

Báo cáo Chiến lược 2026

KHỞI ĐẦU CỦA KHÁT VỌNG

EMERGING MARKET

START

Tổng quan

Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2025 khởi đầu với tâm lý đầy lạc quan khi trước ngưỡng cửa của một chu kỳ tăng trưởng mới. Chỉ số VN-Index đã phục hồi 55% so với đáy tháng 4/2025 và đang hướng tới năm tăng điểm thứ ba liên tiếp. Việc chuyển đổi trạng thái từ phục hồi hậu khủng hoảng sang tăng trưởng bền vững đang diễn ra rõ nét, với sự đồng hành của nhà đầu tư trong nước, giúp cải thiện thanh khoản, cùng những bước đi mạnh mẽ của quá trình cải cách thể chế.

Chúng tôi duy trì mục tiêu VN-Index năm 2026 ở mức 1.800 điểm trong kịch bản cơ sở, phản ánh dư địa tăng trưởng từ cả nền tảng cơ bản lẫn định giá. Với hệ số P/E dự phóng 2026 khoảng 12 lần, thị trường hiện vẫn đang giao dịch thấp hơn mức trung bình 10 năm (14 lần) và thấp hơn đáng kể so với trung bình 2 chu kỳ tăng giá gần nhất (15–16 lần). Trong bối cảnh định giá hấp dẫn, lợi nhuận doanh nghiệp cải thiện và dòng vốn ngoại dần quay trở lại, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn còn dư địa để được định giá lại ở mức cao hơn.

Động lực vĩ mô vẫn là nền tảng quan trọng. Nền kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao theo trong chu kỳ 5 năm 2026 - 2030, với mục tiêu tăng trưởng GDP hai con số mỗi năm. Các cải cách mang tính cấu trúc - bao gồm đẩy mạnh phát triển thị trường vốn, chuyển đổi số, và đầu tư cơ sở hạ tầng - sẽ củng cố vai trò dẫn dắt tăng trưởng của khu vực tư nhân trong nền kinh tế. Trong khi đó, chu kỳ nới lỏng chính sách tiền tệ toàn cầu sắp tới được kỳ vọng sẽ giảm áp lực lên tỷ giá, hỗ trợ Ngân hàng Nhà nước duy trì mặt bằng lãi suất hợp lý và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Câu chuyện nâng hạng là một động lực mới cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc Việt Nam chính thức được nâng hạng lên thị trường mới nổi theo phân loại của FTSE Russell (từ tháng 9/2026), và trong tương lai có thể đáp ứng các tiêu chuẩn của MSCI Emerging Market, được kỳ vọng sẽ thu hút khoảng 1,6 tỷ USD dòng vốn thụ động từ các quỹ ETF, chưa kể đến lượng vốn lớn hơn đáng kể từ các quỹ chủ động. Cột mốc này không chỉ phản ánh tiềm năng thu hút dòng vốn, mà còn đánh dấu vị thế mới của Việt Nam trên bản đồ đầu tư toàn cầu.

Bối cảnh thị trường chứng khoán tiếp tục có nhiều biến chuyển tích cực với động lực đến từ khối nhà đầu tư trong nước hiện chiếm hơn 90% giá trị giao dịch, giúp bù đắp dòng tiền rút ròng của khối ngoại. Đồng thời, kế hoạch IPO sắp tới do các doanh nghiệp vốn hóa lớn dẫn dắt như TCBS, VPS và CTCP Hạ tầng Gelex (Gelex Infrastructure) cho thấy sự tự tin trở lại của khối doanh nghiệp cũng như hứa hẹn gia tăng chiều sâu thị trường trong năm 2026. Nếu được triển khai hợp lý, chu kỳ huy động vốn này sẽ thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư và đa dạng hóa danh mục ngành nghề trên thị trường chứng khoán.

Dòng tiền có thể xoay trục từ nhóm có câu chuyện phục hồi sang các cổ phiếu có chất lượng tăng trưởng bền vững. Ngành ngân hàng tiếp tục giữ vai trò cốt lõi, được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng trên 17%. Trong khi đó, nhóm hàng tiêu dùng được kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ sự cải thiện về thu nhập khả dụng và các chính sách hỗ trợ. Ngành vật liệu xây dựng có thể hưởng lợi từ giải ngân đầu tư công đạt mức kỷ lục, trong khi ngành công nghệ thông tin mang lại cơ hội chọn lọc sau giai đoạn điều chỉnh định giá. Các nhóm ngành như phân bón và hóa chất vẫn duy trì biên lợi nhuận ổn định, được thúc đẩy bởi những thay đổi tích cực về mặt chính sách.

Trong bối cảnh đó, rủi ro vẫn cần được theo dõi chặt chẽ. Dư nợ margin ở mức cao cùng với việc gia tăng sử dụng đòn bẩy từ nhà đầu tư cá nhân có thể khuếch đại biến động, đặc biệt nếu tâm lý thị trường thay đổi đột ngột. Đà tăng của thị trường bất động sản, đặc biệt ở khía cạnh về giá, có thể chững lại sau giai đoạn phục hồi mạnh, làm phát sinh rủi ro lan tỏa sang chất lượng tín dụng. Trong khi đó, các xung đột thương mại toàn cầu và áp lực từ thuế quan vẫn là những yếu tố bất định từ môi trường kinh doanh bên ngoài.

Nhìn chung, năm 2026 đánh dấu sự khởi đầu của một chương mới cho Thị trường Chứng khoán Việt Nam - nơi cải cách chính sách, mở cửa thị trường và sự tham gia ngày càng sâu rộng của nhà đầu tư hội tụ để tạo nên một câu chuyện tăng trưởng bền vững và hội nhập toàn cầu hơn. Thị trường không còn trong chế độ phục hồi nữa - mà đang "bứt phá sau nâng hạng", với chu kỳ tăng giá tiếp theo chỉ mới bắt đầu.

MỤC LỤC

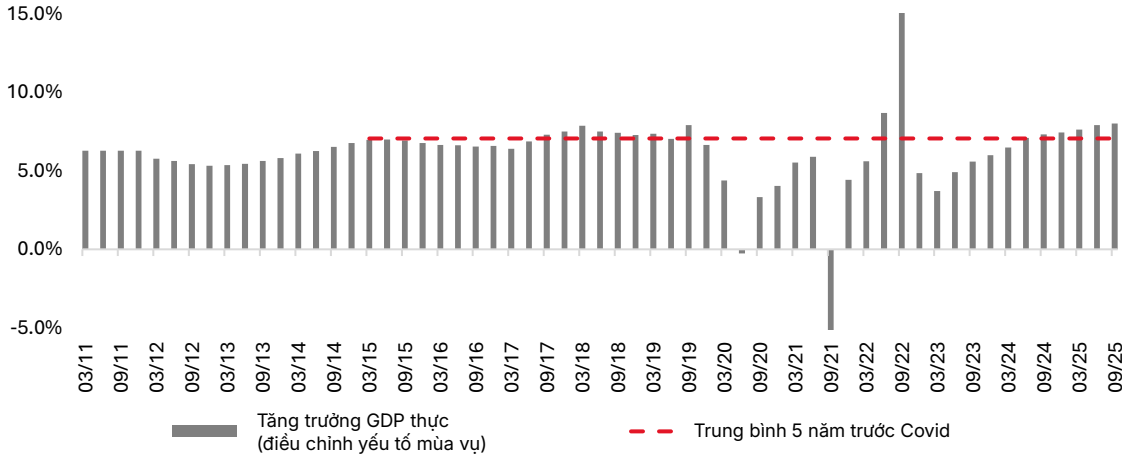
TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2026	4
Điểm lại kinh tế Việt Nam 2025: Về đích xinh tươi	4
Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026: Thu hoạch sớm từ Cải cách Thể chế.....	6
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG NĂM 2026	10
Nhìn lại năm 2025: Từ phục hồi đến bứt phá	10
Triển vọng năm 2026: Bước tiến mới của chu kỳ tăng trưởng	14
Chủ đề đầu tư và triển vọng ngành	17
Rủi ro và các yếu tố cần theo dõi	18
Kết luận: Bứt phá sau bước ngoặt Nâng hạng	19
TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2026	20
Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Bán lẻ: Sự trỗi dậy của thương mại hiện đại	20
Hàng tiêu dùng Thiết yếu – Ưu tiên cổ phiếu tăng trưởng hơn nhóm phòng thủ	23
Dầu khí: Triển vọng toàn cầu yếu, điểm sáng đến từ thị trường nội địa.....	26
Tài chính - Ngân hàng: Từ quy mô tín dụng sang chất lượng tín dụng	29
Tài chính - Chứng khoán: Khi chính sách đi vào cuộc sống.....	35
Công nghiệp - Vận tải: Chuẩn bị chịu tác động của thuế quan	40
Công nghiệp - Xây dựng: Backlog tăng với ngành bất động sản hồi phục và đầu tư công tăng tốc.....	42
CNTT & Viễn thông: Triển vọng hồi phục của chi tiêu CNTT dù bất ổn toàn cầu vẫn kéo dài.....	46
Nguyên Vật liệu - Phân bón: Khấu trừ thuế GTGT và chi phí đầu vào thấp thúc đẩy lợi nhuận	49
Nguyên Vật liệu - Thép: Nới lỏng thúc đẩy tăng trưởng.....	53
Bất động sản - Bất động sản Khu công nghiệp: Chờ đợi từ những người thuê mới sau thuế đối ứng của Mỹ	56
Bất động sản - Bất động sản Nhà ở: Phục hồi với nguồn cung tăng mạnh	59
Tiện ích - Điện: Động lực thúc đẩy và là nền tảng để tăng trưởng kinh tế.....	63
THÔNG TIN LIÊN HỆ.....	67

TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2026

Điểm lại kinh tế Việt Nam 2025: Về đích xinh tươi

Nền kinh tế Việt Nam năm 2025 tiếp tục thể hiện sức chống chịu ấn tượng, bất chấp môi trường toàn cầu còn nhiều bất định. Số liệu ước tính 9 tháng đầu năm cho thấy tăng trưởng GDP cả năm có thể đạt khoảng 8%, ngưỡng cận trên trong khoảng dự báo của SSIResearch. Tốc độ này không chỉ vượt trội so với phần lớn các nền kinh tế trong khu vực, mà còn phù hợp với quỹ đạo tăng trưởng tiềm năng dài hạn của Việt Nam.

Tăng trưởng GDP thực theo quý (điều chỉnh yếu tố mùa vụ)

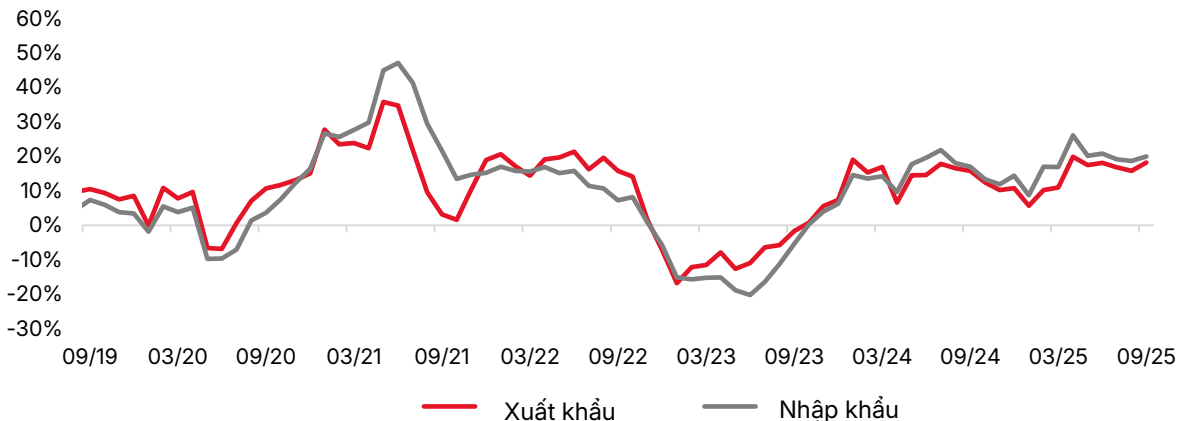


Nguồn: CEIC, SSI Research

Năm 2025 là năm nổi bật, không chỉ nằm ở sức mạnh tăng trưởng mà còn ở tốc độ cải cách. Chính phủ đã đẩy nhanh tiến trình tái cấu trúc thể chế, tạo điều kiện thuận lợi cho sản xuất kinh doanh và phân quyền mạnh mẽ hơn cho các địa phương, đồng thời thực thi khuôn khổ hợp tác công – tư (PPP) mới nhằm thúc đẩy vai trò của khu vực tư nhân trong phát triển kinh tế.

Dù vậy, vẫn còn những thách thức đáng lưu ý. Chủ nghĩa bảo hộ thương mại gia tăng và các biện pháp áp thuế đối ứng khiến hoạt động thương mại quốc tế trở nên phức tạp hơn. Tuy nhiên, khu vực xuất khẩu của Việt Nam đã cho thấy khả năng thích ứng vượt trội, khi chủ động đẩy mạnh giao hàng sớm và khai thác các cơ hội mới hậu thuế quan. Điều này phản ánh năng lực cạnh tranh nội tại và mức độ gắn kết cao của Việt Nam trong chuỗi cung ứng khu vực.

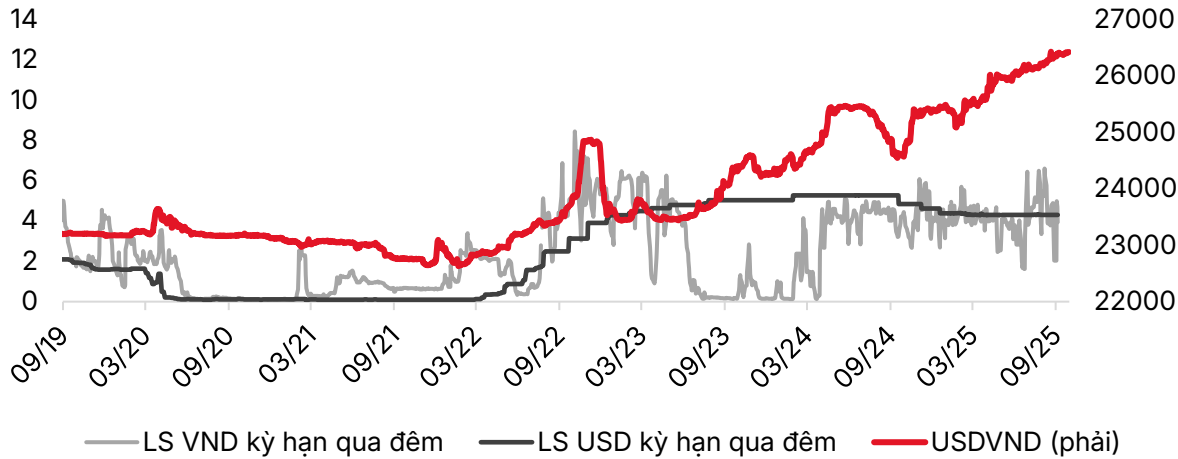
Tăng trưởng xuất nhập khẩu hàng tháng (% svck)



Nguồn: Cục Thống kê, SSI Research

Yếu tố cần theo dõi sát là biến động tỷ giá. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) vẫn duy trì chính sách can thiệp hạn chế, chủ yếu thông qua hợp đồng kỳ hạn có điều khoản hủy ngang (cancellable forward), trong khi dự trữ ngoại hối chỉ ở mức đủ theo tiêu chuẩn ARA của IMF. Đà tăng mạnh của giá vàng và tài sản số gần đây gây gia tăng biến động trên thị trường ngoại hối, tạo thêm thách thức trong điều hành chính sách tiền tệ.

Lãi suất liên ngân hàng và biến động USD/VND



Nguồn: Cục Thống kê, SSI Research

Mặc dù vậy, sự phối hợp giữa đà tăng trưởng ổn định và tiến trình cải cách mạnh mẽ trong năm 2025 đang tạo dựng nền tảng vững chắc cho giai đoạn bứt phá chiến lược của Việt Nam trong năm 2026.

Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026: Thu hoạch sớm từ Cải cách Thể chế

Năm 2026 đánh dấu năm đầu tiên của Kế hoạch phát triển kinh tế – xã hội 5 năm (2026–2030), đồng thời cũng có thể là chu kỳ chính sách tham vọng nhất trong lịch sử của Việt Nam. Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 10%, thể hiện quyết tâm rút ngắn khoảng cách phát triển với các nước trong khu vực và tiến gần hơn đến nhóm quốc gia thu nhập trung bình cao trong thập kỷ tới. Với đà cải cách đang đẩy mạnh và chính sách điều hành ngày càng linh hoạt, năm 2026 có thể trở thành bước ngoặt đột phá nếu quá trình thực thi được triển khai hiệu quả. Nền móng đã chắc chắn, và yếu tố quyết định giờ đây chính là năng lực triển khai.

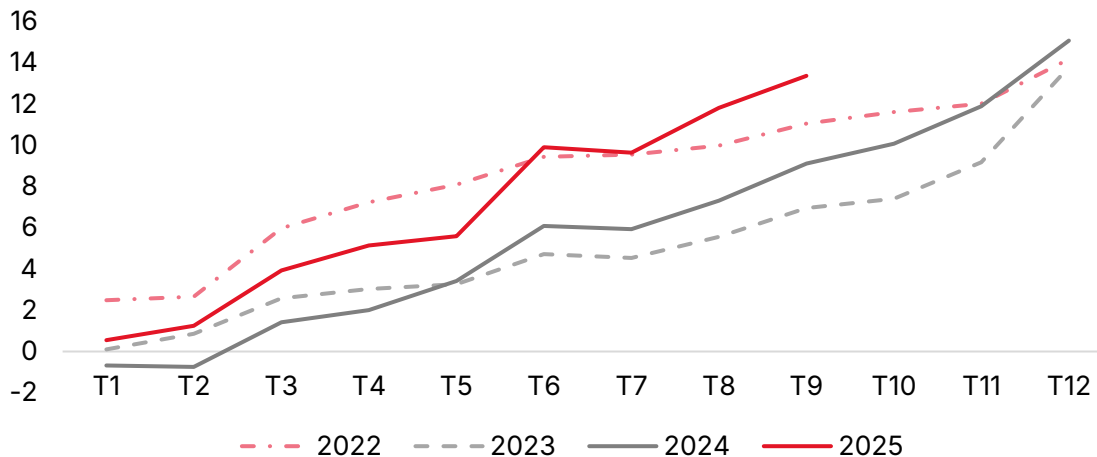
Tâm điểm động lực tăng trưởng trong nước

Trong bối cảnh nhu cầu bên ngoài vẫn chịu ảnh hưởng bởi bất ổn toàn cầu, các động lực tăng trưởng nội địa sẽ đóng vai trò then chốt. Đầu tư công vào hạ tầng và tiêu dùng hộ gia đình được kỳ vọng dẫn dắt đà tăng trưởng, nhờ chính sách tài khóa mở rộng và niềm tin thu nhập cải thiện (được củng cố bởi các biện pháp hỗ trợ như giảm thuế VAT hoặc thuế TNCN). Chính phủ tập trung đẩy nhanh giải ngân đầu tư công và phát triển chuỗi giá trị nội địa, nhằm duy trì đà tăng trưởng bền vững. Về trung hạn, chất lượng của nhu cầu nội địa, thay vì chỉ là quy mô sẽ trở thành yếu tố quyết định, hướng tới mô hình tăng trưởng dựa trên năng suất và hiệu quả.

Chính sách tiền tệ: Bước sang trang mới

Việc xóa bỏ trần tăng trưởng tín dụng đánh dấu một bước tiến quan trọng trong quá trình hiện đại hóa khuôn khổ chính sách tiền tệ. Thay đổi quan trọng này cho phép các ngân hàng phân bổ vốn hiệu quả hơn, gắn tăng trưởng tín dụng với quản trị rủi ro và lợi nhuận, thay vì chạy theo quy mô tín dụng đơn thuần. Trong kịch bản cơ sở, lãi suất được kỳ vọng duy trì ổn định; còn trong trường hợp thuận lợi, lãi suất điều hành có thể giảm thêm khoảng 50 điểm cơ bản, tạo điều kiện thúc đẩy tín dụng và đầu tư kinh doanh. Dù áp lực tỷ giá có thể vẫn còn, mức độ biến động được dự báo giảm so với năm 2025, nhờ chi phí USD toàn cầu thấp hơn và quản lý thanh khoản ngoại hối hiệu quả hơn.

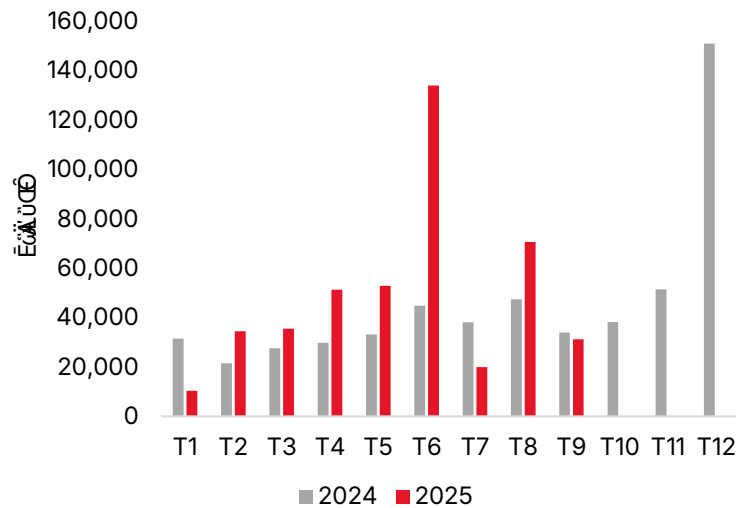
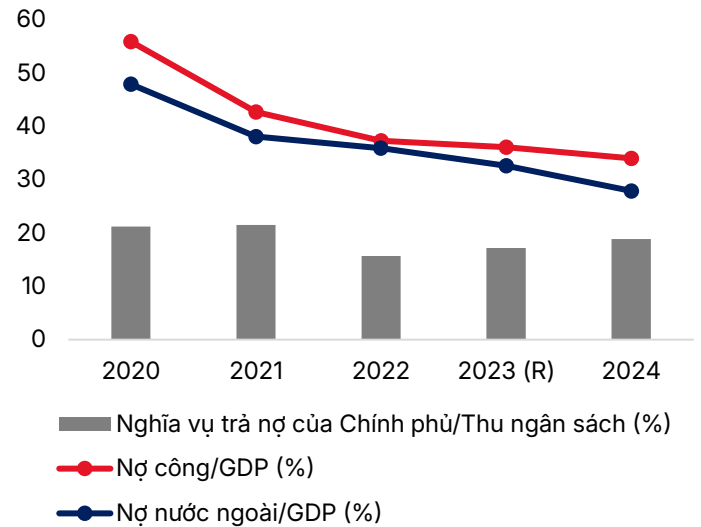
Tăng trưởng tín dụng (%)



Nguồn: SSI Research

Chính sách tài khóa: Thực thi là chìa khóa

Bước vào năm 2026, Việt Nam sở hữu dư địa tài khóa dồi dào và bảng cân đối ngân sách lành mạnh hàng đầu khu vực. Việc Quốc hội cho phép Chính phủ được sửa đổi các luật và nghị quyết liên quan đến tăng trưởng từ đầu năm 2027 mang lại sự linh hoạt và chủ động trong thực thi chính sách. Thách thức lớn nhất không nằm ở năng lực tài khóa, mà ở hiệu quả triển khai. Giải ngân nhanh và đúng mục đích nguồn vốn đầu tư công – đặc biệt trong hạ tầng, năng lượng và logistics sẽ là yếu tố then chốt giúp duy trì tốc độ tăng trưởng vượt tiềm năng.

Giải ngân đầu tư công**Tỷ lệ nợ công/GDP và Nợ chính phủ/Thu NSNN (%)**

Nguồn: SSI Research

Rủi ro: Bất động sản cần được điều tiết thận trọng

Ngành bất động sản vừa là động lực tăng trưởng, vừa là rủi ro tiềm ẩn. Sau giai đoạn điều chỉnh kéo dài, tâm lý thị trường đang dần cải thiện, được hỗ trợ bởi chính sách quản lý hỗ trợ và mặt bằng lãi suất ổn định. Tuy nhiên, quá trình phục hồi cần được điều tiết hợp lý, vừa khôi phục nhu cầu nhà ở thực, vừa tránh tái diễn tình trạng đầu cơ quá mức. Thị trường bất động sản phục hồi lành mạnh sẽ giúp ổn định các lĩnh vực liên quan (xây dựng, vật liệu, tài chính) và củng cố niềm tin cho toàn nền kinh tế.

Kế hoạch 5 năm 2026-2030: Đầu tư cho chuyển đổi

Chiến lược phát triển kinh tế xã hội 2026-2030 đánh dấu bước chuyển đổi mô hình tăng trưởng của Việt Nam, hướng tới sự cân bằng giữa nền tảng công nghiệp và khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo. Trong bối cảnh phân mảnh thương mại toàn cầu và cạnh tranh ngày càng gay gắt, tăng trưởng dài hạn của Việt Nam sẽ phụ thuộc vào khả năng thực thi chiến lược và năng lực thể chế.

Ưu tiên chính sách chiến lược

- Tái cấu trúc xuất khẩu theo hướng gia tăng giá trị (thương hiệu), hàm lượng công nghệ cao và tiêu chuẩn xanh.
- Thúc đẩy tiêu dùng nội địa thông qua nội địa hóa và hiện đại hóa hệ thống bán lẻ.
- Huy động nguồn vốn tư nhân thông qua mô hình đối tác công – tư (PPP) và phát triển sâu hơn thị trường vốn.
- Chuyển đổi sang nền kinh tế số, xanh và tuần hoàn, thúc đẩy hình thành các cụm công nghệ cao và trung tâm đổi mới sáng tạo vùng.

Cốt lõi của định hướng này là tận dụng tối đa nguồn lực tư nhân, bằng cách sử dụng vốn công để dẫn dắt và kích hoạt dòng vốn tư nhân, đi kèm với cơ chế giám sát dựa trên kết quả đầu ra. Các mô hình PPP sáng tạo, chẳng hạn như hình thức “đầu tư công, quản lý tư” có thể giúp nâng cao hiệu quả triển khai trong các lĩnh vực hạ tầng, năng lượng, y tế và giáo dục. Cách tiếp cận này không chỉ tăng cường vai trò của doanh nghiệp nội địa, mà còn giúp củng cố sức mạnh của các tập đoàn tư nhân lớn, đồng thời tạo điều kiện để doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng trong nước.

Song song với đó, Việt Nam cũng cần tái định hình chiến lược thu hút FDI, chuyển trọng tâm từ ưu đãi thuế – vốn đang bị thách thức bởi thuế tối thiểu toàn cầu sang các gói hỗ trợ toàn diện bao gồm tiếp cận đất đai thuận lợi, cơ chế cấp phép nhanh, hỗ trợ tài chính trực tiếp và phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao. Trọng tâm thu hút cần hướng tới các ngành công nghệ cao, xanh và tuần hoàn, với liên kết chặt chẽ hơn với khu vực doanh nghiệp trong nước.

Quy mô đầu tư: Tham vọng đi cùng năng lực

Bộ Tài chính dự kiến tổng vốn đầu tư công giai đoạn 2026-2030 đạt khoảng 8.500 nghìn tỷ đồng (tương đương 310-320 tỷ USD) tăng 181% so với kế hoạch 5 năm trước (3.025 nghìn tỷ đồng, tương đương 123,6 tỷ USD). Dù con số này thể hiện mức độ tham vọng cao, dư địa tài khóa của Việt Nam cho thấy mục tiêu này hoàn toàn khả thi. Với tỷ lệ nợ công khoảng 32% GDP, ngay cả khi tăng dần lên khoảng 47% vào năm 2030, vẫn nằm trong ngưỡng bền vững. Đáng chú ý, Chính phủ đặt mục tiêu giới hạn tổng số dự án dưới 3.000, nhằm tập trung vốn cho các công trình trọng điểm và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, thay vì dàn trải cho nhiều dự án.

Tuy nhiên, thành công cuối cùng sẽ phụ thuộc vào khâu thực thi. Việc quản lý và điều phối đầu tư ở quy mô lớn chưa từng có này sẽ là bài kiểm tra năng lực phối hợp hành chính và quản trị dự án của Việt Nam. 5 năm tới sẽ không chỉ là phép thử về sức mạnh tài chính, mà còn là phép thử về năng lực thể chế và hiệu quả thực thi chính sách.

	2021-2025	2026-2030
Đầu tư công trung hạn (tỷ USD)	123,6	315
So với GDP	5,73%	10,26%
So với thu NSNN	31,61%	33,48%

Nguồn: Bộ Tài chính, SSI Research

Phát triển Thị trường Vốn Việt Nam: Từ Cận biên đến Thị trường Mới nổi

Song song với tiến trình cải cách thể chế toàn diện, thị trường vốn Việt Nam đang trải qua một giai đoạn chuyển mình mạnh mẽ. Nỗ lực hướng tới nâng hạng lên Thị trường Mới nổi theo tiêu chuẩn của FTSE Russell thể hiện rõ quyết tâm của Chính phủ trong việc hội nhập sâu hơn với chuẩn mực quốc tế và thu hút dòng vốn tổ chức dài hạn.

Những bước tiến gần đây về khung pháp lý như Thông tư 03/2025 và 25/2025 đã xóa bỏ yêu cầu hợp pháp hóa lãnh sự, công nhận kết nối SWIFT và cho phép ngân hàng lưu ký toàn cầu quản lý tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài. Các biện pháp này giúp giảm đáng kể rào cản gia nhập và chi phí vận hành cho khối nhà đầu tư quốc tế.

Bổ sung cho tiến trình này là Nghị định 245/2025 (sửa đổi Nghị định 155/2020), mang lại các cải cách sâu hơn về cấu trúc thị trường, bao gồm:

- Không cho phép quy định tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa thấp hơn mức pháp luật cho phép
- Yêu cầu công bố tỷ lệ sở hữu nước ngoài hàng ngày bởi Trung tâm Lưu ký và Bù trừ chứng khoán (VSDC).
- Xây dựng khuôn khổ pháp lý cho Cơ chế Đối tác bù trừ trung tâm (CCP), dự kiến vận hành trong Q1/2027.
- Rút ngắn và đơn giản hóa quy trình từ IPO đến niêm yết.

Cùng với việc triển khai hệ thống giao dịch KRX và áp dụng mô hình thanh toán không yêu cầu ký quỹ trước (non-prefunding), những bước tiến này sẽ giúp cải thiện đáng kể tính minh bạch, quản trị rủi ro và hiệu quả vận hành các yếu tố cốt lõi để đáp ứng tiêu chí nâng hạng của FTSE và MSCI.

Ý nghĩa Chiến lược của Việc Nâng hạng FTSE Russell

Việc được FTSE nâng hạng không chỉ mang tính biểu tượng mà còn đánh dấu bước ngoặt cấu trúc trong mô hình tăng trưởng của Việt Nam. Với tỷ lệ tín dụng/GDP tiệm cận 140%, nền kinh tế không thể mãi dựa vào hệ thống ngân hàng như kênh cung vốn chủ đạo. Việc phát triển thị trường vốn sâu rộng hơn sẽ giúp đa dạng hóa kênh huy động, phân tán rủi ro, và huy động nguồn vốn dài hạn cho đầu tư hạ tầng, đổi mới sáng tạo và mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Trước thềm đợt đánh giá tháng 3/2026, vấn đề kỹ thuật còn được xem xét liên quan đến **đơn giản hóa thủ tục mở tài khoản cho nhà đầu tư tổ chức nước ngoài**. Cụ thể, *Hội đồng IGB của FTSE Russell đã xem xét kỹ lưỡng phản hồi từ các Ủy ban Tư vấn liên quan đến vai trò hạn chế của các công ty chứng khoán toàn cầu trong giao dịch tại Việt Nam. Dù đây không phải là điều kiện bắt buộc để nâng hạng lên thị trường Mới nổi thứ cấp, IGB nhấn mạnh rằng khả năng mô phỏng chỉ số là yếu tố quan trọng. Do đó, việc cho phép nhà đầu tư tổ chức giao dịch thông qua các công ty chứng khoán toàn cầu được xem là cần thiết để tiến trình nâng hạng được triển khai. FTSE Russell ghi nhận nỗ lực của cơ quan quản lý Việt Nam trong việc xây dựng mô hình phù hợp, hướng tới chuẩn mực quốc tế, giảm rủi ro đối tác và tăng niềm tin nhà đầu tư.*

Một hướng tiếp cận thực tiễn và thân thiện với thị trường là cho phép nhà đầu tư tổ chức nước ngoài ủy quyền cho công ty chứng khoán toàn cầu giao dịch thay mặt mình. Theo mô hình này, nhà đầu tư chỉ cần được cấp mã giao dịch chứng khoán (STC), ủy quyền cho công ty chứng khoán toàn cầu và có thể giao dịch ngay. Việc sửa đổi quy định liên quan có thể hoàn tất trong vòng hai tháng, đủ thời gian để triển khai và đánh giá trước kỳ đánh giá của FTSE Russell vào tháng 3/2026.

Chúng tôi cho rằng các nội dung đang được xem xét là đơn giản và khả thi, có thể giúp tối ưu hóa hoạt động của các thành viên thị trường, đồng thời thiết lập cơ chế giải quyết tranh chấp rõ ràng và hiệu quả. Với kinh nghiệm thực tiễn sẵn có, việc ban hành quy định mới sẽ chỉ giúp tăng tính hiệu quả và khả năng vận hành của thị trường.

Việc được FTSE Russell công nhận không phải là đích đến, mà là bộ phóng cho quá trình hội nhập sâu hơn vào hệ thống tài chính toàn cầu. Đây là kết quả của sự phối hợp chặt chẽ giữa cơ quan quản lý Việt Nam và FTSE Russell, đặt nền móng cho hạ tầng thị trường hiện đại, đa dạng hóa sản phẩm, và nâng cao mức độ bảo vệ nhà đầu tư. Trong quá trình hướng tới một thị trường vốn cân bằng, minh bạch và gắn kết hơn với thế giới, các cải cách hiện nay sẽ đóng vai trò nền tảng hình thành một hệ sinh thái tài chính vững mạnh, có khả năng hỗ trợ các mục tiêu tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế.

Sau Nâng hạng – Hành trình từ cải cách đến bứt phá

Câu chuyện của Việt Nam bước sang năm 2026 là sự giao thoa giữa động lực và bản lĩnh. Nền kinh tế tiến vào giai đoạn đầu của kế hoạch 5 năm mới với tăng trưởng mạnh mẽ, cải cách thực chất và niềm tin nhà đầu tư được củng cố. Nếu 2025 là năm đặt nền móng, thì 2026 sẽ là năm tăng tốc, khi cải cách thể chế, linh hoạt tài khóa và hiện đại hóa thị trường cùng hội tụ. Nâng hạng FTSE không chỉ là sự ghi nhận, mà còn là sự khẳng định uy tín thể chế và độ tin cậy chính sách của Việt Nam. Chặng đường phía trước còn nhiều thách thức, nhưng hướng đi đã rõ ràng: từ cải cách đến đột phá. Sự trỗi dậy của Việt Nam giờ đây không còn là kỳ vọng mà là một tiến trình đang diễn ra.

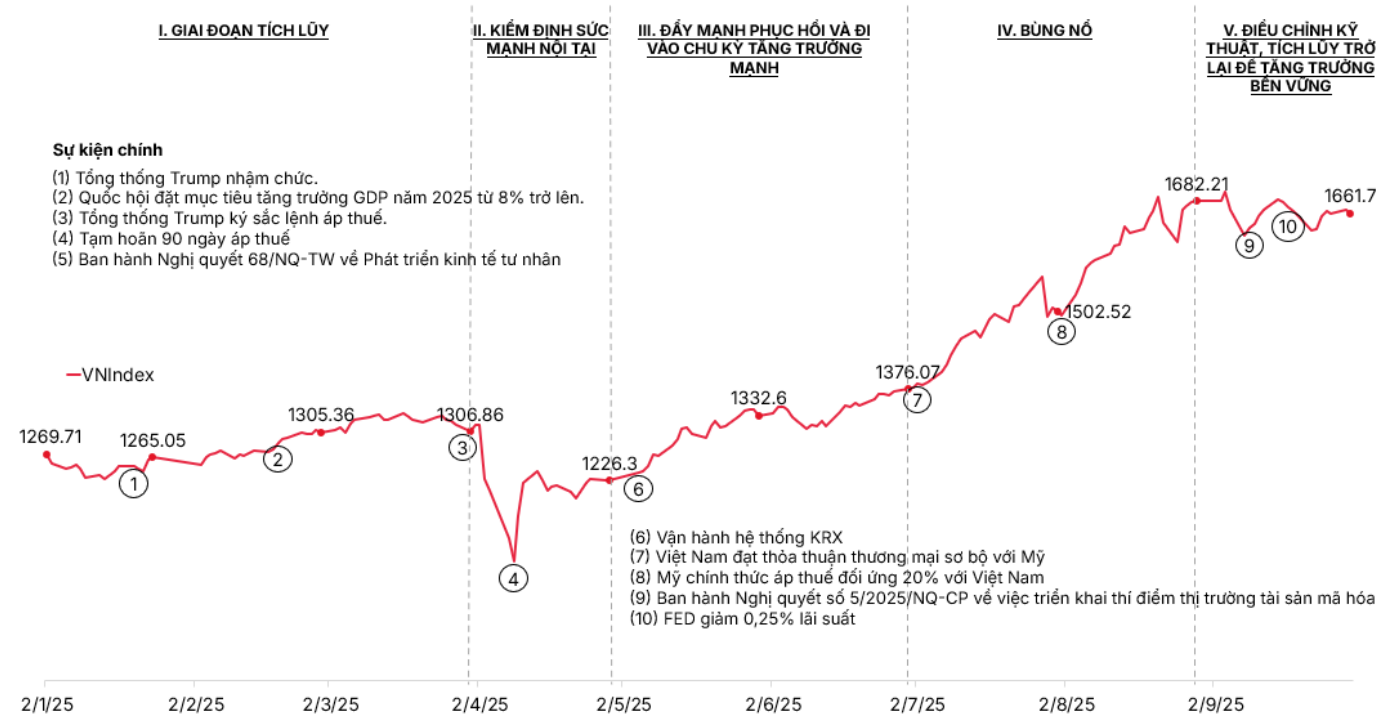
Dự báo các chỉ số kinh tế vĩ mô chính

	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng GDP (%-2010p)	8,02	5,05	7,1	8,1	8,5-9,0
CPI (trung bình, %svck)	3,15	3,25	3,6	3,8	4
Xuất khẩu (tỷ USD)	371	356	405	472	545
Tăng trưởng (% svck)	10,4%	-4,5%	14,3%	16,5%	15,5%
Nhập khẩu (tỷ USD)	359	326	381	450	529
Tăng trưởng (% svck)	8,00%	-9,10%	16,70%	18,20%	17,50%
Doanh số bán lẻ danh nghĩa (% svck)	21,70%	6,70%	9,00%	10,50%	12%
Tỷ giá USD/VND (cuối năm)	23.780	24.270	25.485	26.200	26.460
Cán cân tài khoản vãng lai (tỷ USD)	-1,2	28,2	24,8	12	14
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	87	92	83	80	85
Tăng trưởng tín dụng (% YTD)	14,2	13,7	15,1	20	16
Lãi suất tiền gửi VND 12 tháng (% cuối năm)	10,5	4,8	5,5	5,8 - 6,0	5,8 - 6,0

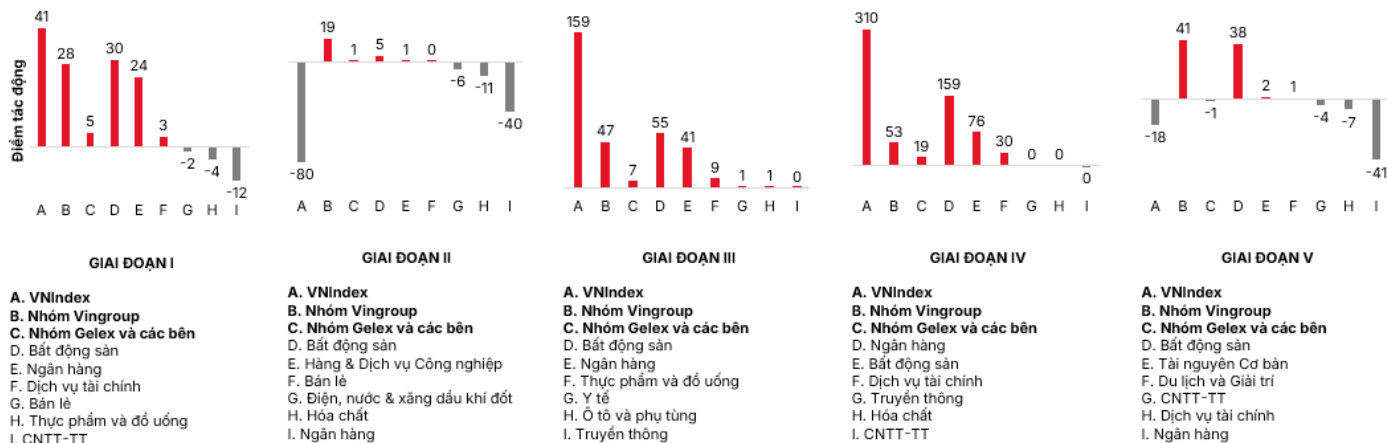
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG NĂM 2026

Nhìn lại năm 2025: Từ phục hồi đến bất phá

Biểu đồ: Các giai đoạn chính trong chu kỳ tăng trưởng của TTCK Việt Nam năm 2025



Điểm tác động của các nhóm ngành lên VNIndex



Nguồn: SSI Research

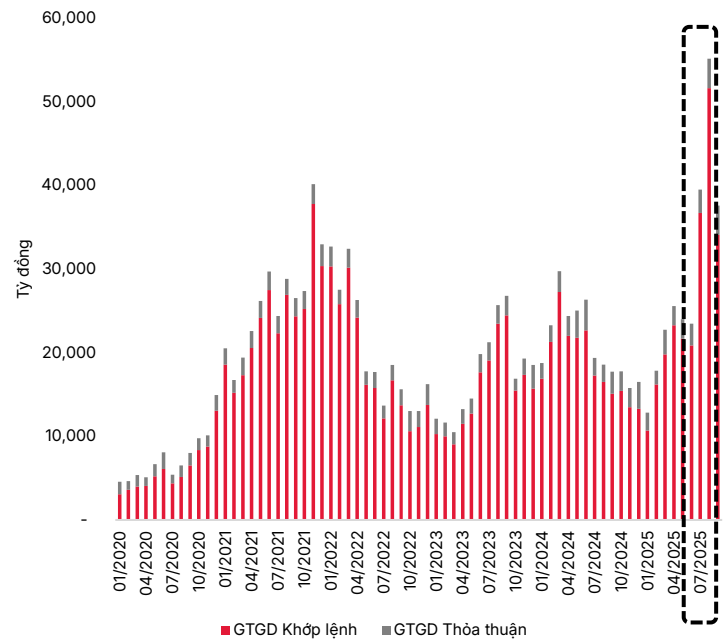
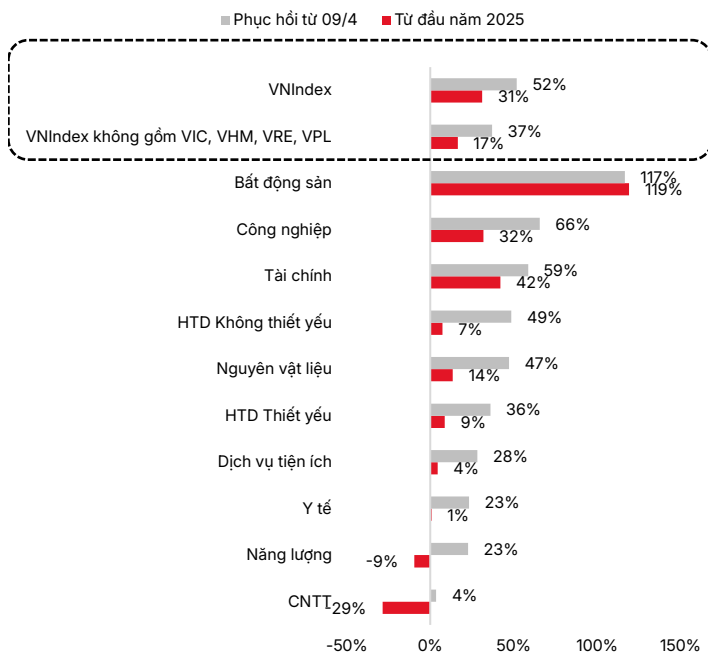
Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2025 ghi dấu sự chuyển đổi trạng thái rõ nét – từ phục hồi thận trọng sau khủng hoảng sang những bước đi đầu tiên của một chu kỳ tăng trưởng mới. Tính đến cuối tháng 9, VN-Index đã tăng 31%, khép lại ở mức 1.661,7 điểm và lập đỉnh lịch sử 1.711,5 điểm trong đầu tháng 9. Đà tăng này không mang tính đầu cơ ngắn hạn,

mà phản ánh sự cải thiện vững chắc của các yếu tố nền tảng, môi trường chính sách minh bạch hơn và sự tham gia ngày càng sâu rộng của nhà đầu tư trong nước.

Vốn hóa thị trường tăng 27% svck, đạt 9,1 triệu tỷ đồng, trong khi giá trị giao dịch bình quân phiên tăng 36% lên 28,7 nghìn tỷ đồng, đạt đỉnh 44 nghìn tỷ đồng trong quý 3. Thanh khoản phục hồi mạnh cho thấy khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư cải thiện, được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ nới lỏng và kết quả kinh doanh khả quan của doanh nghiệp. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) duy trì chính sách hỗ trợ tăng trưởng xuyên suốt, giữ mặt bằng lãi suất điều hành ở mức thấp, với tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt 19-20%.

Biểu đồ: VN-Index và các ngành đã phục hồi mạnh mẽ từ ngày 9/4

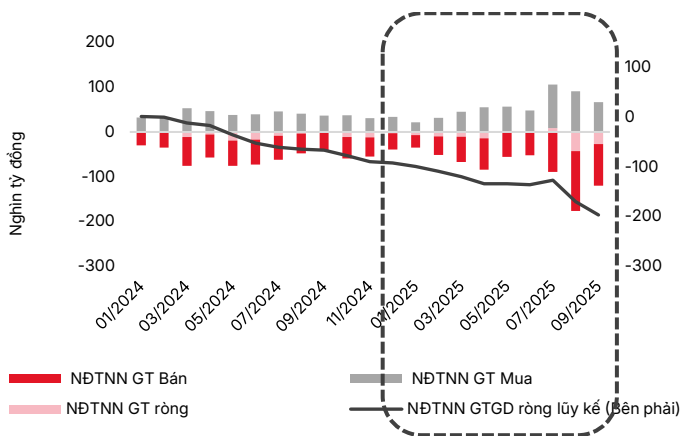
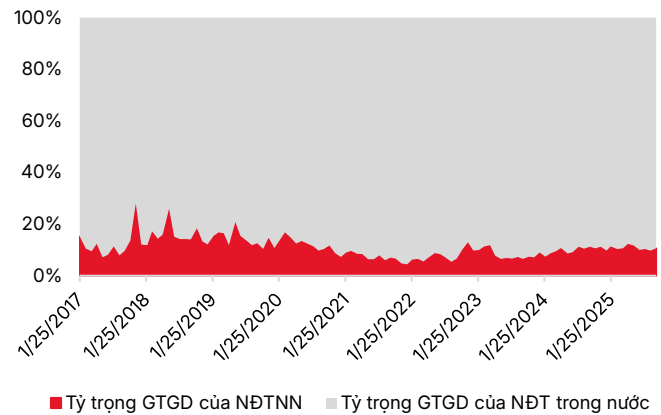
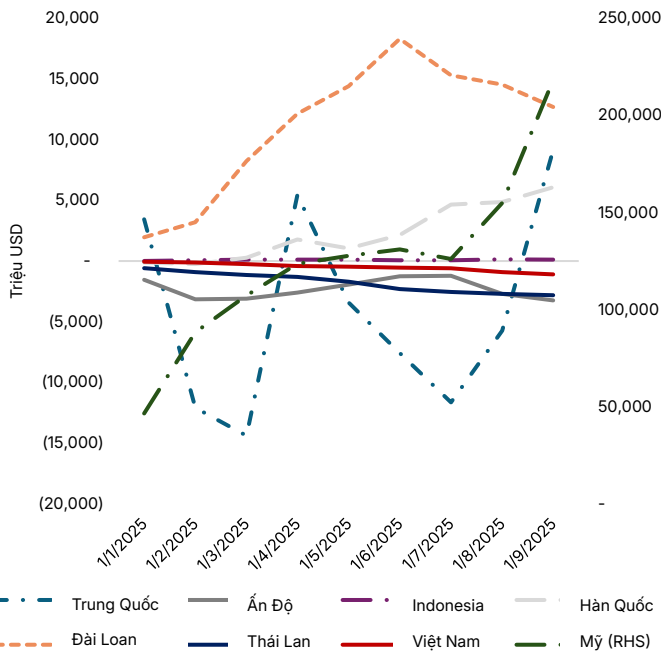
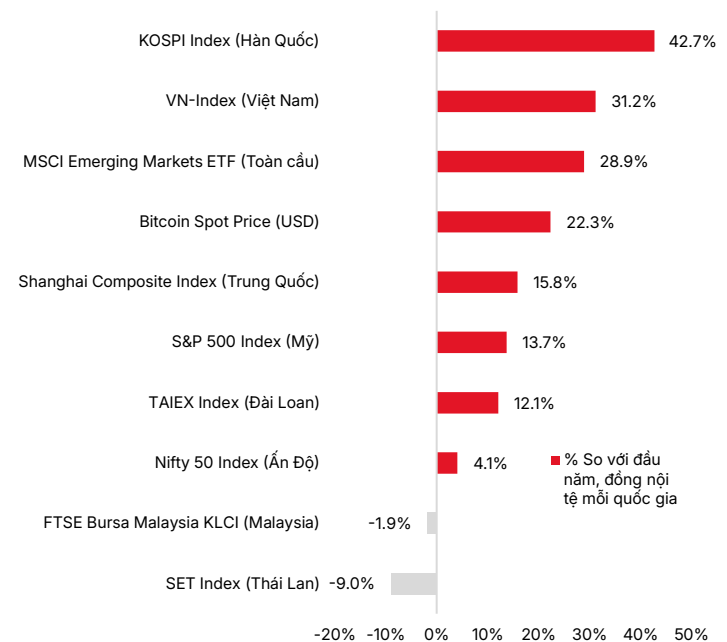
Biểu đồ: Thanh khoản theo đó cũng được hỗ trợ tăng cao



Nguồn: SSI Research

Cùng với đó, chính sách tài khóa cũng trở nên chủ động hơn. Chính phủ đẩy nhanh giải ngân đầu tư công trong năm cuối của chu kỳ phát triển 2021-2025 và gia hạn chính sách giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026, qua đó củng cố sức cầu nội địa. Các biện pháp đồng bộ này góp phần tạo nền tảng vĩ mô ổn định, hỗ trợ quá trình mở rộng của thị trường chứng khoán.

Dù đà tăng dẫn dắt bởi dòng tiền nội địa, khối ngoại vẫn thận trọng trước một số yếu tố ngắn hạn. Đà bán ròng tập trung trong các giai đoạn tháng 3-4 và tháng 8-9, chủ yếu do VND mất giá 3,4%, hoạt động chốt lời tại các nhóm cổ phiếu đã tăng mạnh và sự dịch chuyển dòng vốn toàn cầu sang thị trường Mỹ và Trung Quốc. Tuy nhiên, sự phân kỳ giữa dòng vốn ngoại và động lực trong nước không phải là điều mới – các giai đoạn tương tự năm 2016 và 2021 đều chứng kiến dòng vốn ngoại quay trở lại khi vĩ mô ổn định và định giá thị trường trở nên rõ ràng hơn.

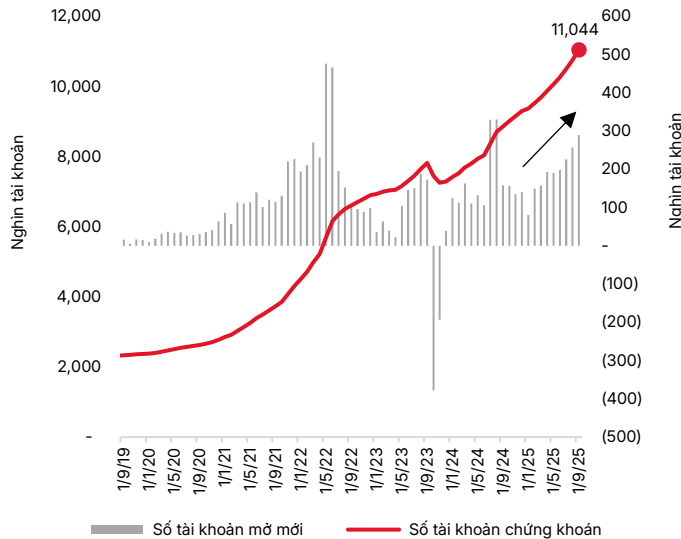
Chart: Giá trị ròng khối ngoại hàng tháng và lũy kế từ 2024**Tỷ trọng giao dịch khối ngoại và trong nước từ 2017 đến nay****Biểu đồ: Xu hướng tái cơ cấu dòng vốn dịch chuyển sang 2 thị trường lớn là Mỹ và Trung Quốc****Biểu đồ: TTCK Việt Nam tăng nổi bật so với các TTCK khác từ đầu năm**

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

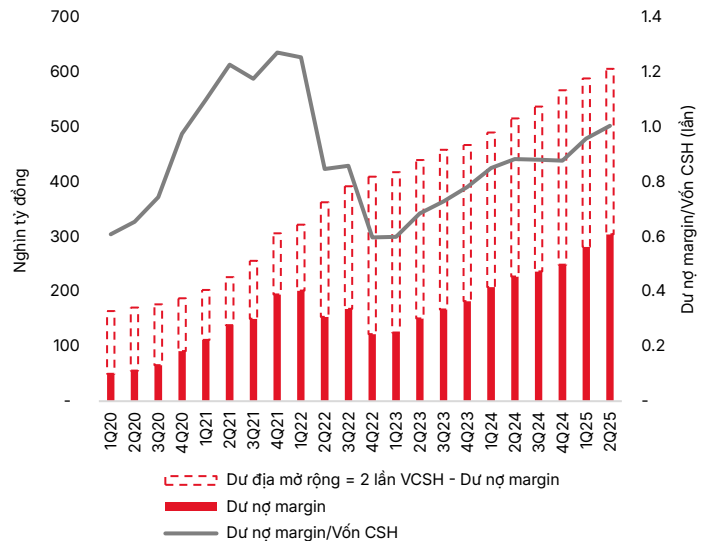
Mặc dù khối ngoại tiếp tục bán ròng, với tổng giá trị bán ròng lũy kế đến cuối tháng 9 lên tới 96,5 nghìn tỷ đồng, nhưng dòng vốn nội đã đóng vai trò lực đỡ chủ đạo, hấp thụ hiệu quả lượng bán ra và duy trì thanh khoản thị trường. Số lượng tài khoản giao dịch cá nhân đạt 11,0 triệu, tương đương 10,6% dân số, tăng 17,2% so với đầu năm. Sự chuyển dịch này phản ánh thay đổi mang tính cấu trúc trong cơ cấu nhà đầu tư Việt Nam: sự nổi lên của tầng lớp đầu tư nội địa – lực lượng nhà đầu tư đang tạo độ sâu thanh khoản và tính bền vững trong hành vi giao dịch, tương tự xu hướng từng thấy tại Hàn Quốc và Đài Loan trong giai đoạn trước.

Hoạt động cho vay ký quỹ cũng tăng mạnh khi các công ty chứng khoán mở rộng hạn mức đòn bẩy trong bối cảnh chi phí vốn thấp và lợi nhuận khả quan. Hiệu ứng này giúp khuếch đại lợi nhuận trong xu hướng tăng, góp phần giúp chỉ số VN-Index tiếp tục vượt trội so với các thị trường khu vực năm thứ hai liên tiếp.

Biểu đồ: Số lượng tài khoản mở mới trên TTCK Việt Nam liên tục tăng trong năm 2025



Biểu đồ: Vay margin liên tục tăng trưởng, nhưng dư địa cho vay vẫn còn lớn



Nguồn: SSI Research

Tính đến cuối năm 2025, diễn biến thị trường Việt Nam mang nhiều nét tương đồng với giai đoạn khởi đầu của các chu kỳ tăng trước (2016-2018 và 2020-2022), khi chỉ số VN-Index từng ghi nhận mức tăng lũy kế trên 130%. Sự kết hợp giữa nền tảng vĩ mô ổn định, thanh khoản cải thiện và niềm tin nhà đầu tư được củng cố cho thấy năm 2025 không phải là đỉnh của chu kỳ, mà là nền móng cho một giai đoạn tăng trưởng mới kéo dài trong nhiều năm tới.

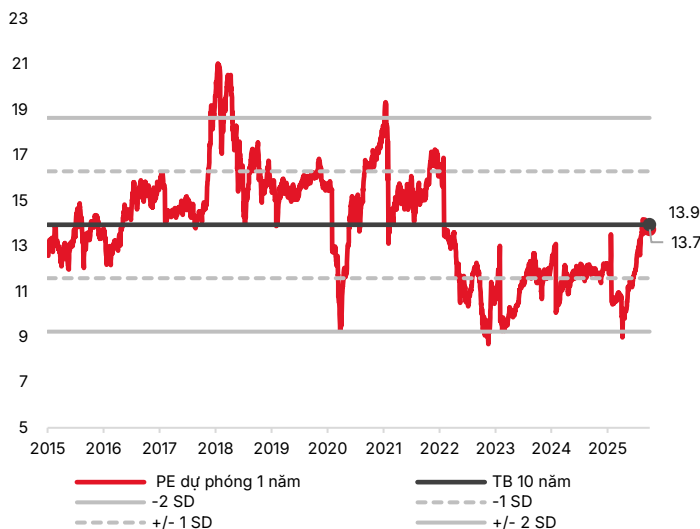
Triển vọng năm 2026: Bước tiến mới của chu kỳ tăng trưởng

Thị trường chứng khoán Việt Nam bước vào năm 2026 với nền tảng vững chắc và nhiều động lực mạnh mẽ cho giai đoạn mở rộng tiếp theo. Sau hai năm phục hồi ổn định, thị trường đang dần chuyển sang một chu kỳ tăng trưởng bền vững hơn, nhờ nền tảng vĩ mô vững vàng, định giá còn hấp dẫn và tiến trình cải cách toàn diện của nền kinh tế.

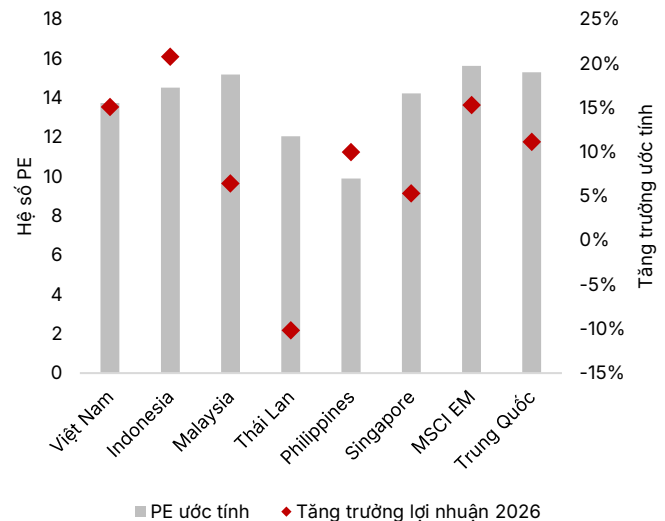
Nền kinh tế Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục nằm trong nhóm tăng trưởng nhanh nhất châu Á, khi Chính phủ đặt mục tiêu tăng GDP bình quân năm ở mức hai con số đến năm 2030 theo chiến lược phát triển mới. Mục tiêu đầy tham vọng này được xây dựng trên ba yếu tố chính: (1) đẩy mạnh đầu tư công, (2) phát huy vai trò năng động của khu vực tư nhân và (3) duy trì dòng vốn FDI ổn định. Đối với tác động từ bên ngoài, việc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) được kỳ vọng chuyển sang chu kỳ nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ hỗ trợ ổn định tỷ giá VND và duy trì chi phí vốn trong nước ở mức thấp. Trong bối cảnh đó, NHNN có điều kiện tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ hỗ trợ, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và thanh khoản thị trường chứng khoán.

Mặc dù đã ghi nhận mức tăng giá mạnh trong năm 2025, định giá thị trường vẫn còn hấp dẫn. VN-Index hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2025 và 2026 lần lượt là 13,9 và 12 lần, thấp hơn mức trung bình 10 năm (14 lần) và dưới ngưỡng 15-16 lần trong các giai đoạn thị trường hưng phấn trước đây. So với các thị trường trong khu vực, Việt Nam vẫn nổi bật nhờ sự kết hợp hài hòa giữa tốc độ tăng trưởng cao và mức định giá hợp lý, cho thấy thị trường vẫn đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ tăng mới. Chúng tôi duy trì mục tiêu cho VN-Index ở mức 1.800 điểm trong năm 2026.

Biểu đồ: PE dự phóng 1 năm của VN-Index

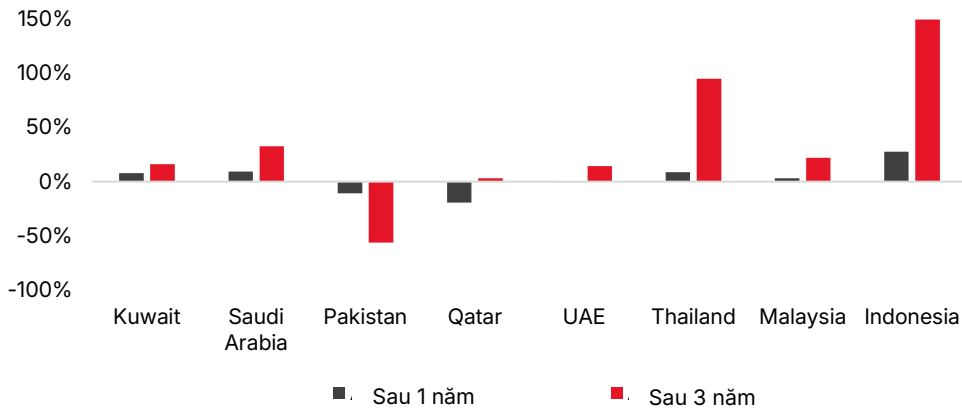


Biểu đồ: PE dự phóng 1 năm và Ước tính tăng trưởng lợi nhuận 2026



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Việc Việt Nam được FTSE Russell nâng hạng lên nhóm thị trường mới nổi (Emerging Market), và khả năng tiếp theo là đạt chuẩn MSCI Emerging Market, có thể thu hút khoảng 1,6 tỷ USD dòng vốn ETF, cùng lượng vốn chủ động lớn hơn đáng kể. Đây là cột mốc mang tính khẳng định cho tiến trình cải cách của Việt Nam và đánh dấu bước hội nhập sâu hơn vào thị trường tài chính toàn cầu.

Biểu đồ: Biến động giá một số thị trường sau khi FTSE Russel nâng hạng từ thị trường Cận biên lên thị trường mới nổi

Nguồn: SSI tổng hợp

Quỹ ETF	Index tham chiếu	Tổng tài sản ròng (triệu USD)	Tỷ trọng Việt Nam trong chỉ số khi FTSE nâng hạng	Ước tính dòng vốn vào VN khi FTSE nâng hạng (triệu USD)
Vanguard Total International Stock ETF	FTSE Global All Cap ex US	546.100	0,11%	591,51
Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II	FTSE Global All Cap ex US	284.900	0,11%	308,59
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	FTSE Emerging Markets All Cap China A	138.300	0,43%	590,14
Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund	FTSE All-World ex US	74.200	0,12%	87,80
Vanguard Total World Stock ETF	FTSE Global All Cap	71.100	0,04%	28,60
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	FTSE All-World	48.530	0,04%	20,88
Tổng		1.163.130		1.627,53

Nguồn: SSI Research; (*) AUM tại ngày 30/9/2025

Danh sách cổ phiếu tiềm năng thu hút dòng vốn đầu tư vào thị trường mới nổi

STT	Mã CP	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Vốn hóa tự do chuyển nhượng (Tỷ đồng)	Ước tính dòng vốn vào (Triệu USD)	Ước tính số ngày giao dịch
1	VIC	693.543	277.417	425,43	20,55
2	VHM	423.474	127.042	194,82	10,62
3	HPG	222.589	67.143	102,97	1,51
4	MSN	119.288	65.608	100,61	3,92
5	SSI	84.697	53.508	82,06	1,36
6	VNM	128.323	51.329	78,72	6,53
7	VIX	57.429	50.530	77,49	1,69
8	VCB	532.257	44.844	68,77	5,34
9	VND	36.079	27.059	41,50	1,71
10	VRE	79.531	26.315	40,36	4,70
11	VPL	155.300	22.441	34,41	18,31
12	GEX	49.271	20.984	32,18	1,94
13	FPT	162.685	20.618	31,62	0,81
14	SHB	79.241	20.323	31,17	0,56
15	VCI	31.469	18.882	28,96	2,31
16	VJC	78.921	18.166	27,86	2,84

STT	Mã CP	Vốn hóa	Vốn hóa tự do chuyển nhượng	Ước tính dòng vốn vào	Ước tính số ngày giao dịch
		(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Triệu USD)	
17	MCH	140.110	14.011	21,49	19,48
18	STB	110.285	13.440	20,61	1,06
19	DGC	35.319	12.995	19,93	3,52
20	KBC	32.961	12.328	18,91	1,89
21	EIB	47.779	12.063	18,50	2,32
22	NVL	30.032	11.873	18,21	2,06
23	SBT	19.671	10.819	16,59	19,26
24	SJS	19.931	9.844	15,10	37,23
25	PDR	22.291	9.118	13,98	0,81
26	SHS	23.524	8.739	13,40	0,60
27	BVH	39.640	8.699	13,34	20,24
28	HVN	106.724	8.581	13,16	4,70
29	POW	33.489	8.372	12,84	2,27
30	HAG	21.166	8.201	12,58	1,80

Nguồn: SSI Research. Dữ liệu ngày 7/10/2025

Thanh khoản tiếp tục tăng và làn sóng IPO trở lại được xem là hai chủ đề trọng tâm trong năm 2026. Nhà đầu tư trong nước tiếp tục đóng vai trò lực đỡ chính của thị trường, trong khi các thương vụ niêm yết quy mô lớn như TCBS, VPS và Gelex Infrastructure phản ánh niềm tin mới của khối doanh nghiệp. Chu kỳ phát hành mới này được kỳ vọng sẽ tạo xung lực tăng trưởng và mở rộng chiều sâu cho thị trường.

Một số thương vụ phát hành lớn kể từ tháng 9/2025 (Không gồm cổ tức cổ phiếu và cổ phiếu thưởng)

Mã	Sự kiện doanh nghiệp	SLCP Phát hành	Giá phát hành	Giá trị phát hành ước tính
		(triệu CP)	(VND/CP)	(Tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền mua	415,6	15.000	6.234
VPBS	IPO	375	33.900	12.713
VND	Phát hành riêng lẻ	106,56	Chưa công bố, nhưng không thấp hơn giá trị sổ sách 13.200 đồng/cp	≥1.046,6
	Phát hành quyền mua	325,77		3.257,7
VDS	Phát hành riêng lẻ	48	18.000	864
MBS	Phát hành quyền mua	68,7	10.000	687
DSE	Phát hành quyền mua	85,65	12.500	1.070
ORS	Phát hành riêng lẻ	287,9	12.500	3.599
VPS	IPO	202,3	Chưa công bố, nhưng không thấp hơn giá thị trường hoặc giá trị sổ sách	≥2.023
	Phát hành riêng lẻ	161,85		≥1.618,5
DIG	Phát hành quyền mua	150	12.000	1.800
DXG	Phát hành riêng lẻ	93,5	18.600	1.739,1
CTCP Hạ tầng Gelex	IPO	100	28.000-30.000	2.800-3.000
TAL	Phát hành riêng lẻ	48,15	31.000	1.493
HPA	IPO	30	≥ Giá trị sổ sách 11.887 đồng/cp	475
POW	Phát hành quyền mua	281,02	10.000	2.810

Nguồn: SSI tổng hợp

Xét theo chu kỳ lịch sử, các giai đoạn thị trường tăng mạnh của Việt Nam thường kéo dài khoảng hai năm, mang lại mức sinh lời lũy kế trên 130% trước khi bước vào giai đoạn điều chỉnh. Theo đó, đà tăng hiện tại bắt đầu từ tháng 4/2025 vẫn đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ này. Nếu lịch sử lặp lại, năm 2026 sẽ đánh dấu bước tiến thứ hai của sóng tăng, khi vai trò dẫn dắt dần mở rộng từ nhóm ngân hàng và chuyển dần sang ngành tiêu dùng và công nghệ.

Chủ đề đầu tư và triển vọng ngành

Bước sang năm 2026, câu chuyện của thị trường Việt Nam đang chuyển từ giai đoạn phục hồi trên diện rộng sang giai đoạn dẫn dắt có chọn lọc. Năm tới được dự báo sẽ là thời điểm dành cho các nhà đầu tư tập trung vào sức bền lợi nhuận, kỷ luật định giá và các động lực tăng trưởng mang tính toàn diện, thay vì chỉ chạy theo đà tăng ngắn hạn.

Ngành ngân hàng tiếp tục đóng vai trò trụ cột của thị trường, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng vững chắc và lợi nhuận khả quan, với các cổ phiếu chúng tôi ưa thích gồm VCB, CTG, MBB và TCB. Nhóm tiêu dùng và bán lẻ được kỳ vọng phục hồi nhờ thu nhập khả dụng tăng, nổi bật với MWG, PNJ và FRT. Các chủ đề bất động sản và hạ tầng vẫn duy trì sức hấp dẫn nhờ đầu tư công, trong đó vật liệu xây dựng như HPG và BMP là nhóm được ưu tiên. Nhóm phân bón và hóa chất (DCM, DPM, DGC) ghi nhận đà tăng trưởng ổn định, trong khi ngành công nghệ thông tin dẫn đầu bởi FPT đang hồi phục sau giai đoạn điều chỉnh. Các công ty chứng khoán như VND và VCI tiếp tục hưởng lợi từ thanh khoản thị trường dồi dào.

Năm 2026 sẽ không còn là giai đoạn “nước lên thuyền lên”, mà sẽ là môi trường đầu tư của những nhà đầu tư chọn lọc cổ phiếu, ưu tiên chất lượng hơn là động lượng.

Ngành	Tăng trưởng doanh thu				Tăng trưởng NPATMI				P/E			
	2023	2024	2025F	2026F	2023	2024	2025F	2026F	2023	2024	2025F	2026F
Hàng tiêu dùng không thiết yếu	-9,2%	15,8%	10,3%	15,8%	-42,7%	66,1%	5,0%	13,5%	19,0	14,9	20,8	18,3
Hàng tiêu dùng thiết yếu	-2,5%	9,2%	10,4%	4,1%	-15,0%	22,8%	12,4%	6,7%	18,9	19,7	16,2	15,2
Năng lượng	-8,5%	8,5%	3,0%	4,7%	-5,4%	-5,1%	10,6%	0,4%	15,3	15,2	12,6	12,6
Tài chính	-1,5%	-0,6%	-100,0%	n.a	4,7%	15,7%	14,0%	17,8%	8,8	9,2	10,3	8,8
Công nghiệp – Logistics	2,9%	7,7%	8,1%	8,6%	15,2%	10,8%	5,4%	11,6%	15,3	22,8	17,6	15,7
CNTT	19,7%	18,1%	11,5%	13,1%	21,3%	20,3%	17,1%	14,3%	19,0	28,4	17,5	15,3
Vật liệu cơ bản	-21,9%	14,8%	18,3%	19,0%	-50,6%	51,8%	41,0%	25,0%	21,2	14,9	12,4	9,9
Bất động sản	44,8%	9,9%	28,0%	12,4%	-2,6%	16,4%	14,0%	13,1%	13,2	11,4	22,5	19,9
Tiện ích	-4,4%	-2,2%	7,1%	18,0%	-38,7%	-46,0%	103,2%	20,4%	14,8	20,3	18,1	15,0
Tổng/ Trung bình	-1,1%	10,1%	10,6%	11,1%	-5,4%	16,7%	15,1%	15,5%	11,9	12,2	13,9	12,0

Nguồn: SSI Research

Phân ngành SSI	Triển vọng	Cổ phiếu ưa thích	Cơ hội đầu tư/Theo dõi
Hàng tiêu dùng thiết yếu	Trung lập	MSN	VNM
Hàng tiêu dùng không thiết yếu	Tích cực	MWG, PNJ	FRT, DGW
Dầu khí	Trung lập	PVD, PLX	PVS
Chứng khoán	Tích cực		HCM, VCI, VND
Ngân hàng	Tích cực	VCB, CTG, MBB, VPB, TCB	HDB, STB
Xây dựng và Vật liệu khác	Tích cực	HPG, BMP	HT1, PLC
Vận tải	Trung lập	GMD	PVT
CNTT/ Viễn thông	Tích cực	FPT	CTR
Phân bón	Tích cực	DCM	DPM, DGC
Bất động sản dân cư	Tích cực	NLG, DXG	VHM, KDH, TCH, HDC
Bất động sản Khu công nghiệp	Trung lập	DPR	KBC, GVR
Điện	Trung lập	REE	PGV, NT2, HDG

Cổ phiếu khuyến nghị

Mã CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	10/7/2025	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
PNJ	28,4%	109.000	84.900	7,2%	4,6%	13,6%	15,7	14,1	12,4	2,0%	2,4%	2,4%
FPT	25,7%	120.000	95.500	21,5%	17,6%	14,5%	28,6	19,1	16,7	1,3%	2,1%	2,1%
DPR	25,1%	46.300	37.000	25,4%	62,0%	-10,6%	12,9	5,4	5,9	5,2%	5,4%	6,8%
NT2	24,7%	29.000	23.250	-82,5%	856,1%	18,8%	110,2	9,0	7,6	3,3%	4,3%	4,3%
VCB	24,6%	79.400	63.700	2,4%	6,8%	14,6%	15,1	17,1	15,9	0,0%	0,0%	0,0%
CTG	23,6%	63.800	51.600	27,4%	26,7%	23,5%	8,0	10,7	8,7	0,0%	0,0%	0,0%
REE	23,3%	80.000	64.900	-8,9%	17,4%	27,4%	16,0	15,0	11,8	1,5%	1,5%	1,5%
PLX	21,8%	41.300	33.900	2,0%	-6,5%	19,8%	16,5	16,2	13,5	3,2%	5,9%	5,9%
MBB	19,9%	32.200	26.850	9,5%	15,9%	18,1%	5,9	8,8	7,4	1,2%	0,0%	0,0%
MSN	19,6%	98.700	82.500	377,5%	78,8%	18,5%	50,4	34,9	29,5	0,0%	0,0%	0,0%
DCM	19,1%	42.400	35.600	28,0%	55,5%	18,8%	13,3	9,7	8,2	5,6%	4,2%	4,2%
FRT	18,8%	155.000	130.500	n.m	70,1%	32,2%	79,6	41,2	31,1	0,0%	0,4%	0,4%
HDB	17,3%	36.700	31.300	26,7%	20,1%	17,4%	7,0	7,1	6,4	5,9%	0,0%	0,0%
NLG	16,8%	45.900	39.300	7,1%	23,0%	11,9%	27,2	25,5	22,8	1,4%	1,3%	1,3%
DGW	16,0%	47.600	41.050	25,3%	25,0%	25,4%	19,8	16,2	12,9	1,2%	1,2%	1,2%
PVD	15,4%	24.300	21.050	19,3%	15,4%	39,9%	18,6	15,3	11,0	2,1%	4,8%	4,8%
MWG	15,4%	90.000	78.000	2119,8%	58,3%	21,6%	24,0	19,4	15,9	1,6%	0,6%	0,6%
TCB	15,4%	45.000	39.000	19,5%	15,8%	19,2%	8,1	11,1	9,3	4,1%	0,0%	0,0%
VPB	15,0%	35.700	31.050	58,2%	27,5%	24,8%	9,7	12,2	9,8	2,6%	0,0%	0,0%
HPG	13,8%	33.000	29.000	75,9%	42,5%	29,4%	14,2	13,0	10,0	0,0%	0,0%	0,0%
GMD	12,8%	75.000	66.500	-35,3%	11,2%	18,0%	18,5	18,8	15,9	3,1%	3,0%	1,5%
BMP	12,1%	158.700	141.600	-4,8%	19,2%	0,7%	10,8	9,8	10,1	10,0%	9,9%	9,9%

Nguồn: SSI Research

Rủi ro và các yếu tố cần theo dõi

Mặc dù triển vọng năm 2026 nhìn chung là tích cực, nhưng vẫn có một số mất cân đối ngắn hạn có thể ảnh hưởng đến tâm lý thị trường. Dư nợ cho vay ký quỹ ở mức cao làm gia tăng rủi ro biến động khi tâm lý nhà đầu tư cá nhân thay đổi. Chu kỳ bất động sản dù đang ổn định nhưng có thể ghi nhận nhu cầu chậm lại, ảnh hưởng đến nhu cầu tín dụng đối với hệ thống ngân hàng. Đối với thị trường quốc tế, căng thẳng thương mại và sự dịch chuyển dòng vốn có thể tạo sức ép lên khu vực xuất khẩu và tỷ giá VND. Việc triển khai các cải cách cũng cần được theo dõi sát sao, trong bối cảnh hiện tại nhìn chung tiến độ vẫn đi đúng hướng.

Nhìn chung, các rủi ro hiện hữu được đặt trong bối cảnh nền tảng kinh tế – thị trường đang củng cố sức mạnh, giúp hạn chế tác động tiêu cực ngắn hạn. Những nhịp điều chỉnh là điều tự nhiên trong giai đoạn đầu của thị trường giá lên, góp phần củng cố nền tảng tăng trưởng. Với định giá vẫn ở mức hấp dẫn và các yếu tố nâng hạng còn nguyên hiệu lực, triển vọng trung hạn của thị trường tiếp tục được đánh giá tích cực.

		Hệ số P/E				
		11	12	13	14	15
Hệ số EPS	125	1376	1501	1626	1751	1877
	132	1453	1585	1717	1849	1981
	139	1529	1668	1800	1946	2085
	146	1605	1751	1897	2043	2189
	153	1682	1835	1988	2141	2294

Nguồn: SSI Research

Kết luận: Bứt phá sau bước ngoặt Nâng hạng

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang ở điểm giao hiểm có của cải cách, khả năng chống chịu và sức bật tăng trưởng mới. Những nền tảng được xây dựng trong năm 2025, thanh khoản cải thiện, chính sách rõ ràng, và niềm tin vững chắc từ nhà đầu tư trong nước, đang mở đường cho một chu kỳ tăng trưởng rộng hơn và bền vững hơn. Chặng đường phía trước sẽ không hoàn toàn bằng phẳng, nhưng mọi thị trường xứng đáng với "tấm vé nâng hạng" đều phải trải qua những giai đoạn biến động để trưởng thành. Khi động lực tăng trưởng vẫn đang mở rộng, định giá vẫn thấp hơn mức trung bình lịch sử, và vị thế toàn cầu ngày càng được công nhận, thị trường Việt Nam không chỉ là khép lại một chương cũ, mà đang mở ra một chương mới. Tay cương đã vững, đường đi đã rõ, và làn sóng tăng trưởng tiếp theo chỉ vừa mới bắt đầu.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2026

Hàng tiêu dùng không thiết yếu - Bán lẻ: Sự trỗi dậy của thương mại hiện đại

Triển vọng 2026: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: MSN, PNJ. Cổ phiếu theo dõi: MWG, DGW, FRT

Nhìn lại 2025: Mảng bán lẻ được phẩm và tạp hóa dẫn dắt tăng trưởng

- Hiệu suất ngành:** Cổ phiếu ngành bán lẻ tăng 13% so với đầu năm, thấp hơn mức tăng 32% của VNIndex. Tuy nhiên, các doanh nghiệp sở hữu lợi thế cạnh tranh rõ rệt vẫn tiếp tục mở rộng thị phần và duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ổn định, bất chấp bối cảnh tiêu dùng nhìn chung còn yếu.
- Tăng trưởng doanh thu 9T2025**

Ngành hàng	Thương hiệu bán lẻ	Doanh nghiệp vận hành	2022	2023	2024	Ước tính 9T2025
Dược phẩm	Long Châu	FRT	141%	68%	51%	37%
Bách hóa	BHX	MWG	-4%	17%	30%	15%
	Winmart	MSN	-5%	2%	10%	16%
Sản phẩm công nghệ & điện máy	TGDD, ĐMX	MWG	9%	-20%	7%	15%
	FPT Shop	FRT	11%	-22%	-7%	3%
	N.a (Nhà phân phối)	DGW	5%	-16%	16%	12%
Trang sức	PNJ Gold	PNJ	80%	-7%	14%	6%

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Các chuỗi nhà thuốc và bách hóa ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh nhất, nhờ quá trình chuyển dịch từ kênh thương mại truyền thống sang hiện đại (tỷ lệ xâm nhập ước đạt 15% đối với ngành hàng dược và 16% đối với ngành hàng bách hóa trong năm 2024), được thúc đẩy thêm bởi một số quy định mới của Chính phủ (chi tiết trình bày trong phần Triển vọng 2026 dưới đây).

Sản phẩm công nghệ & điện máy được dự báo ghi nhận đà tăng trưởng doanh thu cải thiện trong năm nay, nhờ chu kỳ thay mới điện thoại di động, chính sách giảm 2% thuế VAT (áp dụng từ tháng 7/2025), cùng với sự gia tăng giải ngân từ các công ty tài chính tiêu dùng. Doanh thu của DGW cũng tăng tích cực nhờ mở rộng danh mục sản phẩm/thương hiệu trong mảng điện gia dụng.

Doanh thu bán lẻ trang sức của PNJ giảm tốc xuống mức tăng một chữ số (so với mức hai chữ số thấp trong năm 2024) do thiếu hụt nguyên liệu vàng trong bối cảnh giá vàng thế giới tăng mạnh.

- Tăng trưởng lợi nhuận** của các doanh nghiệp bán lẻ trong 9T2025 ghi nhận sự phân hóa rõ rệt. FRT và MWG được kỳ vọng đạt mức tăng trưởng nổi bật, lần lượt 108% và 66% svck, nhờ đóng góp từ mảng nhà thuốc và bách hóa. DGW có mức tăng trưởng lợi nhuận vừa phải, khoảng 25% svck, trong khi lợi nhuận ròng của PNJ được dự báo đi ngang. Các diễn biến này phù hợp với quan điểm của chúng tôi nêu trong báo cáo tháng 7 vừa qua ([link](#)).

Triển vọng năm 2026: Chính sách mới thúc đẩy xu hướng hợp nhất thị trường

- **Thay đổi chính sách thuế từ thuế khoán sang thuế trên doanh thu đối với hộ kinh doanh** được kỳ vọng sẽ làm suy giảm lợi thế cạnh tranh về giá của kênh bán lẻ truyền thống, qua đó tạo điều kiện cho các chuỗi bán lẻ bách hóa và được hiện đại mở rộng thị phần. Chính sách này bắt đầu áp dụng từ tháng 6/2025, với đối tượng là các hộ có doanh thu trên 1 tỷ đồng/năm (ước tính khoảng 37.000 hộ). Từ năm 2026, chính sách này sẽ áp dụng với các hộ có doanh thu trên 200 triệu đồng/năm, qua đó mở rộng đáng kể phạm vi ảnh hưởng. Dù chính sách này thúc đẩy quá trình chính quy hóa và tái cấu trúc thị trường, điều này cũng có thể khiến gánh nặng thuế chuyển sang người tiêu dùng (ước khoảng 61,8 nghìn tỷ đồng, tương đương 1% tổng doanh số bán lẻ), gây áp lực nhất định lên tổng chi tiêu.
- **Trong bối cảnh hoạt động xuất khẩu có thể bị ảnh hưởng bởi thuế quan gia tăng từ Mỹ, Chính phủ đang chuyển trọng tâm sang thúc đẩy cầu nội địa thông qua các chính sách kích thích tiêu dùng.** Một phần trong chiến lược này là sửa đổi Luật Thuế Thu nhập Cá nhân (TNCN), dự kiến được trình thảo luận tại kỳ họp Quốc hội tháng 10/2025.

Các chính sách ảnh hưởng đến tiêu dùng	Đánh giá tác động (Bộ Tài chính)	Thời gian hiệu lực
Điều chỉnh tăng mức giảm trừ gia cảnh cho người nộp thuế và người phụ thuộc	21 nghìn tỷ đồng	Dự kiến thông qua tại Kỳ họp Quốc hội tháng 10/2025
Rút gọn số bậc thuế thu nhập cá nhân (TNCN) và điều chỉnh ngưỡng thu nhập tính thuế của từng bậc	7,12 – 8,74 nghìn tỷ đồng	Dự kiến thông qua tại Kỳ họp Quốc hội tháng 10/2025
Mở rộng phạm vi áp dụng chính sách giảm 2% thuế VAT bao gồm thêm sản phẩm công nghệ & điện máy từ tháng 7/2025 đến tháng 12/2026; sản phẩm điều hòa sẽ được giảm 2% VAT sau khi bỏ áp thuế tiêu thụ đặc biệt 10% từ tháng 1/2026	122 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn từ 7/2025–12/2026, tương đương khoảng 81 nghìn tỷ đồng/năm (so với 51,4 nghìn tỷ đồng năm 2023 và 49 nghìn tỷ đồng năm 2024)	Từ tháng 7/2025 đến tháng 12/2026

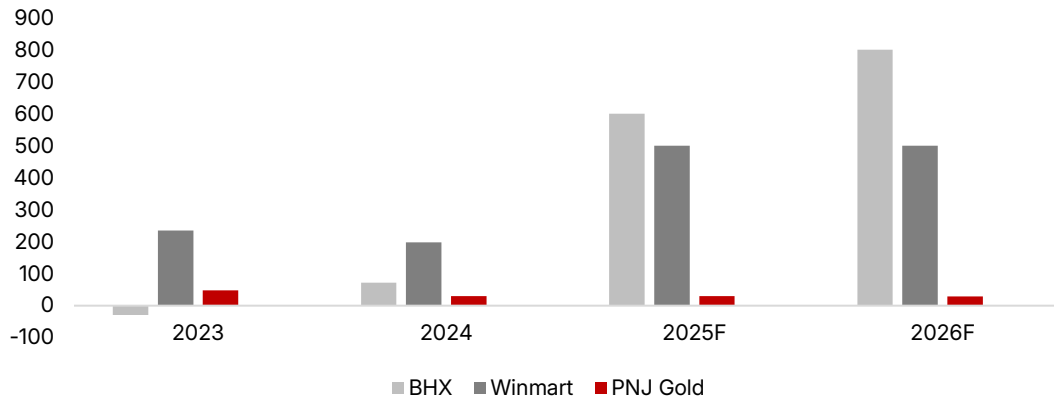
Nguồn: SSI tổng hợp

Việc điều chỉnh Luật thuế TNCN làm giảm thu ngân sách và mức giảm này được dự báo sẽ nhiều hơn so với phần tăng từ thu thuế với hộ kinh doanh, tạo ra hiệu ứng tài khóa ròng tích cực, hỗ trợ cho tiêu dùng trong nước.

- **Siết chặt quản lý thuế và tăng phí hoa hồng trên các nền tảng thương mại điện tử.** Các quy định mới dự kiến sẽ làm giảm lợi thế chi phí thấp của người bán hàng trực tuyến, qua đó giảm áp lực cạnh tranh lên cửa hàng truyền thống. Các yếu tố chính bao gồm:
 1. Nghị định 117/2025/NĐ-CP (hiệu lực từ 1/7/2025) yêu cầu các sàn thương mại điện tử (TMĐT) phải kê khai và nộp thuế thay cho hộ, cá nhân có hoạt động kinh doanh trên các nền tảng này.
 2. Thông tư 29/2025/TT-BTC (hiệu lực từ 1/8/2025) bỏ miễn thuế GTGT đối với hàng nhập khẩu trị giá dưới 1 triệu đồng/lô khi vận chuyển bằng dịch vụ chuyển phát nhanh.
 3. Tăng phí hoa hồng trên các nền tảng lớn như Shopee và TikTok, nhằm mở rộng dịch vụ hỗ trợ người bán.
- **Ngành trang sức được kỳ vọng hưởng lợi từ Nghị định 232/2025/NĐ-CP (hiệu lực từ 10/2025),** chấm dứt độc quyền nhà nước và cho phép khối tư nhân: (1) sản xuất vàng miếng, và (2) nhập khẩu nguyên liệu vàng phục vụ sản xuất vàng miếng và trang sức. Hạn ngạch nhập khẩu sẽ được phân bổ hàng năm, công bố trước ngày 15/12. Các doanh nghiệp và ngân hàng hưởng lợi chính gồm PNJ, DOJI, SJC và các ngân hàng lớn như VCB, CTG, BID, Agribank, VPB, TCB, ACB, MBB, nhờ khả năng cao được cấp hạn ngạch nhập khẩu vàng qua đó lấy thêm thị phần từ các đơn vị bán hàng nhỏ lẻ.

Triển vọng lợi nhuận: Với bối cảnh thuận lợi nêu trên, lợi nhuận ngành bán lẻ năm 2026 được kỳ vọng duy trì tăng trưởng vững chắc, nhờ mở rộng hệ thống cửa hàng (đặc biệt ở các chuỗi bách hóa, nhà thuốc, và trang sức) và cầu tiêu dùng cải thiện ở sản phẩm công nghệ & điện máy. Các chuỗi bách hóa sau khi đạt điểm hòa vốn trong năm 2024 đang tăng tốc mở rộng mạnh mẽ giai đoạn 2025–2026.

Biểu đồ: Số lượng mở mới của các chuỗi kinh doanh



Nguồn: SSI tổng hợp

FRT được dự báo dẫn đầu tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026. MWG và MSN duy trì đà tăng trưởng ổn định nhờ cải thiện hiệu quả chuỗi bách hóa, mặc dù hiệu ứng nền thấp dần suy yếu. DGW có thể tăng tốc lợi nhuận, hưởng lợi từ chu kỳ thay thế điện thoại, giảm thuế GTGT 2% đối với sản phẩm công nghệ & điện máy, và mở rộng danh mục sản phẩm & thương hiệu. PNJ được kỳ vọng cải thiện lợi nhuận khi được phép nhập khẩu nguyên liệu vàng, giúp hạ nhiệt vấn đề thiếu hụt vàng nguyên liệu, qua đó tăng hiệu quả hoạt động và mở rộng tiềm năng tăng trưởng.

Định giá:

- Diễn biến giá cổ phiếu:** Biến động giá cổ phiếu năm 2025 (MWG +29%, MSN +16%, DGW +4%, PNJ -13% tính từ đầu năm) nhìn chung phản ánh tương đối sát với xu hướng lợi nhuận. Riêng FRT giảm 14% dù ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận cao nhất ngành, nhiều khả năng do hoạt động chốt lời hoặc tái cơ cấu danh mục của một số quỹ ngoại. Nhìn sang năm 2026, PNJ được đánh giá có dư địa tăng giá lớn nhất, nhờ định giá thấp. Trong khi đó, giá cổ phiếu MWG, MSN, FRT và DGW nhiều khả năng tiếp tục được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng lợi nhuận bền vững.
- Tiềm năng định giá lại nhờ nới room ngoại và nâng hạng thị trường.** Nghị định 245/2025/NĐ-CP (sửa đổi Nghị định 155/2020/NĐ-CP) quy định các công ty đại chúng đã công bố tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOL) tối đa có thể giữ nguyên hoặc điều chỉnh tăng phù hợp với giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài của ngành nghề kinh doanh. Hiện tại, tất cả các cổ phiếu bán lẻ trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi đang có mức FOL 49%, trong đó tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại PNJ và MWG đã gần đạt mức tối đa này. Do đó, việc nới room ngoại có thể là yếu tố hỗ trợ định giá tích cực cho nhóm này. Ngoài ra, MSN có thể hưởng lợi từ dòng vốn thụ động nước ngoài khi thị trường Việt Nam được FTSE Russell nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp.

Khuyến nghị:

CP	Khuyến nghị	% tăng giá	Giá mục tiêu	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức		
				2024	2025F	2026F	2024	2025 F	2026 F	2024	2025 F	2026 F	2024	2025F	2026F
MSN	KHẢ QUAN	20%	98.700	377%	79%	19%	50,4	34,9	29,5	11%	14%	14%	0%	0%	0%
MWG	KHẢ QUAN	15%	90.000	2120%	58%	22%	24	19,4	15,9	15%	19%	19%	1%	1%	1%
FRT	KHẢ QUAN	19%	155.000	N/a	70%	32%	79,6	41,2	31,1	21%	29%	32%	0%	0%	0%
DGW	KHẢ QUAN	16%	47.600	25%	25%	25%	19,9	16,2	12,9	16%	17%	19%	1%	1%	1%
PNJ	MUA	28%	109.000	7%	5%	14%	16,9	14,1	12,4	20%	19%	19%	2%	2%	2%

Nguồn: SSI Research

Hàng tiêu dùng Thiết yếu: Ưu tiên cổ phiếu tăng trưởng hơn nhóm phòng thủ

Triển vọng 2026: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: MCH

Nhìn lại 2025: Một năm đầy thách thức

Nhóm cổ phiếu ngành thực phẩm & đồ uống (F&B) giảm 3,5% từ đầu năm, phản ánh kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2025 của các doanh nghiệp không khả quan. Lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp đầu ngành như VNM (-17% svck), MCH (-14%) và SAB (-11%) đều sụt giảm do chịu tác động từ nhu cầu giảm, cạnh tranh gay gắt và chi phí đầu vào cao.

Tăng trưởng GDP năm 2025 của Việt Nam được dự báo sẽ đạt mức cao nhất trong 15 năm, tuy nhiên đà tăng này chủ yếu tập trung ở đầu tư và xuất khẩu, trong khi tiêu dùng nội địa phục hồi chậm hơn. Doanh số bán lẻ hàng hóa trong 9 tháng đầu năm chỉ tăng 8% so với cùng kỳ, trong khi dịch vụ du lịch và lưu trú – ăn uống lần lượt tăng 20% và 15%, phản ánh xu hướng tăng trưởng ở các hoạt động dịch vụ thay vì hàng hóa thiết yếu.

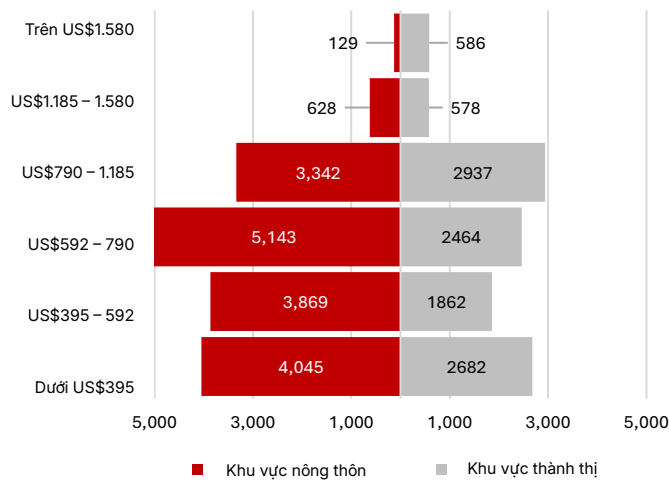
Theo báo cáo của Worldpanel by Numerator, doanh số ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) trong quý 2/2025 chỉ tăng khoảng 1,5% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ giá bán tăng trong bối cảnh sản lượng giảm, đặc biệt tại khu vực nông thôn. Báo cáo cũng chỉ ra ba mối quan ngại lớn nhất của người tiêu dùng trong nửa đầu năm gồm an toàn thực phẩm, ổn định việc làm và chi phí sinh hoạt tăng cao, gây áp lực ngay cả với nhóm hàng thiết yếu¹. Tuy nhiên, phân khúc cao cấp và siêu cao cấp cùng nhóm hàng không thiết yếu đã bắt đầu ghi nhận tăng trưởng, đặc biệt tại khu vực thành thị.

Việc tích lũy tài sản của hộ gia đình vẫn trong xu hướng tăng kể từ sau đại dịch, và càng được đẩy lên khi các yếu tố làm suy giảm niềm tin tiêu dùng xuất hiện (như bất ổn thương mại toàn cầu, tái cơ cấu hành chính cấp tỉnh và tinh giản biên chế). Trong giai đoạn 2014–2024, thu nhập hộ gia đình tăng trưởng bình quân 7%/năm, trong khi mức tiết kiệm tăng tới 13%/năm, kéo tỷ lệ tiết kiệm trên thu nhập lên mức 45% năm 2024, một trong những mức cao của châu Á, cho thấy thách thức kéo dài đối với tiêu dùng nội địa (Biểu đồ 2). Nhu cầu mua sắm cuối năm dự kiến vẫn yếu do niềm tin tiêu dùng còn thấp, thời tiết bất lợi tại miền Bắc và miền Trung, cùng với mùa sắm Tết sẽ rơi vào tháng 1/2026 thay vì tháng 12/2025.

Xuất khẩu thủy sản: Đây là điểm sáng trong 8 tháng đầu năm 2025, được hỗ trợ bởi nhu cầu tăng từ các thị trường trong khối CPTPP² và Trung Quốc. Mức tăng trưởng tại thị trường Mỹ chậm hơn do xu hướng nhập khẩu cá rô phi và cá tuyết vượt trội so với cá tra Việt Nam. Mức thuế quan mới có hiệu lực đang gây lo ngại nhu cầu thị trường Mỹ sẽ sụt giảm, bắt đầu từ tháng 9 năm nay.

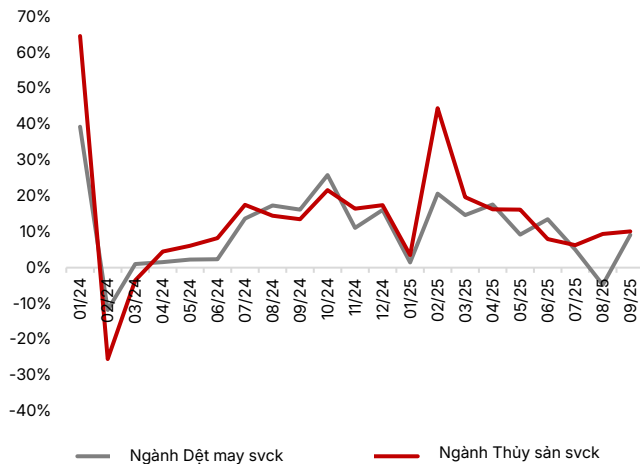
¹ Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương

Biểu đồ 1. Phân bổ số lượng hộ gia đình theo thu nhập.
Tiêu dùng chậm tại khu vực nông thôn sẽ gây ảnh hưởng mạnh hơn tới toàn ngành.



Nguồn: Cimigo (Đơn vị: \$/hộ gia đình/tháng)

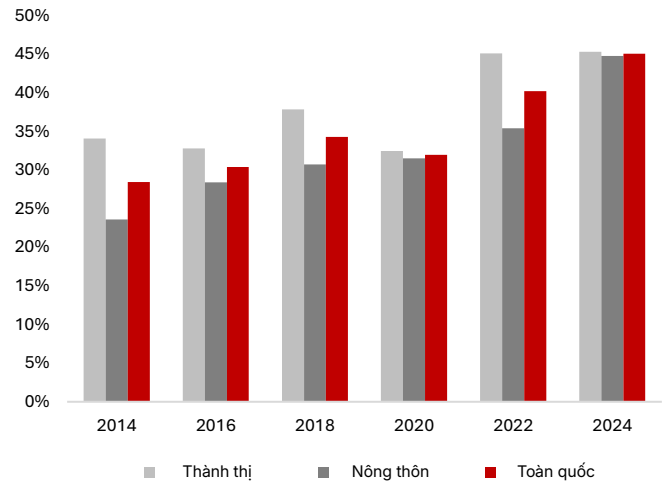
Biểu đồ 3. Tăng trưởng xuất khẩu một số nhóm hàng chậm lại nhưng vẫn duy trì mức dương.



Nguồn: Hải quan Việt Nam

*Các quốc gia CPTPP bao gồm Úc, Brunei, Canada, Chile, Nhật Bản, Malaysia, Mexico, New Zealand, Peru, Singapore, Vương Quốc Anh, và Việt Nam

Biểu đồ 2. Tỷ lệ tiết kiệm/thu nhập đạt 45% năm 2024.
Thu nhập tăng bình quân 7%/năm (2014–2024), trong khi tiết kiệm tăng 13%/năm.



Nguồn: Cục Thống kê

Biểu đồ 4. Xuất khẩu thủy sản 8T2025 tăng mạnh nhất tại các nước CPTPP và Trung Quốc.

Thị trường XK	Tổng	Tôm	Cá tra	Cá ngừ	Khác
1 Các quốc gia CPTPP*	26%	36%	36%	13%	17%
2 TQ & HK	39%	75%	-4%	33%	35%
3 USA	9%	3%	4%	-4%	45%
4 EU	11%	17%	-6%	3%	23%
5 Korea	-9%	11%	40%	-40%	-19%
6 ROW	-2%	-37%	15%	-7%	14%
Tổng	17%	23%	10%	-2%	21%

Nguồn: VASEP

Triển vọng 2026: Từng bước phục hồi

Tiêu dùng nông thôn (nhóm chiếm khoảng 65% dân số Việt Nam) tiếp tục là **động lực chính cho sự phục hồi ngành F&B**. Chúng tôi kỳ vọng đà hồi phục mạnh hơn vào cuối năm 2026, khi tác động của thuế quan dần phản ánh hết vào nửa đầu năm 2026. Phục hồi cũng sẽ được hỗ trợ bởi hiệu ứng tài sản (đến từ giá bất động sản tăng).

Thay đổi thói quen tiêu dùng giữa các nhóm thực phẩm và đồ uống dự kiến sẽ tiếp tục. **Sữa và đồ uống có cồn** tiếp tục xu hướng giảm kể từ sau đại dịch, (đồ uống có cồn vẫn chịu ảnh hưởng từ chính sách phạt vi phạm nồng độ cồn và tăng thuế tiêu thụ đặc biệt). Ngược lại, nhu cầu đối với thịt, trứng và trái cây vẫn duy trì tăng trưởng.

Về mặt chính sách, nhiều tác động mang tính bù trừ lẫn nhau. Chính phủ đang đẩy mạnh chính thức hóa khu vực hộ kinh doanh thông qua việc mở rộng diện nộp thuế, đồng thời tăng cường kiểm soát hàng giả, hàng lậu. Điều này khiến nhiều hộ kinh doanh nhỏ xả hàng tồn hoặc tạm ngừng hoạt động, thay vì tái đầu tư, qua đó ảnh hưởng đến nhu cầu tích trữ hàng. Trong khi đó, người tiêu dùng khu vực đô thị, đặc biệt tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh tiếp tục chịu áp lực chi phí tăng từ nhà ở, điện nước và lo ngại về việc phải chuyển đổi xe xăng sang xe điện. Ngược lại, một số chính sách sắp triển khai được kỳ vọng hỗ trợ nhóm thu nhập trung bình thấp (như tăng lương tối thiểu vùng, tăng giảm trừ gia cảnh), qua đó giúp cải thiện phần nào thu nhập.

Lợi nhuận 2026 - không quá nhiều kỳ vọng. Chúng tôi dự báo VNM và SAB ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận ròng khiêm tốn, lần lượt +2,4% và +2,7% svck, nhờ nền lợi nhuận thấp năm 2025 và chi phí đầu vào ổn định. Lợi nhuận MCH được kỳ vọng tăng +13% svck, nhờ đa dạng hóa danh mục sản phẩm và sức mạnh thương hiệu, với giả định chi phí đầu vào giữ ổn định.

Đối với nhóm hướng tới thị trường xuất khẩu, tăng trưởng có thể giảm về cuối 2025 do đã đẩy mạnh xuất khẩu trước khi áp thuế (front-loading), nhưng dự kiến phục hồi trong 2026. Các doanh nghiệp như VHC và FMC được kỳ vọng duy trì lợi thế tại thị trường Mỹ nhờ chi phí cạnh tranh và mức thuế thấp hơn so với đối thủ như Trung Quốc hay Ấn Độ. Dự báo lợi nhuận ròng của VHC và FMC tăng lần lượt +13% và +10% svck.

Rủi ro đối với dự báo: Chi phí đầu vào tăng, đặc biệt là nguyên liệu nhập khẩu, có thể làm tăng giá vốn và thu hẹp biên lợi nhuận, nhất là với các doanh nghiệp hạn chế khả năng điều chỉnh giá bán.

Quan điểm đầu tư: Ưu tiên cổ phiếu tăng trưởng hơn nhóm phòng thủ

Đối với VNM và SAB, giá cổ phiếu đã điều chỉnh về mức hấp dẫn đối với nhà đầu tư phòng thủ, với tỷ suất cổ tức lần lượt 8% và 11%. Tuy nhiên, tâm lý nhà đầu tư có thể vẫn thận trọng trong ngắn hạn, do triển vọng lợi nhuận 2026 thấp so với mặt bằng chung và định giá của ngành ở nhiều nước trong khu vực đang trong xu hướng điều chỉnh giảm.

Đối với MCH, chúng tôi duy trì hệ số P/E mục tiêu 20x, với triển vọng tăng trưởng rõ ràng và khả năng mở rộng thị phần vượt trội. MCH có cơ hội duy trì tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số từ 2026, nhờ vào chiến lược cao cấp hóa và đổi mới sản phẩm.

Trong nhóm xuất khẩu, VHC và FMC vẫn có tiềm năng tăng trưởng và định giá hấp dẫn cho giai đoạn 2026 trở đi; tuy nhiên, cân bằng rủi ro - lợi nhuận cần được lưu ý do mức độ nhạy cảm với biến động thuế quan.

Chúng tôi khuyến nghị tăng tỷ trọng các cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng (MCH, VHC, FMC) và giữ quan điểm trung lập với nhóm phòng thủ (VNM, SAB). Về trung hạn (2027-2028), các cổ phiếu phòng thủ này có thể lấy lại sức hấp dẫn khi tiêu dùng nhóm thực phẩm và đồ uống nội địa dần bắt kịp tốc độ tăng trưởng GDP.

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
VNM	TRUNG LẬP	6%	65.000	5,8%	-1,9%	2,4%	16,90	15,46	15,09	26,6%	25,9%	26,6%	5,7%	7,1%	6,2%
SAB	TRUNG LẬP	9%	50.000	5,2%	-6,8%	2,7%	16,44	15,59	15,17	18,0%	18,3%	20,7%	6,3%	10,4%	10,4%
MCH	KHẢ QUAN	18%	157.000	10,0%	-7,0%	13,0%	23,70	18,60	16,50	42,0%	52,7%	45,8%	3,7%	4,7%	3,9%
VHC	KHẢ QUAN	28%	70.000	34,2%	10,6%	9,3%	12,83	9,13	8,36	15,7%	15,5%	15,5%	2,8%	3,6%	3,6%
FMC	KHẢ QUAN	10%	40.000	10,8%	-3,8%	11,6%	7,49	8,65	7,75	18,0%	15,2%	15,4%	5,7%	5,7%	5,7%

Nguồn: SSI Research

Dầu khí: Triển vọng toàn cầu yếu, điểm sáng đến từ thị trường nội địa

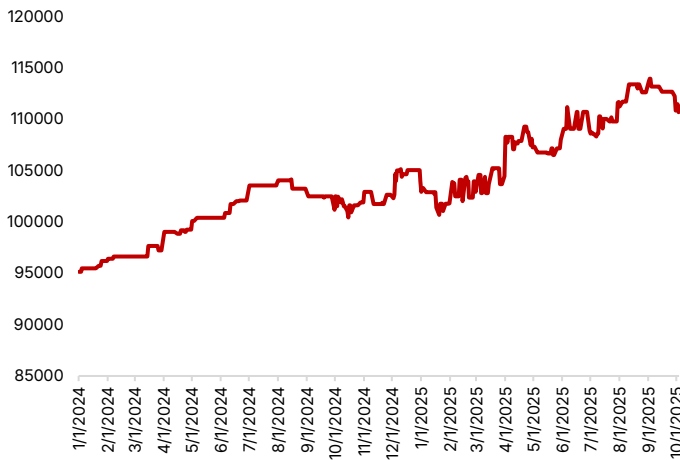
Triển vọng 2026: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: PVD

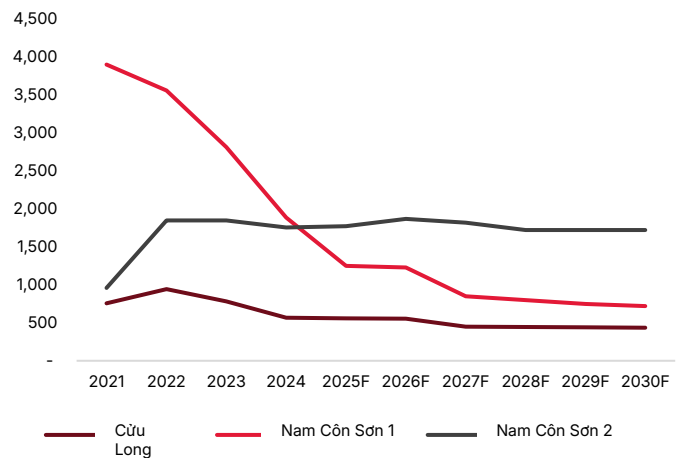
Nhìn lại 2025: Thị trường nội địa ấm dần

- Theo Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA), nhu cầu dầu toàn cầu năm 2025 được dự báo tăng 740 nghìn thùng/ngày, thấp hơn đáng kể so với mức tăng nguồn cung là 2,7 triệu thùng/ngày đến từ cả khối OPEC+ và các nước ngoài OPEC. Đây là nguyên nhân khiến giá dầu năm nay suy yếu, với giá Brent trung bình đạt 68 USD/thùng từ đầu năm (so với trung bình 80 USD/thùng năm 2024), phù hợp với giả định của chúng tôi ở mức 65 USD/thùng. Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông và xung đột Nga-Ukraine chỉ tạo ra những đợt tăng giá ngắn hạn, trong khi xu hướng dài hạn của giá dầu vẫn phản ánh tình trạng cung vượt cầu.
- Dù giá dầu yếu, hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) vẫn sôi động trong nửa đầu 2025 và được kỳ vọng duy trì trong nửa cuối năm nhờ nhu cầu tái bổ sung trữ lượng và đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Trong 9 tháng 2025, PetroVietnam (PVN) ghi nhận tổng vốn đầu tư 34,4 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 44,7% svck. Việc hoàn thành và vận hành Dự án Đại Hùng – Giai đoạn 3 và Kinh Ngư Trắng giúp bổ sung công suất 1.500 tấn dầu thô/ngày. Các dự án lớn đang triển khai gồm Lô B – Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B, Nam Du – U Minh... tạo khối lượng công việc dồi dào cho các doanh nghiệp thượng nguồn như PVS và PVD. Ngoài ra, dự án mở rộng Nhà máy lọc dầu BSR cũng là điểm đáng chú ý. Trong mảng năng lượng thay thế, các dự án điện hạt nhân được tái khởi động, đồng thời các đề xuất về điện gió ngoài khơi, hydrogen... cũng đang được thảo luận nhằm đa dạng hóa nguồn năng lượng và xây dựng hạ tầng cho tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Biểu đồ: Giá thuê ngày giàn Jack-up 360-400 IC, USD/ngày



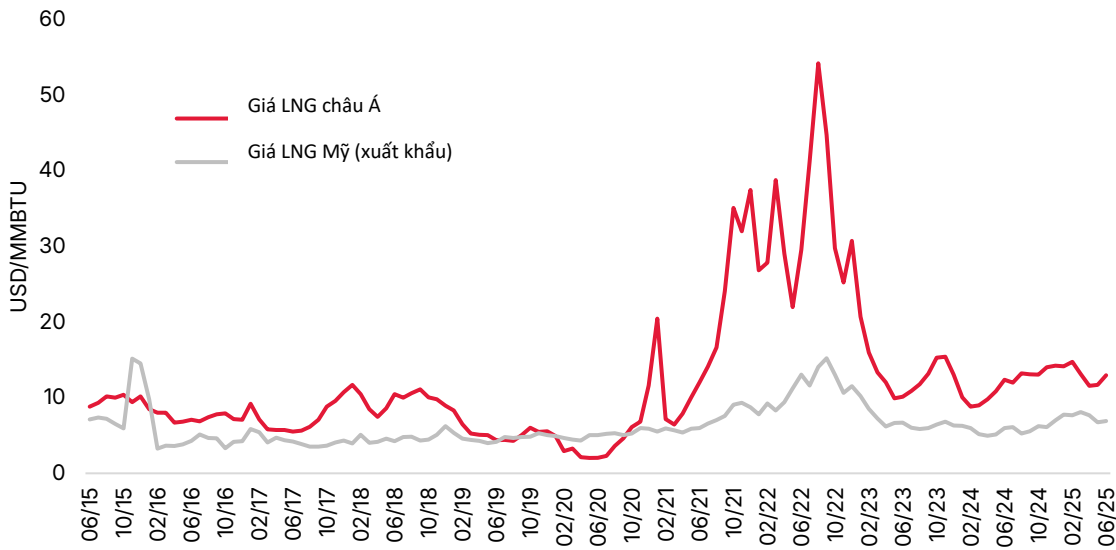
Biểu đồ: Sản lượng từ các mỏ dầu khí chính (triệu m3/năm)



Nguồn: SSI Research, S&P Global

Nguồn: PVN, GAS, SSI Research

- Chúng tôi ước tính giá LNG toàn cầu tăng hơn 25% svck trong 6T2025, khi nhu cầu khí tự nhiên toàn cầu tăng khoảng 1% (so với 2,8% svck năm 2024). Nếu năm 2024 được xem là năm châu Á dẫn dắt tăng trưởng toàn cầu, thì sang 2025, vai trò chủ đạo sẽ chuyển sang châu Âu và Bắc Mỹ - đặc biệt trong giai đoạn cao điểm tiêu thụ năng lượng cho mùa sưởi ấm 2024/2025 (khoảng Q1/2025). Giá LNG tăng phần nào giúp GAS giảm bớt tác động từ sự suy giảm sản lượng khí nội địa. NPATMI của GAS trong 6T2025 tăng 29% svck, nhờ khoản hoàn nhập dự phòng lớn trong Q2/2025.

Biểu đồ: Giá LNG tại Châu Á và Mỹ

Nguồn: IMF, SSI Research (dữ liệu tính đến tháng 6/2025)

- **Giá dầu yếu tác động đến lợi nhuận toàn ngành.** Lợi nhuận sau thuế về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) ngành Dầu khí trong 6T2025 giảm 12,8% svck, nhưng xu hướng phân hóa diễn ra phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi: nhóm thượng nguồn (PVS, PVD) ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh 39,1% và 32,5% svck, nhờ khối lượng công việc cao và giá thuê tốt hơn; trong khi nhóm hạ nguồn như PLX (-34% svck), BSR (-35,4% svck), OIL (-35,1% svck) sụt giảm mạnh do giá dầu yếu.

Triển vọng 2026: Giá dầu yếu, Thượng nguồn nội địa mạnh mẽ

- Năm 2026, tăng trưởng nguồn cung dầu toàn cầu được dự báo chậm lại còn 2,1 triệu thùng/ngày, nhưng vẫn cao hơn nhiều so với tăng trưởng nhu cầu khoảng 700 nghìn thùng/ngày, kéo theo tình trạng dư cung tiếp diễn. Do đó, triển vọng giá dầu vẫn yếu, với mức dự phóng trung bình của thị trường là giá Brent trung bình ở mức 63 USD/thùng (-7,3% svck). Về khí, nguồn cung LNG mới trong năm 2026 (từ Canada, Mỹ và Qatar) dự kiến sẽ khiến giá LNG hạ nhiệt.
- **Các dự án E&P trong nước đáng chú ý:**
 - **Lô B – Ô Môn** là dự án trọng điểm quốc gia. Phần thượng nguồn đang thi công, các gói thầu EPCI #1 và #2 đạt lần lượt 22% và 20% tiến độ trong lần cập nhật gần nhất của chúng tôi. Ở phía hạ nguồn, nhà máy điện Ô Môn 4 đã ký hợp đồng EPCI với liên danh Doosan-PECC2, trong khi Ô Môn 2 và 3 vẫn trong giai đoạn chuẩn bị. Dòng khí đầu tiên dự kiến sẽ được đưa vào cuối năm 2027 theo tiến độ hiện tại, tuy nhiên việc EVN chưa cam kết mua điện đã khiến PVN chưa thể ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID).
 - **Sư Tử Trắng 2B:** Dự án đã chính thức khởi động với tổng vốn đầu tư 1,3 tỷ USD, dự kiến hoàn thành năm 2027, công suất 300 bcf khí/ngày.
 - **Nam Du – U Minh:** Jadestone Energy (sở hữu 100%) đã trình phương án phát triển mỏ cuối cùng (FDP) lên PVN để phê duyệt. Sau khi được thông qua, dự án sẽ bước vào giai đoạn đấu thầu EPCI. Mỏ nằm ở Tây Nam Việt Nam, có trữ lượng 171 tỷ feet khối khí, dự kiến cung cấp năng lượng cho khu vực phía Nam giai đoạn 2029–2030.

- **Khi giá dầu duy trì ở mức thấp, xu hướng phân hóa lợi nhuận giữa các nhóm tiếp tục.**
 - **Nhóm Thương nguồn (PVD, PVS)** được kỳ vọng duy trì tăng trưởng nhờ khối lượng công việc lớn. Đây cũng là nhóm hưởng lợi trực tiếp từ Lô B – Ô Môn. Lợi nhuận của PVD dự kiến duy trì tăng trưởng mạnh ~39,7% svck năm 2026, nhờ công suất khai thác cao, giá thuê giàn khoan tăng, đóng góp từ PVD XIII và IX, giàn PVD I hết khấu hao, và nền lợi nhuận thấp trong Q1/2025 (do giàn PVD VI bảo dưỡng). LNST của PVS dự kiến tăng 9% svck trong năm 2026 từ hợp đồng EPC cho Lô B và Lạc Đà Vàng, với tổng giá trị hợp đồng ước tính ~1,5 tỷ USD.
 - **Nhóm Hạ nguồn (PLX, OIL, BSR)** nhiều khả năng chịu ảnh hưởng tiêu cực hơn, có thể ghi nhận lợi nhuận đi ngang hoặc giảm nhẹ. Đối với GAS (trung nguồn), do khó có thêm khoản hoàn nhập dự phòng lớn như 2Q25, NPATMI năm 2026 dự kiến giảm một chữ số dù sản lượng khí khô tăng 7-9%.
- **Doanh nghiệp phân phối xăng dầu (PLX, OIL)** đang chờ nghị định mới về kinh doanh xăng dầu. Theo dự thảo lần 7, công thức giá bán lẻ được đề xuất như sau:

$$\text{Giá bán lẻ} = \text{Giá mua} + \text{Chi phí tạo nguồn} + \text{Chi phí kinh doanh định mức} + \text{Lợi nhuận} + \text{Thuế gồm nhập khẩu, tiêu thụ đặc biệt, bảo vệ môi trường, Giá trị gia tăng và các loại khác nếu có.}$$

Trong đó, giá mua, chi phí tạo nguồn và lợi nhuận kinh doanh sẽ được xác định theo kết quả thực tế của doanh nghiệp, tương tự dự thảo lần 6; còn lợi nhuận định mức do chính phủ quy định (trước đây cũng dựa trên thực tế).

Nhìn chung, nghị định mới tăng tính linh hoạt cho doanh nghiệp phân phối trong việc điều chỉnh giá bán lẻ theo chi phí thực tế, giúp biên lợi nhuận ổn định hơn.
- **Định giá:** Chúng tôi cho rằng định giá nhóm cổ phiếu dầu khí năm 2026 sẽ vẫn chịu áp lực do xu hướng giảm của giá dầu, vì giá cổ phiếu dầu khí thường biến động cùng giá dầu theo quan sát của chúng tôi. Do đó, lựa chọn cổ phiếu và thời điểm mua sẽ là yếu tố quyết định trong năm 2026 để tối ưu tỷ suất lợi nhuận/rủi ro.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu PVD (KHẢ QUAN, giá mục tiêu 24.300 đồng/cp) và PLX (KHẢ QUAN, giá mục tiêu 41.300 đồng/cp) với triển vọng lợi nhuận tích cực. Ngoài ra, chúng tôi khuyến nghị theo dõi cổ phiếu PVS (TRUNG LẬP, giá mục tiêu 33.000 đồng/cp) và GAS (TRUNG LẬP, giá mục tiêu 65.400 đồng/cp).

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%) 1 năm	Giá mục tiêu (Đồng) 1 năm	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
				2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
PLX	KHẢ QUAN	21,8%	41.300	2,8%	-7,1%	19,7%	12,5	16,0	13,4	10,8%	9,8%	11,2%	5,4%	4,5%	4,5%
PVD	KHẢ QUAN	15,4%	24.300	19,3%	15,4%	39,7%	18,7	15,1	10,8	4,5%	5,2%	7,1%	0,0%	4,8%	4,8%
GAS	TRUNG LẬP	9,7%	65.400	-10,4%	13,4%	-8,4%	15,9	12,8	13,7	16,7%	18,4%	14,6%	2,7%	3,0%	3,0%
PVS	TRUNG LẬP	3,1%	33.000	4,2%	25,8%	8,6%	17,6	12,5	11,5	8,9%	9,5%	9,7%	3,0%	3,2%	3,2%

Nguồn: SSI Research

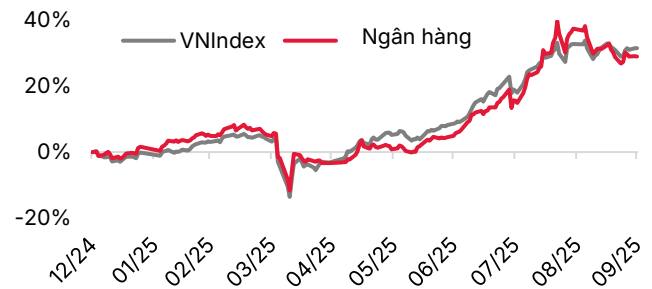
Tài chính - Ngân hàng: Từ quy mô tín dụng sang chất lượng tín dụng

Triển vọng 2026: Tích cực

Nhìn lại 2025: Nhóm ngân hàng tư nhân dẫn dắt đà tăng giá

Cổ phiếu ngành ngân hàng tăng 29% từ đầu năm tính đến 30/9/2025. Hiệu suất này thấp hơn so với VNIndex (+32%) do VCB (+2%) và BID (+7%) có mức tăng thấp. Diễn biến giá cổ phiếu có sự phân hóa lớn, với dòng tiền tập trung vào các ngân hàng tư nhân có thể được hưởng lợi từ những thay đổi trong môi trường kinh doanh mới. Những cổ phiếu chúng tôi lựa chọn đầu năm có mức tăng tốt: MBB (+60%), VPB (+66%), TCB (+58%), STB (+54%), và CTG (+34%).

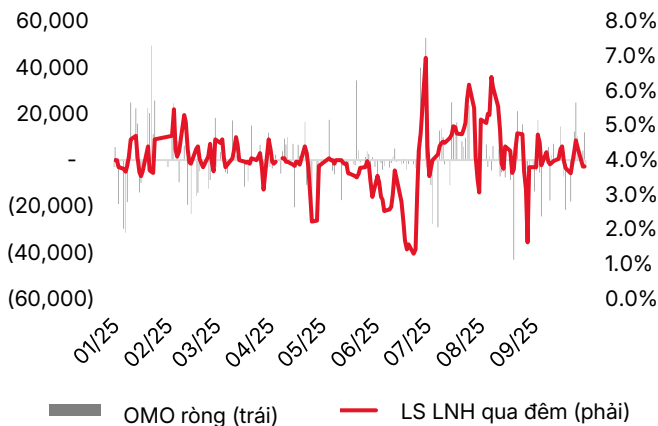
Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu ngành ngân hàng 9T25



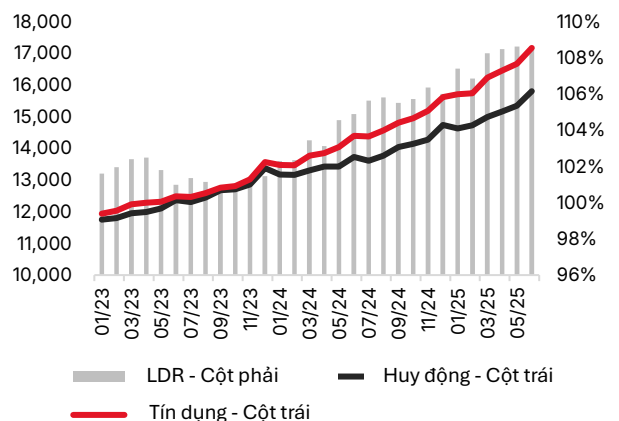
Tăng trưởng tín dụng phục hồi mạnh trong nửa đầu năm 2025, đạt 9,91% từ đầu năm (so với 6,1% trong 1H24). Mặc dù động lực chính vẫn đến từ lĩnh vực bất động sản và xây dựng, chúng tôi bắt đầu ghi nhận nhu cầu tín dụng gia tăng ở các lĩnh vực khác như bán buôn bán lẻ, sửa chữa ô tô xe máy, sản xuất, chế biến chế tạo và kinh doanh hộ gia đình. Sự mở rộng về nhu cầu tín dụng này củng cố kỳ vọng rằng đà tăng trưởng sẽ được duy trì trong phần còn lại của năm, thể hiện qua mức tăng trưởng tín dụng đạt 13,37% tính đến ngày 29/9/2025 (so với 9,11% trong quý 3/2024).

Đối với nhóm ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi, NIM vẫn chịu áp lực (-46 điểm cơ bản svck), nhưng đã ghi nhận sự phục hồi tại một số ngân hàng trong quý 2/2025 như ACB, BID, TCB, VCB, HDB và VIB. Dự kiến NIM sẽ dần trở lại mức bình thường vào cuối năm. Sau khi tỷ lệ nợ xấu tăng trong quý 1/2025, dư nợ quá hạn đã giảm 61 điểm cơ bản Svck, phản ánh qua mức giảm nhẹ của tỷ lệ NPL (-3bps svck) và Nợ nhóm 2 (-58bps svck). Với những vướng mắc pháp lý của thị trường bất động sản đang dần được tháo gỡ, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản có thể tiếp tục cải thiện trong các quý tới. Trong 6 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận trước thuế toàn ngành tăng 13% svck, đạt 48% dự báo cả năm (xem báo cáo gần nhất). Đối với quý 3/2025, chúng tôi dự báo các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu sẽ ghi nhận tăng trưởng LNTT khoảng 20-23% Svck từ mức nền thấp của quý 3/2024, do đó mức tăng trong quý 4/2025 dự báo đạt 8-10% svck.

Biểu đồ 2: NHNN hút ròng trong tháng 8 nhưng bơm ròng nhẹ trong tháng 9. Lãi suất liên ngân hàng duy trì ổn định



Biểu đồ 3: LDR hệ thống tăng do tín dụng tăng nhanh hơn huy động



Nguồn: NHNN, SSI Research

Triển vọng 2026: Từ quy mô tín dụng sang chất lượng tín dụng

Năm 2026 được dự báo sẽ đánh dấu một bước chuyển quan trọng, khi Ngân hàng Nhà nước (NHNN) có thể từng bước gỡ bỏ hạn mức tín dụng, hướng tới quản lý theo cơ chế thị trường ưu tiên các ngân hàng có năng lực vốn mạnh và quản trị hiệu quả. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 17,6% đối với nhóm ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu, trong khi lợi nhuận toàn ngành tăng 17,7% svck, được hỗ trợ bởi sự phục hồi về NIM, chất lượng tài sản cải thiện, và khả năng thu hồi từ nợ xấu đã xử lý. Về dài hạn, những cải cách thị trường vốn có thể mở ra những cơ hội mới về nguồn thu phí, tiến tới nâng dần sự ổn định của ngành, giảm sự phụ thuộc vào thu nhập lãi trong cơ cấu thu nhập.

Bỏ hạn mức tín dụng – sự thay đổi hướng tới tăng trưởng bền vững hơn. Được áp dụng từ năm 2011 nhằm kiểm soát rủi ro tăng trưởng nóng trong chu kỳ tín dụng trước đó, cơ chế hạn mức tín dụng đã duy trì sự ổn định của hệ thống ngân hàng suốt 15 năm qua. Tuy nhiên, trong bối cảnh biên lãi ròng (NIM) chịu áp lực dù tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao, việc chuyển đổi sang cơ chế quản lý tín dụng mang tính thị trường là cần thiết – giúp cân bằng tốt hơn giữa tăng trưởng, hiệu quả và ổn định hệ thống. Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng Nhà nước có thể sẽ bắt đầu quá trình chuyển đổi chiến lược, từng bước bãi bỏ hạn mức tín dụng toàn hệ thống từ năm 2026. Tuy vậy, cơ quan quản lý nhiều khả năng vẫn có thể có các công cụ điều tiết có chọn lọc, nhằm hướng dòng vốn vào các lĩnh vực ưu tiên và kiểm soát tín dụng vào những lĩnh vực được xem là rủi ro trong từng giai đoạn phát triển kinh tế.

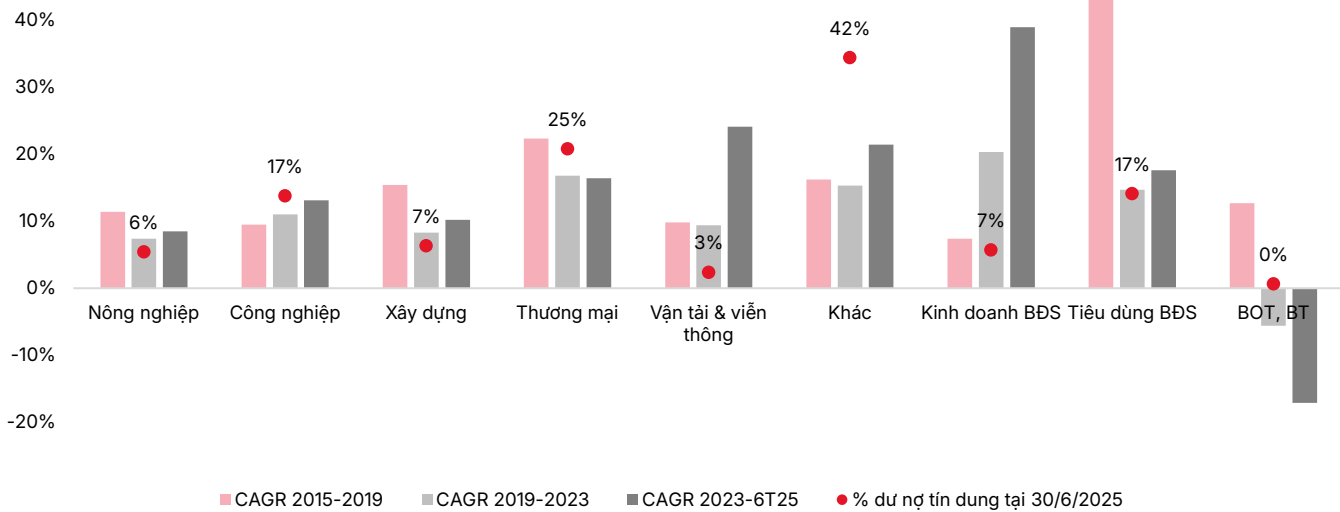
Trong giai đoạn chuẩn bị, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục củng cố khung quản lý an toàn vĩ mô, bằng cách siết chặt các tiêu chuẩn về vốn, thanh khoản và quản trị rủi ro trong những năm tới.

- **Khung quản lý dựa trên rủi ro:** Quá trình chuyển đổi được bắt đầu với Thông tư 14/2025/TT-NHNN, khuyến khích các ngân hàng áp dụng chuẩn Basel III và mô hình xếp hạng nội bộ (IRB). Bên cạnh đó, NHNN đã ban hành Thông tư 21/2025 (có hiệu lực từ tháng 11/2025) ban hành hệ thống mới về xếp hạng ngân hàng, với các quy định chặt chẽ hơn liên quan đến rủi ro tín dụng tập trung và tài sản tiềm ẩn rủi ro, thể hiện bước chuyển rõ rệt sang giám sát dựa trên mức độ rủi ro.
- **Tiệm cận chuẩn mực kế toán quốc tế:** Dự kiến NHNN cũng sẽ xây dựng lộ trình áp dụng IFRS 9 trong trích lập dự phòng rủi ro, nhằm nâng cao tính thận trọng trong đánh giá tổn thất tín dụng kỳ vọng, đồng thời tăng cường tính minh bạch của bảng cân đối kế toán.
- **Xử lý nợ xấu:** Luật Các Tổ chức Tín dụng (sửa đổi) (có hiệu lực từ tháng 10/2025) mang lại cho ngân hàng công cụ pháp lý mạnh mẽ hơn trong việc thu giữ và xử lý tài sản bảo đảm, giúp đẩy nhanh tiến trình thu hồi nợ, giảm thiểu rủi ro tín dụng, và cải thiện tỷ lệ tổn thất khi vỡ nợ (LGD).

Với định hướng chính sách mới này, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ có động lực điều hành tăng trưởng tín dụng linh hoạt và tối ưu hơn trong suốt cả năm, phản ánh nhu cầu thực của nền kinh tế thay vì chịu tác động từ các biện pháp kích cầu mang tính ngắn hạn. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp bình thường hóa hiện tượng tăng trưởng tín dụng đột biến vào tháng 12 — khi tín dụng thường tăng 3–5% so với mức trung bình hàng tháng chỉ khoảng 1,0–1,5% — và hướng đến quỹ đạo tăng trưởng tín dụng ổn định, bền vững hơn trong cả năm (Biểu đồ 5).

Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của nhóm ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu năm 2026 ở mức 17,6%, giảm nhẹ so với mức 18,8% của năm 2025. Chúng tôi đánh giá đây là một sự điều chỉnh lành mạnh, phản ánh sự chuyển hướng từ mở rộng quy mô sang tăng trưởng chất lượng hơn, với hiệu quả sử dụng vốn cao hơn và gắn liền hơn với nhu cầu thực của nền kinh tế.

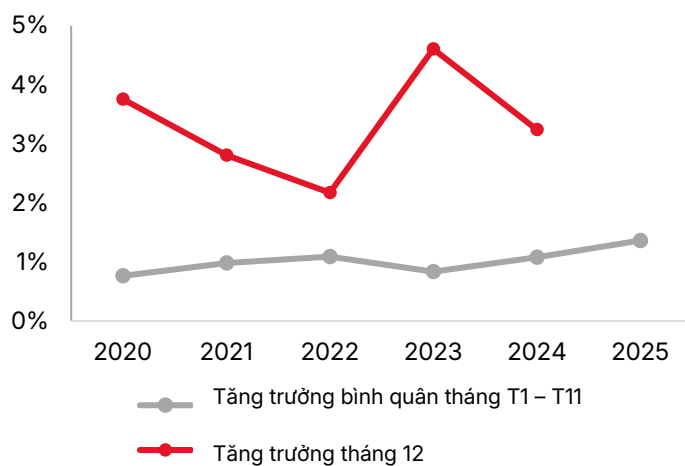
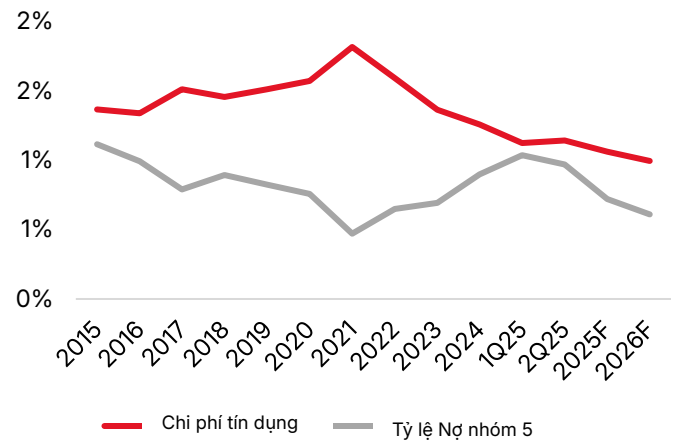
Khi tăng trưởng tín dụng hạ nhiệt, áp lực tăng lãi suất huy động dự kiến sẽ giảm bớt. Chúng tôi kỳ vọng sau đợt tăng khoảng 50 điểm cơ bản trong quý 4/2025, mặt bằng lãi suất sẽ ổn định trong năm 2026.

Biểu đồ 4: Tăng trưởng tín dụng theo các nhóm ngành qua các năm

Nguồn: NHNN, SSI Research tổng hợp

Tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số. Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế của nhóm ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu sẽ tăng 17,7% trong năm 2026, được thúc đẩy bởi nhiều yếu tố hỗ trợ. Biên lãi ròng (NIM) dự kiến phục hồi (+6bps svck so với mức -18bps năm 2025) nhờ tăng trưởng tín dụng ổn định 17,6%, cơ cấu cho vay đa dạng hơn và chi phí vốn duy trì ổn định. Chất lượng tài sản được kỳ vọng cải thiện (xem Biểu đồ 5) khi thị trường bất động sản ổn định và quá trình xử lý, thanh lý tài sản bảo đảm diễn ra thuận lợi hơn, với tỷ lệ nợ xấu giảm còn 1,54% và tỷ lệ bao phủ đạt 101%. Thu từ nợ xấu đã xử lý cũng có thể ghi nhận tích cực, được hỗ trợ bởi Luật Các Tổ chức Tín dụng sửa đổi và thị trường bất động sản ổn định. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng rủi ro vẫn tồn tại đối với các khoản vay cũ có tài sản bảo đảm là dự án dở dang hoặc chưa hoàn thiện pháp lý, khiến việc thu hồi và xử lý gặp khó khăn.

Ngoài hoạt động cốt lõi, những cải cách trên thị trường vốn – bao gồm sàn giao dịch vàng, tài sản số và cơ chế sandbox – có thể mở ra nguồn thu phí mới, đồng thời tăng cường khả năng gắn kết khách hàng về dài hạn.

Biểu đồ 5: Tăng trưởng tín dụng theo tháng, 2020-2024**Biểu đồ 6: Tập trung vào thu hồi nợ để giảm bớt áp lực dự phòng**

Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, SSI Research

Các rủi ro cần theo dõi:

- Rủi ro bên ngoài: Xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng và căng thẳng địa chính trị có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu.
- Rủi ro chu kỳ bất động sản: Giá bất động sản tăng mạnh trong khi nguồn cung nhà ở tầm trung hạn chế có thể làm giảm thanh khoản thị trường, từ đó ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của chủ đầu tư và nhà đầu cơ. Ngoài ra, nếu các chính sách hỗ trợ hiện tại bị đảo chiều, tâm lý thị trường có thể suy yếu, tác động đến hoạt động giải ngân mới.
- Áp lực biên lợi nhuận: Nếu tăng trưởng tín dụng vượt dự báo, các ngân hàng có thể cần tăng lãi suất huy động để củng cố thanh khoản, trong bối cảnh tỷ lệ LDR thuần đã ở mức cao nhất trong vòng 10 năm, từ đó gây rủi ro giảm biên lãi ròng (NIM).
- Rủi ro trích lập dự phòng: Nghị định 86/2024 (hiệu lực từ tháng 7/2024) siết chặt quy định về định giá tài sản bảo đảm, có thể khiến chi phí tín dụng tăng lên đối với các ngân hàng có tỷ trọng nợ nhóm 5 cao vốn đã duy trì trong một thời gian dài.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi kỳ vọng những thay đổi về khung quản lý sắp tới sẽ tạo động lực cho các ngân hàng có năng lực quản trị tốt và bằng cân đối vững mạnh, giúp họ nắm bắt cơ hội mở rộng thị phần và duy trì tăng trưởng biên lợi nhuận. Song song đó, những ngân hàng chủ động tăng vốn cũng có thể thu hút sự chú ý của nhà đầu tư, khi nền tảng vốn được củng cố sẽ nâng cao khả năng chống chịu và giúp định giá được cải thiện.

Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi gồm CTG, MBB, VPB và TCB. Ngoài ra, VCB được chúng tôi đánh giá là cổ phiếu mang tính phòng thủ, nhờ mô hình kinh doanh thận trọng và chất lượng tài sản vượt trội. Mặc dù không được yêu thích bởi nhà đầu tư cá nhân dẫn tới động lực tăng giá ngắn hạn yếu, định giá hiện tại đang ở mức hấp dẫn với tiềm năng tăng giá đáng kể. Chúng tôi cho rằng năm 2025 sẽ là đáy tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2025–2027, mở ra triển vọng phục hồi mạnh mẽ trong các năm tiếp theo.

Bên cạnh đó, HDB nằm trong danh sách theo dõi của chúng tôi nhờ định giá hấp dẫn, ROE tiềm năng trên 20%, và kế hoạch phát hành tăng vốn cho cổ đông chiến lược.

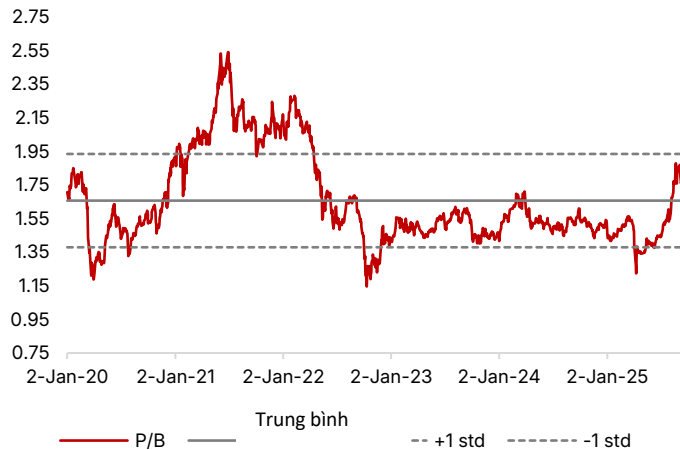
Bảng 1: Dự báo kết quả kinh doanh và định giá các ngân hàng

Ngân hàng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu 1 năm	Tiềm năng tăng giá	2024		Ước tính 2025		Ước tính 2026		2024			2025F			2026F		
				LNTT	Svck %	LNTT	Svck %	LNTT	Svck %	PE	PB	ROE	PE	PB	ROE	PE	PB	ROE
ACB*	KHẢ QUAN	30.200	13%	21.006	4,7%	21.616	2,9%	24.760	14,5%	6,86	1,38	21,7%	7,96	1,43	19,2%	6,95	1,24	19,1%
BID	TRUNG LẬP	46.400	14%	31.383	13,5%	34.029	8,4%	37.647	10,6%	11,99	1,86	19,2%	13,27	1,72	17,5%	12,10	1,49	16,5%
CTG	KHẢ QUAN	63.800	22%	31.758	26,5%	40.022	26,0%	49.424	23,5%	9,95	1,35	18,3%	10,89	1,60	19,7%	8,81	1,35	20,7%
HDB	KHẢ QUAN	36.700	17%	16.731	28,5%	20.065	19,9%	23.704	18,1%	6,38	1,64	25,8%	7,18	1,58	24,7%	6,44	1,33	22,3%
MBB	KHẢ QUAN	32.200	18%	28.829	9,6%	33.446	16,0%	39.409	17,8%	5,35	1,17	22,1%	8,93	1,70	21,7%	7,56	1,45	22,0%
MSB	KHẢ QUAN	15.700	16%	6.904	18,4%	7.088	2,7%	8.079	14,0%	5,49	0,82	16,2%	7,46	1,00	14,3%	6,54	0,86	14,1%
OCB	TRUNG LẬP	14.000	6%	4.006	-3,2%	4.246	6,0%	4.873	14,8%	7,40	0,89	10,5%	9,62	1,06	10,5%	9,05	0,95	11,1%
TCB	TRUNG LẬP	45.000	14%	27.538	20,3%	31.538	14,5%	37.545	19,0%	8,07	1,20	15,7%	11,17	1,64	15,8%	9,37	1,39	16,1%
TPB	TRUNG LẬP	22.500	13%	7.600	36,0%	8.492	11,7%	9.768	15,0%	6,75	1,09	17,3%	7,72	1,25	17,1%	6,71	1,06	17,1%
STB	TRUNG LẬP	66.100	11%	12.720	32,6%	14.646	15,1%	17.791	21,5%	8,62	1,27	20,0%	12,03	1,75	19,6%	9,90	1,49	20,3%
VCB	KHẢ QUAN	79.400	24%	42.236	2,4%	45.130	6,9%	51.733	14,6%	11,69	2,56	18,4%	17,17	2,32	16,8%	15,97	2,02	15,6%
VIB	TRUNG LẬP	22.600	10%	9.004	-15,9%	10.182	13,1%	11.635	14,3%	8,02	1,35	18,1%	8,77	1,46	18,2%	7,67	1,23	17,8%
VPB	TRUNG LẬP	35.700	13%	20.013	85,2%	25.079	25,3%	31.421	25,3%	9,41	1,05	12,1%	12,44	1,62	14,4%	9,98	1,41	16,1%
Total				259.729	16,5%	295.578	13,8%	347.789	17,7%	8,15	1,36	18,7%	10,35	1,55	17,8%	9,00	1,33	17,8%

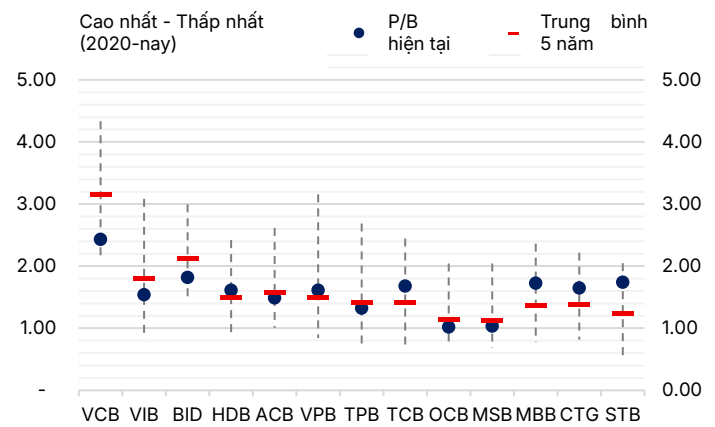
Nguồn: SSI Research

Chúng tôi giả định 4% tỷ suất cổ tức cho ACB trong năm 2026.

Biểu đồ 7: Hệ số P/B



Biểu đồ 8: Hệ số P/B các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu



Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

Phụ lục: Sở hữu nước ngoài còn lại của các ngân hàng (số liệu tại ngày 30/09/2025)

Mã	Sàn	Vốn hóa (triệu USD)	Vốn hóa thị trường lưu hành tự do (triệu USD)	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa	Sở hữu nước ngoài còn lại (triệu USD)
Ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu					
BID	HOSE	10.633	425	30%	1.338
CTG	HOSE	10.328	1.549	30%	387
VCB	HOSE	19.614	2.158	30%	1.649
ACB	HOSE	4.959	4.215	30%	1
HDB	HOSE	4.102	3.077	18%	25
MBB	HOSE	7.990	3.995	23%	72
MSB	HOSE	1.553	1.087	25%	4
OCB	HOSE	1.275	383	22%	32
STB	HOSE	4.061	3.858	30%	481
TCB	HOSE	10.155	5.585	23%	5
TPB	HOSE	1.886	1.037	30%	103
VIB	HOSE	2.565	1.539	5%	-
VPB	HOSE	9.342	5.138	30%	531
Ngân hàng không thuộc phạm vi nghiên cứu					
ABB	UPCOM	479	240	16%	0
BAB	HNX	513	385	29%	147
BVB	UPCOM	341	307	5%	17
EIB	HOSE	1.834	1.467	30%	459
KLB	UPCOM	341	324	19%	62
LPB	HOSE	5.599	5.319	5%	234
NAB	HOSE	955	764	30%	272
NVB	HNX	640	320	9%	51
PGB	UPCOM	300	210	30%	90
SGB	UPCOM	168	59	30%	31
SHB	HOSE	2.939	2.057	30%	746
SSB	HOSE	2.079	1.143	5%	98
VAB	HOSE	359	323	0%	1
VBB	UPCOM	350	315	30%	105

Tài chính - Chứng khoán: Khi chính sách đi vào cuộc sống

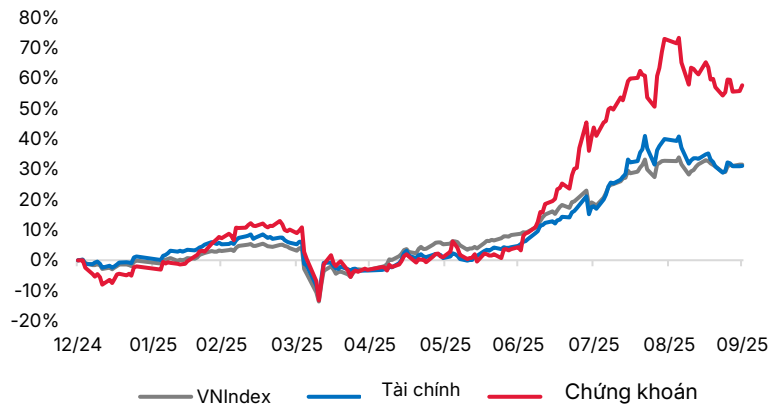
Triển vọng 2026: Tích cực

Nhìn lại 2025: Vượt trội nhờ kỳ vọng nâng hạng, dòng vốn lan tỏa và nền tảng vững chắc

Nhóm cổ phiếu ngành chứng khoán tăng 58% từ đầu năm tính đến cuối tháng 9/2025, cao hơn so với mức tăng của VNIndex (32%). Đà tăng bắt đầu từ khi nhà đầu tư kỳ vọng thị trường sẽ được nâng hạng vào tháng 10/2025. Kỳ vọng này đã thu hút dòng vốn mạnh mẽ từ cả nhà đầu tư cá nhân và nước ngoài, đặc biệt trong giai đoạn cuối tháng 4 đến đầu tháng 8, qua đó hỗ trợ nền tảng cơ bản của các công ty chứng khoán, bao gồm hoạt động cho vay ký quỹ và tự doanh.

Các mã dẫn dắt trong 9 tháng đầu năm 2025 gồm VIX (+285%), SHS (+137%), VND (+84%), CTS (+67%) và SSI (+52%).

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu ngành chứng khoán 9T25



Nguồn: Fiin, SSI Research

Từ Cải cách đến Nâng hạng: Thị trường vốn Việt Nam bước vào giai đoạn vươn mình. Việc Việt Nam chính thức được nâng hạng lên nhóm Thị Trường Mới Nổi của FTSE – có hiệu lực từ thứ Hai ngày 21 tháng 9 năm 2026 với lần đánh giá giữa kỳ vào tháng 3 năm 2026 – đánh dấu một cột mốc lịch sử trong tiến trình phát triển thị trường vốn. Thành quả này phản ánh những nỗ lực mạnh mẽ của Chính phủ trong việc hiện đại hóa hệ thống giao dịch, nâng cao tính minh bạch pháp lý và cải thiện khả năng tiếp cận của nhà đầu tư nước ngoài – tất cả được thực hiện trong một năm tập trung cải cách hiếm có. Việc triển khai hệ thống giao dịch KRX vào tháng 5/2025 đã giúp cải thiện rõ rệt hiệu quả thị trường, giảm độ trễ giao dịch và thu hút dòng vốn đáng kể từ các quỹ đầu tư giao dịch thuật toán. Giá trị giao dịch bình quân hiện đã vượt 1,1 tỷ USD/ngày, đưa Việt Nam trở thành một trong những thị trường sôi động nhất ASEAN. Về khía cạnh pháp lý, việc ban hành mô hình Non-prefunding (Thông tư 68), đơn giản hóa thủ tục mở tài khoản (Thông tư 03, 25), và nới lỏng quy định về sở hữu nước ngoài (Nghị định 245) đã giảm đáng kể rào cản gia nhập thị trường và tăng cường niềm tin của nhà đầu tư toàn cầu. Song song đó, Nghị định 245/2025 cũng đặt nền tảng pháp lý cho cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) – dự kiến triển khai đầu năm 2027, qua đó đưa Việt Nam tiệm cận hơn với các chuẩn mực của MSCI.

Chúng tôi tin rằng những cải cách này đang đặt nền móng cho một chu kỳ tăng trưởng mới của thị trường vốn Việt Nam, mở đường cho hiệu quả hoạt động được cải thiện mạnh mẽ hơn trong giai đoạn tới.

Lực mua của nhà đầu tư cá nhân hấp thụ một phần áp lực bán ròng từ khối ngoại. Diễn biến tích cực của thị trường trong 9 tháng đầu năm 2025 chủ yếu được hỗ trợ bởi lực cầu mạnh mẽ từ nhà đầu tư cá nhân trong nước, qua đó phần nào hấp thụ áp lực bán ròng mạnh từ khối ngoại (tổng giá trị bán ròng 3,88 tỷ USD tính từ đầu năm) trong bối cảnh đẩy mạnh hoạt động chốt lời cũng như có lo ngại về tỷ giá. Sự gia tăng của nhà đầu tư cá nhân đi kèm với mức tăng đáng kể của dư nợ cho vay ký quỹ, được thúc đẩy bởi kỳ vọng nâng hạng thị trường, và các chương trình cho vay margin rất cạnh tranh giữa các công ty chứng khoán. Tính đến cuối Q2/2025, tổng dư nợ margin tại 87 công ty chứng khoán đạt 305 nghìn tỷ đồng (tương đương 11,5 tỷ USD), tăng 34% so với cùng kỳ và 8% so với quý trước, đưa tỷ lệ margin/vốn chủ sở hữu toàn ngành lên 100% (so với 91% trong Q1/2025).

Tiền gửi của nhà đầu tư cũng tăng lên 110 nghìn tỷ đồng (khoảng 4 tỷ USD, +50% từ đầu năm), cho thấy dòng tiền nội vẫn duy trì mạnh mẽ, đóng vai trò đệm quan trọng giúp thị trường ổn định bất chấp áp lực bán ròng kéo dài từ khối ngoại.

Bảng 1: Các sự kiện IPO và tăng vốn sắp tới của các CTCK

Công ty	Hình thức tăng vốn	Khối lượng (triệu cp)	Tổng giá trị vốn tăng thêm (tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền mua với giá 15.000 đồng/cổ phiếu	415,6	6.234
MBS	ESOP	8,59	86
	Phát hành quyền mua với giá 10.000 đồng/cổ phiếu	68,7	687
VPS	IPO	202,31	≥ 2.023
	Phát hành riêng lẻ	161,85	≥ 1.619
VPBS	IPO với giá chào bán 33.900 đồng/cổ phiếu	375	12.713
VND	Phát hành riêng lẻ với mức giá tối thiểu là BVPS cuối Q2/2025 ở mức 12.896/cổ phiếu.	106,56	~1.374
	Phát hành quyền mua với giá 10.000 đồng/cổ phiếu	325,77	3.258
VDS	ESOP	4,7	47
	Phát hành riêng lẻ với giá 18.000/cổ phiếu	48	864
DSE	Phát hành quyền mua với giá 12.500 đồng/cổ phiếu	85,65	1.070
ORS	Phát hành riêng lẻ với giá 12.500 đồng/cổ phiếu	287,9	3.599
KAFI	IPO	N/A	N/A

Nguồn: SSI Research tổng hợp

Bảng 2: Cổ phiếu được kỳ vọng hút mạnh dòng vốn ngoại sau nâng hạng

STT	Mã CP	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Vốn hóa tự do chuyển nhượng (Tỷ đồng)	Ước tính dòng vốn vào (Triệu USD)	Ước tính số ngày giao dịch
1	VIC	693.543	277.417	425,43	20,55
2	VHM	423.474	127.042	194,82	10,62
3	HPG	222.589	67.143	102,97	1,51
4	MSN	119.288	65.608	100,61	3,92
5	SSI	84.697	53.508	82,06	1,36
6	VNM	128.323	51.329	78,72	6,53
7	VIX	57.429	50.530	77,49	1,69
8	VCB	532.257	44.844	68,77	5,34
9	VND	36.079	27.059	41,50	1,71
10	VRE	79.531	26.315	40,36	4,70
11	VPL	155.300	22.441	34,41	18,31
12	GEX	49.271	20.984	32,18	1,94
13	FPT	162.685	20.618	31,62	0,81
14	SHB	79.241	20.323	31,17	0,56
15	VCI	31.469	18.882	28,96	2,31
16	VJC	78.921	18.166	27,86	2,84
17	MCH	140.110	14.011	21,49	19,48
18	STB	110.285	13.440	20,61	1,06
19	DGC	35.319	12.995	19,93	3,52
20	KBC	32.961	12.328	18,91	1,89
21	EIB	47.779	12.063	18,50	2,32
22	NVL	30.032	11.873	18,21	2,06
23	SBT	19.671	10.819	16,59	19,26
24	SJS	19.931	9.844	15,10	37,23
25	PDR	22.291	9.118	13,98	0,81
26	SHS	23.524	8.739	13,40	0,60
27	BVH	39.640	8.699	13,34	20,24
28	HVN	106.724	8.581	13,16	4,70
29	POW	33.489	8.372	12,84	2,27
30	HAG	21.166	8.201	12,58	1,80

Nguồn: SSI Research. Dữ liệu ngày 7/10/2025

Tài sản số – hướng phát triển mới cho thị trường tài chính Việt. Với việc ban hành Nghị quyết 05 về tài sản số, Việt Nam đã chính thức đặt nền móng cho khung pháp lý quản lý lĩnh vực mới này. Nghị quyết cũng quy định giới hạn tối đa 5 giấy phép dành cho các nhà cung cấp dịch vụ tài sản số (Digital Asset Service Provider – DASP), thể hiện cách tiếp cận thận trọng và có kiểm soát trong giai đoạn đầu hình thành thị trường.

Dù vậy, sự quan tâm của thị trường đang ở mức rất cao. Nhiều ngân hàng và công ty chứng khoán lớn đã thành lập pháp nhân riêng để tham gia lĩnh vực này, bao gồm: SSI Digital (SSID) của SSI, VIXEX của VIX, TCEX của TCX, DNEX thuộc HVA Group, CAEX của VPBS, Công ty Cổ phần sàn giao dịch tài sản mã hóa HD của HDBS, Công ty cổ phần Kinh Doanh Tiền Mã Hóa Và Tài Sản Mã Hóa Vimexchange của HBS. Ngoài ra, Ngân hàng Quân đội (MBB) cũng đã ký biên bản ghi nhớ (MoU) với Dunamu – đơn vị vận hành sàn giao dịch Upbit (Hàn Quốc), đánh dấu xu hướng hợp tác ngày càng gia tăng giữa các tổ chức Việt Nam và các nền tảng giao dịch quốc tế.

Chúng tôi cho rằng, mảng tài sản số sẽ trở thành một trong những động lực đáng chú ý nhất trong năm 2026, khi Việt Nam chuyển sang giai đoạn thử nghiệm và tham gia có kiểm soát vào tài sản số.

Quan điểm đầu tư

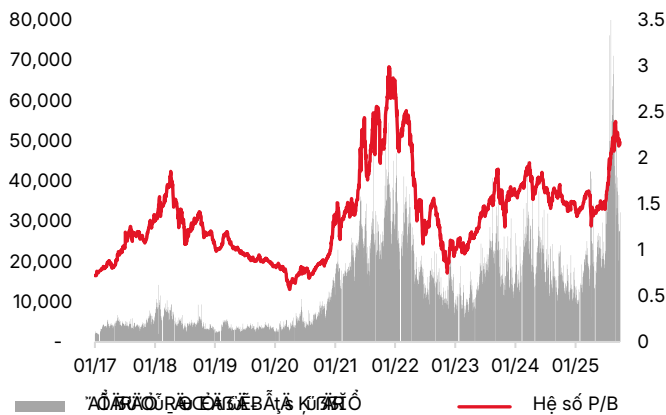
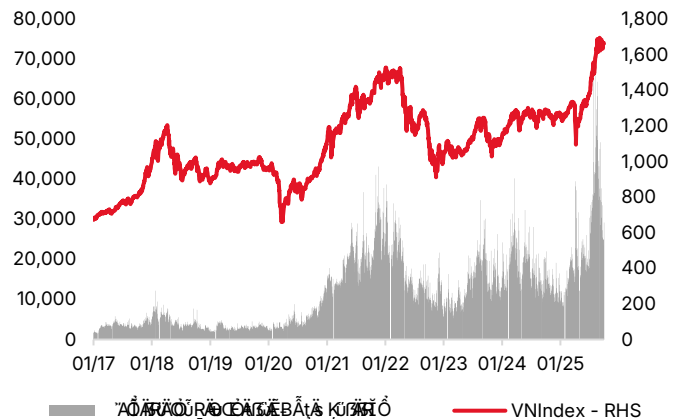
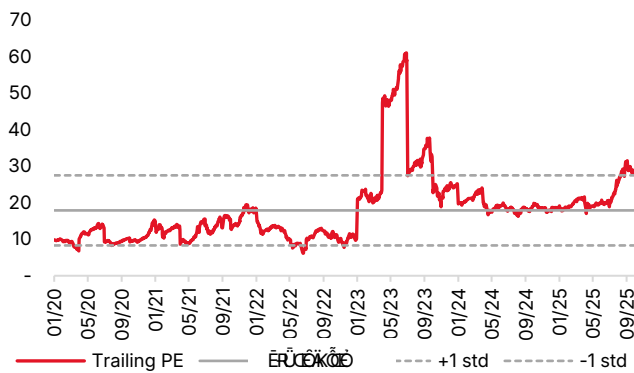
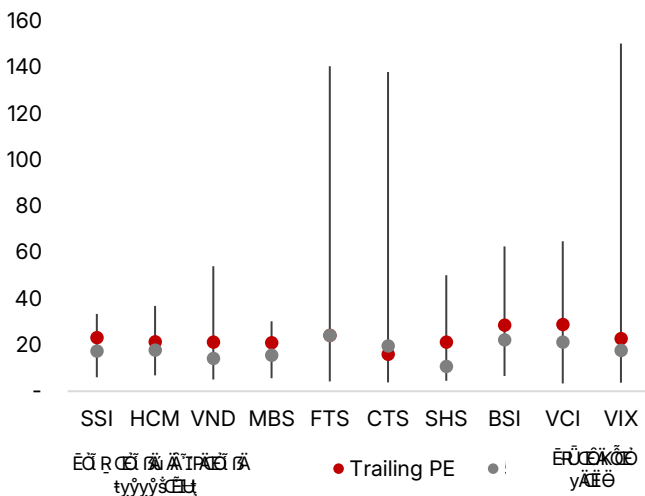
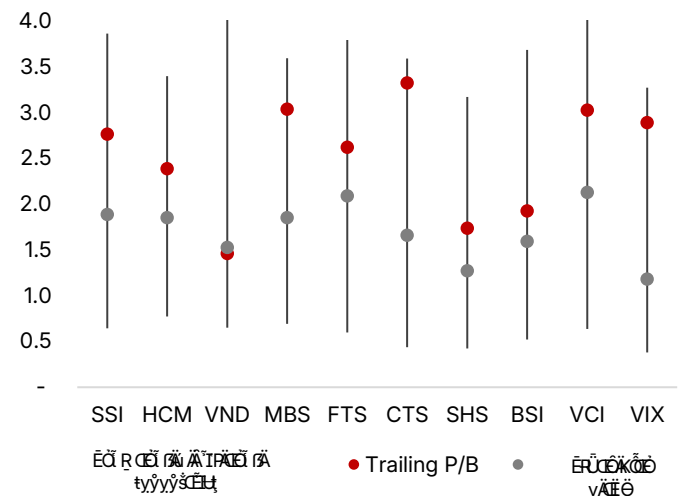
Chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với ngành chứng khoán trong năm 2026 với kỳ vọng thị trường sẽ duy trì đà tăng trưởng sau khi Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi và có lộ trình rõ ràng để tiến tới nâng hạng theo MSCI. Chúng tôi tin rằng thanh khoản dự kiến sẽ duy trì ở mức cao nhờ dòng vốn từ cả quỹ thụ động (ETF) và chủ động, trong khi sự tham gia của nhà đầu tư cá nhân tiếp tục duy trì nhờ môi trường lãi suất thấp. Dù một phần kỳ vọng đã được phản ánh vào giá trong quý 3/2025 khi thanh khoản trung bình hàng ngày (ADTV) đạt đỉnh gần 45 nghìn tỷ đồng, chúng tôi cho rằng giá trị giao dịch được kỳ vọng sẽ hồi phục từ đợt hạ nhiệt tạm thời trong tháng 9 và duy trì ở mức cao so với giai đoạn trước 2025.

Động lực tăng trưởng lợi nhuận của các công ty chứng khoán sẽ tiếp tục được duy trì, nhờ khối lượng giao dịch lớn, dư nợ margin mở rộng, và các kế hoạch IPO. Những công ty chứng khoán có vốn lớn sẽ có lợi thế vượt trội trong chu kỳ tăng trưởng lần này, khi hoạt động tăng vốn giúp mở rộng thêm năng lực cho vay ký quỹ. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng diễn biến giá cổ phiếu ngành chứng khoán thường biến động đồng pha với thanh khoản thị trường (xem Biểu đồ 4). **Vì thế, lựa chọn thời điểm tham gia sẽ là yếu tố then chốt để tối ưu hóa lợi nhuận trong một ngành có tính chu kỳ cao như thời điểm hiện tại.**

Bảng 3: Chỉ số tài chính các CTCK, Q2/2025

	ACBS	BSI	BVS	CTS	FTS	HCM	MBS	SHS	SSI	TCBS	VCI	VDS	VIX	VND	VPBS	VPS
Tổng tài sản	33,857	14,847	5,959	10,553	11,280	34,937	25,551	17,328	90,978	65,134	21,898	6,828	24,385	47,919	50,901	32,138
Cho vay ký quỹ	11,508	6,606	3,553	4,230	7,243	19,813	12,796	6,268	33,134	33,806	11,307	2,946	9,282	10,644	17,758	17,436
Vốn chủ sở hữu	13,586	5,216	2,581	2,510	4,237	10,184	7,354	11,185	27,687	30,063	12,439	2,803	17,719	19,632	18,194	12,801
Cho vay ký quỹ/ Vốn chủ sở hữu	84.7%	126.6%	137.7%	168.5%	171.0%	194.6%	174.0%	56.0%	119.7%	112.4%	90.9%	105.1%	52.4%	54.2%	97.6%	136.2%
NIM	6.2%	2.9%	7.4%	3.5%	7.5%	8.9%	4.2%	5.1%	4.5%	2.8%	3.6%	8.1%	5.0%	1.8%	1.9%	9.1%
CIR	38.5%	38.9%	54.8%	20.4%	47.3%	57.0%	34.8%	15.6%	22.0%	11.6%	36.5%	127.9%	2.6%	27.1%	16.4%	45.5%
Lợi nhuận sau thuế	189	102	71	176	61	192	224	383	923	1,420	184	(7)	1,302	369	441	702
TTM EPS	826	1,572	2,918	2,430	1,445	1,216	1,561	1,146	1,625	3,149	1,439	256	1,560	1,032	865	5,638
BVPS	12,351	23,385	35,728	11,801	12,227	14,128	12,838	12,504	14,027	14,452	17,322	11,535	11,570	12,896	12,129	22,457
P/B	N/a	1.92	1.01	3.29	2.86	1.84	2.55	1.94	2.68	3.24	2.40	1.79	3.07	1.71	N/a	N/a
P/E	N/a	28.63	12.41	15.96	24.22	21.43	20.95	21.20	23.16	14.86	28.91	80.40	22.76	21.33	N/a	N/a
ROE	6.5%	6.8%	8.4%	17.1%	11.1%	8.4%	12.8%	8.5%	11.4%	15.1%	8.2%	2.2%	13.6%	7.8%	7.4%	25.8%
ROA	2.6%	2.9%	3.7%	4.3%	4.6%	2.8%	3.9%	6.6%	3.9%	7.3%	3.9%	1.0%	11.0%	3.3%	4.1%	9.2%

Nguồn: CTCK, SSI Research

Biểu đồ 4: Tương quan giữa giá trị giao dịch và hệ số P/B**Biểu đồ 5: VNIndex và giá trị khớp lệnh****Biểu đồ 6: Hệ số P/E****Biểu đồ 7: Hệ số P/B****Biểu đồ 8: Hệ số P/E của các công ty chứng khoán****Biểu đồ 9: Hệ số P/B của các công ty chứng khoán**

Nguồn: SSI Research, Bloomberg

Công nghiệp - Vận tải: Chuẩn bị chịu tác động của thuế quan

Triển vọng 2025: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: GMD

Nhìn lại 2025: Hưởng lợi trong biến động

- Màng hàng hóa (Cảng biển, Logistics, Vận tải biển):** Năm 2025 ghi nhận hoạt động "frontloading" rõ nét, khi các doanh nghiệp đẩy mạnh đặt hàng sớm nhằm tránh tác động từ thuế quan đối ứng. Tổng kim ngạch thương mại 9 tháng đầu năm đạt 680 tỷ USD, tăng 17,3% svck. Lượng container qua hệ thống cảng Hải Phòng (khu vực cảng lớn nhất miền Bắc) tăng 15% svck, vượt xa mức tăng trưởng bình quân 8-9% của các năm trước. Diễn biến này mang lại lợi ích rõ rệt cho ngành cảng biển (nhờ sản lượng thông qua tăng) và vận tải container (nhờ sản lượng và giá cước cao hơn). Giá các cổ phiếu trong nhóm này phần nào đã phản ánh xu hướng tích cực nói trên (GMD +7,6%, HAH +43,2%, VSC +139,1%).
 - Vận tải container** là nhóm hưởng lợi lớn nhất, với lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) của HAH tăng 247% svck trong 6T2025, nhờ sự kết hợp của giá thuê tàu tăng (+80% svck), sản lượng container cao hơn và công suất mở rộng (từ các tàu mới mua). Dù giá cước giao ngay đã giảm hơn 50% so với đỉnh tháng 6, giá thuê tàu định hạn (charter rate) vẫn duy trì mức cao, đạt đỉnh 52 tuần ở mức 28.000 USD/ngày cho tàu 1.700 TEU, nhờ nguồn cung hạn chế trong khi nhu cầu cao, đúng như kỳ vọng của chúng tôi trước đó. Tính đến cuối tháng 6/2025, theo dữ liệu Clarksons, tổng lượng đóng mới của dòng tàu này chỉ chiếm 6% quy mô đội tàu hiện tại.
 - Cảng biển** cũng ghi nhận kết quả tích cực nhờ sản lượng thông qua cao, với NPATMI từ hoạt động kinh doanh cốt lõi 6T2025 của GMD tăng 35% svck (loại trừ khoản lợi nhuận trước thuế 340 tỷ đồng từ thoái vốn cảng trong Q1/2024).
 - Vận tải dầu (Tanker)** là mảng duy nhất ghi nhận lợi nhuận suy giảm, với NPATMI trong 6T2025 của PVT giảm 1,8% svck, chủ yếu do giá thuê tàu giảm 30% so với đỉnh năm ngoái (với tàu cỡ MR). Kết quả này thấp hơn kỳ vọng trước đó về mức tăng trưởng LNTT 10% năm 2025 của chúng tôi, do giá thuê yếu hơn dự kiến. Nguyên nhân chính là làn sóng đóng mới tàu dầu tăng nhanh, khiến giá trị đóng mới của nhóm này lên tới 15% đội tàu hiện hữu, dự kiến giao trong 1-2 năm tới.
- Màng hành khách (Hàng không & Dịch vụ sân bay):** Lượng khách phục hồi đúng kỳ vọng, với lượng khách quốc tế đến Việt Nam 9T2025 tăng 21,5% svck, đạt 15,4 triệu lượt. Động lực chính đến từ khách Trung Quốc, tăng 44% svck.
 - Sân bay và Dịch vụ sân bay** là nhóm hưởng lợi lớn, nhờ doanh thu gắn liền với lượng khách quốc tế. NPATMI từ hoạt động kinh doanh cốt lõi trong 6T2025 của ACV tăng +11% svck, AST +74% svck, SAS +95% svck. Đặc biệt, khách Trung Quốc nổi tiếng chi tiêu cao, đã giúp mảng bán lẻ sân bay (AST, SAS) tăng trưởng mạnh.
 - Hàng không** cũng ghi nhận kết quả ấn tượng, nhờ giá vé cao (do thiếu máy bay, nguồn cung hạn chế) và giá dầu duy trì ở mức thấp. NPATMI trong 6T2025 của HVN tăng 20,5% svck, trong khi VJC tăng 56% svck.

Triển vọng 2026: Ngắn hạn giảm tốc, Dài hạn cơ bản vững vàng

- Màng hàng hóa (Cargo):** Sau giai đoạn đẩy mạnh nhập khẩu trước thay đổi bất lợi về thuế đối ứng (front-loading) trong năm 2025, nhu cầu bên ngoài đặc biệt từ Mỹ dự kiến chậm lại trong năm 2026 do giá hàng hóa tăng và chuỗi cung ứng cần thời gian thích ứng với thuế quan mới. Xuất khẩu sang Mỹ chiếm khoảng 30% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, do đó chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng hàng hóa năm 2026 vẫn ở mức khoảng 5% svck, thấp hơn so với mức tăng trưởng bình quân 8-9% các năm trước.

- **Vận tải container:** Giá cước vận chuyển dự kiến chịu áp lực trong 2026, song vẫn có dư địa biến động tăng ngắn hạn do các "điểm nghẽn" trong chuỗi cung ứng toàn cầu (như Trung Đông, Ukraine) vẫn tiềm ẩn rủi ro gián đoạn. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê tàu (charter rate) của nhóm tàu feeder (<3.000 TEU) sẽ duy trì sức mạnh nhờ nguồn cung thấp và nhu cầu ổn định. Năm 2025 được xem là đỉnh tăng lợi nhuận của nhóm vận tải container, và tăng trưởng lợi nhuận 2026 sẽ trở lại bình thường, với tăng trưởng NPATMI của HAH dự kiến đạt 16,7% svck.
- **Cảng biển:** Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 dự kiến chậm lại do sản lượng thông qua thấp hơn. Tuy nhiên, khi các doanh nghiệp xuất khẩu thích ứng với "bình thường mới" và dần đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, sản lượng cảng có thể ổn định ở mức 7-8% svck trong dài hạn. Với GMD, chúng tôi dự báo tăng trưởng NPATMI năm 2026 đạt 18% svck, bao gồm khoản lợi nhuận ước tính 200 tỷ đồng từ thoái vốn mảng cao su; nếu loại trừ yếu tố này, tăng trưởng NPATMI ước đạt 11% svck.
- **Vận tải dầu (Tanker)** tiếp tục đối mặt với áp lực từ nguồn cung tàu mới, đặc biệt là nhóm tàu chở sản phẩm (product tankers), khiến giá thuê và giá cước giao ngay duy trì ở mức thấp. Dù vậy, PVT được dự báo tăng trưởng NPATMI 2026 khoảng 12,7% svck, chủ yếu nhờ mở rộng đội tàu.
- **Mảng hành khách (Passenger):** Lượng khách dự kiến quay lại quỹ đạo tăng trưởng trước Covid, với khách quốc tế tăng 15% svck và khách nội địa tăng 5% svck. Sân bay Long Thành (LTA) khi đi vào hoạt động sẽ giúp tăng năng lực phục vụ, nhưng chưa mang lại đóng góp đáng kể về lợi nhuận trong ngắn hạn do cần thời gian để vận hành ổn định và chuyển dịch chuyển bay từ Tân Sơn Nhất. Theo ước tính của chúng tôi, NPATMI 2026 của ACV tăng 15,5% svck, trong khi AST tăng 12,9% svck.
- **Sân bay & Dịch vụ sân bay:** LTA (giai đoạn 1 có công suất 25 triệu hành khách/năm) mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn, khi Tân Sơn Nhất hiện đã vận hành vượt xa công suất thiết kế và là nút thắt lớn nhất của ngành hàng không Việt Nam.
- **Hãng hàng không:** Môi trường cạnh tranh gia tăng khi xuất hiện hãng mới Sun Phu Quoc Air (SPA) và nguồn cung máy bay tăng, trong khi giá dầu thấp và mở rộng công suất sân bay tạo thuận lợi cho ngành. Tuy nhiên, sự gia nhập của các hãng mới (SPA, Bamboo Airways, Vietravel Airlines) có thể kéo theo cạnh tranh giá vé và phân chia lại thị phần.
- **Rủi ro:** Thuế quan là rủi ro lớn nhất đối với vận tải hàng hóa, trong khi giá dầu tăng là rủi ro chính đối với ngành hàng không. Đối với sân bay, đại dịch toàn cầu là rủi ro lớn nhất.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi chọn **GMD là cổ phiếu ưu tiên hàng đầu cho năm 2026**. Nền tảng tài chính vững chắc, cùng với các yếu tố hỗ trợ như thoái vốn khỏi tài sản không cốt lõi, phê duyệt đầu tư cảng mới và vị thế thuận lợi về thuế phí, khiến GMD trở thành khoản đầu tư hấp dẫn. Mặc dù chúng tôi đánh giá cao nền tảng cơ bản của **HAH**, chúng tôi khuyến nghị theo dõi thêm và chỉ nên tích lũy cổ phiếu khi giá cước vận chuyển container giao ngay ổn định trở lại. Chúng tôi đánh giá cao mô hình kinh doanh của **PVT** với chiến lược mở rộng đội tàu liên tục để hỗ trợ tăng trưởng dài hạn. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị theo dõi thêm, đặc biệt là khi giá thuê tàu dầu phục hồi hoặc giá cổ phiếu điều chỉnh mạnh là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu.

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025 F	2026F
GMD	KHẢ QUAN	13,8%	75.000	-35,2%	10,8%	18,1%	22,3	15,6	14,01	15,1%	13,8%	14,2%	3,4%	3,0%	1,5%
PVT	KHẢ QUAN	23,9%	22.000	12,4%	1,3%	12,7%	6,17	8,19	7,26	4,70%	6,74%	7,19%	1,7%	0%	0%
HAH	KHẢ QUAN	18,1%	63.800	66,2%	46,2%	16,7%	9,78	10,10	9,28	22,1%	25,4%	23,1%	0,0%	1,9%	1,9%
ACV	TRUNG LẬP	12,7%	62.000	42,9%	-1,7%	15,5%	22,60	19,41	16,81	21,0%	17,2%	16,8%	0%	0%	0%

Nguồn: SSI Research

Công nghiệp - Xây dựng: Backlog tăng với ngành bất động sản hồi phục và đầu tư công tăng tốc

Triển vọng 2026: Tích cực

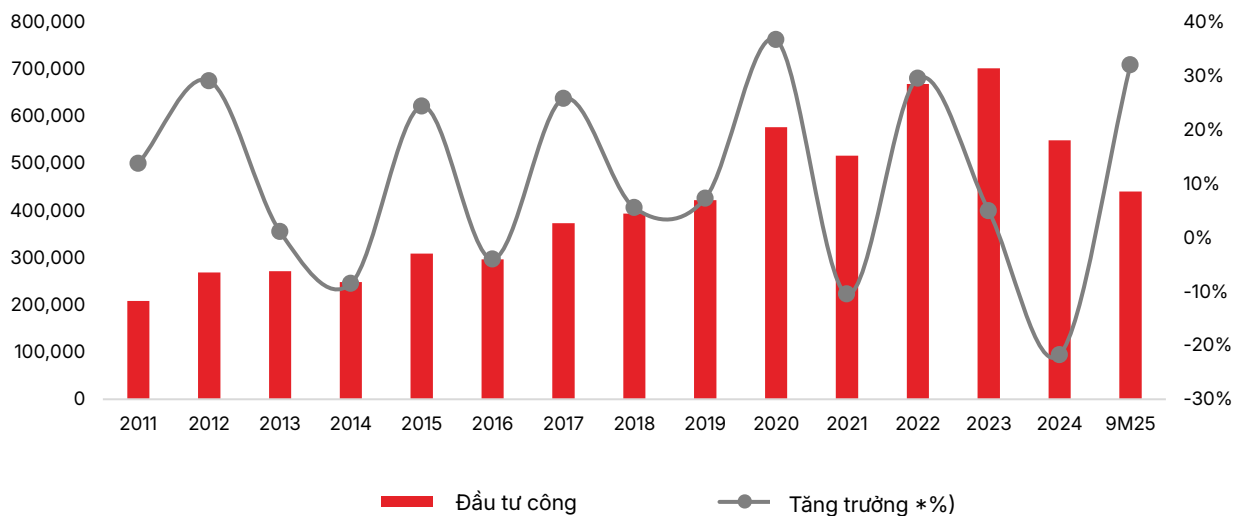
Cổ phiếu theo dõi: VLB, HT1, BMP

Nhìn lại 2025: Xây dựng khởi sắc, tiếp sức cho đà tăng trưởng

Ngành xây dựng ghi nhận tăng trưởng tích cực trong nửa đầu năm 2025, đóng góp cho tăng trưởng GDP. Theo Bộ Tài chính, ngành xây dựng phục hồi mạnh mẽ trong 6T2025 với mức tăng 9,62% svck, cao nhất kể từ năm 2011.

- **Nhu cầu nhà ở dân dụng cải thiện:** Theo Bộ Xây dựng, thị trường nhà ở trong nước đã ghi nhận phục hồi rõ nét trong Q2/2025. Cả nước có 87 dự án nhà ở thương mại hoàn thành, cung cấp tổng cộng 20.893 căn (+19,2% svck), trong khi 899 dự án khác với 398.124 căn (+29% svck) đang được triển khai, phản ánh tâm lý thị trường cải thiện và động lực phục hồi trở lại ở phân khúc nhà ở dân dụng.
- **Giải ngân đầu tư công tiếp tục tăng mạnh:** Bộ Tài chính cho biết tổng vốn giải ngân 9 tháng đạt khoảng 440,4 nghìn tỷ đồng (+43% svck), tương đương 50% kế hoạch được Thủ tướng giao và 55% nếu so với kế hoạch ban đầu.

Biểu đồ: Giải ngân đầu tư công (tỷ đồng) và tăng trưởng (%)



Nguồn: Bộ Tài chính

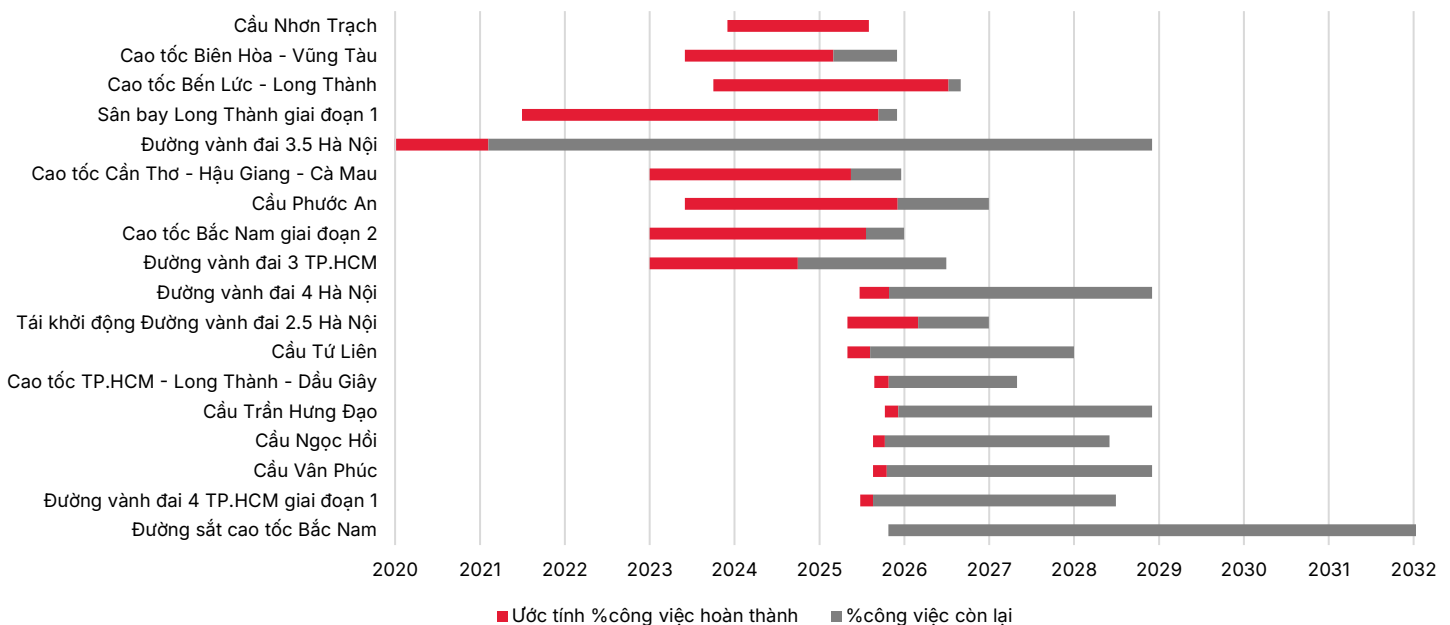
Triển vọng năm 2026: Đẩy mạnh đầu tư công và bất động sản thúc đẩy backlog tăng trở lại

Giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2026. Theo ước tính của Bộ Tài chính, tổng vốn đầu tư công kế hoạch năm 2026 dự kiến đạt 1,08 triệu tỷ đồng, tăng 12% svck. Nguồn vốn này chủ yếu được phân bổ cho các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia và các tuyến kết nối Bắc – Nam.

Việt Nam đặt mục tiêu mở rộng mạng lưới đường cao tốc lên hơn 5.000 km giai đoạn 2026-2030, so với khoảng 3.300 km cuối năm 2025. Dựa trên chi phí đầu tư bình quân do Bộ Giao thông Vận tải ước tính ở mức 14 triệu USD/km (chưa tính trượt giá), khoảng 1.200 km đường cao tốc bổ sung sẽ cần tổng vốn đầu tư trên 400 nghìn tỷ đồng (tương đương ~16 tỷ USD).

Chúng tôi kỳ vọng đà giải ngân đầu tư công mạnh mẽ, đặc biệt là ở các dự án hạ tầng quy mô lớn, sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho nhóm nhà thầu xây dựng dân dụng niêm yết. Các doanh nghiệp như **VCG, LCG, HHV và C4G** được đánh giá hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng này.

Biểu đồ: Tiến độ các dự án đầu tư công trọng điểm



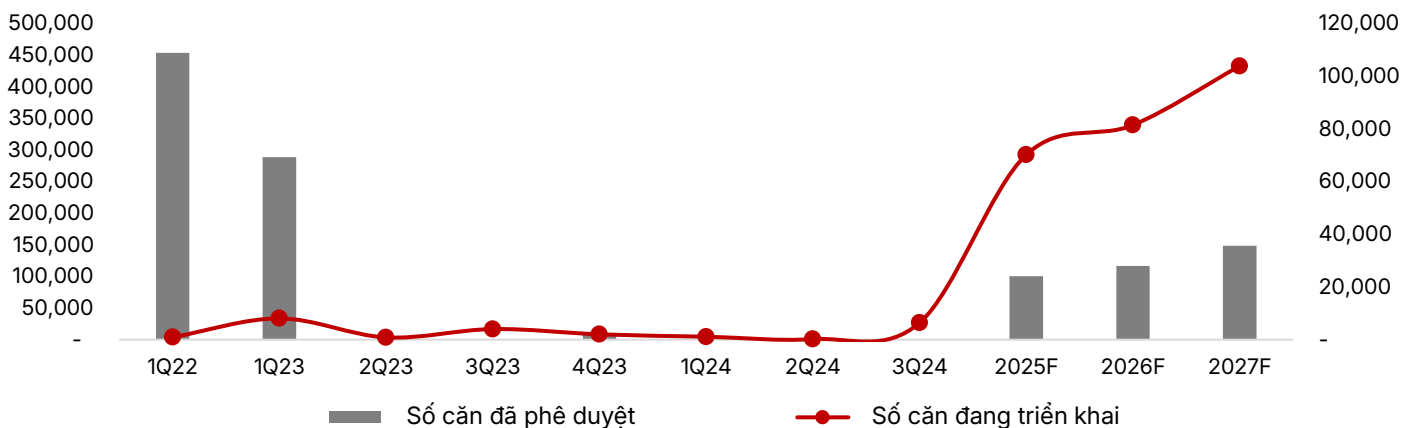
Nguồn: SSI Research tổng hợp

- Nghị quyết 66.4/2025 dự kiến giải quyết tình trạng thiếu hụt vật liệu xây dựng.** Nghị quyết 66.4/2025 ban hành tháng 9/2025 đưa ra nhiều điều kiện nới lỏng về quản lý khai thác khoáng sản và vật liệu xây dựng phục vụ các dự án hạ tầng quốc gia, gồm:
 - ✓ **Đơn giản hóa thủ tục:** Nghị quyết này đơn giản hóa khung cấp phép, cho phép sửa đổi hoặc gia hạn giấy phép hiện có mà không cần phải thực hiện lại toàn bộ quy trình xin cấp phép từ đầu.
 - ✓ **Phân cấp cấp phép:** Chủ tịch Ủy ban Nhân dân cấp tỉnh được trao quyền trực tiếp cấp và sửa đổi giấy phép khai thác để tăng sản lượng tối đa 50% đối với cát và sỏi, và không giới hạn đối với các loại vật liệu khác.
 - ✓ **Miễn đấu giá quyền khai thác:** Một số loại khoáng sản như đá vôi và đất sét dùng trong sản xuất xi măng được miễn đấu giá quyền khai thác khoáng sản.
 - ✓ **Linh hoạt trong gia hạn giấy phép cũ:** Các giấy phép khai thác được cấp trước năm 2025 có thể được gia hạn, sửa đổi và tiếp tục sử dụng nếu phục vụ cho các dự án đã được chỉ định.

Chúng tôi xem đây là một **yếu tố tích cực** giúp giảm tình trạng thiếu hụt vật liệu trong các dự án đầu tư công, đồng thời hỗ trợ tăng trưởng giải ngân trong năm 2026.

- **Chúng tôi kỳ vọng rằng việc nới lỏng các nút thắt pháp lý và mở rộng chương trình nhà ở xã hội trên toàn quốc sẽ thúc đẩy nhu cầu xây dựng nhà ở phục hồi đáng kể vào năm 2026.** Nghị quyết số 170/2024/QH15 của Quốc hội đưa ra một khung pháp lý chuyên biệt nhằm giải quyết các vướng mắc thủ tục kéo dài trong lĩnh vực bất động sản. Đặc biệt, chính sách này đề xuất triển khai cơ chế hỗ trợ trên toàn quốc để xử lý các vấn đề liên quan đến 1.533 dự án đang bị đình trệ. Đồng thời, Luật Nhà ở sửa đổi cung cấp các ưu đãi cho chủ đầu tư nhằm đẩy nhanh nguồn cung nhà ở xã hội, cùng với việc tăng cường minh bạch hành chính và các biện pháp hỗ trợ. Thủ tướng Chính phủ đã giao chỉ tiêu là 995.445 căn nhà ở xã hội được hoàn thành trên toàn quốc trong giai đoạn 2025–2030 (trong đó khoảng 633.000 căn đang được triển khai). Kế hoạch đối với năm 2025 là 100.275 căn và với năm 2026 là 116.347 căn.

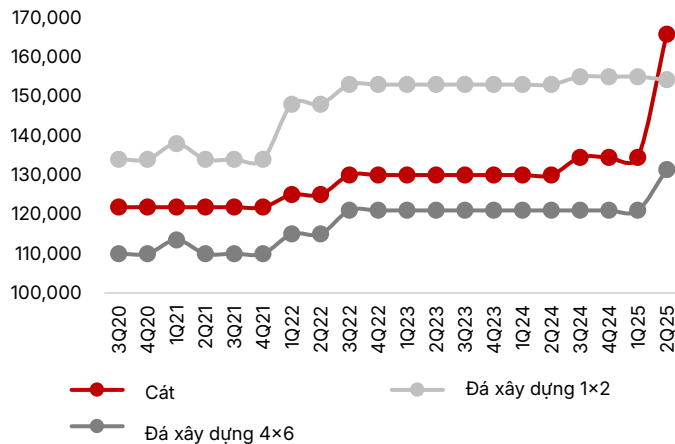
Biểu đồ: Số lượng nhà ở xã hội đã phê duyệt và đang triển khai



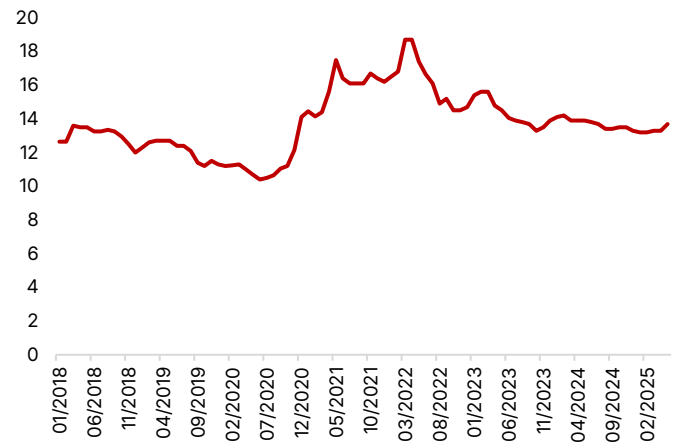
Nguồn: Bộ Xây dựng

- **Biến động giá vật liệu sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các công ty xây dựng trong năm 2026.** Giá đầu vào của các vật liệu xây dựng chủ chốt, bao gồm thép cây, xi măng, cát và đá xây dựng, được dự báo sẽ gây áp lực lên cấu trúc chi phí dự án và biên lợi nhuận gộp của các nhà thầu trong nửa cuối năm 2025. Theo Hiệp hội Vật liệu Xây dựng Việt Nam, giá xi măng tại thị trường phía Nam dự kiến sẽ tăng từ 1-2% so với cùng kỳ năm trước trong năm 2026. Giá cát được dự báo tăng 5-10% svck, đạt mức 150.000-440.000 đồng/m², trong khi giá đá xây dựng sẽ tăng 5-8% svck. Nhìn chung, **tổng chi phí xây dựng được kỳ vọng sẽ tăng 5-8% svck trong năm 2026.**
- **Nhóm ngành vật liệu xây dựng được kỳ vọng tăng trưởng tích cực.** Chúng tôi kỳ vọng với nhu cầu vật liệu xây dựng và giá bán tiếp tục tăng trong năm 2026, cùng với chi phí đầu vào giảm, biên lợi nhuận gộp của các công ty vật liệu xây dựng như đá xây dựng và xi măng sẽ duy trì ở mức cao, lần lượt là 28% (+3% svck) và 12,6% (+0,5% svck). Do đó, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu như **PLC, HT1, BMP, VLB và KSB** sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2026.

Biểu đồ: Giá cát, đá (đồng/m3)



Biểu đồ: Thép xây dựng (triệu đồng/tấn)



Nguồn: SSI Research tổng hợp

- Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của các công ty xây dựng niêm yết trong năm 2026:** Chúng tôi ước tính rằng lợi nhuận ròng của các công ty xây dựng niêm yết sẽ tăng 8,8% svck trong năm 2026, được hỗ trợ bởi sự cải thiện trong môi trường dự án và động lực đầu tư công duy trì ổn định. Đối với nhóm công ty vật liệu xây dựng chúng tôi theo dõi, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ đạt 2.116 tỷ đồng trong năm 2026, tương ứng với mức tăng trưởng 7,6% svck.
- Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với các cổ phiếu vật liệu xây dựng như PLC, VLB, HT1 và BMP, nhờ nhu cầu tăng trưởng ổn định trong năm 2026, giá bán tăng, chi phí đầu vào giảm do giá dầu duy trì ở mức thấp, biên lợi nhuận duy trì mức cao.

Các chỉ tiêu chính của các công ty xây dựng niêm yết

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%) 1 năm	Giá mục tiêu (Đồng) 1 năm	Tăng trưởng NPAT			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
				2024	2025F	2026	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
VCG	TRUNG LẬP	-6,4%	25.500	179,6%	136,6%	-26,1%	11,7	17,5	21,4	10,4%	21,1%	13,2%	0,0%	0,0%	0,0%
CTD	KHẢ QUAN	7,2%	88.400	358,4%	44,5%	29,0%	12,4	20,6	18,8	3,7%	5,8%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%
HHV	TRUNG LẬP	-2,3%	14.700	29,8%	9,7%	2,8%	13,7	12,5	12,2	4,8%	4,6%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%
HT1	KHẢ QUAN	10,0%	19.200	247,2%	307,4%	11,3%	68,7	23,9	21,5	1,3%	5,6%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%
VLB	KHẢ QUAN	24,8%	57.900	53,5%	24,0%	16,0%	11,6	9,1	7,2	33,0%	34,8%	35,0%	7,5%	7,2%	7,2%
BMP	KHẢ QUAN	12,6%	158.700	-4,8%	19,2%	-3,2%	10,8	9,1	9,5	36,8%	43,5%	38,4%	9,2%	8,8%	8,8%

Nguồn: SSI Research

CNTT & Viễn thông: Triển vọng hồi phục của chi tiêu CNTT dù bất ổn toàn cầu vẫn kéo dài

Triển vọng 2026: Tích cực

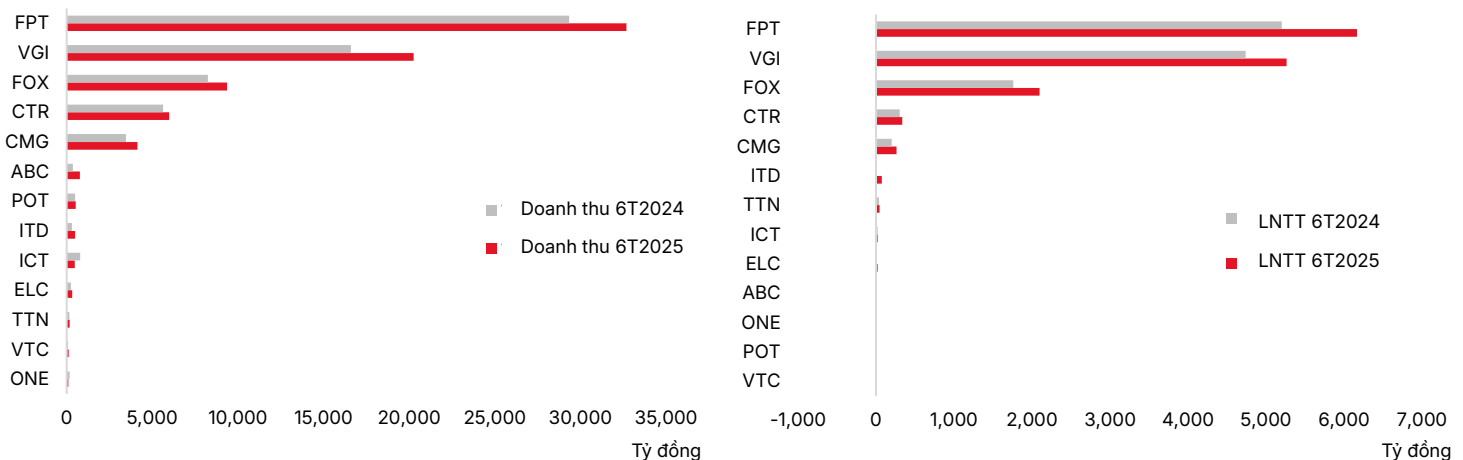
Cổ phiếu ưa thích: FPT, CTR

Nhìn lại 2025: Tăng trưởng lợi nhuận trong bối cảnh chính sách thuế của Mỹ; Việt Nam khai trương Trung tâm Dữ liệu Quốc gia

Doanh thu và lợi nhuận trước thuế (LNTT) của nhóm cổ phiếu công nghệ – viễn thông niêm yết tăng 14-16% svck trong 6T2025, nhờ (1) Kiểm soát chi phí hiệu quả, (2) Tăng tỷ trọng sang các mảng có biên lợi nhuận cao hơn hoặc mảng kinh doanh mới, và (3) Kết quả kinh doanh tích cực từ một số doanh nghiệp tiêu biểu như FPT, VGI và CMG. Kết quả này đặc biệt ấn tượng trong bối cảnh bất ổn vĩ mô toàn cầu (do chính sách thuế đối ứng của Mỹ) đang gây áp lực lên các công ty công nghệ trên thế giới.

Trong kỳ, **FPT tiếp tục dẫn đầu cả về doanh thu lẫn lợi nhuận**, với tăng trưởng doanh thu +11% và LNTT +19% svck (chi tiết về kết quả kinh doanh 8T2025 xem trong [Báo cáo cập nhật kết quả kinh doanh 8T2025](#) của FPT, công bố ngày 18/9/2025). Công ty đã thực hiện chiến lược kiểm soát chi phí hiệu quả ở mảng viễn thông, giúp cải thiện đáng kể lợi nhuận. VGI ghi nhận LNTT tăng 11% svck, được hỗ trợ bởi tăng trưởng từ các thị trường Burundi, Tanzania, Haiti, Mozambique và Timor-Leste, cùng kết quả tích cực từ mảng ví điện tử. CMG đạt tăng trưởng LNTT ước khoảng +30% svck, nhờ tăng trưởng doanh thu ở hầu hết các khối kinh doanh, kiểm soát chi phí tốt và chuyển dịch dần sang phục vụ nhiều hơn đối với khách hàng lớn.

Bảng 1: Doanh thu và LNTT 6T2025 của nhóm cổ phiếu công nghệ/viễn thông niêm yết (so với 6T2024)



Nguồn: Công ty, SSI Research

Ngày **18/8/2025**, **Bộ Công an đã khai trương Trung tâm Dữ liệu Quốc gia số 01** – trung tâm đầu tiên tại Việt Nam đạt Uptime Tier IV (giai đoạn thiết kế). Sự kiện này được xem là bước ngoặt quan trọng trong việc thúc đẩy đổi mới sáng tạo về dữ liệu, phát triển chính phủ, kinh tế và xã hội số, tăng cường chủ quyền dữ liệu quốc gia, đồng thời đảm bảo an toàn dữ liệu cho cả Nhà nước và doanh nghiệp. Các Trung tâm Dữ liệu Quốc gia số 02 (dự kiến hoàn thành trước 2030) và số 03 sẽ tiếp tục được triển khai xây dựng trong thời gian tới. Với việc dữ liệu là “trái tim” của kỷ nguyên số, sự kiện này tái khẳng định cơ hội dài hạn cho các doanh nghiệp công nghệ – viễn thông Việt Nam.

Triển vọng 2026: Chi tiêu CNTT toàn cầu phục hồi sau giai đoạn tăng trưởng chậm 2025

Theo **Gartner**, chi tiêu CNTT toàn cầu năm 2025 dự kiến tăng **7,9% svck**, tương đương năm 2024, thấp hơn kỳ vọng ban đầu. Riêng mảng dịch vụ CNTT dự báo chỉ tăng 4,4% svck (so với 4,8% svck năm 2024). IDC cũng đưa ra dự báo tương tự, với mức tăng 5-9% svck cho chi tiêu CNTT toàn cầu, phản ánh bối cảnh bất ổn trên toàn cầu (chi tiết trong [báo cáo cập nhật FPT](#) ngày 7/8/2025).

Đối với 2026, chúng tôi kỳ vọng chi tiêu CNTT toàn cầu sẽ có sự cải thiện, song có thể vẫn duy trì mức tăng một chữ số do bất ổn vĩ mô vẫn kéo dài. Xu hướng chi tiêu giữa các khu vực cũng sẽ đa dạng:

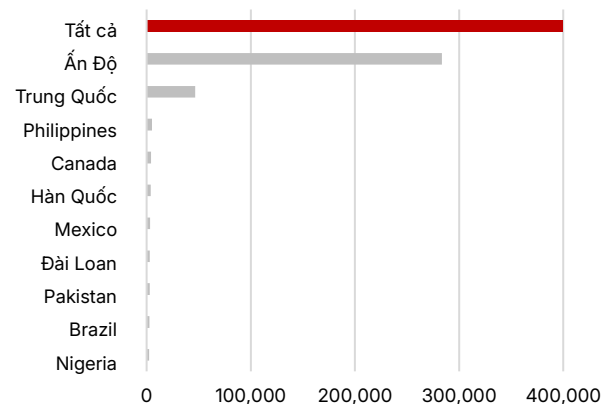
- **Bắc Mỹ và châu Âu:** Theo Forrester, các lĩnh vực về dịch vụ đám mây (cloud) và an ninh (security) sẽ là những ưu tiên đầu tư chính. Hiện lĩnh vực đám mây công cộng (Public Cloud) và AI chiếm hơn 60% nhu cầu trung tâm dữ liệu toàn cầu (theo DC Byte), do đó đầu tư trung tâm dữ liệu có thể sẽ tiếp tục tăng mạnh, đặc biệt tại Bắc Mỹ. Tuy nhiên, việc tìm kiếm và phát triển nguồn điện mới cho các nhu cầu này vẫn là vấn đề dài hạn.
- **Châu Á – Thái Bình Dương:** Các dịch vụ về số vẫn là động lực chi tiêu chủ đạo, khi nhiều quốc gia như Nhật Bản, Malaysia, Thái Lan, Indonesia và Philippines còn khá tụt hậu so với một số nước phương Tây (như Mỹ, Canada, Anh và Pháp) trong vấn đề về chuyển đổi số.

Thách thức mới đối với chuỗi cung ứng công nghệ toàn cầu khi có rủi ro Mỹ siết chặt chính sách lao động trong ngành CNTT thông qua việc tăng phí xin thị thực H-1B. Ngày 21/9/2025, Chính phủ Mỹ ký sắc lệnh nâng phí xin cấp mới visa H-1B lên 100.000 USD (so với mức trước đây chỉ khoảng 2.000-5.000 USD, tùy quy mô doanh nghiệp). Visa H-1B là loại thị thực mục đích kép, cho phép doanh nghiệp Mỹ tuyển dụng lao động nước ngoài trong một số các ngành nghề chuyên môn cao (như CNTT). Ấn Độ hiện chiếm tỷ trọng lớn nhất về số lượng visa H-1B (theo dữ liệu FY2024). Đối với FPT, tác động có thể không đáng kể, nhờ: (1) Cơ cấu thị trường đa dạng (thị trường châu Mỹ chiếm 20–25% doanh thu CNTT toàn cầu của FPT), (2) Mô hình nhân sự được kết hợp linh hoạt, bao gồm onshore (sản xuất tại chỗ), nearshore (sản xuất tại quốc gia lân cận) và offshore (sản xuất tại thị trường nước ngoài, và (3) Tỷ lệ lao động dưới diện visa H-1B tại Mỹ cũng khá thấp.

Biểu đồ 2: Số lượng visa H1-B cấp tại top 10 doanh nghiệp có nhân viên theo diện visa này, cho năm tài chính 2025



Biểu đồ 3: Top 10 quốc gia có số visa H-1B được cấp theo quốc tịch, năm tài chính 2024



Nguồn: U.S. Citizenship and Immigration Services (dữ liệu đến 30/6/2025)

Nguồn: U.S. Citizenship and Immigration Services

Đối với Việt Nam, chiến lược phát triển kinh tế số quốc gia vẫn tiếp tục là động lực của ngành công nghệ-viễn thông, phù hợp với Nghị quyết 57-NQ/TW (ngày 22/12/2024) và Luật Công nghiệp Công nghệ Số, mở ra cơ hội lớn cho nhu cầu công nghệ đến từ cả khu vực công và tư nhân.

CP ưa thích: FPT, CTR

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu **FPT** với vị thế dẫn đầu của công ty trong ngành công nghệ Việt Nam, triển vọng tăng trưởng trong năm 2026 và mức định giá hấp dẫn. Đối với **CTR**, với tiềm năng dài hạn từ mạng 5G, sự mở rộng của mảng xây dựng và chiến lược "Go Global" đang được triển khai, trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng CTR sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số hàng năm.

Bảng 4: Các chỉ tiêu chính của các công ty CNTT/Viễn thông thuộc phạm vi nghiên cứu

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu	Tăng trưởng NPATMI (%)			P/E (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
FPT	MUA	26%	120.000	21,5%	17,6%	14,5%	31,0	19,1	16,7	28,7%	28,2%	26,9%	1,3%	2,1%	2,1%
CTR	KHẢ QUAN	23%	102.000	4,3%	10,1%	11,1%	35,1	21,3	19,2	27,9%	30,2%	29,9%	1,7%	2,4%	2,4%

Nguồn: SSI Research

Nguyên Vật liệu - Phân bón: Khấu trừ thuế GTGT và chi phí đầu vào thấp thúc đẩy lợi nhuận

Triển vọng 2026: Tích cực

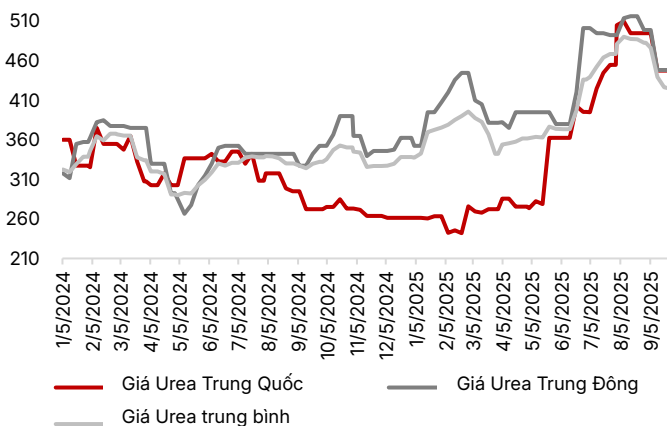
Cổ phiếu ưa thích: DCM, DGC

Nhìn lại 2025: Lợi nhuận phục hồi nhờ đà tăng của ngành phân bón

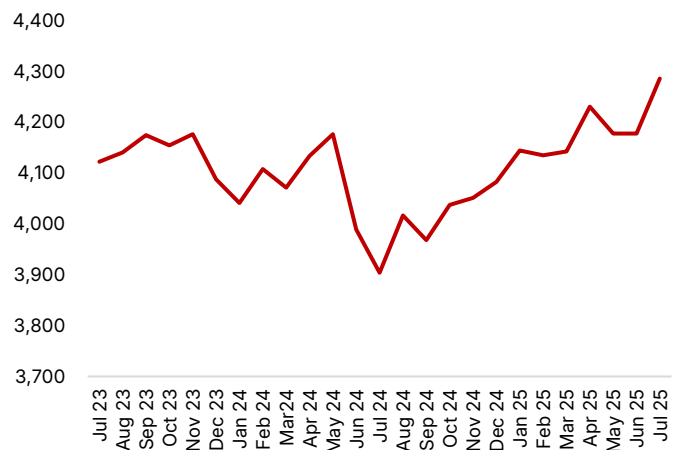
- **Hiệu suất ngành.** Tính đến cuối tháng 9/2025, ngành Phân bón & Hóa chất giảm 9% so với đầu năm, kém hơn đáng kể so với mức tăng của VNIndex là 32%. Trong đó, giá cổ phiếu các doanh nghiệp sản xuất urê (DPM, DCM) tăng tốt nhờ lợi nhuận tăng trưởng hai chữ số. Ngược lại, giá cổ phiếu nhóm hóa chất (DGC, CSV) có diễn biến kém khả quan hơn khi tăng trưởng lợi nhuận chỉ ở mức một chữ số.
- **Diễn biến giá bán:** Giá phốt pho vàng ổn định quanh 4.228 USD/tấn (+3% svck) trong 9T2025. Giá urê bình quân tăng khoảng 20% svck, chủ yếu do:
 1. **Nguồn cung từ Trung Đông bị gián đoạn** do căng thẳng chính trị leo thang giữa các quốc gia sản xuất urê lớn như Ai Cập, Iran và Israel.
 2. **Nguồn cung từ châu Âu bị gián đoạn và chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao**, bắt nguồn từ việc dòng khí tự nhiên từ Nga suy giảm. Mặc dù một phần được bù đắp bởi khí LNG nhập khẩu từ Hoa Kỳ tăng mạnh (Cơ quan Năng lượng Quốc tế dự báo nhập khẩu LNG của châu Âu sẽ tăng 25% svck trong năm 2025), nhưng tác động tổng thể vẫn đẩy giá thành sản xuất ure lên cao, do đó làm tăng giá ure bán ra.
 3. **Việc Trung Quốc áp dụng hạn chế xuất khẩu trong nửa đầu năm 2025** đã khiến nguồn cung toàn cầu thắt chặt hơn nữa, tạo áp lực tăng giá trên thị trường urê quốc tế.

Giá urê đã tăng mạnh từ tháng 6, trước khi điều chỉnh giảm vào tháng 9. Sự điều chỉnh này chủ yếu đến từ hai yếu tố (1) Yếu tố mùa vụ và (2) Thông báo của Trung Quốc vào đầu tháng 9 về việc nới lỏng hạn ngạch xuất khẩu urê cho năm 2025 (chi tiết dưới đây).

Biểu đồ: Giá ure (USD/tấn)



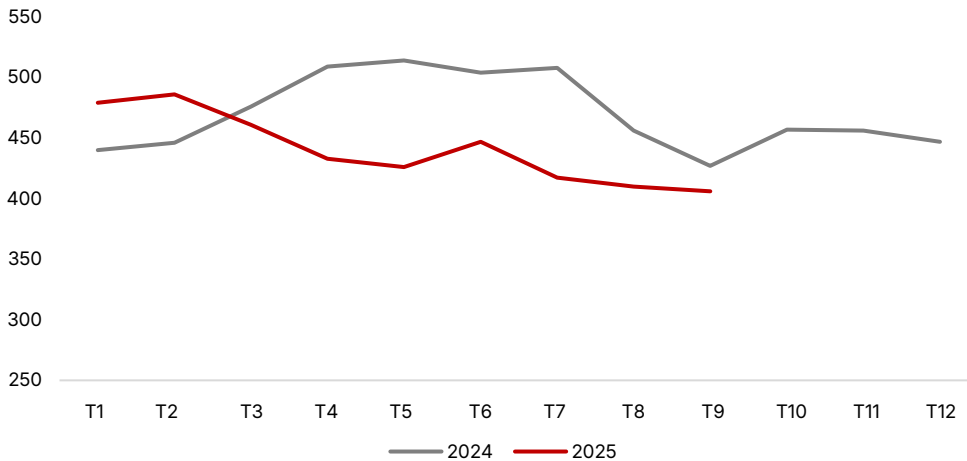
Biểu đồ: Giá phốt pho vàng (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, SSI tổng hợp

- **Biên lợi nhuận gộp của các công ty sản xuất ure cải thiện đáng kể nhờ chi phí khí đầu vào giảm theo đà giảm giá dầu FO (-7% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025).** Giá dầu giảm từ đầu 2025 chủ yếu do kỳ vọng nguồn cung toàn cầu tăng và lo ngại về suy thoái kinh tế sau khi Hoa Kỳ công bố gia tăng thuế nhập khẩu. Những diễn biến này đã góp phần giảm chi phí sản xuất, mang lại lợi ích rõ rệt cho các doanh nghiệp sản xuất urê.

Biểu đồ: Giá dầu (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Biên lợi nhuận gộp của DGC ghi nhận mức giảm nhẹ, do công ty chuyển từ quặng apatit nội địa sang nguồn nhập khẩu, dẫn đến chi phí sản xuất tăng lên.

- **Khấu trừ thuế giá trị gia tăng sẽ hỗ trợ lợi nhuận cho các doanh nghiệp phân bón:** Kể từ tháng 7/2025, theo Luật số 48/2024/QH15 về Thuế Giá trị Gia tăng (GTGT), sản phẩm phân bón được chuyển nhóm từ “không chịu thuế” sang “chịu thuế GTGT 5%”. Thay đổi này cho phép các nhà sản xuất phân bón được hoàn thuế đầu vào (10% thuế GTGT đối với khí tự nhiên và 5% đối với quặng apatit) qua đó giảm chi phí sản xuất.

Ước tính khoản thuế GTGT được khấu trừ hàng năm. DPM: khoảng 500 tỷ đồng, tương đương 75% lợi nhuận trước thuế năm 2024. **DCM:** khoảng 350 tỷ đồng, tương đương 24% lợi nhuận trước thuế năm 2024. **DGC:** khoảng 100 tỷ đồng, tương đương 3% lợi nhuận trước thuế năm 2024.

- **Sản lượng tiêu thụ urê của DCM & DPM ước tính lần lượt đạt khoảng 700.000 tấn (+9% svck) và 730.000 tấn (+3% svck) trong 9T25.** Do hoạt động sản xuất gần đạt công suất tối đa, DCM và DPM ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng khiêm tốn.

DGC tận dụng công suất dư và ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng (+30% svck trong 9T25) và một số sản phẩm phân bón. Tuy nhiên, do thiếu nguồn quặng apatit nội địa, DGC buộc phải sử dụng nguồn thay thế nhập khẩu, vốn không phù hợp để sản xuất axit phosphoric, dẫn đến sản lượng tiêu thụ axit phosphoric gần như không đáng kể trong kỳ.

- **Tăng trưởng lợi nhuận:** Nhờ xu hướng thuận lợi từ cả chi phí đầu vào và giá bán đầu ra, các doanh nghiệp sản xuất urê được kỳ vọng sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh về lợi nhuận ròng. DCM và DPM dự kiến đạt mức tăng trưởng lần lượt là 56% và 62% svck trong 9T2025, cả hai đều hưởng lợi từ giá bán tăng cao và chi phí sản xuất giảm.

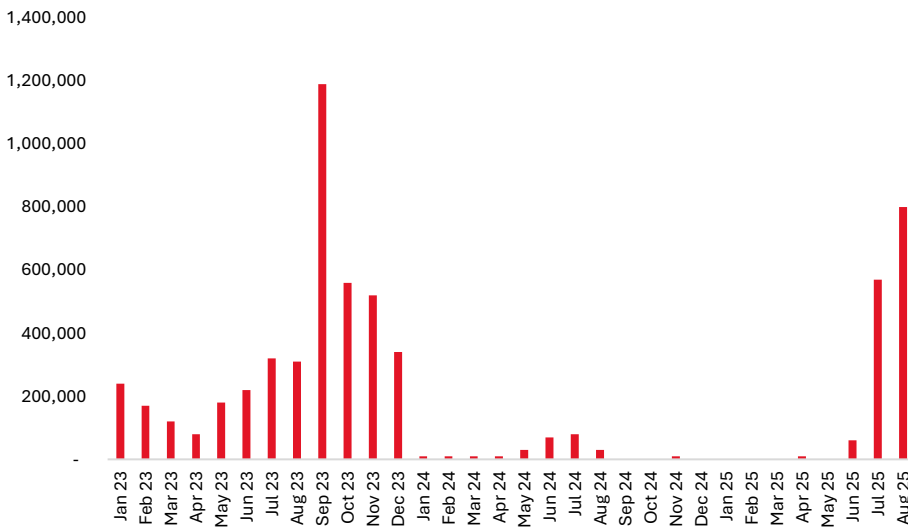
Trong khi đó, tăng trưởng lợi nhuận của DGC có thể khiêm tốn hơn, với lợi nhuận sau thuế ước đạt 2.600 tỷ đồng (+12% svck) trong 9T25, chủ yếu nhờ tăng trưởng sản lượng.

Triển vọng 2026: Luật Thuế GTGT sửa đổi hỗ trợ lợi nhuận trong năm

- **Tăng trưởng LN Q4/2025:** Các doanh nghiệp sản xuất ure dự kiến ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh (DCM +110%, DPM +705%). Trong khi, DGC chỉ ước đạt 20% svck.
- **Diễn biến giá:**

Urê: Mặc dù căng thẳng chính trị tiếp diễn tại Trung Đông và dòng thương mại qua kênh đào Suez hạn chế vẫn có thể làm giảm nguồn cung, việc Trung Quốc nối lại hoạt động xuất khẩu được kỳ vọng sẽ hạn chế đà tăng giá ure. Vào đầu tháng 9/2025, Trung Quốc đã công bố hạn ngạch xuất khẩu urê năm 2025 ở mức 4 triệu tấn, tương đương với mức xuất khẩu trung bình hàng năm của nước này trong giai đoạn 2021–2023. Do đó, chúng tôi dự báo giá urê sẽ duy trì ổn định ở mặt bằng hiện tại trong thời gian tới.

Biểu đồ: Sản lượng xuất khẩu urê của Trung Quốc (tấn)



Nguồn: Hải Quan Trung Quốc

Phot pho vàng: Chúng tôi dự kiến giá phot pho vàng sẽ tăng nhẹ một chữ số trong năm 2026 cùng với giá định không có biến động bất thường về nguồn cung.

- **Tăng trưởng lợi nhuận 2026:**

Các doanh nghiệp sản xuất ure được kỳ vọng sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong nửa đầu năm 2026, nhờ giảm được khấu trừ thuế GTGT trên chi phí đầu vào (có hiệu lực từ tháng 7/2025). Tuy nhiên, động lực tăng trưởng lợi nhuận có thể chậm lại trong nửa cuối năm 2026, khi tăng trưởng sản lượng tiêu thụ chỉ ở mức một chữ số. **Chúng tôi dự báo DCM và DPM sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận ròng lần lượt là 19% và 28% svck trong năm 2026.**

Trong khi đó, **DGC được kỳ vọng đạt tăng trưởng lợi nhuận ròng 21% YoY trong năm 2026**, nhờ vào (1) tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ở mức hai chữ số, và (2) tiết giảm chi phí từ việc gia tăng sử dụng nguyên vật liệu tự khai thác. Dự báo này phụ thuộc vào khả năng DGC được cấp phép mở rộng công suất tại mỏ quặng apatit tự khai thác vào cuối năm 2025. **Do đó, các rủi ro chính đối với dự báo bao gồm:**

1. **Việc chậm trễ trong quá trình cấp phép mở rộng mỏ quặng apatit**, có thể khiến DGC không tận dụng được lợi thế chi phí.
2. **Giá điện tăng cao hơn dự kiến.** Hiện Chính phủ đang xem xét công thức tính giá điện, trong đó có khả năng chuyển phần lỗ tỷ giá của EVN sang người tiêu dùng cuối. Nếu giá điện tăng trên 5%, chúng tôi dự báo áp lực giảm đối với triển vọng lợi nhuận của DGC.

Định giá

- Sau nhịp tăng mạnh 2025, DPM hiện định giá không còn hấp dẫn. Ngược lại, DCM và DGC vẫn giao dịch dưới P/E trung bình lịch sử (lần lượt 11x và 10x), cho thấy định giá đang hấp dẫn.
- Cổ phiếu DGC có thể được định giá lại nhờ dòng vốn thụ động dự kiến sẽ chảy vào, sau khi FTSE Russell nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi.

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức		
				2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
DPM	TRUNG LẬP	5%	25.300	1%	128%	28%	34,1	14,8	11,6	4,9%	11,4%	14,5%	4,3%	5,4%	5,2%
DCM	KHẢ QUAN	22%	43.400	23%	66%	19%	16,2	9,7	8,2	13,3%	20,8%	21,9%	5,6%	4,3%	4,3%
DGC	KHẢ QUAN	31%	122.000	-4%	14%	21%	15,8	11,1	9,2	24,2%	23,9%	24,6%	2,6%	3,3%	3,3%

Nguồn: SSI Research

Nguyên Vật liệu - Thép: Nới lỏng thúc đẩy tăng trưởng

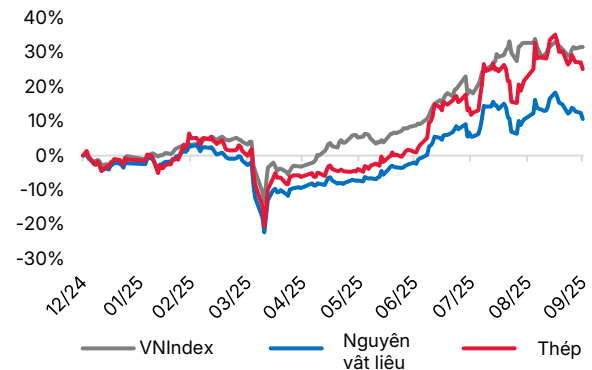
Triển vọng 2026: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: HPG

Nhìn lại 2025: Chính sách hỗ trợ nhu cầu nội địa

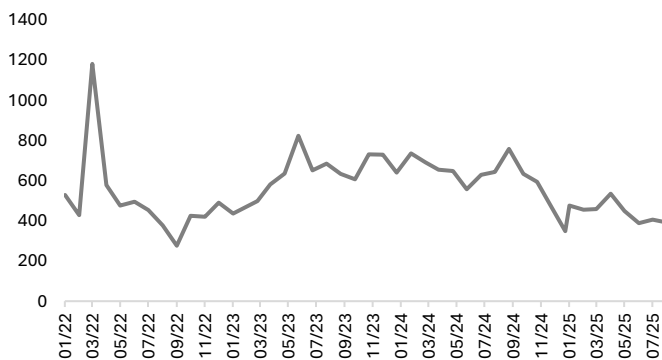
- Ngành thép ghi nhận hiệu suất khả quan trong 9T2025, với vốn hóa toàn ngành tăng 25,1% so với đầu năm, chỉ thấp hơn nhẹ so với VNIndex (+31,6%). Cổ phiếu SMC dẫn đầu đà tăng với +72%, tiếp theo là HPG (+27%), NKG (+22%), HSG (+6%) và POM (-18%). Diễn biến này phù hợp với quan điểm Tích cực mà chúng tôi đã duy trì cho ngành ngay từ đầu năm.

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu ngành thép 9T25



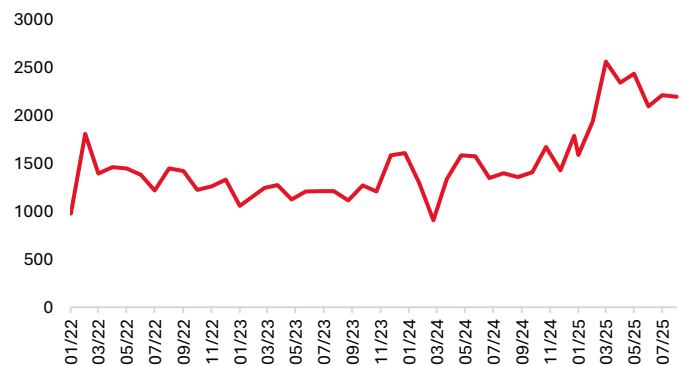
- Cầu nội địa phục hồi mạnh, được hỗ trợ bởi sự hồi phục của thị trường bất động sản trong nước và đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, qua đó bù đắp cho tăng trưởng xuất khẩu kém thuận lợi. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), trong 8T2025, sản lượng tiêu thụ nội địa (tổng sản lượng trừ xuất khẩu) đạt 17,4 triệu tấn, +60% svck, nhờ thép xây dựng tăng 18% svck, thép mạ tăng 25% svck và thép cuộn cán nóng (HRC) tăng 110% svck. Tổng sản lượng thép tiêu thụ (bao gồm xuất khẩu) đạt 20,7 triệu tấn, +7,7% svck.

Biểu đồ: Tổng sản lượng thép xuất khẩu theo tháng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, SSI Research

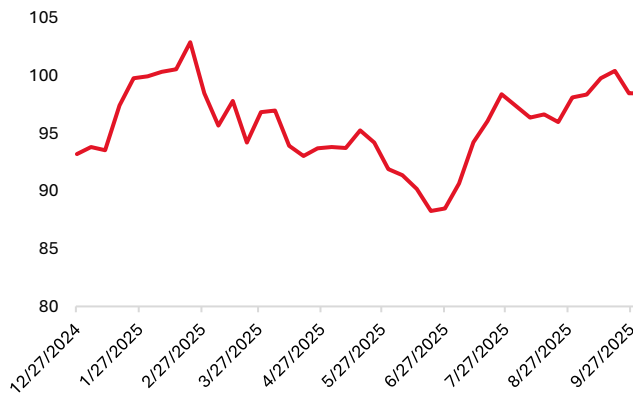
Biểu đồ: Tổng sản lượng thép nội địa theo tháng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, SSI Research

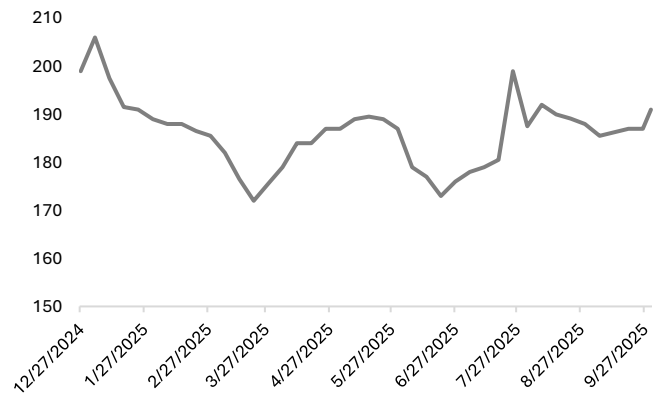
- Giá bán trung bình các sản phẩm thép giảm khoảng 10% svck, nhưng biên lợi nhuận của nhà sản xuất vẫn được cải thiện nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh hơn. Theo dữ liệu Bloomberg, giá quặng sắt bình quân 9T2025 giảm 10% svck, trong khi than cốc giảm tới 27% svck. Giá thép cây và HRC đều chỉ giảm khoảng 10% svck, giúp biên lợi nhuận ròng mỏng thép của HPG tăng lên 9% trong 6T2025 (so với 8% cùng kỳ năm trước).

Biểu đồ: Giá quặng sắt spot CFR (USD/tấn)



Nguồn: SSI Research

Biểu đồ: Giá than cốc tương lai Úc (USD/tấn)



Nguồn: SSI Research

- **NPATMI của các doanh nghiệp thép tăng 15,4% svck trong 6T2025, thấp hơn so với đà tăng của giá cổ phiếu (+25% so với đầu năm), cho thấy thị trường đang kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn trong các quý tới.** Nhìn chung, các nhà sản xuất thép thô ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhờ chi phí đầu vào giảm, nhu cầu nội địa mạnh và chính sách bảo hộ thị trường trong nước (HPG +22,8%, TVN +57,9%, VGS +189% svck). Ngược lại, nhóm thép mạ chịu áp lực từ thị trường xuất khẩu khó khăn (HSG, NKG, GDA ghi nhận lợi nhuận giảm lần lượt -19%, -57,5% và -43,6% svck). **Sự phân hóa này giữa nhóm thép thô và thép mạ phù hợp với dự báo của chúng tôi trong chiến lược ngành 2025.**

Triển vọng 2026: Chính sách tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng

- **Triển vọng tích cực đối với nhu cầu thép nội địa trong năm 2026 bao gồm:**
 - **Tiếp tục chính sách nới lỏng trong năm 2026:** Với mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 10% svck, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ duy trì lập trường nới lỏng hiện tại đối với cả chính sách tiền tệ và tài khóa, qua đó thúc đẩy nhu cầu xây dựng và tiêu thụ thép.
 - **Thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi:** Chính sách tiền tệ nới lỏng đã là yếu tố then chốt thúc đẩy chu kỳ phục hồi của thị trường bất động sản trong năm 2025, và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong năm 2026. Ngoài ra, với phương pháp đầu tư công theo mô hình TOD (Phát triển đô thị định hướng giao thông công cộng), tác động từ các dự án đầu tư công đến sự phát triển của thị trường bất động sản sẽ rộng hơn và lan tỏa hơn.

	Số căn mở bán	%svck	Số căn đã bán	%svck
2023	22.200	-49%	21.845	-50%
2024	41.415	87%	43.320	98%
2025F	54.504	32%	52.100	20%
2026F	60.322	11%	57.843	11%
2027F	68.974	14%	68.870	19%

Nguồn: CBRE, SSI Research

- **Các biện pháp bảo hộ toàn diện đối với các sản phẩm thép chủ lực:** Với hai biện pháp chống bán phá giá AD19 đối với thép mạ và AD20 đối với HRC chính thức có hiệu lực trong 5 năm, cùng với thuế tự vệ đối với thép xây dựng, thị trường thép nội địa Việt Nam hiện đã được bảo vệ hiệu quả khỏi sự cạnh tranh gay gắt từ thép Trung Quốc. Điều này sẽ giúp ổn định giá thép trong nước cũng như biên lợi nhuận của các nhà sản xuất nội địa.

- **Thị trường quốc tế trở nên khắc nghiệt hơn do nhiều cuộc điều tra và áp thuế đối với các sản phẩm thép Việt Nam.** Một trong những nguyên nhân khiến xuất khẩu sụt giảm là do các biện pháp phòng vệ thương mại được siết chặt hơn từ các đối tác lớn như Mỹ (thuế 50% theo Mục 232), EU (giảm hạn ngạch nhập khẩu 15% và dự kiến nâng thuế lên 50%) cùng với một số biện pháp áp thuế riêng theo từng quốc gia (như thuế chống trợ cấp và chống bán phá giá của Mỹ đối với thép chống ăn mòn xuất xứ từ Việt Nam).
- **Mở rộng công suất trong nước tạo dư địa tăng trưởng mới:** Trong Q4/2025, HPG dự kiến nâng công suất sản xuất thép thô lên 16 triệu tấn/năm (+75% so với 2024), trong khi NKG cũng dự kiến đưa nhà máy Nam Kim Phú Mỹ (công suất 1,2 triệu tấn/năm) vào hoạt động trong năm 2026. Những dự án này sẽ tạo nền tảng cho tăng trưởng tiếp theo trong năm 2026, đặc biệt là với HPG khi thị trường HRC trong nước đang dần cân bằng cung cầu, trong khi thị trường thép mạ lại dư cung và phụ thuộc vào xuất khẩu để hấp thụ công suất.

Giá thép được dự báo sẽ đi ngang trong bối cảnh nhu cầu Trung Quốc yếu, với những biến động ngắn hạn. Sản lượng thép thô của Trung Quốc đã giảm liên tiếp 4 tháng, xuống mức thấp nhất 9 tháng là 77,4 triệu tấn trong tháng 8 (-2,9% svtt, -0,7% svck, -16,6% so với đỉnh tháng 3). Tuy nhiên, đà hồi phục giá thép vẫn bị cản trở bởi tốc độ phục hồi chậm của thị trường bất động sản Trung Quốc, giá nhà mới tháng 8/2025 tiếp tục giảm 0,3% svtt và 2,5% svck. **Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá trung bình các sản phẩm thép chủ lực như thép cây và HRC sẽ đi ngang trong năm 2026 so với 2025, khi ngành thép Trung Quốc vẫn dư cung và nhu cầu phục hồi chậm.** Giá thép trong nước dự kiến cũng sẽ diễn biến tương tự.

Riêng với HRC, chúng tôi cho rằng giá có thể phục hồi từ mức hiện tại nếu kết quả điều tra chống bán phá giá đối với HRC khổ rộng dẫn đến quyết định áp thuế đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, khả năng cao có thể xảy ra trong Q1/2026. HPG và Formosa sẽ là những bên được hưởng lợi chính từ chính sách này, trong khi các doanh nghiệp thép mạ (như HSG, NKG, GDA...) sẽ chịu tác động bất lợi do giá nguyên liệu đầu vào tăng.

- **Chênh lệch tăng trưởng lợi nhuận dự kiến sẽ tiếp diễn, khi các doanh nghiệp sản xuất HRC (như HPG) tiếp tục được hưởng lợi từ môi trường ngành thuận lợi và duy trì tăng trưởng lợi nhuận mạnh, trong khi các doanh nghiệp thép mạ vẫn gặp khó do dư cung.** Cụ thể, chúng tôi dự báo HPG đạt tăng trưởng NPATMI nửa cuối năm 2025 là +42% svck và 2026 là +29,4% svck. Trong khi đó, HSG được ước tính có mức tăng trưởng lợi nhuận 2026 là -5,8% svck do giá HRC tăng và cạnh tranh trong nước gay gắt hơn.
- **Định giá:** Tại thời điểm cuối tháng 9/2025, cổ phiếu HPG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2025F/2026F lần lượt là 12,9x và 10x (so với trung bình 10 năm là 10x), trong khi HSG giao dịch ở mức 15,2x và 16,1x (so với trung bình 10 năm là 11,36x), không còn rẻ so với mức trung bình lịch sử. Rủi ro chính đối với định giá là khả năng đảo chiều chính sách nới lỏng hoặc giá thép Trung Quốc giảm mạnh.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị MUA HPG cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn với giá mục tiêu 1 năm là 33.000 đồng/cp, nhờ tăng trưởng công suất mạnh, triển vọng nhu cầu tích cực và chính sách bảo hộ thuận lợi, trong khi định giá P/E 2026F đang tương đương trung bình dài hạn. Đồng thời, chúng tôi khuyến nghị HSG (TRUNG LẬP, giá mục tiêu 1 năm là 19.300 đồng/cp) như một ý tưởng giao dịch ngắn hạn trong trường hợp giá điều chỉnh mạnh.

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
HPG	MUA	13,7%	33.000	75,9%	42,5%	29,4%	14,2	12,9	10,0	11,1%	13,9%	16,0%	0,0%	0,0%	3,6%
HSG	TRUNG LẬP	4,3%	19.300	1701,2%	471%	-22,9%	22,0	15,2	19,7	4,7%	6,7%	5,0%	2,7%	2,6%	2,6%

Nguồn: SSI Research

Bất động sản - Bất động sản Khu công nghiệp: Chờ đợi từ những người thuê mới sau thuế đối ứng của Mỹ

Triển vọng 2026: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: KBC, GVR

Nhìn lại 2025: Thuế quan gây sức ép lên thị trường cho thuê

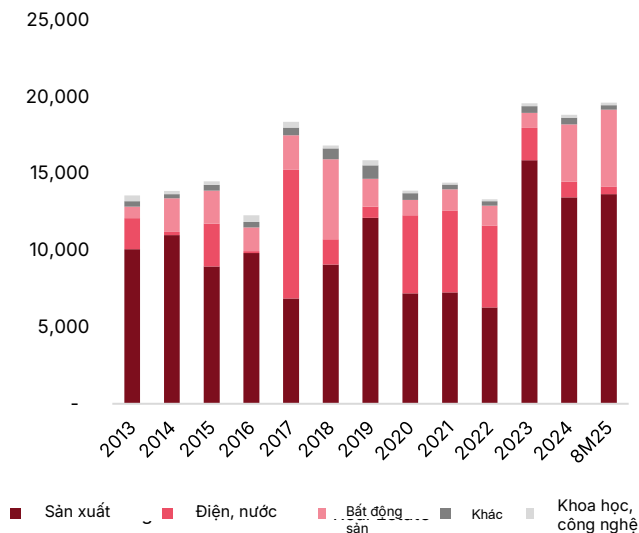
- FDI tăng 27,3% trong 8 tháng đầu năm 2025, nhưng vốn đăng ký mới giảm.** Việt Nam thu hút khoảng 26,14 tỷ USD vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) trong 8 tháng đầu năm 2025, tăng 27,3% svck.

FDI đăng ký mới đạt 11,03 tỷ USD, giảm 8,1% svck. Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục là lĩnh vực thu hút vốn chính, đạt hơn 6,9 tỷ USD (-19% svck), chiếm 62% tổng vốn FDI đăng ký mới.

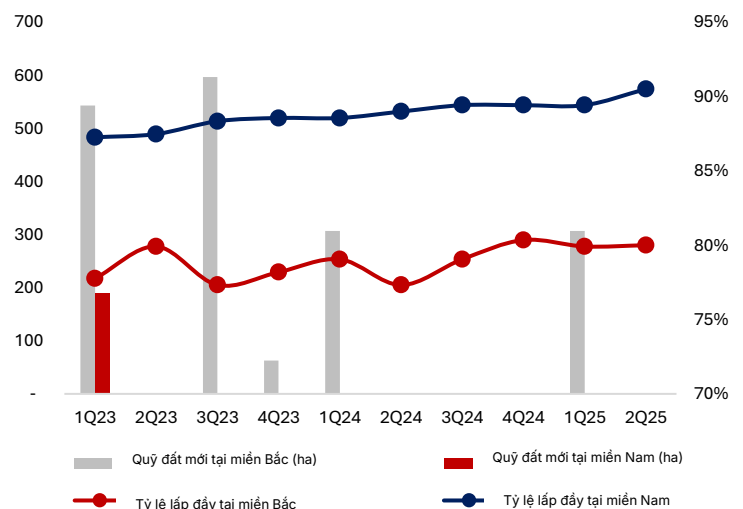
Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ghi nhận tổng vốn FDI đạt 2,47 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm 2025, giảm 21% svck. Diện tích đất khu công nghiệp cho thuê đạt 181,97 ha (-17% svck).

Một số dự án lớn đã khởi công trong giai đoạn này bao gồm: i/ Samsung Display với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD tại Khu công nghiệp Yên Phong; ii/ Nhà máy linh kiện điện tử của Lite-On Technology tại Quảng Ninh với tổng vốn đầu tư 690 triệu USD; và iii/ Nhà máy sản xuất bảng mạch in của Victory Giant Technology tại Bắc Ninh, với tổng vốn đầu tư 540 triệu USD.

Biểu đồ: Vốn FDI đã đăng ký theo ngành nghề (triệu USD)



Biểu đồ: Quỹ đất KCN mới (ha) và Tỷ lệ lấp đầy (%) tại thành phố cấp 1



Nguồn: Bộ Tài chính

- Nhu cầu thuê giảm trong nửa đầu năm 2025.** Theo CBRE, tổng diện tích đất KCN cho thuê tại Việt Nam đạt 318 ha trong 6T2025, giảm mạnh 79% svck. Nguyên nhân chủ yếu đến từ chính sách Thuế đối ứng của Mỹ, ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của khách thuê. Chúng tôi dự báo nhu cầu thuê đất KCN tiếp tục trầm lắng trong nửa cuối năm. Cụ thể, VGC cho thuê 85 ha trong 9T2025 (so với 50 ha trong 6T2025), giảm 30% svck.

- **Giá thuê KCN đi ngang trong quý 3/2025.** Dữ liệu từ CBRE cho thấy giá thuê tại các khu công nghiệp miền Nam duy trì ở mức 179 USD/m²/chu kỳ thuê (đi ngang so với quý trước, +3% svck), trong khi giá thuê tại miền Bắc đạt 139 USD/m²/chu kỳ thuê (đi ngang so với quý trước, +4% svck). Chúng tôi lưu ý rằng các chủ đầu tư KCN lớn như VSIP, LHG và VGC đã cam kết giữ nguyên mức giá thuê hiện tại trong giai đoạn 2025 – 2026 nhằm hỗ trợ khách thuê trước những thách thức từ Thuế đối ứng của Mỹ.

Triển vọng 2026: Nguồn cung cải thiện trong bối cảnh nhu cầu chậm lại năm 2026

- **Nguồn cung đất KCN dự kiến tiếp tục dồi dào trong giai đoạn 2025–2026.** Theo Bộ Tài chính, trong 9 tháng đầu năm 2025, có 26 khu công nghiệp mới đi vào hoạt động, tăng thêm 7.867 ha (+38% svck), tương đương mức tăng 6,8% trên tổng diện tích KCN hiện hữu. Các dự án tiếp theo dự kiến triển khai trong giai đoạn 2026–2027, với xu hướng dịch chuyển nguồn cung từ thành phố cấp 1 sang thành phố cấp 2.
- **Ổn định chính sách thuế quan thúc đẩy nhu cầu thuê, nhưng diện tích thuê nhỏ hơn và rủi ro thuế quan vẫn hiện hữu.** Mức thuế quan tại các thị trường chính trong khu vực như Ấn Độ (50%), Indonesia (19%), Malaysia (19%) và Thái Lan (19%) không có sự chênh lệch đáng kể. Do đó, theo nội dung trao đổi với các chủ đầu tư KCN niêm yết, sự quan tâm của khách thuê đã phục hồi trở lại. Tuy nhiên, thời gian cân nhắc quyết định thuê đất vẫn kéo dài hơn so với giai đoạn trước do biến động vĩ mô toàn cầu và lo ngại về rủi ro trung chuyển – đặc biệt là khả năng áp thuế 40% đối với hàng hóa trung chuyển.

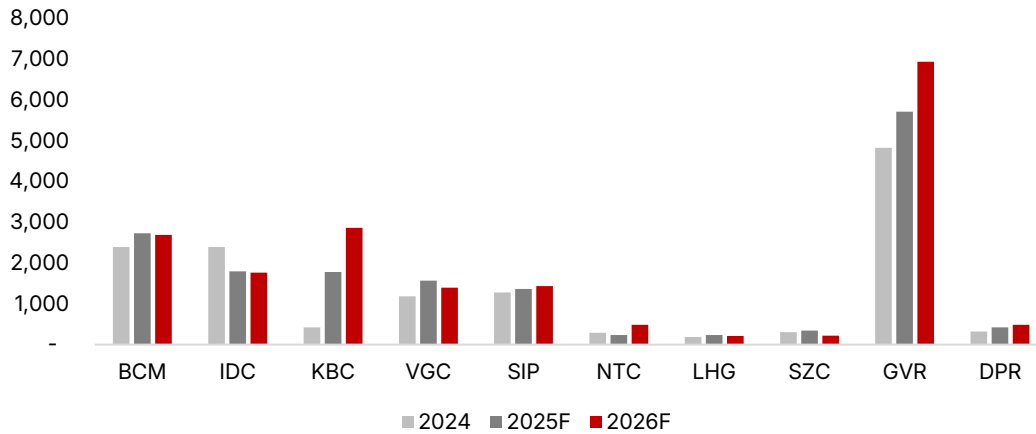
- **Chính sách hỗ trợ thúc đẩy dòng vốn FDI**

Chính phủ đã ban hành Nghị định số 205/2025/NĐ-CP, có hiệu lực từ ngày 01/09/2025, nhằm mở rộng chính sách ưu đãi cho các ngành công nghiệp hỗ trợ. Các doanh nghiệp thuộc danh mục ưu tiên phát triển được hưởng mức hỗ trợ lên tới 50–70% chi phí liên quan đến R&D, đào tạo nhân lực và chuyển giao công nghệ. Chúng tôi tin rằng chính sách này sẽ mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp FDI có chi phí R&D cao như Samsung.

Việt Nam được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ các cải cách chính sách sắp tới nhằm tăng cường dòng vốn FDI vào khu công nghiệp. Dự thảo sửa đổi Luật Đầu tư đưa ra nhiều biện pháp nhằm cải thiện môi trường kinh doanh. Nội dung cải cách đáng chú ý bao gồm: giảm 30% thời gian xử lý thủ tục hành chính và chi phí liên quan đến kinh doanh, và loại bỏ ít nhất 30% các điều kiện kinh doanh không cần thiết.

Đồng thời, ưu đãi thuế tiếp tục được duy trì đối với doanh nghiệp hoạt động trong KCN. Theo Khoản 4, Điều 19, Thông tư số 78/2014/TT-BTC, các doanh nghiệp đủ điều kiện được miễn 100% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm đầu, sau đó giảm 50% trong 4 năm tiếp theo.

- **Chi phí phát triển tăng cao:** Chi phí đầu tư cho các KCN mới đang tăng do khó khăn trong bồi thường đất và giải phóng mặt bằng. Việc áp dụng bảng giá đất mới tại nhiều tỉnh thành từ năm 2025 khiến chi phí bồi thường đất tăng đáng kể, do đó biên lợi nhuận của các dự án KCN mới ước tính giảm xuống chỉ còn 30–35%, so với mức biên lợi nhuận trên 50% của các KCN hiện hữu.
- **Ước tính lợi nhuận năm 2026:** Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2026 của các chủ đầu tư KCN niêm yết thuộc phạm vi nghiên cứu tăng **14% svck**.

Biểu đồ: Ước tính lợi nhuận ròng năm 2026 của các chủ đầu tư KCN thuộc phạm vi nghiên cứu (tỷ đồng)

Nguồn: SSI Research

Chỉ số tài chính và định giá

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%) 1 năm	Giá mục tiêu (Đồng) 1 năm	Tăng trưởng NPAT			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức		
				2024	2025F	2026	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026 F
IDC	KHẢ QUAN	19,1%	50.400	44,5%	-25,0%	-1,6%	9,9	12,9	13,2	26,0%	22,6%	20,2%	6,7%	7,1%	7,1%
BCM	KHẢ QUAN	24,7%	83.400	-0,2%	18,1%	-1,4%	29,2	26,5	30,7	11,6%	12,7%	12,6%	1,2%	1,1%	1,1%
SZC	KHẢ QUAN	24,9%	43.100	16,4%	13,7%	-3,8%	22,9	17,3	22,9	10,1%	11,5%	9,8%	3,1%	3,1%	3,1%
KBC	KHẢ QUAN	10,6%	40.200	-79,5%	287,8%	60,6%	49,0	20,6	13,0	2,2%	7,9%	11,2%	0,0%	0,0%	0,0%
DPR	KHẢ QUAN	23,1%	46.300	15,7%	54,1%	-18,0%	15,3	7,1	8,3	9,2%	13,9%	13,1%	6,8%	8,3%	8,3%
GVR	KHẢ QUAN	27,1%	36.100	43,1%	18,4%	21,4%	33,5	24,3	16,4	8,9%	8,3%	8,5%	1,1%	1,1%	1,1%
VGC	TRUNG LẬP	-5,1%	54.100	-17,7%	27,8%	8,1%	21,9	23,0	19,3	10,7%	9,6%	10,6%	3,6%	3,6%	3,6%

Nguồn: SSI Research

Bất động sản - Bất động sản Nhà ở: Phục hồi với nguồn cung tăng mạnh

Triển vọng 2026: Tích cực

Cổ phiếu ưa thích: KDH, NLG

Nhìn lại 2025: Cung tăng nhưng giá vẫn neo cao

Thanh khoản đi ngang, giá bán duy trì ở mức cao

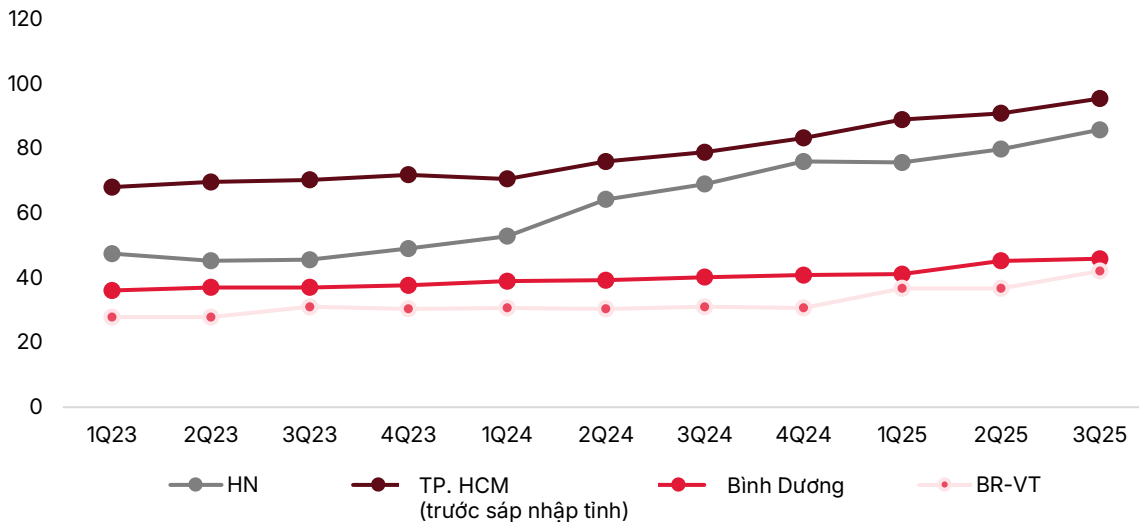
Theo Bộ Xây dựng, tổng số lượng giao dịch trong Q3/2025 đạt 150.144 căn (-4% so với quý trước, +6% svck), chủ yếu do tính mùa vụ của thị trường. Lũy kế 9 tháng năm 2025, tổng số giao dịch đạt 430.769 căn, gần như không thay đổi so với cùng kỳ năm ngoái.

Tại Hà Nội, nguồn cung căn hộ mới đạt 24.556 căn, tương đương 80% tổng lượng cung năm 2024 (số liệu từ Sở Xây dựng Hà Nội). Khu vực phía Đông và Văn Giang (Hưng Yên) vẫn là tâm điểm sôi động nhất, chủ yếu đến từ các dự án trong đại đô thị của Vinhomes cùng các chủ đầu tư chưa niêm yết như Masterise Homes và MIK Group, chiếm 58% thị phần trong 6 tháng đầu năm (nguồn: One Mount).

Tại khu vực phía Nam, nguồn cung sơ cấp đạt hơn 12.000 căn hộ (+3% svck), trong đó TP.HCM (bao gồm Bình Dương và Bà Rịa-Vũng Tàu) chiếm 96,3% tổng nguồn cung. Nhu cầu thị trường tăng mạnh (+5,7 lần YoY), với phần lớn giao dịch tập trung tại các dự án ở TP.HCM (nguồn: DKRA).

Giá bán vẫn neo cao, mặc dù tốc độ tăng chậm lại so với các quý trước.

Biểu đồ: Giá bán căn hộ trong giai đoạn 2023-2025 (triệu VND/m²)



Nguồn: One Mount Group, SSI Research

Doanh số bán hàng tăng trưởng mạnh và hoạt động mở bán sôi động

Doanh số bán hàng của các doanh nghiệp niêm yết cải thiện đáng kể trong nửa đầu năm 2025, cụ thể, VHM và NLG lần lượt ghi nhận tăng trưởng doanh số bán hàng lần lượt +31% và +24% svck. AGG đạt kết quả tích cực với 1.200 căn hộ được bán tại The Gió Riverside (Bình Dương), mang về tổng giá trị doanh số bán hàng là 2.400 tỷ đồng. Các dự án này

chủ yếu nằm ở khu vực vùng ven, được hưởng lợi với tốc độ hấp thụ cao và tâm lý thị trường tích cực nhờ (1) thông tin sắp nhập hành chính các tỉnh trong nửa đầu năm 2025 và (2) đẩy mạnh đầu tư hạ tầng giao thông.

Sau giai đoạn không có dự án mở bán mới trong nửa đầu năm, KDH và DXG đã quay trở lại thị trường trong Q3/2025 với các dự án The Gladia và The Privia. Ngoài ra, hoạt động chuyển nhượng dự án cũng gia tăng rõ rệt tại DIG, HDC và PDR, cho thấy xu hướng tái cơ cấu danh mục và chuẩn bị vốn cho các dự án mới.

	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	% tăng trưởng	Diễn giải
VHM	67.500	+31% svck	Chủ yếu từ Wonder City (Hà Nội), Royal Island (Hải Phòng), Green City (Long An), Golden City (Hải Phòng)
NLG	3.334	+24% svck	Southgate (Long An), Central Lake (Cần Thơ), Izumi City (Đồng Nai)
AGG	2.400		Dự án The Gió (Bình Dương)
KDH			Bắt đầu nhận giữ chỗ dự án Gladia từ tháng 7
DXG			Mở bán giai đoạn 1 dự án The Privia (1.000 căn) và bán hết ngay trong tháng 8
DIG			Hoàn tất thoái vốn dự án Lam Hạ Center Point (Hà Nam)
PDR			Kế hoạch thoái dự án Thuận An (Bình Dương) và Cadia Quy Nhơn
HDC			Hoàn tất chuyển nhượng dự án Đại Dương (Bà Rịa–Vũng Tàu)

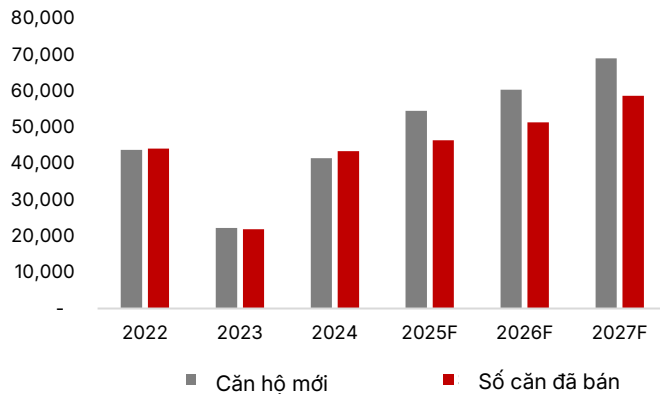
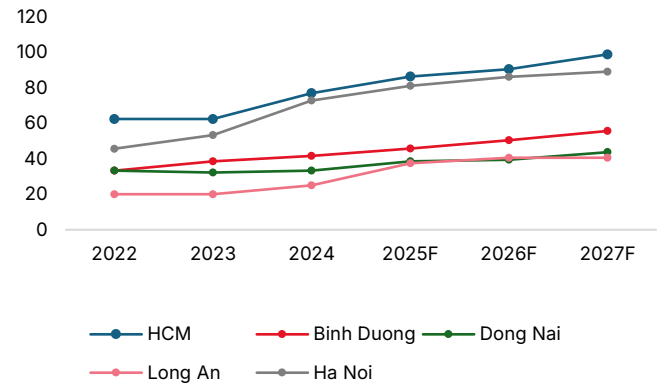
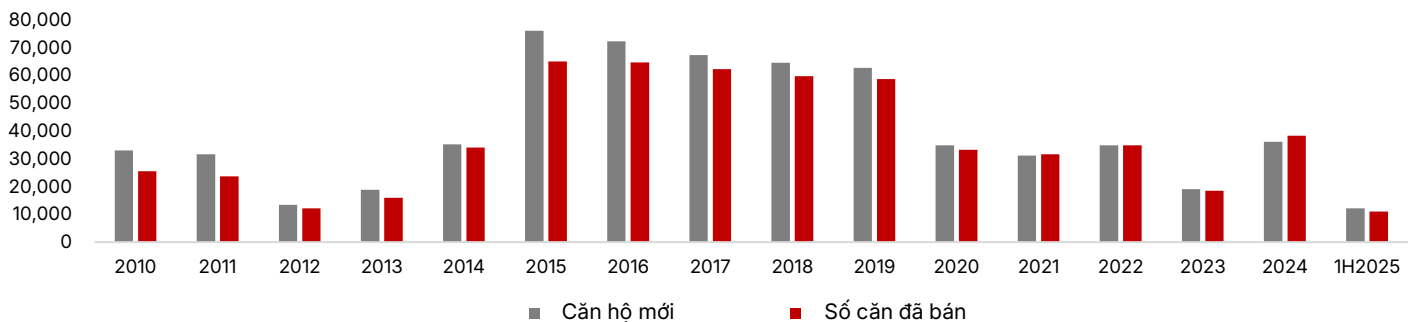
Nguồn: SSI Research

Bước sang Q4/2025, giai đoạn cao điểm của thị trường bất động sản, hoạt động mở bán dự kiến sôi động hơn, đặc biệt tại khu vực phía Nam. Động lực chính đến từ loạt đại dự án đô thị quy mô lớn của các chủ đầu tư lớn, cùng dòng vốn đầu tư dịch chuyển sau khi Hà Nội ghi nhận mức tăng giá 36% svck trong năm 2024. Tất cả các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi của SSI Research đều có kế hoạch mở bán dự án mới trong Q4/2025, bao gồm: Green Paradise, Làng Vân (VHM), Gladia (KDH), The Prive (DXG), Mizuki Park, Southgate, Cần Thơ, Izumi City (NLG). Chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư này sẽ được hưởng lợi từ đà hồi phục của thị trường trong giai đoạn cuối năm.

Triển vọng 2026: Thị trường phía Nam ghi nhận đà phục hồi mạnh mẽ

Sang 2026, nguồn cung được dự báo tiếp tục tăng, nhờ việc tái khởi động các dự án bị vướng mắc pháp lý, các dự án thí điểm theo Nghị quyết 171 và các dự án mới được phê duyệt. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và TP.HCM dự kiến đạt 54.500 căn trong 2025 (+32% svck) và 60.300 căn trong 2026 (+11% svck). Đáng chú ý, các khu vực vùng ven như Bình Dương, Bà Rịa–Vũng Tàu, Đồng Nai và Tây Ninh được kỳ vọng chiếm khoảng 30% tổng nguồn cung, cho thấy tín hiệu hồi phục mạnh ở khu vực này.

Nhu cầu mua nhà được kỳ vọng cải thiện nhờ (1) mặt bằng lãi suất duy trì thấp và (2) hạ tầng giao thông liên vùng ngày càng hoàn thiện, rút ngắn thời gian di chuyển giữa Hà Nội, TP.HCM và các tỉnh lân cận. Với nguồn cung dồi dào và giá neo cao, chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ sẽ ổn định quanh mức 85-90%, tương tự giai đoạn 2015–2018, thay vì vượt cung như năm 2024.

Biểu đồ: Nguồn cung căn hộ chung cư tại Hà Nội và TP.HCM từ năm 2022 đến năm 2027 (căn)**Biểu đồ: Xu hướng giá bán căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM từ năm 2022 đến năm 2027 (triệu đồng/m²)****Biểu đồ: Thị trường căn hộ chung cư tại Hà Nội và TP.HCM trong giai đoạn 2010-2025 (Căn)**

Nguồn: CBRE, SSI Research

Rủi ro chính

- Phân khúc cao cấp và hạng sang chiếm 75-95% tổng nguồn cung năm 2024 và nửa đầu năm 2025 tại Hà Nội và TP.HCM, dẫn tới tình trạng mất cân đối về mặt cung - cầu. Nhu cầu của phân khúc cao cấp và hạng sang thường nhạy cảm hơn với biến động lãi suất và thay đổi chính sách. Chi phí phát triển tăng cao do phí sử dụng đất, chi phí giải phóng mặt bằng theo khung giá đất mới và thiếu hụt nguyên vật liệu xây dựng là một trong những yếu tố tác động đến giá nhà ở. Chúng tôi cho rằng Chính phủ đang thúc đẩy mạnh phát triển nhà ở xã hội nhằm giảm chênh lệch cung - cầu. Tính đến Q3/2025, cả nước đã triển khai 692 dự án với tổng 633.559 căn, đạt 59,6% mục tiêu 1 triệu căn hộ.
- Nguồn cung lớn và giá cao có thể ảnh hưởng đến tốc độ hấp thụ, nhất là tại khu vực vùng ven - nhu cầu mang tính đầu tư chiếm tỷ trọng lớn.

Dự báo lợi nhuận và định giá

Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng của VHM dự kiến tăng +15% svck trong 2025 và +8% svck trong 2026. KDH & NLG dự kiến tăng trưởng mạnh nhờ nền thấp 2024, với doanh số bán hàng +119% svck trong 2025 và +25% svck trong 2026. Lợi nhuận 2025 tăng chậm do thời điểm ghi nhận doanh thu, cụ thể: VHM +13%, NLG +23%, KDH +8% svck. Năm 2026, VHM +8% svck, NLG & KDH: +12-14% svck.

Về định giá, VHM đang giao dịch ở P/B 2,0x, tương đương trung bình 5 năm, phản ánh phần lớn tiềm năng tăng trưởng từ các dự án mới và mở rộng quỹ đất. NLG (1,5x P/B) và KDH (2,0x P/B) đang giao dịch thấp hơn trung bình 5 năm, cho thấy dư địa tăng giá còn đáng kể khi thị trường hồi phục rõ nét hơn.

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (Đồng)	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)			Tăng trưởng NPAT-MI			P/E			P/B		
			2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
VHM	TRUNG LẬP	98.300	103.900	119.410	129.345	5%	13%	8%	5,2	11,8	10,9	0,8	2,0	1,7
NLG	KHẢ QUAN	45.900	5.204	7.220	9.221	7%	23%	12%	27,7	24,3	21,7	1,6	1,4	1,3
KDH	TRUNG LẬP	36.500	649	5.609	6.844	13%	8%	14%	45,1	41,7	36,7	2,1	1,9	1,8

Nguồn: SSI Research

Tiện ích - Điện: Động lực thúc đẩy và là nền tảng để tăng trưởng kinh tế

Triển vọng 2026: Trung lập

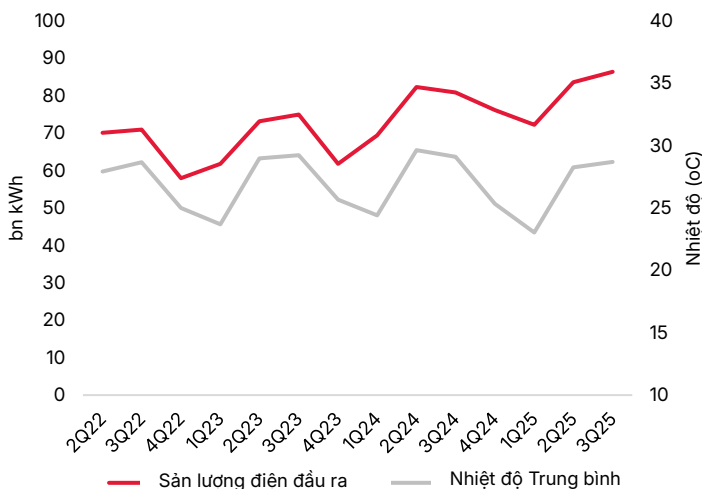
Cổ phiếu ưa thích: REE, NT2. Cổ phiếu theo dõi: HDG, PGV

Nhìn lại 2025: Tăng trưởng sản lượng điện toàn quốc quý 3 cao hơn hẳn bình quân 6 tháng đầu năm

Trong Q3/2025, sản lượng điện toàn hệ thống tăng 7% so với cùng kỳ, cao hơn đáng kể so với mức 3% svck của 6T2025. Điều này cũng giúp công suất cực đại của hệ thống điện quốc gia lập kỷ lục mới trong quý. Như kỳ vọng của chúng tôi, nhiệt độ trung bình toàn quốc Q3/2025 đạt 28–29°C, cao hơn mức bình quân giai đoạn 2016–2024 (26–27°C), có thể là yếu tố góp phần thúc đẩy tiêu thụ điện. Mặc dù ở một số thời điểm hệ thống huy động điện chạy bằng dầu, tỷ trọng nguồn này vẫn ở mức hạn chế. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng sản lượng điện sẽ tiếp diễn trong quý 4/2025, nhờ vào tăng trưởng tốt của kinh tế.

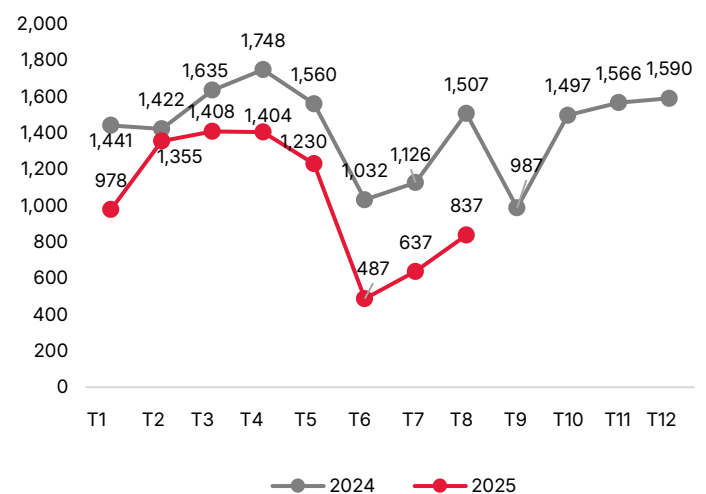
Thủy điện trở thành nguồn điện có tỷ trọng cao nhất trong quý 3, chiếm hơn 40% sản lượng toàn hệ thống, thay thế cho nhiệt điện than trong 6T2025, nhờ vào điều kiện thủy văn thuận lợi. Điều này cũng giúp cho nhiều cổ phiếu về thủy điện đạt kết quả kinh doanh tích cực như REE, VSH, HNA, SBH, CHP, TMP, SHP, TBC, SBA, S4A. Xu hướng này cũng góp phần lý giải phần nào cho việc giá thị trường điện toàn phần (FMP) giảm so với năm 2024, cùng với giá công suất (CAN) giảm so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1: Sản lượng điện và nhiệt độ trung bình Việt Nam



Nguồn: Tập đoàn điện lực VN (EVN), Meteostat, SSI Research

Biểu đồ 2: Giá thị trường điện toàn phần (FMP), tính đến T8/2025



Nguồn: EVN, NSMO (Công ty TNHH MTV Vận hành hệ thống điện và thị trường điện Quốc gia), SSI Research

Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 (một trong hai nhà máy điện khí LNG thuộc dự án Nhơn Trạch 3 & 4) dự kiến sẽ đi vào vận hành vào cuối năm 2025, theo POW. Mốc thời điểm này cũng cho thấy kế hoạch vận hành thương mại đã bị trì hoãn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là trong Q3/2025. Tính đến tháng 8/2025, tiến độ gói thầu EPC đã đạt **99%**. Cả hai nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 hiện đang chạy thử với hiệu suất hoạt động khá tốt. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đi vào vận hành thương mại vào cuối năm 2025 hoặc đầu năm 2026, trở thành dự án điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam (Xem thêm chi tiết trong [báo cáo "Cập nhật ĐHCĐ bất thường POW 2025"](#) ngày 29/09/2025). Chúng tôi duy trì quan điểm rằng việc tiếp tục điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện của EVN là yếu tố thiết yếu nhằm đảm bảo tính khả thi và bền

vững của dự án này cũng như các dự án điện LNG khác trong tương lai. Đồng thời, đây cũng là điều kiện cần để góp phần triển khai Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, qua đó đảm bảo nguồn cung điện quốc gia trong dài hạn.

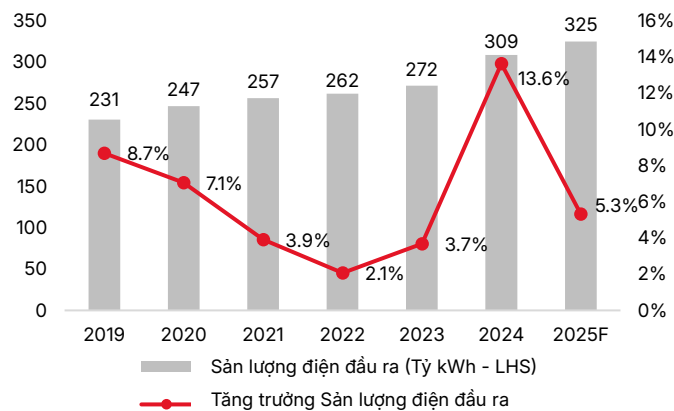
Triển vọng 2026: Tái cơ cấu – Chìa khóa cho an ninh năng lượng và tăng trưởng kinh tế

Chúng tôi dự báo sản lượng điện sẽ tăng từ 7 - 8% svck trong năm 2026, sau mức tăng ước tính 7 - 9% trong nửa cuối năm 2025. Tuy nhiên, giá thị trường điện toàn phần năm 2026 có thể sẽ chỉ duy trì ở mức thấp so với giai đoạn 2022 - 2024, do điều kiện thủy văn thuận lợi giúp cho việc huy động thủy điện vẫn tiếp tục tốt (chi phí sản xuất thủy điện thấp hơn so với điện than và khí). Khả năng chuyển từ thời tiết trung tính sang hiện tượng La Niña cũng cho thấy tiềm năng tăng trưởng đối với sản lượng thủy điện trong năm 2026, tiếp nối đà phục hồi mạnh trong năm 2025.

Ngành điện vẫn sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy phát triển kinh tế, cho thấy sự cấp thiết của việc mở rộng hạ tầng điện, góp phần giảm sự phụ thuộc vào nguồn điện truyền thống (trong đó có thủy điện). Điều này bao gồm việc tiếp tục triển khai Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, giải quyết gỡ bỏ các nút thắt pháp lý, hiện đại hóa hệ thống điện, phát triển thị trường điện và khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân theo tinh thần Nghị quyết số 70-NQ/TW và Nghị quyết số 68-NQ/TW (2025).

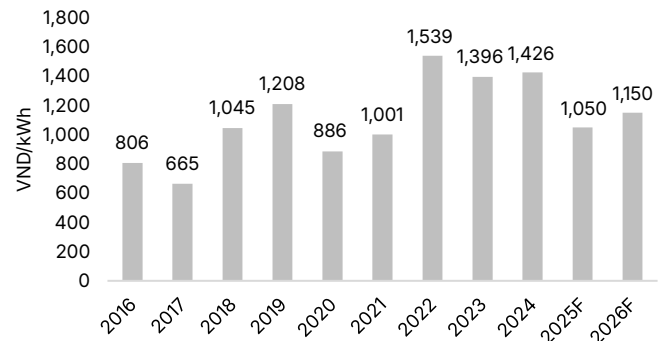
Về dài hạn, năng lượng tái tạo và năng lượng mới sẽ là động lực tăng trưởng chính, các nguồn khác cũng không kém phần quan trọng như điện khí LNG, điện hạt nhân, thủy điện tích năng và hệ thống pin lưu trữ năng lượng (BESS). Trong năm 2025, Chính phủ đã phê duyệt khá nhiều khung giá cho các nguồn điện và đang xây dựng một khung giá riêng cho BESS (xem báo cáo [Cập nhật ngành Điện](#) ngày 30/6/2025).

Biểu đồ 3: Sản lượng điện toàn quốc và dự báo 2025



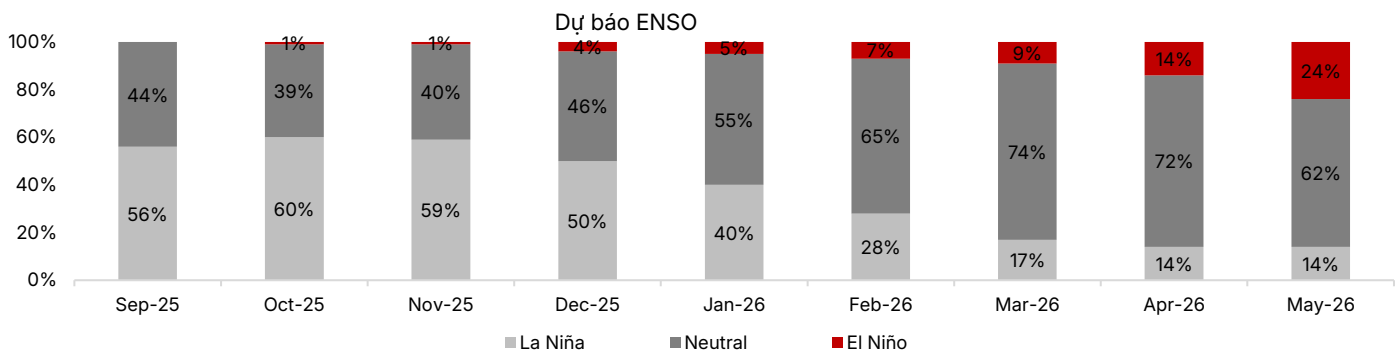
Nguồn: EVN, SSI Research

Biểu đồ 4: Dự báo giá FMP



Nguồn: EVN, NSMO, SSI Research

Biểu đồ 5: Xác suất xảy ra hình thái thời tiết La Niña khá cao so với hình thái trung tính và El Niño



Nguồn: Cục Quản lý Khí quyển và Đại dương Quốc gia Hoa Kỳ (NOAA), Viện nghiên cứu quốc tế về khí hậu và xã hội (IRI), SSI Research (tính đến tháng 9 năm 2025)

CP ưa thích: REE, NT2. CP theo dõi: HDG, PGV

Từ năm 2026 trở đi, nhu cầu điện tiếp tục tăng cũng đồng nghĩa các nguồn điện truyền thống vẫn đóng vai trò quan trọng, đặc biệt là thủy điện và điện khí, có thể giúp cho các doanh nghiệp hưởng lợi như REE, HDG, NT2, PGV và POW. Đối với POW, chúng tôi cho rằng Nhơn Trạch 3 & 4 vẫn là động lực tăng trưởng trong dài hạn thay vì là yếu tố hỗ trợ ngắn hạn. Trong lĩnh vực năng lượng tái tạo và năng lượng mới, mặc dù việc mở rộng với quy mô lớn có thể sẽ cần thêm thời gian, nhưng các công ty năng lượng tái tạo uy tín như REE và HDG vẫn sẽ có vị thế tốt về dài hạn.

Chúng tôi lựa chọn REE và NT2 là hai cổ phiếu ưa thích trong ngành điện. Đối với REE, triển vọng sẽ đến từ tiềm năng mở rộng công suất và tăng trưởng của mảng văn phòng cho thuê. Ngoài ra, chúng tôi cũng ưa thích NT2 vì triển vọng lợi nhuận tăng trưởng hai con số năm 2026, nhờ vào việc máy móc thiết bị dự kiến hết khấu hao trong Q4/2025. Tăng trưởng lợi nhuận của HDG kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong năm 2026, tuy nhiên phần lớn triển vọng này có thể đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Đối với PGV, hợp đồng cung cấp khí dài hạn từ GAS, cùng với việc tiếp tục giảm nợ trong tương lai - đặc biệt là các khoản nợ bằng ngoại tệ - sẽ giúp giảm chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá, giúp cải thiện lợi nhuận của công ty.

Bảng 6: Các chỉ tiêu chính của các công ty sản xuất điện trong danh sách cổ phiếu ưa thích/cổ phiếu theo dõi

Mã	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI (%)			P/E (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	2024	2025F	2026 F	2024	2025 F	2026 F	2024	2025 F	2026 F	2024	2025 F	2026 F
REE	KHẢ QUAN	23%	80.000	-8,9%	17,4%	27,4%	16,0	15,0	11,8	11,1%	12,6%	14,2%	1,5%	1,5%	1,5%
HDG	TRUNG LẬP	5%	33.000	-47,6%	152,9%	54,6%	26,3	13,3	8,6	6,1%	13,9%	19,4%	0,0%	4,8%	4,8%
NT2	KHẢ QUAN	25%	29.000	-82,5%	856,1%	18,8%	110,2	9,0	7,6	1,9%	17,8%	18,7%	3,3%	4,3%	4,3%
PGV	KHẢ QUAN	15%	23.400	n.m	n.m	32,5%	n.m	16,6	12,5	-5,8%	10,1%	12,4%	0,0%	2,9%	3,9%

Nguồn: SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Ngành Hàng Tiêu dùng

Nguyễn Trần Phương Nga

Trưởng phòng Phân tích

ngantp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Đặng Trần Minh

Chuyên viên Phân tích

minhdt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Ngành Công nghệ Thông tin/ Điện

Bạch Chấn Mẫn, CFA

Chuyên viên Phân tích

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Ngành Dịch vụ Tiện ích

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Ngành Tài chính

Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc BP Phân tích cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trương Minh Phương Duy

Chuyên viên Phân tích cao cấp

duytmp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Ngành Bất động sản

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phạm Hoàng Bảo Nga

Trưởng nhóm

ngaphb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Ngành Nguyên Vật liệu

Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc Trung tâm Phân tích & TVĐT

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Nguyễn Trần Phương Nga

Trưởng phòng Phân tích

ngantp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Ngành Dầu khí

Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc Trung tâm Phân tích & TVĐT

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Nguyễn Hoàng Giang, CFA

Trưởng phòng Phân tích

giangnh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Ngành Công nghiệp

Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc Trung tâm Phân tích & TVĐT

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Nguyễn Hoàng Giang, CFA

Trưởng phòng Phân tích

giangnh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Anh Khoa

Chuyên viên Phân tích

khoata@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Ngành Y tế/ Dược phẩm

Đặng Trần Minh

Chuyên viên Phân tích

minhdt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321