

Báo cáo Triển vọng Việt Nam 2026

Tìm kiếm những câu chuyện thực

Tháng 12/2025

8 nội dung trọng yếu cho chiến lược đầu tư 2026

1. Chúng tôi cho rằng rằng chu kỳ nói lòng của kinh tế toàn cầu đang tiệm cận trạng thái trung tính, mở ra giai đoạn phân hóa trong định hướng chính sách tiền tệ giữa các Ngân hàng Trung ương (NHTW). Mặc dù thị trường vẫn kỳ vọng FED sẽ hạ lãi suất thêm ít nhất một lần trong năm 2026, rủi ro lớn hơn lại đến từ bước ngoặt của NHTW Nhật Bản: nâng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản vào ngày 19/12, đưa mức lãi suất lên 0.75% – cao nhất trong ba thập kỷ – và nhiều khả năng tiếp tục tăng thêm 25 điểm trong năm 2026. Động thái này báo hiệu thời kỳ dòng vốn giá rẻ từng chảy mạnh vào châu Á, bao gồm Việt Nam, đang dần khép lại. Khi chi phí vốn toàn cầu đảo chiều, áp lực lên mặt bằng lãi suất và khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp sẽ trở nên rõ rệt hơn trong thời gian tới.

2. Vàng được dự báo sẽ tiếp tục hướng đến mục tiêu 5,000 US\$/ounce trong năm 2026, tương ứng mức tăng 15% do nhu cầu tích trữ tài sản này có xu hướng tăng lên. Bên cạnh các NHTW lớn vẫn đang duy trì trạng thái mua vào gần 1000 tấn mỗi năm, thị trường xuất hiện các “tay chơi” mới như các quỹ ETF vàng cũng như một số quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm lớn tại Ấn Độ và Trung Quốc.

3. Đi tìm câu chuyện tăng trưởng thực chất. Nếu loại trừ một số lợi nhuận bất thường không đến kinh doanh cốt lõi, chúng tôi ước tính lợi nhuận của các DN niêm yết tăng trưởng khoảng 20 – 21% trong năm 2025, và lần lượt 17% - 15% trong 2026 và 2027.

Ngành Vật liệu xây dựng ước tính tăng trưởng lợi nhuận 35% trong năm 2026 và 22% trong 2027 chủ yếu do đóng góp từ HPG khi nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động, trong khi các doanh nghiệp thép khác như HSG, NKG cũng đã bắt đầu cơ cấu lại thị trường xuất khẩu và dịch chuyển về thị trường nội địa giúp lợi nhuận phục hồi. Chúng

tôi dự báo ngành Ngân hàng tăng 21% trong năm 2026, cao hơn so với năm 2025, nhờ 3 NH lớn (VCB, CTG và BID) đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng và ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận 2 chữ số. Nhóm ngành Bán lẻ tăng trưởng ổn định 19.5% chủ yếu được hỗ trợ bởi sự phục hồi của tiêu dùng thiết yếu trong khi tiêu dùng xa xỉ vẫn tăng trưởng 3 chậm.

Lợi nhuận ngành Dầu khí sẽ chậm lại ở mức 18.7%, sau đà tăng mạnh của năm 2025. Giá dầu sẽ không có những biến động bất ngờ tạo điều kiện cho doanh nghiệp chủ động trong hoạt động kinh doanh, biên lợi nhuận gộp cải thiện. Tuy nhiên, chi phí tài chính sẽ tăng lên trong năm tới trong bối cảnh lãi suất sẽ thiết lập mặt bằng mới, do đó các DN có trạng thái “tiền mặt rỗng” sẽ chống chịu tốt hơn trong thời gian tới. *(Xem thêm phần Dự báo lợi nhuận thị trường [trang 31](#))*

4. Lãi suất là rủi ro chính đối TTCK trong năm 2026. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động 12 tháng có thể sẽ tiếp tục tăng thêm 50 điểm cơ bản trong năm 2026 do: (1) Nói rộng chênh lệch cho vay và tiền gửi tại các NHTM. Nhu cầu vốn của nền kinh tế được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh trong 5 năm tới trong khi đó tiền gửi đang dịch chuyển sang các kênh đầu tư ít thanh khoản khác như vàng, USD, bất động sản làm tốc độ vòng quay vốn trong nền kinh tế chậm lại; (2) Chênh lệch cấu trúc kỳ hạn huy động và cho vay. Hiện nay tỷ lệ tiền gửi kỳ hạn ngắn (dưới 6 tháng) vẫn đang chiếm tỷ lệ chủ đạo 80% tổng tiền gửi hệ thống, trong khi nhu cầu vốn trung và dài hạn cho kế hoạch đầu tư hạ tầng là rất lớn, dẫn đến áp lực thiếu hụt vốn dài hạn trong hệ thống; (3) Nợ xấu vẫn đang duy trì ở mức cao, trong khi tỷ lệ bao phủ đang giảm cho thấy áp lực trích lập dự phòng của các NHTM tiếp tục tăng lên trong tương lai. Đây cũng là một yếu tố khiến lãi suất khó giảm trong thời gian tới.

8 nội dung trọng yếu cho chiến lược đầu tư 2026

5. Khi lực kéo thị trường không đến từ một nhóm cổ phiếu. Năm 2025, TTCK chứng kiến sự “cô đặc” của Vnindex khi nhóm cổ phiếu Vingroup (VIC, VHM, VRE) đóng góp 21% giá trị vốn hóa và 67% điểm tăng của chỉ số. Chúng tôi cho rằng diễn biến này cũng không phải là yếu tố bất thường. Sự tập trung vào một số cổ phiếu cũng đang diễn ra thực tế tại TTCK các nước, chẳng hạn như nhóm Mag-7 (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Nvidia, Tesla) cũng đóng góp khoảng 35% giá trị vốn hóa và khoảng 60% điểm số tăng của S&P500 trong năm 2025. Hoặc TSMC, tập đoàn sản xuất bán dẫn lớn nhất thế giới, chiếm 30% giá trị vốn hóa và đóng góp 22% điểm số của TTCK Đài Loan năm 2025. Tuy nhiên, bất kỳ một chu kỳ tăng giá nào muốn duy trì sự bền vững đều phải xây dựng trên tăng trưởng về lợi nhuận và định giá phù hợp. Với mức định giá xấp xỉ 14.0x P/E và 9.0x P/B, chúng tôi cho rằng những lợi thế của VIC đã phản ánh hoàn toàn vào giá thị trường.

6. Chờ đợi cú hích từ Nghị quyết về Kinh tế Nhà nước. Hiện nay, khối DN có vốn Nhà nước đóng góp khoảng 29% GDP, nắm giữ vị thế dẫn đầu về tổng tài sản, doanh thu, thị phần và thậm chí sở hữu lợi thế độc quyền trong nhiều ngành trọng yếu như hàng không, dầu khí... Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động vẫn chưa tương xứng với tiềm lực, năng lực quản trị vốn chưa được khai thác đầy đủ.

Tương tự cú huých từ Nghị quyết 68 đối với kinh tế tư nhân, dự thảo về Nghị quyết thúc đẩy kinh tế Nhà nước sẽ tháo gỡ được những điểm nghẽn này. Trong năm 2026, chúng tôi chú ý đến các cổ phiếu DN có vốn Nhà nước những đơn vị đầu ngành, sở hữu nền tảng tài chính vững chắc (dòng tiền mạnh), hiệu quả hoạt động tích cực (ROE trên 10%) và mức định giá hiện đang ở vùng hấp dẫn.

7. Chúng tôi đưa ra kịch bản cẩn trọng hơn so với kỳ vọng hiện tại của thị trường. Tính đến ngày 25/12/2025, VN-Index đang giao dịch ở mức 15.8 lần P/E, cao hơn 16% so với trung bình 3 năm gần đây (13.6x), tuy nhiên vẫn thấp hơn so với mức đỉnh 21.0x của năm 2021. Chúng tôi đã thử ước tính định giá của VN-Index nếu loại bỏ ảnh hưởng của cổ phiếu VIC, kết quả là P/E của VN-Index hiện tại ở mức 13.5x, trung bình 2025 ở mức 12.2x. Điều này cho thấy đà tăng của VN-Index, nếu loại bỏ ảnh hưởng của cổ phiếu VIC, sẽ chủ yếu đến từ tăng trưởng lợi nhuận, nhiều hơn là từ nâng cao định giá (re-rating).

Với quan điểm trên chúng tôi sử dụng vùng định giá 12.5x – 13.0x P/E cho năm 2026. Trong nửa đầu năm 2026, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với dự báo VN-index có thể hướng đến vùng 1,860. Trong nửa sau 2026, chúng tôi hạ kỳ vọng với luận điểm lãi suất thiết lập mặt bằng mới sẽ dẫn tác động đến thanh khoản của thị trường, bên cạnh đó dòng tiền sẽ phần nào dịch chuyển sang sản xuất kinh doanh. **Chúng tôi dự báo VN-Index sẽ đạt ở mức 1,670 – 1,750 vào cuối năm 2026**, Trên cơ sở kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở mức 16% - 17%. (Xem thêm phần Dự báo kịch bản thị trường [trang 36](#))

8. Xây dựng một danh mục thực chất cho năm 2026. Với quan điểm cẩn trọng về diễn biến thị trường trong năm 2026 trong bối cảnh lãi suất tăng, chúng tôi ưu tiên các cổ phiếu có tăng trưởng lợi nhuận rõ rệt, ROE cải thiện, nền tảng tài chính vững chắc và mức định giá vẫn đang ở vùng hấp dẫn.

Danh mục cổ phiếu tâm điểm năm 2026

STT	Cổ phiếu	Ngành	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Dự địa tăng giá	PE		PB		Tăng trưởng lợi nhuận (%)		ROE%	
				(tỷ VNĐ)	(VNĐ/cp)	%	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025
1	CTG	Ngân hàng	274,174	48,300	38%	8.3	6.5	1.6	1.3	29%	27%	20%	22%
2	ACB	Ngân hàng	124,821	33,400	39%	6.7	6.3	1.3	1.0	2%	26%	19%	20%
3	KDH	BĐS Dân cư	36,977	43,200	34%	33.0	25.6	1.9	1.8	35%	29%	5%	6%
4	BSR	Dầu khí	80,868	19,500	23%	38.4	16.0	1.4	1.3	446%	57%	6%	10%
5	GAS	Dầu khí	159,496	82,300	19%	13.5	12.5	2.4	2.3	13%	8%	19%	18%
6	MWG	Tiêu dùng	129,224	108,000	26%	19.3	16.1	3.9	3.3	75%	19%	22%	22%
7	MSN	Tiêu dùng	110,179	109,200	43%	30.9	21.2	3.3	3.0	88%	46%	9%	12%
8	VNM	Tiêu dùng	128,114	78,000	27%	13.8	12.7	4.2	4.0	-2%	9%	26%	29%
9	FPT	Công nghệ	159,448	124,000	33%	16.9	14.0	3.7	3.1	19%	20%	26%	26%
10	HPG	Xây dựng & VLXD	203,784	33,500	28%	12.6	11.1	1.6	1.5	33%	39%	13%	15%
11	CTD	Xây dựng & VLXD	8,339	94,500	22%	13.1	12.2	1.0	0.9	47%	11%	4%	4%
12	HDG	Năng lượng	10,599	40,600	45%	17.4	7.3	1.6	1.3	96%	139%	11%	20%

• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu cập nhật ngày 25/12/2025



Triển vọng vĩ mô Thế giới | Chính sách tiền tệ bắt đầu phân hóa

- Tăng trưởng toàn cầu được dự báo sẽ chậm lại từ mức 3.2% năm 2025 xuống còn 2.9% trong năm 2026
- Chu kỳ nợ lỏng đang chạm đến ngưỡng giới hạn, chính sách tiền tệ bắt đầu có sự phân hóa giữa các Ngân hàng Trung ương chủ chốt
- Đồng USD sẽ suy yếu đáng kể trong năm 2026.
- Vàng tiếp tục hướng đến mục tiêu 5,000 US\$/ounce (+15%) trong năm 2026

Tăng trưởng toàn cầu được dự báo sẽ chậm lại từ mức 3.2% năm 2025 xuống còn 2.9% trong năm 2026

- Theo dự báo của OECD, khi hiệu ứng front-loading nhạt đi, kinh tế toàn cầu được dự báo sẽ tăng chậm lại xuống còn 2.9% trong năm 2026. Nếu như tâm điểm của năm 2025 là chính sách thuế quan và tái cấu trúc lại chuỗi cung ứng toàn cầu, thì năm 2026, đầu tư công nghệ và chuyển dịch năng lượng sẽ trở thành tâm điểm thúc đẩy tăng trưởng.
- Mỹ:** Hoạt động sản xuất của Mỹ đã suy giảm trong 9 tháng liên tiếp, cũng như tăng trưởng việc làm mới chậm lại, tỷ lệ thất nghiệp ở mức 4.4%, cao nhất trong vòng 4 năm qua. Tất cả cho thấy chính sách thuế quan mới nhằm đưa sản xuất quay lại nước Mỹ không đạt hiệu quả như mong muốn. Tuy nhiên nền kinh tế vẫn trụ vững với mức tăng trưởng 2.0% trong năm 2025 nhờ làn sóng đầu tư vào AI. Tốc độ tăng trưởng GDP của Mỹ được dự báo sẽ giảm tốc xuống mức 1.7% - 1.9% trong 2026 - 2027, chủ yếu do thuế và chính sách hạn chế người nhập cư sẽ tác động tiêu cực đến hầu bao của người tiêu dùng Mỹ.
- Trung Quốc:** Cuộc họp ngày 8/12 của Bộ Chính trị TQ đã phát đi thông điệp thận trọng hơn với các mục tiêu tăng trưởng, tập trung vào thị trường nội địa, các biện pháp kích thích kinh tế sẽ được triển khai thận trọng hơn. Thị trường BĐS TQ vẫn phục hồi chậm và ẩn chứa nhiều rủi ro khi mới đây Vanke China, DN địa ốc lớn nhất TQ đối diện nguy cơ vỡ nợ chéo khi bị từ chối gia hạn thanh toán cho lô trái phiếu trị giá 2 tỷ NDT. Tăng trưởng kinh tế Trung Quốc dự kiến ở mức 4.3% - 4.4% trong giai đoạn 2026 – 2027.
- Khả năng chấm dứt xung đột Ukraine:** Trong kịch bản lạc quan, nếu đàm phán hòa bình thành công sẽ tạo hiệu ứng lan tỏa lớn cho khu vực Đông Âu, hạ nhiệt giá năng lượng, qua đó giảm áp lực lạm phát thế giới.
- Các loại hàng hóa cơ bản cũng được dự báo ổn định hoặc giảm nhẹ trong năm 2026 chủ yếu do giá dầu Brent vẫn tiếp tục xu hướng giảm do thừa cung, trong khi nhu cầu tiêu thụ chậm.
- Các rủi ro chính:** Căng thẳng tranh chấp Trung Quốc – Nhật Bản và khu vực biển Đài Loan, biến đổi khí hậu, và nguy cơ bong bóng nợ công của Mỹ.

Tổng hợp các dự báo vĩ mô thế giới 2026 - 2027

	2024	2025F	2026F	2027
Thế giới	3.3	3.2	2.9	3.1
Mỹ	2.8	2.0	1.7	1.9
Khu vực EU	0.8	1.3	1.2	1.4
Nhật Bản	-0.2	1.3	0.9	0.9
Các nền kinh tế mới nổi				
Trung Quốc	5.0	5.0	4.4	4.3
Ấn Độ	6.5	6.6	6.2	6.2
Hàn Quốc	2.0	1.0	2.1	2.1
Brazil	3.4	2.4	1.7	2.2
Indonesia	5.0	5.0	5.0	5.1
Singapore	4.4	2.2	2.3	3.2
Thái Lan	2.5	2.0	1.5	2.6
Malaysia	5.1	5.0	4.4	4.1
Hàng hóa cơ bản				
Dầu Brent (US\$/thùng)	80.7	68	60	65
Than đá (Úc,US\$/tấn)	136.1	107	100	105
Khí tự nhiên (Mỹ,US\$/mmbtu)	2.2	3.5	3.9	3.9
Đậu nành (US\$/tấn)	462	405	410	416
Gạo Thái Lan (US\$/tấn)	588	406	401	409
Chỉ số thực phẩm	115.8	108.8	108.5	109.3
Chỉ số kim loại cơ bản	114.1	119.7	120.7	123.7

• Nguồn: Dự báo OECD tháng 12/2025, World Bank tháng 10/2025

Chu kỳ nói lỏng đang dần chậm lại, chính sách tiền tệ bắt đầu có sự phân hóa. Đồng USD sẽ suy yếu đáng kể trong năm 2026.

- **Chính sách tiền tệ thế giới sẽ tiệm cận ngưỡng trung tính trong năm 2026**, và dần xuất hiện sự phân hóa giữa Ngân hàng Trung ương (NHTW) các nước. Trong cuộc họp tháng 12 của Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed), biểu đồ dot-plot cho thấy định hướng vẫn rất cân trọng khi chỉ có thêm hai lần hạ lãi suất nữa lần lượt trong 2026 và 2027. Và câu hỏi đặt ra là liệu Fed sẽ tiếp tục giữ quan điểm này hay sẽ nhượng bộ trước yêu cầu của Tổng thống Trump và hạ lãi suất điều hành xuống 3%, hoặc thấp hơn.
- Mặc dù thị trường đang kỳ vọng FED sẽ cắt giảm lãi suất thêm hai lần nữa trong 2026 song theo quan điểm của chúng tôi, ít nhất là đến tháng Năm 2026, trong ba cuộc họp còn lại dưới thời Chủ tịch Powell, **FED sẽ chỉ có một lần giảm lãi suất với khoảng 25 điểm cơ bản**. Lạm phát Mỹ được dự báo khó giảm về mức kỳ vọng do chính sách thuế quan, hạn chế nhập cư, nhu cầu năng lượng liên quan đến AI, cùng với cắt giảm thuế tác động đến giá cả trong thời gian tới.
- **Xu hướng tăng lãi suất bắt đầu xuất hiện**. Sau lần giảm gần nhất vào tháng 6/2025, NHTW Châu Âu sẽ giữ lãi suất ổn định và khả năng tăng nhẹ vào cuối năm 2026. Tại Châu Á, NHTW Nhật Bản đã nâng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản vào 19/12, đưa lãi suất lên 0.75% – cao nhất từ năm 1995, đồng thời dự kiến sẽ tăng lãi suất thêm 25 điểm nữa trong năm 2026.
- Trong khi đó, Trung Quốc vẫn thiên hướng “nới lỏng” để kích thích tiêu dùng nội địa với dự báo sẽ giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc tại các NH Thương mại và giảm lãi suất trong nửa đầu năm 2026. Tuy nhiên với định hướng cân trọng trong mục tiêu tăng trưởng của TQ như đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng xu hướng giảm lãi suất sẽ vẫn rất hạn chế.
- **Xu hướng giảm giá của USD được dự báo sẽ tiếp tục do chịu tác động của sự phân hóa chính sách tiền tệ giữa các các nước**. Sau khi đã giảm 9.3% so với đầu năm, chỉ số sức mạnh đồng USD (DXY) được dự báo sẽ giảm xuống ngưỡng 95 từ giữa năm 2026. Trong khi đó phần lớn các đồng tiền chủ chốt như yên Nhật, bảng Anh và EUR đều được kỳ vọng tăng giá. Đồng tiền của các nền kinh tế mới nổi, bao gồm cả Việt Nam, cũng sẽ được hưởng lợi khi chênh lệch lãi giữa Mỹ và các nước này thu hẹp.

Dự báo lãi suất điều hành của các nền kinh tế lớn trong năm 2026

	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27
Mỹ	▼ 3.75	↔ 3.75	▼ 3.5	↔ 3.5	↔ 3.5	↔ 3.5
E.U **	2.0	↔ 2.0	↔ 2.0	↔ 2.0	↔ 2.0	↔ 2.0
Trung Quốc*	2.8	↔ 2.8	▼ 2.65	↔ 2.65	↔ 2.65	↔ 2.65
Nhật Bản	▲ 0.75	↔ 0.75	↔ 0.75	↔ 0.75	▲ 1.0	↔ 1.0
Singapore	1.0	↔ 1.0	↔ 1.0	↔ 1.0	↔ 1.0	↔ 1.0

(*): lãi suất cho vay cơ bản. (**) lãi suất tiền gửi qua đêm

USD sẽ suy yếu đáng kể trong năm 2026 trong khi các đồng tiền khu vực Châu Á đang mạnh lên

	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27
DXY	98.4	97.1	95.6	94.0	94.8	95.5
USD/CHF	0.79	0.79	0.79	0.78	0.78	0.79
GBP/USD	1.33	1.34	1.36	1.37	1.37	1.37
EUR/USD	1.17	1.18	1.20	1.21	1.20	1.20
USD/JPY	155	149	145	141	142	142
USD/KRW	1,470	1,420	1,395	1,370	1,375	1,380
USD/CNY	7.04	7.06	7.02	7.00	7.02	7.04
USD/SGD	1.29	1.27	1.26	1.24	1.25	1.25

• Nguồn: DBS, MBS Research

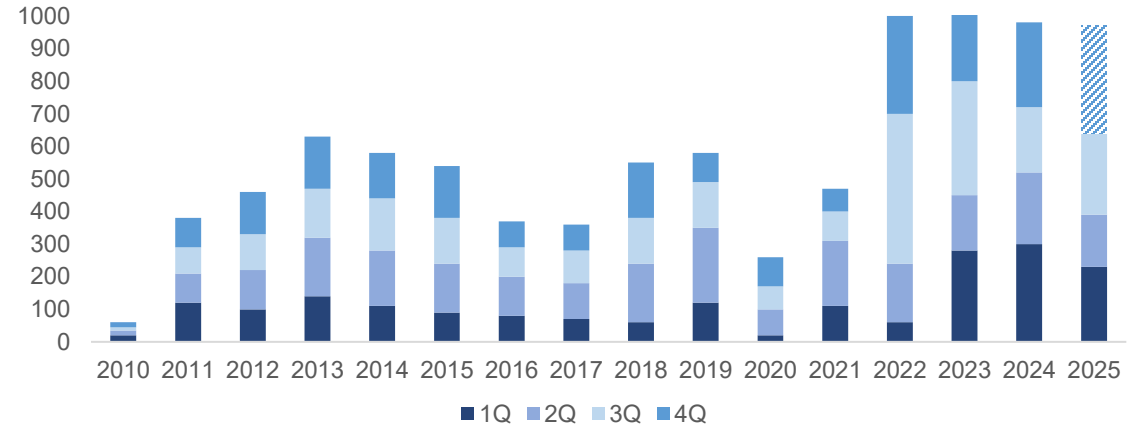
Vàng tiếp tục hướng đến mục tiêu 5,000 US\$/ounce (+15%) trong năm 2026

- Vàng đã có những biến động mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2025, tăng mạnh từ tháng 8 đến tháng 10 (+32.4% từ đáy lên đỉnh) và sau đó điều chỉnh mạnh vào cuối tháng 10 (-9.8% từ đỉnh xuống đáy). Các nguyên nhân chính là thuế nhập khẩu của Mỹ, bất ổn địa chính trị toàn cầu và lực mua lớn của các ngân hàng trung ương.
- Hội đồng Vàng Thế giới (WGC) cho rằng sau khi tăng 60% từ đầu năm, giá vàng có thể tiếp tục tăng 5 - 15% nữa trong năm 2026, đạt mức 4,500 – 5,000 USD/ounce. Lợi suất trái phiếu chính phủ giảm, căng thẳng địa chính trị tăng cao và nhu cầu tài sản an toàn của nhà đầu tư sẽ tạo ra "điều kiện đặc biệt thuận lợi" cho vàng trong năm 2026.
- Các ngân hàng trung ương đã mua ròng 634 tấn vàng từ đầu năm tới nay, ít hơn so với năm ngoái, nhưng tốc độ mua đã được đẩy mạnh hơn từ đầu quý 4, dự kiến tổng lượng mua vào vẫn đạt xấp xỉ 970 tấn trong năm 2025.

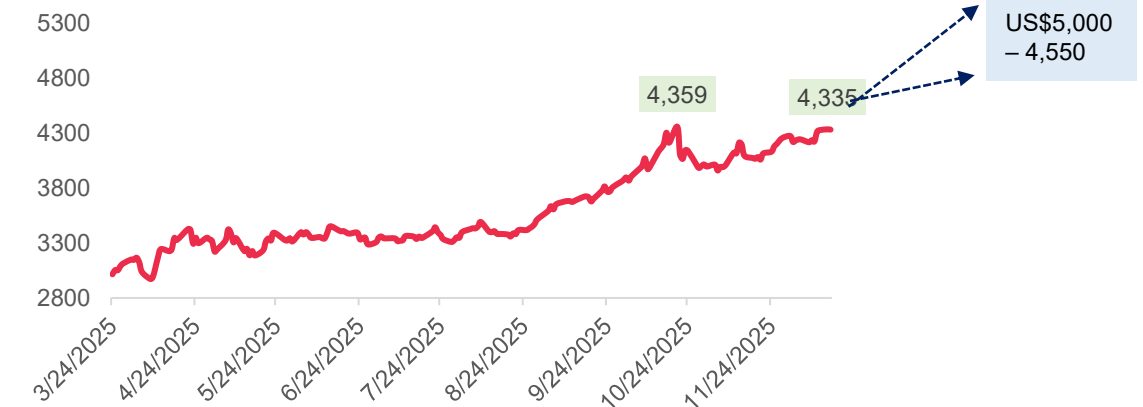
Các dòng vốn đầu tư mới tiếp tục đổ vào vàng trong năm 2026

- Nhu cầu đầu tư thông qua các quỹ ETF vàng cũng lên cao khi các quỹ ETF vàng toàn cầu thu hút 77 tỷ USD vốn đầu tư năm 2025, bổ sung hơn 700 tấn vàng vào danh mục. Khi nhu cầu phòng trừ rủi ro còn là ưu tiên của nhà đầu tư toàn cầu, đà tăng của vàng nhiều khả năng tiếp tục được củng cố. WGC kỳ vọng quỹ ETF và các kênh đầu tư khác tiếp tục là nguồn cầu lớn nhất năm 2026. Tuy nhiên, nhu cầu trang sức hoặc các sản phẩm công nghệ liên quan đến vàng có thể giảm do giá cao.
- Tether, nhà phát hành stablecoin lớn nhất thế giới cũng bước chân vào thị trường vàng. Tether đã mua khoảng 26 tấn vàng trong Q3/25, cao gấp năm lần lượng mua mà Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBOC) công bố trong cùng kỳ. Ngoài ra, nguồn cầu mới có thể đến từ châu Á, sau khi Ấn Độ cho phép một số quỹ hưu trí đầu tư vào ETF vàng và bạc, còn Trung Quốc cũng mở cửa cho các quỹ bảo hiểm mua vàng từ tháng 2/2025.

Nhu cầu mua vàng của các Ngân hàng Trung ương (Đơn vị: tấn)



Dự báo vàng sẽ tiếp tục tăng lên mốc 4,550 – 4,900 US\$/ounce trong năm 2026



• Nguồn: DBS, WGC, MBS Research



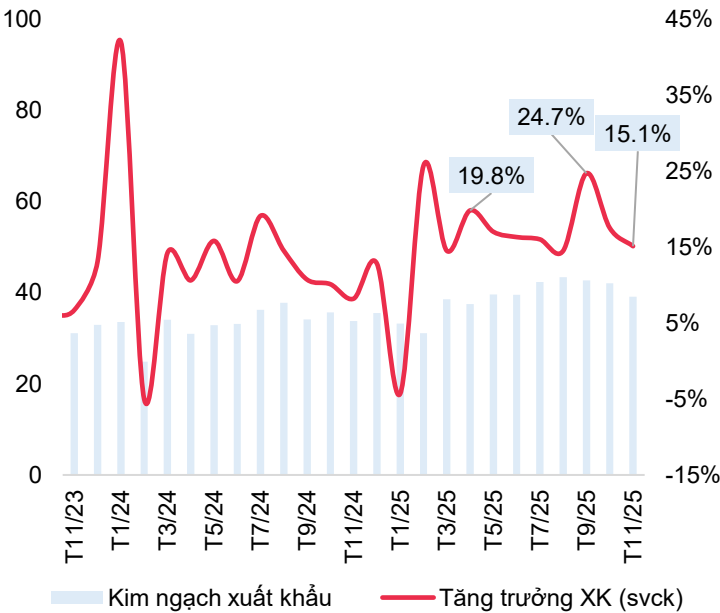
Triển vọng Việt Nam | Kiến thiết nền tảng cho mục tiêu tăng trưởng hai chữ số

- Nhu cầu xuất khẩu tăng sẽ thúc đẩy sản xuất tăng tốc khi bước vào 2026
- Đầu tư công sẽ tăng tốc 21% - 28% trong năm 2026 khi nhiều chính sách mở đường bắt đầu phát huy hiệu quả
- Chính sách tài khóa: thu ngân sách vượt dự toán tạo dư địa cho chính sách tài khóa mở rộng
- Lạm phát 2026 sẽ tiệm cận mức 4% trong năm 2026 trong bối cảnh tín dụng được đẩy mạnh và tỷ giá vẫn duy trì ở mức cao
- Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ tạo lập mặt bằng mới trong năm 2026
- Tỷ giá sẽ ít biến động hơn trong năm 2026, mức độ mất giá trong khoảng 2.5% - 3%

Xuất khẩu Việt Nam vẫn sẽ duy trì đà tăng trưởng 15% - 16% trong năm 2026 nhờ mở rộng không gian và dịch chuyển cơ cấu sản phẩm

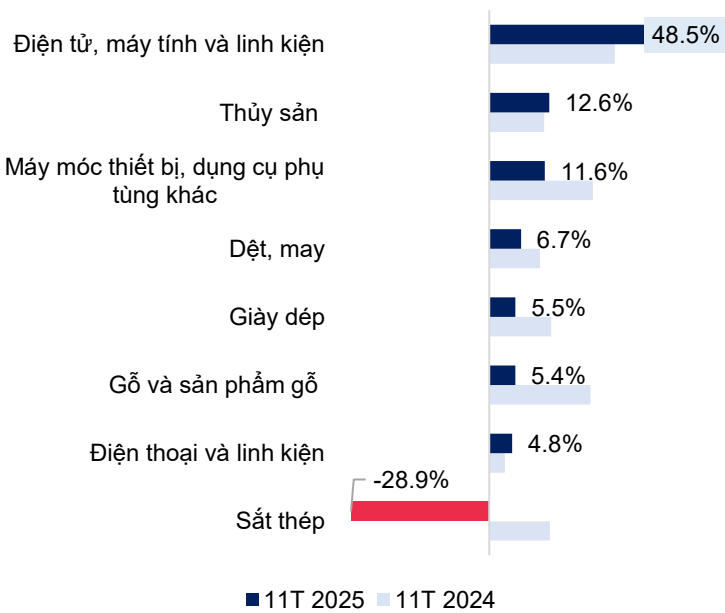
- Vượt qua những lo ngại về thuế quan, xuất khẩu vẫn duy trì mức tăng trưởng ổn định 16% trong năm 2025, kim ngạch xuất khẩu ước vượt ngưỡng 470 tỷ USD. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của cả nước đã chạm mốc kỷ lục 920 tỷ USD, đưa Việt Nam bước vào nhóm 15 quốc gia có quy mô thương mại lớn nhất thế giới.
- Cơ cấu hàng hóa xuất khẩu cũng cho thấy sự chuyển dịch mạnh mẽ. Nhóm hàng điện tử, máy tính, máy ảnh và linh kiện tiếp tục tăng tỷ trọng lên tới 37% tổng kim ngạch, mang lại khoảng 158 tỷ USD, riêng điện tử và máy tính tăng trưởng +48.5% svck. Các mặt hàng truyền thống như điện thoại, và nhóm dệt may, da giày đang giảm dần tỷ trọng, và duy trì sự tăng trưởng ổn định ~5%. Nhóm nông - lâm - thủy sản ghi nhận sự bứt phá ngoạn mục với tổng kim ngạch toàn ngành dự kiến vượt mốc kỷ lục 70 tỷ USD trong năm 2025. Trong đó, rau quả trở thành điểm sáng lớn nhất khi đạt xấp xỉ 7.8 tỷ USD, tăng trưởng 17.2%, riêng sầu riêng đóng góp hơn 3.6 tỷ USD nhờ tận dụng tối đa các nghị định thư xuất khẩu chính ngạch sang Trung Quốc. Xuất khẩu tôm hùm cũng tăng trưởng ấn tượng 15% khi thâm nhập sâu vào các thị trường cao cấp.

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa qua các tháng (Tỷ USD)



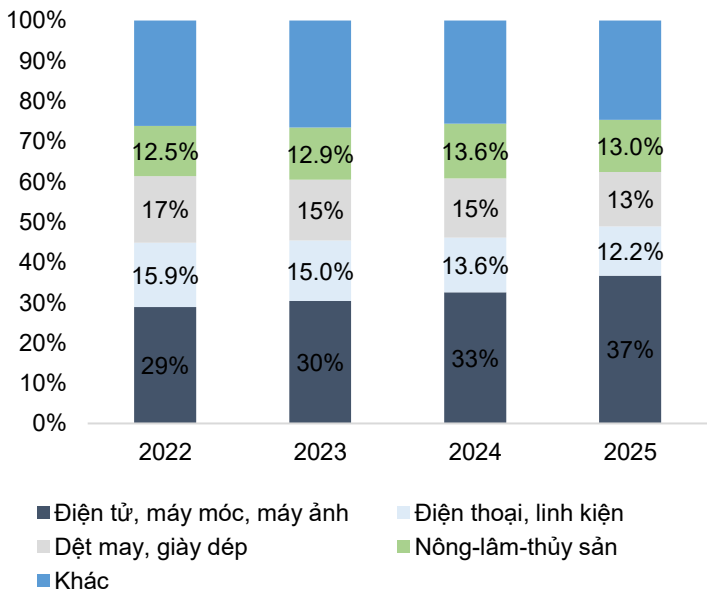
• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Tăng trưởng của các mặt hàng xuất khẩu chủ lực trong năm 2025 (% svck)



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Chuyển dịch cơ cấu mặt hàng XK: Điện tử, máy móc thiết bị đang dần đóng vai trò quan trọng thay thế cho Điện thoại và dệt may, da giày

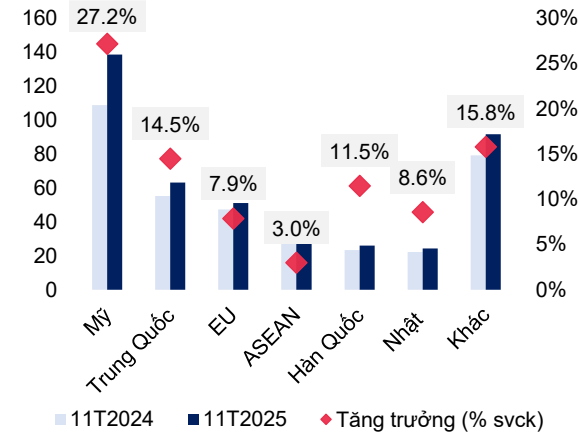


• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

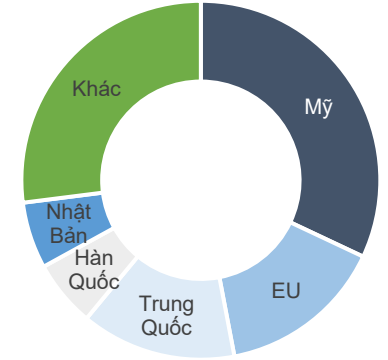
Xuất khẩu Việt Nam vẫn sẽ duy trì đà tăng trưởng 15% - 16% trong năm 2026 nhờ mở rộng không gian và dịch chuyển cơ cấu sản phẩm

- Xuất khẩu sang Mỹ ghi nhận mức tăng trưởng 27.2%, đạt 138.6 tỷ USD trong 11T25 một phần được thúc đẩy bởi hiệu ứng frontloading. Tuy nhiên, thị trường này đang có dấu hiệu chững lại khi giảm 7.5% trong T11 so với tháng trước, đánh dấu tháng thứ tư liên tiếp giá trị xuất khẩu giảm so với tháng liền trước.
- Kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc tăng tích cực khi đạt 63.2 tỷ USD (+14.5% svck) - cao hơn nhiều so với mức giảm 0.9% của cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, xuất khẩu sang EU tăng 7.9% svck, đạt 51.2 tỷ USD.
- Chúng tôi ước tăng trưởng xuất khẩu sẽ duy trì đà tăng 15% - 16%** nhờ: (1) Theo UNCTAD, thương mại hàng hóa toàn cầu sẽ tăng trưởng khoảng 4% trong năm 2026 (thấp hơn mức 6% năm 2025), song riêng ngành điện tử, mảng lợi thế của Việt Nam vẫn dẫn đầu (tăng +14%) do nhu cầu đầu tư AI; (2) Sau quá trình đàm phán, Việt Nam hiện đang được hưởng mức thuế suất 20%, hiện thực tế thuế suất trung bình các mặt hàng chịu thuế khoảng 18%, thấp hơn đáng kể với các nước cạnh tranh trực tiếp với Việt Nam thấp hơn so với Trung Quốc sẽ hỗ trợ cho các mặt hàng xuất khẩu mà chúng ta đang cạnh tranh như dệt may, da giày, đồ điện tử,...
- Mở rộng không gian là động lực mới thúc đẩy xuất khẩu. Hàng hóa Việt Nam đang dần tăng tỷ trọng tại các thị trường mới, chẳng hạn như nhóm hàng nông sản-thủy sản xuất khẩu sang EU, Nhật Bản và Hàn Quốc đang tăng, thay vì chỉ tập trung vào TQ như trước đây, phản ánh xu hướng dịch chuyển sang các thị trường có yêu cầu cao hơn nhưng giá trị gia tăng tốt hơn. Bên cạnh đó, Việt Nam đang thúc đẩy tiến trình hoàn tất và đàm phán hàng loạt các FTA với các thị trường mới như: các Tiểu Vương quốc Ả rập thống nhất (CEPA), Israel, Qatar,...

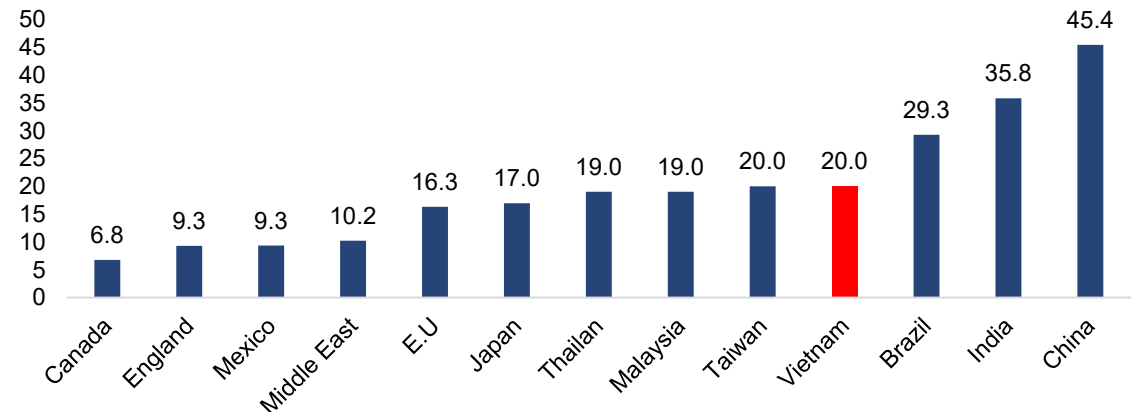
Tăng trưởng xuất khẩu theo từng thị trường trong 11T25 (Tỷ USD)



Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu trong năm 2025



Thuế nhập khẩu của hàng hóa các nước vào thị trường Mỹ

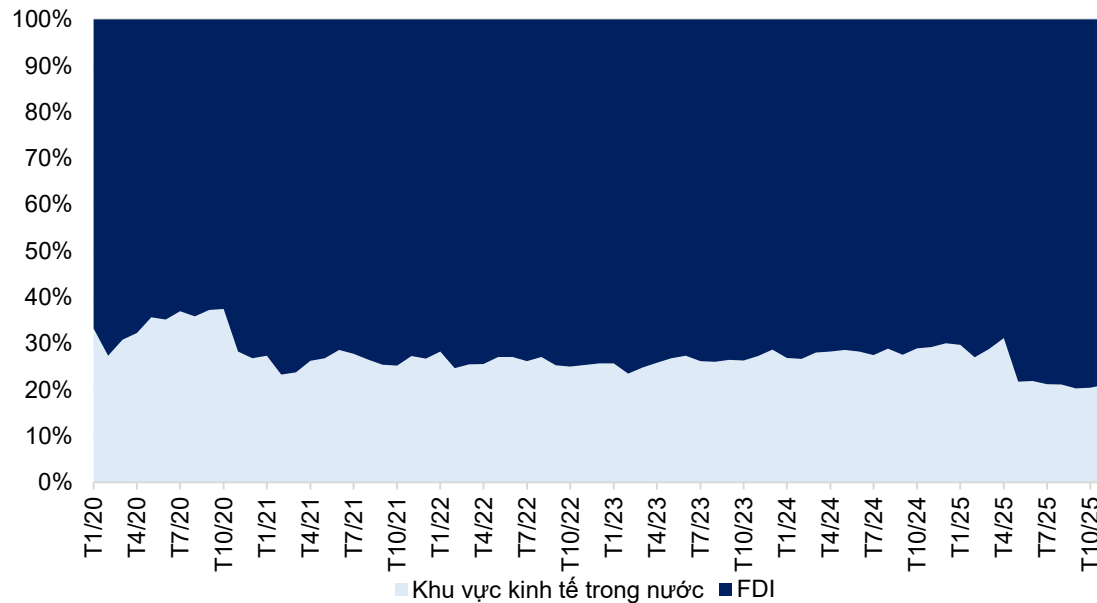


• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Mặc dù xuất khẩu tích cực song các doanh nghiệp nội địa đang chịu sức ép

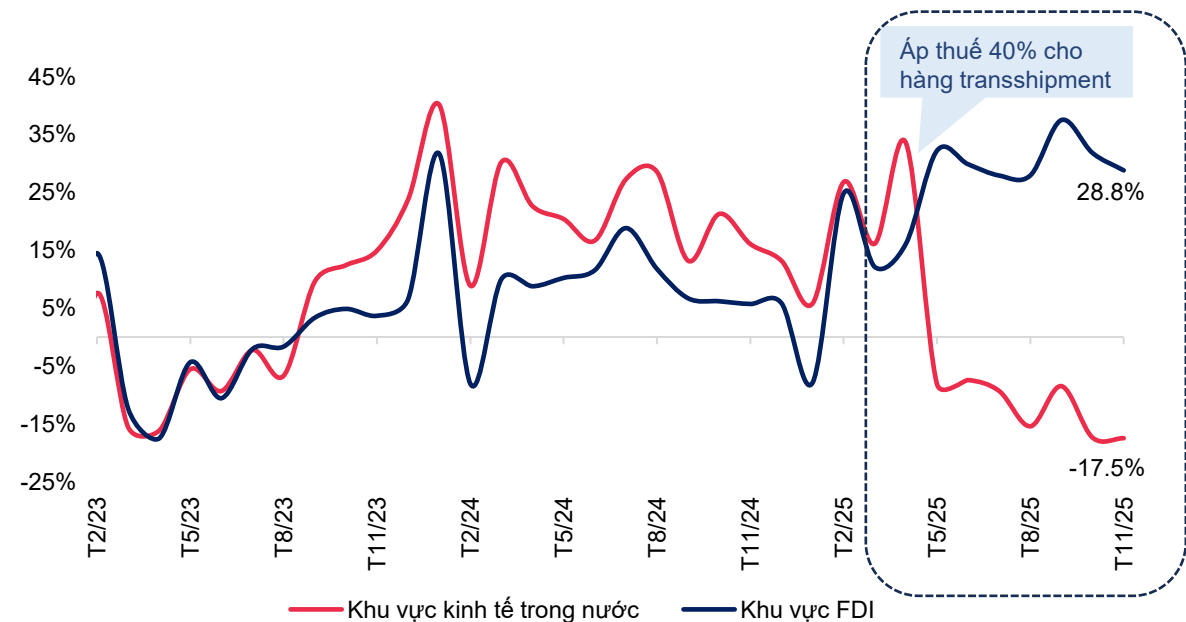
- Đóng góp chính vào kim ngạch xuất khẩu chủ yếu vẫn là từ khu vực kinh tế nước ngoài. Trong T11, giá trị xuất khẩu từ khu vực FDI đạt hơn 30.8 tỷ USD (+28.8% svck) – chiếm 79% tổng kim ngạch xuất khẩu. Trong khi đó, khu vực kinh tế trong nước duy trì mức tăng trưởng âm tháng thứ bảy liên tiếp khi ghi nhận mức giảm 17.5% với giá trị xuất khẩu đạt hơn 8.2 tỷ USD – chiếm 21% tổng kim ngạch. Lũy kế 11T25, giá trị xuất khẩu từ khu vực FDI đạt 327.73 tỷ USD (+23.1% svck) – chiếm 76.2% tổng kim ngạch xuất khẩu. Trong khi đó, khu vực kinh tế trong nước ghi nhận mức giảm 1.7% svck với giá trị xuất khẩu đạt 102.41 tỷ USD – chiếm 23.8% tổng kim ngạch.
- Trong 11 tháng đầu năm, khối FDI ghi nhận thặng dư thương mại 46.5 tỷ USD, khối DN trong nước thâm hụt khoảng 26 tỷ USD trong 11 tháng đầu năm.
- Kể từ sau thời điểm tháng 7/2025, mức thuế đối ứng 40% được áp dụng cho hàng hóa trung chuyển (transshipment), tăng trưởng xuất khẩu của các DN nội địa yếu đi đáng kể do Việt Nam đã chủ động thắt chặt các quy định về truy xuất nguồn gốc hàng hóa. Ở thời điểm hiện tại, các tiêu định để xác định hàng trung chuyển vẫn còn khá mơ hồ từ phía Mỹ, điều này cũng làm các DN nội địa Việt Nam thận trọng hơn trong việc xuất sang thị trường này.

Cơ cấu kim ngạch xuất khẩu theo nhóm doanh nghiệp



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

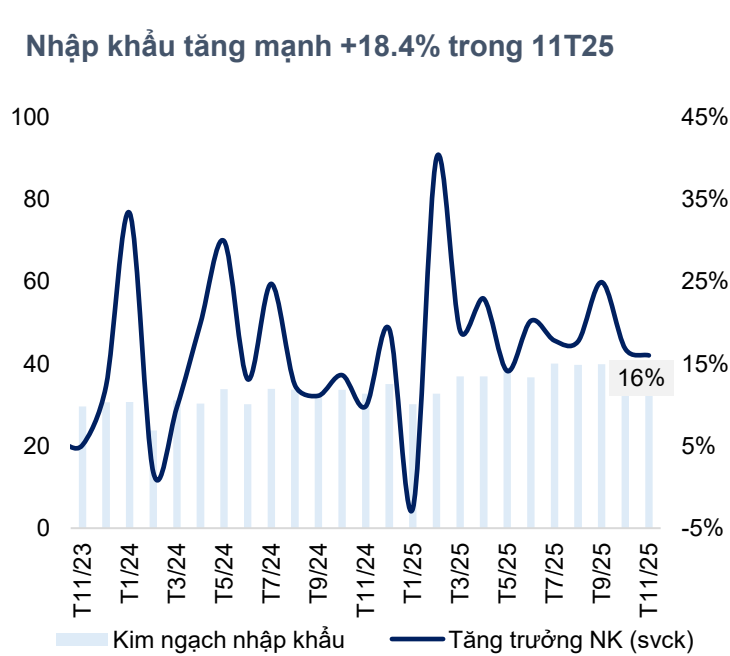
Tăng trưởng xuất khẩu theo tháng của doanh nghiệp nội địa và FDI (% svck)



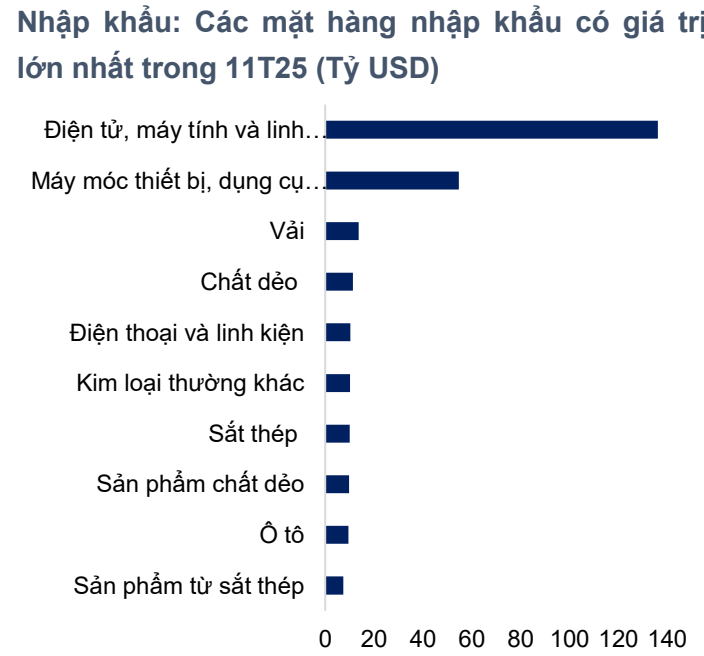
• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Nhập khẩu dự báo sẽ tăng trưởng đồng tốc với xuất khẩu trong năm 2026

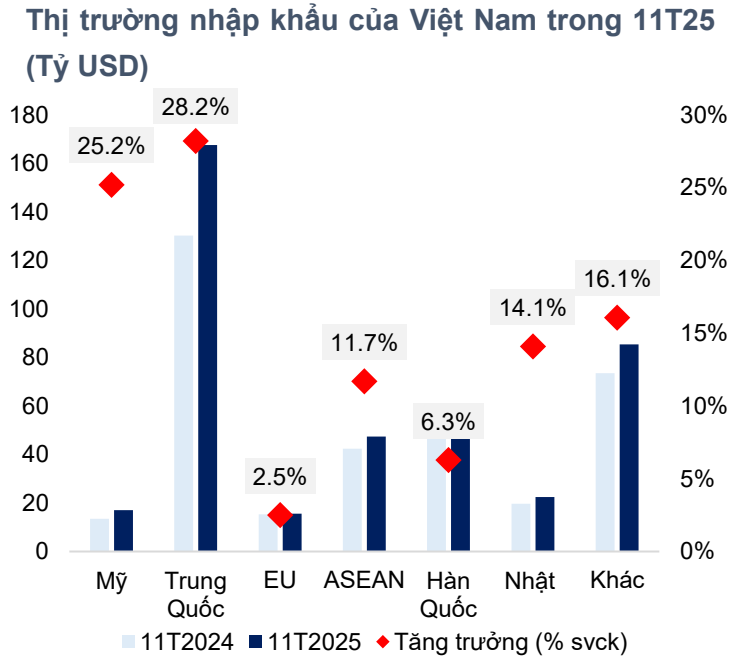
- Trong 11T25, nhập khẩu tăng mạnh 18.4% svck nhằm đáp ứng nhu cầu sản xuất. Ngoài ra, mức tăng trưởng này cũng phần nào phản ánh nỗ lực giảm thặng dư thương mại với Mỹ khi kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ tăng mạnh 25.2% và đạt 17 tỷ USD – mức cao nhất trong 11T trong giai đoạn 2020 – 2025. Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm 41% tổng kim ngạch), ghi nhận tăng trưởng +28.2%. Top các mặt hàng nhập khẩu gồm: thiết bị điện tử (136.2 tỷ USD, +39.2% svck); máy móc (54.8 tỷ USD, +23.8% svck); vải (13.8 tỷ USD, +1.3% svck); và chất dẻo (11.4 tỷ USD, +6.7% svck).
- Lũy kế 11T25, Việt Nam ghi nhận mức thặng dư thương mại 20.53 tỷ USD, thấp hơn 16% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi cho rằng nhập khẩu sẽ tăng trưởng tương đương xuất khẩu +16% trong năm 2026**, do: (1) Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục xu hướng tăng nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ để thu hẹp mức thặng dư thương mại với nước này. Hiện tại, thặng dư thương mại giữa Mỹ - Việt Nam tiếp tục tăng lên mức 121 tỷ USD bất chấp các thử thách từ chính sách thuế quan mới. (2) Nhu cầu nhập khẩu máy móc thiết bị, dây chuyền công nghệ dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh nhằm phục vụ cho mở rộng sản xuất, đầu tư hạ tầng. Thặng dư thương mại năm 2026 ước khoảng xấp xỉ 24 tỷ USD, cao hơn so với năm 2025.



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

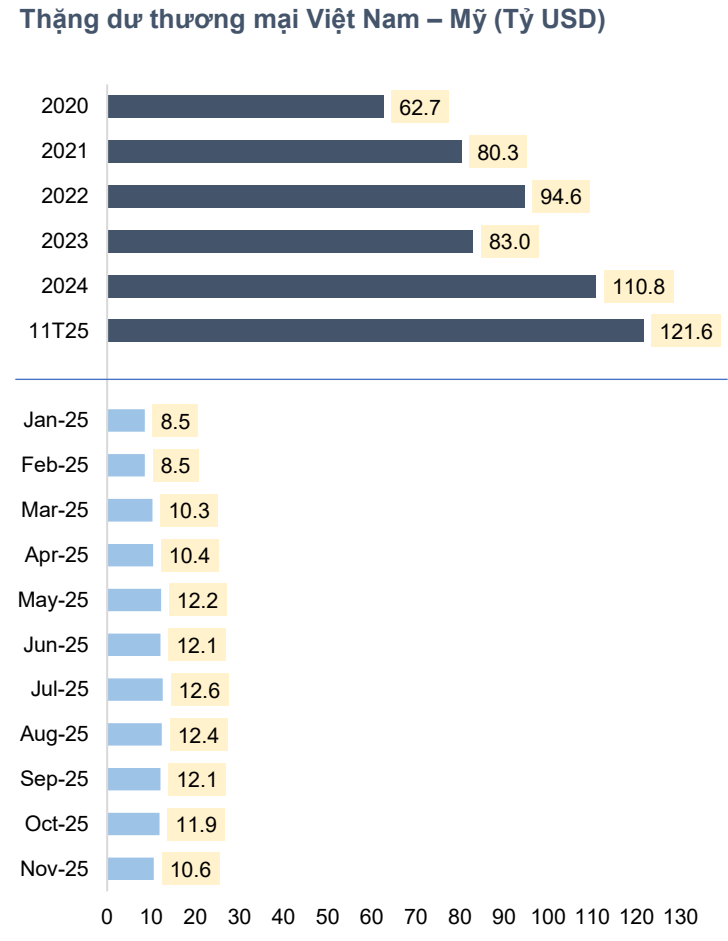


Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

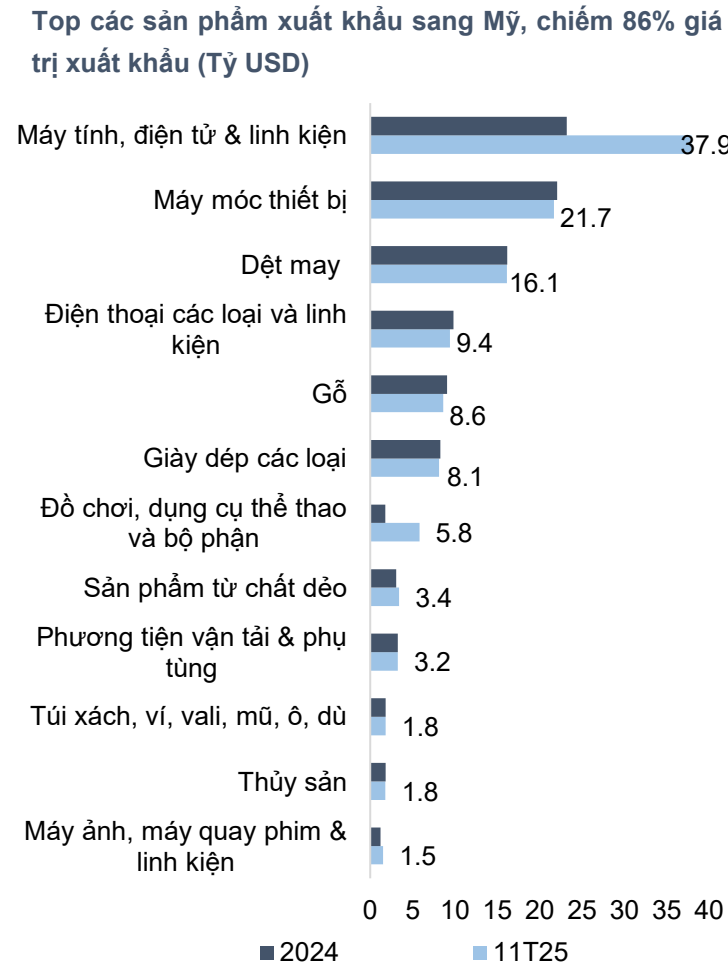


Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

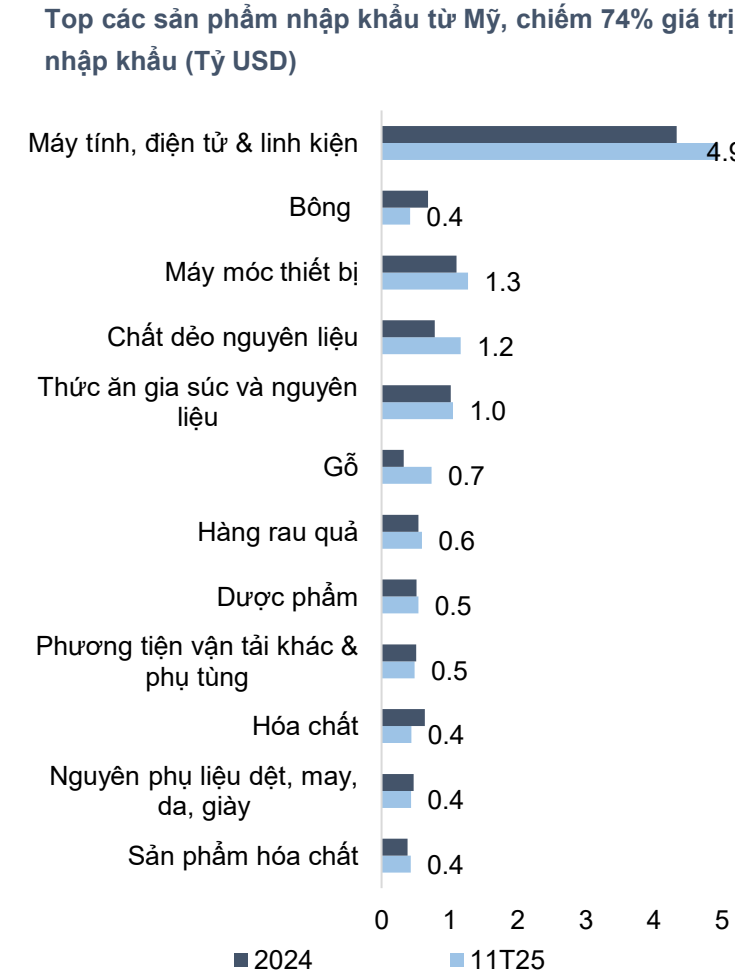
Nhu cầu nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ vẫn rất lớn khi thặng dư thương mại giữa Việt Nam – Mỹ vẫn tiếp tục mở rộng



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research



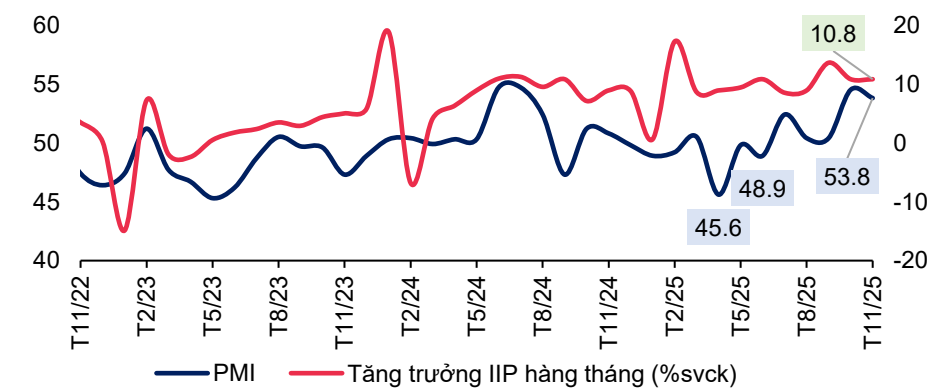
• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research



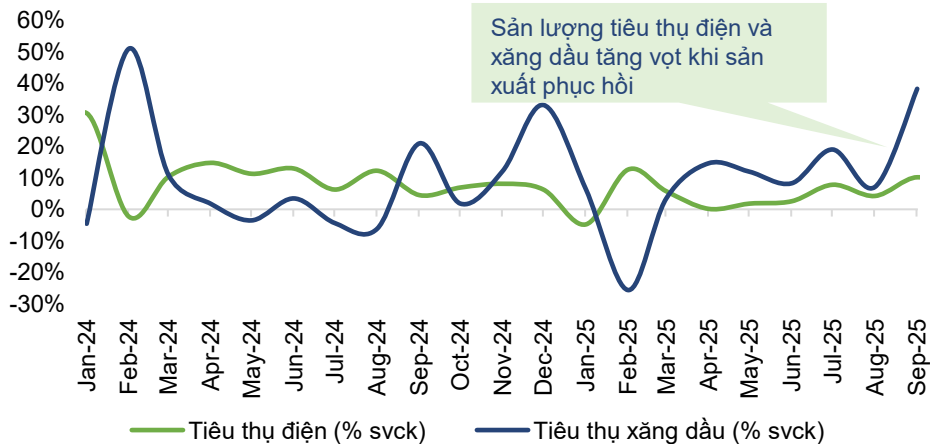
• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Nhu cầu xuất khẩu mạnh mẽ sẽ thúc đẩy sản xuất tăng tốc khi bước vào 2026

Sản xuất phục hồi từ Q3/25, chỉ số PMI liên tục ở trên ngưỡng 50 kể từ T7. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) +9.3% trong 11T25, cao hơn so với mức 8.4% của cùng kỳ năm ngoái.



Sản lượng tiêu thụ điện +4% svck, tiêu thụ xăng dầu +8% svck trong 10T25



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Chế biến chế tạo +10.6% svck, được thúc đẩy bởi: xe có động cơ (+22% svck); sản phẩm từ khoáng phi kim loại khác (+16.5% svck); sản phẩm từ cao su và plastic (+16.4% svck); sản xuất kim loại (+15.5% svck); và sản xuất trang phục (+13.5% svck). Trong khi đó, ngành khai khoáng tăng nhẹ hơn ở mức 0.8% svck.

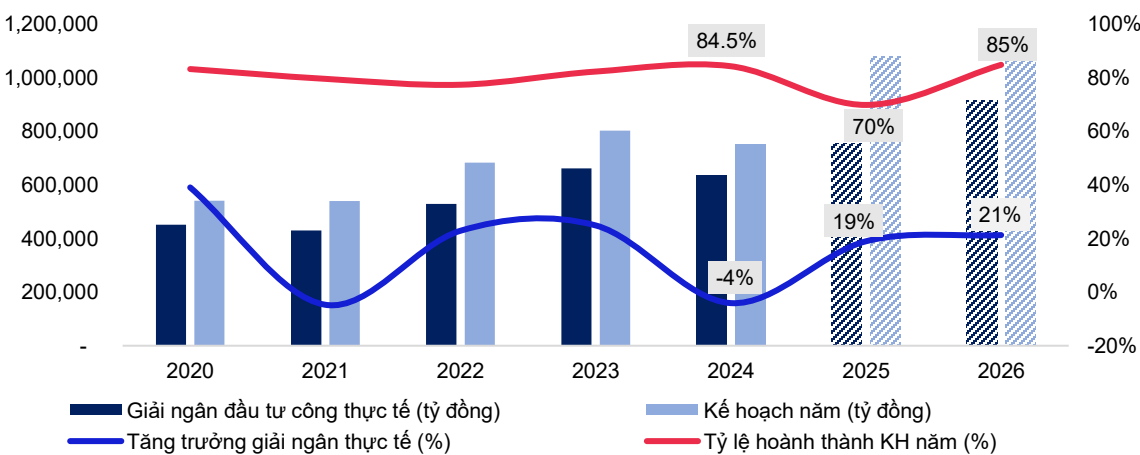
Ngành	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	11T25
Toàn ngành công nghiệp	0.6	17.2	8.6	8.9	9.4	10.8	8.5	8.9	13.6	10.8	10.8	9.3
Khai khoáng	-10.4	0.4	-3.9	-4.2	1.2	2.8	2.6	9.1	22.4	3.1	7.0	0.8
Công nghiệp chế biến, chế tạo	1.6	19.97	10.2	10.8	11	12.1	9.3	9.5	12.7	11.4	11.8	10.6
Chế biến thực phẩm	2.1	17.15	10.3	10.4	9.5	13.1	9.9	11.0	13.1	10.9	12.8	10.5
Thủy sản	-1.5	14.9	13.5	11.5	13.1	10.2	7.7	11.6	13.8	12.2	12.7	9.9
Chế biến sữa	4.8	14.4	3.2	5.9	6.2	9.6	5.3	5.6	0.2	3.5	4.6	3.8
Chế biến thức ăn chăn nuôi	-1.6	16.9	10.4	9.9	8.8	13.9	14	9.4	14.6	13.5	13.7	11.5
Chế biến đồ uống	-0.1	9.24	0.1	6.3	6.2	8	13.3	9.2	12.6	11.0	8.9	4.6
Dệt may	4.2	30.78	9.2	11.7	10.1	9.8	7.2	8.4	14.8	7.7	8.0	7.9
Sản phẩm từ da	10.3	42.4	15.1	13.4	13.7	17	10.4	5.9	8.2	3.4	6.8	11.2
Gỗ và sản phẩm gỗ	-0.6	36.95	5.0	12.8	7.6	4.3	5.4	7.8	14.5	8.9	7.8	9.8
Giấy và các sản phẩm từ giấy	-3	26.03	7.8	8.5	6.1	13.9	8.6	9.8	16.9	12	21.5	11.6
Than cốc, sản phẩm dầu mỏ	-5.8	-3.28	30.6	47.2	5	0.04	1.1	1.1	22.4	20.7	18.7	10.6
Sản phẩm hoá chất	-8.4	16.22	7.0	11.1	9.1	8.4	11.4	4.4	17.9	19.4	26.0	11.2
Phân bón	6.3	7.2	11.0	7.1	11.8	7.6	19.7	-1.4	9.0	1.0	1.2	7.0
Sản phẩm từ cao su và plastic	-2.2	32.43	12.4	18.6	17.2	19.9	16.4	20.1	19.5	16.8	10.1	16.4
Thuốc	-29.1	18.12	7.6	-2.4	-10.2	-10.2	3.2	2.8	5.3	10	-1.5	-4.6
Kim loại	-2.1	2.73	3.3	15.3	19.9	18	12.3	10.4	18.3	28.7	29.4	15.5
Máy tính và sản phẩm điện tử	3.8	15.61	11.2	8.3	8.3	9.3	5.1	8.6	7.1	9.8	11.4	8.5
Thiết bị điện	-11.5	9.64	-3.8	-18.6	-9.5	11.9	15.2	15.5	11.8	0.6	1.2	4.6
Máy móc và thiết bị	-9.9	24.51	11.3	-1.2	2.1	6.2	0.6	-3.5	7.7	-8.9	-11.3	2.7
Xe có động cơ	33.8	76.07	18.4	27.6	27.1	34.9	19	15.6	16.8	1.5	8.6	22.0
Sản xuất phân phối điện	0.4	9.88	6.7	4.6	3.3	5.9	7	6.1	15.4	11	5.8	6.5
Xử lý nước	9.2	13.92	9.2	7.6	11.3	14.3	9.1	2.4	8.7	12.2	6.5	8.4

Đầu tư công sẽ tăng tốc 21% - 28% trong năm 2026 khi nhiều chính sách mở đường bắt đầu phát huy hiệu quả

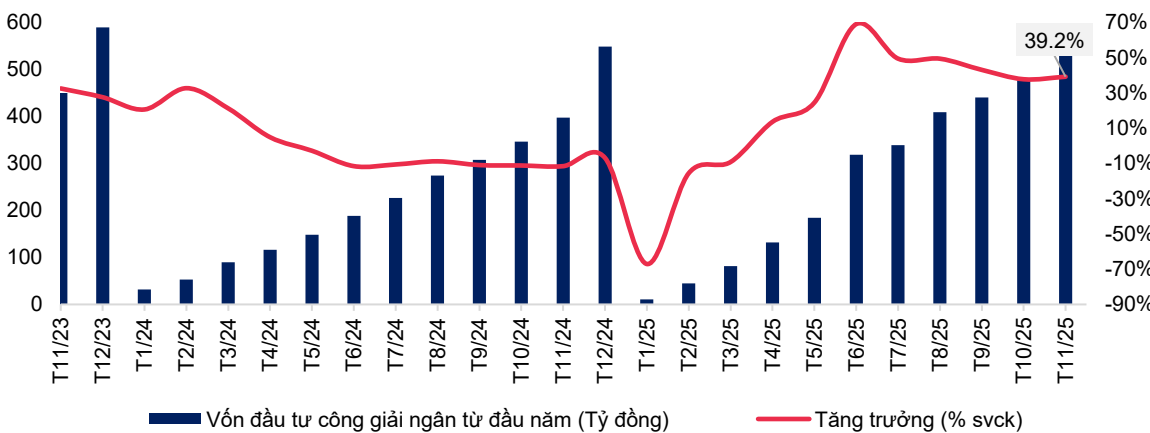
- Theo số liệu của Bộ Tài chính, tính đến ngày 18/12/2025, tổng vốn đầu tư công đã được giải ngân đạt 603.6 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 55.8% kế hoạch năm và 66.1% kế hoạch do Thủ tướng Chính phủ giao. Nếu loại trừ phần vốn được bổ sung sau ngày 30/9/2025, tỷ lệ giải ngân ước đạt khoảng 68.1%.
- Năm 2026, nhiều chính sách mở đường cho đầu tư bắt đầu phát huy hiệu quả.** Tiêu biểu Luật Đất đai và các nghị quyết liên quan hỗ trợ cho quá trình thu hồi đất theo hướng bổ sung các nhóm trường hợp thu hồi đất mới. Cơ chế cho phép thực hiện thu hồi đất khi có sự đồng thuận của 75% diện tích đất hoặc 75% số chủ đất là một điểm mới mang tính đột phá, tháo gỡ bế tắc cho các dự án lớn. Việc áp dụng bảng giá đất sẽ giúp giảm bớt áp lực rủi ro pháp lý cho cán bộ thực thi ở các cấp, từ đó đẩy nhanh tiến độ định giá và giao đất. Bên cạnh đó, các thủ tục hành chính liên quan đến thời hạn thông báo thu hồi đất cũng được cắt giảm đáng kể, từ 90 ngày xuống còn 60 ngày đối với đất nông nghiệp, giúp rút ngắn tổng thời gian chuẩn bị đầu tư.
- Luật Đầu tư công số 90/2025 cũng đã trao quyền mạnh hơn cho cấp tỉnh và các bộ ngành, giúp tăng tính chủ động và giảm bớt các tầng nấc trung gian trong việc điều chỉnh kế hoạch vốn trung hạn.
- Bước sang năm 2026, Bộ Tài chính ước tính vốn đầu tư công đạt khoảng 1.08 triệu tỷ đồng (+30% so với kế hoạch đầu năm 2025, tăng 2% so với KH đã điều chỉnh). Để nâng cao hiệu quả nguồn vốn, việc bố trí vốn sẽ được thực hiện không dàn trải, ưu tiên cho các các dự án trọng điểm quốc gia như: Cao tốc Bắc - Nam phía Đông, Đường sắt Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai...
- Là động lực quan trọng đối với mục tiêu tăng trưởng 10% trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng **giải ngân đầu tư công trong năm tới sẽ đạt khoảng 85% - 90% kế hoạch (tương ứng 920 – 970 nghìn tỷ đồng), tăng 21% - 28% so với năm 2025.**

• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Tỷ lệ hoàn thành giải ngân vốn đầu tư giai đoạn 2020-2025 và kế hoạch 2026



Tính đến cuối tháng 11, giải ngân đầu tư công tăng 39.2% svck

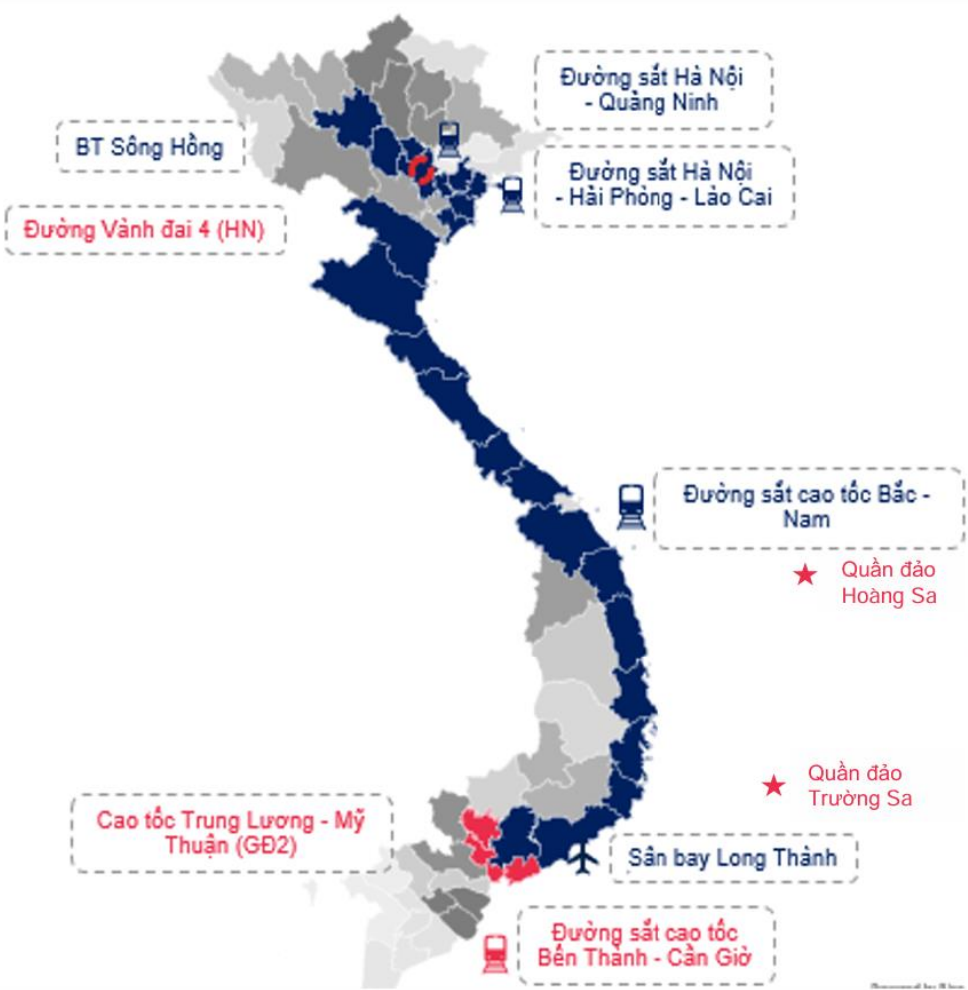


• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Đầu tư công sẽ tăng tốc 21% - 28% trong năm 2026 khi nhiều chính sách mở đường bắt đầu phát huy hiệu quả

Các dự án chiến lược trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 - 30

Dự án	TMĐT (tỷ VNĐ)	Quy mô	Thời gian triển khai và các ngành hưởng lợi					
			2026	2027	2028	2029	2030	Sau 2030
Sân bay Long Thành (GD1)	109,700	5,000 ha	Nhờ cảnh hàng không đi vào vận hành, chúng tôi hạ tầng hoàn thiện tỉnh Đồng Nai có thể tác động tích cực tới các ngành như Logistic và bất động sản KCN.					
Đường sắt Hà Nội - Hải Phòng - Lào Cai	203,000	419 km	Theo đánh giá, CTCP Vinspeed dự kiến đầu tư theo phương thức PPP. Trong thời gian xây dựng dự án, chúng tôi đánh giá cao các ngành VLXD và sau năm 2030 các dự án BĐS theo hình thức TOD có thể được hưởng lợi.					
Metro Bến Thành - Cần Giờ	85,600	53 km						
Đường sắt tốc độ cao Hà Nội - Quảng Ninh	143,553	120 km						
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,700,000	1,541 km	Quá trình xây lắp có thể tiến hành từ năm 2027 và dự kiến hoàn tất trước năm 2035 theo kế hoạch của Chính phủ. Trong thời gian xây dựng, chúng tôi cho rằng các ngành như xây lắp và VLXD có thể hưởng lợi. Kể từ khi vận hành 2035, hạ tầng dự án dự kiến tác động tích cực tới các ngành Logistic, bất động sản KCN.					
BT Sông Hồng (bao gồm Đường sắt đô thị, đại lộ và khu đô thị)	855,000	11,000 ha	Dự án chia thành 3 dự án thành phần gồm (1) giải phóng mặt bằng, (2) Đại lộ cảnh quan sông Hồng và (3) xây dựng đường sắt và khu đô thị. Dự án có thể được khởi công từ 2028, chúng tôi đánh giá các công ty xây lắp lớn và VLXD có thể được hưởng lợi từ triển khai dự án này.					



• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

Dòng vốn đầu tư FDI và vốn tư nhân đều xuất hiện các tín hiệu tích cực

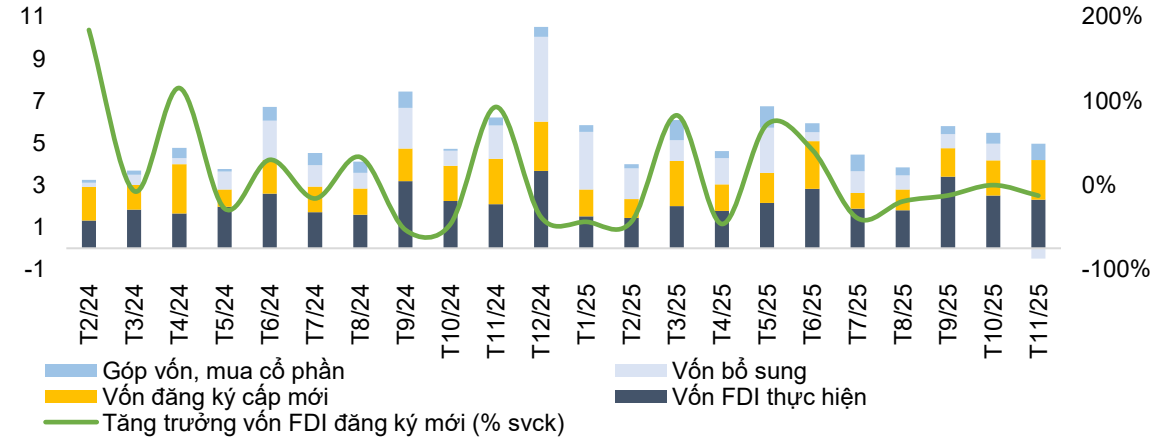
Tính đến tháng 11, **tổng vốn FDI thực hiện đạt 23.6 tỷ USD (+8.9% svck)**, đánh dấu mức cao nhất của mười một tháng trong 5 năm trở lại đây

- Vốn FDI đăng ký cấp mới trong 11T25 đạt 15.96 tỷ USD (-8.2% svck), tuy nhiên mức tăng trưởng âm này đã bắt đầu có xu hướng thu hẹp kể từ T7 trong bối cảnh rủi ro về thuế quan tạm lắng xuống khi Việt Nam đạt thỏa thuận thương mại với Mỹ, qua đó giúp cải thiện tâm lý của các nhà đầu tư nước ngoài.
- Nguồn vốn FDI đăng ký cấp mới chủ yếu đến từ Singapore, Trung Quốc, và Hong Kong. Xét theo lĩnh vực, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo dẫn đầu khi thu hút 9.17 tỷ USD (chiếm 58% tổng vốn đăng ký cấp mới); Bất động sản đạt gần 3.14 tỷ USD (chiếm 19.7% tổng vốn đăng ký cấp mới). Về địa bàn, các thành phố có mức FDI đăng ký cấp mới cao nhất cả nước gồm: TP.HCM với 2 tỷ USD, Bắc Ninh với hơn 1.8 tỷ USD, và Đồng Nai với gần 1.7 tỷ USD.
- Hoạt động góp vốn, mua cổ phần (M&A) trong 11T25 cho thấy xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ với giá trị đạt hơn 6.11 tỷ USD (+50.7% svck). Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo thu hút 2 tỷ USD (+94% svck), hoạt động chuyên môn, khoa học công nghệ đạt 1.13 tỷ USD (+46% svck) cho thấy xu hướng đầu tư vào công nghệ cao đang dần hình thành rõ nét.

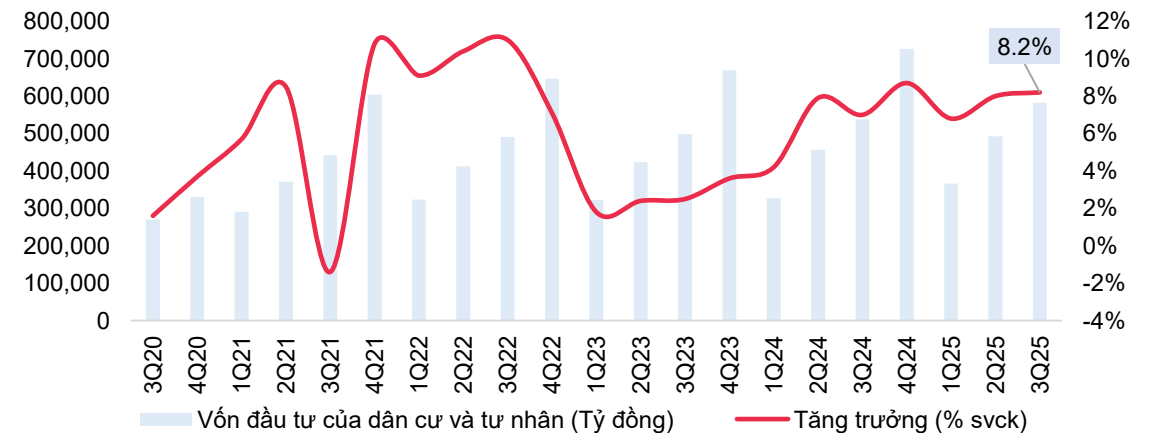
Vốn đầu tư khu vực tư nhân tăng tốc sau NQ68

- Vốn đầu tư của tư nhân trong Q3/25 đạt 582.2 nghìn tỷ đồng (+8.2% svck) – là mức đầu tư trong Q3 cao nhất từ trước tới nay. Lũy kế 9T25, vốn đầu tư của khu vực tư nhân đạt hơn 1.4 triệu tỷ đồng (+7.8% svck).
- Sau Nghị quyết 10-NQ/TW (ban hành vào T6/2017) về phát triển kinh tế tư nhân, trung bình tăng trưởng đầu tư của khối tư nhân giai đoạn 2017 - 2021 là 26.1%, gấp 4 lần vốn FDI (~6%) và 2.5 lần vốn đầu tư công (~10.6%).
- Theo đó, Nghị quyết 68-NQ/TW (ban hành vào T5/25) được kỳ vọng sẽ tạo nền tảng cho khu vực kinh tế tư nhân bứt phá trong giai đoạn tới, giúp nền kinh tế bớt lệ thuộc vào khối FDI.

Tổng vốn FDI qua các tháng trong giai đoạn 2024 – 2025 (Tỷ USD)



Đầu tư tư nhân + 8.2% svck trong Q3/2025 là mức tăng theo quý 3 cao nhất từ trước tới nay

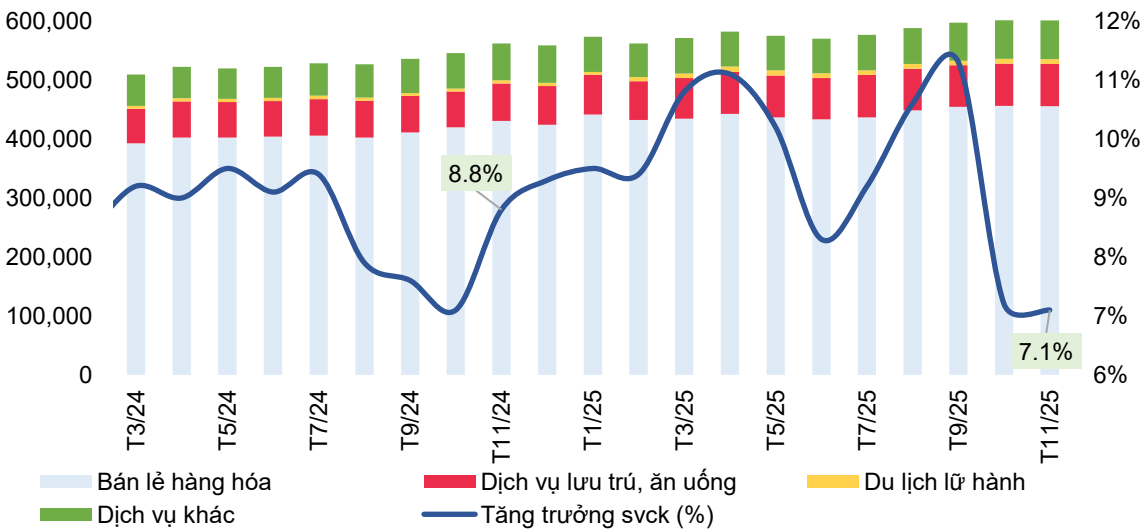


• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Tiêu dùng thiết yếu sẽ tích cực hơn trong năm 2026, các mảng tiêu dùng khác vẫn sẽ tăng trưởng chậm

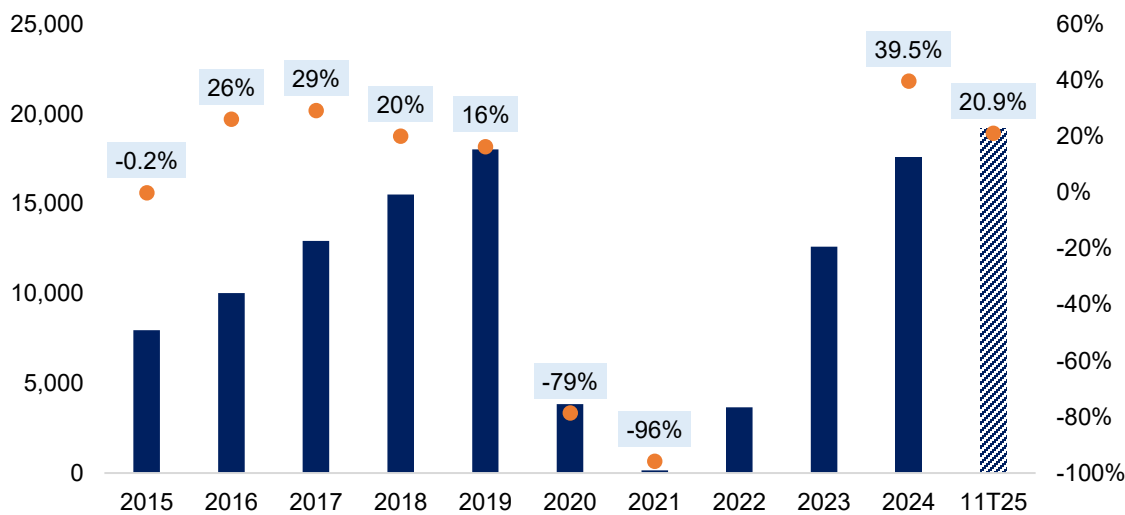
- Lũy kế 11T25, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.1% svck (+6.8% svck nếu loại trừ yếu tố giá). Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 7.9% svck – thấp hơn mức trước đại dịch, phản ánh xu hướng thắt chặt tiêu dùng hàng hóa của người dân. Thậm chí, tiêu dùng chậm lại trong những tháng mùa vụ cuối năm. Tiêu dùng dịch vụ là điểm sáng khi doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 14.6% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 20% svck. Trong 11T25, Việt Nam thu hút được gần 19.15 triệu lượt khách (+21% svck 2024) và +17% so với cùng kỳ 2019, thời điểm trước Covid-19.
- Chúng tôi cho rằng tiêu dùng nói chung vẫn sẽ tăng trưởng chậm ~10% trong năm 2026** do xu hướng “thắt lưng buộc bụng” trong bối cảnh lạm phát nhích lên và sự tăng giá của các lớp tài sản phòng thủ (vàng, nhà ở). Làn sóng thu hẹp quy mô và tối ưu vận hành đang diễn ra trong hầu hết các lĩnh vực kinh tế khi công nghệ AI được đầu tư và ứng dụng rộng rãi, qua đó giảm nhu cầu về nhận lực.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng **tiêu dùng thiết yếu sẽ tích cực hơn trong năm 2026** nhờ (1) sản xuất và đầu tư công tăng tốc sẽ thúc đẩy số lượng việc làm trong các lĩnh vực thâm dụng lao động; (2) các chính sách tài khóa hỗ trợ như: kéo dài giảm thuế VAT 8% đến 2026, giảm học phí, nâng mức giảm trừ gia cảnh đối với người nộp thuế lên 15.5 triệu đồng/tháng và mức giảm trừ đối với mỗi người phụ thuộc là 6.2 triệu đồng/tháng sẽ hỗ trợ cho tiêu dùng nội địa.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Tỷ đồng)



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Tổng lượng khách du lịch tới Việt Nam (Nghìn lượt người)

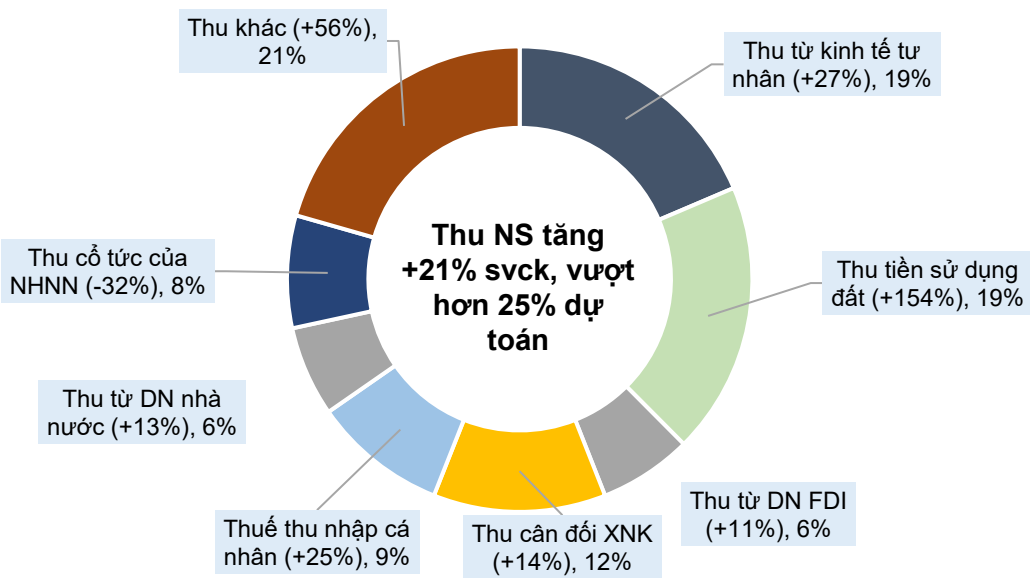


• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Chính sách tài khóa: Thu ngân sách vượt dự toán tạo dư địa cho chính sách tài khóa mở rộng

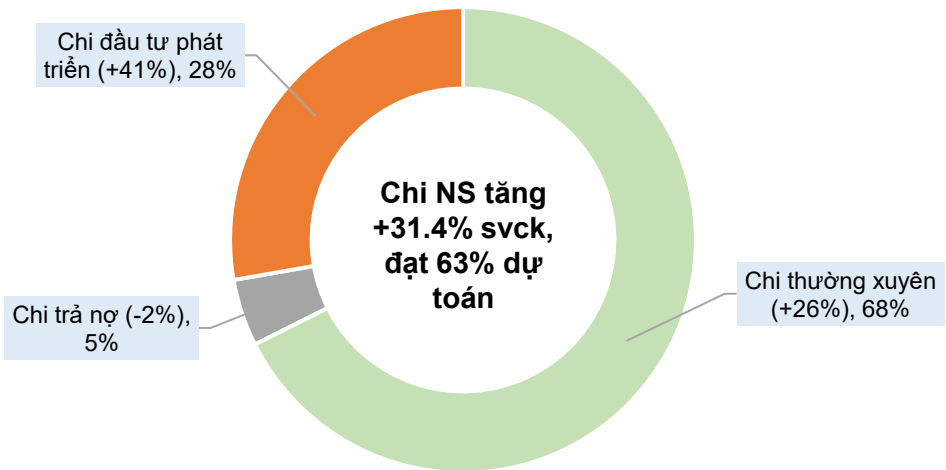
- Tính đến giữa tháng 12/2025, thu ngân sách nhà nước ước đạt 2.47 triệu tỷ đồng (+21% svck), vượt hơn 25% dự toán. Trong đó, thu từ khu vực kinh tế ngoài quốc doanh tăng 27% svck, chiếm 19% tổng thu ngân sách. Thu tiền sử dụng đất tăng mạnh 154% svck, chiếm 19% tổng thu nhờ các địa phương đã tích cực triển khai các giải pháp về thẩm định giá đất, bồi thường, giải phóng mặt bằng và đấu giá đất. Chi ngân sách 11T25 ước đạt 2.050 nghìn tỷ, tăng 31.4% svck, trong đó chi đầu tư phát triển tăng mạnh 41% svck, chiếm tỷ trọng 28%, chi thường xuyên tăng 28% svck, chiếm 68% tỷ trọng chi ngân sách. Theo dự toán, bội chi năm 2025 khoảng 471 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 3.8% GDP. Đến cuối năm 2025, tỷ lệ nợ công khoảng 36 - 37% GDP, nợ Chính phủ khoảng 34 - 35% GDP.
- Năm 2026 mở đầu giai đoạn kế hoạch tài chính - ngân sách 5 năm 2026-2030 với quy mô thu, chi đều tăng mạnh, với mức bội chi dự kiến hơn 600 nghìn tỷ đồng – tương đương 4.2% GDP. Chính phủ nêu rõ nguyên tắc phân bổ là ưu tiên chi cho đầu tư phát triển phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế hai con số.
- Bội chi ngân sách tạo dư địa cho chính sách tài khóa mở rộng: kéo dài giảm thuế VAT 8% đến 2026, ưu đãi thuế với ô tô đến hết 2027, gia hạn thời gian nộp tiền thuê đất, miễn thuế sử dụng đất nông nghiệp đến hết năm 2030, miễn học phí, giảm thuế nhập khẩu, nâng mức giảm trừ gia cảnh và mức giảm trừ cho người phụ thuộc khi tính thuế TNCN.

Cơ cấu tổng thu ngân sách nhà nước trong 9T2025



Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Cơ cấu tổng chi ngân sách nhà nước trong 9T2025

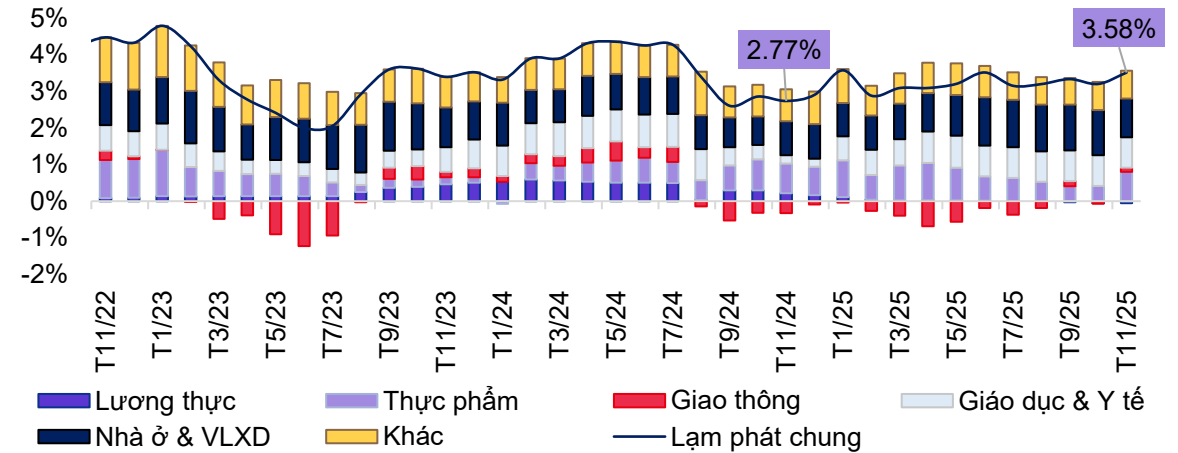


Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

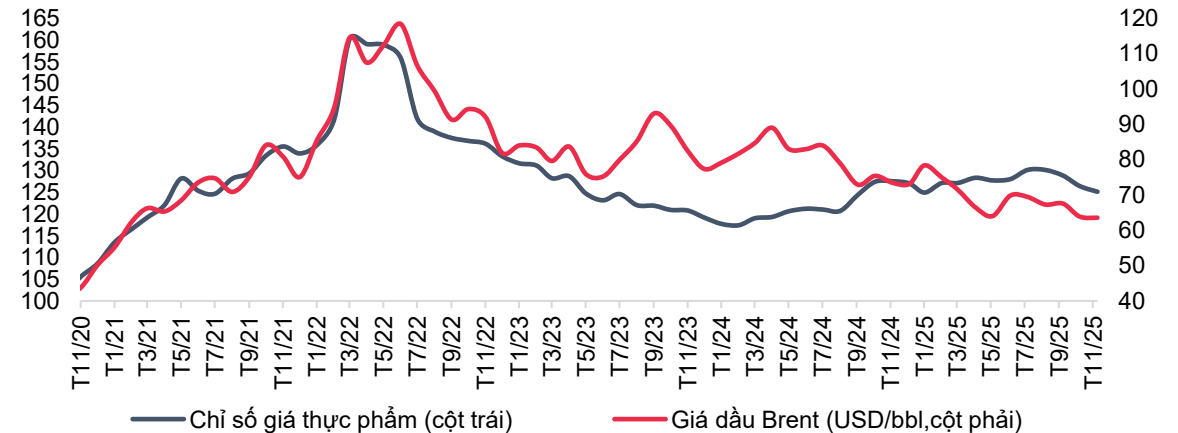
Lạm phát sẽ tiệm cận mức 4% trong năm 2026 trong bối cảnh tín dụng được đẩy mạnh và tỷ giá vẫn duy trì ở mức cao

- **Lũy kế 11T25, CPI tăng 3.29% svck** - vẫn được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu của Chính phủ là 4.5% - 5%, trong khi CPI lõi tăng 3.21% svck.
- Các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI năm 2025 bao gồm: (1) Giá thịt lợn tăng 8.8% do thiếu hụt nguồn cung. (2) Giá điện sinh hoạt tăng 7.4% svck do nhu cầu sử dụng điện tăng và EVN thực hiện đợt tăng giá vào T10/24 và T5/25. (3) Nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng mạnh 13.3% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh. Ở chiều ngược lại, đà tăng của lạm phát chậm lại nhờ giá xăng dầu giảm 9% svck, đồng thời giá thực phẩm giữ ổn định trong cả năm.
- **Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2026 sẽ tăng lên mức 3.7% - 4% svck dưới áp lực từ:** (1) Do giá điện tăng từ T5/25, nên sẽ tác động đến chỉ số giá điện trong những tháng đầu năm 2026; (2) Giá VLXD sẽ tăng nhẹ do nhu cầu triển khai các công trình hạ tầng và BĐS dân cư tăng mạnh, trong đó thép được dự báo tăng 7% svck; (3) Các quy định về thu thuế các hộ kinh doanh phần nào sẽ tác động đến giá cả đến tay người tiêu dùng. Bên cạnh đó, tác động của việc tỷ giá USD/VND tăng sẽ phản ánh vào giá cả hàng hóa của năm 2026.
- Ở chiều ngược lại, chúng tôi nhìn nhận một số các yếu tố giúp hỗ trợ kiềm chế đà tăng của lạm phát bao gồm: Giá dầu toàn cầu dự kiến sẽ tiếp tục duy trì đà giảm, dao động quanh mức thấp 55 – 60 USD/thùng trong năm 2026 trong bối cảnh dư thừa nguồn cung. Mặc dù giá thịt lợn có xu hướng tăng lên trong những tháng cuối năm, song chúng tôi đánh giá đây chỉ là yếu tố mùa vụ khi nguồn cung trong nước vẫn ổn định. Giá gạo trong nước và thế giới được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm sau trong bối cảnh tỷ lệ dự trữ gạo trên mức tiêu thụ toàn cầu hiện vượt quá 34%, cho thấy tình trạng dư thừa.

Chỉ số CPI và lạm phát cơ bản lần lượt tăng 3.29% svck và 3.21% svck trong 11 tháng đầu năm 2025



Giá dầu và giá lương thực dự báo vẫn sẽ tiếp tục duy trì ở vùng thấp sẽ là yếu tố tích cực kiềm chế lạm phát trong năm 2026



• Nguồn: Cục Thống kê, Bloomberg, FAO, MBS Research

Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ tạo lập mặt bằng mới trong năm 2026

Lãi suất tiền gửi bất tăng từ T10 trên tất cả các kỳ hạn. Tính đến giữa T12, bình quân lãi suất huy động kỳ hạn 12T của nhóm NHTM tư nhân +70 ~ +100 điểm cơ bản so với đầu năm lên mức 5.82%, nhóm các NH quốc doanh +50 điểm cơ bản so với đầu năm lên mức 5.2%. Ở kỳ hạn ngắn, lãi suất tăng thêm từ +80 ~ 120 điểm cơ bản ở rải rác các kỳ hạn.

Chúng tôi dự báo lãi suất huy động 12 tháng có thể sẽ tiếp tục tăng thêm 50 điểm cơ bản trong năm 2026 do:

(1) Nơi rộng chênh lệch cho vay và tiền gửi tại các NHTM

Nhu cầu vốn của nền kinh tế được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh trong 5 năm tới, với mục tiêu nâng tỷ lệ tổng vốn đầu tư toàn xã hội/GDP từ 32% lên 40%. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ duy trì mức 20% trong năm 2026. Trong khi đó tiền gửi đang dịch chuyển sang các kênh đầu tư ít thanh khoản khác như vàng, USD, bất động sản làm tốc độ vòng quay vốn trong nền kinh tế chậm lại.

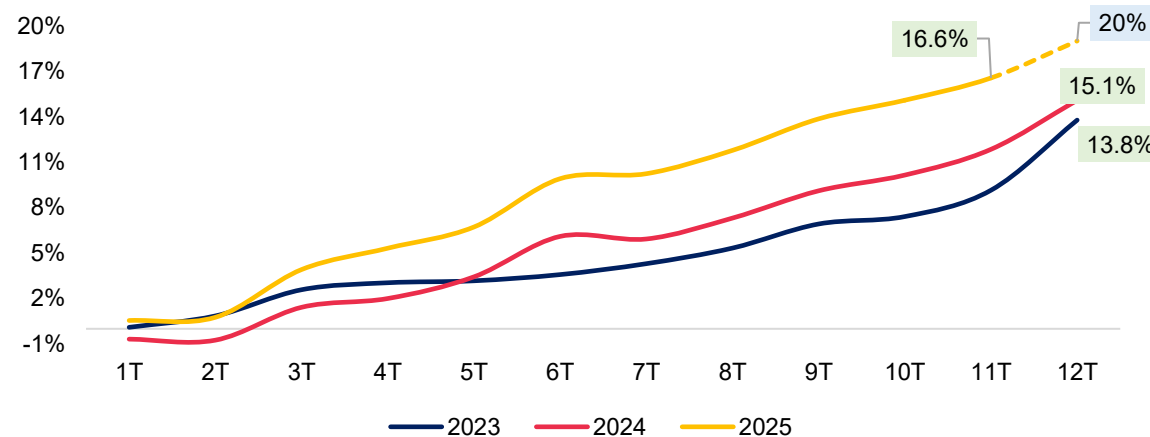
(2) Chênh lệch cấu trúc kỳ hạn giữa huy động và cho vay

Hiện nay tỷ lệ tiền gửi kỳ hạn ngắn (dưới 6 tháng) vẫn đang chiếm tỷ lệ chủ đạo 80% tổng tiền gửi hệ thống, trong khi nhu cầu vốn trung và dài hạn cho kế hoạch đầu tư hạ tầng là rất lớn, dẫn đến áp lực thiếu hụt vốn dài trong hệ thống.

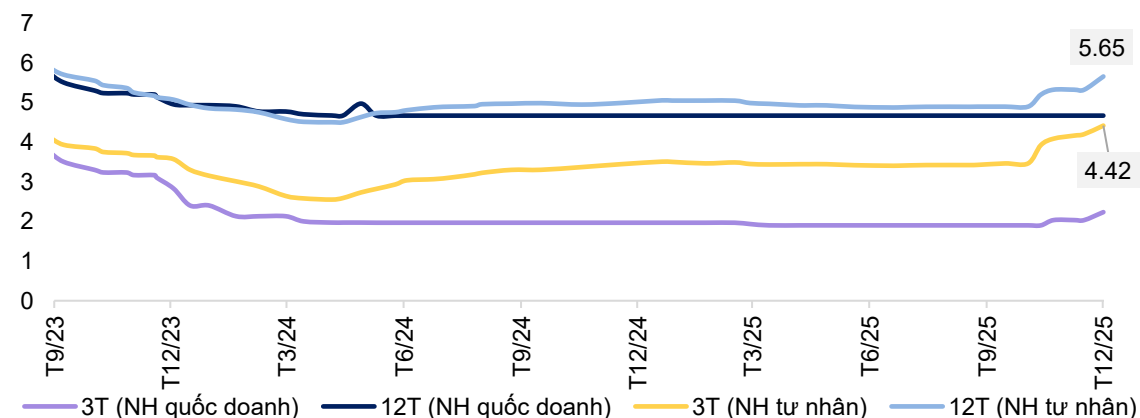
(3) Chất lượng tài sản chưa cải thiện. Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ nhóm 2 toàn ngành tại cuối Q3/25 đạt lần lượt 2.0% tăng nhẹ so với cuối năm 2024. Tỷ lệ bao nợ xấu toàn ngành toàn ngành đạt 84.3% tại cuối Q3/25, thấp hơn so với mức 91.4% cuối năm 2024. Nợ xấu vẫn đang duy trì ở mức cao, trong khi tỷ lệ bao phủ đang giảm cho thấy áp lực trích lập dự phòng của của NHTM tiếp tục tăng lên trong tương lai. Đây cũng là một yếu tố khiến lãi suất khó giảm trong thời gian tới.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý về tác động có thể xảy ra khi NHTW Nhật tiếp tục tăng lãi suất trong năm 2026, sẽ kích hoạt dòng vốn rẻ tại khu vực Châu Á, trong đó có Việt Nam quay trở lại Nhật Bản, gián tiếp tạo áp lực lên nguồn vốn trong nước.

Nhu cầu vốn của nền kinh tế vẫn rất lớn, tín dụng sẽ duy trì mức tăng trưởng ~20% trong giai đoạn 2025 – 2026



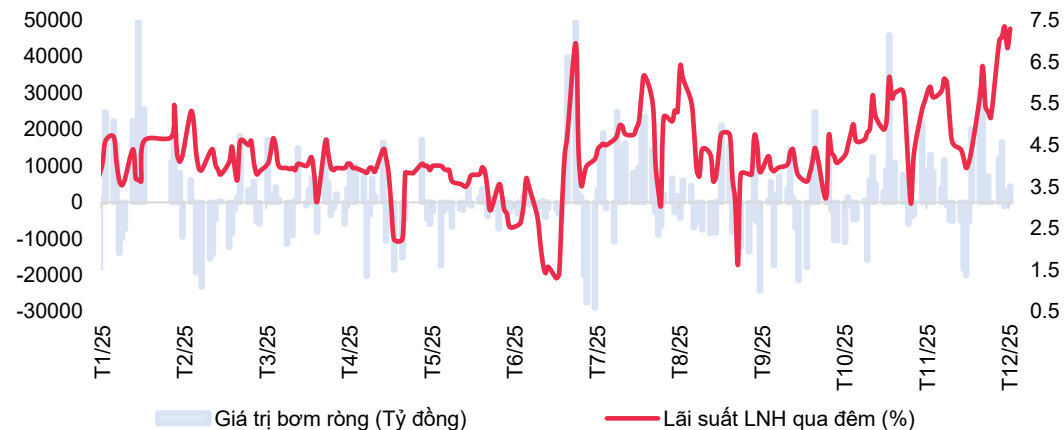
Chúng tôi dự báo lãi suất trung bình 12T có thể sẽ tiếp tục tăng thêm 50 điểm cơ bản trong năm 2026



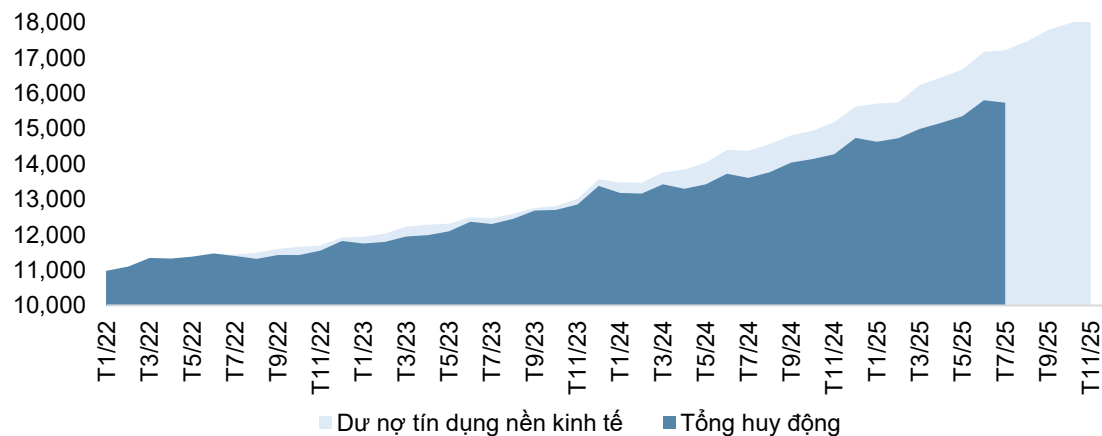
• Nguồn: NHNN, Các NHNY, MBS Research

Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ tạo lập mặt bằng mới trong năm 2026

NHNN trong 11 tháng đầu năm 2025 đã bơm ròng mạnh hơn 294.5 nghìn tỷ đồng vào hệ thống

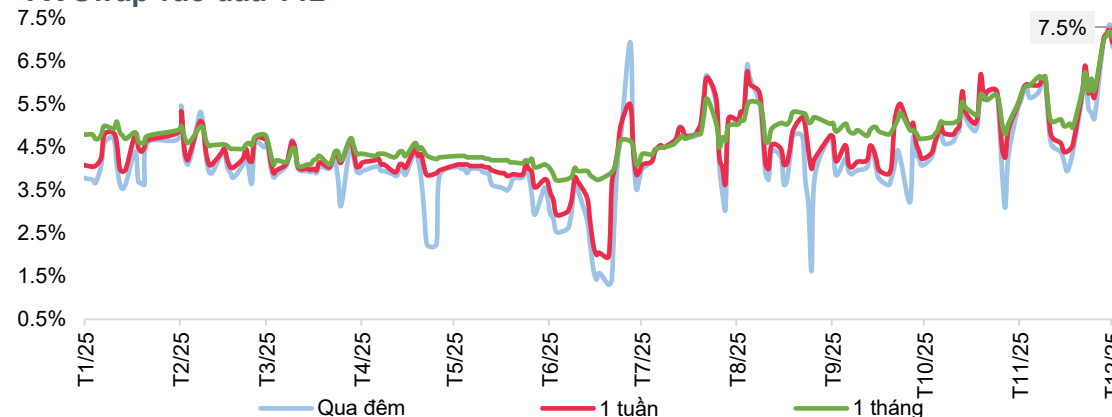


Chênh lệch giữa Dự nợ tín dụng của nền kinh tế và Tổng huy động ngày càng nói rộng khi dòng tiền dịch chuyển vào các kênh tài sản nắm giữ như BĐS, vàng, USD

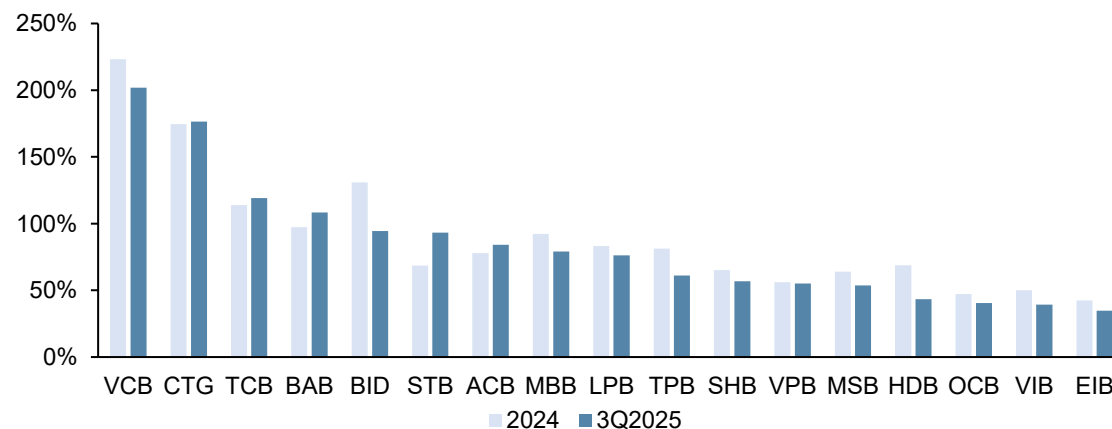


• Nguồn: Bloomberg, NHNN, MBS Research

Áp lực thanh khoản trở nên rõ nét hơn trong Q4 khi lãi suất qua đêm bị đẩy lên mức đỉnh 3 năm tại 7.5%, khiến NHNN phải kích hoạt công cụ điều tiết mới – FX Swap vào đầu T12



Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của các NHTM vẫn đang xu hướng giảm cho thấy áp lực trích lập dự phòng đẩy về tương lai, ít dư địa cho các NH giảm lãi suất



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tỷ giá sẽ ít biến động hơn trong năm 2026, mức độ mất giá trong khoảng 2.5 % - 3%

- Mặc dù DXY duy trì vị thế yếu theo các đợt giảm lãi suất của FED, cụ thể đã giảm 9.3% so với đầu năm, song áp lực tỷ giá trong nước vẫn rất lớn. Tính đến ngày 19/12/2025, VND mất giá khoảng 3.4% so với đầu năm, thuộc nhóm các đồng tiền có diễn biến yếu trong khu vực.
- Điều này chủ yếu do các yếu tố nội tại: (1) Chênh lệch lãi suất giữa VND và USD (2) Thặng dư thương mại thu hẹp hơn trong năm 2025. (3) Nhu cầu ngoại tệ gia tăng khi KBNN có tới 14 đợt mua USD từ các NHTM kể từ đầu năm đến nay với tổng giá trị đạt 2.29 tỷ USD (vượt mức 2.08 tỷ USD được mua trong cả năm 2024). (4) Chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới trong bối cảnh giá vàng tăng khiến nhu cầu đầu cơ tăng.

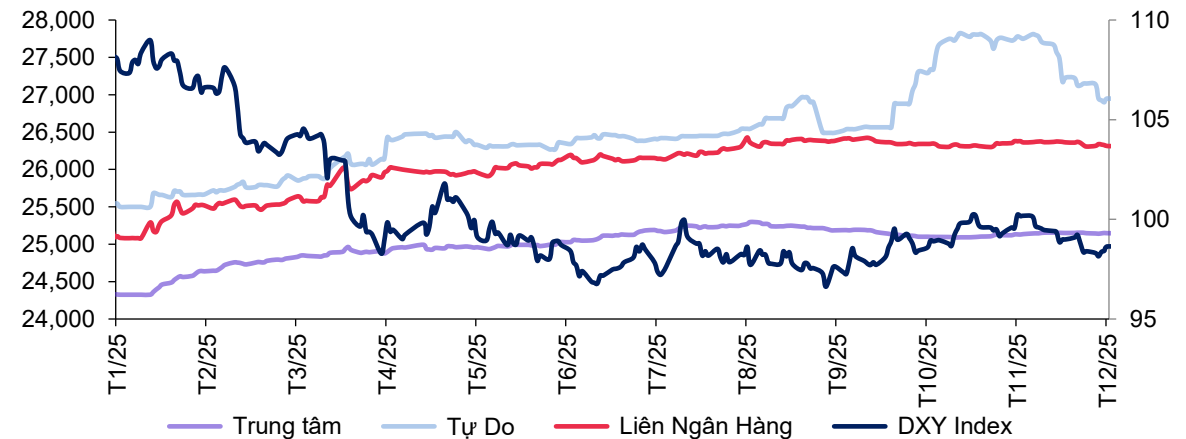
Trong năm 2026, chúng tôi nhận thấy một số yếu tố sẽ hỗ trợ tỷ giá như: (1) Xu hướng giảm giá của USD được dự báo sẽ tiếp tục khi FED sẽ tiếp tục giảm lãi suất, ít nhất 1 lần nữa trong năm 2026; (2) Thặng dư thương mại 2026 sẽ mở rộng hơn với mức 24 tỷ USD, cao hơn so với mức 21 tỷ USD trong năm 2025.

Tuy nhiên, áp lực tỷ giá không phải vì vậy mà vơi bớt bởi các yếu tố nội tại:

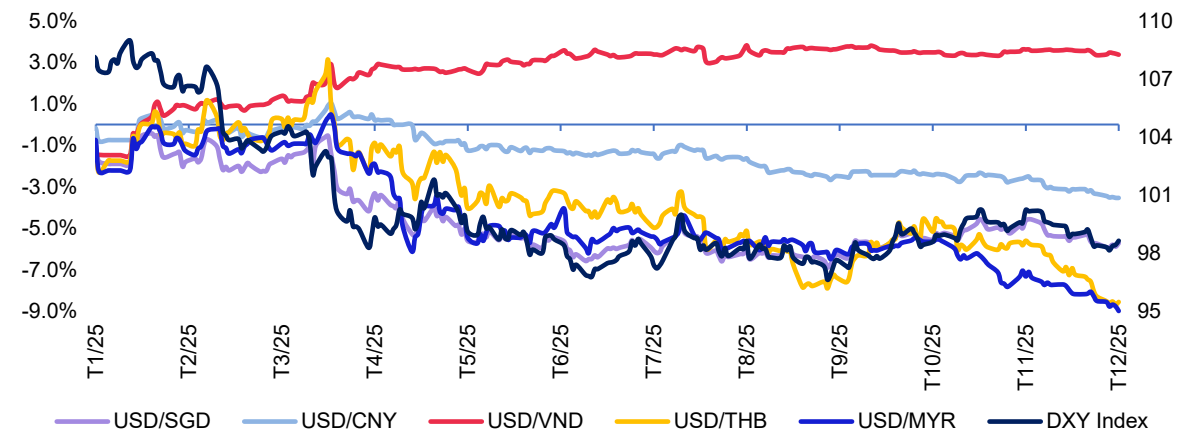
- Dữ trữ ngoại hối của Việt Nam, theo WorldBank ước tính đã xuống dưới mức 80 tỷ USD, cho thấy dư địa để điều tiết tỷ giá không còn lớn.
- Phần lớn thặng dư thương mại đến từ nhóm FDI trong khi khối doanh nghiệp trong nước ghi nhận thâm hụt 26 tỷ USD, cho thấy nhu cầu USD trong nước vẫn rất lớn trong chu kỳ mở rộng sản xuất.
- Giá vàng thế giới dự kiến sẽ tiếp tục tăng thêm 15%, hướng đến mốc 5000US\$/ounce trong năm 2026, mặc dù Chính phủ đã xóa bỏ quy định về độc quyền từ giữa năm 2025, đồng thời cho phép DN, ngân hàng đủ điều kiện xuất khẩu, nhập khẩu vàng miếng, nhập khẩu vàng nguyên liệu, góp phần tăng nguồn cung trên thị trường, tuy nhiên chúng tôi cho rằng các biện pháp này sẽ dần có hiệu quả về lâu dài. Trong ngắn hạn 2026, chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới vẫn chưa thể rút ngắn ngay lập tức.

Tổng hợp các yếu tố, chúng tôi dự báo tỷ giá sẽ tăng khoảng 2.5% - 3% trong năm 2026, áp lực tỷ giá vẫn khá lớn trong nửa đầu năm 2026

Diễn biến tỷ giá từ đầu năm đến nay. Tỷ giá liên NH tăng khoảng 3.4% so với đầu năm. Tỷ giá tự do cũng hạ nhiệt đáng kể sau khi FED giảm lãi suất



VND đang chịu áp lực giảm giá nhiều hơn so với các đồng tiền khác trong khu vực chủ yếu do áp lực trong nước



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research. Dữ liệu đến ngày 19/12/2025

Hoàn thiện thể chế, tinh gọn bộ máy, chuyển đổi mô hình, tạo không gian cho tăng trưởng

Tái cơ cấu chính quyền TW và địa phương	- Giảm từ 18 Bộ xuống còn 14 Bộ, sáp nhập các tỉnh thành xuống còn 34 Tỉnh/thành phố. Áp dụng mô hình chính quyền địa phương hai cấp. - Nhằm mục tiêu giảm ít nhất 30% thủ tục hành chính. Tăng thu ngân sách, giảm chi tiêu thường xuyên, đưa tỷ trọng chi thường xuyên xuống dưới 60% tổng chi NS.
NQ68 phát triển Kinh tế tư nhân	- Mục tiêu 2023: 2 triệu DN hoạt động, ít nhất 20 doanh nghiệp lớn tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Tốc độ tăng trưởng bình quân của kinh tế tư nhân đạt khoảng 10 – 12%/năm, đóng góp khoảng 55 - 58% GDP. - Mục tiêu 2045: Ít nhất 3 triệu doanh nghiệp hoạt động, chủ động tham gia vào chuỗi sản xuất, cung ứng toàn cầu với năng lực cạnh tranh cao trong khu vực và quốc tế. Đóng góp khoảng trên 60% GDP.
NQ57 về phát triển KHCN, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia	2% GDP cho nghiên cứu và phát triển (R&D), - Mục tiêu 2030: Thuộc nhóm 3 nước dẫn đầu Đông Nam Á, nhóm 50 nước đứng đầu thế giới về năng lực cạnh tranh số và chỉ số phát triển Chính phủ điện tử; nhóm 3 nước dẫn đầu khu vực Đông Nam Á về nghiên cứu và phát A.I - Mục tiêu 2045: Quy mô kinh tế số đạt tối thiểu 50% GDP, thuộc nhóm 30 nước dẫn đầu thế giới về đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số
Các chính sách có hiệu lực trong thời gian tới	- NHNN nghiên cứu lộ trình gỡ bỏ công cụ hành chính trong điều hành tăng trưởng tín dụng , hay còn gọi là “room tín dụng” - Lộ trình giảm lưu lượng phương tiện giao thông chạy bằng xăng dầu tại các đô thị lớn - Dự thảo bổ sung ND24/2012 về quản lý thị trường vàng, xóa bỏ độc quyền trong sản xuất vàng miếng. - Luật Thuế thu nhập cá nhân sửa đổi (có hiệu lực từ 1/7/2026) nâng mức giảm trừ gia cảnh, đồng thời rút gọn biểu thuế lũy tiến xuống còn 5 bậc, qua đó giúp giảm nghĩa vụ thuế cho hàng chục triệu người có thu nhập từ tiền lương, tiền công. - Nghị quyết 254/2025/QH15 (có hiệu lực từ 1/1/2026) đóng vai trò là “chìa khóa” pháp lý, tháo gỡ điểm nghẽn trong thi hành Luật Đất đai năm 2024, đặc biệt là những quy định cụ thể về bảng giá đất. Qua đó, giúp đẩy nhanh tốc độ GPMB và tiến độ giải ngân vốn đầu tư công. - Nghị quyết của Quốc hội về cơ chế, chính sách phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026 - 2030 (hiệu lực từ 1/3/2026) Dự thảo Nghị quyết riêng về Kinh tế Nhà nước

Chúng tôi dự báo GDP tăng 8.5% - 8.7% trong năm 2026 nhờ đẩy mạnh vốn đầu tư công, sản xuất phục hồi

2026 là năm đầu tiên thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2026 - 2030, với các mục tiêu thách thức: GDP bình quân +10% trở lên dựa trên đổi mới mô hình tăng trưởng, chuyển đổi xanh và chuyển đổi số; GDP đầu người đạt 8.500 USD vào cuối năm 2030, thuộc Top30 nền kinh tế hàng đầu thế giới và Top3 Asean.

Chúng tôi cho rằng nền kinh tế sẽ tiếp tục vận động với tốc độ cao trong năm 2026, nhờ vào các nền tảng:

- Thương mại toàn cầu ổn định, các yếu tố bất định giảm dần sẽ thúc đẩy xuất khẩu và sản xuất trong nước.
- Đầu tư công trong năm tới sẽ đạt khoảng 85% - 90% kế hoạch (tương ứng 920 – 970 nghìn tỷ đồng), tăng trưởng 21% - 28% so với năm 2025 sẽ là động lực truyền dẫn với hàng loạt các dự án chiến lược : đường sắt HN- HP-Lào cai, Metro Cần Giờ, dự án trục đại lộ cảnh quan sông Hồng,...
- Thu ngân sách được đẩy mạnh tạo dư địa cho chính sách tài khóa mở rộng, hỗ trợ tăng trưởng.
- Tuy nhiên các thách thức nội tại vẫn còn đó, chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ nhích lên mức 4% trong bối cảnh tín dụng tăng mạnh và tỷ giá vẫn neo ở mức cao. Lãi suất sẽ thiết lập mặt bằng mới trong năm 2026 khi đầu tư tăng mạnh. Tỷ giá sẽ ổn định hơn nhưng vẫn tăng khoảng 2.5% - 3% trong năm 2026.

Các rủi ro tiềm tàng bao gồm: (1) Sự bất ổn định trong chính sách điều hành của TT Trump có thể tác động đến xuất khẩu và dòng vốn FDI. (2) Rủi ro xung đột chính trị tại các khu vực nóng, kể cả Châu Á.

Dự báo các chỉ tiêu kinh tế trọng yếu trong năm 2026

Các chỉ tiêu kinh tế	2022	2023	2024	2025F	2026F
1. GDP và các thành phần kinh tế					
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	366.1	430	476.3	518	562 - 563
Tăng trưởng GDP (%)	8.02	5.05	7.09	8.0	8.5 – 8.7
Công nghiệp & xây dựng (%)	7.8	3.7	8.2	8.7	9.2
Dịch vụ (%)	10	6.8	7.4	8.6	8.6
Nông, lâm nghiệp & thủy sản (%)	3.4	3.8	3.3	4.1	4.8
Xuất khẩu hàng hóa (%)	10.6	-4.4	14.3	16	15 - 16
Nhập khẩu hàng hóa (%)	8.4	-8.9	16.7	18	15 - 16
Cán cân thương mại (tỷ USD)	11.2	28	24.8	21.1	24.2 - 24.5
2. Đầu tư					
Đầu tư công (nghìn tỷ đồng)	530	662.6	635.6	756.6	920 ~ 970
Đầu tư tư nhân (nghìn tỷ đồng)	1,873	1,920	2,064	2,229	2,414
Đầu tư nước ngoài (tỷ USD)	22.4	23.2	25.4	27	29
3. Các chỉ số tài chính					
Tỷ giá USD/VND (cuối năm)	23,612	24,353	25,058	26,300	26,880 ~ 27,100
% so với đầu năm	2.9	3.1	4.6	3.3	2.5 ~ 3
Lạm phát (%)	3.15	3.25	3.63	3.3 - 3.5	3.7 - 4
Tăng trưởng tín dụng (%)	12.1	13.7	15.1	20	20 ~ 21
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (*)	7.8	4.8	4.7	5.3	5.5 - 5.8

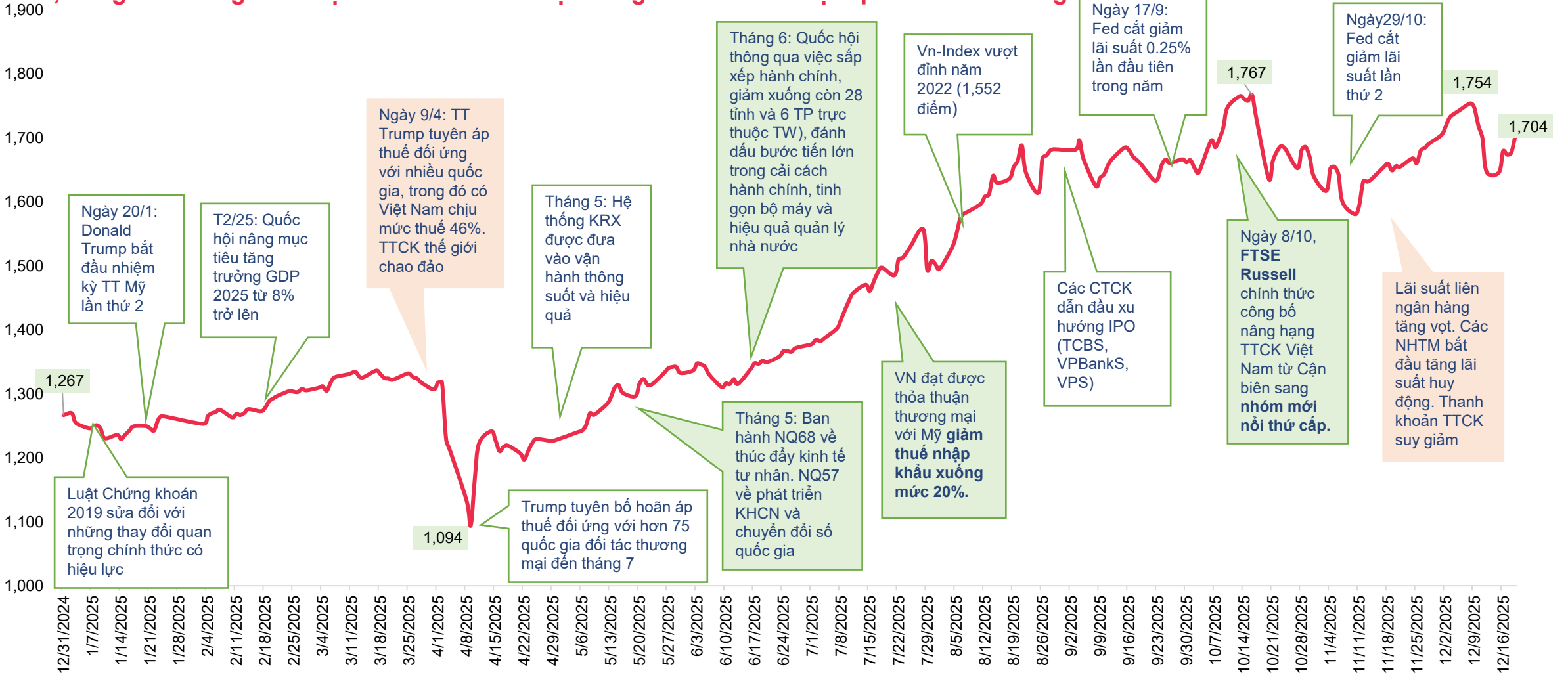
(*) Lãi suất tiền gửi 12 tháng của 6 NHTM VCB, BID, CTG, MBB, TCB và ACB. Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research
 Vietnam Dynamics 2026 | 26



Triển vọng TTCK Việt Nam | Tìm kiếm những câu chuyện thực

- Dự báo lợi nhuận của các DN niêm yết tăng trưởng lần lượt 17.4% và 15.4% trong năm 2026 và 2027
- Chúng tôi thận trọng khi dự báo Vnindex với luận điểm lãi suất tăng sẽ dân tác động đến thị trường, nhất là trong nửa sau của năm 2026

Tính đến ngày 19/12/2025, chỉ số VN-index đã xấp xỉ 34.5% so với đầu năm, đánh dấu một năm tăng trưởng rực rỡ nhất trong lịch sử, đồng thời cũng đưa Việt Nam trở thành một trong số TTCK có hiệu quả cao nhất thế giới

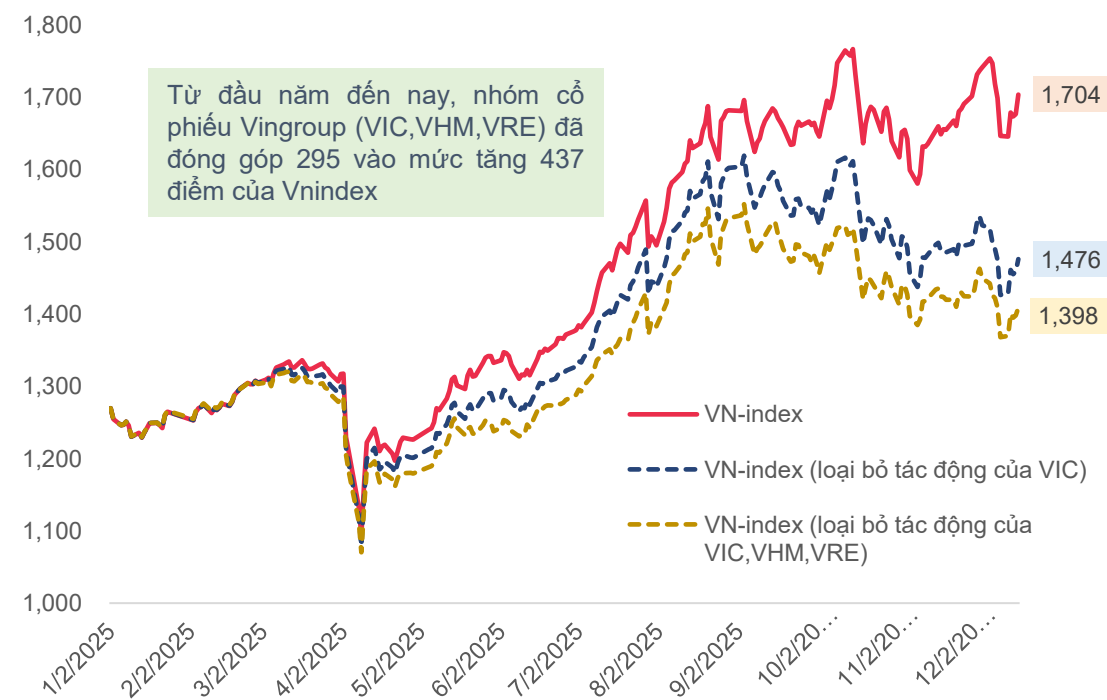


• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 19/12/2025

Năm 2025, TTCK chứng kiến sự “cô đặc” của Vnindex khi nhóm cổ phiếu Vingroup (VIC, VHM,VRE) đóng góp 21% giá trị vốn hóa và 67% điểm tăng của chỉ số

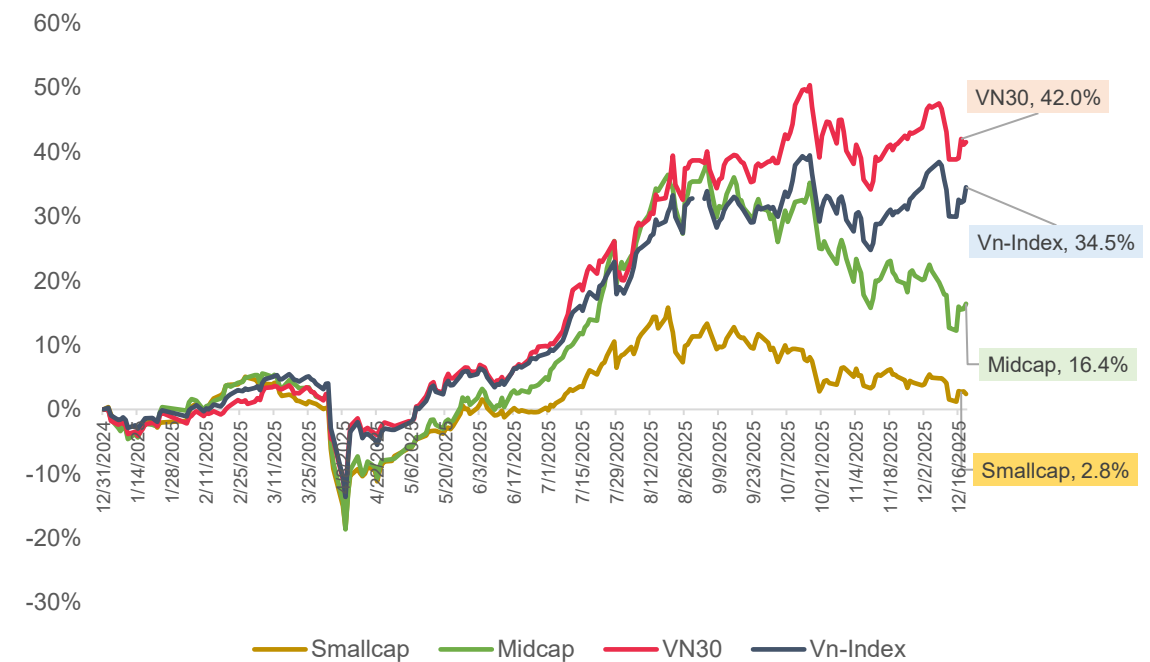
- Sự tập trung vào một số cổ phiếu cũng đang diễn ra thực tế tại TTCK các nước, chẳng hạn như nhóm Mag-7(Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Nvidia, Tesla) cũng đóng góp khoảng 35% giá trị vốn hóa và khoảng 60% điểm số tăng của S&P500 trong năm 2025. Hoặc TMSC, tập đoàn sản xuất bán dẫn lớn nhất thế giới , chiếm 30% giá trị vốn hóa và đóng góp 22% điểm số của TTCK Taiwan năm 2025.

Mô phỏng diễn biến của Vn-index từ đầu năm đến nay khi loại trừ tác động của nhóm nhóm cổ phiếu Vingroup



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 19/12/2025

Vnindex và VN30 lần lượt tăng 34.5% và 42% so với đầu năm. Trong khi nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ (Smallcap) và vừa (Midcap) chỉ tăng 2.8% và 16.4%



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 19/12/2025

Hiệu suất của các nhóm ngành kể từ đầu năm:

Ngành	Diễn biến tăng/giảm giá của các nhóm ngành so với đầu năm												Định giá		
	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	P/B	P/E	So với P/E cao nhất-thấp nhất trong vòng 1 năm
Bất động sản	-1%	5%	19%	23%	54%	55%	76%	101%	123%	129%	164%	178%	3.2	33.2	
Du lịch và Giải trí	-4%	-4%	-2%	-1%	22%	27%	31%	33%	36%	44%	59%	55%	5.0	28.7	
Dịch vụ tài chính	-2%	7%	7%	-2%	3%	6%	41%	73%	59%	44%	39%	35%	2.1	16.2	
Tài nguyên Cơ bản	2%	21%	14%	10%	11%	15%	26%	33%	37%	34%	33%	31%	1.5	16.4	
Bán lẻ	1%	-2%	-3%	-2%	1%	8%	12%	22%	22%	30%	28%	30%	3.7	21.5	
Ngân hàng	2%	5%	5%	-2%	3%	7%	19%	42%	34%	28%	26%	26%	1.6	10.1	
Bảo hiểm	0%	8%	5%	-5%	-1%	4%	3%	18%	15%	14%	21%	25%	1.6	13.2	
Thực phẩm và đồ uống	-4%	-3%	-6%	-11%	-8%	-3%	-4%	3%	2%	8%	19%	19%	2.2	18.4	
Dầu khí	0%	6%	-3%	-18%	-13%	-5%	1%	14%	11%	14%	12%	15%	1.4	20.8	
Y tế	-1%	4%	3%	-2%	6%	6%	8%	9%	12%	13%	13%	14%	1.7	18.1	
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	0%	3%	4%	-1%	4%	6%	10%	12%	10%	11%	13%	12%	1.7	13.5	
Hàng cá nhân & Gia dụng	-1%	1%	-6%	-18%	-8%	-6%	-3%	-2%	-3%	3%	3%	4%	1.4	10.3	
Hóa chất	-4%	7%	2%	-15%	-5%	2%	5%	4%	-1%	2%	0%	-7%	1.5	12.8	
Xây dựng và Vật liệu	0%	7%	2%	-4%	1%	2%	3%	0%	-4%	-4%	-6%	-7%	1.4	9.3	
Viễn thông	1%	-9%	-19%	-22%	-21%	-14%	-14%	-14%	-19%	-8%	-15%	-19%	5.2	20.4	
Ô tô và phụ tùng	-1%	5%	-1%	-10%	-2%	2%	28%	11%	-10%	-19%	-23%	-22%	1.3	6.8	
Công nghệ Thông tin	1%	-7%	-19%	-27%	-22%	-20%	-19%	-20%	-26%	-18%	-23%	-24%	3.6	17.6	
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	4%	2%	-1%	-6%	1%	0%	0%	-6%	-14%	-18%	-24%	-30%	2.4	14.3	

Nhiều nhóm ngành đang ở vùng định giá thấp nhất trong vòng 1 năm

• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 19/12/2025

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của các DN niêm yết tăng trưởng lần lượt 17.4% và 15.4% trong năm 2026 và 2027

Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành trong giai đoạn 2025 – 2027 (**)

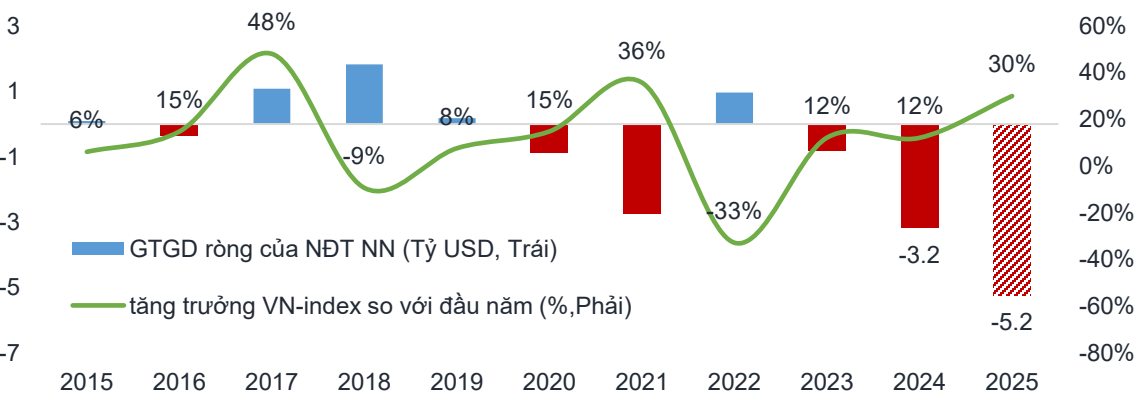
Ngành	FY25F	FY26F	FY27F
VLXD	30.9%	35.2%	22.3%
Ngân hàng	16.0%	20.9%	18.9%
Bán lẻ	53.7%	19.5%	17.1%
Công nghệ	17.9%	19.5%	21.6%
Dầu khí	29.6%	18.7%	7.2%
Dvu tài chính	30.5%	15.6%	13.4%
Thực phẩm	17.5%	11.9%	13.4%
Vận tải	31.6%	11.3%	19.5%
Xuất khẩu	76.5%	10.8%	8.8%
Xây dựng (*)	39.4%	10.1%	3.9%
BĐS Dân cư	28.6%	9.3%	3.3%
Hàng không	9.1%	3.9%	-3.8%
BĐS KCN	44.9%	-8.8%	16.9%
Toàn thị trường	21.4%	17.4%	15.4%

(**) Ước tính dựa trên 70 DNNY trong phạm vi nghiên cứu của MBS Research, tương đương 70% vốn hóa thị trường). (*) Tăng trưởng LN 2025 của ngành Xây dựng đã loại bỏ LN đột biến từ thoái vốn của VCG

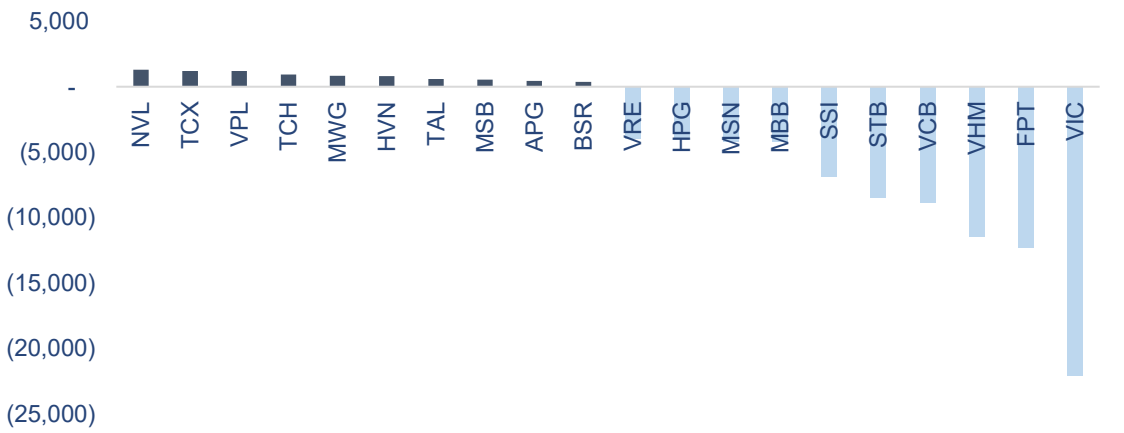
- Chúng tôi cho rằng sản xuất tăng tốc, đầu tư hạ tầng mạnh mẽ, thị trường bất động sản sôi động sẽ tiếp tục lan tỏa đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết với dự báo tăng trưởng lần lượt 17.3% và 15.5% trong năm 2026 và 2027. Tuy nhiên, chi phí tài chính sẽ tăng lên trong năm tới trong bối cảnh lãi suất sẽ thiết lập mặt bằng mới, do đó **các DN có trạng thái “tiền mặt ròng” sẽ chống chịu tốt hơn trong thời gian tới.**
- Vật liệu xây dựng** ước tính tăng trưởng lợi nhuận 35% trong năm 2026 và 22% trong 2027 chủ yếu do đóng góp từ HPG khi nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động, trong khi các doanh nghiệp thép khác như HSG, NKG cũng đã bắt đầu cơ cấu lại thị trường xuất khẩu và dịch chuyển về thị trường nội địa giúp lợi nhuận phục hồi. Giá bán và sản lượng thép dự kiến sẽ cải thiện khi nhu cầu xây dựng hạ tầng và xây dựng dân dụng tăng mạnh.
- Chúng tôi dự báo ngành **Ngân hàng** tăng 21% trong năm 2026, cao hơn so với năm 2025, nhờ 3 NH lớn (VCB, CTG và BID) đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng và ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận 2 chữ số. Tín dụng dự báo tiếp tục tăng trưởng ở mức 20%, trong khi NIM xu hướng đi ngang.
- Nhóm ngành **Bán lẻ** tăng trưởng ổn định 19.5% chủ yếu được hỗ trợ bởi sự phục hồi của tiêu dùng thiết yếu khi nhờ (1) sản xuất và đầu tư công tăng tốc sẽ thúc đẩy số lượng việc làm trong các lĩnh vực thâm dụng lao động; (2) các chính sách tài khóa hỗ trợ như: kéo dài giảm thuế VAT 8% đến 2026, giảm học phí, nâng mức giảm trừ gia cảnh
- Sau khi đã tăng trưởng mạnh ~30% trong năm 2025, chúng tôi cho rằng lợi nhuận ngành **Dầu khí** sẽ chậm lại ở mức 18.7%, đóng góp phần lớn từ BSR (+45% svck), PVD (+23% svck). Giá dầu sẽ không có những biến động bất ngờ tạo điều kiện cho doanh nghiệp chủ động trong hoạt động kinh doanh, biên lợi nhuận gộp cải thiện. Bên cạnh đó, Nghị quyết 70 về đảm bảo an ninh năng lượng hay đề xuất về cơ chế tài chính đặc thù cho PVN đang được xây dựng sẽ là cú huých trong dài hạn cho các doanh nghiệp dầu khí
- Ở chiều ngược lại, một số nhóm ngành có thể ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận 2026 thấp hơn so với nền cao của năm 2025 như **Dịch vụ tài chính** (+15.6%), **Vận tải** (+11.3%), **Xuất khẩu** (+10.8%); **Xây dựng** (+10.1%), **BĐS dân cư** (+9.3%), **Hàng không** (+3.9%); **BĐS KCN** (-8.8%)
- Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất cao hơn trong năm 2026 sẽ là yếu tố tác động đến lợi nhuận của các DN, đặc biệt là các doanh nghiệp trong các lĩnh vực thâm dụng vốn như BĐS, năng lượng, xây dựng.

Dòng vốn nước ngoài sẽ tái phân bổ vào thị trường Việt Nam, song cơ hội không dành cho tất cả

Từ đầu năm đến nay, NĐT nước ngoài đã bán ròng khoảng 5,2 tỷ USD, trong đó có khoảng 480 triệu USD được rút ra khỏi các quỹ ETF ngoại

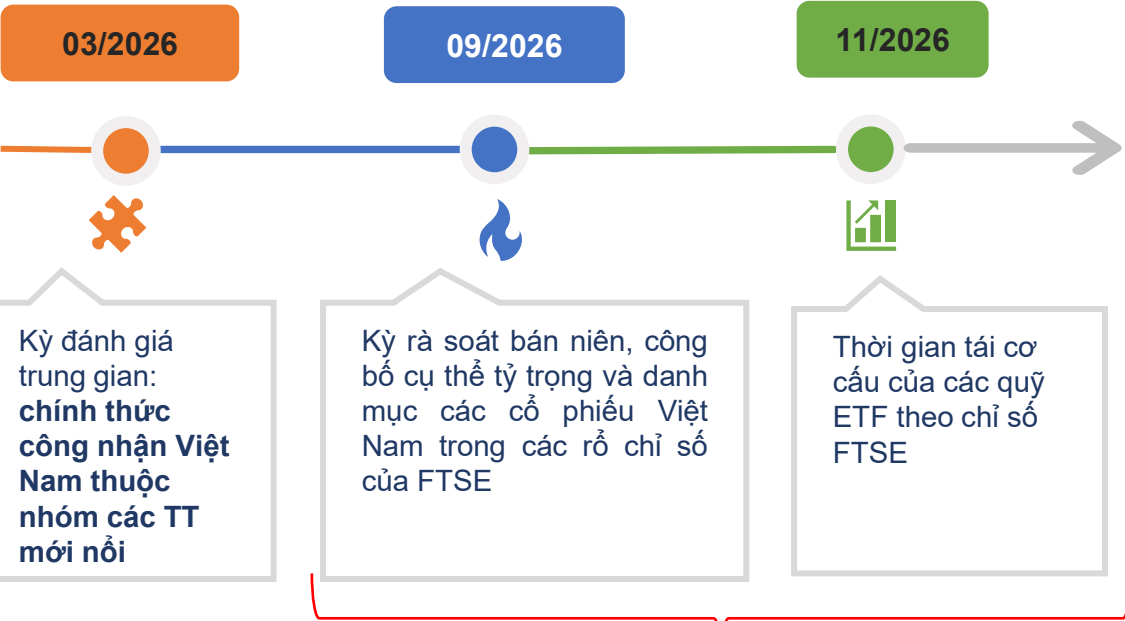


Top 10 cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài mua/bán ròng trong năm 2025 (tỷ đồng)



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu được cập nhật ngày 19/12/2025

Lộ trình rà soát và chính thức công nhận TTCK Việt Nam của FTSE vào năm 2026



Chúng tôi ước tính sẽ có **~500 triệu USD** từ các quỹ ETF thụ động được phân bổ vào các cổ phiếu Việt Nam. Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư chủ động là chưa được dự báo.



Tỷ trọng dự kiến của Việt Nam trong các rổ chỉ số:

- FTSE Global All Cap: 0.04%,
- FTSE All-World: 0.02%
- FTSE Emerging All Cap: 0.34%
- FTSE Emerging Index: 0.22%

Dòng vốn nước ngoài sẽ tái phân bổ vào thị trường Việt Nam, song cơ hội không dành cho tất cả

- Dựa theo các tiêu chí lựa chọn của bộ chỉ số FTSE Global All-cap: (1) vốn hóa lớn hơn 165 triệu USD, tỷ lệ freefloat lớn hơn 10%, đảm bảo room nước ngoài; thanh khoản thuộc Top 85% thị trường, cổ phiếu không bị hạn chế và kiểm soát. Với dữ liệu ngày 28/11/2025, chúng tôi mô phỏng danh mục cổ phiếu có khả năng được lựa chọn vào bộ chỉ số FTSE Global All-Cap và khối lượng giao dịch trong kỳ review vào T9/2026.
- So với danh mục mẫu FTSE công bố trong báo cáo trong tháng 11/2025 vừa qua, FPT, CII và GEE là những cổ phiếu khác biệt. Sự khác biệt này chủ yếu do FTSE đưa ra dựa trên dữ liệu ngày 31/12/2024. Chúng tôi lưu ý rằng Danh mục này có thể sẽ có sự thay đổi vào thời điểm công bố chính thức do sự thay đổi về thời điểm chốt dữ liệu.

Danh sách các cổ phiếu dự kiến được phân bổ vào chỉ số FTSE Emerging All-cap trong kỳ rà soát T9/2026

STT	Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá trị mua vào dự kiến (triệu US\$)	Ước số ngày giao dịch tương đương
1	VIC	1,003,325	91.2	1.7
2	MSN	111,914	63.7	4.0
3	VHM	422,653	56.8	3.4
4	VIX	37,520	41.2	0.8
5	HPG	203,784	40.7	1.3
6	VNM	133,757	31.6	2.3
7	VND	28,010	23.8	1.9
8	VCI	24,388	15.1	1.0
9	STB	91,621	14.6	0.8
10	VRE	77,827	12.0	1.0
11	SSI	68,090	11.8	0.3
12	VPB	232,067	9.6	0.5
13	SHB	77,174	9.6	0.2
14	FPT	165,411	8.8	0.3
15	KBC	33,244	8.1	1.6

STT	Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá trị mua vào dự kiến (triệu US\$)	Ước số ngày giao dịch tương đương
16	VJC	120,393	7.2	0.4
17	KDH	39,278	6.9	0.8
18	VCB	479,616	5.7	0.7
19	GEE	72,102	5.7	1.1
20	HUT	17,734	5.5	2.1
21	DGC	35,813	4.3	0.5
22	PDR	22,046	4.3	0.6
23	DIG	16,446	3.9	0.5
24	DXG	19,155	3.7	0.4
25	SAB	59,511	3.3	2.6
26	EIB	40,980	3.1	0.3
27	GEX	42,007	3.0	0.1
28	CII	16,731	2.7	0.1
29	FRT	25,034	2.0	0.7
30	PLX	43,073	0.3	0.1

• Nguồn: MBS ước tính dựa trên dữ liệu ngày 28/11/2025

Nhóm DNNY có vốn Nhà nước sẽ là tâm điểm mới cho năm 2026 - Chờ đón cú hích từ Nghị quyết về Kinh tế Nhà nước

- **Nghị quyết riêng về kinh tế Nhà nước sẽ được ban hành trong năm 2026** với kỳ vọng tạo cơ chế linh hoạt cho các DN có vốn Nhà nước trong việc tái cấu trúc, mở rộng hợp tác đầu tư, qua đó nâng cao hiệu quả hoạt động và năng lực quản trị.
- Hiện các DN có vốn Nhà nước đang đóng góp ~29% GDP, giữ vị thế đầu ngành về tổng tài sản, doanh thu, thị phần, thậm chí có lợi thế độc quyền trong nhiều lĩnh vực kinh tế (hàng không, dầu khí, ...), tuy nhiên hiệu quả hoạt động vẫn còn khiêm tốn, chưa khai thác được năng lực quản lý vốn. Nếu được khơi thông nguồn lực, chúng tôi cho rằng DN Nhà nước sẽ tăng tốc trong thời gian tới.
- Tương tự như cú hích từ NQ68 về kinh tế tư nhân, trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng vào các **DN niêm yết vốn Nhà nước là doanh nghiệp đầu ngành, có năng lực tài chính vững vàng (tiền mặt dồi dào), có hiệu quả hoạt động tốt (ROE% trên 10%) và định giá đang ở mức hấp dẫn.**

Các DN niêm yết có vốn Nhà nước đang nắm giữ vị thế đầu ngành, hoạt động kinh doanh hiệu quả, năng lực tài chính vững chắc, định giá hợp lý

STT	Doanh nghiệp	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Niêm yết	Cổ đông Nhà nước	Tỷ lệ nắm giữ	ROE (4 quý gần nhất)	P/E hiện tại	P/B hiện tại
1	VGI	Công nghệ - viễn thông	210,053	UPCOM	Viettel	99.0%	25.5%	22.7	5.5
2	VTP	Công nghệ - viễn thông	12,093	HSX	Viettel	61.0%	23.0%	31.6	6.9
3	CTR	Công nghệ - viễn thông	9,586	HSX	Viettel	66.0%	29.3%	16.3	4.4
4	VEA	Công nghiệp	45,046	UPCOM	Bộ Công Thương	88.0%	26.9%	5.9	1.4
5	GAS	Dầu khí	155,153	HSX	PVN	96.0%	18.9%	12.8	2.4
6	PVS	Dầu khí	16,417	HNX	PVN	51.0%	10.4%	11.3	1.1
7	PLX	Dầu khí	43,708	HSX	Bộ Tài chính	76.0%	10.3%	16.5	1.7
8	GVR	Cao su - BĐS KCN	105,600	HSX	Bộ Tài chính	97.0%	11.3%	16.9	1.8
9	SNZ	Khu công nghiệp	11,483	UPCOM	UBND tỉnh Đồng Nai	99.5%	17.79%	9.19	1.63
10	BCM	Khu công nghiệp	65,205	HSX	UBND TPHCM	95.0%	18.0%	18.1	3.1
11	VGT	Dệt may	6,150	UPCOM	SCIC	53.0%	12.6%	8.3	0.7
12	ACV	Hàng không	188,276	UPCOM	Bộ tài chính	95.0%	16.8%	17.9	2.7
13	DCM	Hóa chất - Phân bón	17,179	HSX	PVN	76.0%	18.3%	9.1	1.6
14	DDV	Hóa chất - Phân bón	3,621	UPCOM	Vinachem	64.0%	28.7%	6.5	1.7
15	BFC	Hóa chất - Phân bón	2,440	HSX	Vinachem	65.0%	26.2%	7.2	1.8
16	SGP	Logistics	5,807	UPCOM	TCT Hàng hải VN	75.0%	14.5%	13.7	1.9
17	PVT	Logistics	8,623	HSX	PVN	51.0%	12.2%	8.8	1.0
18	CTG	Ngân hàng	273,870	HSX	NHNN	64.5%	21.6%	8.2	1.6
19	BID	Ngân hàng	262,599	HSX	NHNN	79.6%	17.8%	9.9	1.6
20	DVN	Dược	5,048	UPCOM	SCIC	65.0%	9.77%	15.33	1.49

• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu được cập nhật ngày 19/12/2025

Nhóm DNNY có vốn Nhà nước sẽ là tâm điểm mới cho năm 2026 – Các thương vụ thoái vốn đáng chú ý trong giai đoạn 2026 - 2027

- Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng Nghị quyết sẽ tạo hành lang pháp lý vững chắc cho việc sắp xếp lại các khoản đầu tư của DN Nhà nước, thúc đẩy tiến trình thoái vốn, niêm yết, cổ phần hóa còn tồn đọng trong thời gian vừa qua.
- Gần đây nhất, Bộ Tài chính đã đề xuất một số các phương thức nhằm gỡ vướng cho việc thoái vốn của SCIC, bao gồm: cho phép giảm giá khởi điểm tối đa 10% mỗi lần (nếu việc đấu giá hoặc thỏa thuận bán vốn không thành công), không quá 3 lần; cho phép bán theo lô (bao gồm DN hiệu quả và không hiệu quả,...).
- Trong thời gian gần đây, SCIC đã thành công chào bán 98% cổ phần Viwaseen (UPCoM: VIW) trị giá 1,231 nghìn tỷ đồng cho Vinaconex (HSX: VCG); và 88% cổ phần của Viettronics (UPCoM: VEC) trị giá 2,562 tỷ đồng cho Geleximco, đánh dấu sự trở lại đáng chú ý của làn sóng thoái vốn DN Nhà nước trong 2026

Các Thương vụ thoái vốn cần theo dõi trong giai đoạn 2026 - 2027

STT	Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Cổ đông Nhà nước	Tỷ lệ nắm giữ	Ghi chú
1	CTCP XNK Y tế DOMESCO	DMC	Dược phẩm	2,080	SCIC	34.7%	
2	CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong	NTP	VLXD	10,912	SCIC	37.1%	
3	Tổng công ty Thủy sản Việt Nam - CTCP (Seaprodex)	SEA	SX thực phẩm	5,571	SCIC	63.4%	
4	CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND	Điện	5,220	SCIC	9%	Thoái toàn bộ
5	CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP	Điện	5,597	SCIC	11.4%	Thoái toàn bộ
6	TCT Viglacera	VGC	VLXD	18,472	Bộ Xây dựng	38%	Thoái toàn bộ
7	CTCP PVI	PVI	Bảo hiểm	21,557	PetroVietnam	35%	Thoái toàn bộ
8	CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn	BSR	Dầu khí	80,868	PetroVietnam	92.1%	Giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 90%
9	NHTMCP Hàng Hải Việt Nam	MSB	Ngân hàng	39,312	VNPT	6.1%	Đấu giá toàn bộ vào ngày 26/12/2025 song không thành công
10	CTCP Cảng Sài Gòn	SGP	Cảng	5,602	Vietinbank	9.1%	Đấu giá toàn bộ vào ngày 23/1/2026
11	Becamex IDC	BCM	BDS Khu công nghiệp	62,145	UBND tỉnh Bình Dương	95%	Giảm tỷ lệ sở hữu xuống 74%. Kế hoạch đấu giá tạm hoãn từ 2025

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chúng tôi thận trọng khi dự báo VNIndex với luận điểm lãi suất tăng sẽ dẫn tác động đến thị trường, nhất là trong nửa sau năm 2026

- Tính đến ngày 25/12/2025, VN-Index đang giao dịch ở mức 15.8 lần P/E, cao hơn 16% so với trung bình 3 năm gần đây (13.6x), tuy nhiên vẫn thấp hơn so với mức đỉnh 21.0x của năm 2021. Như chúng tôi có phân tích ở trên, khác với những chu kỳ bùng nổ trước đây của VN-index, TTCK Việt Nam đang có mức độ tập trung cao khi nhóm cổ phiếu Vingroup (VIC, VHM,VRE) đóng góp 21% giá trị vốn hóa và 67% điểm tăng của chỉ số.
- Tuy nhiên, bất kỳ một chu kỳ tăng giá nào muốn duy trì sự bền vững đều phải xây dựng trên tăng trưởng về lợi nhuận và định giá phù hợp. Với mức định giá xấp xỉ 14.0x P/E và 9.0x P/B, chúng tôi cho rằng những lợi thế của VIC đã phản ánh hoàn toàn vào giá thị trường. Vì vậy, chúng tôi đã thử ước tính định giá của Vn-index nếu loại bỏ ảnh hưởng của cổ phiếu này. **Kết quả là P/E của Vn-index hiện tại ở mức 13.5x**, trung bình 2025 ở mức 12.2x . Điều này cho thấy đà tăng của VN-index, nếu loại bỏ ảnh hưởng của cổ phiếu VIC, sẽ chủ yếu đến từ tăng trưởng lợi nhuận, nhiều hơn là từ nâng cao định giá (re-rating).
- Với quan điểm trên chúng tôi sử dụng vùng định giá 12.5x – 13.0x P/E cho năm 2026. **Trên cơ sở kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở mức 16% - 17%, chúng tôi dự báo Vn-index sẽ đạt ở mức 1,670 – 1,750 vào cuối năm 2026.**
- Trong nửa đầu năm 2026, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực do hiệu ứng “tin tốt đầu năm” và khả năng TTCK Việt Nam chính thức được nâng hạng sau kỳ rà soát trung gian tháng 3. Khả năng VN-index có thể hướng đến vùng 1,860 trong nửa đầu năm.
- Chúng tôi hạ kỳ vọng trong nửa sau 2026 với luận điểm lãi suất thiết lập mặt bằng mới sẽ dẫn tác động đến thanh khoản của thị trường, bên cạnh đó dòng tiền sẽ phần nào dịch chuyển sang sản xuất kinh doanh trong bối cảnh triển vọng sản xuất phục hồi.

- Trong nửa đầu năm 2026, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với dự báo VN-Index có thể hướng đến vùng 1,860**
- Trong nửa sau 2026, chúng tôi hạ kỳ vọng với luận điểm lãi suất thiết lập mặt bằng mới sẽ dẫn tác động đến thanh khoản của thị trường, bên cạnh đó dòng tiền sẽ phần nào dịch chuyển sang sản xuất kinh doanh. Chúng tôi dự báo Vn-index sẽ đạt ở mức 1,670 – 1,750 vào cuối năm 2026.**

				Nếu loại bỏ ảnh hưởng của VIC	Dự báo kịch bản	
	2023	2024	2025F	2025F	2026F	
Tăng trưởng EPS (%)	-15.4%	17.4%	21.0%		Giá định tăng trưởng EPS 16%	Giá định tăng trưởng EPS 17%
Định giá thị trường (P/E)					16%	17%
Thấp nhất trong năm	11.5	12.8	10.8	10.8	12.0	12.5
Cao nhất trong năm	14.6	14.8	15.8	13.5	13.5	13.8
Cuối năm	13.9	13.3	15.8	13.5	12.5	13.0
VN-index						
Thấp nhất trong năm	1,027	1,217	1,094	1,094	1,607	1,688
Cao nhất trong năm	1,238	1,284	1,810	1,617	1,808	1,864
Cuối năm	1,130	1,267	1,710	1,480	1,674	1,756
% so với cuối năm trước	12.0%	12.1%	35.0%			

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research dự báo

Phân tích kỹ thuật

- Chỉ số Vn-Index đang trong một Uptrend lớn kéo dài kể từ đáy Covid (2020), xu hướng tăng đang gặp thử thách ở vùng biên trên của kênh tăng giá ở khu vực 1.800 điểm (đỉnh thứ 3).
- Trên cơ sở chỉ số đang vận động trong kênh tăng giá dài hạn, trong kịch bản lạc quan chúng tôi cho rằng chỉ số Vn-Index sẽ hướng đến vùng mục tiêu 1,930 điểm (điểm chạm thứ 4), là một trong những ngưỡng cản kỹ thuật trong một Uptrend lớn kéo dài.
- Trong kịch bản thận trọng thị trường có nhịp điều chỉnh, các ngưỡng hỗ trợ có thể nằm ở khu vực 1,520 – 1,525 điểm (vùng đỉnh của chỉ số Vn-Index năm 2022), hoặc vùng hỗ trợ mạnh hơn ở khu vực 1,400 – 1,420 điểm (trendline tăng giá từ năm 2023 đến 2025 và cũng là khu vực đỉnh của Vn-Index năm 2021).

Đồ thị kỹ thuật (tuần)



• Nguồn: TradingView, MBS Research



Triển vọng ngành 2026

NGÂN HÀNG | Những nỗ lực hướng tới mục tiêu tăng trưởng hai con số

[Trang 39](#)

BDS DÂN CƯ | Năm bắt thời cơ trong giai đoạn mở rộng

[Trang 49](#)

DẦU KHÍ | Mùa xuân đến từ những giếng dầu

[Trang 55](#)

ĐIỆN | Nhu cầu tiêu thụ phục hồi – Môi trường đầu tư cải thiện

[Trang 61](#)

TIÊU DÙNG BÁN LẺ | Thiết yếu mới là “chân ái”

[Trang 68](#)

XÂY DỰNG & VLXD | Điểm khởi đầu của chu kỳ tăng trưởng

[Trang 73](#)

CNTT - VIỄN THÔNG | Định giá hấp dẫn cho một kỷ nguyên số

[Trang 80](#)

BDS KHU CÔNG NGHIỆP | Phục hồi sau cú sốc thuế quan

[Trang 84](#)

LOGISTICS | Sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng mới

[Trang 88](#)

HÀNG KHÔNG | Xu hướng phục hồi tiếp diễn

[Trang 92](#)

PHÂN BÓN | Gieo hạt tốt, gặt mùa vàng

[Trang 96](#)

Tóm tắt luận điểm

- Ngành ngân hàng duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh chính sách tiền tệ được nới lỏng kéo dài từ Q3/23. Khi nền kinh tế bước vào “kỷ nguyên vươn mình”, hệ thống ngân hàng càng khẳng định vai trò then chốt, trở thành kênh dẫn vốn chủ lực giúp hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng 8% bất chấp biến động phức tạp của kinh tế toàn cầu.
- Từ đầu năm 2025, tín dụng tăng tốc mạnh mẽ, liên tục thiết lập mức cao mới và đạt hơn 18.37 triệu tỷ đồng - tương đương tăng 17.65% so với đầu năm (tính đến 22/12/2025). Trong khi lãi suất cho vay được giữ ở vùng thấp để hỗ trợ nền kinh tế, tăng trưởng huy động lại chậm hơn đáng kể, tạo áp lực lên thanh khoản và buộc các ngân hàng phải điều chỉnh tăng lãi suất huy động vào cuối năm. Dù NHNN liên tục bơm vốn qua thị trường mở (OMO), thị trường liên ngân hàng vẫn chịu sức ép lớn khi nhu cầu vốn tăng mạnh, kéo lãi suất liên ngân hàng liên tục lên mức đỉnh mới.
- Trong bối cảnh đó, chúng tôi kỳ vọng chính sách tiền tệ tiếp tục theo hướng hỗ trợ linh hoạt, giúp tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống năm 2026 có thể đạt khoảng 20%. Tuy nhiên, sự mất cân đối giữa tín dụng và huy động được dự báo khiến mặt bằng lãi suất huy động duy trì xu hướng tăng trong thời gian tới. Chất lượng tài sản ngành nhìn chung ổn định, tỷ lệ bao phủ nợ xấu dự kiến duy trì trên 80%, dù khó có khả năng quay trở lại mức trên 100% như các giai đoạn trước.
- Câu chuyện về biên lãi ròng (NIM) tiếp tục đáng chú ý. NIM

toàn ngành có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ trong năm 2026, có thể được hỗ trợ phần nào nhờ các khoản vay trung - dài hạn hết thời hạn ưu đãi và chuyển sang lãi suất thả nổi. MBS Research kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của các ngân hàng theo dõi sẽ tăng khoảng 20.5% trong năm 2026.

- Song song với diễn biến thị trường, hàng loạt Nghị định và Thông tư mới trong năm qua, đặc biệt là Thông tư 23/2025/TT-NHNN, đang đặt ra yêu cầu cao hơn về quản trị và an toàn vốn. Các ngân hàng buộc phải củng cố bộ đệm vốn, nâng cao chuẩn mực quản trị rủi ro và đáp ứng yêu cầu an toàn vốn trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao.
- Định giá ngành ngân hàng đã giảm về mức 1.5x, sau khi điều chỉnh giảm 19% từ mức đỉnh vào cuối T8/2025, và hiện thấp hơn 11% so với P/B trung bình 5 năm. MBS Research nâng mức khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** cho toàn ngành với triển vọng tăng lợi nhuận trên 20% cùng với định giá hợp lý.
- Về chiến lược đầu tư, **chúng tôi ưa thích CTG, ACB và BID** nhờ (i) tín dụng được hưởng lợi tiếp tục từ xu hướng đẩy mạnh cho vay đầu tư công; (ii) chi phí vốn thấp giúp tạo dư địa tăng trưởng tín dụng và nới rộng NIM; và (iii) có kế hoạch tăng vốn, đặc biệt là vốn cấp 1 nhằm đảm bảo cho tăng trưởng cao và mở rộng sang các mảng KD mới như vàng, tài sản số,...

Dự phóng KQKD 2025-26 các ngân hàng trong danh mục theo dõi

	<u>VCB</u>		<u>BID</u>		<u>CTG</u>		<u>VPB</u>		<u>TCB</u>		<u>STB</u>	
Chỉ tiêu tài chính	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Tổng thu nhập HĐ	78,545	89,285	96,831	111,513	105,860	119,145	88,780	110,456	61,109	75,349	33,530	36,120
% svck	4.4%	9.7%	6.8%	11.8%	5.3%	22.8%	16.0%	23.0%	8.2%	20.2%	16.8%	0.1%
Thu nhập lãi thuần	14,301	73,644	68,622	83,066	82,893	95,147	72,862	92,327	44,427	55,582	28,155	30,172
Thu nhập thuần ngoài lãi	15,047	15,641	28,209	28,448	22,967	23,998	15,917	18,128	16,682	19,767	5,375	5,947
Chi phí trích lập	3,706	4,568	25,017	28,789	25,021	29,099	30,364	38,791	4,973	5,819	3,337	3,644
% svck	21.5%	23.3%	10.8%	15.1%	16.8%	16.3%	18.2%	27.8%	20.3%	17.0%	0.2%	9.2%
LNST	38,965	44,295	31,519	36,766	41,899	46,528	29,687	37,008	30,055	37,308	12,010	12,899
% svck	9.4%	13.7%	13.9%	16.6%	27.4%	11.0%	28.1%	24.7%	19.1%	24.1%	2.3%	7.4%
TTTD	15.9%	15.0%	13.9%	14.0%	18.6%	14.7%	30.9%	29.0%	20.6%	20.0%	14.6%	16.4%
Tăng trưởng huy động	13.0%	13.0%	14.4%	13.6%	19.3%	18.1%	26.3%	26.1%	22.9%	24.6%	16.5%	13.9%
LDR	87.6%	88.6%	87.3%	86.9%	87.5%	87.3%	94.9%	96.5%	83.6%	82.4%	80.4%	84.9%
CASA	35.7%	35.2%	20.5%	20.7%	24.9%	24.3%	14.3%	14.1%	38.2%	37.0%	15.9%	15.8%
NIM	2.5%	2.6%	2.1%	2.2%	2.8%	2.8%	5.3%	5.4%	3.7%	3.8%	3.1%	3.0%
CIR	33.3%	32.9%	33.7%	33.2%	27.0%	27.0%	24.0%	23.0%	30.0%	30.0%	45.0%	45.0%
NPL	0.9%	0.9%	1.5%	1.6%	1.0%	1.1%	3.4%	3.3%	1.1%	0.9%	2.6%	2.4%
LLR	205.3%	197.0%	98.6%	92.4%	176.3%	176.5%	55.4%	55.4%	112.6%	137.6%	71.3%	79.6%

• Nguồn: MBS Research

Dự phóng KQKD 2025-26 các ngân hàng trong danh mục theo dõi

Chỉ số tài chính	ACB		TPB		HDB		VIB		EIB		OCB	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Tổng thu nhập HĐ	42,166	54,170	22,477	26,016	55,207	70,447	25,196	30,941	9,724	11,631	12,341	14,284
% svck	0.9%	24.6%	9.4%	13.9%	28.5%	26.3%	-0.2%	22.7%	-0.8%	14.5%	5.1%	16.6%
Thu nhập lãi thuần	33,337	43,293	15,030	17,712	47,069	60,038	20,125	24,506	6,784	8,300	10,649	12,561
Thu nhập thuần ngoài lãi	8,830	10,878	7,447	8,304	8,138	10,409	5,071	6,435	2,940	3,331	1,692	1,723
Chi phí trích lập	2,073	2,005	4,138	5,338	12,441	14,685	4,106	4,378	891	1,073	2,901	2,842
% svck	22.2%	-3.3%	25.2%	29.0%	15.3%	18.0%	19.8%	6.6%	24.3%	20.4%	36.1%	-2.0%
LNST	21,598	28,706	8,198	9,466	22,123	27,497	9,818	12,589	3,939	4,703	3,763	4,877
% svck	25.8%	32.9%	16.0%	15.5%	29.2%	24.3%	26.4%	28.2%	13.0%	19.4%	11.2%	29.6%
TTTD	19.0%	18.3%	21.4%	17.8%	27.6%	24.1%	20.3%	20.2%	16.4%	19.5%	14.7%	15.0%
Tăng trưởng huy động	20.5%	17.5%	15.0%	14.0%	22.5%	21.5%	22.4%	21.0%	19.1%	20.2%	15.8%	19.7%
LDR	79.8%	80.2%	78.3%	79.9%	75.1%	76.1%	75.5%	75.2%	81.9%	85.0%	75.5%	76.5%
CASA	23.9%	23.6%	22.1%	22.1%	12.8%	12.4%	14.3%	14.3%	12.1%	11.6%	16.1%	15.8%
NIM	2.9%	3.4%	3.0%	3.0%	5.2%	5.2%	3.2%	3.2%	2.4%	2.5%	3.1%	3.2%
CIR	31.0%	30.0%	36.0%	34.2%	27.0%	30.0%	35.0%	35.0%	40.0%	2.5%	38.0%	37.0%
NPL	1.1%	1.1%	1.6%	1.7%	2.4%	1.8%	3.2%	2.8%	2.8%	2.9%	3.2%	3.0%
LLR	84.9%	86.4%	91.5%	94.0%	65.9%	85.2%	49.5%	52.3%	37.6%	35.5%	50.6%	59.7%
ROE	20.2%	21.8%	17.8%	17.2%	27.0%	25.9%	18.9%	20.1%	12.9%	13.4%	10.2%	11.8%
ROA	2.0%	2.2%	1.6%	1.6%	2.2%	2.2%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.1%	1.2%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi ưa thích CTG, ACB và BID nhờ (i) tín dụng được hưởng lợi tiếp tục từ xu hướng đẩy mạnh cho vay đầu tư công; (ii) chi phí vốn thấp giúp tạo dư địa tăng trưởng tín dụng và nới rộng NIM (iii) có kế hoạch tăng vốn, đặc biệt là vốn cấp 1 nhằm đảm bảo cho tăng trưởng cao và mở rộng sang các mảng KD mới như vàng, tài sản số,...

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
CTG	KHẢ QUAN	48,300	- Chúng tôi kỳ vọng TTTD đạt khoảng 20% trong năm 2025 nhờ kết quả tích cực trong 9T25 và đẩy mạnh chi tiêu công trong nửa cuối năm 2025. NIM dự kiến duy trì ở mức 2.6% (-31 đcb svck), đưa thu nhập lãi thuần nhích nhẹ 5.2% svck. Tăng trưởng thu nhập phí thuần được dự báo giảm nhẹ 7.2%, so với mức giảm 5.9% của năm ngoái. Thu nhập khoảng 9 nghìn tỷ VND từ thu hồi nợ xấu trong năm 2025. - Chi phí dự phòng dự kiến giảm 22.4% svck nhờ trích lập giảm mạnh trong 9T25. Tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 vào cuối năm 2025 lần lượt đạt 1.08% và 1.00%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) dự kiến đạt 175.6% (so với cuối năm 2024: 170.7%), top 2 toàn ngành sau VCB. - Như vậy, LNTT được ước tính đạt 41,038 tỷ VND (+29.2% svck). Dự báo LNTT 2026 vẫn tăng trên 25% svck nhờ NIM và thu ngoài lãi phục hồi tốt. - P/B mục tiêu được nâng lên mức 1.8x, top 2 toàn ngành sau VCB nhờ KQKD rất khả quan và CLTS vượt trội. Triển vọng tăng lợi nhuận còn nhiều nhờ bộ đệm dự phòng dày trong quá khứ.
ACB	KHẢ QUAN	33,400	- TTTD đến cuối Q3/25 đạt 9.2% YTD, nhích nhẹ so với mức 8.7% YTD cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng ACB có thể đạt được mục tiêu tăng tín dụng trên 20% trong năm 2025. NIM 9T25 giảm mạnh xuống mức 2.9% trong đó Q3/25 vẫn chưa ghi nhận dấu hiệu tạo đáy. Do đó chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ đạt 2.9% cho cả năm 2025. Điều này khiến NII giảm 3.8% svck trong năm 2025. Thu nhập thuần ngoài lãi tăng 23.9% svc chủ yếu do nền thấp năm ngoái, dẫn dắt chính bởi thu hồi từ xử lý nợ. Chi phí trích lập tăng 5.6% svck với chi phí tín dụng duy trì ở mức 0.22% nhờ chất lượng tài sản cải thiện. CIR đạt 31.5% giúp LNST cả năm đạt 17,168 tỷ đồng, +2.3% svck và đạt 93% KH cả năm. - NPL và LLR cuối năm 2025 cải thiện nhiều so với cuối năm 2024, đạt lần lượt 1.09% và 84.9%. - Định giá mục tiêu P/B được giữ ở mức 1.6x nhờ ROE vẫn duy trì trên 20%. Mức P/B mục tiêu không cao hơn so với các NH tương đương dù CLTS tốt hơn chủ yếu do triển vọng tăng LN thấp.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi ưa thích CTG, ACB và BID nhờ (i) tín dụng được hưởng lợi tiếp tục từ xu hướng đẩy mạnh cho vay đầu tư công; (ii) chi phí vốn thấp giúp tạo dư địa tăng trưởng tín dụng và nới rộng NIM (iii) có kế hoạch tăng vốn, đặc biệt là vốn cấp 1 nhằm đảm bảo cho tăng trưởng cao và mở rộng sang các mảng KD mới như vàng, tài sản số,...

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
BID	KHẢ QUAN	48,200	- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của BID đạt khoảng 14% trong năm 2025-2026, chủ yếu được dẫn dắt bởi tăng trưởng cho vay bán lẻ. Chúng tôi kỳ vọng NIM của BID năm 2025 không nằm ngoài xu hướng giảm chung của ngành, đạt 2.0%, tuy nhiên có thể cải thiện trong năm 2026 nhờ các gói cho vay mua nhà dần hết thời gian cố định lãi suất và sự chuyển dịch sang cho vay nhóm trung – dài hạn. Thu nhập ngoài lãi kỳ vọng duy trì đà tăng ổn định, chủ yếu nhờ động lực tăng trưởng từ thu nhập từ nợ xấu đã được xử lý và sự phục hồi của thu nhập phí thuần. Chi phí dự phòng rủi ro năm 2025/2026 ước tính tăng 7%/10% svck để duy trì bộ đệm dự phòng ổn định khi phải sử dụng nguồn dự phòng để xử lý nợ xấu. Lợi nhuận trước thuế năm 2025/2026 dự kiến tăng 8.1%/13.9% svck. - Về chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu vẫn biến động trong 9 tháng đầu năm và được kỳ vọng sẽ giảm dần về cuối năm thông qua việc trích lập và xử lý nợ xấu, và tiếp tục cải thiện trong năm 2026. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu kỳ vọng duy trì quanh mức 100% khi chất lượng tài sản vẫn còn biến động và BID cũng sử dụng dự phòng để xử lý nợ xấu tồn đọng. - Chúng tôi đưa ra mức định giá P/B mục tiêu là 1.8x, tương đương P/B bình quân 1 năm và thấp hơn 10% so với trung bình 3 năm, nhờ vị thế dẫn đầu về tổng tài sản và tổng dư nợ tín dụng.
VCB	KHẢ QUAN	74,400	- Chúng tôi dự báo LNST của VCB năm 2025/2026 sẽ tăng lần lượt 5.2%/9.4% svck, được thúc đẩy bởi TTTD trên 15% svck trong giai đoạn 2025-2026, nhờ (1) giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh svck, (2) mặt bằng lãi suất cho vay thấp hàng đầu cùng bối cảnh thị trường bất động sản tiếp tục khả quan, và (3) bối cảnh thuê quan rõ nét hơn giúp trưởng tín dụng nhóm FDI tiếp tục khả quan. Áp lực giảm NIM vẫn hiện hữu trong giai đoạn 2025-2026 tuy nhiên mức giảm nhẹ svck nhờ có lợi thế chi phí vốn thấp. - Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng của VCB sẽ tăng 16% svck, chủ yếu do không còn ghi nhận các khoản hoàn nhập lớn như trong hai năm trước. Tỷ lệ nợ xấu có thể đi ngang svck do có bộ đệm dự phòng lớn để chủ động xử lý nợ xấu. VCB đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ LLR trên 200%. - Chúng tôi đưa mức định giá mục tiêu P/B cho VCB 2.3x, cao hơn 45% so với trung bình ngành - phản ánh chất lượng tài sản vượt trội so với ngành, và câu chuyện Private placement tiếp tục được kỳ vọng trong năm 2026.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi ưa thích CTG, ACB và BID nhờ (i) tín dụng được hưởng lợi tiếp tục từ xu hướng đẩy mạnh cho vay đầu tư công; (ii) chi phí vốn thấp giúp tạo dư địa tăng trưởng tín dụng và nới rộng NIM (iii) có kế hoạch tăng vốn, đặc biệt là vốn cấp 1 nhằm đảm bảo cho tăng trưởng cao và mở rộng sang các mảng KD mới như vàng, tài sản số,...

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
VPB	KHẢ QUAN	38,000	- Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng tích cực, đạt khoảng 35.3%/30.9% vào cuối năm 2025F/2026F. NIM năm 2025/2026 dự kiến giảm hơn 44 điểm cơ bản và 8 điểm cơ bản svck do mặt bằng lãi suất cho vay thấp, trong khi tăng trưởng tín dụng cao đòi hỏi phải tăng lãi suất huy động để đảm bảo thanh khoản. Thu nhập lãi thuần kỳ vọng tăng trưởng tốt svck nhờ tăng trưởng tín dụng vượt trội bù đắp mức giảm NIM. Thu nhập ngoài lãi 2025-2026 tăng trưởng chủ yếu nhờ động lực từ lãi từ mua bán chứng khoán và thu hồi nợ xấu. Ngoài ra, sự tăng trưởng đáng kể của công ty con VPBankS đã đóng góp đáng kể vào LN hợp nhất, dự kiến đạt hơn 16%. - Chi phí dự phòng giảm 8% svck trong năm 2025, với chi phí tín dụng ước tính ở mức 3.14% (giảm 1.29 điểm % svck). CIR kỳ vọng tiếp tục quanh mức 24%-25%, thấp hơn đáng kể so với toàn ngành, giúp LNTT tăng trưởng kép 36% svck trong năm 2025-2026. - Chúng tôi áp dụng P/B 1.58x cho BVPS cuối năm 2026 – tương đương P/B bình quân 5 năm, với luận điểm đầu tư: 1) tăng trưởng tín dụng cao đầu ngành và quy mô tài sản dẫn đầu nhóm NHTM tư nhân, 2) chất lượng tài sản cải thiện đáng kể, và 3) kết quả kinh doanh tăng trưởng với ROE 2026F cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng trong bối cảnh vĩ mô thuận lợi, VPB có thể duy trì chất lượng tài sản ổn định và cải thiện, từ đó giúp giảm áp lực trích lập dự phòng.
HDB	KHẢ QUAN	28,200	- Nhờ tiếp nhận ngân hàng “0 đồng”, HDB nằm trong nhóm được cấp hạn mức tín dụng cao hơn mặt bằng chung, bên cạnh VCB, MBB và VPB, ước tính ở mức 35%. Do đó, chúng tôi cho rằng HDB hoàn toàn có thể đạt kế hoạch tăng trưởng tín dụng đầy tham vọng ở mức 32% trong năm 2025. Tuy nhiên, NIM dự kiến giảm 43 đcb, xuống còn 5.1%, khiến thu nhập lãi thuần chỉ tăng 19.0% svck – giảm tốc đáng kể so với mức tăng ấn tượng 39.1% svck trong năm 2024. Thu nhập phí thuần dự kiến tăng mạnh hơn 2 lần svck nhờ kỳ vọng phục hồi sau khi giảm sâu 35.3% svck trong năm 2024. - Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ nhóm 2 lần lượt ở mức 2.4% và 3.8%, tăng 45 và giảm 97 đcb so với đầu năm tại cuối 2025. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí dự phòng sẽ tăng 102.9% svck, tuy nhiên nhờ CIR giảm mạnh xuống 26.0% giúp LNST tăng 29.2%, đạt 100% KH cả năm. Tỷ lệ LLR dự báo sẽ quanh mức 60% tại cuối 2025. - Định giá mục tiêu P/B được đặt ở mức 1.6x nhờ ROE vượt trội so với các ngân hàng cùng quy mô và toàn thị trường mặc dù chất lượng tài sản suy giảm và KQKD có dấu hiệu giảm tốc trong vài quý gần đây.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi ưa thích CTG, ACB và BID nhờ (i) tín dụng được hưởng lợi tiếp tục từ xu hướng đẩy mạnh cho vay đầu tư công; (ii) chi phí vốn thấp giúp tạo dư địa tăng trưởng tín dụng và nới rộng NIM (iii) có kế hoạch tăng vốn, đặc biệt là vốn cấp 1 nhằm đảm bảo cho tăng trưởng cao và mở rộng sang các mảng KD mới như vàng, tài sản số,...

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
TCB	KHẢ QUAN	46,800	- Tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt khoảng 20% trong năm 2025. NIM dự báo sẽ đi ngang so với 9Y255 trong nửa cuối năm đưa NIM cả năm đạt 3.6%. - Thu nhập phí thuần dự báo tăng nhẹ 3.9% svck sau khi giảm 7.7% trong năm 2024. Dù TCB đã thành lập công ty con phụ trách mảng bancassurance, nhưng cần thời gian để tạo nguồn thu ổn định. Do đó, nguồn thu ngoài lãi năm 2025 chủ yếu đến từ mảng IB và phí thanh toán cải thiện.▪ Mặc dù chất lượng tài sản chưa ghi nhận xu hướng cải thiện rõ rệt, chi phí trích lập dự kiến sẽ đi ngang so với 2024 khi bức tranh thuế quan rõ ràng hơn cùng với nhu cầu cho vay BĐS phục hồi giúp giảm áp lực trích lập và xử lý nợ xấu nhằm đảm bảo mục tiêu tăng trưởng. LNTT cả năm kỳ vọng đạt 100% kế hoạch. - P/B mục tiêu đạt 1.7x nhờ KQKD hồi phục bền vững và nhiều tin tức hỗ trợ cũng như định giá toàn ngành được nâng lên.
TPB	KHẢ QUAN	24,000	- Chúng tôi dự báo LNTT năm 2025/2026 của TPB có thể tăng 16.2% và 16.0% svck. TTTD dự kiến duy trì trên 20% svck trong năm 2025-2026, nhờ (1) chiến lược tập trung vào phân khúc khách hàng đại chúng có thu nhập khá, thể hệ Y–Z và hộ kinh doanh – những nhóm có thu nhập tăng nhanh, và (2) thị trường bất động sản dần phục hồi nhờ tác động của cải cách pháp lý cùng nền lãi suất thấp. Do NIM năm 2025/2026 dự kiến suy giảm 41 điểm cơ bản và 8 điểm cơ bản svck, chúng tôi kỳ vọng thu nhập lãi thuần tăng nhẹ svck nhờ bù đắp từ mức tăng trưởng tín dụng cao. Thu nhập ngoài lãi năm 2025/2026F được dự báo tăng mạnh 26%/16 svck, nhờ đóng góp từ tăng trưởng thu nhập phí thuần do sở hữu lợi thế cạnh tranh trong nền tảng ngân hàng số và tăng trưởng từ thu nhập khác. Do TPB xử lý nợ xấu tương đối ít trong năm nên bộ đệm dự phòng vẫn được duy trì xấp xỉ mức 80%. chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ trích lập vừa đủ để cố gắng đạt mục tiêu lợi nhuận. Chi phí trích lập cả năm 2025 dự kiến đạt khoảng 3,300 tỷ đồng, tương đương giảm 21% svck, đưa mức chi phí tín dụng giảm khoảng 70 điểm cơ bản svck, về mức 1.2%. - Tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2025 dự kiến tăng 15 đcb svck, đạt 1.67%, trong khi bộ đệm dự phòng rủi ro đạt 78%, dự kiến giảm 3 điểm % svck. - Chúng tôi đưa ra định giá mục tiêu P/B ở mức 1.3x, phản ánh chất lượng tài sản tương đương trung bình ngành và kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận khả quan.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi ưa thích CTG, ACB và BID nhờ (i) tín dụng được hưởng lợi tiếp tục từ xu hướng đẩy mạnh cho vay đầu tư công; (ii) chi phí vốn thấp giúp tạo dư địa tăng trưởng tín dụng và nới rộng NIM (iii) có kế hoạch tăng vốn, đặc biệt là vốn cấp 1 nhằm đảm bảo cho tăng trưởng cao và mở rộng sang các mảng KD mới như vàng, tài sản số,...

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
VIB	KHẢ QUAN	23,100	- Chúng tôi kỳ vọng VIB có thể hoàn thành kế hoạch TTTD 22% năm 2025. Tuy nhiên, NIM giảm mạnh 65 đcb xuống còn 3.1% khiến NII giảm 1.5% svck. Thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ tăng 12.5% svck chủ yếu đến từ sự phục hồi mạnh mẽ của thu nhập từ phí và thu hồi nợ xấu, với tổng thu đạt khoảng 1000 tỷ đồng. - Chi phí dự phòng năm 2025 ước tính giảm 37.9% svck do mức nền cao năm trước. Việc đẩy mạnh trích lập trong hai năm gần đây giúp chất lượng tài sản được kiểm soát tốt, thể hiện qua xu hướng giảm dần của tỷ lệ nợ nhóm 2 và tỷ lệ nợ xấu không tăng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VIB sẽ có xu hướng giảm trích lập trong vài quý tới để quan sát diễn biến của nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 dự báo lần lượt đạt khoảng 3.5% và 3.3% vào cuối năm 2025. Theo đó, lợi nhuận ròng ước đạt 10,281 tỷ đồng năm 2025, tăng 14.2% svck và hoàn thành 92% kế hoạch năm. ROE khó có thể phục hồi vượt 20% trước năm 2026. - P/B mục tiêu được ở mức 1.4x do KQKD 9T25 kém khả quan hơn so với kỳ vọng và so với toàn ngành. Việc đạt KHKD cũng là 1 thách thức lớn.
EIB	TRUNG LẬP	21,700	- TTTD cuối Q3/25 bất ngờ giảm 1.0% so với cuối Q2/25 đưa mức TTTD trong 9T25 chỉ đạt 9.5% so với đầu năm, thấp hơn toàn ngành (13.8%). NIM đi ngang so với Q2/25 ở mức 2.4% nhưng vẫn giảm 55 điểm cơ bản svck khiến thu nhập lãi thuần giảm 4.6% svck. Thu nhập ngoài lãi giảm mạnh 52.% svck do tất cả các mảng KD đều ghi nhận giảm, đặc biệt mảng thu phí giảm 90.3%. Chi phí trích lập dự phòng đạt 187 tỷ đồng, giảm 7.2% svck và -6.9% so với quý trước. CIR nâng lên 55.2% khiến LNTT chỉ còn 560 tỷ đồng, giảm 38.0% svck và -14.7% sv quý trước, chỉ bằng 48% dự báo của MBS. Lũy kế 9T25, LNTT đạt 2,048 tỷ đồng, giảm 13.8% svck và chỉ hoàn thành 37% KH cả năm 2025. - Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 vào cuối Q3/2025 lần lượt là 2.9% và 1.2% (+46 và +23 đcb so với đầu năm; +22 và +34 đcb svck). - Định giá P/B mục tiêu giảm xuống mức 1.4x do KQKD quá kém khả quan và CLTS suy giảm mạnh.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi ưa thích CTG, ACB và BID nhờ (i) tín dụng được hưởng lợi tiếp tục từ xu hướng đẩy mạnh cho vay đầu tư công; (ii) chi phí vốn thấp giúp tạo dư địa tăng trưởng tín dụng và nới rộng NIM (iii) có kế hoạch tăng vốn, đặc biệt là vốn cấp 1 nhằm đảm bảo cho tăng trưởng cao và mở rộng sang các mảng KD mới như vàng, tài sản số,...

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
OCB	N/A	N/A	▪ TTTD khả quan trong 9T25 đạt 13.3% YTD, mặc dù thấp hơn toàn ngành nhưng tốt hơn so với cùng kỳ, tạo đà cho kỳ vọng tăng tín dụng trên 15% trong năm 2025. Lãi suất thấp khiến lợi thế cạnh tranh của những ngân hàng bán lẻ nhỏ bị giảm đi nhiều khi không sở hữu lợi thế chi phí vốn. NIM do đó cũng giảm xuống 3.1%, -15 dcb svck. Chúng tôi kỳ vọng TTTD sẽ đạt 17% trong năm 2025 với NIM sẽ duy trì ở mức 3.0%. Chúng tôi ước tính chi phí trích lập sẽ tăng khoảng 10.9% svck trong năm 2025 do OCB sẽ tăng trích lập trong nửa cuối năm do chất lượng tài sản tiếp tục suy yếu. Do đó, LNST cả năm đạt 3,384 tỷ đồng, +6.6% svck, chỉ hoàn thành 74% KH cả năm 2025. ▪ P/B mục tiêu ở mức 1.3x, thấp hơn so với toàn ngành do khả năng đạt được kế hoạch khá thấp và CLTS suy giảm
STB	N/A	N/A	▪ Tăng trưởng tín dụng ước đạt 14.4% trong năm 2025. Nhờ NIM cải thiện vượt kỳ vọng trong Q3/2025, chúng tôi dự báo NIM năm 2025 đạt 3.6%, từ đó giúp thu nhập lãi thuần tăng 10.1% svck trên nền cao của năm trước. Thu nhập ngoài lãi tăng 20.4%, chủ yếu nhờ thu nhập phí thuần tăng 14.2% svck. ▪ Quá trình tái cơ cấu tiến triển tích cực, như đấu giá thành công và xử lý các khoản vay liên quan đến khu công nghiệp Phong Phú, hoàn tất trích lập trái phiếu VAMC còn lại – giúp giảm đáng kể gánh nặng dự phòng. Do đó, chi phí dự phòng ước tính đi ngang svck, lợi nhuận sau thuế đạt 11,738 tỷ đồng, tăng 16.4% svck, hoàn thành 100% kế hoạch năm. ▪ Dù chất lượng tài sản suy giảm từ 2023 do tỷ lệ nợ xấu tăng dần, kết quả kinh doanh bước sang giai đoạn mở rộng có thể tạo bộ đệm lớn hơn để xử lý nợ xấu. Định giá mục tiêu P/B được ở mức 1.4x – thấp hơn so với các NH tương đương như MBB TCB vì CIR còn cao, CLTS kém hơn.
LPB	N/A	N/A	▪ TTTD 2025/2026 dự báo đạt lần lượt 20.9%/17.7%. NIM suy giảm mạnh trong năm 2025 cho thấy khả năng giảm lãi suất nhằm cạnh tranh tín dụng của LPB không còn nhiều trong năm 2026, do đó tín dụng được dự báo chậm lại. Thay vào đó, NIM dự báo sẽ đi ngang ở mức 3% cho năm 2026. Thu nhập ngoài lãi chỉ tăng nhẹ 5.7% svck. ▪ Chất lượng tài sản cuối năm 2025 dự báo suy giảm nhẹ so với cuối 2024 khi nợ xấu tăng lên mức 1.8% trong khi nợ nhóm 2 đi ngang. Chi phí trích lập dự phòng giảm 22.9% trong 9T25 chủ yếu do ghi nhận các khoản hoàn nhập kể đã trích lập lớn trong năm 2023. Dự báo chi phí trích lập cả năm 2025 giảm 17.3% đưa LNST đạt 10,786 tỷ đồng, tăng 11.0% svck và hoàn thành 91% KH cả năm. ▪ P/B mục tiêu đạt 1.6x nhờ ROE vẫn duy trì trên 20% mặc dù KQKD có dấu hiệu giảm tốc và CLTS suy giảm nhẹ.

Bảng so sánh các ngân hàng

Ngân hàng	<u>Vốn hóa</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tăng giá</u>	<u>Khuyến nghị</u>	<u>P/B đỉnh giá</u>	<u>P/E</u>		<u>P/B</u>		<u>Tăng trưởng LNST</u>		<u>ROE</u>		<u>ROA</u>	
	<u>Tỷ đồng</u>	<u>(VND/cp)</u>				2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACB	123,280	33,400	39.2%	KHẢ QUAN	1.6x	6.7x	6.3x	1.3x	1.0x	2.3%	25.8%	19.0%	20.2%	1.8%	2.0%
BID	262,599	48,200	28.9%	KHẢ QUAN	1.8x	9.7x	8.5x	1.6x	1.3x	8.0%	13.9%	17.4%	16.9%	0.9%	0.9%
CTG	273,870	48,300	36.7%	KHẢ QUAN	1.8x	8.4x	6.6x	1.6x	1.3x	29.0%	27.4%	20.4%	21.8%	1.3%	1.4%
EIB	40,142	21,700	0.7%	TRUNG LẬP	1.4x	11.5x	10.2x	1.4x	1.2x	4.7%	13.0%	13.0%	12.9%	1.4%	1.4%
HDB	123,887	28,200	27.3%	KHẢ QUAN	1.6x	6.7x	5.2x	1.6x	1.2x	29.2%	29.2%	27.2%	27.0%	2.2%	2.2%
LPB	132,785	N/A	N/A	N/A	N/A	12.0x	10.5x	2.4x	2.0x	13.5%	14.2%	22.6%	20.9%	2.0%	1.9%
MBB	196,945	N/A	N/A	N/A	N/A	7.9x	5.8x	1.5x	1.2x	14.0%	31.5%	19.7%	21.9%	2.0%	2.2%
OCB	31,957	N/A	N/A	N/A	N/A	9.4x	8.5x	0.9x	0.8x	6.6%	11.2%	10.1%	10.2%	1.1%	1.1%
STB	88,699	N/A	N/A	N/A	N/A	7.6x	7.4x	1.3x	1.1x	16.4%	2.3%	19.4%	16.7%	1.4%	1.3%
TCB	233,846	46,800	41.8%	KHẢ QUAN	1.7x	9.5x	7.9x	1.3x	1.1x	16.0%	19.1%	15.5%	15.4%	2.3%	2.3%
TPB	46,604	24,000	42.9%	KHẢ QUAN	1.3x	6.3x	5.4x	1.1x	0.9x	16.4%	16.0%	17.8%	17.8%	1.6%	1.6%
VCB	475,438	74,400	30.8%	KHẢ QUAN	2.4x	13.4x	12.2x	2.1x	1.8x	5.2%	9.4%	16.8%	15.8%	1.6%	1.5%
VIB	59,740	23,100	31.6%	KHẢ QUAN	1.4x	7.7x	6.1x	1.3x	1.1x	7.8%	26.4%	17.4%	18.9%	1.4%	1.5%
VPB	224,133	38,000	34.5%	KHẢ QUAN	1.6x	10.1x	7.9x	1.4x	1.2x	45.0%	28.1%	14.2%	15.4%	2.1%	2.1%
TB các NHTMCP Nhà nước					2.0x	10.5x	9.1x	1.7x	1.5x	13.2%	16.9%	18.2%	18.2%	1.3%	1.3%
TB các NHTMCP tư nhân					1.5x	8.7x	7.4x	1.4x	1.2x	17.7%	22.7%	17.8%	17.9%	1.8%	1.8%
Trung bình					1.6x	9.1x	7.7x	1.5x	1.2x	15.9%	20.5%	17.9%	18.0%	1.7%	1.7%

• Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Tóm tắt luận điểm

- Nhìn sang năm 2026, có nhiều cơ sở để chúng tôi tin rằng giai đoạn 2026-2027 sẽ là **giai đoạn mở rộng** của ngành bất động sản Việt Nam: (1) hạ tầng phát triển thúc đẩy nhu cầu và giá trị các sản phẩm BĐS; (2) hỗ trợ pháp lý tích cực cho các doanh nghiệp phát triển BĐS nói riêng và thị trường bất động sản nói chung, tập trung vào nhu cầu ở thực; (3) nguồn cung BĐS lớn dự kiến được đưa ra thị trường; (4) lãi suất dù tăng nhưng dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp; (5) thị trường trái phiếu ảm đạm, tái mở một kênh huy động hiệu quả cho các doanh nghiệp bất động sản.
- Tuy nhiên, giai đoạn mở rộng cũng đi kèm những quan ngại cho doanh nghiệp, khi: (1) chi phí tiền sử dụng đất có thể tăng mạnh theo bảng giá đất mới, (2) khả năng hấp thụ có thể phần nào bị ảnh hưởng khi giá bán các sản phẩm mới ở mức cao và (3) lãi suất cho vay tăng có thể gây áp lực lên chi phí tài chính nếu tiến độ pháp lý của các dự án chậm trễ.
- Trước những cơ hội và thách thức trong giai đoạn mở rộng của ngành bất động sản, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp đủ nguồn lực để nắm bắt thời cơ trước khi thị trường bước vào giai đoạn quá cung sẽ là các doanh nghiệp hưởng lợi:
- Đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS: Bên cạnh các doanh nghiệp vốn thường triển khai nhiều dự án trong cùng thời điểm (VHM, NLG), một số doanh nghiệp chúng tôi theo dõi cũng đang “chuyển hướng” từ triển khai lần lượt từng dự án sang triển khai

nhiều dự án cùng lúc, tiêu biểu là KDH. Không chỉ thế, các doanh nghiệp còn tăng cường tìm kiếm cơ hội mở rộng quỹ đất thông qua mua bán/ sáp nhập để nắm bắt cơ hội phát triển dự án, chứ không đơn thuần là “tích lũy tài sản” như trước đây, nổi bật trong số đó có PDR.

- Đối với các doanh nghiệp môi giới bất động sản: Sự sôi nổi trên thị trường bất động sản thường kéo theo sự tích cực về mặt doanh thu môi giới bất động sản của các công ty, và chúng tôi cho rằng giai đoạn 2026-2027 không phải ngoại lệ khi một lượng lớn sản phẩm bất động sản được kỳ vọng đưa ra thị trường. Tuy nhiên, khả năng chiếm lĩnh thị phần và kiểm soát chi phí của từng doanh nghiệp sẽ tác động lớn đến lợi nhuận và định giá các cổ phiếu. Trong nhóm này, chúng tôi lựa chọn DXS là đại diện nổi bật.

- **Định giá P/B của hầu hết các cổ phiếu ngành bất động sản theo dõi hiện đang thấp hơn hoặc tương đương so với trung bình 5 năm** và thấp hơn mức đỉnh năm 2021. Trong bối cảnh doanh số ký bán và dòng tiền của các doanh nghiệp tích cực hơn nhiều so với thời điểm định giá cao trước đây (2021), chúng tôi cho rằng các cổ phiếu bất động sản vẫn còn tiềm năng tăng giá. Xem xét khả năng bứt phá trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và tiềm năng tăng giá của cổ phiếu, chúng tôi lựa chọn **KDH, PDR** và **DXS** cho chiến lược đầu tư ngành bất động sản năm 2026.

- **Xem chi tiết Báo cáo Triển vọng 2026 ngành Bất động sản dân cư**

Dự phóng KQKD 2025-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	VHM			KDH			NLG			DXG			PDR			VRE			DXS			VPI		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	94,339	128,991	137,766	5,024	8,362	7,172	5,020	6,049	9,751	5,172	6,384	7,150	1,907	2,663	3,777	8,808	13,187	13,318	3,322	3,826	4,156	1,567	2,459	2,654
Tăng trưởng (%)	-7.8%	36.7%	6.8%	53.2%	66.5%	-14.2%	-30.2%	20.5%	61.2%	7.9%	23.4%	12.0%	132.0%	39.7%	41.9%	-1.5%	49.7%	1.0%	36.3%	15.2%	8.6%	-17.4%	57.0%	7.9%
Lợi nhuận gộp	33,238	52,214	59,901	3,039	5,604	4,752	2,173	3,008	5,106	2,596	3,309	3,767	871	1,274	1,985	4,887	6,234	6,325	1,769	2,028	2,218	504	835	930
Biên lợi nhuận gộp (%)	35.2%	40.5%	43.5%	60.5%	67.0%	66.3%	43.3%	49.7%	52.4%	50.2%	51.8%	52.7%	45.7%	47.8%	52.5%	55.5%	47.3%	47.5%	53.3%	53.0%	53.4%	32.2%	34.0%	35.0%
EBITDA	27,612	43,782	50,636	2,400	4,499	3,785	1,220	1,799	3,115	1,222	1,390	1,534	753	1,094	1,714	5,419	6,448	6,558	843	1,007	1,177	320	512	564
Biên EBITDA (%)	65.0%	52.4%	52.3%	47.8%	53.8%	52.8%	24.3%	29.7%	31.9%	23.6%	21.8%	21.5%	39.5%	41.1%	45.4%	61.5%	48.9%	49.2%	25.4%	26.3%	28.3%	17.0%	20.0%	19.0%
LNST CĐ công ty mẹ	39,192	42,964	43,809	1,093	1,410	2,037	753	790	1,469	331	481	548	469	1,321	1,000	6,516	6,021	5,776	450	537	644	429	548	629
Tăng trưởng (%)	23.2%	9.6%	2.0%	34.8%	29.1%	44.5%	45.5%	4.8%	86.0%	29.3%	45.3%	13.9%	202.2%	181.8%	-24.3%	59.1%	-7.6%	-4.1%	219.6%	19.5%	19.8%	30.6%	27.7%	14.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	9,542	10,460	10,666	974	1,257	1,815	1,956	2,051	3,815	299	471	537	478	1,348	1,020	2,798	2,585	2,480	776	928	1,111	1,341	1,712	1,965
BVPS (VND/cổ phiếu)	58,821	69,265	79,946	16,525	17,684	19,354	26,468	27,898	30,982	15,194	15,665	15,822	13,132	14,453	15,453	20,800	23,385	25,865	11,091	11,991	13,069	16,522	18,234	20,199
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	734	587	646	4,757	4,576	10,392	(8,581)	(7,467)	(4,672)	(1,200)	(573)	(477)	4,333	5,267	5,656	2,443	2,869	5,586	(525)	(500)	(339)	(2,937)	(3,524)	(3,348)
Nợ/VCSH	66.2%	72.9%	83.8%	37.9%	47.9%	57.3%	37.8%	33.4%	23.5%	48.0%	53.0%	50.0%	39.7%	30.2%	21.4%	4.4%	4.3%	3.9%	23.5%	24.4%	20.0%	115.0%	103.5%	111.8%
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	17.6%	16.3%	14.3%	5.2%	5.8%	7.6%	4.9%	4.9%	8.0%	1.8%	2.7%	3.1%	3.6%	9.3%	6.5%	13.5%	11.1%	9.6%	5.1%	5.6%	6.2%	9.6%	11.5%	12.6%
ROAA (%)	5.0%	4.5%	4.1%	3.0%	3.4%	4.0%	2.4%	2.4%	4.2%	0.9%	1.3%	1.5%	1.8%	5.0%	3.6%	11.0%	9.1%	8.2%	2.6%	2.9%	3.3%	2.9%	3.1%	3.5%

• Nguồn: MBS Research dự phóng

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn KDH, PDR và DXS

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
KDH	Khả quan	43,200	- Năm 2026, KDH sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng còn lại tại dự án Gladia by the Waters (11.8 ha) - dự án đã ghi nhận tỷ lệ hấp thụ rất tích cực trong đợt mở bán đầu tiên. Đã có khoảng 100 căn được bán và 30 căn được ghi nhận bàn giao trong Q3/2025. - Giai đoạn 2026-2027 cũng là giai đoạn đáng chú ý của KDH khi đồng loạt tiến hành triển khai xây dựng và mở bán các dự án: Gladia (khu cao tầng), Bình Trưng - Bình Trưng Đông (18.2 ha), The Solina (16.4 ha), KCN Lê Minh Xuân mở rộng (109.9 ha). Các dự án này, với vị trí gần trung tâm TP. HCM và phần lớn đã được trả tiền sử dụng đất trước đó, sẽ ít bị ảnh hưởng tăng chi phí bởi bảng giá đất mới có hiệu lực từ 1/1/2026; đồng thời lại hưởng lợi từ phát triển cơ sở hạ tầng và giá bán tăng theo khu vực. - Lợi nhuận ròng giai đoạn 2025-2027 được dự báo tăng trưởng kép ấn tượng 36.5% nhờ tích cực đẩy nhanh tiến độ dự án. Bên cạnh đó, dự án Tân Tạo cũng được kỳ vọng có tiến triển khi cơ chế "thu hồi đất khi vượt ngưỡng đồng thuận 75%" đã được chấp thuận.
PDR	Khả quan	27,900	- PDR đang thực hiện các thủ tục pháp lý để hoàn tất thương vụ chuyển nhượng 79% cổ phần tại Dự án Thuận An 1 cho đối tác. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ thương vụ này sẽ hỗ trợ dòng tiền tích cực cho PDR để triển khai các dự án sắp tới của doanh nghiệp (các phân khu khác tại Quy Nhơn Iconic, Thuận An, Serenity Phước Hải, các dự án BT), đồng thời mở rộng quỹ đất tại các khu vực trung tâm theo kế hoạch qua hình thức M&A. Sau sáp nhập, PDR cũng sở hữu quỹ đất lớn tại TP. HCM, ước tính khoảng 500 ha. - Trong năm 2025, PDR đã hoàn thành toàn bộ nghĩa vụ tài chính cho dự án Quy Nhơn Iconic, và nghĩa vụ tài chính cho Thuận An 1; là cơ sở để tích cực mở bán các phân khu mới tại hai dự án này và là động lực lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2026. Lợi nhuận ròng giai đoạn này được kỳ vọng bứt phá từ nền thấp của các năm trước (giai đoạn 2020-2024 chủ yếu chuyển nhượng dự án, không có lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi)
DXS	Khả quan	13,000	- Trong giai đoạn mở rộng của ngành bất động sản, các doanh nghiệp môi giới dự kiến sẽ được hưởng lợi khi lượng giao dịch bất động sản gia tăng, đặc biệt với các doanh nghiệp có khả năng chiếm lĩnh thị phần và chính sách nhân sự linh hoạt như DXS. DXS cũng dự kiến là đơn vị môi giới chính cho các dự án của công ty mẹ trong thời gian tới như The Privé hay Gem Sky World. - Bên cạnh mảng môi giới bất động sản, DXS cũng tham gia vào phát triển dự án BĐS thông qua Regal Group (HOSE: RGG, DXS sở hữu 55%) như Regal Regend, Regal Maison, Đất Quảng Riverside, Tịnh Hà Riverside, Regal Heritage. Mặc dù các dự án này chưa được kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận trong ngắn hạn, đây là động lực để DXS tăng quy mô lợi nhuận và chuỗi giá trị trong trung và dài hạn. Lợi nhuận ròng 2025-2026 được dự báo tăng trưởng tích cực lần lượt 220% và 20% svck.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn KDH, PDR và DXS

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
VHM	Trung lập	96,300	- Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng phát triển của VHM nhờ sở hữu quỹ đất lớn, tiến độ triển khai nhanh. Năm 2025, VHM mở bán 5 dự án lớn gồm Green Paradise, Green City, Wonder City, Golden City và Làng Vân. Nhờ đó, doanh thu chưa thực hiện đạt mức cao kỷ lục (tính tới cuối Q3/25 là 223.9 nghìn tỷ đồng). Đây là nền tảng vững chắc để công ty có thể đạt được mức LN ròng năm 2025-27 là 40-45 nghìn tỷ đồng. - Tuy nhiên, giá cổ phiếu VHM đã tăng mạnh gấp 2.5 lần so với đầu năm và đang giao dịch tại mức P/B là 2.0x cao hơn so với P/B trung bình 3 năm gần nhất là 1.3x và P/B forward là 1.5x. Đà tăng giá có xu hướng chững lại, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể mua tích lũy khi giá điều chỉnh về vùng hấp dẫn hơn.
NLG	Khả quan	45,600	- NLG dự kiến ghi nhận lợi nhuận việc chuyển nhượng 15.1% cổ phần tại Izumi City trong Q4/2025, mức LNTT chúng tôi ước tính từ thương vụ này là 250 tỷ VNĐ. - Trong năm 2026, lợi nhuận của NLG dự kiến sẽ tiếp tục đến từ bàn giao các sản phẩm của các dự án đang mở bán hiện tại, nổi bật là các phân khu mới của Waterpoint, dự án Nam Long Cần Thơ, Izumi City. Động lực chính cho doanh số ký bán (presale) năm 2026, bên cạnh các dự án kể trên, sẽ có thêm Paragon Đại Phước (kỳ vọng nhận giấy phép bán hàng trong Q4/25 hoặc Q1/26). - Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng lợi nhuận lần lượt 45% và 5% trong giai đoạn 2025-2026 khi ghi nhận lãi chuyển nhượng cổ phần tại dự án Izumi và bàn giao tại các dự án hoặc phân khu mới.
DXG	Khả quan	25,500	- Năm 2025, DXG đã tái khởi động hai dự án Gem Sky World và The Privé, trong đó The Privé được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2025-2026. Trong bối cảnh nguồn cung căn hộ khan hiếm và giá bán duy trì ở mức cao, dự án này dự kiến đạt mức giá bán bình quân 120–130 triệu VNĐ/m² với biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 60%. Việc tiêu thụ hết toàn bộ đợt mở bán đầu tiên của giai đoạn 1 (~250 căn) phản ánh nhu cầu mạnh mẽ, và chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ của đợt mở bán thứ hai (~220 căn) trong năm 2025 đạt khoảng 90%. - Lợi nhuận 2025 của doanh nghiệp chủ yếu nhờ mảng môi giới bất động sản tích cực, tuy nhiên sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2026 khi ghi nhận bàn giao các sản phẩm tại The Privé. Dòng tiền từ dự án này cũng sẽ là nguồn lực tốt để DXG phát triển các dự án khác trong dài hạn như Park View và Park City (được kỳ vọng tháo gỡ về mặt pháp lý).

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn KDH, PDR và DXS

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
VRE	Khả quan	42,000	- VRE dự kiến ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến khoảng 1,900 tỷ VNĐ (trước thuế) từ việc bán Vincom NCT trong quý 4/2025, qua đó giúp lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) cả năm ước đạt 6516 tỷ VNĐ (+59% svck). - Năm 2026, động lực tăng trưởng của VRE chủ yếu đến từ việc tăng tỷ lệ lấp đầy tại các TTTM hiện tại, bên cạnh mức tăng diện tích sàn tương đối khiêm tốn đến từ Vincom Plaza Đan Phượng (GFA ~ 90,000 m²). Tuy nhiên, do khoản lợi nhuận đột biến đã ghi nhận năm 2025, lợi nhuận ròng năm 2026 dự kiến tăng trưởng âm svck. Bước sang năm 2027, động lực tăng trưởng lợi nhuận sẽ rõ ràng hơn khi loạt các TTTM mới dự kiến đi vào hoạt động (VMM Green City, VMM Golden City).
VPI	KKN	n/a	- VPI đã mở bán dự án Vlasta Thủy Nguyên, đây là nguồn doanh thu chính trong năm 2025-26. Công ty có thể ghi nhận thêm LN từ chuyển nhượng dự án Song Khê - Nội Hoàng, Cồn Khương và Cầu Mây trong năm 2026. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2025-26 tăng trưởng 31%/28% svck. - Dự án BT xây dựng tuyến đường nối từ đường Phạm Văn Đồng đến nút giao thông Gò Dưa - Quốc lộ 1 (TP. HCM) đang được gỡ vướng mắc, dự kiến được bồi thường 4 khu đất có vị trí đắc địa tại TPHCM trong năm 2026-27. Chúng tôi nhận thấy dòng vốn đầu tư bất động sản đang có xu hướng dịch chuyển vào khu vực phía Nam và cho rằng VPI có nhiều tiềm năng phát triển nhờ sở hữu quỹ đất lớn hơn 260 ha tại TP. HCM và các tỉnh lân cận.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP Bloomberg	Giá thị trường VNĐ	Giá mục tiêu VNĐ	Khuyến nghị	Vốn hóa tỷ VNĐ	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
						2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Phát triển bất động sản													
CTCP Vinhomes	VHM VN	94,100	96,300	Trung lập	402,526	11.2	10.2	1.8	1.5	5.0	4.5	17.6	16.3
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	32,900	45,600	Khả quan	13,247	16.8	16.0	1.2	1.2	2.4	2.4	4.9	4.9
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	30,500	43,200	Khả quan	35,743	31.3	24.3	1.8	1.7	3.0	3.4	5.2	5.8
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	16,750	25,500	Khả quan	17,983	56.1	35.5	1.1	1.1	0.9	1.3	1.8	2.7
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	19,700	27,900	Khả quan	20,086	41.2	14.6	1.5	1.4	1.8	5.0	3.6	9.3
CTCP Tập đoàn C.E.O	CEO VN	22,100	n/a	N/A	13,505	71.4	n/a	2.4	n/a	2.3	n/a	3.3	n/a
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG VN	18,050	n/a	N/A	12,250	40.5	n/a	1.7	n/a	1.8	n/a	4.4	n/a
CTCP Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy	TCH VN	18,600	n/a	N/A	17,695	25.8	n/a	1.7	n/a	3.6	n/a	5.7	n/a
CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	HDC VN	24,000	n/a	N/A	5,044	9.0	n/a	1.9	n/a	12.2	n/a	25.2	n/a
CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest	VPI VN	57,100	n/a	N/A	18,883	41.0	32.1	3.3	3.0	2.9	3.1	9.6	11.5
Trung bình						34.4	22.1	1.8	1.6	3.6	3.3	8.1	8.4
Trung vị						35.9	20.2	1.8	1.5	2.6	3.2	5.0	7.6
Môi giới bất động sản													
CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh	DXS VN	9,080	13,000	Khả quan	5,640	13.3	11.1	0.9	0.9	2.6	2.9	5.1	5.6
CTCP Bất động sản Thế Kỷ	CRE VN	9,000	n/a	KKN	4,219	57.8	n/a	0.8	n/a	1.0	n/a	1.3	n/a
CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	KHG VN	7,070	n/a	KKN	3,236	51.8	n/a	0.6	n/a	1.0	n/a	1.2	n/a
Trung bình						41.0	11.1	0.8	0.9	1.5	2.9	2.5	5.6
Trung vị						51.8	11.1	0.8	0.9	1.0	2.9	1.3	5.6

Tóm tắt luận điểm

- Bức tranh toàn cảnh ngành dầu khí 2026 cho thấy nhu cầu toàn cầu tiếp tục duy trì ở mức ổn định, tuy nhiên nguồn cung đang có dấu hiệu gia tăng mạnh mẽ, đặc biệt tại khu vực các nước ngoài OPEC dự kiến sẽ gây áp lực giảm giá dầu, ước tính giá dầu Brent sẽ dao động từ 55-65 USD/thùng trong suốt năm.
- Tại thị trường nội địa, cả nguồn dầu và khí đều đang cạn kiệt ở tốc độ đáng lưu tâm, khiến việc thúc đẩy các dự án dầu khí trở nên cấp thiết hơn bao giờ hết. Lô B-Ô Môn, Cá Voi Xanh và Sư Tử Trắng GD 2B là 3 dự án nhận được sự quan tâm lớn nhất trong năm tới. Để tạo điều kiện đáp ứng kịp thời an ninh năng lượng quốc gia, nhiều cải cách pháp lý được thực hiện như Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP (ban hành tháng 10/2025) đã tháo gỡ điểm nghẽn về phân quyền phê duyệt, giao PVN thực thi một số chức năng của Bộ Công Thương, qua đó giảm thủ tục chồng chéo và nâng cao hiệu quả triển khai dự án, hoặc Dự thảo Luật kinh doanh xăng dầu mới sẽ được thực thi nhằm tháo gỡ các vướng mắc và đẩy nhanh tiến độ phê duyệt, triển khai các dự án và minh bạch hóa thị trường xăng dầu trong nước vào năm 2026.
- Câu chuyện về LNG vẫn sẽ là điểm nóng trong năm 2026 khi 2 nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động, và nhiều dự án LNG (cả kho cảng lẫn nhà máy điện) đang có kế hoạch triển khai để đáp ứng công suất điện khí từ Quy hoạch điện VIII sẽ tạo đà tăng trưởng các doanh nghiệp trung gian khí tại Việt Nam.
- Crack spread nhìn chung sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2026 nhưng sẽ phân hóa tùy từng loại nhiên liệu. Crack spread xăng được dẫn dắt bởi nhu cầu di chuyển bằng phương tiện cá nhân, trong khi crack spread dầu và nhiên liệu bay phục hồi nhờ vào triển vọng nhu cầu công nghiệp và du lịch mạnh mẽ. Việt Nam được dự báo sẽ chứng kiến sự tăng trưởng hoạt động sản xuất công nghiệp và vận tải trong năm tiếp theo, từ đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng trưởng dương và lan tỏa hiệu ứng tích cực đến các doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu.
- **Chúng tôi lựa chọn GAS, PVS và BSR là 3 cổ phiếu ngành dầu khí đáng để đầu tư trong năm 2026** dựa trên các động lực chính gồm (1) số lượng backlog lớn từ các dự án dầu khí nội địa sẽ tạo nên một năm khả quan cho PVS, (2) LNG không chỉ còn là một câu chuyện mà đã thực sự dần phản ánh lên nguồn doanh thu của GAS giúp tạo đà tăng trưởng ổn định và (3) Công suất lọc dầu dự kiến tăng cao theo nhu cầu xăng dầu nội địa sẽ tiếp tục thúc đẩy triển vọng kinh doanh của BSR.

- **Xem chi tiết Báo cáo Triển vọng 2026 ngành Dầu khí**

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	PVD			PVT			PVS			PLX			BSR			GAS		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	9,382	9,163	9,433	14,687	15,569	16,268	31,140	46,945	43,704	274,082	290,625	297,859	142,129	116,453	128,791	134,270	142,186	149,745
%svck	1.0%	-2.3%	2.9%	25.2%	6.0%	4.5%	31.0%	50.8%	-6.9%	-3.5%	6.0%	2.5%	15.5%	-18.1%	10.6%	29.6%	5.9%	5.3%
LN gộp	2,224	2,609	2,711	2,368	2,628	2,823	1,292	1,707	1,833	17,309	17,687	18,004	4,548	7,515	8,837	15,605	20,580	22,144
Biên LN gộp (%)	23.7%	28.5%	28.7%	16.1%	16.9%	17.4%	4.1%	3.6%	4.2%	6.3%	6.1%	6.0%	3.2%	6.5%	6.9%	11.6%	14.5%	14.8%
EBITDA	2,514	2,755	2,862	3,442	3,718	3,887	679	1,041	1,425	3,935	5,361	5,797	5,156	8,385	9,569	21,618	17,221	18,438
Biên EBITDA (%)	26.8%	30.1%	30.3%	23.4%	23.9%	23.9%	2.2%	2.2%	3.3%	1.4%	1.8%	1.9%	3.6%	7.2%	7.4%	16.1%	12.1%	12.3%
LN ròng	1,010	1,241	1,385	1,060	1,220	1,225	1,399	1,445	1,518	2,564	2,835	3,058	3,572	5,601	6,285	11,768	12,695	13,751
%svck	24.0%	43.4%	11.6%	-3.2%	8.9%	0.4%	30.8%	3.3%	5.0%	-11.3%	10.6%	7.9%	466.1%	56.8%	12.2%	13.2%	7.9%	8.3%
EPS (đ/cp)	2,098	2,203	2,911	2,978	3,426	3,440	2,928	3,023	3,176	1,981	2,194	2,364	414	1,119	1,255	5,124	5,528	5,987
BVPS (đ/cp)	30,592	32,893	38,449	24,059	26,985	29,919	29,684	31,028	32,475	19,896	19,729	19,666	11,454	12,033	12,683	28,692	30,665	32,094
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	427	3,940	7,966	-6,649	-9,127	-11,458	26,979	26,818	27,816	2,551	1,065	1,263	6,947	7,086	5,071	13,029	14,319	15,934
Nợ/VCSH	0.5	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	1.4	1.8	1.7	2.0	2.3	2.5	0.7	0.8	1.0	0.4	0.4	0.4
Tỷ suất cổ tức (%)	1.4%	1.4%	1.4%	4.3%	4.3%	4.3%	2.1%	2.1%	2.1%	4.4%	4.4%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	6.4%	6.4%
ROAE (%)	7.1%	6.9%	7.9%	13.0%	13.4%	12.1%	10.1%	10.0%	10.0%	9.9%	11.1%	12.0%	6.3%	9.5%	10.2%	18.5%	18.3%	20.0%
ROAA (%)	4.7%	4.9%	5.6%	5.0%	5.2%	4.7%	3.9%	3.5%	3.3%	2.9%	3.0%	3.1%	3.8%	5.5%	5.3%	13.0%	13.4%	14.3%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn GAS, PVS và BSR

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
GAS	Khả quan	82,300	- Chúng tôi kỳ vọng trong ngắn hạn dự án Sư Tử Trắng GD 2B sẽ bù đắp phần nào nguồn cung khí cho GAS trước khi công ty nhận luồng khí đầu tiên từ Lô B Ô Môn. - GAS đã bắt đầu ghi nhận doanh thu kinh doanh khí LNG vào cuối 2023, chúng tôi dự phóng đây sẽ là một trong những trụ cột tạo đà cho KQKD của doanh nghiệp trong dài hạn, với nhu cầu thúc đẩy điện khí theo QHĐ VIII, GAS đóng vai trò chủ đạo và tiên phong trong lĩnh vực cung cấp khí LNG cho các nhà máy điện khí vận hành bền vững. - GAS đang có mức định giá thấp hơn đáng kể so với mức bình quân P/E lịch sử 5 năm, tạo một biên an toàn hợp lý để đầu tư vào doanh nghiệp trong giai đoạn này.
PVS	Khả quan	43,700	- Chúng tôi kỳ vọng năm 2026 sẽ là điểm rơi ghi nhận doanh thu mảng M&C của PVS đến từ các dự án nội địa như Lô B – Ô Môn (ghi nhận các gói EPCI 1-2-3-4), Lạc Đà Vàng 1, Sư Tử Trắng giai đoạn 2B và hợp đồng xây lắp cho dự án LNG Thị Vải giai đoạn 2. - Với việc thành công triển khai Lô B – Ô Môn và tiềm năng lớn từ mảng điện gió ngoài khơi, thị trường được kỳ vọng sẽ định giá lại PVS và sẽ được xem xét ngang hàng với các nhà thầu năng lượng lớn trong khu vực, từ đó mở ra tiềm năng tăng trưởng đáng kể về giá cổ phiếu. - Bên cạnh các dự án EPCI có tính chu kỳ, PVS duy trì một nền tảng dịch vụ lõi cực kỳ ổn định và sinh lời. Các hợp đồng cho thuê tàu chứa và xử lý dầu thô (FSO/FPSO) và dịch vụ Duy tu Bảo dưỡng (O&M) cho các công trình dầu khí là nguồn thu nhập cố định, có tính lặp lại cao và biên lợi nhuận gộp hấp dẫn. Việc gia hạn và ký mới các hợp đồng này với các nhà điều hành lớn như Vietsovetro đảm bảo PVS có một dòng tiền chất lượng cao và bền vững, tạo bộ đệm tài chính vững chắc.
BSR	Khả quan	19,500	- Động thái chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 61.5% trong năm 2025 sẽ đảm bảo cho kế hoạch triển khai Dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất, dự kiến sẽ giúp nâng công suất của nhà máy lên 15% (từ 148,000 thùng/ngày lên 171,000 thùng/ngày), sản phẩm đầu ra sẽ đáp ứng tiêu chuẩn Euro 5. Sau khi nâng cấp kỳ vọng các sản phẩm phức tạp hơn sẽ giúp BSR cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn, đồng thời nhà máy cũng tăng khả năng đa dạng hóa nguyên liệu đầu vào khi cho phép xử lý được nhiều loại dầu thô khác nhau (dầu chua, dầu nặng, dầu hàm lượng lưu huỳnh cao) thay vì phụ thuộc chủ yếu vào dầu ngọt, nhẹ như trước đây → Mở rộng nguồn cung, giảm rủi ro khi thị trường dầu biến động hoặc nguồn cung truyền thống bị gián đoạn. - Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của nền kinh tế nội địa giúp giữ công suất lọc hóa dầu của BSR và đảm bảo tiêu thụ sản phẩm đầu ra tích cực.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn GAS, PVS và BSR

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
PVD	Khả quan	28,700	- Nhu cầu giàn khoan, đặc biệt là giàn khoan tự nâng, tại khu vực Đông Nam Á đang bước vào vùng cao điểm sau nhiều năm trì hoãn đầu tư và tạm dừng khai thác. Nhu cầu này được thúc đẩy bởi sự phục hồi hoạt động đầu tư thăm dò và khai thác (ERP), nhiều quốc gia trong khu vực (Indonesia, Việt Nam, Malaysia, Brunei) đang đẩy mạnh hoạt động khai thác để đảm bảo an ninh năng lượng nội địa. - Trong bối cảnh nguồn cung dầu khí nội địa sụt giảm và nhu cầu năng lượng ngày càng tăng, Việt Nam đang đẩy mạnh tái khởi động các dự án thượng nguồn quy mô lớn sau thời gian dài trì hoãn. Một số dự án tiêu biểu kỳ vọng có thể khởi công khai thác sớm như Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng – GĐ 2B, Kèn Bầu, Thiên Nga – Hải Âu đều tạo ra cơ hội để PVD thực hiện cung cấp giàn khoan tự nâng và các dịch vụ kỹ thuật sau khi các giàn khoan kết thúc hợp đồng hiện hữu sắp tới. - Giàn khoan PVD XIII và IX được ký mới từ Q4/2025 và Q1/2026 với mức giá cải thiện được kỳ vọng sẽ là động lực giúp PVD gia tăng hiệu suất sử dụng giàn và doanh thu mảng dịch vụ khoan trong năm 2026
PVT	Khả quan	22,000	- Nhu cầu thế giới được dự báo tăng chậm hơn cung tàu giai đoạn 2026-2027 theo IEA làm tăng áp lực lên giá vận chuyển bằng tanker, tuy nhiên ở Nội Á vẫn được hỗ trợ bởi nhà máy lọc và nhu cầu nhiên liệu nội địa (Việt Nam, Indonesia, Thái Lan, Philippines) - các dự án lọc/hóa dầu mới ở khu vực Đông Nam Á làm tăng nhu cầu vận chuyển sản phẩm và dầu thô nội vùng. Khoảng 80-90% đội tàu của PVT hoạt động trên tuyến Châu Á – Thái Bình Dương và Trung Đông do đó chúng tôi dự báo doanh nghiệp vẫn sẽ tiếp tục đạt hiệu suất hoạt động khả quan. - Mảng doanh thu vận tải của PVT kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng với CAGR ~8.4% nhờ hưởng lợi từ nhu cầu tàu hóa chất duy trì tăng đều do mở rộng thương mại hoá chất ở châu Á, phân khúc này có biên tốt hơn vận tải hàng rời và ít cạnh tranh hơn so với thị trường dầu thô.
PLX	Khả quan	43,200	- Tiêu thụ xăng dầu thị trường nội địa khả quan sẽ là cú hích hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của PLX vốn có tỷ trọng doanh thu kinh doanh xăng dầu > 90%. - Dự thảo luật kinh doanh xăng dầu 2025 kỳ vọng ban hành trong năm 2026 sẽ giúp PLX linh hoạt hơn trong việc quyết định mức giá cơ sở, từ đó cải thiện biên lợi nhuận tích cực hơn. Ngoài ra, với các quy định mới, các nhà bán lẻ quy mô nhỏ sẽ gặp khó khăn trong việc duy trì thị phần và mở ra cơ hội cho những đầu mối lớn, có kinh nghiệm và hệ thống chuyên nghiệp như PLX gia tăng vị thế của mình.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ		tr USD	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Khoan dầu															
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí	PVD VN	26,050	28,700	Khả quan	568	12.4	11.8	0.9	0.8	4.7	4.7	7.1	6.9	8.6	7.9
Velesco Energy Bhd	VEB MK	0.25	n/a	n/a	400	5.6	4.8	0.9	0.8	7.0	8.0	15.0	17.0	3.8	3.5
Valaris Ltd	VAL US	59.9	n/a	n/a	4,200	12.2	9.5	1.1	1.1	3.5	4.1	8.5	10.2	6.7	6.1
Transocean	RIG US	4.4	n/a	n/a	4,900	-17.8	-14.9	0.9	0.8	-4.0	-3.5	-12.0	-10.0	7.5	6.8
Trung bình					2,517	3.1	2.8	1.0	0.9	2.8	3.3	4.7	6.0	6.7	6.1
Vận chuyển khí															
Tổng Công ty Khí Việt Nam	GAS VN	64,000	82,300	Khả quan	5,876	12.0	10.7	2.2	2.0	14.0	14.5	19.1	19.5	9.4	9.6
PTT PCL	PTT TB	31.5	n/a	n/a	28,400	10.5	9.5	1.1	1.0	4.5	5.0	10.5	11.1	5.7	5.1
Indraprastha Gas	IGL IN	185.0	n/a	n/a	3,100	16.5	15.0	2.5	2.3	10.0	11.0	17.5	18.5	10.0	9.0
China Gas Holdings	384 HK	8.3	n/a	n/a	5,720	8.5	7.5	0.8	0.7	3.5	4.0	9.0	10.0	7.0	6.0
Trung bình					10,774	11.9	10.7	1.7	1.5	8.0	8.6	14.0	14.8	8.0	7.4
Lọc dầu															
CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	15,200	19,500	Khả quan	3,152	36.7	15.3	1.3	1.3	3.7	4.9	6.1	8.5	5.5	3.6
Chevron Corp	CVX US	150.0	n/a	n/a	304,540	12.0	10.5	1.7	1.6	6.0	6.5	14.0	15.0	7.0	6.5
IRPC PCL	IRPC TB	1.0	n/a	n/a	1,050	9.0	8.0	0.8	0.7	3.0	3.5	6.0	7.0	4.5	4.0
Trung bình					102,914	19.2	11.3	1.3	1.2	4.2	5.0	8.7	10.2	5.7	4.7

• Dữ liệu cập nhật ngày 05/12/2025 Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
		Bloomberg	Nội tệ			Nội tệ	tr USD	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Xây lắp dầu khí															
Tổng CTCP dịch vụ kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	PVS VN	32,400	43,700	Khả quan	645	11.1	10.7	1.1	1.1	3.9	3.5	10.1	10.0	15.0	9.8
Subsea 7 S.A.	SUBC NO	188.8	n/a	n/a	60,900	14.0	12.5	1.9	1.8	5.0	5.5	10.5	11.5	8.0	7.0
Saipem S.p.A.	SPM IM	2.4	n/a	n/a	5,400	15.0	12.0	2.0	1.8	4.0	5.0	10.0	12.0	6.5	5.5
TechnipFMC plc	FTI US	46.0	n/a	n/a	12,400	16.0	13.5	1.8	1.6	5.0	6.0	11.0	13.0	8.0	7.0
Trung bình					26,233	15.0	12.7	1.9	1.7	4.7	5.5	10.5	12.2	7.5	6.5
Vận tải dầu khí															
Tổng CTCP Vận tải dầu khí	PVT VN	18,900	22,000	Khả quan	337	6.3	5.5	0.8	0.7	5.0	5.2	13.0	13.4	4.8	4.4
Frontline Ltd.	FRO	23.4	n/a	n/a	5,766	7.5	6.5	1.4	1.3	10.0	12.0	20.0	23.0	4.5	4.0
Scorpio Tankers Inc	STNG	55.9	n/a	n/a	2,850	5.0	4.5	1.2	1.1	15.0	16.0	28.0	30.0	3.5	3.0
Teekay Group	TNK	55.2	n/a	n/a	800.68	8.0	7.0	1.1	1.0	6.0	7.0	12.0	14.0	5.0	4.5
Trung bình					2,438	6.7	5.9	1.1	1.0	9.0	10.1	18.3	20.1	4.5	4.0
Kinh doanh xăng dầu															
Tập đoàn xăng dầu Việt Nam	PLX VN	34,400	43,200	Khả quan	1,714	7.8	5.4	1.9	2.0	6.8	9.4	22.9	35.9	10.0	6.5
S-Oil Corp	010950 KS	80,500	n/a	n/a	11,000	6.0	5.5	0.7	0.6	5.0	6.0	10.0	12.0	4.0	3.5
Eneos Holdings Inc	5020 JP	1,052	n/a	n/a	18,500	7.0	6.0	0.5	0.5	4.0	4.5	8.0	9.0	5.0	4.5
Trung bình					10,405	6.9	5.6	1.0	1.0	5.3	6.6	13.6	19.0	6.3	4.8

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research (Dữ liệu cập nhật ngày 05/12/2025)

Tóm tắt luận điểm

Triển vọng huy động 2026:

- Trong 2026, Bộ Công Thương đưa ra kịch bản tăng trưởng tiêu thụ điện cơ sở 8.5% theo sau là các kịch bản cao hơn từ 11-12% cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế đột phá, kỳ vọng là động lực chính cho tăng trưởng sản lượng các nhà máy.
- Môi trường huy động dự báo tiếp tục ổn định sau khi EVN cơ bản vượt qua được khó khăn tài chính từ 2024. Chúng tôi cho rằng các nhà máy sẽ vẫn được giao Qc cao với chu kỳ dài, là điểm tựa cho triển vọng lợi nhuận.
- Về xu hướng huy động theo nguồn, chúng tôi cho rằng (1) Sản lượng thủy điện sẽ giảm từ nền cao 2025 khi pha thời tiết chuyển sang Trung tính; (2) Huy động điện than phục hồi tốt, đây vẫn là nguồn chạy nền quan trọng, giá bán hợp lý cùng đầu vào ổn định. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng nhóm sẽ tăng mạnh trong các tháng cao điểm mùa nóng Q2-Q3; (3) Huy động điện khí tăng trưởng nhờ Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động, nhóm doanh nghiệp khí nội như NT2, PGV hiện tại cơ bản vẫn đang đảm bảo nguồn khí vừa đủ nhờ hợp đồng cam kết với GAS. Tuy nhiên rủi ro cạnh tranh từ nhà máy mới hiện hữu đặc biệt nếu nhu cầu tăng trưởng không cao như dự kiến; 4) Điện NLTT vẫn đang là nguồn ưu tiên phải phát, các rủi ro đến từ tình trạng thừa nguồn cục bộ kéo theo cắt giảm công suất nhà máy.

Triển vọng chính sách:

- Trong chu kỳ phát triển tiếp theo của ngành điện, nhóm chính sách mới đang tập trung thúc đẩy các nguồn điện NLTT và

• [Xem chi tiết Báo cáo Triển vọng 2026 ngành Điện](#)

điện khí cũng như đề cao vai trò của ha tầng lưới điện với nguồn việc lớn từ nay đến 2030 theo QHĐ 8 Điều chỉnh. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy vẫn có khoảng cách giữa định hướng chính sách và hiệu quả thực thi. Trong đó, nhiều chính sách cần độ mở hơn, đang được hoàn thiện như DPPA, cơ chế bao tiêu sản lượng điện khí, điện gió ngoài khơi,...

- Sau khi khung giá được ban hành, ở nhóm NLTT, chúng tôi nhận thấy hoạt động phát triển dự án mới sôi động hơn từ các doanh nghiệp đầu ngành như REE, GEG, HDG, PC1.
- Đối với điện khí LNG, bên cạnh POW, PGV vẫn thể hiện quyết tâm lớn với nhiều dự án gối đầu, ngành ghi nhận xuất hiện các tay chơi mới như VinEnergio với LNG Hải Phòng 1&2.

Chúng tôi lựa chọn HDG & REE cho chiến lược đầu tư 2026:

- Trong bối cảnh rủi ro lãi suất gia tăng cùng rủi ro tỷ giá hiện hữu, chúng tôi thiên về nhóm doanh nghiệp có sức khỏe tốt và ít nhạy cảm với chi phí tài chính.
- Đối với HDG, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN ấn tượng 2026-27, đến từ bàn giao Charm Villa GD3 và kỳ vọng tiến độ tích cực hơn từ phê duyệt các dự án mới.
- Đối với REE, chúng tôi ưa thích câu chuyện dài hơi của doanh nghiệp, tập trung đẩy mạnh nguồn điện NLTT đặc biệt là điện gió ngoài khơi.

Dự phóng KQKD 2025-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	PC1			POW			REE			HDG			NT2			QTP			GEG		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	13,634	14,086	17,519	33,578	57,693	58,577	10,605	10,992	12,477	3,003	4,258	5,147	7,434	8,309	8,627	10,959	11,922	11,579	2,983	2,818	2,978
%svck	35.3%	3.3%	24.4%	11.3%	71.8%	1.5%	26.3%	3.7%	13.5%	10.5%	41.8%	20.9%	25.1%	11.8%	3.8%	-8.0%	8.8%	-2.9%	28.3%	-5.5%	5.7%
LN gộp	2,829	2,606	3,527	4,124	5,382	5,757	4,204	4,446	4,862	1,869	2,714	3,302	864	990	992	765	843	943	1,637	1,481	1,563
Biên LN gộp (%)	20.8%	18.5%	20.1%	12.3%	9.3%	9.8%	39.6%	40.4%	39.0%	62.3%	63.7%	64.2%	11.6%	11.9%	11.5%	7.0%	7.1%	8.1%	54.9%	52.6%	52.5%
EBITDA	2,922	2,629	3,455	6,865	7,382	7,724	4,774	5,143	5,695	2,066	2,990	3,610	1,346	1,040	1,043	1,260	1,328	1,231	2,346	2,225	2,350
Biên EBITDA (%)	21.4%	18.7%	19.7%	20.4%	12.8%	13.2%	45.0%	46.8%	45.6%	68.8%	70.2%	70.1%	18.1%	12.5%	12.1%	11.5%	11.1%	10.6%	78.6%	79.0%	78.9%
LN ròng	932	784	1,447	2,306	2,081	2,655	2,629	3,085	3,232	683	1,635	1,890	772	861	887	524	581	668	696	565	612
%svck	102.5%	-15.9%	84.6%	84.2%	-9.8%	27.6%	31.9%	17.3%	4.7%	96.2%	139.3%	15.6%	831.5%	11.5%	3.0%	-15.4%	11.0%	14.8%	506.6%	-18.9%	8.4%
EPS (đ/cp)	2,267	1,907	3,519	985	888	1,134	4,854	5,695	5,966	1,606	3,858	4,405	2,682	2,990	3,080	1,106	1,228	1,410	1,944	1,576	1,709
BVPS (đ/cp)	18,969	21,599	25,900	16,137	18,680	19,995	44,209	50,075	56,252	17,549	21,623	26,221	16,584	18,161	19,821	10,831	10,691	10,651	18,035	19,788	21,729
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(19,102)	(18,410)	(13,997)	(6,874)	(5,521)	(1,428)	(8,165)	(13,327)	(8,053)	(11,403)	(10,274)	(7,399)	7,068	8,697	10,475	1,132	1,083	1,111	(14,408)	(9,828)	(6,192)
Nợ/VCSH	1.8	1.6	1.4	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7	0.5	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	1.3	1.2	1.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	1.3%	1.3%	3.1%	3.1%	3.1%	3.4%	6.4%	6.4%	9.7%	9.7%	9.7%	0.8%	0.8%	0.8%
ROAE (%)	11.9%	8.8%	13.6%	7.0%	5.9%	7.0%	11.0%	11.4%	10.6%	10.5%	20.4%	19.5%	16.2%	16.5%	15.5%	10.7%	12.1%	13.9%	11.2%	8.2%	8.1%
ROAA (%)	3.9%	2.9%	5.0%	2.7%	2.2%	2.5%	6.8%	7.1%	6.8%	4.5%	9.3%	9.6%	8.6%	8.8%	8.5%	8.3%	9.1%	10.6%	4.5%	3.6%	3.8%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn HDG, REE

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
REE	Khả quan	77,700	- Doanh nghiệp đa ngành với mũi nhọn tập trung vào vào các ngành nghề tiện ích, có dòng tiền dồi dào như điện, nước, và cho thuê văn phòng. Sở hữu danh mục đầu tư các công ty con và công ty liên kết có tỷ suất sinh lời hiệu quả với ROE trung bình đạt 15%, khá cao so với một mô hình tập đoàn. - Động lực tăng trưởng LN ròng 2025 đạt 32% svck chủ yếu đến từ tăng trưởng tích cực của mảng chính là thủy điện. Nhìn sang 2026, trong bối cảnh dư địa tăng trưởng nhóm thủy điện không cao, động lực sẽ đến từ các mảng còn lại như 1) Bàn giao phần còn lại các sản phẩm thấp tầng của The Light Square và tiếp tục lấp đầy tòa nhà văn phòng E.Town 6; 2) Mảng nước kỳ vọng tăng trưởng tích cực 17% nhờ VCW giai đoạn 2 đi vào vận hành. - Trong 2026, hoạt động M&E sôi động trong đó, kỳ vọng giai đoạn cao điểm thi công cơ điện lạnh của Long Thành, và REE có lượng backlog khá lớn ~2.500 tỷ đồng. Hoạt động xây dựng BDS cho thấy dấu hiệu âm lên rõ rệt cũng là động lực của mảng. - Chúng tôi ưu thích câu chuyện dài hơi của REE tập trung vào điện NLTT, bao gồm triển khai điện gió Duyên Hải (48MW); Trà Vinh V1-3 GD2 (48MW); V1-5,V1-6 (80MW); và nghiên cứu các dự án ĐMT nổi. Đáng chú ý, doanh nghiệp vừa được giao hơn 7.000ha khu vực biển tại tỉnh Vĩnh Long để đo đạc, khảo sát phục vụ phát triển dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500MW).
HDG	Khả quan	40,600	- Tăng trưởng LN ròng 2025/26/27 cao, đạt lần lượt đạt 96%/139%/16% svck. Trong đó, 2025 tăng trưởng đến từ sự phục hồi của nhóm thủy điện nhờ thủy văn thuận lợi, cùng một phần hiệu ứng nền thấp Q4/24. Nhìn sang 2026-27, động lực tăng trưởng chính phụ thuộc vào bàn giao Charm Villa, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp đang muốn tận dụng tối đa đà tăng giá bán để thu về mức LN tối ưu. Hiện tại, giá bán tại khu vực đẩy lên ~220-250tr/m2, quy mô doanh thu dự án dự kiến ~3,500-3800 tỷ đồng với LN ròng dự kiến đạt ~1,500-1,700 tỷ đồng. - Tiếp tục mở rộng quy mô các dự án điện làm bàn đạp tăng trưởng từ 2027, HDG đang triển khai 2 thủy điện nhỏ Sơn Linh, Sơn Nham (24MW), điện gió Phước Hữu (50MW) và Bình Gia (80MW). Ở mảng BDS, doanh nghiệp ghi nhận thông tin tích cực từ quỹ đất gói đầu, một số dự án nổi bật được đưa vào danh sách thí điểm Nghị quyết 171 như 62 Phan Đình Giót, Minh Long, Green Lane, doanh nghiệp kỳ vọng sẽ mất từ 1-2 năm hoàn thiện pháp lý, thúc đẩy triển vọng tăng trưởng từ 2028. - Năng lực đầu tư uy tín đã được chứng minh, đặc biệt nhờ sở hữu danh mục điện có hiệu suất sinh lời cao. Các dự án cơ bản có sản lượng tối ưu, suất đầu tư rẻ, kéo theo đàm phán được lãi vay thấp và biên LN cao, hơn nữa, mảng đem lại dòng tiền dồi dào hỗ trợ tốt cho hoạt động kinh doanh BDS. Với sức khỏe tài chính tốt, HDG là lựa chọn phù hợp trong bối cảnh rủi ro lãi suất gia tăng.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn HDG, REE

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
PC1	Khả quan	28,500	- Hoạt động xây lắp tích cực nhờ nguồn việc lớn theo QHĐ 8 Điều chỉnh, 2025 ghi nhận lượng backlog cao lịch sử ~8,000 tỷ đồng, kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 2026 nhờ chiến lược mở rộng nhận thầu ra ngoài EVN như EPC điện gió và KCN. - Mở rộng danh mục điện với hai thủy điện nhỏ Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW) dự kiến đi vào hoạt động trong 2026-27. Ngoài ra, PC1 đặt mục tiêu nâng tổng công suất lên 1,000MW đến 2030, trọng tâm đầu tư các dự án NLTT. - Tăng trưởng kép EPS giai đoạn 2025-27 đạt 46% CAGR, thúc đẩy mạnh mẽ bởi mảng bất động sản. Trong đó, bàn giao Tháp Vàng và tiến độ pháp lý tích cực hơn của PC1 Gia Lâm và Vĩnh Hưng là điểm tựa cho tăng trưởng doanh thu mảng BDS nhà ở. Ngoài ra, PC1 kỳ vọng vào chiến lược mở rộng đầu tư khu công nghiệp, bên cạnh Western Pacific - công ty LDLK PC1, sở hữu danh mục đầu tư gồm các dự án quy mô như Yên Phong IIA, Đồng Văn 5, Yên Lư MR (~370ha), doanh nghiệp xúc tiến tự đầu tư 100% cổ phần Nomura 2 (~200ha) nằm tại vị trí đắc địa Hải Phòng. Với chiến lược đầu tư nhanh, mạnh, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp có đủ nguồn việc để duy trì tăng trưởng LN trong trung hạn. - PC1 hiện giao dịch tại P/E 15.8x, thấp hơn 15% sv trung bình 2 năm. Triển vọng kinh doanh phục hồi cùng với mức giá chiết khấu sâu là hai yếu tố chính khiến PC1 là lựa chọn hấp dẫn thời điểm hiện tại.
GEG	Khả quan	19,000	- Tăng trưởng LN 2025 đạt 500%, đánh dấu năm bước ngoặt nhờ 1) Tân Phú Đông 1 (100MW) đàm phán được giá chính thức đạt 1.813đ/kWh; 2) Áp lực chi phí lãi vay giảm nhờ nền lãi suất giảm, doanh nghiệp có mục tiêu mua lại các lô trái phiếu lãi cao nhờ nguồn tiền bổ sung từ hồi tố giá điện TPD1 và thoái vốn thủy điện Trường Phú. Nhìn sang 2026, LN ròng kỳ vọng giảm 19% svck do không còn các khoản bất thường, tuy nhiên nếu nhìn rộng hơn, quy mô LN giai đoạn tới kỳ vọng ~500 tỷ so với mức chỉ ~200 tỷ trước 2024, các nhà máy về cơ bản đi vào vận hành ổn định. - Về triển vọng tăng trưởng, GEG đang triển khai điện gió VPL2 Bến Tre (40MW); ĐMT Đức Huệ 2 (50MW), và mới đây trúng thầu dự án điện gió gần bờ Tân Thành (100MW). Đáng chú ý, ĐMT Đức Huệ 2 sẽ tích hợp BESS, kỳ vọng là một trong số các dự án áp dụng DPPA đầu tiên với khách hàng Samsung, giá bán ~4.0 UScent/kWh. - Doanh nghiệp NLTT hàng đầu của ngành với danh mục hiện tại đạt ~672MW. Quy mô LN cải thiện đột biến từ 2025, kéo theo P/E hiện tại chỉ 7.8x, và P/B đạt 1.0x thấp hơn nhiều so với trung bình 2 năm cũng như mức trung bình ngành, cho thấy đà tăng giá chưa tương xứng với tăng trưởng lợi nhuận.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn HDG, REE

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
POW	Khả quan	15,100	- Trong 2025, mặc dù sản lượng tăng nhẹ 9% svck, việc được giao Qc cao ở chu kỳ dài là yếu tố then chốt hỗ trợ cải thiện mạnh biên LN gộp, kéo LN ròng tăng 85% svck. Nhìn sang 2026 với kỳ vọng nhu cầu điện toàn quốc phục hồi, các nhà máy tiếp tục được giao sản lượng tốt, tuy nhiên, Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành từ đầu 2026 kỳ vọng sẽ lỗ ròng 2 năm đầu do áp lực về lãi vay lớn, trong khi triển vọng huy động vẫn đối mặt với nhiều rủi ro. Theo đó, kỳ vọng LN ròng 2026 sẽ giảm nhẹ 2% svck sau đó tăng trưởng 31% svck từ 2027 khi nhà máy bắt đầu vận hành ổn định. - Triển vọng từ chính sách sau đề xuất nâng tỷ lệ bao tiêu Qc từ 65% lên 75% trong 10 năm của Bộ Công Thương, doanh nghiệp hiện theo đuổi hai dự án điện khí LNG quy mô lớn là LNG Quảng Ninh (1,500MW) và LNG Cà Mau 3 (1,200MW). - Định giá hấp dẫn trong dài hạn với vị thế là doanh nghiệp điện khí hàng đầu. Mức giá hiện tại tương đương P/B 1.0x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành (1.5x) cho thấy dư địa tăng giá lớn.
NT2	Khả quan	27,300	2025 kỳ vọng LN ròng tăng trưởng ấn tượng 821% svck nhờ 1) Giao Qc cao từ đầu năm và hiệu ứng nền thấp năm ngoái; 2) Nguồn khí đầu vào ổn định nhờ hợp đồng bao tiêu khí với GAS đến 2027, áp lực cạnh tranh khí cũng giảm khi 2 nhà máy Phú Mỹ 2.2, Phú Mỹ 3 hết hợp đồng BOT từ 2025, phải chuyển sang chạy bằng LNG. - LN ròng 2026 kỳ vọng tiếp tục tăng 12% svck từ nền cao 2025 do 1) Dư địa huy động vẫn lớn, nhà máy 2025 chỉ chạy ~45% hiệu suất; 2) Giảm chi phí khấu hao thiết bị; 3) Các khoản LN tiềm tàng từ chênh lệch tỷ giá ~177 tỷ dự kiến ghi nhận trong 2025-26. - Hiện tại doanh nghiệp đã trả hết nợ vay dài hạn, và nếu duy trì được mức trả cổ tức ~1,500đ/cp (tương đương tỷ suất cổ tức 6.5%), NT2 sẽ là lựa chọn phù hợp cho chiến lược đầu tư ngành phòng thủ.
QTP	Khả quan	16,100	- Năm 2025 khó khăn do giá thị trường thấp, kéo giảm biên LN trong khi huy động cũng giảm nhẹ do thủy điện thuận lợi trong bối cảnh nhu cầu điện thấp. Nhìn sang 2026, với kỳ vọng nhu cầu điện tăng trưởng ~11-12% phục vụ phát triển kinh tế, tiêu thụ nhu cầu dân cư kỳ vọng cũng sẽ phục hồi trở lại rõ ràng hơn trong cao điểm nắng nóng. Đây là câu chuyện cần chú ý đối với nhóm điện than nói chung trong các tháng quý 2-3. Kỳ vọng LN ròng tăng trưởng 11% trong 2026 và 15% trong 2027. - Tỷ suất cổ tức ~10%, mức khá hấp dẫn sau khi diễn biến giá cổ phiếu không tích cực trong cả năm 2025, chúng tôi cho rằng QTP là lựa chọn rủi ro thấp và hợp lý cho chiến lược đầu tư ngành phòng thủ. Câu chuyện huy động điện than khá nổi bật những năm thủy điện khó khăn.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		D/E
			Bloomberg	tr USD	TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	TTM	2026	
Điện khí													
PVPower	POW VN	1,296.9	18.5	19.1	1.0	1.0	2.3	2.2	5.8	5.9	7.8	5.7	76%
GENCO3	PGV VN	839.0	30.8	na	1.4	1.3	1.3	4.1	4.7	15.7	5.6	na	178%
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	NT2 VN	257.1	10.7	9.6	1.5	1.4	6.9	8.5	14.6	16.5	3.4	3.6	29%
Trung bình			20.0	14.4	1.3	1.2	3.5	4.9	8.4	12.7	5.6	4.7	0.9
Trung vị			18.5	14.4	1.4	1.3	2.3	4.1	5.8	15.7	5.6	4.7	76%
Điện than													
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	202.9	23.3	na	0.9	na	3.3	6.0	3.7	7.6	6.1	na	0%
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	216.8	9.2	9.3	1.1	1.2	8.4	9.1	11.9	12.1	4.1	4.3	4%
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	140.6	121.2	14.1	15.7	13.9	0.7	0.7	4.3	4.6	4.9	5.5	37%
Trung bình			51.2	11.7	5.9	7.5	4.1	5.3	6.6	8.1	5.0	4.9	14%
Trung vị			23.3	11.7	1.1	7.5	3.3	6.0	4.3	7.6	4.9	4.9	4%
Thủy điện													
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	398.0	11.1	13.5	2.1	na	11.2	na	19.5	16.0	6.9	na	56%
CTCP Thủy điện Hủa Na	HNA VN	195.4	10.7	na	1.5	na	12.7	na	14.6	na	6.2	na	13%
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	177.8	9.6	na	2.4	na	19.1	na	26.1	na	6.2	na	22%
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN	89.1	12.1	na	2.0	na	12.1	na	17.1	na	7.0	na	5%
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP VN	133.1	10.8	na	2.7	na	22.3	na	26.0	na	6.7	na	0%
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH VN	190.8	18.3	na	3.1	na	13.6	na	14.5	na	10.4	na	0%
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP VN	157.0	11,8	na	2,5	na	16,9	na	22,07	na	7.5	na	16%
Trung bình			12.1	13.5	2.3	na	15.2	na	19.6	16.0	7.3	na	16%
Trung vị			11.1	13.5	2.3	na	13.6	na	19.5	16.0	7.0	na	14%

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research (dữ liệu cập nhật ngày 09/12/2025)

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		D/E
			Bloomberg	tr USD	TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	TTM	2026	TTM
Năng lượng tái tạo													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	192.3	8.5	11.4	1.2	1.0	4.2	3.6	15.6	8.2	6.5	7.3	126%
CTCP BCG Energy	BGE VN	130.0	na	na	0.5	na	(3.9)	na	(10.2)	na	18.4	na	67%
Trung bình			8.5	11.4	0.9	1.0	0.2	3.6	2.7	8.2	12.5	7.3	1.0
Trung vị			8.5	11.4	0.9	1.0	0.2	3.6	2.7	8.2	12.5	7.3	1.0
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	1,292.5	13.1	12.3	1.6	1.5	7.0	7.1	13.4	12.0	9.2	9.4	43%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	416.1	31.6	7.8	1.7	1.4	2.4	9.3	5.6	20.1	9.1	5.9	60%
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	342.5	18.1	10.1	1.5	1.1	2.5	2.9	8.7	8.8	7.3	7.0	143%
CTCP Tập đoàn Gelex	GEX VN	1,458.4	18.4	19.8	2.3	na	3.5	3.0	14.1	11.7	7.6	5.9	81%
Trung bình			20.3	12.5	1.8	1.3	3.9	5.6	10.5	13.2	8.3	7.1	0.8
Trung vị			18.2	11.2	1.7	1.4	3.0	5.1	11.1	11.9	8.4	6.5	0.7
Tư vấn xây dựng điện													
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	TV2 VN	91.2	36.5	14.1	1.8	na	3.2	7.5	5.1	15.2	26.3	8.7	7%
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 1	TV1 VN	23.4	7.1	na	1.5	na	7.9	na	23.4	na	4.7	na	70%
Trung bình			21.8	14.1	1.7	na	5.5	7.5	14.3	15.2	15.5	8.7	0.4
Trung vị			21.8	14.1	1.7	na	5.5	7.5	14.3	15.2	15.5	8.7	0.4

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research (dữ liệu cập nhật ngày 09/12/2025)



Tóm tắt luận điểm

Với ngành tiêu dùng bán lẻ, năm 2026 là thời điểm thực thi nhiều thay đổi chính sách về thuế thu nhập cá nhân và thuế TNDN, nhằm hỗ trợ thu nhập người tiêu dùng và kích cầu tiêu dùng trong nước. Bên cạnh đấy, trong bối cảnh môi trường xuất nhập khẩu tiếp đà tăng trưởng khả quan sẽ kéo theo khu vực sản xuất phục hồi, từ đó thu nhập người lao động được cải thiện. Do đó, chúng tôi kỳ vọng với nhiều điều kiện vĩ mô thuận lợi, cùng sự chuyển dịch chính sách hỗ trợ thu nhập sẽ tạo động lực phục hồi khả quan cho sự tự tin tiêu dùng, chi tiêu thiết yếu hàng ngày.

Về phía DN sản xuất tiêu dùng, trong giai đoạn đầu phục hồi, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng có thị phần đầu ngành, có khả năng dẫn dắt sự phục hồi của thị trường chung, **ưu tiên lựa chọn doanh nghiệp có định giá hấp dẫn, sở hữu năng lực R&D vượt trội cùng hệ thống phân phối rộng rãi.**

Về phía doanh nghiệp bán lẻ, tiền đề về việc thay đổi các quy định về thuế sẽ tạo ra môi trường cạnh tranh lành mạnh cho các doanh nghiệp bán lẻ “chính ngạch” trong trung - dài hạn. Năm 2026 là thời điểm tiếp đà cho việc mở rộng khu vực “chợ hiện đại” khi đã có nhiều tín hiệu tốt trong 2H2024-2025. Thời điểm đầu, người tiêu dùng đã đa phần chấp nhận mô hình kiểu mới với các lợi thế “tiện lợi - giá cả hợp lý - hàng hóa đa dạng”, khá giống với mô hình chợ cóc truyền thống tại Việt Nam. Ngoài ra, yếu tố hỗ trợ về (1) xu hướng tiêu dùng thay đổi nhanh chóng, ưu tiên hàng hóa có thương hiệu (2) tỷ lệ thâm nhập của các mô hình hiện đại còn thấp

- **Xem chi tiết Báo cáo Triển vọng 2026 ngành Tiêu dùng Bán lẻ**

hơn mức trung bình khu vực Đông Nam Á, trong khi thu nhập tăng trưởng khả dụng, giúp cho mô hình “chợ hiện đại” có thêm bước đà tăng tốc mở rộng quy mô. Bên cạnh đấy, mô hình bán lẻ được phẩm hiện đại cũng sẽ tiếp tục duy trì tốc độ mở cửa hàng 2 chữ số khi Chính Phủ đã thông qua các quy định rõ ràng về quy chuẩn chuỗi bán lẻ được phẩm. Hai mô hình này sẽ dẫn dắt sự tăng trưởng quy mô trong năm 2026-2027. Ngược lại, các mô hình đã có mức độ thâm nhập cao sẽ tập trung vào việc cải thiện doanh thu/cửa hàng để gia tăng thị phần và kích thích nhu cầu, tiêu biểu như thị trường ICT-CE sẽ được tập trung nhiều hơn vào các sản phẩm gia dụng khi thị trường bất động sản phục hồi.

Chiến lược đầu tư năm 2026:

- Theo sự phục hồi chung của thị trường tiêu dùng, chúng tôi ưu tiên lựa chọn các doanh nghiệp sở hữu chuỗi bán lẻ “chợ hiện đại” và đang trên đà mở rộng quy mô mạnh mẽ, sở hữu tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ~20% trong năm 2026 và hiện đang có định giá hấp dẫn. Với ngành tiêu dùng, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu đầu ngành, có định giá hấp dẫn khi P/E 26 ~13 cùng tỷ suất cổ tức ở mức 6%, tốc độ tăng trưởng năm 2026 vượt bậc so với 3 năm gần nhất.
- Tổng kết, danh mục đầu tư ngành bán lẻ, tiêu dùng năm nay có: MWG, MSN và VNM**

Dự phóng KQKD 2025-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	MWG			MSN			VNM			FRT			PNJ			DGW		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	157,470	186,197	218,058	79,925	94,844	112,884	63,650	65,745	68,633	51,264	61,164	71,378	33,630	37,487	41,508	25,609	30,326	35,652
%svck	17%	18%	17%	-4%	19%	19%	3%	3%	4%	28%	19%	17%	-11%	12%	11%	16%	18%	18%
LN gộp	31,494	38,170	45,356	25,063	29,909	35,248	26,304	27,807	29,277	10,281	12,555	14,958	7,069	7,862	8,874	2,372	2,828	3,372
Biên LN gộp (%)	20%	21%	21%	31%	32%	31%	41%	42%	43%	20%	21%	21%	21%	21%	21%	9%	9%	9%
EBITDA	8,309	10,227	11,949	9,884	12,095	14,031	12,360	13,393	14,541	1,892	2,512	2,662	3,093	3,476	4,051	715	858	1,047
Biên EBITDA (%)	5%	5%	5%	12%	13%	12%	19%	20%	21%	4%	4%	4%	9%	9%	10%	3%	3%	3%
LN ròng	6,515	7,798	9,146	3,754	5,471	6,897	9,269	10,058	10,964	736	991	1,205	2,351	2,655	3,058	525	638	789
%svck	75%	19%	17%	88%	46%	26%	-2%	9%	9%	132%	35%	22%	11%	13%	15%	18%	22%	24%
EPS (đ/cp)	4,452	5,329	6,250	2,469	3,598	4,536	4,435	4,845	5,247	4,044	5,447	6,618	6,955	7,853	9,046	2,420	2,911	3,596
BVPS (đ/cp)	21,461	25,790	31,040	22,010	25,208	29,347	15,348	15,307	15,654	18,010	24,680	33,002	38,044	43,661	50,436	17,461	19,401	22,031
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	6,553	9,600	13,346	- 1,793	1,426	- 945	8,134	8,578	9,391	-34,859	-39,309	-37,192	1,212	1,674	3,890	- 2,076	- 4,187	- 6,410
Nợ/VCSH	1.0	0.8	0.8	1.4	1.3	1.3	0.2	0.2	0.2	2.8	2.4	2.0	0.2	0.2	0.2	0.7	0.8	0.8
Tỷ suất cổ tức (%)	1%	1%	1%	0%	0%	0%	6%	6%	6%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
ROAE (%)	22%	22%	22%	9%	12%	13%	26%	29%	31%	22%	23%	21%	20%	19%	18%	15%	16%	16%
ROAA (%)	9%	10%	10%	3%	4%	4%	17%	18%	20%	4%	5%	5%	14%	14%	14%	6%	6%	6%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn MWG, MSN, VNM

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
MWG	Khả quan	108,000	Năm 2026-27, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng đạt tốc độ tăng trưởng kép 19% với 2 động lực chính từ (1) Sự phục hồi mạnh mẽ của mảng bán lẻ điện tử tiêu dùng khi MWG có được lợi thế giành lại thị phần từ giai đoạn khó khăn vừa qua, nhờ đó ước tính DT/CH tăng trưởng 10%/11% svck trong năm 2026-27, lợi nhuận ròng ước tăng trưởng kép 16%, (2) BHX tiếp đà mở rộng quy mô, sử dụng lợi thế về logistic để mở mới mạnh mẽ, hợp lý ở các khu vực mới, doanh thu TB/cửa hàng tăng 8% svck, lợi nhuận ròng ước tăng trưởng kép 34% Bên cạnh đấy, IPO mảng điện tử tiêu dùng trong năm 2026 cũng là yếu tố hấp dẫn, hỗ trợ để tái định giá MWG lên một mức giá hợp lý.
MSN	Khả quan	109,200	Trong giai đoạn 2026 – 2027, sau khi ổn định hệ thống bán lẻ mới, kết hợp với việc cầu tiêu thụ ổn định hơn sẽ giúp cho mảng kinh doanh MCH quay trở lại đà tăng trưởng. Bên cạnh đấy, chúng tôi dự báo WCM tiếp đà mở mới ~900 cửa hàng/năm với sự tập trung lớn tại khu vực miền Bắc–Trung, nhờ vậy tốc độ mở mới cửa hàng đạt tăng trưởng 16%/năm. Ngoài ra, các mảng kinh doanh bên cạnh bao gồm: PLH, MML, MSR tăng trưởng 2 chữ số, tổng hợp các mảng kinh doanh cốt lõi cùng thu nhập từ TCB, LNR MSN 2026-27 ước tăng trưởng 46%/26% svck.
VNM	Khả quan	78,000	Sự khó khăn của tiêu thụ nội địa sẽ được bù đắp trong nửa cuối năm 2025 khi (1) hệ thống phân phối hoạt động ổn định, (2) VNM đẩy mạnh hoạt động phát triển các dòng sản phẩm mới với xu hướng đón đầu thị trường sửa tại Việt Nam giúp cho danh mục sản phẩm tăng mạnh mẽ svck, tổng kết doanh thu thị trường nội địa ước tính tăng nhẹ 1% svck. Với thị trường xuất khẩu, chúng tôi dự báo tăng trưởng 2 chữ số với khả năng mở rộng danh mục sản phẩm và duy trì tệp khách hàng lớn trên 63 quốc gia. Giá sửa nguyên vật liệu nhập khẩu giảm mạnh kể từ T6/2025 có thể giúp cho biên LN gộp được cải thiện trong 2H2025 và cả năm 2025 dự báo đi ngang, tuy nhiên do chi phí bán hàng gia tăng khi đẩy mạnh hoạt động quảng bá trong bối cảnh tiêu dùng yếu, từ đó lợi nhuận ròng dự báo giảm 2% svck. Năm 2026, xu hướng giảm giá sửa NVL nhập khẩu giúp cho biên LN gộp tăng mạnh 0.9d% svck cùng ước tính doanh thu tăng 3% svck sẽ giúp cho lợi nhuận ròng tăng 9% svck. VNM hiện được giao dịch ở mức P/E 2026 là 14, thấp hơn PE trung bình 3 năm ở mức 16.0, sở hữu tỷ suất cổ tức hấp dẫn khoảng 6% cùng tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sau giai đoạn tái định vị hình ảnh vào nửa cuối năm 2023 cho thấy tiềm năng ổn định VNM trong trung - dài hạn.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn MWG, MSN, VNM

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
FRT	Khả quan	165,000	Trong giai đoạn 2026-27F, lợi nhuận ròng có thể đạt 991 tỷ đồng/1,205 tỷ đồng, tăng +35%/22% svck , nhờ vào: (1) Tốc độ tăng trưởng của chuỗi nhà thuốc được dự báo đạt 15%/13% svck, với doanh thu TB theo cửa hàng tăng 6%/6%. Điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận ròng của Long Châu tăng trưởng kép 35% năm 2026– 2027; và (2) Việc mở rộng danh mục sản phẩm điện tử tiêu dùng trong các mô hình FPT Shop hiện tại, cùng việc kích cầu bằng các chương trình bán hàng hợp lý được kỳ vọng sẽ giúp cho LN ròng FPT Shop tăng trưởng kép 78% trong năm 2026-27.
PNJ	Khả quan	105,000	Trong giai đoạn 2026-27F, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng đạt tốc độ tăng trưởng kép 14% với động lực chủ yếu từ: (1) Doanh thu mảng bán lẻ ước tăng trưởng 12% svck với động lực chủ yếu từ tăng trưởng doanh thu/CH, trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng kép quy mô cửa hàng ~5% svck, (2) Biên LN gộp cải thiện 1d% svck nhờ vào thay đổi cơ cấu sản phẩm và nỗ lực tiết giảm chi phí tái chế sản phẩm. Bên cạnh đấy, chúng tôi nhận thấy hạn mức vàng miếng và vàng trang sức nhập khẩu dự kiến sẽ có trong năm 2026 là chìa khóa mở ra tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ cho PNJ trong trung – dài hạn. Ngoài ra, với thế mạnh về sản xuất trang sức tốt nhất thị trường, PNJ có thể thêm nguồn thu từ gia công vàng miếng cho các ngân hàng đủ điều kiện có giấy phép sản xuất nhưng chưa có năng lực trình độ sản xuất khi hạn mức được công bố. Hiện tại, PNJ đang có mức định giá hấp dẫn P/E 13.2x, thấp hơn PE trung bình 3 năm 16.8x với tiềm năng phát triển mạnh mẽ trong trung – dài hạn nhờ vào sự thay đổi chính sách trên thị trường vàng và trang sức.
DGW	Khả quan	53,500	Năm 2026-27, ngành điện tử tiêu dùng sẽ có sự phục hồi đáng kể từ mức đáy nhu cầu năm 2023-24, giúp cho doanh thu ICT-CE ước tính tăng 16%/10% svck. Bên cạnh đấy, các ngành hỗ trợ của DGW sẽ tích cực kết hợp với nhiều thương hiệu có tên tuổi cao nhằm mở rộng danh mục sản phẩm, giúp cho doanh thu mảng FMCGs, thiết bị gia dụng cùng thiết bị văn phòng ước tăng trưởng trên 30% trong năm 2026-27. Biên LN gộp cải thiện 0.2d% nhờ việc mở rộng các sản phẩm có biên LN tốt hơn (FMCGs, thiết bị gia dụng). Kết hợp với duy trì chi phí, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 23% trong năm 2026-27. Giá cổ phiếu đang giao dịch với P/E 25 khoảng 16x, thấp hơn P/E trung bình 3 năm là 18x. Một mức định giá hấp dẫn với P/E khi tiềm năng trung – dài hạn đã mở rộng mạnh mẽ sang các lĩnh vực kinh doanh khác (bên cạnh ICT-CE) cho thấy tốc độ tăng trưởng sẽ hấp dẫn hơn trong trung – dài hạn.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường 16/12	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E	P/B		ROA		ROE		PEG	
	Bloomberg	VND	VND		tỷ VND	TTM	2026 TTM	2026 TTM	2026 TTM	2026 TTM	2026	2026	2026	2026
Doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng														
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	64,200	78,500	ADD	135,638	15.6	14	4	4	15.7	17.8	26.4	27.8	3.1
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH Equity	n/a	n/a	n/a	676,026	22.8	15.1	3.3	3.1	5.3	7.7	14.2	20.3	2.3
China Mengniu Dairy Co	2319 HK Equity	n/a	n/a	n/a	193,492	12.4	10	1.3	1.1	-0.3	5.2	-0.7	11.4	0.5
Yakult Honsha Co Ltd	2267 JT Equity	n/a	n/a	n/a	135,174	17	16	1.3	1.2	5	6	7.4	7.3	n/a
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK Equity	n/a	n/a	n/a	82,836	26	23	3.4	3.1	9.2	10.1	13.7	13.7	2.2
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH Equity	n/a	n/a	n/a	41,314	16.2	21.8	1.2	1.1	3	2	7.6	5.2	1.2
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	213,800	n/a	n/a	228,491	29	30	14.3	8.2	22.7	19	46.8	32	3.2
CTCP Thực phẩm Cholimex	CMF VN	417,800	n/a	n/a	3,384	10.8	n/a	2.2	n/a	14.1	n/a	21.9	n/a	n/a
Indofood CPB SUK Equity	ICBP IJ Equity	n/a	n/a	n/a	151,762	16.1	9.3	1.9	1.6	4.7	7.4	12.7	18.3	1.6
Wilmar	WIL SP Equity	n/a	n/a	n/a	382,616	12.4	10	0.7	0.7	3.2	3.9	7.1	8.6	1.0
Trung bình						17.8	16.6	3.4	2.7	8.3	8.8	15.7	16.1	1.9
Doanh nghiệp bán lẻ đa ngành tại Việt Nam														
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	82,000	108,000	ADD	118,277	19.6	15	3.7	2.8	7.6	9	19.7	21	1.2
CTCP Tập đoàn Masan	MSN VN	74,500	109,200	ADD	113,938	33.7	20.4	3.5	3	2.5	3.8	10.5	11.8	0.7
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	142,600	165,000	ADD	24,693	38.8	25.4	7.8	5.4	3.5	4.6	24.8	22.8	1.1
Trung bình						30.7	20.3	5.0	3.7	4.5	5.8	18.3	18.5	1.0
Doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm														
CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT	FRT VN	142,600	165,000	ADD	24,693	38.8	25.4	7.8	5.4	3.5	4.6	24.8	22.8	1.1
Yifeng Pharma-A	603939 CH Equity	n/a	n/a	n/a	94,510	15.6	13.1	2.3	2	6.2	6.8	15.3	15.3	1.1
Dashenlin Phar-A	603233 CH Equity	n/a	n/a	n/a	72,982	17.5	14	2.7	2.4	4.4	5.6	16.1	18	0.9
Laobaixing Pha-A Equity	603883 CH Equity	n/a	n/a	n/a	41,990	27.2	14.1	1.7	1.6	2	3.8	6.1	10.9	1.4
Yixintang Phar-A	002727 CH Equity	n/a	n/a	n/a	27,014	79	12	1	1	0.6	5.03	1.2	8.4	2.4
Trung Bình						35.6	15.7	3.1	2.5	3.3	5.2	12.7	15.1	1.4
Doanh nghiệp bán lẻ trang sức														
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	92,400	110,200	ADD	31,250	12.9	11.3	2.6	2.1	13.6	14	20	20	1.2
Chow Tai Fook JE Equity	1929 HK Equity	n/a	n/a	n/a	408,512	20.9	12.8	4.7	3.8	6.8	11.5	23	31.3	1.9
Chow Sang Sang Equity	116 HK Equity	n/a	n/a	n/a	26,572	6.8	5.4	0.6	0.6	5.9	6.4	9.1	10.8	2.3
Trung bình						13.5	9.8	2.6	2.2	8.8	10.6	17.4	20.7	1.8
Doanh nghiệp bán buôn														
CTCP Thế giới số	DGW VN	42,600	53,500	ADD	9,642	16.7	14	2.8	2	6.2	6	17.1	17	0.8
CTCP Dịch vụ phân phối Tổng hợp dầu khí	PSD VN		n/a	n/a	829	7.3	n/a	1.2	n/a	3.4	n/a	18.5	n/a	n/a
Trung bình						12.0		2.0		4.8		17.8		

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research



Tóm tắt luận điểm

Triển vọng xây dựng giai đoạn 2025 – 26:

- Ngành xây lắp trở thành điểm sáng thúc đẩy tăng trưởng GDP trong giai đoạn 2025 - 26, mức tăng trưởng dự báo đạt lần lượt 8% và 10% svck. Động lực tăng trưởng dự kiến đến từ xây dựng dân dụng và đầu tư công khi nguồn cung BĐS dự báo duy trì ở mức cao và năm 2026 trở thành bản lề đối với chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 - 30. Đối với xây dựng dân dụng, nguồn cung NOXH dự kiến tăng trưởng lần lượt 45%/50% svck trong 2025 - 26. Bên cạnh đó, việc thúc đẩy hạ tầng đường sắt thông qua các dự án chiến lược đường sắt HN – HP – LC, hay Bến Thành – Cần Giờ giúp giải ngân ĐTC dự báo tăng trưởng 8% svck vào năm 2026.
- Các doanh nghiệp xây lắp sẽ được hưởng lợi nhờ (1) backlog các DN niêm yết dự báo tăng trưởng lần lượt 19%/6%, (2) Tình hình tài chính của các DN bất động sản tốt hơn giúp giảm chi phí trích lập dự phòng dành cho các công ty xây lắp và (3) LN ròng từ HĐKD cốt lõi của các DN niêm yết tăng trưởng 10%/9% svck trong giai đoạn 2025-26.

Chúng tôi ưa thích CTD đối với ngành xây lắp nhờ: Vị thế doanh nghiệp đầu ngành, được hưởng lợi lớn trong bối cảnh tăng trưởng toàn ngành tích cực. Backlog tăng trưởng 21%/10% svck nhờ tăng cường hợp tác với các chủ đầu tư lớn. Mức định giá P/B đạt 0.9 đang thấp hơn mức 1.1 trong giai đoạn phục hồi của ngành xây lắp.

- **Xem chi tiết Báo cáo Triển vọng 2026 ngành Xây dựng & VLXD**

Triển vọng Ngành Thép giai đoạn 2025 – 26:

- Ngành thép dự kiến tăng trưởng tích cực trong bối cảnh tiêu thụ nội địa khả quan trong khi xuất khẩu tiếp tục khó khăn. Sản lượng nội địa tăng 17%/9% svck nhờ (1) nguồn cung BĐS tiếp tục duy trì tích cực và (2) giải ngân đầu tư công dự kiến cải thiện 6%/8% svck trong giai đoạn 2025 - 26.
- Bên cạnh đó, giá thép dự kiến phục hồi kể từ năm 2026 nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng và áp lực từ thép TQ giảm mạnh với hỗ trợ từ thuế Chống bán phá giá.
- Các DN ngành thép dự kiến được hưởng lợi nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tích cực từ thị trường nội địa, (2) biên LN gộp toàn ngành có thể cải thiện trong bối cảnh giá thép phục hồi trong khi giá nguyên liệu than và quặng hạ nhiệt.

Chúng tôi lựa chọn HPG và HSG:

- HPG và HSG được hưởng lợi nhờ có thị phần lớn tại thị trường nội địa nhờ đó có thể hưởng lợi từ tiêu thụ khả quan trong bối cảnh gia tăng thị phần từ thép TQ và biên LN gộp phục hồi. Nhờ đó, LN ròng của HPG và HSG tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025 – 26.
- Bên cạnh đó, mức định giá PE forward năm 2026 đang thấp hơn so với doanh nghiệp trong những giai đoạn phục hồi của ngành thép.

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp ngành xây lắp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	CTD			VCG			HHV			CII		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	28,125	30,850	33,318	14,264	15,434	16,206	3,581	3,939	4,215	2,620	2,830	2,971
%svck	18%	13%	8%	11%	9%	5%	8%	10%	7%	-13%	8%	5%
LN gộp	953	1,103	1,333	2,262	2,775	2,890	1,547	1,721	892	1,669	1,750	1,785
Biên LN gộp (%)	3%	4%	4%	16%	18%	18%	43%	44%	44%	64%	62%	60%
EBITDA	654	791	950	2,122	2,620	2,750	1,595	1,745	1,880	1,895	1,968	2,086
Biên EBITDA (%)	2%	3%	3%	15%	17%	17%	45%	44%	45%	72%	70%	70%
LN ròng	730	921	850	4,050	1,320	1,450	610	670	690	275	299	320
%svck	47%	60%	-8%	337%	-67%	10%	43%	10%	3%	-24%	9%	7%
EPS (đ/cp)	4,380	6,870	6,340	6,444	2,850	3,135	1,197	1,317	1,357	440	480	513
BVPS (đ/cp)	86,515	90,004	90,250	18,650	19,850	21,835	19,600	19,780	20,560	14,257	14,520	14,680
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(31,498)	(31,570)	(32,005)	(4,551)	(4,680)	(4,592)	(14,174)	(14,256)	(14,368)	(3,256)	(3,289)	(3,586)
Nợ/VCSH	17%	18%	17%	59%	60%	60%	374%	385%	381%	135%	142%	146%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	3%	4%	10%	5%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROAE (%)	5%	8%	7%	31%	14%	15%	6%	7%	7%	2%	3%	3%
ROAA (%)	2%	2%	2%	13%	7%	8%	1%	1%	1%	1%	2%	2%

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu CTD trong ngành xây dựng

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
CTD	Khả quan	94,500	- Với vị thế là DN đầu ngành, kết hợp cùng các chủ đầu tư lớn như Vingroup, Masteries hay SunGroup do đó được hưởng lợi trong bối cảnh các DN tăng tốc triển khai dự án và nguồn cung BĐS phục hồi nhờ đó CTD được hưởng lợi mạnh mẽ trong bối cảnh ngành xây dựng phục hồi với 3 phân khúc chính đến từ dân dụng, công nghiệp và hạ tầng. Nhờ đó, doanh thu tăng trưởng lần lượt 13%/10% svck và năm 2026-27. - Biên LN gộp phục hồi lần lượt 0.3đ%/ 0.2đ% svck trong bối cảnh nguồn việc thuận lợi hơn và DN có 1 số biện pháp hạn chế tác động của việc tăng giá NVL. Chất lượng khoản phải thu cao hơn giúp doanh nghiệp giảm bớt chi phí trích lập dự phòng. Thị trường BĐS phục hồi giúp CTD dự kiến không ghi nhận khoản nợ xấu trong giai đoạn 2026 – 27, từ đó chi phí quản lý DN dự kiến giảm 30% so với giai đoạn 2022-24. - Mức định giá P/B đang thấp hơn trong giai đoạn phục hồi của ngành xây dựng
VCG	Trung lập	26,500	- Mặc dù tiếp tục được hưởng lợi trong bối cảnh tăng trưởng đầu tư công và backlog dự kiến tiếp tục tăng khoảng 8% svck. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá câu chuyện của VCG không còn hấp dẫn khi vốn đầu tư công tập trung chủ yếu vào các dự án đường sắt thay vì đường cao tốc như 2020 – 25 nhờ đó VCG không được hưởng lợi đáng kể trong việc thi công xây lắp các dự án này. - LN năm 2026 có thể ghi nhận suy giảm 40% svck do nền cao của năm 2025 khi ghi nhận lợi nhuận từ việc bán dự án.
CII	Trung lập	27,000	- CII được hưởng lợi trong bối cảnh doanh nghiệp trúng thầu dự án cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận (mở rộng), nhờ đó doanh thu mảng xây lắp và BOT có thể tăng trưởng khoảng 10% trong giai đoạn 2027 – 28. Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh cao tốc này luôn duy trì lưu lượng xe ở mức cao, mảng BOT của doanh nghiệp có thể tăng trưởng mạnh mẽ từ 2028. - Sang năm 2026, TP.HCM dự kiến có thể tổ chức đấu giá đất đối với 5 lô đất tại Thủ Thiêm và điều này có thể giúp định giá của CII được cải thiện - Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mức giá hiện tại của CII đang ở mức hợp lý, chúng tôi sẽ update lại định giá khi sự kiện đấu giá tại Thủ Thiêm hoàn thành

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	VND/CP	VND/CP			VNDbn	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025
Xây dựng													
CTCP XNK và Xây dựng VN	VCG VN	22,900	26,500	Trung lập	14,800	4.3	11.5	1.4	1.3	12.9%	4.6%	33.6%	10.9%
CTCP Fecon	FCN VN	15,550	N/A	KKN	2,337	26.0	25.1	0.8	0.7	0.8%	0.9%	2.7%	2.9%
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	HHV VN	13,500	16,000	Trung lập	6,850	12.5	11.2	0.9	0.8	1.5%	1.7%	4.9%	5.2%
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. Hồ Chí Minh	CII VN	22,700	27,000	Trung lập	14,500	82.1	80.5	1.5	1.4	0.3%	0.4%	0.9%	1.1%
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN	8,500	N/A	KKN	3,050	34.1	32.2	0.9	0.8	0.9%	1.1%	1.6%	1.8%
CTCP Xây dựng Coteccons	CTD VN	78,800	94,500	Khả quan	8,100	13.1	12.2	1.0	0.9	2.9%	3.0%	3.7%	4.1%
Trung bình					8,272.8	28.7	28.8	1.1	1.0	3.2%	2.0%	7.9%	4.3%

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp ngành thép trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	HPG			HSG			NKG		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	170,480	223,820	264,505	39,950	43,054	46,929	16,024	17,625	18,506
%svck	23%	31%	18%	2%	8%	9%	-22%	10%	5%
LN gộp	24,577	32,549	38,714	5,146	5,875	6,805	1,103	1,399	1,666
Biên LN gộp (%)	14%	14.5%	14.6%	13%	14%	15%	7%	8%	9%
EBITDA	30,565	38,191	43,568	1,729	2,248	2,895	797	1,220	1,440
Biên EBITDA (%)	18%	17%	16%	4%	5%	6%	5%	7%	8%
LN ròng	16,000	22,200	26,814	948	1,244	1,493	310	443	545
%svck	33%	39%	21%	86%	31%	20%	-31%	43%	23%
EPS (đ/cp)	2,663	3,488	4,190	1,501	1,832	2,198	815	1,017	1,251
BVPS (đ/cp)	17,320	19,609	20,670	18,850	18,990	19,680	16,600	17,400	17,650
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(7,131)	(7,265)	(7,368)	(5,892)	(5,962)	(5,995)	(3,525)	(3,625)	(3,690)
Nợ/VCSH	74%	65%	64%	42%	39%	40%	89%	88%	87%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROAE (%)	15%	19%	23%	8%	9%	197%	4%	6%	7%
ROAA (%)	8%	10%	12%	5%	6%	7%	2%	3%	3%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn HPG, HSG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
HPG	Khả quan	33,500	- HPG được hưởng lợi trong bối cảnh tiêu thụ thép xây dựng và HRC dự báo tích cực nhờ thị trường nội địa tăng trưởng. Sản lượng và giá thép xây dựng được dự báo có thể cải thiện trong nửa cuối năm do nhu cầu tăng trưởng đến từ xây dựng hạ tầng và dân dụng. - Tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng lần lượt 19%/24% trong giai đoạn 2025-2026, chủ yếu nhờ sản lượng HRC tăng mạnh (+50% svck) từ DQ2. LN ròng trong năm tài chính 2025-2026 dự kiến tăng trưởng lần lượt 33% và 39% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp được cải thiện. - Định giá hiện tại của HPG đang thấp hơn giá trị hợp lý. Hệ số P/B hiện tại đạt 1.6 lần, thấp hơn mức trung bình P/B 2.0 lần trong giai đoạn tăng trưởng của ngành thép.
HSG	Khả quan	22,000	- Chúng tôi kỳ vọng giá của thép mạ kẽm nóng (HDG) trong nước và xuất khẩu sẽ phục hồi từ năm 2025 nhờ vào tăng trưởng nhu cầu. Thuế CBPG với HDG giúp thu hẹp chênh lệch giá giữa thép của Trung Quốc và Việt Nam, giúp HSG gia tăng thị phần. Chúng tôi dự đoán thị phần của HSG sẽ tăng lên 30%/31% (từ 29% năm 2024) trong giai đoạn 2025-26 - Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 32%/52% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ vào tăng trưởng khối lượng (6%/8% so với cùng kỳ) và biên lợi nhuận gộp tăng (0.4/0.6 điểm % so với cùng kỳ) nhờ áp dụng thuế chống bán phá giáHHV hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước - Dù LN ròng của HSG có khả năng tăng trưởng và mức định giá hiện tại ở mức hấp dẫn. HSG đang được định giá thấp hơn so với trung bình P/B trong 2 chu kỳ trước (0.9 so với 1.1) trong giai đoạn mở rộng của chu kỳ thép. Hơn nữa, P/E năm 2025 dự kiến sẽ giảm xuống 9.1 (thấp hơn mức trung bình khoảng 10 trong 2 chu kỳ trước.
NKG	Trung lập	18,800	- HĐKD của NKG bị ảnh hưởng tiêu cực trong bối cảnh các thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ và EU thực hiện các biện pháp phòng vệ. Do đó sản lượng của NKG có thể giảm lần lượt 10% và tăng nhẹ 3% svck trong giai đoạn 2025 – 26 do thị trường xuất khẩu giảm khoảng 20%. - LN ròng của NKG dự báo giảm 31% svck trong năm 2025 do sản lượng và biên LN gộp suy giảm đến từ tác động tiêu cực của thị trường xuất khẩu. Sang năm 2026, chúng tôi đánh giá KQKD có thể khả quan hơn nhờ dịch chuyển cơ cấu tiêu thụ sang thị trường nội địa. Chúng tôi kì vọng sản lượng nội địa có thể đạt mức 50 – 55% sản lượng tiêu thụ. Do đó, LN ròng có thể tăng trưởng 11% svck vào năm 2026.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	VND/CP	VND/CP					2025	2026	2025	2026	2025	2026
Sản xuất thép													
CTCP Tập đoàn Hoà Phát	HPG VN	26,250	33,500	Khả quan	208,330	12.5	11.1	1.6	1.5	6.6%	8.7%	12.5%	15.4%
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	15,400	22,000	Khả quan	10,470	15.6	13.7	1.0	0.9	3.8%	4.7%	6.4%	7.1%
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	14,600	18,800	Trung lập	2,500	27.5	22.5	1.0	0.9	2.4%	2.7%	5.8%	6.4%
CTCP Ống thép Việt Đức	VGS VN	25,200	N/A	N/A	1,750	9.5	8.6	1.4	1.3	8.0%	8.2%	13.8%	14.2%
CTCP Tôn Đông Á	GDA VN	16,700	N/A	N/A	2,610	8.4	8.0	0.7	0.6	2.2%	2.4%	6.2%	6.4%
Trung bình					45,132	14.7	12.8	1.1	1.0	4.6%	5.3%	8.9%	9.9%

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tóm tắt luận điểm

- **Triển vọng 2026 ngành Công Nghệ**, Gartner dự báo chi tiêu CNTT thế giới tăng 9.8%, đạt ~6.1 nghìn tỷ USD, được thúc đẩy bởi nhu cầu dịch vụ CNTT, cơ sở hạ tầng đám mây, trí tuệ nhân tạo (AI) và sự mở rộng của nền kinh tế số. Tổ chức cũng cho biết các CEO và CIO đang tăng ngân sách công nghệ để chuẩn bị cho một chu kỳ tăng trưởng mới và cải thiện năng suất sau làn sóng AI, đặc biệt sau khi các quyết định về thuế quan cơ bản gần như được ngã ngũ. Chúng tôi cho rằng nhóm FPT, CMG - các doanh nghiệp nổi bật của Việt Nam cung cấp dịch vụ CNTT cho đối tác toàn cầu sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi này. Ngoài ra, trong bối cảnh, ngành CNTT thế giới phát triển nhanh chóng, Việt Nam không thể nằm ngoài cuộc chơi. Nghị Quyết 57 về Đột phá Khoa học - Công Nghệ - Chuyển đổi số không chỉ là tuyên ngôn chính trị mà là một cú hích toàn diện, mở đường cho ngành CNTT và doanh nghiệp công nghệ trong nước.
- **Triển vọng nhóm Hạ Tầng Số**: Việt Nam định hướng trở thành Digital Hub khu vực ĐNA đến 2030 với thị trường trung tâm dữ liệu đang tăng trưởng nhanh chóng, sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh, với chi phí đầu tư thấp và giá điện rẻ. Tuy nhiên, vẫn còn những rào cản lớn khiến cho tốc độ tăng trưởng chậm lại trong những năm gần đây như 1) Nguồn nhân lực kỹ thuật cao còn hạn chế; 2) Nguy cơ thiếu hụt điện năng; và 3) Quy trình cấp phép phức tạp. Dù vậy, với định hướng xây dựng khung chính sách

thuận lợi hơn cho ngành, chúng tôi kỳ vọng những rủi ro này sẽ dần được cải thiện trong thời gian tới. Đối với hạ tầng viễn thông, thương mại hóa mạng 5G, đánh dấu bước tiến lớn của Việt Nam từ 2024. Trong đó, Viettel nắm giữ lợi thế đáng kể trong cuộc đua phủ sóng nhờ trúng thầu các dải băng tần giá trị. Với vai trò là doanh nghiệp hạ tầng, CTR cơ bản được đảm bảo nguồn việc ổn định.

Chúng tôi ưa thích FPT & CTR: Với mức nền định giá rẻ, trong 2026, chúng tôi ưa thích nhóm cổ phiếu chiết khấu sâu, rủi ro giảm giá thấp cũng các dấu hiệu hoạt động kinh doanh phục hồi như FPT và CTR. Trong đó, có thể thấy đây là hai cổ phiếu đại diện tốt cho ngành, hiện có mức P/E khá rẻ gần mức đáy 3 năm

- Đối với FPT, mức P/E 2026 ~15.2x thấp hơn trung bình 2-năm là 23.2x, đồng thời thấp hơn trung bình ngành (21.0x). Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng vượt trội đạt ~20% CAGR trong 2025-26 so với các đối thủ lớn như Tata Consultancy hay Infosys của Ấn Độ có tăng trưởng LN kỳ vọng dưới 10%.
- Đối với CTR, định giá EV/EBITDA hấp dẫn ~6.7x trong khi trung bình ngành khu vực đạt ~10.0x. Mặc dù, quy mô LN nhỏ hơn các đối thủ tại nhóm thị trường đã phát triển, CTR có lợi thế về hiệu quả hoạt động nhờ ROE(%) đạt ~30%, cao hơn đáng kể mức trung bình ngành.

• **Xem chi tiết Báo cáo Triển vọng 2026 ngành CNTT**

Dự phóng KQKD 2025-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	FPT			CTR		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	71,888	86,681	105,508	13,981	15,632	17,580
%svck	14.4%	20.6%	21.7%	10.9%	11.8%	12.5%
LN gộp	27,575	33,437	40,796	975	1,130	1,293
Biên LN gộp (%)	38.4%	38.6%	38.7%	7.0%	7.2%	7.4%
EBITDA	16,724	19,801	23,571	1,195	1,387	1,636
Biên EBITDA (%)	20.2%	20.0%	19.8%	8.5%	8.9%	9.3%
LN ròng	9,365	11,240	13,628	611	706	842
%svck	19.2%	20.0%	21.2%	13.5%	15.6%	19.3%
EPS (đ/cp)	5,499	6,600	8,002	5,340	6,172	7,365
BVPS (đ/cp)	25,520	31,213	38,574	18,493	22,165	27,030
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	11,598	11,598	11,598	4,640	6,732	10,832
Nợ/VCSH	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Tỷ suất cổ tức (%)	1.8%	1.8%	1.8%	3.1%	3.1%	3.1%
ROAE (%)	26.0%	25.5%	25.0%	31.6%	30.4%	29.9%
ROAA (%)	13.9%	13.9%	14.2%	7.9%	7.8%	8.0%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn FPT, CTR

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
FPT	Khả quan	124,000	- Doanh thu mảng công nghệ kỳ vọng phục hồi từ 2026 với tăng trưởng kép 25% giai đoạn 2025–27, nhờ: (1) Chi tiêu CNTT toàn cầu tiếp tục tăng, đặc biệt mảng chuyển đổi số duy trì CAGR 16.2% giai đoạn 2025-27; (2) Chiến lược đa dạng hóa thị trường sang EU, Trung Đông thông qua M&A giúp tiếp cận nhiều hợp đồng quy mô lớn; (3) Hai nhà máy AI dự kiến đóng góp ~1,250 tỷ đồng (~2.2% doanh thu mảng) từ 2026 và tăng trưởng 30-50% các năm sau; (4) Trong nước, nhu cầu chuyển đổi số của địa phương sau sáp nhập và các doanh nghiệp trong nước sẽ mở ra dư địa tăng trưởng. - Doanh thu viễn thông dự báo tăng trưởng kép 13% giai đoạn 2025-27 nhờ mảng broadband duy trì tích cực, cùng động lực từ mảng Trung tâm Dữ liệu khi nhu cầu AI và Cloud tăng mạnh; năng lực cho thuê cải thiện với FPT Fornix HCM02 đi vào hoạt động, nâng tổng số rack lên hơn 7,000. Bên cạnh đó, việc chuyển cổ phần SCIC về Bộ Công An được kỳ vọng giúp FPT Telecom mở rộng cơ hội tham gia xử lý dữ liệu hành chính công và các dự án lớn của nhà nước trong viễn thông – an ninh mạng. - Sau nhịp điều chỉnh mạnh của thị trường, FPT đang giao dịch ở mức P/E ~15.2x, thấp hơn đáng kể so với trung bình 2 năm (23.2x) và mức trung bình ngành (~21x). Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại khá hấp dẫn cho đầu tư dài hạn, khi các khó khăn của 2025 phần lớn đã phản ánh vào giá và lợi nhuận dự kiến cải thiện trở lại từ 2026 với CAGR LN ròng ~20% giai đoạn 2025–27.
CTR	Khả quan	120,000	- Quy hoạch Hạ tầng thông tin và Truyền thông (11/01/2024) đặt mục tiêu phủ sóng 5G đạt 99% dân số vào 2030, cùng Nghị định 57 về phát triển khoa học công nghệ và chuyển đổi số tạo nền tảng chiến lược cho giai đoạn tới. Viettel, với vai trò tập đoàn viễn thông – công nghệ chủ lực, sẽ tham gia trực tiếp vào các chương trình chuyển đổi số, AI, Big Data; và CTR, với vai trò công ty con phát triển hạ tầng, được kỳ vọng hưởng lợi lớn từ nhu cầu mở rộng hạ tầng số. - CTR dự kiến duy trì tăng trưởng LN ròng bền vững ~14%/năm đến 2030, dẫn dắt bởi hoạt động cho thuê hạ tầng. Đồng thời, doanh nghiệp tiếp tục mở rộng ra ngoài Viettel qua xây lắp dân dụng, phát triển hệ sinh thái nhà thông minh, phân phối thiết bị smarthome và các dịch vụ cơ điện – qua đó đa dạng hóa doanh thu. - Đợt chiết khấu mạnh từ giữa 2024 phần lớn phản ánh kết quả kinh doanh kém kỳ vọng (xây lắp chậm, tỷ lệ cho thuê thấp), đưa CTR về vùng định giá hấp dẫn. Hiện CTR giao dịch EV/EBITDA ~10.7x, thấp hơn đáng kể mức trung bình 2 năm (~15x) và trung bình ngành (~15.6x), trong khi ROE duy trì ổn định. Chúng tôi cho rằng xu hướng phát triển 5G khó đảo ngược và CTR – doanh nghiệp chủ chốt trong hạ tầng số – là lựa chọn tích lũy phù hợp cho dài hạn.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
		tr USD	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	Hiện tại
Dịch vụ CNTT													
Tập đoàn FPT	FPT VN	6,553	18.2	15.2	3.9	3.5	11.0	9.4	23.7	23.3	12.2	12.6	40.0
Tập đoàn CMC	CMG VN	297	19.3	9.7	2.5	2.0	9.8	8.1	13.5	17.2	4.8	9.5	57.5
Tata consultancy	TCS IN	129,764	26.8	22.7	10.7	11.5	16.6	15.8	46.6	51.5	29.0	31.0	9.9
Infosys	INFO IN	73,755	23.5	22.8	6.4	6.6	15.5	15.0	29.0	29.3	18.6	19.4	8.4
NTT Data	9613 JP	25,088	26.3	na	2.1	na	10.5	na	8.0	9.8	1.9	2.3	99.0
Cognizant	CTSH US	38,244	15.1	14.1	2.5	2.2	9.4	8.9	16.2	17.2	12.5	15.9	7.9
Wipro	WPRO IN	29,900	19.9	20.2	3.1	3.1	13.1	13.0	16.1	15.6	10.5	10.4	18.7
HCLTech	HCLT IN	49,763	26.2	25.7	6.2	6.3	16.3	15.8	24.3	24.6	16.4	18.8	9.5
Mphasis	MPHL IN	6,143	32.3	29.0	5.7	5.4	19.4	18.5	19.5	19.2	11.9	12.9	20.5
Trung bình			23.1	19.9	4.8	5.1	13.5	13.1	21.9	23.1	13.1	14.8	30.2
TowerCo													
CTCP Công trình Viettel	CTR VN	382	20.6	18.1	4.8	4.2	7.3	6.7	30.5	30.1	7.8	8.1	81.4
American Tower C	AMT US	82,478	33.3	25.4	22.3	14.3	17.5	16.9	67.7	90.6	4.0	5.1	418.0
Cellnex Telecom	CLNX SM	19,953	23.0	na	1.3	1.3	11.7	11.1	(1.4)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	156.3
Indus Tower	INDUSTOW IN	11,705	14.7	13.5	2.8	2.6	6.8	6.4	20.4	20.5	11.2	11.4	58.0
China Tower	788 HK	28,492	17.5	11.7	1.0	1.0	4.2	4.1	5.9	8.0	3.7	5.2	46.2
Tower Bersama	TBIG IJ	2,681	30.8	28.2	4.0	3.9	12.6	12.4	13.7	13.8	3.1	3.2	286.0
SBA Communication	SBAC US	19,960	19.7	21.2	na	na	16.8	16.3	(24.3)	(19.2)	8.1	8.2	na
Sarana Menara	TOWR IJ	1,988	8.3	7.8	1.1	1.1	7.1	6.8	14.6	13.6	4.3	4.9	171.0
Crown Castle Inc	CCI US	38,465	79.3	27.7	na	na	22.0	21.3	(75.0)	(61.7)	0.9	5.2	na
Trung bình			27.5	19.2	5.3	4.0	11.8	11.3	5.8	10.6	4.7	5.7	173.8

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research (Dữ liệu cập nhật ngày 4/12/2025)

Tóm tắt luận điểm

- Căng thẳng thương mại hạ nhiệt, dòng vốn FDI có tín hiệu quay trở lại sau khi Mỹ chính thức công bố thuế đối ứng với các đối tác thương mại. Trong bối cảnh mức thuế suất Mỹ áp cho hàng hoá nhập khẩu từ Việt Nam không có quá nhiều khác biệt so với các nước khác trong khu vực. Chúng tôi cho rằng **Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI cho dù thuế cao hơn trước** nhờ:
 - ✓ Việt Nam có năng lực cạnh tranh hơn so với các nước khác trong khu vực với ba lợi thế chính là năng lực sản xuất, chi phí lao động và năng lượng. Cùng với đó là mạng lưới 16 hiệp định FTA đang có hiệu lực của Việt Nam bao phủ 87% nền kinh tế thế giới, giúp đa dạng hoá thị trường xuất khẩu.
 - ✓ Việt Nam từng bước cải thiện năng lực vận chuyển thương mại thông qua xây dựng nhiều dự án giao thông như dự án đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, dự án cao tốc TPHCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành, hai tuyến đường sắt Bà Rịa – An Bình – Cái Mép và TPHCM – Cần Thơ. Đây là các dự án trọng điểm đi qua nhiều tỉnh/thành phố, đóng vai trò huyết mạch kết nối các vùng kinh tế, các KCN dự án đi qua, nhờ đó giúp tiết giảm đáng kể chi phí logistics.
 - ✓ Việt Nam từng bước cải thiện môi trường pháp lý và đầu tư. Triển khai xây dựng các khu thương mại tự do tại Hải Phòng, Đà Nẵng, TPHCM với nhiều cơ chế ưu đãi đặc biệt. Quốc hội đã thông qua sửa đổi Luật Đầu tư giúp khơi thông nguồn lực, phát tín hiệu sẵn sàng đón nhận dự án quy mô lớn và công nghệ cao.
- Quy hoạch tỉnh/thành phố mới sau sáp nhập hướng tới xây dựng mạng lưới hạ tầng đồng bộ, liên kết vùng giữa các tỉnh/thành. Nhờ đó, các trung tâm KCN, KCN và CCN mới được định hướng triển khai, mở rộng quỹ đất để tận dụng lợi thế hạ tầng. Nguồn cung đất KCN sẽ dồi dào hơn trong thời gian tới.
- **Chúng tôi nhận thấy thị trường KCN có cơ hội phục hồi trong năm 2026.** Doanh nghiệp phát triển KCN mở rộng nhanh quỹ đất, khách thuê quay trở lại đàm phán, nhiều dự án FDI lớn đang được đề xuất triển khai. Tuy nhiên thách thức vẫn còn hiện hữu: (1) chính sách thuế cao của Mỹ là rào cản cho xuất khẩu hàng hoá sang Mỹ (2) rủi ro xuất xứ hàng hoá “trung chuyển” khi Việt Nam phụ thuộc lớn vào thị trường nguyên liệu Trung Quốc và (3) chi phí GPMB tăng cao khi giá đền bù áp dụng theo cơ chế thị trường.
- Trong phạm vi nghiên cứu, chúng tôi nhận thấy định giá cổ phiếu KCN đang ở vùng hấp dẫn, chiết khấu sâu so với trước khi xảy ra cú sốc thuế quan. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua tích lũy cổ phiếu KCN cho giai đoạn phục hồi. Chúng tôi ưa thích doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn chưa khai thác, có năng lực triển khai dự án mới, **điển hình là KBC và IDC.**

Dự phóng KQKD 2025-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	BCM			KBC			IDC			SZC			VGC		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	7,133	6,400	5,951	6,108	7,710	9,169	8,706	9,322	10,308	1,054	1,218	1,337	13,400	15,460	18,058
yoy (%)	36%	-10%	-7%	120%	26%	19%	-2%	7%	11%	21%	16%	10%	12%	15%	17%
LN gộp	4,358	3,495	3,177	3,223	3,637	4,218	3,105	3,088	3,552	505	541	610	3,666	4,415	5,632
Biên LN gộp (%)	61%	55%	53%	53%	47%	46%	36%	33%	34%	48%	44%	46%	27%	29%	31%
EBITDA	2,906	2,315	2,038	2,425	2,558	3,110	3,477	3,437	3,830	533	541	605	4,978	5,141	6,229
Biên EBITDA (%)	63%	62%	73%	45%	39%	38%	44%	41%	41%	54%	47%	48%	37%	33%	35%
LN ròng	2,569	2,083	2,512	1,596	1,681	2,068	1,858	1,867	2,115	333	335	384	1,092	1,501	2,220
yoy (%)	17%	-19%	21%	318%	5%	23%	-7%	1%	13%	10%	0%	15%	-1%	37%	48%
EPS (VND/CP)	2,482	2,013	2,428	1,867	1,785	2,196	5,236	5,263	6,409	1,850	1,859	2,135	2,435	3,347	4,951
BVPS (VND/CP)	21,015	22,876	25,122	25,819	27,603	29,800	20,937	25,165	28,495	18,104	18,463	19,097	22,897	24,601	26,057
Tiền mặt ròng/CP	(6,766)	(6,544)	(4,816)	10,648	9,071	5,111	15,887	16,379	15,309	(1,789)	(1,479)	(1,518)	(2,203)	(3,096)	5,194
Nợ vay/VCSH	104%	92%	87%	93%	76%	71%	40%	33%	29%	76%	79%	80%	33%	35%	32%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	10%	10%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
ROAE (%)	12%	9%	10%	7%	7%	8%	27%	23%	24%	10%	10%	11%	11%	14%	18%
ROAA (%)	4%	3%	4%	3%	3%	3%	9%	8%	9%	4%	4%	4%	4%	6%	8%

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu KBC và IDC cho giai đoạn phục hồi của ngành KCN

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi thay đổi quan điểm sang tích cực đối với ngành KCN trong năm 2026 bởi: (1) Tác động từ chính sách thuế quan của Mỹ dần phai nhạt, thị trường KCN ghi nhận dấu hiệu tích cực trở lại sau khi Mỹ công bố thuế đối ứng cho các đối tác thương mại (2) Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ trong khu vực, nhờ đó Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn cho các nhà đầu tư FDI cho dù bất lợi thuế suất cao hơn so với trước.
- Giá cổ phiếu KCN chiết khấu sâu so với trước khi xảy ra cú sốc thuế quan trong khi giá trị tài sản ngày càng gia tăng nhờ quỹ đất mới. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua tích lũy cổ phiếu KCN cho giai đoạn phục hồi. Chúng tôi ưa thích doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn chưa khai thác, có năng lực triển khai dự án mới, điển hình là KBC và IDC.

Rủi ro:

- Rủi ro từ chính sách thuế quan cao của Mỹ làm giảm nhu cầu thuê đất. Mỹ đang điều tra một số mặt hàng chủ lực của Việt Nam như oto, vi mạch bán dẫn, gỗ, đồ nội thất,... dòng vốn đầu tư vào các lĩnh vực này có thể chững lại;
- Rủi ro liên quan đến hàng hoá “trung chuyển” khi Trung Quốc đang là nhà đầu tư và đối tác thương mại lớn của Việt Nam;
- Rủi ro chi phí GPMB tăng sau khi Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực từ năm 2025, giá đền bù áp dụng theo cơ chế giá thị trường, khiến chi phí tăng;

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường	P/E(x)		P/B(x)		ROE (%)		ROA (%)		EV/EBITDA		D/E
						2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	Hiện tại
Becamex IDC	BCM	65,300	77,800	Khả quan	67,586	26.3	32.4	3.1	2.9	12.4%	9.2%	4.4%	3.5%	30.2	37.8	101%
Kinh Bắc City	KBC	33,100	39,700	Khả quan	31,172	21.5	22.5	1.6	1.5	7.4%	6.7%	2.8%	2.5%	19.3	17.5	104%
Idico	IDC	36,100	48,300	Khả quan	13,700	6.8	6.8	1.7	1.4	27.4%	23.0%	8.9%	8.1%	4.1	4.1	49%
Sonadezi Châu Đức	SZC	29,200	39,300	Khả quan	5,256	15.8	15.7	1.6	1.6	10.5%	10.2%	4.0%	3.8%	13.7	13.6	70%
Viglacera	VGC	40,100	57,900	Khả quan	17,979	16.5	12.0	1.7	1.6	10.8%	13.9%	4.3%	5.7%	5.5	4.3	45%
Sài Gòn VRG	SIP	52,100	N/A	KKN	12,614	9.3	8.1	2.4	2.0	26.5%	27.0%	5.3%	5.4%	10.4	9.1	81%
Nam Tân Uyên	NTC	154,000	N/A	KKN	3,696	9.7	8.6	2.7	2.3	30.9%	28.9%	6.8%	6.4%	9.1	8.2	11%
Trung bình						15.3	15.1	2.1	1.9	18.0%	17.0%	5.2%	5.0%	13.2	13.5	66%

• Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, MBS Research

Danh mục khuyến nghị và luận điểm đầu tư

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
KBC	Khả quan	39,700	- KBC được chấp thuận đầu tư nhiều dự án KCN và KĐT mới gồm KCN Trảng Duệ 3, KCN Kim Thành 2 GĐ1, KCN Quế Võ 2 mở rộng, KCN Phú Bình, KCN Sông Hậu 2, KCN Bình Giang, KĐT Trảng Cát, khu phức hợp Trump International. KĐT Trảng Cát đạt được nhiều bước tiến quan trọng về pháp lý, đã hoàn thiện giấy phép đầu tư và tiền sử dụng đất. KBC đang san lấp và xây dựng cơ sở hạ tầng. - Diện tích MOU đã ký gồm 25 ha tại KCN Nam Sơn-Hạp Lĩnh, 50 ha tại KCN Quế Võ 2 mở rộng, 30 ha tại KCN Trảng Duệ 3. Năm 2026, KBC dự kiến ký thêm tại KCN Lộc Giang và Kim Thành 2. Chúng tôi kỳ vọng KBC bán buôn khoảng 10 ha đất KĐT Trảng Cát. Qua đó LN ròng 2026-27 tăng trưởng 5%/23% svck.
IDC	Khả quan	48,300	- Từ năm 2024 đến nay, IDC được phê duyệt thêm 4 KCN mới gồm Tân Phước 1, Vinh Quang giai đoạn 1, Phú Long và Mỹ Xuân B1 mở rộng. Qua đó, quỹ đất KCN tăng thêm 1,200 ha, đây là nền tảng vững chắc cho tăng trưởng trung hạn của công ty. - Theo thông tin từ công ty, các khách lớn từ Trung Quốc đã quay lại đàm phán thuê đất, một số hợp đồng lớn đã được ký kết trong T10/25. Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê mới cải thiện hơn trong năm 2026. - Giá CP đang giao dịch ở mức P/B trượt là 2.1x, thấp hơn so với trung bình 3 năm gần nhất là 3.2x. Giá CP đã chiết khấu sâu so với giá trước sự kiện thuế quan và thấp hơn so với giá trị tài sản sở hữu.
BCM	Khả quan	77,800	- Năm 2026-27, chúng tôi dự phóng lãi từ công ty liên doanh, liên kết sẽ đóng góp lớn vào lợi nhuận của BCM. VSIP đang vận hành 9 KCN và đang xây mới 4 KCN, dự phóng lợi nhuận tăng trưởng 2%/39% svck. Becamex Bình Phước cho thấy tiến độ cho thuê tốt, giá chào thuê được kỳ vọng tăng nhờ dự án cao tốc TPHCM-Thủ Dầu Một-Chơn Thành. - Giá cổ phiếu BCM chiết khấu sâu do tác động từ chính sách thuế quan của Mỹ lên ngành KCN. Về định giá, mảng KCN chỉ chiếm khoảng 20-30% giá trị tài sản của BCM. Phần còn lại là quỹ đất thương mại-dịch vụ lớn chưa được khai thác. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đang ở mức hấp dẫn so với giá trị tài sản công ty đang sở hữu.
SZC	Khả quan	39,300	Tiềm năng phát triển của tỉnh BRVT cũ còn rất lớn với nhiều dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm đang được đẩy mạnh xây dựng. Dự án cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu dự kiến đưa vào khai thác vào cuối năm nay, giúp tăng lợi thế cho KCN Châu Đức để thu hút doanh nghiệp đầu tư có quy mô lớn. Công ty sở hữu quỹ đất lớn chưa khai thác (KCN: hơn 400 ha, KĐT: 500 ha).
VGC	Khả quan	57,900	Kỳ vọng lợi nhuận ròng 2026-27 tăng trưởng 37% và 47% svck sau giai đoạn khá khó khăn 2025. Năm 2026, mảng KCN tích cực nhờ quỹ đất sạch sẵn sàng cho thuê lớn ~500 ha cùng với ~800 ha các dự án mới đang được triển khai. Giá bán trung bình sẽ giảm nhẹ do các dự án KCN mới nằm tại các khu vực thấp cấp hơn như Thái Nguyên, Khánh Hòa, Yên Bái. Hoạt động kinh doanh VLXD hiệu quả hơn, biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận gộp mảng bán hàng tăng trưởng 18% và 27% svck trong 2025-26 trong bối cảnh thị trường BĐS ấm trở lại.

Tóm tắt luận điểm

Triển vọng giá cước vận chuyển giao ngay và giá cước cho thuê thế giới:

- Chúng tôi đánh giá giá cước container giao ngay sẽ tiếp tục hạ nhiệt, trước khi duy trì ổn định nhờ: (1) hoạt động thương mại toàn cầu sẽ duy trì tăng trưởng nhờ xu hướng “US+1” và (2) tốc độ tăng trưởng của nguồn cung tàu mới tiếp tục chậm lại nhờ lượng tàu mới bàn giao thấp.
- Chúng tôi đánh giá giá cước cho thuê tàu trung bình trên thế giới sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong 2026, hỗ trợ bởi: (1) Các hãng tàu lớn ưa thích các hợp đồng thuê tàu thời hạn dài hơn và chấp nhận chốt giá thuê cao hơn giá cước vận chuyển giao ngay trên thị trường, (2) nhu cầu thuê tàu gia tăng do việc dịch chuyển các tuyến dịch vụ qua Mũi Hảo Vọng đã làm giảm hiệu suất và tăng sự thiếu ổn định khi khai thác

Triển vọng ngành Logistics Việt Nam

- Đối với ngành cảng biển, chúng tôi duy trì quan điểm các cảng nước sâu sẽ có hiệu suất cao hơn nhờ xu hướng gia tăng kích cỡ tàu, đẩy mạnh phát triển hạ tầng hỗ trợ giúp nâng cao vị thế cạnh tranh kết hợp với đề xuất nâng phí dịch vụ cảng nước sâu.
- Ngoài ra, việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng cảng biển và hạ tầng hỗ trợ sẽ giúp nâng cao vị thế cạnh tranh toàn ngành trong trung và dài hạn. Theo quy hoạch mới, đến năm 2030,

hai khu vực cảng biển trọng điểm: Hải Phòng và TP. Hồ Chí Minh, đặt mục tiêu thông lượng lần lượt đạt 215 triệu tấn, 253 triệu tấn, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm lần lượt là 12.4% và 6.1%.

- Đối với ngành Bưu chính – chuyển phát, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và sản lượng toàn ngành bưu chính sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, thúc đẩy chính nhờ sự bùng nổ của thị trường thương mại điện tử. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá áp lực cạnh tranh trong ngành sẽ hạ nhiệt trong 2026, qua đó giúp giá dịch vụ trung bình ngừng giảm và đi ngang so với cùng kỳ khi các doanh nghiệp thay đổi chiến lược cạnh tranh.

Chúng tôi lựa chọn GMD, HAH, VTP cho chiến lược đầu tư năm 2026:

- Trong bối cảnh hoạt động thương mại toàn cầu tiếp tục tăng trưởng và Việt Nam duy trì vị thế cạnh tranh so với các quốc gia trong khu vực, chúng tôi lựa chọn những doanh nghiệp đầu ngành với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong khi vẫn được định giá rẻ hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	HAH			GMD			VTP		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	4.969	5.641	6.740	5.708	6.608	7.312	19.605	20.625	22.267
%svck	24,5%	13,5%	19,5%	18,1%	15,8%	10,7%	-5,4%	5,2%	8,0%
LN gộp	1.912	2.118	2.418	2.611	3.070	3.633	1.048	1.211	1.431
Biên LN gộp (%)	38,5%	37,5%	35,9%	45,7%	46,5%	49,7%	5,3%	5,9%	6,4%
EBITDA	2.269	2.551	2.917	2.852	3.250	3.900	1.311	1.584	1.901
Biên EBITDA (%)	45,7%	45,2%	43,3%	50,0%	49,2%	53,3%	6,7%	7,7%	8,5%
LN ròng	1.222	1.346	1.538	1.554	1.743	2.155	364	411	554
%svck	87,7%	10,2%	14,2%	7,8%	12,2%	23,6%	-3,8%	12,7%	35,0%
EPS (đ/cp)	7.234	7.973	9.107	3.644	4.088	5.052	2.992	3.371	4.550
BVPS (đ/cp)	30.148	34.584	39.744	34.438	38.919	44.456	15.527	18.385	22.250
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-485	-466	-431	102	131	163	120	-103	37
Tổng nợ vay/VCSH	0,63	0,61	0,58	0,20	0,20	0,21	0,80	0,92	0,70
Tỷ suất cổ tức (%)	2,8%	2,7%	2,7%	3,7%	3,7%	4,0%	3,1%	2,9%	3,3%
ROAE (%)	31,2%	28,5%	28,3%	14,5%	14,8%	16,1%	20,9%	19,9%	22,4%
ROAA (%)	12,6%	17,4%	16,2%	10,6%	10,2%	10,9%	5,7%	5,7%	6,8%

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn HAH, GMD, VTP

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
HAH	Khả quan	84.000	- LN ròng giai đoạn 2026-2027 duy trì mức tăng ổn định, lần lượt đạt 10,2%/14,2%svck, nhờ gia hạn sớm các hợp đồng thuê tàu khi giá cước cho thuê neo cao kết hợp với kỳ vọng giá cước cho thuê duy trì ở mức cao đến hết Q2/2026 do căng thẳng địa chính trị kéo dài và tiến độ dịch chuyển các tuyến dịch vụ trở lại khu vực Biển Đỏ chậm hơn dự kiến, hỗ trợ HAH ký kết hợp đồng thuê tàu với mức giá tốt. Ngoài ra HAH tiếp tục mở rộng đội tàu khai thác để đáp ứng nhu cầu vận chuyển gia tăng bất chấp ảnh hưởng từ thuế quan khi nhu cầu vận chuyển tiếp tục gia tăng. - Việc hợp tác chiến lược với VSC giúp HAH cải thiện năng lực hoạt động, nâng cao lợi thế cạnh tranh trong trung và dài hạn, đặc biệt khi VSC tiến hành nâng cấp luồng hàng hải từ Nam Đình Vũ tới Nam Hải Đình Vũ, đáp ứng nhu cầu nâng kích cỡ tàu để khai thác các tuyến quốc tế của HAH
GMD	Khả quan	81,500	- Hoạt động khai thác cảng duy trì triển vọng lạc quan nhờ tình hình thương mại ổn định, gia tăng sản lượng khai thác trong nội Á và mở rộng các tuyến dịch vụ tới các thị trường mới để giảm phụ thuộc vào thị trường Hoa Kỳ. Dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 3 sẽ là động lực tăng trưởng chính cho GMD trong năm 2026 khi dự kiến có thể hoạt động khoảng 85% công suất nhờ thành công mở rộng chiều rộng kênh Hà Nam giúp gia tăng khả năng khai thác tàu. - Đối với Gemalink, chúng tôi đánh giá LN ròng của Gemalink sẽ tiếp tục tăng tích cực nhờ: (1) tỷ trọng hàng Mỹ thấp hơn so với trung bình khu vực, (2) mở rộng 4 tuyến dịch vụ sang thị trường XK mới để giảm phụ thuộc vào TT Mỹ và (3) thành công nâng phí dịch vụ cảng thêm 10% từ Q1/2026, qua đó hỗ trợ LN ròng giai đoạn 2026-2027 tăng 12,2%/23,6% svck
VTP	Khả quan	121.000	- Triển vọng kinh doanh tích cực thúc đẩy bởi đà tăng mạnh mẽ của thị trường thương mại điện tử, hỗ trợ sản lượng bưu cchinhsgia tăng. Tuy áp lực cạnh tranh trong ngành còn gay gắt, nhưng với lợi thế là một trong những doanh nghiệp logistic công nghệ hàng đầu Việt Nam, tăng cường áp dụng công nghệ vào hoạt động kinh doanh giúp nâng cao chất lượng và thời gian giao hàng, kết hợp với quá trình cơ cấu thị trường thương mại điện tử giúp VTP thành công gia tăng thị phần. - LN ròng 2026-2027 tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt tăng 12,7%/35% svck, nhờ gia tăng đóng góp từ các dự án hạ tầng trọng điểm, đặc biệt từ dự án Công viên Logistic Lạng Sơn khi thành công xin giấy phép khai thác và nâng cao công suất hoạt động. Ngoài ra, VTP sẽ tham gia vào các dự án cửa khẩu thông minh, từ đó giúp nâng cao năng lực và hiệu suất thông quan hàng hóa, hỗ trợ hoạt động kinh doanh cho các dự án hạ tầng logistic trọng điểm trong của DN.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa triệu USD	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
	Bloomberg		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
1. Cảng biển										
Cosco Shipping Hold	1919	30.941,0	6,2	9,7	0,8	0,7	12,6	7,7	6,1	3,9
Westport Holding Berhad	WPRTS	4.441,6	18,9	16,6	4,4	4,1	23,8	25,5	12,4	13,0
Century Plyboard India Ltd	CPBI	1.988,2	58,5	37,0	6,8	5,8	12,0	16,6	7,6	11,8
Beibu Gulf Port Co., Ltd	000582	2.930,6	17,7	16,2	1,1	1,1	6,4	6,7	3,5	4,0
CTCP Gemadept	GMD VN	963	17,2	15,3	1,8	1,6	14,5	14,8	10,6	10,2
Trung bình			23,7	19,0	3,0	2,7	13,9	14,3	8,0	8,6
Trung vị			17,7	16,2	1,8	1,6	12,6	14,8	7,6	10,2
2. Vận tải biển										
Ap Moller-Maersk A/S-B	MAERSKB DC	34.071	14,1	N/A	3,8	0,5	2,8 -	0,6	1,7 -	1,2
Cosco Shipping Holdings Co-A	601919 CH	31.894	7,2	13,5	0,8	0,8	11,7	7,2	5,1	3,5
Evergreen Marine Corp Ltd	2603 TT	15.175	6,4	10,4	0,7	0,7	12,2	7,9	7,5	5,5
Hmm Co Ltd	011200 KS	17.807	10,7	20,2	0,8	0,8	7,7	4,0	6,2	3,2
CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An	HAH VN	333	8,6	7,8	2,1	1,8	31,2	28,5	12,6	17,4
Trung bình			9,4	13,0	1,6	0,9	13,1	9,4	6,6	5,7
Trung vị			8,6	11,9	0,8	0,8	11,7	7,2	6,2	3,5
2.Bưu chính chuyển phát										
United Parcel Service Inc	UPS US	73.552	13,4	12,1	4,7	4,8	7,6	8,6	34,2	39,3
CJ Logistic Corp	000120 KS	1.354	7,9	6,6	0,4	0,4	2,5	3,2	5,9	6,7
KLN Logistic Group Ltd	636 HK	1.682	9,6	9,6	0,8	0,7	3,2	3,1	8,0	7,7
YTO Express Group Co Ltd	600233 CH	8.813	15,6	13,2	1,8	1,7	7,6	8,4	11,9	12,8
Tổng CTCP Bưu chính Viettel	VTP VN	437	33,3	29,5	6,4	5,4	20,9	19,9	5,7	5,7
Trung bình			16,0	14,2	2,8	2,6	8,4	8,6	13,1	14,4
Trung vị			13,4	12,1	1,8	1,7	7,6	8,4	8,0	7,7

Tóm tắt luận điểm

Triển vọng ngành Hàng không Việt Nam:

- Bước sang 2026, chúng tôi đánh giá ngành hàng không Việt Nam sẽ duy trì đà tăng mạnh mẽ, trở lại tốc độ tăng trưởng trước thời kì Covid, thúc đẩy chính nhờ gia tăng lượng khách quốc tế. Hỗ trợ từ chính sách miễn thị thực, cũng như lợi thế về môi trường chính trị ổn định và chi phí sinh hoạt hợp lý giúp Việt Nam trở thành điểm du lịch hấp dẫn, hỗ trợ lượng khách quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ.
- Đối với thị trường nội địa, chúng tôi đánh giá lượng khách nội địa sẽ duy trì mức tăng ổn định nhờ thay đổi xu hướng du lịch, ưa thích những chuyến du lịch ngắn ngày, cùng khả năng tăng thu nhập từ việc giảm thuế TNCN.
- Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá áp lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp vận tải nội địa sẽ gay gắt hơn, do tốc độ gia tăng đội bay có xu hướng nhanh hơn tốc độ gia tăng lượng khách, kết hợp với sự gia nhập của các hãng bay nội địa mới.
- Đối với hạ tầng cảng hàng không, các doanh nghiệp tư nhân đang đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng sân bay, tạo nên làn sóng mới trong phát triển cảng hàng không, nhưng sẽ khiến áp lực cạnh tranh gia tăng giữa các doanh nghiệp cảng hàng không khi có sự dịch chuyển về lượng khách.
- Sân bay Long Thành – dự án trọng điểm quốc gia, sau khi đi vào hoạt động, luồng khách quốc tế sẽ có xu hướng dịch chuyển mạnh về phía sân bay này, cũng như hỗ trợ các hãng hàng không trong nước nâng cao hiệu quả khai thác, nâng cao vị thế

cạnh tranh toàn ngành trong trung và dài hạn.

Chúng tôi lựa chọn HVN & ACV cho chiến lược đầu tư 2026:

- Trong bối cảnh ngành hàng không Việt Nam duy trì triển vọng lạc quan, chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp đầu ngành, có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực với định giá hấp dẫn.
- Đối với HVN, chúng tôi kỳ vọng sau quá trình cơ cấu tài chính, thoát âm vốn chủ, HVN có thể mở rộng đội bay, nâng cao năng lực khai thác, thúc đẩy doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ. Với vị thế là một trong hai hãng bay lớn nhất Việt Nam, chúng tôi đánh giá HVN sẽ có thể duy trì thị phần nội địa và thành công gia tăng thị phần quốc tế sau khi mở rộng các đường bay mới tới thị trường tiềm năng như Trung Quốc, Hàn Quốc, Ấn Độ,... Trong bối cảnh môi trường kinh doanh phục hồi trở lại mức trước thời điểm dịch bệnh, chúng tôi đánh giá định giá hiện tại của HVN đã được chiết khấu về mức hấp dẫn với EV/EBITDA hiện tại ở mức 5.2x, thấp hơn 16% so với trung bình khu vực ở mức 6.6x, và thấp hơn 18.2% so với trung bình 5 năm (2015-19) của HVN ở mức 6,4x.
- Đối với ACV, chúng tôi kỳ vọng vào tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận lớn từ sau 2027 khi sân bay Long Thành đi vào hoạt động và kỳ vọng hoàn tất định giá tài sản khu bay thuộc sở hữu của nhà nước trong 2026, để làm cơ sở tăng vốn nhà nước, giúp công ty đủ điều kiện niêm yết trên HSX.

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Dự phóng KQKD 2025-26 của ACV và HVN

Đối với **HVN**, chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng trưởng tích cực, thúc đẩy bởi lượng hành khách quốc tế gia tăng mạnh mẽ giúp hệ số luân chuyển khách (RPK) tăng 6,7%/8,4% svck, cùng với kỳ vọng doanh nghiệp dần đưa các máy bay trở lại hoạt động sau sự cố động cơ, giúp cải thiện năng lực khai thác, đưa hệ số tải đạt khoảng 80,5%/80,8% trong 2026-2027. Ngoài ra nhờ nỗ lực cơ cấu tài chính trong thời gian vừa qua, HVN đã chính thức hết âm vốn chủ, cải thiện tình hình tài chính, qua đó hỗ trợ kế hoạch mở rộng đội bay trong thời gian tới.

Đối với **ACV**, trong năm 2025-27, dự báo lượng khách quốc tế tăng 11,6%/13,0%/18,0% svck, lượng khách nội địa tăng 4,0%/7,3%/5,5% svck. Chúng tôi cho rằng sân bay Long Thành có thể hoạt động từ tháng 9/2026. Ban đầu có thể ảnh hưởng đến KQKD giai đoạn 2026-2027.

Tỷ đồng	ACV			HVN		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	25.760	28.980	34.312	123.953	139.877	159.688
%svck	14.0%	12.5%	18.4%	15,9%	12,8%	14,2%
LN gộp	16.280	16.563	15.509	17.911	20.032	23.014
Biên LN gộp (%)	63.2%	57.2%	45.2%	14,6%	14,5%	14,5%
EBITDA	17.749	19.417	23.298	17.577	19.287	21.235
Biên EBITDA (%)	68.9%	67.0%	67.9%	14,3%	13,9%	13,4%
LN ròng	10.786	10.229	7.898	8.117	8.859	10.052
%svck	4,5%	-5,2%	-22,8%	7,3%	9,1%	13,5%
EPS (đ/cp)	3.011	2.855	2.204	2.609	2.847	3.231
BVPS (đ/cp)	20.024	23.019	25.333	2.408	5.268	8.519
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(1.207)	(16.781)	(19.702)	(2.879,9)	(4.776,6)	(2.583,0)
Tổng nợ vay/VCSH	38,2	78,9	83,3	3,0	1,3	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	2,9%	2,9%	2,9%
ROAE (%)	16,3%	13,3%	9,1%	114,0%	56,9%	39,9%
ROAA (%)	10,9%	7,3%	4,7%	12,3%	11,6%	11,3%

Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn HVN và ACV

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
HVN	Khả quan	34.300	- Thị trường hàng không tiếp tục phục hồi mạnh mẽ thúc đẩy bởi gia tăng hành khách quốc tế, hỗ trợ doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của HVN tăng trưởng mạnh mẽ, vượt qua thời điểm trước Covid-19. Đứng trước áp lực cạnh tranh dự kiến gia tăng trong 2026, HVN tận dụng đường bay hiện có và tích cực mở rộng đường bay sang các thị trường quốc tế đường dài (thường có mức sinh lời cao hơn), từ đó giúp doanh thu hoạt động cốt lõi duy trì tăng trưởng mạnh mẽ. - Chúng tôi kỳ vọng việc hoàn tất nâng vốn, đưa VCSH không còn âm và cải thiện khả năng tài chính trong 2025 sẽ giúp HVN có thể đẩy nhanh kế hoạch mở rộng đội bay, từ đó hỗ trợ hiệu quả kinh doanh và khả năng khai thác, đáp ứng nhu cầu gia tăng mạnh mẽ của cả thị trường nội địa và quốc tế. - HVN thành công nâng cao chất lượng dịch vụ toàn diện của công ty thông qua các khoản đầu tư lớn vào hạ tầng hàng hóa và dịch vụ tại sân bay quốc tế Long Thành. Chúng tôi đánh các mảng kinh doanh với biên lợi nhuận cao này sẽ góp phần cải thiện lợi nhuận cho doanh nghiệp, hỗ trợ khả năng sinh lời và nâng cao vị thế cạnh tranh của công ty trong trung và dài hạn.
ACV	Khả quan	64.300	- Dự án sân bay Long Thành có thể đảm bảo tăng trưởng dài hạn cho ACV cũng như toàn bộ ngành hàng không Việt Nam, năm 2028 công ty sẽ quay lại đà tăng trưởng 2 con số. - ACV đang định giá tài sản khu bay thuộc sở hữu của nhà nước, kỳ vọng hoàn tất trong 2026 để làm cơ sở tăng vốn nhà nước tại ACV, giúp công ty đủ điều kiện niêm yết trên HSX. - Định giá rẻ hơn các công ty trong khu vực trong khi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận từ sau 2027 lớn.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Vốn hoá thị trường (tỷ USD)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)		EV/EBITDA	
			2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
A. Hãng bay LCC												
CEBU AIR INC	CEB PM	332,6	4,3	3,7	0,9	0,5	65,9	44,9	4,6	2,5	5,6	4,9
Spring Airlines Co Ltd	601021 CH	7.529,5	22,7	17,5	2,8	2,5	12,5	14,5	5,2	6,3	11,1	9,3
ASIA AVIATION PCL	AAV TB	455,6	11,3	13,8	1,2	1,1	7,1	4,4	1,5	1,8	7,8	7,5
CTCP Hàng không Vietjet	VJC VN	4.240,5	51,5	25,8	5,1	4,5	11,6	14,3	2,5	3,8	N/A	N/A
Trung bình			22,5	15,2	2,5	2,1	24,3	19,5	3,4	3,6	8,2	7,2
B. Hãng bay FSC												
Thai Airway International	THAI TB	7.417,8	7,4	8,2	3,0	2,2	51,6	31,5	11,3	9,5	4,6	4,6
Air China Ltd	601111 CH	19.311,4	214,4	27,0	3,1	2,8	3,2	11,2	0,3	1,5	10,3	8,7
Korean Air lines Co Ltd	003490 KS	5.605,5	8,3	8,2	0,8	0,7	9,1	8,8	2,4	2,3	5,7	4,6
TCT Hàng Không Việt Nam	HVN VN	3.357,9	10,5	9,7	11,4	5,2	114	56,9	12,3	11,6	5,5	5,3
Trung bình			60,3	3,4	4,7	2,8	44,4	27,1	6,6	6,2	6,6	5,9
C. Cảng hàng không												
Airport of Thailand PCL	AOT TB	23.760,9	34,5	26,0	5,3	4,8	16,1	19,3	10,5	13,1	18,7	15,4
Shanghai International Airport	600009 CH	11.314,0	36,4	29,3	1,9	1,8	5,3	6,4	3,6	4,4	14,5	13,2
Beijing Capital International	694 HK	1.642,0	N/A	66,7	0,9	0,9	-1,3	1,2	-0,4	0,8	13,1	10,5
Japan Airport Co Ltd	9706 JP	2.706,8	17,2	17,4	2,1	1,9	12,3	11,9	6,9	6,2	7,4	7,3
Shenzen Airport Co Ltd	000089 CH	2.012,8	23,3	19,3	1,2	1,2	5,3	6,2	2,6	3,0	9,7	9,1
Malaysia Airports Holding Bhd	MAHB MK	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11,0	12,6	5,9	6,9	N/A	N/A
TCT Cảng Hàng Không VN	ACV VN	7.327,3	17,9	18,9	2,7	2,3	16,3	13,3	10,9	7,3	10,3	9,4
Trung bình			25,9	29,6	2,3	2,1	9,3	10,1	5,7	5,9	12,7	11,1

Tóm tắt luận điểm

- Dưới bối cảnh cung dồi dào khi nguồn cung phân bón từ khu vực Trung Đông, Mỹ Latin và Nga được bổ sung, đi kèm với nhu cầu phục hồi nhẹ chủ yếu đến từ Nam Á, Đông Nam Á và Nam Mỹ, giá phân bón urea thế giới dự phóng sẽ tiếp tục duy trì vùng giá tương đương năm 2025, với kịch bản cơ sở sẽ dao động quanh 400–450 USD/tấn.
- Ngành phân bón nội địa dự kiến sẽ đón năm 2026 với những gam màu khá tươi sáng cho các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực này khi nhu cầu phân bón vẫn tiếp tục tăng trưởng nhờ vào giá nông sản duy trì ở mức tốt. Chính sách thuế VAT đầu ra 5% chính thức có hiệu lực từ giữa năm 2025 sẽ tiếp tục giúp các doanh nghiệp nội địa gia tăng tính cạnh tranh trong năm 2026. Mảng phân bón urea vẫn duy trì được nhu cầu ổn định tuy nhiên sẽ bị ảnh hưởng đáng kể từ biến động khó lường của giá khí. Trong khi phân bón hữu cơ sẽ có lợi thế trong việc kiểm soát chi phí nguồn nhiên liệu đầu vào giúp các doanh nghiệp duy trì biên lợi nhuận ổn định.
- Chúng tôi dự báo năm 2026, doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp phân bón nội địa sẽ tăng trưởng nhẹ 2-3% nhờ mặt bằng giá ở vùng khả quan, doanh nghiệp mở rộng quy mô nhờ nhu cầu trồng trọt trong nước và xuất khẩu.
- Chúng tôi lựa chọn **DCM là doanh nghiệp thích hợp đầu tư trong năm 2026** nhờ vào chiến lược mở rộng thị trường hoạt

động, song song với gia tăng doanh thu tại mảng phân bón NPK giúp đa dạng hóa nguồn thu và giảm rủi ro phụ thuộc vào phân bón urea.

- Đối với nhóm hóa chất, chúng tôi đánh giá triển vọng kinh doanh của ngành sẽ duy trì đà phục hồi tích cực. Động lực chính tới từ xu hướng phục hồi của thị trường bán dẫn trong khu vực, hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ photpho vàng trong khu vực gia tăng mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-2027, kết hợp với tình trạng chênh lệch cung cầu của nguồn cung quặng apatit chất lượng cao kéo dài, khi nguồn cung lưu thông tự do còn hạn chế, từ đó thúc đẩy giá photpho vàng tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2026-2027.
- Trong bối cảnh áp lực từ lãi suất dự kiến gia tăng trong 2026, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp hóa chất sẽ là lựa chọn mang tính phòng thủ cao nhờ cơ cấu tài chính lành mạnh, ít phụ thuộc nợ vay khi sở hữu tỷ trọng tiền mặt & đầu tư ngắn hạn/ tổng tài sản ở mức cao.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn DCM nhờ đa dạng hóa nguồn doanh thu và mở rộng thị trường kinh doanh

- Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu DCM dựa trên vị thế 1 doanh nghiệp lớn với tiềm năng mở rộng thị phần tốt. DCM khoảng thời gian gần đây không còn bị giới hạn như một doanh nghiệp phân bón vô cơ đơn thuần, mà qua chiến lược thu mua nhà máy NPK Việt-Hàn, DCM sẽ có thể đa dạng hóa nguồn doanh thu khi mà phân NPK có giá bán tốt và chi phí ổn định hơn so với phân urea.
- Chính sách thuế VAT đầu ra 5% cũng giúp các doanh nghiệp có vị thế như DCM gia tăng sức cạnh tranh với các nguồn phân bón nhập khẩu, từ đó mở ra cơ hội chiếm lĩnh thị phần cho doanh nghiệp.
- Chúng tôi ước tính doanh thu DCM năm 2025-2026F đạt lần lượt 18,788 và 19,449 tỷ đồng (+39.6%/+3.5% svck) nhờ mở rộng thị phần. Lợi nhuận ròng đạt 2,155 và 2,618 tỷ đồng (+60.7%/+21.5% svck) nhờ chuyển dịch 1 phần cơ cấu sang phân NPK (tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào tốt hơn) và công ty kiểm soát tốt chi phí vận hành.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
	Bloomberg	triệu USD	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Phân bón										
Yonfer Agricultural Technology Co Ltd	000902 CH	2,750	11.3	10.5	1.7	1.6	14.4	14.1	8.4	6.3
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	CHMB IN	2,120	9.6	9.8	1.8	1.7	18.0	15.6	12.0	11.0
Petronas Chemicals Group Berhad	PCHEM MK	5,800	13.7	9.4	0.7	0.7	0.8	4.1	3.1	11.4
CTCP Phân đạm và Hóa chất Hà Bắc	DHB VN	83	17.7	14.5	3.5	3.5	19.9	24.3	2.0	2.4
Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM VN	681	9.1	9.5	1.7	1.5	11.5	10.2	19.3	17.3
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau	DCM VN	704	8.2	6.9	1.6	1.4	20.5	21.7	12.9	13.8
Trung bình		2,023	11.6	10.1	1.8	1.7	14.2	15.0	9.6	10.4

• Dữ liệu cập nhật ngày 05/12/2025 Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn DCM nhờ đa dạng hóa nguồn doanh thu và mở rộng thị trường kinh doanh

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
DCM	Khả quan	46,200	- Với bước đi chiến lược gia tăng tỷ trọng mảng phân bón NPK, DCM được kỳ vọng sẽ duy trì được doanh thu và biên lợi nhuận ổn định hơn giai đoạn trước trong các giai đoạn giá urea và giá khí biến động mạnh như dự phóng 2026F. - Giá nông sản tiếp tục duy trì tốt, đặc biệt với giá cà phê và hạt điều, 2 loại cây trồng tại vùng Tây Nguyên. Bằng việc thu mua nhà máy Việt-Hàn, DCM đang từng bước mở rộng sự hiện diện của mình tại khu vực này và nhiều khả năng sẽ có thể chiếm lĩnh thị trường trong bối cảnh nhu cầu phân bón của nông dân tại đây được dự báo tích cực. - Tỷ trọng xuất khẩu của DCM đã gia tăng trong giai đoạn gần đây, phản ánh chiến lược đa dạng hóa thị trường tiêu thụ của công ty và tận dụng sớm các nhịp phục hồi của giá urea thế giới nhằm gia tăng doanh thu khi giá urea nội địa thường có độ trễ so với giá quốc tế bình quân ~6 tháng.
DPM	N/A	N/A	Lợi nhuận của DPM có xu hướng phục hồi và tăng trưởng, dựa trên các yếu tố sau: (1) Điều kiện thị trường phân bón thuận lợi khi giá Urê được dự kiến duy trì ở vùng khả quan hiện tại, cùng với nhu cầu phân bón trong nước hồi phục khi giá nông sản tăng. (2) Tối ưu hóa chi phí đầu, giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp của công ty (biên lợi nhuận gộp Quý 3/2025 cải thiện mạnh lên 19.3%). (3) DPM đang đẩy mạnh sản xuất và kinh doanh các sản phẩm giá trị gia tăng cao như NPK, NH3, và hóa chất, hướng tới mục tiêu đạt quy mô doanh thu \$1 tỷ USD/năm.
DHB	N/A	N/A	Đối với DHB, tình hình kinh doanh đang phải đối mặt với nhiều thách thức lớn và có mức độ rủi ro đáng kể. Mặc dù công ty đã ghi nhận một số quý thoát lỗ nhờ các khoản lợi nhuận khác tăng đột biến (chủ yếu từ việc tái cơ cấu khoản vay và xóa nợ lãi từ Ngân hàng Phát triển Việt Nam), nhưng hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn còn nhiều khó khăn.

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng			
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính	Bất động sản – VLXD	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đinh Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Mai Duy Anh</i>	Logistics - Vật liệu cơ bản
<i>Đinh Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>		<i>Võ Đức Anh</i>



Cảm ơn!



CTCP Chứng khoán MB

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 | Fax: +84 24 3726 2601

Web: www.mbs.com.vn