

TRIỂN VỌNG 2026

Đột phá hành động – Kiến tạo thịnh vượng



MỤC LỤC



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

03

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

Kinh tế toàn cầu đối mặt tăng trưởng yếu và bất định thương mại, xu hướng nới lỏng của các NHTW lớn vẫn tiếp diễn nhưng với mức độ và cường độ cắt giảm lãi suất hạn chế hơn.

Mỹ

Lạm phát được dự báo duy trì dai dẳng trên mục tiêu 2%.

Tăng trưởng GDP dự báo sẽ giảm tốc chịu ảnh hưởng từ bất định chính sách, chi phí vốn cao kéo dài do thuế quan leo thang, và nhập cư suy giảm.

Fed được kỳ vọng cắt giảm lãi suất một cách thận trọng trong 2026 khi tăng trưởng hạ nhiệt nhưng lạm phát vẫn dai dẳng.

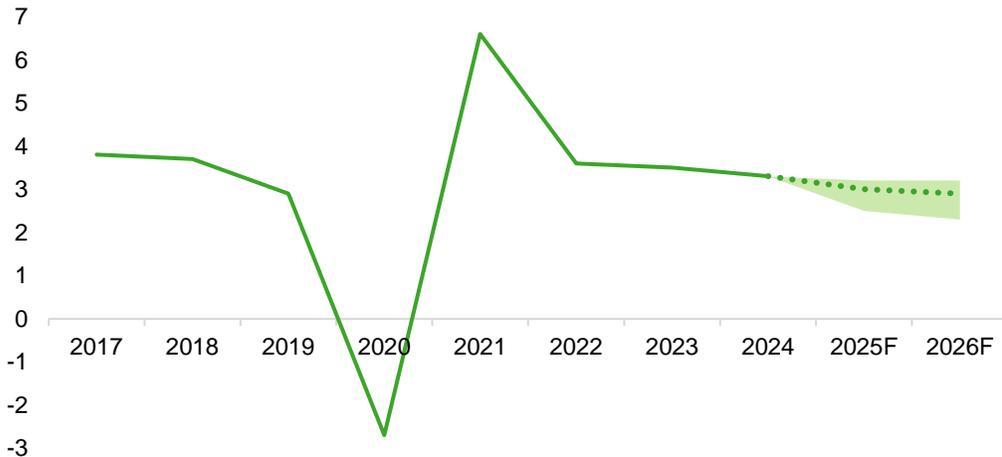
Đồng USD được dự báo tiếp tục suy yếu.

EU

Lạm phát năm 2026 được kỳ vọng giảm về quanh mức mục tiêu 2%.

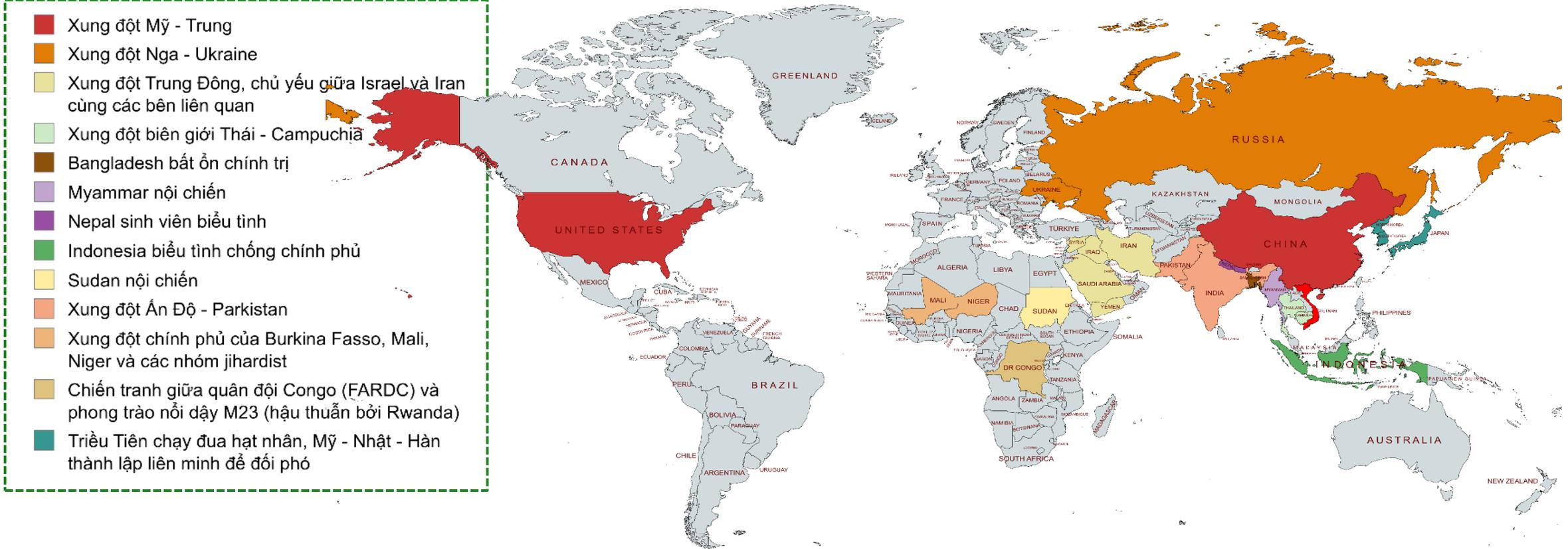
ECB được kỳ vọng duy trì lập trường nới lỏng thận trọng, với định hướng điều hành dựa trên dữ liệu thực tế.

Dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới (% yoy)



- Mặc dù căng thẳng từ bất định thuế quan đã chậm lại, song nguy cơ áp dụng thêm những biện pháp hạn chế mới của Tổng thống Trump vẫn thường trực.
- Triển vọng năm 2026 được dự báo sẽ phức tạp hơn, do phục hồi kinh tế và triển vọng thương mại không đồng đều. Kỳ vọng tăng trưởng năm 2026 chậm lại khi chu kỳ kinh tế bước vào giai đoạn cuối, trong khi thương mại và đầu tư tiếp tục bị bào mòn bởi dư chấn của chiến tranh thương mại và việc tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu. **Nhìn chung, xu hướng của các NHTW lớn vẫn là nới lỏng nhưng theo hướng từ tốn và thận trọng, ưu tiên đưa lãi suất dần về vùng trung tính nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong khi duy trì lạm phát trong tầm kiểm soát.**

Bối cảnh địa chính trị toàn cầu đang ở mức căng thẳng và bất ổn đa chiều



Hiện nay, các rủi ro địa chính trị vẫn đang leo thang, cạnh tranh kinh tế kéo theo căng thẳng giữa các cường quốc, và các xung đột trong chính nội tại các quốc gia. Triển vọng thương mại toàn cầu dù yếu nhưng vẫn mang lại cơ hội cho Việt Nam tăng thị phần tại các thị trường lớn và thu hút dòng vốn đầu tư FDI. Với lợi thế cạnh tranh vượt trội cùng với những chính sách hỗ trợ đột phá, Việt Nam nổi lên như một **điểm đến an toàn và lý tưởng** cho đầu tư và hoạt động sản xuất - kinh doanh, từ đó **củng cố vững chắc vị thế trong chuỗi cung ứng toàn cầu**.

→ Việt Nam được kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng và mặt bằng lãi suất toàn cầu giảm dần.

Trong bối cảnh căng thẳng thương mại leo thang, năng lực ngoại giao khéo léo của Việt Nam đang mở ra những cơ hội chiến lược mới

2/4

Tổng thống Mỹ Donald Trump ban hành sắc lệnh áp thuế 10% lên mọi hàng nhập khẩu và thuế đối ứng với các nước có thâm hụt thương mại lớn với Mỹ.

2/7

Việt Nam phải chịu mức thuế 20% đối với hàng xuất khẩu sang Mỹ và 40% đối với hàng hóa trung chuyển. Trong khi đó, hàng hóa của Mỹ được miễn thuế nhập khẩu khi vào Việt Nam.

1/8

Mức thuế đối ứng mới đối với một số quốc gia dao động từ 25% đến 40%.

9/5

Anh trở thành quốc gia đầu tiên ký kết thỏa thuận thương mại với Mỹ kể từ khi chính sách thuế đối ứng được công bố.

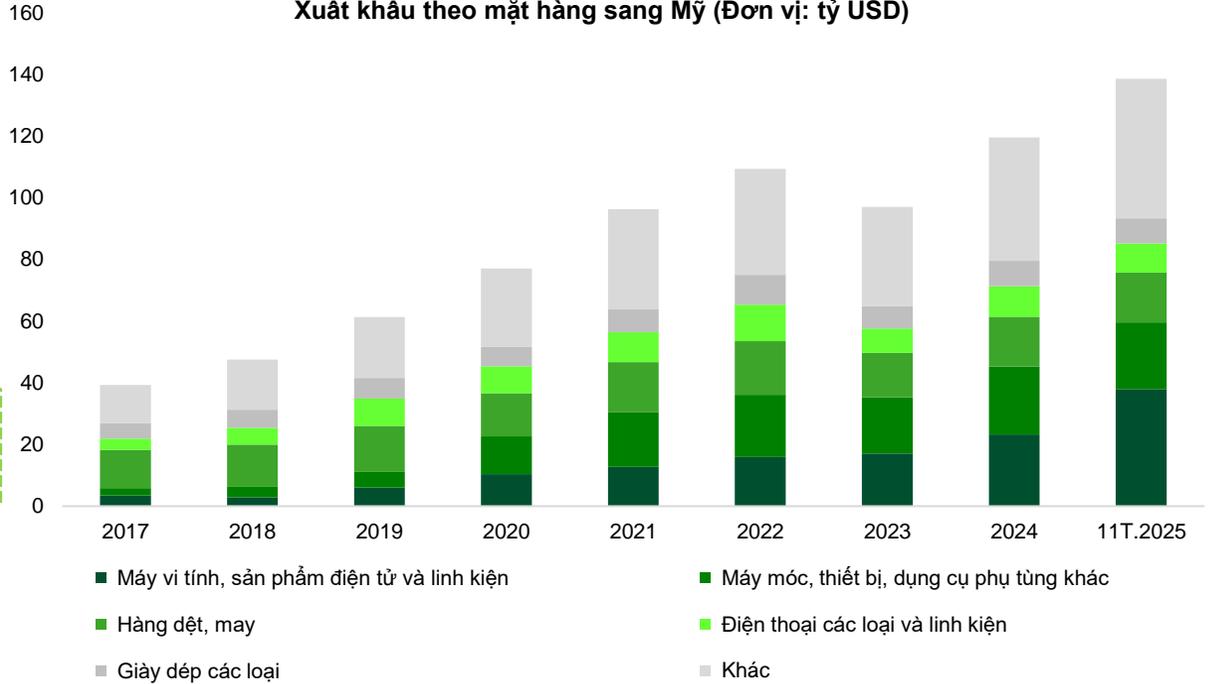
7/7

Mỹ tiếp tục công bố các mức thuế đối ứng mới đối với một số quốc gia khác, và một số mặt hàng cụ thể.

26/10

Việt Nam và Mỹ đạt khung thỏa thuận thương mại mới

Xuất khẩu theo mặt hàng sang Mỹ (Đơn vị: tỷ USD)



- Với chiến lược ngoại giao linh hoạt, khung thỏa thuận thương mại mới giữa Việt Nam và Hoa Kỳ đã được thiết lập, theo đó Hoa Kỳ duy trì mức thuế 20% đối với hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam, nhưng xem xét áp dụng **thuế suất ưu đãi 0% cho các mặt hàng chiến lược** đáp ứng tiêu chuẩn cao về chất lượng, môi trường và lao động, được quy định trong Phụ lục III của Sắc lệnh Hành pháp số 14356.
- Theo đó, VCBS tin rằng Việt Nam có thể tiếp cận thị trường Mỹ với chi phí cạnh tranh hơn, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế toàn cầu đang chịu tác động từ chủ nghĩa bảo hộ và căng thẳng thương mại leo thang. Mặc dù vậy, các doanh nghiệp Việt Nam cũng cần nâng cao năng lực sản xuất, tăng cường tỷ lệ nội địa hóa, nhằm đáp ứng các yêu cầu khắt khe về chất lượng, qua đó nắm bắt cơ hội hưởng ưu đãi thuế quan cao hơn cho các nhóm hàng chủ lực.

NGHỊ QUYẾT SỐ 68/NQ-TW VỀ PHÁT TRIỂN KINH TẾ TƯ NHÂN

Mục tiêu 2030



10-12% tăng trưởng bình quân



84-85% việc làm cả nước



Khu vực tư nhân chiếm $\geq 60\%$ GDP



3 triệu doanh nghiệp hoạt động

Tầm nhìn 2045

Nhiệm vụ trọng tâm:

- Đổi mới tư duy, cải cách thể chế.
- Tăng cường kết nối doanh nghiệp tư nhân với DNNN và doanh nghiệp FDI.
- Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ, siêu nhỏ và hộ kinh doanh.
- Hình thành và phát triển nhanh các doanh nghiệp lớn và vừa, các tập đoàn kinh tế tư nhân tầm cỡ khu vực và toàn cầu

NGHỊ QUYẾT SỐ 79/NQ-TW VỀ PHÁT TRIỂN KINH TẾ NHÀ NƯỚC

Mục tiêu 2030



100% DN nhà nước thực hiện quản trị DN hiện đại



50 DN vào nhóm 500 DN lớn nhất ĐNÁ



Dự trữ quốc gia 2% GDP



60 DN vào nhóm 500 DN lớn nhất ĐNÁ

Tầm nhìn 2045

Nhiệm vụ trọng tâm:

- Hoàn thiện đồng bộ hệ thống pháp luật, phân cấp, phân quyền hợp lý; xây dựng thể chế huy động, sử dụng hiệu quả nguồn lực đất đai, biển, đảo, đa dạng sinh học.
- Tiên phong trong nghiên cứu khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số, chuyển đổi xanh.
- Tập trung đầu tư, phát triển các tập đoàn, DNNN mạnh, quy mô lớn, đóng vai trò dẫn dắt trong các lĩnh vực then chốt, chiến lược (Quốc phòng, năng lượng, tài chính, công nghệ...).

Tầm nhìn 2045: Việt Nam trở thành nước **phát triển, thu nhập cao, hội nhập sâu**

NGHỊ QUYẾT SỐ 57/NQ-TW ĐỘT PHÁ KHOA HỌC CÔNG NGHỆ VÀ CHUYÊN ĐỔI SỐ



Công nghệ hàng đầu – kinh tế số mạnh



Hội nhập quốc tế toàn diện, chủ động, thông minh



Hoàn thiện pháp luật, thể chế phát triển



Kinh tế tư nhân năng động – động cơ tăng trưởng chủ lực

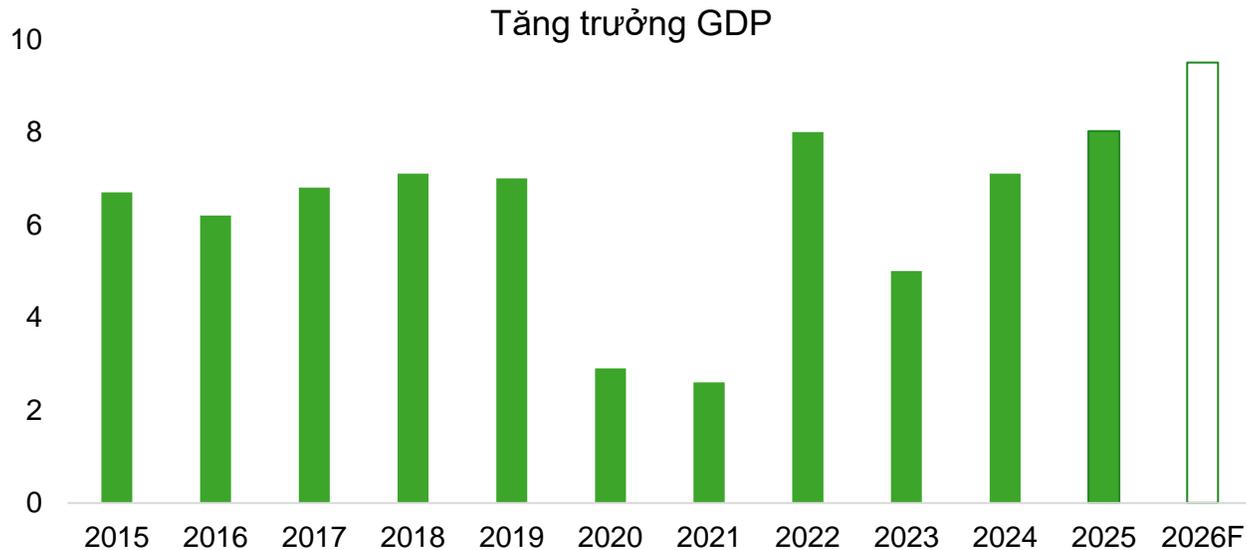
NGHỊ QUYẾT 66/NQ-TW ĐỔI MỚI CÔNG TÁC XÂY DỰNG VÀ THI HÀNH PHÁP LUẬT

NGHỊ QUYẾT 79/NQ-TW PHÁT TRIỂN KINH TẾ NHÀ NƯỚC

NGHỊ QUYẾT SỐ 68/NQ-TW PHÁT TRIỂN KINH TẾ TƯ NHÂN

- Nghị quyết 57, 59, 66, 68 và 79 tạo thành một hệ thống chiến lược đồng bộ, thúc đẩy Việt Nam phát triển nhanh, bền vững, và hội nhập quốc tế sâu rộng.
- VCBS đặc biệt lưu ý đến **Nghị quyết 68** và **Nghị quyết 79** sẽ là trụ cột vững chắc để Việt Nam phát triển trong thời gian tới. Hai Nghị quyết bổ sung cho nhau, và cùng tạo lập môi trường kinh doanh minh bạch và công bằng. Trong đó, kinh nhà nước giữ vai trò chủ đạo trong nền kinh tế, cùng sự đóng góp mạnh mẽ từ kinh tế tư nhân; tất cả hướng tới mục tiêu quốc gia có thu nhập trung bình cao vào năm 2030 và thu nhập cao vào năm 2045.

- ✔ Bước sang năm 2026, VCBS dự báo tăng trưởng có thể đạt khoảng **9-10%**:
 - ✓ Đầu tư công được coi là một công cụ then chốt và mang tính chiến lược để hiện thực hóa các mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững trong tương lai.
 - ✓ Tiêu dùng trong nước được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ, cùng với sự bứt phá của ngành dịch vụ, đặc biệt là du lịch, nhờ các chính sách thu hút khách quốc tế hiệu quả và xuyên suốt.
 - ✓ Hoạt động xuất nhập khẩu: Triển vọng xuất nhập khẩu rộng mở hơn, nhờ thiết lập và củng cố các quan hệ ngoại giao tích cực, tạo ra nền tảng vững chắc cho hoạt động sản xuất và xuất khẩu hàng hóa.
 - ✓ Với chính sách tiền tệ, Chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục nhất quán với định hướng hỗ trợ doanh nghiệp và người dân bằng cách cải thiện và đơn giản hóa khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay, nhưng vẫn đảm bảo chất lượng tín dụng.



Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025 - 2030

Miền Bắc

Đường Vành đai 4 Hà Nội
Cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng

Miền Nam

Đường Vành đai 3 TP.HCM
Sân bay Long Thành
Biên Hòa – Vũng Tàu
Bến Lức – Long Thành
TP.HCM – Chơn Thành
TP.HCM – Mộc Bài
Dầu Giây – Phan Thiết – Vĩnh Hảo

Cao tốc Bắc – Nam GD2

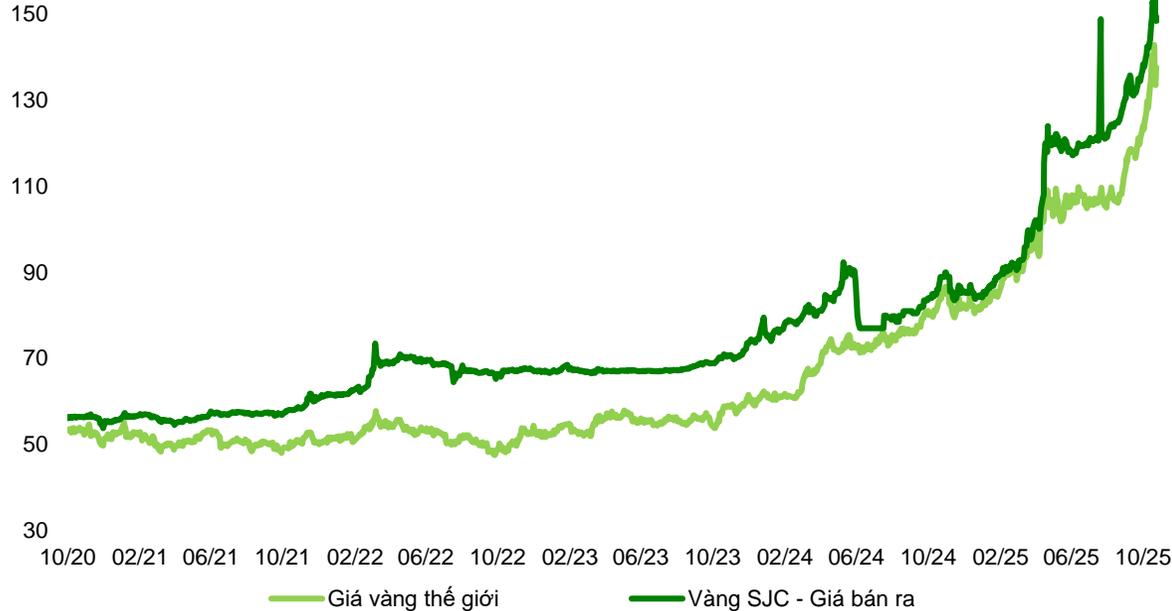
12 dự án thành phần (dự kiến hoàn thành trong 2025)



Hoạt động giải ngân đầu tư công và tiến độ triển khai các dự án hạ tầng dự báo sẽ đặc biệt được đẩy mạnh trong giai đoạn tới

Thực trạng: Giá vàng trong nước chênh lệch lớn so với giá vàng thế giới

Chênh lệch giá vàng trong nước và giá vàng thế giới
(Đơn vị: triệu VND/lượng)



Nghị định 232/2025/NĐ-CP: Mở cửa có kiểm soát hoạt động sản xuất vàng miếng



Cơ chế sản xuất vàng miếng

Hoạt động sản xuất vàng miếng là hoạt động kinh doanh có điều kiện và phải cấp phép



Điều kiện cấp phép sản xuất

Vốn điều lệ:

- Doanh nghiệp: $\geq 1,000$ tỷ đồng
- NHTM: $\geq 50,000$ tỷ đồng.

Bộ quy định nội bộ về sản xuất vàng miếng



Quy định thanh toán, báo cáo, minh bạch thông tin

- Giao dịch vàng ≥ 20 triệu đồng/ngày phải thanh toán qua TK ngân hàng.
- Bắt buộc xuất hóa đơn điện tử, lưu trữ dữ liệu, và kết nối cung cấp thông tin cho NHNN.

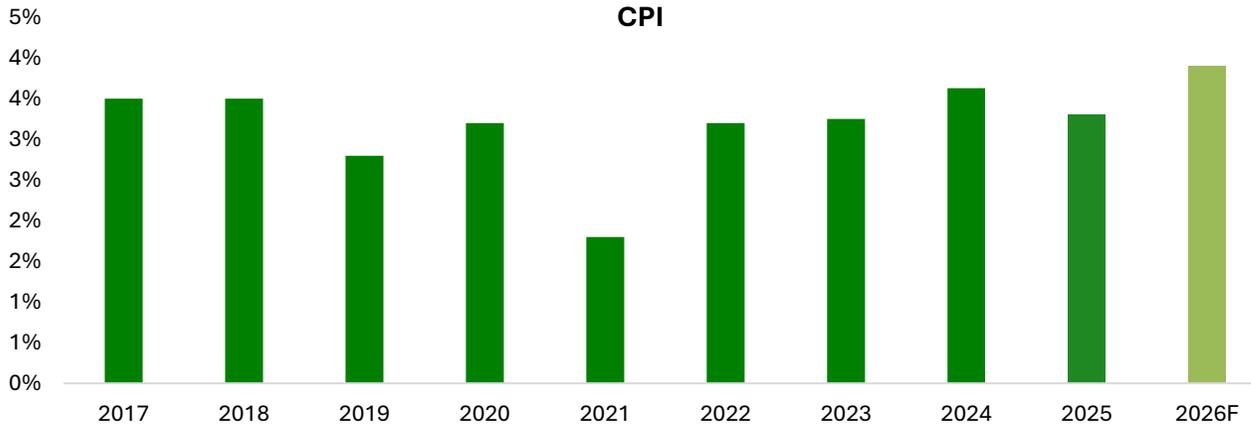
- VCBS đánh giá Nghị định 232/2025/NĐ-CP sẽ tạo bước ngoặt quan trọng đối với tiến trình cải cách dài hạn trên thị trường vàng, khi khơi thông nguồn cung và tái lập môi trường cạnh tranh. Những thay đổi này được kỳ vọng giúp giá vàng trong nước phản ánh sát cung – cầu thực, qua đó thu hẹp khoảng cách giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới, đồng thời đặt nền móng minh bạch, hạn chế đầu cơ – buôn lậu, và góp phần ổn định thị trường vàng Việt Nam.
- Như vậy, tác động của Nghị định 232/2025/NĐ-CP được kỳ vọng là tích cực và toàn diện đối với ổn định vĩ mô: giúp ổn định thị trường vàng và ngoại hối, hỗ trợ kiểm soát lạm phát và củng cố niềm tin thị trường.

VCBS cho rằng áp lực lạm phát có thể xuất hiện lớn hơn vào năm 2026, tuy nhiên vẫn hoàn toàn nằm trong mục tiêu của Chính phủ:

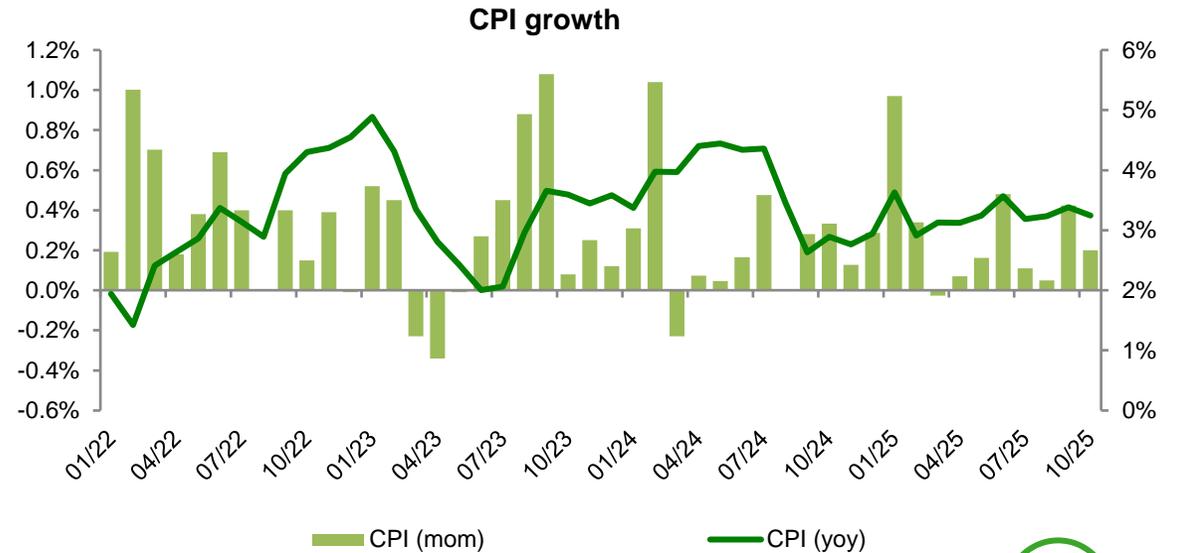
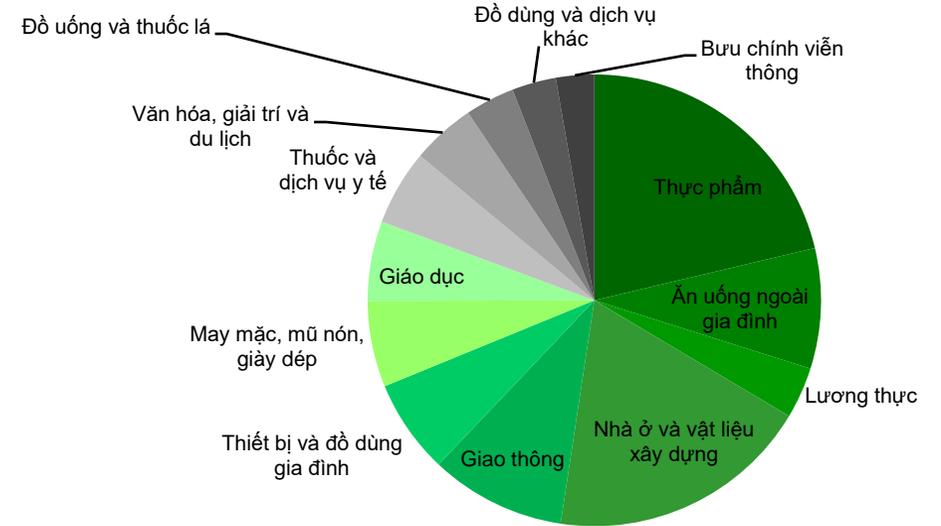
- Thu nhập người dân được kỳ vọng cải thiện, kéo theo cầu tiêu dùng phục hồi.
- Giá dịch vụ y tế, giáo dục, và điện tăng theo lộ trình thị trường, nhưng được điều chỉnh ở mức độ và thời điểm phù hợp để tránh lạm phát kỳ vọng.
- Giá thực phẩm tăng nhẹ theo yếu tố mùa vụ nhưng Việt Nam luôn có khả năng tự chủ về lương thực, nguồn cung hàng hóa-dịch vụ thiết yếu luôn được đảm bảo.
- Chúng tôi không loại trừ khả năng giá vật liệu xây dựng tăng do giải ngân đầu tư công mạnh, kết hợp với giá năng lượng (xăng dầu, điện) tăng.
- VND tiếp tục được dự báo mất giá sẽ tạo áp lực nhập khẩu lạm phát

→ **Lạm phát năm 2026 có thể đạt khoảng 3,9% – 4,1%.**

→ **Với lạm phát nằm trong mục tiêu và khả năng kiểm soát của Chính phủ, và là cơ sở và dự địa để NHNN sử dụng hài hòa các công cụ điều hành.**



TỶ TRỌNG RỎ HÀNG HOÁ CPI TẠI VIỆT NAM



Bước sang năm 2026, chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá đã dần lắng xuống, tuy nhiên thách thức vẫn còn hiện hữu:

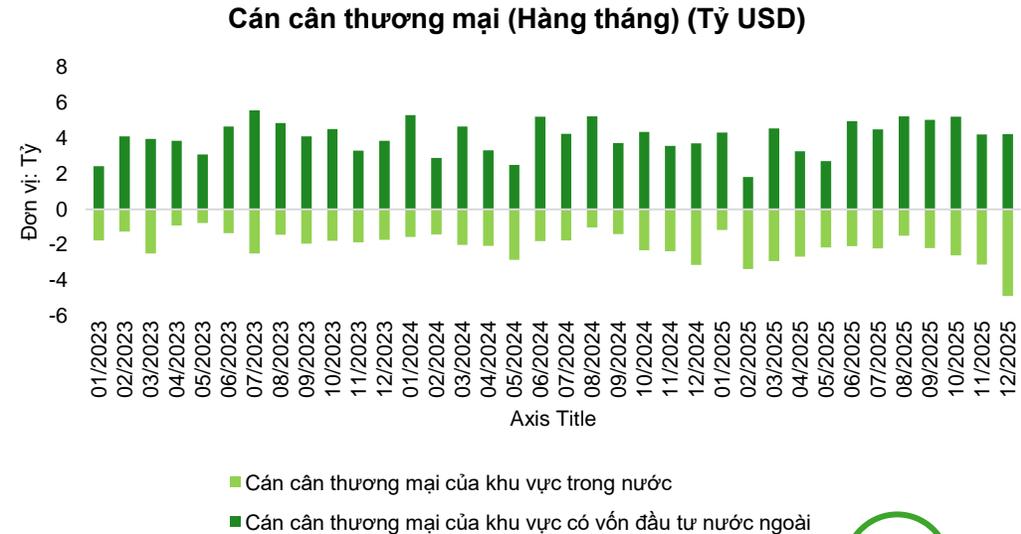
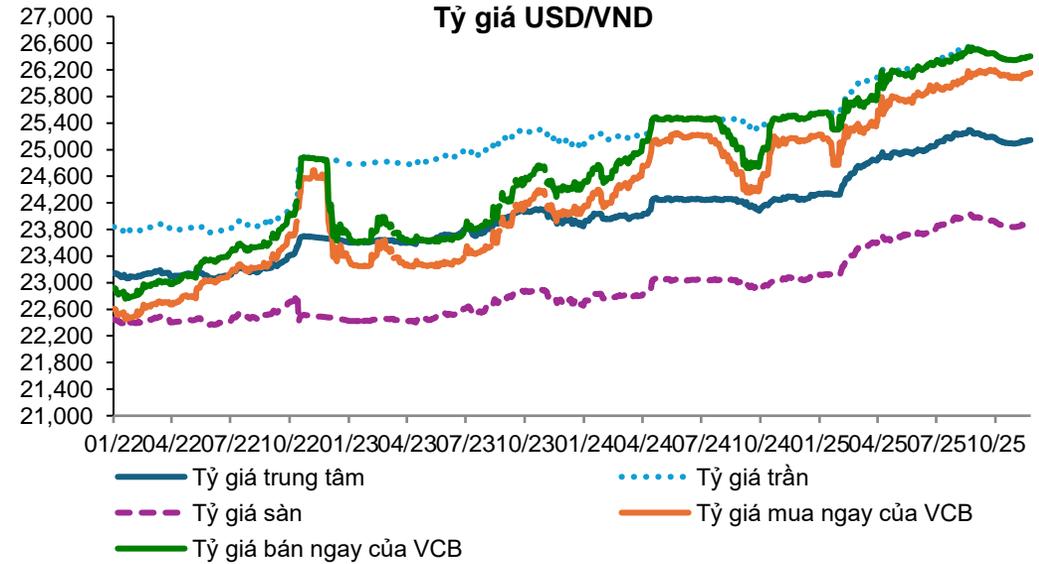
- Nhu cầu nhập khẩu máy móc, thiết bị và vật tư hạ tầng trong nước kéo theo nhu cầu ngoại tệ. Điều này đặt trong bối cảnh kênh đầu tư công được dự báo gia tăng (ước tính đạt khoảng 1,12 triệu tỷ VND, cao hơn gần 30% so với năm trước).
- Khả năng tạo nguồn ngoại tệ của khu vực doanh nghiệp trong nước vẫn rất hạn chế. Mặc dù tổng kim ngạch xuất nhập khẩu vẫn xuất siêu, thặng dư chủ yếu đến từ khu vực FDI, khiến cấu trúc cán cân thương mại trở nên dễ tổn thương hơn, thương mại toàn cầu còn nhiều bất định.
- Tâm lý nắm giữ và đầu cơ có thể vẫn xuất hiện, do lo ngại trước các yếu tố rủi ro bất định, và gây áp lực đáng kể lên nguồn cung ngoại tệ cũng như tỷ giá USD/VND trong năm 2026

Tuy nhiên, VCBS vẫn kỳ vọng một số yếu tố hỗ trợ tỷ giá:

- ✓ Kỳ vọng Fed hạ lãi suất trong năm 2026 nhiều khả năng sẽ góp phần hỗ trợ theo hướng thuận lợi hơn cho VND.
- ✓ Dòng vốn FII được kỳ vọng cải thiện sau khi Việt Nam chính thức được nâng hạng, khi các quỹ thụ động cơ cấu lại danh mục theo bộ chỉ số mới và các quỹ chủ động gia tăng phân bổ nhờ tiềm năng tăng trưởng của thị trường Việt Nam.
- ✓ NHNN vẫn sẽ tiếp tục duy trì điều hành chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt và kịp thời thông qua phối hợp các công cụ trên thị trường mở và can thiệp ngoại tệ, qua đó đóng vai trò quan trọng trong việc giữ ổn định tỷ giá trong năm 2026.

Nhìn chung, áp lực tỷ giá sẽ không biến động đột biến như giai đoạn 2024–2025, tuy nhiên chúng tôi cho rằng thách thức vẫn sẽ tiếp diễn sang năm 2026 khi kênh cán cân vãng lai, đặc biệt là cán cân thương mại hàng hóa, vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND có thể tăng khoảng 3-5% cho cả năm 2026.



Tăng trưởng tín dụng dự báo duy trì ở mức cao

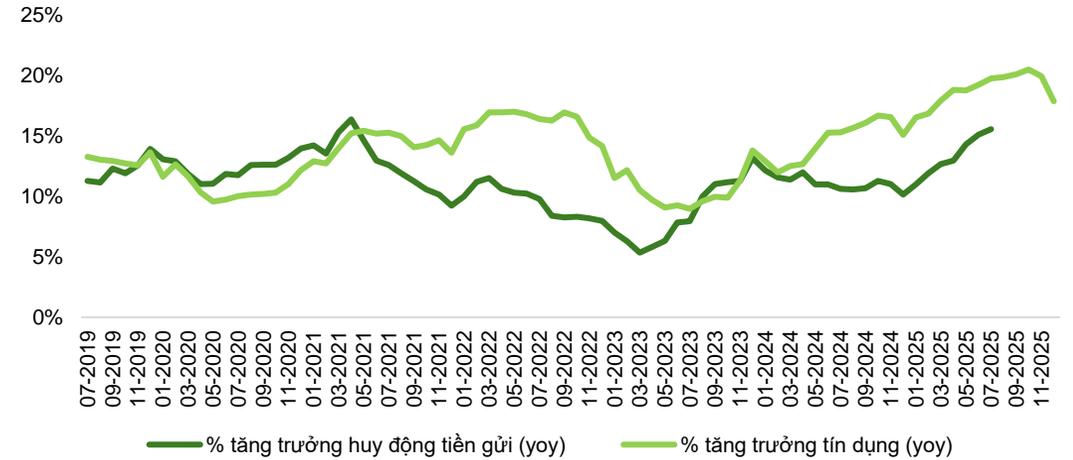
- Trong bối cảnh mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 ở mức khoảng 10%, nhu cầu tín dụng của nền kinh tế – đặc biệt là vốn trung và dài hạn cho đầu tư công, hạ tầng và sản xuất – được dự báo gia tăng đáng kể.
- Theo đó, tăng trưởng tín dụng năm 2026 dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao, tương ứng với quỹ đạo tăng trưởng hai con số, song tạo áp lực đáng kể lên yêu cầu cân đối nguồn vốn và chi phí huy động của hệ thống ngân hàng.

Bước sang năm 2026, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt, thiên hướng hỗ trợ tăng trưởng, đồng thời đảm bảo thanh khoản dồi dào cho hệ thống ngân hàng.

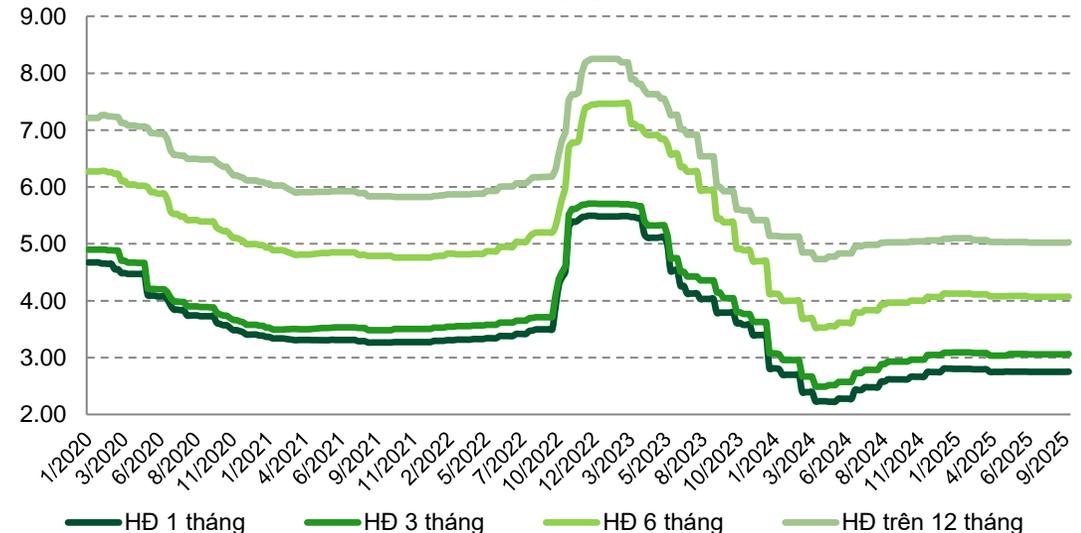
- CSTT nhiều khả năng sẽ được điều hành chủ động, linh hoạt và phối hợp chặt chẽ với CSTK và các chính sách vĩ mô khác, vừa hỗ trợ tăng trưởng, vừa giữ ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát và bảo đảm các cân đối lớn của nền kinh tế.
- Song song với đó, tăng trưởng tín dụng được dự báo duy trì ở mức cao, buộc các NHTM phải chủ động cải thiện khả năng huy động vốn, vừa để cân đối nguồn vốn trung – dài hạn, vừa tạo dư địa điều chỉnh tương ứng lãi suất cho vay, qua đó duy trì biên lãi ròng (NIM) ở mức hợp lý.
- Áp lực tăng có thể xuất hiện chủ yếu ở nhóm NHTMCP tư nhân khi nhóm này tăng cường huy động vốn nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, đặc biệt tại những ngân hàng phụ thuộc lớn vào tiền gửi KH và cơ cấu huy động vốn kém linh hoạt.

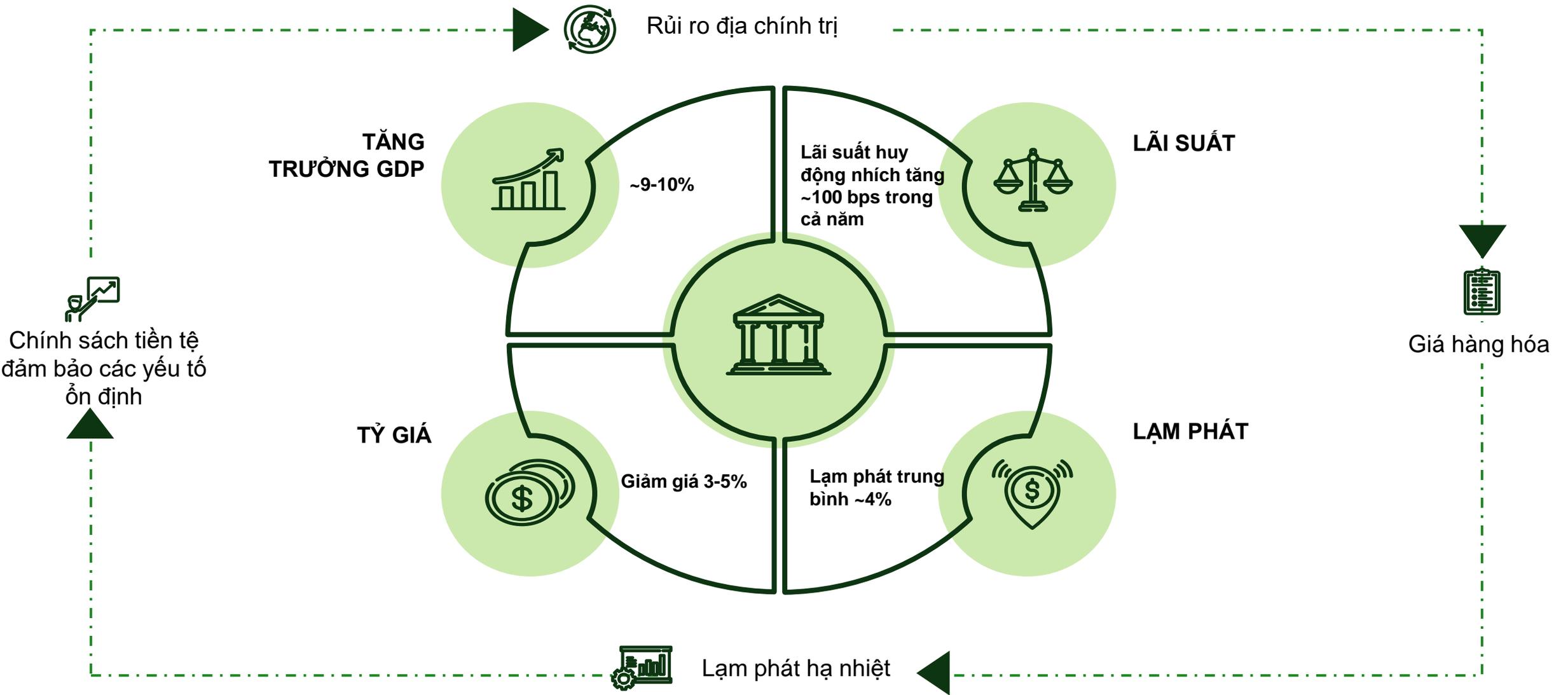
Theo đó, VCBS đánh giá, một số NHTMCP có thể sẽ cân nhắc tăng LSHĐ nhằm cân đối nguồn vốn trong thời gian tới, với mức tăng khoảng 100 điểm cơ bản. Chúng tôi cũng lưu ý, đây là xu hướng tăng từ mặt bằng nền thấp của LSHĐ. Áp lực tăng có thể xuất hiện nhiều vào nửa cuối năm.

Tốc độ huy động tiền gửi chậm hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng



Lãi suất huy động (%)





MỤC LỤC



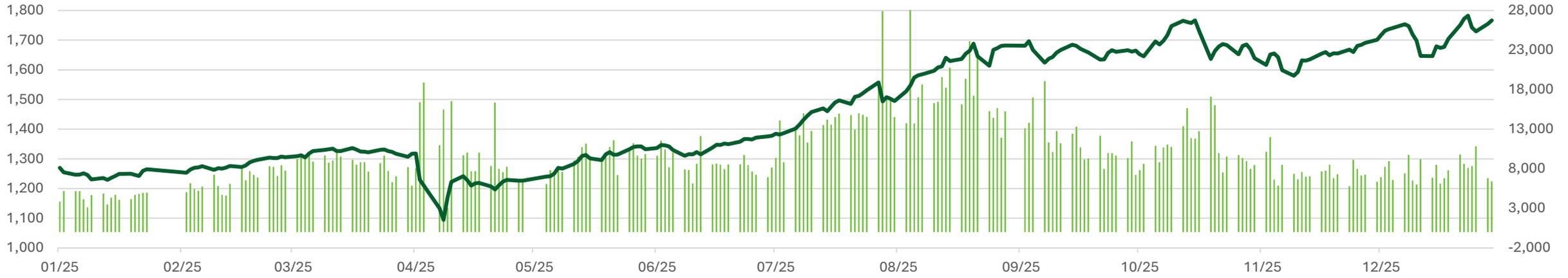
- 01 KINH TẾ VĨ MÔ
- 02 THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU**
- 03 DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

Bảng tổng hợp số liệu về VN Index, VN30, Thị trường phái sinh, Chứng quyền 2025

Chỉ số	Biến động chỉ số	% thay đổi	Chi tiết
VN Index	1266.78 – 1784.49	+ 40.87%	VN Index thiết lập mức đỉnh mới về mặt điểm số so với năm 2025, GTGD đồng thời tăng gần 42% yoy cùng KLGD tăng 36% yoy
VN30	1344.75 – 2030.63	+51%	VN30 ghi nhận nhịp tăng mạnh so với năm 2024 khi tăng ở cả GTGD (+63% yoy) và KLGD (+56% yoy)
Phái sinh	1345.5 – 2029	+50.8%	GTGD ở thị trường phái sinh năm 2025 đạt 40.29 nghìn tỷ VND, tăng mạnh 49% yoy, KLGD cũng tăng 16% yoy
Chứng quyền	549 mã chứng quyền giao dịch trong năm 2025, tương ứng với 22 TSCS	Số mã chứng quyền giao dịch năm 2025 tăng 28.6% so với năm 2024	Tính đến ngày 31/12, có 261 mã chứng quyền đang giao dịch dựa trên 21 TSCS



Thị trường phản ánh: Kỳ vọng vào mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8% và Tình hình kinh tế - chính trị với Quốc tế



Q1.2025

Q2.2025

Q3.2025

Q4.2025

Trong nước

Quốc hội thông qua mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8% trở lên.
 Công điện số 19/CĐ-TTg về việc tăng cường thực hiện các giải pháp giảm lãi suất.
 Chỉ thị số 10/CT-TTg về thúc đẩy phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV).

Hoa kỳ công bố áp thuế đối ứng 46% lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam.
 Hệ thống KRX được đưa vào vận hành.
 Nghị quyết số 68-NQ/TW về phát triển kinh tế tư nhân.
 Giá điện bán lẻ tăng 4.8%.

Thủ tướng xác định mục tiêu tăng trưởng năm 2025 từ 8.3- 8.5%.
 Ngày 15/09, Sở GDCK Việt Nam (VNX) đã ký kết Biên bản Ghi nhớ (MOU) với FTSE.
 Trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất VND tiếp tục tăng mạnh ở các kỳ hạn ngắn.

Hội nghị Trung ương 13: đã thống nhất giới thiệu nhân sự Ban Chấp hành Trung ương và Ủy ban Kiểm tra Trung ương khóa XIV.
 Quốc hội thông qua mục tiêu tăng trưởng kinh tế 10% trở lên, GDP đầu người đạt 5,400 – 5,500 USD.

Quốc tế

TT Mỹ Donald Trump nhậm chức nhiệm kỳ thứ 2.
 FED giữ nguyên lãi suất 4.25 - 4.5%.

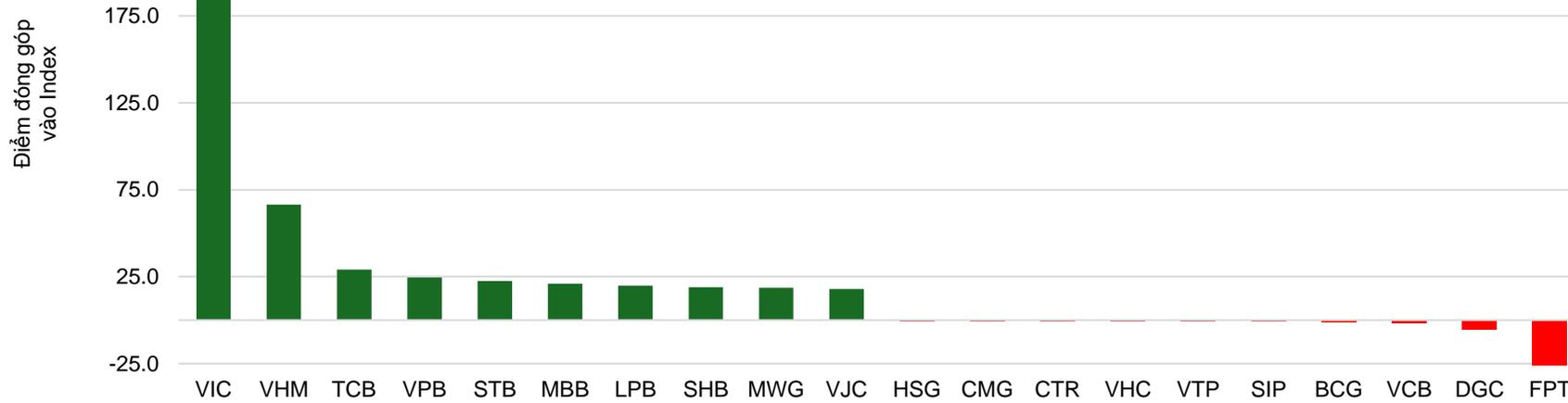
Mỹ và Trung Quốc đạt thoả thuận thương mại.
 Căng thẳng Trung Đông quay trở lại. Mỹ đánh bom Iran.
 Fed giữ nguyên lãi suất.
 PBOC cắt giảm lãi suất.

Ngày 31/7, TT Trump đã ký sắc lệnh hành pháp về việc giữ mức thuế quan 20% đối với Việt Nam.
 Fed cắt giảm lãi suất 25 điểm cơ bản, xuống phạm vi 4 - 4.25%.

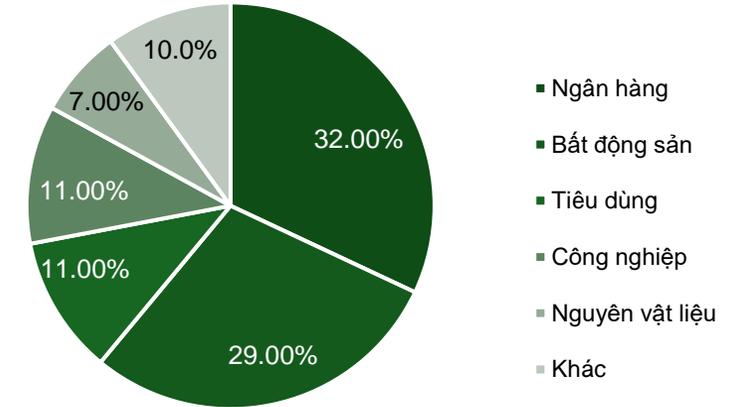
Fed tiếp tục cắt giảm lãi suất về tới 3.5%-3.75%, nhưng báo hiệu sẽ thận trọng hơn với các đợt cắt giảm tiếp theo.
 ECB giữ nguyên lãi suất.

Toàn cảnh thị trường: BĐS và Tiêu dùng duy trì xu hướng tăng từ đầu năm, Ngân hàng tạo đỉnh trong tháng 8

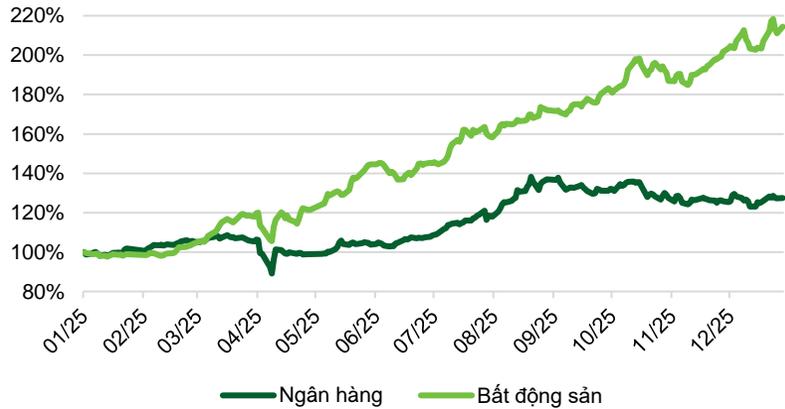
Đóng góp điểm số theo mã



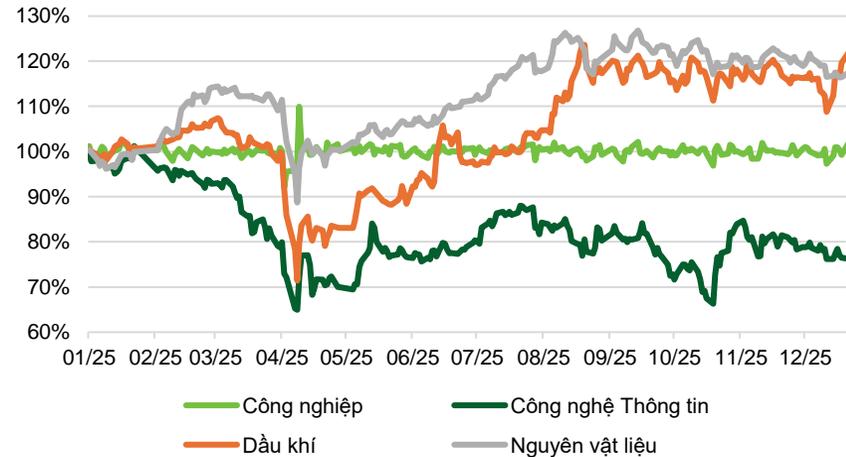
Cơ cấu vốn hóa theo ngành



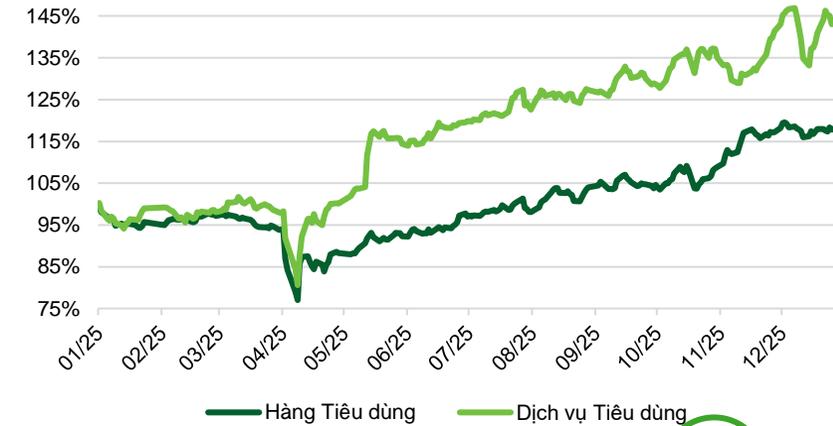
Tăng trưởng nhóm ngành phi SX



Tăng trưởng nhóm ngành SXCN



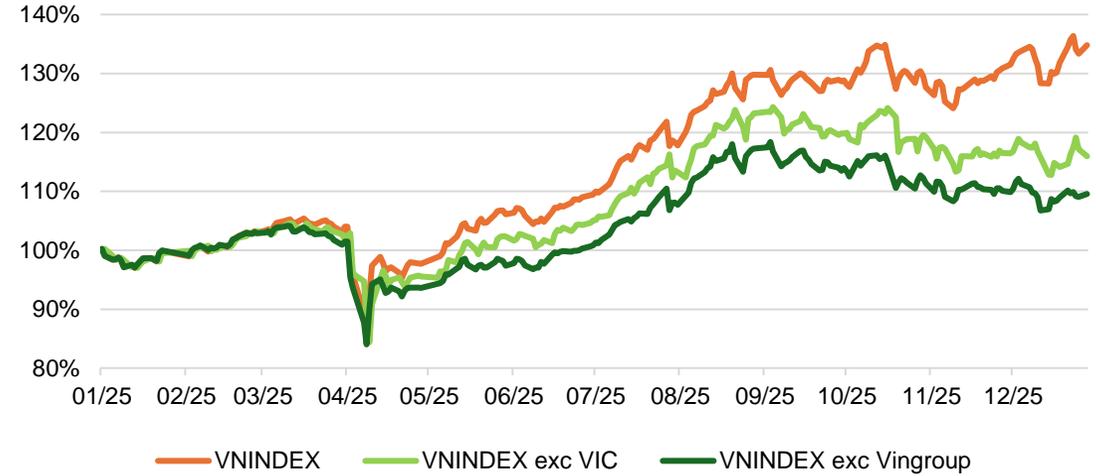
Tăng trưởng nhóm tiêu dùng



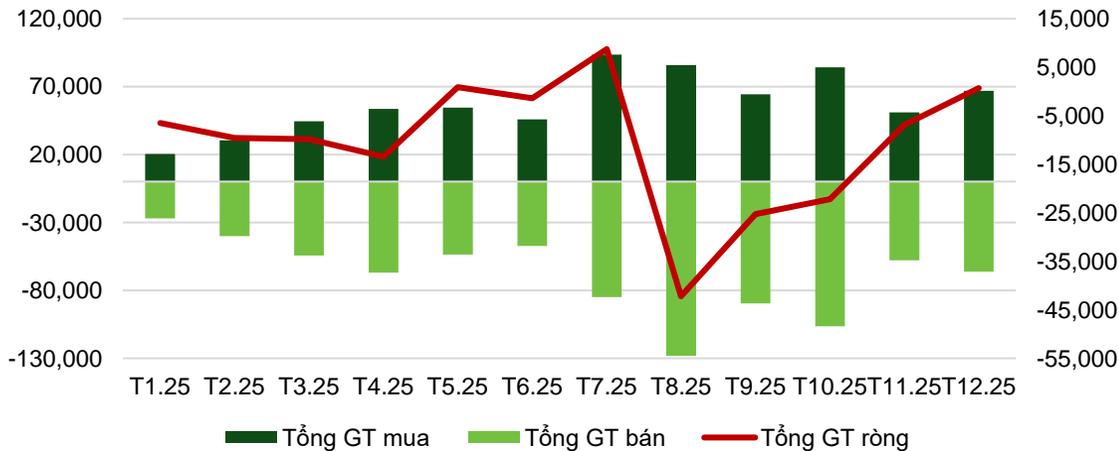
Chuyển động dòng tiền: Nhóm cổ phiếu nhóm Vingroup thu hút dòng tiền mạnh mẽ, đóng góp lớn vào chỉ số chung

- Trong năm 2025, KLGD bình quân trên tổng 3 sàn đạt 1,152 triệu cổ phiếu, tăng 34% so với cùng kỳ năm trước. GTGD bình quân bùng nổ và duy trì mặt bằng cao kể từ tháng 7 tới tháng 10. Tuy nhiên, 2 tháng cuối năm, GTGD suy giảm khoảng 40% so với các tháng trước, trong bối cảnh chỉ số chung vẫn tăng điểm tích cực.
- Đáng chú ý, nhóm cổ phiếu Vingroup duy trì đà tăng xuyên suốt cả năm, đóng góp lớn vào chỉ số chung. Nếu loại bỏ điểm số của nhóm cổ phiếu này, VN Index chỉ đang giao dịch quanh mốc 1400 điểm, thay vì chỉ số thiết lập đỉnh mới như hiện tại. VIC được ghi nhận là cổ phiếu tăng mạnh nhất trong nhóm với mức tăng gấp 7 lần.
- Khối ngoại bán ròng mạnh mẽ trong tháng 8 và tháng 9 khi áp lực tỷ giá dâng cao. Tuy nhiên, đà bán ròng dần thu hẹp trở lại sau các đợt cắt giảm lãi suất của FED và đảo chiều sang mua ròng vào tháng cuối năm.

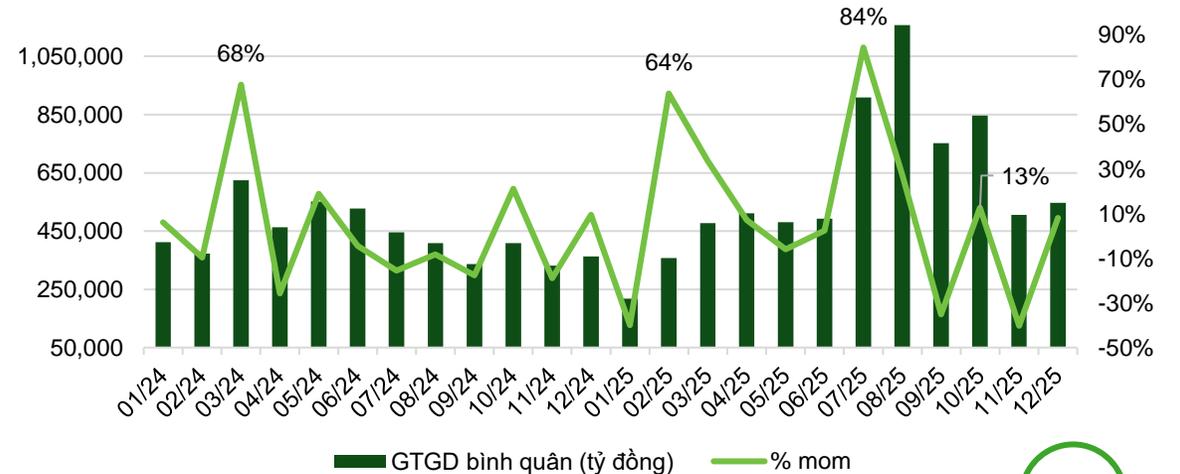
Đóng góp của nhóm cổ phiếu Vingroup vào VNINDEX



Diễn biến Khối ngoại mua/bán ròng



Thanh khoản thị trường



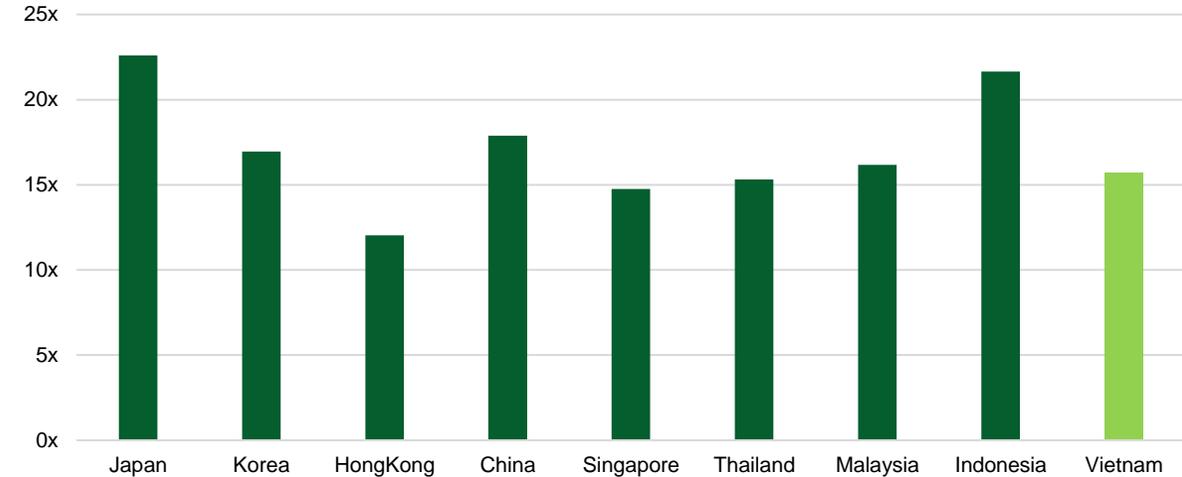
Định giá thị trường Việt Nam vẫn hấp dẫn

- Với đà tăng của Vnindex trong năm 2025, chỉ số chung đang giao dịch với P/E 15.7x. P/E hiện tại đang ở mức hấp dẫn so với bình quân khu vực (~17.0x) và bình quân 5 năm (~14.4x), đồng thời mặt bằng lãi suất thấp cùng tăng trưởng tín dụng tăng mạnh tiếp tục là môi trường thuận lợi sẽ hỗ trợ thanh khoản thị trường dồi dào và nâng mặt bằng định giá P/E các ngành lên nền cao mới. Trong năm 2026, VN Index sẽ tiếp tục hướng tới chinh phục **kịch bản tích cực tại 2,279**.
- Vnindex đang giao dịch quanh vùng (5Y – 1stdv, 5Y) của P/B tại 2.0x. Mốc P/B tại 5Y – 1stdv đã thể hiện rõ là vùng hỗ trợ khá cứng cho P/B của Index.

Định giá P/E 5 năm



P/E các quốc gia khu vực Châu Á - Thái Bình Dương



Định giá P/B 5 năm



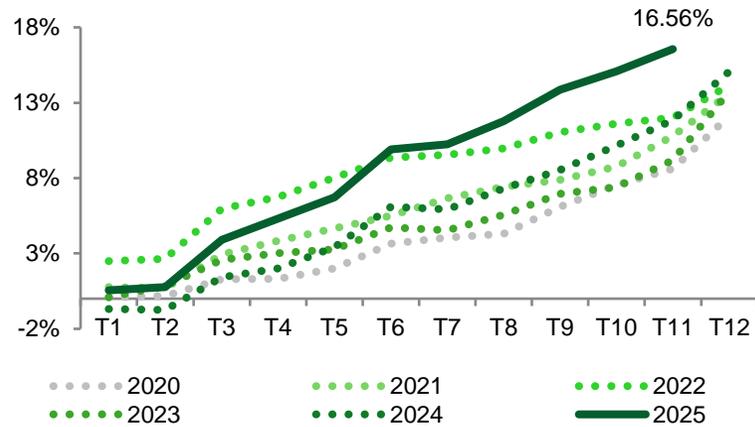
Chính sách tiền tệ trong và ngoài nước thuận lợi hỗ trợ tăng trưởng tín dụng và dòng vốn vào TTCK

Quốc tế: FED đã hạ lãi suất 3 lần trong năm 2025 về 3,5–3,75% và dự kiến tiếp tục nới lỏng thêm 1–2 lần trong năm 2026. Xu hướng này giúp giảm áp lực tỷ giá, tạo dư địa để Việt Nam duy trì lãi suất ổn định và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

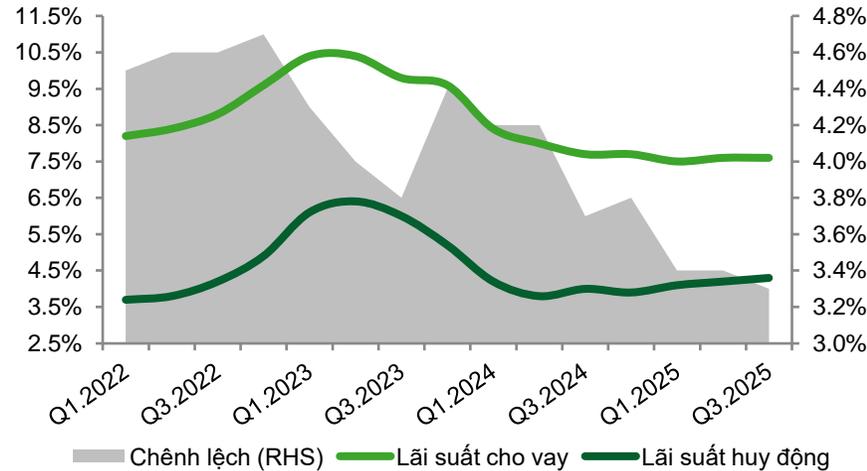
Trong nước: CSTT tiếp tục theo hướng mở rộng, NHNN chủ động bơm thanh khoản hỗ trợ cung – cầu của nền kinh tế. Tuy nhiên, nhu cầu vốn tăng có thể khiến lãi suất huy động nhích lên, kéo theo chi phí vốn của NHTM tăng nhẹ đến cuối 2026, đặc biệt ở nhóm ngân hàng quy mô nhỏ. Điều hành linh hoạt của NHNN được kỳ vọng sẽ kiềm chế đà tăng chi phí vốn trong toàn hệ thống.

Kỳ vọng bước đột phá trong năm 2026 với việc chính sách hướng tới xóa bỏ trần tín dụng, hiện đại hóa khuôn khổ pháp lý, tạo điều kiện để các ngân hàng phân bổ vốn dựa trên hiệu quả, gắn tăng trưởng tín dụng với năng lực quản trị rủi ro và khả năng sinh lời, thay vì theo đuổi mở rộng quy mô tín dụng thuần túy.

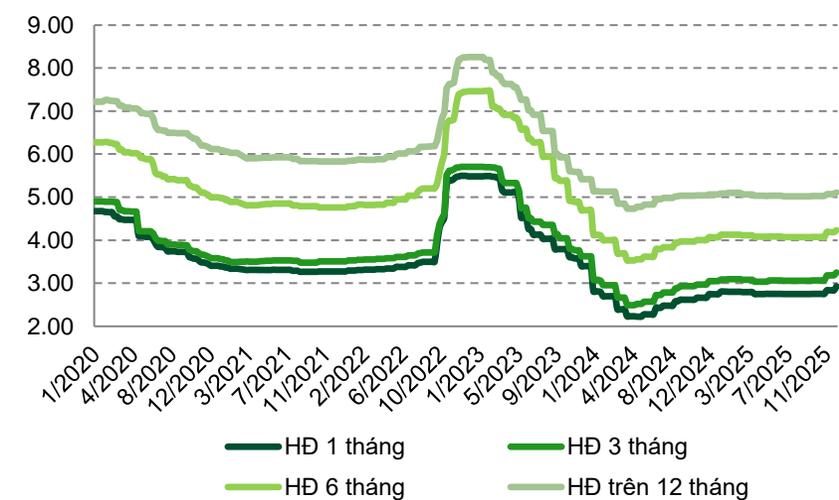
Tăng trưởng tín dụng toàn ngành



Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay*



Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (%)



Chính sách tài khóa là công cụ then chốt để thực hiện mục tiêu tăng trưởng GDP 10%, động lực cho TTCK

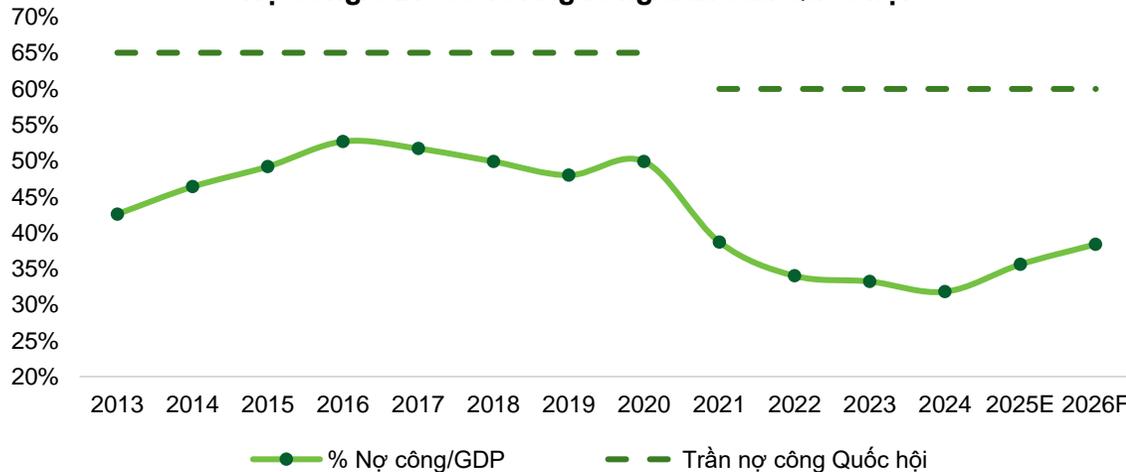
Khi dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ dần thu hẹp, áp lực từ rủi ro lạm phát và mất giá tiền tệ, chính sách tài khóa trở thành công cụ then chốt trong việc định hình và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đạt mục tiêu 10% trong năm 2026.

Dư địa tài khóa của Việt Nam vẫn rất dồi dào: Đến cuối năm 2025, nợ công ước khoảng 35–36% GDP, nợ Chính phủ khoảng 33–34% GDP, thấp hơn đáng kể so với các ngưỡng trần do Quốc hội quy định (60% và 50%). Nghĩa vụ trả nợ duy trì ở mức 19–20% tổng thu NSNN, thấp hơn mức khuyến nghị 25% của IMF, thể hiện nền tảng tài khóa an toàn, tạo điều kiện để Chính phủ chủ động, linh hoạt và triển khai các gói chính sách tài khóa có mục tiêu,

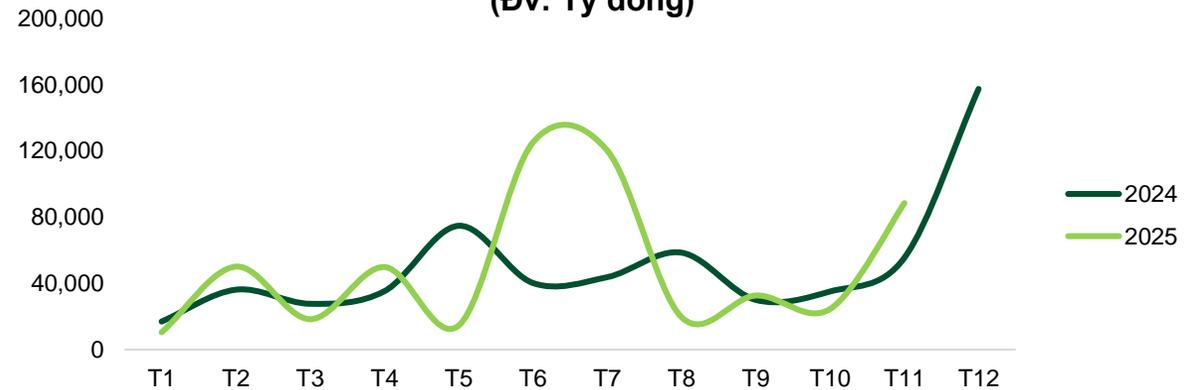
Đẩy nhanh giải ngân và tập trung vốn, giảm đầu tư dàn trải, sẽ là chìa khóa để phát triển bền vững và hoàn thành mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Đáng chú ý, trong năm đầu của chu kỳ Đầu tư công mới 2026 – 2030, Việt Nam được kỳ vọng sẽ sớm tạo dấu ấn đột phá với đội ngũ nhân sự lãnh đạo cấp cao mới nhận nhiệm vụ.

Hiệu ứng lan tỏa của đầu tư công: Gia tăng tỷ trọng đầu tư vào hạ tầng tại các nền kinh tế mới nổi không chỉ đóng góp trực tiếp vào GDP, mà còn nâng cao hiệu quả phân bổ và sử dụng vốn của khu vực tư nhân, cải thiện suất sinh lợi biên của nền kinh tế và tạo động lực để doanh nghiệp mở rộng đầu tư.

Nợ công/GDP so với Ngưỡng trần của Quốc hội



Tình hình giải ngân vốn đầu tư công 2024-2025 (Đơn vị: Tỷ đồng)*



Chính sách tài khóa là công cụ then chốt để thực hiện mục tiêu tăng trưởng GDP 10%, động lực cho TTCK

Trong bối cảnh mảng xuất khẩu có thể giảm triển vọng bởi thuế quan gia tăng lên mức 20% từ Mỹ, chính phủ đã có nhiều biện pháp để đổi hướng sang kích cầu tiêu dùng nội địa, cụ thể:

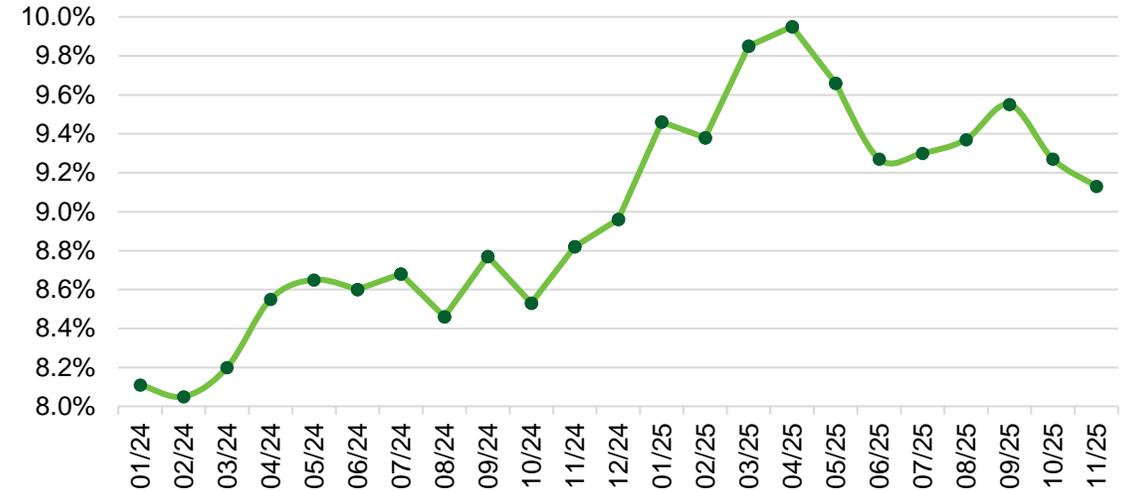
Giảm thuế VAT 2% đến hết năm 2026 – Đòn bẩy tài khóa hiệu quả:

➤ Chính sách giảm thuế đóng vai trò quan trọng trong việc kích cầu tiêu dùng và tăng tổng mức bán lẻ (tiếp tục duy trì tăng trưởng cao trên 9%). Đồng thời, hỗ trợ các doanh nghiệp trong hoạt động và sản xuất kinh doanh.

Tăng mức giảm trừ gia cảnh tính thuế TNCN.

- Theo Nghị quyết 110/2025/UBTVQH15, mức giảm trừ gia cảnh tăng +40% so với hiện hành lên 15,5 triệu cho người nộp thuế và 6,2 triệu đồng cho người phụ thuộc, áp dụng từ kỳ tính thuế 2026.
- Luật thuế TNCN sửa đổi cũng nâng các ngưỡng tính thuế, giúp giảm số thuế TNCN người lao động phải đóng.
- Việc cải cách tiền lương, gia tăng thu nhập khả dụng sẽ có tác động lan tỏa rõ rệt tới nhiều nhóm ngành, trong đó hưởng lợi nhất là ngành Tiêu dùng không thiết yếu, gián tiếp nhưng bền vững là Bất động sản, Tài chính, Tiêu dùng thiết yếu,...

Tổng mức bán lẻ hàng hóa (lũy kế svck)



Người nộp thuế

11 triệu VND/tháng

15.5 triệu VND/tháng

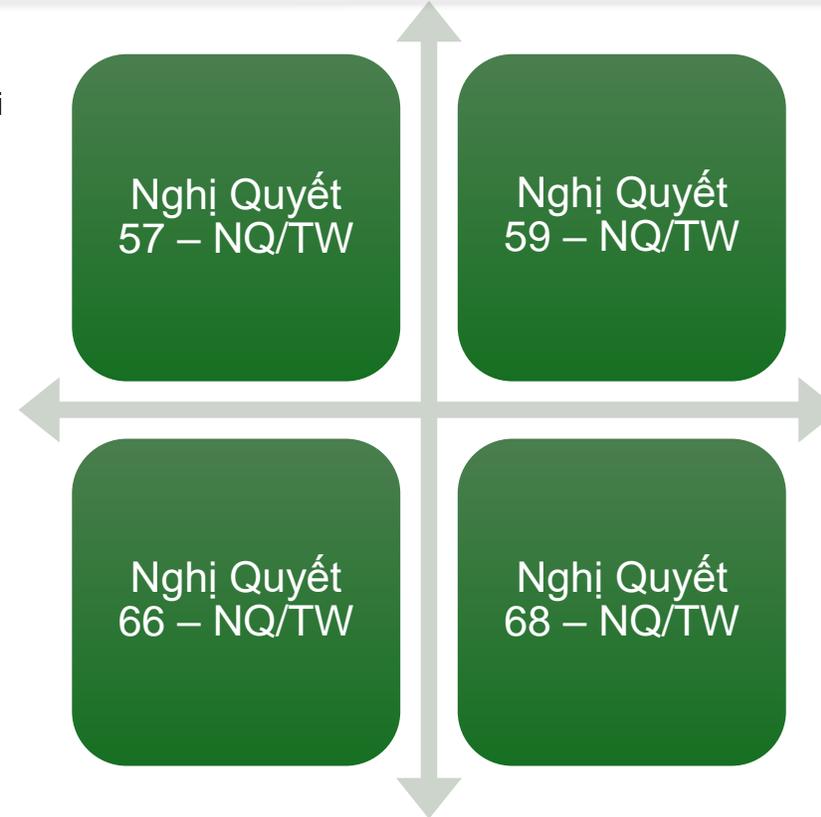
4.4 triệu VND/tháng

6.2 triệu VND/tháng

Người phụ thuộc

2025 VN hoàn thiện môi trường pháp lý, cải cách thể chế, tạo bệ phóng cho tăng trưởng kinh tế 2026 và thị trường vốn

- ✓ Đột phá trong phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia.
- ✓ Mục tiêu đưa Việt Nam vào nhóm đi đầu về cạnh tranh số và đổi mới trong khu vực.
- ✓ Hiện đại hóa hệ thống pháp luật, minh bạch, nhất quán và phù hợp với xu hướng phát triển toàn cầu.
- ✓ Mục tiêu đến 2030 tạo dựng khung pháp luật hỗ trợ quản trị hiệu quả, thúc đẩy kinh doanh minh bạch và nâng cao vị thế đầu tư của Việt Nam trong ASEAN.

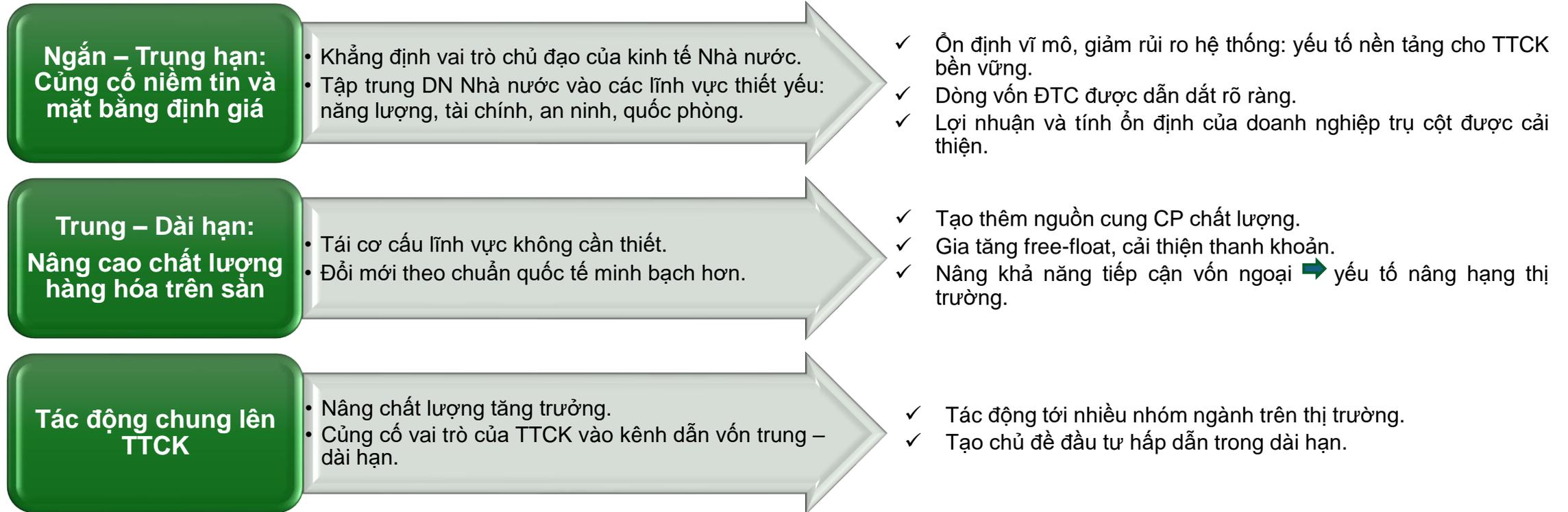


- ✓ Hội nhập quốc tế với chiến lược toàn diện.
- ✓ Mục tiêu mở rộng không gian phát triển quốc tế và liên kết sâu trong chuỗi giá trị toàn cầu.
- ✓ Chuyển tư duy kinh tế tư nhân từ “bỏ trợ” sang “động lực chủ đạo”, bảo vệ quyền sở hữu, quyền kinh doanh và cạnh tranh bình đẳng.
- ✓ Mục tiêu tới 2030, tăng tỷ trọng đóng góp của khu vực tư nhân vào GDP, thu hút lao động và tăng năng suất, dẫn dắt tăng trưởng quốc gia.

Bộ Tứ trụ cột

➤ **Bước sang năm 2026, tăng trưởng kinh tế được kỳ vọng chuyển sang pha bền vững hơn** khi các cải cách thể chế triển khai trong năm 2025 bắt đầu phát huy hiệu quả rõ nét. Môi trường pháp lý ngày càng hoàn thiện, cơ chế phân cấp – phân quyền (mô hình chính quyền địa phương 2 cấp) đi vào thực chất và khuôn khổ hợp tác công – tư (PPP) mới được vận hành đồng bộ sẽ giúp cải thiện hiệu quả đầu tư công, kích hoạt nguồn lực khu vực tư nhân và nâng cao chất lượng tăng trưởng => **yếu tố nền tảng cho các doanh nghiệp niêm yết thiết lập định giá mới.**

Nghị quyết 79-NQ/TW: Kỳ vọng đem tới TTCK minh bạch, bền vững và chủ đề đầu tư dài hạn hấp dẫn



📌 **Nghị quyết 79-NQ/TW mang tính định hướng chiến lược dài hạn, tạo nền móng cho một thị trường chứng khoán Việt Nam ổn định hơn, minh bạch hơn và hấp dẫn hơn với dòng vốn dài hạn, đặc biệt là khối ngoại và nhà đầu tư tổ chức.**

FDI ổn định hậu thuế quan, hướng tới mặt bằng kỷ lục mới năm 2026

Giải ngân tăng mạnh, đăng ký mới chững lại

- Trong 11 tháng năm 2025, vốn FDI giải ngân đạt 23,6 tỷ USD – **mức cao nhất trong vòng 5 năm** – tăng 11% so với cùng kỳ, phản ánh tiến độ triển khai tích cực của các dự án hiện hữu, ngược lại, vốn FDI đăng ký mới giảm 22%. Tuy nhiên, xu hướng giảm của vốn đăng ký mới đã thu hẹp dần kể từ tháng 8/2025 khi khung thuế quan với các đối tác thương mại lớn được làm rõ.
- Dòng vốn giải ngân tập trung chủ yếu vào lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo, chiếm gần 83% tổng vốn thực hiện, cho thấy sự cải thiện rõ nét về chất lượng và cơ cấu FDI.

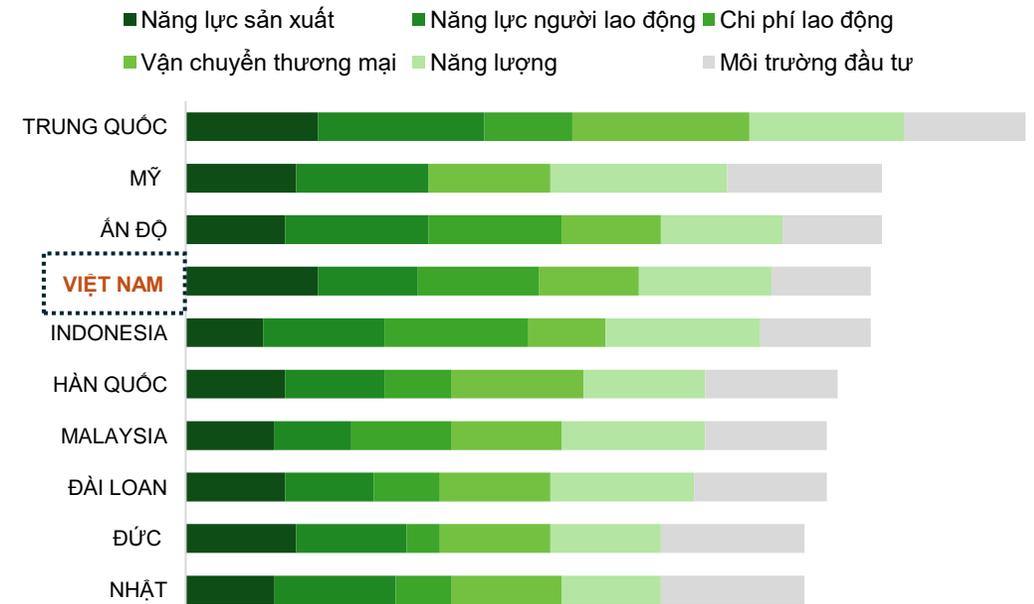
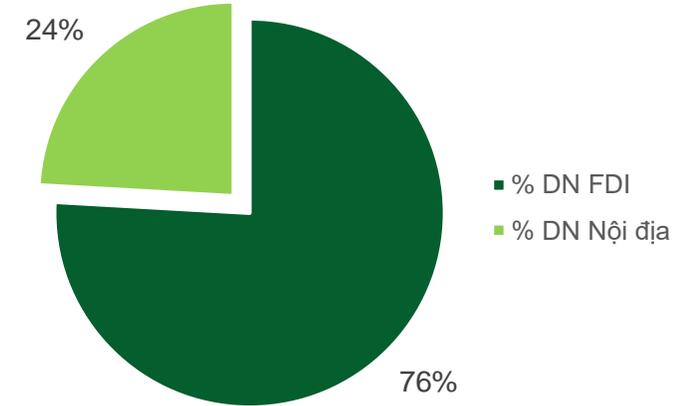
Dòng vốn FDI được kỳ vọng tiếp tục đóng vai trò trụ cột đối với tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam.

- Việt Nam được Bloomberg xếp thứ 4 toàn cầu trong Chỉ số Tiềm năng Xuất khẩu (Export Potential Index), chỉ sau Trung Quốc, Ấn Độ và Mỹ. Thứ hạng này phản ánh lợi thế cạnh tranh về chi phí lao động, năng lực sản xuất và mức độ hội nhập ngày càng sâu của Việt Nam vào chuỗi cung ứng toàn cầu theo chiến lược “China +1”.

Địa phương và Hạ tầng: Động lực mới cho chu kỳ FDI tiếp theo

- Việc sáp nhập các tỉnh, thành phố đã mở rộng không gian phát triển và tạo lực đẩy đáng kể cho thu hút FDI tại vùng kinh tế trọng điểm phía Nam: TP.HCM, Đồng Nai và Tây Ninh.
- Các dự án hạ tầng chiến lược lần lượt đi vào khai thác, hoàn thiện bức tranh kết nối liên vùng: Sân bay Long Thành, Vành đai 3 TP.HCM, cao tốc Bến Lức – Long Thành và các khu thương mại tự do tại Cái Mép Hạ và Đồng Nai, tạo nền tảng thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao.

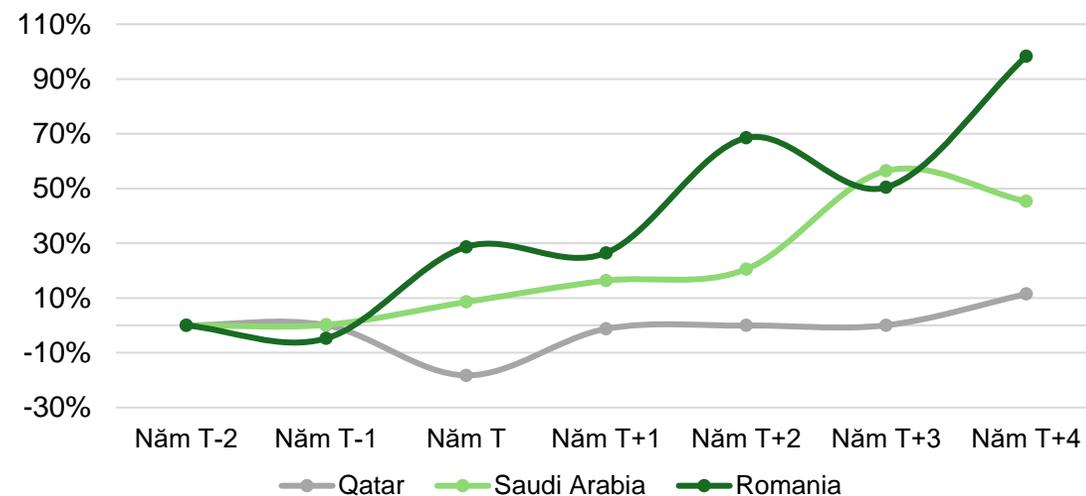
Tỷ trọng xuất khẩu của khu vực FDI



Dòng vốn mới và sức hút của thị trường chứng khoán Việt Nam sau nâng hạng

- FTSE Russell sẽ tái phân loại Việt Nam từ thị trường Cận biên (Frontier) lên Thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market) trong Bộ chỉ số cổ phiếu toàn cầu FTSE (FTSE Global Equity Index Series - GEIS) và các chỉ số liên quan, có hiệu lực từ kỳ rà soát bán niên tháng 9/2026, với điều kiện vượt qua đánh giá trung gian vào tháng 3/2026. Việc thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng kỳ vọng mở ra làn sóng dòng vốn mới mang tính cấu trúc, đến từ cả các quỹ thụ động (passive) và quỹ chủ động (active).
- Dòng vốn ETF theo chỉ số có thể giải ngân trong giai đoạn đầu sau nâng hạng nhờ Việt Nam được đưa vào rổ tham chiếu của các bộ chỉ số EM, trong khi dòng vốn chủ động có xu hướng gia tăng dần khi mức độ minh bạch, thanh khoản và khả năng tiếp cận thị trường được cải thiện.
- Dòng vốn sau nâng hạng thường mang tính ổn định và dài hạn hơn, góp phần cải thiện cấu trúc nhà đầu tư.

Diễn biến của các thị trường trước và sau nâng hạng

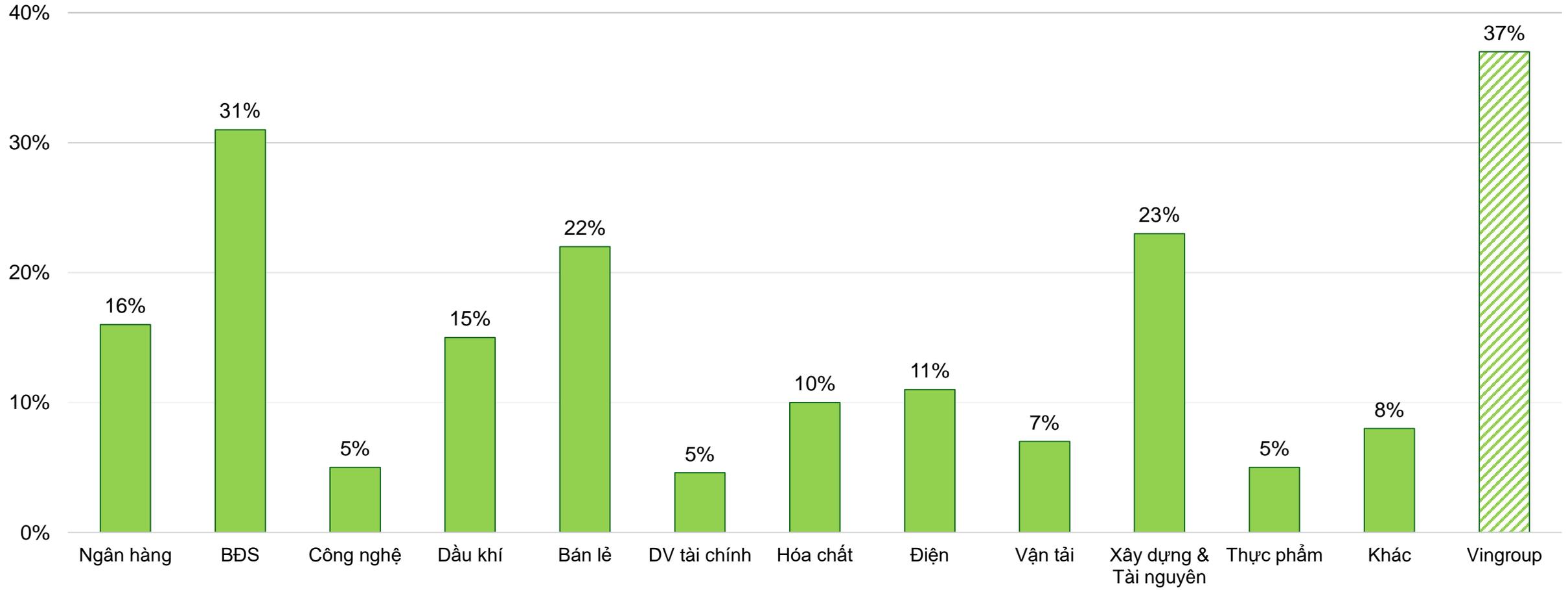


	Tỷ trọng TTCK VN (dự kiến)	Dự báo dòng tiền	Thời điểm giải ngân
Quỹ thụ động	~0.34%	500 tr USD – 600 tr USD	Sau khi được chính thức nâng hạng
Quỹ/NĐT chủ động	Phụ thuộc vào phân bổ từng quỹ	5 tỷ USD – 6 tỷ USD	Chia thành nhiều đợt và có xu hướng gia tăng trong dài hạn

Dự kiến tỷ trọng TTCK VN trong các rổ chỉ số của FTSE			
FTSE Global All Cap	FTSE Emerging All Cap	FTSE All-World	FTSE Emerging
0.04%	0.34%	0.02%	0.22%

VCBS cập nhật dự báo lợi nhuận toàn thị trường tăng trưởng 14% cả năm 2026

DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG THEO NHÓM NGÀNH



(* Nhóm BDS không bao gồm VIC, VHM, VRE)

VN Index hướng tới KB cơ sở tại 2,024 điểm, khả quan tại 2,279 điểm

- VCBS sử dụng mức trung bình điều hoà của P/E khu vực Châu Á – Thái Bình Dương làm tham chiếu so sánh để xác định mức định giá của thị trường Việt Nam. Trong những năm trở lại đây, VN-Index đang được định giá tương đương mặt bằng bình quân khu vực. Theo đó, chúng tôi đưa ra ước tính P/E của VN sẽ dao động ở vùng 14.1x – 19.9x trong năm 2026. Kịch bản ước tính đã loại bỏ yếu tố tác động chỉ số bởi nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn.

EPS		13%	14%	15%	16%
	14.1x	1,413	1,425	1,438	1,450
P/E	17.0x	1,698	1,713	1,728	1,743
	19.9x	1,989	2,007	2,024	2,042

- Nhờ sức hút lớn của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn đối với dòng tiền từ nhà đầu tư nước ngoài và các tổ chức lớn trong nước, cùng sự kỳ vọng vào các doanh nghiệp thực hiện các dự án trọng điểm quốc gia như Vingroup, ... VCBS sử dụng **hệ số điều chỉnh** phản ánh sự ảnh hưởng của nhóm cổ phiếu lên chỉ số chung, để xây dựng kịch bản tích cực cho VN-Index trong năm 2026.

Kịch bản tích cực của chỉ số VN-Index sau hệ số điều chỉnh	
Hệ số điều chỉnh ảnh hưởng	1.12
Chỉ số VN-Index ước tính	2,279

Thống kê P/E khu vực năm 2025

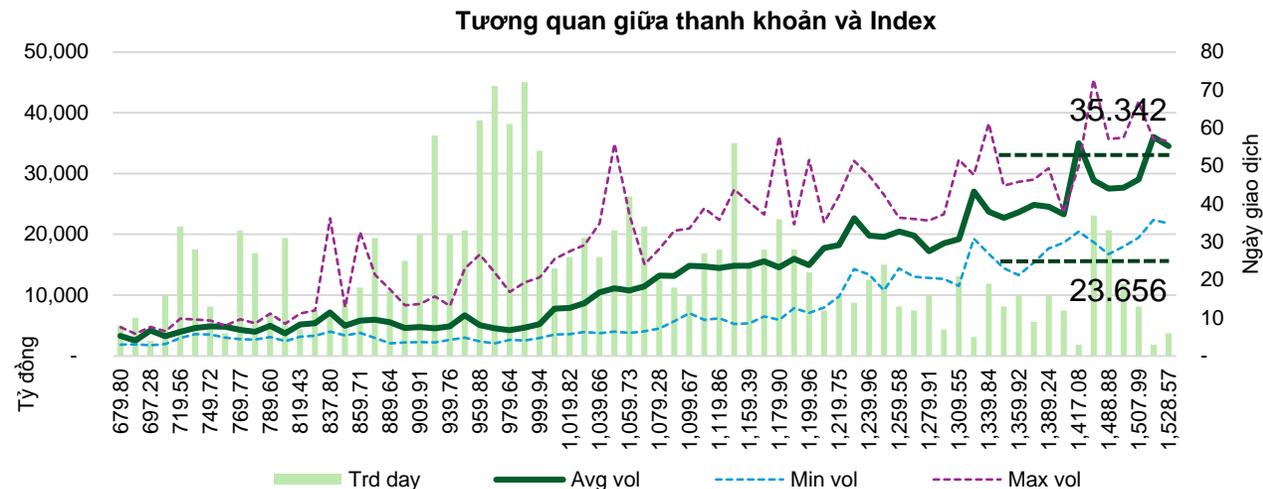
Quốc gia	P/E 2025
Việt Nam	15,7x
Thái Lan	15,3x
Singapore	14,7x
Malaysia	16,1x
Indonesia	21,6x
Thượng Hải	17,8x
Nhật Bản	22,6x
Hàn Quốc	16,9x
Hồng Kông	12,0x
P/E trung bình điều hoà khu vực	17,0x
Chênh lệch Việt Nam/khu vực	-7.93%

Nguồn: FinnPro, Bloomberg

Thanh khoản bình quân được dự báo có thể đạt 27.000 – 29.000 tỷ đồng/phiên

Index gia tăng có thể giúp thanh khoản bình quân tăng lên ít nhất là mức 26.000 tỷ đồng/phiên

- Theo thống kê, tương quan giữa index và GTGD phiên có tương quan 94%. Số phiên giao dịch ở vùng đỉnh so với vùng thấp có tỷ lệ 20/80. Tuy nhiên, năm 2025 ghi nhận chỉ số tăng cao nhưng GTGD bình quân phiên không gia tăng tương ứng.
- Nếu loại bỏ sự ảnh hưởng của nhóm cổ phiếu Vingroup, chỉ số chung VN Index vẫn chỉ giao dịch trong vùng 1.400 – 1.450.
- Theo đó, giá trị thanh khoản với kịch bản loại trừ sức tác động của nhóm cổ phiếu Vingroup trong năm 2026 được tính toán như bảng 1.



Bảng 1

Vùng Index	Thanh khoản BQP tương ứng (tỷ VND)	Tỷ trọng
1.300 – 1.450	23.656	80%
> 1.450	35.342	20%
Thanh khoản BQ 1H26	26.000	100%

Một số yếu tố khác đóng góp cho thanh khoản

- Được FTSE nâng hạng lên Emerging Market, TTCK Việt Nam có thể đón dòng tiền khối ngoại ròng lên tới 3 – 6 tỷ USD trong năm 2026.
- VCBS kỳ vọng vào sự đảo chiều trong xu hướng giao dịch của khối ngoại, chuyển trạng thái từ bán ròng mạnh sang mua ròng khi (1) Việt Nam được FTSE nâng hạng, (2) xu hướng nói lỏng cùng sự suy yếu tương đối của đồng USD có thể làm giảm quá trình rút ròng.
- Hàng loạt doanh nghiệp quy mô lớn đã IPO trên sàn như TCBS, VCK, VPX và đang có kế hoạch IPO như Masan Consumer, F88, Hòa Phát Nông Nghiệp,... sẽ là nguồn đóng góp thanh khoản mới cho thị trường.

➔ Các yếu tố dự kiến đóng góp **thêm khoảng 1.000 – 3.000 tỷ đồng** nữa cho thanh khoản bình quân phiên trong năm 2026.

1. Chiến lược theo nhóm ngành

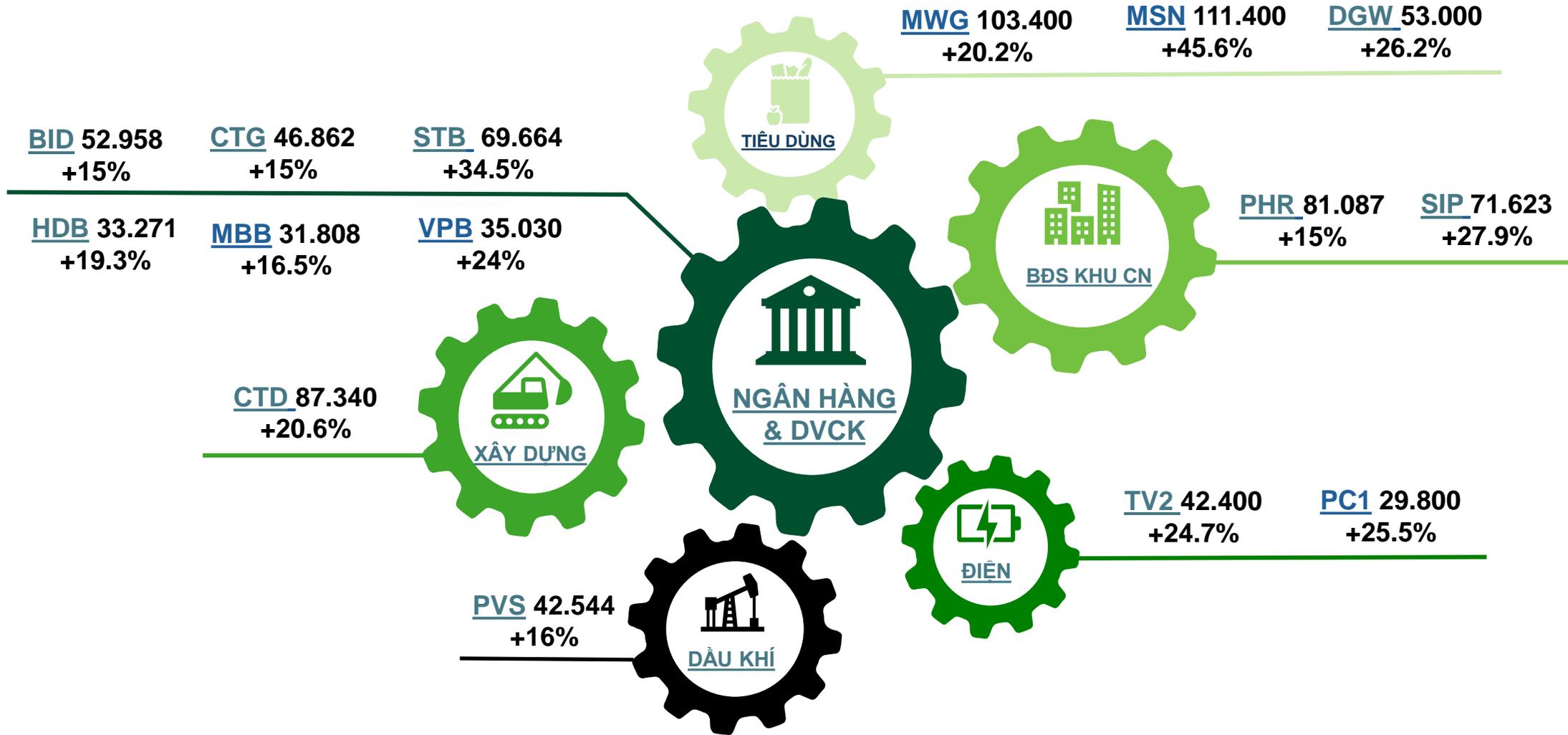
Ngành	Chi tiết
 BDS Khu CN	Kỳ vọng phục hồi cho thuê trong năm 2026 khi FDI nổi lại đàm phán, cùng với động lực từ đầu tư công giúp cải thiện kết nối hạ tầng – logistics. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cao su nổi bật với kỳ vọng lợi nhuận đột biến nhờ dòng tiền đền bù chuyển đổi đất.
 Ngân hàng	Tiếp tục duy trì tăng trưởng tín dụng, hỗ trợ nền kinh tế. Tỷ lệ NIM đã có dấu hiệu tạo đáy trong 2025, kỳ vọng dần phục hồi nhờ các khoản vay có lãi suất ưu đãi dần chuyển sang lãi suất thả nổi, tốc độ xử lý nợ xấu tăng nhanh nhờ các chính sách mới bắt đầu có hiệu lực kể từ năm ngoái.
 Điện	Tăng trưởng ổn định với sản lượng điện dự phóng tăng 8,5% YoY và khởi công các dự án điện trọng điểm. Nhóm tư vấn và xây lắp có khối lượng công việc ký mới tăng trưởng mạnh trong năm 2026 khi hàng loạt các dự án điện gió, điện LNG, điện khí nội địa được triển khai.

Ngành	Chi tiết
 Dầu khí	Pháp lý của các dự án dầu khí được tháo gỡ. Giá dầu Brent dự kiến dao động 55–65 USD/thùng. Trong nước, động lực chính đến từ dự án Lô B – Ô Môn và xu hướng nhập khẩu LNG phục vụ Quy hoạch điện VIII.
 Tiêu dùng	Dự báo ghi nhận tăng trưởng ấn tượng. Sự chuyển mình rõ rệt trong mô hình đô thị hiện đại của Việt Nam, và các chính sách chặt chẽ hơn về thuế sẽ tạo ra cơ hội cho các nhà bán lẻ lớn như MWG, MSN mở rộng và tối ưu hiệu quả hơn nữa các chuỗi bách hóa và siêu thị.
 Xây dựng	Nguồn việc được đánh giá tích cực nhờ tiến độ triển khai các dự án mới từ phía chủ đầu tư được đẩy nhanh trong chu kỳ đầu tư tiếp theo. Công tác thu hồi công nợ cải thiện góp phần giảm áp lực trích lập dự phòng, hỗ trợ hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong ngành.

2. Chiến lược theo vốn hóa

- Bluechips (cổ phiếu vốn hóa lớn) vẫn tiếp tục là điểm đến của dòng tiền lớn với kỳ vọng thị trường Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi & trong bối cảnh các quốc gia lớn vẫn tiếp tục nới lỏng tiền tệ, các chính sách kinh tế trong nước được đẩy mạnh, hỗ trợ các doanh nghiệp và các dự án trọng điểm. Midcaps & Smallcaps (cổ phiếu vốn hóa vừa & nhỏ) sẽ hồi phục khi có tín hiệu tăng trưởng lợi nhuận bắt kịp nhóm Bluechips và đón nhận dòng tiền lan tỏa từ Bluechips.
- Chiến lược đầu tư tối ưu hóa danh mục: Các cổ phiếu vốn hóa lớn, đặc biệt là các doanh nghiệp Nhà nước, hưởng lợi từ sự thúc đẩy của các chính sách kinh tế và chú trọng pháp lý trong 2026.

TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ MUA VÀ GIÁ MỤC TIÊU



MỤC LỤC



01 KINH TẾ VĨ MÔ

02 THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

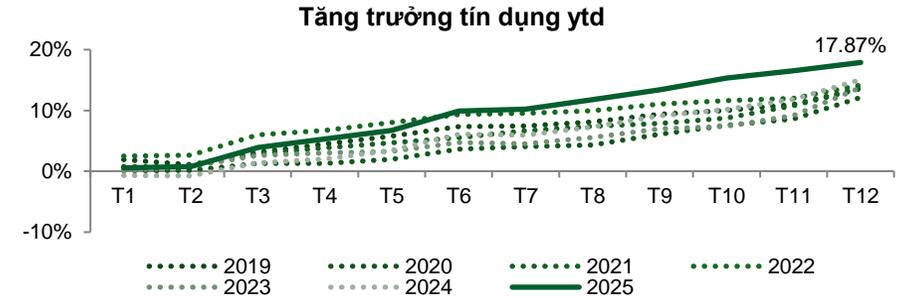
03 DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

Triển vọng 2026: NIM hồi phục dần và Chất lượng tài sản được cải thiện

Tăng trưởng tín dụng

Kỳ vọng đạt 16-18%

- Cầu tín dụng được hỗ trợ bởi những yếu tố: (1) Chính sách tiền tệ tiếp tục duy trì nới lỏng với lãi suất điều hành ở mức thấp, kích thích nhu cầu tín dụng với các động lực tăng trưởng chính đến từ đầu tư công, BĐS và kinh tế tư nhân; (2) Cầu tín dụng hồi phục, đặc biệt tại phân khúc tiêu dùng và cho vay mua nhà với kỳ hạn dài; (3) Thị trường BĐS và hoạt động sản xuất - xuất khẩu - đầu tư công kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng khả quan.

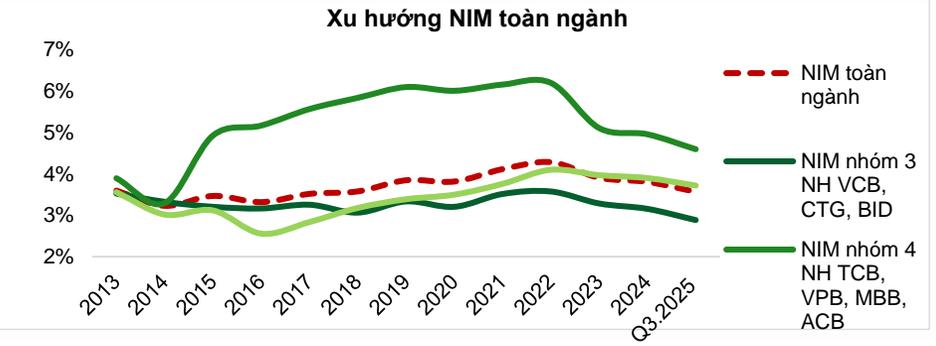


Tăng trưởng lợi nhuận

NIM hồi phục dần

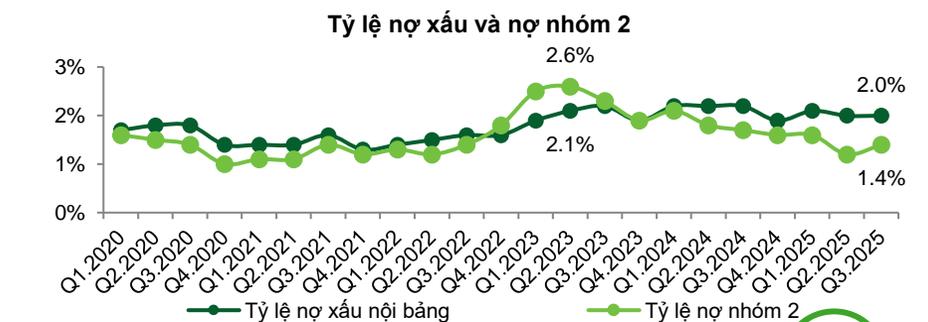
Thu nhập ngoài lãi gia tăng tỷ trọng đóng góp

- NIM toàn ngành kỳ vọng có sự cải thiện từ 50-70 bps nhờ: (1) Nhu cầu tín dụng mạnh mẽ hơn, cùng với sự chuyển dịch sang cơ cấu cho vay trung dài hạn, bán lẻ và doanh nghiệp SME; (2) Một số gói ưu đãi lãi suất quy mô lớn chuyển sang lãi suất thả nổi giúp cải thiện lợi suất tài sản.
- Các hoạt động mua bán chứng khoán, môi giới, tư vấn phát hành trái phiếu, cho vay ký quỹ kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2026; Mở rộng hệ sinh thái bán chéo và đa dạng các sản phẩm, mô hình kinh doanh mới: vàng và tài sản số.



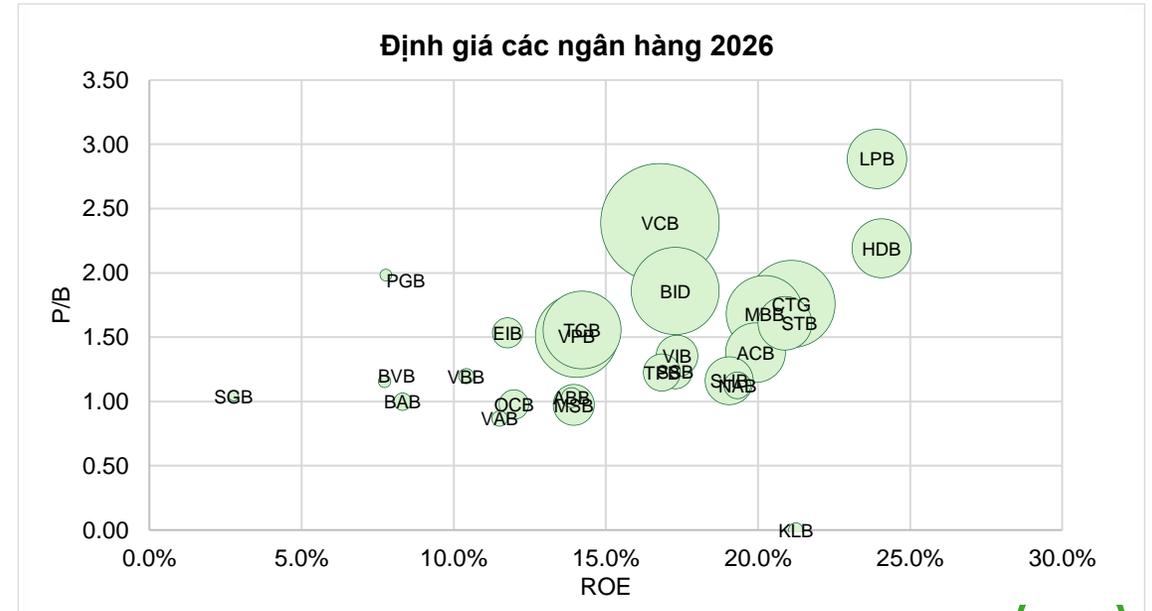
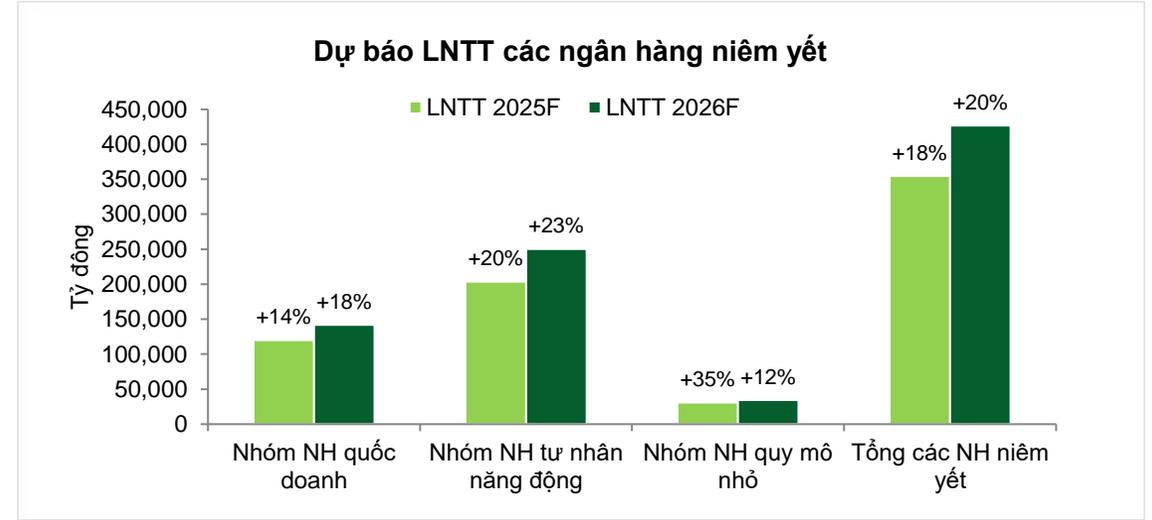
Chất lượng tài sản

- Tỷ lệ nợ xấu vẫn trong tầm kiểm soát nhờ: (1) Tăng trưởng lợi nhuận tích cực giúp các ngân hàng củng cố độ dày bộ đệm dự phòng; (2) Tích cực xử lý và thu hồi nợ xấu; (3) Việc siết chặt các tiêu chuẩn về vốn, thanh khoản và quản trị rủi ro nhằm đảm bảo an toàn vĩ mô của NHNN sẽ giúp các ngân hàng dần chuyển hướng từ mở rộng quy mô sang tăng trưởng tín dụng chất lượng hơn.
- Chất lượng tài sản tiếp tục có sự phân hóa giữa các nhóm ngân hàng.



TRIỂN VỌNG 2026: ĐỊNH GIÁ ĐANG Ở VÙNG HẤP DẪN

- Định giá P/B toàn ngành hiện đang tương đương mức trung bình 5 năm (P/B=1,53).
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận ngành năm 2026 đạt 20%. Trong đó: (1) Nhóm ngân hàng quốc doanh có lợi nhuận tăng trưởng khả quan hơn nhờ triển vọng mở rộng NIM từ H2.2026 và nâng cao chất lượng tài sản, giảm tỷ trọng trích lập dự phòng; (2) Nhóm ngân hàng tư nhân năng động được hưởng lợi từ chính sách khuyến khích kinh tế tư nhân; (3) Nhóm ngân hàng quy mô nhỏ nhóm này dự báo tăng trưởng chậm lại do nền lợi nhuận năm trước ở mức cao, tăng trưởng tín dụng có thể bị hạn chế bởi các quy định mới, và rủi ro nợ xấu cao có thể làm tăng trích lập dự phòng.



KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **52.958**
 Tiềm năng tăng giá **+15%**

DIỄN BIẾN GIÁ

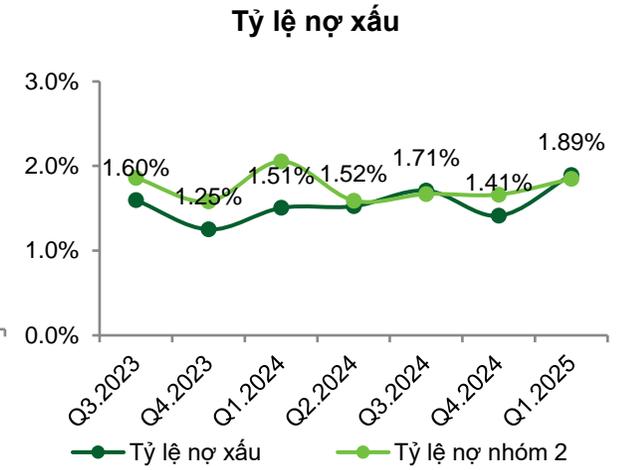
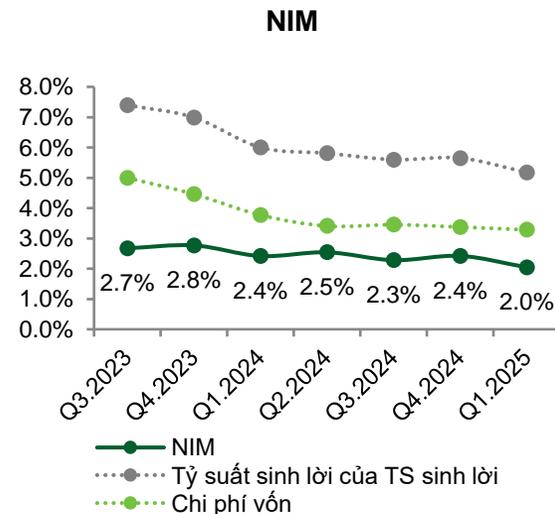


THÔNG TIN CỔ PHIẾU

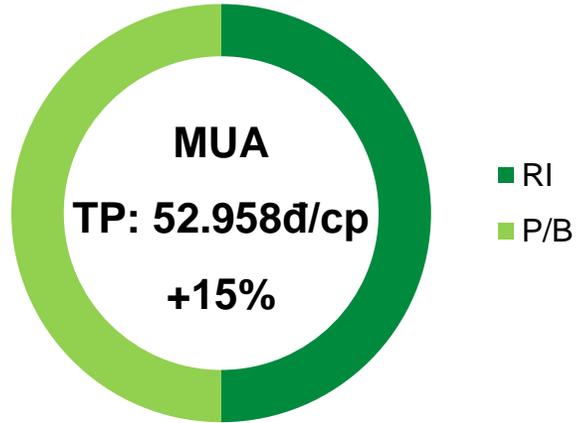
Thị giá (8/1/2025)	43,05
Biến động 1 năm	32,09 – 43,05
KLGD bình quân 52T	4.802.130
Vốn hóa (Tỷ đồng)	302.270
P/E	10,53x
P/B	1,71x
%NN sở hữu	17,2%

ĐỘNG LỰC TỪ TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG VÀ PHỤC HỒI CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

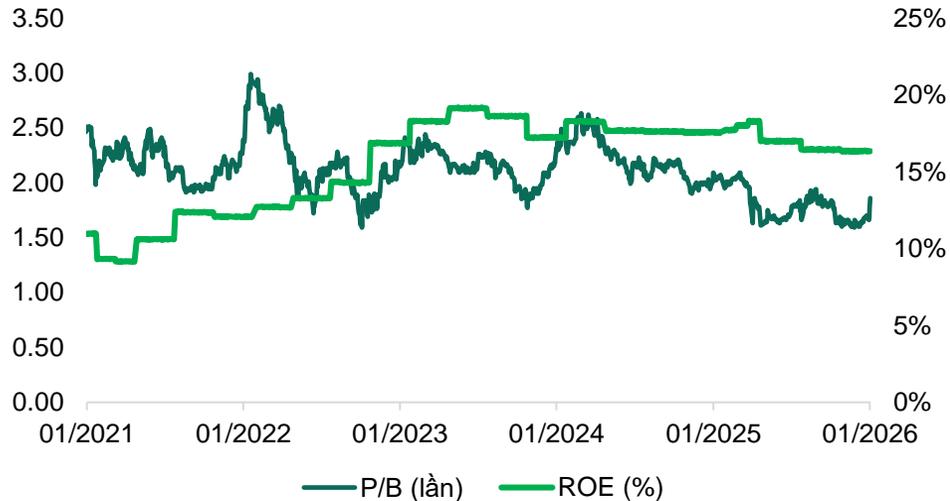
- Tăng trưởng tín dụng tương đương mức trung bình ngành:** Tín dụng kỳ vọng đạt 16,2% cho năm 2026 với động lực chủ yếu đến từ mảng bán lẻ và SME (ước tính tăng ~17%), trong khi cho vay DN tăng chậm hơn (ước tính tăng ~15%).
- NIM duy trì thấp ở mức 2,2%:** BID tiếp tục đứng trước áp lực giảm lãi suất hỗ trợ cho khách hàng. NIM được kỳ vọng sẽ hồi phục kể từ H2.2026 và đạt 2,2% cho cả năm 2026 nhờ: (1) Lợi suất cho vay cải thiện với việc đẩy mạnh cho vay bán lẻ và SME, đặc biệt là cho vay mua nhà, (2) Các khoản cho vay ưu đãi dần chuyển sang lãi suất thả nổi; (3) Chất lượng tài sản cải thiện.
- Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện:** Dự kiến tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,2% cuối 2025 và 1,1% cuối 2026 nhờ tăng tốc tín dụng và tăng sử dụng nguồn dự phòng để xóa nợ xấu, đồng thời đẩy mạnh chi phí trích lập nâng tỷ lệ bao phủ nợ xấu lên trên 120%. Chúng tôi cũng kỳ vọng BID tăng trưởng thu nhập bất thường từ thu hồi nợ xấu, theo đó thu nhập khác dự báo tăng 30% đạt trên 10.000 tỷ đồng.
- Kế hoạch tăng vốn:** BID đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ với tỷ lệ 3,84% trong ĐHCĐ 2025 và ngân hàng vẫn còn nhiều dư địa phát hành cho nhà đầu tư nước ngoài trong tương lai. Chúng tôi cho rằng việc chào bán riêng lẻ sẽ tiếp tục được đẩy mạnh với khả năng thành công cao hơn khi giá cổ phiếu BID đã điều chỉnh về mức hấp dẫn.



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	81.061	90.061	106.277
+/-yoy (%)	11,0%	11,1%	18,0%
LNTT	31.985	36.046	42.076
+/- %	15,9%	12,7%	16,7%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	20.724	24.293	29.087

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay khách hàng: 2025 15,2%, 2026 16,2%
- NIM: 2025 2,1%, 2026 2,2%
- Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu: 2025 1,2% và 121%, 2026 1,1% và 121%
- Tỷ lệ CIR: 2025 34,5%, 2026 34,5%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **46.862**
 Tiềm năng tăng giá **+15%**

DIỄN BIẾN GIÁ



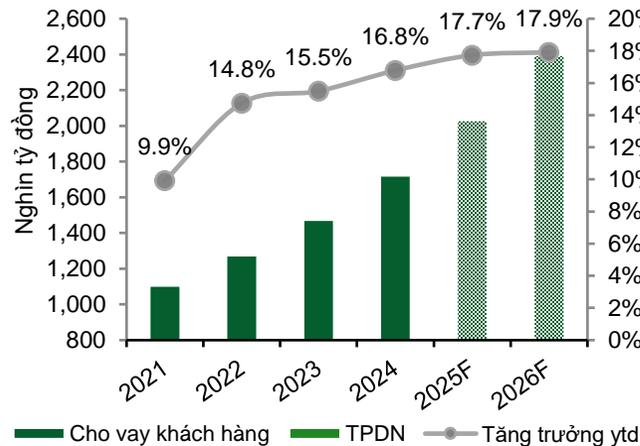
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (8/1/2025)	38,2
Biến động 1 năm	23,2 – 38,4
KLGD bình quân 52T	8.932.878
Vốn hóa (Tỷ đồng)	205.134
P/E	6,15x
P/B	1,75x
%NN sở hữu	25,7%

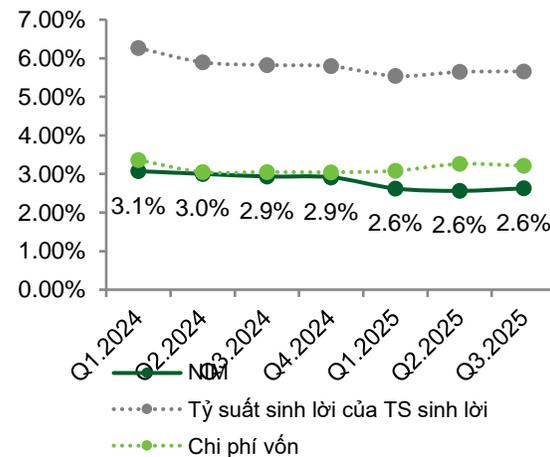
DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG NHỜ ÁP LỰC TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG HẠ NHIỆT

- Tăng trưởng tín dụng tương đương mức trung bình ngành:** Dự kiến tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt 17,9% năm 2026 với động lực đến từ đầu tư công và phân khúc bán lẻ.
- NIM kỳ vọng cải thiện nhẹ:** Chúng tôi dự báo NIM tiếp đà phục hồi trong 2026. Chi phí vốn duy trì mức thấp nhờ tỷ lệ CASA cải thiện và lãi suất huy động duy trì mức thấp. Tỷ lệ CASA của CTG đạt 24,4%, mức cao thứ 5 trong ngành và là một trong số ít ngân hàng thành công trong việc thu hút nguồn CASA ổn định từ khách hàng cá nhân.
- Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt, với xu hướng tiếp tục giảm tỷ trọng trích lập trong 2026-2028:** Chất lượng tài sản được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ nền kinh tế ấm dần lên cùng với sự phục hồi của các hoạt động sản xuất kinh doanh và thị trường bất động sản. Thêm vào đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 và nợ tái cơ cấu của CTG duy trì ổn định ở mức thấp giúp giảm bớt áp lực tăng nợ xấu vào các quý sắp tới. Với chất lượng tài sản ở mức tốt và bộ đệm dự phòng lớn, CTG có đủ dư địa để linh hoạt trong việc trích lập dự phòng để hoàn thành các mục tiêu kinh doanh đề ra. Hoạt động thu hồi nợ dự báo tích cực với 1 số khoản quy mô lớn có thể sẽ thu được dứt điểm trong 2026..

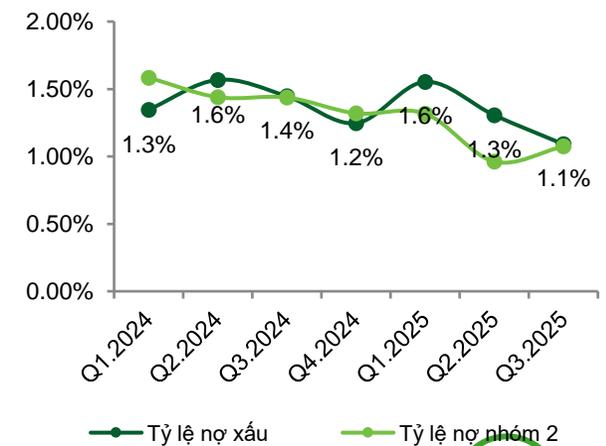
Tăng trưởng tín dụng



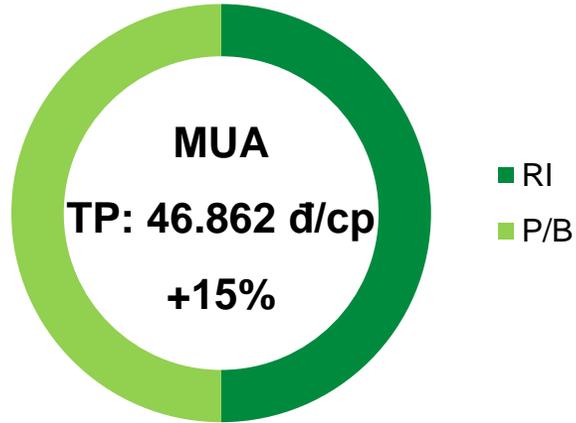
NIM



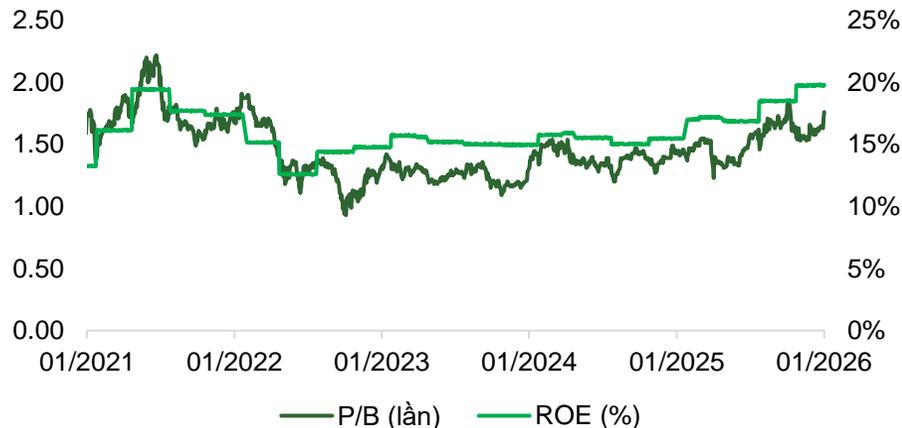
Tỷ lệ nợ xấu



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	81.909	90.927	106.937
+/-yoy (%)	16,1%	11,0%	17,6%
LNTT	31.764	43.165	51.358
+/- %	27,1%	35,9%	19,0%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	27.474	26.513	31.323

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay khách hàng: 2025 17,7%, 2026 17,9%
- NIM: 2025 2,7%, 2026 2,8%
- Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu: 2025 1,1% và 165%, 2026 1% và 168%
- Tỷ lệ CIR 2025 28%, 2026: 28%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **33.271**
 Tiềm năng tăng giá **+19.3%**

DIỄN BIẾN GIÁ

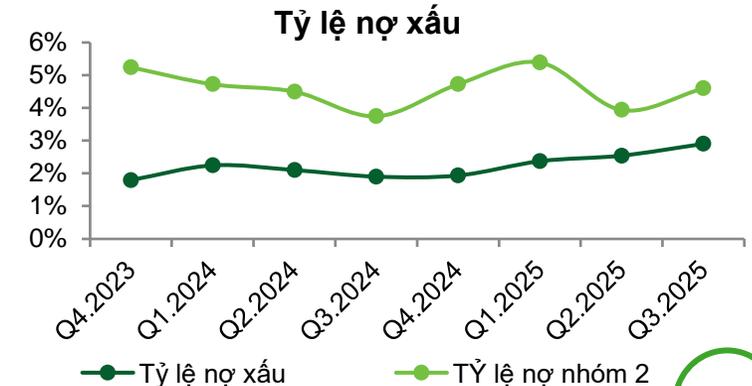
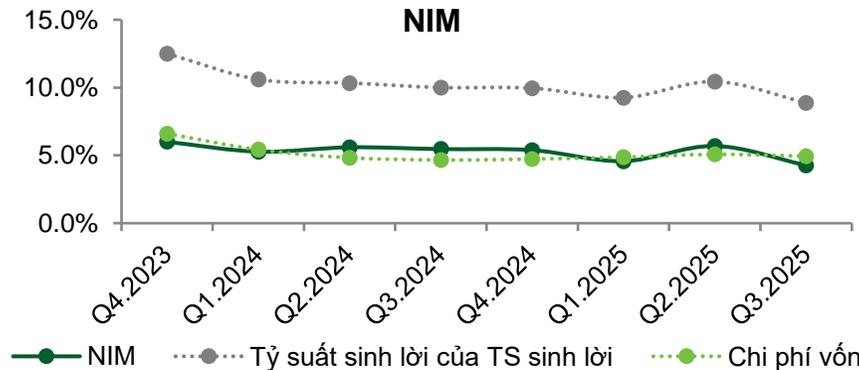
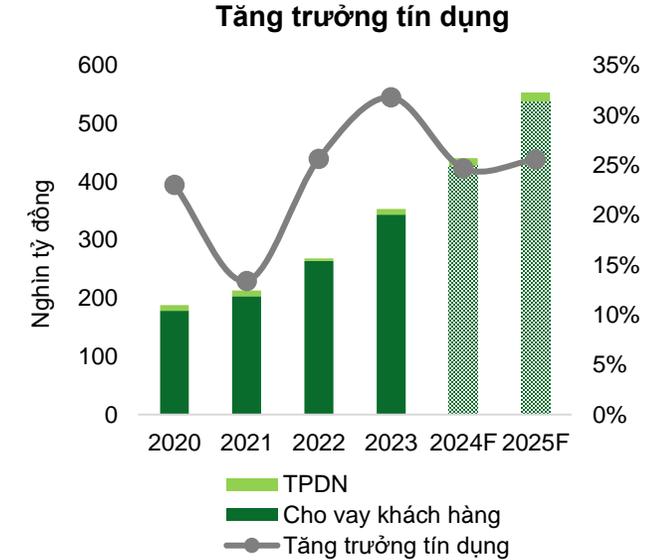


THÔNG TIN CỔ PHIẾU

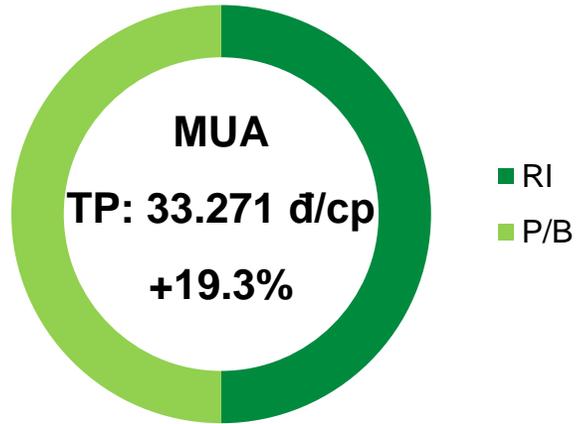
Thị giá (08/01/2026)	28.800
Biến động 1 năm	14.4 – 29.7
KLGD bình quân 52T	15.587,36
Vốn hóa (Tỷ đồng)	111.151
P/E	6,76x
P/B	1,49x
%NN sở hữu	23,27%

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN KỶ VỌNG CẢI THIỆN TRONG NĂM 2026

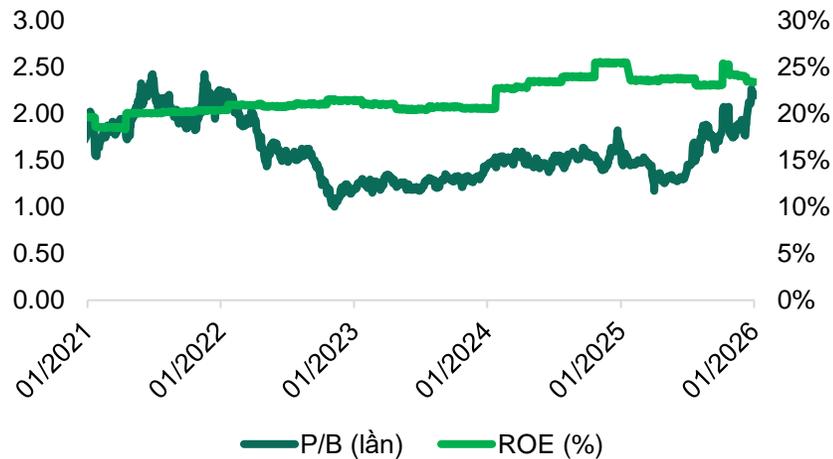
- Triển vọng tăng trưởng tín dụng cao.** (1) Mảng cho vay nhóm nông nghiệp – nông thôn tiếp tục gia tăng mức độ đóng góp vào tăng trưởng toàn ngân hàng trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp và sự thúc đẩy của các chính sách hỗ trợ nền kinh tế; (2) Nhu cầu tín dụng của nhóm khách hàng cá nhân, đặc biệt ở mảng vay mua nhà kỳ vọng có mức tăng trưởng khả quan hơn.
- Thu nhập ngoài lãi tiếp tục là động lực hỗ trợ lợi nhuận,** với sự đóng góp chủ yếu đến từ thu nhập mảng dịch vụ và thu hồi từ xử lý nợ xấu.
- NIM tiếp tục được mở rộng nhờ:** (1) Tỷ lệ LDR thấp (71,3% cuối Q3) kết hợp với tăng trưởng tín dụng tích cực; (2) Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức thấp giúp ngân hàng có nhiều dư địa để gia tăng nguồn huy động vốn ngắn hạn với chi phí rẻ hơn hoặc đẩy mạnh cho vay kỳ hạn dài với lãi suất cao hơn.
- Chất lượng tài sản của ngân hàng cải thiện nhờ thị trường bất động sản bước vào giai đoạn ổn định, đồng thời, khả năng trả nợ của khách hàng được nâng lên khi nền kinh tế hồi phục.**



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	34.032	41.297	51.335
+/-yoy (%)	28,8%	21,3%	24,3%
LNTT	16.730	20.145	24.547
+/- %	28,5%	20,4%	21,9%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	15.524	20.402	24.981

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng 2025F, 2026F: 30,7%; 31,8%
- Lợi suất sinh lời của tài sản 2025F, 2026F: 9,90%; 10,45%
- Chi phí vốn 2025F, 2026F: 4,90%; 5,04%
- Tỷ lệ nợ xấu 2025F, 2026F: 2,3%; 2,0%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **31.808**
 Tiềm năng tăng giá **+16.5%**

DIỄN BIẾN GIÁ



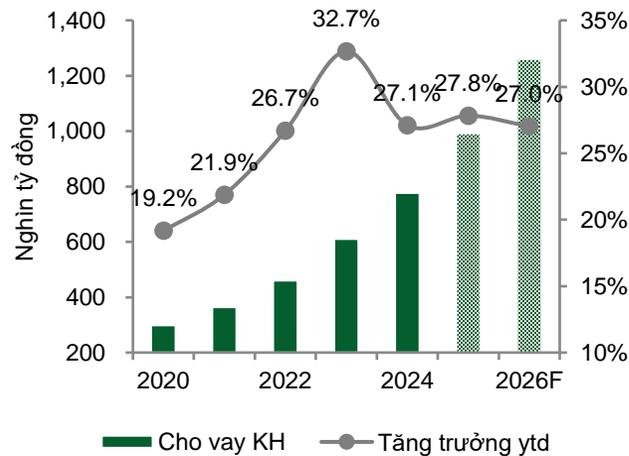
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (8/1/2025)	26,6
Biến động 1 năm	15,49– 28,45
KLGD bình quân 52T	26.506.113
Vốn hóa (Tỷ đồng)	214.263
P/E	6,59x
P/B	1,62x
%NN sở hữu	21,6%

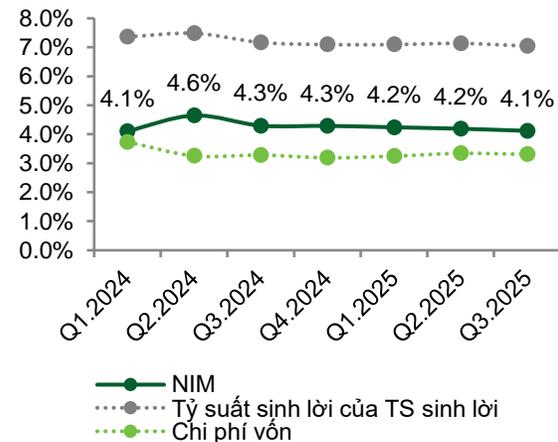
TĂNG TỐC ĐÓN ĐẦU CHU KỲ MỚI

- Tín dụng tăng trưởng trong top cao nhất ngành:** Ước tính MBB có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 27% trong 2026 nhờ lực đẩy từ cả tín dụng bán buôn và bán lẻ, trong khi tiếp tục được ưu tiên tăng trưởng tín dụng nhanh hơn so với bình quân ngành.
- NIM hồi phục nhẹ:** NIM kỳ vọng cải thiện lên mức 4,3% trong 2026 nhờ gia tăng tỷ lệ CASA (hiện đạt 36% cao nhất ngành). Đồng thời MBB có cơ hội cải thiện tỷ suất sinh lời khi các khách hàng quay lại trả nợ và MBB đẩy mạnh tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ.
- Thu nhập từ phí dịch vụ khả quan:** Nhờ hệ sinh thái tài chính toàn diện, liên tục đi đầu đổi mới công nghệ và mở rộng sản phẩm (bao gồm cả triển khai sàn kinh doanh tài sản số và vàng), MBB có số lượng khách hàng cá nhân tăng nhanh top đầu ngành hiện đạt trên 33 triệu khách hàng. Hoạt động dịch vụ bán chéo sản phẩm của MBB kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng góp tích cực vào thu nhập ngoài lãi.
- Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện:** Dự kiến trong năm 2026, MBB kiểm soát nợ xấu dưới 1,7% nhờ: (1) Tỷ lệ nợ nhóm 2 duy trì mức thấp, (2) Các khách hàng của MBB dần hồi phục được nguồn tiền trả nợ, (3) Gia tăng bộ đệm dự phòng và đẩy mạnh xóa nợ xấu đi kèm với thu hồi xử lý các khoản nợ đã xóa.

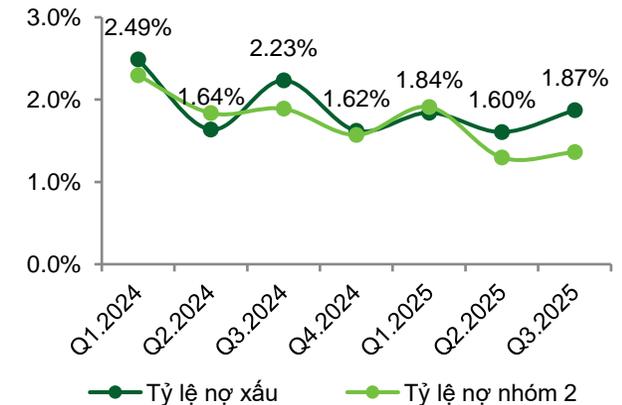
Tăng trưởng tín dụng



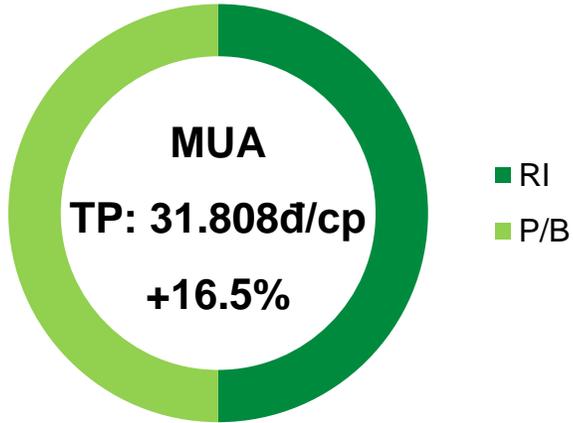
NIM



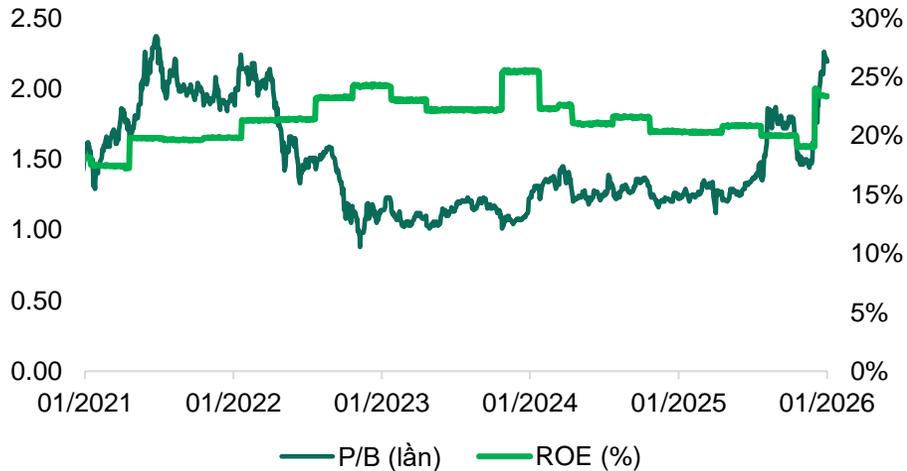
Tỷ lệ nợ xấu



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	55.413	69.526	89.266
+/-yoy (%)	17,1%	25,5%	28,4%
LNTT	28.829	33.861	42.785
+/- %	9,6%	17,5%	26,4%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	21.135	17.069	20.812

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay KH: 2025 27,8%%; 2026 27%
- NIM: 2025 4,2%; 2026 4,3%
- Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu: 2025 1,5%, 100%; 2026 1,4%, 110%
- Tỷ lệ CIR: 2025 31%; 2026 31%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	69.664
Tiềm năng tăng giá	+34.5%

DIỄN BIẾN GIÁ



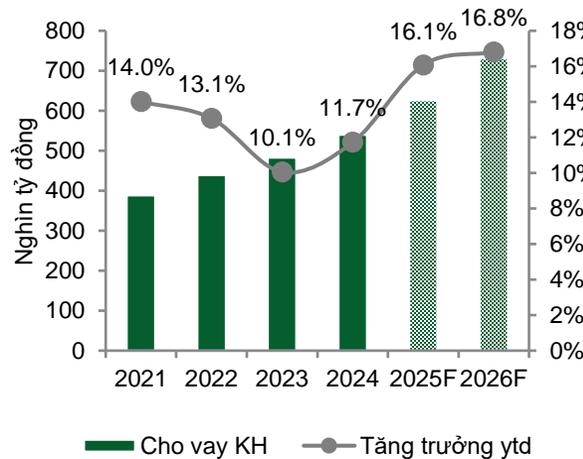
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (8/1/2025)	53,5
Biến động 1 năm	33,1– 61
KLGD bình quân 52T	11.467.954
Vốn hóa (Tỷ đồng)	100.859
P/E	8,19x
P/B	1,61x
%NN sở hữu	15,3%

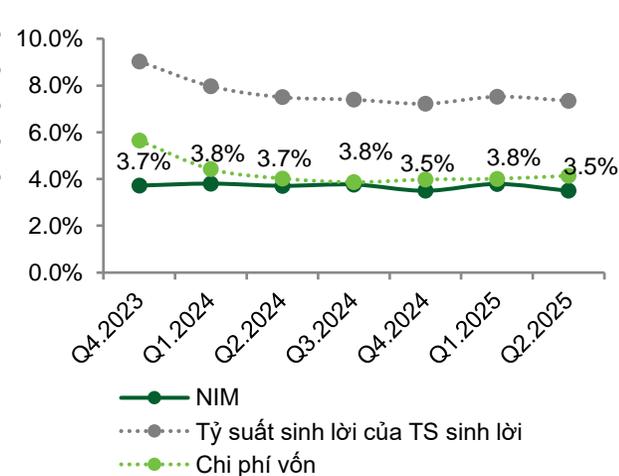
TRỞ LẠI MẠNH MẼ NHỜ DỨT ĐIỂM CÁC KHOẢN NỢ LỚN

- **Thu nhập lãi tăng trưởng chậm lại:** Tín dụng kỳ vọng tăng trưởng tương đương trung bình ngành (16,8%) khi tỷ lệ CAR của STB ở mức tương đối thấp (~10%). NIM dự kiến giảm xuống 3,5% trong năm 2026 do không còn ghi nhận khoản hoàn nhập lãi dự thu lớn như khoản từ KCN Phong Phú trong 2025.
- **Thu nhập từ phí khả quan** với mức tăng trưởng dự báo đạt 20% trong 2026 nhờ thế mạnh trong mảng bán lẻ truyền thống với thương hiệu mạnh và mạng lưới rộng khắp trong thị trường miền Nam. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ hoạt động thanh toán, thẻ, bán chéo bảo hiểm.
- **Điểm rơi lợi nhuận trong năm 2026 với triển vọng xử lý thành công một số khoản nợ lớn**, bao gồm: (1) Phương án đấu giá 32.5% cổ phiếu VAMC đang được trình lên NHNN chờ phê duyệt và triển vọng thực hiện từ giữa 2026. Chúng tôi ước tính STB có thể thu được trên 15.000 tỷ đồng sau khi đấu giá thành công và ngân hàng sẽ tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC và hoàn thành xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong 2026-2027; (2) Khoản nợ của Bamboo Airways với dư nợ 3-4.000 tỷ đồng có tài sản đảm bảo chủ yếu là BĐS, đã chuyển quá hạn và được trích lập toàn bộ vào Q4.2025. Dự kiến trong H2.2026 STB có thể xử lý dứt điểm khoản nợ này và ghi nhận lợi nhuận vào thu nhập bất thường.

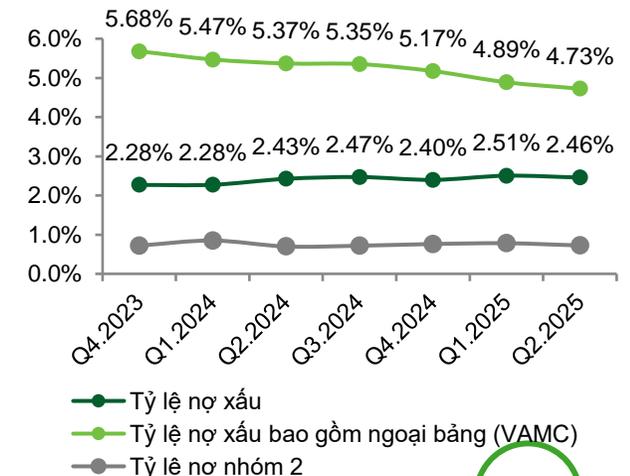
Tăng trưởng tín dụng



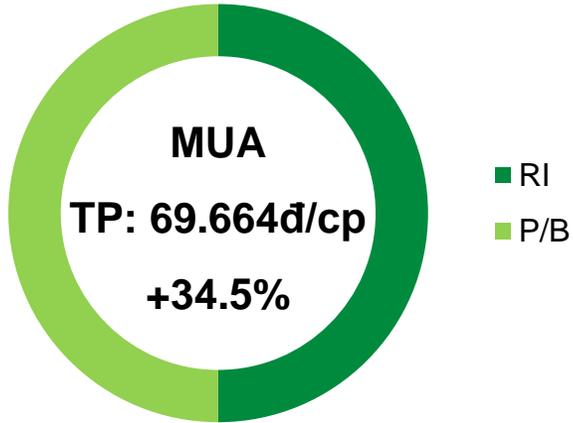
NIM



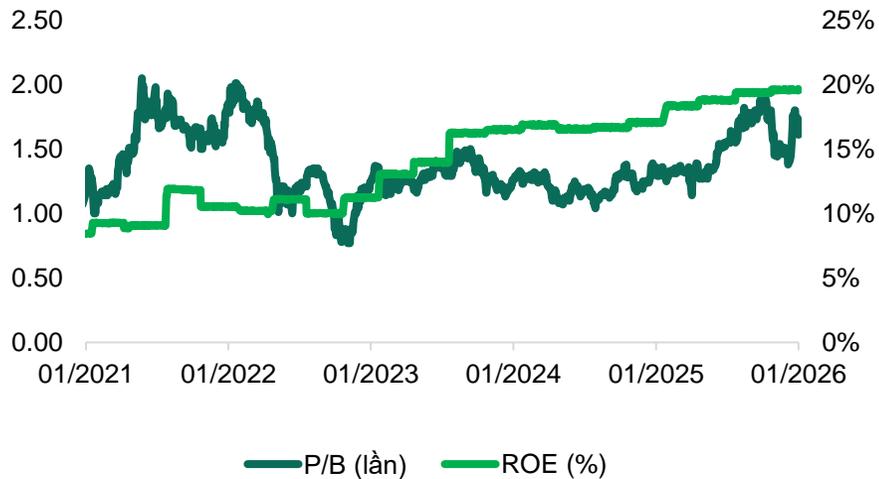
Tỷ lệ nợ xấu



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	28.677	32.409	43.749
+/-yoy (%)	9,6%	13,0%	35,0%
LNTT	12.720	7.633	19.885
+/- %	32,6%	-40,0%	160,5%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	29.160	32.472	40.910

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay KH: 2025 16,1%; 2026 16,8%
- NIM: 2025 3,5%; 2026 3,5%
- Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu: 2025 2,4%, 68%; 2026 2,2%, 76%
- Tỷ lệ CIR: 2025 47%; 2026 46%
- Lợi nhuận 2026 đã bao gồm thu nhập từ thu hồi khoản nợ liên quan đến Bamboo Airways và chưa bao gồm thu nhập từ việc xử lý 32,5% cổ phần của STB do VAMC quản lý.

Một số rủi ro

- Rủi ro trì hoãn trong quá trình xử lý tài sản tồn đọng
- Rủi ro nợ xấu

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **35.030**
Tiềm năng tăng giá **+24%**

DIỄN BIẾN GIÁ

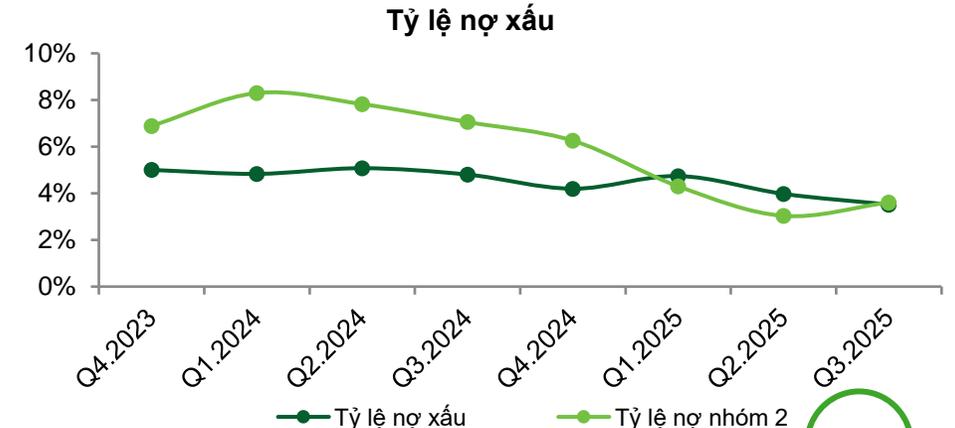
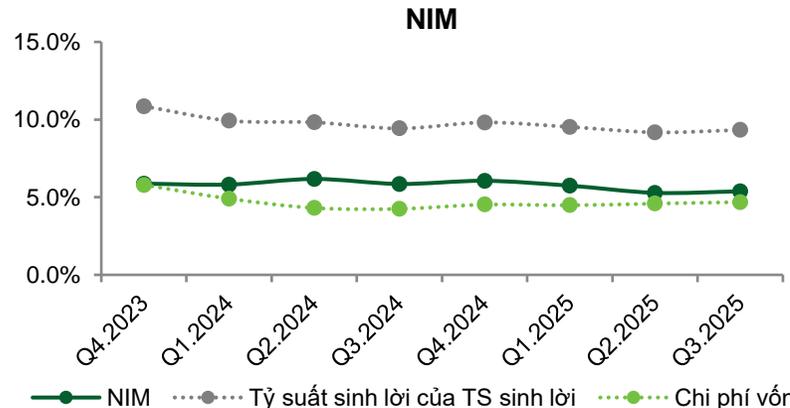
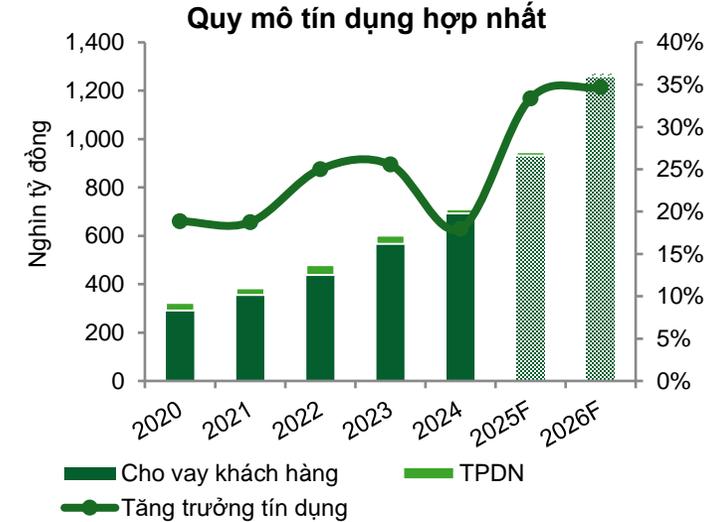


THÔNG TIN CỔ PHIẾU

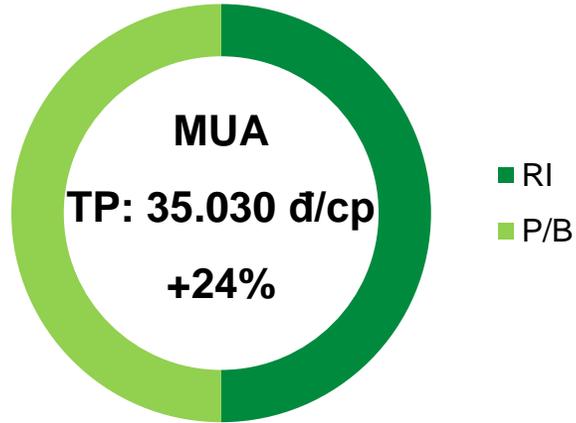
Thị giá (08/01/2026)	29.250
Biến động 1 năm	15,5- 38,7
KLGD bình quân 52T	28.345,32
Vốn hóa (Tỷ đồng)	232.067,27
P/E	11,24x
P/B	1,45x
%NN sở hữu	24,75%

ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC TRONG NĂM 2026

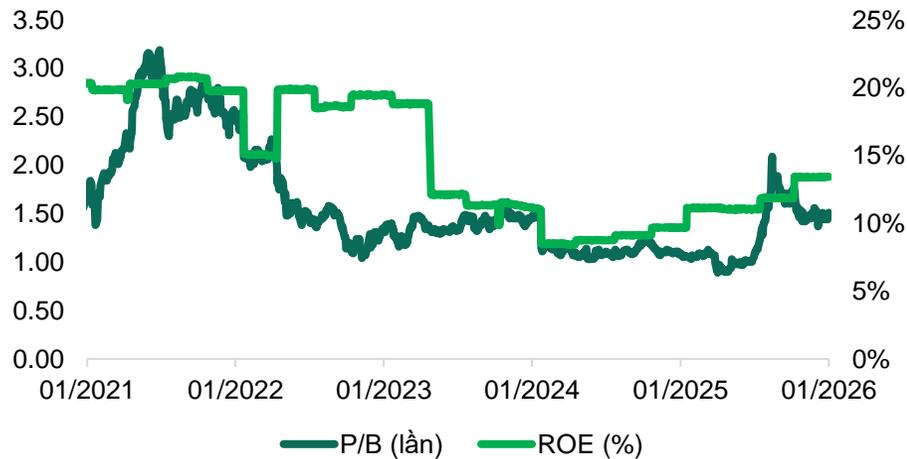
- Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2026 với động lực chính đến từ sự hồi phục của nhóm KHCN và tiềm năng mở rộng danh mục tín dụng đối với phân khúc SME trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp và sự thúc đẩy của các chính sách hỗ trợ nền kinh tế. Chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng cho năm 2026 là 34,7% ytd.
- Lợi nhuận duy trì đà tăng trưởng khả quan nhờ: (1) FE Credit tiếp tục duy trì đà tăng trưởng giúp hỗ trợ lợi nhuận hợp nhất của toàn ngân hàng; (2) Hoạt động kinh doanh của các công ty con kỳ vọng giữ mức tăng trưởng khả quan;
- Chất lượng tài sản tiếp tục được cải thiện nhờ việc ngân hàng đẩy mạnh triển khai đa dạng các giải pháp thu hồi và xử lý nợ, đặc biệt đối với các khoản nợ xấu từ cho vay bán lẻ.
- IPO VPBANKS giúp ngân hàng gia tăng quy mô tài sản hợp nhất và thu nhập ngoài lãi từ các hoạt động môi giới, tự doanh và cho vay margin.



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	62.255	74.054	93.229
+/-yoy (%)	25,16%	18,95%	25,89%
LNTT	20.013	30.275	38.643
+/- %	85,24%	51,28%	27,64%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	17.886	20.991	24.955

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng 2025F, 2026F: 33,4%; 34,7%
- Lợi suất sinh lời của tài sản 2025F, 2026F: 9,34%; 9,86%
- Chi phí vốn 2025F, 2026F : 4,61%; 4,73%
- Tỷ lệ nợ xấu 2025F, 2026F: 3,8%; 3,7%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

Nguồn cung dự báo tăng mạnh, thị trường miền Nam dự báo khởi sắc

- Những giải pháp quyết liệt về pháp lý để tháo gỡ và hỗ trợ thị trường BĐS liên tục được ban hành: NQ 171 gỡ vướng về QSDĐ cho các dự án NOTM, NĐ 76/2025/NĐ-CP quy định phương pháp tính tiền sử dụng đất, tháo gỡ rào cản cho 64 dự án chậm tiến độ.
- Nguồn vốn và bức tranh tài chính của các chủ đầu tư được cải thiện đáng kể nhờ: (1) Khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng & trái phiếu được khôi phục khi cơ sở pháp lý dự án từng bước hoàn thiện, (2) Nhiều dự án dần được đưa vào kinh doanh và ghi nhận kết quả bán hàng tích cực.
- Quý đất tại các khu vực phụ cận ven trung tâm đang được khai thác hiệu quả hơn, nhờ mặt bằng giá vẫn ở mức hợp lý và hệ thống hạ tầng kết nối ngày càng được cải thiện.
- Các dự án đại đô thị trọng điểm (tiêu biểu là Vinhomes Cần Giờ) và hoạt động làm thị trường của chủ đầu tư/ sàn giao dịch dự báo sẽ thiết lập mặt bằng giá mới và gia tăng thanh khoản cho thị trường khu vực.

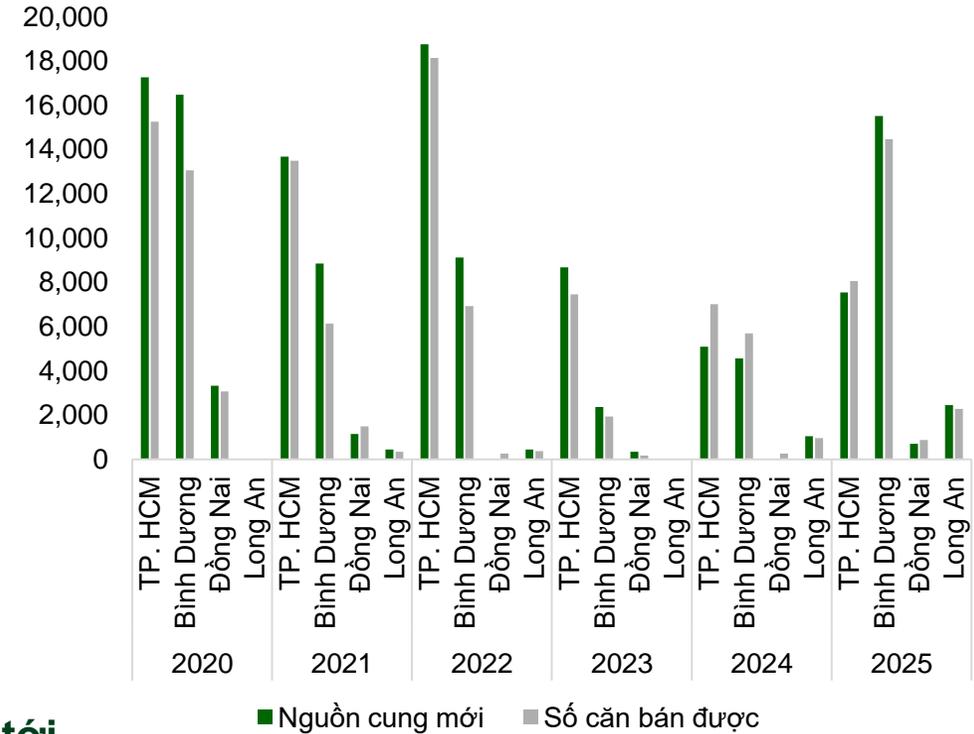
→ Sự dịch chuyển của dòng tiền đầu tư về thị trường miền Nam góp phần làm giảm áp lực tăng giá tại thị trường bất động sản miền Bắc. Đồng thời, việc nguồn cung mới tập trung chủ yếu ở khu vực miền Nam được kỳ vọng sẽ giúp thị trường này duy trì mặt bằng giá ổn định, hạn chế nguy cơ tăng nóng ngay cả trong bối cảnh dòng vốn đầu tư gia tăng.

Mô hình TOD – xu hướng thúc đẩy thị trường BĐS đô thị trong thời gian tới

Với địa hình kéo dài Bắc – Nam, trong giai đoạn tới, Việt Nam sẽ đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông đường sắt, điển hình như dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam, cùng với các tuyến metro và đường sắt đô thị tại Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh.

Những dự án này thúc đẩy mô hình phát triển đô thị định hướng giao thông công cộng (TOD), định hình lại thị trường bất động sản đặc biệt trong bối cảnh 2 đô thị lớn đều có lộ trình cấm dần xe xăng tại khu vực trung tâm, kỳ vọng tạo mặt bằng giá bán cao hơn tại khu vực lân cận các tuyến đường và ga tàu, hình thành cực tăng trưởng mới tại đô thị vệ tinh và vùng ven.

Nguồn cung và số căn hộ bán được tại thị trường phía Nam từ 2020-2025



Giải ngân đầu tư công dự báo duy trì tại mức cao

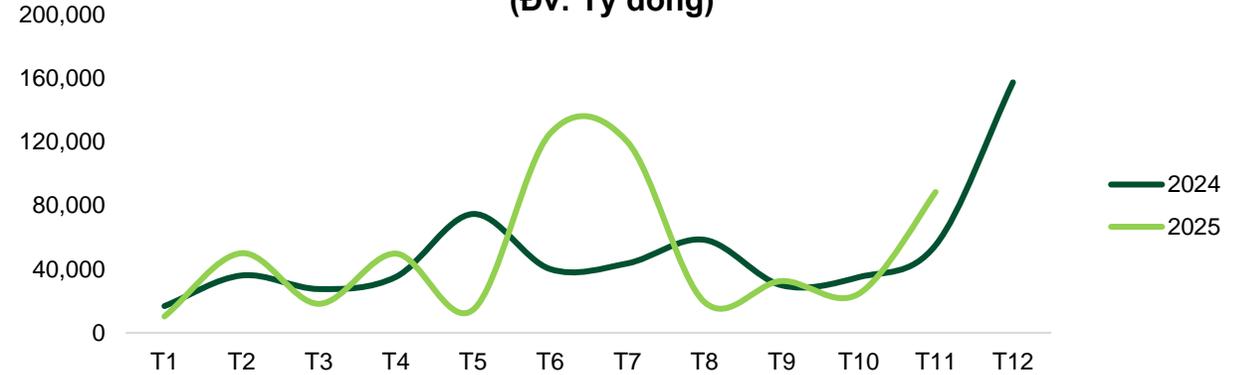
- Ước tính lũy kế 11T/2025, giá trị giải ngân vốn đầu tư công đạt khoảng 553 nghìn tỷ đồng, **ghi nhận sự tăng tốc tích cực vào các tháng cuối năm.**
- VCBS dự báo **giá trị giải ngân ĐTC năm 2026 vẫn duy trì ở mức cao** do: (1) Đóng vai trò là động lực quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP trong năm 2026, (2) Hạ tầng hoàn thiện mạnh mẽ trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026–2030: khởi công các tuyến đường sắt Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai, Hà Nội – Quảng Ninh và Bến Thành – Cần Giờ, đẩy nhanh hoàn thiện các dự án thành phần thuộc tuyến cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2,...

Tháo gỡ pháp lý cho mô hình dự án PPP

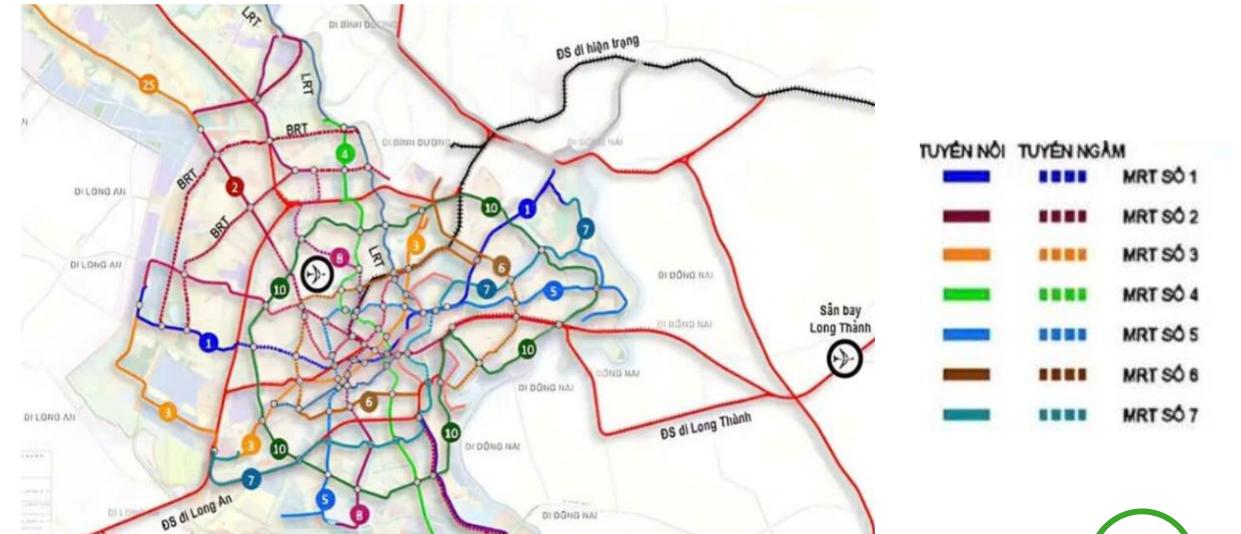
Luật PPP sửa đổi tháo gỡ rào cản pháp lý quan trọng, khuyến khích nguồn lực tư nhân tham gia thực hiện dự án theo hình thức BT và BOT:

- Giảm áp lực tài chính** cho doanh nghiệp dự án thông qua hỗ trợ bằng ngân sách cho các dự án BOT thiếu hiệu quả, tăng tỷ lệ vốn nhà nước tham gia dự án.
- Gia tăng khả năng tiếp cận** vốn nhờ nới lỏng điều kiện phát hành trái phiếu: phát hành riêng lẻ không cần báo cáo tài chính lịch sử, trái phiếu hạ tầng có thể niêm yết ngay sau khi phát hành ra công chúng.
- Quy định thời điểm xác định giá đất:** NĐ91/2025/NĐ – CP áp dụng tại dự án BT ở Thủ Thiêm; dự thảo Nghị quyết của Chính phủ nhằm tháo gỡ các vướng mắc đối với các dự án BT (T1/2026), trong đó đề xuất việc xác định giá đất là thời điểm Nhà nước giao đất, kỳ vọng tháo gỡ cho hơn 160 dự án BT đang vướng mắc trên khắp địa bàn cả nước.

Tình hình giải ngân vốn đầu tư công 2024-2025 (Đv: Tỷ đồng)*



Các tuyến metro trong quy hoạch giai đoạn 2025-2030 tại TP. HCM



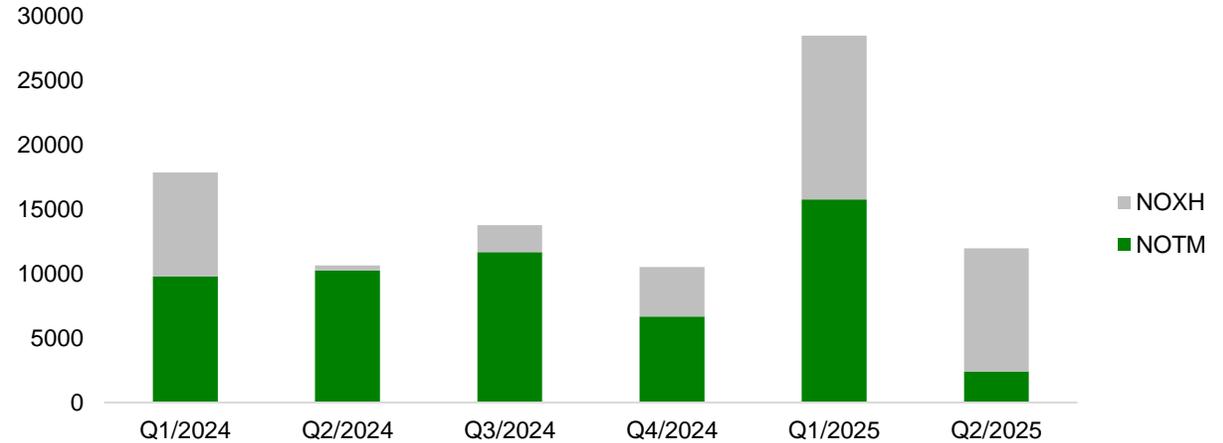
Xây dựng dân dụng: hưởng lợi từ việc triển khai hàng loạt dự án đô thị.

- Năm 2024 - 2025 đánh dấu những chuyển biến đáng kể về khung pháp lý, hoạt động gỡ vướng thủ tục và tái cấu trúc tài chính cho các dự án bất động sản bao gồm: NQ171 về phát triển NOTM trên đất khác, Luật Đất đai 2024 với các quy định mới về xác định tiền sử dụng đất, tiền thuê đất và rút ngắn trình tự thủ tục hành chính.
- Tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức cao, mặt bằng giá bán neo cao, hệ thống hạ tầng kết nối được cải thiện nhanh chóng và những dễ dàng nhất định trong tiếp cận vốn tín dụng đã giúp các chủ đầu tư tự tin hơn trong kế hoạch triển khai các dự án KĐT quy mô lớn. Theo đó, **một lượng đáng kể các dự án sẽ bước vào giai đoạn thi công mạnh từ năm 2026.**

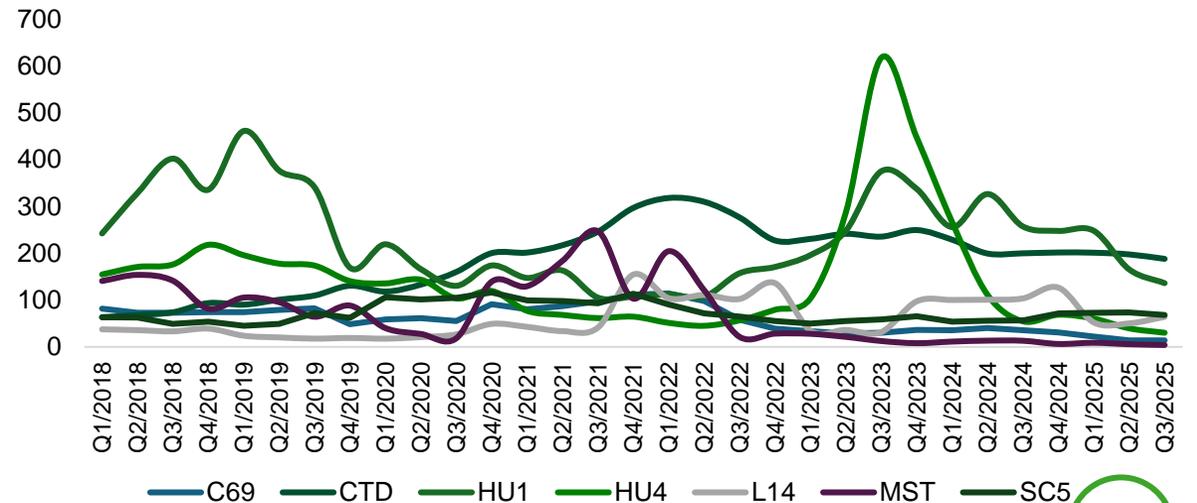
Hiệu quả lợi nhuận mảng xây dựng dân dụng kỳ vọng cải thiện

- Mặc dù giá nguyên vật liệu xây dựng có xu hướng tăng, **mức độ cạnh tranh về giá trúng thầu được dự báo hạ nhiệt khi nguồn việc cải thiện**, giúp nhà thầu có dư địa đàm phán tốt hơn.
- Việc tháo gỡ pháp lý cho nhiều dự án bất động sản tạo điều kiện cho các chủ đầu tư tiếp cận nguồn vốn tín dụng và mở bán dự án, qua đó cải thiện dòng tiền của chủ đầu tư và hỗ trợ các nhà thầu rút ngắn vòng quay công nợ, giúp **giảm áp lực trích lập dự phòng, và thậm chí có thể ghi nhận hoàn nhập đối với một số khoản đã trích lập từ trước đó.**

Số căn NOTM và NOXH được cấp phép mới



Số ngày khoản phải thu các nhà thầu xây dựng dân dụng



KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	87.340
Tiềm năng tăng giá	+20.6%

DIỄN BIẾN GIÁ



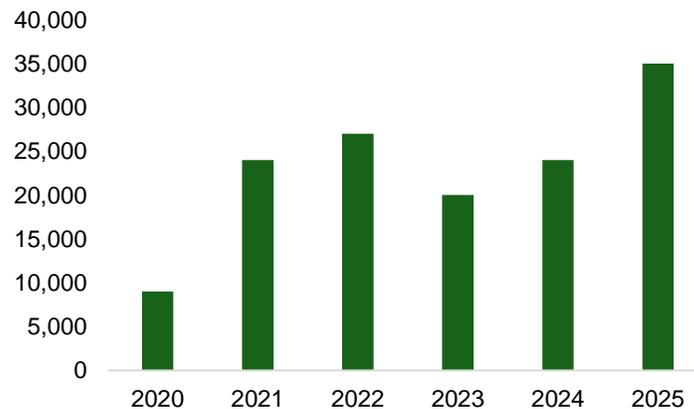
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (/01/2026)	
Biến động 1 năm	60.507 – 97.395
KLGD bình quân 52T	1.182.468
Vốn hóa (Tỷ đồng)	7.394
P/E	11,29
P/B	0,81
%NN sở hữu	48,99

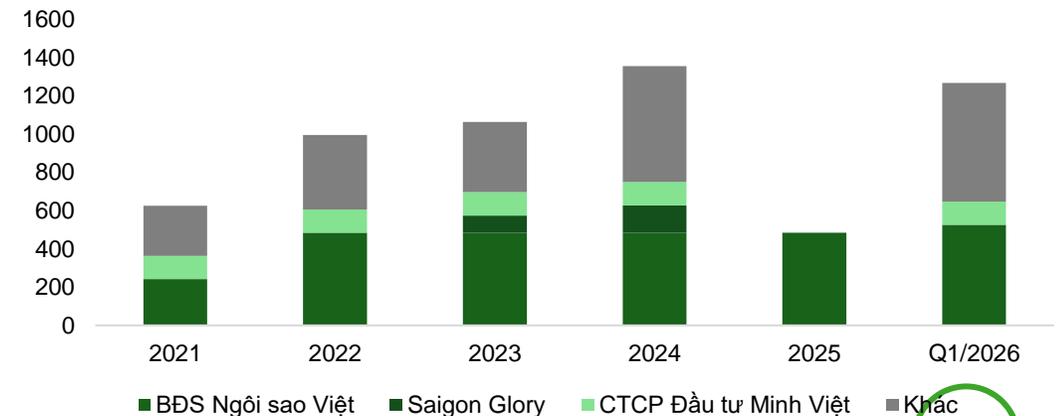
DUY TRÌ VỊ THẾ DẪN ĐẦU

- Chiến lược repeat sale đem lại lượng backlog dồi dào:** Chúng tôi kỳ vọng thị trường xây dựng năm 2026 sẽ cải thiện rõ rệt nhờ nguồn việc gia tăng ở cả mảng dân dụng và hạ tầng. Sự phục hồi của các chủ đầu tư sau đại dịch, cùng việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý và điều chỉnh cơ chế tiền sử dụng đất, tạo điều kiện để nhiều dự án được tái khởi động. Với chiến lược “repeat sale” cùng các khách hàng chiến lược như Sun Group, Vinhomes và Masterise, CTD đã tích lũy backlog lớn, tạo nền tảng cho tăng trưởng năm 2026.
- Dừng trích lập nợ xấu, cải thiện dòng tiền thông qua:** (1) Các chủ đầu tư tái khởi động dự án mới nhờ nới lỏng điều kiện tín dụng và dòng tiền phục hồi, (2) Khả năng thu hồi công nợ từ Tân Hoàng Minh khi doanh nghiệp tái khởi động dự án mới, (3) mở rộng hoạt động sang lĩnh vực khu công nghiệp và hạ tầng sẽ làm giảm sự phụ thuộc vào mảng xây dựng dân dụng và phân tán rủi ro nợ xấu.
- Triển vọng dài hạn trong việc tham gia sâu hơn vào mảng BĐS:** Sau dự án Emerald 68, CTD tiếp tục mở rộng sang lĩnh vực bất động sản thông qua hợp tác với CTCP BEHS tại dự án Khu dân cư kết hợp thương mại dịch vụ Thanh Phú (21,1 ha, tổng vốn hơn 10.662 tỷ đồng) tại huyện Bến Lức, dù chưa công bố tỷ lệ góp vốn. Đồng thời, CTD là tổng thầu dự án Eco Retreat Long An quy mô 220 ha, qua đó tận dụng lợi thế hiện diện địa phương và hỗ trợ chiến lược đầu tư dài hạn.
- Rủi ro:** Chi phí nguyên vật liệu tăng tạo áp lực thu hẹp biên lợi nhuận.

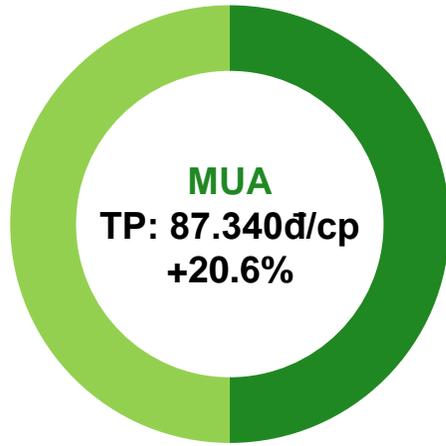
Backlog CTD 2020 – 2025 (Tỷ đồng)



Dự phòng nợ xấu CTD 2021-Q1/2026 (Tỷ đồng)



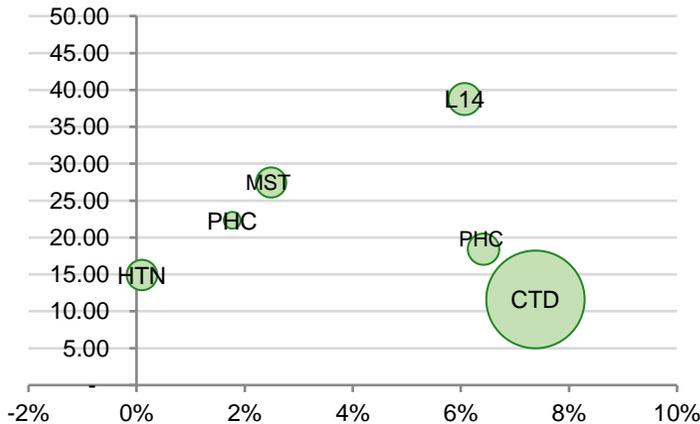
Định giá



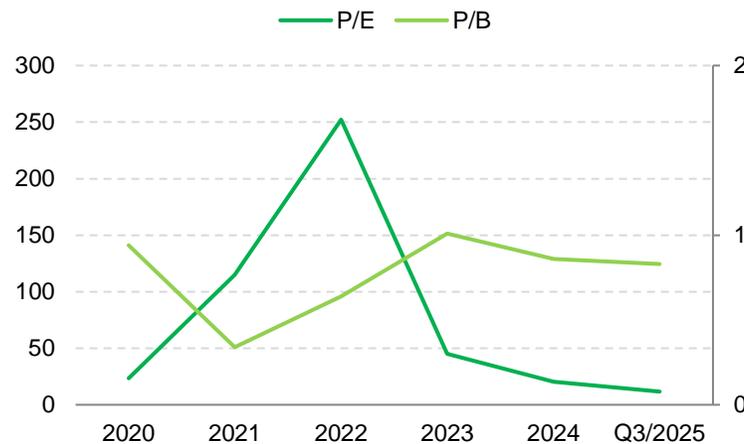
■ DCF ■ PB

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024 TC	2025 TC	2026TC (F) Q3/25-Q2/26
Doanh thu thuần	21.045	24.885	28.031
+/-yoy (%)	31%	18%	22%
LNST	310	456	692
+/- %	355%	47%	86%
EPS (đồng/cổ phiếu)	3.320	4.560	6.497

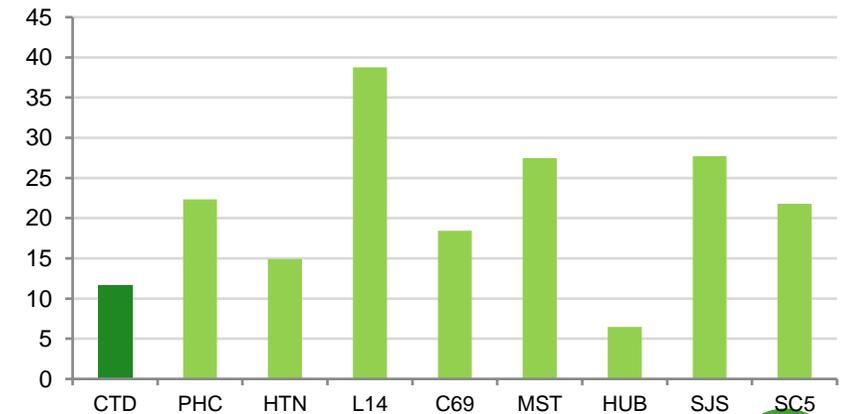
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



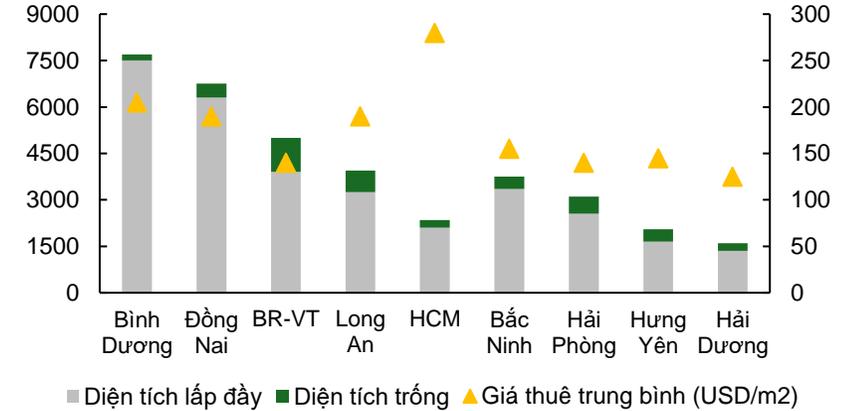
PHỤC HỒI SAU THUẾ QUAN. NGUỒN CUNG DỰ BÁO TĂNG CAO

HOẠT ĐỘNG CHO THUÊ DỰ BÁO HỒI PHỤC TRÊN NỀN THẤP

VCBS đánh giá giai đoạn khó khăn nhất của ngành đã qua, kỳ vọng hoạt động cho thuê đất KCN sẽ bắt đầu ghi nhận sự phục hồi đáng kể từ giai đoạn cuối 2025 – đầu 2026 bởi các yếu tố:

- **Lo ngại về thuế quan dần hạ nhiệt:** khi Việt Nam đã đạt được những kết quả đàm phán sơ bộ và về cơ bản vẫn duy trì lợi thế thu hút đầu tư so với các thị trường khác, từ đó hỗ trợ tâm lý cho các doanh nghiệp muốn đặt nhà máy tại Việt Nam.
- **Nhiều khách hàng đã chuẩn bị xong các kế hoạch thích ứng** khi đa dạng hệ thống nhà máy, chuỗi cung ứng đảm bảo sự linh hoạt trước các biến động.
- **Nguồn cung sẵn sàng tại các vị trí trọng điểm** tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu thuê mới.

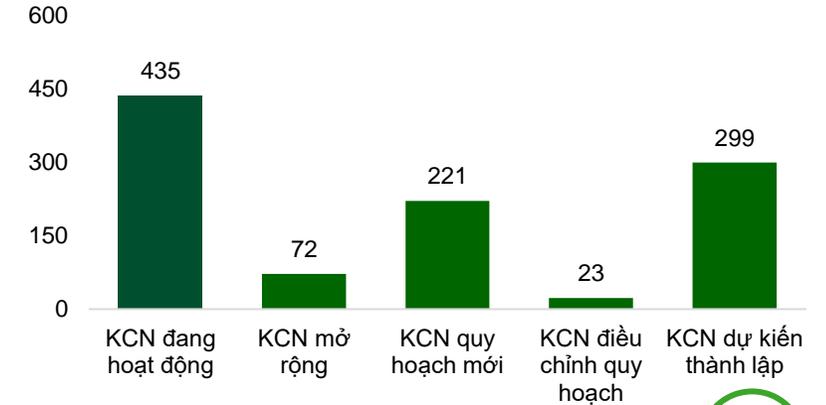
Nguồn cung và giá thuê đất KCN các khu vực



TÁI ĐỊNH HÌNH MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH

- **Nguồn cung dự báo tăng mạnh:** VCBS dự báo nguồn cung đất thương phẩm sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2026 khi đã có trên 30 dự án được phê duyệt trong năm 2025, bổ sung xấp xỉ 9.000 ha tổng quỹ đất công nghiệp cho thị trường.
- **Hạ tầng cải thiện thu hẹp bất lợi về vị trí địa lý:** Việc hoàn thiện các trục giao thông liên vùng giúp tối ưu hóa chi phí vận chuyển giữa các KCN và cụm logistic. Việc này cho phép khách thuê dịch chuyển sang các khu vực vùng ven (nơi sở hữu quỹ đất lớn và đơn giá thuê cạnh tranh hơn) mà không ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả vận hành.
- **Với bối cảnh trên, hiệu quả kinh doanh của các KCN sẽ phụ thuộc vào:** (1) Quỹ đất chiến lược tiệm cận các trục hạ tầng trọng điểm; (2) Uy tín, thương hiệu trong việc thu hút dòng vốn FDI; (3) Năng lực quản trị dự án và sức khỏe tài chính lành mạnh.

Số lượng KCN theo quy hoạch 2021 - 2030

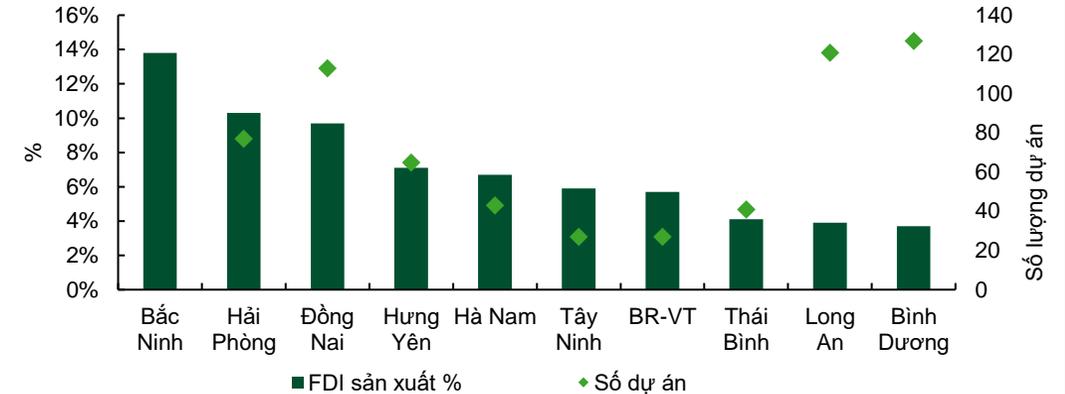


HOẠT ĐỘNG THU HÚT FDI PHÂN HÓA. THỊ GIÁ NHIỀU DOANH NGHIỆP TẠI VÙNG CHIẾT KHẤU

KHU VỰC PHÍA BẮC TIẾP TỤC LÀ ĐIỂM SÁNG THU HÚT FDI

- **KCN phía Bắc sẽ là điểm sáng thu hút đầu tư** nhờ: (1) Vị trí địa lý tiếp giáp Trung Quốc; (2) Nhiều dự án hạ tầng kết nối đến khu vực biên giới được tập trung triển khai, giúp hỗ trợ năng lực logistic; (3) Nguồn cung mở rộng và mức giá thuê còn hấp dẫn so với các KCN phía Nam.
- **Thị trường phía Nam dự kiến ghi nhận sự phân hóa** giữa các địa bàn khi: hình thành nhiều cực hút FDI mới (như Đồng Nai, Vũng Tàu (cũ), Tây Ninh), trong khi Bình Dương (cũ) sẽ tiếp tục duy trì vai trò đầu tàu song vị thế tương quan sẽ suy giảm do quỹ đất KCN ngày càng hạn chế và mặt bằng giá cao.

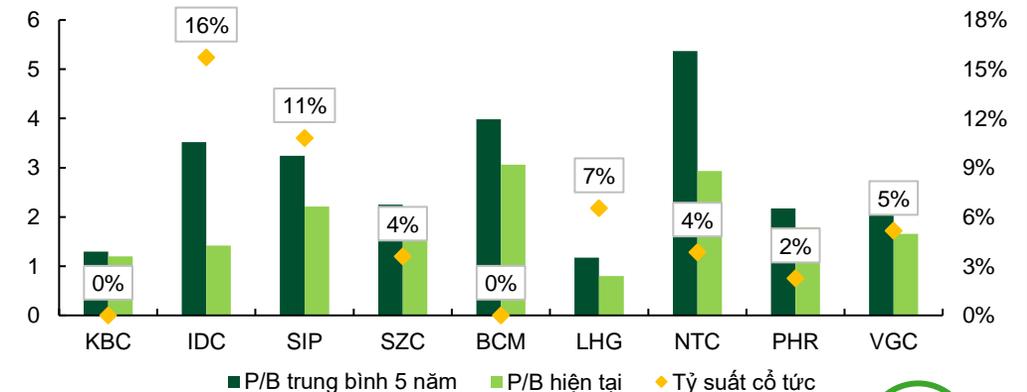
FDI sản xuất đăng ký các địa phương trong 10T.2025



TRIỂN VỌNG TÁI ĐỊNH GIÁ CÁC DOANH NGHIỆP KCN

- **Thị giá tại vùng chiết khấu:** Xét trên các chỉ số định giá như P/B, tỷ suất cổ tức và dòng tiền, đa số cổ phiếu trong nhóm bất động sản khu công nghiệp đang giao dịch tại mức chiết khấu sâu so với bình quân trong 5 năm gần đây. Điều này mang đến cơ hội hấp dẫn trong bối cảnh (1) Hoạt động cho thuê mới đang phục hồi, và (2) Danh mục dự án/ quỹ đất của nhiều doanh nghiệp được mở rộng đáng kể sau nhiều năm chững lại.
- **Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp** (1) Có sẵn danh mục dự án đã được đền bù đất từ trước đó với chi phí rẻ (trước các đợt điều chỉnh bảng giá đất), (2) Có dự án với mức giá cạnh tranh và tiềm cận hạ tầng kết nối, (3) Sở hữu dòng tiền ổn định từ các mảng phụ trợ và (4) Khả năng ghi nhận các khoản lợi nhuận đột biến

So sánh giữa các doanh nghiệp trong ngành

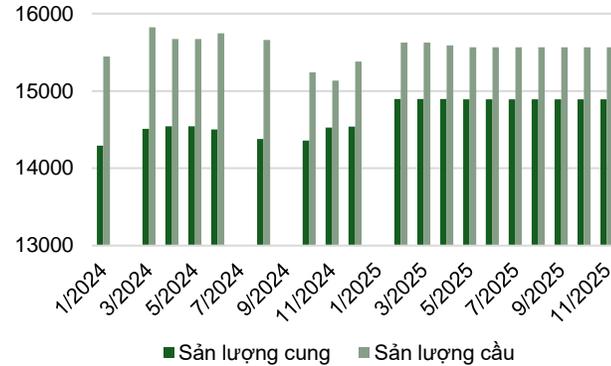


ĐIỂM SÁNG TẠI NHÓM DOANH NGHIỆP KCN – CAO SU

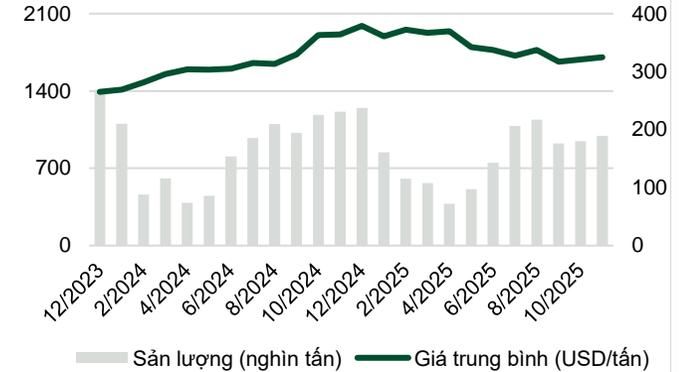
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TÍCH CỰC

- **Giá cao su kỳ vọng neo ở mức trên 46 triệu đồng/tấn** nhờ: (1) Nhu cầu ổn định tại thị trường Trung Quốc và (2) Nguồn cung cao su tự nhiên tiếp tục ở mức hạn chế bởi các yếu tố thời tiết và bất ổn địa chính trị.
- **Bắt đầu tham gia mạnh vào mảng phát triển KCN:** Sau khi chứng minh thành công năng lực tại một số dự án trước đó, nhiều doanh nghiệp cao su đã lần lượt được chấp thuận triển khai đầu tư các dự án KCN trên chính quỹ đất cao su đang quản lý. Trong đó, một số dự án được triển khai ngay trong giai đoạn 2025 - 2026.

Cung cầu cao su thiên nhiên thế giới



Giá và sản lượng xuất khẩu cao su



DÒNG TIỀN ĐỘT BIẾN TỪ ĐỀN BÙ ĐẤT

- **Dòng tiền lớn từ đền bù đất:** Nhiều dự án đã được thông qua quy hoạch và có quyết định thu hồi đất. Đơn giá đền bù được dự báo tăng do bảng giá đất giai đoạn 2 năm qua đã được điều chỉnh tăng đáng kể (20 - 50%).
- Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng **tốc độ đền bù các dự án mới được quy hoạch sẽ có khả năng được đẩy nhanh** hơn sau khi quá trình sáp nhập đơn vị hành chính hoàn tất và các cơ chế pháp lý được hoàn thiện.
- Ngoài ra trong quá trình chuyển đổi, doanh nghiệp sẽ ghi nhận các khoản bồi thường cho cây trồng và thanh lý gỗ, đơn giá ước tính khoảng 80–90 triệu đồng/ha, đóng góp vào lợi nhuận bất thường trong kỳ.

Các khu vực trọng điểm chuyển đổi đất cao su 2025-2030

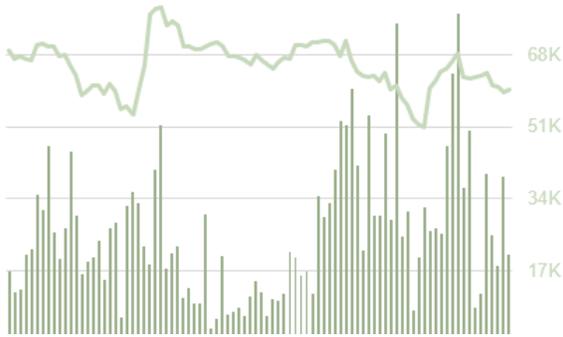
Bình Dương (cũ)	Theo quy hoạch dịch chuyển các KCN về phía Bắc địa bàn, hoàn thiện kết nối khu vực HCM. Dự án tiêu biểu: đường Vành đai 4 đoạn qua Bình Dương, KCN Cơ khí Thaco, KCN Bắc Tân Uyên,...
Đồng Nai	Phát triển công nghiệp công nghệ cao nhờ sở hữu Cảng hàng không quốc tế Long Thành. Dự án tiêu biểu: KCN Long Đức 3, KCN Long Đức gđ 2, KCN Bắc Đồng Phú gđ 2,...
Tây Ninh (cũ)	Bổ sung nguồn cung KCN với giá thuê tương đối thấp cho khu vực. Các dự án tiêu biểu: Cao tốc HCM – Mộc Bài, KCN Thạch Đức,...

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **81.087**
 Tiềm năng tăng giá +15%

DIỄN BIẾN GIÁ

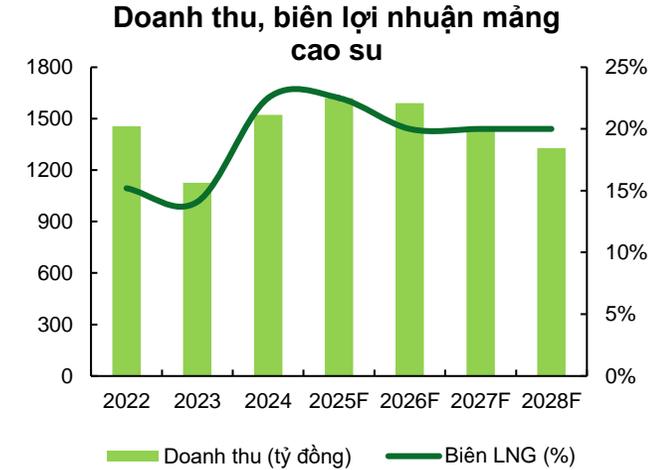


THÔNG TIN CỔ PHIẾU

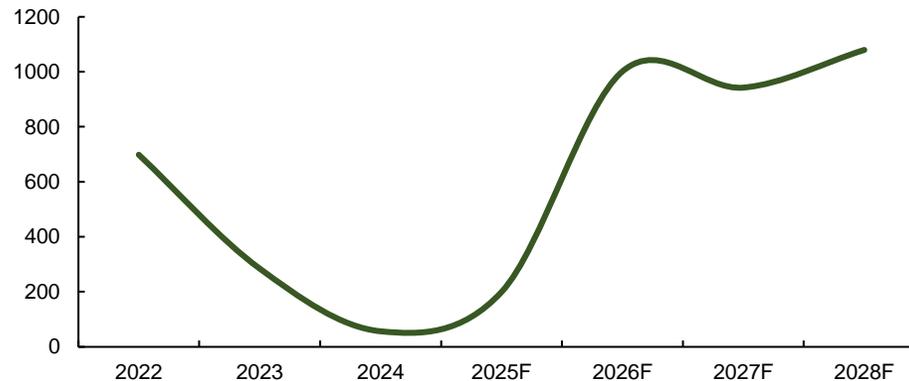
Thị giá (07/01/2026)	
Biến động 1 năm	39.900 – 66.400
KLGD bình quân 52T	2.753.755
Vốn hóa (Tỷ đồng)	8.053
P/E	11,98X
P/B	1,92X
%NN sở hữu	4,79%

TÁI KHỞI ĐỘNG CHU KỲ LỢI NHUẬN

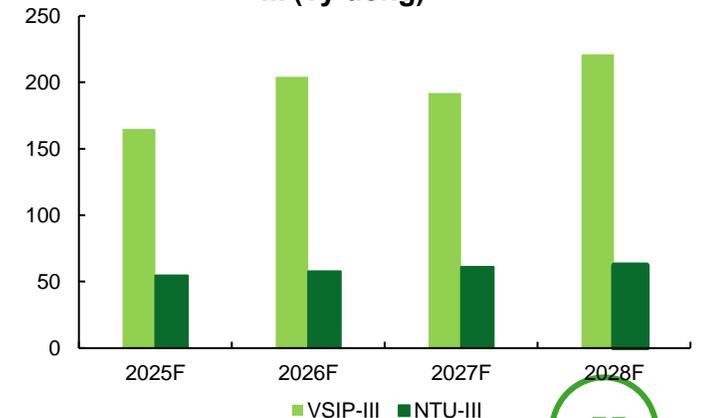
- Doanh thu mảng cao su tiếp tục duy trì tích cực:** dự kiến đạt 1.591 tỷ đồng trong 2026, được thúc đẩy bởi giá cao su tiếp tục duy trì mức cao trên 46 triệu đồng/tấn.
- Kỳ vọng dòng tiền từ đền bù chuyển đổi đất tăng mạnh:** chúng tôi kỳ vọng dòng tiền đền bù đất của PHR sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2026-2028, đến từ hai dự án Cao tốc HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành (diện tích đền bù 81 ha) và KCN cơ khí do Thaco làm chủ đầu tư (diện tích đền bù 786 ha) với diện tích chuyển đổi mỗi năm dự kiến 200 – 250 ha/năm.
- Dòng tiền phân bổ từ các dự án KCN cải thiện** khi cả hai dự án VSIP III và NTC – III dự báo ghi nhận tốc độ cho thuê khả quan nhờ vị trí thuận lợi và nguồn cung hạn chế tại khu vực Bình Dương (cũ). Lợi nhuận phân bổ dự kiến từ hai dự án khoảng 261 tỷ đồng (+19% yoy).



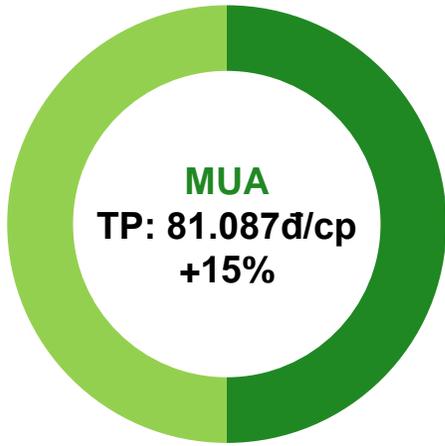
Dự báo thu nhập từ tiền đền bù đất (Tỷ đồng)



Lợi nhuận phân bổ từ hai dự án VSIP-III và NTU-III (Tỷ đồng)



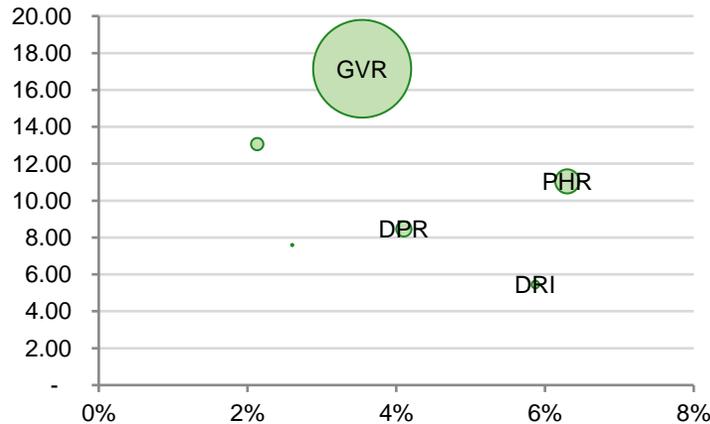
Định giá



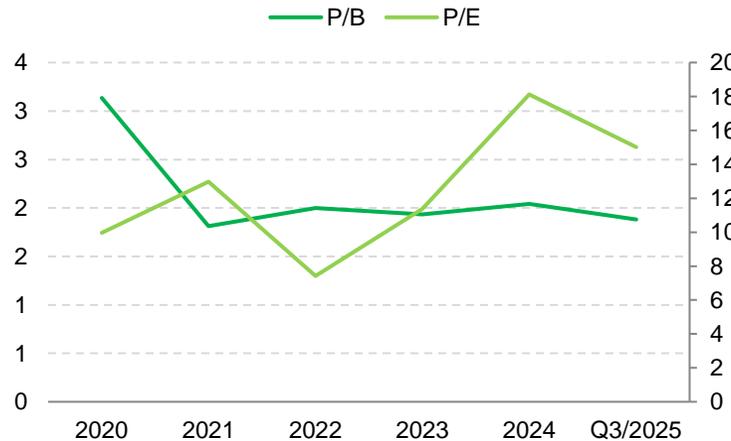
■ DCF ■ PB

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025 F	2026F
Doanh thu thuần	1.635	1.733	1.705
+/-yoy (%)	20,8%	+6%	-1,64%
LNST	483	683	1.323
+/- %	-26,96%	41,47%	93,59%
EPS (đồng/cổ phiếu)	3.115	4.786	9.264

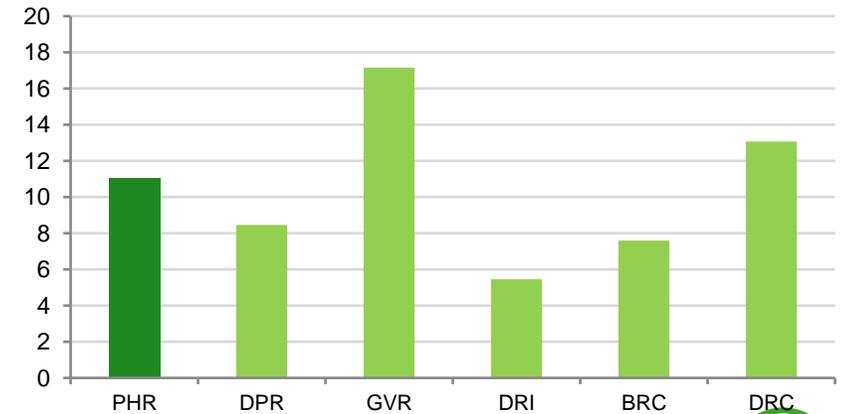
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	71.623
Tiềm năng tăng giá	+27,9%

DIỄN BIẾN GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (07/01/2026)	54.300
Biến động 1 năm	47.320 – 80.240
KLGD bình quân 52T	2.816.370
Vốn hóa (Tỷ đồng)	13.098
P/E	8.7x
P/B	2.31x
%NN sở hữu	3,15%

QUỸ ĐẤT DỒI DÀO TẠI VỊ TRÍ CHIẾN LƯỢC

♥ **Hưởng lợi trực tiếp từ các dự án hạ tầng:** Cao tốc Mộc Bài – TP.HCM sau khi hoàn thiện được kỳ vọng thúc đẩy tốc độ cho thuê và mở rộng dư địa tăng giá của KCN Phước Đông nhờ rút ngắn thời gian, chi phí vận chuyển. Hiện giá thuê KCN Phước Đông (65–70 USD/m²) vẫn thấp hơn đáng kể so với mặt bằng khu vực cùng bán kính tới trung tâm TP.HCM (trên 150 USD/m²), do đó còn khá nhiều dư địa tăng giá.

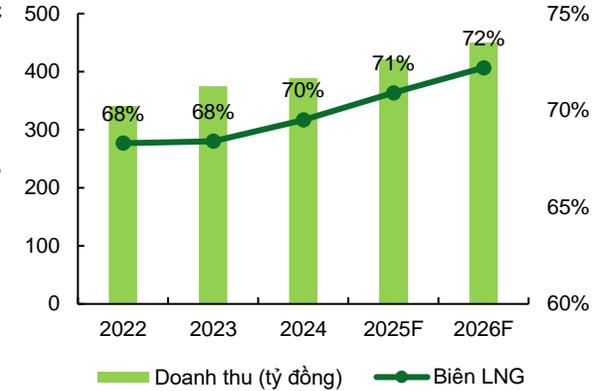
♥ **Quỹ đất với vị trí đắc địa và chi phí GPMB tương đối thấp:** Việc thực hiện GPMB từ trước khi giá đất điều chỉnh đã giúp SIP duy trì chi phí đầu vào thấp, từ đó tối ưu hóa biên lợi nhuận. Điều này cũng cho phép doanh nghiệp giữ được giá cho thuê cạnh tranh trong khi vẫn đảm bảo hiệu quả tài chính, tạo lợi thế dài hạn trong bối cảnh chi phí phát triển dự án ngày càng tăng. Trong đó:

(1) KCN Đông Nam và KCN Lê Minh Xuân 3: vị trí gần trung tâm TP.HCM giúp SIP duy trì mặt bằng giá thuê cao ngay cả khi giá thuê tại nhiều KCN khác có dấu hiệu chững lại.

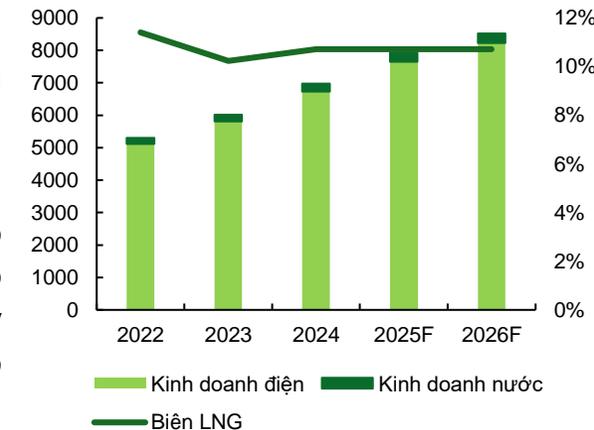
(2) KCN Lộc An – Bình Sơn và KCN Long Đức 2: vị trí tiệm cận sân bay Long Thành (khoảng cách 10-20km). được kỳ vọng ghi nhận đà tăng giá tích cực từ năm 2026, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận của SIP.

♥ **Nguồn thu ổn định từ mảng phụ trợ cho KCN** tiếp tục đóng vai trò điểm tựa cho doanh nghiệp bất chấp bối cảnh nhiều bất biến của ngành. Với hơn 1000 ha chưa cho thuê, doanh thu bán điện và nước sẽ tiếp tục tăng trưởng cùng với diện tích lấp đầy hàng năm, đặc biệt những doanh nghiệp đang đặt tại KCN Phước Đông về mảng cao su, dệt, sản xuất nhựa,... đều là những ngành cần sử dụng nhiều điện.

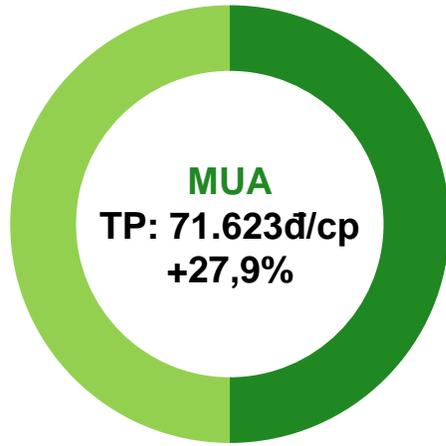
Doanh thu, biên LNG cho thuê KCN



Doanh thu mảng phụ trợ KCN

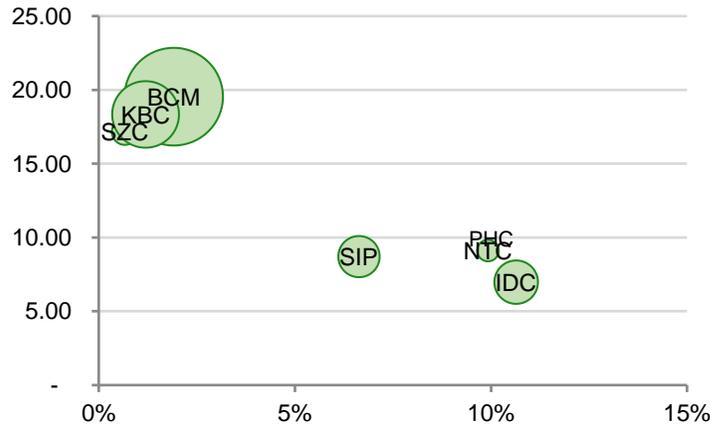


Định giá

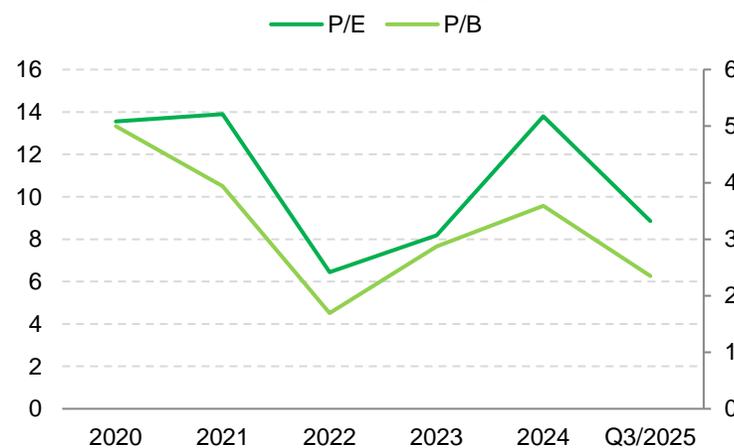


(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025 F	2026 F
Doanh thu thuần	7.804	8.393	8.974
+/-yoy (%)	16.84%	7.55%	6.93%
LNST	1.278	1.406	1.513
+/- %	27.33%	10.02%	7.61%
EPS (đồng/cổ phiếu)	5530	4.905	5.410

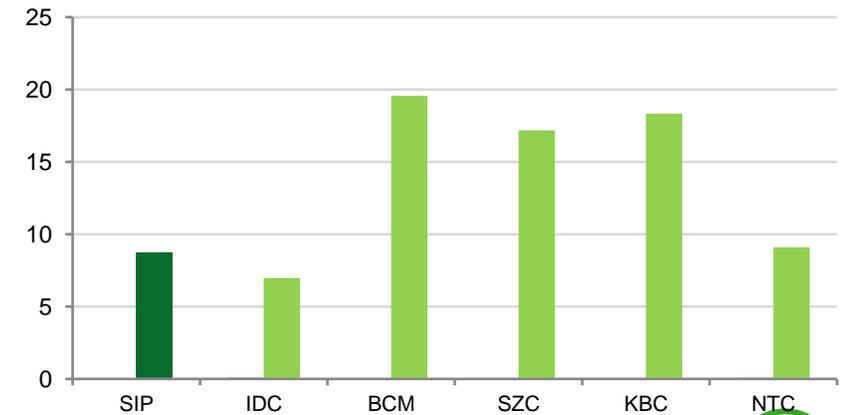
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành

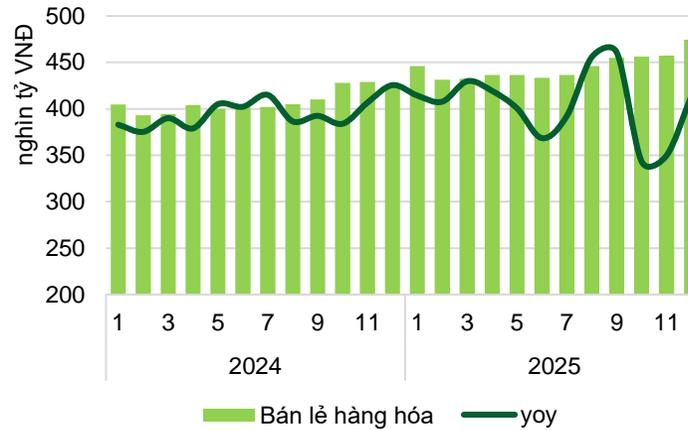


NGÀNH HƯỞNG LỢI TỪ CHÍNH SÁCH ƯU ĐÃI. CẦU TIÊU DÙNG TIẾP TỤC TRONG XU HƯỚNG HỒI PHỤC

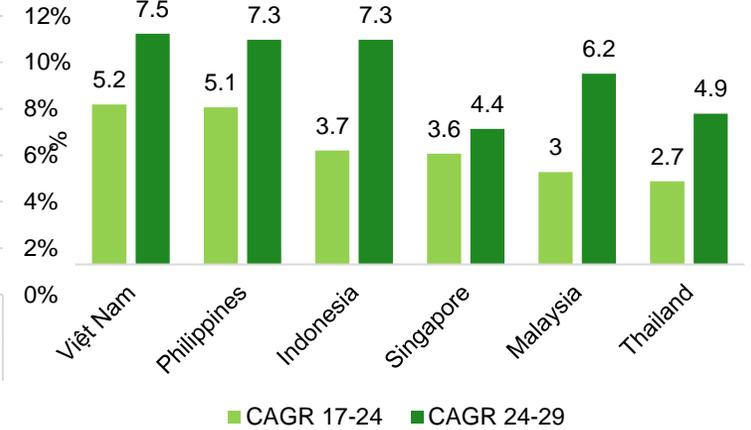
CHÍNH SÁCH ỦNG HỘ CÁC NHÀ BÁN LẺ LỚN

- Từ 1/6/2025, hộ kinh doanh doanh thu trên 1 tỷ đồng/năm bắt buộc dùng hóa đơn điện tử từ máy tính tiền (NĐ 70/2025), và dự kiến xóa bỏ hoàn toàn thuế khoán trong 2026 (NQ 68), buộc gần 2 triệu hộ chuyển sang kế toán minh bạch.
- Điều này làm giảm lợi thế giá của kinh doanh nhỏ lẻ, hạn chế hàng không hóa đơn và tạo lợi thế rõ rệt cho các chuỗi bán lẻ hiện đại vốn đã chuẩn hóa hệ thống.
- Thực thi Nghị quyết 110/2025 với mức giảm trừ gia cảnh mới ước tính cải thiện thu nhập sau thuế của người dân tăng khoảng 10%.

Tốc độ tăng trưởng bán lẻ hàng hóa



Tốc độ tăng trưởng thu nhập khả dụng



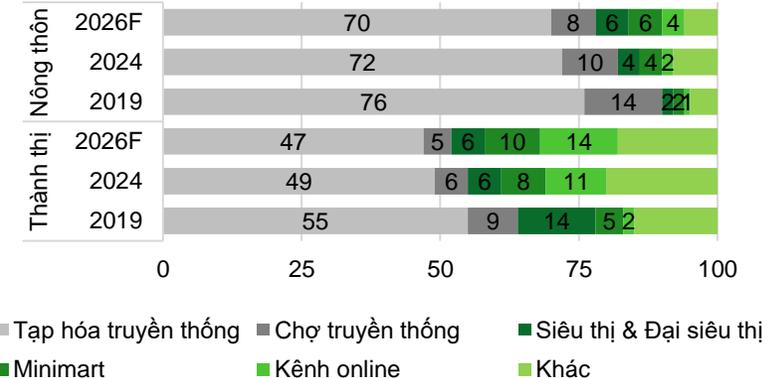
TIỀM NĂNG MỚI TỪ KHU VỰC NÔNG THÔN

- Khu vực nông thôn, chiếm hơn 60% dân số Việt Nam, đang nổi lên như động lực tăng trưởng của ngành bán lẻ khi thu nhập hộ gia đình tăng bình quân 7,4%/năm giai đoạn 2017–2024, vượt mức 5,5% tại đô thị.
- Các kênh hiện đại như minimart, cửa hàng chuyên biệt, và đặc biệt là online đang gia tăng thị phần rõ rệt, trong khi kênh truyền thống (chợ, tạp hóa) giảm dần — từ 64% năm 2019 xuống còn 55% năm 2024, và dự báo tiếp tục giảm tới năm 2026.

Thu nhập trung bình tại hộ gia đình tại Việt Nam



Tỷ trọng kênh bán hàng FMCG tại Việt Nam (%)



KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	103.400
Tiềm năng tăng giá	+20.2%

DIỄN BIẾN GIÁ



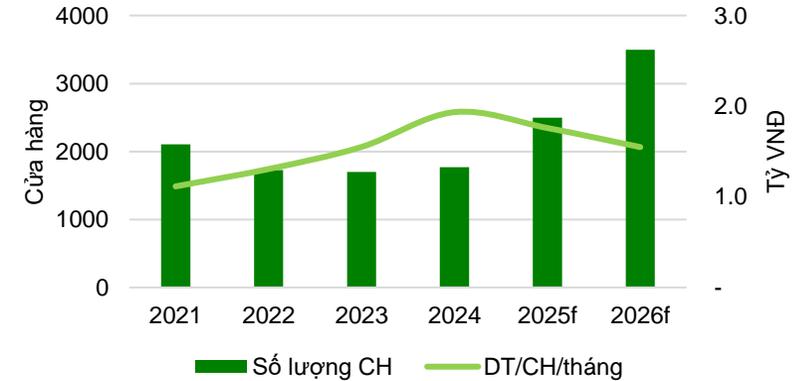
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (23/10/2024)	65,7
Biến động 1 năm	52,0 – 88,4
KLGD bình quân 52T	7.763.808
Vốn hóa (Tỷ đồng)	129.364
P/E	43,9x
P/B	3,7x
%NN sở hữu	47,32%

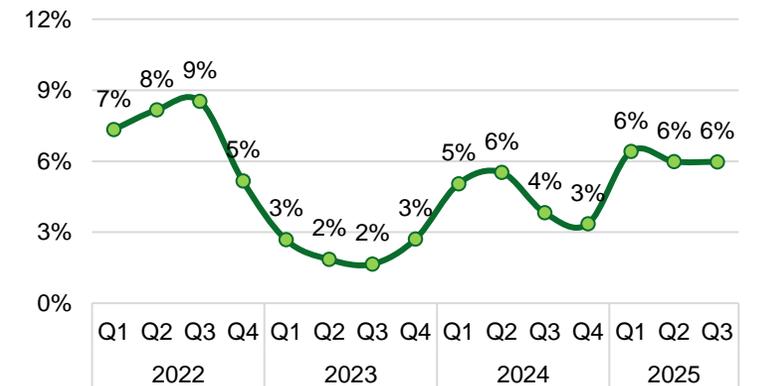
ĐỘNG LỰC TỪ BÁCH HÓA XANH HÒA VỐN

- Bách Hóa Xanh bắt đầu khai thác thị phần tại thị trường miền Bắc:** Đến cuối 2025, hơn 85% cửa hàng mở mới đã hòa vốn hoặc có lãi, biên EBITDA cải thiện rõ rệt so với giai đoạn tái cấu trúc 2022–2023. Sang 2026, MWG đặt kế hoạch mở mới khoảng 1.000 cửa hàng BHX, tập trung tại khu vực miền Bắc, trong đó Ninh Bình đang thí điểm 20 cửa hàng, tiềm năng hưởng lợi từ lộ trình đóng hơn 200 chợ cóc, chợ tạm trong giai đoạn 2026-2027 tại Hà Nội. Về chiến lược dài hạn, MWG định hướng IPO BHX trong năm 2028 nhằm thu hút nhà đầu tư chiến lược và tối ưu hóa giá trị mảng bán lẻ thực phẩm.
- Minh bạch hóa bán lẻ thúc đẩy kênh bán lẻ hiện đại:** Các quy định mới về hóa đơn điện tử (NĐ 70/2025) và lộ trình xóa bỏ thuế khoán năm 2026 (NQ 68) sẽ làm tăng mạnh chi phí tuân thủ và rủi ro pháp lý của kênh bán lẻ nhỏ lẻ, qua đó làm suy yếu lợi thế cạnh tranh của họ. Trong khi đó, MWG gần như không bị ảnh hưởng nhờ hệ thống quản trị – kế toán chuẩn hóa từ đầu, từ đó hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng dịch chuyển tiêu dùng sang kênh bán lẻ hiện đại, giúp gia tăng lưu lượng khách và thị phần.
- Chiến lược IPO làm chất xúc tác thúc đẩy định giá:** Kế hoạch IPO chuỗi ICT trong năm 2026 được xem là bước đi chiến lược nhằm hiện thực hóa giá trị mảng kinh doanh cốt lõi và mở rộng dư địa huy động vốn. Việc tách riêng mảng ICT tạo nguồn lực để MWG tái đầu tư vào mảng ICT, đẩy mạnh BHX và các mảng tăng trưởng mới, qua đó tối ưu cấu trúc vốn và nâng cao giá trị doanh nghiệp trong trung – dài hạn.

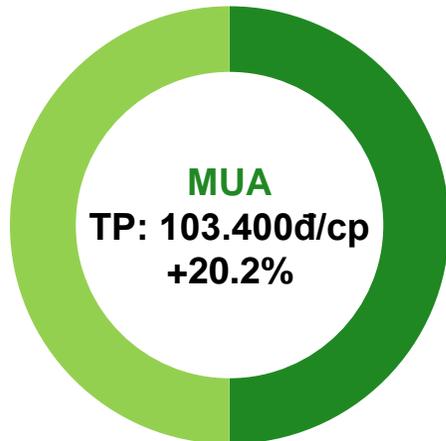
Ước tính tình hình hoạt động của BHX



Biên LNST mảng ICT của MWG



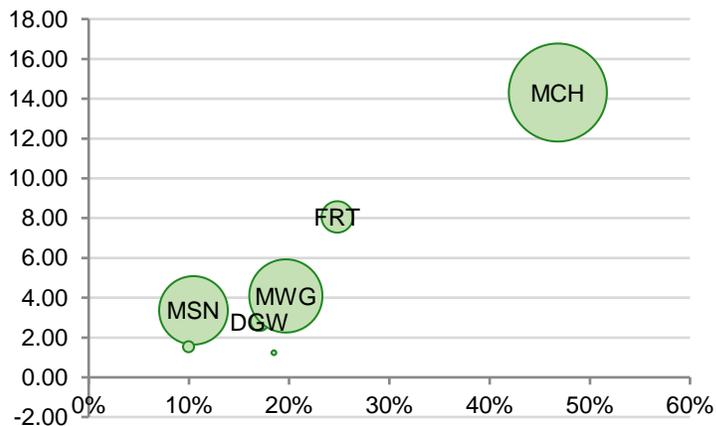
Định giá



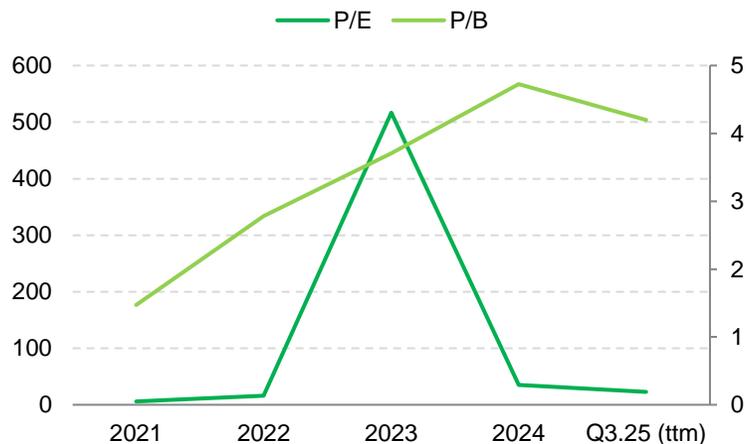
■ DCF ■ PE

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	134.341	157.343	175.476
+/-yoy (%)	13,6%	17,1%	11,5%
LNST	3.733	6.448	7.506
+/- %	2119,8%	73,1%	16,4%
EPS (đồng/cổ phiếu)	2.546	4.402	5.125

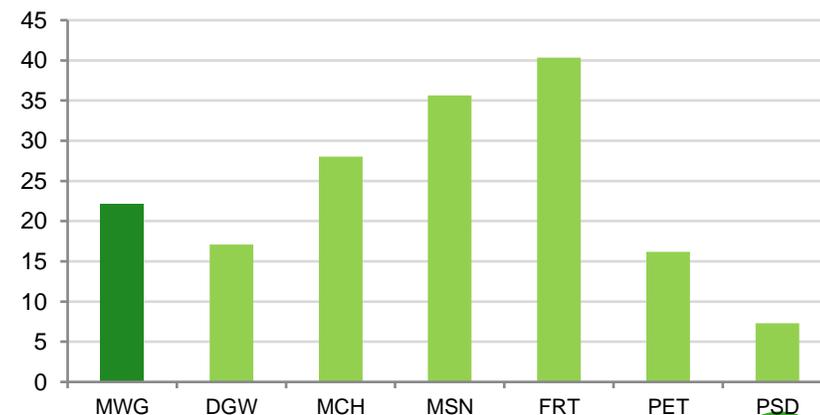
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	111.400
Tiềm năng tăng giá	+45.6%

DIỄN BIẾN GIÁ



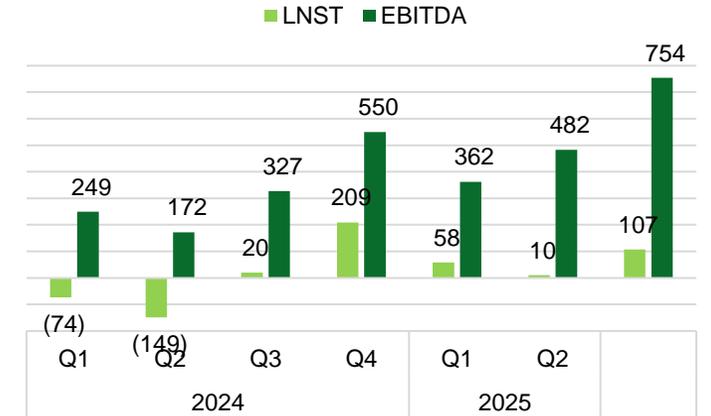
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (23/10/2024)	74,9
Biến động 1 năm	57,1 – 88,0
KLGD bình quân 52T	7.112.672
Vốn hóa (Tỷ đồng)	119.054
P/E	34,63x
P/B	2,77x
%NN sở hữu	22,78%

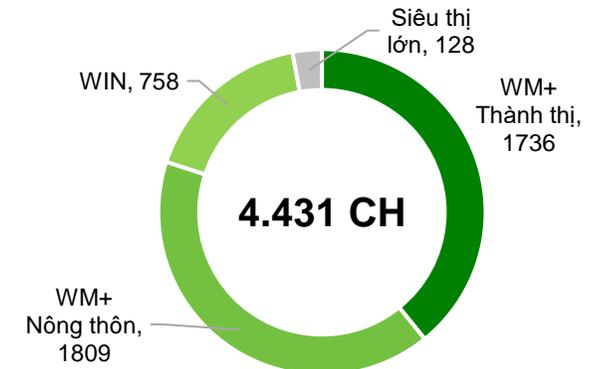
CHIẾN BINH ĐẦU NGÀNH BỊ BỎ QUÊN

- MCH tiếp tục khẳng định vị thế dẫn đầu trong mảng tiêu dùng:** MCH đang hoàn thiện mô hình "Phân phối trực tiếp" (Direct Coverage) cho kênh truyền thống. Dù việc chuyển đổi gây gián đoạn doanh thu tạm thời trong quý 2 và quý 3/2025, hệ thống đã hồi phục mạnh mẽ với số điểm bán hoạt động đạt 345.000 điểm (+40% YoY) và năng suất bán hàng tăng vọt 50%. Về mặt doanh thu, sự mở rộng độ phủ này hỗ trợ cho các sản phẩm mới thâm nhập thị trường nhanh hơn, giảm phụ thuộc vào kênh bán lẻ truyền thống đang bị co hẹp và giúp gia tăng thị phần tại các khu vực nông thôn vốn còn nhiều dư địa.
- WCM bứt tốc lợi nhuận, mở rộng vùng tăng trưởng:** WCM ghi nhận bước ngoặt lợi nhuận khi đạt 107 tỷ đồng LNST trong Q3/2025, tăng gấp 5 lần svck và là quý thứ tư liên tiếp có lãi, qua đó cho thấy mô hình vận hành đã được tối ưu hóa rõ rệt. Đồng thời, miền Trung đang nổi lên như động lực tăng trưởng mới với 261 cửa hàng mở thêm, chiếm gần 50% tổng số điểm bán tăng mới trong năm 2025 và cũng là khu vực ghi nhận LFL cao nhất. Bên cạnh đó, lộ trình giải tỏa chợ cóc tại Hà Nội được kỳ vọng sẽ thúc đẩy mạnh mẽ sự dịch chuyển tiêu dùng sang kênh bán lẻ hiện đại, qua đó tạo thêm dư địa tăng trưởng cho WinMart/WinMart+ nhờ lợi thế mạng lưới phủ dày tại đô thị.
- Hưởng lợi từ nâng hạng thị trường và dòng vốn ETF:** Việt Nam đã được FTSE Russell đưa vào danh sách xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi (Emerging Market). Với vốn hóa lớn và tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOL) còn trống, MSN là một trong những ứng cử viên hàng đầu được các quỹ ETF ngoại mua vào mạnh mẽ trong các kỳ cơ cấu danh mục năm 2026.

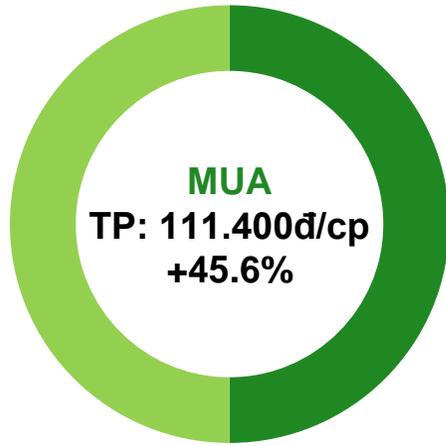
KQKD của WCM



Cơ cấu cửa hàng của WCM tính đến tháng 11/2025



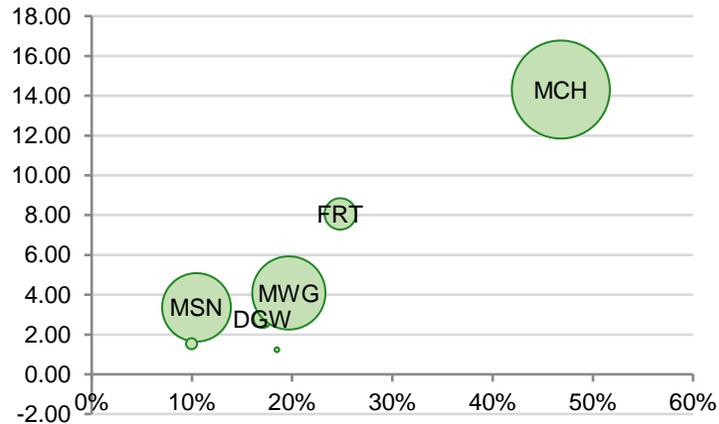
Định giá



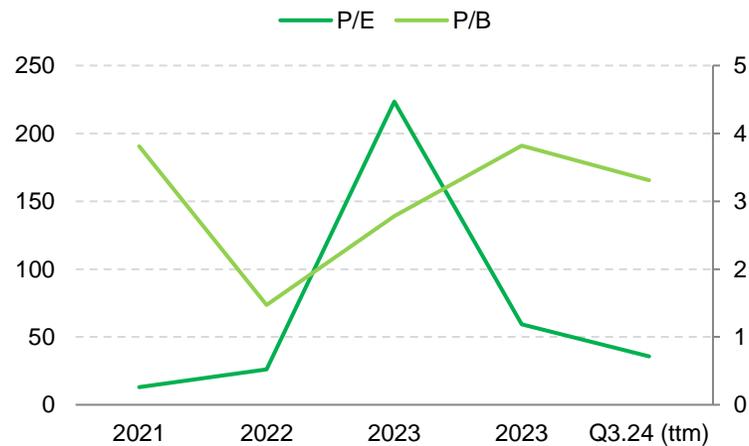
■ DCF ■ PE

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	83.177	84.569	93.872
+/-yoy (%)	6,3%	1,7%	10,7%
LNST	4.272	6.175	7.842
+/- %	28,6%	44,5%	27,0%
EPS (đồng/cổ phiếu)	1.321	3.035	3.854

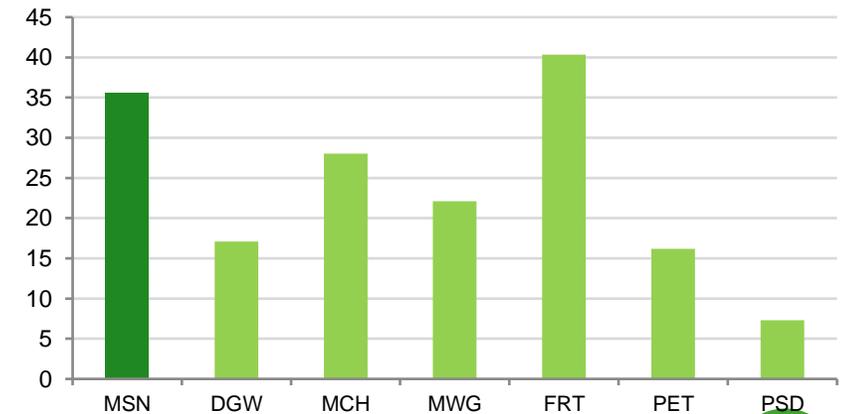
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **53.000**
 Tiềm năng tăng giá **+26.2%**

DIỄN BIẾN GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (23/10/2024)	74,9
Biến động 1 năm	31,9 – 46,6
KLGD bình quân 52T	2.025.577
Vốn hóa (Tỷ đồng)	9.112
P/E	17,78x
P/B	2,86x
%NN sở hữu	22,17%

DẪN ĐẦU TRONG LĨNH VỰC PHÂN PHỐI HÀNG CHÍNH HÃNG

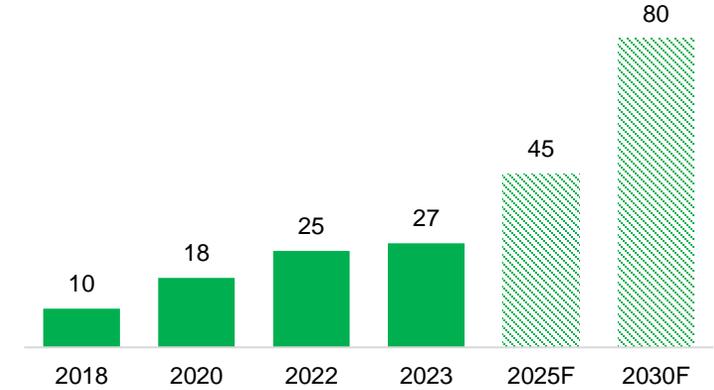
♦ **Hưởng lợi từ chính sách mới:** Nghị định 70 về hóa đơn điện tử đang thúc đẩy mạnh quá trình minh bạch hóa và chuyên nghiệp hóa kênh phân phối, qua đó tạo lợi thế rõ rệt cho các doanh nghiệp tuân thủ chuẩn như DGW. Ngược lại, các điểm bán nhỏ lẻ gặp khó trong việc thích ứng có nguy cơ thu hẹp hoạt động và mất thị phần, trong khi DGW vừa củng cố vị thế, vừa hỗ trợ đối tác chuyển đổi, đồng thời hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng hàng chính hãng khi thu nhập và mức độ đô thị hóa gia tăng.

♦ **Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ mở rộng danh mục các sản phẩm mới:** DGW tiếp tục theo đuổi chiến lược tăng trưởng thông qua mở rộng danh mục thương hiệu và ngành hàng sang mảng thiết bị gia dụng và văn phòng với biên lợi nhuận tốt hơn so với ngành ICT truyền thống (laptop, điện thoại). Cụ thể:

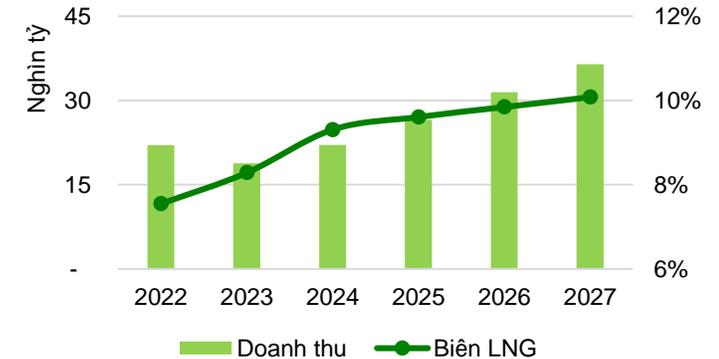
Thiết bị gia dụng: Trong Q4/25, công ty đã bổ sung các sản phẩm từ Xiaomi, trong đó nhóm gia dụng thông minh Mijia của Xiaomi được kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận nhờ mức độ tích hợp cao trong hệ sinh thái Xiaomi Home.

Thiết bị văn phòng: Thị trường trung tâm dữ liệu Việt Nam đạt 654 triệu USD năm 2024 và dự kiến tăng lên 1,75 tỷ USD vào 2030 (CAGR 17,9%), chủ yếu nhờ làn sóng chuyển đổi số của khối SMEs. Xu hướng này kéo theo nhu cầu cao về thiết bị CNTT, mạng và an ninh, tạo dư địa tăng trưởng cho DGW ở mảng máy chủ, máy trạm và lưu trữ.

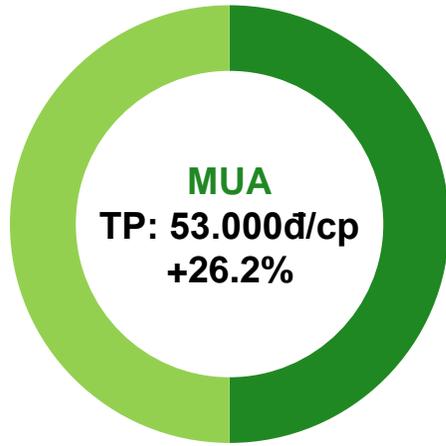
Số lượng trung tâm dữ liệu tại Việt Nam



Ước tính doanh thu và biên LNG của DGW



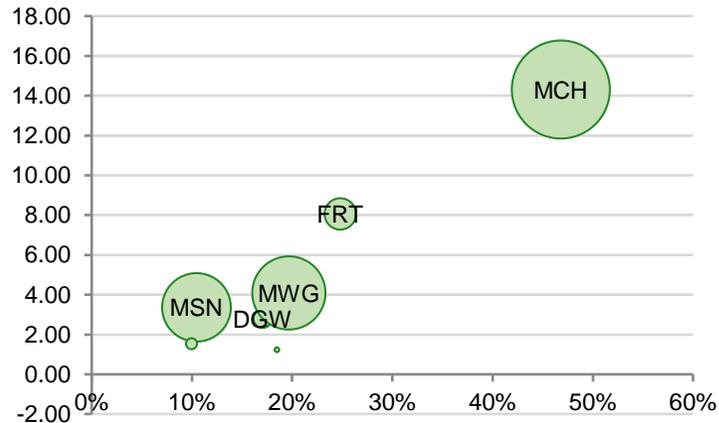
Định giá



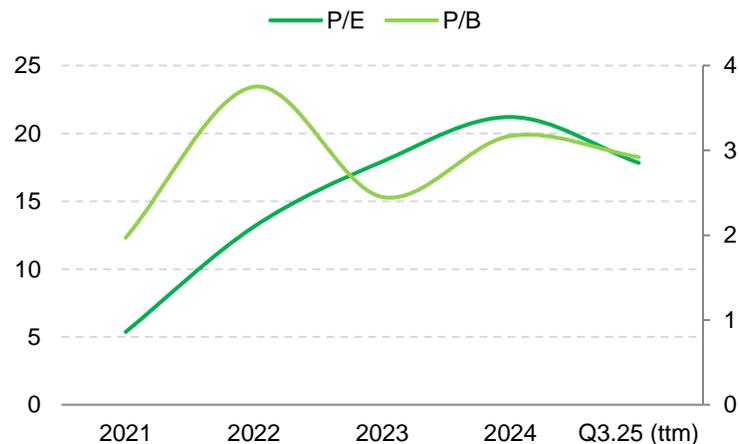
■ DCF ■ PE

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	22.078	26.537	31.486
+/-yoy (%)	17,3%	20,2%	18,7%
LNST	449	560	715
+/- %	25,3%	24,8%	27,6%
EPS (đồng/cổ phiếu)	2.025	2.526	3.224

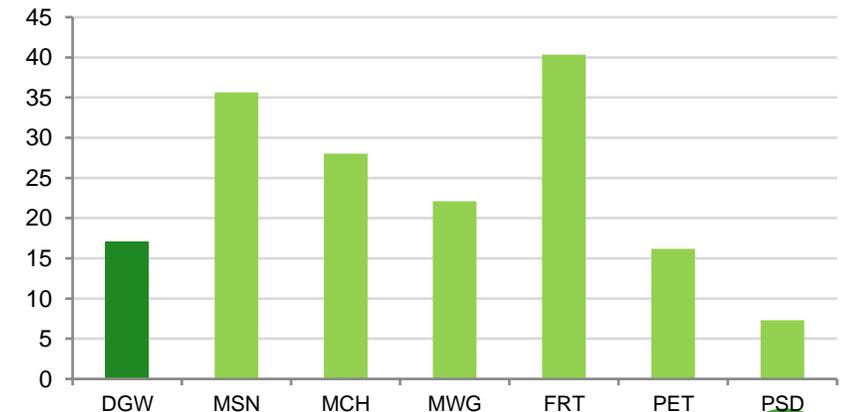
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



Pháp lý được khai thông cùng với triển vọng đầu tư tăng tốc, chúng tôi kỳ vọng ngành dầu khí Việt Nam đang bước vào chu kỳ phục hồi và nhóm cổ phiếu dầu khí xứng đáng được đánh giá lại ở mặt bằng cao hơn dựa trên triển vọng tăng trưởng doanh nghiệp 2026 – 2028.

Thị trường toàn cầu: Cán cân Cung – Cầu dự kiến đạt trạng thái cân bằng mong manh. Nguồn cung mới từ Châu Mỹ (Mỹ, Brazil, Guyana) sẽ đối trọng với nỗ lực cắt giảm của OPEC+. Thị trường LNG toàn cầu bước vào chu kỳ "nới lỏng" do nguồn cung lớn từ Qatar và Mỹ bắt đầu gia nhập thị trường.

Dự báo giá dầu: Trong kịch bản cơ sở (Base Case) của các chuyên gia thế giới như Goldman Sachs, J.P Morgan Research, EIA, Wood Mackenzie, giá dầu Brent kỳ vọng dao động trong vùng 55 – 65 USD/thùng. Đây là mức giá "tối thiểu" để các doanh nghiệp thượng nguồn duy trì CAPEX và các quốc gia OPEC cân đối ngân sách.

Tiêu điểm Việt Nam:

- **Hỗ trợ pháp lý:** Chính Phủ tháo gỡ nhiều điểm nghẽn pháp lý, thúc đẩy hoạt động thượng nguồn.
- **Động lực chính:** Siêu dự án Lô B – Ô Môn bước vào giai đoạn thi công cao điểm (EPC), tạo khối lượng công việc khổng lồ cho nhóm thượng nguồn (PVS, PVD).
- **Xu hướng mới:** Nhập khẩu LNG trở thành xu hướng bắt buộc để bù đắp sản lượng khí nội địa suy giảm và phục vụ quy hoạch điện VIII.
- **Cơ hội đầu tư:** Ưu tiên nhóm Thượng nguồn (Dịch vụ khoan, EPC) và Trung nguồn (Hạ tầng khí/LNG).

Triển vọng giá dầu – tín hiệu hình thành vùng đáy

- ❖ Theo EIA, giá Brent tiếp tục giảm về 65 USD/thùng trong tháng 10/2025, thấp hơn 15 USD/thùng so với đầu năm, do nguồn cung toàn cầu tăng nhanh hơn mức hấp thụ của thị trường. Cơ quan này dự báo giá Brent còn giảm về 54 USD/thùng trong Quý 1/2026, trước khi ổn định quanh 55 USD/thùng cho cả năm 2026. Tuy nhiên, EIA đã điều chỉnh tăng dự báo giá 2026 so với tháng trước, phản ánh hai yếu tố mang tính hỗ trợ giúp giảm dự địa giảm sâu của giá dầu:
 - Trung Quốc đẩy mạnh tích lũy dự trữ chiến lược (SPR), với lượng mua thêm ước tính khoảng 0,8 triệu thùng/ngày từ đầu năm đến tháng 9, tạo lực đỡ quan trọng cho nhu cầu.
 - Các lệnh trừng phạt mới đối với Nga làm gia tăng chi phí vận chuyển và rủi ro xuất khẩu, có thể khiến sản lượng Nga giảm mạnh hơn dự báo.
 Những yếu tố này cho thấy mặt bằng giá hiện nay đang tiệm cận vùng đáy chu kỳ, và rủi ro giảm sâu trong năm 2026 có xu hướng thu hẹp.
- ❖ Goldman Sachs dự báo giá Brent bình quân năm 2026 đạt 56 USD/thùng và WTI đạt 52 USD/thùng, thấp hơn đáng kể so với mức dự báo hiện tại lần lượt là 63 USD và 60 USD/thùng. Động lực chính kéo giá giảm là làn sóng nguồn cung mới trong giai đoạn 2025–2026, xuất phát từ các dự án dài hạn đã được phê duyệt trước đại dịch nhưng chậm tiến độ trong thời kỳ Covid và hiện đang được đưa vào vận hành, cùng với việc OPEC+ nói lỏng cắt giảm sản lượng. Goldman Sachs nhận định mặt bằng giá thấp trong giai đoạn 2025–2026 sẽ làm suy yếu tăng trưởng sản lượng ngoài OPEC và hạn chế triển khai dự án mới sau nhiều năm đầu tư dưới mức tối ưu. Do đó, ngân hàng kỳ vọng giá dầu sẽ bắt đầu phục hồi từ 2027 và tăng lên mức dài hạn 80 USD/thùng (Brent) và 76 USD/thùng (WTI) vào cuối năm 2028.
- ❖ JPMorgan giữ nguyên dự báo giá dầu năm 2026 ở mức 58 USD/thùng (Brent) và 54 USD/thùng (WTI), đồng thời dự báo năm 2027 giảm nhẹ xuống 57/53 USD/thùng. Ngân hàng kỳ vọng nhu cầu dầu tăng 0,9 triệu thùng/ngày trong hai năm 2025–2026 và 1,2 triệu thùng/ngày vào 2027, nhưng tăng trưởng nguồn cung toàn cầu sẽ vượt xa cầu trong giai đoạn 2025–2026, chủ yếu từ Mỹ, Brazil và các dự án ngoài khơi ngoài OPEC+. Điều này duy trì rủi ro dư cung, gây áp lực giảm giá, trừ khi OPEC+ điều chỉnh chính sách sản lượng.

Dự phóng giá dầu Brent (USD/thùng)	2026
J.P Morgan Research	58
Goldman Sachs	56
Fit Rating	65
Wood Mackenzie	60
EIA	55

Kịch bản	Giá dầu Brent (USD)	Các giả định chính
Base case	54-56	<ul style="list-style-type: none"> Tổng nguồn cung toàn cầu tiếp tục tăng theo kế hoạch (dự án FID trước-pandemic đi vào vận hành; OPEC+ nói lỏng dần cắt giảm). Nhu cầu toàn cầu tiếp tục tăng nhẹ theo dự báo (khoảng +0.8–1.0 mb/d), không suy thoái kinh tế. Trung Quốc tiếp tục mua SPR nhưng ở tốc độ chậm lại so với 2025 (mua ròng còn ~0.2–0.6 mb/d so với ~0.8 mb/d trước đó). Xuất khẩu Nga giảm nhẹ (~0.1 mb/d) do chi phí/điều kiện vận chuyển tăng, nhưng không xảy ra tắc nghẽn lớn.
Best case	> 65	<ul style="list-style-type: none"> Gián đoạn nguồn cung lớn (một hoặc nhiều yếu tố): ví dụ suy giảm xuất khẩu Nga đáng kể (>0.3–0.7 mb/d) do trừng phạt/phá vỡ logistics; hoặc xung đột/ outages lớn ở Trung Đông; hoặc Trung Quốc đẩy mua SPR ròng >1.0 mb/d kéo dài nhiều tuần. Nhu cầu không giảm; có thể tăng nhẹ (≥1.0 mb/d). Non-OPEC supply tăng không đủ bù đắp gián đoạn.
Bear case	<50	<ul style="list-style-type: none"> Nguồn cung non-OPEC (Mỹ shale + Brazil + Guyana + các dự án FID) tăng mạnh hơn dự báo — tăng thêm >0.8–1.0 mb/d so với baseline trong 2026. Nhu cầu toàn cầu tăng chậm hoặc giảm (kịch bản suy thoái nhẹ), giảm nhu cầu khoảng 0.3–1.0 mb/d so với baseline. Trung Quốc tạm dừng mua SPR hoặc mua rất chậm (<0.2 mb/d). Không có gián đoạn lớn từ Nga/Trung Đông.

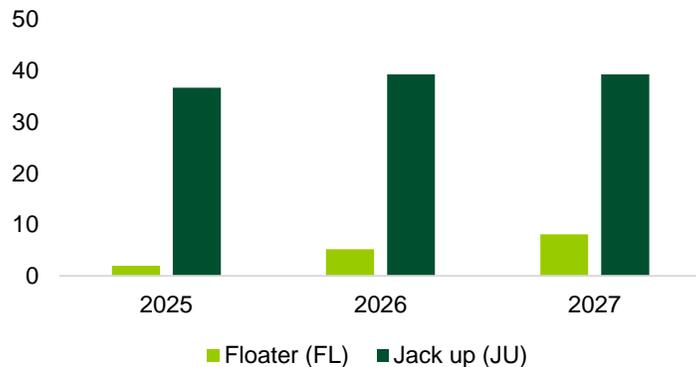
Thị trường khoan vẫn khả quan với nhu cầu và đơn giá thuê giàn tăng khi nguồn cung giàn vẫn hạn chế

Nhu cầu giàn khoan tại Đông Nam Á tiếp tục tăng trưởng ổn định. S&P Global Platts dự báo nhu cầu giàn khoan tự nâng tại khu vực Đông Nam Á sẽ đạt trung bình 37,8 giàn trong năm 2025, tăng lần lượt 3,3 giàn và 2,5 giàn so với các năm 2023 và 2024. Động lực tăng trưởng đến từ các chiến dịch khoan mở rộng tại Malaysia, Thái Lan, Indonesia và Việt Nam – trong đó Việt Nam được đánh giá là thị trường nổi bật nhất. Mặc dù giá dầu có xu hướng giảm trong ngắn hạn, hoạt động khoan tại các quốc gia trong khu vực vẫn duy trì ở mức cao, tương đương nền tảng vững chắc giai đoạn 2023–2024. Nhiều nhà thầu dầu khí lớn như BP, Hibiscus, PTTEP và các liên doanh dầu khí (JOC) khác đang triển khai hoặc chuẩn bị triển khai các dự án khoan nhiều giếng, với thời gian thực hiện kéo dài đến giai đoạn 2026–2029.

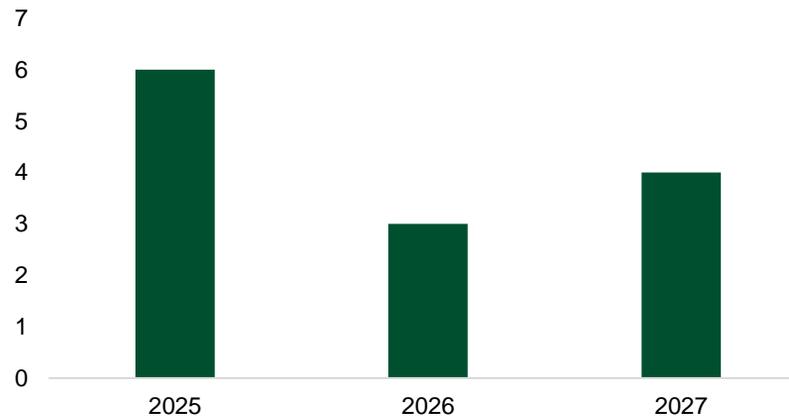
Về dài hạn nhu cầu giàn vẫn cao trong khi nguồn cung giàn khoan hạn chế với chỉ 13 giàn khoan tự nâng mới (3% tổng số giàn khoan trên thị trường toàn cầu) trong giai đoạn 2025-2027, và chỉ có 1 giàn khoan được đặt tại khu vực Đông Nam Á trong giai đoạn 2025 - 2026. Số lượng giàn khoan sẽ đạt 43 giàn vào năm 2025, tăng lần lượt 5 giàn và 3 giàn so với năm 2023 và 2024. Bên cạnh đó, chi phí đóng giàn mới vẫn ở mức cao và số lượng giàn cũ phải rời khỏi thị trường tăng. Do đó số lượng giàn khoan có sẵn ở mức thấp, giúp đơn giá thuê giàn tại khu vực Đông Nam Á được dự báo vẫn sẽ neo ở mức cao, giúp doanh nghiệp tăng vị thế trong việc đàm phán giá hợp đồng khoan cho những năm tiếp theo. PVD đang từng bước khẳng định tên tuổi và vị thế của mình thông qua việc được khách hàng đánh giá cao về chất lượng dịch vụ khoan tại các thị trường trong khu vực, giúp PVD củng cố vị thế cạnh tranh trên thị trường khoan dầu khí.

Triển vọng khoan trong nước tiếp tục sáng sủa với bình quân hơn 40 giếng/năm cho giai đoạn 2026–2030, tương ứng nhu cầu khoảng 12 giàn tự nâng mỗi năm. Trong ngắn hạn, công ty đang chuẩn bị năng lực để tham gia đấu thầu tại các dự án Nam Du – U Minh và Sư Tử Trắng giai đoạn 2B.

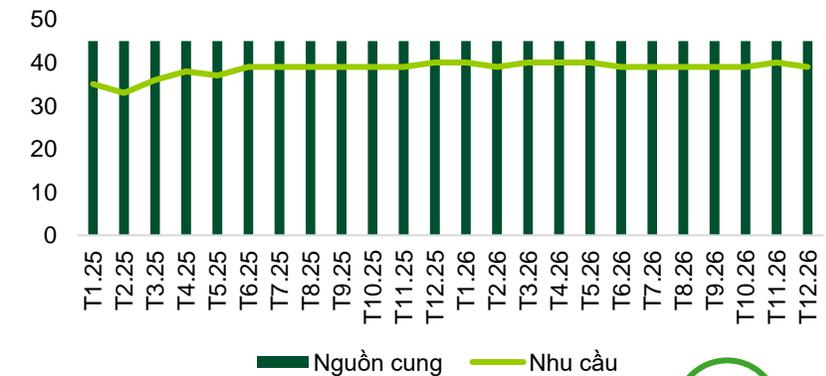
Nhu cầu giàn khoan trung bình khu vực Đông Nam Á



Số lượng giàn khoan đóng mới toàn cầu



Dự phóng Cung/Cầu giàn khoan JU khu vực ĐNA



▼ **Nguồn cung khí nội địa suy giảm nhanh chóng. Phát triển mỏ mới và nhập khẩu LNG là phương án cấp thiết để bảo đảm an ninh năng lượng**

Nguồn khí khai thác suy giảm với tốc độ CAGR là 5%/năm từ năm 2013 đến nay, nhu cầu ngày càng tăng: Nhu cầu khí trong nước dự kiến tăng mạnh, từ 13 tỷ m³ (2020) lên hơn 22 tỷ m³ (2025) và trên 34 tỷ m³ (2030), chủ yếu trong các lĩnh vực điện, hóa chất, công nghiệp và giao thông. Tuy nhiên, sản lượng khai thác khí nội địa đang giảm do các mỏ chủ lực bước vào giai đoạn suy giảm sau thời gian dài khai thác. Việc phát triển các dự án khí nội địa là cần thiết, mang lại hiệu quả và lợi ích tổng thể lớn cho nhà nước.

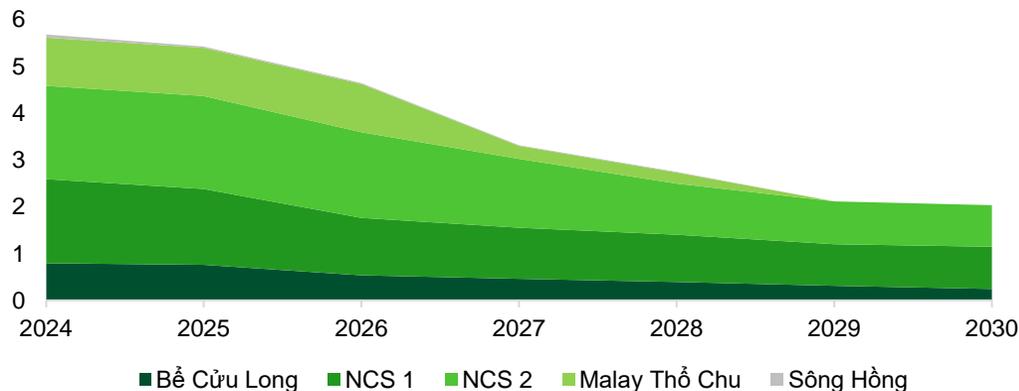
Tăng cường nhập khẩu LNG để đảm bảo cung ứng điện: Từ sau năm 2020 các mỏ khí thiên nhiên trong nước đang trong giai đoạn suy giảm mạnh, khả năng cung cấp khí khu vực Đông Nam bộ hiện nay bình quân khoảng 9,5 triệu m³/ngày, chỉ đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu sản xuất điện của các nhà máy khu vực Đông Nam bộ. Trong các tháng cao điểm mùa khô (tháng 4 đến tháng 7) năm 2024, để đảm bảo cung ứng điện, khí hóa lỏng LNG từ kho Thị Vải đã được cung cấp đảm bảo vận hành các nhà máy điện Phú Mỹ 3, Phú Mỹ 2.1, Phú Mỹ 4.

▼ **Nhu cầu khí cho phát điện dự báo tiếp tục tăng trưởng**

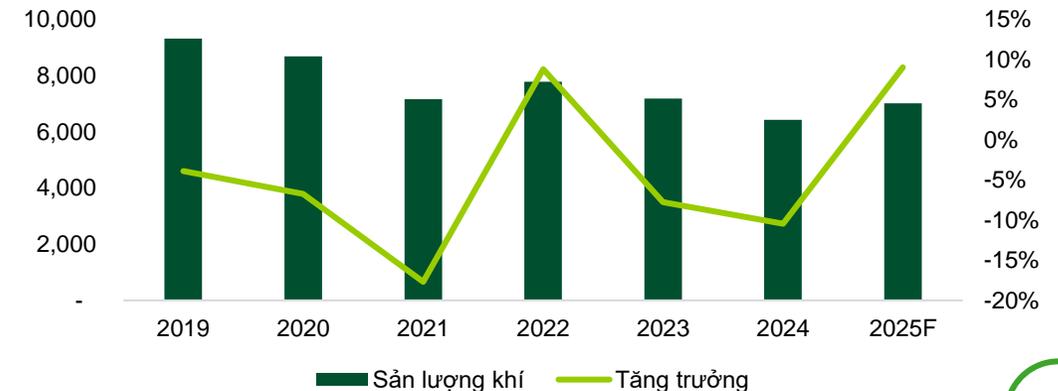
Về kịch bản vận hành thị trường điện 2026, Bộ Công Thương công bố kế hoạch với lượng tiêu thụ điện năm 2026 dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh từ mức 8,5% lên mức 14,1% YoY. Bộ Công Thương đã chính thức ban hành Quyết định số 3477/QĐ-BCT về việc phê duyệt Phương thức vận hành hệ thống điện Quốc gia năm 2026. Phương thức này phác thảo 3 kịch bản cho tổng sản lượng sản xuất điện toàn quốc (bao gồm cả điện nhập khẩu), thể hiện tương quan cho tăng trưởng tiêu thụ điện. Kịch bản cơ sở: 350 tỷ kWh; Kịch bản cao: 360,3 tỷ kWh; Kịch bản tăng mạnh nhất: 368,1 tỷ kWh, trong trường hợp xảy ra mùa khô cực đoan.

Song song, nhập khẩu LNG cũng được đẩy mạnh để đáp ứng nhu cầu gia tăng, khi 2 nhà máy nhiệt điện LNG Nhơn Trạch 3 và 4 vận hành thương mại chính thức. Khối lượng LNG nhập khẩu dự kiến đạt khoảng 1 tỷ m³ khí, tăng gấp đôi so với cùng kỳ. Để đảm bảo năng lực cung ứng, PV GAS lên kế hoạch nâng công suất tái hóa tại Kho LNG Thị Vải từ 5,7 triệu Sm³/ngày lên 7 triệu Sm³/ngày từ tháng 3/2025. Việc mở rộng này nhằm bảo đảm dự phòng công suất cho EVN trong cao điểm mùa khô, đáp ứng nhu cầu khí phục vụ phát điện tại khu vực Đông Nam Bộ.

Nguồn cung khí các mỏ đang khai thác phân bổ hàng năm

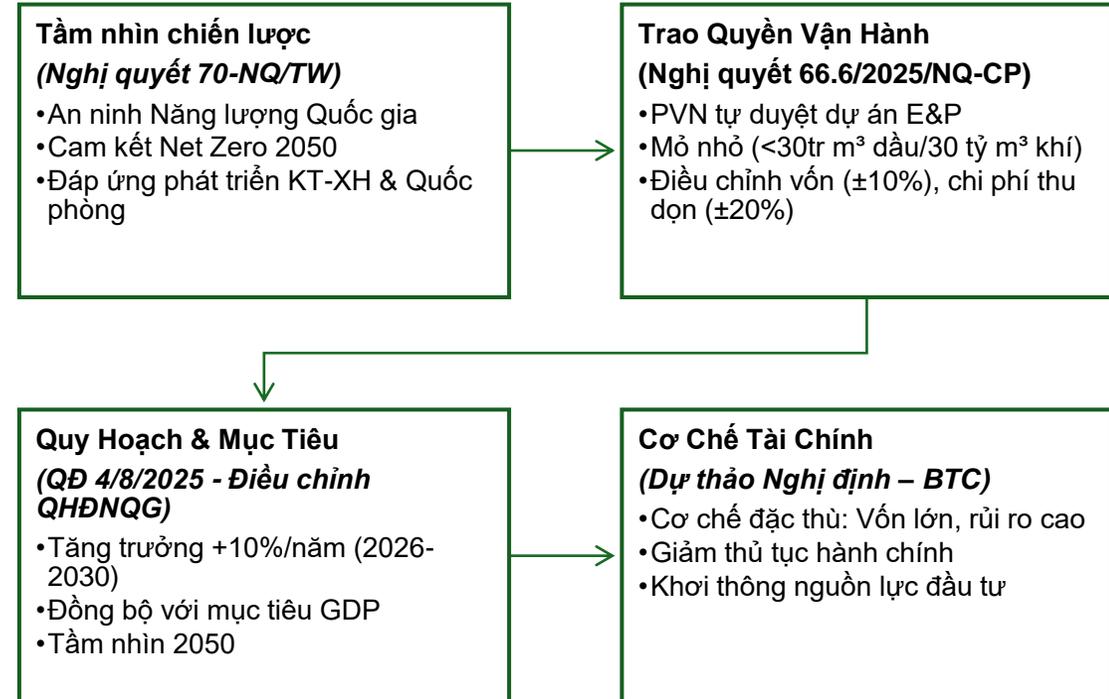


Sản lượng khí tiêu thụ (bao gồm LNG) (triệu m³)



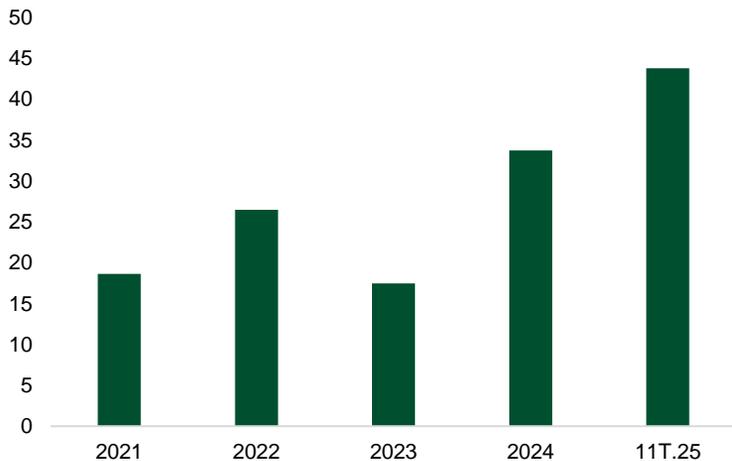
▼ **Tình hình thượng nguồn ngành dầu khí Việt Nam đang cho thấy nhiều tín hiệu tích cực.**
Nhiều chính sách góp phần giải quyết gỡ nhiều điểm nghẽn

- Nghị quyết 70-NQ/TW: nhấn mạnh vai trò An ninh năng lượng quốc gia, khai thác tài nguyên hiệu để đảm bảo đáp ứng đầy đủ nhu cầu phát triển kinh tế - xã hội, quốc phòng, an ninh và nâng cao đời sống nhân dân và cam kết đạt mục tiêu trung hòa carbon vào năm 2050.
- Nghị quyết số 66.6/2025/NQ-CP: Trao quyền cho PVN phê duyệt một số dự án dầu khí nhằm đẩy nhanh hoạt động E&P trong nước. Cụ thể, PVN được **phê duyệt kế hoạch phát triển mỏ dầu khí, điều chỉnh kế hoạch khai thác sớm** (nếu tổng vốn đầu tư tăng không quá 10% hoặc giảm), **điều chỉnh kế hoạch thu dọn công trình** (biến động chi phí $\pm 20\%$), và **phê duyệt báo cáo tài nguyên – trữ lượng** cho các mỏ nhỏ (dưới 30 triệu m³ dầu hoặc 30 tỷ m³ khí).
- **Điều chỉnh quy hoạch tổng thể Năng lượng quốc gia:** Ngày 4/8/2025, Bùi Thanh Sơn, Phó Thủ tướng Chính phủ ký quyết định phê duyệt nhiệm vụ lập điều chỉnh quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia (giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến 2050). Mục tiêu điều chỉnh quy hoạch tổng thể năng lượng gắn liền với kế hoạch tăng trưởng kinh tế +10%/năm trong giai đoạn 2026-2030.
- Bộ Tài chính đang xây dựng một **dự thảo nghị định** quy định cơ chế hoạt động và cơ chế tài chính đặc thù dành cho PVN. Mục tiêu là tạo một cơ sở pháp lý **đồng bộ và hoàn chỉnh** cho hoạt động đầu tư và quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp thuộc lĩnh vực dầu khí.
- **Dự thảo Nghị định/Nghị quyết về phát triển Kinh tế Nhà nước nhìn chung tác động tích cực tới ngành dầu khí Việt Nam**, khi tiếp tục khẳng định vai trò chủ đạo của DNNN trong các lĩnh vực chiến lược như an ninh năng lượng, khí – LNG và lọc hóa dầu. Chính sách này tạo dư địa để Petrovietnam và các đơn vị thành viên được ưu tiên cơ chế, nguồn lực triển khai các dự án lớn, đồng thời thúc đẩy tái cơ cấu, thoái vốn ngoài ngành và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

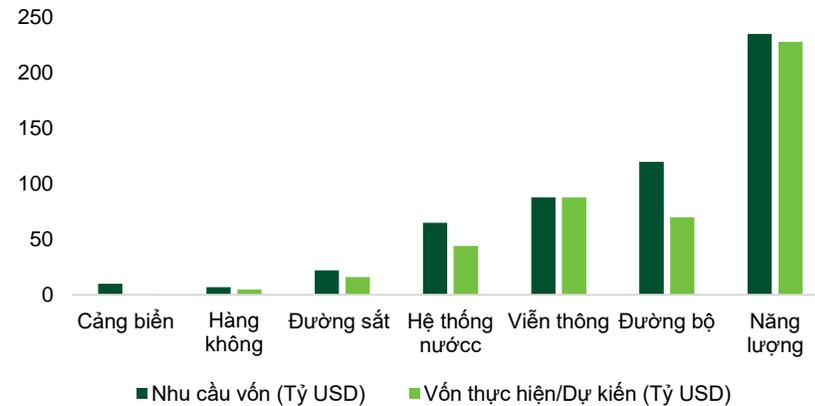


- PVN tăng cường vốn đầu tư vào thăm dò khai thác dầu khí trong nước** Trong năm 2025, PVN đặt kế hoạch đầu tư +95% YoY (866 triệu USD) hoạt động thăm dò khai thác dầu khí, chiếm 45% tổng vốn đầu tư tập đoàn. Trong 11 tháng của năm 2025, tổng giá trị giải ngân đầu tư toàn Tập đoàn Công nghiệp - Năng lượng Quốc gia Việt Nam (Petrovietnam) đạt hơn 43,8 nghìn tỷ đồng, tăng 45% so với cùng kỳ năm 2024, heo đó, việc giải ngân tập trung vào các dự án trọng điểm như: Chuỗi dự án Lô B, dự án Ô Môn 4, Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 chính thức vận hành thương mại ngày 21/11, dự án Nâng cấp mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, dự án Nhà máy Nhiệt điện Long Phú 1, dự án Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 2... hưởng tới chào mừng Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XIV và tạo động lực tăng trưởng mới cho giai đoạn 2026-2030.
- Trong 9T/2025, gia tăng trữ lượng Việt Nam đạt 10,4 triệu tấn quy dầu, vượt 13% so với kế hoạch 9T/2025.** Trong tháng 11 vừa qua, Petrovietnam đã đưa vào khai thác giàn đầu giếng BK-24 tại mỏ Bạch Hổ sớm 65 ngày, cùng với mỏ Đại Hùng pha 3 và mỏ Kinh Ngự Tráng - Kinh Ngự Tráng Nam trước đó, đã trực tiếp bổ sung sản lượng khai thác dầu khí.
- Trong công tác đầu tư 9 tháng, PVEP triển khai 31 dự án dầu khí (29 dự án trong nước, 2 dự án nước ngoài), với giá trị đầu tư đạt 12.316 tỷ đồng (492,6 triệu USD).** PVEP đã hoàn tất 29 báo cáo sử dụng vốn, 3 báo cáo RAR, 15 chương trình thăm dò, 4 hồ sơ gia hạn hợp đồng dầu khí, 8 báo cáo FDP/RFDP/ODP, thể hiện quyết tâm cao trong triển khai đầu tư - phát triển. Hai dự án quan trọng là mỏ Đại Hùng pha 3 và mỏ Kinh Ngự Tráng - Kinh Ngự Tráng Nam đã cán đích sớm, minh chứng năng lực điều hành của đội ngũ PVEP trong quản lý tiến độ, kỹ thuật và tài chính.

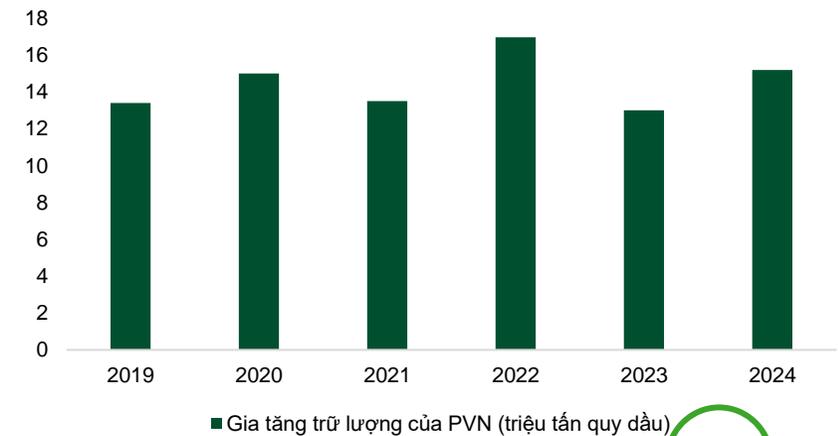
Giải ngân đầu tư của PVN (nghìn tỷ)



Nhu cầu vốn đầu tư cơ sở hạ tầng theo ngành tại Việt Nam (tỷ USD)



Gia tăng trữ lượng của PVN (triệu tấn quy dầu)

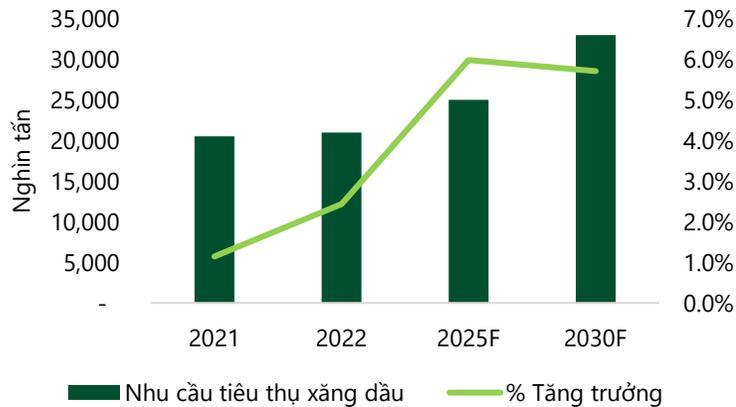


- Tình hình thượng nguồn ngành dầu khí Việt Nam đang cho thấy nhiều tín hiệu tích cực. Nhiều dự án khai thác dầu khí lớn trong nước có những bước tiến mới sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.
- Một số dự án dầu khí quan trọng giai đoạn 2025 - 2030

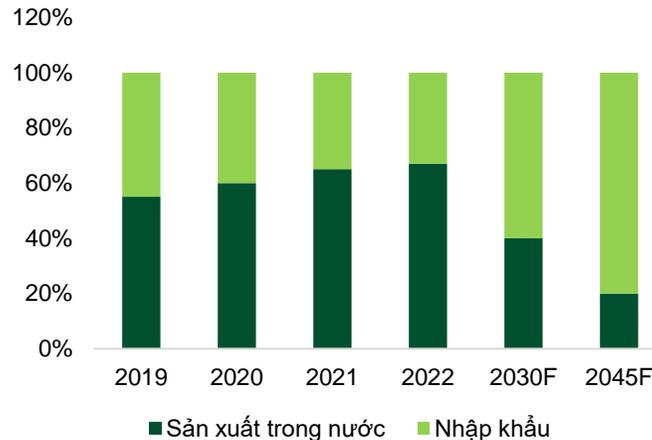
Dự án	Nhà điều hành	Trữ lượng	Tổng mức đầu tư (Triệu USD)	Tiến độ	2025	2026	2027	2028
Kinh ngư trắng	VSP	6,73 triệu m3 dầu và 2,83 tỷ m3 khí	650	Đang triển khai	Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Lô B	PQPOC	107 tỷ m3 khí	6.600		Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Lạc Đà Vàng	Murphy	100 triệu thùng dầu	693		Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Sư tử Trắng - GD 2B	CuuLong JOC	17,05 tỷ m3 khí	1.317		Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Thiên Nga - Hải Âu	VSP	7,43 tỷ mét khối	348		Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Đại Hùng Nam	PVEP	22 triệu thùng dầu	477		Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Nam Du - U Minh	Jadestone	5.6 tỷ m3 khí	378	Tiềm năng				Dự kiến dòng khí đầu tiên
Khánh Mỹ - Đầm Dơi	PVEP	4 tỷ m3 khí	395					Dự kiến dòng khí đầu tiên
Báo Vàng - Báo Đen	Gazprom	58 tỷ m3 khí	1.312					
Kèn Bầu	Eni	200 - 205 tỷ m3	N/A	Theo dõi				
Cá Voi Xanh	Exxon Mobil	150 tỷ m3 khí	4.600					

- Giá dầu thế giới năm 2026 được các chuyên gia dự báo giảm sẽ tác động kém tích cực đến các doanh nghiệp xăng dầu:** do tăng chi phí dự phòng Hàng tồn kho, tăng chiết khấu để tăng tiêu thụ sản phẩm sẽ khiến BNLG các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu bị thu hẹp. Doanh thu của nhóm kinh doanh xăng dầu chịu tác động trực tiếp bởi giá dầu, nhưng lợi nhuận gộp chịu tác động bởi nhiều yếu tố như cơ cấu thành phẩm xăng dầu tiêu thụ, hàng tồn kho,...dù được nhận một khoảng lợi nhuận cố định trên mỗi lít xăng dầu tiêu thụ.
- Năm 2026, nguồn cung xăng dầu trong nước tiếp tục được đảm bảo.** Tổng nguồn cung xăng dầu được đảm bảo là điều kiện cần thiết để các doanh nghiệp đầu mối kinh doanh, phân phối xăng dầu hoạt động ổn định, tránh các rủi ro chi phí đầu vào biến động đột biến, tác động tiêu cực đến KQKD của doanh nghiệp.
- Nhu cầu tiêu thụ trong nước tiếp tục tăng mạnh.** Theo Bộ Công Thương, sản lượng tiêu thụ xăng dầu dự kiến tăng trên 8% so với năm 2024, trong bối cảnh kinh tế Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng GDP 6,5–7,0% và hướng tới mục tiêu 7,0–7,5% theo Nghị quyết 158/2024/QH15 của Quốc hội.
- Biên lợi nhuận các doanh nghiệp lọc dầu như BSR được dự báo tiếp tục hồi phục trong năm 2026, bất chấp biến động giảm của xu hướng giá dầu thế giới.** Trong năm 2026, biên lợi nhuận lọc dầu toàn cầu được dự báo tiếp tục phục hồi do tác động từ lệnh cấm xuất khẩu xăng dầu của Nga cùng các cuộc tấn công của Ukraine. Tuy nhiên xu hướng giảm của giá dầu thế giới có thể hạn chế đà hồi phục này.

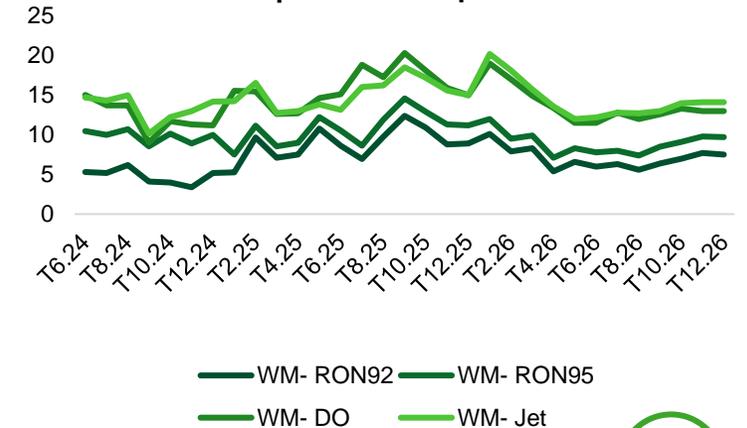
Dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước



Dự báo khả năng cung cấp xăng dầu nội địa



Dự báo crack spread



KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	42.544
Tiềm năng tăng giá	+16%

DIỄN BIẾN GIÁ



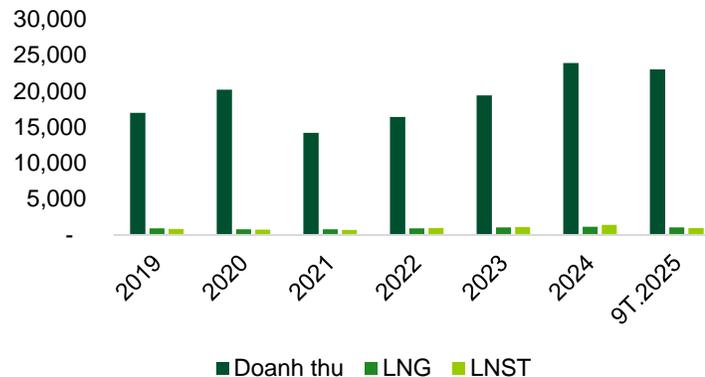
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (07/01/2026)	36
Biến động 1 năm	20,0– 37,2
KLGD bình quân 52T	5.178.155
Vốn hóa (Tỷ đồng)	18.769
P/E	10,9x
P/B	1,1x
%NN sở hữu	14%

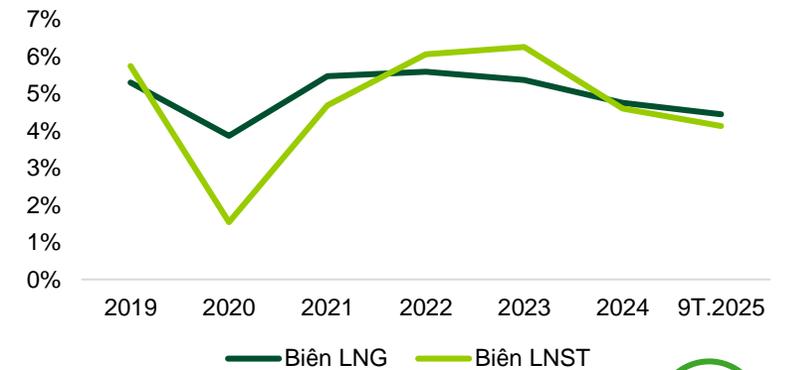
THƯỢNG NGUỒN KHỞI SẮC NHỜ CHÍNH SÁCH VĨ MÔ THỨC ĐẨY DỰ ÁN DẦU KHÍ TRONG NƯỚC

- ▼ Nguồn cung khí nội địa suy giảm nhanh chóng. **Phát triển các dự án mỏ mới là phương án cấp thiết để bảo đảm an ninh năng lượng Quốc gia.**
- ▼ **Phân khúc thượng nguồn khởi sắc rõ nét nhờ chính sách vĩ mô thúc đẩy triển khai các dự án dầu khí trong nước.** PVS đang sở hữu backlog M&C lớn với hàng loạt dự án trọng điểm thi công đúng tiến độ như Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng 2B và các gói thầu quốc tế (Baltica 2, Hải Long, Feng Miao...), tạo nền tảng tăng trưởng doanh thu từ nửa cuối 2025 sang 2026.
- ▼ **Triển vọng lợi nhuận được củng cố khi mảng M&C kỳ vọng cải thiện biên gộp** nhờ (i) áp lực khấu hao giảm mạnh từ 2026 sau giai đoạn đầu tư hạ tầng, và (ii) các dự án E&P nội địa như Lô B bước vào thi công cao điểm – vốn có biên lợi nhuận tốt hơn dự án nước ngoài. Điều này giúp PVS bước vào chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận rõ rệt trong 2026.
- ▼ **Rủi ro:** (1) Tiến độ triển khai các dự án chậm trễ sẽ ảnh hưởng đến việc hạch toán doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp và (2) Giá dầu giảm mạnh và duy trì ở mức thấp sẽ ảnh hưởng đến tiến độ phát triển, mở rộng các dự án dầu, khí.

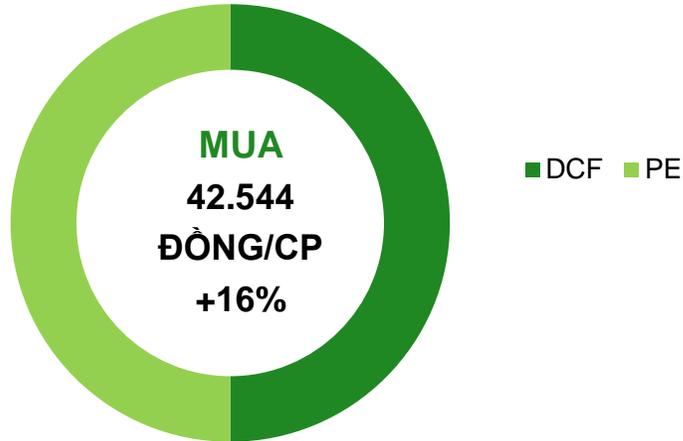
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận



Định giá

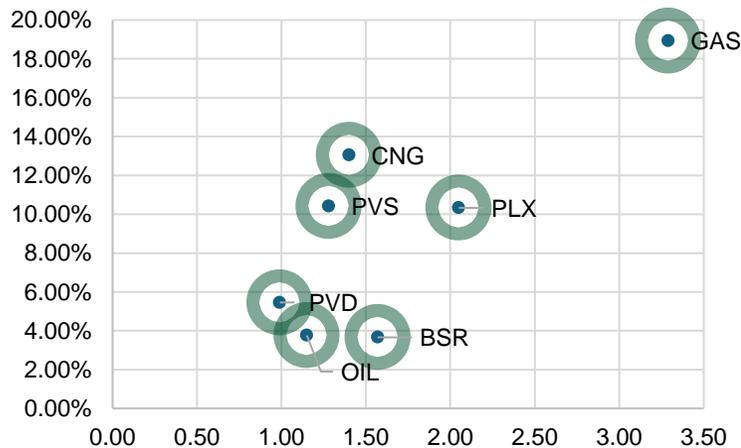


Dự phóng

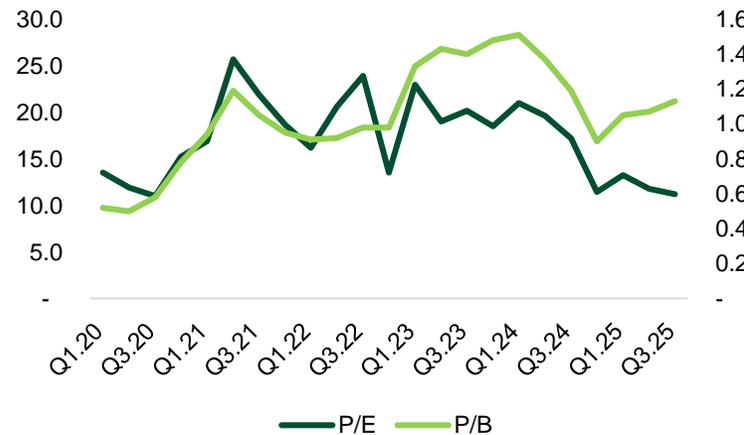
(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	23.878	32.144	34.939
+/-yoy (%)	23%	35%	9%
LNST	1.412	1.570	1.743
+/- %	33%	9%	15%
EPS (VND/cổ phiếu)	2.473	2.896	3.248

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu PVS ở mức 42.544 đồng/cp như trong “**Báo cáo Ngành dầu khí 1H.2026 ngày 07.01.2026**” mà chúng tôi đã công bố.

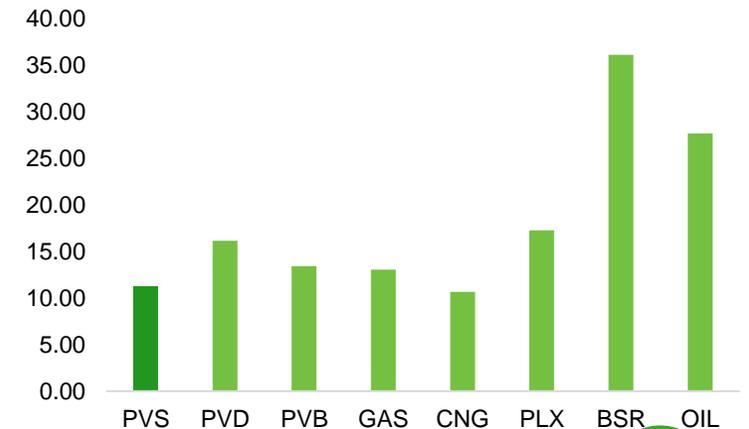
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành

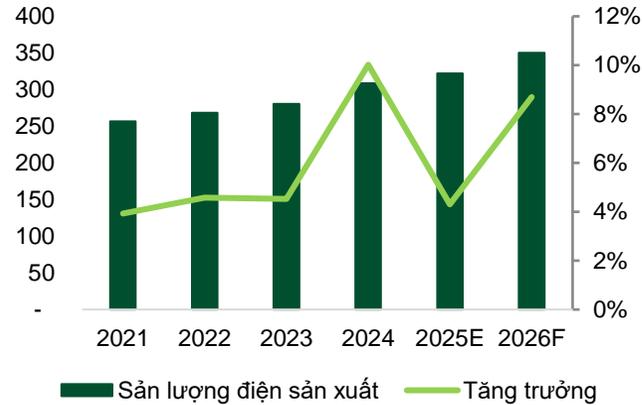


SẢN LƯỢNG ĐIỆN TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG. CÁC DỰ ÁN MỚI TĂNG TỐC

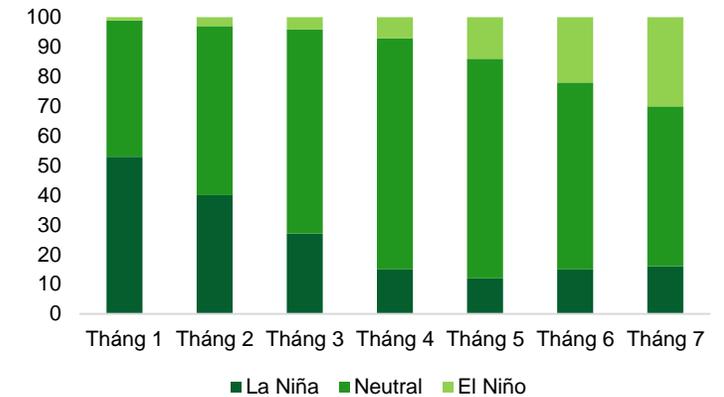
SẢN LƯỢNG ĐIỆN TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG

- Sản lượng điện năm 2026 dự kiến tăng trưởng 8,5% YoY theo Quyết định số [3477/QĐ-BCT](#) của MOIT. Các phương án dự phòng khác với mức sản lượng 360 tỷ kWh (+11,6% YoY) và 368 tỷ kWh (+14% YoY) cũng đã được tính toán.
- Về tình hình thời tiết, IRI dự báo khả năng cao trạng thái Trung Lập sẽ chiếm vai trò chủ đạo từ 2026, xác suất Trung Lập lên tới 78%. Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy nhiệt điện sẽ được huy động cao từ đầu năm, các nhà máy thủy điện ưu tiên tích nước chủ động chuẩn bị cao điểm mùa khô.

Sản lượng điện toàn hệ thống (tỷ kWh)



Xác suất xảy ra La Niña, El Niño, Trung lập từ T1/2026 -T7/2026

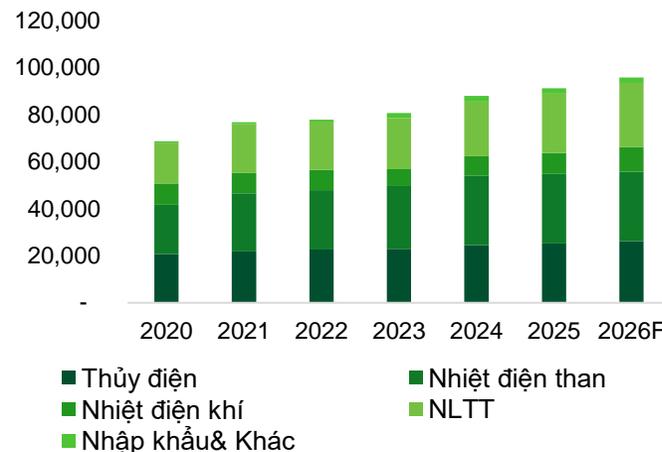


CÁC DỰ ÁN NGUỒN ĐIỆN MỚI TĂNG TỐC

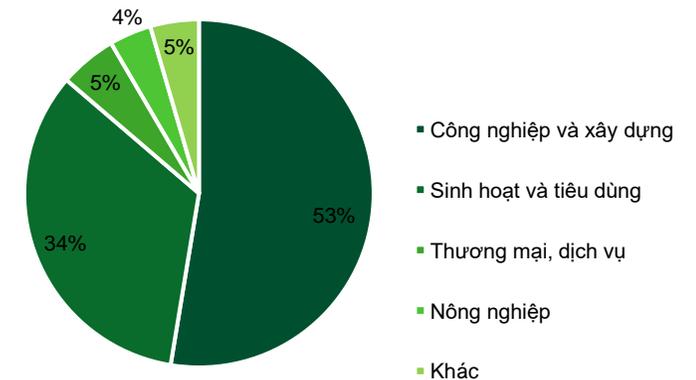
Hàng loạt các dự án nguồn điện và lưới điện được đẩy mạnh triển khai, các nhà máy điện gió, nhiệt điện khí nội địa và điện LNG được đẩy mạnh.

- Điện gió: NMDG V1-3 GD2, V1-2 MR, V1-5&V1-6 GD 2 của REE, Eco Kỳ Hành (498 MW), Kỳ Anh (400 MW),...
- Điện LNG: LNG Thái Bình, LNG Quảng Ninh, LNG Quảng Trạch 2, LNG Hải Phòng
- Điện khí nội địa: Ô Môn II, Ô Môn IV.
- Truyền tải điện: 500kV Hải Phòng – Thái Bình, TBA 500kV Long An, TBA 500kV Quỳnh Lưu

Tổng công suất nguồn điện (MW)



Tỷ trọng thành phần phụ tải năm 2025



XÂY LẬP ĐIỆN THỨC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **29.800**

Tiềm năng tăng giá **+25.5%**

Diễn biến giá

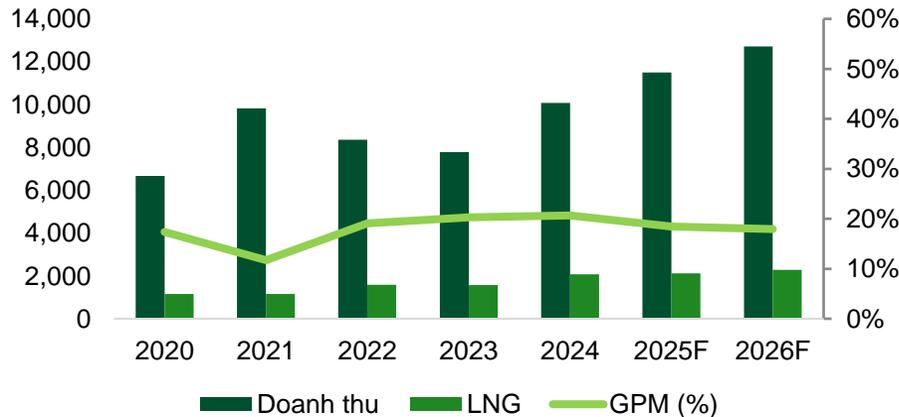


Thông tin cổ phiếu

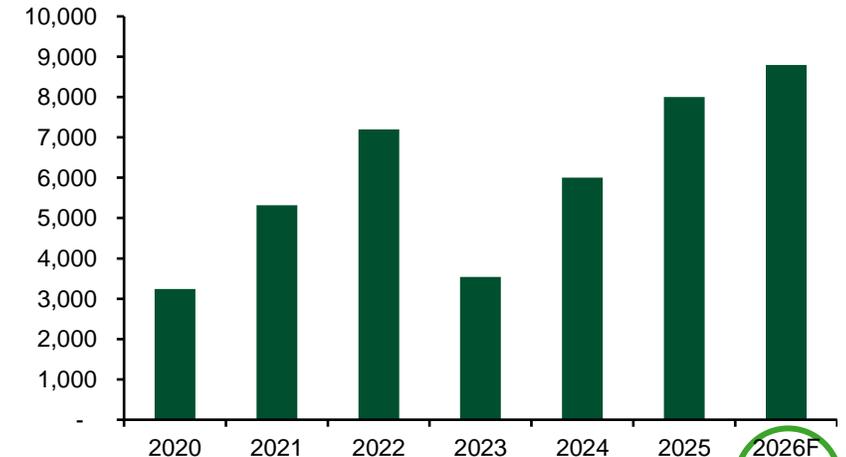
Biến động 1 năm	18,5-28,2
GTGD bình quân 52T	2.274.848
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.297
P/E	17,7x
P/B	1,9x
% NN sở hữu	13,8%

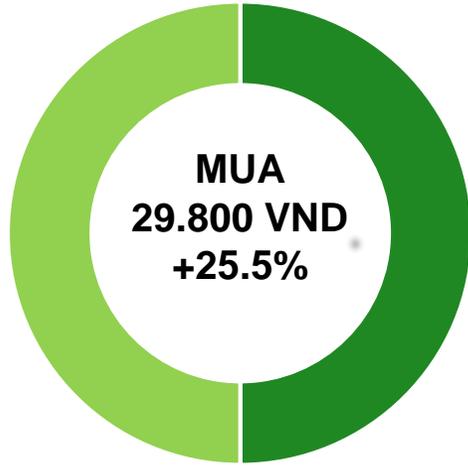
- **Mảng xây lắp kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026 với backlog đạt trên 8.000 tỷ đồng (+125% YoY)** và biên LNG dao động từ 7-10%. Tính đến cuối Q3/2025, backlog ký mới vượt 8.000 tỷ đồng, trong đó giá trị các hợp đồng từ EVN khoảng 60%, các dự án khác khoảng 40%. Trong năm 2026, PC1 dự kiến sẽ thực hiện và ghi nhận doanh thu điện gió Camarines Sur (58,5 MW, giá trị 1.200 tỷ đồng), biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 7-9%.
- **Mảng BĐS dân dụng thúc đẩy tăng trưởng với các sản phẩm mới.** PC1 đã khởi công dự án Tháp Vàng – Gia Lâm vào tháng 10/2024, doanh nghiệp kỳ vọng hoàn thiện, bàn giao và ghi nhận khoảng 1.350-1.400 tỷ đồng doanh thu vào tháng 12/2025. **Trong năm 2026, PC1 đang xúc tiến 4 dự án** (Bắc Từ Liêm, Định Công, Gia Lâm, Vĩnh Hưng), PC1 cho biết dự án Gia Lâm và Vĩnh Hưng đã có chủ trương đầu tư, doanh nghiệp sẽ tập trung triển khai
- **Mảng năng lượng kỳ vọng hoạt động ổn định và tiếp tục mở rộng công suất.** Trong năm 2026, VCBS dự phóng các nhà máy điện của PC1 tiếp tục hoạt động ổn định, đà tăng trưởng sẽ bắt đầu quay trở lại khi NMTĐ Bảo Lạc và Thượng Hà được COD. **Doanh thu khai khoáng kỳ vọng năm 2026 khoảng 1.200 tỷ đồng** với diễn biến giá Niken hiện tại, sản lượng ước tính khoảng 60.000 tấn. PC1 tập trung tối ưu hóa hoạt động khai thác.
- **Rủi ro:** Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng của mảng điện, nhu cầu xây lắp và tiến độ không đạt kỳ vọng, giá và sản lượng Niken thấp hơn dự phóng, tốc độ cho thuê và giá BĐS KCN không đạt kỳ vọng, rủi ro chi phí tài chính cao hơn dự kiến (tỷ giá, lãi suất)

Dự phóng doanh thu và LNG của PC1 (tỷ đồng)



Backlog ký mới của PC1 (tỷ đồng)





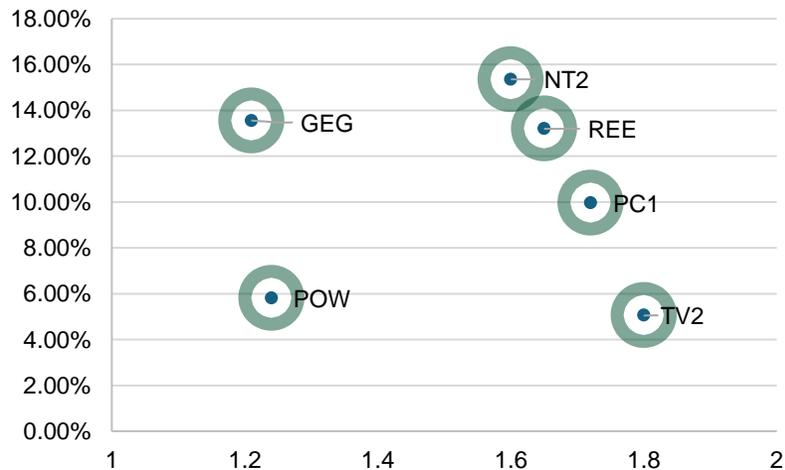
■ DCF ■ SOTP

DỰ PHÒNG

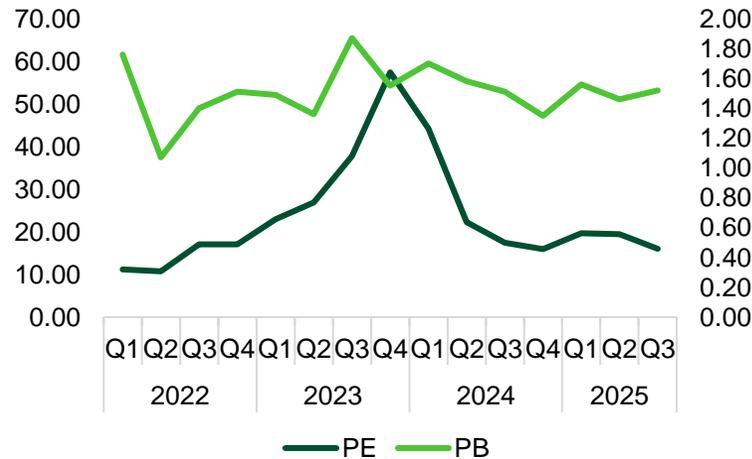
(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	10,078	11,495	12,708
+/-yoy (%)	30%	14%	11%
LNST	704	844	1,028
+/- %	132%	20%	22%
EPS (đồng/cổ phiếu)	1,158	1,437	1,521

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu PC1 ở mức 29.800 đồng/cp như trong "[Báo cáo ngành điện 1H.2026](#)" mà chúng tôi đã công bố.

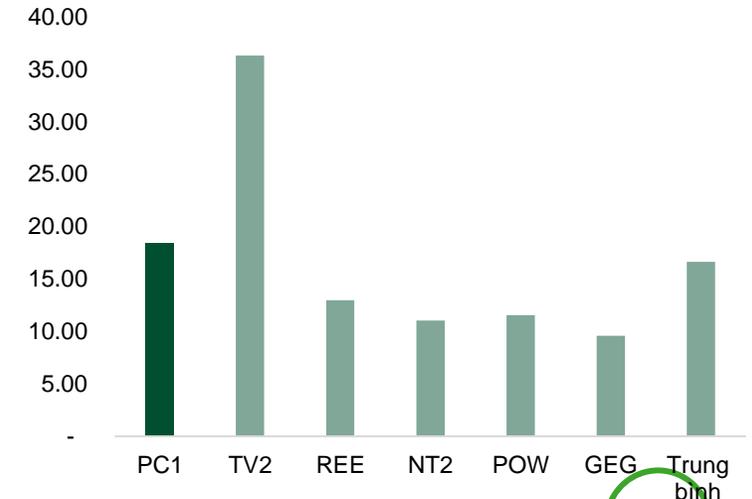
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



PE ngành



KHUYẾN NGHỊ

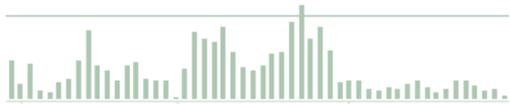
MUA

BACKLOG TÍCH CỰC, EPC BƯỚC VÀO PHA TĂNG TRƯỞNG

Giá mục tiêu **42.400**

Tiềm năng tăng giá **+24.7%**

Diễn biến giá



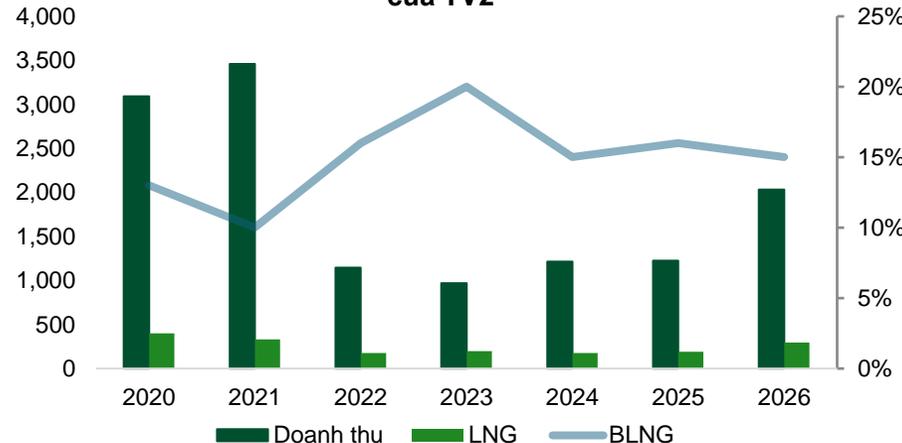
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	29,9-47,1
KLGD bình quân 52T	92.327
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.550
P/E	37,6x
P/B	3.9x
% NN sở hữu	8,1%

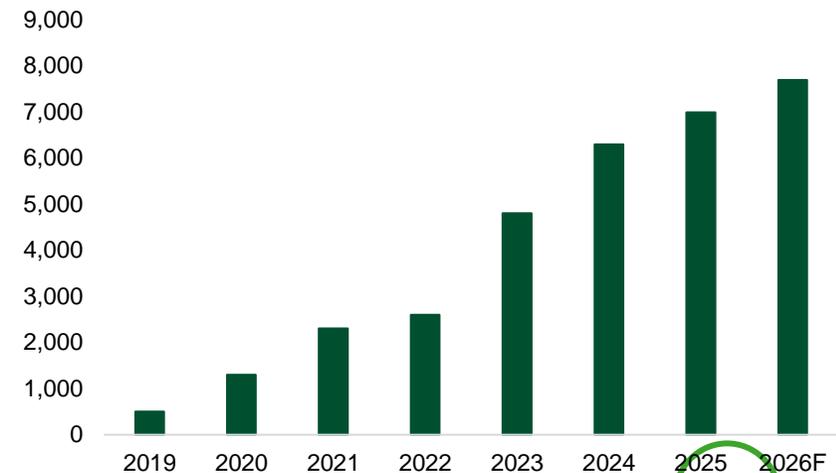
Triển vọng của TV2 gắn liền với công việc đầu tư cho nguồn điện, lưới điện, theo QHDD ĐC, giá trị đầu tư cho nguồn điện giai đoạn 2026-2030 khoảng 27 tỷ USD/năm và lưới điện là 3,6 tỷ USD. Trong năm 2026, backlog của TV2 gắn liền với các dự án chính như sau:

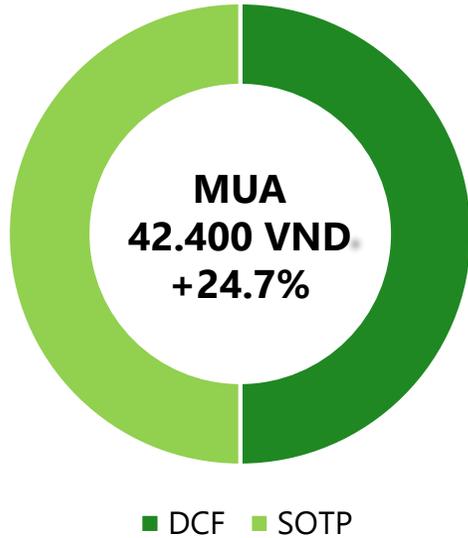
- **EPC dự án Ô Môn 4 (1.155 MW):** Vào ngày 5/6/2025, liên danh TV2 và Doosan Enerbility đã trúng thầu gói thầu EPC dự án Ô Môn 4 có giá trị là 560 triệu USD và 7.661 tỷ đồng. Giá trị hợp đồng của TV2 ước tính khoảng 20% tổng gói thầu
- **EPC dự án Quảng Trạch 2 (1.500MW):** Liên danh CGGC-GEDI-TV2-CKDA đấu thầu gói thầu EPC với giá trị ước tính 25.142 tỷ đồng (quy đổi tỷ giá USD 26.400 VND), thấp hơn so với đối thủ trực tiếp khoảng 345 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá cao khả năng liên danh của TV2 sẽ trúng thầu EPC dự án này
- **EPC Biomass Yên Bái 1 (50MW):** Dự án dự kiến COD vào đầu năm 2028, tổng mức đầu tư ước tính khoảng 100 triệu USD.
- **EPC Điện gió Tân Thuận 3 (25MW):** Dự án được khởi công vào 24/10/2025 và dự kiến hoàn thành vào Q4/2026. Sản lượng hàng năm ước đạt 61,5 triệu kWh, tổng mức đầu tư ước tính khoảng 1.000 tỷ đồng.

Dự phóng KQKD mảng tư vấn, thiết kế, EPC và O&M của TV2



Công suất lũy kế vận hành nhà máy điện (MW)



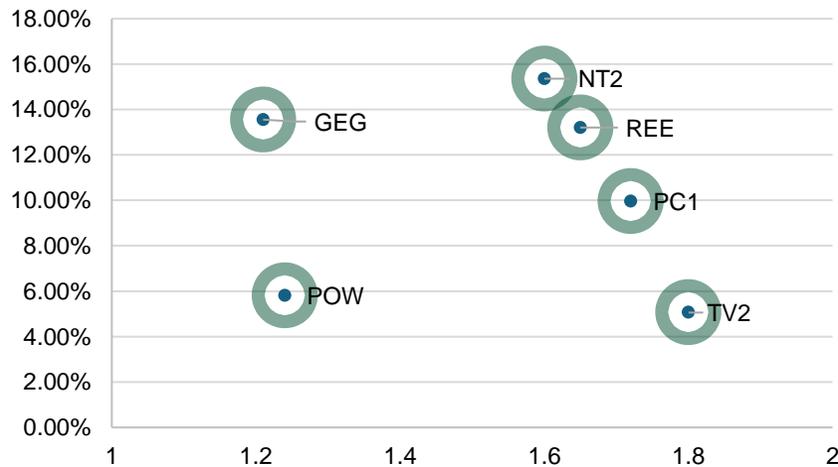


DỰ PHÒNG

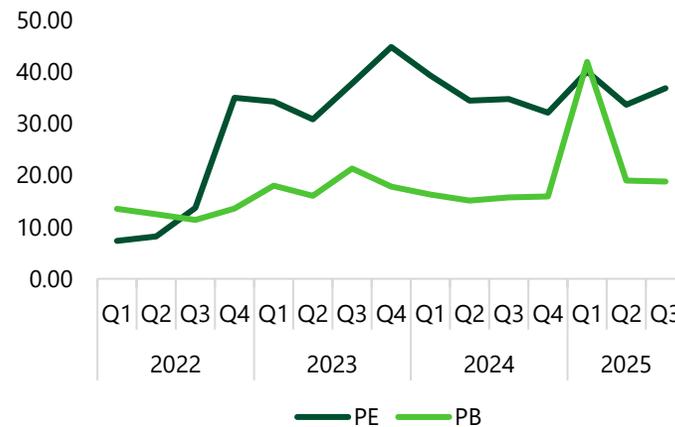
(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1,336	1,345	2,219
+/-yoy (%)	26%	1%	65%
LNST	65	69	95
+/- %	23%	6%	38%
EPS (đồng/cổ phiếu)	963	1,022	1,407

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu TV2 ở mức 42.400 đồng/cp như trong "[Báo cáo ngành điện 1H.2026](#)" mà chúng tôi đã công bố.

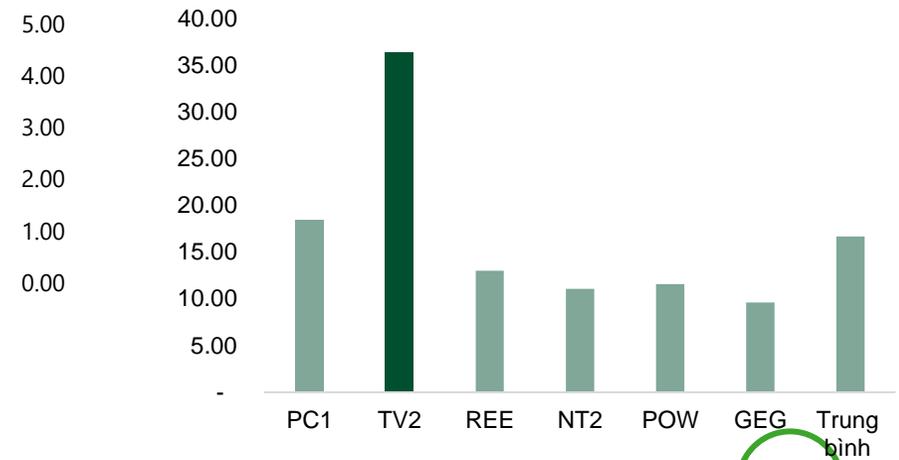
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



PE ngành



Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó giám đốc Nghiên cứu – Phân tích doanh nghiệp

lhathi@vcbs.com.vn

Thái Phương Thảo

Chuyên viên Phân tích Thị trường

tpthao@vcbs.com.vn