sắp xỉ mức tăng của năm 2025 và thấp hơn so với mức 7% của năm 2024 và 12% của năm 2023 để phản ánh bối cảnh nguồn cung mới cải thiện rõ nét cũng như các doanh nghiệp FDI tiếp tục thích ứng với những biến động của thương mại toàn cầu trong thời gian gần đây. Mặt khác, chúng tôi cho rằng việc tăng giá cho thuê của các KCN sẽ có chọn lọc hơn. Trong đó, cơ hội thuộc về các dự án có vị trí thuận lợi thuộc các địa phương có cơ sở giao thông đồng bộ và chính sách thu hút đầu tư hấp dẫn.

Diễn biến giá cho thuê đất trung bình



Giá thuê đất của một số KCN



II. NGÀNH – CƠ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

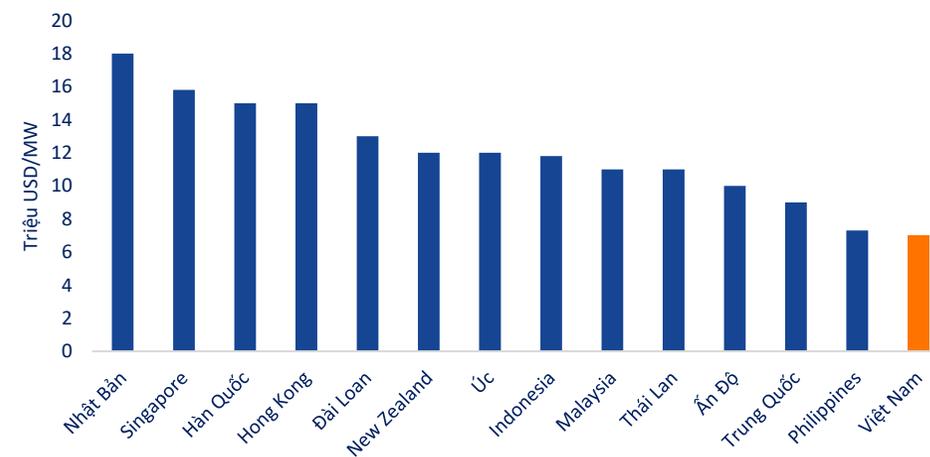
Hưởng lợi từ xu thế phát triển trung tâm dữ liệu.

Theo dự báo từ McKinsey & Company, từ năm 2023 đến 2030, nhu cầu trung tâm dữ liệu toàn cầu sẽ tăng trưởng với tốc độ kép hàng năm (CAGR) từ 19% đến 22% với khoảng 70% khối lượng xử lý sẽ liên quan đến AI. Sự bùng nổ của AI giúp thúc đẩy nhu cầu xây dựng các trung tâm dữ liệu. Trong bối cảnh đó, Việt Nam nổi lên là điểm đến hấp dẫn trong khu vực châu Á khi một số DN công nghệ lớn đã công bố kế hoạch đầu tư tại Việt Nam. Nổi bật trong làn sóng đầu tư này là việc liên doanh Samsung C&T – CMC công bố kế hoạch 1,3 tỷ USD để xây dựng khu phức hợp trung tâm dữ liệu tại TP.HCM, theo Data Center Knowledge. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp nội địa cũng tăng tốc đầu tư. CMC Telecom xây dựng trung tâm dữ liệu 120 MW tại TP.HCM, Viettel IDC khởi động trung tâm mới 140 MW, trong khi VNPT và FPT Telecom mở rộng mạng lưới trung tâm dữ liệu tại Hà Nội và TP.HCM.

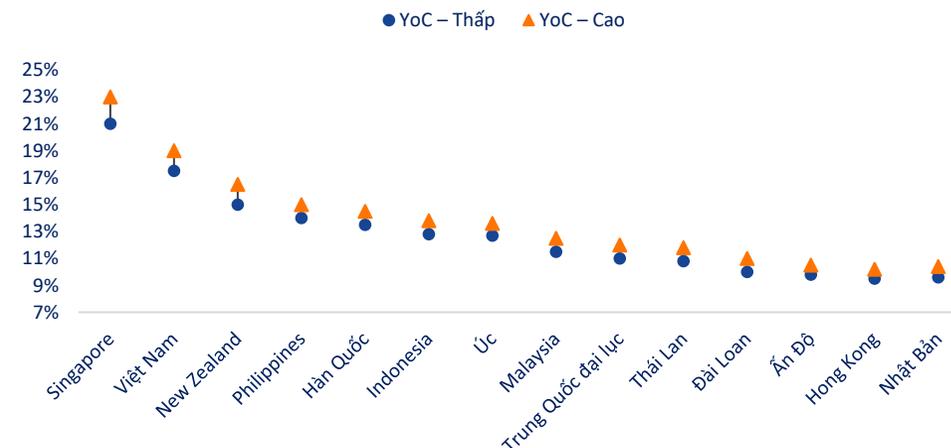
Chúng tôi đánh giá trung tâm dữ liệu không chỉ là hướng kinh doanh mới mà còn là xu thế tất yếu của ngành BĐS KCN khi hợp đồng thuê trung tâm dữ liệu hầu hết là hợp đồng dài hạn và nhu cầu thuê ít bị ảnh hưởng bởi tính chu kỳ như bất động sản cho thuê truyền thống. Điều này giúp chủ đầu tư hưởng lợi ích ổn định và lâu dài hơn. Trong đó, lợi thế sẽ nghiêng về các KCN có vị trí thuận lợi, hạ tầng kỹ thuật điện được thiết kế đồng bộ. Dự báo Việt Nam vẫn sẽ là tiếp tục thu hút các DN công nghệ phát triển mô hình trung tâm dữ liệu trong thời gian tới nhờ các động lực sau:

- 1) Hiệu suất đầu tư trên chi phí ở Việt Nam đạt từ 17,5% đến 18,8%, chỉ xếp sau Singapore (dẫn đầu khu vực với YoC từ 21% đến 23%). Bên cạnh đó, chi phí phát triển trung bình cho mỗi MW công suất trung tâm dữ liệu tại Việt Nam, bao gồm cả chi phí xây dựng và đất, đạt 7,1 triệu USD/MW, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình khu vực là 10,1 triệu USD/MW và thấp gần một nửa so với Nhật Bản, là thị trường có chi phí cao nhất với khoảng 18 triệu USD/MW.
- 2) Luật Đầu tư sửa đổi cùng với các chính sách ưu đãi mới đang tạo điều kiện thuận lợi để thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Đồng thời, Chương trình Chuyển đổi số Quốc gia đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy quá trình số hóa và phát triển nền kinh tế số tại Việt Nam.

Chi phí phát triển trung bình trên mỗi MW



Thị trường Việt Nam có hiệu suất sinh lời trên chi phí đứng thứ 2 trong khu vực châu Á



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

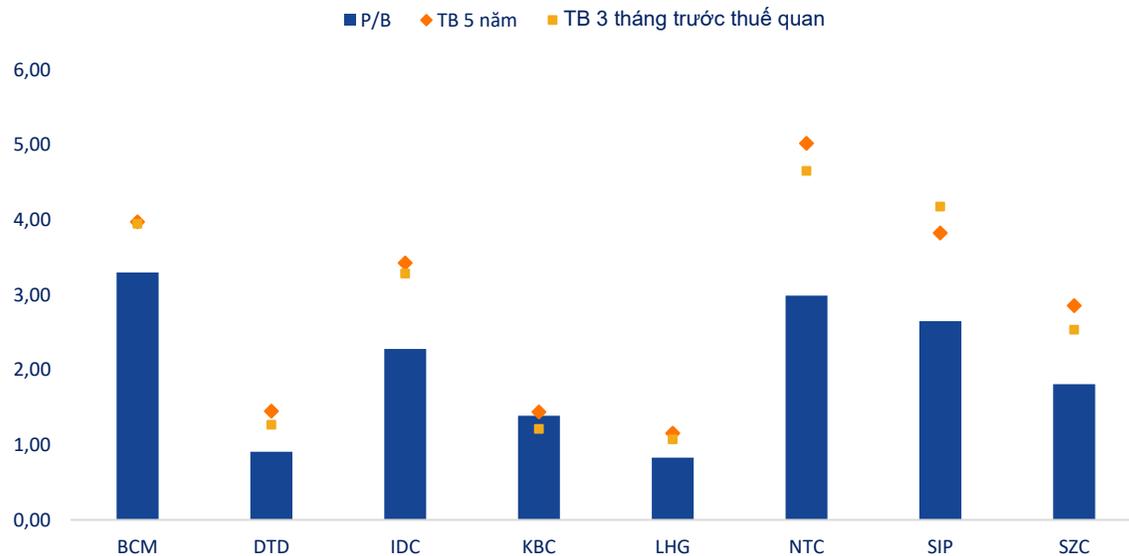
Định giá đang ở vùng tương đối hấp dẫn.

Ngành BĐS KCN đang giao dịch ở P/B 1,8 lần, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm. Đáng chú ý, hệ số P/B của hầu hết các cổ phiếu trong danh mục theo dõi của chúng tôi hiện đang thấp hơn so với mức trung bình 3 tháng trước thuế quan cho thấy giá cổ phiếu đã phản ánh rủi ro từ những tác động của chính sách thuế quan Mỹ. Chúng tôi đánh giá ngành BĐS KCN sẽ tiếp tục hồi phục trong năm 2026 nhờ nguồn cung dồi dào hơn cũng như nhu cầu thuê đất được thúc đẩy bởi triển vọng thu hút FDI khi Chính phủ nỗ lực cải cách thể chế cũng như đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng. Vì vậy, đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu BĐS KCN cho giai đoạn phục hồi khi định giá đang ở vùng tương đối hấp dẫn trong khi giá trị tài sản của DN ngày càng tăng nhờ đẩy mạnh mở rộng quỹ đất. Chúng tôi ưu tiên doanh nghiệp có quỹ đất lớn sẵn sàng khai thác hoặc có năng lực triển khai dự án nhanh. Theo đó, cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong năm 2026 gồm **KBC** và **IDC**.

Định giá ngành BĐS KCN



Nhiều cổ phiếu đang giao dịch ở P/B thấp hơn TB 5 năm và TB 3 tháng trước thuế quan



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

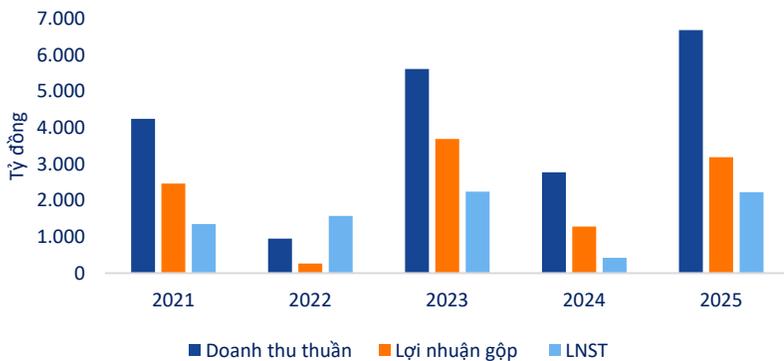
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

KBC

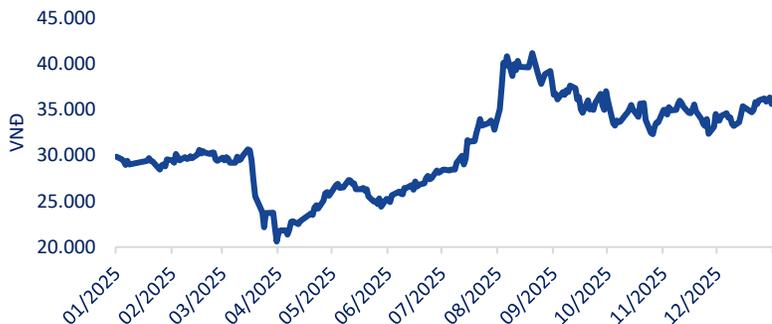
Tổng Công ty Phát triển Đô Thị Kinh Bắc

Giá hiện tại	35.600 VNĐ
Thị giá vốn	33.526,5 tỷ
CP tự do	941,7 triệu
EPS	1.667 đồng
P/B	1,38 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, KBC ghi nhận doanh thu thuần 6,6 nghìn tỷ đồng (+140,9% svck) đến từ hoạt động cho thuê đất KCN khả quan. Bên cạnh đó, doanh thu BĐS nhà ở cũng có sự đóng góp rõ nét hơn nhờ đẩy mạnh bàn giao tại dự án NOXH Nềnh và Tràng Duệ. Dù tăng quy mô doanh thu nhưng chi phí hoạt động vẫn được kiểm soát tốt. Nhờ đó, KBC ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 426,4% svck, đạt 2,2 nghìn tỷ đồng.

Điểm nhấn đầu tư

- Hoạt động cho thuê đất KCN đang ghi nhận những tín hiệu cải thiện đáng kể** về tiến độ bàn giao đất cũng như diện tích MOU ký mới. Tính đến hết Q3, backlog của KBC còn khoảng 96 ha đất, chủ yếu thuộc KCN Tràng Duệ 3 và Quế Võ 2 mở rộng. Điều này sẽ đảm bảo doanh thu mảng BĐS KCN. Sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể bàn giao khoảng 140 - 150 ha. Doanh thu ước đạt 5.100 tỷ đồng.
- Nhiều dự án lớn đã có những chuyển biến tích cực** như KCN Tràng Duệ 3 (đã đền bù 200 ha), KCN Quế Võ 2 mở rộng (dự kiến khởi công trong Q1/26). Ngoài ra, KBC được phê duyệt ba KCN mới gồm KCN Phú Bình (675 ha), KCN Sông Hậu 2 (380 ha) và KCN Bình Giang (148 ha). Đáng chú ý, KCN Tràng Duệ 3 và KCN Quế Võ mở rộng nhận được sự quan tâm của các DN FDI khi có diện tích ký MOU lần lượt là 30 ha và 50 ha. Đây là những dự án gối đầu sẽ bổ sung vào nguồn cung đất của KBC khi các KCN hiện hữu được lấp đầy. Dự kiến KCN Tràng Duệ 3 và KCN Quế Võ mở rộng sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu kể từ năm 2026.

Rủi ro

- Biến động thương mại toàn cầu có thể làm ảnh hưởng đến nhu cầu thuê đất.
- Chi phí GPMB tăng sau khi Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực kể từ năm 2025 sẽ làm tăng chi phí đền bù.

Định giá

Năm 2026, ước tính doanh thu thuần và LNST của KBC lần lượt đạt 7.800 tỷ đồng (+18,1% svck) và 2.464 tỷ đồng (+12% svck).

Ước tính giá trị hợp lý của KBC là khoảng **43.300 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

IDC

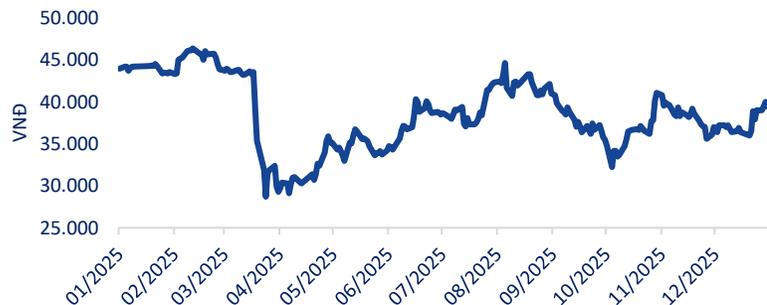
Tổng công ty IDICO

Giá hiện tại	49.600 VNĐ
Thị giá vốn	14.914,3 tỷ
CP tự do	379,4 triệu
EPS	4.850 đồng
P/B	2.49 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, IDC ghi nhận doanh thu 8,5 nghìn tỷ đồng (-2,9% svck). Trong đó, 45% đến từ mảng cung cấp điện nhờ giá bán điện tăng 4,8% kể từ Q2. Doanh thu KCN giảm 21% so với mức nền cao năm trước, đạt 2,4 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, hoạt động cho thuê đất đã có những tín hiệu cải thiện trong 2H2025 nhờ bàn giao các hợp đồng thuê đất quy mô trên 10 ha tại một số KCN như Quế Võ 2, Hựu Thạnh, Phú Mỹ 2 MR... Lợi nhuận sau thuế đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (-1,6% svck).

Điểm nhấn đầu tư

- **Kỳ vọng doanh thu cho thuê đất KCN của IDC sẽ có sự cải thiện** trong năm 2026 khi những tác động liên quan đến vấn đề thuế quan giảm dần. Chúng tôi nhận thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi là cho thuê KCN đang bắt đầu ghi nhận tín hiệu cải thiện. Do đó, chúng tôi nâng dự báo diện tích đất cho thuê năm 2026 có thể hồi phục tích cực hơn nhờ đưa vào vận hành 2 KCN ở phía Bắc. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ cho thuê khoảng 100 - 110 ha.
- **Sở hữu danh mục dự án với vị trí đa dạng, IDC tiếp tục mở rộng quỹ đất tại phía Bắc.** IDC hiện đang đầu tư và vận hành 14 KCN. Hầu hết các KCN đều có vị trí thuận lợi. Bên cạnh đó, IDC tiếp tục triển khai xây dựng 2 KCN ở phía Bắc gồm KCN Vinh Quang (Hải Phòng) với diện tích 350 ha và KCN Phú Long (Ninh Bình) với diện tích KCN 345 ha. Chúng tôi đánh giá việc phát triển các KCN tại thị trường cấp 2 như Ninh Bình, Thái Bình... là chiến lược phù hợp trong bối cảnh tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê đất tại các tỉnh này liên tục tăng trong những năm gần đây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng KCN Vinh Quang và Phú Long sẽ là động lực mới, đóng góp vào doanh thu của IDC tại thị trường phía Bắc kể từ năm 2026.

Rủi ro

- Biến động thương mại toàn cầu có thể làm ảnh hưởng đến nhu cầu thuê đất.
- Chi phí GPMB tăng sau khi Luật Ddaasrt đại sửa đổi có hiệu lực kể từ năm 2025 sẽ làm tăng chi phí đền bù.

Định giá

Năm 2026, ước tính doanh thu thuần và LNST của IDC lần lượt đạt 9.476 tỷ đồng (+10,5% svck) và 2.711,3 tỷ đồng (+17,3% svck).

Ước tính giá trị hợp lý của IDC là khoảng **58.100 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH NGÂN HÀNG

Tăng trưởng tín dụng năm 2026 duy trì trên mức nền cao của cùng kỳ.

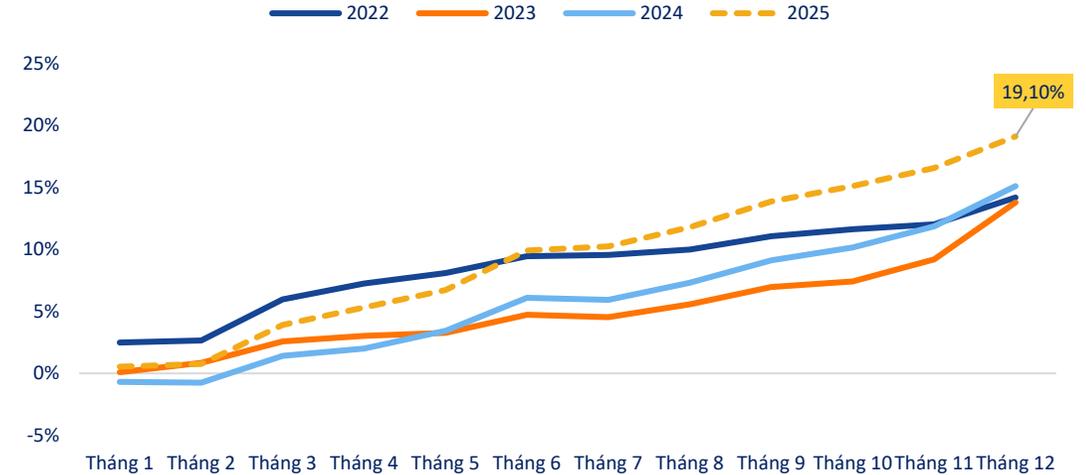
Trong cả năm 2025, tăng trưởng tín dụng đạt 19,1%, cao hơn so với mức 13,4% cùng kỳ. Nhóm NHTM tư nhân ghi nhận đà tăng trưởng mạnh hơn so với nhóm ngân hàng quốc doanh, chủ yếu đến từ cho vay KHDN thuộc lĩnh vực sản xuất. Thương mại và dịch vụ. Điều này phản ánh định hướng điều hành chính sách tiền tệ cởi mở cũng như nhu cầu vốn lớn của nền kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh nhiều dự án cơ sở hạ tầng được thúc đẩy ở giai đoạn cuối năm.

Trong năm 2026, NHNN đưa ra mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15%, thấp hơn so với kế hoạch 16% trong năm 2025. Chúng tôi đánh giá tín dụng vẫn sẽ duy trì ổn định trên mức nền cao cùng kỳ nhờ:

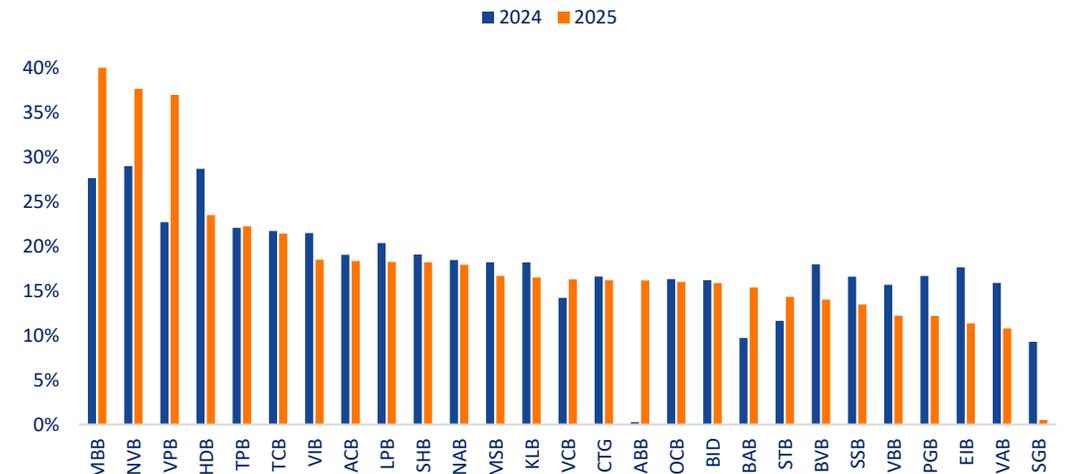
- (1) Chính phủ hướng đến mục tiêu tăng trưởng kinh tế 10% trong năm 2026 nhờ sự đings góp từ nội lực kinh tế trong nước. Điều này đòi hỏi sự hỗ trợ mạnh mẽ từ chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ.
- (2) Nhiều nhóm ngành duy trì đà hồi phục như bất động sản, sản xuất, xuất nhập khẩu có thể làm tăng nhu cầu vay vốn. Từ đó, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Chúng tôi đánh giá động lực chính để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong năm 2026 sẽ tập trung vào nhóm KHDN nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng GDP 10%. Cơ cấu tín dụng sẽ ưu tiên các khoản vay trung và dài hạn, được thúc đẩy bởi sự hồi phục của sản xuất và xuất nhập khẩu cũng như việc đẩy nhanh các dự án đầu tư công. Bên cạnh đó, cho vay KHCB cũng sẽ có sự cải thiện, được thúc đẩy bởi cho vay mua nhà và vay tiêu dùng. Nhìn chung, lợi thế mở rộng quy mô tín dụng trong năm 2026 sẽ thuộc về nhóm ngân hàng bán buôn với danh mục cho vay tập trung vào KHDN. Đồng thời, các ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc hoặc được xếp hạng cao sẽ nhận được room tín dụng cao hơn so với trung bình ngành.

Tăng trưởng tín dụng toàn ngành



Tăng trưởng tín dụng các ngân hàng niêm yết



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH NGÂN HÀNG

Tuy nhiên, NIM toàn ngành dự báo tiếp tục đi ngang so với năm 2025 và có sự phân hóa giữa các ngân hàng.

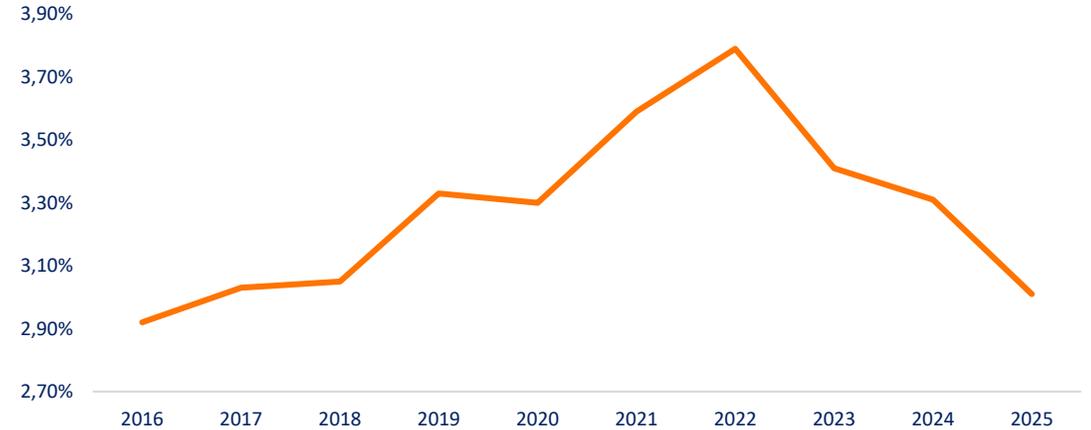
Năm 2025, NIM toàn ngành đạt 3%, duy trì xu hướng giảm 3 năm liên tiếp. Trong đó, đà giảm ghi nhận ở cả nhóm ngân hàng Quốc doanh và nhóm NHTM tư nhân. Nguyên nhân là do:

- (1) Các ngân hàng đẩy mạnh đầu tư công nghệ cũng như phát triển các sản phẩm miễn phí hoặc có chiết khấu cao nhằm mở rộng thị phần và thu hút khách hàng. Điều này tạo ra một cuộc cạnh tranh gay gắt, đặc biệt là về lãi và phí.
- (2) Trong bối cảnh NHNN điều hành chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng, các ngân hàng giảm lãi suất cho vay để kích cầu tín dụng. Tuy nhiên tăng trưởng huy động chậm hơn tín dụng nên không có nhiều dư địa hạ lãi suất huy động.

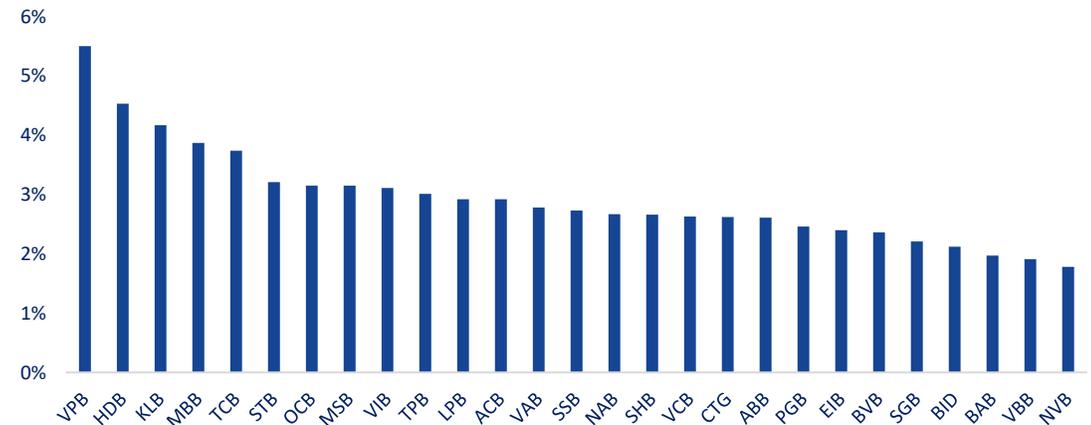
Trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng huy động chậm hơn so với tín dụng cũng như tình hình thanh khoản hệ thống có dấu hiệu căng thẳng hơn trong những tháng gần đây, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ còn tiếp tục tăng trong năm 2026 để đảm bảo nguồn vốn. Theo đó, lãi suất huy động tại nhóm ngân hàng tư nhân được dự báo tăng từ 50 - 75 điểm cơ bản. Trong khi nhóm ngân hàng Quốc doanh có mức tăng thấp hơn là khoảng 0,25 điểm cơ bản. Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức thấp trong 1H2026 để hỗ trợ nền kinh tế và tăng nhẹ về cuối năm theo đà tăng của lãi suất huy động cũng như nhu cầu vay vốn của nhóm KHDN được đẩy mạnh.

Chúng tôi dự báo NIM toàn ngành sẽ đi ngang trong năm 2026. Trong đó, NIM duy trì xu hướng giảm ở nửa đầu năm và cải thiện hơn về nửa cuối năm. Nhìn chung, bức tranh NIM của các ngân hàng niêm yết sẽ có sự phân hóa với ưu thế thuộc về những ngân hàng có chi phí vốn thấp hoặc tỷ lệ tăng trưởng CASA tích cực, có thể kể đến VPB, TCB, MBB. Ngược lại, các ngân hàng quy mô nhỏ có thể chịu sức ép về việc tăng lãi suất huy động cũng như duy trì lãi suất cho vay ở mức nền thấp nhằm hoàn thành mục tiêu tín dụng có thể khiến NIM tiếp tục suy giảm so với năm 2025.

NIM toàn ngành duy trì xu hướng giảm từ năm 2023



VPB đứng đầu hệ thống về NIM năm 2025



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

4. NGÀNH NGÂN HÀNG

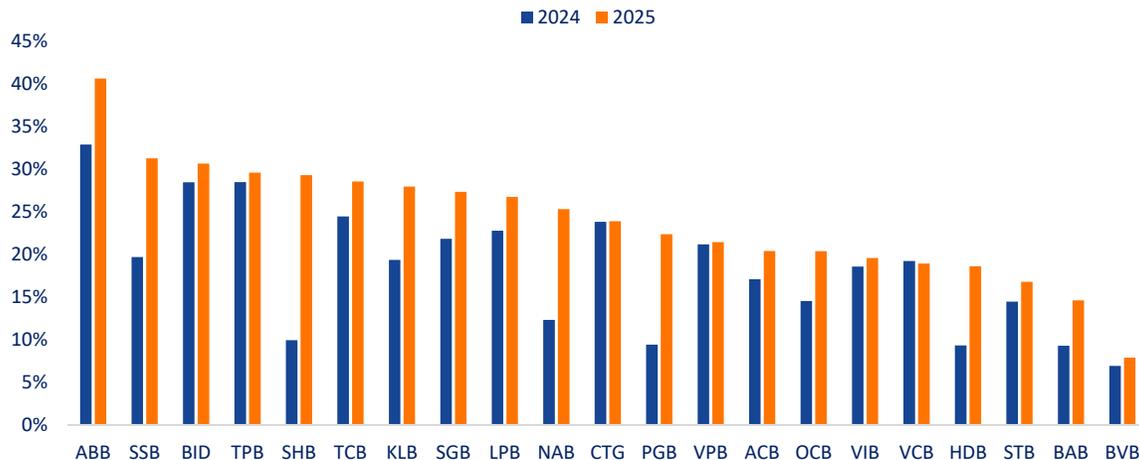
Trong bối cảnh NIM chưa có sự hồi phục rõ nét, nhiều ngân hàng có xu hướng đa dạng hóa cơ cấu doanh thu bằng nguồn thu nhập ngoài lãi

Năm 2025, thu nhập ngoài lãi toàn ngành đạt 176,1 nghìn tỷ đồng (+4,7% svck). Trong năm, nhiều ngân hàng như VPB, TCB, TPB, SHB...có xu hướng tăng tỷ trọng thi nhập ngoài lãi trên tổng thu nhập. Trong đó, chủ yếu đến từ phí. Trong bối cảnh NIM ngày càng thu hẹp, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ tiếp tục tập trung nhiều hơn vào thu nhập ngoài lãi nhờ mở rộng các dịch vụ như bảo hiểm, quản lý tài sản, tài trợ thương mại...nhằm đa dạng hóa nguồn thu cũng như giảm phụ thuộc vào tín dụng. Theo đó, chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi toàn ngành sẽ duy trì tăng trưởng khoảng 14% trong năm 2026.

Chúng tôi nhận thấy điều này sẽ tạo ra một số xu hướng sau:

- (1) Đầu tư mạnh vào công nghệ – ngân hàng số: tự động hóa quy trình, mục tiêu giữ chân khách hàng với chi phí thấp hơn và tăng hiệu quả vận hành. Các ngân hàng như TCB, MBB, TPB,... đang đi đầu trong xu hướng này.
- (2) Tăng tính chuyên môn hóa theo phân khúc khách hàng giúp ngân hàng giữ được lợi thế riêng.
- (3) Phát triển mô hình tập đoàn tài chính với đầy đủ các mảng gồm ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, sắp tới là thị trường tài sản số và vàng. Nổi bật có thể kể đến TCB và MBB. Điều này không chỉ giúp các ngân hàng đa dạng hóa doanh thu mà còn giữ chân khách hàng trong hệ sinh thái số, cũng như tạo ra lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ.

Nhiều ngân hàng có xu hướng tăng tỷ trọng thu nhập ngoài lãi



MBB, VPB và TCB là những ngân hàng tích cực hoàn thiện hệ sinh thái tài chính

	TCB	VPB	MBB
Quản lý nợ và khai thác tài sản	Techcombank AMC	VPB AMC	MB AMC
Chứng khoán	TCBS	VPBS	MBS
Quản ký quỹ	Techcom Capital		MB Capital
Tài chính tiêu dùng		VPB SMBC	Mcredit
Bảo hiểm nhân thọ	Techcom Insurance		MBLife
Bảo hiểm phi nhân thọ	Techcom Life	OPES	MIC

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

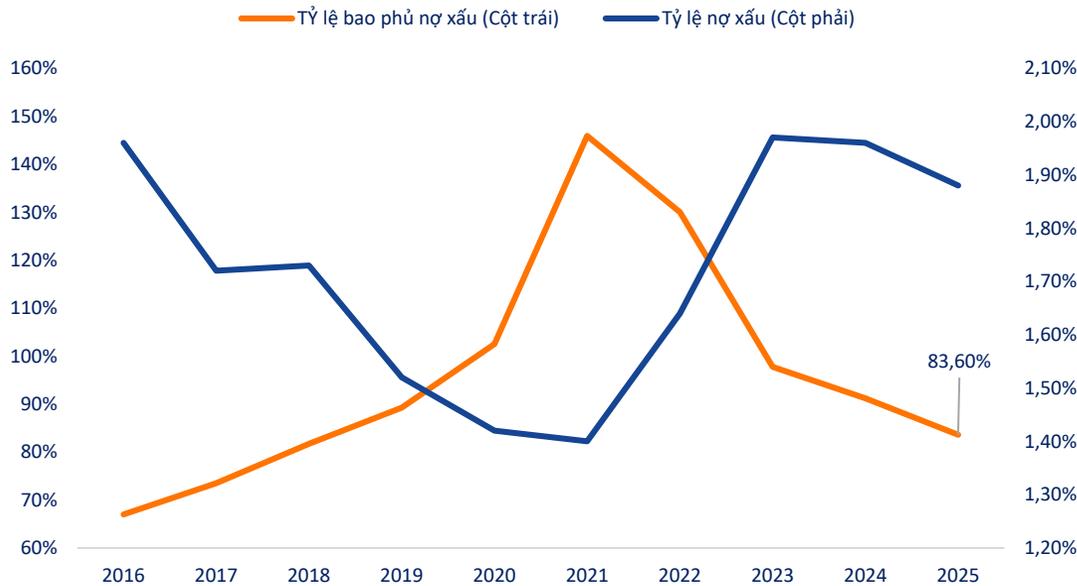
4. NGÀNH NGÂN HÀNG

Chất lượng tài sản trong năm 2026 sẽ không có nhiều biến động.

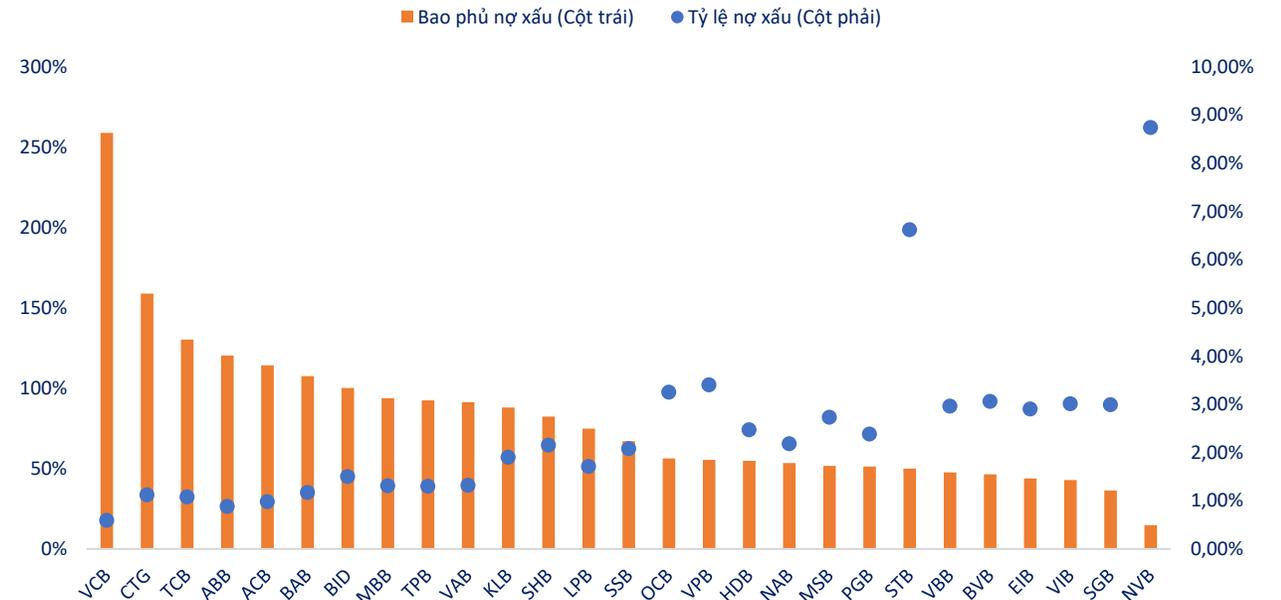
Năm 2025, tỷ lệ nợ xấu toàn ngành đạt 1,88% (-0,08% so với cuối năm 2024). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn chưa thể quay lại mức trên 100% như giai đoạn 2021 - 2020 và tiếp tục duy trì xu hướng giảm. Nguyên nhân là do nợ xấu tăng nhanh trong các năm trước mà các ngân hàng chưa thể bù đắp kịp chi phí dự phòng, dẫn đến tổng thể tỷ lệ LLR của toàn ngành có xu hướng sụt giảm. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng có sự phân hóa rõ nét. Trong khi nhóm ngân hàng quốc doanh ghi nhận trên 100% thì tỷ lệ này ở nhóm các ngân hàng có quy mô tài sản nhỏ hoặc tập trung cho vay khách hàng cá nhân chỉ đạt mức trung vị khoảng 50%.

Với xu hướng tiếp tục đẩy mạnh tín dụng để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế của Chính phủ trong năm 2026 thì việc các ngân hàng tăng vốn để nâng cao năng lực cho vay cũng như đáp ứng các quy định về quản trị rủi ro và an toàn vốn là điều tất yếu. Bên cạnh đó, việc luật hóa Nghị quyết 42 sẽ giúp các ngân hàng đẩy nhanh thời gian xử lý tài sản đảm bảo, đặc biệt là các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ BĐS cao trong danh mục cho vay. Như TCB, VPB hay các ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng yếu kém (VCB, MBB, VPB, HDB). Vì vậy, chúng tôi dự báo tỷ lệ LLR vẫn sẽ duy trì trên mức 80%.

Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu



VCB, CTG và TCB dẫn đầu ngành về chất lượng tài sản



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

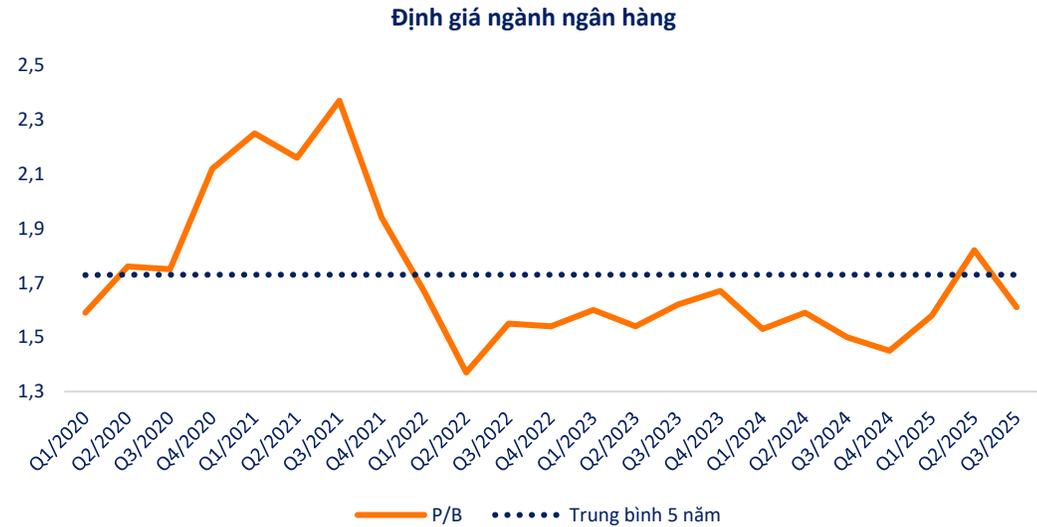
4. NGÀNH NGÂN HÀNG

Định giá ở vùng tương đối hấp dẫn.

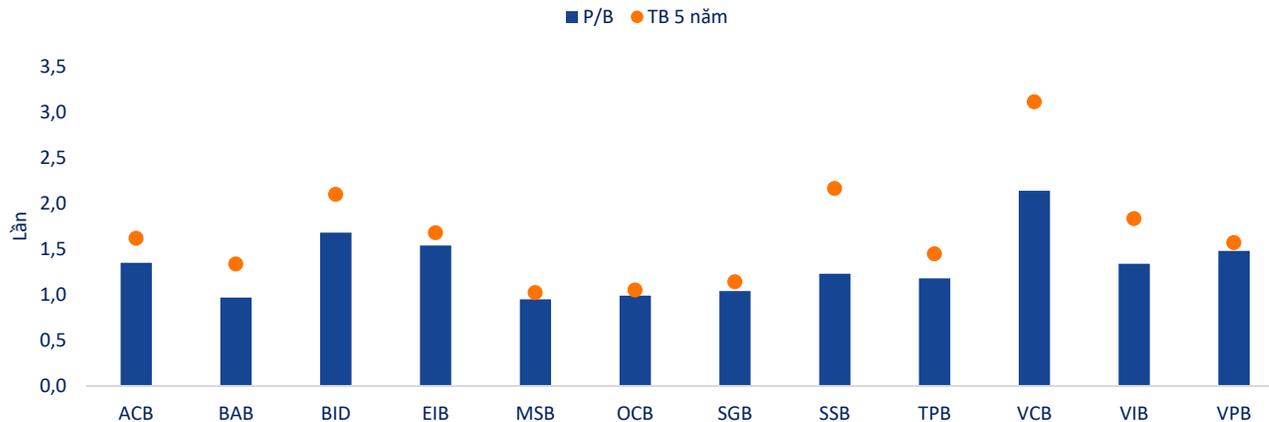
Ngành ngân hàng đang giao dịch ở P/B trung bình 1,61 lần, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 1,73 lần. Trong đó, nhiều ngân hàng ghi nhận P/B thấp hơn trung bình 5 năm, có thể kể đến ACB, BID, VCB, VPB, TPB... Nhìn chung, chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng vẫn đang ở vùng định giá khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng tín dụng. Bên cạnh đó, việc đẩy mạnh thu hồi nợ xấu cũng như mở rộng quy mô thu nhập ngoài lãi sẽ bù đắp cho sự suy giảm của NIM.

Trong vòng 3 năm gần đây, nhiều cổ phiếu ngân hàng ghi nhận hiệu suất đầu tư tăng liên tục và vượt trội so với thị trường. Với vùng định giá hiện tại, chúng tôi cho rằng đây vẫn là thời điểm tốt để tích lũy nhóm cổ phiếu này.

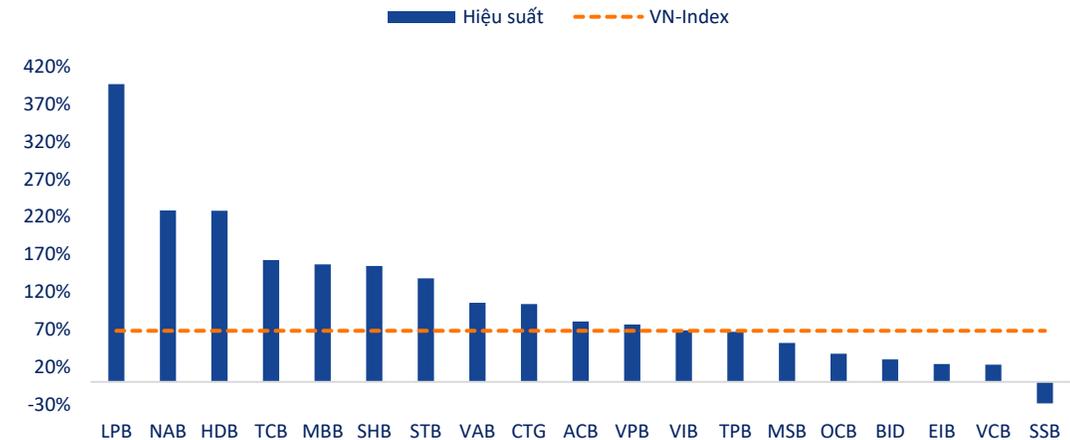
Chúng tôi ưa thích cổ phiếu **CTG, VPB và TCB** vì: (1) Tín dụng được đẩy mạnh từ hoạt động cho vay đầu tư công và KHDN. (2) Chi phí vốn thấp giúp nới rộng NIM. Hoặc (3) khả năng mở rộng thu nhập ngoài lãi nhờ mô hình tập đoàn tài chính.



Nhiều cổ phiếu ngân hàng đang giao dịch ở P/B thấp hơn trung bình 5 năm



Hiệu suất cổ phiếu ngân hàng so với VN-index giai đoạn 2023 - 2025



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

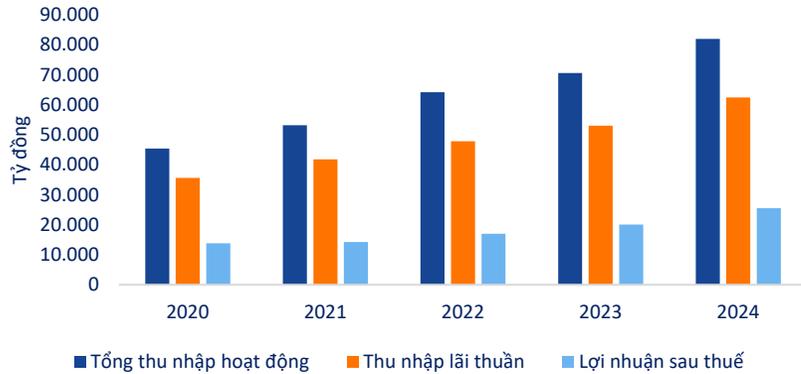
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

CTG

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam

Giá hiện tại	36.800 VNĐ
Thị giá vốn	273.784,8 tỷ
CP tự do	7.786,9 triệu
EPS	6.207 đồng
P/B	1,12 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, CTG ghi nhận tổng thu nhập hoạt động 81.908,6 tỷ đồng (+16,1% svck). Trong đó, chủ yếu đến từ thu nhập lãi thuần tăng 17,8% svck nhờ tăng trưởng tín dụng 16,8% svck, tương đương dư nợ vay đạt 1,72 triệu tỷ đồng. Bên cạnh đó, thu nhập ngoài lãi tăng 10,8% svck chủ yếu nhờ lãi từ hoạt động khác tăng 45% svck, đạt 8.418,8 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt 25.482,5 tỷ đồng (+27,1% svck) nhờ hoạt động kinh doanh khả quan cũng như tỷ lệ CIR đạt 28,1%, chỉ tăng nhẹ 0,6% svck.

Điểm nhấn đầu tư

- **Cho vay dự án đầu tư công và DN FDI thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.** Với vị thế lâu năm trong việc cho vay các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng cũng như doanh nghiệp FDI, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của CTG sẽ đạt khoảng 18% trong năm 2026, được hỗ trợ bởi mục tiêu thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ cũng như FDI giải ngân có xu hướng hồi phục trong những tháng cuối năm 2025. NIM duy trì quanh mức 2,7% do chi phí vốn tăng nhẹ về cuối năm trong bối cảnh tỷ lệ LDR ở mức cao cũng như áp lực thanh khoản kéo dài.
- Chất lượng tài sản tiếp tục duy trì vị thế top đầu ngành khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu đứng thứ 2 ngành, chỉ sau VCB.
- Việc đẩy mạnh thu hồi nợ và kinh doanh vàng miếng sẽ giúp mở rộng thu nhập ngoài lãi trong bối cảnh NIM thu hẹp.

Rủi ro

- Biến động thương mại toàn cầu có thể ảnh hưởng đến dòng vốn FDI vào Việt Nam cũng như hoạt động của các doanh nghiệp trong nước.

Định giá

Năm 2026, ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của CTG lần lượt đạt 96,5 nghìn tỷ đồng (+18,9% svck) và 30,6 nghìn tỷ đồng (+20,4% svck).

Ước tính giá trị hợp lý của CTG là khoảng **45.000 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

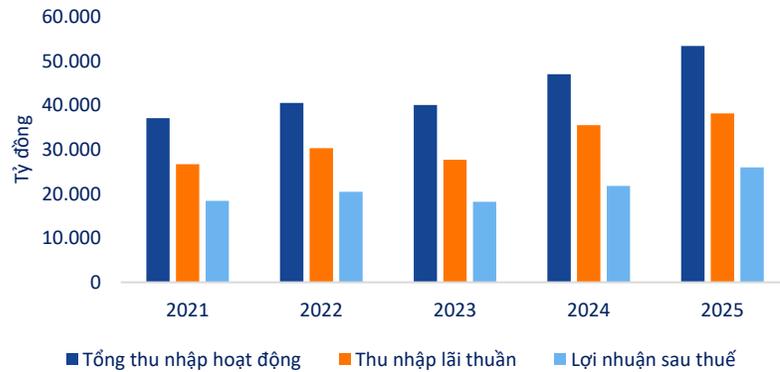
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

TCB

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam

Giá hiện tại	34.600 VNĐ
Thị giá vốn	242.349,4 tỷ
CP tự do	7.086,2 triệu
EPS	3.103 đồng
P/B	1,47 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, TCB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động 53.391,1 tỷ đồng (+13,6% svck). Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 38.155 tỷ đồng (+7,5% svck) nhờ dự nợ vay tăng mạnh 21,5% svck. NIM duy trì ở mức 3,74% (-0,5% svck) nhưng vẫn thuộc top các ngân hàng đứng đầu ngành. Mặt khác, thu nhập ngoài lãi ghi nhận mức tăng trưởng mạnh 32,6% svck, đóng góp 28,5% trên tổng thu nhập hoạt động, chủ yếu đến từ phí. hoạt động đầu tư chứng khoán và kinh doanh ngoại hối. Mặc dù chi phí hoạt động tăng 6,9% svck nhưng tỷ lệ CIR giảm 2% so với năm trước. Đạt 30,7% giúp LNST năm 2025 đạt 25.954,4 tỷ đồng (+19,3% svck).

Điểm nhấn đầu tư

- Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng tiếp tục duy trì vị trí top đầu ngành động lực tiếp tục đến từ cho vay bán lẻ đặc biệt là các sản phẩm cho vay mua nhà khi thị trường bất động sản trong nước hồi phục.
- Với vị thế top đầu ngành về tỷ lệ CASA, TCB có thể quản lý chi phí vốn tốt hơn so với các ngân hàng khác. Qua đó, tối ưu NIM trong bối cảnh lãi suất huy động được dự báo tăng nhẹ về cuối năm 2026.
- TCB với việc tập trung cho vay BĐS sẽ được hưởng lợi sau khi Nghị quyết 42 được luật hóa. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng có thể đẩy mạnh xử lý nợ xấu và giảm trích lập dự phòng trong năm 2026.
- Thu nhập ngoài lãi dự báo đóng góp khoảng 30 – 35% tổng thu nhập hoạt động nhờ đóng góp ngày càng tăng của các công ry trong hệ sinh thái gồm TCBS, và các công ty bảo hiểm.

Rủi ro

- Nhu cầu vay mua nhà chậm lại gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ của TCB.

Định giá

Năm 2026, ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của TCB lần lượt đạt 61,2 nghìn tỷ đồng (+14,6% svck) và 30 nghìn tỷ đồng (+15,8% vck).

Ước tính giá trị hợp lý của TCB là khoảng **46.000 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

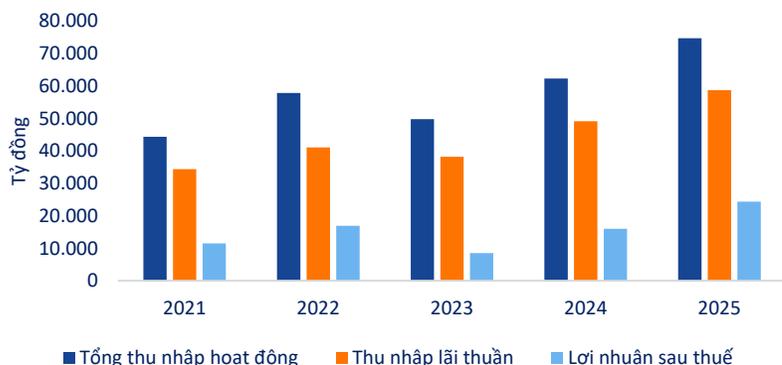
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

VPB

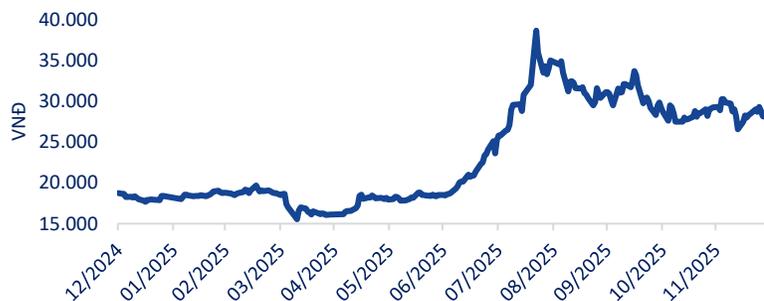
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng

Giá hiện tại	28.500 VNĐ
Thị giá vốn	222.149,9 tỷ
CP tự do	7.983,9 triệu
EPS	2.603 đồng
P/B	1,49 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, VPB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động 74.653,8 tỷ đồng (+19,9% svck). Trong đó, thu nhập ngoài lãi là điểm sáng, tăng 21,37% svck nhờ đóng góp từ VPX và OPES. Bên cạnh đó, thu nhập lãi thuần cũng ghi nhận đà tăng tích cực 19,5%, đạt 58.662,7 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi tăng trưởng dư nợ vay 36,2% svck, chủ yếu đến từ bất động sản, xây dựng và chứng khoán. Tín dụng tích cực giúp NIM đạt 5,5%, cao nhất toàn ngành. LNST đạt 24.354,6 tỷ đồng (+52,3% svck).

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng năm 2026 sẽ được thúc đẩy bởi hoạt động cho vay BĐS và vay mua nhà trong bối cảnh thị trường BĐS đang trong xu hướng hồi phục. Bên cạnh đó, lợi suất của các khoản vay có thể được cải thiện nhờ mở rộng cho vay tín chấp. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ duy trì vị thế đầu ngành về tăng trưởng tín dụng và NIM.
- Việc sở hữu hệ sinh thái tài chính gồm ngân hàng, chứng khoán, công ty tài chính và bảo hiểm giúp VPB có thể đa dạng các sản phẩm tài chính cũng như nguồn thu nhập.
- VPB được hưởng lợi từ việc nới lỏng sở hữu nước ngoài nhờ nhận chuyển nhượng ngân hàng yếu kém. Từ đó, ngân hàng có thêm dự địa để phát hành tăng vốn cho các cổ đông nước ngoài. Điều này không chỉ hỗ trợ tín dụng mà còn củng cố bộ đệm vốn của ngân hàng.

Rủi ro

- Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận của VPB.

Định giá

Năm 2026, ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của VPB lần lượt đạt 89,8 nghìn tỷ đồng (+20,3% svck) và 28,7 nghìn tỷ đồng (+18,1% vck).

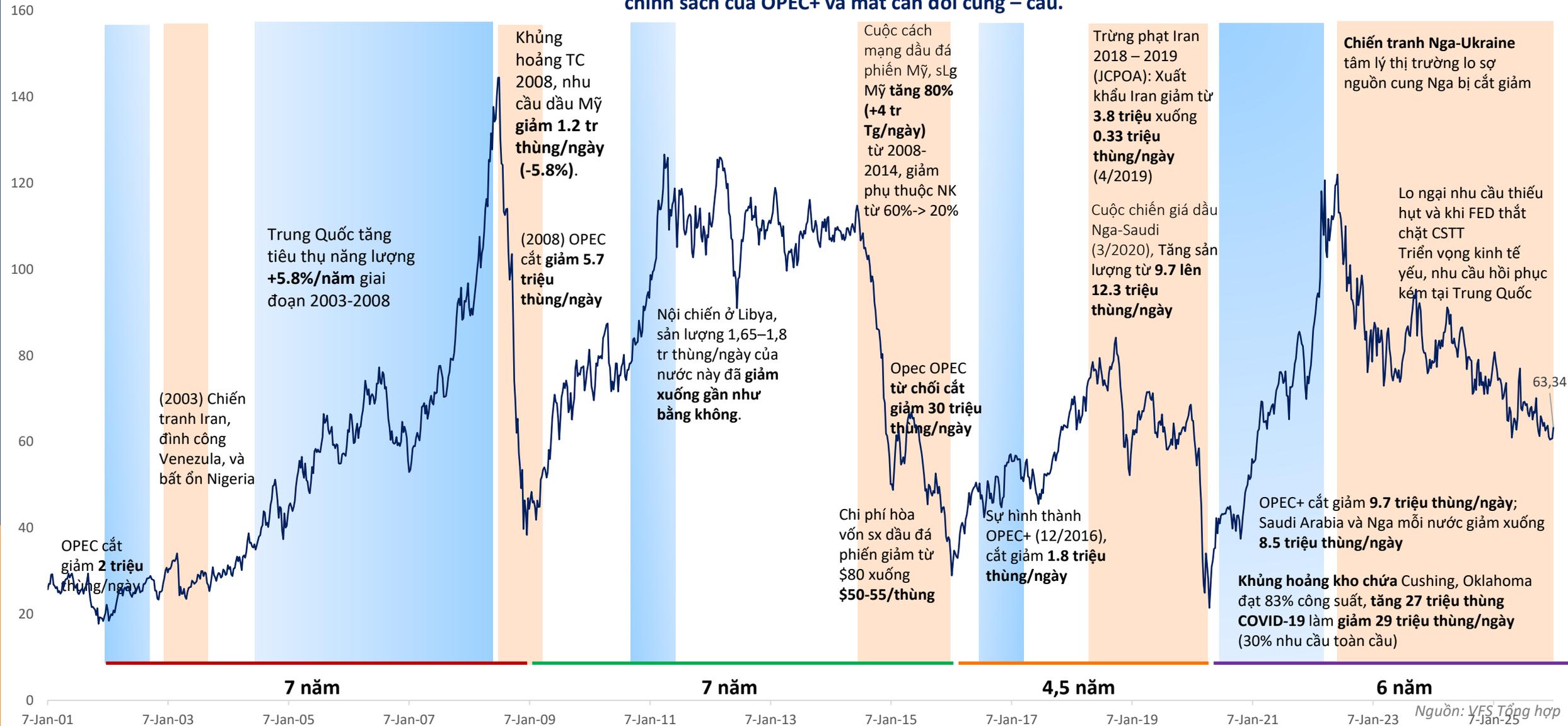
Ước tính giá trị hợp lý của VPB là khoảng **39.600 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CƠ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. NGÀNH DẦU KHÍ

Diễn biến giá dầu Brent – ngắn hạn tiêu cực, trung hạn tạo đáy

Từ năm 2001 đến nay, Giá dầu đã trải qua bốn chu kỳ biến động lớn (mỗi chu kỳ kéo dài từ 5 – 7 năm) và đang ở pha giảm cuối của chu kỳ thứ 4. Giá dầu phản ứng mạnh với các xung đột địa chính trị, chính sách của OPEC+ và mất cân đối cung – cầu.



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. NGÀNH DẦU KHÍ

Diễn biến giá dầu Brent – ngắn hạn tiêu cực, trung hạn tạo đáy

Dự báo lượng tồn kho dầu toàn cầu sẽ tiếp tục tăng trong suốt năm 2026, gây áp lực giảm giá dầu trong những tháng tới. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent dự kiến giảm từ mức trung bình **\$68/thùng năm 2025** xuống **\$56/thùng năm 2026**, trước khi phục hồi dần về **\$67-74/thùng vào 2027-2028**.

Giá dầu giai đoạn 2025 - 2026 chịu áp lực giảm giá kéo dài do ba yếu tố chính. **Thứ nhất**, việc nới lỏng kỷ luật nguồn cung của OPEC+ vẫn là một yếu tố chính, vào cuối tháng 9/2025 OPEC+ đã đẩy nhanh quyết định dỡ bỏ việc cắt giảm tự nguyện sản lượng **2,2 triệu thùng/ngày**.

Thứ hai, nguồn cung toàn cầu tiếp tục vượt quá nhu cầu, với sản lượng dầu của Mỹ dự kiến đạt kỷ lục **13,59 triệu thùng/ngày** vào năm 2025, trong khi tăng trưởng tiêu thụ toàn cầu vẫn chỉ giới hạn ở mức **1,4 triệu thùng/ngày**.

Thứ ba, lượng tồn kho toàn cầu tăng lên và lượng hàng dự trữ tăng từ **1,4-3,0 triệu thùng/ngày** trong giai đoạn 2025-2026 đang tạo ra tình trạng dư cung. Mặc dù căng thẳng địa chính trị ở Trung Đông và các lệnh trừng phạt đối với dầu của Nga thỉnh thoảng hỗ trợ giá, nhưng không đủ để bù đắp sự mất cân bằng cung-cầu.

Năm 2026, sản lượng dầu thô được dự đoán sẽ tiếp tục tăng lên bù đắp cho các gián đoạn từ Nga, trong khi nhu cầu thấp hơn trong mùa đông sẽ đẩy nhanh quá trình tích lũy tồn kho dầu, dẫn đến giá dầu thô còn chịu áp lực giảm trong những tháng tới.

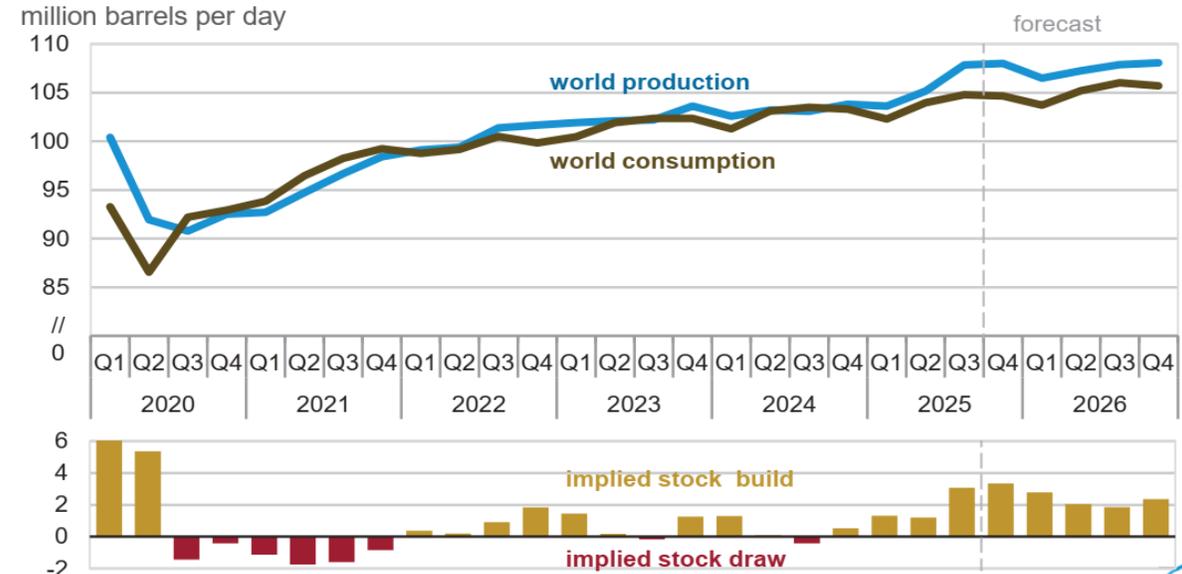
Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng **thị trường cân bằng lại từ nửa cuối 2026 đến 2027**. Dự báo tiêu thụ nhiên liệu lỏng toàn cầu sẽ tăng **1,1 triệu thùng/ngày** vào năm 2025 và **1,2 triệu thùng/ngày** vào năm 2026, chủ yếu tập trung tại châu Á. Trong đó, Trung Quốc đang xây dựng kho dự trữ chiến lược với mức nhập khẩu cao hơn 10% so với nhu cầu lọc dầu. Dự báo tổng tiêu thụ nhiên liệu lỏng tại Trung Quốc sẽ tăng 250.000 thùng/ngày vào năm 2025 và thêm **300.000 thùng/ngày** vào năm 2026. Lực mua này sẽ xuất hiện mạnh khi giá dầu giảm về mức hấp dẫn, ngăn giá rơi quá sâu. Bên cạnh đó, điểm hòa vốn của dầu đá phiến Mỹ ước tính \$60-62/thùng dầu WTI (tương đương ~\$65/thùng dầu Brent), tạo ngưỡng hỗ trợ kỹ thuật cho giá.

Dự phóng giá dầu Brent (đvị: dollar/thùng)



Nguồn: EIA, VFS tổng hợp

Sản lượng, tiêu thụ và tồn kho nhiên liệu lỏng toàn cầu



Data source: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, December 2025

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. NGÀNH DẦU KHÍ Hành lang pháp lý khơi thông mở ra chu kỳ đầu tư mới cho ngành dầu khí

Nguồn: Các văn bản Chính phủ, VFS tổng hợp

THƯỢNG NGUỒN (MẢNG DỊCH VỤ KHAI THÁC)

CHÍNH SÁCH CHỦ YẾU

- **Luật Dầu khí 2022** (Hiệu lực T7/2023): Sửa đổi hợp đồng PSC, ưu đãi thuế mỏ cận biên
- **Quy hoạch NLQG:** Mục tiêu khai thác dầu thô 6-9,5 triệu tấn dầu/năm (2021 – 2030); khai thác khí 5,5-15 tỷ m³ khí/năm (2021 – 2030)
- **NQ 70-NQ/TW:** Phân quyền PVN phê duyệt dự án (NQ 66.6/2025)
- **NĐ 146/2025:** Bộ Công Thương được giao quyền cấp giấy phép trong lĩnh vực dầu khí
- **NĐ 132/2024:** Đơn giản hóa việc đầu tư khai thác dầu khí nước ngoài, đặc biệt E&P, liên doanh quốc tế

TÁC ĐỘNG

Rút ngắn thời gian cấp phép, sửa đổi cơ chế hợp đồng chia sản phẩm (PSC) linh hoạt hơn, tạo điều kiện FID cho các mỏ cận biên, thúc đẩy đầu tư quốc tế.

Sự ưu tiên cho năng lượng tái tạo có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận mảng thượng nguồn trong dài hạn. Tuy nhiên, tác động này trong ngắn hạn là không đáng kể.

HƯỞNG LỢI: PVD, PVS

TRUNG NGUỒN (VẬN TẢI VÀ KHÍ)

CHÍNH SÁCH CHỦ YẾU

- **QĐ 983/QĐ-BCT:** Khung giá điện khí LNG: 3.069 VND/kWh
- **TT 12/2025/TT-BCT:** Công nhận chi phí FSRU, kho LNG và vận chuyển khí vào giá điện
- **GSA Nhơn Trạch 3-4:** Hợp đồng GSA 25 năm ổn định sản lượng phân phối khí trung nguồn
- **NĐ 100/2025:** Ưu tiên khí nội địa, LNG có hợp đồng dài hạn
- **Công văn 221/TTg-CN:** Chiến lược dự trữ dầu quốc gia đến 2030 - Yêu cầu tăng quy mô kho chứa dầu và vận chuyển đường biển

TÁC ĐỘNG

Hợp pháp hóa vai trò trung gian khí, khuyến khích đầu tư FSRU/LNG, ổn định sản lượng phân phối khí và định giá rõ ràng. Tăng nhu cầu vận tải dầu thô, xăng dầu nhập khẩu và dự trữ

HƯỞNG LỢI: GAS, PVT

HẠ NGUỒN (BÁN LẺ)

CHÍNH SÁCH CHỦ YẾU

Dự thảo NĐ sửa đổi 95/2021/NĐ-CP và 83/2014/NĐ-CP:

- Gia tăng vai trò thương nhân đầu mối
- Giảm mức tồn kho bắt buộc: 30 ngày xuống 20 ngày
- Định giá linh hoạt theo khung giá trần
- Minh bạch hóa chuỗi cung ứng

TÁC ĐỘNG

Cơ chế giá linh hoạt hỗ trợ tối ưu biên lợi nhuận trong bối cảnh giá dầu biến động, trong khi việc nới lỏng dự trữ tối thiểu giúp giảm áp lực vốn lưu động và tồn kho, qua đó cải thiện dòng tiền.

Tăng tính minh bạch cho thị trường, củng cố vị thế đầu mối của các doanh nghiệp bán lẻ trong ngành

HƯỞNG LỢI: PLX, OIL

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. NGÀNH DẦU KHÍ

Hưởng lợi từ triển vọng dài hạn đến 2030: chuyển dịch năng lượng và net zero 2050

QUY HOẠCH ĐIỆN VIII – GIAI ĐOẠN 2021 – 2030, TẦM NHÌN ĐẾN 2050

- **Tổng công suất nguồn điện (Không bao gồm XK):** 2030 là 183.291 - 236.363 MW; định hướng 2050 là 774.503 - 838.681 MW. Trong đó:
 - **Nhiệt điện khí trong nước:** 10.861-14.930 MW (chiếm tỷ lệ 5,9-6,3%)
 - **Nhiệt điện LNG:** 22.524 MW (chiếm tỷ lệ 9,5% - 12,3%)
- **Năng lực nhập khẩu LNG:** 8 tỷ m³ (2030), 15 tỷ m³ (2045)
- Cơ sở lọc dầu đáp ứng ≥70% nhu cầu trong nước
- Dự trữ xăng dầu chiến lược ≥90 ngày nhập ròng

HƯỞNG LỢI TRỰC TIẾP TỪ XU HƯỚNG CHUYỂN DỊCH NĂNG LƯỢNG

Ưu tiên: PVS (các dự án M&C điện gió ngoài khơi), GAS (XNK LNG, hydrogen xanh)

TẬN DỤNG CHU KỲ NGẮN - TRUNG HẠN

Ưu tiên: PVD (Lô B – Ô Môn 2027)

RỦI RO KHI PHỤ THUỘC VÀO NHIÊN LIỆU HÓA THẠCH TRUYỀN THỐNG

Quan sát: PLX, OIL (Kinh doanh xăng dầu), BSR (Lọc dầu)

NHẬN ĐỊNH

Giai đoạn 2025-2030: Dự án Lô B - Ô Môn và hạ tầng LNG là động lực tăng trưởng chính

Sau 2030: Xu hướng Net Zero tạo sự phân hóa mạnh mẽ giữa các doanh nghiệp

✓ VƯỢT TRỘI

PVS, GAS - Chủ động chuyển đổi sang năng lượng sạch (điện gió, LNG, hydrogen)

✗ CẦN THEO DÕI SÁT

BSR - Phụ thuộc nhiên liệu hóa thạch truyền thống, rủi ro tài sản mắc kẹt cao

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

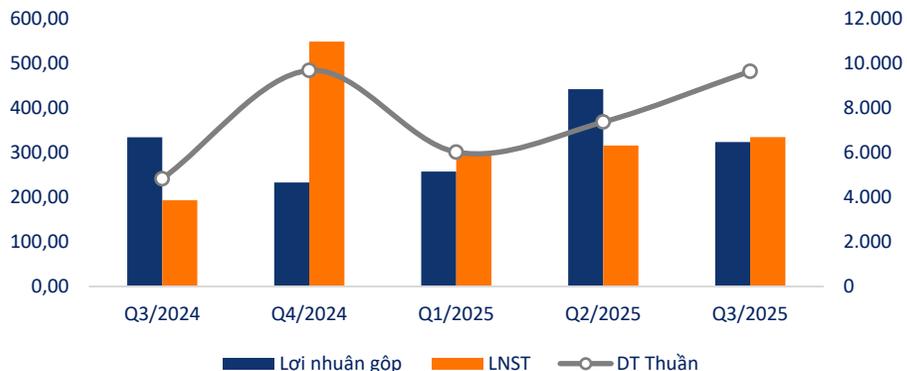
KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

PVS

Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

Giá hiện tại	52.100 VNĐ
Thị giá vốn	19,791.96 tỷ
CP tự do	511,420,099 cp
EPS	3,060 đ/cp
P/E	11.8

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Q3/2025, PVS ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 9.630 tỷ đồng (gấp đôi svck) và 334 tỷ đồng (+73,3% svck).

Điểm nhấn đầu tư

- **Dự án Lô B – Ô Môn** là động lực chính dẫn dắt tăng trưởng. Trong tháng 11/2025, dự án đã có tiến triển tích cực khi PVD được chọn cung cấp giàn khoan tự nâng PVD 6 để thi công 40 giếng khoan phát triển trong khoảng 305 ngày (từ tháng 3/2027 đến tháng 8/2027). Ngoài ra, giàn khoan Naga 4 từ Velesto Energy Malaysia cũng được thuê thêm để khoan 40 giếng trong giai đoạn 2026-2027. Mục tiêu đón dòng khí đầu tiên (first gas) là Q3-Q4/2027.
- **Về đóng góp tài chính từ dự án Lô B**, ước tính các hợp đồng EPC (giàn xử lý trung tâm CPP, đường ống nội mỏ và trên bờ) sẽ mang về khoảng 1 tỷ USD doanh thu và 30 triệu USD lợi nhuận thuần từ năm 2024. Hợp đồng EPC thi công 40 giàn đầu giếng (2027-2049) dự kiến đóng góp 2 tỷ USD doanh thu và 60 triệu USD lợi nhuận thuần. Hợp đồng FSO Lô B (2027-2047) kỳ vọng mang lại 480 triệu USD doanh thu với lợi nhuận thuần 7,2 triệu USD mỗi năm.
- **Mảng xây lắp M&C** sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 66% năm 2025 và 67% năm 2026. Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của doanh thu và lợi nhuận PVS trong 3 năm lần lượt đạt 16,4% và 25,6%.
- **Mảng Điện gió ngoài khơi** ước tính backlog các dự án điện gió ngoài khơi mà PVS đã ký kết khoảng 2 tỷ USD, đóng góp đáng kể trong giai đoạn 2025-2030. PVS cũng đang sở hữu 2 hợp đồng xuất khẩu điện gió sang Singapore (hợp tác Sembcorp) và Malaysia (hợp tác Sembcorp, Petronas, TNB), kỳ vọng COD vào năm 2033 và đóng góp kết quả kinh doanh trong 30-50 năm.
- **Mảng cho thuê kho nổi FSO/FPSO** đóng vai trò "bộ đệm" lợi nhuận ổn định. Giá thuê ngày (day rate) được duy trì ổn định từ năm 2022. Hai kho nổi mới là FSO Lạc Đà Vàng (vận hành cuối 2026) và FSO Lô B (vận hành cuối 2027) sẽ bổ sung thêm khoảng 180 tỷ đồng/năm vào lợi nhuận từ công ty liên kết.

Rủi ro

- Khả năng hủy các hợp đồng FSO/FPSO khi hết hạn và nhu cầu phát triển các dự án dầu khí và điện gió ngoài khơi có thể yếu đi.

Định giá

Năm 2025, ước tính **doanh thu và LNST của PVS lần lượt đạt 35.246 tỷ đồng (+48,3% svck) và 1.555 tỷ đồng (+24% vck)**. Trong đó, mảng xây lắp M&C vẫn sẽ là động lực chính.

Ước tính giá trị hợp lý của PVS là khoảng **48.000 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

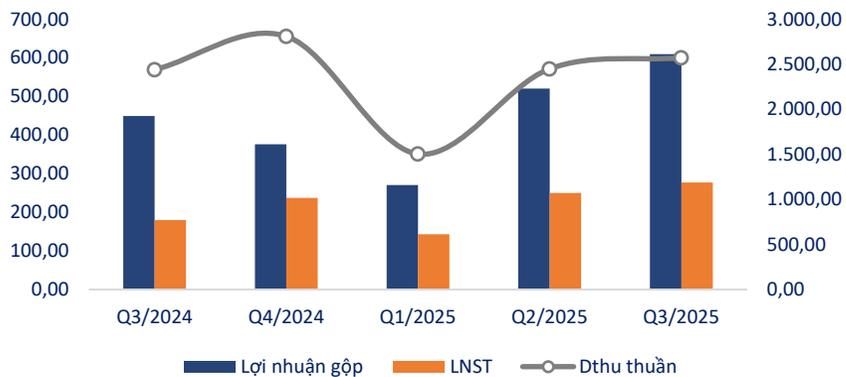
KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

PVD

Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí

Giá hiện tại	41.300 VNĐ
Thị giá vốn	15,342.29 tỷ
CP tự do	555,880,006 cp
EPS	1,600 đ/cp
P/E	17.3

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Q3/2025, PVD ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 2.570,6 tỷ đồng (+5,4% svck) và 277,1 tỷ đồng (+54,2% svck).

Điểm nhấn đầu tư

- **Triển vọng ngành khoan dầu khí tích cực:** thị trường khoan dầu toàn cầu và Đông Nam Á đang sôi động với hiệu suất sử dụng giàn khoan duy trì ở mức cao (89% toàn cầu, trên 80% tại Đông Nam Á). Nguồn cung giàn khoan hạn chế do chi phí đầu tư mới quá cao và nhu cầu ổn định tại các khu vực khác.
- **Mở rộng đội giàn khoan:** PVD đã bổ sung hai giàn khoan tự nâng mới trong năm 2025:
 - (1) **PVD VIII:** Vận hành từ tháng 9/2025, đang khoan tại mỏ Kinh Ngư Trắng cho Vietsovpetro
 - (2) **PVD IX:** Tiếp nhận tháng 9/2025, dự kiến vận hành từ tháng 4/2026, chi phí đầu tư khoảng 90 triệu USD mỗi giàn
- **Dự án Lô B – Ô Môn là động lực tăng trưởng dài hạn:** việc PVD ký hợp đồng thuê giàn PVD VI cho dự án khí Lô B (40 giếng khoan trong 305 ngày, từ tháng 3/2027 đến tháng 8/2027). Đây là dự án lớn với nhu cầu 2 giàn khoan tự nâng trong giai đoạn tiền sản xuất và 2 giàn cho giai đoạn khai thác (kéo dài ít nhất 20 năm).
- **Giá thuê giàn cải thiện nhẹ:** Giá thuê giàn bình quân dự kiến tăng từ ~90.000 USD/ngày (2025) lên ~95.000-117.000 USD/ngày (2026) nhờ điều khoản tăng giá đã ký trong hợp đồng.
- **Mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan tăng trưởng mạnh** (+67% YoY trong Q3/2025) và dự kiến tiếp tục tăng ~10% mỗi năm khi các dự án dầu khí lớn trong nước được triển khai. Ước tính tổng số ngày hoạt động của giàn khoan sở hữu tại Việt Nam sẽ tăng gấp 6 lần trong năm 2026 (từ 122 ngày lên 862 ngày), giúp PVD tận dụng tốt hơn mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan. PVD và Lianson Fleet Group đang thành lập liên doanh (PVD sở hữu 49%), dự kiến ký kết Q1/2026, giúp mở rộng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan ra thị trường quốc tế.

Rủi ro

- Biến động giá dầu thế giới có thể ảnh hưởng đến chi tiêu thăm dò của các công ty dầu khí
- Giá thuê giàn khoan trên thị trường có thể không tăng như dự kiến

Định giá

Năm 2025, ước tính **doanh thu và LNST của PVD lần lượt đạt 10.689 tỷ đồng (+15% svck) và 874 tỷ đồng (+25,2% vck)**. Trong đó, mảng dịch vụ khoan vẫn sẽ là động lực chính.

Ước tính giá trị hợp lý của PVD là khoảng **32.000 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CƠ PHIẾU TIỀM NĂNG

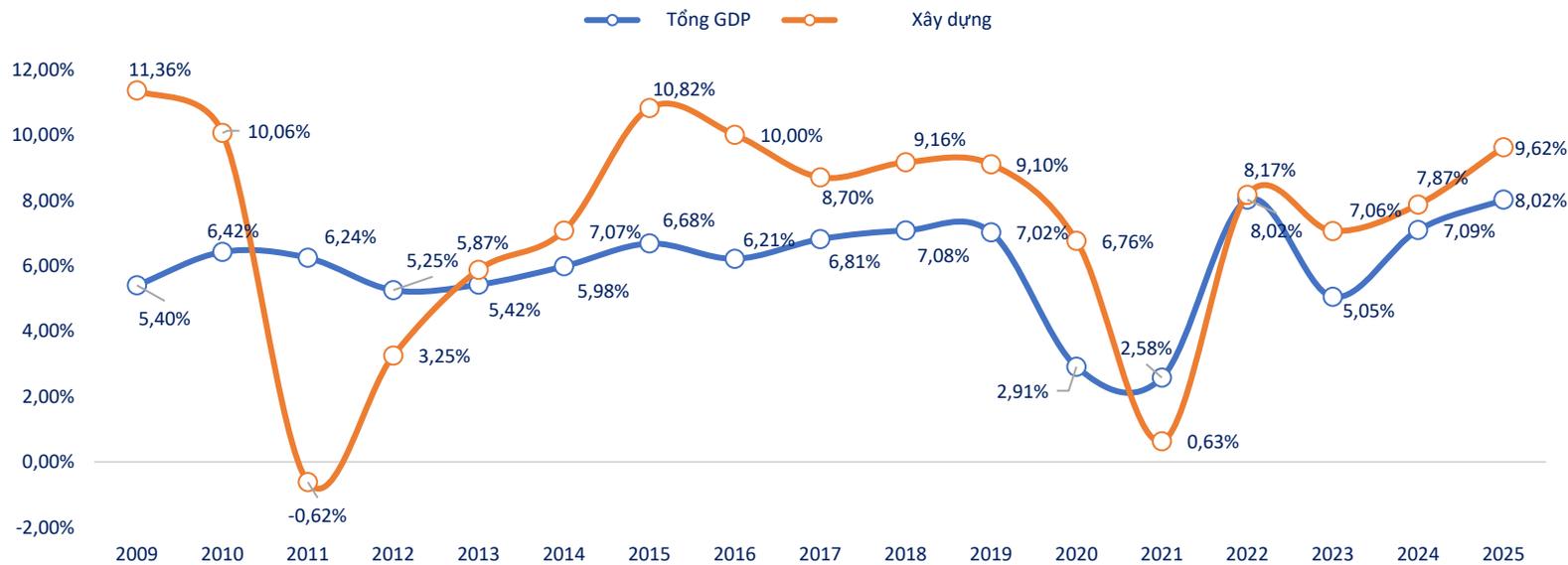
6. NGÀNH XÂY DỰNG

Ngành xây dựng Việt Nam bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh nhất khu vực Đông Nam Á

Ngành xây dựng Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng và mở rộng sau đại dịch COVID-19, Bộ Xây dựng dự kiến ngành sẽ đóng góp khoảng 17,23% giá trị GDP cả nước (tăng thêm khoảng 0,17% so với năm 2024). Trong 6 tháng đầu năm 2025, ngành xây dựng tăng trưởng 9,62%, đây là mức tăng trưởng cao nhất so với cùng kỳ các năm trong giai đoạn 2021-2025. Theo Mordor Intelligence, quy mô thị trường xây dựng Việt Nam sẽ đạt 74,88 tỷ USD vào năm 2025 và dự kiến mở rộng lên 107,53 tỷ USD vào năm 2030, với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2025 - 2030 là 8,1%. Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi chi đầu tư phát triển năm 2025 tăng 17%, với 36 tỷ USD phân bổ cho các dự án quy mô lớn như đường cao tốc, cầu và hệ thống giao thông đô thị, trong đó dự án đường sắt Bắc-Nam trị giá 67 tỷ USD và mở rộng sân bay Long Thành là các công trình trọng điểm.

Xét về vị thế khu vực, **ngành xây dựng Việt Nam đứng thứ 2 Đông Nam Á** về quy mô thị trường năm 2025, sau Indonesia (313 tỷ USD, chiếm 51% thị phần khu vực). Tuy nhiên, về **tốc độ tăng trưởng, Việt Nam và Malaysia dẫn đầu khu vực**, vượt xa Indonesia, Philippines, Thailand, và Singapore.

Tăng trưởng GDP và của Ngành Xây Dựng giai đoạn 2009 - 2025



Nguồn: FiinPro-X

Tốc độ tăng trưởng ngành Xây dựng khu vực ĐNÁ năm 2025

Quốc gia	Quy mô 2025 (Tỷ USD)	Tăng trưởng Q3/2025	Dự báo CAGR (%)
Việt Nam	75	9,16%	8,1%
Indonesia	313	3,6%	5,8%
Philippines	43	-26,2%	5,1%
Malaysia	39,9	12,1%	8,5%
Thái Lan	30	-4%	4,1%
Singapore	40,1	4,9%	4,4%

Nguồn: VFS Tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. NGÀNH XÂY DỰNG

Xây dựng dân dụng phục hồi mạnh, ghi nhận nguồn cung nhà ở cao nhất trong vòng 5 năm qua

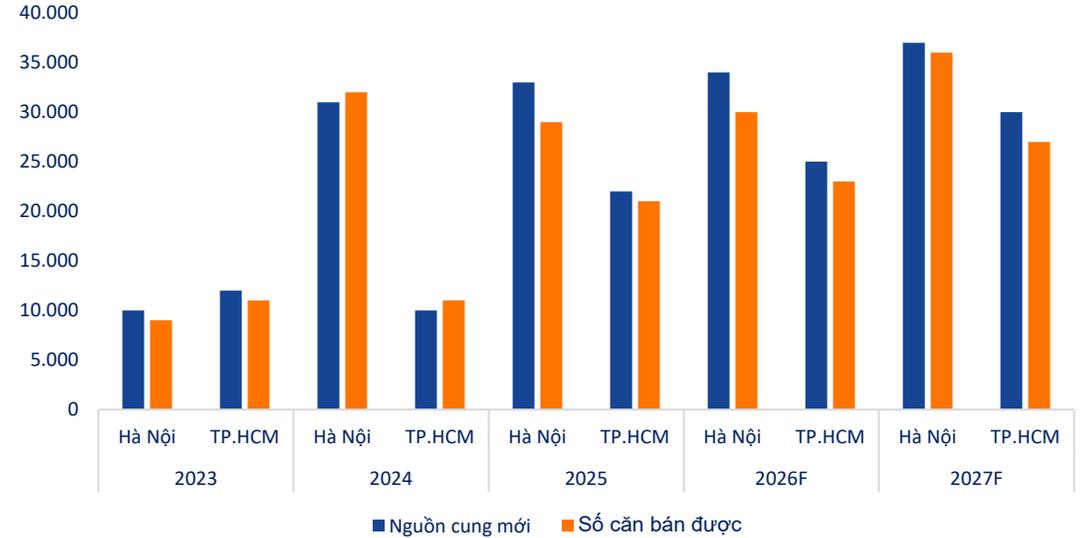
Phân khúc xây dựng nhà ở, bao gồm nhà ở chung cư cao tầng, nhà ở cá nhân, biệt thự và nhà phố liền kề, cùng với nhà ở xã hội, **chiếm 38,97% tổng thị phần xây dựng Việt Nam**, đã ghi nhận mức phục hồi đáng kể giai đoạn 2024-2025. Theo báo cáo của VARS, tính chung 9 tháng năm 2025, nguồn cung BĐS nhà ở đạt hơn 100 nghìn sản phẩm, cao hơn 22% so với cả năm 2024, trong đó có hơn 86 nghìn sản phẩm mới, gấp 1,3 lần cả năm 2024.

Xét về cơ cấu phân khúc, **các dự án mở bán mới giá cao nhưng vẫn được hấp thụ tốt** do di cư đô thị tiếp tục gia tăng trong bối cảnh quỹ đất nội đô khan hiếm làm tăng chi phí trên mỗi mét vuông. Bên cạnh đó, xu hướng người mua thuộc nhóm thu nhập trung bình ưa chuộng các tòa nhà đa chức năng, đã thúc đẩy hoạt động xây dựng chung cư, căn hộ. Tỷ trọng căn hộ mới giá trên 50 triệu đồng/m² duy trì ở mức 63%, phân khúc căn hộ cao cấp giảm còn 30%, trong khi căn hộ sang trọng và siêu sang tăng nhanh lên 33%. Riêng Hà Nội và TP.HCM, khoảng 80% nguồn cung mở bán mới có giá khoảng 80 triệu đồng/m².

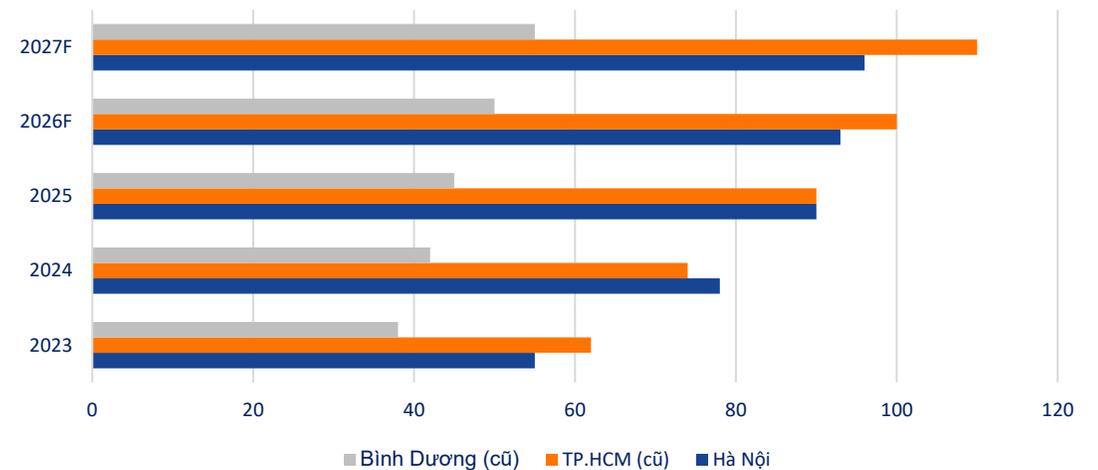
Phân khúc nhà ở xã hội (NOXH) (<25 triệu/m²) chỉ chiếm 6%, tính đến cuối năm 2025 đã hoàn thành 102.633 căn, vượt 2% kế hoạch năm và đạt khoảng 62% mục tiêu của Đề án xây dựng 1 triệu căn hộ giai đoạn 2021–2030. Mảng NOXH đang tạo ra một cuộc chơi khác biệt, với đặc điểm biên lợi nhuận thấp nhưng khối lượng công việc lớn, những doanh nghiệp hưởng lợi cần:

- Mối quan hệ chặt chẽ với chính quyền địa phương và nguồn vốn nhà nước** bởi chính sách NOXH thường gắn với đầu tư công (qua UBND tỉnh/thành phố), ưu tiên doanh nghiệp nhà nước hoặc đối tác tin cậy. **Tổng công ty HUD (thuộc Bộ Xây dựng), Vinaconex (VCG)** thường được ưu tiên trong các chương trình NOXH quốc gia, với danh mục lớn tại Hà Nội và các tỉnh.
- Áp dụng công nghệ và chuỗi cung ứng hiệu quả để kiểm soát chi phí, tạo lợi thế cạnh tranh** do NOXH có biên lợi nhuận mỏng (khoảng 5-10%), kể đến như **Coteccons (CTD)** với năng lực công nghệ cao, bắt đầu tham gia NOXH để đa dạng hóa các mảng xây dựng dân dụng.

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. HCM



Giá bán sơ cấp tại Hà Nội và TP.HCM (tr.đ/m²)



II. NGÀNH – CƠ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. NGÀNH XÂY DỰNG

Xây dựng khu công nghiệp và thương mại - Động lực tăng trưởng từ FDI và Logistics

Phân khúc **xây dựng khu công nghiệp và thương mại**, hiện chiếm khoảng **32% tổng giá trị thị trường xây dựng Việt Nam**, đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ, được dẫn dắt chủ yếu bởi dòng vốn đầu tư nước ngoài (FDI) mạnh mẽ và sự bùng nổ của các kho bãi và trung tâm logistics quanh các cảng biển.

FDI thực hiện tạo nguồn backlog lớn cho xây dựng công nghiệp

Năm 2025, vốn FDI thực hiện tại Việt Nam được ước tính đạt khoảng **27,6 tỷ USD**, tăng gần **9% so với cùng kỳ** và là **mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây**. Với đặc thù các dự án nhà máy FDI, chi phí xây dựng thường chiếm khoảng 25–35% tổng vốn đầu tư, **quy mô vốn FDI thực hiện nói trên có thể chuyển hóa thành 7–10 tỷ USD giá trị xây dựng công nghiệp chỉ riêng trong năm 2025**. Đây được xem là nguồn backlog khổng lồ và tương đối chắc chắn cho các nhà thầu xây dựng công nghiệp trong trung và ngắn hạn.

Chế biến – chế tạo dẫn dắt và làm sâu sắc sự phân hóa năng lực nhà thầu

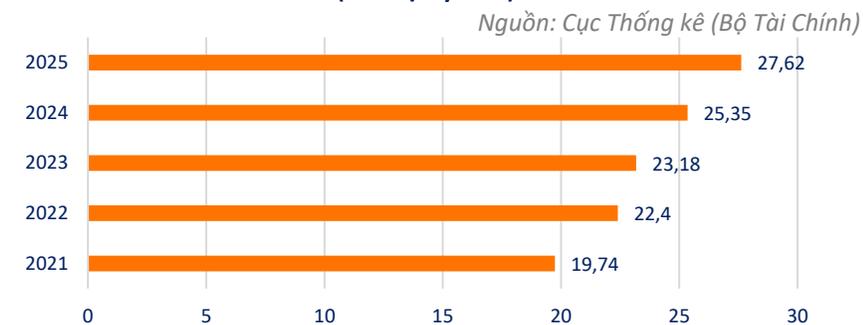
Trong cơ cấu vốn FDI, lĩnh vực công nghiệp chế biến – chế tạo giữ vai trò trụ cột, với giá trị vốn thực hiện đạt 22,88 tỷ USD, tương đương 82,8% tổng vốn FDI thực hiện toàn quốc. Đáng chú ý, dòng vốn này ngày càng tập trung vào các ngành có giá trị gia tăng cao như điện tử, bán dẫn, thiết bị chính xác, kéo theo yêu cầu khắt khe hơn về tiêu chuẩn kỹ thuật, tiến độ thi công và tuân thủ ESG. **Xu hướng này tạo ra sự phân hóa rõ rệt trong ngành xây dựng công nghiệp**. Các nhà thầu chuyên sâu, đáp ứng được tiêu chuẩn kỹ thuật đặc thù và yêu cầu ESG của từng ngành, có lợi thế cạnh tranh vượt trội và biên lợi nhuận cao hơn. Ngược lại, các nhà thầu xây dựng công nghiệp tổng hợp sẽ chịu áp lực cạnh tranh lớn hơn, chủ yếu cạnh tranh về giá và khối lượng.

Trung tâm Logistics cảng biển – điểm tăng trưởng riêng biệt và ổn định

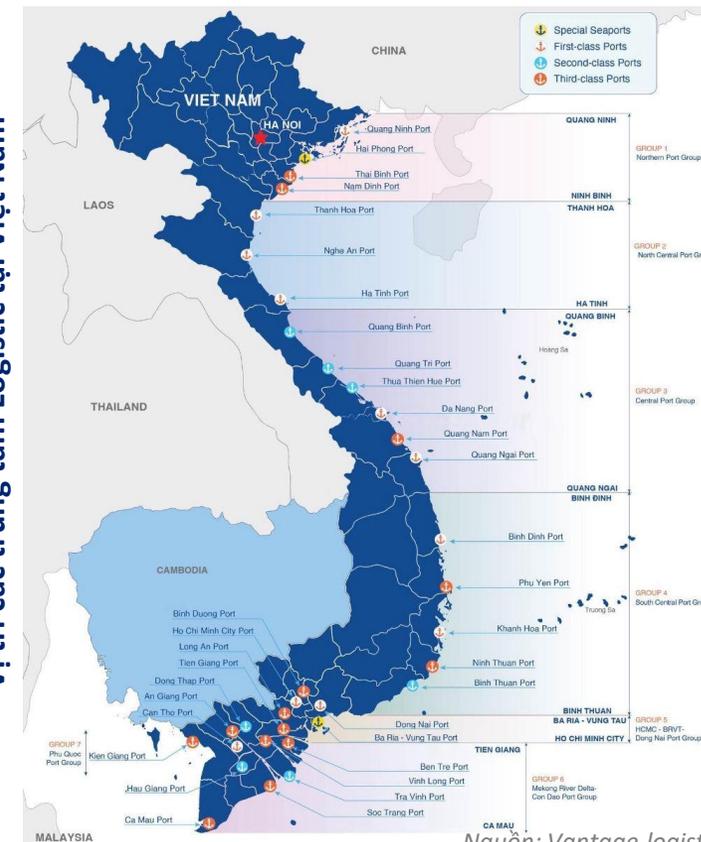
Song song với xây dựng nhà máy FDI, **phân khúc xây dựng kho bãi và trung tâm logistics đang nổi lên như một động lực tăng trưởng độc lập**. Thương mại điện tử Việt Nam hiện duy trì tốc độ tăng trưởng 25–30%/năm, tạo ra nhu cầu lớn và liên tục đối với kho logistics hiện đại.

Các trung tâm logistics tập trung quanh các cảng trọng điểm như Cát Lái, Hải Phòng và Đà Nẵng, phục vụ đồng thời chuỗi xuất khẩu của khối FDI và phân phối nội địa. Đáng chú ý, phân khúc này ít cạnh tranh hơn so với xây dựng nhà máy FDI, do các chủ đầu tư logistics quốc tế (GLP, Mapletree, ESR...) thường ưu tiên hợp tác với nhà thầu nội địa có hiểu biết sâu về pháp lý và điều kiện địa phương. Mặc dù biên lợi nhuận gộp chỉ khoảng 10–12%, thấp hơn nhà máy công nghệ cao, nhưng khối lượng lớn, dòng việc đều và độ ổn định cao giúp logistics trở thành mảng hấp dẫn về dài hạn.

FDI thực hiện giai đoạn 2021 – 2025
(đơn vị: Tỷ USD)



Vị trí các trung tâm Logistic tại Việt Nam



Nguồn: Vantage-logistics.com.vn

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. NGÀNH XÂY DỰNG

Xây dựng hạ tầng – Năm bứt phá với kỷ lục giải ngân và các siêu dự án trọng điểm

Giải ngân đầu tư công tăng trưởng ấn tượng với quy mô vốn đầu tư tăng bình quân **14%/năm** trong giai đoạn 2019-2025, từ 350.000 tỷ đồng lên gần 1 triệu tỷ đồng. Năm 2025 ghi nhận bước nhảy vọt về quy mô với kế hoạch vốn tăng 35% so với 2024, giải ngân tính đến ngày 31/12/2025 là 755.141,6 tỷ đồng, đạt 83,7% kế hoạch. Năm 2025 đạt kết quả giải ngân vượt trội nhờ giải quyết 4 nhóm vướng mắc lớn bao gồm: Giải phóng mặt bằng chiếm hơn 130 dự án bị chậm tiến độ tại riêng Đồng Nai;

- 1) Khan hiếm nguồn cát, đất đắp với mức thiếu hụt ~94.000 m³/ngày cho cao tốc Cần Thơ - Cà Mau;
- 2) Thủ tục đấu thầu kéo dài;
- 3) Sắp xếp, tinh gọn bộ máy chính quyền 2 cấp gây gián đoạn công tác thanh quyết toán.

Khung pháp lý 2024-2025 tạo đột phá về phân cấp và thu hút đầu tư tư nhân.

- 1) **Luật đầu tư công số 58/2024/QH15 (hiệu lực 01/01/2025)** phân cấp mạnh mẽ cho địa phương và DNNN được làm cơ quan chủ quản thực hiện dự án đầu tư công; bên cạnh đó cho phép tách công tác bồi thường, GPMB thành dự án độc lập, giúp tiết kiệm 6 – 8 tháng cho mỗi dự án
- 2) **Luật PPP số 57/2024/QH15 (hiệu lực 15/01/2025)** mang đến thay đổi lớn về cơ chế đầu tư hợp tác công tư: tỷ lệ vốn nhà nước tối đa từ 50-70%, bãi bỏ quy mô vốn tối thiểu, khôi phục hình thức BT, bắt buộc đấu thầu, thanh toán minh bạch. Luật PPP mới tạo điều kiện xử lý 162 dự án BT chuyển tiếp với tổng mức đầu tư hơn 58.000 tỷ đồng và hơn 40 dự án PPP mới đang triển khai với tổng vốn khoảng 380.000 tỷ đồng

Đẩy mạnh các siêu dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2026 – 2030, tầm nhìn đến 2050

Phase 1: 2025 - 2026 (Khởi Công)

- Khởi công cao tốc Bảo Lộc - Liên Khương
- Khởi công Metro Bến Thành - Cần Giờ
- Khởi công Vành đai 4 & BT Sông Hồng (2026)
- Kiến nghị xây dựng ĐS Tốc độ cao Bắc Nam

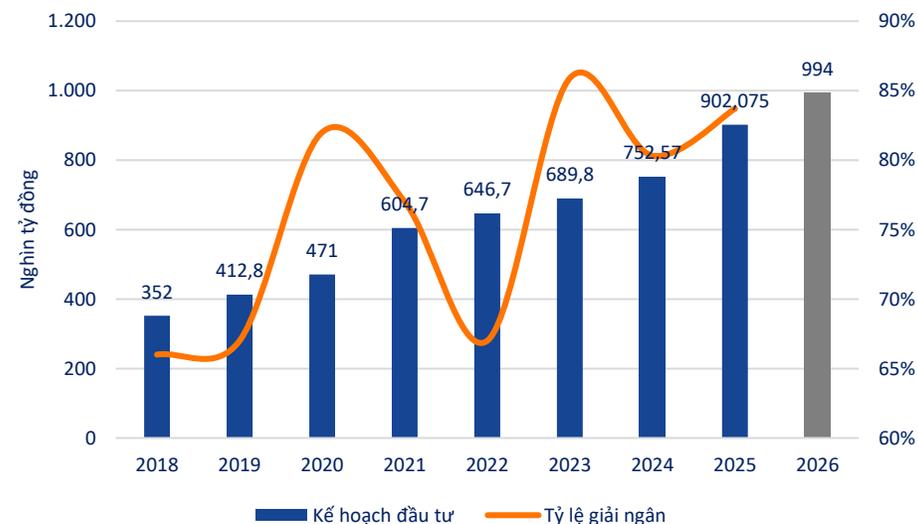
Phase 2: 2027 - 2028 (Tăng Tốc & Về Đích Sớm)

- Hoàn thành Vành đai 4 (Vùng thủ đô)
- Hoàn thành cao tốc Cần Thơ - Cà Mau
- Hoàn thành Metro Bến Thành - Tham Lương

Phase 3: 2030 - 2035 (Tầm Nhìn Dài Hạn)

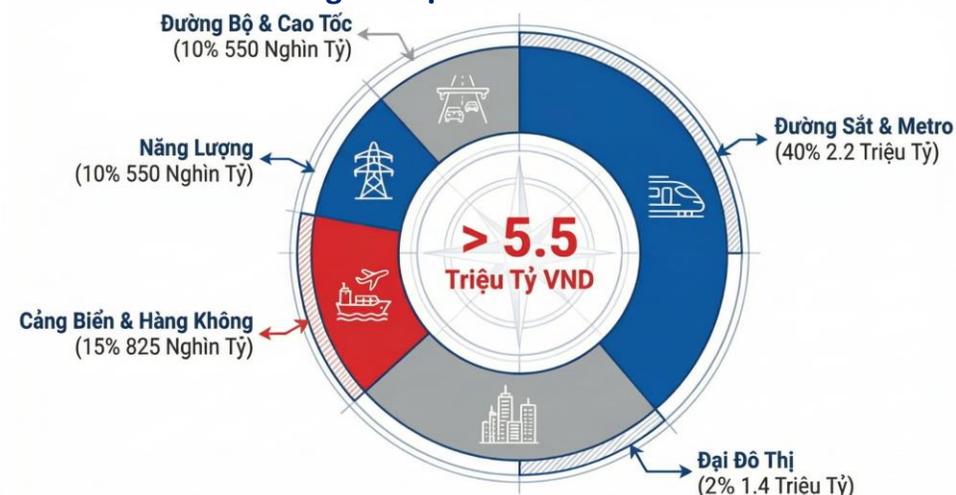
- Hoàn thành Sân bay Gia Bình
- Hoàn thành Cảng Liên Chiểu
- Hoàn thành LNG Hải Phòng
- Vận hành toàn tuyến ĐS Tốc độ cao (2035)

Tiến độ giải ngân đầu tư công so với kế hoạch Chính phủ



Nguồn: Báo điện tử chính phủ

Tổng mức đầu tư vào các nhóm dự án chiến lược giai đoạn 2026 - 2030



Nguồn: VFS Tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

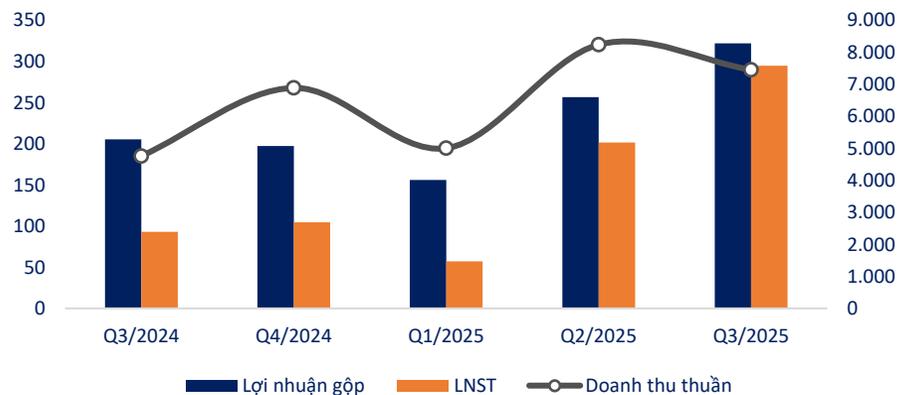
KHUYẾN NGHỊ: MUA

CTD

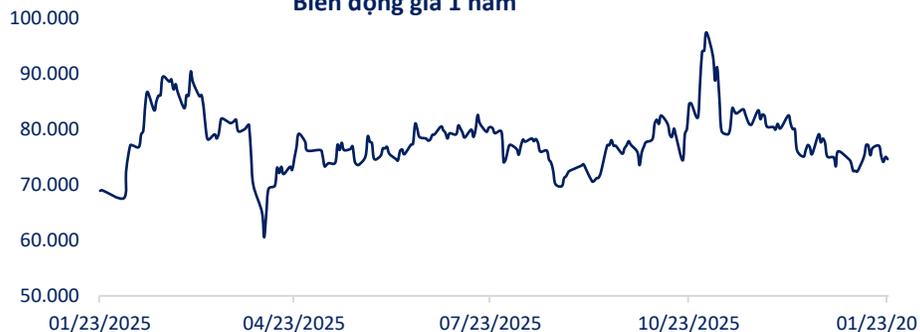
Công ty cổ phần Xây dựng Coteccons

Giá hiện tại	88.000 VNĐ
Thị giá vốn	7,944.93 tỷ
CP tự do	106,500,404 cp
EPS	4,310 đ/cp
P/E	17.29

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Nguồn: VFS tổng hợp; FiinPro-X

Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh của Coteccons (CTD) ghi nhận sự bùng nổ trong quý 1 năm tài chính (NTC) 2026 (từ 1/7/2025-30/9/2025) với doanh thu thuần đạt hơn 7.451 tỷ đồng (tăng 57% so với cùng kỳ), lợi nhuận gộp đạt 322 tỷ đồng – cao nhất kể từ năm 2020. Lợi nhuận sau thuế gấp hơn 3 lần cùng kỳ năm trước, đánh dấu quý lãi cao nhất trong 7 năm gần đây.

Điểm nhấn đầu tư

- **Dự án chưa triển khai đạt mức cao kỷ lục:** Backlog trong năm tài chính 2025 đạt hơn 29.100 tỷ đồng, nâng tổng backlog chuyển tiếp lên hơn 35.000 tỷ đồng và vọt lên hơn 51.600 tỷ đồng đầu NTC 2026 (tăng 45% so với quý trước), đảm bảo nguồn việc với mục tiêu doanh thu bức phá 30.000 tỷ (tăng trưởng 20,6%) và LNST đạt 700 tỷ (tăng trưởng 53,5%) trong NTC 2025-2026. Các dự án của CTD đều mang tính biểu tượng quốc gia như Nhà hát Opera Hà Nội mới, Sân bay Quốc tế Gia Bình, Sân bay Quốc tế Phú Quốc và Trung tâm Hội nghị APEC.
- **Chiến lược “repeat sales” hiệu quả:** 95,3% hợp đồng mới đến từ khách hàng hiện tại và khách hàng chiến lược lớn như Sun Group, Masterise Homes, Vinhomes, Ecopark và TTC Land, cho thấy sự ổn định trong nguồn thu.
- **Mở rộng sang mảng xây dựng Hạ tầng:** Sau thành công của dự án đường Lương Hòa - Bình Chánh, CTD đã được giao thêm nhiều dự án công lớn, mở rộng cơ hội tăng trưởng doanh thu.
- **Lợi nhuận từ thoái vốn Emerald 68:** CTD đã thoái vốn khỏi dự án này, ghi nhận 188 tỷ đồng lợi nhuận (tương đương 40% lợi nhuận trên khoản đầu tư ban đầu 461 tỷ đồng).

Rủi ro

- **Biên lợi nhuận gộp chịu áp lực:** Dù BCTC Q1 NTC 2025-2026 đã cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp lên 4,3% từ mức 3,1% quý trước, với chiến lược đấu thầu tích cực để tăng backlog thì có thể ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận trong tương lai. Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm của CTD ở mức 3,5%, thấp hơn mục tiêu 4,3% của Ban lãnh đạo.
- **Khoản phải thu khó đòi:** CTD có khoản phải thu khó đòi đạt 1.566 tỷ đồng, bao gồm nợ từ các khách hàng gặp khó khăn như Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt (liên quan đến Tập đoàn Tân Hoàng Minh).

Định giá

Năm 2026, ước tính doanh thu và LNST của CTD lần lượt đạt **30.000 tỷ đồng (+20,6% svck)** và **663 tỷ đồng (+45,4% vck)**. Phân khúc xây dựng vẫn là động lực chính, trong đó mảng xây dựng hạ tầng đang được kỳ vọng cải thiện tỷ trọng đóng góp trong thời gian tới. P/E trượt dự phóng 1 năm: 16,3 lần. Ước tính giá trị hợp lý của CTD là khoảng **101.400 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Triển vọng trong 2026:

- Thanh khoản thị trường được nâng nền lên quanh 35 nghìn tỷ đồng/phiên với động lực đến từ
 - (1) Dòng tiền nội nhỏ lẻ nhập cuộc trở lại trong nửa sau của pha tăng trung hạn;
 - (2) Dòng tiền ngoại mới khi thị trường được chính thức nâng hạng
 - (3) Chính sách nới lỏng tiền tệ được duy trì.
- Sự cạnh tranh về phí giao dịch và lãi cho vay margin khiến xu hướng ngành chuyển sang cuộc đua tăng vốn để tăng quy mô cho vay và tự doanh.

Rủi ro:

- Biến động vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường và lãi suất cho vay margin

Chuỗi giá trị ngành chứng khoán:



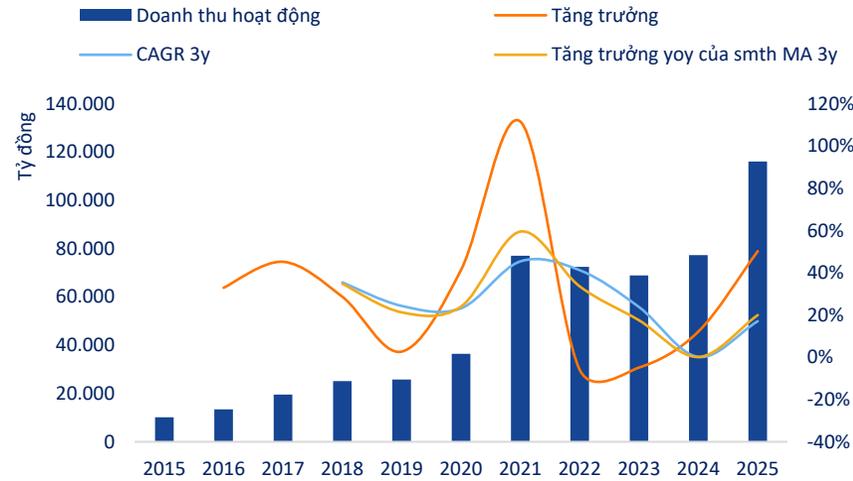
II. NGÀNH – CƠ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Doanh thu hoạt động toàn ngành năm 2025 hưởng lợi từ sự mở rộng của thanh khoản thị trường

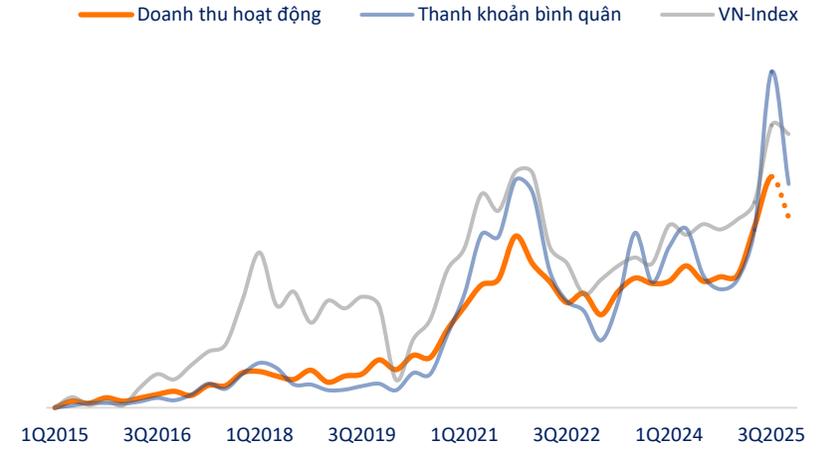
Doanh thu hoạt động toàn ngành năm 2025 ước đạt khoảng 116 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 50% yoy. Mức tăng trưởng tiếp tục gia tốc kể từ khi tạo đáy vào năm 2023, xác nhận cho việc ngành Chứng khoán đã bước vào một pha tăng trưởng mới, tương ứng với pha tăng trung dài hạn của thị trường chứng khoán. Động lực chính cho sự tăng trưởng toàn ngành chủ yếu đến từ sự mở rộng trở lại của thanh khoản thị trường trong 3 quý cuối năm, đặc biệt là quý 3/2025 khi diễn biến thị trường thuận lợi hơn cho việc đầu tư, tạo ra nhu cầu giao dịch ký quỹ cao hơn cũng như tạo môi trường đầu tư tự doanh hiệu quả hơn.

Doanh thu hoạt động toàn ngành tiếp tục gia tốc



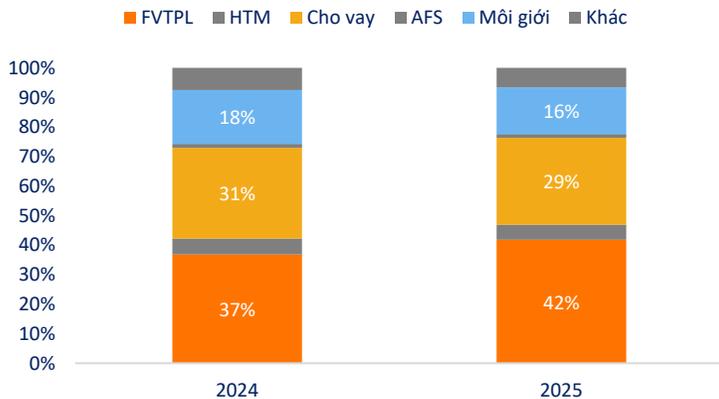
Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro-X

Kết quả kinh doanh theo quý của các CTCK tương quan mạnh với biến động VN-Index và thanh khoản thị trường



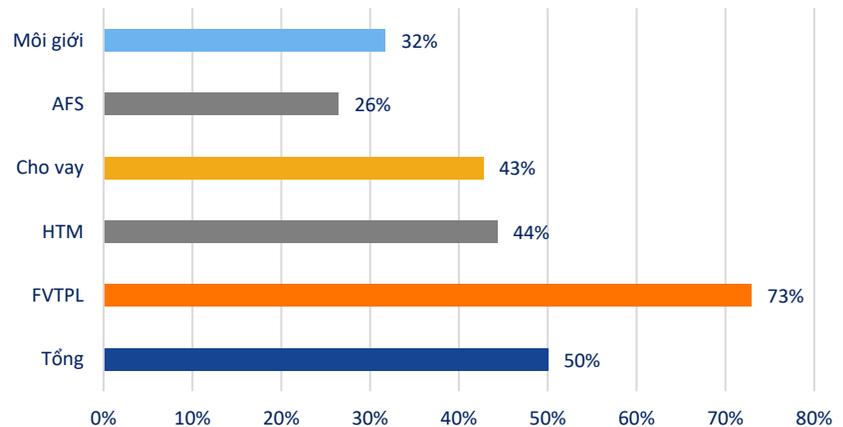
Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro-X

FVTPL, Cho vay margin và Môi giới là các mảng kinh doanh chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro-X

Tăng trưởng doanh thu từng mảng kinh doanh



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro-X

Mảng tự doanh FVTPL và cho vay giao dịch ký quỹ đóng góp lớn nhất vào mức tăng trưởng của doanh thu hoạt động toàn ngành. Cụ thể, lãi từ FVTPL đạt 41,86 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 47% yoy, chiếm 42% tổng doanh thu hoạt động toàn ngành, tăng 5 điểm phần trăm so với năm 2024. Lãi từ cho vay giao dịch ký quỹ đạt 29,48 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 24% yoy, chiếm 29% tổng doanh thu hoạt động toàn ngành. Đây là 2 mảng kinh doanh được hưởng lợi mạnh mẽ từ sự khởi sắc của thị trường. Trong khi đó, mặc dù cũng chịu ảnh hưởng từ thị trường, mảng môi giới không đóng góp nhiều vào doanh thu hoạt động do sự cạnh tranh gay gắt về phí.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

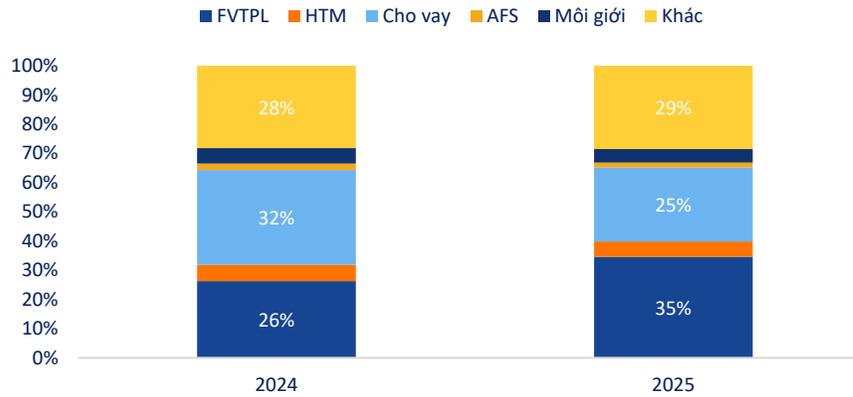
Xu hướng kinh doanh chính trong năm 2025 là tăng quy mô kinh doanh, tập trung vào FVTPL và cho vay giao dịch ký quỹ

Lợi nhuận sau thuế toàn ngành năm 2025 ước tính đạt 39,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 67% yoy, tăng mạnh hơn doanh thu hoạt động chủ yếu nhờ biên lãi gộp cải thiện 4 điểm phần trăm lên 63%. Trong đó, mảng FVTPL và mảng cho vay giao dịch ký quỹ là 2 mảng kinh doanh đem lại nguồn lợi nhuận chính cho ngành.

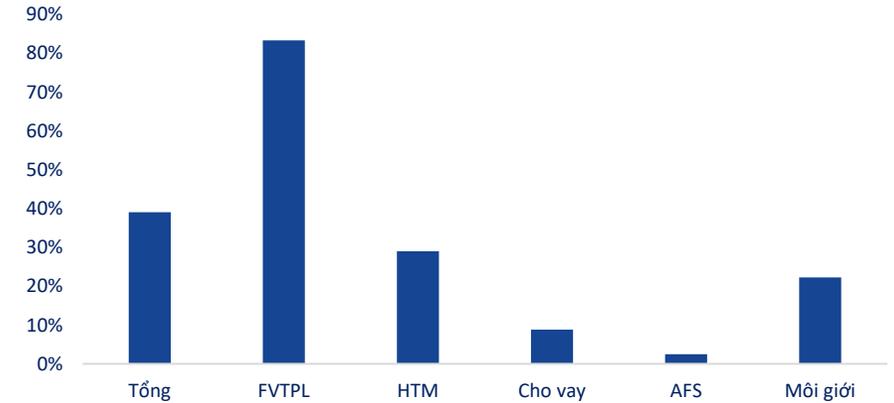
Nhìn chung toàn ngành, mảng FVTPL là mảng kinh doanh ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận gộp vượt trội, lên tới hơn 47% nhờ cải thiện được biên lãi gộp từ 42% lên 52% cũng như mở rộng quy mô kinh doanh hơn 20%. Thống kê cho thấy, trong tất cả các CTCK có LNST tăng trưởng dương và có nguồn lợi nhuận chính đến từ FVTPL, số lượng các CTCK có lợi nhuận gộp FVTPL tăng trưởng từ việc tăng quy mô vẫn chiếm phần hơn so với các CTCK có thể cải thiện biên lãi FVTPL hay có thể hiểu là tự doanh hiệu quả. Một vài CTCK nổi bật về khả năng tự doanh cổ phiếu hiệu quả chủ yếu là các CTCK như CTG, VIX nắm giữ các cổ phiếu thuộc nhóm hệ sinh thái Gelex.

Trong khi đó, mảng cho vay giao dịch ký quỹ chủ yếu ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận từ việc mở rộng quy mô kinh doanh. Tuy nhiên, với việc nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh này chủ yếu đến từ nợ vay cũng như lãi suất cho vay duy trì ở mức hấp dẫn để cạnh tranh, biên lợi nhuận của mảng cho vay margin giảm 8 điểm phần trăm.

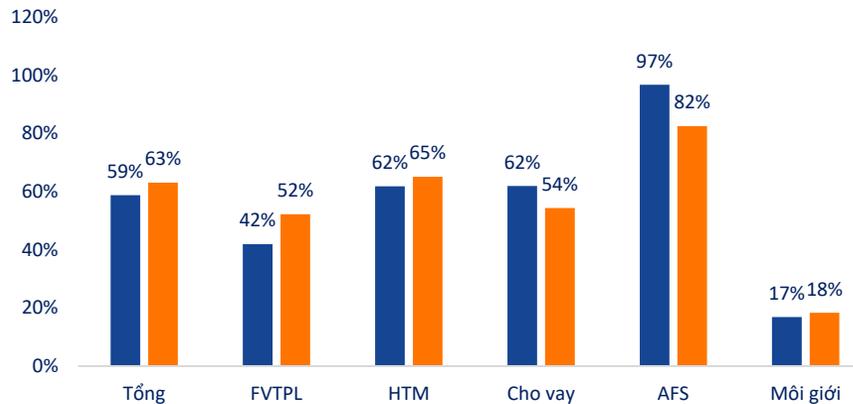
Tỷ trọng các mảng kinh doanh trong lợi nhuận gộp



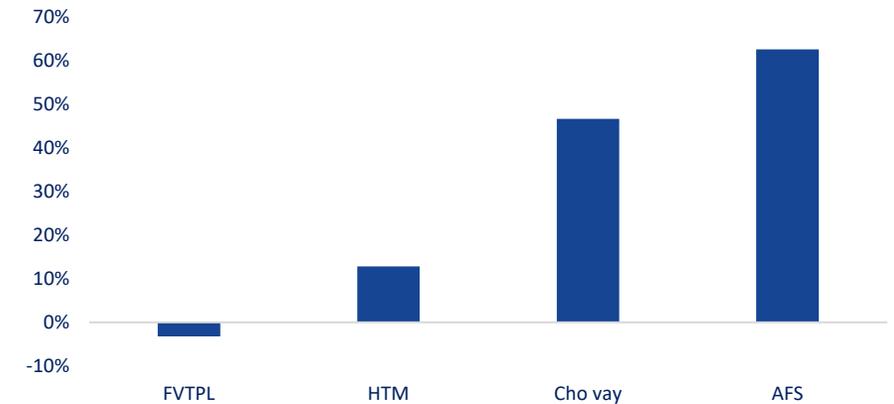
Tăng trưởng lợi nhuận gộp từng mảng



Biên lợi nhuận các mảng kinh doanh



Diễn biến quy mô kinh doanh từng mảng



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

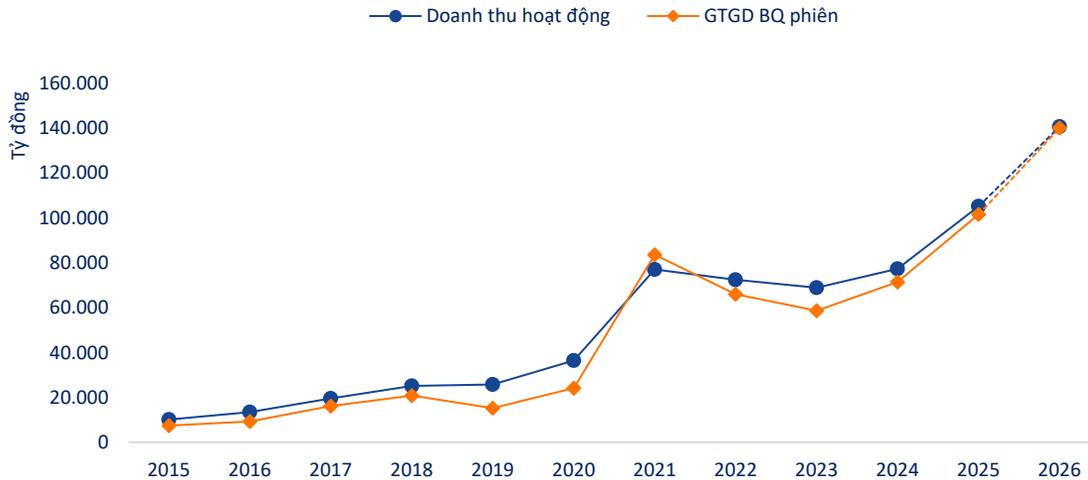
7. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Dự báo doanh thu hoạt động tiếp tục tăng trưởng hơn 30% yoy nhờ sự mở rộng của thanh khoản thị trường

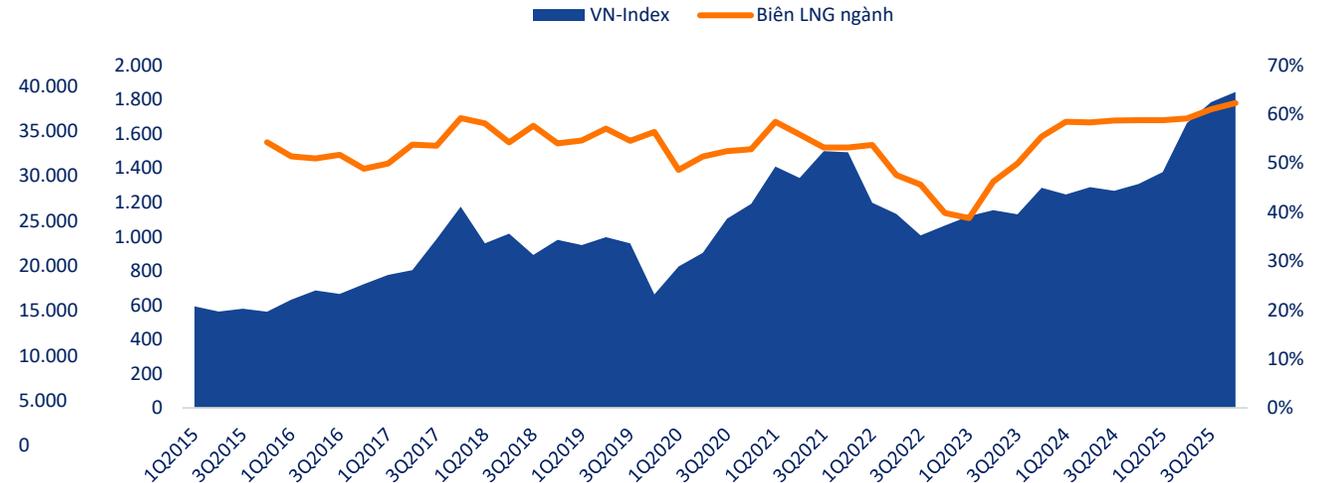
Dự báo doanh thu hoạt động toàn ngành có thể tiếp tục tăng trưởng khoảng 30% với kỳ vọng thanh khoản thị trường bình quân phiên trong năm 2026 có thể đạt khoảng 30.000 – 35.000 tỷ. Động lực cho sự nâng nền thanh khoản đến từ:

- (1) Định hướng duy trì nới lỏng chính sách tiền tệ giúp dòng tiền dồi dào luân chuyển thông suốt trong nền kinh tế, góp phần tác động lên thanh khoản thị trường;
- (2) Dòng tiền nước ngoài nhập cuộc trở lại khi VN chính thức được nâng hạng thị trường, ước tính khoảng 550 – 600 triệu USD, tương ứng với khoảng 14,4 – 15,7 nghìn tỷ đồng từ các quỹ ETF dòng vốn từ các quỹ chủ động khác có thể lên tới 2,5 -7,5 tỉ USD, tương ứng với 65,4 – 196,16 nghìn tỷ đồng;
- (3) Kênh chứng khoán vẫn là kênh đầu tư hấp dẫn tương đối trên thị trường khi các kênh đầu tư khác như vàng đã tăng mạnh, kênh bất động sản có phần bị hạn chế nguồn vốn hơn,...

Dự báo doanh thu hoạt động tăng trưởng trên nền tảng thanh khoản mở rộng



Biên lợi nhuận gộp toàn ngành chịu tác động từ diễn biến thị trường



Trong đó, các mảng kinh doanh như FVTPL và Cho vay margin được dự báo vẫn sẽ tiếp tục là những mảng kinh doanh chính của ngành nhờ được hưởng lợi từ nguồn vốn dồi dào, thị trường diễn biến thuận lợi hơn khi tiếp diễn pha tăng trung hạn. Nguồn vốn dồi dào giúp quy mô kinh doanh tiếp tục mở rộng, trong khi sự thuận lợi của thị trường tạo nền tảng cho việc kinh doanh hiệu quả hơn.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Một số công ty chứng khoán

CTCK	Vốn điều lệ 9T2025	Tăng trưởng LNST 2025	Đóng góp lớn nhất vào LN				Tăng trưởng Nợ vay	Tăng trưởng VDL	Tỷ trọng trong nguồn vốn tăng thêm		Nguồn vốn đến từ
			Mảng kinh doanh	Tăng trưởng Biên LNG	Tăng trưởng Quy mô	Mảng kinh doanh tăng nhờ đâu?			Nợ vay	Vốn điều lệ	
TCX	23.113.080.210.000	48%	FVTPL	-4%	125%	Tăng quy mô	51%	18%	75%	25%	Vay nợ
SSI	20.779.062.620.000	38%	Cho vay	-11%	77%	Tăng quy mô	32%	6%	93%	7%	Vay nợ
VIX	15.314.298.580.000	716%	FVTPL	181%	17%	Tăng biên lãi	298%	5%	92%	8%	Vay nợ
VND	15.222.999.080.000	18%	FVTPL	-2%	-8%	Tăng biên lãi	18%	0%	100%	0%	Vay nợ
VPX	18.750.000.000.000	266%	FVTPL	18%	109%	Tăng quy mô	309%	25%	88%	12%	Vay nợ
SHS	8.994.622.200.000	32%	FVTPL	-28%	39%	Tăng quy mô	284%	11%	88%	12%	Vay nợ
VCI	8.501.000.000.000	47%	Cho vay	105%	44%	Tăng biên lãi	28%	18%	73%	27%	Vay nợ
HCM	10.807.970.890.000	13%	MG	16%			51%	50%	74%	26%	Vay nợ
MBS	6.587.267.870.000	52%	Cho vay	9%	46%	Tăng quy mô	36%	15%	84%	16%	Vay nợ
VCK	15.218.257.000.000	42%	Cho vay	-14%	81%	Tăng quy mô	-29%	167%	0%	100%	Tăng vốn
FTS	3.464.980.090.000	-30%	MG	-53%			60%	13%	89%	11%	Vay nợ
DSE	3.426.000.000.000	50%	FVTPL	513%	1148%	Tăng quy mô	43%	4%	96%	4%	Vay nợ
ORS	6.239.309.040.000	-69%	MG	332%			-42%	86%	0%	100%	Tăng vốn
VDS	2.720.000.000.000	-2%	HTM	12%	-100%	Tăng biên lãi	390%	12%	84%	16%	Vay nợ
BSI	2.453.659.430.000	20%	Cho vay	-18%	80%	Tăng quy mô	97%	10%	95%	5%	Vay nợ
AAS	2.299.995.210.000	124%	FVTPL	42%	-22%	Tăng biên lãi	-38%	0%	0%	0%	
AGR	2.283.118.230.000	5%	Cho vay	-6%	44%	Tăng quy mô	93%	6%	86%	14%	Vay nợ
APG	2.236.219.420.000	-104%	FVTPL	102%	-49%	Tăng biên lãi	1087%	0%	100%	0%	Vay nợ
CTS	2.126.934.380.000	150%	FVTPL	179%	-20%	Tăng biên lãi	33%	43%	77%	23%	Vay nợ
DSC	2.749.999.110.000	56%	FVTPL	3%	19%	Tăng quy mô	18%	34%	46%	54%	Cả tăng vốn và vay nợ

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

VIX

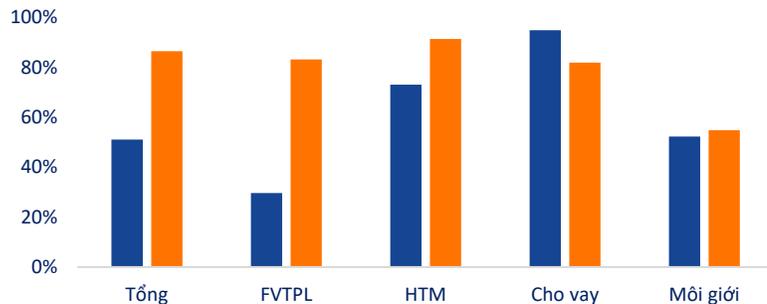
CTCP Chứng khoán VIX

Giá hiện tại	21.400 VNĐ
Thị giá vốn	34.840 tỷ
CP tự do	1.531,43 triệu
EPS	3.532
P/E	6,44

Kết quả kinh doanh 2025



Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro-X

Kết quả kinh doanh

Tính chung cả năm 2025, VIX ghi nhận 8.279 tỷ đồng doanh thu (350% yoy) và 5.410 tỷ đồng LNST (+716% yoy). Hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh chủ yếu đến từ mảng tự doanh FVTPL tăng trưởng 481% yoy với biến lợi nhuận gộp riêng mảng FVTPL tăng gần gấp 3 lần lên 83% trong bối cảnh công ty tự doanh các cổ phiếu trong nhóm hệ sinh thái Gelex được hưởng lợi mạnh mẽ từ các chính sách hỗ trợ các doanh nghiệp đầu ngành.

Điểm nhấn đầu tư

- **Mảng tự doanh được kỳ vọng tiếp tục là động lực chính trong năm 2026** khi định hướng đầu tư của doanh nghiệp đã được khẳng định là đúng đắn trong năm 2025. Ngoài nhóm các cổ phiếu hệ sinh thái, VIX cũng đã đầu tư hiệu quả ở các cổ phiếu khác trong mảng FVTPL và điều chuyển danh mục đầu tư sang HTM trong những giải đoạn thị trường biến động mạnh.
- **Mảng cho vay ký quỹ tăng trưởng nhờ mở rộng quy mô.** Trong năm 2025, mặc dù biến lợi nhuận gộp giảm nhẹ 13% chi phí vay không được tối ưu so với lãi suất cho vay, việc mở rộng quy mô lên tới 166% đã giúp mảng cho vay ký quỹ của VIX tăng trưởng 89% yoy về lợi nhuận gộp. Điều này cho thấy việc giữ lãi suất cho vay cạnh tranh bất chấp ảnh hưởng biến lợi nhuận vẫn đóng góp tích cực vào hoạt động kinh doanh.

Định giá

VFS định giá cổ phiếu VIX dựa trên phương pháp P/B, với P/B mục tiêu là 1,93 lần (trung bình top 10 CTCK lớn nhất ngành hiện tại) và BVPS hiện tại của VIX là 14.000. Từ đó giá hợp lý của cổ phiếu VIX là khoảng **27.000 VND**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

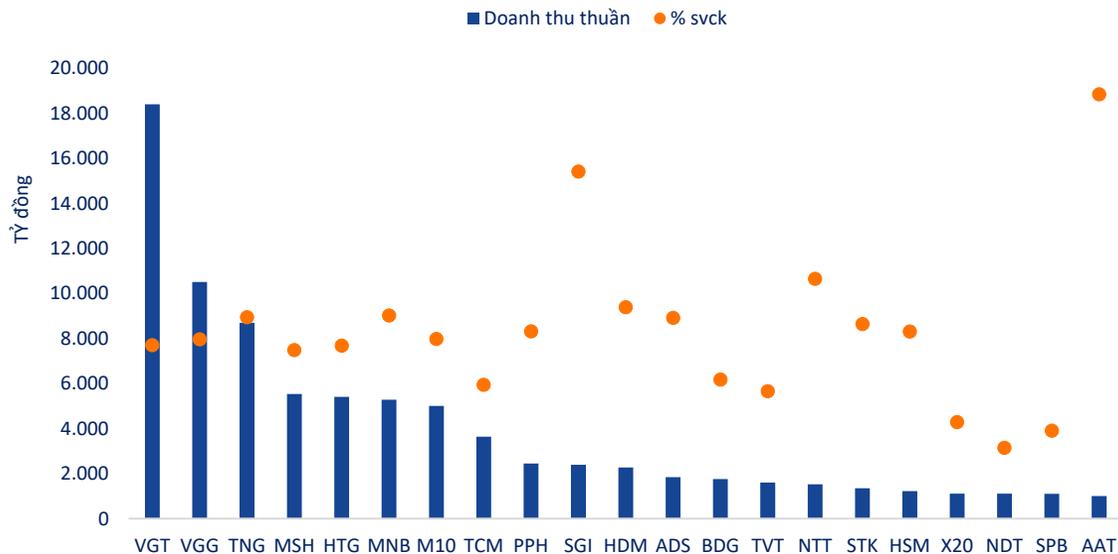
8. NGÀNH DỆT MAY

Bức tranh KQKD 2025 phục hồi mạnh cho thấy dấu hiệu ngành dệt may đã đi qua giai đoạn đáy.

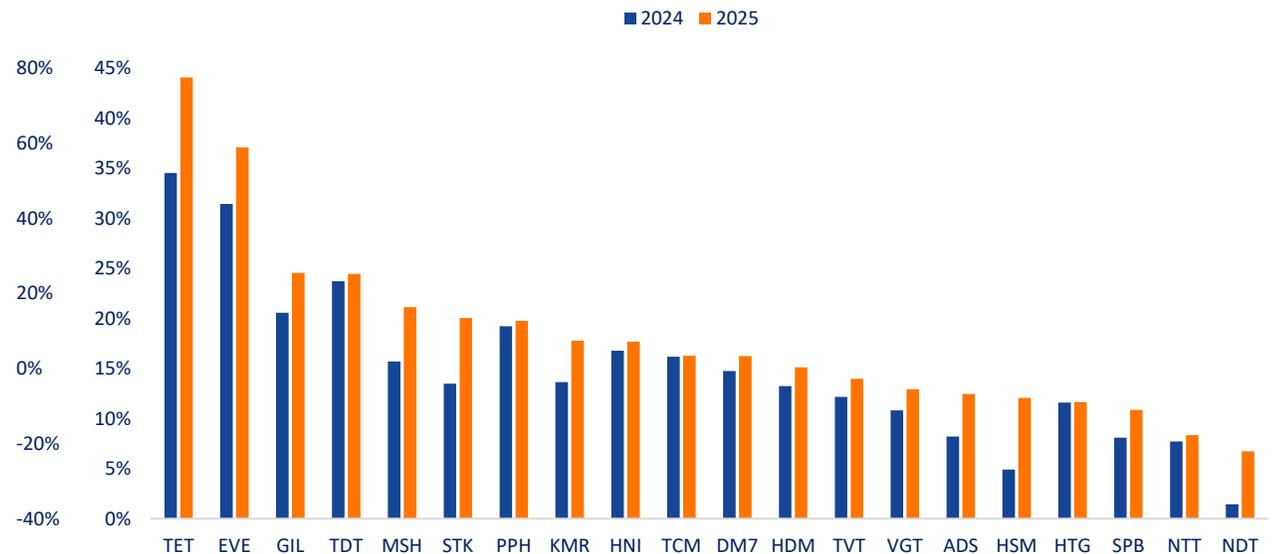
Năm 2025 bức tranh KQKD ngành dệt may ghi nhận sự hồi phục rõ nét. Tổng doanh thu của 33 DN niêm yết năm 2025 đạt 88,8 nghìn tỷ đồng (+6,8% svck). Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 53,4% svck, đạt 12,7 nghìn tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp toàn ngành cũng có sự cải thiện, đạt 14,4% (so với mức 13,3% cùng kỳ). Biên lợi nhuận sau thuế đạt 5,8% (+1,8% svck). Đông lực chính đến từ kim ngạch xuất khẩu toàn ngành ước đạt khoảng 46 tỷ USD, tăng gần 5% so với năm 2024. Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất, chiếm 45%. Theo sau là Nhật Bản và Hàn Quốc, chiếm lần lượt 12% và 7%. Trong đó, chủ yếu tập trung ở 9T2025 khi khách hàng đẩy mạnh nhập hàng để phòng tránh rủi ro thuế quan.

Trong bối cảnh khởi sắc chung toàn ngành, nhiều doanh nghiệp đã ghi nhận KQKD tăng trưởng vượt kế hoạch. Trong đó, có thể kể đến VGT với doanh thu 18,4 nghìn tỷ đồng (+6,2% svck), đóng góp xấp xỉ 21% doanh thu toàn ngành. Ngoài ra, TNG, MNB, PPH cũng ghi nhận doanh thu tăng trưởng 2 chữ số. Đây là kết quả của sự năng động trong việc tái cơ cấu sản phẩm, tập trung vào những đơn hàng có số lượng thấp nhưng giá trị cao hơn.

Nhiều doanh nghiệp may ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực svck...



...Kéo theo biên lợi nhuận gộp cũng có sự cải thiện đáng kể



Nguồn: Fiin ProX, VFS tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

8. NGÀNH DỆT MAY

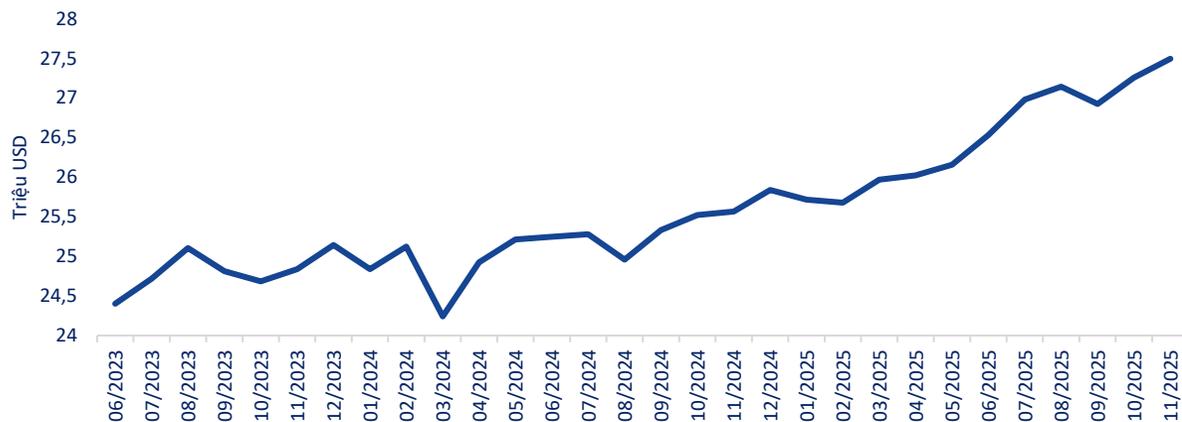
Ngành dệt may Việt Nam hưởng lợi từ xu hướng hồi phục về nhu cầu tại thị trường Mỹ.

Trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc của thị trường Mỹ sẽ ổn định, thể hiện ở doanh thu hàng may mặc duy trì xu hướng tăng kể từ Q2/2024. Bên cạnh đó, tỷ lệ hàng tồn kho/ doanh thu có xu hướng giảm cũng là tín hiệu cho thấy sức mua đang hồi phục, đặc biệt trong bối cảnh trước đó, ngành này từng đối mặt với tình trạng tồn kho cao khi người dân thắt chặt chi tiêu.

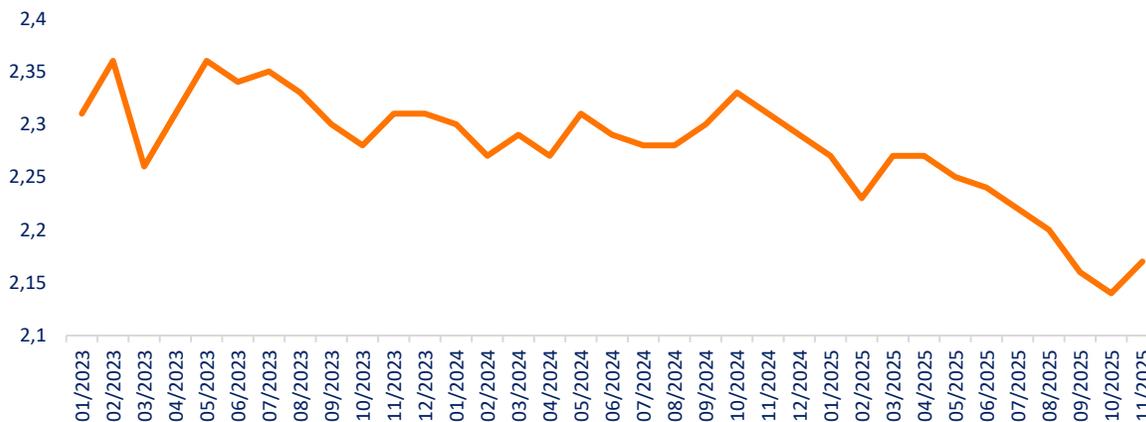
Mặc dù không có nhiều lợi thế về thuế quan tại Mỹ nhưng chúng tôi đánh giá ngành dệt may Việt Nam vẫn sẽ được hưởng lợi từ xu hướng hồi phục của nhu cầu hàng may mặc tại thị trường Mỹ nhờ:

- Chỉ số HHI đo mức độ tập trung sản phẩm may mặc xuất khẩu vào Mỹ của Việt Nam ở mức thấp 2,7 gần nhất với mức 2,1 của Trung Quốc (chỉ số càng thấp cho thấy mức độ đa dạng về sản phẩm càng cao). Điều này đến từ năng lực sản xuất các sản phẩm đòi hỏi kỹ thuật cao khi tỷ trọng hàng hóa này của Việt Nam xuất khẩu sang thị trường Mỹ chiếm thị phần khoảng 40 - 50%, cao hơn đáng kể so với một số quốc gia cạnh tranh trực tiếp như Bangladesh, Indonesia...
- Việt Nam có thể tiếp nhận các đơn hàng dịch chuyển khỏi Trung Quốc nhờ thế mạnh về năng lực sản xuất hàng hóa chất lượng cao trong bối cảnh Trung Quốc vẫn đang gặp bất lợi về mặt thuế quan tại Mỹ. Mặt khác, các quốc gia như Indonesia, Bangladesh chỉ có thế mạnh về phân khúc sản phẩm đại trà nên cần thời gian để điều chỉnh quy trình sản xuất. Do đó, không thể đáp ứng được hiệu quả vận hành ngay lập tức.

Doanh số hàng may mặc Mỹ



Tồn kho / Doanh thu hàng may mặc Mỹ



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

8. NGÀNH DỆT MAY

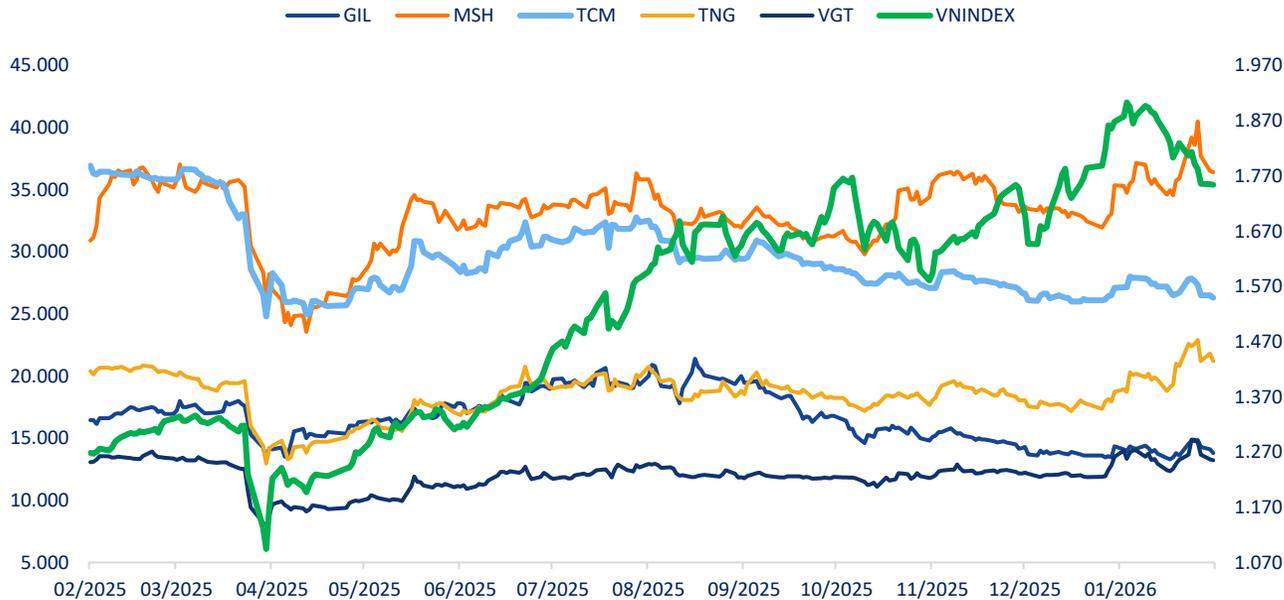
Cổ phiếu ngành dệt may đang ở vùng định giá tương đối thấp.

Ngành dệt may đang giao dịch ở P/E 7,7 lần, thấp hơn so với trung bình 5 năm là 13 lần. Trong đó, hệ số P/E của một số DN mà chúng tôi quan sát gồm MSH, TCM, TNG và VGT đều thấp hơn so với trung bình 5 năm. Chúng tôi nhận thấy ngành dệt may mặc dù chịu sức ép từ thuế quan nhưng vẫn có thể hưởng lợi từ triển vọng phục hồi nhu cầu may mặc của thị trường Mỹ, cũng như xu hướng chuyển dịch các đơn hàng khỏi Trung Quốc. Theo đó, cơ hội sẽ thuộc về các DN có năng lực sản xuất sản phẩm đòi hỏi kỹ thuật cao, cũng như khả năng đa dạng hóa thị trường xuất khẩu để tránh phụ thuộc hoàn toàn vào thị trường Mỹ.

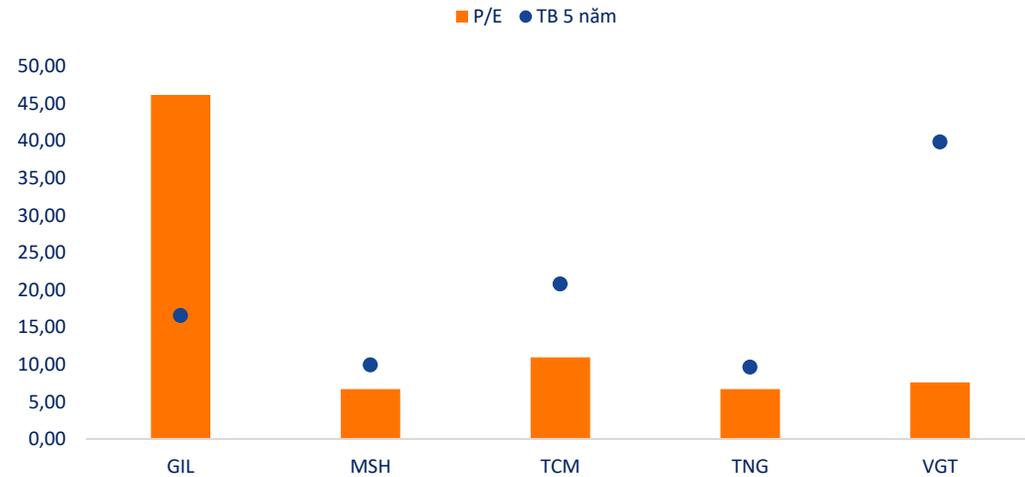
Chúng tôi lựa chọn **TNG** cho chiến lược đầu tư năm 2026.



Biến động giá 1 năm của một số cổ phiếu so với VN-Index



Diễn biến P/E của một số cổ phiếu so với trung bình 5 năm



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

TNG

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG

Giá hiện tại	25.500 VNĐ
Thị giá vốn	2.729,1 tỷ
CP tự do	128,7 triệu
EPS	3.046 đồng
P/B	1,43 lần

Diễn biến KQKD



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2025, TNG ghi nhận doanh thu 8,6 nghìn tỷ đồng (+13,6% svck) và cao nhất trong lịch sử hoạt động. Kết quả tích cực nhờ đơn hàng ổn định tại EU và Mỹ, đặc biệt đơn hàng từ các khách hàng lớn như Asmara, Decathlon, Sportmaster đã tăng mạnh. Giá vốn tăng 14,8% svck, cao hơn tốc độ tăng của doanh thu khiến biên lợi nhuận gộp đạt 15%, không đổi svck. Nhờ quản lý chi phí bán hàng hiệu quả, TNG ghi nhận LNST 391,9 tỷ đồng (+24,5% svck), vượt 15% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

Điểm nhấn đầu tư

- Là DN may xuất khẩu hàng đầu Việt Nam, TNG có danh mục khách hàng đa dạng thuộc một số thị trường như Mỹ, EU, Canada...điều này giúp doanh nghiệp tránh phụ thuộc vào thị trường Mỹ, cũng như giảm thiểu được rủi ro chính sách thuế quan.
- Lượng đơn hàng của TTNG đã được lấp đầy đến Q2/2026 nhờ các khách hàng cũ như Decathlon, Columbia Sportswear tiếp tục duy trì lượng đơn hàng. Trong khi các khách hàng mới như H&M, LIDL, LTAG,... cũng bắt đầu đẩy thêm đơn.
- Việc đẩy mạnh áp dụng công nghệ, nâng cao hiệu suất sản xuất giúp kiểm soát chi phí hoạt động. Từ đó, có thể bù đắp lại phần thuế đối ứng tăng thêm tại thị trường Mỹ.

Rủi ro

- Việc khai thác đòn bẩy tài chính quá mức để tài trợ cho các khoản đầu tư dẫn đến chi phí lãi vay tăng cao.
- Rủi ro biến động thương mại và nhu cầu tại các thị trường lớn suy yếu.

Định giá

Năm 2026, ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của TNG lần lượt đạt 9,4 nghìn tỷ đồng (+9,3% svck) và 458 tỷ đồng (+17,1% vck).

Ước tính giá trị hợp lý của TNG là khoảng **26.500 đồng/cổ phiếu**.

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

9. NGÀNH THỦY SẢN

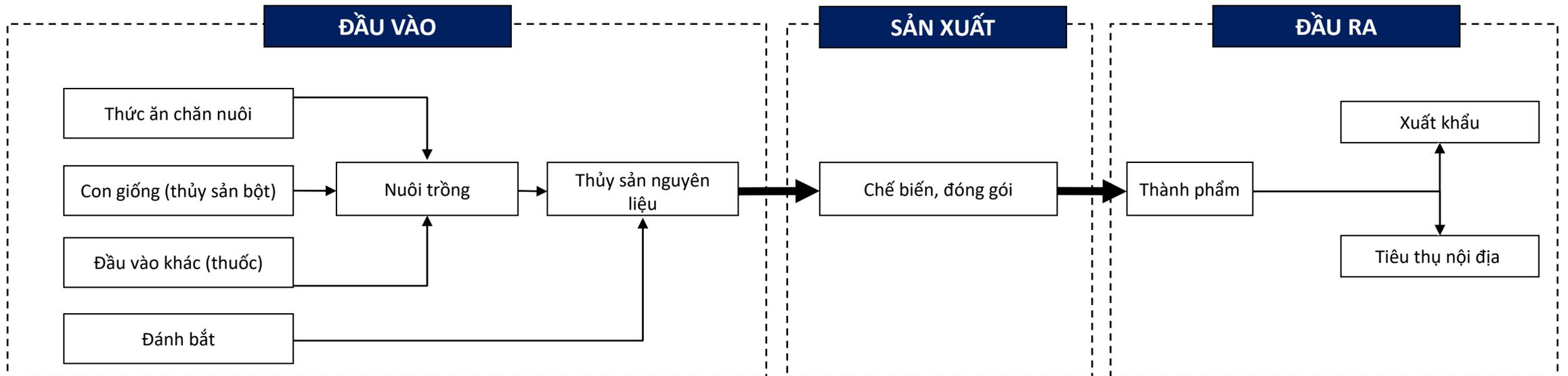
Triển vọng trong 2026:

- Thanh khoản thị trường được nâng nền lên quanh 35 nghìn tỷ đồng/phiên với động lực đến từ
 - (1) Dòng tiền nội nhỏ lẻ nhập cuộc trở lại trong nửa sau của pha tăng trung hạn;
 - (2) Dòng tiền ngoại mới khi thị trường được chính thức nâng hạng
 - (3) Chính sách nới lỏng tiền tệ được duy trì.
- Sự cạnh tranh về phí giao dịch và lãi cho vay margin khiến xu hướng ngành chuyển sang cuộc đua tăng vốn để tăng quy mô cho vay và tự doanh.

Rủi ro:

- Biến động vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường và lãi suất cho vay margin

Chuỗi giá trị ngành thủy sản:



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

9. NGÀNH THỦY SẢN

Xuất khẩu thủy sản tăng trưởng ổn định với đầu tàu là xuất khẩu tôm và cá tra

Theo Hiệp hội chế biến và xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP), kim ngạch xuất khẩu thủy sản năm 2025 ước đạt 11,3 tỷ USD, tăng trưởng 12% yoy, mức tăng trưởng ổn định kể từ năm 2023 khi nhu cầu tiêu thụ toàn cầu sụt giảm mạnh. Trong đó, hai loại thủy sản chính bao gồm:

- Xuất khẩu tôm chiếm tỷ trọng cao nhất 41%, với 4,6 tỷ USD kim ngạch xuất khẩu, tăng trưởng 19% yoy.
- Xuất khẩu cá tra đạt 2,2 tỷ USD, tương ứng với 19% tổng kim ngạch xuất khẩu, tăng trưởng 8% yoy.

Việc duy trì được mức tăng trưởng hai chữ số trong bối cảnh hệ thống thương mại toàn cầu chịu ảnh hưởng từ xung đột địa chính trị như chính sách thuế đối ứng của Mỹ hay các xung đột quân sự leo thang là một thành công đối với ngành thủy sản Việt Nam.

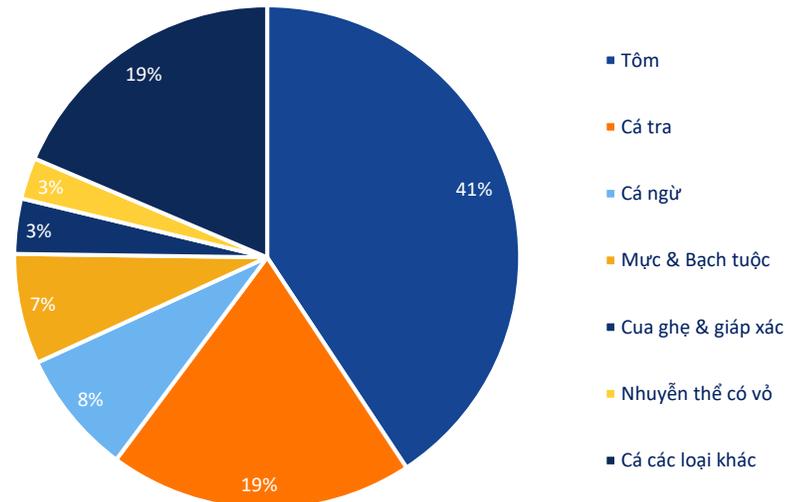
Triển vọng xuất khẩu thủy sản Việt Nam được đánh giá là còn dư địa tăng trưởng khi nhu cầu tiêu thụ toàn cầu trung bình trong 10 năm tới là khoảng 11%/năm và lợi thế từ 17 Hiệp định Thương mại tự do (FTA) bất chấp những bất ổn về địa chính trị toàn cầu.

Kim ngạch xuất khẩu thủy sản tăng trưởng ổn định



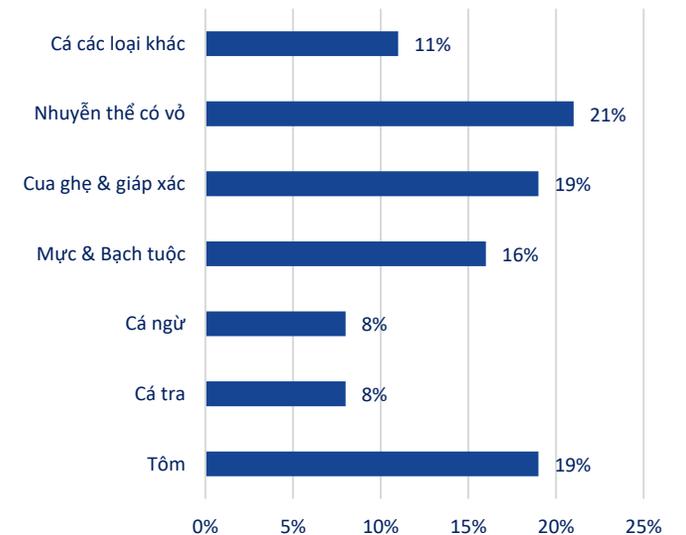
Nguồn: VASEP

Tỷ trọng các loại thủy sản trong tổng kim ngạch xuất khẩu



Nguồn: VASEP

Tăng trưởng từng loại thủy sản



Nguồn: VASEP

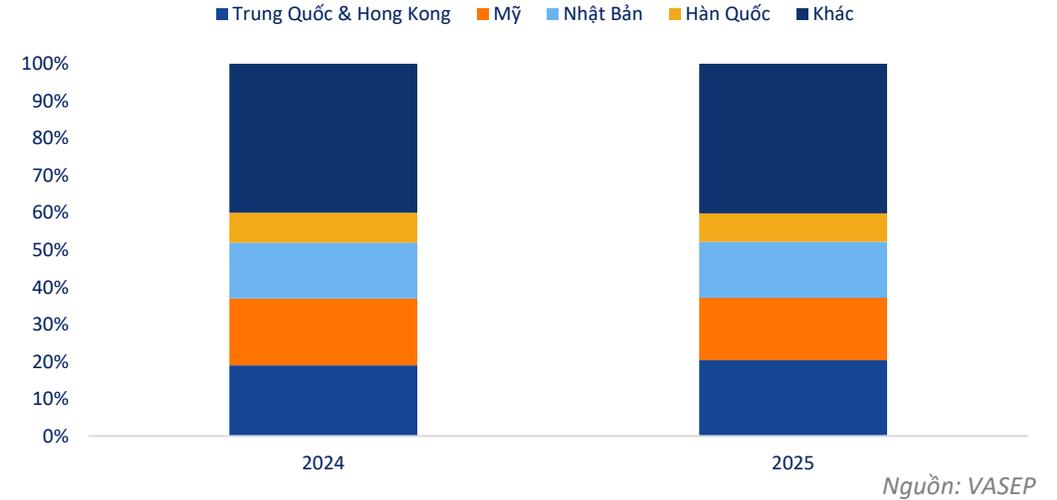
II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

9. NGÀNH THỦY SẢN

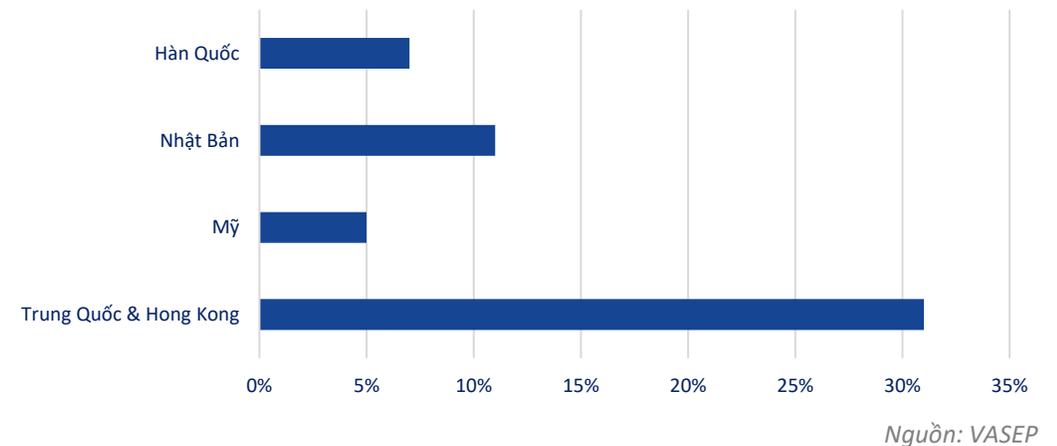
Thị trường xuất khẩu

- Năm 2025, Trung Quốc trở thành thị trường lớn nhất với kim ngạch khoảng 2,28 tỷ USD, chiếm hơn 20% tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản khi nhu cầu tại Trung Quốc phục hồi mạnh sau giai đoạn kiểm soát nhập khẩu, đồng thời chi phí logistics thấp giúp doanh nghiệp Việt Nam tăng sức cạnh tranh. Mỹ vẫn là thị trường giá trị cao với kim ngạch khoảng 1,91 tỷ USD (~17% tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản) nhưng xuất khẩu sang Mỹ hiện chịu ảnh hưởng rõ hơn từ yếu tố kinh tế vĩ mô như lạm phát tiêu dùng, tồn kho cao tại các nhà nhập khẩu và các rào cản thương mại.
- Xét theo sản phẩm, đối với cá tra, thị trường Trung Quốc tăng nhanh nhờ nhu cầu tiêu thụ cá thịt trắng giá hợp lý và lợi thế địa lý giúp giảm chi phí logistics, qua đó thúc đẩy tăng trưởng sản lượng. Trong khi đó, Mỹ vẫn là thị trường mang lại giá trị cao nhưng tăng trưởng thấp hơn, chỉ khoảng 5,4%, do các rào cản thương mại, yêu cầu chất lượng ngày càng khắt khe và cạnh tranh từ các loại cá thịt trắng thay thế. Với tôm, cơ cấu thị trường đa dạng hơn và chịu cạnh tranh quốc tế mạnh hơn cá tra. Xuất khẩu sang Mỹ tăng chậm do tồn kho cao và cạnh tranh giá từ các nước sản xuất chi phí thấp như Ecuador và Ấn Độ. Trong khi đó, EU và khối CPTPP ghi nhận mức tăng trưởng khá nhờ ưu đãi thuế quan và nhu cầu ổn định đối với sản phẩm chế biến, còn Trung Quốc nổi lên là thị trường tăng trưởng nhanh nhờ sự phục hồi tiêu dùng và nhu cầu thủy sản ở phân khúc phổ thông.
- Năm 2026, xuất khẩu thủy sản Việt Nam sang Hoa Kỳ và châu Âu có thể tiếp tục chậm lại do các tiêu chuẩn thương mại và môi trường ngày càng khắt khe với các quy định bảo vệ sinh thái biển và yêu cầu về phát triển bền vững, phát thải carbon và truy xuất nguồn gốc sản phẩm. Trong bối cảnh đó, xu hướng dịch chuyển sang các thị trường châu Á và các khu vực mới nổi được dự báo sẽ tiếp tục. Trung Quốc, ASEAN, Trung Đông và các thị trường Halal được kỳ vọng trở thành động lực tăng trưởng mới nhờ nhu cầu tiêu dùng thực phẩm thủy sản ngày càng tăng.

Tỷ trọng các thị trường lớn trong kim ngạch xuất khẩu thủy sản



Tăng trưởng kim ngạch XK



II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

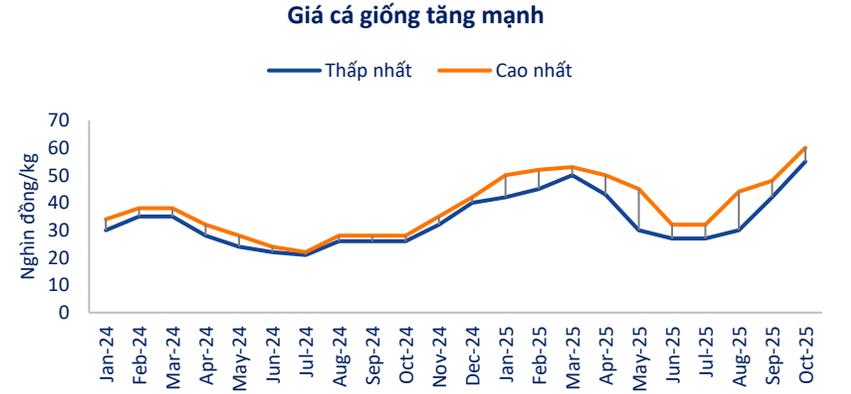
9. NGÀNH THỦY SẢN

Giá nguyên liệu tăng cao ảnh hưởng biên lãi ngành mặc dù giá thủy sản thế giới khởi sắc

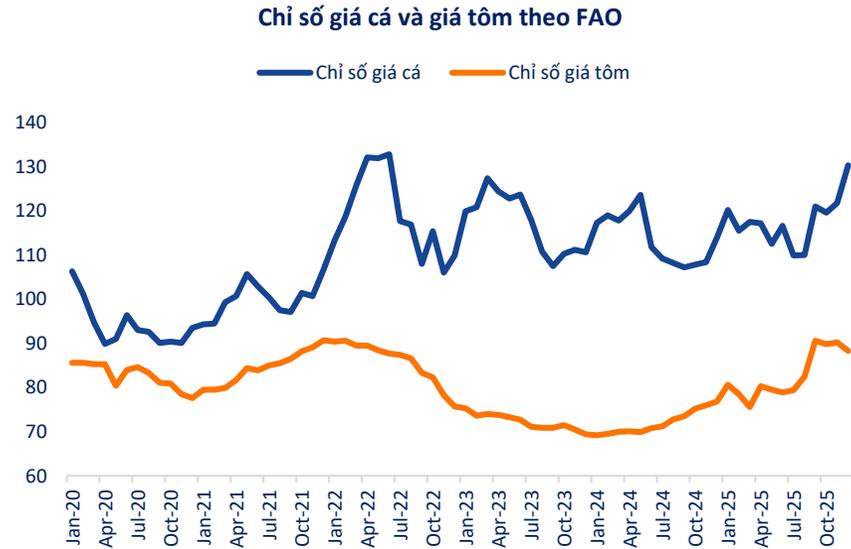
- Trong nửa cuối năm 2025, giá nguyên liệu thủy sản, tiêu biểu là cá tra tăng mạnh cả ở nguồn cá giống lẫn cá nguyên liệu. Nguyên nhân chính có thể đến từ việc thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu do nhiều hộ phải treo ao, giảm thả hoặc rút khỏi nghề. Việc giá cá thương phẩm thấp kéo dài trong khi giá cá tra giống tăng đột biến do thời tiết lạnh và biến động khí hậu khiến tỷ lệ hao hụt trong khâu ương giống cao tạo ra sự sụt giảm về nguồn cung và dẫn đến việc chênh lệch cung cầu trong mùa thu hoạch, tạo áp lực lớn lên giá thu mua. Tuy nhiên, việc giá nguyên liệu tăng lại làm giá cá thương phẩm tăng tương ứng, nhờ đó, biên lợi nhuận của ngành không chịu ảnh hưởng. Diễn biến tương tự xảy ra ở sản phẩm tôm.
- Việc giá thủy sản liên tục tăng là tín hiệu tích cực, phản ánh sự phục hồi của thị trường. Trong bối cảnh nhu cầu tại các thị trường lớn như Mỹ, Trung Quốc, Châu Âu được duy trì ổn định và nguồn cung vẫn chưa bùng nổ trở lại, giá thủy sản được kỳ vọng sẽ tiếp tục neo ở vùng cao, hỗ trợ hoạt động kinh doanh toàn ngành.



Nguồn: VASEP



Nguồn: VASEP



Nguồn: FAO



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

II. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

9. NGÀNH THỦY SẢN

Cập nhật kết quả kinh doanh doanh nghiệp

STT	Mã	Tên công ty	Sàn	Sản phẩm	Thị trường XK	Vốn hóa	Tăng trưởng Doanh thu thuần	Tăng trưởng LNST	Chênh lệch biên LNG	Chênh lệch biên LN thuần	PE TTM	PE TB 5 năm	PB TTM	PB TB 5 năm
1	VHC	Thủy sản Vĩnh Hoàn	HOSE	Cá tra	Mỹ, EU, Trung Quốc	14.252.775.596.500	-4%	11%	9%	16%	9,88	10,75	1,41	1,69
2	ANV	Thủy sản Nam Việt	HOSE	Cá tra	Trung Quốc, Mỹ, EU	7.455.161.000.000	42%	1990%	105%	1376%	7,03	50,67	1,99	1,66
3	MPC	Thủy sản Minh Phú	UPCoM	Tôm	Mỹ, Nhật Bản, EU	6.859.091.393.000	1%	-385%	66%	-383%	13,36	13,30	1,36	1,15
4	SEA	SEAPRODEX	UPCoM	Hải sản	EU, Nhật Bản, Trung Quốc	5.379.591.120.000	26%	40%	6%	11%	25,45	20,91	2,18	1,81
5	FMC	Thực phẩm Sao Ta	HOSE	Tôm	Mỹ, Nhật Bản, EU	2.474.969.448.650	18%	-1%	-10%	-17%	6,91	8,71	1,08	1,29
6	IDI	Đầu tư và PT Đa Quốc Gia I.D.I	HOSE	Cá tra	Trung Quốc, Mỹ, Trung Đông	1.923.135.582.720	-3%	97%	8%	103%	14,56	25,92	0,55	0,67
7	ABT	Thủy sản Bến Tre	HOSE	Tôm	EU, Mỹ	738.434.013.900	21%	54%	21%	27%	4,72	9,58	1,10	1,29
8	CMX	CAMIMEX Group	HOSE	Tôm	EU, Mỹ	677.628.283.500	-1%	100%	62%	103%	7,12	12,05	0,53	0,65
9	ACL	Thủy sản CL An Giang	HOSE	Cá tra	Mỹ, EU	677.146.756.500	21%	257%	16%	196%	17,49	32,18	0,79	0,79
10	DAT	ĐT Du lịch và PT Thủy sản	HOSE	Hải sản	Nhật Bản, EU	620.285.935.360	-14%	22%	38%	42%	8,46	8,68	0,63	0,66

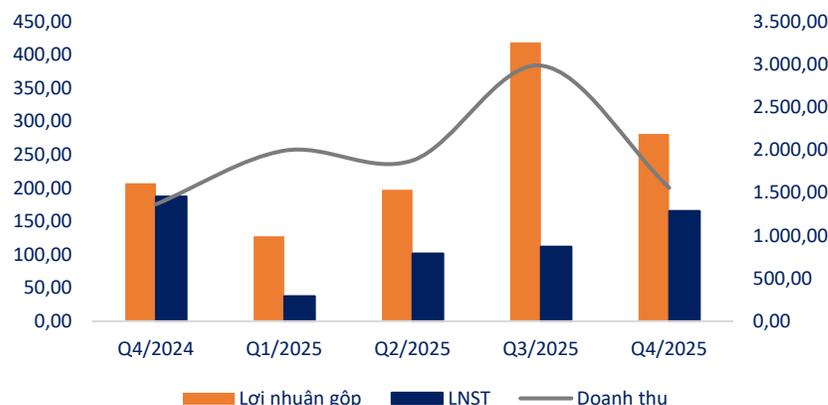
KHUYẾN NGHỊ: MUA

FMC

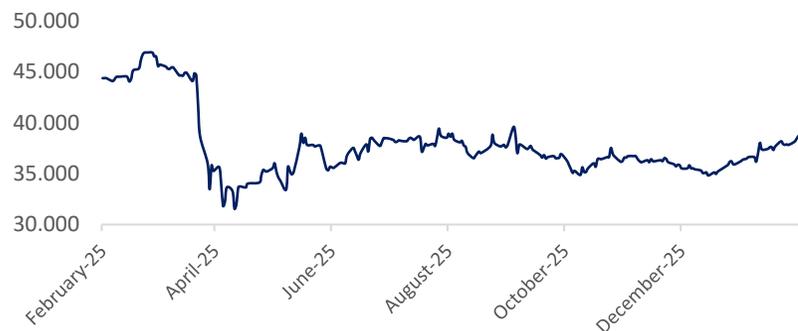
**Công ty cổ phần
Thực phẩm Sao Ta**

Giá hiện tại	43.000 đ/cp
Vốn hóa	2.811,72 (tỷ đồng)
CP tự do	65.388.889 cp
EPS	5.592
P/E	7,69

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Doanh thu thuần Q4/2025 đạt 1.556 tỷ đồng (+14% YoY), lợi nhuận thuần đạt 165,52 tỷ đồng (-11,6% YoY). Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 18,06%, cải thiện khá so với mức 15,18% của Q4/2024 và 14,02% của Q3/2025. Sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp chủ yếu nhờ tỷ trọng sản lượng tôm tự nuôi tăng, vốn có chi phí thấp hơn nguyên liệu thu mua bên ngoài.

Kết quả kinh doanh cả năm 2025 ghi nhận Doanh thu thuần đạt 8.185,2 tỷ đồng (tăng trưởng 18,4% YoY) và lợi nhuận thuần đạt 416,74 tỷ đồng (giảm 1,4% YoY). Trong cả năm 2025, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 9,8% từ mức 10,9% do giá nguyên liệu đầu vào tăng cao.

Điểm nhấn đầu tư

- **Hưởng lợi tích cực từ việc Mỹ điều chỉnh thuế quan xuống 10% và phán quyết thuận lợi về thuế chống bán phá giá POR19:** Sau khi điều chỉnh, thuế khi xuất khẩu Tôm Việt Nam sang thị trường Mỹ đã giảm xuống còn 17,42%, bao gồm: thuế chống bán phá giá với mức thuế tạm tính là 4,58%, thuế chống trợ cấp với mức thuế tạm tính là 2,84% và thuế nhập khẩu thống nhất tạm thời là 10%; vẫn thấp hơn so với mức thuế suất xuất khẩu sang thị trường Mỹ của Tôm Ấn Độ (khoảng 18,26%).
- **Nguồn cung tôm Indonesia bị hạn chế:** FDA Mỹ đã ban hành lệnh cấm nhập khẩu đối với tôm và thủy sản Indonesia từ tháng 10/2025 do phát hiện phóng xạ Cesium-137, tạo thêm cơ hội cho FMC mở rộng xuất khẩu tại Mỹ.
- FMC đặt mục tiêu mức thuế chống bán phá giá 0% theo POR20. Thêm vào đó, ngày 26/10/2025, Việt Nam và Mỹ công bố tuyên bố chung về khuôn khổ Hiệp định thương mại đối ứng. Nếu tôm Việt Nam được miễn thuế chống bán phá giá và thuế xuất khẩu, chênh lệch thuế suất với Ấn Độ sẽ lên tới 15,42%, mở ra triển vọng tăng trưởng rất mạnh.

Rủi ro

- Giá tôm nguyên liệu có xu hướng tăng mạnh từ đầu Q4/2025 do nhu cầu thu mua tăng mạnh để trả hợp đồng cuối năm và nguồn cung hạn chế bởi thời tiết bất lợi, dịch bệnh phân trắng phức tạp. Mặc dù FMC có tỷ lệ tự chủ nguyên liệu cao nhất ngành, hiệu quả chi phí vẫn chưa ổn định do phụ thuộc vào thời tiết và dịch bệnh.

Định giá

Năm 2026, ước tính **doanh thu và LNST của FMC lần lượt đạt 8.594,5 tỷ đồng (+5% svck) và 502 tỷ đồng (+22,4% vck)**. Trong đó, mảng xuất khẩu Tôm sang thị trường Mỹ (tỷ trọng 50% Doanh thu) vẫn sẽ là động lực chính. Với P/E forward 2026 là 7.9x, ước tính giá trị hợp lý của FMC là khoảng **53.210 đồng/cổ phiếu**. *Nguồn: VFS tổng hợp; FiinPro-X*

IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ

MSN

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 78,4
- Giá hợp lý: 110,4

MWG

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 90
- Giá hợp lý: 106

KBC

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 35
- Giá hợp lý: 43,3

IDC

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 49,6
- Giá hợp lý: 58,1

PVS

- Khuyến nghị:
THEO DÕI
- Giá hiện tại: 52,1
- Giá hợp lý: 48

PVD

- Khuyến nghị:
THEO DÕI
- Giá hiện tại: 41,3
- Giá hợp lý: 32

KDH

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 27,1
- Giá hợp lý: 39,2

DXG

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 14,55
- Giá hợp lý: 25,6

PDR

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 15,6
- Giá hợp lý: 36,3

CTG

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 36,8
- Giá hợp lý: 45

TCB

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 34,6
- Giá hợp lý: 46

VPB

- Khuyến nghị:
NĂM GIỮ
- Giá hiện tại: 28
- Giá hợp lý: 39,6

CTD

- Khuyến nghị:
MUA
- Giá hiện tại: 88
- Giá hợp lý: 101,4

VIX

- Khuyến nghị:
THEO DÕI
- Giá hiện tại: 21,4
- Giá hợp lý: 27

TNG

- Khuyến nghị:
THEO DÕI
- Giá hiện tại: 25,5
- Giá hợp lý: 26,5

FMC

- Khuyến nghị:
MUA
- Giá hiện tại: 43
- Giá hợp lý: 53,2

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng

Trưởng phòng phân tích hoang.nguyenminh@vfs.com.vn

Nguyễn Hoàng Long

Chuyên viên phân tích long.nguyen@vfs.com.vn

Nghiêm Bảo Nam

Chuyên viên phân tích nam.nghiem@vfs.com.vn

Lê Thị Ngọc

Chuyên viên phân tích ngoc.le@vfs.com.vn

Nguyễn Thị Mai

Chuyên viên phân tích mai.nguyen@vfs.com.vn

Giang Việt Hoàng

Chuyên viên phân tích hoang.giang@vfs.com.vn

Lê Phương Linh

Chuyên viên phân tích linh.le@vfs.com.vn

Lê Trinh Minh Tuấn

Chuyên viên phân tích tuan.le@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.