

Danh mục khuyến nghị

(trung & dài hạn)



Nội dung

Ngành	Cổ phiếu	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Ngân hàng	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	68,200	17%
Ngân hàng	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	29,200	24%
Ngân hàng	HDB	Ngân hàng TMCP Phát Triển TP.HCM	32,800	32%
Ngân hàng	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	70,300	17%
Ngân hàng	EIB	Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam	26,000	15%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	100,400	17%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	76,800	25%
Bán lẻ	MWG	CTCP Đầu tư Thế giới Di động	100,000	23%
Dầu khí	PVS	Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	53,400	25%
Cao su - KCN	GVR	Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	35,500	11%

Chú trọng nội tại

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	68,200
Thị giá (27/03/26)	58,300
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

LNST (26F, tỷ đồng)	38,247
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	8.7
P/E (26F, x)	14.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	487,136
SL cổ phiếu (triệu)	8,356
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	52,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	78,800

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-10.4	-7.5	-11.0
Tương đối	0.2	-7.5	-36.5

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt khoảng 15.3%, nhìn chung phù hợp với dự phóng. Cho 2026, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tăng trưởng tín dụng xuống mức 13.5% svck (-0.3%p sv. dự phóng trước-DPT), phản ánh quan điểm thận trọng hơn trong bối cảnh dư địa vốn bị thu hẹp (CAR thấp hơn) và LDR ở mức cao cuối 2025. Với các giả định trên: (1) NII kỳ vọng tăng 17.3% svck (+2.1% DPT), nhờ NIM mở rộng 9đcb (+3đcb DPT), được hỗ trợ bởi tăng trưởng cho vay mua nhà tích cực (2025: +20.2% svck) và tiếp tục mở rộng KHCN (2025/26F: +17.3%/+14.3% svck); (2) thu dịch vụ được điều chỉnh giảm 8.5% DPT nhưng vẫn kỳ vọng tăng 10.7% svck; (3) thu khác được điều chỉnh tăng 19.4% DPT, phản ánh sự phục hồi mạnh hơn kỳ vọng cùng với mức nợ xấu đã xử lý trong năm 2025 (+36% svck), qua đó cải thiện lợi nhuận; và (4) CPDP được điều chỉnh tăng đáng kể (+57% DPT), do có thể cần trích lập bổ sung cho danh mục TPDN. Trong khi trước đây VCB ghi nhận mức dự phòng cụ thể tương đối thấp, nợ xấu hình thành mới được kỳ vọng sẽ gia tăng trong môi trường lãi suất cao. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNNT năm 2026 -3.1% DPT, dù lợi nhuận vẫn dự kiến tăng 8.7% svck.
- Rủi ro tăng giá gắn liền với CPDP. Trong quá khứ, các khoản trích lập mang tính “trích trước” — đã từng trích cho các khoản cho vay liên ngân hàng — đã được hoàn nhập một phần ở các giai đoạn sau. Hiện tại, khoảng một nửa dư nợ TPDN đang bị phân loại ở nhóm 4 (khoảng 6.6 nghìn tỷ). Nếu chất lượng tài sản diễn biến tích cực hơn kỳ vọng, CPDP có thể thấp hơn dự phóng, từ đó tạo dư địa tăng trưởng lợi nhuận vượt kỳ vọng.
- Chúng tôi điều chỉnh GMT xuống 68,200 đồng/cp (từ 73,000), phản ánh mức độ bất ổn vĩ mô gia tăng cũng như việc hạ dự báo lợi nhuận. Thị trường đang có xu hướng đánh giá lại các CP đang giao dịch ở mức định giá cao, do đó chúng tôi giảm mức phụ trội định giá của VCB xuống +10% (từ +20%), dù ngân hàng vẫn sở hữu chất lượng tài sản vượt trội và khả năng sinh lời ổn định. Mức định giá mới tương đương khoảng 2.21x GTSS dự phóng, tiệm cận -1đlc sv. mức trung bình dài hạn (~2.8x). Trong ngắn hạn, câu chuyện phát hành riêng lẻ (~6.5%) có thể được hiện thực hóa. Theo NQ. 79, VCB được kỳ vọng đẩy nhanh tăng trưởng trong giai đoạn 2026-2030, đồng thời ban lãnh đạo cũng nhấn mạnh nhu cầu cải thiện CAR. Do đó, kế hoạch tăng vốn nhiều khả năng sẽ được đẩy lên năm 2026 (so với kỳ vọng trước đó là hoàn thành trong 2025), dù tiến độ thực hiện vẫn phụ thuộc vào điều kiện thị trường. Trong bối cảnh hiện tại nhiều biến động — đặc biệt là diễn biến lãi suất chưa đồng đều — dù lãi suất liên ngân hàng đã hạ nhiệt (phần nào hỗ trợ chi phí vốn), lãi suất cho vay lại tăng nhanh và cao hơn kỳ vọng ban đầu, làm gia tăng rủi ro hình thành nợ xấu. Bên cạnh đó, căng thẳng địa chính trị leo thang tại Trung Đông có thể làm gia tăng áp lực lạm phát trong nước, qua đó tạo thêm thách thức đối với triển vọng kinh doanh chung. Trong bối cảnh này, VCB nổi bật như một lựa chọn mang tính phòng thủ, nhờ chất lượng tài sản tốt và mức độ phụ thuộc thấp hơn vào thu nhập lãi thuần, qua đó phù hợp với chiến lược đầu tư thiên về kiểm soát rủi ro.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	53,246	53,621	55,406	58,674	68,799	75,557
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,836	14,103	13,173	13,683	15,072	14,814
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	37,359	41,244	42,236	44,020	47,856	55,840
LNST (tỷ đồng)	29,892	33,033	33,831	35,178	38,247	44,627
EPS (đồng)	6,316	5,910	6,053	4,210	4,577	5,341
ROE (%)	24.2	21.6	18.4	16.5	15.8	16.2
P/E (x)	10.7	11.2	11.4	16.2	14.9	12.8
P/B (x)	2.3	2.2	1.9	2.5	2.2	1.9
Giá trị sổ sách (đồng)	29,158	30,156	35,597	27,231	30,874	35,137
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,814,188	1,839,223	2,085,397	2,441,929	2,684,344	2,979,441
VCSH (tỷ đồng)	137,988	168,543	198,956	227,536	257,972	293,595

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Mây mù dần tan

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	29,200
Thị giá (27/03/26)	23,600
Lợi nhuận kỳ vọng	24%

LNST (26F, tỷ đồng)	18,105
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	16
P/E (26F, x)	8.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	121,225
SL cổ phiếu (triệu)	5,137
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	93.8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	27.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,043
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.5	-8.0	4.4
Tương đối	7.2	-8.1	-21.2

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng có phần thấp nhẹ so với kỳ vọng, ghi nhận +18.3% sv. 18.9% trong năm 2025. Tăng trưởng tín dụng được dẫn dắt bởi phân khúc khách hàng doanh nghiệp (+27.9% svck.), trong khi cho vay KHCN tăng nhẹ hơn ở mức (+12.9%). 2026 kỳ vọng tín dụng tăng trưởng (+18.3%), dẫn dắt bởi cho vay nhóm KHDN (+20%), trong khi cho vay KHCN sẽ tăng tốc (+16.6%) dẫn dắt chính bởi cho vay mua nhà ở khi có nhiều dự án đang đi vào giai đoạn hoàn thiện và sẵn sàng bàn giao, thay vì cho vay phát triển BĐS như 2025. Triển vọng tín dụng duy trì ở mức cao được hỗ trợ bởi các tỷ lệ thanh khoản tốt của ngân hàng như LDR cuối 2025 đạt 79.1%, tỷ lệ huy động ngắn hạn cho vay trung dài hạn (24.4% so với trần là 30%), và tỷ lệ CAR phù hợp ở mức 12.3% (với tỷ lệ vốn cấp 1 duy trì ở mức cao 11.9%). NIM tiếp tục giảm nhẹ khoảng 4đcb xuống mức 2.9% trong 2025, kỳ vọng hồi phục khoảng 20đcb trong 2026 trên nền tảng chất lượng tài sản ổn định và lợi suất tín dụng phục hồi tích cực hơn.
- Kiên định với chiến lược thận trọng trong việc quản lý rủi ro tài sản. Tỷ lệ NPL giảm xuống 0.97% trong Q4/2025 (-12đcb sv.Q3 và -42đcb svck), kỳ vọng tăng nhẹ lên 1% trong năm 2026 do môi trường lãi suất tăng. Tỷ lệ NPL mở rộng giảm nhanh hơn (-23đcb sv.Q3 và -64đcb svck), trong khi tỷ lệ LLR cải thiện mạnh lên 108% (+28.5%p sv.Q3 và +36%p svck.). 2026, tỷ lệ NPL mở rộng dự phóng +20đcb và LLR -4.4%p svck. Điểm chưa sáng trong khía cạnh chất lượng tài sản là tài sản khác tăng 40% đi kèm với lãi phải thu tăng 37.6%. Tuy nhiên, lãi phải thu trên IEA (0.68%) vẫn đang duy trì ở mức tương đương trước 2020 (khoảng 0.7-1%), vì vậy cần theo dõi thêm xu hướng của tỷ lệ này.
- Với sự thiếu vắng các nguồn thu bất thường và CPDP tăng, LNNT giảm sâu (-38.7% svck trong Q4/2025), khiến lợi nhuận cả năm giảm 6.9% svck (chỉ đạt 19.5 nghìn tỷ và thấp hơn 12% sv dự phóng và hoàn thành 85% KHKD). Tuy TTTD không quá lệch pha so với kỳ vọng, NII lại tương đối kém tích cực (-3.2% svck hay -5.9% svkv.). 2026, NII được kỳ vọng tăng trưởng tích cực hơn (+21.9%) nhờ tín dụng bền bỉ và NIM hồi phục (+20đcb svck.). Chi phí dự phòng (CPDP) tăng mạnh trong Q4/2025 hơn 13 lần svck và đẩy CPDP 2025 cao hơn 17% dự phóng, tuy nhiên, chất lượng cải thiện rõ nét cho thấy đây có thể là sự chủ động của ACB trong việc kiểm soát chất lượng. CPDP dự kiến giảm nhẹ gần 3% trong 2026. Nhìn chung, triển vọng lợi nhuận sẽ tích cực hơn nhiều cho 2026 (LNNT +16% svck. với hỗ trợ từ nền thấp trong 2025 và “bình thường hóa” trong cơ cấu thu chi).
- Duy trì triển vọng tích cực. Việc chủ động cải thiện chất lượng tài sản trước xu hướng lãi suất tăng sẽ giảm bớt gánh nặng trích lập về sau. Tuy ROE của năm 2025 cũng có phần sụt giảm sâu xuống 17.6% nhưng kỳ vọng hồi phục về trên 18.3% cho 2026 và 20% cho 2027 sẽ hỗ trợ cho định giá của ngân hàng. Hiện ACB đang giao dịch quanh 1.34x GTSS, khá thấp so với các NHTM trong cùng phân khúc (1.5-1.9x), phần nào phản ánh cho mức tăng trưởng tương quan có phần thấp, kỳ vọng cải thiện tốt hơn cho giai đoạn tới.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	23,534	24,960	27,795	26,906	32,796	39,901
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	5,257	7,787	5,720	6,773	6,808	7,564
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	17,114	20,068	21,006	19,420	22,502	27,144
LNST (tỷ đồng)	13,688	16,045	16,790	15,625	18,105	21,821
EPS (đồng)	4,053	4,131	3,759	3,042	3,525	4,248
ROE (%)	26.5	24.8	21.7	17.6	18.3	20.2
P/E (x)	6.0	5.9	7.8	9.6	8.3	6.9
P/B (x)	1.4	1.3	1.6	1.6	1.5	1.3
Giá trị sổ sách (đồng)	17,303	18,269	18,685	18,401	20,070	22,091
Tổng tài sản (tỷ đồng)	607,939	718,795	864,006	1,025,850	1,158,872	1,354,754
VCSH (tỷ đồng)	58,439	70,956	83,462	94,520	103,094	113,471

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Duy trì hiệu suất

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,800
Thị giá (27/03/26)	24,850
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

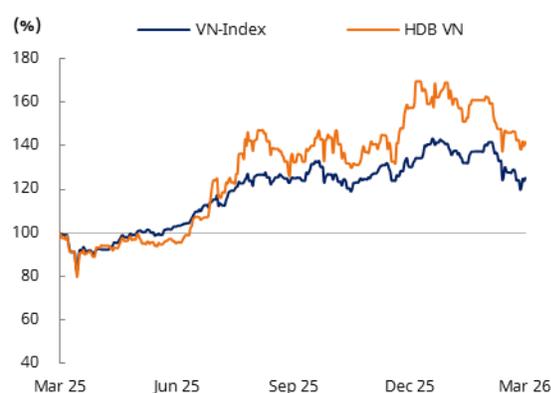
Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tài sản ghi nhận khoảng 33.53% trong năm 2025, kỳ vọng giảm tốc trong 2026 xuống còn mức 14.3% svck (KHKD:+28%). Tuy nhiên, sự giảm tốc dự phóng đến từ tái phân bổ các lớp tài sản không chủ đạo như danh mục đầu tư chứng khoán (+8.8% sv. 2025:+59%), dư nợ LNH (+4% sv. 2025: +81.4%), và danh mục mua nợ đi ngang (tổng mua nợ cho vay tăng mạnh từ dưới 1 nghìn tỷ lên gần 24 nghìn tỷ chỉ riêng Q4/2025, chiếm khoảng 4.1% tổng dư nợ tín dụng của ngân hàng). Ngược lại, danh mục cho vay được kỳ vọng sẽ có vai trò dẫn dắt rõ nét hơn, tăng khoảng 24.92% svck (2025: 23.48%/KHKD:+35%). Đối với danh mục cho vay, dự kiến tín dụng KHCN sẽ tăng trưởng có phần cao hơn với khoảng +32.5% svck, trong khi cho vay DN kỳ vọng tăng khoảng 21.5%. Tăng trưởng tín dụng của HDB trong 2026 ước đạt 23.6%, giảm từ mức 31% trong 2025, đồng thuận với kỳ vọng giảm tốc tăng trưởng tín dụng chung toàn ngành trong năm 2026. Ở mặt huy động, kênh tiền gửi dự phóng tăng trưởng khoảng 18.7%, tuy có thấp hơn so với cho vay nhưng cũng không quá ảnh hưởng đến tỷ lệ thanh khoản LDR khi HDB kết thúc năm với tỷ lệ LDR khá thấp (~67% sv. trần 85%).
- Chất lượng tài sản kỳ vọng giảm nhẹ trong bối cảnh các yếu tố bất ổn bên ngoài gia tăng tạo áp lực lên triển vọng kinh tế chung, đi kèm với lãi suất tăng, và gia tăng tỷ trọng danh mục KHCN. Tỷ lệ nợ xấu dự kiến tăng nhẹ lên mức 2.6% (+16đcb svck), trong khi tỷ lệ nợ xấu mở rộng cũng tăng nhẹ 12đcb lên mức 6%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ước giảm xuống mức 46.3% (-8.6%p svck), được cho là vẫn phù hợp đối với giả định cho vay/nợ xấu phát sinh từ nhóm này vẫn được đảm bảo phần nào nhờ tài sản thế chấp có giá trị cũng như thanh khoản cao. Cuối 2025, nợ xấu đã xử lý ghi nhận ngoại bảng tăng 47% lên mức 29.6 nghìn tỷ (+9.5 nghìn tỷ sv. 2024 ~ tương đương với mức nợ xấu đã trích lập và trích xuất ngoại bảng) trong khi thu nhập khác đi ngang cho thấy thu nhập từ thu hồi nợ xấu có phần chững lại trong kỳ nhưng tạo dư địa cho bước nhảy lợi nhuận trong tương lai.
- LNTT của ngân hàng kỳ vọng tăng khoảng 19.1% svck cho năm 2026 (KHKD:>30%), ước đạt 25.4 nghìn tỷ (KHKD: 27.7 nghìn tỷ). Các giả định cho động lực tăng trưởng đến từ: 1) Thu nhập lãi thuần tăng +15% svck (NIM dự phóng giảm tiếp khoảng 34đcb); 2) thu khác tăng 7.7% (kỳ vọng thu hồi nợ xấu tăng hơn 147% cho kỳ 2026); và 3) chi phí trích lập giảm 17.7% svck. Ngược lại, thu từ dịch vụ ước giảm 11.2% sau giai đoạn tăng đột biến gần 3 lần trong 2025, trong khi CPHĐ ước tăng 23.3% (tương đương với mức CIR ~30%, vùng thấp trong CIR mục tiêu của HDB là khoảng từ 30-35%). Với lợi nhuận sau thuế ước đạt hơn 19.8 nghìn tỷ, HDB vẫn duy trì được tỷ lệ sinh lời ấn tượng với ROA và ROE lần lượt là gần 2% và 22.4% (KHKD: lần lượt trên 2% và 25%).

LNST (26F, tỷ đồng)	19,816
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.1
P/E (26F, x)	8.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	124,381
SL cổ phiếu (triệu)	5,005
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	74.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,879
Cao nhất 52 tuần (VND)	30,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-12.7	6.9	42.3
Tương đối	-2.0	6.8	16.7



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18,012	22,184	30,856	34,746	39,959	47,809
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,956	4,230	3,172	7,941	7,772	8,584
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	10,268	13,017	16,731	21,322	25,386	29,978
LNST (tỷ đồng)	7,750	10,071	12,763	16,503	19,816	23,401
EPS (đồng)	3,100	3,500	3,668	3,297	3,959	4,675
ROE (%)	22.2	23.6	24.8	24.5	22.4	21.2
P/E (x)	9.5	9.0	10.0	8.4	8.3	7.0
P/B (x)	2.1	2.1	2.2	1.7	1.7	1.4
Giá trị sổ sách (đồng)	14,780	15,454	15,658	15,094	19,053	23,728
Tổng tài sản (tỷ đồng)	416,273	602,315	697,281	931,101	1,064,064	1,217,679
VCSH (tỷ đồng)	38,995	46,400	56,658	78,265	98,568	122,544

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tiếp tục xử lý tồn đọng

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	70,300
Thị giá (27/03/26)	60,100
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

LNST (26F, tỷ đồng)	7,231
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	21.7
P/E (26F, x)	20.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	117,260
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,885
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	96.7
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	13.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	32,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	70,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.1	10.1	60.9
Tương đối	9.7	10.2	36.4

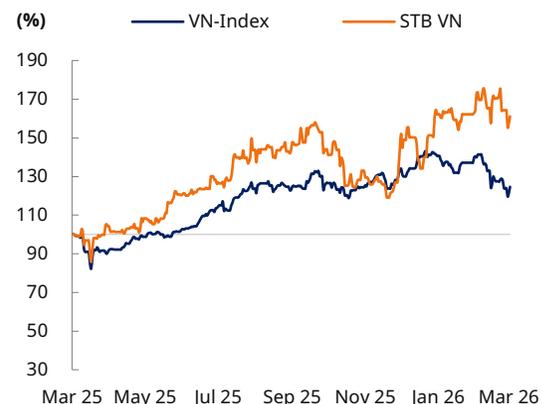
Điểm nhấn đầu tư

KQKD FY25: Tổng thu nhập hoạt động đạt 32.1 nghìn tỷ đồng (+12% CK), trong đó thu nhập lãi thuần đạt 26.7 nghìn tỷ đồng (+9% CK) là nguồn đóng góp chính. Thu nhập ngoài lãi (dịch vụ, ngoại hối, hoạt động khác) cũng tăng, cho thấy ngân hàng đang dần đa dạng hóa nguồn thu. Chi phí hoạt động giảm 7% CK xuống 13.1 nghìn tỷ đồng, giúp CIR giảm còn 40%. Nhờ đó, lợi nhuận trước dự phòng đạt 19.0 nghìn tỷ đồng (+29% CK), cho thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn cải thiện tốt.

- **Dự phòng tăng mạnh làm giảm lợi nhuận:** Ngân hàng tăng trích lập dự phòng lên 11.3 nghìn tỷ đồng, khiến Q4/2025 lỗ khoảng 3.4 nghìn tỷ đồng và kéo LNTT cả năm xuống còn 7.6 nghìn tỷ đồng (-40% CK). Điều này cho thấy ngân hàng chủ động xử lý các khoản nợ cũ.
- **Chất lượng tài sản vẫn là vấn đề chính:** Tỷ lệ nợ xấu ở mức cao (6.3%) và tỷ lệ bao phủ thấp (49%) thể hiện rủi ro vẫn còn. Dự nợ nhóm 5 tăng mạnh lên 29 nghìn tỷ đồng (+227% CK). Ngoài ra, CAR khoảng 8.5% và LDR khoảng 98% phản ánh dư địa tăng trưởng không còn nhiều.
- **Quy mô tiếp tục mở rộng:** Tổng tài sản đạt gần 918 nghìn tỷ đồng (+23% CK), huy động đạt 837 nghìn tỷ đồng (+24% CK) và dự nợ tín dụng đạt 626 nghìn tỷ đồng (+16% CK), giúp ngân hàng củng cố vị thế trong nhóm ngân hàng lớn.

Triển vọng 2026:

- Chúng tôi dự phóng thu nhập lãi thuần đạt 28.6 nghìn tỷ đồng (+7.2% CK), nhờ tăng trưởng cho vay khoảng 13.5%. NIM có thể giảm nhẹ xuống 3.07% do chi phí vốn còn cao. Chi phí dự phòng dự kiến giảm xuống 10.7 nghìn tỷ đồng (-6% CK).
- CIR đạt 41.4% (FY25: 40.7%). LNTT dự báo đạt 9,287 tỷ đồng (+21% CK), cao hơn kế hoạch của ngân hàng (8,100 tỷ đồng).
- Một yếu tố quan trọng là 32.5% cổ phần STB đang do VAMC nắm giữ. Thị trường kỳ vọng việc phê duyệt và thoái vốn có thể tiến triển trong 6T cuối 2026, với ước tính giá trị thu về ~12-15 nghìn tỷ đồng theo kịch bản cơ sở.



FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	22,072	24,532	26,681	28,609	31,946	36,405
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	4,101	4,145	5,376	5,517	5,919	6,685
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,595	12,720	7,628	9,287	16,932	19,785
LNST (tỷ đồng)	7,719	10,087	5,939	7,231	13,183	15,404
EPS (đồng)	3,747	4,896	2,883	3,510	6,399	7,477
ROE (%)	18.3	20.0	10.3	10.8	17.9	17.5
P/E (x)	19.4	14.8	25.1	20.7	11.3	9.7
P/B (x)	3.3	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	674,390	748,095	917,106	1,014,976	1,131,241	1,269,320
VCSH (tỷ đồng)	45,734	54,972	59,867	67,151	80,334	95,738
Giá trị sổ sách (đồng)	22,199	26,683	29,059	32,595	38,994	46,471

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Dần xoay chuyển cục diện

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	26,000
Thị giá (27/03/26)	22,500
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

LNST (26F, tỷ đồng)	2,824
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	148.6
P/E (26F, x)	17.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	42,004
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,863
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	97.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	3.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,650

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.7	-12.5	15.7
Tương đối	6.0	-12.6	-10.0

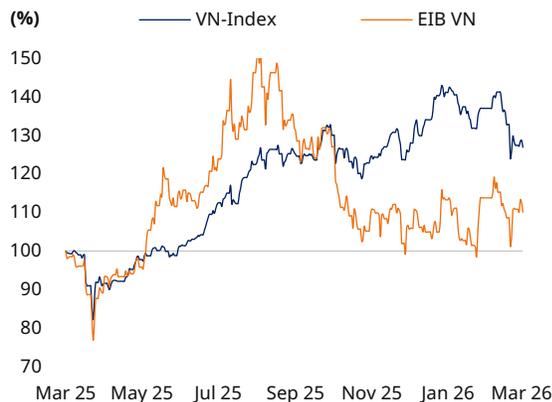
Điểm nhấn đầu tư

KQKD FY25: Kết quả năm 2025 phản ánh giai đoạn đáy chu kỳ, với LNNT đạt 1,511.7 tỷ đồng, tương đương 29% kế hoạch năm. Lợi nhuận bị thu hẹp chủ yếu do chi phí dự phòng tăng mạnh, với tỷ lệ chi phí dự phòng trên lợi nhuận trước dự phòng tăng lên 20.9% (so với 11.3% năm 2024).

- Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) chậm lại đáng kể, đạt 5,979.6 tỷ đồng (+0.95% CK)**, phản ánh tăng trưởng tín dụng yếu và áp lực lên biên lãi. Trong khi đó, thu nhập phí thuần giảm mạnh (-78% CK), do chi phí hoa hồng tăng 44% trong khi thu nhập liên quan giảm 16.7%, chủ yếu do không còn nguồn thu lớn từ bancassurance như trước.
- Chi phí hoạt động tăng 25.1% CK** — mức cao nhất trong nhiều năm — do ngân hàng tiếp tục đầu tư vào công nghệ và nhân sự. Điều này khiến hệ số CIR tăng lên 58.3% (so với 39.7% năm 2024), trong bối cảnh tổng thu nhập hoạt động giảm 14.8% và số lượng nhân sự tăng lên.
- Chất lượng tài sản chịu áp lực:** Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5) tăng lên 2.86% (+33bps CK). Tỷ lệ nợ xấu mở rộng ở mức 4.05% (+51bps CK), cho thấy rủi ro nợ xấu trong tương lai vẫn đang gia tăng. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ở mức thấp 43.9%, chỉ cải thiện nhẹ, cho thấy bộ đệm dự phòng vẫn còn mỏng.

Triển vọng FY26:

- Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi lợi nhuận trong năm 2026** được thúc đẩy bởi ba yếu tố chính. Thứ nhất, tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt 16.5% (so với 11.3% năm 2025), hỗ trợ NII tăng 25.4% CK. Thứ hai, thu nhập phí thuần dự kiến phục hồi lên 703 tỷ đồng (+193% CK) từ mức nền thấp, góp phần cải thiện cơ cấu thu nhập. Thứ ba, hiệu quả hoạt động được cải thiện, với CIR dự phóng giảm xuống 49% khi các khoản đầu tư công nghệ trước đó bắt đầu phát huy hiệu quả.
- Về chất lượng tài sản, chúng tôi kỳ vọng cải thiện dần, với tỷ lệ nợ xấu giảm về 2.0% (-86bps), phụ thuộc vào tiến độ xử lý tài sản tồn đọng và việc siết chặt tiêu chuẩn tín dụng. Theo đó, LNNT năm 2026 dự báo đạt 3,530 tỷ đồng (+134% CK), dù vẫn thấp hơn mục tiêu 4,000 tỷ đồng của ban lãnh đạo.



FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	4,597	5,924	5,980	7,496	9,258	11,049
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	1,958	2,634	1,312	2,216	2,574	2,683
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	2,720	4,188	1,512	3,530	4,221	5,072
LNST (tỷ đồng)	2,165	3,326	1,137	2,824	3,377	4,058
EPS (đồng)	1,233	1,771	605	1,504	1,798	2,161
ROE (%)	10.1	14.0	4.4	10.3	11.1	11.9
P/E (x)	20.8	14.5	42.5	17.1	14.3	11.9
P/B (x)	2.0	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	201,417	239,768	273,270	308,398	349,471	398,988
VCSH (tỷ đồng)	22,445	25,099	26,006	28,831	32,208	36,266
Giá trị sổ sách (đồng)	12,780	13,364	13,847	15,350	17,149	19,309

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng thúc đẩy nhờ mảng xây dựng và giải pháp CNTT

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraesasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	100,400
Thị giá (27/03/26)	86,000
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

LNST (26F, tỷ đồng)	705
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	18
P/E (26F, x)	16.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	9,837
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	29.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	113,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-10.8	-4.4	-16.9
Tương đối	-0.2	-4.6	-42.5

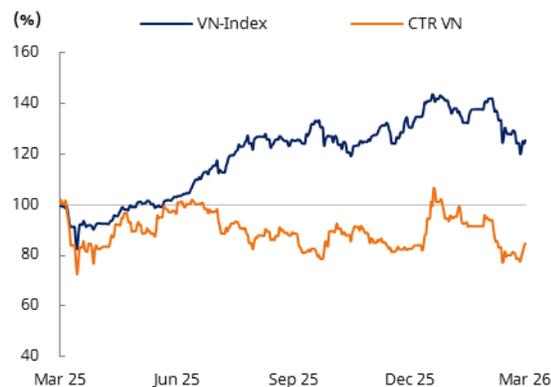
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 2T2026: CTR ghi nhận doanh thu 2,488 tỷ đồng (+41% CK) và lợi nhuận trước thuế 123 tỷ đồng (+23% CK), hoàn thành khoảng 16% kế hoạch năm.

- **Hạ tầng cho thuê:** Chiếm 6% doanh thu, đạt 154 tỷ đồng (+18% CK), tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng. CTR nâng tổng số trạm BTS lên 12,000 trạm, với 491 trạm cho thuê chung (so với 437 trạm năm 2025).
- **Vận hành khai thác (VHKT):** Doanh thu đạt 1,081 tỷ đồng (+26% CK), tiếp tục là mảng đóng góp lớn nhất, chiếm 43% tổng doanh thu.
- **Xây dựng:** Trở thành động lực tăng trưởng chính, đạt 890 tỷ đồng (+63% CK), chiếm 36% doanh thu. Trong T2/2026, CTR ký mới hợp đồng 126 tỷ đồng B2B, 76 tỷ đồng B2C và 223 tỷ đồng SME.
- **Giải pháp CNTT tích hợp:** Duy trì đà tăng trưởng mạnh, đạt 350 tỷ đồng (+55% CK), chủ yếu nhờ mảng năng lượng mặt trời.

Kế hoạch năm 2026: Công ty đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu hai chữ số ở mức thấp (+12% CK), đạt 15,653 tỷ đồng. Tuy nhiên, triển vọng lợi nhuận khá thận trọng, với lợi nhuận trước thuế đạt 788 tỷ đồng (+4% CK) và lợi nhuận sau thuế đạt 622 tỷ đồng (+4% CK) — thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Dự phóng FY26: Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 của CTR đạt 15,309 tỷ đồng (+10% CK) và LNST tăng 18% CK, lên 705 tỷ đồng. Các giả định chính bao gồm: Mảng xây dựng dự kiến tăng 14% CK, được hỗ trợ bởi đầu tư hạ tầng 5G gia tăng. Trong khi đó, mảng VHKT chỉ tăng nhẹ 3% CK. Doanh thu mảng giải pháp CNTT dự kiến tăng 10% CK, được thúc đẩy bởi tăng trưởng mạnh từ năng lượng mặt trời. Mảng cho thuê hạ tầng tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh nhất ở mức 36% CK, với biên lợi nhuận gộp ước đạt 29%.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	11,370	12,610	13,940	15,309	16,897	18,685
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	654	716	734	845	959	1,090
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	5.8%	5.7%	5.3%	5.5%	5.7%	5.8%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	525	538	600	705	824	945
EPS (VND)	4,586	4,705	5,244	6,162	7,203	8,263
ROE (%)	28.6%	27.9%	30.5%	30.9%	29.9%	28.3%
P/E (x)	29.6x	20.4x	17.7x	16.3x	14.x	12.x
P/B (x)	7.7x	5.9x	5.1x	4.6x	3.8x	3.1x
Tổng tài sản (tỷ VND)	6,991	7,106	8,185	9,944	10,872	11,933
VCSH (tỷ VND)	1,997	1,865	2,069	2,489	3,018	3,659

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thị trường nội địa khởi sắc

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	76,800
Thị giá (27/03/26)	61,400
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	9,404
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	0.5
P/E (26F, x)	19.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	128,323
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	40.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	49.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	75,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-15.1	0.5	0.5
Tương đối	-4.5	0.3	-25.2

Luận điểm đầu tư

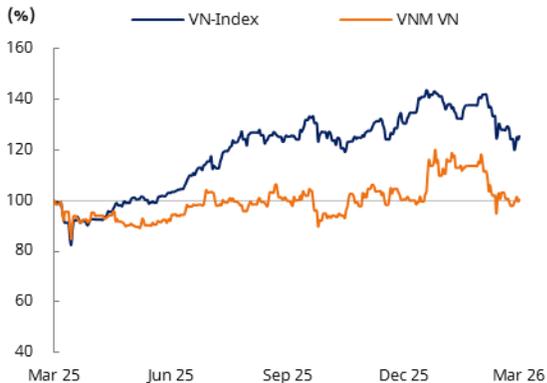
CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 130,000 con. VNM còn có hệ thống phân phối rộng khắp với hơn 200,000 điểm bán khắp cả nước, mang lại cho tập đoàn lợi thế cạnh tranh vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, những động thái thâm nhập thị trường nước ngoài gần đây của VNM thông qua các thương vụ M&A, liên doanh cũng có những tín hiệu tích cực. Chúng tôi tin rằng VNM là một khoản đầu tư tiềm năng, với vị thế là tập đoàn thống trị thị trường sữa Việt Nam.

Cập nhật HKKD: Q4/2025, KQKD cho thấy những tín hiệu khởi sắc rõ rệt khi doanh thu tăng 10.1% CK, đạt 17,045.5 tỷ đồng. Cả thị trường trong nước và nước ngoài đều cải thiện đáng kể. Doanh thu thuần nội địa tăng 7.8% CK lên 13,846 tỷ đồng nhờ các sáng kiến tái ra mắt sản phẩm, trong khi thị trường nước ngoài tiếp tục là điểm sáng với doanh thu thuần đạt 3,188 tỷ đồng (+20.9% CK). Chi phí bán hàng giảm 4.9% nhờ công ty tối ưu hóa chi phí cho các hoạt động marketing. Nhờ đó, LNHD và LNST Q4 lần lượt đạt 3,432.8 tỷ đồng (+32.9% CK) và 2,827.2 tỷ đồng (+31.7% CK). Tính chung cả năm 2025, tổng doanh thu của VNM đạt 63,723.5 tỷ đồng (+3.1% CK) và LNST đạt 9,413.6 tỷ đồng (-0.4% CK).

Dự phóng 2026: Chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng thị trường nước ngoài sẽ là động lực tăng trưởng chính, trong khi thị trường nội địa có thể cần thêm thời gian để khẳng định việc thoát khỏi giai đoạn trì trệ. Doanh thu nội địa dự phóng tăng 2.5% CK, chủ yếu nhờ việc tăng giá bán từ các sản phẩm tái ra mắt, trong khi doanh thu từ thị trường nước ngoài kỳ vọng tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 10% CK. Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ được hưởng lợi từ giá bột sữa và đường ở mức thấp, mặc dù chi phí tài chính và chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp có xu hướng tăng. Chúng tôi đã thực hiện một số điều chỉnh nhỏ trong giả định về vốn lưu động, chi phí và thuế thu nhập để phản ánh những thay đổi gần đây trong hoạt động kinh doanh của VNM. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự kiến lần lượt đạt 66,193 tỷ đồng (+3.9% CK) và 9,499.5 tỷ đồng (+0.9% CK).

Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF), với một số giả định chính: 1) tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 11%; và 2) tỷ lệ tăng trưởng dài hạn sau năm 2036 là 2%. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho VNM ở mức 76,800 đồng và nâng khuyến nghị lên Mua (từ Tăng Tỷ Trọng).

Rủi ro chính: Chúng tôi tin rằng những rủi ro chính đối với việc xếp hạng và định giá của chúng tôi bao gồm: 1) Sự thay đổi của kênh bán lẻ truyền thống do các quy định của nhà nước; 2) thay đổi giá đầu vào; và 3) những thay đổi trong kế hoạch M&A, đầu tư của VNM.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	60,479	61,824	63,724	66,193	68,900	71,778
LN HKKD (tỷ đồng)	10,904	11,594	11,660	11,874	12,185	13,269
Biên LN HKKD (%)	18	18.8	18.3	17.9	17.7	18.5
LN trước thuế (tỷ đồng)	10,968	11,600	11,650	11,874	12,185	13,269
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	8,874	9,392	9,410	9,404	9,651	10,509
EPS (VND)	3,796	4,022	4,028	4,050	4,156	4,526
ROE (%)	26.6	26.6	26.6	27.5	27.9	29.7
P/E (x)	17.8	15.8	19.1	19.0	18.5	17.0
P/B (x)	4.4	4.1	5.2	5.2	5.2	5.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	52,673	55,049	53,312	52,997	53,818	55,252
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	35,026	36,174	34,483	34,682	35,106	36,310

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo



Nổi dài nhịp tăng trưởng

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyen.nhb@miraesasset.com.vn

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	100,000
Thị giá (27/03/26)	81,200
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

LNST (26F, tỷ đồng)	8,496
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.8
P/E (26F, x)	17.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	119,089
SL cổ phiếu (triệu)	1,468
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	45,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	94,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-12.7	4.2	34.4
Tương đối	-2.0	4.1	8.8

Điểm nhấn đầu tư

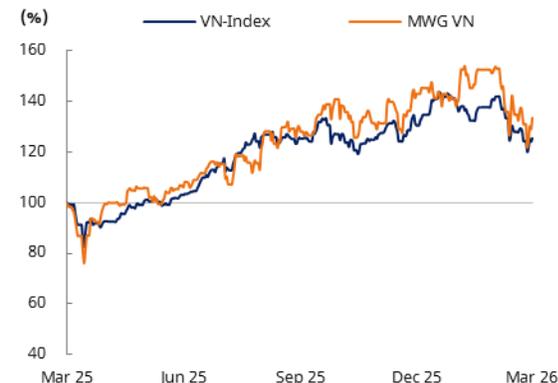
Thông tin cập nhật chính: MWG đặt kế hoạch kinh doanh tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận đạt 18%/30% svck trong 2026; doanh thu 2T2026 đạt mức cao mới.

- **Mảng thiết bị điện tử (ĐMX, TGDĐ, Erabue):** ghi nhận doanh thu 2T2026 đạt 22.9 nghìn tỷ (+35.2% svck; đạt 18.7% kế hoạch năm), với 19 cửa hàng mở mới. Tăng trưởng chủ yếu đến từ nhóm sản phẩm Apple (+60% svck) trong khi các nhóm khác cao hơn 20–50% svck. Doanh số bán hàng dưới chương trình trả chậm (BNPL) tăng trưởng mạnh 50% CK. Chuỗi Erablue tại Indonesia đang tăng trưởng nhanh, đạt 545 tỷ IDR (+96% CK) với 17 cửa hàng mở mới.
- **Mảng bách hóa:** đạt doanh thu 8.8 nghìn tỷ (+24% svck), mở thêm 199 cửa hàng (18% ở miền Bắc, 14% miền Trung). Do mở rộng nhanh, doanh thu bình quân/cửa hàng/tháng hiện giảm xuống mức 1.59 tỷ đồng (-16.2% svck). Tuy nhiên, các cửa hàng mở năm 2025 vẫn duy trì lợi nhuận cấp cửa hàng (không bao gồm chi phí logistics).

MWG đang chuyển dịch sang mô hình tăng trưởng nhanh, hiệu quả cao và cấu trúc đơn giản hơn. Quá trình tái cấu trúc giúp dòng lợi nhuận rõ ràng hơn ở hai mảng chính: (1) ĐMX đã ổn định biên lợi nhuận sau giai đoạn tái cơ cấu, với BNPL đóng vai trò động lực chính thúc đẩy doanh số và gia tăng thị phần trong một thị trường đã bước vào giai đoạn bão hòa; (2) tại BHX, doanh thu/cửa hàng giảm ngắn hạn do mở rộng nhanh, nhưng tổng doanh thu vẫn duy trì tăng trưởng nhờ mở rộng quy mô và thị phần. Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện, duy trì khoảng 3% trong Q4/2025 và ban lãnh đạo đang đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận 20% trên mức biên ròng khoảng 3.3% cho cả năm. BHX có biên lợi nhuận gộp cao hơn ĐMX và tăng trưởng nhanh hơn, qua đó dần nâng tỷ trọng doanh thu và hỗ trợ tăng trưởng EBITDA tổng thể.

Dự phóng: Dựa trên kế hoạch kinh doanh tích cực hơn kỳ vọng và diễn biến bán hàng đầu năm cho thấy khả năng hoàn thành cao, chúng tôi cập nhật dự phóng FY26 với tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 18.3% và 20.8% svck.

Định giá: Về dài hạn, chúng tôi ưu tiên FCF trong định giá, do phản ánh tốt hơn tăng trưởng thực sau khi tính đến nhu cầu vốn lưu động và chi phí đầu tư, đặc biệt với một doanh nghiệp đang trong giai đoạn mở rộng nhanh như MWG. Chúng tôi cập nhật dự phóng với mức tăng trưởng cao hơn, đồng thời áp dụng chi phí vốn cổ phần cao hơn. Theo đó, giá mục tiêu của MWG được nâng lên 100,000 đồng/cp (từ 99,500 đồng). Sau nhịp điều chỉnh của thị trường, MWG hiện giao dịch ở mức P/E forward 15.4x, ~ trung bình 5 năm.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	118,280	134,341	155,928	184,471	222,465	272,806
LNHĐ (tỷ đồng)	328	4,032	7,003	9,743	11,231	13,212
Biên LNHĐ (%)	0.3	3.0	4.5	5.3	5.0	4.8
LNR (tỷ đồng)	168	3,722	7,034	8,496	9,789	11,518
EPS (VND)	115	2,547	4,790	5,786	6,666	7,844
ROE (%)	0.7	13.2	21.2	21.9	21.5	21.3
P/E (x)	872.3	39.3	20.9	17.3	15.0	12.7
P/B (x)	6.3	5.2	4.4	3.8	3.2	2.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	60,111	70,438	83,946	99,158	116,950	139,707
VCSH (tỷ đồng)	23,360	28,122	33,176	38,735	45,587	54,168

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)

Dầu khí - Dịch vụ



Mở rộng tăng trưởng

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	53,400
Thị giá (27/03/26)	42,800
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (26F, tỷ đồng)	1,828
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	0.2
P/E (26F, x)	14.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	21,889
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	511
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	40.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	15.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	56,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-8.9	35.1	41.3
Tương đối	1.7	35.0	15.8

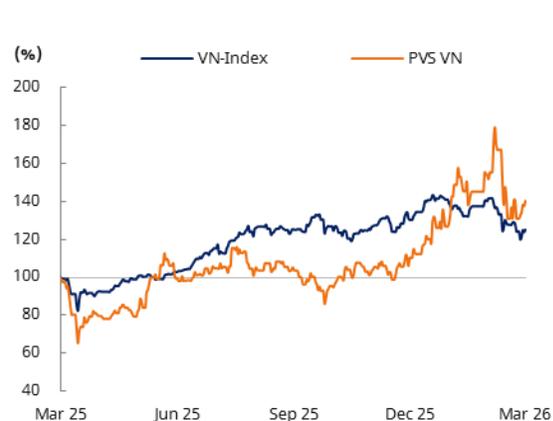
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 2025 quay lại mốc vàng son: PVS công bố KQKD năm 2025 với doanh thu đạt mức cao nhất từ trước đến nay ~ 32,556 tỷ đồng (+37% svck) và lợi nhuận ròng đạt 1,821 tỷ đồng (+70% svck) – ngang bằng với mốc vàng son của đỉnh chu kỳ 2014; và kết quả này hoàn thành lần lượt 82% và 117% dự phóng của chúng tôi. Trong đó, sự lệch pha này chủ yếu đến từ: 1) lãi đột biến từ tỷ giá 548 tỷ đồng (+68% svck); 2) hoàn nhập dự phòng Sao Mai – Bến Đình 247 tỷ; và 3) tiếp cận kế toán thận trọng đối với phần “backlog đã hoàn thành” trong mảng M&C, chỉ đạt 75% dự phóng. Mặc dù các khoản lãi đột biến có thể tạo mức nền lợi nhuận cao trong năm 2025, chúng tôi cho rằng phần doanh thu M&C chưa được phản ánh trong năm 2025 sẽ là yếu tố thúc đẩy kết quả kinh doanh cốt lõi của PVS trong năm 2026. Năm 2026 được xem là năm cao điểm trong việc hoàn thành các dự án dầu khí lớn trong nước. Hỗ trợ cho kỳ vọng này, chúng tôi cũng nhận thấy việc PVS đã chủ động nâng kế hoạch doanh thu năm 2026 tăng thêm 36% so với dự kiến ban đầu, lên 33,000 tỷ đồng, hàm ý cho việc backlog của năm 2025 có thể được chuyển sang và ghi nhận trong năm 2026. Đáng lưu ý, trong 5 năm gần đây, kết quả thực tế của PVS liên tục vượt kế hoạch bình quân, hoàn thành khoảng 130% doanh thu và 150% lợi nhuận (2025 vượt kế hoạch lần lượt 45% và 133%).

Cập nhật tiến độ dự án lô B: Tính đến hết năm 2025, PVS đã ghi nhận 14,401 tỷ đồng doanh thu liên quan đến dự án lô B (năm 2024: 4,133 tỷ; 2025: 10,268 tỷ), tương đương với hạch toán khoảng 53% tiến độ tổng thể của các gói thầu EPC dự án – 62% thượng nguồn và 28% trung nguồn. Chúng tôi kỳ vọng rằng trong năm 2026, PVS sẽ có thể hoàn tất bàn giao gần như toàn bộ dự án lô B, tương đương với việc đóng góp ước tính 13,000 tỷ doanh thu, trong bối cảnh dự án đảm bảo dòng khí đầu tiên vào nửa sau 2027.

Sự cởi trói trong hành lang pháp lý tạo động lực tăng trưởng mới: Cùng với việc giá dầu tiếp tục duy trì trên ngưỡng hòa vốn của các dự án thượng nguồn, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng trong trung dài hạn của PVS đang trở nên rõ ràng hơn nhờ vào cải cách được ban hành như Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP, 70-NQ/TW và 79-NQ/TW. Làn gió mới này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy đáng kể việc triển khai các dự án hiện tại, cũng như sớm kích hoạt lại những đại dự án dầu khí bị “ngủ quên” như Cá Voi Xanh hay Kèn Bàu.

2026F – điểm rơi lợi nhuận cốt lõi: Dựa trên danh mục các dự án đang được triển khai và số liệu ghi nhận trong 2025, chúng tôi cho rằng năm 2026 sẽ tiếp tục là điểm rơi lợi nhuận quan trọng của PVS trong bối cảnh hàng loạt dự án trọng điểm M&C (Lô B, Lạc Đà Vàng, Baltical 2) bước vào giai đoạn cao điểm để tiến tới việc bàn giao trong cuối năm – với ước tính đóng góp 28,492 tỷ đồng doanh thu (+32% svck). Chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ mở rộng lên mức cao mới với 40,654 tỷ đồng (+25% svck), trong khi đó lợi nhuận ròng ghi đi ngang ở mức 1,828 tỷ đồng do mức nền cao của các khoản lãi đột biến trong 2025.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	16,366	19,374	23,770	32,556	40,654	39,325
LNHĐ (tỷ đồng)	107	-13	-265	424	790	776
Biên LNHĐ (%)	0.7	-0.1	-1.1	1.3	1.9	2.0
LNR (tỷ đồng)	989	1,026	1,070	1,821	1,828	1,878
EPS (VND)	2,070	2,148	2,238	3,560	3,575	3,672
ROE (%)	8.2	8.0	8.9	12.3	11.1	10.2
P/E (x)	10.0	17.4	15.1	9.5	14.3	13.9
P/B (x)	0.8	1.3	1.1	1.1	1.4	1.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	25,924	26,416	34,077	38,566	43,030	44,320
VCSH (tỷ đồng)	13,055	13,544	14,740	16,209	18,113	20,068

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tái định vị cho chu kỳ tăng mới

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	35,500
Thị giá (27/03/26)	32,100
Lợi nhuận kỳ vọng	11%

LNST (26F, tỷ đồng)	6,487
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	15.3
P/E (26F, x)	21.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	128,400
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4,000
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	3.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	0.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	46,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-23.9	12.6	-8.2
Tương đối	-13.3	12.5	-33.8

Điểm nhấn đầu tư

Lợi nhuận lập đỉnh kỷ lục: GVR ghi nhận kết quả kinh doanh 2025 ấn tượng, với doanh thu đạt 28,939 tỷ đồng (+13% CK), trong khi lợi nhuận ròng tăng mạnh lên 5,625 tỷ đồng (+41% CK), vượt xa mức lợi nhuận bình quân 5 năm khoảng 3,700 tỷ đồng và thiết lập mức cao kỷ lục mới. Kết quả tích cực này chủ yếu được dẫn dắt bởi mảng cao su, khi mảng này tiếp tục đóng vai trò chủ lực với mức doanh thu tăng 10.8% CK và đóng góp vào hơn 77% lợi nhuận gộp. Trong năm vừa qua, động lực tăng trưởng được hỗ trợ bởi môi trường kinh doanh thuận lợi, khi sản lượng tiêu thụ ước đạt 555 nghìn tấn (+6% CK), trong khi giá bán bình quân cũng cải thiện 4.5% CK trong bối cảnh thị trường duy trì tình trạng thiếu hụt nguồn cung. Bên cạnh đó, GVR ghi nhận lợi nhuận từ thanh lý cây cao su tăng mạnh, đạt 1,080 tỷ đồng (+40% CK). Trong khi đó, thu nhập từ bồi thường đất tạm thời chững lại, giảm xuống 153 tỷ đồng (-24% CK), phản ánh việc chưa ghi nhận các đợt bàn giao quy mô lớn trong kỳ từ các dự án KCN không do công ty tự phát triển.

Triển vọng 2026 tiếp tục được duy trì tích cực: Chúng tôi dự phóng GVR sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, với doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến đạt lần lượt 32,633 tỷ đồng (+12.8% CK) và 6,487 tỷ đồng (+15% CK). Mảng cao su được kỳ vọng tăng trưởng ổn định, với doanh thu đạt 26,851 tỷ đồng, chủ yếu do: (1) sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 4% CK, được hỗ trợ bởi nhu cầu tích cực; và (2) nhờ giá dầu Brent tăng mạnh trong thời gian qua đã kéo theo giá nhựa tổng hợp tăng và gián tiếp cải thiện tính cạnh tranh về giá của cao su tự nhiên, khiến giá bán bình quân trong năm 2026 dự kiến cao hơn 10% CK. Ngoài ra, với việc các Nghị định 49 và 50/2026, các nút thắt pháp lý liên quan đến việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất và xác định tiền sử dụng đất kỳ vọng sẽ dần được tháo gỡ. Điều này cũng hàm ý cho việc GVR có thể đẩy nhanh quá trình hiện thực hóa giá trị quỹ đất, với thu nhập từ bồi thường đất dự kiến đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận.

Định giá trở nên hấp dẫn: Chúng tôi định giá GVR ở mức 35,500 đồng/cp (bao gồm cổ tức tiền mặt 400 đồng), dựa trên phương pháp định giá từng phần thận trọng, trong đó chưa bao gồm các khoản bồi thường đất liên quan đến các KCN và dự án hạ tầng chưa xác định, cho thấy dư địa tăng giá. Hiện tại, giá thị trường đã ghi nhận giảm gần một nửa so với mức đỉnh trong thời gian ngắn vừa qua, đưa định giá quay về mức P/B trung bình 5 năm, giữa bối cảnh nhịp tăng trước đó phần nào phản ánh kỳ vọng thị trường đối với Nghị quyết 79, cùng với khả năng đẩy nhanh chuyển đổi đất cao su nhằm ghi nhận các khoản lợi nhuận bất thường và hỗ trợ mở rộng mảng KCN. Bên cạnh đó, với vị thế tiền mặt ròng hơn 19,000 tỷ đồng (~4,500 đồng/cp) tính đến cuối 2025, GVR có lợi thế khá rõ rệt trong bối cảnh lãi suất gia tăng như hiện nay, và điều này cũng được phản ánh vào mức dự phóng thu nhập tài chính tăng 12.6% CK trong năm 2026.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	25,421	22,138	26,242	28,939	32,633	32,769
LNHĐ (tỷ đồng)	4,041	2,507	4,086	5,415	5,701	6,112
Biên LNHĐ (%)	15.9	11.3	15.6	18.7	17.5	18.7
LNR (tỷ đồng)	3,882	2,623	3,989	5,625	6,487	7,012
EPS (VND)	970	656	997	1,406	1,622	1,753
ROE (%)	9.1	6.2	8.5	10.5	11.6	11.4
P/E (x)	36.6	54.1	35.6	25.2	21.9	20.3
P/B (x)	2.7	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	78,448	78,062	83,384	86,514	93,059	99,289
VCSH (tỷ đồng)	53,516	54,977	58,397	62,601	68,600	75,216

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.

* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.

* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336
