

BÁO CÁO
CHIẾN LƯỢC 2026

KIẾN TẠO
VỊ THẾ

Thực hiện bởi: **Phòng Phân tích và Chiến lược Thị trường**
Công ty Chứng khoán ACB



MỤC LỤC

➤ <u>PHẦN 1: CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2026 – ƯU TIÊN SỰ ỔN ĐỊNH</u>	03
➤ <u>PHẦN 2: BỐI CẢNH VĨ MÔ – KIẾN TẠO VỊ THẾ</u>	16
➤ <u>PHẦN 3: DỮ LIỆU THỊ TRƯỜNG 2025 – ĐỊNH GIÁ PHÂN HÓA</u>	40
➤ <u>PHẦN 4: CÁC CHỦ ĐIỂM ĐẦU TƯ 2026</u>	
• <u>4.1. CƠ HỘI LỚN TỪ LÀN SÓNG IPO</u>	51
• <u>4.2. NGÀNH NGÂN HÀNG – MỎ NEO AN TOÀN</u>	59
• <u>4.3. ĐẦU TƯ CÔNG – QUYẾT TÂM BÚT PHÁ</u>	74
• <u>4.4. CỔ PHIẾU VỪA & NHỎ - ĐÃI CÁT TÌM VÀNG</u>	88
➤ <u>LIÊN HỆ & KHUYẾN CÁO</u>	95

PHẦN 1. CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2026

ƯU TIÊN SỰ ỔN ĐỊNH

Phòng Phân tích & Chiến lược Thị trường

TTCK 2026 – TĂNG TRƯỞNG GẮN VỚI ỔN ĐỊNH, HÀI HÒA

1

Năm 2025 kết thúc, VNINDEX tăng 40,87% so với đầu năm. Tuy nhiên, đà tăng của VNINDEX có sự đóng góp chủ yếu từ nhóm cổ phiếu của tập đoàn Vingroup và thiếu vắng sự lan tỏa sang toàn thị trường. Định giá theo P/E của VNINDEX cuối năm quanh mức 17,3 lần. Sau khi loại trừ ảnh hưởng của nhóm Vingroup, định giá VNINDEX giảm xuống còn 14,6 lần (trung vị: 16,3 lần). Đây là vùng định giá hấp dẫn để đầu tư trong trung-dài hạn.

2

Diễn biến tăng giá của VNINDEX năm 2025 chứa đựng những bất ngờ chưa có trong tiền lệ. Sự kiện thuế quan đầu tháng 4/2025 đã khiến VNINDEX giảm 17% (223,5 điểm) theo đà bán tháo của chứng khoán toàn cầu. Tuy nhiên, sau khi thông tin thuế quan được hoãn áp dụng, VNINDEX đã phục hồi chữ V và tăng trở lại. Đà tăng này kéo dài suốt năm 2025 (+63% từ đáy thuế quan) với sự dẫn dắt chủ yếu từ nhóm cổ phiếu VIC, và sự tham gia trong một số giai đoạn của các cổ phiếu chứng khoán, ngân hàng và bất động sản khác.

3

Đàm phán thuế quan, lạm phát dai dẳng & chính sách lãi suất của các ngân hàng Trung ương trở thành tiêu điểm chính của TTCK toàn cầu nói chung. Tuy nhiên, số liệu vĩ mô cho thấy, hầu hết các nước vẫn đang duy trì được đà tăng trưởng nhờ cải thiện hiệu quả lao động, dù lạm phát giảm chậm do chi phí tăng. Từ đó, các NHTW duy trì chính sách giảm lãi suất một cách thận trọng. Dầu vậy, hầu hết các thị trường chứng khoán toàn cầu đều ghi nhận một năm tăng điểm tích cực. Vàng trở thành tài sản có mức tăng giá tốt nhất (~60%) do lo ngại rủi ro địa chính trị và nợ công của các quốc gia.

4

Các quốc gia bắt đầu sử dụng tới các phương pháp tài khóa mở rộng như liệu pháp thay thế do dư địa hạ lãi suất năm 2026 của các NHTW không còn nhiều. Dự phóng chung cho năm 2026 là GDP toàn cầu suy giảm nhẹ xuống 2,9% từ mức 3,0% năm 2025. Tuy nhiên, rủi ro lớn nhất là niềm tin người tiêu dùng ở hầu hết các quốc gia đang tiếp tục đà suy giảm kéo dài từ giữa năm 2025. Thanh khoản của hệ thống tài chính bắt đầu báo hiệu sự khan hiếm và rủi ro địa chính trị gia tăng.

5

Trong bối cảnh đó, Chính phủ Việt Nam kiên định quyết tâm tăng trưởng cao. Bất chấp những khó khăn chống chất tử sau sự kiện thuế quan & tình hình thiên tai bão lũ trong Q4/2025, Việt Nam báo cáo tăng trưởng GDP 2025 đạt 8,02%. Kế hoạch tăng trưởng GDP cho giai đoạn 2026-2030 là 10%. Động lực tăng trưởng đến từ nội lực (cải cách thể chế, pháp lý, thủ tục hành chính, đề cao vai trò của kinh tế tư nhân) và phát huy những thế mạnh truyền thống (xuất nhập khẩu, FDI).

6

Năm 2025 cũng là năm bản lề của TTCK Việt Nam với sự kiện được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE. Tuy nhiên, thời hạn hiệu lực sẽ là tháng 10/2026. Vì vậy, trong năm 2025, dòng tiền của NĐT nước ngoài vẫn tiếp tục bán ròng khỏi TTCK Việt Nam (124 nghìn tỷ VNĐ, ~ 4,8 tỷ USD). Đây cũng là bức tranh chung của các TTCK khu vực ĐNA trong năm 2025. Tuy nhiên, điều này được kỳ vọng sẽ đảo chiều trong năm 2026 nhờ sự kiện nâng hạng & chênh lệch lãi suất VND- USD dương.

7

Chúng tôi dự phóng, LNST 2026 của các doanh nghiệp trong danh mục phân tích của chúng tôi tăng 14,0% svck (2025: +21,1%). Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi chia tách VNINDEX thành 2 cấu phần. VNINDEX không bao gồm cổ phiếu Vingroup sẽ tiếp tục bám sát P/E trung vị 5 năm. Trong khi chúng tôi kỳ vọng đà tăng của nhóm cổ phiếu VIC sẽ khó có thể kéo dài trong năm 2026. Kịch bản này tương ứng với điểm số của VNINDEX là 2.040 điểm.

8

Danh mục chiến lược 2026 của chúng tôi đề cao cổ phiếu dẫn đầu của ngành ngân hàng, bán lẻ, BĐS dân dụng và đầu tư công vì đáp ứng được cùng lúc các tiêu chí: (1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng bền vững trong 2026, (2) Hưởng lợi từ sự kiện nâng hạng thị trường, (3) Nền định giá đang hấp dẫn, có cơ hội gia tăng định giá từ các sự kiện IPO công ty con trong năm 2026 và (4) tiếp tục hưởng lợi trong chu kỳ 5 năm tới nhờ đẩy mạnh đầu tư công.

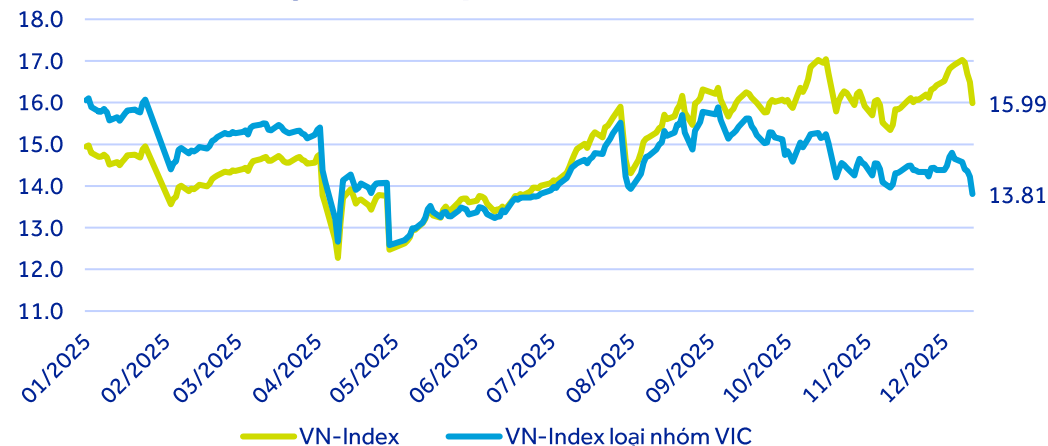
VNINDEX 2026: 2.040

1 Các cổ phiếu trong danh mục phân tích của chúng tôi (~ 50% vốn hóa HSX) được dự báo sẽ tăng trưởng LNST 14% trong năm 2026. Đây là mức tăng thấp hơn so với 21,1% trong năm 2025. Tuy nhiên, đà tăng lợi nhuận của các nhóm ngành chính như ngân hàng, bất động sản, bán lẻ, đầu tư công vẫn đạt mức 15-20%. Trong đó, riêng nhóm điện & dầu khí có nguy cơ suy giảm lợi nhuận 10% trong năm 2026.

2 Với triển vọng tăng trưởng không quá mạnh như trên, chúng tôi cho rằng, TTCK Việt Nam sẽ tiếp tục giao dịch trong vùng định giá cơ sở là +/- 1 lần độ lệch chuẩn từ P/E trung vị của 5 năm gần đây. **Tuy nhiên, chúng tôi nghiêng về khả năng VNINDEX sẽ giao dịch trong biên độ từ trung vị đến + 1 lần độ lệch chuẩn.**

3 Các cổ phiếu nhóm Vingroup tác động lớn tới điểm số và định giá VNINDEX: Từ hơn 6% vốn hóa vào thời điểm đầu năm, tới cuối năm 2025, nhóm cổ phiếu của Vingroup đã vươn lên chiếm gần 25% tỷ lệ vốn hóa của VNINDEX. Điều này khiến điểm số và định giá của VNINDEX bị ảnh hưởng mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu của Vingroup đã phản ánh hết kỳ vọng lợi nhuận. Vì vậy, kịch bản cơ sở của chúng tôi xây dựng dựa trên nền giá hiện tại của nhóm này & dự địa tăng giá của phần còn lại của thị trường. **Điều này tương ứng với điểm số của VNINDEX là 2.040 điểm.**

Ảnh hưởng nhóm cổ phiếu VIC lên P/E VN-Index



P/E VN-Index

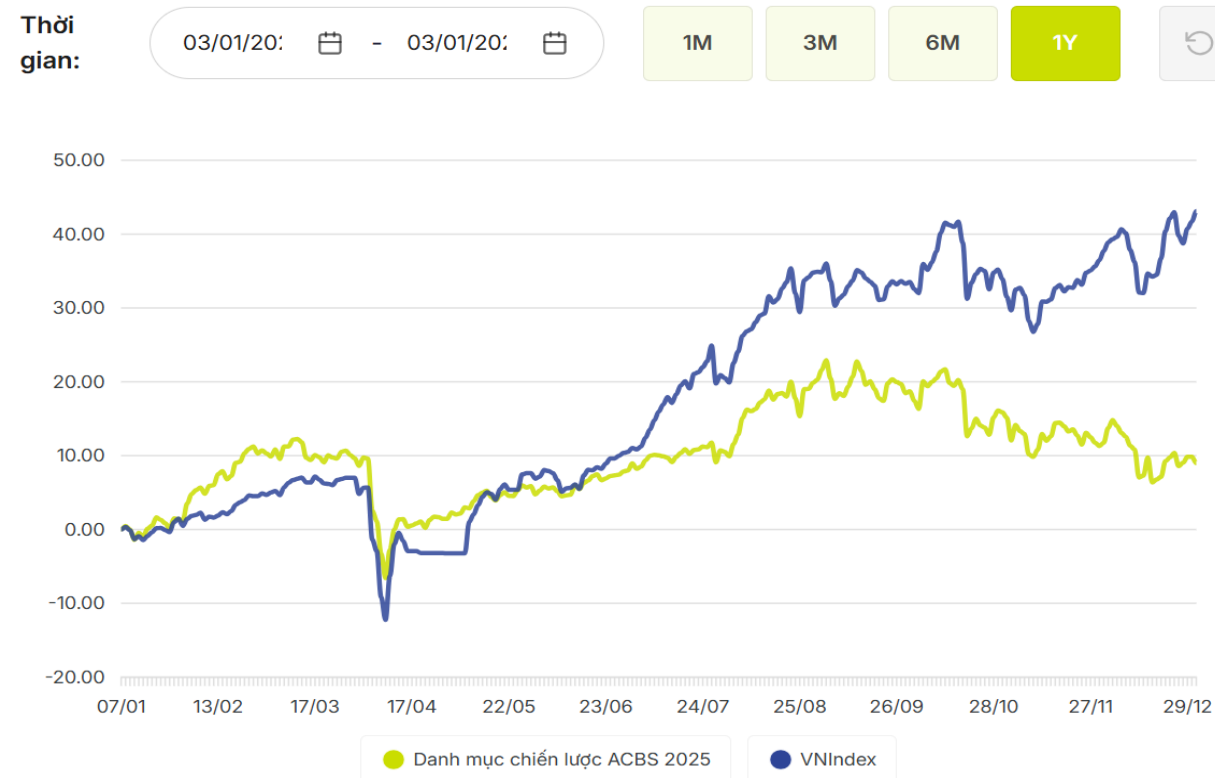


Nguồn: Fiiitrade

(*) Dữ liệu chốt ngày 12/12/2025

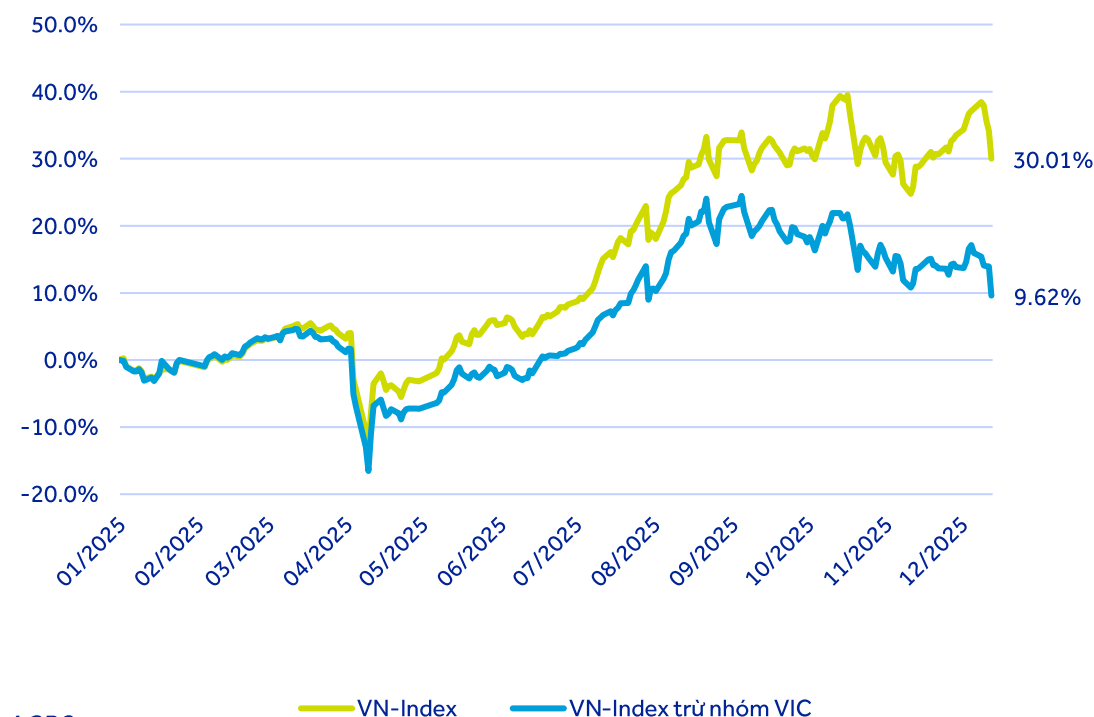
DANH MỤC CHIẾN LƯỢC 2025: +9,9%

- Tổng kết năm 2025, danh mục chiến lược mẫu của ACBS đạt mức tăng giá 9,9%, tương ứng với mức tăng giá của VNINDEX không bao gồm các cổ phiếu VIC (9,6%).
- Danh mục chiến lược của ACBS được xây dựng đầu năm 2025 với tỷ trọng nghiêng về các cổ phiếu ngân hàng, BĐS KCN, vận tải hàng hóa, và đầu tư công. Chiến lược này cho thấy hiệu quả tương đối khả quan trong quý 1. Tuy nhiên, sự kiện thuế quan đã tác động mạnh tới nhóm ngành BĐS KCN và vận tải hàng hóa sau đó.
- Bên cạnh đó, sự thiếu vắng của các mã cổ phiếu VIC trong danh mục chiến lược 2025 đã ảnh hưởng lớn tới hiệu suất của danh mục chiến lược trong phần còn lại của năm.



Nguồn: ACBS

Tăng trưởng VN-Index năm 2025



DANH MỤC CHIẾN LƯỢC 2026

STT	Mã	Ngày cập nhật	Ngành	LNST 2024 (tỷ VND)	LNST 2025F (tỷ VND)	LNST 2026F 2025% (tỷ VND)	2026%	Giá thị trường (*) (VND)	Giá mục tiêu (**) (VND)	% tăng giá	2025F P/E	2026F P/E	2025F P/B	2026F P/B	
1	STB	21/11/2025	Ngân hàng	10,087	10,901	8.1%	12,628	15.8%	46,000	57,000	23.9%	8.9	7.7	1.3	1.1
2	MBB	09/12/2025	Ngân hàng	22,634	25,036	10.6%	31,133	24.4%	24,000	29,000	20.8%	8.3	6.6	1.4	1.2
3	VCB	10/12/2025	Ngân hàng	33,831	35,804	5.8%	37,994	6.1%	56,800	69,300	22.0%	14.3	13.5	2.1	1.8
4	CTG	04/12/2025	Ngân hàng	25,348	32,929	29.9%	39,650	20.4%	49,500	63,600	28.5%	8.9	7.5	1.5	1.3
5	VPB	17/10/2025	Ngân hàng	15,779	22,048	39.7%	29,198	32.4%	26,550	37,000	39.4%	9.6	7.2	1.3	1.1
6	KDH	03/11/2025	Bất động sản	804	1,012	25.9%	1,782	76.1%	30,500	39,500	29.5%	45.2	31.3	1.9	1.8
7	VHM	03/12/2025	Bất động sản	35,073	40,181	14.6%	47,891	19.2%	94,100	118,000	25.4%	10.6	8.9	1.6	1.4
8	FRT	04/11/2025	Bán lẻ	408	900	120.6%	1,122	24.7%	140,000	163,000	16.4%	33.5	26.5	6.8	5.4
9	FPT	28/10/2025	Phần mềm & Dịch vụ Máy tính	9,427	11,066	17.4%	12,593	13.8%	93,700	122,400	30.6%	18.6	16.3	4.5	3.7
10	MWG	28/11/2025	Bán lẻ	3,733	6,550	75.5%	7,663	17.0%	78,500	91,000	15.9%	17.8	15.4	3.5	3.0
11	HPG	25/11/2025	Kim loại	12,020	16,308	35.7%	21,841	33.9%	26,000	35,700	37.3%	12.2	9.1	1.4	1.2
12	VCG	09/12/2025	Xây dựng và Vật liệu	926	3,931	324.5%	1,547	-60.6%	23,100	35,000	51.5%	3.8	9.6	1.0	0.9

(*): Giá thị trường: giá đóng cửa ngày 12/12/2025

(**): Giá mục tiêu cho thời gian năm giữ 12 tháng

DANH MỤC CỔ PHIẾU ACBS PHÂN TÍCH (1)

STT	Mã	Ngày cập nhật	Ngành	LNST 2024 (tỷ VND)	LNST 2025F (tỷ VND)	2025%	LNST 2026F (tỷ VND)	2026%	Giá thị trường (*) (VND)	Giá mục tiêu (**) (VND)	% tăng giá	2025F P/E	2026F P/E	2025F P/B	2026F P/B
1	STB	21/11/2025	Ngân hàng	10,087	10,901	8.1%	12,628	15.8%	46,000	57,000	23.9%	8.9	7.7	1.3	1.1
2	TCB	05/12/2025	Ngân hàng	21,523	24,793	15.2%	27,930	12.7%	32,000	39,000	21.9%	9.1	8.1	1.4	1.2
3	MBB	09/12/2025	Ngân hàng	22,634	25,036	10.6%	31,133	24.4%	24,000	29,000	20.8%	8.3	6.6	1.4	1.2
4	VCB	10/12/2025	Ngân hàng	33,831	35,804	5.8%	37,994	6.1%	56,800	69,300	22.0%	14.3	13.5	2.1	1.8
5	CTG	04/12/2025	Ngân hàng	25,348	32,929	29.9%	39,650	20.4%	49,500	63,600	28.5%	8.9	7.5	1.5	1.3
6	VIB	09/12/2025	Ngân hàng	7,204	7,469	3.7%	8,705	16.5%	17,300	20,200	16.8%	8.0	6.8	1.2	1.1
7	BID	25/11/2025	Ngân hàng	24,658	26,200	6.3%	28,771	9.8%	37,000	46,100	24.6%	11.3	10.2	1.6	1.2
8	VPB	17/10/2025	Ngân hàng	15,779	22,048	39.7%	29,198	32.4%	26,550	37,000	39.4%	9.6	7.2	1.3	1.1
9	HDB	04/11/2025	Ngân hàng	12,753	16,005	25.5%	19,442	21.5%	30,200	34,300	13.6%	7.3	6.5	1.6	1.3
10	NLG	24/11/2025	Bất động sản	1,387	1,254	-9.6%	1,020	-18.7%	32,900	47,000	42.9%	18.9	19.6	1.3	1.2
11	KDH	03/11/2025	Bất động sản	804	1,012	25.9%	1,782	76.1%	30,500	39,500	29.5%	45.2	31.3	1.9	1.8
12	VHM	03/12/2025	Bất động sản	35,073	40,181	14.6%	47,891	19.2%	94,100	118,000	25.4%	10.6	8.9	1.6	1.4
13	VRE	03/11/2025	Bất động sản	4,096	6,636	62.0%	6,070	-8.5%	27,450	38,800	41.3%	9.4	10.3	1.3	1.1
14	IDC	10/11/2025	Bất động sản	2,392	2,120	-11.4%	1,912	-9.8%	35,600	51,900	45.8%	7.8	8.5	2.3	2.2
15	SIP	04/11/2025	Bất động sản	1,279	1,414	10.6%	1,556	10.0%	53,000	77,000	45.3%	10.8	9.8	2.4	2.0
16	KBC	25/11/2025	Bất động sản	423	2,153	409.0%	2,938	36.5%	32,350	41,900	29.5%	14.0	11.5	1.2	1.1
17	BCM	28/11/2025	Bất động sản	2,395	2,953	23.3%	3,425	16.0%	65,300	77,400	18.5%	26.5	22.8	3.2	3.0
18	NTC	13/11/2025	Bất động sản	293	464	58.4%	629	35.6%	154,600	226,600	46.6%	8.1	6.2	2.6	1.9
19	FRT	04/11/2025	Bán lẻ	408	900	120.6%	1,122	24.7%	140,000	163,000	16.4%	33.5	26.5	6.8	5.4
20	FPT	28/10/2025	Phần mềm & Dịch vụ Máy tính	9,427	11,066	17.4%	12,593	13.8%	93,700	122,400	30.6%	18.6	16.3	4.5	3.7
21	MWG	28/11/2025	Bán lẻ	3,733	6,550	75.5%	7,663	17.0%	78,500	91,000	15.9%	17.8	15.4	3.5	3.0
22	VNM	06/11/2025	Sản xuất thực phẩm	9,453	9,156	-3.1%	10,038	9.6%	60,200	71,700	19.1%	15.4	14.1	3.9	3.8
23	PNJ	30/10/2025	Hàng cá nhân	2,113	2,254	6.7%	2,488	10.4%	89,800	103,300	15.0%	15.0	13.7	2.4	2.1

(*): Giá thị trường : giá đóng cửa ngày 12/12/2025

(**): Giá mục tiêu cho thời gian nắm giữ 12 tháng

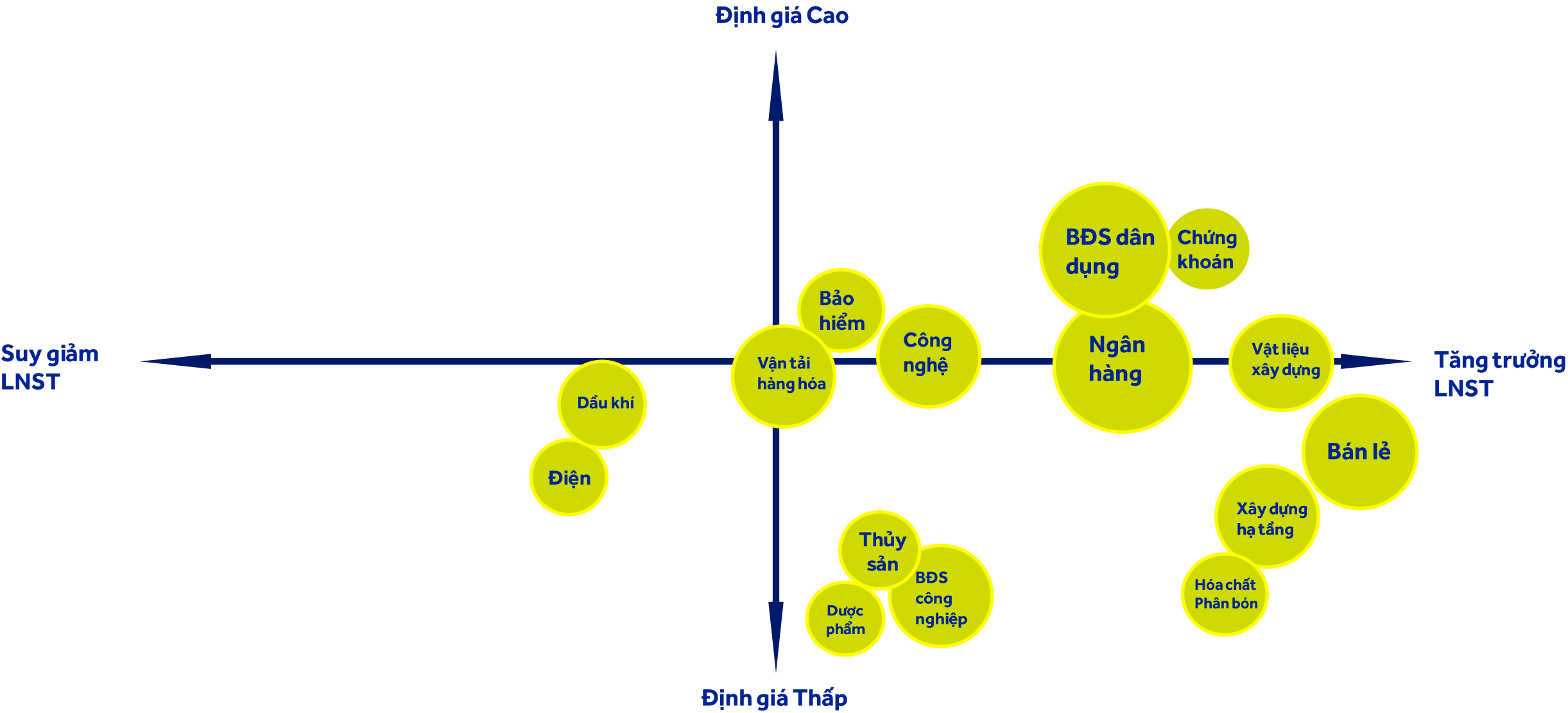
DANH MỤC CỔ PHIẾU ACBS PHÂN TÍCH (2)

STT	Mã	Ngày cập nhật	Ngành	LNST 2024 (tỷ VND)	LNST 2025F (tỷ VND)	LNST 2025% (tỷ VND)	LNST 2026F (tỷ VND)	2026%	Giá thị trường (*) (VND)	Giá mục tiêu (**) (VND)	% tăng giá	2025F P/E	2026F P/E	2025F P/B	2026F P/B
24	IMP	11/11/2025	Dược phẩm	321	376	17.1%	433	15.2%	48,600	60,000	23.5%	23.2	20.1	3.0	2.6
25	PVD	26/11/2025	Thiết bị, Dịch vụ & Phân phối Dầu khí	694	884	27.4%	1,068	20.8%	23,600	28,500	20.8%	15.6	12.9	0.8	0.8
26	PVS	24/10/2025	Thiết bị, Dịch vụ & Phân phối Dầu khí	1,255	1,380	10.0%	1,542	11.7%	30,200	41,000	35.8%	12.0	10.8	1.0	0.9
27	GAS	05/12/2025	Nước & Khí đốt	10,590	12,947	22.3%	11,513	-11.1%	61,300	66,600	8.6%	12.0	13.5	2.2	2.2
28	PLX	05/11/2025	Sản xuất Dầu khí	3,161	3,335	5.5%	2,779	-16.7%	33,700	39,000	15.7%	17.4	20.9	1.4	1.3
29	BSR	02/12/2025	Sản xuất Dầu khí	591	2,983	404.7%	2,534	-15.1%	13,500	16,550	22.6%	22.1	25.8	0.8	1.0
30	DCM	31/10/2025	Hóa chất	1,420	2,029	42.9%	2,298	13.3%	32,200	41,800	29.8%	8.1	7.4	1.5	1.4
31	DPM	30/10/2025	Hóa chất	538	1,188	120.8%	1,289	8.5%	22,000	27,200	23.6%	14.1	12.9	1.3	1.3
32	PC1	07/11/2025	Xây dựng và Vật liệu	709	931	31.3%	796	-14.5%	20,600	32,800	59.2%	11.5	14.3	0.9	0.8
33	GEG	03/11/2025	Sản xuất & Phân phối Điện	92	902	880.4%	502	-44.3%	13,950	18,400	31.9%	6.0	10.7	0.7	0.7
34	POW	28/11/2025	Sản xuất & Phân phối Điện	1,211	2,280	88.3%	1,927	-15.5%	11,550	18,300	58.4%	14.8	17.6	0.7	0.7
35	QTP	25/10/2025	Sản xuất & Phân phối Điện	619	442	-28.6%	458	3.6%	12,700	14,600	15.0%	14.4	13.9	1.1	1.1
36	NT2	25/10/2025	Sản xuất & Phân phối Điện	763	581	-23.9%	581	0.0%	22,550	21,700	-3.8%	8.8	11.6	1.5	1.4
37	REE	04/11/2025	Sản xuất & Phân phối Điện	1,993	2,394	20.1%	2,606	8.9%	62,300	71,300	14.4%	14.2	13.0	1.4	1.3
38	HDG	05/11/2025	Bất động sản	447	1,072	139.8%	1,167	8.9%	28,100	32,400	15.3%	12.2	11.2	1.1	1.0
39	HPG	25/11/2025	Kim loại	12,020	16,308	35.7%	21,841	33.9%	26,000	35,700	37.3%	12.2	9.1	1.4	1.2
40	DGC	27/10/2025	Hóa chất	3,109	3,353	7.8%	3,337	-0.5%	92,000	108,000	17.4%	10.9	11.0	2.2	2.0
41	CTD	09/12/2025	Xây dựng và Vật liệu	309	456	47.6%	728	59.6%	80,000	110,000	37.5%	18.2	11.4	0.9	0.9
42	HHV	10/11/2025	Xây dựng và Vật liệu	426	509	19.5%	630	23.8%	13,700	17,800	29.9%	11.6	9.4	0.6	0.5
43	VCG	09/12/2025	Xây dựng và Vật liệu	926	3,931	324.5%	1,547	-60.6%	23,100	35,000	51.5%	3.8	9.6	1.0	0.9
44	DPG	26/11/2025	Xây dựng và Vật liệu	223	300	34.5%	482	60.7%	41,200	56,600	37.4%	8.7	5.4	1.1	0.9
45	HT1	25/11/2025	Xây dựng và Vật liệu	60	224	273.3%	288	28.6%	14,500	20,500	41.4%	24.7	19.0	1.1	1.1
46	LCG	10/09/2025	Xây dựng và Vật liệu	122	151	23.8%	202	33.8%	10,200	14,700	44.1%	13.2	9.8	0.7	0.7
47	BMP	21/11/2025	Xây dựng và Vật liệu	991	1,316	32.8%	1,425	8.3%	176,000	181,600	3.2%	11.1	10.2	5.0	4.6

(*): Giá thị trường : giá đóng cửa ngày 12/12/2025

(**): Giá mục tiêu cho thời gian nắm giữ 12 tháng

XẾP HẠNG NGÀNH



XẾP HẠNG NGÀNH

Ngành	Triển vọng kinh doanh	Định giá ngành	Cổ phiếu đại diện ngành	Nhận định
Ngân hàng	Tích cực	Hợp lý	VCB, BID, CTG, MBB, TCB, VPB, HDB, STB	➤ Tăng trưởng tín dụng tiếp tục là trụ cột quan trọng với KQKD của ngành ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2026 ở mức 16% cho toàn ngành, và xấp xỉ 19% với nhóm các ngân hàng chúng tôi phân tích. Động lực tăng trưởng chính vẫn đến từ đầu tư công và nguồn cung dự án BĐS cải thiện. ➤ Môi trường lãi suất tăng trong phạm vi có kiểm soát (+1,0-1,5%) có lợi cho NIM của các ngân hàng TMCP quốc doanh (VCB, BID, CTG). ➤ Chất lượng tài sản ổn định nhờ (1) thị trường bất động sản vững chắc và (2) quyền thu giữ tài sản đảm bảo được luật hoá đẩy nhanh quá trình thu hồi nợ xấu.
Chứng khoán	Tích cực	Hợp lý	TCX, SSI, VCK, VPX	➤ TTCK Việt Nam được nâng hạng vào T9/26 được kỳ vọng sẽ giúp TTCK cải thiện cả về mặt điểm số và thanh khoản, qua đó hỗ trợ cho KQKD của các CTCK. ➤ Việc tăng vốn qua IPO là bước chuẩn bị của các CTCK để gia tăng nguồn lực phục vụ cho các hoạt động cho vay ký quỹ, tự doanh trong giai đoạn phát triển trong những năm tới của TTCK.
Bảo hiểm	Trung tính	Hợp lý	BVH, PVI, BIC, MIG, BMI	➤ Thị trường bảo hiểm Việt Nam có dấu hiệu phục hồi, tổng doanh thu phí bảo hiểm năm 2025 ước tính tăng khoảng 4%, cải thiện so với mức giảm 0,3% của năm 2024. ➤ Lãi suất tăng có lợi cho hoạt động đầu tư (chủ yếu là tiền gửi ngân hàng) của các doanh nghiệp bảo hiểm. ➤ Dự địa tăng trưởng vẫn còn khi tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm của Việt Nam mới chỉ 2,4% GDP so với mức toàn cầu 7,7%.

XẾP HẠNG NGÀNH

Ngành	Triển vọng kinh doanh	Định giá ngành	Cổ phiếu đại diện ngành	Nhận định
BDS dân dụng	Tích cực	Hợp lý	VHM, NLG, KDH	➢ Hưởng lợi từ việc hoàn thiện khung pháp lý (sửa đổi Luật nhà ở và Luật kinh doanh bất động sản trong năm 2026), đẩy mạnh đầu tư công và sát nhập tỉnh thành. ➢ Nguồn cung dự kiến tăng mạnh khi các điểm nghẽn về pháp lý dần được tháo gỡ và một số thành phố như TP.HCM và Hà Nội thực hiện thí điểm cho phép phát triển dự án trên các loại đất không phải đất ở. ➢ Nhu cầu mua nhà ở các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội và các tỉnh lân cận dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao. ➢ Tỷ lệ hấp thụ của các dự án nhà ở xã hội, nhà ở hạng sang dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao trong khi tỷ lệ hấp thụ của phân khúc trung và cao cấp có thể bị ảnh hưởng do nguồn cung tăng mạnh.
BDS công nghiệp	Trung tính	Rẻ	IDC, SIP, KBC, BCM, NTC	➢ Triển vọng của ngành đã cải thiện so với tháng 4/2025 khi mức thuế đối ứng Mỹ áp dụng cho Việt Nam đã giảm mạnh từ mức 49% xuống 20%, tương đương với các nước trong khu vực. Tuy nhiên, rủi ro về thuế quan vẫn hiện hữu khi Mỹ vẫn chưa đưa ra định nghĩa về nguồn gốc xuất xứ đối với một số mặt hàng áp dụng mức thuế riêng. ➢ Vốn FDI đăng ký trong 11T2025 vẫn tăng trưởng 7,4% svck, đạt 33,69 tỷ USD và FDI giải ngân ước đạt 23,6 tỷ USD (+8,9% svck) bất chấp rủi ro về thuế quan.
BDS bán lẻ	Tích cực	Hợp lý	VRE	➢ Triển vọng tích cực nhờ sức mua người tiêu dùng tiếp tục cải thiện nhờ chính sách kích cầu và giảm thuế thu nhập, tốc độ tăng trưởng cao của tầng lớp trung lưu và đô thị hóa.
Xây dựng hạ tầng	Tích cực	Rẻ	VCG, HHV, CTD, DPG, LCG	➢ Hưởng lợi nhờ chính sách đẩy mạnh đầu tư công của Chính Phủ. ➢ Khung pháp lý hoàn thiện giúp cho tiến độ thi công cải thiện. ➢ Giá trị backlog cao hơn từ 2-3 lần doanh thu xây lắp năm 2024 giúp đảm bảo sự tăng trưởng.
Vật liệu xây dựng	Tích cực	Hợp lý	HPG, NKG, HSG, BMP	➢ Ngành thép: Nhu cầu thép nội địa được kỳ vọng nhờ phục hồi nguồn cung của ngành bất động sản và đầu tư công được đẩy mạnh. Tuy nhiên, thị trường xuất khẩu vẫn đang đối mặt với chính sách bảo hộ từ các quốc gia khác. Bên cạnh đó, giá nguyên vật liệu ổn định giúp biên lợi nhuận được duy trì. Ngành nhựa xây dựng có triển vọng tích cực nhờ: ➢ Ngành nhựa: Giá hạt nhựa PVC dự kiến tiếp tục duy trì ở mức thấp do triển vọng kinh tế Trung Quốc, đặc biệt là ngành bất động sản, chưa khởi sắc. Ngoài ra, giá dầu Brent trung bình 2026 được dự phóng giảm xuống còn 58 USD/thùng theo EIA và 56 USD/ thùng theo Goldman Sachs sẽ làm giảm chi phí sản xuất hạt PVC.

XẾP HẠNG NGÀNH

Ngành	Triển vọng kinh doanh	Định giá ngành	Cổ phiếu đại diện ngành	Nhận định
Bán lẻ	Tích cực	Rẻ	MWG, FRT, PNJ	Tăng trưởng của các doanh nghiệp chuỗi bán lẻ trở lại bình thường sau khi tăng vượt trội trong 2025 nhưng được kỳ vọng tiếp tục tốt hơn toàn ngành nhờ: ➢ Sức mua người tiêu dùng tiếp tục cải thiện, mặc dù với tốc độ chậm, nhờ các chính sách kích cầu, giảm thuế thu nhập của chính phủ và lo ngại về thuế quan giảm bớt. ➢ Các chính sách thuế mới với hộ kinh doanh có thể thúc đẩy cạnh tranh công bằng hơn giữa doanh nghiệp bán lẻ và hộ kinh doanh nhỏ lẻ. ➢ Hưởng lợi từ xu hướng mua sắm tiếp tục chuyển dịch từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại, và có thể được thúc đẩy hơn trong bối cảnh các chính sách mới về thuế khoán cho hộ kinh doanh có thể khiến khu vực phi chính thức thu hẹp hơn. Tuy nhiên, mức độ gia tăng thị phần sẽ tùy thuộc thị phần của từng doanh nghiệp trong từng ngành và độ phân hóa của ngành. ➢ Các doanh nghiệp có mảng kinh doanh bắt đầu chuyển từ lỗ sang lãi như BHX của MWG, Long Châu của FRT tiếp tục hưởng lợi từ hiệu ứng nền thấp của các mảng kinh doanh này.
FMCG	Trung tính	Hợp lý	MCH, MSN, SAB, VNM, TLG	➢ Ngành được kỳ vọng hưởng lợi từ sức mua người tiêu dùng tiếp tục cải thiện hơn, mặc dù với tốc độ chậm, nhờ các chính sách kích cầu, giảm thuế thu nhập của chính phủ và lo ngại về thuế quan giảm bớt. ➢ Định giá các doanh nghiệp trong ngành phân hóa với một số có định giá đang ở mức thấp hơn mặt bằng ngành như VNM, TLG trong khi một số doanh nghiệp giữ ở mức cao như MCH, MSN.
Công nghệ	Trung tính	Rẻ	FPT, CMG, FOX	➢ Đơn hàng ký mới có thể cải thiện khi tình trạng trì hoãn chi tiêu cho CNTT được kỳ vọng giảm bớt do các lo ngại về thuế quan, suy thoái kinh tế dịu đi và nhu cầu nâng cao công nghệ luôn hiện hữu. ➢ Xu hướng chuyển đổi số, đầu tư cho các công nghệ mới, AI có thể tiếp tục dẫn dắt ngành, tuy vậy vẫn còn nhiều ý kiến trái chiều việc điều chỉnh các khoản đầu tư lớn cho AI.
Vận tải hàng hóa	Trung tính	Hợp lý	HAH, GMD	Giá cước vận chuyển container tiếp tục chịu áp lực giảm do: ➢ Các hãng tàu đang dần quay lại tuyến Kênh đào Suez sẽ làm giải phóng năng lực đội tàu do không còn phải đi đường vòng như trước đó. ➢ Công suất đội tàu container toàn cầu tăng nhanh hơn so với nhu cầu vận tải hàng hóa, tạo dư thừa năng lực. ➢ Trong khi đó, giá cước cho thuê tàu container (<8500 TEU) dự kiến sẽ tăng nhẹ hoặc đi ngang do tình trạng dư cung tập trung ở tàu container công suất lớn trong khi nguồn cung tàu feeder và tàu cỡ trung vẫn hạn chế. Đối với nhóm cảng biển, kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam dự kiến khá tích cực nhờ các hiệp định FTA, vị trí địa lý cùng mức chênh lệch thuế quan thấp của Việt Nam so với các nước trong khu vực. Ngoài ra, phí xếp dỡ cho các cảng nước sâu cũng đang được đề xuất tăng 10-15%.

XẾP HẠNG NGÀNH

Ngành	Triển vọng kinh doanh	Định giá ngành	Cổ phiếu đại diện ngành	Nhận định
Điện	Kém khả quan	Rẻ	REE, HDG, POW, PC1, GEG	➢ Nhu cầu sử dụng điện được dự báo sẽ tăng từ 5 - 8% trong những năm tới. Do đó, các nhu cầu như hạ tầng, đường dây, nguồn điện vẫn sẽ tiếp tục phát triển. Trong đó, vẫn tập trung vào 3 mũi nhọn chính: điện khí, điện tái tạo và hạ tầng đường dây. ➢ Các doanh nghiệp có tiềm năng hưởng lợi lớn trong lĩnh vực điện tái tạo nhờ có các dự án gối đầu và tiềm lực tài chính đủ mạnh để phát triển các dự án mới như HDG, GEG & REE. Các doanh nghiệp như PC1 & TV2 sẽ được hưởng lợi chính trong lĩnh vực phát triển hạ tầng điện, nhưng đây là những kỳ vọng trong dài hạn. ➢ Về ngắn hạn, nhìn chung KQKD tổng thể những doanh nghiệp trong ngành được kỳ vọng không mấy khả quan do những doanh nghiệp có tỷ trọng thủy điện cao như REE, HDG được kỳ vọng có KQKD 2026 khó đạt được như 2025 vừa qua. Bên cạnh đó, những doanh nghiệp điện khí như POW thì chưa tối ưu hóa chi phí vận hành, công suất, chi phí lãi vay, ... do nhà máy mới được đưa vào vận hành trong năm 2026. Thêm nữa, các doanh nghiệp như GEG có khoản doanh thu ghi nhận một lần lớn trong năm 2025 do hồi tố doanh thu chưa ghi nhận những năm trước từ dự án Tân Phú Đông 1 khi chính thức đàm phán được giá bán điện.
Dầu khí	Kém khả quan	Hợp lý	PVS, PVD, GAS, PVB, BSR, PLX	Tổng LNST 2026 của các doanh nghiệp dầu khí chúng tôi phân tích giảm 9,7% svck. Sự sụt giảm lợi nhuận được dự báo ở hầu hết các doanh nghiệp, ngoại trừ PVS & PVD do các yếu tố dưới đây: ➢ Dự phóng giá dầu Brent trung bình đạt 60 USD/thùng trong 2026 (-11% svck). Mặt bằng giá dầu thô duy trì ở mức thấp do nguồn cung tăng cao và nhu cầu tiêu thụ suy yếu. Theo đó, dự phóng crackspread cho các sản phẩm xăng dầu có sự điều chỉnh giảm và ảnh hưởng tới lợi nhuận của toàn ngành. ➢ Nguồn khí nội địa giá rẻ (bể Cửu Long & Nam Côn Sơn) đang suy giảm nhanh do khai thác cạn kiệt, PV GAS chuyển dịch từ phân phối khí nội địa sang kinh doanh khí hóa lỏng nhập khẩu/LNG với biên LN thấp hơn, từ đó suy giảm doanh thu và lợi nhuận. ➢ Tuy nhiên, phân khúc Thượng nguồn vẫn hưởng lợi từ việc đẩy mạnh an ninh năng lượng: triển khai các dự án thăm dò/khai thác mỏ dầu khí mới, và xây dựng cơ sở hạ tầng cho điện khí LNG. Năm 2026 dự kiến khối lượng công việc cho các doanh nghiệp Thượng nguồn như PVS PVB sẽ tăng mạnh. ➢ Thị trường khoan khu vực Đông Nam Á & Trung Đông đang khan hiếm nguồn cung giàn khoan tự nâng, dẫn đến giá thuê giàn khoan (Day rate) duy trì ở mức cao (90.000 - 100.000 USD/ngày) giúp PVD duy trì lợi nhuận ổn định.

XẾP HẠNG NGÀNH

Ngành	Triển vọng kinh doanh	Định giá Ngành	Cổ phiếu đại diện ngành	Nhận định
Hóa chất & Phân bón	Tích cực	Rẻ	DGC, DPM, DCM	➤ Các mặt hàng phân bón chịu thuế VAT 5% từ T7/2025, các doanh nghiệp như DPM DCM sẽ được hưởng lợi từ việc hoàn thuế trên 300 tỷ đồng/năm ➤ Giá khí đầu vào được kỳ vọng tiếp tục giảm khi giá dầu thô giảm dưới 60USD/thùng, giúp tăng trưởng biên lợi nhuận. ➤ Giá phân bón dự báo đi ngang hoặc giảm nhẹ quanh mức 400 USD/tấn.
Dệt may	Trung tính	Hợp lý	TNG, MSH, HTG, PPH, TCM	➤ Ngành dệt may nhìn chung có KQKD 2025 tốt, các doanh nghiệp trong ngành có lợi nhuận tăng trưởng rõ rệt, ví dụ LNST TNG 9T2025 tăng 16% svck, LNST MSH 9T2025 tăng 65% svck. Điều này phần lớn đến từ lo ngại sự biến động tiêu cực trong chính sách thuế quan dưới thời tổng thống Donald Trump, nên các đối tác tranh thủ gia tăng nhập khẩu hàng tồn kho. Do đó, trong tương lai gần (<1 năm), KQKD kỳ vọng sẽ không còn có thể tăng trưởng mạnh như 2025 khi mọi thứ ổn định trở lại và chờ giải phóng xong lượng hàng tồn kho cũ. ➤ Định giá hiện nay tương đối rẻ với mức P/E quanh mức 6 - 8 lần cho các doanh nghiệp dệt may
Thủy sản	Trung tính	Rẻ	VHC, ANV, FMC	Cá tra và tôm vẫn là những mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam. Với việc Mỹ là một trong những thị trường lớn của một số doanh nghiệp, triển vọng ngành được đánh giá thận trọng khi bước vào giai đoạn hấp thụ chính sách thuế đối ứng của Mỹ. Tuy nhiên, ngành vẫn ghi nhận một số điểm tích cực: ➤ Giá bán cá tra và tôm đang trong xu hướng cải thiện (mặc dù việc tăng giá do thuế quan cũng là một yếu tố đóng góp). ➤ Vị thế thị phần chi phối của Việt Nam trong cơ cấu nhập khẩu cá tra của Mỹ. ➤ Xu hướng thúc đẩy ngành hàng mới (vd: cá rô phi tại ANV) và đa dạng hóa thị trường, tận dụng các FTA. ➤ Tăng cường các sản phẩm giá trị gia tăng cao, phân khúc cao cấp, đáp ứng các tiêu chuẩn cao đã được một số doanh nghiệp hướng đến và vẫn được khuyến khích nhằm duy trì vị thế và khả năng cạnh tranh với các thị trường xuất khẩu khác. ➤ Khả năng xoay chiều chính sách của Mỹ do định hướng thuế quan chủ yếu nhắm đến nhóm ngành công nghệ cao hơn là các sản phẩm tiêu dùng.
Dược phẩm	Trung tính	Rẻ	IMP, DBD, DHG	➤ Các doanh nghiệp tiếp tục đầu tư cho tiêu chuẩn sản xuất tiên tiến và nghiên cứu phát triển sản phẩm mới, thuốc phiên bản thế hệ 1. ➤ Việc tập trung hơn cho các sản phẩm giá trị cao hỗ trợ tăng trưởng cho các công ty mặc dù sản lượng có thể không tăng tương ứng. ➤ Các doanh nghiệp tiếp tục hưởng lợi từ các chính sách ưu tiên thuốc sản xuất trong nước thay cho thuốc nhập khẩu trong đấu thầu vào kênh bệnh viện.

PHẦN 2. BỐI CẢNH VĨ MÔ

KIẾN TẠO VỊ THẾ

Đồng Thanh Tuấn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô

tuandt@acbs.com.vn

THẾ GIỚI: BƯỚC QUA MÀN SƯƠNG

- Năm 2025, các nền kinh tế trọng điểm tiếp tục duy trì đà tăng trưởng bất chấp các kịch bản bi quan được công bố bởi nhiều tổ chức nghiên cứu ngay sau sự kiện “Ngày Giải phóng”, khi Tổng thống Trump áp thuế đối ứng rất cao đối với gần như toàn bộ các quốc gia trên thế giới.
- Tuy vậy, động lực tăng trưởng giữa các quốc gia đang dần có sự phân hóa. Xu hướng nổi bật chính sách tiền tệ thông qua hạ lãi suất cùng với làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào lĩnh vực trí tuệ nhân tạo (AI) được xem là động lực chính trong tăng trưởng GDP toàn cầu; đặc biệt đối với Hoa Kỳ. Ở chiều ngược lại, Thương chiến 2.0 mang đến sự bất định và làm trầm trọng thêm sự suy yếu về hoạt động tiêu dùng, sự thận trọng của doanh nghiệp sản xuất đối với hoạt động đầu tư mới, sự phân cực và đa phương về địa chính trị.
- Ngoài ra, một trong những xu hướng đã hình thành kể từ 2024 và đang được đẩy mạnh trong năm 2025 là động thái **kích cầu kinh tế thông qua các chính sách tài khóa** bao gồm gia tăng chi tiêu chính phủ, giảm thuế, đẩy mạnh đầu tư quốc phòng và công nghệ chiến lược trong bối cảnh dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ hiện không còn nhiều.

VIỆT NAM: KIẾN TẠO VỊ THẾ - KIỀM CƯỜNG TRƯỚC GIÓ TÂY

- Việt Nam trở thành một trong những quốc gia dẫn đầu về tăng trưởng GDP trong năm 2025. Điều này là kết quả của một loạt những cải cách mang tính chiến lược về nền tảng pháp lý & thủ tục hành chính nhằm thúc đẩy nền kinh tế, tập trung đẩy mạnh đầu tư vào các dự án hạ tầng chủ chốt và đồng thời cải thiện tính hiệu quả của hệ thống chính quyền.
- Việt Nam hướng tới mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân cho giai đoạn 2026 – 2030 từ 10%/năm trở lên cùng mục tiêu đạt GDP bình quân đầu người khoảng 8.500 USD vào năm 2030 (CAGR: 10,3%). Với dư địa tài khóa vẫn còn dồi dào, đầu tư công được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong lộ trình 5 năm tiếp theo với mục tiêu giải ngân đầu tư công lên đến 8,5 triệu tỷ đồng (340 tỷ USD). Bên cạnh đó, các động lực tăng trưởng khác như tiêu dùng và phát triển kinh tế tư nhân đồng thời sẽ tiếp tục được thúc đẩy trong khi hoạt động sản xuất và xuất khẩu dự kiến sẽ tiếp tục ổn định trong năm 2026.

DỰ PHÓNG VĨ MÔ VIỆT NAM 2026

Các chỉ tiêu vĩ mô	2025	2026F	
		Min	Max
GDP	8,02%	8,0%	8,5%
Tổng mức bán lẻ	9,25%	8,5%	11,0%
CPI	3,31%	4,0%	4,5%
Xuất khẩu (% YoY)	17,02%	15,0%	
USDVND (trung tâm)	25.121	26.125	
% tăng giá (YoY)	3,2%	4,0%	
USDVND (NHTM bán)	26.377	27.432	
% tăng giá (YoY)	3,2%	4,0%	
Lãi suất tái cấp vốn	4,5%	4,5%	
Tăng trưởng tín dụng	18,0%	16,0%	

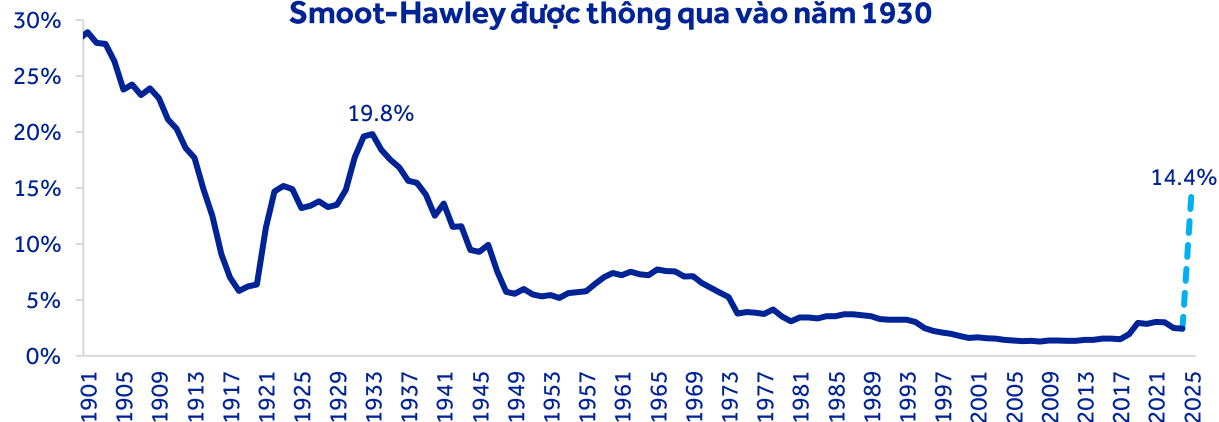
Nguồn: ACBS

- **Thương chiến 2.0 là một trong những chủ đề được thảo luận sôi nổi nhất nhưng đồng thời cũng là yếu tố bất định lớn nhất** đối với các nhà hoạch định chính sách nói chung và hoạt động thương mại toàn cầu nói riêng trong năm 2025. Tuy vậy, diễn biến xuyên suốt trong năm 2025 đã dần phản ánh một cục diện trực quan hơn về mục tiêu chiến lược và định hướng của Hoa Kỳ trong giai đoạn tới – tập trung vào các vấn đề trong nước, sử dụng thuế quan như một công cụ “cây gậy – cà rốt” với các đối tác chiến lược chủ chốt về thương mại và quân sự trong khi linh hoạt duy trì sức ép đối với Trung Quốc giữa bối cảnh gia tăng xung đột vũ trang trên nhiều mặt trận từ châu Âu đến Trung Đông.
- **Vấn đề thuế quan đã không còn quá lo ngại so với giai đoạn nửa đầu năm 2025 khi Hoa Kỳ gấp rút hoàn tất một loạt các thỏa thuận thương mại với các đối tác chủ chốt (EU, UK, Việt Nam, Nhật, Hàn) trong khi tiếp tục kéo dài thời gian đàm phán với Trung Quốc.** Do đó, chúng tôi tin rằng hoạt động sản xuất tại các thị trường trọng điểm cùng dòng chảy hàng hóa toàn cầu sẽ dần trở về quỹ đạo vốn có. Dư địa tăng trưởng sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng hấp thụ phần chi phí tăng lên từ thuế quan bởi các doanh nghiệp nội địa và người tiêu dùng tại Hoa Kỳ.
- Tuy nhiên, **tâm lý người tiêu dùng vẫn chưa phục hồi tại các thị trường trọng điểm** như Bắc Mỹ (Hoa Kỳ và Canada), châu Âu (Đức, Pháp, Anh) và một phần châu Á (Trung Quốc, Nhật Bản) **khi sự phân hóa giữa các tầng lớp thu nhập ngày càng được bộc lộ rõ** trong năm 2025 khi được phản ánh qua hiệu ứng giá tài sản –wealth effect (cổ phiếu và bất động sản). Nhóm doanh nghiệp truyền thống (phi công nghệ) vẫn trong trạng thái phòng thủ, hạn chế đầu tư mới và ngưng tuyển dụng mặc dù các ngân hàng trung ương (FED, BoC, ECB, BoE) đã thực hiện nhiều đợt cắt giảm lãi suất ở giai đoạn hậu COVID-19.
- **Tác động của thuế quan và lạm phát dai dẳng vẫn là những rủi ro tiềm tàng khiến lãi suất và chi phí vốn tuy giảm nhưng nới lỏng chính sách tiền tệ lại không đi kèm với các chính sách hỗ trợ thanh khoản tương ứng.** Điều này gián tiếp làm giảm mức độ hiệu quả của chính sách nới lỏng tiền tệ của cả FED và ECB trong năm 2025 trong việc kích cầu tiêu dùng; đặc biệt trong bối cảnh mức nền lãi suất vẫn đang duy trì ở mức cao so với giai đoạn trước và trong COVID-19. Trong khi đó, tốc độ giảm lãi suất chậm hơn kỳ vọng của FED, trong năm 2025, cùng lộ trình hạ lãi suất trong tương lai của FED, ECB... còn nhiều thách thức cũng khiến chính sách tiền tệ nới lỏng của Việt Nam không có điểm tựa vững chãi.
- Ở một diễn biến khác, **chính phủ các nước đang dần trở lại với công cụ kích cầu thông qua các chính sách tài khóa.** Ví dụ như: nới lỏng trần nợ công, gia tăng chi tiêu chính phủ, nâng cấp hạ tầng, đẩy mạnh trợ cấp, giảm thuế cùng các mục tiêu khác. Ngoài ra, định hướng mở rộng đầu tư vào công nghiệp quốc phòng hiện là một trong những ưu tiên của các quốc gia có khả năng chịu ảnh hưởng bởi các đợt xung đột vũ trang như Eurozone, Nhật Bản và Đài Loan khi Hoa Kỳ có xu hướng theo đuổi chủ nghĩa biệt lập và tập trung vào các vấn đề trong nước và khu vực Mỹ Latin.

THƯƠNG CHIẾN 2.0: MỸ TĂNG THU THUẾ, GIẢM THÂM HỤT

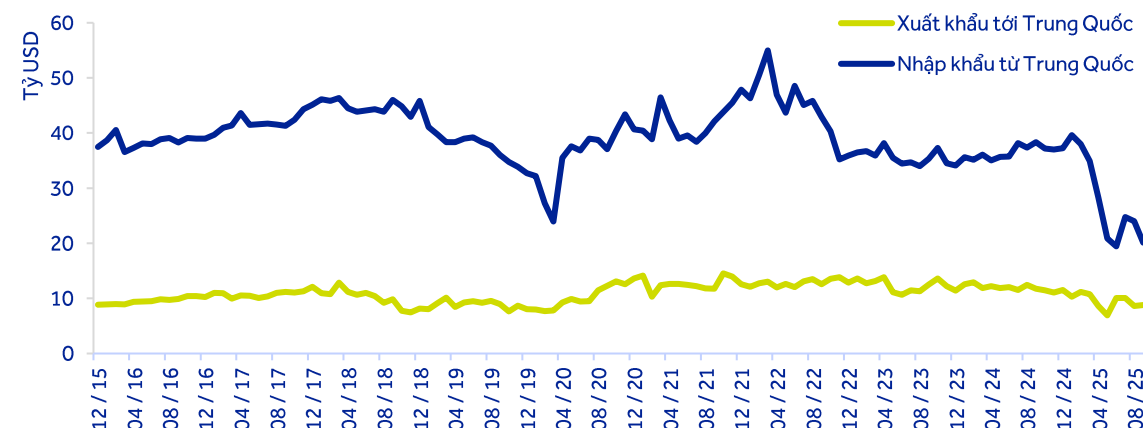
Đồng Thanh Tuấn
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1046
tuandt@acbs.com.vn

Mức thuế hiệu dụng của Hoa Kỳ đạt mức cao nhất kể từ khi Đạo luật Smoot-Hawley được thông qua vào năm 1930



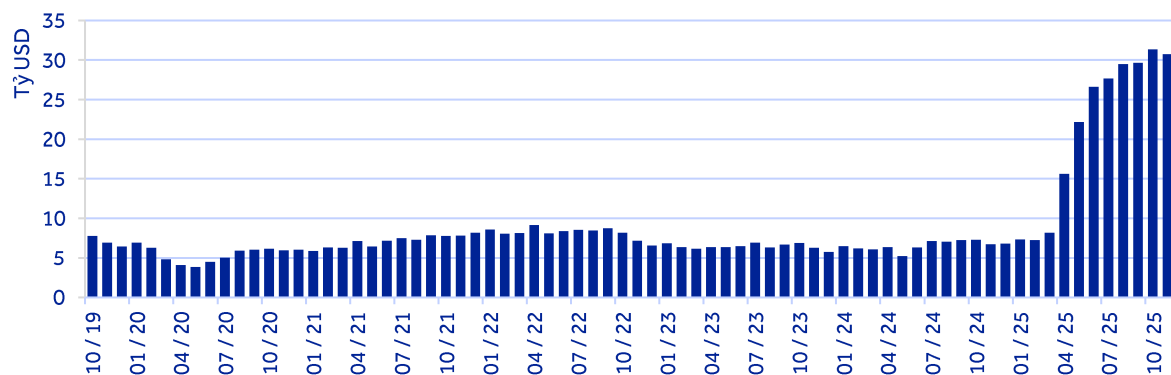
Nguồn: Yale Budget Lab, US Census Bureau, Financial Times

Hàng nhập khẩu từ Trung Quốc giảm mạnh trong năm 2025



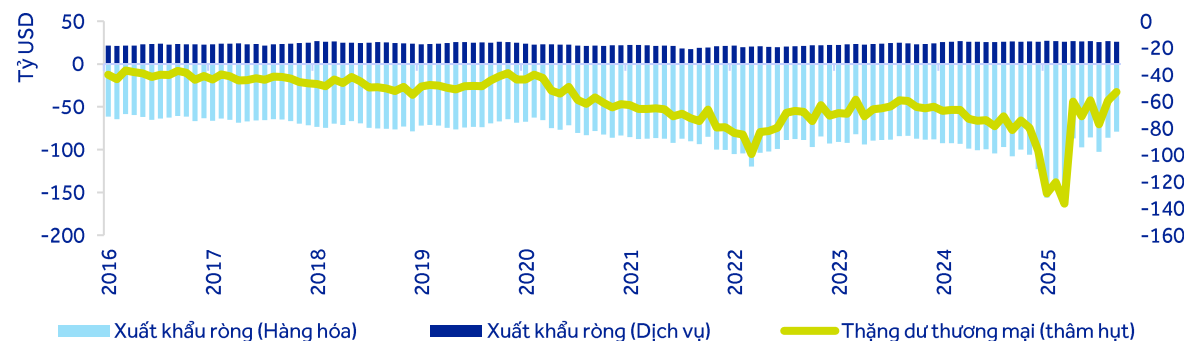
Nguồn: Bloomberg

Hoa Kỳ đã thu về hơn 200 tỷ USD đến từ các khoản thuế quan mới thông qua 40 sắc lệnh hành pháp khác nhau từ Chính quyền Trump



Nguồn: Bloomberg, US Treasuries

Thâm hụt thương mại của Hoa Kỳ đồng thời thu hẹp khi nhu cầu nhập khẩu giảm mạnh sau khi thuế quan có hiệu lực

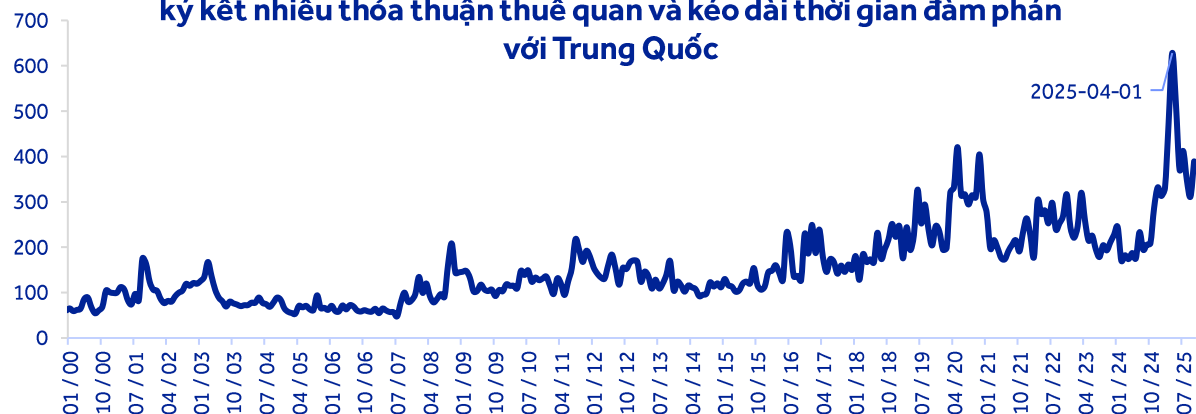


Nguồn: Bloomberg

HOẠT ĐỘNG TIÊU DÙNG CHƯA KHỞI SẮC

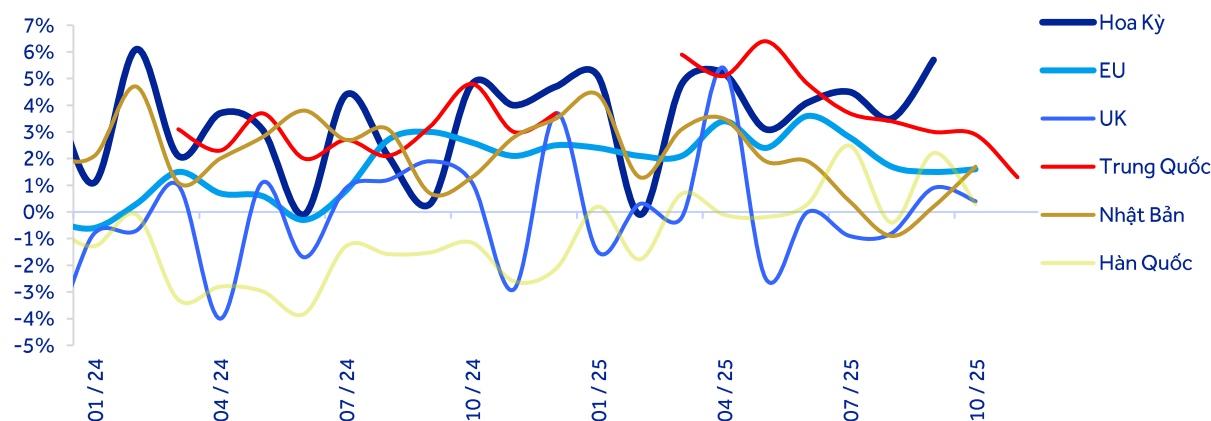
Đồng Thanh Tuấn
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1046
tuandt@acbs.com.vn

Chỉ số bất định chính sách kinh tế toàn cầu hạ nhiệt sau khi Hoa Kỳ ký kết nhiều thỏa thuận thuế quan và kéo dài thời gian đàm phán với Trung Quốc



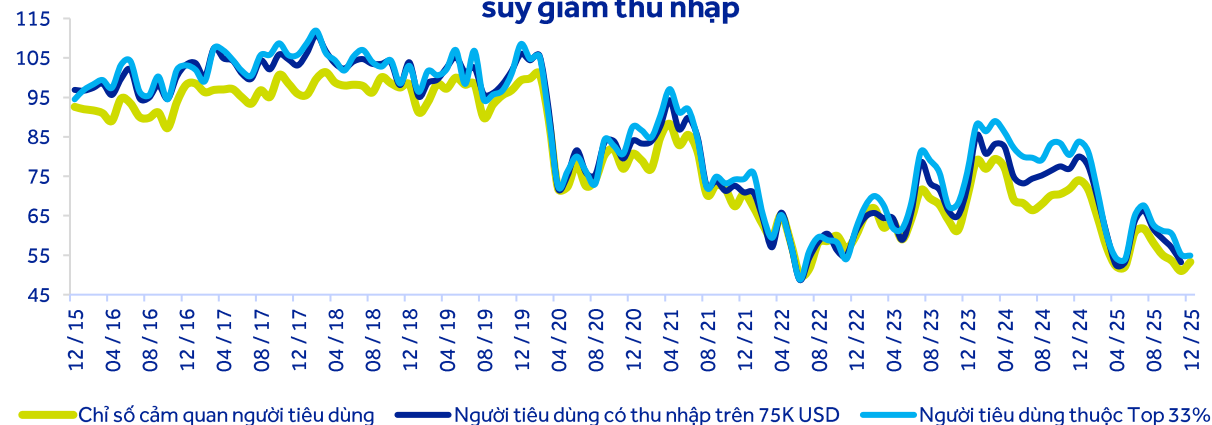
Nguồn: Federal Reserve Bank of St. Louis

Tiêu dùng có xu hướng giảm tốc kể từ tháng 4, ngoại trừ Hoa Kỳ



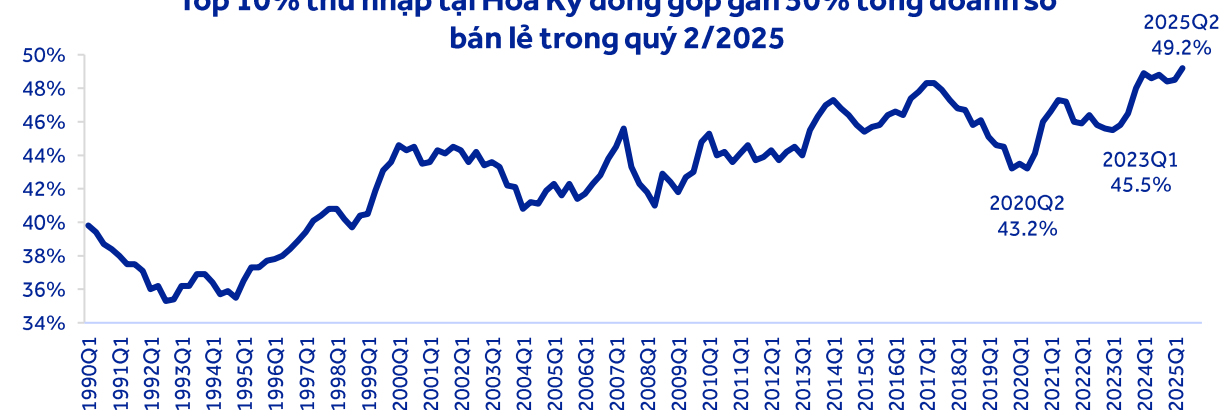
Nguồn: Bloomberg

Tầng lớp trung lưu tại Hoa Kỳ tiếp tục thắt chặt chi tiêu trước lo ngại suy giảm thu nhập



Nguồn: Bloomberg, University of Michigan

Top 10% thu nhập tại Hoa Kỳ đóng góp gần 50% tổng doanh số bán lẻ trong quý 2/2025

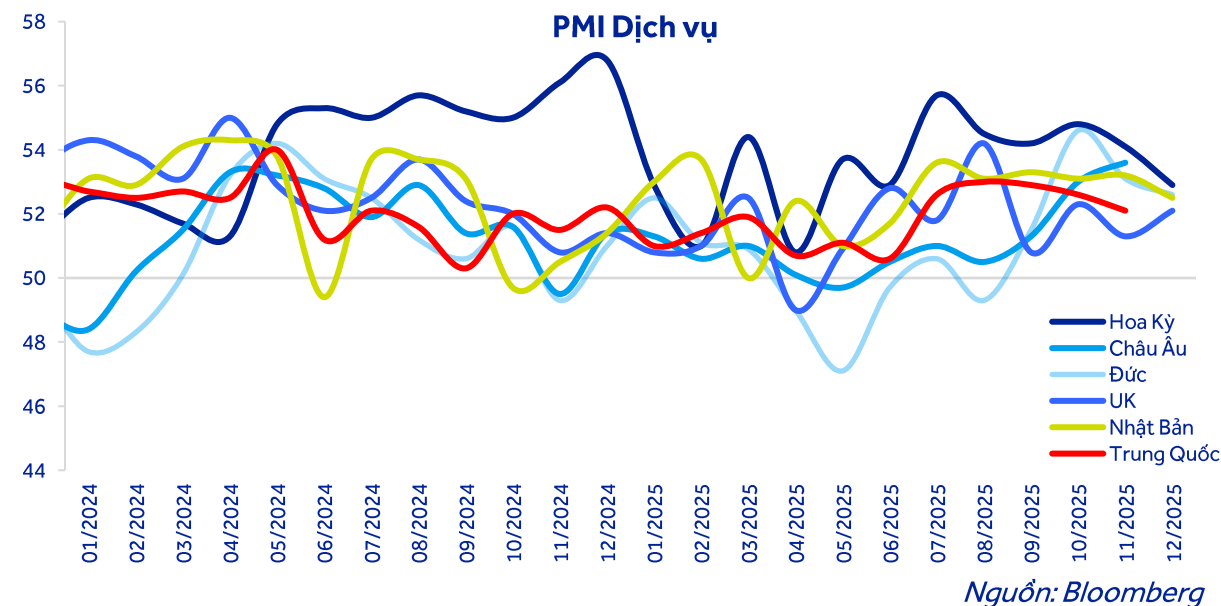
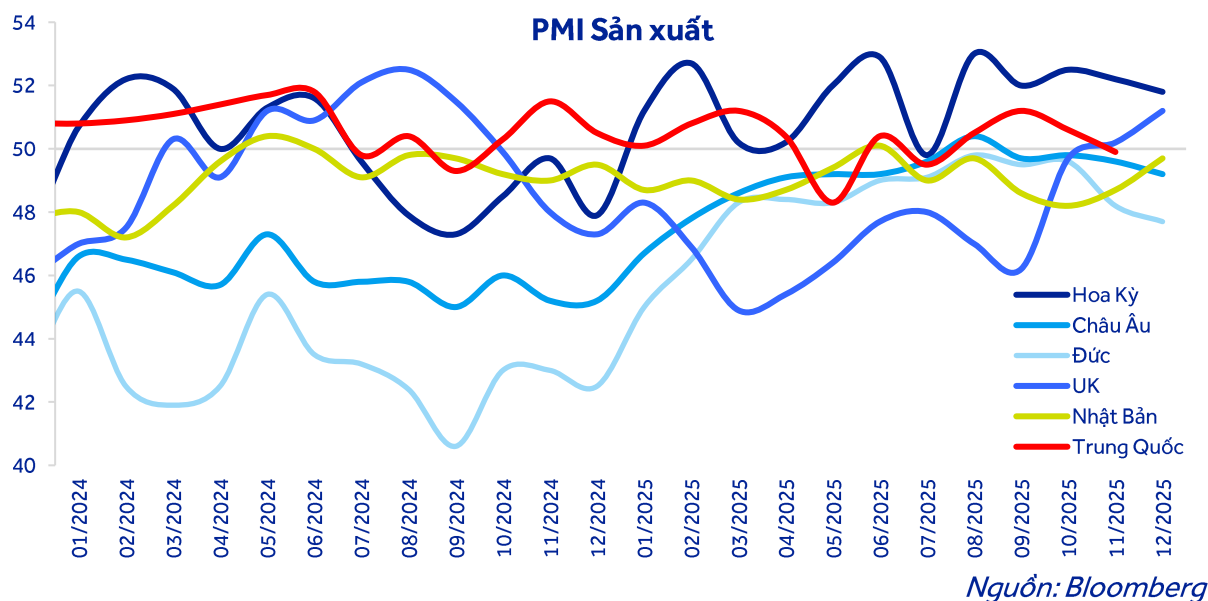


Nguồn: Bloomberg, Moody's Analytics

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT DẦN CẢI THIỆN

Đồng Thanh Tuấn
(+84 28) 7300 7000 – Ext: 1046
tuandt@acbs.com.vn

- **Hoạt động sản xuất tăng trưởng không đồng đều dưới tác động thuế quan:** Sự phân hóa trong hoạt động sản xuất toàn cầu được thúc đẩy bởi các chính sách bảo hộ thương mại và chu kỳ tái cấu trúc tồn kho, tạo nên sự khác biệt giữa đà phục hồi của Hoa Kỳ, Anh và sự suy yếu tại Eurozone. Tính đến tháng 12/2025, PMI sản xuất của Mỹ (S&P Global) ổn định ở mức 51,8 và Anh đạt đỉnh 15 tháng tại 51,2, trong khi Đức thu hẹp ở mức 47,7 và Eurozone giảm còn 49,7. Động thái áp thuế vào tháng 4 của Hoa Kỳ đã làm gián đoạn chuỗi cung ứng, buộc các nền kinh tế định hướng xuất khẩu như Đức và Trung Quốc phải cắt giảm hàng tồn kho. Mặc dù thỏa thuận thương mại Mỹ-Trung tháng 11 giúp cải thiện tâm lý doanh nghiệp và đơn hàng mới tại Anh, sản lượng thực tế tại các trung tâm công nghiệp Á-Âu vẫn chưa hoàn toàn khởi sắc do nhu cầu bên ngoài yếu. Ngược lại, hoạt động sản xuất tại Hoa Kỳ được củng cố nhờ dòng vốn đầu tư lớn vào cơ sở hạ tầng AI và nhu cầu nội địa, giúp bù đắp các cú sốc thương mại.
- **Hoạt động dịch vụ duy trì tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu dùng nội địa và chiến lược giữ chân nhân sự:** PMI Dịch vụ của Mỹ duy trì mức cao 52,9 vào tháng 12, dẫn đầu các nền kinh tế lớn, trong khi Eurozone và Nhật Bản tiếp tục mở rộng ở mức tương ứng 52,6 và 52,5. Bất chấp áp lực cắt giảm nhân sự trong ngành sản xuất, các doanh nghiệp dịch vụ tại Châu Âu và Nhật Bản vẫn duy trì tuyển dụng ("labor hoarding") để phòng ngừa rủi ro thiếu hụt nhân lực do vấn đề nhân khẩu học. Tăng trưởng tiền lương thực, nhờ lạm phát hạ nhiệt nhanh hơn lương danh nghĩa, đã thúc đẩy chi tiêu hộ gia đình vào các ngành du lịch và tài chính. Động lực này đã phần nào giảm rủi ro suy thoái kỹ thuật lan rộng tại Eurozone bất chấp sự sụt giảm trong sản lượng công nghiệp.

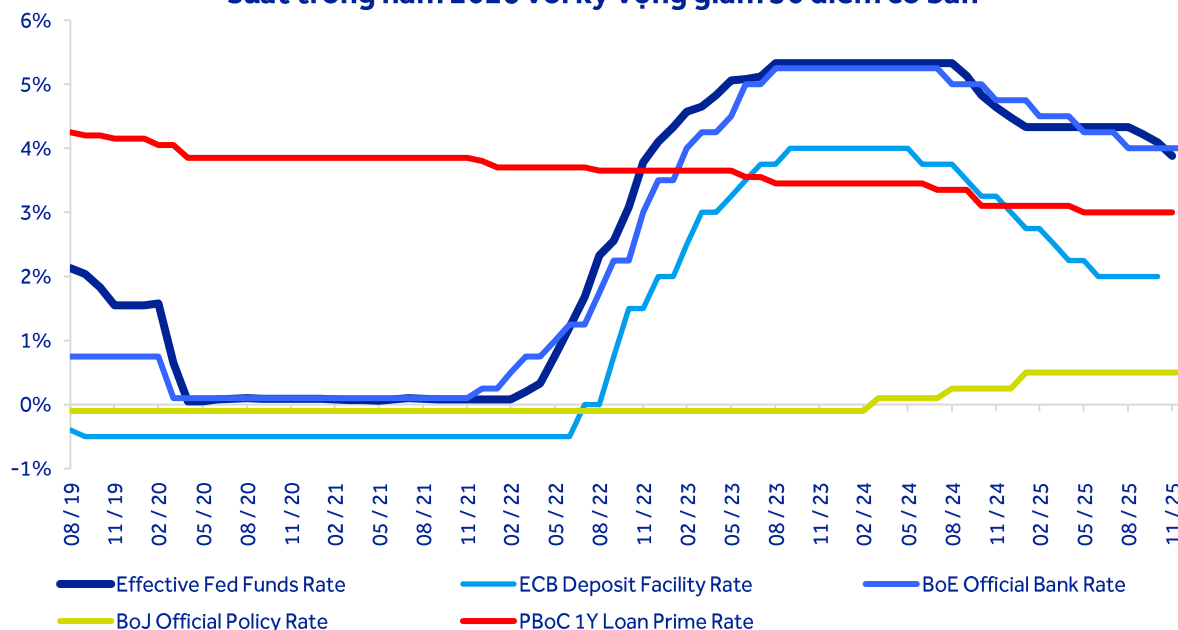


CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ: DƯ ĐỊA NƠI LỎNG KHÔNG CÒN NHIỀU

Đồng Thanh Tuấn
(+84 28) 7300 7000 – Ext: 1046
tuandt@acbs.com.vn

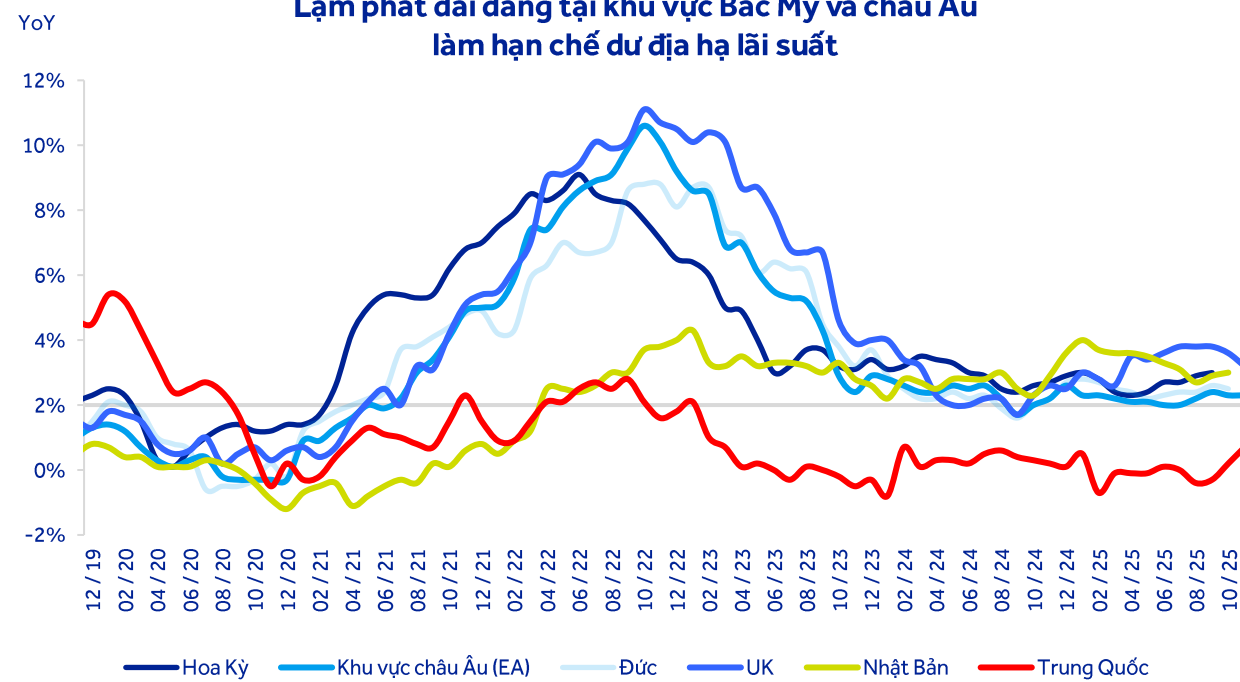
- **Tác động của Thương chiến 2.0 vẫn chưa hoàn toàn phản ánh vào diễn biến lạm phát của các quốc gia châu Âu và đặc biệt tại thị trường Hoa Kỳ.** Chỉ số CPI tổng thể ở các quốc gia trên duy trì bình quân trong khoảng từ 2% - 3% svck trong năm 2025 trong bối cảnh tâm lý người tiêu dùng âm ảm, doanh số bán lẻ giảm tốc và dẫn trở nên nhạy cảm với biến động về giá; đặc biệt đối với nhóm lao động có thu nhập trung bình thấp với các mặt hàng nhu yếu phẩm. Điều này khiến các doanh nghiệp sản xuất có phần thận trọng trong việc đẩy chi phí tăng thêm từ thuế quan sang giá bán; đặc biệt trong bối cảnh biến động của thuế quan liên tục thay đổi ở giai đoạn tháng 4 đến tháng 9.
- **Các ngân hàng trung ương duy trì xu hướng nới lỏng chính sách tiền tệ trong năm 2025:** FED hạ lãi suất 3 lần; ECB hạ lãi suất 4 lần; BoE hạ lãi suất 3 lần; PBOC hạ lãi suất 1 lần. Tuy nhiên, dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ hiện không còn nhiều khi tác động của Thương chiến đối với lạm phát vẫn là một ẩn số khi lạm phát dịch vụ tiếp tục dai dẳng.

FED là một trong số ít những ngân hàng trung ương còn dư địa hạ lãi suất trong năm 2026 với kỳ vọng giảm 50 điểm cơ bản



Nguồn: Bloomberg

Lạm phát dai dẳng tại khu vực Bắc Mỹ và châu Âu làm hạn chế dư địa hạ lãi suất



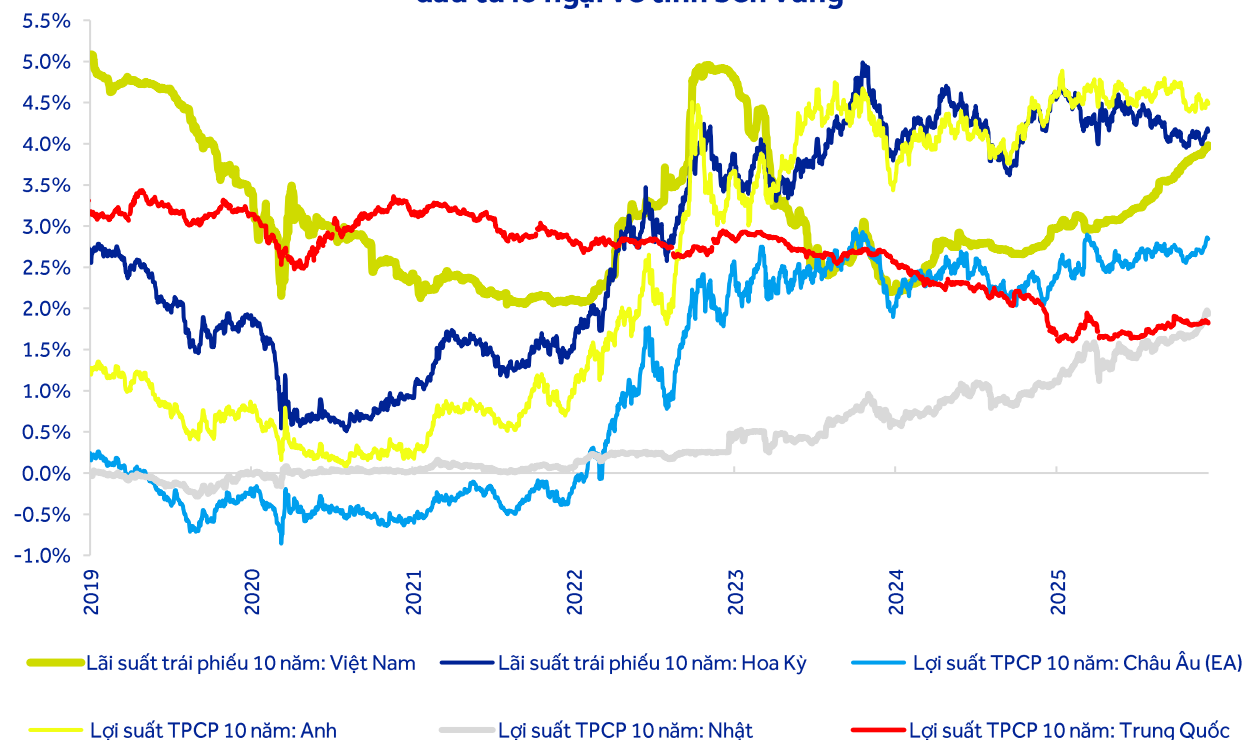
Nguồn: Bloomberg

CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA: LỰA CHỌN TẤT YẾU

Đồng Thanh Tuấn
(+84 28) 7300 7000 – Ext: 1046
tuandt@acbs.com.vn

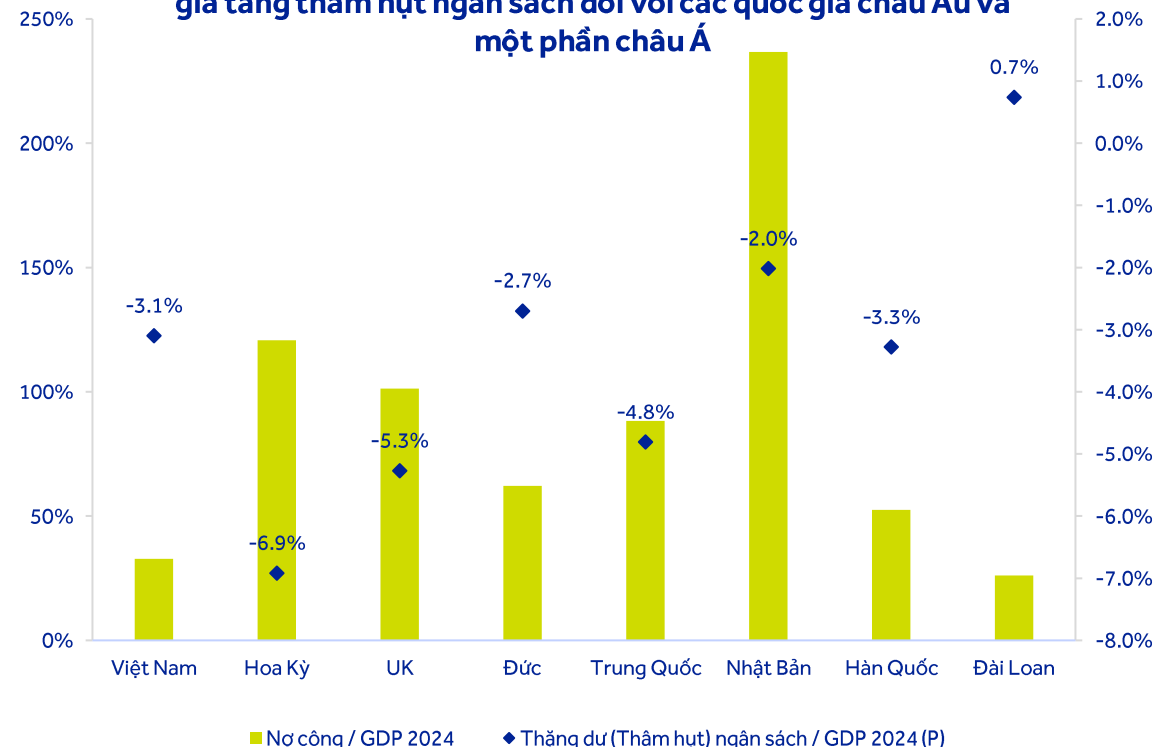
- Trong bối cảnh dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ không còn nhiều do ràng buộc về lạm phát, **tài khóa là phương án tất yếu trong việc kích cầu tiêu dùng và đầu tư**. Tuy nhiên, gia tăng nợ công giữa bối cảnh vĩ mô không quá thuận lợi cùng với nền lãi suất không thấp tại nhiều quốc gia góp phần làm tăng phần bù rủi ro (risk-premium), đẩy lợi suất trái phiếu chính phủ lên cao – dù nhiều ngân hàng trung ương liên tục cắt lãi suất trong năm 2025.

Kích cầu thông qua chính sách tài khóa và gia tăng nợ công khiến giới đầu tư lo ngại về tính bền vững



Nguồn: Bloomberg

Xu hướng đẩy mạnh phát triển năng lực quốc phòng sẽ làm gia tăng thâm hụt ngân sách đối với các quốc gia châu Âu và một phần châu Á



Nguồn: Bloomberg

Hoa Kỳ	Đạo luật "One Big Beautiful Bill" (OBBBA) - 07/2025: Thuế: Miễn thuế cho tiền tip và lương làm thêm giờ (đến 2028); Khấu trừ lãi vay mua ô tô sản xuất tại Mỹ; Hợp thức hóa vĩnh viễn mức thuế thấp của đạo luật TCJA 2017. Nợ công: Tạm thời nâng trần nợ thêm 5.000 tỷ USD, đưa giới hạn nợ lên 41,1 nghìn tỷ USD để tránh vỡ nợ kỹ thuật sau khủng hoảng trần nợ đầu năm. Sau sự kiện chính phủ đóng cửa 44 ngày (01/10 – 12/11), Nghị quyết Tiếp tục (CR) được thông qua nhằm đáp ứng các nghĩa vụ tài chính tạm thời cho đến khi đạt thỏa thuận chi tiêu ở năm tài khóa tiếp theo – hiện được kéo dài đến ngày 30/01/2026. Chi tiêu: Chấp nhận thâm hụt ngân sách tăng thêm khoảng 3.400 - 4.100 tỷ USD trong 10 năm tới. Đẩy mạnh phát triển công nghệ trí tuệ nhân tạo thông qua nói lỏng chính sách và các cơ chế liên quan: AI Action Plan ("Winning the Race"): Đẩy nhanh quá trình cấp phép xây dựng trung tâm dữ liệu (bỏ qua đánh giá an toàn môi trường của NEPA); Củng cố hạ tầng điện cho AI. Sứ mệnh Genesis (Sắc lệnh Hành pháp 24/11) và Khung Chính sách Quốc gia về Trí tuệ Nhân tạo (Sắc lệnh Hành pháp 11/12): Chuyển dịch từ mô hình "An toàn và Đạo đức" (2023-2024) sang "Tốc độ và Chủ quyền"; Tinh giảm các quy định chồng chéo và cho phép các nhà phát triển AI ưu tiên hiệu suất mà không cần điều chỉnh kết quả đầu ra; Kết hợp mô hình nghiên cứu phát triển "công-tư" khi cho phép công ty tư nhân truy cập nguồn lực cấp quốc gia, bao gồm kho dữ liệu của nhà nước.
UK	Ngân sách Mùa thu 2025: Thuế: Tăng thu thuế thông qua "kéo tài khóa" (đóng băng ngưỡng thuế TNCN đến tháng 4/2028); Tăng thuế suất cổ tức (+2%), thuế lãi tiết kiệm và thuế bất động sản; Tăng đóng góp bảo hiểm xã hội (NICs) của doanh nghiệp. Cải cách tiền lương: Thu nhập tối thiểu toàn quốc (National Living Wage) tăng 6,7% kể từ tháng 4/2025 để cải thiện mức sống của nhóm lao động thu nhập thấp. Chi tiêu: Tập trung nguồn lực để trợ cấp dịch vụ y tế (NHS) và trợ giá năng lượng (Warm House Discount), vé tàu hỏa để giảm chi phí sinh hoạt. Quốc phòng: Duy trì cam kết chi tiêu 2,5% GDP nhưng bị dời mục tiêu về 2027 khi phải ưu tiên cân bằng ngân sách.
EU	Cơ chế SAFE LOANS và SGP: Quốc phòng ("ReArm Europe"): Triển khai sáng kiến SAFE LOANS trị giá 150 tỷ Euro. Thay vì phát hành "trái phiếu quốc phòng" chung (bị Đức bác bỏ), EU cung cấp khoản vay ưu đãi để các nước mua sắm vũ khí nội khối. Tài khóa: Tái áp dụng Hiệp ước Ổn định và Tăng trưởng (SGP) và Quy trình Thâm hụt Quá mức (EDP) từ 2025, buộc các nước có thâm hụt >3%GDP phải cắt giảm chi tiêu. Tuy nhiên, ngoại lệ sẽ được áp dụng đối với 16 quốc gia thành viên (bao gồm Đức) trước nhu cầu gia tăng chi tiêu quốc phòng kể từ tháng 7/2025.
Đức	Quốc phòng: Sửa hiến pháp vào tháng 3/2025 để nâng ngân sách quốc phòng từ mức tối đa 1% GDP lên cam kết mức chi tiêu quốc phòng lên 3,5% GDP vào năm 2029. Hạ tầng và năng lượng: Quỹ Cơ sở Hạ tầng và Chuyển đổi Khí hậu (Special Fund for Infrastructure and Climate Neutrality – SVIK) có quy mô khoảng 500 tỷ Euro được công bố vào tháng 3/2025 nhằm hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, thúc đẩy chuyển đổi xanh. Nguồn vốn chủ yếu đến từ vay nợ liên bang và được giải ngân từ 2026 – 2029. Trong đó, tổng vốn đầu tư công dự kiến đạt hơn 115 tỷ Euro trong năm 2025 (+55% YoY) và chính phủ dự kiến sẽ tiếp tục tăng 120 tỷ Euro hàng năm cho đến 2029. Giảm thuế: Tháng 7/2025, Quốc hội Đức thông qua gói ưu đãi thuế trị giá 46 tỷ Euro. Trong đó, chính sách thuế 2025-2027 sẽ tập trung vào cơ chế gia tăng khấu hao cho tài sản cố định nhằm gia tăng đầu tư trong khi thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ được giảm từ 15% về 10% kể từ 2028.

Trung Quốc	Tiền tệ & Tài khóa: Chuyển từ "thận trọng" sang "nới lỏng vừa phải" và tài khóa "chủ động hơn" (tháng 12/2024). Chấp nhận nới rộng thâm hụt ngân sách từ mức 3% lên 4% GDP để chống giảm phát. Giải quyết nợ: Tung gói hoán đổi nợ trị giá 10 nghìn tỷ NDT (1,4 nghìn tỷ USD) để xử lý nợ ẩn của chính quyền địa phương (LGFV): 6 nghìn tỷ NDT đến từ phát hành trái phiếu mới trong 3 năm tiếp theo; tái phân bổ 4 nghìn tỷ NDT từ trái phiếu đặc biệt trong 5 năm để tất toán nợ ẩn LGFV. Trong đó, mục tiêu chính là để hoán đổi nợ ẩn lãi suất cao thành trái phiếu chính phủ lãi suất thấp. Kích cầu: Phát hành trái phiếu siêu dài hạn kích thích tiêu dùng nội địa. Trong đó, Trung Quốc phát hành 1,3 nghìn tỷ NDT (182 tỷ USD) trái phiếu siêu dài hạn đặc biệt vào năm 2025; 300 tỷ NDT được trích ra để hỗ trợ chương trình "đổi cũ lấy mới" các thiết bị gia dụng, điện tử và ô tô dưới dạng hoàn tiền mặt.
Nhật Bản	Tài khóa: Thông qua gói ngân sách 21,9 nghìn tỷ JPY (~135 tỷ USD), phần lớn được tài trợ bởi nợ vay mới. Trong đó, 10 nghìn tỷ JPY (~65 tỷ USD) được phân bổ cho lĩnh vực AI và công nghiệp bán dẫn. Hỗ trợ dân sinh: Trợ cấp hóa đơn năng lượng và phát tiền mặt trực tiếp để chống lạm phát (30.000 JPY ~ 192 USD); Phát tiền mặt 20.000 JPY (~130 USD) cho mỗi trẻ em. Thuế: Nâng mức thu nhập tối thiểu chịu thuế thu nhập cá nhân từ 1,03 triệu JPY (~6.600 USD) lên 1,78 triệu JPY/năm (~11.400 USD) – cải thiện thu nhập cho nhóm lao động bán thời gian cũng như tình trạng thiếu hụt lao động (phụ nữ nội trợ và sinh viên); Loại bỏ thuế an toàn môi trường khi mua ô tô (0-3% trên giá xe). Quốc phòng: Dành ngân sách bổ sung để đạt mục tiêu chi tiêu quốc phòng 2% GDP ngay trong năm 2025 (khoảng 11 nghìn tỷ JPY ~ 71 tỷ USD).
Hàn Quốc	Tài khóa: Duy trì thâm hụt dưới 3% GDP. Ngân sách 2026 (727,9 nghìn tỷ Won) được thông qua đúng hạn, tập trung vào ổn định vĩ mô. Chiến lược: Gói 23 tỷ USD hỗ trợ ngành bán dẫn và Quỹ Tăng trưởng Quốc gia cho AI/Biotech
Đài Loan	Tài khóa: Chính phủ đã thông qua Ngân sách Đặc biệt 410 tỷ NTD (tương đương 13 tỷ USD, áp dụng 2025-2027) để ổn định việc làm và trợ giá năng lượng (100 tỷ NTD cho Taipower). Quốc phòng: Tổng thống Lai Ching-te công bố gói ngân sách quốc phòng đặc biệt trị giá 1,25 nghìn tỷ NTD (40 tỷ USD) để mua sắm vũ khí và tăng cường năng lực phi đối xứng. Cam kết đưa chi tiêu quốc phòng vượt 3% GDP vào năm 2026 và đạt 5% GDP vào năm 2030. Trợ cấp: Triển khai đợt phát tiền mặt 10.000 NTD/người cho toàn dân (quy mô ~1% GDP) để bù đắp lạm phát và kích thích tiêu dùng nội địa.

TRIỂN VỌNG THẾ GIỚI 2026: ĐẨY RỦI RO VỀ TƯƠNG LAI

Đồng Thanh Tuấn
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1046
tuandt@acbs.com.vn

- **Tăng trưởng GDP toàn cầu dự kiến giảm tốc từ 3,0% (2025) xuống 2,9%.** Lo ngại lớn nhất tiếp tục xoay quanh diễn biến khó lường về Thương chiến đối với dòng chảy giao thương toàn cầu trong năm sau trong bối cảnh hoạt động tiêu dùng và sản xuất vẫn chưa hoàn toàn khởi sắc. Ở chiều hướng tích cực, một trong những động lực tăng trưởng chính trong năm 2026 sẽ đến từ sự tiếp diễn của làn sóng đầu tư vào trí tuệ nhân tạo và xu hướng kích cầu thông qua chính sách tài khóa nhằm củng cố các yếu tố nội địa.
- **Trí tuệ nhân tạo (AI) tiếp tục dẫn sóng chứng khoán:** Các khoản chi tiêu và đầu tư liên quan đến AI đóng góp 37% trong tăng trưởng GDP trong 9T2025 của Hoa Kỳ (16% đến từ phần mềm, 14% đến từ các trung tâm dữ liệu). Sáu cổ phiếu có liên quan trực tiếp đến AI đóng góp lên đến 40% đà tăng của chỉ số S&P 500 trong năm 2025 (15% YTD). Trong năm 2026, tổng vốn đầu tư mới vào các lĩnh vực liên quan đến AI được dự phóng sẽ đạt hơn 2 nghìn tỷ USD, theo [Gartner](#). Sự xuất hiện của các mô hình ngôn ngữ lớn với chi phí nghiên cứu thấp và sự gia tăng cạnh tranh trong việc cung ứng bộ xử lý đồ họa sẽ góp phần làm giảm rào cản thâm nhập ngành và đồng thời thúc đẩy sự phát triển về mặt ứng dụng thực tiễn trong giai đoạn 2026 – 2030; qua đó tiếp tục thu hút vốn đầu tư và gián tiếp thúc đẩy tăng trưởng GDP – đặc biệt đối với Hoa Kỳ. Tuy nhiên, xu hướng đầu tư ồ ạt vào cơ sở hạ tầng, trung tâm dữ liệu nhưng không đi kèm với tăng trưởng tương ứng về hạ tầng điện cũng như khả năng sinh lời của các dự án AI sẽ là một rủi ro cần phải theo dõi trong ngắn hạn; đặc biệt trong bối cảnh các trung tâm dữ liệu đã và đang gia tăng phát hành trái phiếu và huy động vốn thông qua các công cụ tài chính phức tạp nhằm giảm mức độ phơi nhiễm rủi ro trên bảng cân đối kế toán.
- **Thương chiến trở thành điều bình thường mới:** Hoạt động sản xuất và xuất khẩu được kỳ vọng sẽ dần khởi sắc trong năm 2026 khi thuế quan sẽ dần trở thành điều “bình thường mới”. Tính đến thời điểm hiện tại, tính pháp lý về các quyết định áp thuế của Tổng thống Trump vẫn là điều gây tranh cãi tại Tòa án Tối cao Pháp viện trong khi căng thẳng thương mại Mỹ - Trung liên tục được hạ nhiệt bởi nhiều lần “đình chiến” và kéo dài thời gian đàm phán xoay quanh các vấn đề liên quan đến đất hiếm – dầu mỏ – nông sản.
- **Bức tranh chính sách tiền tệ trong năm 2026 trở nên phân hóa:**
 - **Hạ lãi suất:** FED là một trong số ít ngân hàng trung ương còn dự địa hạ lãi suất trong năm 2026 với kỳ vọng cắt giảm lãi suất 2 lần trong năm 2026 – mỗi lần 25 điểm cơ bản. Tuy nhiên, sự bất đồng trong quan điểm giữa các thành viên FOMC bên cạnh việc thay đổi Chủ tịch FED trong năm 2026 sẽ là những ẩn số cần phải theo dõi. Ở kỳ họp tháng 12, FED đưa ra thông báo về việc ổn định chi phí vốn ở kỳ hạn ngắn (dưới 3 năm) thông qua việc mua vào 40 tỷ USD tín phiếu Kho bạc (T-bills) mỗi tháng. Chúng tôi kỳ vọng FED sẽ tiếp tục sử dụng công cụ này (RMP) trong năm 2026 thay vì trực tiếp sử dụng Quantitative Easing (mua vào trái phiếu dài hạn) để ổn định lãi suất ngắn hạn trong khi duy trì sự thận trọng đối với lạm phát.
 - **Tăng lãi suất:** Ngân hàng Trung ương Nhật Bản dự kiến sẽ tăng lãi suất điều hành ít nhất 1 lần trong năm 2026, nâng lãi suất từ 0,75% lên 1% trong bối cảnh áp lực lạm phát sẽ tiếp tục duy trì đến từ sự kiện đàm phán lương hàng năm (Shunto).
 - **Duy trì:** Môi trường lãi suất tại Trung Quốc giảm về mức thấp kỷ lục sau nhiều lần cắt lãi suất và nới lỏng tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR). Tuy nhiên, điều này vẫn chưa thực sự kích cầu tiêu dùng và nhu cầu tín dụng trong nước khi khủng hoảng bất động sản kéo dài. Điều này góp phần đẩy mạnh xu hướng kích cầu thông qua chính sách tài khóa tại Trung Quốc và các quốc gia châu Âu khi dự địa nới lỏng tiền tệ hiện không còn nhiều.
- **Rủi ro địa chính trị tiếp tục tiềm ẩn:** Chúng tôi cho rằng xu hướng gia tăng chi tiêu quốc phòng tại châu Âu và nhiều quốc gia châu Á cho thấy sự chuẩn bị nhất định giữa bối cảnh Hoa Kỳ đang giảm dần vai trò trong việc trung gian đàm phán hòa bình và ổn định an ninh khu vực. **Do đó, nguy cơ xung đột lan rộng sẽ là một trong những rủi ro “thiên nga đen” cần phải theo dõi trong năm nay.**

TRIỂN VỌNG 2026: THẬN TRỌNG TRONG KỲ VỌNG TĂNG TRƯỞNG

Dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2026									
	Bloomberg Consensus		IMF		OECD				
	2025	2026	2025	2026	2025	2026			
Thế giới	3,00%	2,90%	3,20%	3,10%	3,20%	2,90%			
Hoa Kỳ	1,80%	1,90%	2,00%	2,10%	2,00%	1,70%			
Canada	1,60%	1,10%	1,20%	1,60%	1,20%	1,30%			
Khu vực EU	1,50%	1,40%	1,20%	1,10%	1,30%	1,20%			
Đức	0,30%	1,20%	0,20%	1,00%	0,00%	1,20%			
Pháp	0,80%	1,00%	0,70%	1,00%	0,50%	1,00%			
Ý	0,60%	0,80%	0,50%	0,80%	0,60%	0,70%			
UK	1,40%	1,10%	1,30%	1,30%	1,40%	1,20%			
Úc	1,80%	2,10%	1,80%	2,10%	1,80%	2,10%			
Trung Quốc	4,80%	4,10%	4,80%	4,20%	4,90%	4,40%			
Nhật Bản	1,30%	0,70%	1,10%	0,60%	1,30%	0,90%			
Hàn Quốc	1,00%	2,00%	0,90%	1,80%	1,30%	2,20%			
Ấn Độ	6,40%	7,40%	6,60%	6,20%	6,70%	6,20%			
Đài Loan	4,50%	2,30%	4,20%	2,10%	N/A	N/A			
Indonesia	4,90%	4,80%	4,90%	5,00%	4,90%	4,90%			
Malaysia	4,30%	4,00%	4,50%	4,00%	5,00%	4,40%			
Philippines	5,60%	5,80%	5,40%	6,00%	4,70%	5,10%			
Singapore	3,10%	2,50%	2,20%	2,50%	4,00%	3,00%			
Thái Lan	2,20%	1,90%	2,00%	2,50%	2,80%	1,50%			
Việt Nam	7,32%	6,47%	6,50%	5,60%	6,20%	6,20%			

Nguồn: Bloomberg Consensus, IMF, OECD

VIỆT NAM 2025: KIỀM CƯỜNG TRƯỚC GIÓ TÂY

Dữ liệu hàng tháng	T11/24	T12/24	T1/25	T2/25	T3/25	T4/25	T5/25	T6/25	T7/25	T8/25	T9/25	T10/25	T11/25
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) (n/n)	8,0%	8,8%	-1,0%	17,6%	9,9%	9,6%	9,6%	8,0%	7,4%	8,9%	12,7%	10,8%	10,8%
Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI)	50,8	49,8	48,9	49,2	50,5	45,6	49,8	48,9	52,4	50,4	50,4	54,5	53,8
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (n/n)	8,8%	9,3%	9,5%	9,4%	10,8%	11,1%	10,2%	8,3%	9,2%	10,6%	11,3%	7,2%	7,1%
CPI cơ bản (n/n)	2,7%	2,9%	3,1%	2,9%	3,1%	3,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%
CPI (n/n)	2,8%	2,9%	3,6%	2,9%	3,1%	3,1%	3,2%	3,6%	3,2%	3,2%	3,4%	3,2%	3,6%
Kim ngạch xuất khẩu (% n/n)	8,4%	12,9%	-3,9%	26,0%	14,4%	20,6%	22,7%	17,4%	16,7%	14,8%	25,2%	18,0%	15,8%
Kim ngạch nhập khẩu (% n/n))	10,4%	19,0%	-2,7%	40,1%	18,6%	23,0%	19,3%	20,4%	18,1%	17,6%	25,4%	17,4%	16,3%
Cán cân thương mại (tỷ USD)	1,1	0,5	3,1	-1,5	1,6	0,6	0,6	2,9	2,3	3,7	2,8	2,6	1,1
FDI giải ngân (tỷ USD)	2,1	3,7	1,5	1,4	2,0	1,8	2,2	2,8	1,9	1,8	3,4	2,5	2,3
FDI đăng ký (tỷ USD)	3,7	6,4	4,0	2,4	3,1	2,5	3,5	2,7	1,8	1,7	2,0	2,5	1,4
Giải ngân vốn đầu tư NSNN (nghìn tỷ VNĐ, YTD)	572,0	661,3	35,4	73,2	116,9	165,6	221,8	301,8	378,3	463,2	549,1	640,2	736,4

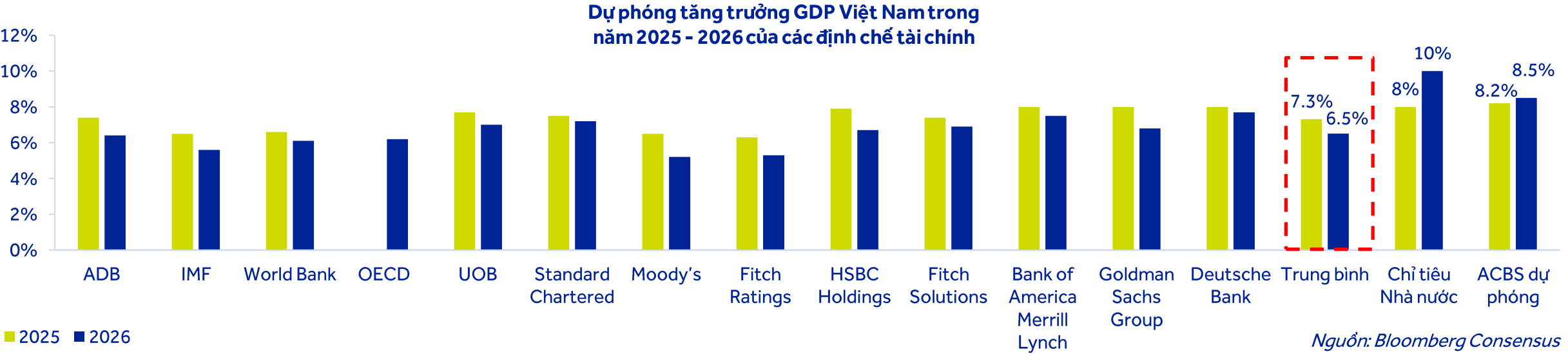
- **GDP 9T2025 đạt 7,85%:** Động lực tăng trưởng chính đến từ giải ngân đầu tư công và tăng trưởng tín dụng trong bối cảnh hoạt động tiêu dùng vẫn chưa thực sự khởi sắc và hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp trong nước vẫn trầm lắng. Với dư địa tài khóa dồi dào (tỷ lệ nợ công trên GDP dự kiến đạt 35% - 37% trong năm 2025), Việt Nam đẩy mạnh thâm hụt ngân sách để tài trợ cho các dự án hạ tầng trọng điểm.
- **Tiêu dùng duy trì ổn định:** Lũy kế 11 tháng đầu năm 2025, tổng doanh số bán lẻ ghi nhận tăng trưởng 9,1% svck- là kết quả tương đối khả quan so với mức bình quân 10 năm khoảng 8,4%. Trong khi bán lẻ hàng hóa chịu ảnh hưởng nặng của mưa bão ở T10 và T11 (tốc độ tăng trưởng giảm từ mức bình quân 10,5% trong 9T2025 về 6,1% trong T11), điểm sáng đến từ hoạt động dịch vụ với mức tăng trưởng bình quân 14% svck trong 11T2025; tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh số bán lẻ trong năm 2025 đạt mức cao nhất kể từ 2019. Ngành du lịch phục hồi ấn tượng với từ 1,98 triệu lượt khách quốc tế đến Việt Nam trong 11T2025 với mức tăng trưởng 15,6% YoY (đặc biệt là tệp khách du lịch Trung Quốc và châu Âu với mức tăng trưởng lần lượt 37% và 60% YoY).
- **PMI duy trì trên 50 điểm ở 5 tháng gần nhất:** Sau giai đoạn thách thức bởi thuế đối ứng, hoạt động sản xuất đã dần khởi sắc kể từ tháng 7 sau khi Việt Nam thành công đạt thỏa thuận thương mại khung với Hoa Kỳ; dù chi tiết về các mặt hàng và sản phẩm được giảm thuế đối ứng vẫn cần tiếp tục được thảo luận. Khảo sát của S&P Global cho thấy tâm lý nhà sản xuất hiện đạt mức cao nhất trong vòng 17 tháng qua trong bối cảnh số lượng đơn hàng mới (đặc biệt là xuất khẩu) đều tăng mạnh. Hoạt động sản xuất công nghiệp cũng cho thấy những điểm sáng với tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ đã bắt đầu tăng tốc kể từ tháng 9; đặc biệt là các lĩnh vực sản xuất ô tô, kim loại, quần áo và giấy. Tuy nhiên, sự khởi sắc vẫn chủ yếu đến từ các doanh nghiệp FDI.
- **Dòng vốn FDI duy trì ổn định bởi nhóm doanh nghiệp hiện hữu:** Tổng vốn đăng ký mới và đăng ký tăng vốn ghi nhận tốc độ tăng trưởng lũy kế 11 tháng chỉ đạt 0,9% YoY – phần nào phản ánh tâm lý thận trọng của các doanh nghiệp đa quốc gia khi tác động của Thương chiến vẫn chưa hoàn toàn hạ nhiệt. Điểm sáng vẫn đến từ các nhà đầu tư hiện hữu tại Việt Nam khi tổng mức góp vốn tăng hơn 50% YoY trong khi hoạt động giải ngân vốn FDI trong 11T2025 đạt khoảng 23,6 tỷ USD (+9% YoY).
- **Đầu tư công tiếp tục thúc đẩy thông qua thay đổi chính sách:** Tính đến ngày 11/12, giải ngân đầu tư công hiện đã hoàn thành hơn 63,3% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao (so với 51% trong 10T2025 và 60,6% trong 11T2025) – tương đương 577,7 nghìn tỷ đồng (+41% svck). Trước đó, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Công điện 237 nhằm thúc đẩy tiến độ gỡ vướng các điểm nghẽn và hoàn thành mục tiêu giải ngân 100% trong năm 2025.
- **Tăng trưởng tín dụng tiếp tục được đẩy mạnh:** Tính đến ngày 27/11, dư nợ tín dụng toàn nền kinh tế đạt trên 18,2 triệu tỷ đồng – tăng 16,56% so với đầu năm (29/11/2024: +11,9% YTD). Trong khi đó, tăng trưởng huy động chỉ đạt khoảng 11% trong cùng giai đoạn khiến tình trạng thiếu vốn bổ sung cho hoạt động cho vay trở nên trầm trọng hơn trong bối cảnh chênh lệch huy động – cho vay đã hình thành ở ba năm gần nhất. Điều này góp phần nhấn mạnh vai trò của Kho bạc Nhà nước và Ngân hàng Nhà nước trong việc hỗ trợ thanh khoản hệ thống liên ngân hàng. Tính đến đầu tháng 12, số dư tiền gửi Kho bạc đã đạt hơn 420 nghìn tỷ đồng trong khi khối lượng lưu hành OMO tại kênh thị trường mở cũng ghi nhận mức kỷ lục khoảng 350 – 380 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, nhu cầu vốn cuối năm tăng cao đã phần nào kích hoạt làn sóng gia tăng lãi suất huy động tại các ngân hàng thương mại từ giữa tháng 10 và cuối cùng là nhóm ngân hàng quốc doanh vào đầu tháng 12.

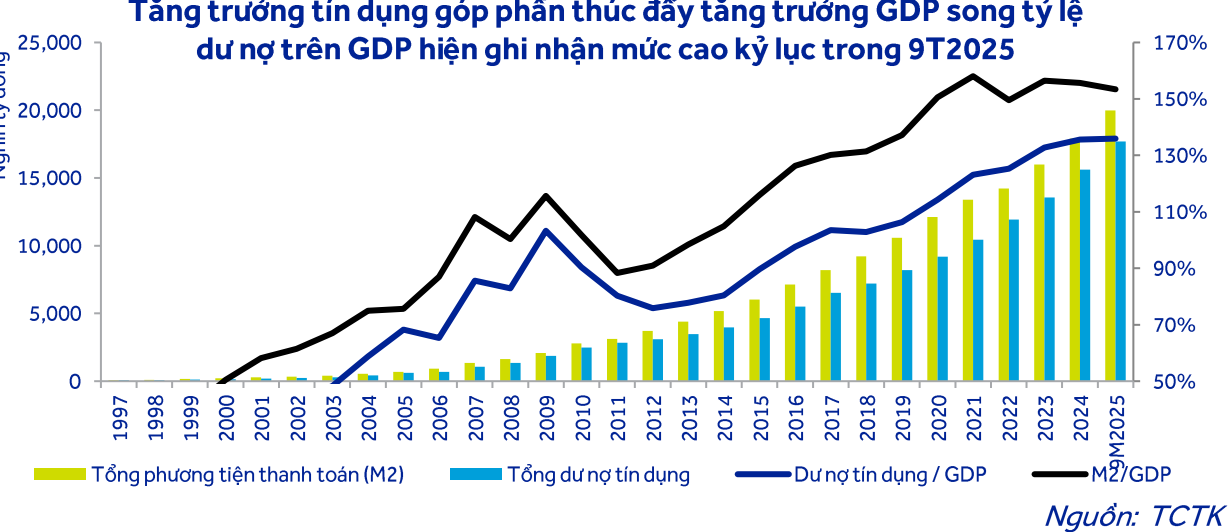
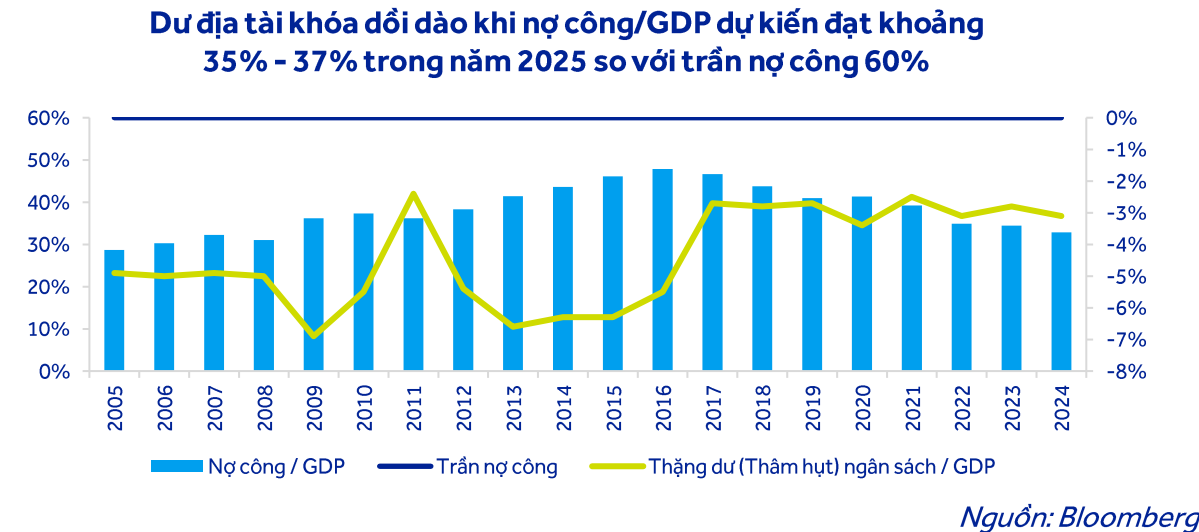
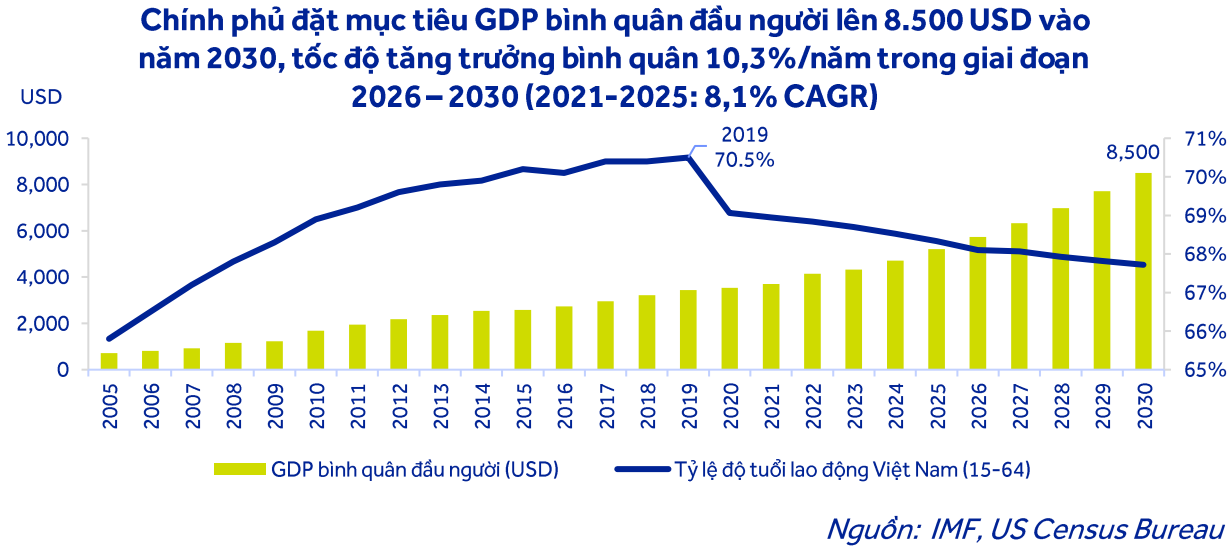
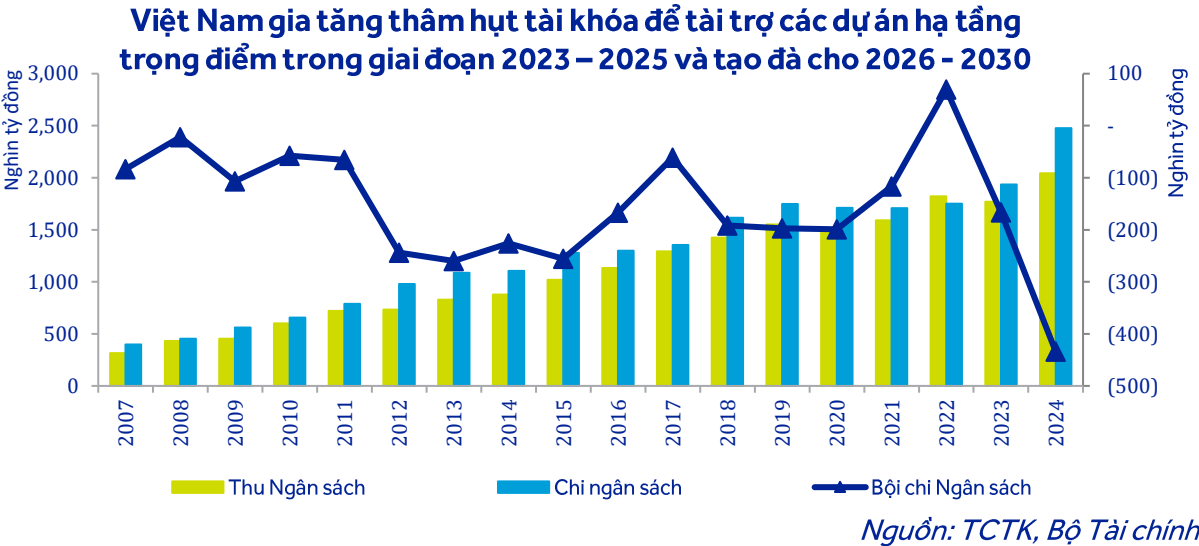
- **Mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân cho giai đoạn 2026 – 2030 từ 10%/năm trở lên, GDP bình quân đầu người khoảng 8.500 USD vào năm 2030.** Bên cạnh đó, một loạt các định hướng tăng trưởng khác cũng được thiết lập cho cùng giai đoạn bao gồm việc phát triển thị trường chứng khoán (MSCI Emerging Market và FTSE Russell Advanced Emerging Market, gia tăng quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp (25% GDP), đẩy mạnh hoạt động chuyển đổi số và vận hành trung tâm tài chính quốc tế.
- **Đầu tư công tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong lộ trình 5 năm tiếp theo** với mục tiêu giải ngân đầu tư công lên đến 8,5 triệu tỷ đồng (340 tỷ USD) – tương ứng với mức tăng gần 170% so với tổng số giải ngân ở nhiệm kỳ trước. Trong đó, để hấp thụ hoàn toàn nguồn vốn này, chúng tôi kỳ vọng sự phát triển tương xứng đối với các kênh dẫn truyền vốn khác như tín dụng ngân hàng và thị trường trái phiếu doanh nghiệp – vốn đã và đang bước qua giai đoạn cải cách pháp lý cần thiết cho lộ trình phát triển bền vững.
- **Tăng trưởng tín dụng 2026 thận trọng hơn (15-16%) trước áp lực tăng trưởng nóng & căng thẳng thanh khoản của hệ thống ngân hàng.** Sự phụ thuộc vào nguồn vốn từ thị trường 2 (thị trường liên ngân hàng) của hệ thống ngân hàng ngày càng gia tăng, trong khi một tỷ trọng lớn nguồn vốn đang được tập trung vào thị trường bất động sản, đẩy giá tài sản này tăng mạnh dẫn tới nguy cơ thừa cung ở một số phân khúc. Do đó, Chính phủ và NHNN có thể sẽ có quan điểm thận trọng hơn đối với tăng trưởng tín dụng. Môi trường lãi suất của Việt Nam có thể tăng thêm bình quân khoảng 1-1,5% đối với huy động và 1,5-2,0% đối với cho vay. Dư địa tăng trưởng kinh tế sẽ dẫn phụ thuộc vào các chính sách tài khóa.
- **Lạm phát và biến động giá tài sản:** Gia tăng cung tiền ở quy mô lớn thông qua tăng trưởng tín dụng và đầu tư công trong giai đoạn 2026-2030 sẽ gián tiếp tạo áp lực lên mặt bằng giá tài sản nói chung và hàng hóa tiêu dùng nói riêng. Chúng tôi cho rằng lạm phát 2026 có thể chạm ngưỡng 4,5% và nhiều loại tài sản sẽ tiếp tục tăng giá do mở rộng cung tiền.
- **Vai trò của nhóm doanh nghiệp tư nhân “trụ cột” sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong giai đoạn 2026-2030.** Năm 2025 ghi nhận sự thay đổi trong cơ chế dẫn đến sự mở rộng ngành nghề trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp đầu ngành – tiêu biểu như Vingroup. Bên cạnh đó, tầm nhìn “chấp nhận rủi ro” trong hoạt động phát triển khoa học công nghệ cũng sẽ là một điểm sáng trong việc phát triển các lĩnh vực công nghệ cao hướng đến nền tảng kinh tế số và kinh tế trên chuỗi khối (On-chain Economy).
- **Kịch bản khả quan nhất** sẽ là sự đồng thuận giữa các động lực tăng trưởng (tiêu dùng-sản xuất-hạ tầng-công nghệ-thị trường vốn) sẽ giúp định hình vị thế Việt Nam như là một trung tâm trung chuyển hàng hóa-tiền tệ khi bước vào một kỷ nguyên mới của chủ nghĩa đa nguyên và phân cực về giao thương và địa chính trị.

DỰ PHÓNG VĨ MÔ VIỆT NAM 2026			
Các chỉ tiêu vĩ mô	2025	2026F	
		Min	Max
GDP	8,02%	8,0%	8,5%
Tổng mức bán lẻ	9,25%	8,5%	11,0%
CPI	3,31%	4,0%	4,5%
Xuất khẩu (% YoY)	17,02%	15,0%	
USDVND (trung tâm)	25.121	26.125	
% tăng giá (YoY)	3,2%	4,0%	
USDVND (NHTM bán)	26.377	27.432	
% tăng giá (YoY)	3,2%	4,0%	
Lãi suất tái cấp vốn	4,5%	4,5%	
Tăng trưởng tín dụng	18,0%	16,0%	

Nguồn: ACBS dự phóng

- **Dự phóng của các tổ chức nghiên cứu quốc tế đối với triển vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2026 rơi vào khoảng từ 5% - 7%.** Chủ yếu tiếp tục xoay quanh những lo ngại về triển vọng giao thương toàn cầu sẽ dẫn thu hẹp do tác động của chính sách thuế đối ứng từ Hoa Kỳ, bối cảnh hoạt động đầu tư sẽ dẫn trở nên khó khăn khi điều kiện tiếp cận vốn trở nên thách thức dù các ngân hàng trung ương vẫn ưu tiên nới lỏng chính sách tiền tệ, và sự gia tăng của chủ nghĩa bảo hộ trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng trên toàn cầu dẫn thu hẹp và suy yếu.
- **Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi đưa ra kịch bản dự phóng có phần thận trọng hơn so với mục tiêu 10% của Chính phủ - là mức GDP 8,5%, căn cứ vào:**
- **Bán lẻ:** Tình trạng mưa lũ kéo dài ở khu vực miền Trung và miền Bắc có khả năng sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng đối với hoạt động tiêu dùng trong quý 1/2026 dù Chính phủ đã tích cực và nhanh chóng đưa ra các chính sách khắc phục sau thiên tai. Trong khi đó, các chính sách kích cầu (sửa đổi thuế thu nhập cá nhân, tăng mức giảm trừ gia cảnh và giảm thuế VAT) sẽ dẫn cải thiện hoạt động tiêu dùng nói chung nhưng tốc độ tăng trưởng dự kiến sẽ duy trì ở mức tương đồng với năm 2025 khi tâm lý người tiêu dùng và chỉ số niềm tin kinh doanh (BCI) dù có sự cải thiện trong quý 3/2025 song vẫn duy trì ở mức thấp so với giai đoạn Pre-COVID.
 - **Sản xuất:** Hoạt động sản xuất và xuất khẩu dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2026 song tốc độ tăng trưởng dự kiến sẽ không quá khởi sắc do nhu cầu tiêu dùng toàn cầu có xu hướng suy giảm và lượng tồn kho của Hoa Kỳ vẫn đang duy trì ở mức cao.
 - **Lãi suất:** Sự thiếu hụt trong nguồn vốn huy động từ các tổ chức kinh tế và cư dân ở ba năm gần nhất đang ngày càng gây áp lực thanh khoản & lãi suất lên hệ thống ngân hàng. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tín dụng 2026 vẫn ở mức khoảng 16% so với năm 2025 do áp lực giải ngân đầu tư công vẫn rất lớn trong 2026, từ đó cần có nguồn vốn đối ứng – chủ yếu được tài trợ từ hệ thống ngân hàng.





Mục tiêu	Hành động	Đánh giá
Thiết lập tầm nhìn	Nghị quyết 57-NQ/TW: Về Khoa học, Công nghệ, Đổi mới sáng tạo và Chuyển đổi số	Bộ tứ trụ cột thiết lập tầm nhìn với tăng trưởng trong lộ trình 5 năm tiếp theo sẽ được củng cố bởi các yếu tố nội địa đến từ việc kích thích dòng vốn và hoạt động đầu tư, phát triển các lĩnh vực mới, thúc đẩy sự phát triển đa ngành của doanh nghiệp tư nhân và đồng thời kích thích hoạt động tiêu dùng trong nước.
	Nghị quyết 59-NQ/TW: Về Hội nhập Quốc tế Toàn diện	
	Nghị quyết 66-NQ/TW: Về Đổi mới công tác Xây dựng và Thi hành pháp luật	
	Nghị quyết 68-NQ/TW: Về Phát triển Kinh tế Tư nhân	
Cải cách hành chính và tinh gọn bộ máy	Văn bản số 141/KH-BCĐTKNQ18 về việc thực hiện Nghị quyết 18-NQ/TW và Nghị quyết 66-NQ/TW	Tinh gọn bộ máy nhà nước trong nhiệm kỳ 2026 thông qua sự hợp nhất các bộ có chức năng chồng chéo để tạo ra “siêu bộ” nhằm giảm tối thiểu 15% - 20% đầu mối tổ chức bên trong các bộ, cơ quan ngang bộ, cơ quan thuộc Chính phủ
	Nghị quyết 35/2023/UBTVQH15	Sáp nhập các đơn vị hành chính cấp huyện, xã không đạt chuẩn về dân số và diện tích. Trong năm 2023 – 2025 đã chứng kiến việc sắp xếp 25 đơn vị cấp huyện và 756 đơn vị cấp xã tại 21 tỉnh thành. Việc giảm 60% số lượng xã không chỉ tiết kiệm chi phí mà còn tạo ra không gian quy hoạch kinh tế lớn hơn, giảm sự manh mún trong quy hoạch sử dụng đất và thu hút đầu tư.
	Nghị quyết 76/2025/UBTVQH15	Thiết lập “cơ chế đặc thù” (sandbox) để xử lý các điểm nghẽn pháp lý, trao quyền cho Chính phủ và chính quyền địa phương thí điểm các giải pháp có thể khác với quy định hiện hành để giải quyết bế tắc dự án cấp bách, miễn là phục vụ lợi ích công.
	Nghị Quyết 206/2025/QH15	Không hình sự hóa quan hệ kinh tế: Nghị quyết 198 pháp điển hóa nguyên tắc rằng các tranh chấp kinh tế dân sự không được hình sự hóa. Điều này giải quyết lo ngại trong cộng đồng doanh nghiệp về rủi ro pháp lý, đóng vai trò then chốt trong việc khôi phục niềm tin nhà đầu tư.
Nâng cao vai trò của nền kinh tế tư nhân	- Nghị Quyết 68-NQ/TW - Nghị Quyết 198/2025/QH15	- Nguyên tắc “một lần thanh tra”: Để chống lại sự nhũng nhiễu, Nghị quyết quy định doanh nghiệp tuân thủ pháp luật chỉ chịu thanh tra, kiểm tra tối đa một lần mỗi năm. Đồng thời, ưu tiên “hậu kiểm từ xa” qua dữ liệu số thay vì kiểm tra trực tiếp. - Ưu đãi tài khóa (Khung “3-2-4”): SME: Doanh nghiệp vừa và nhỏ mới thành lập được miễn thuế TNDN 3 năm; Khởi nghiệp đổi mới sáng tạo: Được miễn thuế 2 năm, tiếp theo là giảm 50% trong 4 năm; Chuyển đổi xanh: Cấp bù lãi suất 2%/năm từ ngân sách cho các khoản vay dự án xanh, tuần hoàn và tuân thủ ESG.
	Luật Thuế Thu Nhập Doanh Nghiệp (Sửa đổi) 2025	Thuế suất bậc thang: Thay thế mức thuế phẳng (20%) bằng cấu trúc lũy tiến: 15%: Doanh thu dưới 3 tỷ VND. 17%: Doanh thu từ 3 tỷ đến 50 tỷ VND; 20%: Doanh nghiệp lớn. Tác động: Khuyến khích hộ kinh doanh chuyển đổi lên doanh nghiệp chính thức mà không lo ngại “cú sốc” về thuế. - Ưu đãi công nghệ cao: Luật hóa mức thuế ưu đãi 10% trong 15 năm cho các lĩnh vực chiến lược như bán dẫn, nông nghiệp công nghệ cao.
	Luật Đầu Tư (Sửa đổi) 2025	- Phân cấp thẩm quyền: Chuyển thẩm quyền chấp thuận chủ trương đầu tư cho 13 loại dự án từ Thủ tướng xuống UBND cấp tỉnh. - Bãi bỏ giấy phép con: Bãi bỏ 38 ngành nghề kinh doanh có điều kiện, chuyển mạnh từ “tiền kiểm” sang “hậu kiểm”. - Tư cách pháp lý tiến đầu tư: Cho phép nhà đầu tư nước ngoài thành lập tổ chức kinh tế trước khi có Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư (IRC).

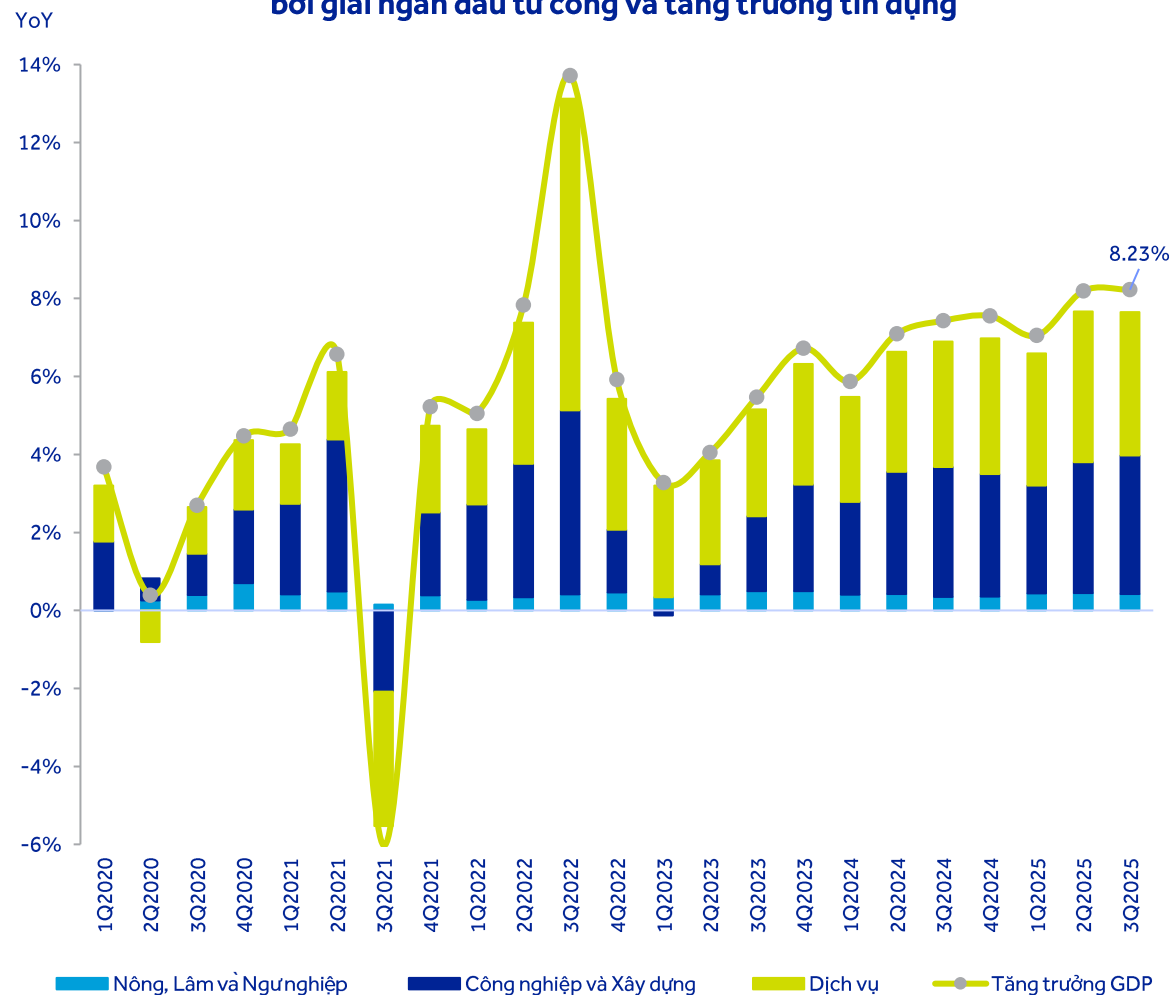
Mục tiêu	Hành động	Đánh giá
Kích cầu tiêu dùng nội địa	Luật Thuế TNCN sửa đổi	Tăng mức giảm trừ gia cảnh: Cho bản thân: Tăng ~41% lên 15,5 triệu VND/tháng. Cho người phụ thuộc: Tăng ~41% lên 6,2 triệu VND/tháng. Tác động: Một người lao động nuôi 2 người phụ thuộc với thu nhập 27,9 triệu VND/tháng hiện được miễn thuế hoàn toàn. Đơn giản hóa biểu thuế: Rút gọn từ 7 bậc xuống 5 bậc. Ngưỡng thu nhập chịu thuế suất cao nhất (35%) được nâng lên trên 100 triệu VND/tháng. Ngưỡng thuế hộ kinh doanh: Nâng gấp 5 lần, từ 100 triệu lên 500 triệu VND/năm, giảm gánh nặng chi phí cho nền kinh tế cơ sở.
	Nghị quyết 204/2025/QH15	- Gia hạn giảm 2% thuế VAT (xuống còn 8%) đến hết 31/12/2026. - Đề xuất áp dụng thuế suất 0% cho dịch vụ xuất khẩu và xuất khẩu tại chỗ, giải quyết vấn đề hoàn thuế vốn đang "giam" vốn lưu động của doanh nghiệp. - Làm rõ sản phẩm nông nghiệp chưa qua chế biến ở khâu thương mại không chịu thuế VAT, giúp giảm chi phí đầu vào và ổn định CPI.
Đầu tư công	Luật Đầu Tư Công (Sửa đổi) 2024	Tách bạch giải phóng mặt bằng: Cho phép tách công tác bồi thường, hỗ trợ, tái định cư, giải phóng mặt bằng thành dự án độc lập. Địa phương có thể chuẩn bị đất sạch ngay cả khi chưa chốt thiết kế kỹ thuật, rút ngắn thời gian dự án hàng năm trời. Nâng trần dự án quan trọng quốc gia: Nâng từ 10.000 tỷ lên 30.000 tỷ VND. Phân cấp quyền phê duyệt các dự án lớn (10k-30k tỷ) cho Thủ tướng, bỏ qua quy trình phê duyệt kéo dài tại Quốc hội. Phân cấp cho chính quyền địa phương: Chuyển thẩm quyền duyệt chủ trương đầu tư dự án nhóm B, C từ HĐND (cơ quan lập pháp) sang UBND (cơ quan hành pháp), tăng tốc độ phản ứng tại địa phương.
	Luật Số 90/2025/QH15: Một Luật Sửa Tám Luật	Cải cách đấu thầu: Cho phép chỉ định thầu đối với các dự án quốc gia cấp bách hoặc gói thầu công nghệ đặc biệt, bỏ qua thủ tục đấu thầu kéo dài. Hối Sinh PPP: Bỏ yêu cầu thành lập doanh nghiệp dự án trong một số trường hợp và cho phép vốn nhà nước tham gia vượt mức 50% ở các dự án khó khăn, làm cho mô hình PPP khả thi hơn.
	Nghị Quyết 172/2024/QH15: Đường Sắt Tốc Độ Cao	Phê duyệt chủ trương đầu tư Đường sắt tốc độ cao Bắc-Nam (67 tỷ USD) với các cơ chế đặc thù: cho phép chỉ định thầu các gói thầu phức tạp và phát hành trái phiếu chính phủ vượt trần nợ công. Dự án này dự kiến đóng góp ~1% vào tăng trưởng GDP hàng năm trong giai đoạn xây dựng.
Thị trường tài chính	Luật Các Tổ Chức Tín Dụng 2024 và Sửa đổi 2025	Chống thao túng: Giới hạn tỷ lệ sở hữu của tổ chức tại ngân hàng giảm từ 15% xuống 10%, và siết chặt công bố thông tin (sở hữu 1% phải công bố) để ngăn chặn sở hữu chéo. Xử lý nợ xấu: Luật hóa quyền thu giữ tài sản bảo đảm của ngân hàng mà không cần phán quyết tòa án (nếu có thỏa thuận), giúp đẩy nhanh thu hồi vốn. Thanh khoản khẩn cấp: Ngân hàng Nhà nước được quyền cho vay đặc biệt với lãi suất 0% đối với các ngân hàng bị kiểm soát đặc biệt để ngăn ngừa rủi ro hệ thống.
	Nâng Hạng Thị Trường Chứng Khoán: Thông tư 68/2024/TT-BTC và Quyết định 2014/QĐ-TTg	- Bãi bỏ yêu cầu ký quỹ trước 100% (pre-funding) đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Điều này mở đường cho việc nâng hạng lên Thị trường Mới nổi. - Thiết lập lộ trình với mục tiêu hướng đến FTSE Russell Advanced Emerging Market và MSCI Emerging Market
	Quyết định số 1726/QĐ-TTg: Phê duyệt chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030	Định hướng phát triển thị trường tài chính theo hướng giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng thông qua các cơ chế đặc thù đi sau nhằm nâng quy mô vốn hóa đạt 120% GDP vào năm 2030; dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đạt tối thiểu 25% GDP vào năm 2030.

Mục tiêu	Hành động	Đánh giá
Bất động sản	Luật Đất đai (sửa đổi)	Làm rõ các phương pháp cụ thể để định giá đất theo cơ chế thị trường.
	Luật Xây dựng (sửa đổi)	Đơn giản hóa quy trình cấp phép xây dựng và làm rõ sự phân chia trách nhiệm giữa các cơ quan trung ương và cấp tỉnh và có khả năng tạo ra cơ chế "một cửa" để phê duyệt dự án tích hợp, kết hợp giấy phép quy hoạch, môi trường và xây dựng.
	- Luật Quy hoạch (sửa đổi) - Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Quy hoạch đô thị và nông thôn	Đảm bảo tính nhất quán giữa các quy hoạch sử dụng đất cấp quốc gia, cấp vùng và cấp địa phương. Mục tiêu chính là loại bỏ những xung đột và chồng chéo hiện đang tồn tại giữa các loại quy định về phân khu và quy hoạch khác nhau.
Công nghệ	Luật Công nghệ cao	Hoàn thiện khái niệm và tiêu chí về công nghệ cao và đồng thời khuyến khích phát triển hệ sinh thái công nghệ cao.
	Luật Chuyển đổi số	Tạo nền tảng pháp lý liên ngành về chuyển đổi số trong ngành, lĩnh vực: số hóa, kết nối thế giới thực và thế giới số; hạ tầng cho chuyển đổi số; kinh tế số; xã hội số; các biện pháp bảo đảm chuyển đổi số.
	Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chuyển giao công nghệ	Bổ sung khái niệm công nghệ chiến lược; thúc đẩy chuyển giao công nghệ nội sinh giữa doanh nghiệp/tổ chức/cá nhân và thương mại hóa quyền sở hữu/sử dụng công nghệ.
	Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Sở hữu trí tuệ	Chuyển trọng tâm sang “tài sản hóa, thương mại hóa và thị trường hóa quyền sở hữu trí tuệ”.
	Luật trí tuệ nhân tạo	- Cân bằng giữa phát triển và quản lý rủi ro thông qua phân loại rủi ro (tương đồng với mô hình của EU). - Quy định rõ 6 hành vi cấm và xác định AI không phải chủ thể quyền sở hữu trí tuệ, chỉ điều chỉnh đầu ra và hành vi sử dụng, không cản trở đổi mới.
Tài sản số	Quyết định 1131/QĐ-TTg	Đưa công nghệ Blockchain (tài sản số, tiền số, hạ tầng mạng Blockchain) vào nhóm Công nghệ chiến lược. Trong đó, ba nhóm công nghệ chiến lược về AI, thiết bị 5G và Blockchain được Chính phủ yêu cầu các bộ, ngành hoàn thiện kế hoạch triển khai trước 30/10.
	Luật Công nghiệp công nghệ số	Ban hành vào tháng 06/2025 nhằm xây dựng hệ thống giám sát và đánh giá hiệu quả ngành công nghệ số cũng như quy định về phát triển công nghiệp công nghệ số, bao gồm công nghiệp bán dẫn, trí tuệ nhân tạo, tài sản số; hiệu lực kể từ ngày 01/01/2026.
	Nghị quyết số 05/2025/NQ-CP về triển khai thí điểm thị trường tài sản mã hóa	Ban hành vào ngày 09/09 nhằm thiết lập khung pháp lý cấp phép cho thị trường giao dịch tài sản tập trung và khuyến khích các doanh nghiệp Việt Nam tham gia vào thị trường phát hành loại tài sản gọi là tài sản token hóa tài sản thực (RWA).
	Luật Thuế thu nhập cá nhân (sửa đổi)	Thông qua ngày 10/12/2025, hiệu lực từ 01/07/2026. Trong đó, giao dịch chuyển nhượng tài sản số sẽ chịu thuế suất 0,1% - chính thức tạo nền tảng pháp lý cho các giao dịch chính thống về tài sản mã hóa, tài sản số tại Việt Nam.

VIỆT NAM 2025: GDP 8,02% (9T: +7,85%)

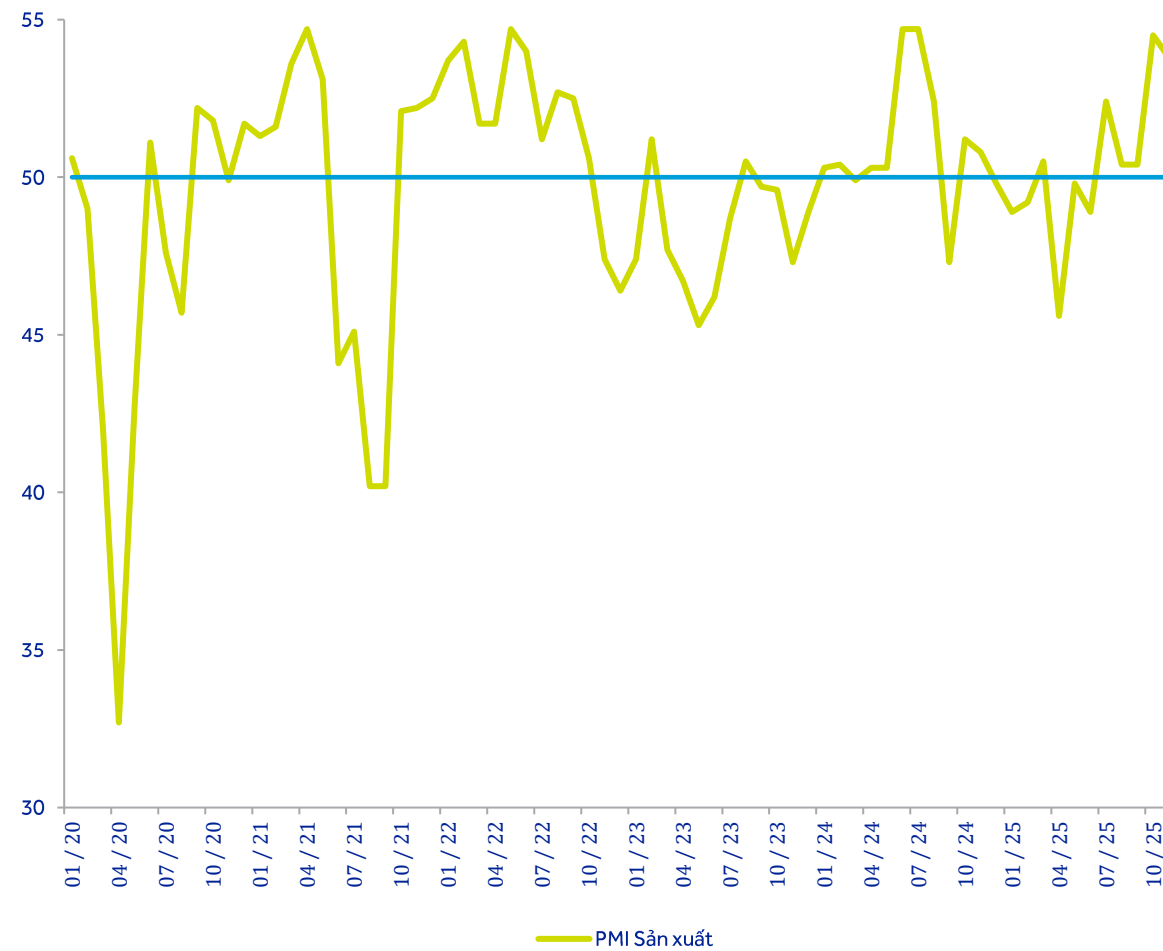
Đồng Thanh Tuấn
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1046
tuandt@acbs.com.vn

Tăng trưởng GDP trong năm 2025 tiếp tục được thúc đẩy bởi giải ngân đầu tư công và tăng trưởng tín dụng



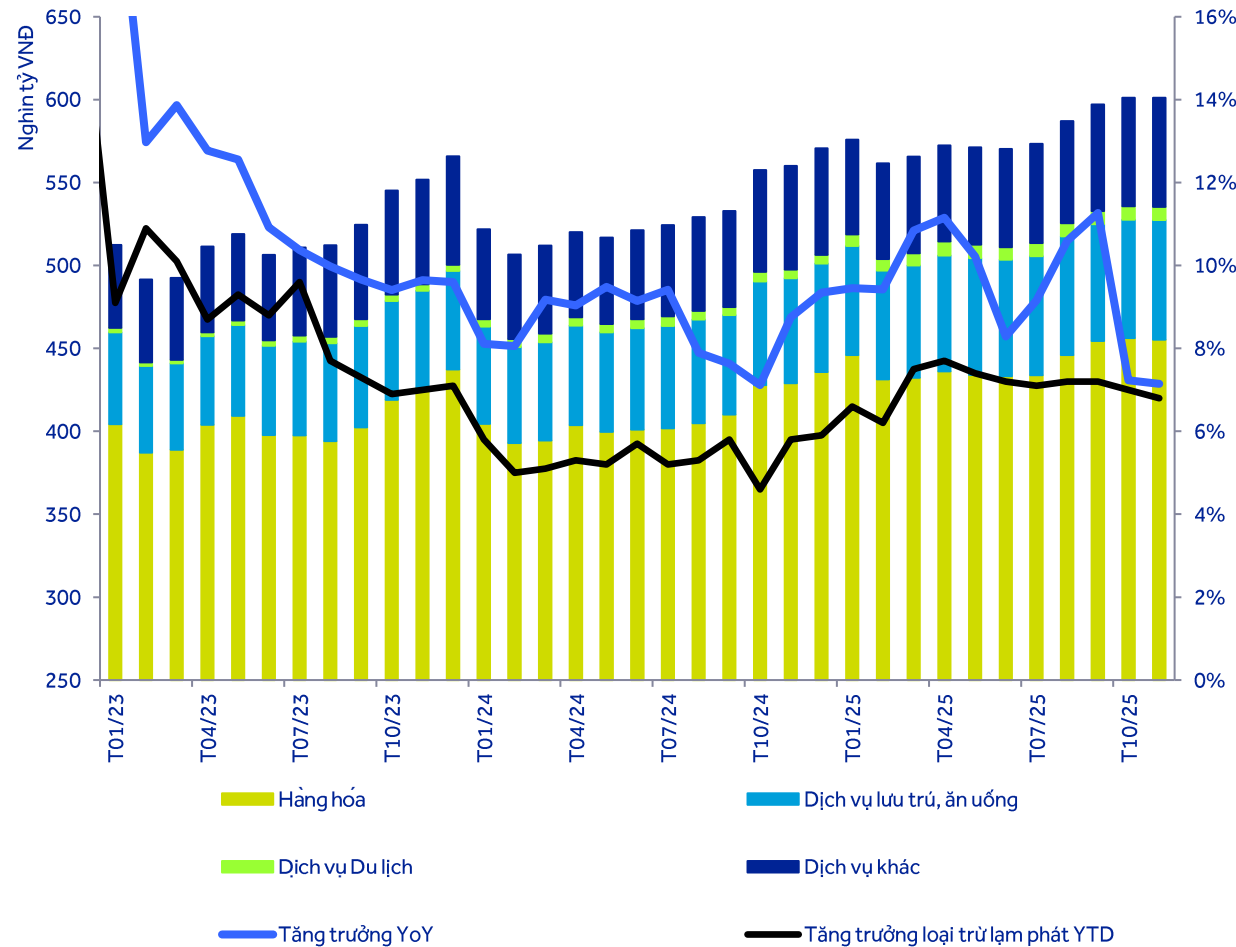
Nguồn: TCTK

Hoạt động sản xuất dẫn khởi sắc kể từ tháng 7 sau khi Hoa Kỳ và Việt Nam đạt được thỏa thuận thuế quan



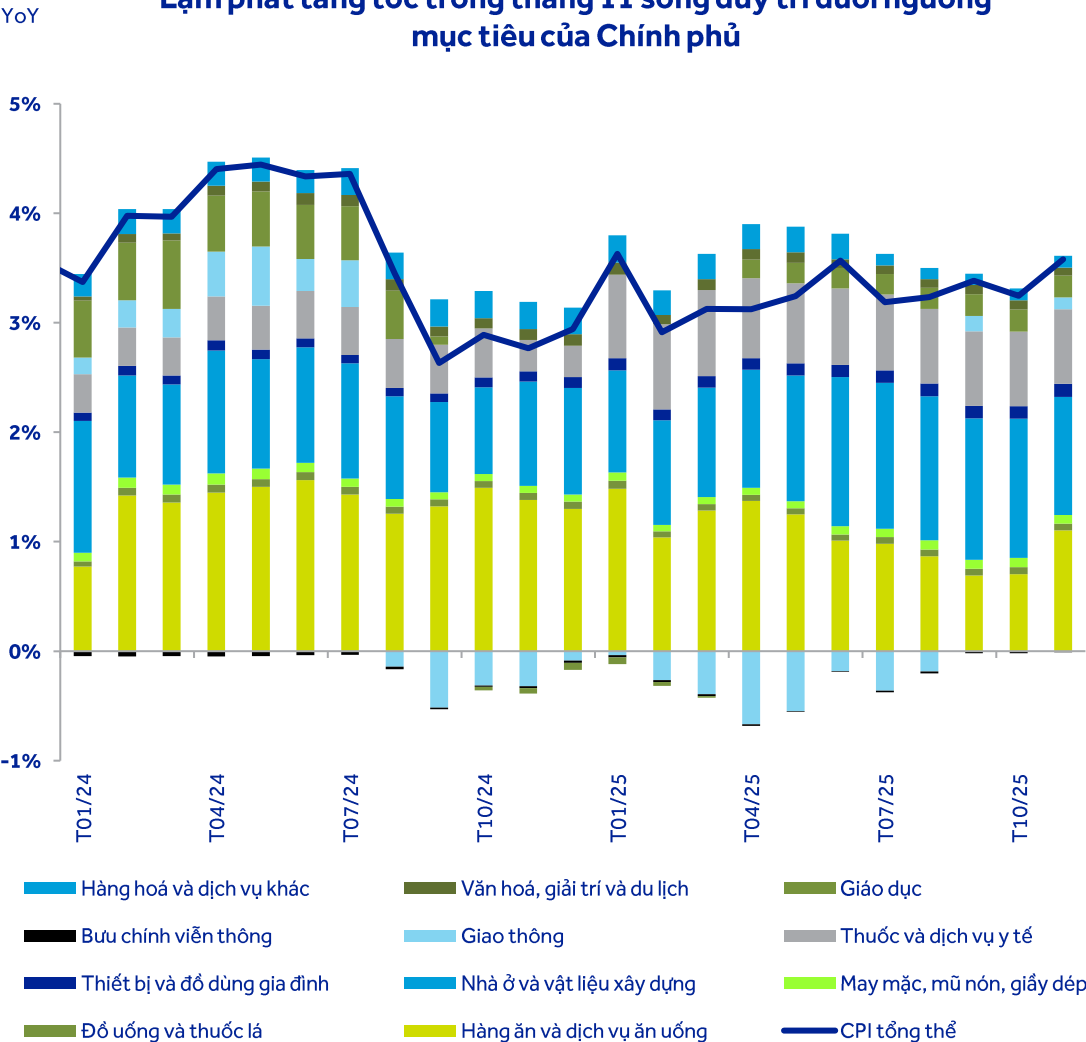
Nguồn: S&P Global

Ảnh hưởng của mưa lũ tại khu vực miền Trung và miền Bắc tiếp tục tạo sức ép trong đà tăng trưởng chung của doanh số bán lẻ

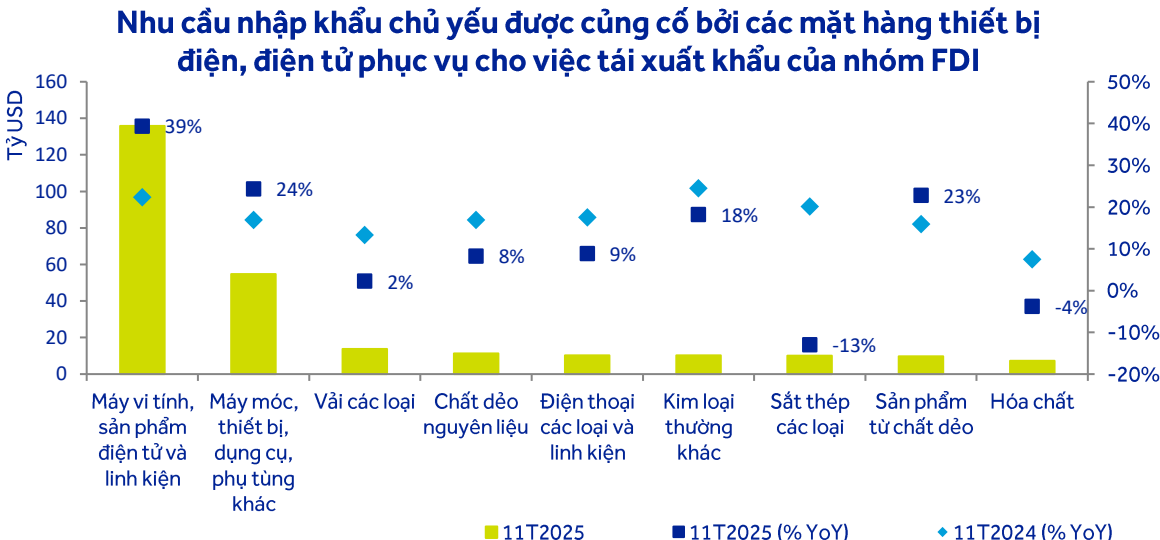
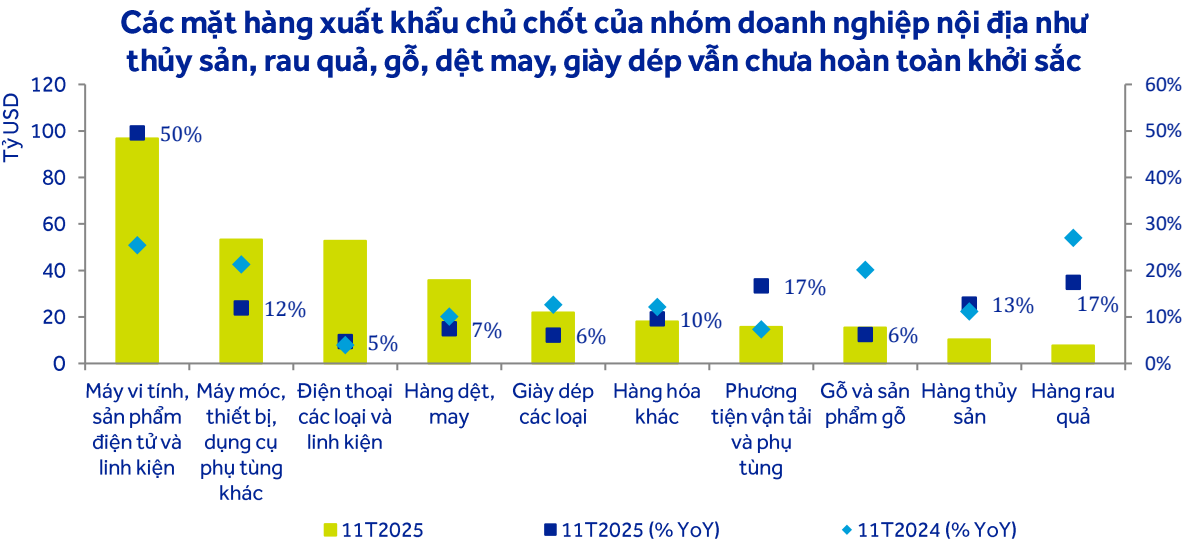
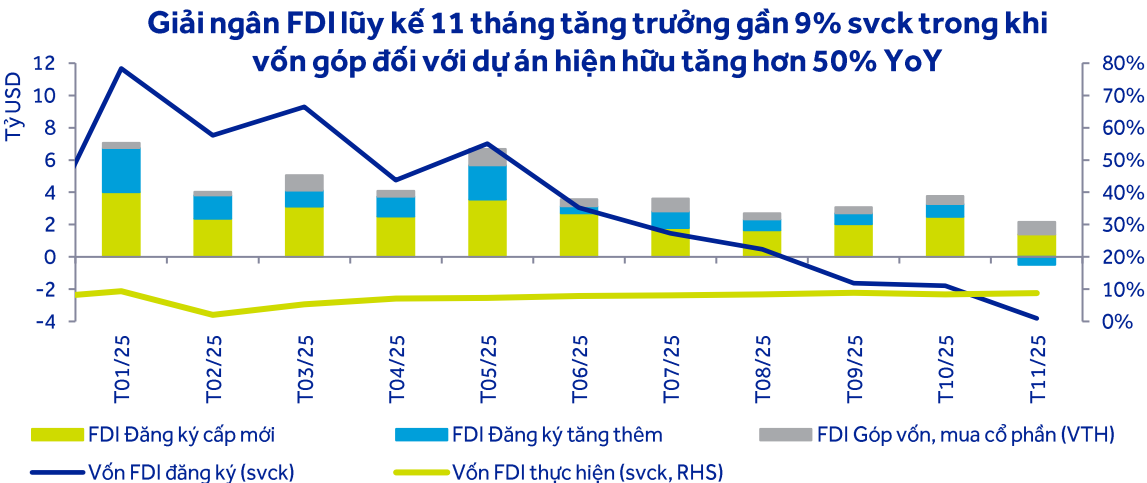
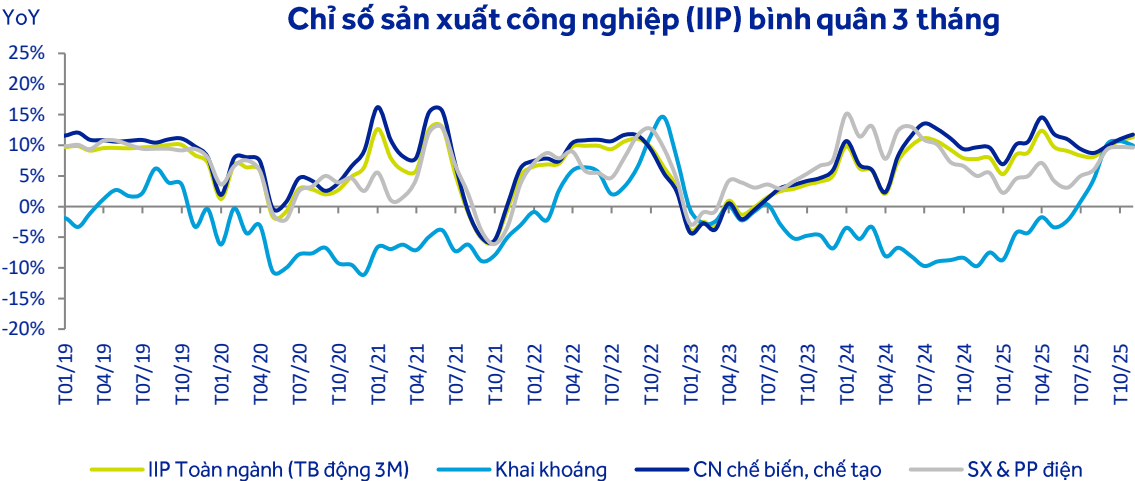


Nguồn: TCTK

Lạm phát tăng tốc trong tháng 11 song duy trì dưới ngưỡng mục tiêu của Chính phủ



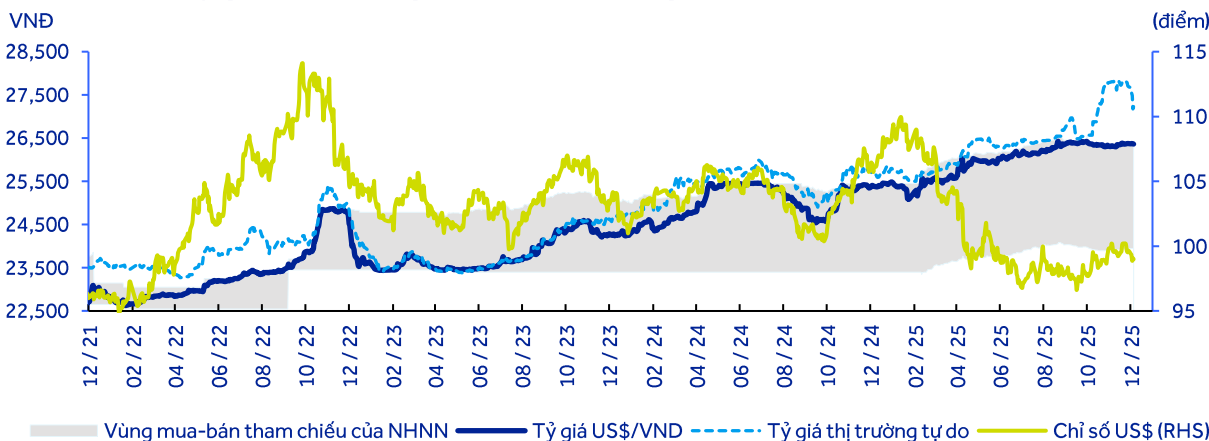
Nguồn: TCTK



Nguồn: TCTK

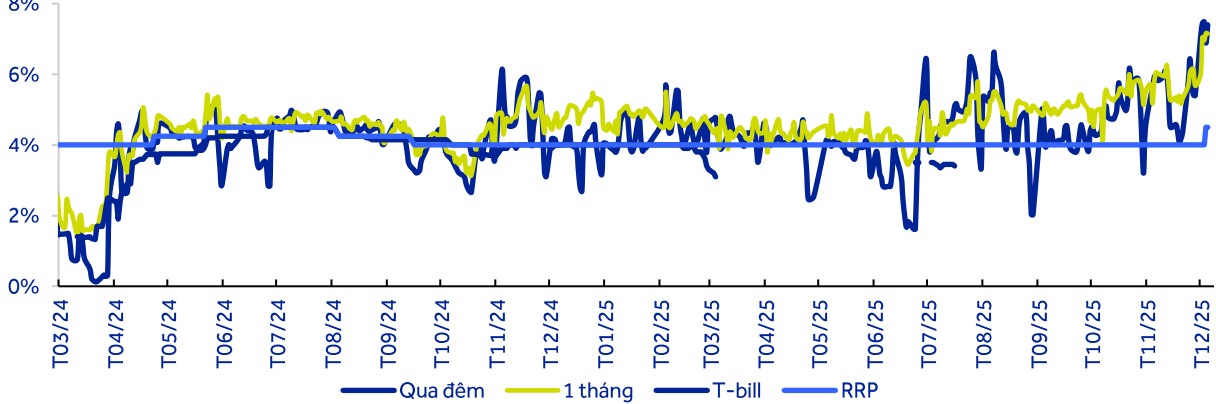
Nguồn: TCTK

Tỷ giá USD/VND ghi nhận mức mất giá hơn 3% so với đầu năm



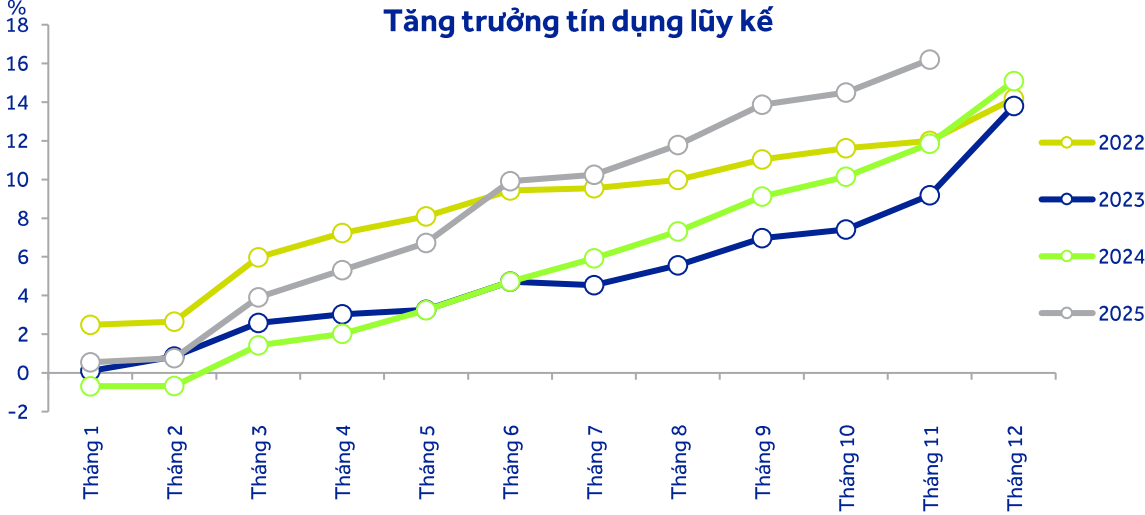
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Bloomberg, FiinPro

Chênh lệch tăng trưởng tín dụng – huy động nổi rộng, làm gia tăng tình trạng thiếu vốn, khiến lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao



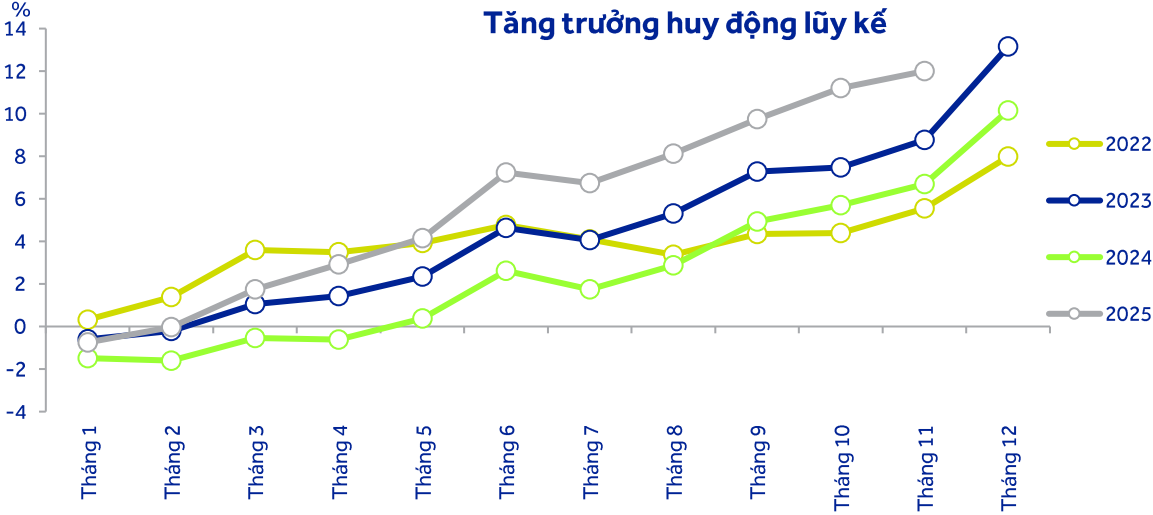
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, FiinPro

Tăng trưởng tín dụng lũy kế



Nguồn: Bộ Tài chính

Tăng trưởng huy động lũy kế



Nguồn: Bộ Tài chính

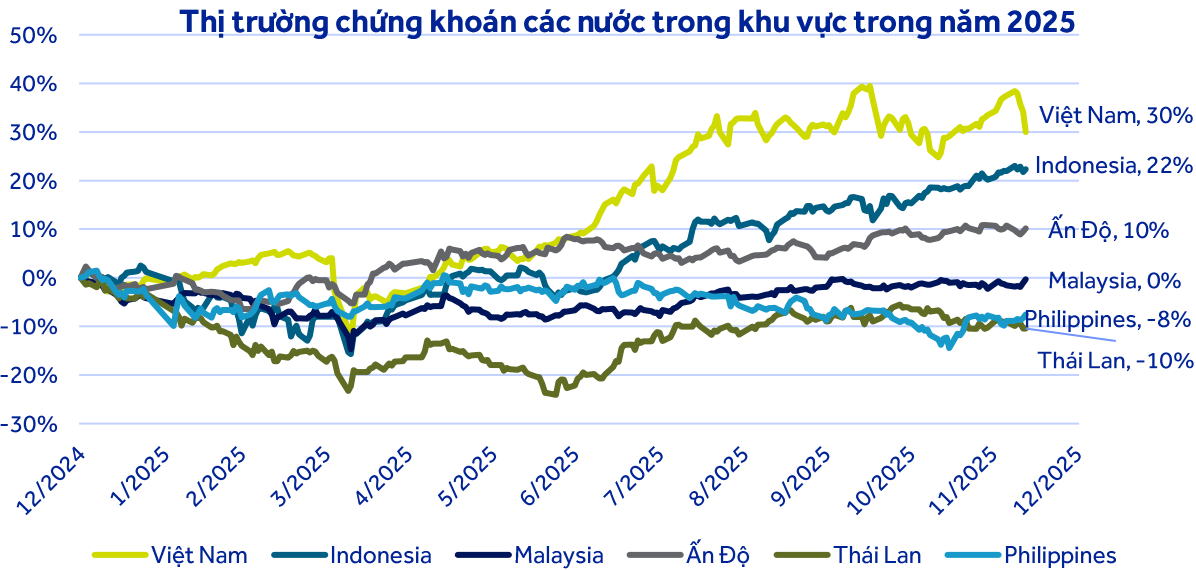
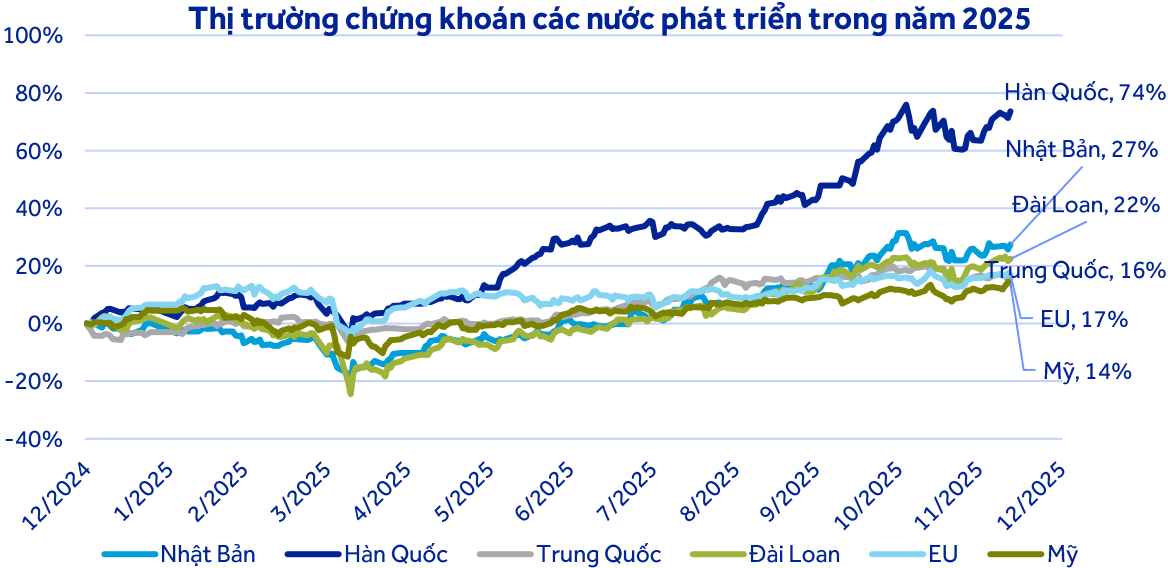
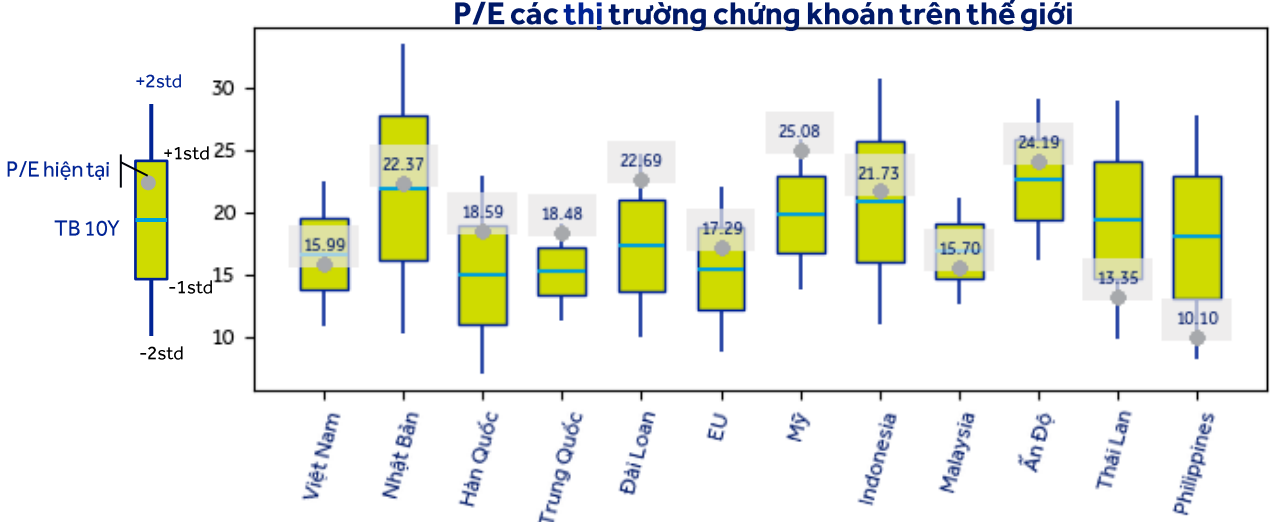
PHẦN 3. DỮ LIỆU THỊ TRƯỜNG 2025

ĐỊNH GIÁ PHÂN HÓA

Bộ phận Chiến lược thị trường

CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM CÓ NĂM VƯỢT TRỘI SO VỚI KHU VỰC

- Thị trường chứng khoán Việt Nam đã có sự hồi phục mạnh mẽ sau “cú sốc thuế quan” và vươn lên top đầu các thị trường chứng khoán tốt nhất thế giới trong năm với mức tăng 30,0% (đến 12/12). Vượt khá xa mức tăng 14% của chỉ số Dowjones trong cùng thời kỳ.
- Chỉ số P/E của VN-Index hiện là 15,99 lần, đang ở cận dưới mức trung bình 10 năm (16,2 lần theo Bloomberg). So với khu vực, mức P/E trên xét về tuyệt đối hiện chỉ thấp hơn Indonesia với định giá P/E 21,73 lần. Về tương đối, việc tiệm cận mức định giá trung bình 10 năm cũng là mức cao hơn hầu hết các nước khác trong khu vực như Thái Lan, Malaysia và Philippines hiện chỉ đang ở vùng -1 Std đến -2 Std so với độ lệch chuẩn.
- Nếu không tính đến nhóm cổ phiếu Vingroup, chỉ số mô phỏng của VNINDEX hiện tại chỉ tương ứng mức 1.388,60, tương đương mức tăng trưởng gần 10%, với P/E là 13,8 - dưới độ lệch chuẩn -1 Std và tiệm cận mức độ lệch chuẩn -2 Std, cho thấy nhà đầu tư vẫn đang rất thận trọng.



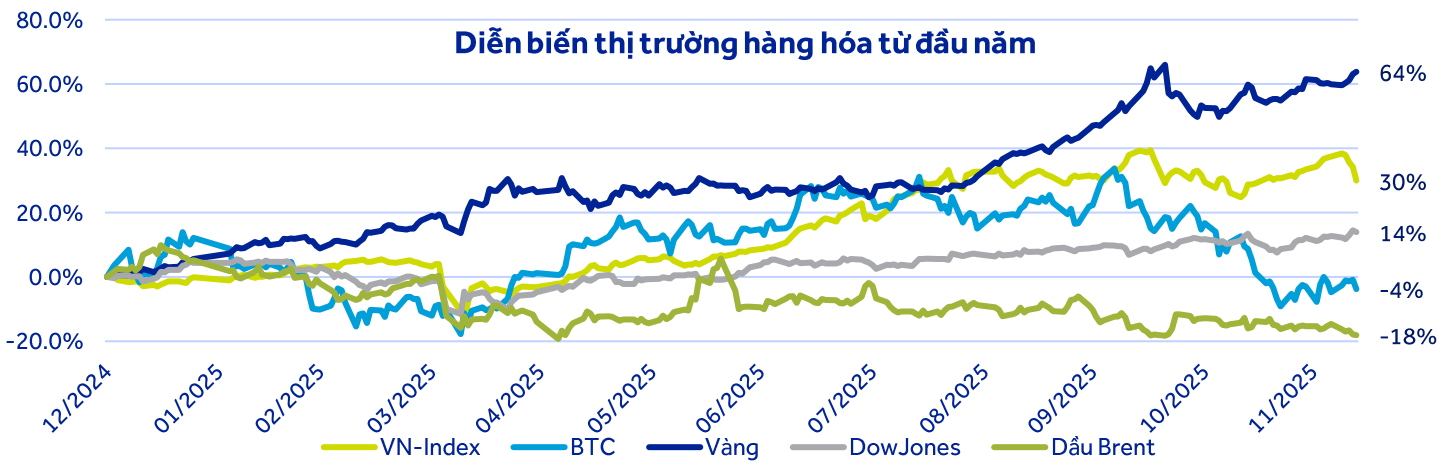
DÒNG TIỀN TIẾP TỤC DỊCH CHUYỂN SANG TÀI SẢN AN TOÀN

- Trong các kênh đầu tư như chứng khoán, vàng, dầu và crypto, vàng là kênh đầu tư hiệu quả nhất trong năm 2025 với mức tăng xấp xỉ 60%, ngược lại giá dầu Brent có diễn biến giảm mạnh nhất với mức giảm gần 15%.
- Diễn biến trái chiều trên cho thấy giới đầu tư tỏ ra lo ngại về sự bất ổn của tình hình kinh tế thế giới thời Trump 2.0. Giá dầu giảm dựa trên các dữ liệu tiêu thụ giảm, kinh tế yếu trong khi giá vàng tăng thể hiện nhu cầu đầu tư vào kênh trú ẩn an toàn.
- Tiền số dẫn đầu là Bitcoin sau diễn biến khởi sắc vào giai đoạn đầu năm thì bất ngờ trải qua “mùa đông crypto” khi giảm mạnh trong những tháng cuối năm. Thanh khoản yếu được xem là lý do chính dẫn tới đà suy giảm của bitcoin và tiền số, mặc dù vị thế về tính pháp lý của các tài sản này tiếp tục được hoàn thiện và củng cố trong năm 2025.
- Dòng vốn đầu tư vào trái phiếu tiếp tục rút khỏi thị trường Trung Quốc, trong khi vẫn mua ròng ở các thị trường khác. Trong đó, tổng giá trị mua ròng tại thị trường Mỹ sụt giảm mạnh nhất so với các nước khác, tiếp theo là khu vực EU, Pháp. Trong khi Nhật Bản, Đức, UK và Qatar tăng quy mô mua ròng so với cùng kỳ năm 2024.

Diễn biến dòng vốn vào các thị trường

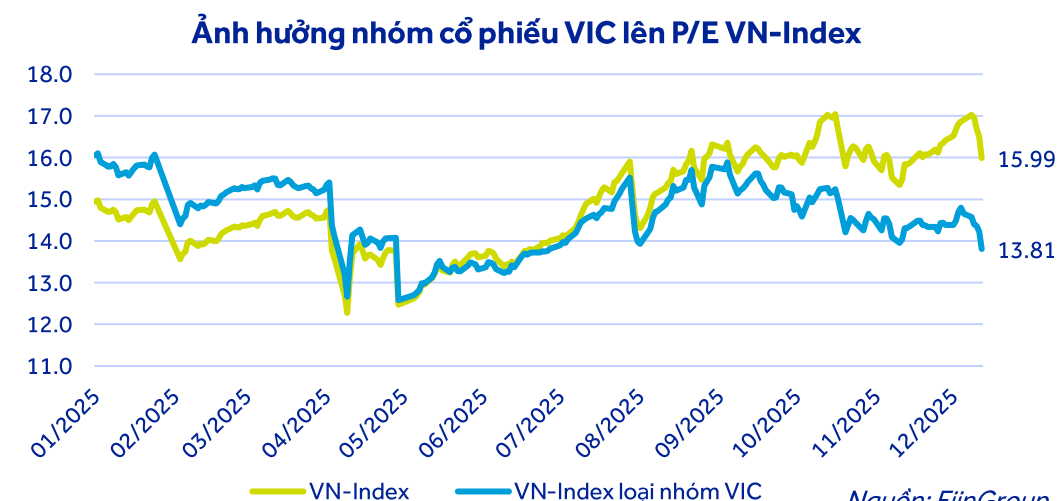
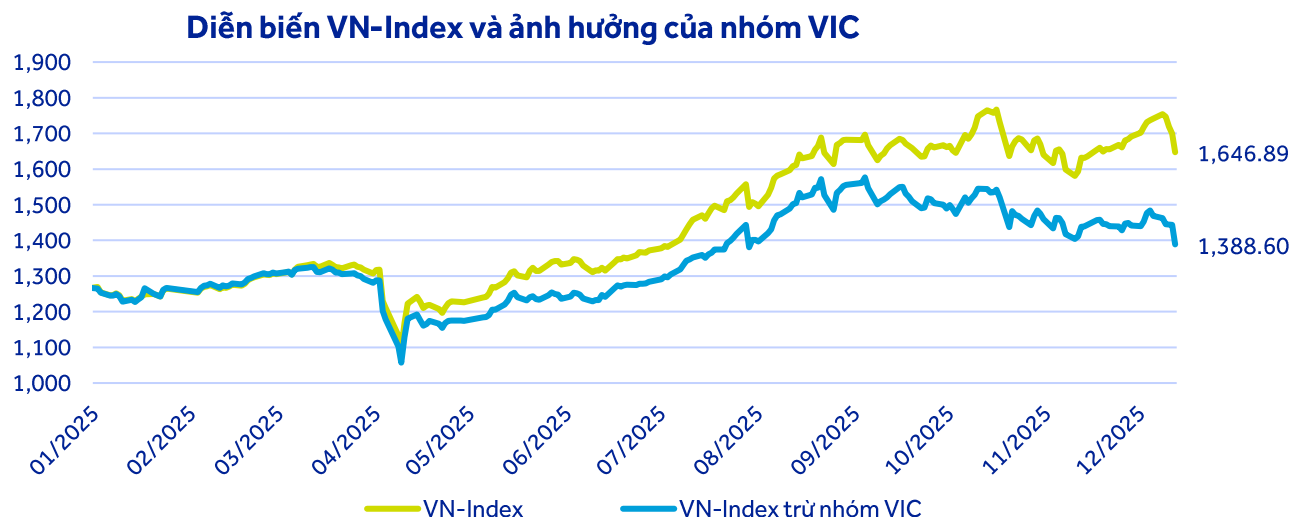
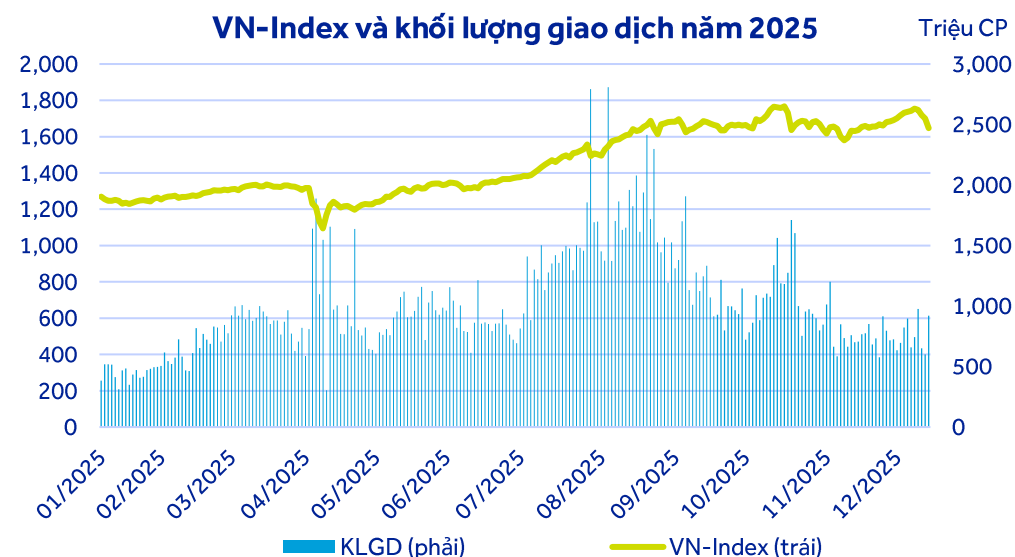
Cổ Phiếu			
Đv: triệu USD	Ngày chốt dữ liệu	Mua/bán ròng	+/- svck
Euro Area	30/09/2025	305.577	51.863
United States	30/09/2025	477.236	593.079
China	30/09/2025	96.225	na
Japan	05/12/2025	50.131	26.692
Vietnam	12/12/2025	-4.889	-1.642
Thailand	12/12/2025	-3.297	411
Malaysia	12/12/2025	-4.773	-6.040
Indonesia	12/12/2025	-1.560	-4.039

Trái phiếu			
Đv: triệu USD	Ngày chốt dữ liệu	Mua/bán ròng	+/- svck
United States	30/09/2025	751.662	-129.451
United Kingdom	30/06/2025	66.306	14.523
China	31/10/2025	-43.164	-226.173
Euro Area	30/09/2025	310.458	-77.060
Japan	05/12/2025	91.435	51.228
Germany	31/10/2025	248.467	38.399
France	31/10/2025	224.652	-28.002
Qatar	31/10/2025	201.413	16.575



NHÓM VINGROUP LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG GIÁ CỦA VNINDEX

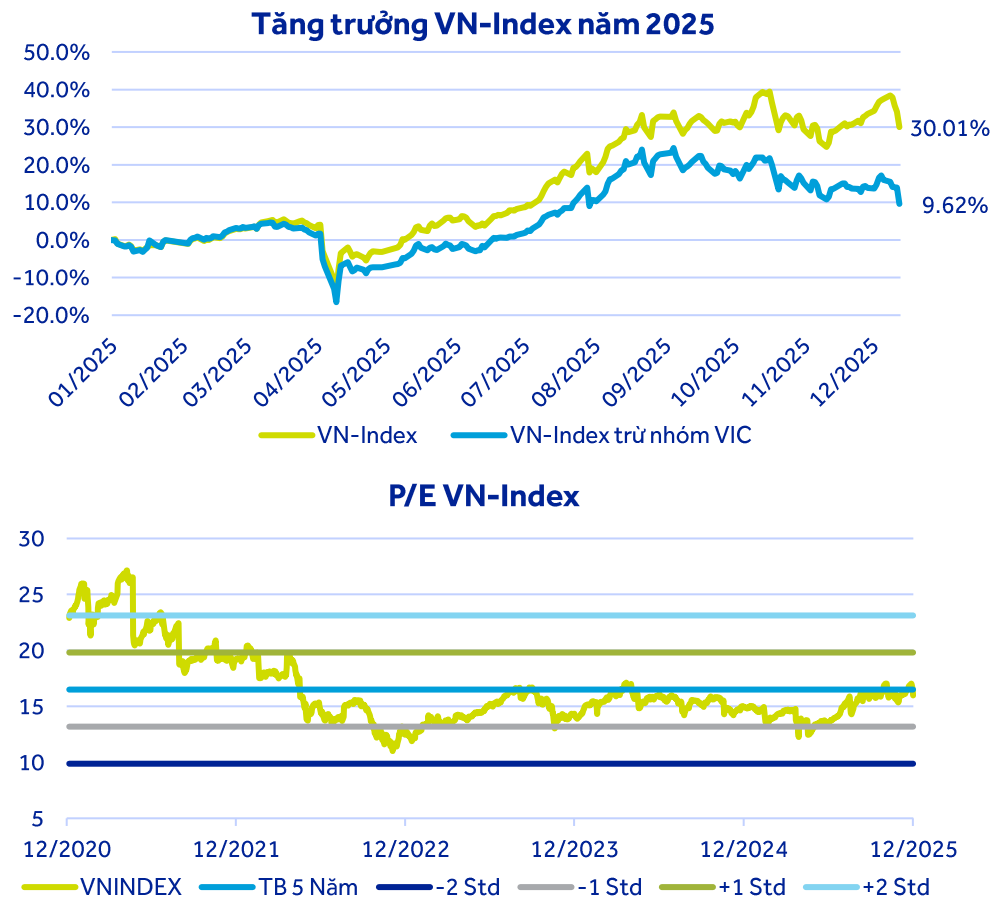
- Nhóm Vingroup với sự dẫn dắt của cổ phiếu VIC đã có 1 năm 2025 ấn tượng nhất trong lịch sử niêm yết của cổ phiếu này. Tính từ đầu năm vốn hóa của VIC đã tăng hơn 7 lần (đến 12/12), mức sinh lời chưa từng có đối với 1 cổ phiếu bluechip. Vingroup trở thành nhóm đại diện cho động lực tăng trưởng của TTCK Việt Nam.
- Nếu loại bỏ sự ảnh hưởng của cổ phiếu họ Vingroup, chỉ số mô phỏng hiện tại chỉ tương ứng mức 1.388,60, tương đương mức tăng trưởng gần 10%. Đáng chú ý khi chỉ số mô phỏng này đã tạo đỉnh trong năm vào khoảng thời gian cuối tháng 8 đầu tháng 9/2025 trùng với giai đoạn thanh khoản thị trường ở mức cao nhất năm.
- Tính đến ngày 12/12/2025, thanh khoản trung bình mỗi phiên từ 3 sàn giao dịch đạt 26.628 tỷ đồng, tăng 42,8% so với mức trung bình năm 2024 và cao hơn 22,5% so với thanh khoản tại vùng đỉnh cũ năm 2021.
- Ảnh hưởng của nhóm Vingroup đến thanh khoản thị trường trong quý 4/2025 lớn hơn giai đoạn trước đó, cụ thể từ mức 6,14%, nhóm này đã vươn lên chiếm 9,77% tổng thanh khoản sàn HOSE. Thanh khoản trung bình của nhóm Vingroup tăng từ 1.635 tỷ đồng giai đoạn tháng 01 – 10/2025 lên 2.689 tỷ đồng mỗi phiên trong Q4/2025.



Nguồn: FiinGroup

TOP 5 CỔ PHIẾU ĐÓNG GÓP ~ 316 ĐIỂM VÀO ĐÀ TĂNG

- Đặc điểm của đà tăng giá năm nay của VNINDEX là sự đóng góp tập trung của một số cổ phiếu, đặc biệt là nhóm Vingroup. Trong khi đà tăng không được lan tỏa ra các nhóm cổ phiếu khác.
- Nhóm cổ phiếu Vin Group (VIC, VHM, và VRE) với tổng mức đóng góp của nhóm này vào đà tăng của VNINDEX là hơn 277 điểm. Ở chiều ngược lại, FPT và VCB là 2 cổ phiếu đóng góp nhiều nhất vào đà giảm của VNIndex.
- Nếu không tính đến nhóm cổ phiếu Vingroup, thị trường vẫn đang giao dịch ở dưới P/E độ lệch chuẩn -1 và tiệm cận mức độ lệch chuẩn -2, cho thấy nhà đầu tư vẫn đang rất thận trọng.



Top 10 cổ phiếu ảnh hưởng nhiều nhất đến VNIndex (Tăng/ Giảm)

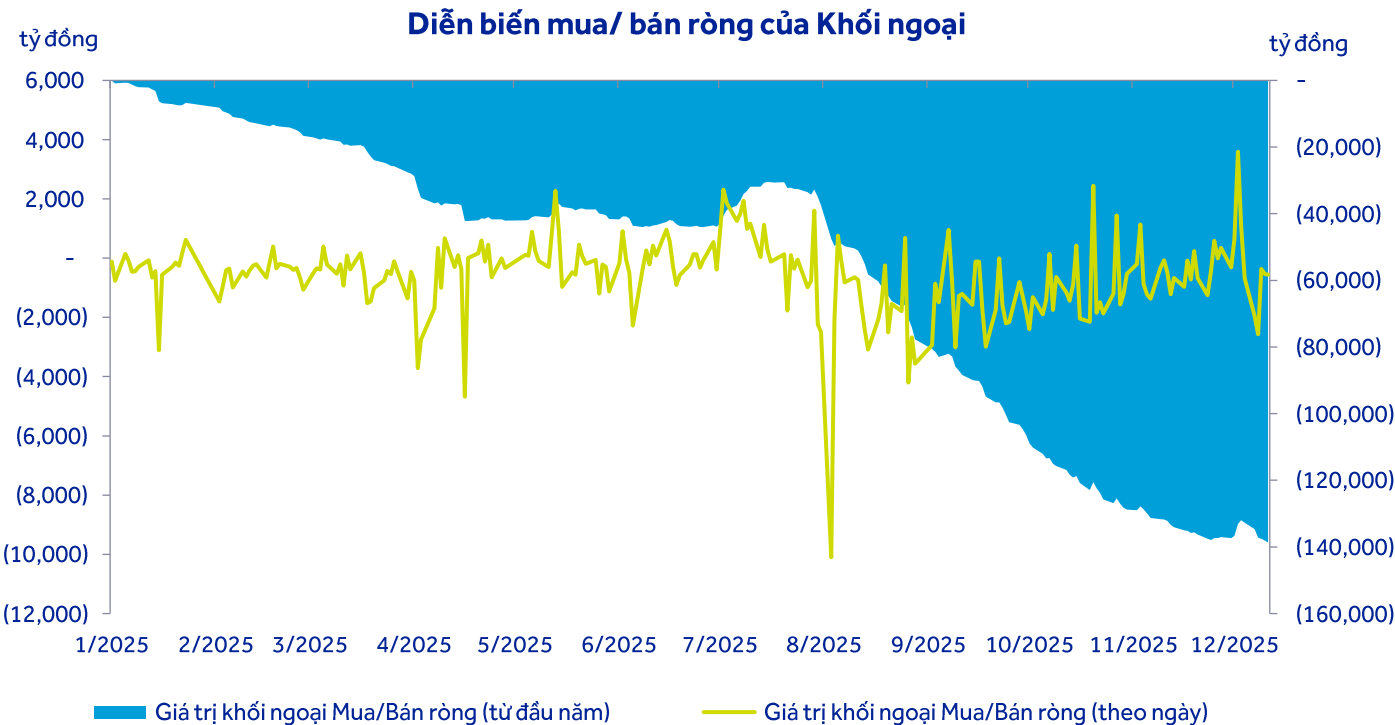
Mã	Thay đổi so với đầu năm	Điểm đóng góp vào Index	Mã	Thay đổi so với đầu năm	Điểm đóng góp vào Index
VIC	610%	219,08	FPT	-28%	-14,93
VHM	135%	52,77	VCB	-6%	-7,27
CTG	32%	15,19	GVR	-15%	-4,35
MBB	47%	14,55	TCX	-10%	-2,66
VPB	42%	14,48	DGC	-21%	-2,24
TCB	33%	14,22	GAS	-4%	-1,68
GEE	560%	13,35	BCM	-8%	-1,41
VJC	85%	11,09	VTP	-28%	-1,10
LPB	52%	10,87	CTR	-32%	-1,07
SHB	103%	8,97	SIP	-25%	-1,02

Nguồn: Bloomberg,
*Dữ liệu cuối ngày 12/12/2025

NĐT NƯỚC NGOÀI TIẾP TỤC BÁN RÒNG 6T CUỐI NĂM

NĐT nước ngoài tiếp tục bán ròng

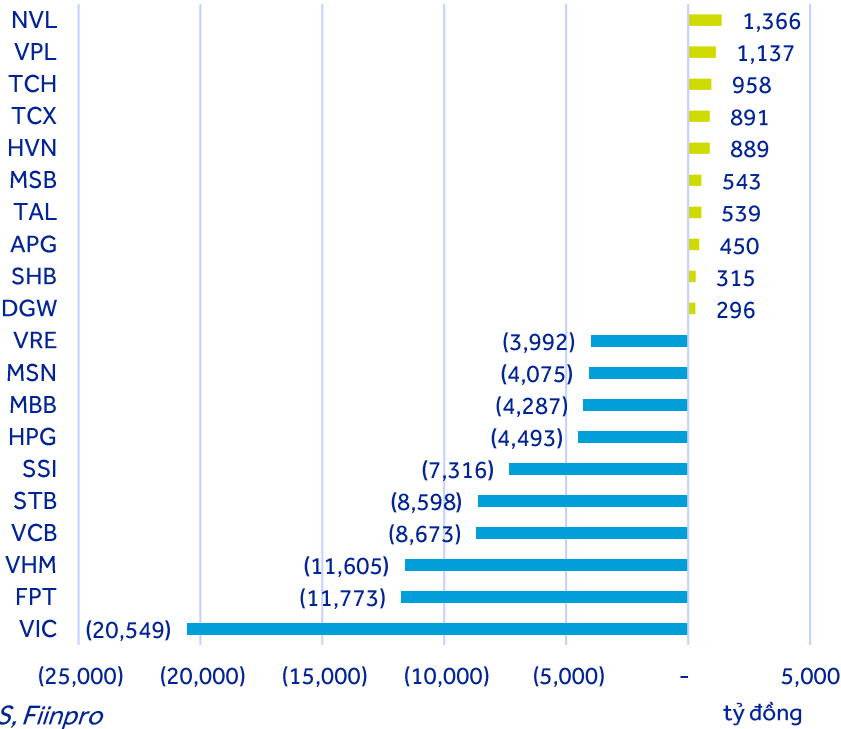
- Dòng tiền khối ngoại vẫn tiếp tục ghi nhận xu hướng rút ròng liên tục trong những tháng cuối năm 2025.
- Lũy kế từ đầu năm 2025 đến nay khối ngoại đã bán ròng 139 nghìn tỷ trên cả 3 sàn, trong đó tính riêng VN-Index ghi nhận 129 nghìn tỷ bị bán ròng. Đây cũng là xu hướng chung của tất cả các thị trường trong khu vực Đông Nam Á trong năm 2025.



VIC dẫn đầu giá trị bán ròng

- Trong năm 2025, VIC dẫn đầu chiều bán ròng với hơn 20 nghìn tỷ bán ròng. Tổng 3 cổ phiếu nhóm Vingroup (VIC, VHM, VRE) ghi nhận giá trị bán ròng là 36.146 tỷ đồng, trong khi VPL mới niêm yết trên sàn và được mua ròng 1.137 tỷ đồng.
- Ở chiều ngược lại, NVL được khối ngoại mua ròng trong năm qua 1.4 nghìn tỷ.

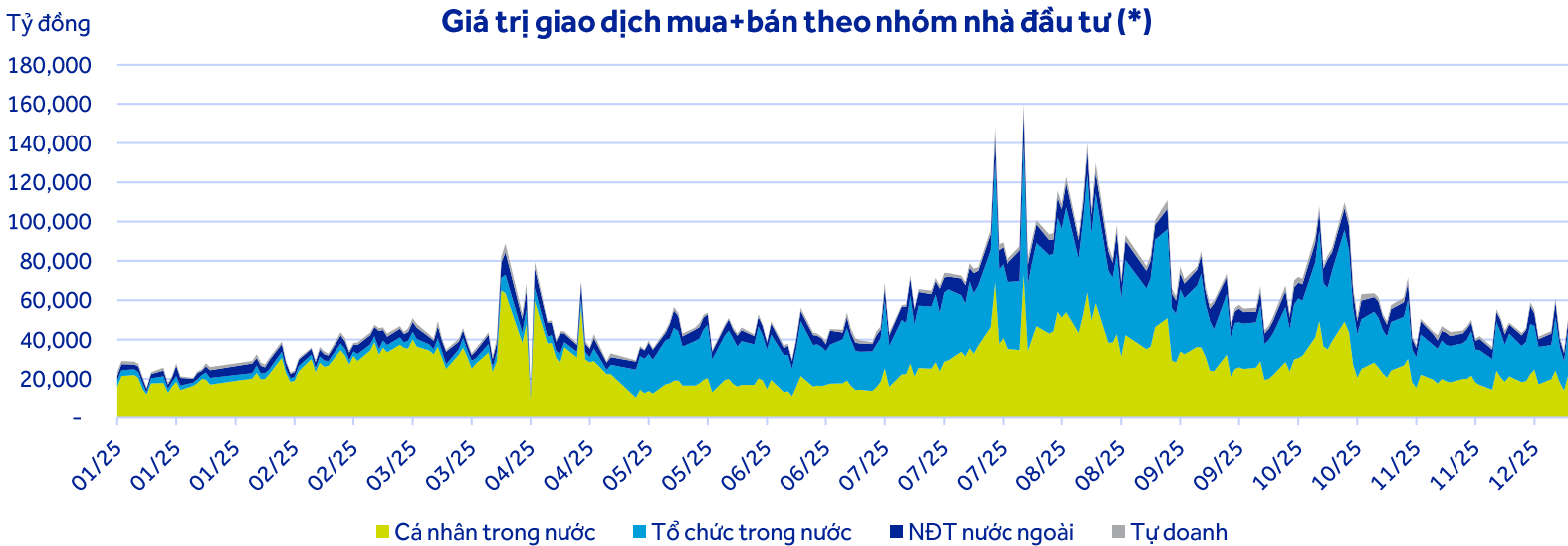
Top cổ phiếu khối ngoại mua bán ròng



Nguồn: ACBS, Fiinpro

NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRONG NƯỚC TĂNG MẠNH

- Tỷ trọng giao dịch của các nhóm nhà đầu tư có biến động sau ngày 30/04/2025, có thể do thay đổi cách tính toán và phân loại của hệ thống KRX. Tuy nhiên, có thể kết luận rằng, tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư trong nước vẫn đang chiếm phần lớn giá trị giao dịch hàng ngày trên VN-Index.
- Tháng 6&7/2025, dữ liệu ghi nhận lượng giao dịch bùng nổ của nhà đầu tư tổ chức trong nước (tỷ trọng 48,3% so với 40,6% trong tháng 05/2025). Tuy nhiên, dòng tiền của nhóm nhà đầu tư này có xu hướng điều chỉnh trong quý 3, thanh khoản đóng góp chính bởi nhóm nhà đầu tư cá nhân.
- Đến quý 4/2025, thanh khoản chung của thị trường có xu hướng giảm dần, thanh khoản trung bình hàng ngày ghi nhận chỉ 27,5 nghìn tỷ đồng (giảm 30,4% so với quý 3). Trong giai đoạn này, tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư cá nhân có phần giảm nhẹ, cùng lúc đó ghi nhận xu hướng dòng tiền của nhà đầu tư tổ chức trong nước và nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu quay trở lại thị trường.



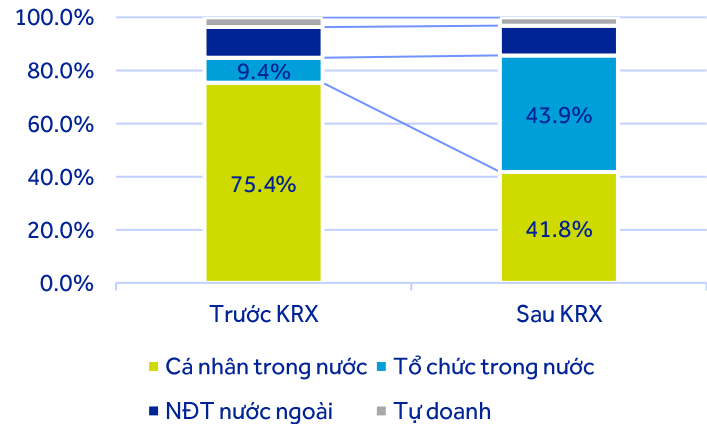
(*) Tỷ trọng giao dịch của các nhóm nhà đầu tư có biến động sau ngày 30/04/2025 do thay đổi cách tính toán của hệ thống KRX

Nguồn: ACBS, Fiinpro

Cơ cấu tỷ trọng GTGD theo nhóm nhà đầu tư

	Cá nhân trong nước	Tổ chức trong nước	NĐT nước ngoài	Tự doanh
12/2025	42,3%	43,1%	11,7%	3,0%
11/2025	42,7%	41,7%	11,9%	3,7%
10/2025	43,6%	41,1%	11,8%	3,6%
09/2025	44,6%	41,1%	11,1%	3,2%
08/2025	45,3%	41,9%	9,9%	3,0%
07/2025	39,4%	46,6%	11,0%	3,0%
06/2025	38,4%	48,3%	10,6%	2,7%
05/2025	44,2%	40,6%	12,3%	2,9%

Thay đổi cơ cấu nhà đầu tư sau KRX

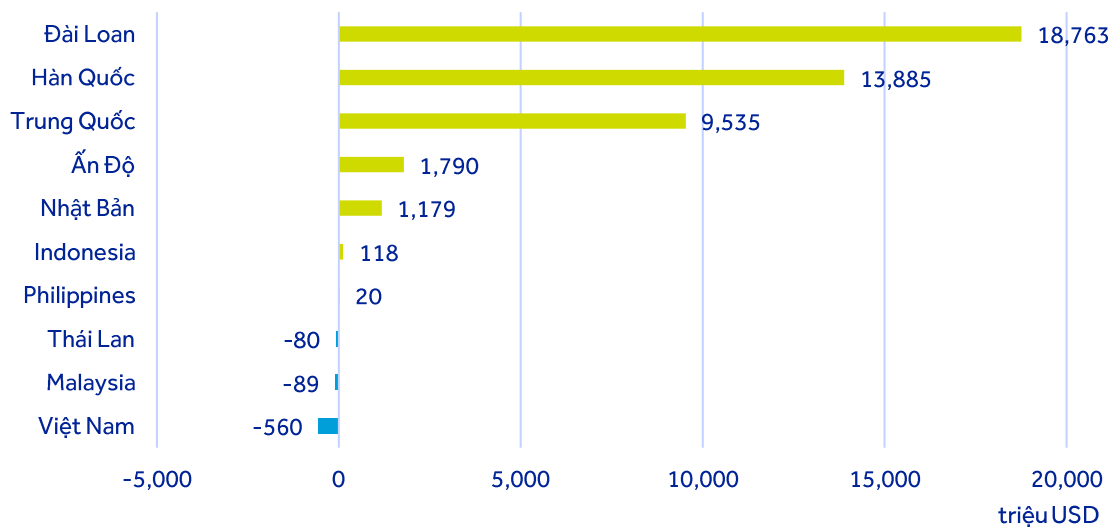


DÒNG TIỀN ETF LIÊN TỤC BỊ RÚT RÒNG KHỎI VIỆT NAM

Dòng vốn ETF Việt Nam bị rút ròng mạnh nhất khu vực

- Trong khu vực châu Á, dòng tiền ETF đầu tư tập trung vào các thị trường chứng khoán phát triển. Lượng lớn dòng tiền ETF tập trung vào Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc, ghi nhận hút ròng gần 18,8 tỷ USD.
- Dòng vốn ETF vào các nước khu vực Nam Á, Đông Nam Á ghi nhận rút ròng ở các thị trường Việt Nam, Thái Lan, Malaysia, nhưng lại bơm ròng đáng kể cho thị trường Ấn Độ, Indonesia – vốn được coi là có những lợi thế khá rõ ràng sau sự kiện thuế quan.

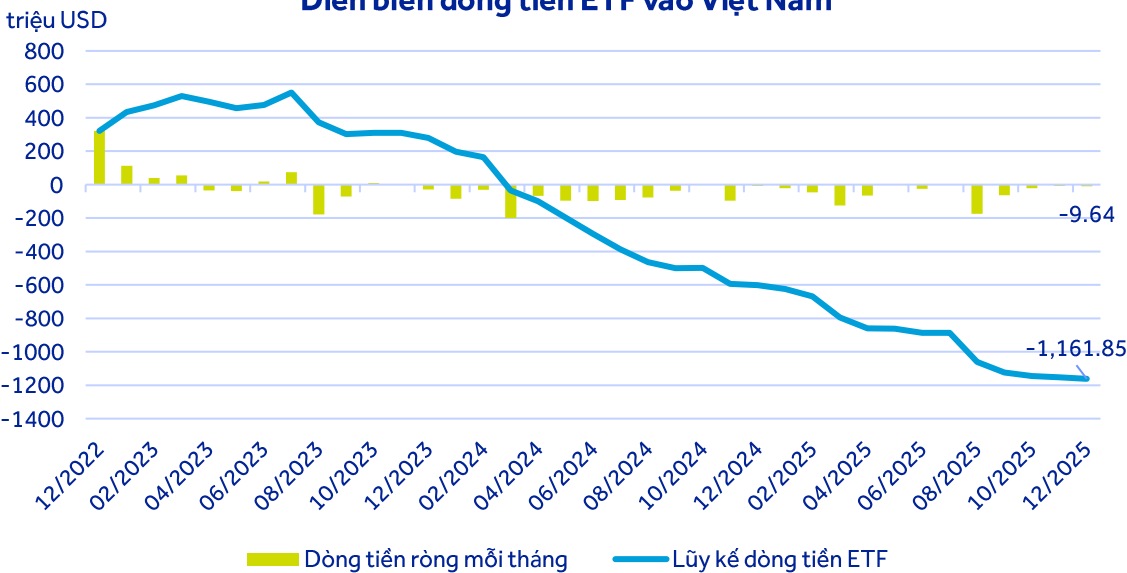
Dòng vốn ETF vào các nước khu vực châu Á từ đầu năm 2025



Quỹ Fubon rút ròng mạnh trong năm 2025

- Trong năm 2025, dòng tiền ETF tập trung vào thị trường Việt Nam liên tục bị rút ròng. Lũy kế cả năm, dòng vốn ETF đã rút ròng khoảng 560 triệu USD khỏi thị trường Việt Nam.
- Dòng vốn ETF bị rút ròng mạnh chủ yếu đến từ quỹ Fubon FTSE, lũy kế năm 2025, quỹ này rút ròng khoảng 349 triệu USD.
- Lũy kế 3 năm gần nhất, dòng tiền ETF đầu tư vào Việt Nam đã bị rút ròng gần 1,2 tỷ USD

Diễn biến dòng tiền ETF vào Việt Nam



Nguồn: Bloomberg

CƠ HỘI NÀO KHI DÒNG VỐN NGOẠI TRỞ LẠI?

Room ngoại sẵn sàng cho dòng tiền từ nước ngoài

- Với áp lực bán ròng liên tục trong năm, hầu hết các cổ phiếu tăng đáng kể tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài có thể sở hữu (FOL – foreign ownership limit) so với giai đoạn 2021-2025
- Trong số đó, đáng kể là VIC với tỷ lệ FOL ghi nhận tại ngày 12/12/2025 là 44,5% (trung bình giai đoạn 2021-2024 36,2%) tương ứng vốn hóa khả dụng cho NĐT NN là 494 nghìn tỷ đồng tương đương 19,6 tỷ USD.

Top CP khả dụng nhiều room ngoại

Mã	FOL 2021	FOL 2022	FOL 2023	FOL 2024	FOL 2025	Giá trị NĐT nước ngoài được phép sở hữu	
						Tỷ đồng	Tỷ USD
VIC	35,6%	35,4%	35,8%	38,0%	44,5%	493.913	19,6
VHM	26,6%	25,7%	27,5%	37,7%	41,2%	159.125	6,3
MSN	68,3%	18,5%	20,7%	22,8%	77,2%	82.087	3,3
ACV	45,3%	45,2%	45,3%	45,4%	46,5%	88.944	3,5
MCH	48,1%	48,0%	47,7%	47,3%	34,6%	78.874	3,1
GAS	46,3%	46,1%	46,3%	47,2%	47,2%	69.786	2,8
VNM	45,4%	44,3%	46,0%	48,4%	49,5%	62.316	2,5
HPG	25,4%	27,2%	24,5%	27,3%	29,3%	58.512	2,3
SSI	61,6%	58,7%	56,8%	59,6%	68,0%	47.614	1,9
VCB	6,5%	6,4%	6,6%	7,0%	8,8%	41.575	1,7
GEE	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	49,4%	32.564	1,3
BSR	7,7%	7,6%	48,2%	48,4%	48,6%	32.826	1,3
VIX	44,3%	95,1%	93,8%	94,7%	92,3%	30.804	1,2
BID	13,3%	12,8%	12,8%	13,2%	12,9%	33.487	1,3
VRE	18,6%	17,0%	17,7%	30,1%	35,4%	22.068	0,9

Cổ phiếu nào được giao dịch nhiều bởi NĐT nước ngoài?

- FRT, TCX, FPT, BMP là những cổ phiếu có tỷ trọng giá trị giao dịch của NĐT NN/ tổng GTGD trong ngày cao nhất.
- Trong khi các NĐT NN có xu hướng bán ròng, những cổ phiếu như TCX, BMP, PNJ được giao dịch tích cực bởi khối ngoại, đồng thời ghi nhận lũy kế mua ròng từ đầu năm đến nay.

Top CP có tỷ trọng giao dịch của NĐT nước ngoài cao

Mã	Tỷ lệ GD NĐT NN	Mua/bán ròng (tỷ đồng)
FRT	33%	-1.178
TCX	33%	891
FPT	25%	-11.773
BMP	25%	118
PNJ	24%	65
SAB	24%	-1.372
VCB	23%	-8.673
VHM	23%	-11.605
GMD	22%	-444
KDH	22%	-3.317
NLG	22%	72
MWG	20%	290
VNM	20%	-1.136
VRE	19%	-3.992
DVP	19%	-85

THANH KHOẢN & TỶ LỆ TĂNG GIÁ CÁC NHÓM NGÀNH

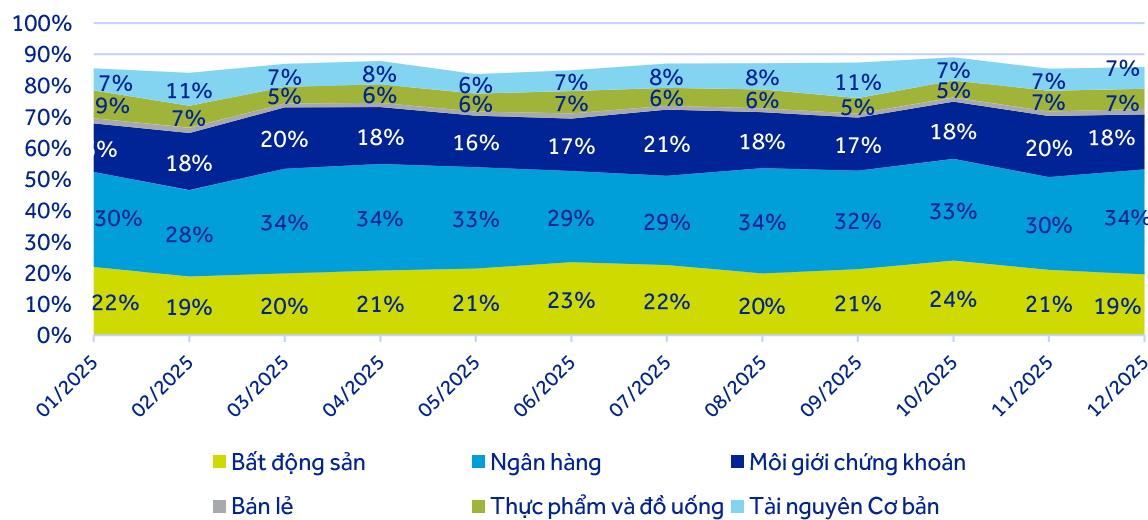
Xét về thanh khoản:

- Ngành Ngân hàng, Bất động sản, Môi giới Chứng khoán, Bán lẻ, Thực phẩm & Đồ uống và Tài nguyên Cơ bản luôn duy trì mức đóng góp khoảng 85% tổng KLGD toàn thị trường.
- Nhóm Ngân hàng vẫn là nhóm dẫn đầu và có phần chi phối về KLGD khi chiếm khoảng 1/3 toàn thị trường, tiếp đến là nhóm Bất động sản, Môi giới Chứng khoán.

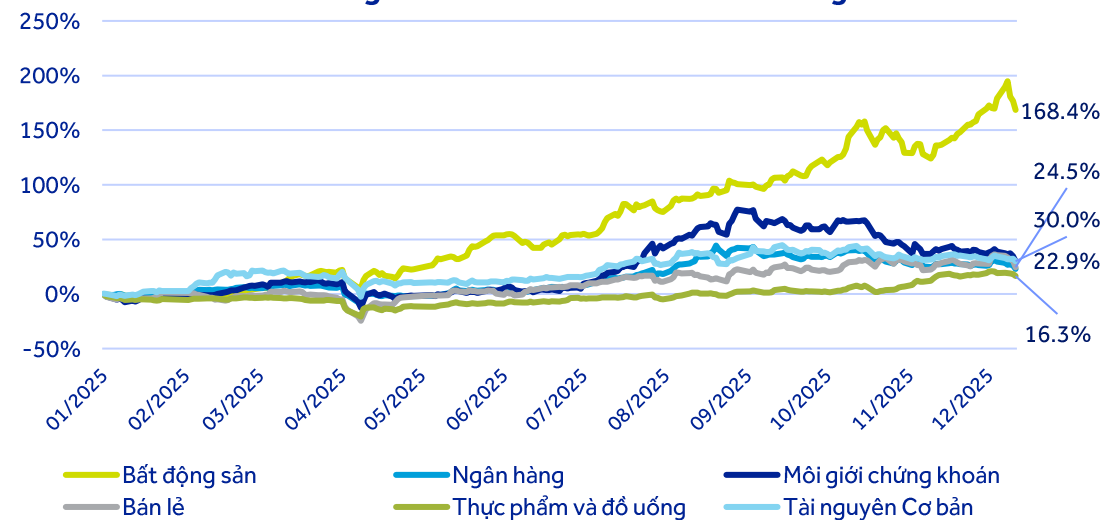
Về diễn biến giá:

- Nhóm Bất động sản có kết quả vượt trội so với phần còn lại với mức tăng trưởng toàn ngành lên đến 168,4%, tuy nhiên mức tăng trưởng này tập trung rất nhiều ở nhóm Vingroup khi chỉ riêng VIC đã tăng hơn 600% từ đầu năm.
- Nhóm Môi giới Chứng khoán (MGCK) ghi nhận mức biến động lớn thứ 2 sau khoảng thời gian tăng giá ấn tượng từ tháng 07 – 09/2025 nhóm này có lúc đã ghi nhận mức tăng trưởng 76,8% sau đó đã tạo đỉnh và điều chỉnh khá mạnh. Đến 12/12, nhóm MGCK chỉ còn tăng trưởng 30,1%, xếp thứ 2 về tăng trưởng.
- Tiếp theo là các nhóm Tài nguyên Cơ bản (30%), Bán lẻ (24,5%), Ngân hàng (22,9%) và Thực phẩm & Đồ uống (16,3%). Trong đó nhóm Tài nguyên Cơ bản và Bán lẻ có diễn biến tăng giá ổn định hơn nhóm Ngân hàng. Riêng nhóm Thực phẩm & Đồ uống thì đang có diễn biến tăng mạnh vào giai đoạn cuối năm.

Tỷ lệ của ngành đóng góp vào tổng KLGD VNIndex



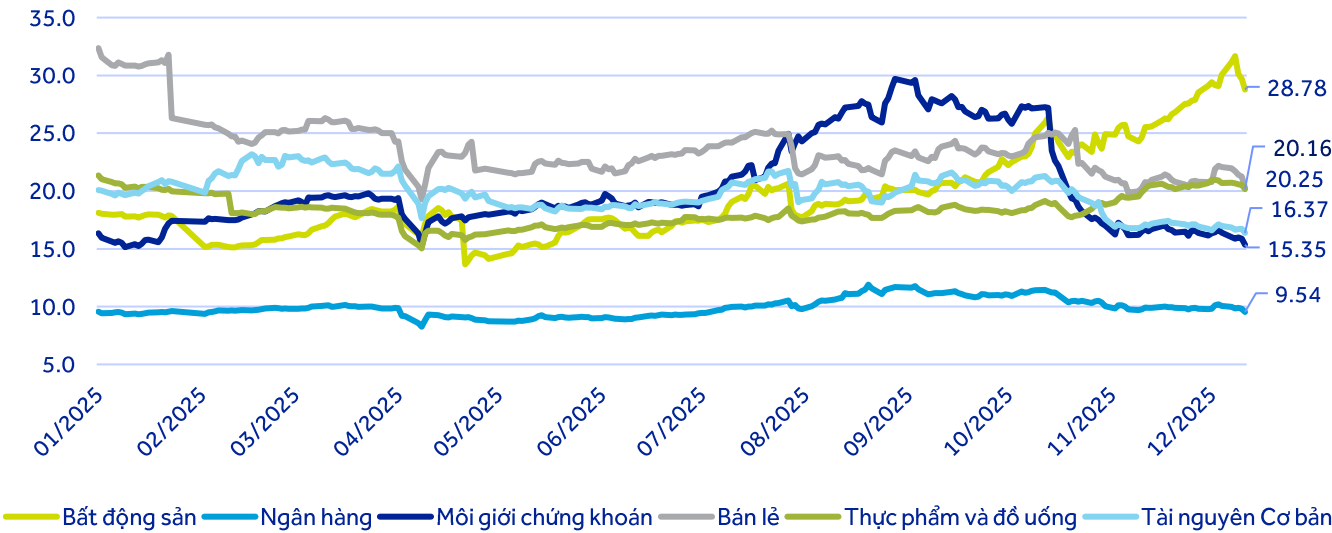
Diễn biến giá từ đầu năm 2025 theo nhóm ngành



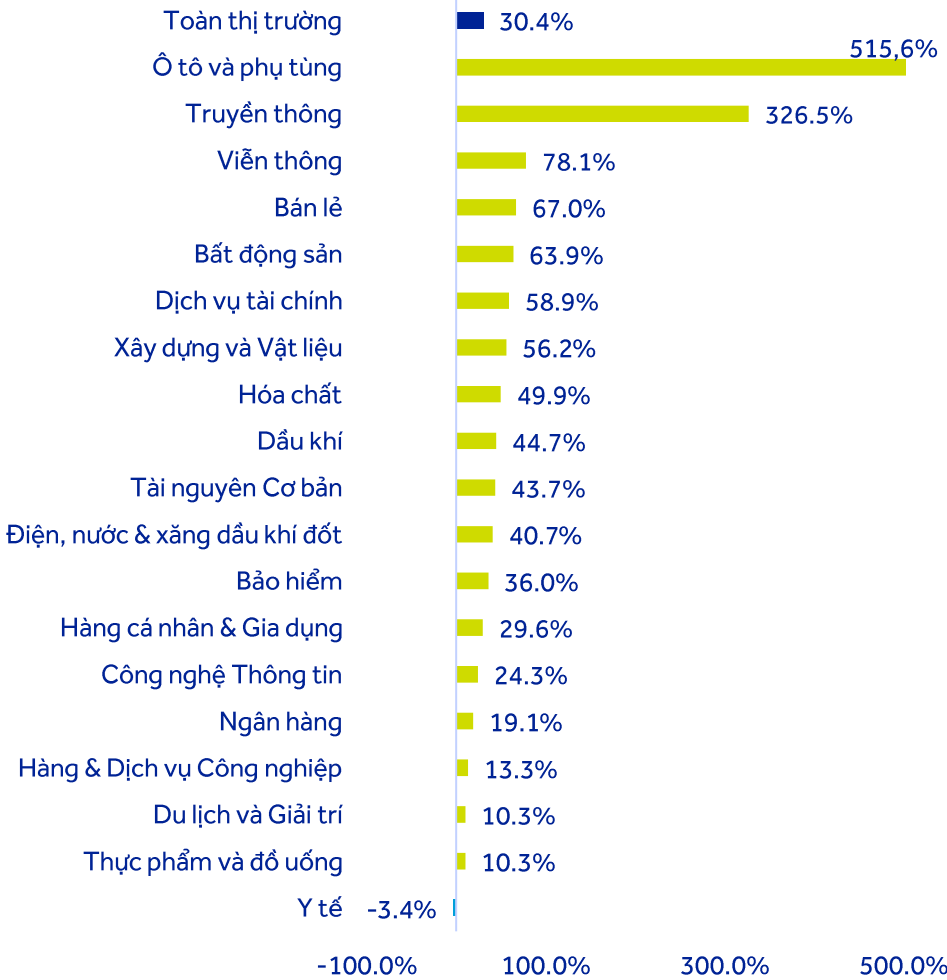
ĐỊNH GIÁ CÁC NHÓM NGÀNH

- Đa số các ngành chính đều có mức định giá P/E cao hơn thị trường chung, cụ thể 4/6 ngành ghi nhận mức P/E cao hơn mức chung 15,99 lần của VN-Index, chỉ duy nhất Ngân hàng và Chứng khoán có mức P/E thấp hơn.
- Bất động sản là ngành có mức P/E cao nhất, ghi nhận 28,78 lần, tuy nhiên do đặc thù ghi nhận lợi nhuận nên mức P/E của nhóm này đang phản ánh kỳ vọng lợi nhuận năm 2026.
- Nhóm Bán lẻ với kỳ vọng hồi phục kinh tế cùng với các chính sách quản lý hàng hóa của Chính phủ cũng là ngành được kỳ vọng có khả năng tăng trưởng dài hạn. Do đó ngành này cũng đang được NĐT trả cho mức P/E 20,25 lần.
- Nhóm Thực phẩm & Đồ uống chịu ảnh hưởng bởi mức P/E cao của MSN và MCH nên ghi nhận mức P/E chung là 20,16 lần.

Diễn biến P/E một số ngành tiêu biểu



Tăng trưởng LNST 9T.2025



Nguồn: ACBS, Fiinpro

PHẦN 4. TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ 2026

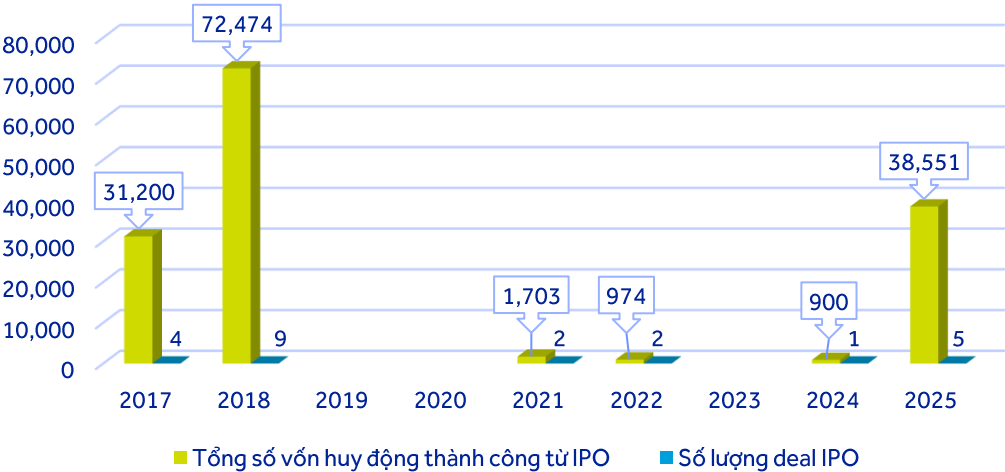
4.1 CƠ HỘI LỚN TỪ LÀN SÓNG IPO

Bộ phận Chiến lược thị trường

CƠ HỘI LỚN TỪ LÀN SÓNG IPO

- Trong 10 năm trở lại đây, TTCK Việt Nam chứng kiến làn sóng IPO mạnh mẽ nhất trong giai đoạn 2017-2018 khi một loạt ngân hàng tư nhân lớn thực hiện bán vốn cho các cổ đông nước ngoài và niêm yết trên sàn giao dịch (tiêu biểu là TCB, VPB, HDB, OCB,...). Bên cạnh đó, một loạt các doanh nghiệp có vốn nhà nước cũng thực hiện IPO và niêm yết như BSR, OIL, POW, BCM, GVR,...
- Sau giai đoạn bùng nổ đó, thị trường rơi vào trầm lắng suốt giai đoạn 2019-2025. Hầu như không có các giao dịch IPO hoặc phát hành riêng lẻ nào quy mô lớn được thực hiện trong giai đoạn này. Các thương vụ huy động vốn mới chủ yếu đến từ hệ thống ngân hàng hoặc một số doanh nghiệp bất động sản lớn.
- Tuy nhiên, tới năm 2025, thị trường lại chứng kiến sự trở lại mạnh mẽ của làn sóng IPO. Mặc dù, các thương vụ mở màn chủ yếu đến từ hệ thống các công ty chứng khoán (TCX, VCK, VPX). Tổng quy mô huy động từ 3 thương vụ này trong năm 2025 đạt 35.600 tỷ đồng (tương đương 1,35 tỷ USD). Điểm đáng lưu ý là nếu giai đoạn 2017-2018, đa phần các giao dịch IPO thường được thực hiện với mức giá cao hơn nhiều so với định giá bình quân của ngành, thì các thương vụ IPO năm 2025 nhìn chung có mức giá thành công tương đương định giá bình quân của thị trường. Bên cạnh đó, đối tượng tham gia chính trong đợt IPO 2025 hiện chủ yếu là NĐT trong nước, trong khi đó, giai đoạn 2017-2018 chứng kiến sự tham gia sôi động của NĐT nước ngoài.
- Cho giai đoạn 2026-2030, chúng tôi dự báo TTCK Việt Nam sẽ chứng kiến làn sóng IPO tiếp theo với quy mô lớn hơn và đa dạng hơn về loại hình doanh nghiệp.
- Trong báo cáo này, chúng tôi tóm tắt lại các thương vụ IPO đã thành công trong năm 2025 & có kế hoạch triển khai cụ thể trong năm 2026.
- **Củng cố cho dự báo của chúng tôi là những yếu tố dưới đây:**
 - **Tiến trình nâng hạng** TTCK lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE năm 2026, và tiếp đó là mục tiêu nâng hạng lên thị trường mới nổi cao cấp của FTSE, thị trường mới nổi của MSCI với tầm nhìn tới năm 2030 **sẽ tạo cơ hội để thu hút dòng vốn lớn**, đặc biệt là từ các NĐT nước ngoài tham gia thị trường.
 - **Thủ tục IPO được rút gọn** và thời gian xử lý hồ sơ nhanh sẽ tạo điều kiện hỗ trợ các doanh nghiệp trong quá trình IPO.
 - **Định hướng tăng trưởng kinh tế 10% trong giai đoạn 2026-2030** sẽ đòi hỏi sự hợp sức của toàn bộ các thành phần kinh tế công – tư một cách hiệu quả nhất. Từ đó, nhu cầu huy động vốn cần được chia sẻ từ các kênh khác ngoài ngân hàng, ví dụ như trái phiếu doanh nghiệp, thị trường chứng khoán.
- Từ đó, chúng tôi dự báo rằng, TTCK làn sóng IPO trong thời gian tới sẽ là: **Sự đa dạng hóa về nhóm ngành** (ví dụ dịch vụ chứng khoán, tiêu dùng, giải trí, công nghệ, bất động sản, y tế, nông nghiệp,...)

Số lượng & giá trị IPOs 2017-2025



Nguồn: ACBS, Fiinpro-X
(*) Chỉ tính các thương vụ có giá trị huy động mới >= 480 tỷ VNĐ

IPO NGÀNH CHỨNG KHOÁN

- Trong bối cảnh TTCK Việt Nam được công bố nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE và có những bước tiến lớn về điểm số lần thanh khoản, các CTCK lớn bao gồm **TCX (TCBS), VPX (VPBankS), VCK (VPS)** đã tận dụng giai đoạn này để IPO và niêm yết, qua đó **gia tăng nguồn vốn và củng cố vị thế thương hiệu** của mình.
- So sánh với các CTCK đang niêm yết, **mức giá IPO của TCX được xem là khá hợp lý** nhờ dẫn đầu về công nghệ, sản phẩm và hiệu quả hoạt động. Trong khi đó, TTCK điều chỉnh trong ngắn hạn khiến các nhà đầu tư tham gia IPO VPX và VCK tạm thời ghi nhận khoản lỗ khoảng 17%.
- Việc tăng vốn và niêm yết đại chúng sẽ giúp các công ty mở rộng quy mô hoạt động, nhưng đồng thời cũng tạo ra **áp lực duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và duy trì hiệu quả sử dụng vốn ROE**.
- Ngoài các thương vụ lớn đã diễn ra, trong tương lai, các **CTCK chưa IPO như Kafi, HDBS, LPBS,... cũng có thể sẽ tiến hành IPO trong thời gian tới** để bắt kịp các CTCK top đầu trong cuộc đua về vốn và thị phần trên thị trường chứng khoán Việt Nam – vốn còn nhiều dư địa phát triển.

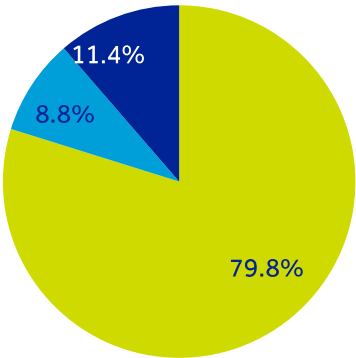
Mã	Sàn	Vốn hoá 24/12/25	Vốn chủ sở hữu Q3/25	Tổng tài sản Q3/25	Cho vay ký quỹ Q3/25	ROA	ROE	P/E	P/B	Giá trị IPO (tỷ đồng)
TCX	HOSE	108,054	42,478	81,773	41,713	7.5%	15.2%	19.6	2.5 (*)	10.800
VPX	HOSE	52,500	20,273	62,127	27,038	6.7%	15.9%	14.8	1.6 (*)	12.700
VCK	HOSE	74,116	13,927	39,178	22,749	9.9%	27.1%	19.1	2.8 (*)	12.100
SSI	HOSE	78,096	31,255	100,712	39,231	4.2%	13.1%	16.8	2.5	
VIX	HOSE	36,142	20,168	31,535	16,143	17.6%	24.1%	8.5	1.8	
VND	HOSE	31,055	20,561	56,061	14,844	3.9%	9.7%	16.1	1.5	
VCI	HOSE	30,306	12,670	29,718	13,945	4.4%	8.8%	22.5	2.4	
HCM	HOSE	25,109	10,624	44,762	20,216	3.1%	10.5%	17.2	2.4	
SHS	HNX	19,518	12,037	20,274	9,137	8.1%	11.8%	14.3	1.6	
MBS	HNX	17,653	6,999	30,535	15,698	3.9%	13.9%	16.1	2.5	
FTS	HOSE	11,642	4,292	13,686	8,896	3.8%	10.1%	26.6	2.7	
Trung bình		44,017	17,753	46,396	20,873	6.6%	14.6%	17.4	2.2	
Trung vị		31,055	13,927	39,178	16,143	4.4%	13.1%	16.8	2.4	

Nguồn: ACBS, Fiinpro-X
(*): sau IPO

CTCP CHỨNG KHOÁN KỸ THƯƠNG (TCX)

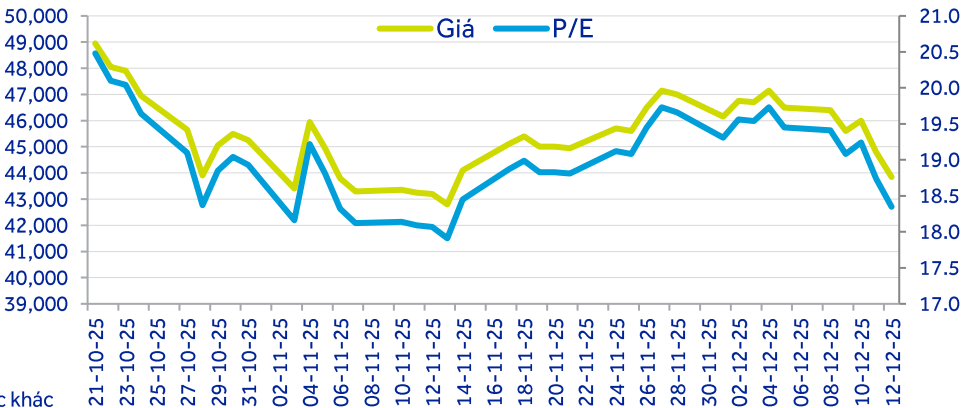
- Ngày 21/10/2025, TCX đã chính thức niêm yết trên HOSE với giá tham chiếu **46.800 đồng/cp**, tương đương vốn hoá 108.000 tỷ đồng, cao nhất ngành chứng khoán. Trước đó, đợt IPO của TCBS được thị trường đón nhận tích cực với **tỷ lệ đặt mua gấp 2,5 lần lượng chào bán**, trong đó có khoảng một nửa đến từ các quỹ nước ngoài.
- TCX đang giao dịch ở mức **P/E 22,4x** và **P/B 2,5x**, tương đương trung bình nhóm CTCK đầu ngành, dù có quy mô lớn nhất và hiệu quả hoạt động tốt và ổn định nhất thị trường. Việc niêm yết trên HOSE là bước ngoặt chiến lược giúp TCX mở rộng khả năng huy động vốn, minh bạch hoạt động và tái định giá ngân hàng mẹ TCB. Ước tính **tỷ lệ tương quan về định giá giữa TCX và TCB là 3%**, với mỗi 10% tăng giá của cổ phiếu TCX, định giá cổ phiếu TCB tăng tương ứng 3%.
- TCX là CTCK đầu tiên tại Việt Nam **vận hành hoàn toàn trên nền tảng công nghệ, không có đội ngũ môi giới truyền thống**. Toàn bộ quy trình mở tài khoản, giao dịch, tư vấn và quản lý tài sản được số hóa qua ứng dụng TCInvest, giúp tối ưu chi phí và mở rộng nhanh tệp khách hàng cá nhân. Nhờ đó, thị phần của TCX vươn lên mạnh mẽ, đứng thứ 3 thị trường (HOSE: 7,6%) và luôn duy trì được lợi nhuận từ mảng môi giới kể cả trong những giai đoạn khó khăn của thị trường. **ROE duy trì ổn định ở mức 15%.**
- **TCX được hưởng lợi mạnh từ hệ sinh thái của ngân hàng mẹ TCB:**
 - Tập khách hàng cá nhân lớn của TCB dễ dàng chuyển đổi từ gửi tiết kiệm sang đầu tư trái phiếu, chứng chỉ quỹ hoặc cổ phiếu của TCX.
 - Mối quan hệ sâu rộng với các tập đoàn hàng đầu, bao gồm Vingroup, Masan, Masterise,... đem lại nhiều doanh số tư vấn và bảo lãnh phát hành (IB) cho TCBS. Việc tham gia mảng IB còn đem lại nguồn sản phẩm trái phiếu phân phối cho khách hàng.
 - Thương hiệu của ngân hàng mẹ TCB tạo thuận lợi cho TCX trong mảng kinh doanh nguồn vốn.

Cơ cấu cổ đông



■ TCB ■ NĐT nước ngoài ■ NĐT trong nước khác

Diễn biến giá cổ phiếu từ ngày niêm yết



Nguồn: Fiiipro-X

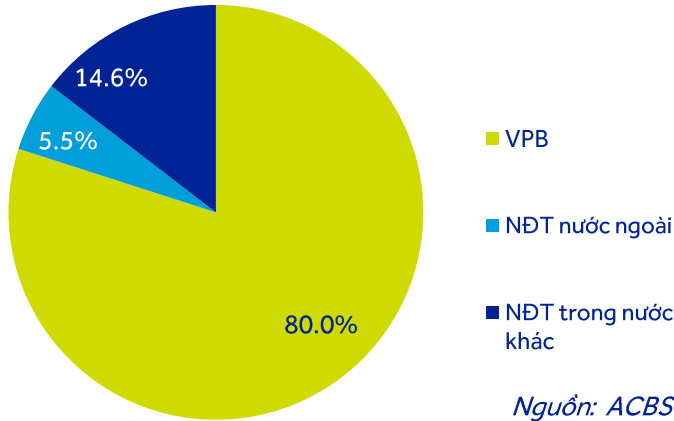
(Đơn vị: tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	9T2025
Thị phần môi giới HOSE		4.6%	5.1%	6.3%	7.7%	7.6%
Phí môi giới	0.21%	0.14%	0.09%	0.04%	0.03%	0.03%
Dư nợ cho vay ký quỹ	4,383	15,852	9,355	16,619	25,911	41,713
Lãi suất cho vay ký quỹ	8.9%	9.3%	11.9%	12.3%	12.3%	10.2%
Dư nợ cho vay ký quỹ/VCSH	70.9%	171.5%	85.1%	70.3%	98.5%	98.2%
Tổng lợi nhuận hoạt động	3,097	4,584	4,227	4,593	6,920	7,103
Tăng trưởng	48.0%	48.0%	-7.8%	8.6%	50.7%	33.3%
LN trước thuế	2,692	3,810	3,058	3,028	4,802	5,067
Tăng trưởng	47.9%	41.5%	-19.7%	-1.0%	58.6%	31.0%
LN thuộc về cổ đông	2,140	3,066	2,418	2,397	3,861	4,075
EPS điều chỉnh (VND)					1,969	2,069
BVPS điều chỉnh (VND)					13,408	18,378
ROA	28.4%	18.4%	9.6%	6.9%	8.0%	7.8%
ROE	39.6%	39.8%	23.9%	13.9%	15.5%	15.8%
P/E	28.3	28.4	28.1	27.5	26.8	22.7
P/B	17.5	11.7	9.9	4.6	4.1	2.6

Nguồn: ACBS

Nguồn: ACBS

- CTCP Chứng khoán VPBank (HOSE: VPX) là một CTCK còn khá non trẻ, được tái cấu trúc mạnh sau khi **VPBank chi phối vào năm 2022**, sau đó tăng vốn điều lệ lên nhóm cao nhất thị trường.
- Mô hình hoạt động tập trung vào tất cả các mảng: môi giới, cho vay ký quỹ, tự doanh, nguồn vốn, ngân hàng đầu tư (IB) kết hợp phân phối sản phẩm tài chính cho khách hàng.
- **ROE** duy trì ổn định ở mức **6%** trong những giai đoạn trước nhưng gần đây tăng mạnh lên **16%** nhờ KQKD Q3/25 tăng đột biến.
- **VPX được hưởng lợi mạnh từ nguồn vốn dồi dào từ ngân hàng mẹ VPB** để phục vụ cho các hoạt động cho vay ký quỹ, tự doanh và nguồn vốn. Tập khách hàng bán lẻ lớn của VPB giúp VPX có khả năng mở rộng hoạt động nhanh chóng và phân phối sản phẩm tài chính (chủ yếu là trái phiếu doanh nghiệp) cho khách hàng.
- **Ngày 11/12/2025, VPX đã chính thức niêm yết trên HOSE** sau khi IPO thành công với **tỷ lệ đặt mua 104%**, trong đó gần 30% là NĐT nước ngoài, qua đó đánh dấu bước ngoặt lớn trong quá trình phát triển, giúp công ty mở rộng khả năng huy động vốn và tái định vị thương hiệu từ CTCK trực thuộc ngân hàng mẹ sang CTCK đại chúng quy mô lớn.
- Việc niêm yết đồng thời tạo giá trị tái định giá cho ngân hàng mẹ VPB. Ước tính **tỷ lệ tương quan về định giá giữa VPX và VPB là 2%**, với mỗi 10% tăng giá của cổ phiếu VPX, định giá cổ phiếu VPB tăng tương ứng 2%.
- Tại mức giá hiện tại 28.000 đồng/cp (giảm 17% so với giá IPO), VPX đang giao dịch tại mức **P/E 16,6x** và **P/B 1,6x**, thấp hơn so với trung bình CTCK lớn khác trên thị trường là P/E 20x và P/B 2x. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý ROE trong dài hạn của VPX (~6%) thấp hơn khá nhiều so với ngành do còn khá non trẻ.

Cơ cấu cổ đông

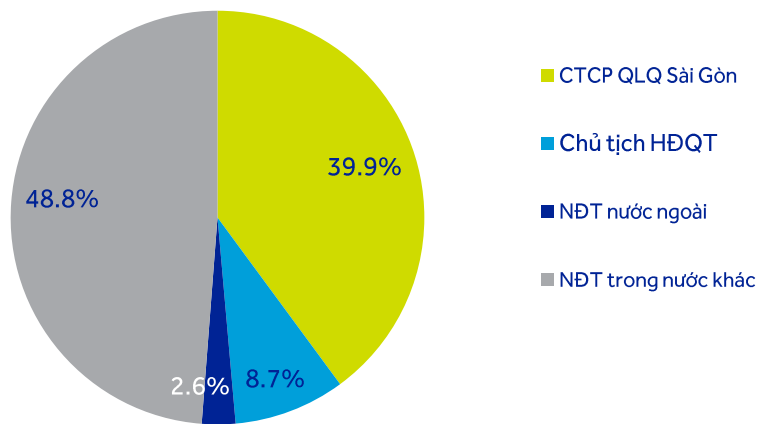


(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023	2024	9T2025
Thị phần môi giới HOSE				2.9%
Phí môi giới	0.07%	0.10%	0.09%	0.09%
Dư nợ cho vay ký quỹ	3,281	7,168	9,513	27,038
Lãi suất cho vay ký quỹ	14.7%	9.8%	11.0%	8.8%
Dư nợ cho vay ký quỹ/VCSH	21.3%	43.6%	54.7%	133.4%
Tổng lợi nhuận hoạt động	651	1,576	1,811	4,436
Tăng trưởng		142.1%	14.9%	257.1%
LN trước thuế	542	1,255	1,220	3,260
Tăng trưởng		131.4%	-2.8%	287.9%
LN thuộc về cổ đông	434	1,008	959	2,870
EPS điều chỉnh (VND)			639	1,913
BVPS điều chỉnh (VND)			11,603	13,515
ROA	5.3%	5.2%	3.9%	8.1%
ROE	5.5%	6.3%	5.7%	17.4%
P/E	121.1	52.1	54.8	16.6
P/B	3.4	3.2	3.0	1.6

Nguồn: Fiinpro-X

- CTCP Chứng khoán VPS (HOSE: VCK) có mô hình kinh doanh **tập trung mạnh vào mảng môi giới cá nhân**, kết hợp hệ thống giao dịch số hóa và **đội ngũ môi giới đông đảo**.
- Chiến lược “lấy thị phần làm trung tâm” trong hơn 5 năm qua giúp VPS duy trì vị thế **CTCK số 1 về thị phần môi giới cổ phiếu trên HOSE** trong nhiều năm liên tiếp (dao động quanh 16–19%), vượt xa nhóm còn lại.
- **ROE** dao động quanh 8–12% trong điều kiện thị trường bình thường và **trên 20% kể từ năm 2024 khi thị trường thuận lợi**.
- VCK dù không có hệ sinh thái của ngân hàng đứng sau (VPBank thoái vốn từ năm 2017) nhưng VCK có **khả năng thích ứng đặc biệt nhanh với những thay đổi của thị trường** thông qua các chính sách phí, margin và sản phẩm. Quy mô giao dịch lớn giúp VCK tối ưu chi phí cố định trên mỗi giao dịch, qua đó có lợi nhuận môi giới khá tốt (500–600 tỷ đồng/năm).
- Ngày 16/12/2025, VCK đã chính thức niêm yết trên HOSE sau khi IPO thành công với **tỷ lệ đặt mua 109%**, trong đó 98% là NĐT cá nhân.
- Tại mức giá hiện tại 52.000 đồng/cp (giảm 17% so với giá IPO), VCK đang giao dịch ở mức **P/E 20x** và **P/B 2,8x**, cao hơn so với trung bình nhóm CTCK đầu ngành nhờ HĐKD hiệu quả nhất ngành với ROE trên 20% và thị phần môi giới dẫn đầu dù có quy mô không lớn.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: ACBS

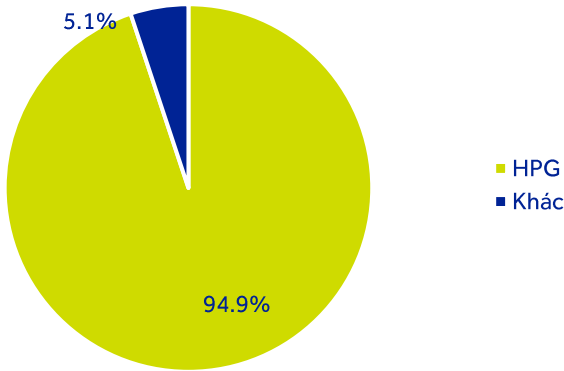
(Đơn vị: tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	9T2025
Thị phần môi giới HOSE	8.2%	16.1%	17.4%	19.1%	18.3%	17.1%
Phí môi giới	0.21%	0.14%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
Dư nợ cho vay ký quỹ	5,813	10,558	6,171	11,626	12,493	22,749
Lãi suất cho vay ký quỹ	7.5%	11.8%	14.8%	13.8%	14.6%	13.2%
Dư nợ cho vay ký quỹ/VCSH	116.9%	135.0%	72.8%	129.3%	109.9%	163.3%
Tổng lợi nhuận hoạt động	1,003	1,689	1,697	1,814	3,564	3,462
Tăng trưởng	14.7%	68.4%	0.5%	6.9%	96.5%	31.9%
LN trước thuế	625	997	1,012	834	3,154	3,192
Tăng trưởng	11.8%	59.6%	1.5%	-17.6%	278.2%	51.7%
LN thuộc về cổ đông	503	797	806	667	2,519	2,564
EPS điều chỉnh (VND)					4,419	4,499
BVPS điều chỉnh (VND)					19,935	24,434
ROA	3.6%	3.7%	3.4%	3.1%	9.5%	10.2%
ROE	10.5%	12.5%	9.9%	7.6%	24.7%	28.0%
P/E						21.8
P/B						2.8

Nguồn: Fiinpro-X

CTCP PHÁT TRIỂN NÔNG NGHIỆP HÒA PHÁT (HOSE: HPA)

- **Thành lập năm 2016** với vai trò là công ty nông nghiệp của Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG), HPA hiện là một trong những doanh nghiệp quy mô lớn trong lĩnh vực nông nghiệp tại Việt Nam. HPA vận hành mô hình sản xuất khép kín từ thức ăn chăn nuôi (TACN) đến trang trại, với lợi thế về con giống, kiểm soát dịch bệnh, hạ tầng hiện đại và mức độ tích hợp chuỗi giá trị cao, qua đó nâng cao hiệu quả vận hành và tính bền vững. HPA hoạt động trên 4 mảng chính: (i) sản xuất TACN, (ii) chăn nuôi heo, (iii) chăn nuôi bò và (iv) chăn nuôi gia cầm, sản xuất trứng. Trong đó, HPA sở hữu một trong những đàn heo quy mô lớn tại Việt Nam, với đàn heo giống trên 25.000 con, tạo nền tảng cho mở rộng sản xuất trong các giai đoạn tiếp theo.
- **HPA sở hữu chỉ số tài chính vượt trội:** HPA đang dẫn đầu ngành về hiệu quả sinh lời với ROE xấp xỉ 50%, cao gấp hơn hai lần mức bình quân ngành. Kết quả này đến từ biên lợi nhuận ròng trên 20%, vượt trội so với mặt bằng chung, được củng cố bởi biên lợi nhuận gộp cao, cơ cấu chi phí SG&A tinh gọn và chiến lược sử dụng đòn bẩy tài chính thận trọng, qua đó tạo nền tảng sinh lời bền vững.
- **Tỷ suất cổ tức tiền mặt cao:** Tại mức giá IPO 41.900 đồng, HPA dự kiến mang lại tỷ suất cổ tức khoảng 9,2% trong 12 tháng tới, bao gồm phần cổ tức còn lại của năm 2025 và tạm ứng cổ tức năm 2026 bằng tiền mặt. Giai đoạn 2026 đến 2030, HPA lên kế hoạch duy trì mức cổ tức tối thiểu 3.000 đồng mỗi cổ phiếu mỗi năm, tương ứng suất cổ tức khoảng 7,2% mỗi năm.
- **Kế hoạch phát triển:** Đến năm 2030, HPA định hướng mở rộng toàn diện chuỗi giá trị với các mục tiêu quy mô rõ ràng và khả thi: công suất TACN **đạt 1 triệu tấn/năm, sản lượng 900.000 heo thương phẩm, nâng đàn bò lên 73.000 con và duy trì 336 triệu quả trứng/năm**. Trên nền tảng năng lực vận hành đã được kiểm chứng và hiệu quả sinh lời vượt trội, doanh thu dự kiến vượt 12.000 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế khoảng 1.750 tỷ đồng, trong khi **ROE vẫn duy trì trên 25%**, cho thấy chiến lược tăng trưởng quy mô gắn chặt với kỷ luật tài chính và hiệu quả bền vững.
- **Định giá:** HPA hiện ghi nhận biên lợi nhuận ròng và ROE thuộc nhóm cao trong ngành. Tại mức giá chào bán **IPO 41.900 đồng/cổ phiếu**, HPA được định giá ở **P/E và EV/EBITDA trượt 12 tháng lần lượt 6,5x và 4,6x, thấp hơn đáng kể so với mặt bằng ngành tương ứng 13,8x và 10,8x**. Tuy nhiên, xét theo **P/B, định giá của HPA ở mức 3,7x, cao hơn trung bình ngành 2,4x**, phản ánh kỳ vọng thị trường vào hiệu quả sinh lời và triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Cơ cấu cổ đông HPA (trước IPO)



(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023	2024	9T2025
Doanh thu thuần	6.758	6.153	6.909	6.409
Tăng trưởng	-15,1%	-9,1%	12,3%	28,3%
LNST công ty mẹ	65	221	1.040	1.294
Tăng trưởng	-90,1%	234,2%	371,8%	86,7%
Biên LN gộp	6,7%	8,8%	21,2%	27,0%
Biên LNST công ty mẹ	1,0%	3,6%	15,1%	20,7%
ROE	1,9%	6,3%	30,4%	53,1%
ROA	1,2%	4,2%	21,3%	35,6%
P/E *	578,5x	71,1x	11,4x	6,5x
P/B *	3,8 x	3,6x	3,6x	3,7x

Nguồn: HPA, ACBS
Ghi chú: * tính theo giá IPO là 41.900 đ/cp

- **CTCP Hạ tầng Gelex ban đầu được thành lập vào năm 2016**, với mục đích tập trung đầu tư vào lĩnh vực năng lượng.
- Tuy nhiên, **đến năm 2024**, sau khi chuyển đổi mô hình sang CTCP & chính thức đổi tên thành CTCP Hạ tầng Gelex, GEI đã thực hiện tái cấu trúc tổng thể – **chuyển nhượng toàn bộ phần góp vốn tại các dự án NLTT đang vận hành cho Sembcorp Solar Vietnam (Sembcorp)** và lần sâu mở rộng hoạt động sang lĩnh vực hạ tầng KCN và tiện ích kèm theo.
- Sau khi chuyển nhượng các dự án điện cho Sembcorp, GEI không còn sở hữu các đơn vị có thể triển khai các dự án điện mới. **Theo đó, công ty chỉ tập trung vào lĩnh vực phát triển hạ tầng KCN, và tiện ích theo mô hình công ty Holding.**
- GEI đang thực hiện đợt chào bán lần đầu ra công chúng, dự kiến sẽ hoàn tất & niêm yết trong Q1/2026, với các thông tin sơ bộ dưới đây:
 - *Vốn điều lệ: 7.900.000.000.000 đồng*
 - *Số lượng cp chào bán: 100.000.000 cp*
 - *Vốn điều lệ sau đợt chào bán: 8.900.000.000.000 đồng*
 - *Giá chào bán: 28.000 đồng/cp*
 - *Tại mức giá chào bán, GEI tạm được định giá ở mức **P/E 25x** và **P/B 2x**. Hiện tại, GEI chỉ có duy nhất 1 cổ đông lớn là tập đoàn Gelex, đang nắm giữ 79,1% cổ phần, sau chào bán giảm về 70,2%.*

Danh mục sở hữu của GEI	Công ty con	Công ty liên kết
Tổng công ty Viglacera(HoSE: VGC)	50,2%	
CTCP Đầu tư nước sạch sông Đà (Upcom: VCW)	62,5%	
CTCP Hạ tầng Gelex Tây Ninh	87,0%	
CTCP Đầu tư KCN Dầu khí Long Sơn	65,1%	
CT TNHH FTH Việt Nam	100%	
CTCP Titan Hải Phòng	70%	
CT TNHH Titan Corporation		49%
CTCP Nước sạch Tây Hà Nội		50%

Nguồn: ACBS

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023	2024	9T2025
Doanh thu	15.354	14.137	12.713	9.999
Tăng trưởng		-8%	-10%	-21%
EBITDA	5.319	5.682	4.656	3.506
Tăng trưởng		7%	-18%	-25%
LNST	1.594	982	1.100	985
Tăng trưởng		-38%	12%	-10%
EPS (VND)	2.018	1.243	1.392	1.247
Tăng trưởng		-38%	12%	-10%
BVPS (VND)	10.605	11.042	11.581	12.089
Tăng trưởng		4%	5%	4%
ROA	5%	3%	3%	2%
ROE	10%	6%	7%	5%
P/E				25
P/B				2

Nguồn: ACBS

PHẦN 4. TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ 2026

4.2 NGÀNH NGÂN HÀNG – MỎ NEO AN TOÀN

Cao Việt Hùng

Giám đốc Phân tích

hungcv@acbs.com.vn

2026F: TĂNG TRƯỞNG VỮNG CHẮC (LNTT: +17,3% svck)

Cao Việt Hùng
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1049
hungcv@acbs.com.vn

- Đến 22/12/2025, tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt 17,65% so với đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính 9 ngân hàng trong danh mục phân tích của chúng tôi (chiếm 74% vốn hóa và lợi nhuận ngành ngân hàng vào thời điểm cuối Q3/2025) có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng cao hơn toàn ngành là 19,3%.
- Năm 2026 được dự báo sẽ là một năm thách thức hơn với ngành ngân hàng do nền lãi suất huy động đang tăng trở lại từ cuối năm 2025, động lực tăng chủ yếu của năm 2025 là bất động sản đang có dấu hiệu giảm tốc, và một số cảnh báo về tăng trưởng tín dụng nóng dẫn tới quan điểm thận trọng hơn của NHNN đối với mục tiêu tăng trưởng tín dụng của toàn ngành. Tuy nhiên, mục tiêu xuyên suốt của Chính phủ vẫn là mức tăng trưởng GDP 10%, vì vậy, chúng tôi cho rằng, **tăng trưởng tín dụng toàn ngành vẫn sẽ đạt ~16% trong năm 2026**. Trong đó, những ngân hàng trong danh mục phân tích của chúng tôi vẫn duy trì được đà tăng trưởng tín dụng 19,1% (2025E: 19,3%) do những lý do sau:

1. *Nhóm NH TMCP vốn nhà nước tiếp tục hưởng lợi từ cho vay đầu tư công;*
2. *Nhóm NH TMCP tư nhân lớn tập trung vào phân khúc dự án BĐS;*
3. *Nhóm NH cho vay bán lẻ tiếp tục mở rộng tệp khách hàng, ứng dụng công nghệ để cải tiến quy trình hoạt động.*

Từ đó, chúng tôi dự báo **lợi nhuận trước thuế 2026 của các ngân hàng trong danh mục phân tích tăng trưởng 17,3% svck**, cao hơn so với mức tăng trưởng ước tính 15,9% của năm 2025, nhờ tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng duy trì tương đương năm ngoái 19,1% nhưng đà giảm của NIM dừng lại. Đóng góp chính vào mức tăng trưởng này là:

1. *Nhóm NH TMCP vốn nhà nước tăng 12,1%, giảm nhẹ so với mức tăng dự kiến 13,4% năm 2025, chủ yếu do mức tăng trưởng cao ~30% của CTG trong năm 2025.*
 2. *Nhóm NH TMCP tư nhân tăng 22%, cải thiện so với mức tăng dự kiến 18,3% năm 2025.*
- Dư nợ cho vay kinh doanh BĐS vẫn tiếp tục tăng trưởng cao với mức tăng gấp đôi so với tăng trưởng chung toàn ngành. Tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS (mua nhà và kinh doanh BĐS) chiếm khoảng 24%, trong đó một số ngân hàng có tỷ lệ tập trung cho vay BĐS ở mức cao, vì vậy sẽ **nhạy cảm với các biến động của thị trường BĐS** vốn đang được định giá khá cao.
 - Vùng định giá hiện tại của ngành ngân hàng đang ở mức **P/E 9,8 lần, thấp hơn 12,5% so với trung vị lịch sử (11,2 lần)**, chủ yếu do nhóm ngân hàng TMCP quốc doanh bị định giá thấp so với lịch sử. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục ổn định trong năm 2026, chúng tôi cho rằng vùng giá hiện tại đang khá hấp dẫn cho việc đầu tư trung và dài hạn cổ phiếu ngành ngân hàng.
 - Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi cho năm 2026 là: **VCB, CTG, MBB, VPB và STB**. Cụ thể:
 1. *Các ngân hàng NHTM quốc doanh VCB và CTG có triển vọng cải thiện nhẹ NIM từ vùng đáy thấp và thu hút nguồn vốn nước ngoài khi TTCK Việt Nam được nâng hạng;*
 2. *MBB và VPB có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận nổi bật nhờ tăng trưởng tín dụng cao và chi phí trích lập dự phòng giảm bớt áp lực;*
 3. *STB có triển vọng cải thiện hiệu quả hoạt động sau khi có ban lãnh đạo mới.*

2026F: TĂNG TRƯỞNG VỮNG CHẮC (LNTT: +17,3% svck)

Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế 2026 của các ngân hàng trong danh mục phân tích tăng trưởng 17,3% svck, cao hơn so với mức tăng trưởng ước tính 15,9% của năm ngai. Trong đó:

- **Tổng thu nhập** dự báo tăng trưởng 17,7% svck với động lực tăng trưởng đến từ tăng trưởng tín dụng tiếp tục ở mức cao là 19,1% svck. Trong đó, thu nhập lãi thuần tăng trưởng 20,6% svck nhờ đà giảm NIM của các NHTM quốc doanh dừng lại. **Thu nhập ngoài lãi** dự báo chỉ tăng trưởng 7,5% svck do mảng phí dịch vụ và kinh doanh ngoại hối dự báo tăng trưởng chậm, dù thu hồi nợ xấu ngoại bảng tiếp tục tích cực.
- **Chi phí hoạt động** được kiểm soát, tăng chậm hơn tổng thu nhập, ở mức 12,4% svck, giúp các ngân hàng vẫn đảm bảo khả năng sinh lời vững chắc. Tỷ lệ CIR giảm 1,4% xuống còn 29,2%.
- **Chi phí dự phòng** dự báo tăng mạnh 26,3% svck từ mức nền thấp của năm 2025. Chất lượng tài sản được kiểm soát ổn định.

Mã CK	LNTT 2025F (tỷ VNĐ)	LNTT 2026F (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng LNTT 2026F	ROA 2025F	ROA 2026F	ROE 2025F	ROE 2026F	P/E 2025F	P/E 2026F	P/B 2025F	P/B 2026F	Thị giá 12/12/25 (VNĐ)	Giá mục tiêu 2026 (VNĐ)	Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	Tổng TSSL kỳ vọng	Ngày báo cáo
VCB	44,699	47,433	6.1%	1.5%	1.4%	15.5%	14.3%	14.3	13.5	2.1	1.8	56,800	69,300	0	22.0%	10-12-2025
BID	33,396	36,707	9.9%	0.8%	0.8%	15.2%	13.6%	11.5	10.5	1.6	1.3	37,900	45,100	0	19.0%	25-11-2025
CTG	41,420	49,836	20.3%	1.1%	1.2%	18.5%	18.5%	8.9	7.5	1.5	1.3	49,500	63,600	0	28.5%	4-12-2025
MBB	32,202	40,044	24.4%	1.8%	1.9%	18.9%	19.8%	8.3	6.6	1.4	1.2	24,000	29,000	300	22.1%	9-12-2025
TCB	31,867	36,663	15.1%	2.3%	2.2%	16.1%	16.1%	9.1	8.1	1.4	1.2	32,000	39,000	1,000	25.0%	5-12-2025
VPB	28,017	37,030	32.2%	2.0%	2.1%	14.6%	16.9%	9.6	7.2	1.3	1.1	26,550	37,000	500	41.2%	17-10-2025
HDB	20,775	25,236	21.5%	2.0%	2.0%	24.8%	22.5%	7.3	6.5	1.6	1.3	30,200	34,300	0	13.6%	4-11-2025
STB	13,627	15,786	15.8%	1.2%	1.2%	16.3%	15.9%	8.9	7.7	1.3	1.1	46,000	57,000	0	23.9%	21-11-2025
VIB	9,335	10,880	16.6%	1.4%	1.4%	16.8%	17.3%	8.0	6.8	1.2	1.1	17,300	20,200	700	20.8%	9-12-2025
Trung bình			17.3%	1.6%	1.6%	17.4%	17.2%	9.5	8.3	1.5	1.3					

Nguồn: ACBS

ĐỊNH GIÁ VẤN HẤP DẪN TRONG TRUNG HẠN

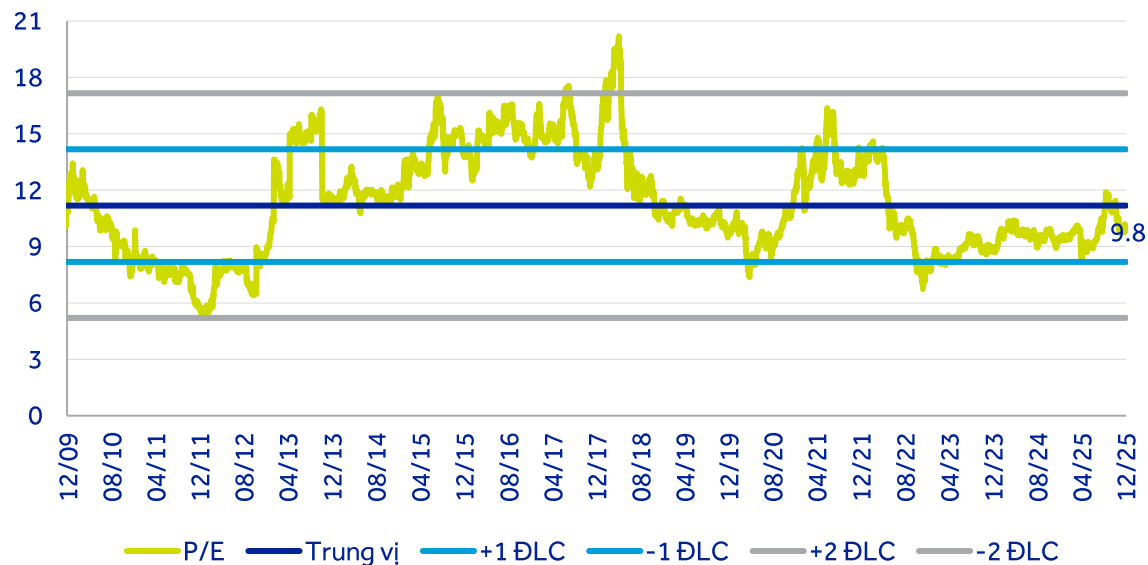
Cao Việt Hùng
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1049
hungcv@acbs.com.vn

- Cổ phiếu ngành ngân hàng đang giao dịch ở mức **P/B 1,6 lần**, cao hơn một chút so với mức trung vị lịch sử 1,5 lần. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý giai đoạn hiện tại khả năng sinh lời cũng như chất lượng tài sản của ngành ngân hàng đã tốt hơn đáng kể so với giai đoạn trước. Do đó, chúng tôi cho rằng P/E sẽ là thước đo định giá phù hợp hơn.
- Hiện **P/E** của ngành ngân hàng đang ở mức **9,8 lần**, thấp hơn 12,5% so với P/E trung vị lịch sử là 11,2 lần, chủ yếu do mức định giá thấp của nhóm NHTM quốc doanh. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận cải thiện trong năm 2026, chúng tôi cho rằng **vùng giá hiện tại đang khá hấp dẫn** cho việc đầu tư trung và dài hạn cổ phiếu ngành ngân hàng.

	P/E	P/B	ROA	ROE	
Việt Nam	10.0	1.7	1.7%	18.4%	Nhóm nước tăng trưởng cao
Indonesia	15.8	2.3	2.8%	17.3%	
Philippines	6.9	0.9	1.8%	14.0%	
Ấn Độ	17.7	2.4	1.7%	14.6%	
Trung Quốc	6.6	0.6	0.7%	9.9%	Nhóm nước tăng trưởng thấp
Thái Lan	8.6	0.9	1.7%	10.5%	
Malaysia	10.9	1.2	1.1%	11.1%	
Singapore	13.3	1.6	1.1%	13.0%	

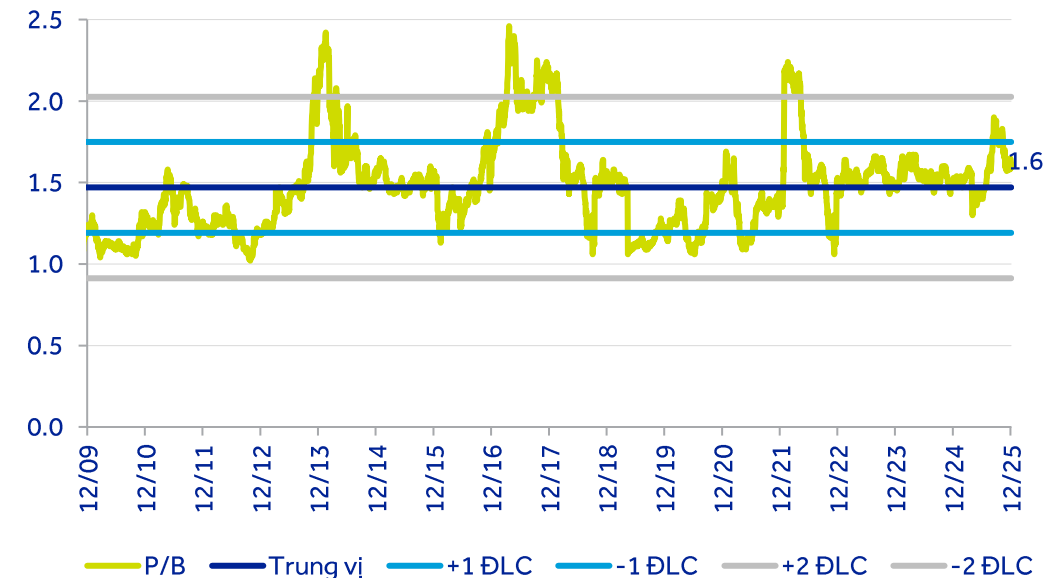
Nguồn: Bloomberg

P/E lịch sử



Nguồn: Fiinpro-X, ACBS

P/B lịch sử



Nguồn: Fiinpro-X, ACBS

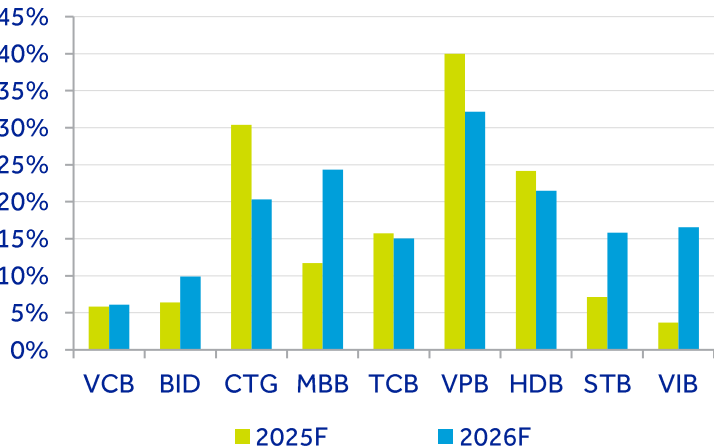
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CÁC NGÂN HÀNG

Đơn vị: tỷ đồng												
Mã CK	Sàn	Vốn hóa 12/12/25	Tổng tài sản Q3/25	Vốn chủ sở hữu Q3/25	Tỷ lệ nợ xấu Q3/25	Tỷ lệ nợ nhóm 2 Q3/25	Tỷ lệ bao phủ nợ xấu Q3/25	ROA	ROE	CAR 2024	P/E	P/B
BID	HOSE	259,790	3,071,970	167,987	1.9%	1.6%	94.5%	0.9%	17.3%	9.0%	9.8	1.6
CTG	HOSE	265,815	2,761,551	169,881	1.1%	1.1%	176.5%	1.3%	21.1%	9.5%	8.0	1.6
VCB	HOSE	474,602	2,378,186	222,792	1.0%	0.3%	201.9%	1.6%	16.8%	12.2%	13.5	2.1
MBB	HOSE	193,320	1,328,560	133,091	1.9%	1.4%	79.2%	2.0%	20.2%	11.8%	8.0	1.5
TCB	HOSE	226,760	1,129,570	179,431	1.2%	0.6%	119.2%	2.1%	14.2%	15.4%	10.3	1.4
VPB	HOSE	210,646	1,178,299	159,545	3.5%	3.8%	55.1%	2.0%	14.0%	15.5%	10.2	1.4
ACB	HOSE	120,711	948,549	91,416	1.1%	0.5%	84.0%	1.9%	19.9%	11.8%	6.9	1.3
STB	HOSE	86,720	848,942	62,705	2.8%	1.8%	93.3%	1.6%	20.9%	10.1%	7.1	1.4
SHB	HOSE	73,499	852,623	65,761	3.1%	0.6%	56.9%	1.5%	19.1%	11.9%	6.2	1.1
HDB	HOSE	116,554	781,937	68,407	2.9%	4.7%	43.4%	2.0%	24.1%	14.0%	7.4	1.8
LPB	HOSE	132,038	539,149	43,462	1.8%	1.0%	76.1%	2.0%	23.9%	13.3%	12.7	3.0
VIB	HOSE	58,889	543,560	45,260	3.3%	2.8%	39.4%	1.5%	17.3%	11.9%	7.8	1.3
TPB	HOSE	45,356	451,893	39,993	2.2%	1.8%	61.2%	1.6%	16.8%	13.2%	6.9	1.1
MSB	HOSE	38,688	355,679	40,556	2.8%	1.2%	53.7%	1.6%	14.0%	12.4%	7.2	1.0
SSB	HOSE	49,219	380,808	40,268	2.0%	1.0%	71.9%	1.9%	17.3%	12.8%	7.4	1.2
OCB	HOSE	31,690	315,162	32,648	3.7%	2.0%	40.6%	1.3%	12.0%	12.5%	8.2	1.0
NAB	HOSE	24,191	377,089	22,267	2.7%	0.6%	46.4%	1.3%	19.3%	12.7%	6.0	1.1
EIB	HOSE	38,558	255,707	26,541	3.0%	1.3%	34.7%	1.2%	11.8%	12.4%	12.7	1.5
Trung bình		135,947	1,027,735	89,556	2.3%	1.6%	79.3%	1.6%	17.8%	12.4%	8.7	1.5
Trung vị		101,637	815,440	64,233	2.5%	1.3%	66.6%	1.6%	17.3%	12.4%	7.9	1.4

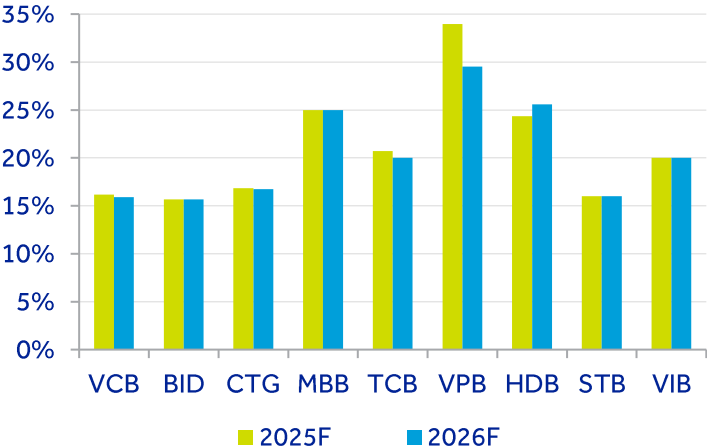
Nguồn: FiinPro-X, ACBS

DỰ BÁO KQKD CÁC NGÂN HÀNG NĂM 2026F

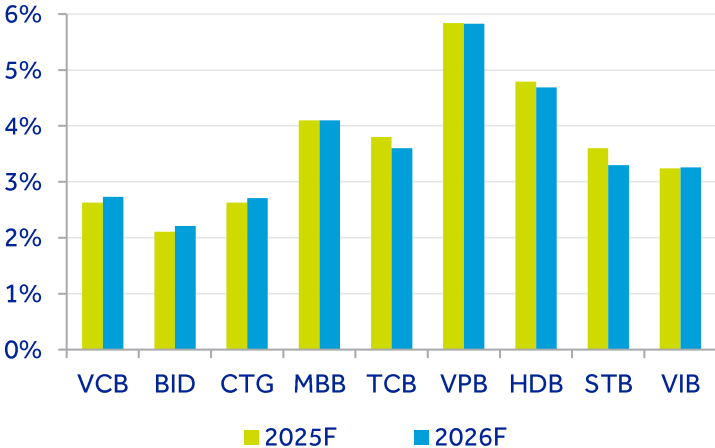
Tăng trưởng LNTT



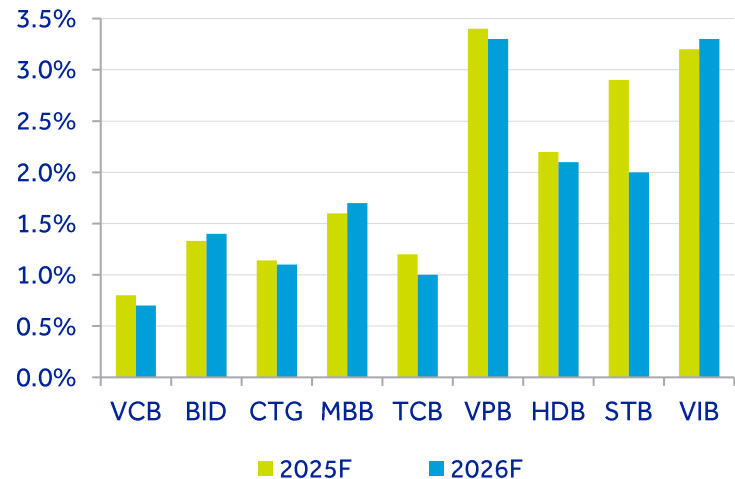
Tăng trưởng tín dụng



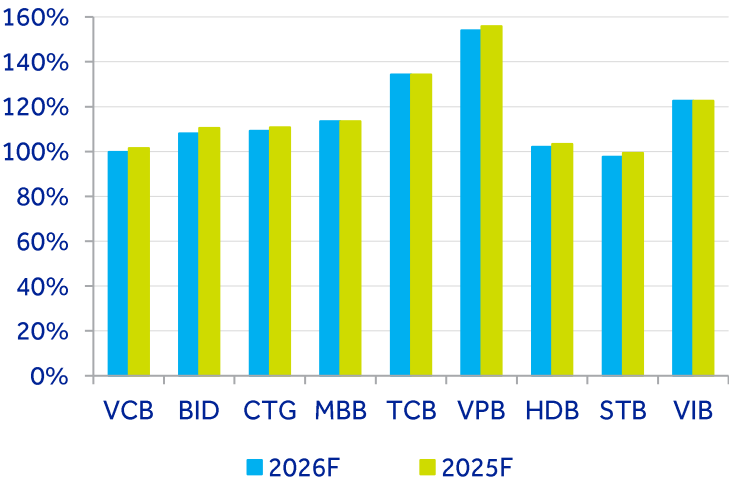
NIM



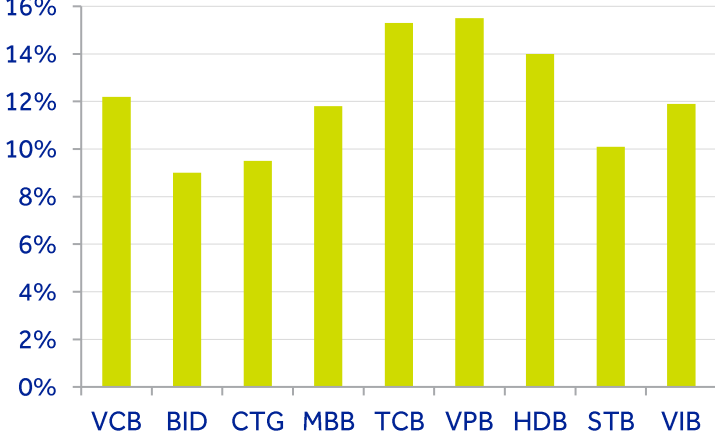
Tỷ lệ nợ xấu



LDR thuần



CAR (2024)

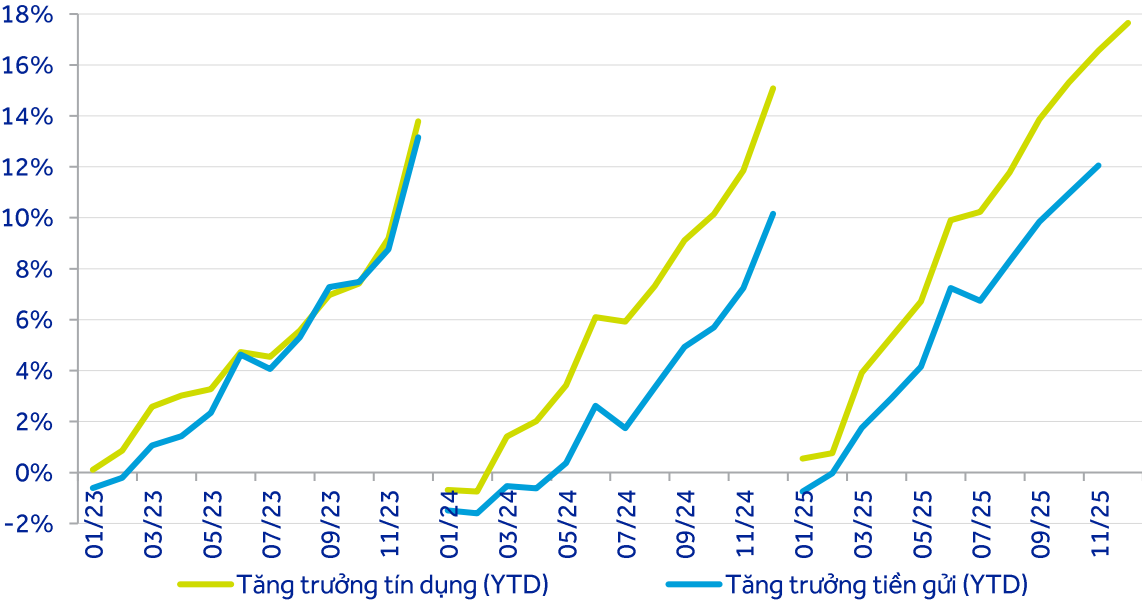


Nguồn: ACBS

LÃI SUẤT HUY ĐỘNG 2026: +1,0-1,5%

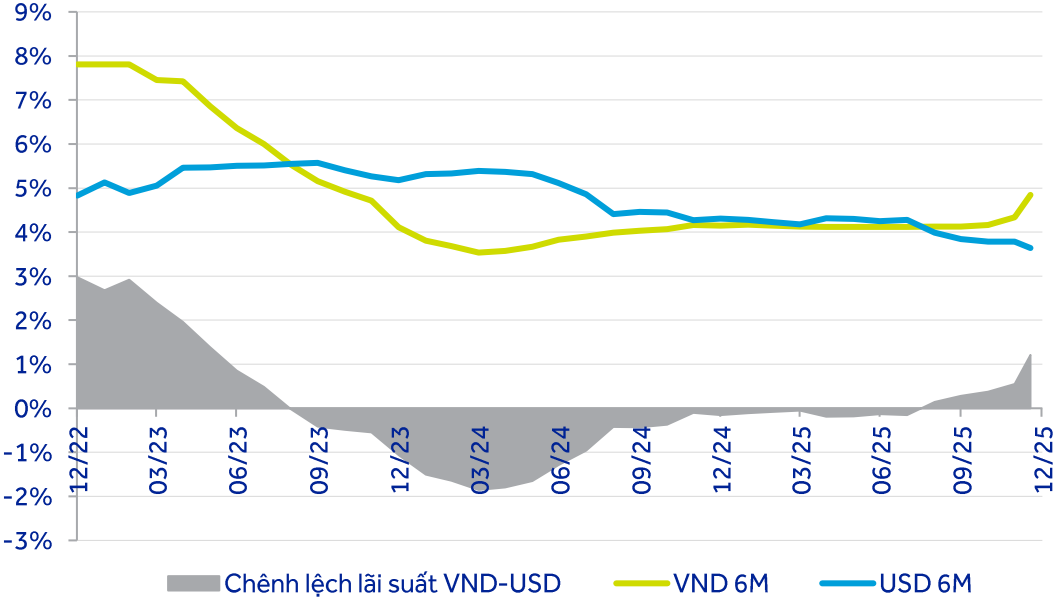
- Chênh lệch âm giữa lãi suất VND và lãi suất USD kéo dài trong một thời gian dài không thu hút được nguồn tiền gửi của các DN FDI, từ đó dẫn đến tình hình **căng thẳng thanh khoản diễn ra trong hệ thống ngân hàng**. Một nguyên nhân khác là tình trạng bội thu NSNN cũng góp phần khiến tỷ lệ LDR thị trường 1 của hệ thống ngân hàng tăng lên mức 115% – mức cao nhất trong lịch sử ngành ngân hàng. Điều này tạo áp lực lên lãi suất VND trên thị trường liên ngân hàng trong những tháng cuối năm 2025, tăng mạnh từ mức 4,5% lên trên 7% kể từ cuối tháng 11/2025.
- Lãi suất huy động từ dân cư và tổ chức kinh tế trên thị trường 1 cũng đã tăng 0,7 điểm % lên gần 5% với kỳ hạn 6 tháng kể từ cuối Q3/25, trong khi đó, FED hạ lãi suất đồng USD xuống 3,6%, qua đó tạo **chênh lệch dương giữa lãi suất VND so với USD**. Chúng tôi dự báo điều này sẽ giúp dòng vốn ngoại quay trở lại và thanh khoản hệ thống ngân hàng ổn định hơn trong thời gian tới. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo **lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng có thể được giữ quanh mức 5% – cao hơn 1% so với giai đoạn thấp trong 9T2025**.
- Việc giữ mặt bằng lãi suất ở mức tương đối hấp dẫn còn giúp **NHNN tăng cường dự trữ ngoại hối**, hiện đang khá mỏng (~80 tỷ USD) so với mức khuyến nghị 3 tháng nhập khẩu (~110 tỷ USD).

Tăng trưởng tiền gửi thấp hơn tín dụng trong giai đoạn 2024-25



Nguồn: NHNN

Lãi suất VND tăng lên, tạo chênh lệch dương với USD

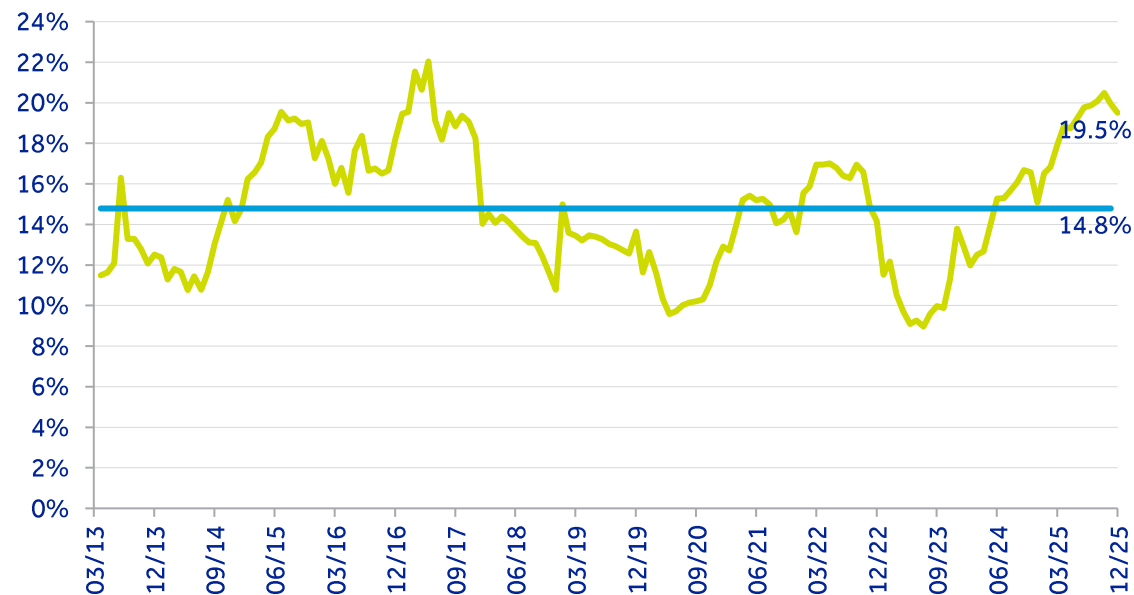


Nguồn: các ngân hàng, ACBS

TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG 2026: + 16%

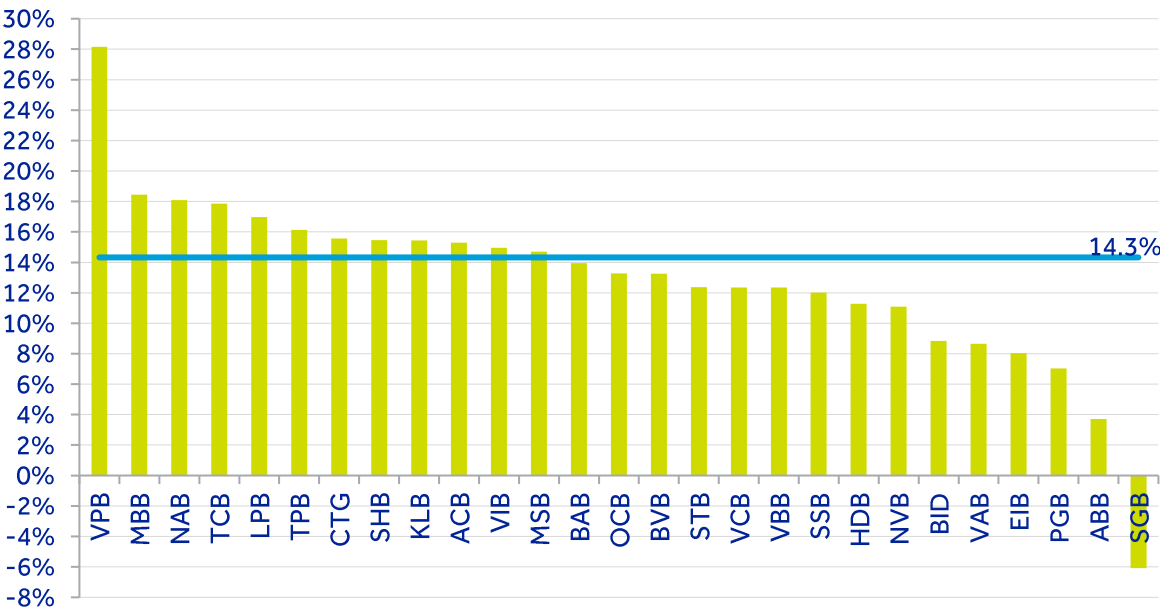
- Tính đến 22/12/25, tín dụng toàn hệ thống tăng trưởng 17,65% sv đầu năm và tăng 19,5% svck, cao hơn so với mức bình quân lịch sử là 14-15%. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy nhiều ngân hàng đã sử dụng hết room tín dụng, vì vậy, đà tăng cuối năm có phần chững lại so với cùng kỳ năm trước.
- Mặc dù mặt bằng lãi suất cho vay tăng mạnh (~2-3%) trong thời gian gần đây làm giảm nhu cầu vay vốn nhưng chúng tôi dự báo **tăng trưởng tín dụng năm 2026 sẽ đạt khoảng 16%**, dựa trên những lý do sau đây:
 - (1) Đầu năm 2026, khi các ngân hàng được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng mới, sẽ tranh thủ thúc đẩy giải ngân sớm thông qua cơ chế lãi suất ưu đãi hơn so với cuối năm, từ đó kích thích nhu cầu tín dụng quay trở lại.
 - (2) Mục tiêu tăng trưởng GDP 10% trong giai đoạn 2026-2030 sẽ kích thích nhu cầu tín dụng các lĩnh vực xây lắp hạ tầng, vật liệu xây dựng và lan toả đến các lĩnh vực khác.
 - (3) Mảng cho vay mua nhà tiếp tục duy trì nhờ nguồn cung BĐS được khơi thông.
 - (4) Kênh tín dụng ngân hàng vẫn đang là trụ cột cung cấp vốn cho nền kinh tế trong bối cảnh thị trường TPDN chưa thực sự phục hồi.

Tăng trưởng tín dụng ở mức cao để kích thích nền kinh tế



Nguồn: NHNN

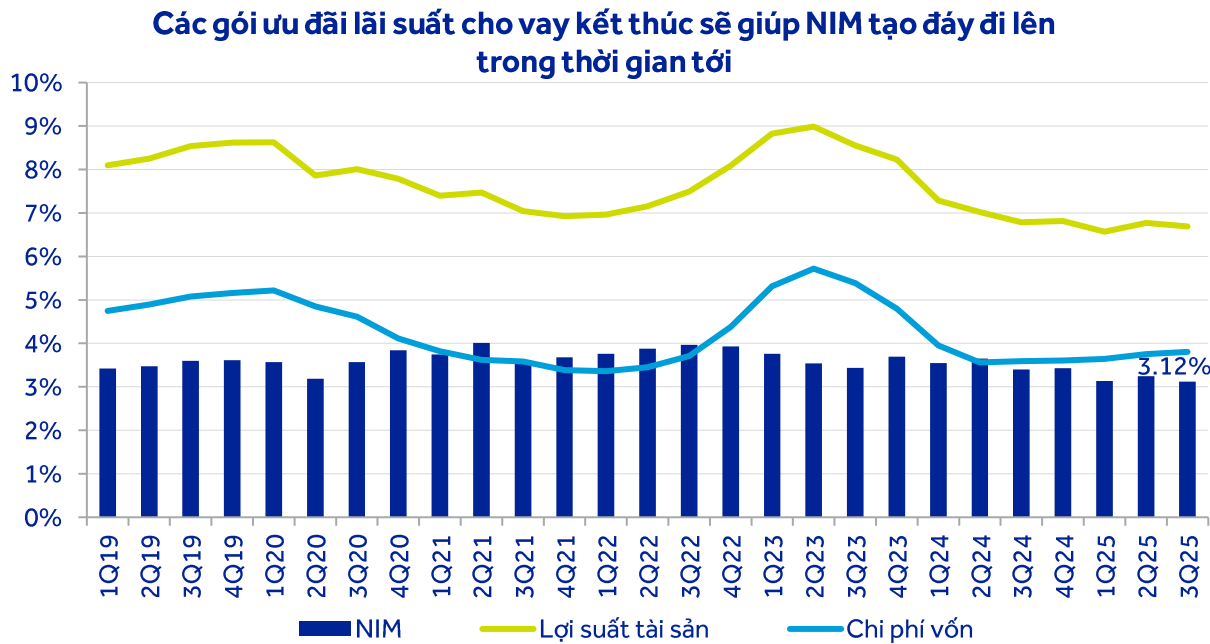
Tăng trưởng tín dụng các ngân hàng đến cuối Q3/25



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

NIM TẠO ĐÁY ĐI NGANG NHƯNG CÓ SỰ PHÂN HOÁ

- Trong 9T2025, NIM của các ngân hàng tiếp tục giảm theo chủ trương giảm lãi suất cho vay của Chính phủ để thúc đẩy tín dụng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy **đà giảm NIM đã chậm lại trong 02 quý gần nhất và nhiều khả năng sẽ cải thiện trong Q4/25**, thời điểm các ngân hàng đã sử dụng hết room tín dụng và lãi suất cho vay tăng mạnh.
- Cho năm 2026, chúng tôi dự báo **NIM đi ngang so với năm 2025** nhưng có sự phân hoá giữa hai nhóm ngân hàng:
 - **Nhóm NHTM quốc doanh có triển vọng cải thiện NIM**, dự báo tăng ~10 bps so với năm 2025. Lãi suất cho vay nhóm NHTM quốc doanh trong 9T2025 ở mức rất thấp (5-6%) và đã tăng mạnh khoảng 2-3% trong Q4/25. Trong khi đó, lãi suất huy động không chịu áp lực tăng quá nhiều do nhóm NHTM quốc doanh có lợi thế về trong việc đấu thầu các khoản tiền gửi lớn của KBNN.
 - **Nhóm NHTM tư nhân dự báo NIM sẽ giảm nhẹ** do lãi suất huy động tăng cao, trong khi lãi suất cho vay trước nay vẫn luôn duy trì ở mức cao (7-9%) và khó tăng mạnh lãi suất cho vay trong thời gian dài vì sẽ làm giảm nhu cầu tín dụng.



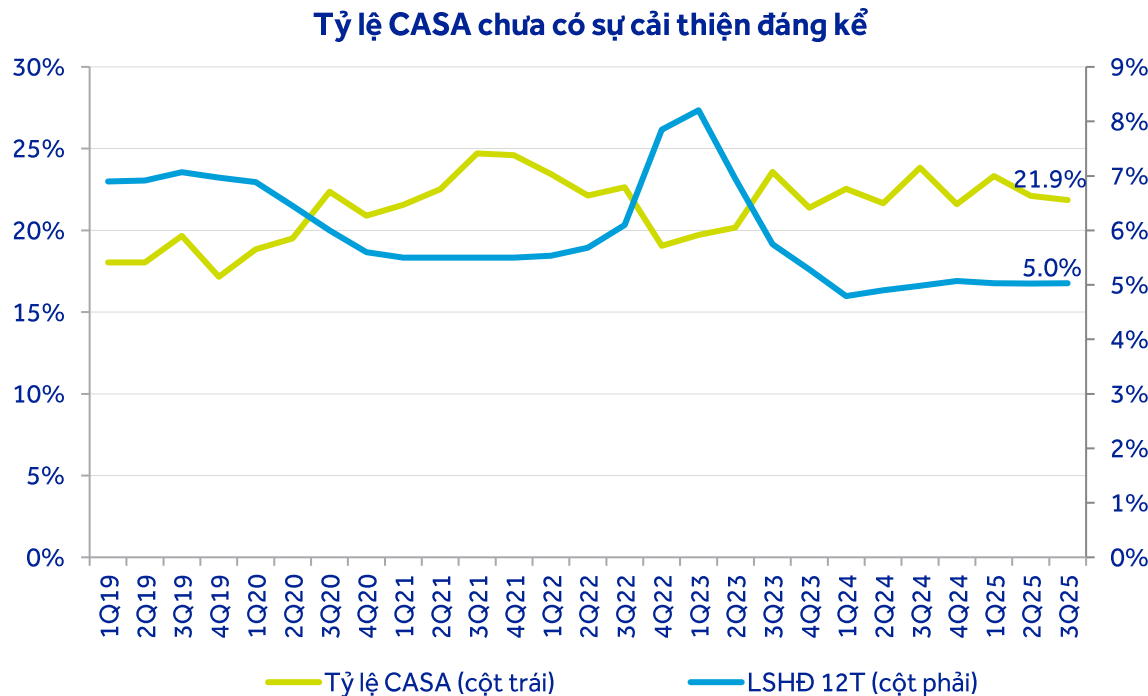
Nguồn: các ngân hàng, ACBS

	3Q25	q/q (bps)	n/n (bps)
VCB	2.60%	-7	-29
BID	2.09%	-6	-22
CTG	2.64%	6	-32
TCB	3.89%	4	-40
VPB	5.70%	7	-76
MBB	4.16%	-9	-20
ACB	2.98%	-6	-71
HDB	4.48%	-151	-122
SSB	2.56%	-32	-162
VIB	3.27%	1	-66
LPB	3.34%	26	-18
STB	4.00%	46	19
SHB	2.79%	-208	85
TPB	3.12%	-17	-60
EIB	2.76%	-6	-54
OCB	3.35%	17	-23
MSB	3.45%	9	1
NAB	2.50%	-59	-113
BAB	1.56%	-51	-45
ABB	4.11%	169	185
PGB	2.46%	-13	-41
VBB	2.06%	29	-39
BVB	2.59%	10	16
NVB	2.14%	-49	46
VAB	2.07%	29	24
SGB	2.55%	-52	-83
KLB	4.46%	37	26
Ngành	3.12%	-13	-29

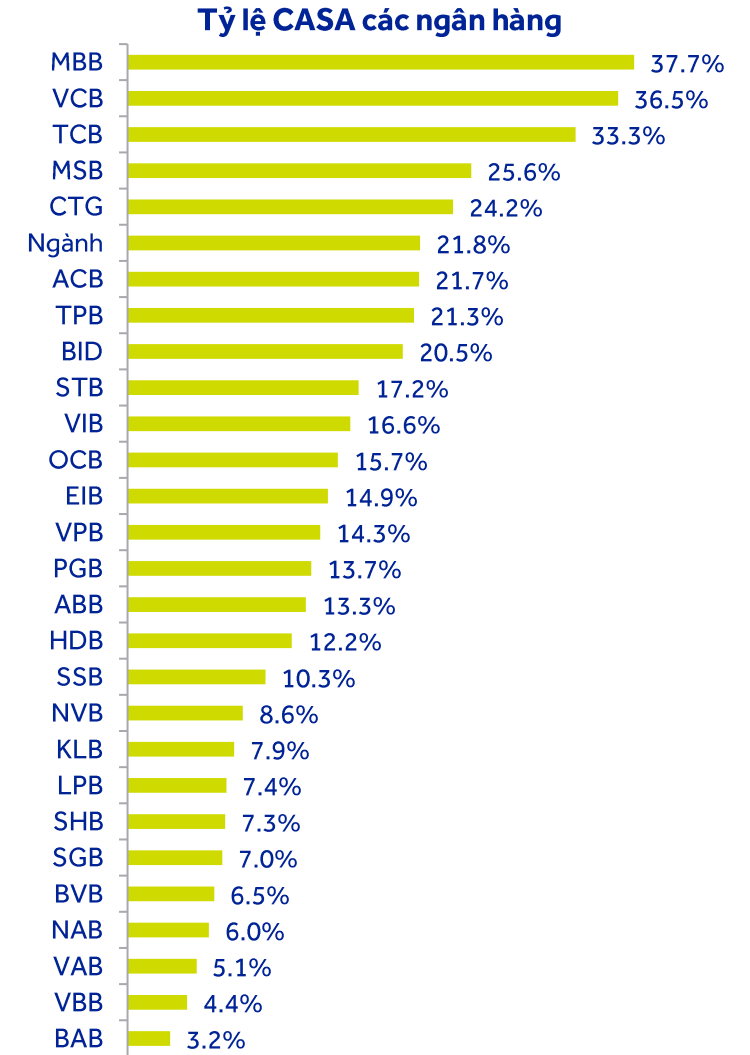
Nguồn: các ngân hàng, ACBS

TỶ LỆ CASA CHƯA PHỤC HỒI

- Tỷ lệ CASA (tiền gửi thanh toán) đóng vai trò quan trọng đến chi phí vốn và KQKD của các ngân hàng. Tỷ lệ CASA mặc dù có sự phục hồi kể từ giai đoạn lãi suất giảm mạnh từ Q1/23, nhưng **vẫn chưa quay trở lại mức đỉnh cũ** giai đoạn Covid-19.
- Cho năm 2026, chúng tôi dự báo **tỷ lệ CASA sẽ chỉ đi ngang** do tỷ lệ sử dụng tiền mặt cao hơn và lãi suất không còn thấp như giai đoạn trước, làm giảm thiểu xu hướng thanh toán trực tuyến và sự phục hồi của các kênh đầu tư.
- Trong giai đoạn lãi suất tăng nhanh, **các ngân hàng có tỷ lệ tiền gửi CASA lớn (VCB, MBB, TCB) sẽ có dư địa hạn chế đà tăng của chi phí vốn** do lãi suất tiền gửi CASA thường không tăng đáng kể.



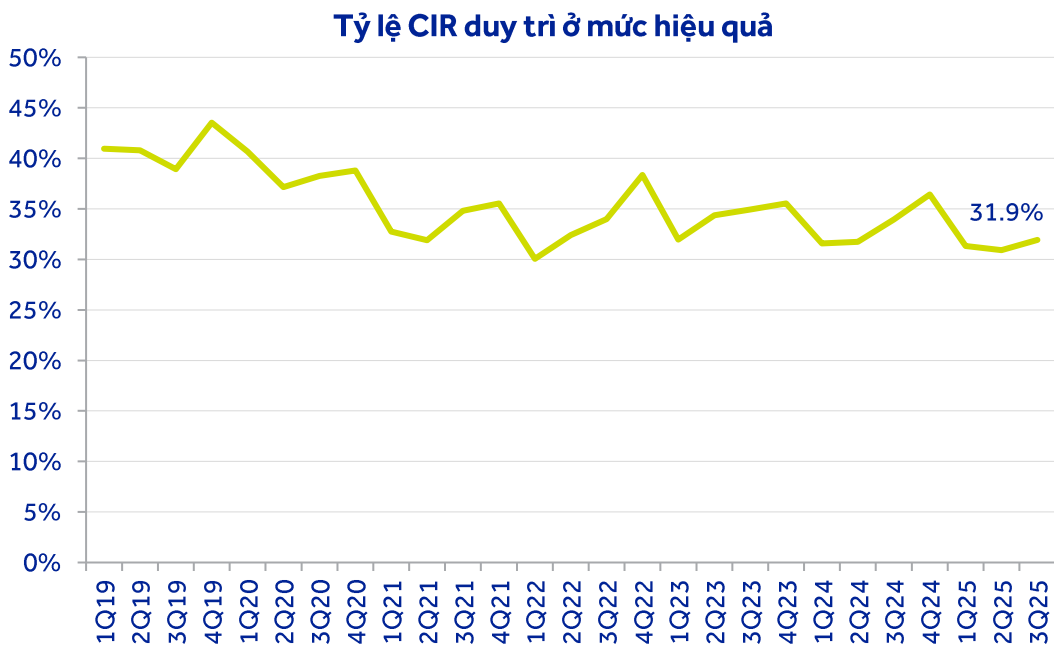
Nguồn: các ngân hàng, ACBS



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG TIẾP TỤC ĐƯỢC KIỂM SOÁT

- Dưới áp lực giảm NIM, các ngân hàng cố gắng kiểm soát chi phí hoạt động để đảm bảo khả năng sinh lời của mình. Tỷ lệ CIR của ngành ngân hàng Việt Nam từ mức trên 40% trước Covid-19 đã giảm về quanh mức trên 30% – mức hiệu quả thuộc top đầu thế giới.
- Trái ngược với xu hướng mở rộng quy mô nhân sự (chiếm gần 60% chi phí hoạt động) trước đây, nhiều ngân hàng đã bắt đầu giảm số lượng nhân viên trong năm 2024-2025. Xu hướng số hoá hoạt động ngân hàng khiến số lượng chi nhánh và phòng giao dịch vật lý giảm xuống. Nhìn chung, các ngân hàng trong danh mục phân tích của chúng tôi có khả năng hạn chế tốc độ gia tăng chi phí nhân sự nhờ đã đẩy mạnh đầu tư số hoá trong những năm qua.
- Chúng tôi dự báo chi phí hoạt động của các ngân hàng trong danh mục theo dõi tăng 12,4% svck trong năm 2026, tỷ lệ CIR dự báo giảm 1,4% xuống 29,2%, qua đó giúp các ngân hàng vẫn đảm bảo khả năng sinh lời hiệu quả.



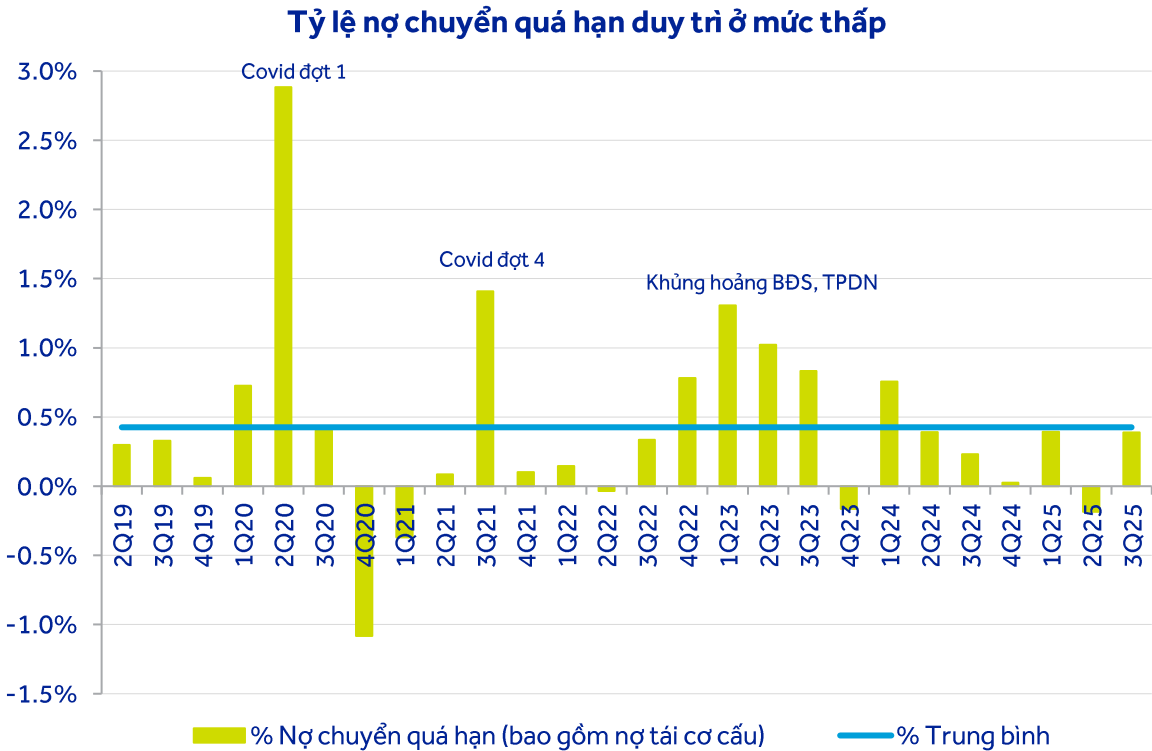
Nguồn: các ngân hàng, ACBS

CIR	3Q25	q/q (pps)	y/y (pps)
VCB	33.4%	-0.3	-1.1
BID	34.9%	1.5	-1.7
CTG	26.8%	-1.2	-1.0
TCB	31.5%	1.5	2.4
VPB	22.0%	-4.7	-2.9
MBB	29.1%	0.4	-0.4
ACB	32.4%	2.9	-3.7
HDB	26.1%	2.2	-8.4
SSB	37.4%	1.4	1.8
VIB	36.3%	-0.5	0.2
LPB	27.2%	-2.5	-3.1
STB	46.6%	5.4	1.1
SHB	25.4%	9.7	-4.7
TPB	37.9%	-0.1	2.2
EIB	55.3%	-1.1	11.4
OCB	36.5%	-1.7	-3.6
MSB	39.0%	2.1	-0.7
NAB	36.5%	7.0	-4.7
BAB	70.7%	9.4	5.4
ABB	36.3%	11.5	-39.1
PGB	42.0%	-1.4	-8.1
VBB	52.1%	-0.8	11.2
BVB	47.6%	-23.7	-20.3
NVB	61.0%	7.8	-47.4
VAB	32.2%	-7.4	-23.2
SGB	63.1%	6.1	9.3
KLB	38.4%	13.6	-27.3
Ngành	31.9%	1.0	-2.0

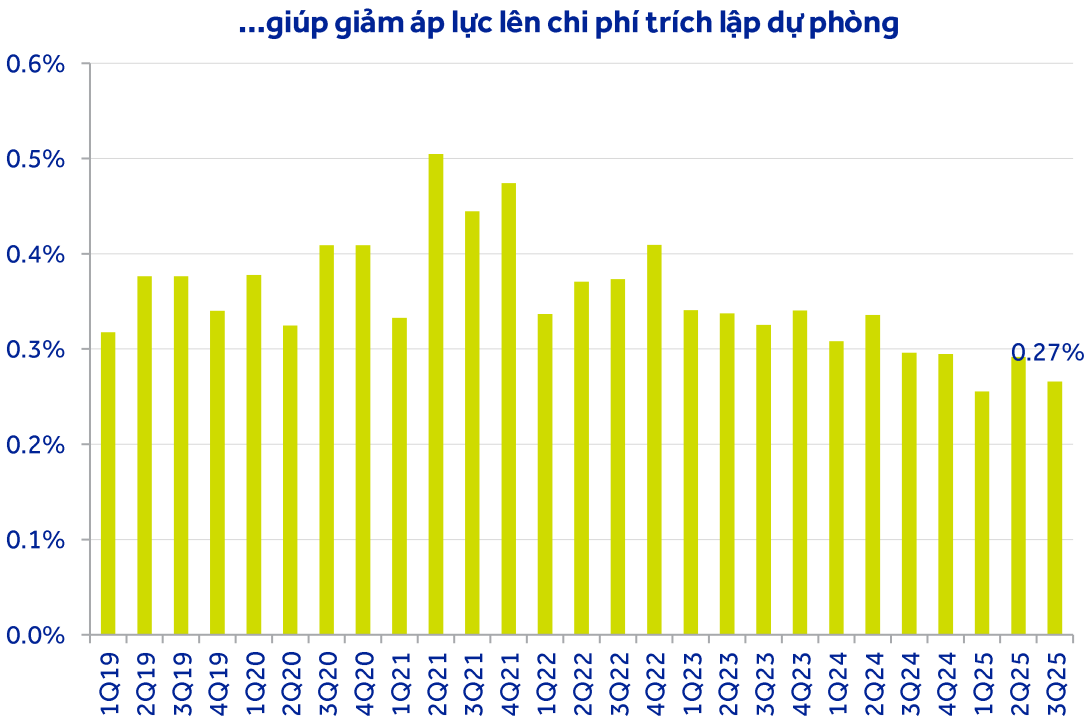
Nguồn: các ngân hàng, ACBS

CHI PHÍ TÍN DỤNG CÓ THỂ TĂNG TRỞ LẠI TỪ NỀN THẤP

- Tình hình sức khỏe của nền kinh tế nhìn chung đang phục hồi, giúp tỷ lệ nợ chuyển quá hạn duy trì ở mức thấp kể từ giữa 2024 đến nay. Các ngân hàng nhờ đó có thể kiểm soát chi phí tín dụng ở mức hợp lý để giữ vững lợi nhuận. **Chi phí trích lập dự phòng năm 2025 của các ngân hàng trong danh mục theo dõi ước tính chỉ tăng nhẹ 3,2% svck.**
- Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ chuyển quá hạn sẽ duy trì ổn định như trong giai đoạn 2024-25. Thị trường BĐS phục hồi và chính sách tài khoá mở rộng của Chính phủ được kỳ vọng sẽ giúp cải thiện tình hình nền kinh tế cũng như sức khỏe tài chính của khách hàng. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo **chi phí tín dụng** của các ngân hàng trong danh mục theo dõi sẽ tăng nhẹ lên **1,26%** trong năm 2026 do mức nền thấp 1,19% của năm 2025.



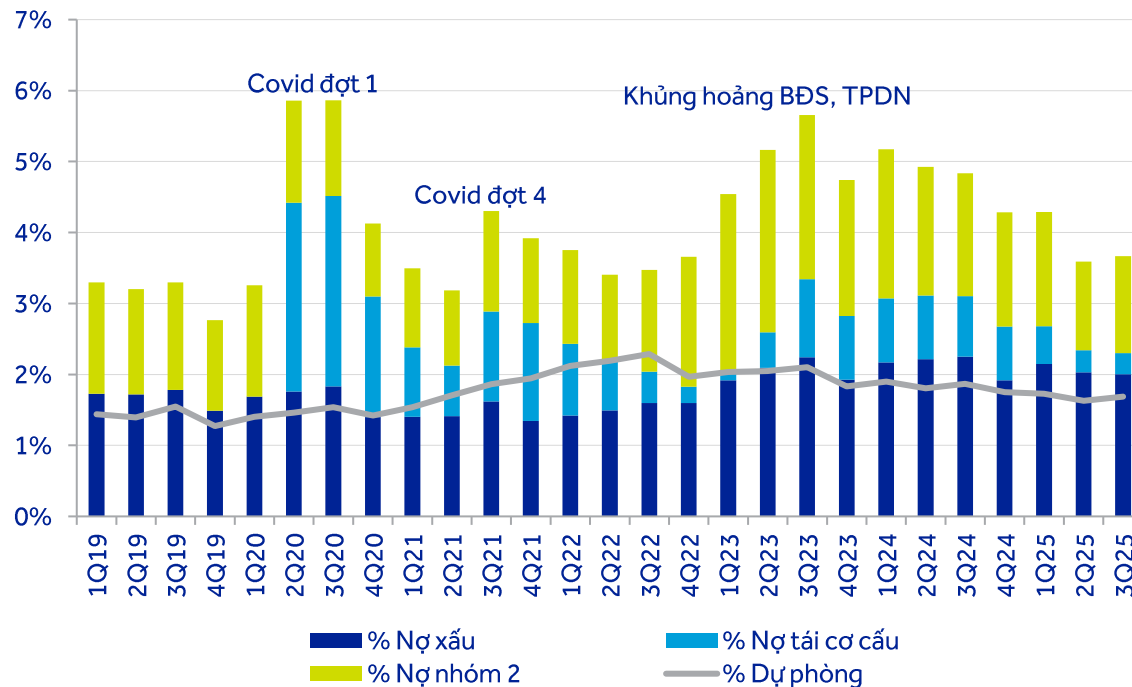
Nguồn: các ngân hàng, ACBS



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

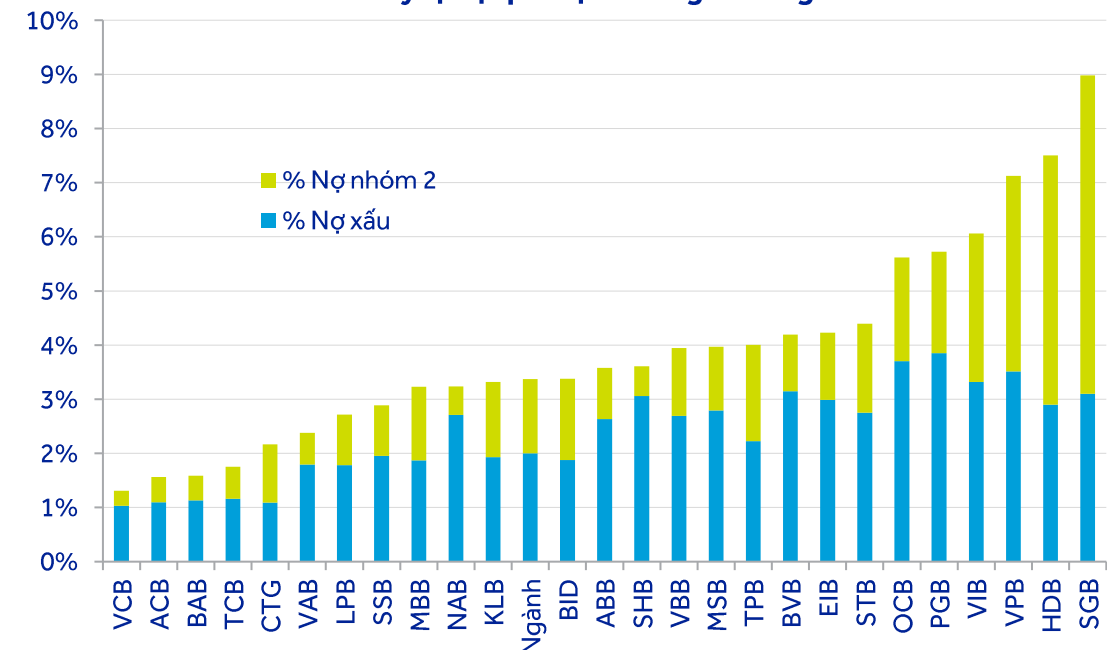
- **Chất lượng tài sản cải thiện và duy trì ổn định.** Đến cuối Q3/25, tỷ lệ nợ xấu đi ngang ở mức 2%, tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm mạnh so với giai đoạn trước, ở mức 1,37%. Nợ tái cơ cấu nhìn chung cũng không đáng kể, cho thấy áp lực chuyển nhóm nợ đã giảm bớt.
- Nghị định 304/2025/NĐ-CP (luật hoá Nghị quyết 42/2017) có hiệu lực từ tháng 12/2025 cho phép các TCTD được quyền thu giữ và xử lý tài sản đảm bảo (đi kèm một số điều kiện) mà không cần thông qua toà án. Điều này sẽ làm **gia tăng hiệu quả xử lý TSDB và thu hồi nợ xấu** của các ngân hàng, như đã được thể hiện trong việc thu hồi tổng cộng 440.000 tỷ đồng nợ xấu trong giai đoạn thí điểm 2017-2023 trước đây.

Chất lượng tài sản cải thiện kể từ 2024 và duy trì ổn định



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

Tỷ lệ nợ quá hạn các ngân hàng

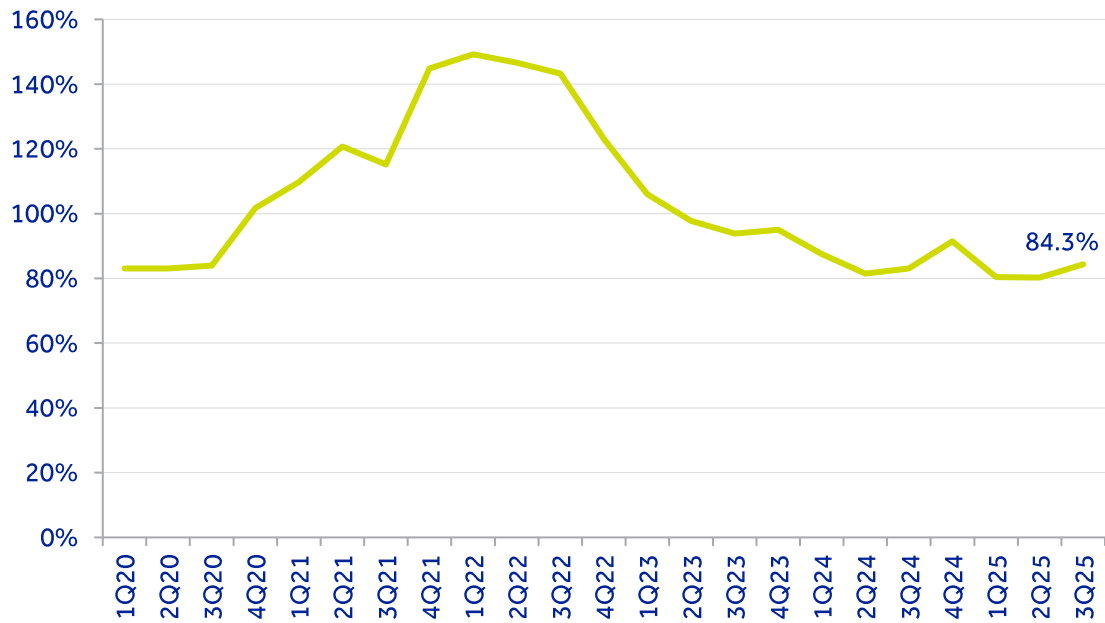


Nguồn: các ngân hàng, ACBS

ĐỆM DỰ PHÒNG CẢI THIỆN NHẸ VÀ CÓ SỰ PHÂN HOÁ

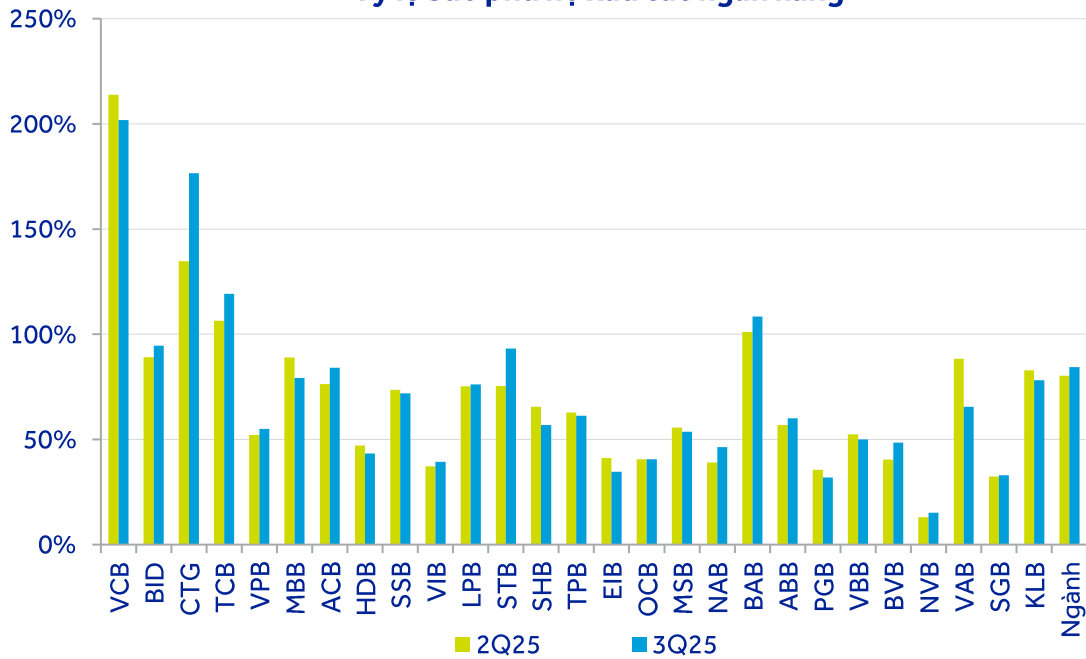
- **Tỷ lệ bao phủ nợ xấu Q3/25 tăng nhẹ lên 84,3%**, chủ yếu nhờ tình hình nợ xấu có sự cải thiện. Bộ đệm dự phòng đang có sự phân hoá khá rõ nét giữa các ngân hàng, các ngân hàng NHTM tư nhân quy mô nhỏ nhìn chung có bộ đệm dự phòng mỏng hơn nhóm các NHTM quốc doanh.
- Các ngân hàng **CTG** và **TCB** ít chịu áp lực trích lập dự phòng hơn nhờ chất lượng tài sản ổn định và bộ đệm dự phòng tốt. Trong khi **VPB**, **HDB** và **VIB** có thể vẫn sẽ phải tăng cường trích lập dự phòng để cải thiện bộ đệm dự phòng của mình. **STB** có thể sẽ trích lập dự phòng khoản nợ Bamboo Airways trong Q4/25 nhưng có triển vọng hoàn nhập dự phòng khoản nợ này và trái phiếu VAMC trong năm 2026 trong trường hợp xử lý được TSĐB.
- Với việc bộ đệm dự phòng vẫn còn đang khá mỏng, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ tăng cường trích lập dự phòng để củng cố bộ đệm dự phòng của mình. Chúng tôi dự báo các ngân hàng trong danh mục theo dõi sẽ **tăng mạnh chi phí trích lập dự phòng 26,3%** từ mức nền tương đối thấp của năm 2025.

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu toàn ngành cải thiện nhẹ



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

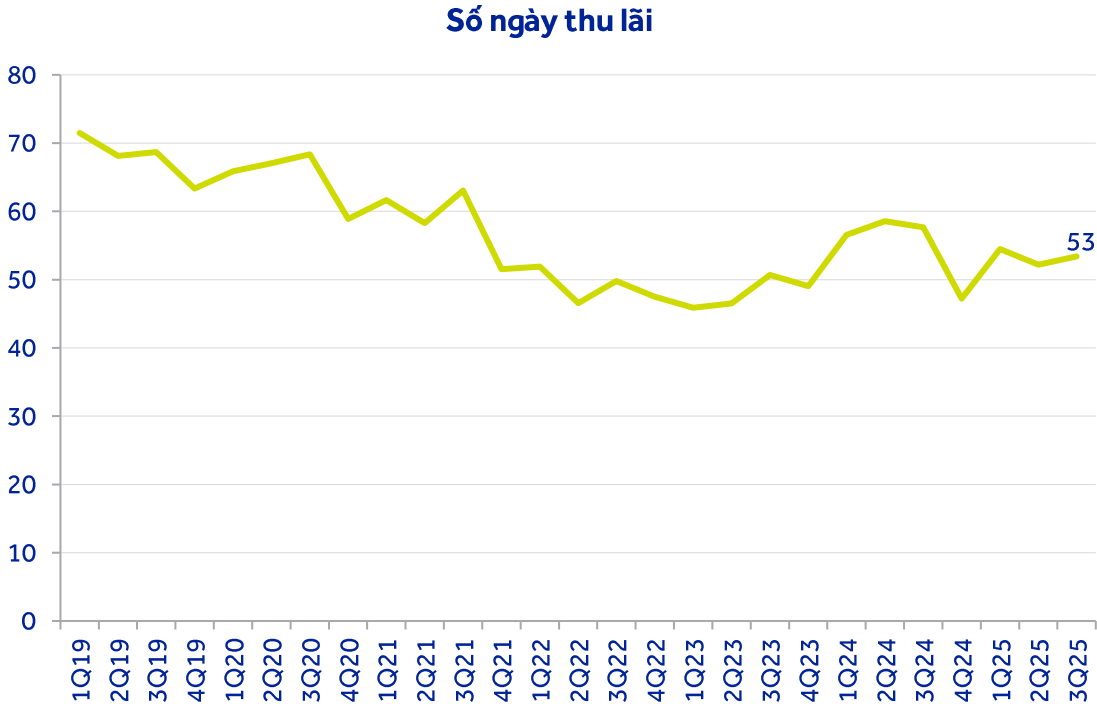
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu các ngân hàng



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

LÃI DỰ THU Ở CÁC NGÂN HÀNG NHỎ VẪN Ở MỨC CAO

- Số ngày thu lãi toàn ngành duy trì ở mức 53 ngày trong Q3/25, cao hơn một chút so với mức lành mạnh 30-40 ngày. Trong đó, **một số ngân hàng tư nhân có quy mô nhỏ có số ngày thu lãi rất cao**, cho thấy nguy cơ suy giảm lợi nhuận (thoái dự thu và tăng trích lập dự phòng) ở các ngân hàng này sẽ rất lớn trong tương lai nếu nợ xấu phát sinh và các khoản lãi dự thu này không thu hồi được.
- Tuy nhiên, nhìn chung chúng tôi nhận thấy **số ngày thu lãi toàn ngành đã giảm so với mức đỉnh** gần 60 ngày vào giữa năm 2024, cho thấy rủi ro nợ tiềm ẩn xấu đang được kiểm soát tốt hơn.



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
VCB	34	36	31	32
BID	57	62	57	58
CTG	37	42	41	40
TCB	49	56	52	54
VPB	35	37	40	47
MBB	44	47	48	46
ACB	33	39	37	37
HDB	32	38	35	39
SSB	44	57	65	61
VIB	28	32	31	28
LPB	45	61	81	37
STB	37	36	30	32
SHB	69	121	78	129
TPB	43	50	57	49
EIB	30	36	37	31
OCB	49	59	59	53
MSB	81	108	122	133
NAB	60	70	69	94
BAB	123	143	143	153
ABB	37	54	42	39
PGB	46	41	46	45
VBB	90	106	104	78
BVB	76	80	80	57
NVB	-	31	31	29
VAB	196	210	247	249
SGB	60	64	68	81
KLB	70	56	73	58
Ngành	47	54	52	53

Nguồn: các ngân hàng, ACBS

PHẦN 4. TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ 2026

4.3 ĐẦU TƯ CÔNG – QUYẾT TÂM BỨT PHÁ

Đỗ Tiến Đạt

Chuyên viên Phân tích

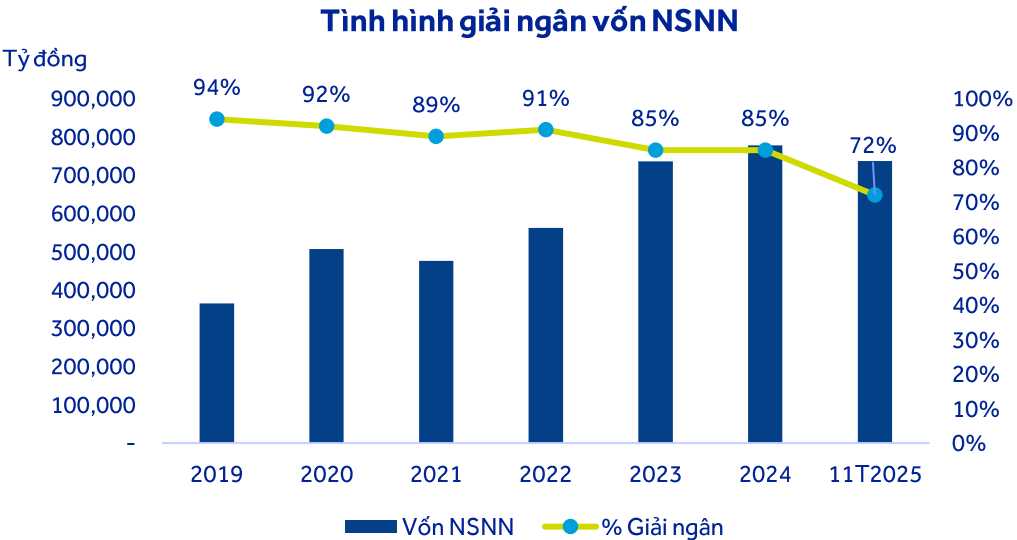
datdt@acbs.com.vn

- **Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân 8.500 nghìn tỷ đồng (325 tỷ USD) cho đầu tư công giai đoạn 2026–2030, tương đương gấp 2,5 lần giai đoạn 2021–2025**, dựa trên mục tiêu tăng trưởng kép của GDP giai đoạn 2026–2030 là 10%/năm. Đây là một thách thức đòi hỏi những quyết tâm rất mạnh mẽ từ Chính phủ.
- **Kế hoạch giải ngân được đánh giá là khả thi nhờ dư địa tài khóa lớn.** Cụ thể, ngân sách nhà nước và nợ công Việt Nam đang ở trạng thái tích cực, tạo dư địa thúc đẩy vay nợ và đầu tư công. Tỷ lệ nợ công trên GDP đã giảm liên tục trong gần một thập kỷ, về mức 35,5% vào cuối năm 2025, trong khi lãi suất TPCP duy trì ở mức ổn định và nợ Chính phủ duy trì quanh 33-34% GDP, nghĩa vụ trả nợ ở mức 19-20% tổng thu ngân sách nhà nước.
- **Từ khi Luật Đầu tư công (sửa đổi), Luật PPP có hiệu lực vào tháng 1/2025 và Luật 90/2025/QH15 có hiệu lực vào tháng 7/ 2025, nhiều vướng mắc về giải phóng mặt bằng, vật liệu và vốn đã dần được tháo gỡ.** Đáng chú ý, khung pháp lý mới cũng mở rộng đáng kể vai trò khu vực tư nhân trong các dự án hạ tầng trọng điểm, khắc phục hạn chế về tham gia tư nhân trước đây.
- Chính phủ đang đẩy mạnh hoàn thiện các công trình trọng điểm như tuyến cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2, sân bay quốc tế Long Thành, và các tuyến đường vành đai xung quanh TP.HCM và Hà Nội. Bước sang giai đoạn 2026–2030, Chính phủ sẽ tiếp tục quyết liệt triển khai hàng loạt dự án trọng điểm khác như đường sắt cao tốc Bắc – Nam, đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng.
- **Nhóm cổ phiếu hưởng lợi:** xây lắp hạ tầng, vật liệu xây dựng (thép, xi măng, nhựa đường...), logistics, bất động sản dân dụng và khu công nghiệp.
- **Cổ phiếu khuyến nghị:** CTD, VCG, HHV, LCG, DPG.

Kế hoạch đầu tư công được đẩy mạnh trong giai đoạn 2026-2030

Giai đoạn	2021-2025	2026-2030
Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình	6.3% (ước tính)	10%
Thu ngân sách nhà nước	9.6 triệu tỷ đồng	16.1 triệu tỷ đồng
Chi ngân sách nhà nước	10.9 triệu tỷ đồng	20.9 triệu tỷ đồng
Tổng mức chi đầu tư công	3.4 triệu tỷ đồng	8.31 triệu tỷ đồng
Bội chi ngân sách	3.1-3.2% GDP	5% GDP
Tỷ lệ nợ công/ GDP	34-36% GDP	41-42% GDP
Tổng mức nợ vay chính phủ cho cả giai đoạn	2.5 triệu tỷ đồng	Dự kiến huy động khoảng 6.55 triệu tỷ đồng

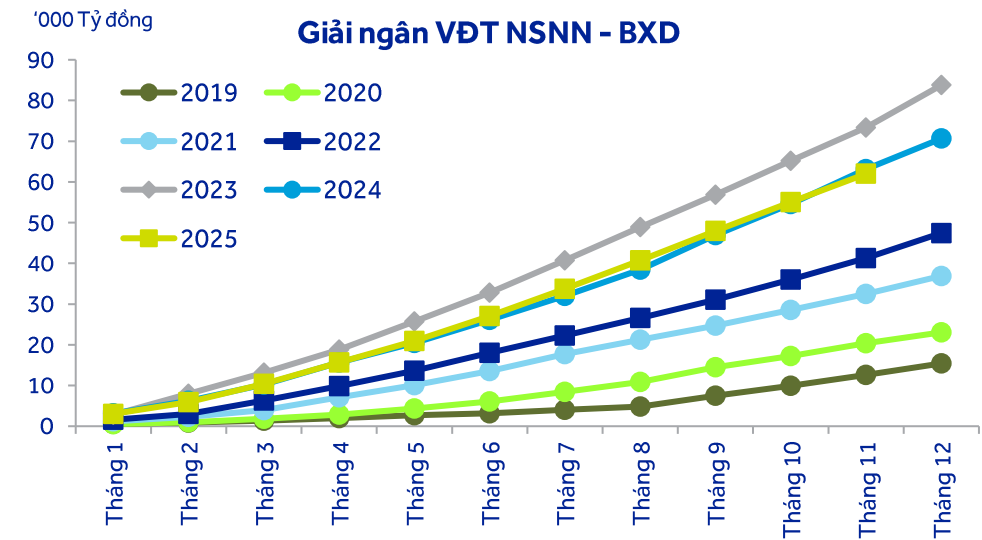
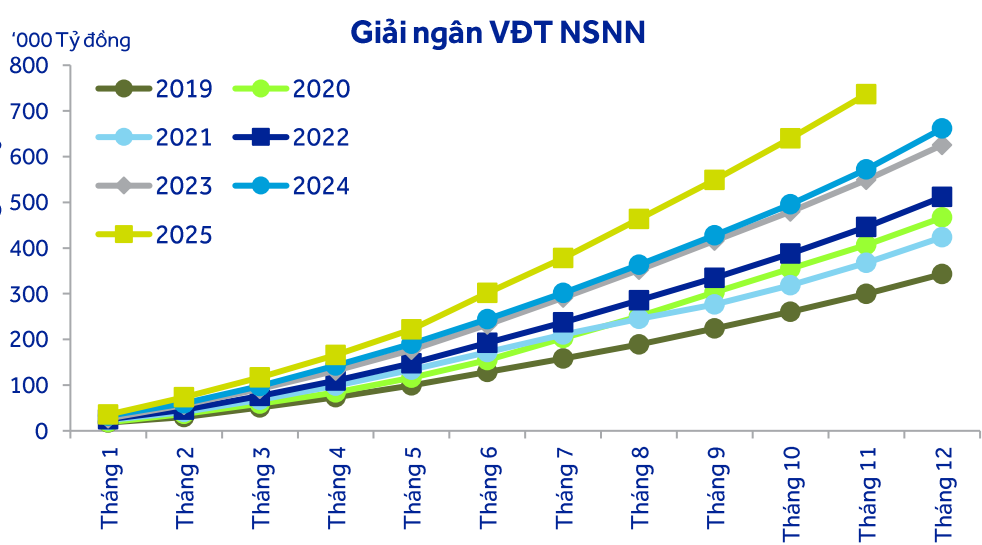
Nguồn: GSO, ACBS tổng hợp.



- Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân 8.5 triệu tỷ đồng (325 tỷ USD) cho đầu tư công giai đoạn 2026–2030, tương đương gấp 2,5 lần giai đoạn 2021–2025. Các dự án đầu tư công trọng điểm trong giai đoạn này có giá trị đầu tư hơn 4.7 triệu tỷ đồng là: (1) xây dựng 5.000 km đường cao tốc trong giai đoạn 2026–2030, tăng từ khoảng 3.000 km theo mục tiêu cuối năm 2025; (2) hệ thống đường sắt tốc độ cao, bao gồm tuyến Bắc–Nam, Hải Phòng – Hà Nội – Lào Cai và các tuyến đô thị; (3) nâng cấp và mở rộng các cảng biển chiến lược và sân bay quốc tế.
- Giải ngân đầu tư công cả nước tính từ đầu năm đến tháng 11/2025 đã đạt 553,25 nghìn tỷ đồng (+39,2% svck), đạt mục 60,6% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Đối với giai đoạn bứt tốc 2 tháng cuối năm (tháng 12/2025 và tháng 1/2026), chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tiếp tục được đẩy mạnh sau khi Thủ tướng ký công điện số 237/CĐ - TTg ngày 06/12 nhằm hoàn thành mục tiêu giải ngân 360 nghìn tỷ đồng còn lại ở 55 ngày tiếp theo.

Kế hoạch phát triển hạ tầng 2026–2030

Loại hình giao thông	2025	KH 2030
Đường bộ	Quốc lộ: 170 tuyến, chiều dài: 25.551 km. Cao tốc: 2.268 km.	Quốc lộ: 174 tuyến, chiều dài 32.000 km. Cao tốc: 5.000 km.
Đường sắt	7 tuyến đi qua 34 tỉnh thành, tổng chiều dài 3.143 km	Xây thêm 9 tuyến đường sắt với tổng chiều dài 2.362 km
Đường hàng không	Có 22 sân bay bao gồm 9 sân bay quốc tế và 13 sân bay nội địa.	Đạt 28 sân bay, trong đó có 14 sân bay quốc tế và 14 sân bay nội địa.
Đường thủy	Cảng biển: 864,4 triệu tấn/ năm. Đường thủy nội địa: 310 tuyến Cảng thủy nội địa, 20 tuyến Tổng trọng tải: 23,5 triệu tấn.	Cảng biển: công suất đạt từ 1.140 đến 1.423 triệu tấn. Đường thủy nội địa: Đầu tư nâng cấp 19 tuyến.



Nguồn : GSO, ACBS tổng hợp

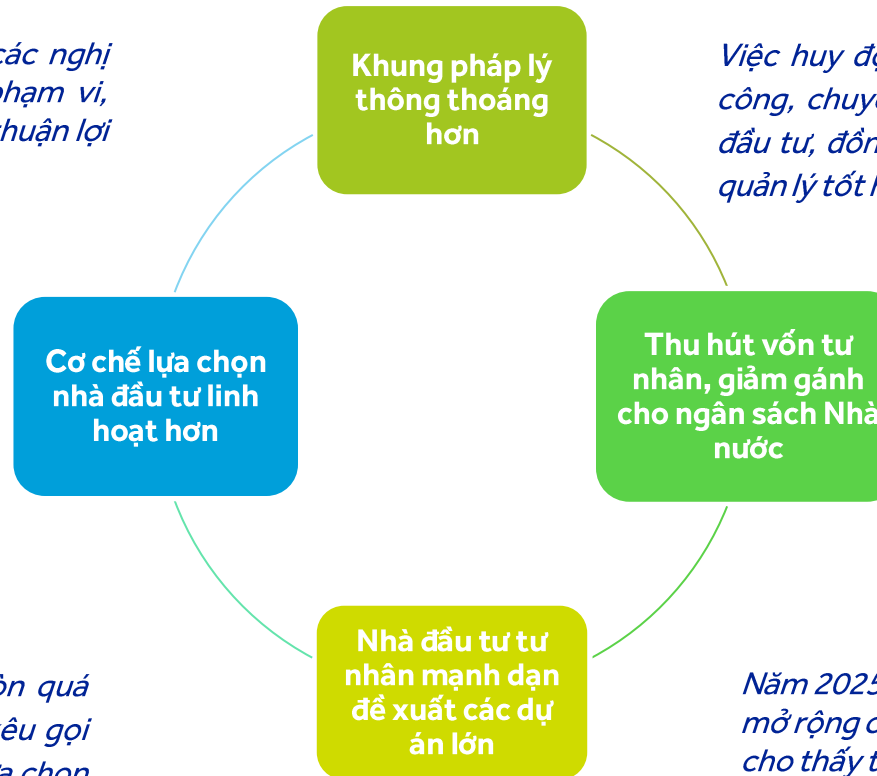
KINH TẾ TƯ NHÂN CÓ DỰ ĐỊA THAM GIA PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG

Đỗ Tiến Đạt
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1048
datdt@acbs.com.vn

- Trong bối cảnh nhiều dự án hạ tầng quy mô lớn đòi hỏi vốn và năng lực triển khai đáng kể, khu vực tư nhân trở thành nguồn lực quan trọng nhờ ưu thế về tài chính, quản trị và tổ chức thi công. Khung pháp lý mới, đặc biệt là Luật PPP và các nghị định hướng dẫn, đã mở rộng cánh cửa cho hợp tác nhà nước, tư nhân trong đầu tư công.
- Việc lực lượng kinh tế tư nhân tham gia không chỉ bổ sung vốn ngoài ngân sách mà còn giúp chia sẻ rủi ro và rút ngắn tiến độ các dự án trọng điểm.
- Trước đây, việc tư nhân tham gia dự án công, đặc biệt dự án hạ tầng trọng điểm, bị hạn chế hơn bởi khung pháp lý, vốn chủ yếu do Nhà nước hoặc doanh nghiệp nhà nước đảm nhiệm. Nhưng hiện nay có sự thay đổi rõ rệt:

Luật PPP sau sửa đổi (2024/2025) và các nghị định, thông tư liên quan đã mở rộng phạm vi, giảm điều kiện ràng buộc, tạo điều kiện thuận lợi hơn cho tư nhân tham gia.

Việc huy động tư nhân giúp giảm áp lực về vốn công, chuyển một phần chi phí đầu tư sang nhà đầu tư, đồng thời tăng tính cạnh tranh, hiệu quả, quản lý tốt hơn.



Các hình thức lựa chọn đầu tư không còn quá cứng nhắc, có thể thông qua đấu thầu, kêu gọi đầu tư công tư, hợp đồng PPP/BOT/BT, lựa chọn đặc biệt... tùy dự án.

Năm 2025, có hàng loạt đề xuất tư nhân đầu tư mở rộng cao tốc, hạ tầng giao thông theo PPP, cho thấy tư nhân không chỉ dừng ở vai trò tham gia, mà chủ động đề xuất.

Nguồn : ACBS tổng hợp.

- Thủ tướng Chính phủ đã liên tục chỉ đạo, giao 28 nhiệm vụ cho các bộ, ngành và địa phương nhằm tháo gỡ vướng mắc tại các dự án cao tốc thuộc mục tiêu 3.000 km hoàn thành trong năm 2025. Nhờ đó, **đến ngày 19/12/2025, cả nước sẽ hoàn thành vượt chỉ tiêu và thông xe kỹ thuật 3.513 km** (gồm 3.188 km tuyến chính và 325 km nút giao, đường dẫn).
- Bộ Xây dựng đã rà soát và thống kê **245 dự án, công trình đủ điều kiện khởi công hoặc khánh thành vào ngày 19/12/2025** tại 34 tỉnh/thành, gồm 155 dự án khởi công và 90 dự án hoàn thành, với tổng mức đầu tư lên tới 1,345 triệu tỷ đồng, cho thấy quy mô giải ngân và đầu tư hạ tầng tăng mạnh trong giai đoạn nước rút.

Các dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2024-2026

STT	Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian triển khai	Tình trạng
1	Cao tốc Bắc Nam - GD 2	147.000	2022-2025	Dự kiến hoàn thành toàn bộ vào cuối năm 2025.
2	Sân bay quốc tế Long Thành	336.630	2023-2026	Các gói thầu đang được thi công đẩy nhanh tiến độ với mục tiêu cơ bản hoàn thành trước ngày 19/12/2025, đưa vào vận hành, khai thác thương mại vào đầu năm 2026.
3	Đường Vành đai 3 TP.HCM	75.378	2022-2026	Đã hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng. Dự kiến thông xe hơn 25 km vào cuối năm 2025 và 51 km còn lại vào ngày 30/04/2026.
4	Đường Vành đai 4 Hà Nội	88.694	2023-2026	Công tác giải phóng mặt bằng đi qua các tỉnh thành gần như hoàn thành. Toàn bộ dự án dự kiến hoàn thành vào năm 2026, đưa vào khai thác năm 2027.

Một số dự án được triển khai và phê duyệt trong năm 2025

STT	Dự án	Thời gian triển khai (dự kiến)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)
1	Đường cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh (giai đoạn 1)	2025	6.130
2	Đường cao tốc Dầu Giây - Tân Phú	2025	8.982
3	Mở rộng cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây	2025	14.955
4	Mở rộng cao tốc TP.HCM - Trung Lương - Mỹ Thuận	2025	32.300
5	Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	2025	203.231
6	Sân bay quốc tế Gia Bình	2025	196.378
7	Tuyến metro Bến Thành- Cần Giờ	2025	102.430
8	Tuyến metro số 2 Bến Thành-Tham Lương	2026	52.000
9	Cầu Phú Mỹ 2	2026	25.101

Nguồn: Tổng cục thống kê, ACBS

- Các dự án hạ tầng trọng điểm như **Cao tốc Bắc–Nam giai đoạn 2, Vành đai 3, Vành đai 4 và Sân bay Long Thành giai đoạn 1** đều đang bám sát tiến độ, tạo nền tảng quan trọng cho mục tiêu hoàn thiện hệ thống giao thông giai đoạn 2025–2026.
- **Những nhà thầu chủ chốt là VCG, HHV, LCG và C4G** được Bộ GTVT chỉ định thực hiện nhiều gói thầu của cao tốc Bắc–Nam giai đoạn 2. Với tiến độ thi công nhanh và nhiều hạng mục hoàn thành sớm, giai đoạn 2025–2026 được xem là điểm rơi lợi nhuận của các doanh nghiệp này. Thành tích vượt tiến độ cũng giúp các doanh nghiệp trên gia tăng cơ hội trúng thầu tại các dự án cao tốc và hạ tầng quy mô lớn trong những năm tới.

Danh sách các dự án thuộc tuyến cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2

STT	Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tổng chiều dài (km)	Đơn vị thi công niêm yết	Tiến độ	Giá trị còn lại (tỷ đồng)	(Dự kiến) hoàn thành
1	Bãi Vọt – Hàm Nghi	7.643	35,3	VCG	100%	0	04/2025
2	Hàm Nghi – Vũng Áng	9.734	54,2		100%	0	04/2025
3	Vũng Áng-Bùng	12.547	56,1	VCG,LCG	100%	0	04/2025
4	Bùng- Vạn Ninh	9.361	50	C4G	100%	0	04/2025
5	Vạn Ninh – Cam Lộ	9.919	65		100%	0	04/2025
6	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	20.469	88	HHV	100%	0	12/2025
7	Hoài Nhơn – Quy Nhơn	12.401	70,1		100%	0	12/2025
8	Quy Nhơn – Chí Thạnh	14.802	61,7	CC1,RCC,TTL	100%	0	12/2025
9	Chí Thạnh – Vân Phong	10.773	48	HHV	100%	0	12/2025
10	Vân Phong – Nha Trang	11.808	83,4	VCG	100%	0	09/2025
11	Cần Thơ – Hậu Giang	10.370	37,7	CC1-G36	100%	0	12/2025
12	Hậu Giang – Cà Mau	17.152	73	CC1- C4G	100%	0	12/2025
Tổng cộng		147.000	721			0	
					Đúng tiến độ	Vượt tiến độ	Nguồn: ACBS tổng hợp

Danh sách các gói thầu đường vành đai 4 được thực hiện bởi các doanh nghiệp niêm yết

STT	Hạng mục	Chiều dài (km)	Giá trị (tỷ đồng)	Tiến độ (%)	Giá trị còn lại (tỷ đồng)	Nhà thầu chính niêm yết	Dự kiến hoàn thành
1	Đoạn tuyến từ Km13+017,92 đến Km36+166,74	23,1	1.818	80%	365	VCG	06/2026
2	Đoạn tuyến từ Km48+314,71 đến Km58+200	9,9	890	75%	220	C4G	06/2026
3	Đường song hành (đường đô thị) địa phận tỉnh Hưng Yên	19,3	1.505	70%	450	LCG	09/2026

Danh sách các gói thầu đường vành đai 3 được thực hiện bởi các doanh nghiệp niêm yết

STT	Hạng mục	Chiều dài (km)	Giá trị (tỷ đồng)	Tiến độ (%)	Giá trị còn lại (tỷ đồng)	Nhà thầu chính niêm yết	Dự kiến hoàn thành
1	Gói thầu XL4 đoạn qua Tp. Thủ Đức	3,0	1.642	83%	280	HHV	11/2026
2	Gói thầu XL5 đoạn qua Tp. Thủ Đức	2,4	2.303	83%	390	VCG,DPG,HBC	12/2026
3	Gói thầu XL8 đoạn qua Hóc Môn	7,3	1.418	82%	255	C4G	07/2026
4	Gói thầu XL10 đoạn qua Bình Chánh	3,1	1.638	70%	490	HBC, C4G	12/2026
5	Gói thầu XL1 đoạn qua Bình Dương	2,4	1.832	52%	880	VCG, HHV	02/2027

Danh sách các dự án thành phần nổi bật của Sân bay Quốc tế Long Thành

STT	Hạng mục	Giá trị (tỷ đồng)	Tiến độ (%)	Giá trị còn lại (tỷ đồng)	Nhà thầu chính niêm yết	Dự kiến hoàn thành
1	Nhà ga hành khách	35.234	95%	1.762	Liên danh Vietur: PHC, CC1,VCG	2026
2	Thi công và thiết kế đường băng, sân đỗ, công trình phụ trợ	7.274	95%	364	VCG, C4G	2025
3	Thi công và lắp đặt thiết bị sân đỗ máy bay và công trình liên quan	6.267	95%	313	VCG,C4G	2026
4	Đường nối T1,T2	7.819	95%	391	HHV, TTL	2025
5	Thi công, lắp đặt và thiết kế công trình giao thông nội cảng, hạ tầng cảng hàng không	11.419	95%	571	VCG,C4G	2026

Chậm tiến độ

Đúng tiến độ

Vượt tiến độ

Nguồn: ACBS tổng hợp

- Theo quy hoạch của Chính phủ, **giai đoạn 2026–2030 sẽ bước vào chu kỳ tăng tốc đầu tư hạ tầng với ba ưu tiên lớn:** (1) mở mới khoảng 2.000 km đường cao tốc, (2) hoàn thành Giai đoạn 1 và triển khai phần lớn Giai đoạn 2–3 của Sân bay Long Thành, và (3) đẩy mạnh đầu tư đường sắt quốc gia, trọng tâm là tuyến tốc độ cao Bắc – Nam. Phù hợp với định hướng tại Nghị quyết Đại hội XIII, Kết luận 49-KL/TW và các quy hoạch ngành, đường sắt tiếp tục được xác định là lĩnh vực then chốt, đòi hỏi nguồn lực rất lớn cho các dự án chiến lược như tuyến tốc độ cao Bắc – Nam, Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, các tuyến đô thị Hà Nội và TP.HCM, cùng các tuyến Lạng Sơn – Hà Nội và Hải Phòng – Hạ Long – Móng Cái.
- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có năng lực và kinh nghiệm thi công từ các dự án lớn, đặc biệt là Cao tốc Bắc–Nam giai đoạn 2, sẽ tiếp tục hưởng lợi trong chu kỳ đầu tư hạ tầng sắp tới. **Nhóm đáng chú ý gồm VCG, LCG, HHV, CTD, DPG...**

Các dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2026-2030

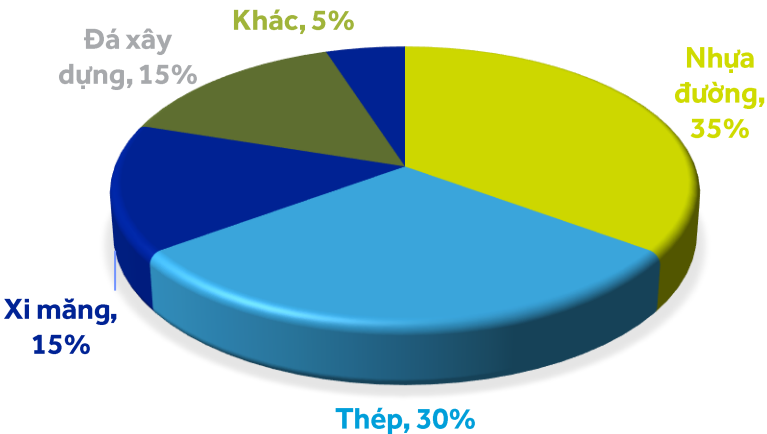
STT	Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian triển khai
1	2.000 km đường cao tốc mới	N/a	2026-2030
2	Mở rộng cao tốc Bắc-Nam phía Đông	152.000	2026-2030
3	Đường Vành đai 4 TP.HCM	136.000	2026-2029
4	Đường Vành đai 5 Hà Nội	85.000	2027-2030
5	Cảng trung chuyển Cần Giờ	113.531	2025-2047

STT	Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian triển khai
1	Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam	1.714.000	2027-2025
2	Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	203.231	T12/2025-2027
3	Đường sắt đô thị Tp. Hà Nội	900.000	2027-2035
4	Đường sắt đô thị TP.HCM	956.000	2026-2035
5	Đường sắt Hà Nội – Đồng Đăng	50.000	Trước 2030
6	Sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 2 & 3	238.000	2027-2030
7	Sân bay quốc tế Gia Bình giai đoạn 1	196.378	2025-2035

Nguồn: Tổng cục thống kê, ACBS

- **Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp nhờ đẩy mạnh đầu tư công: nguyên vật liệu** (đá xây dựng, thép, xi măng, nhựa đường...) **và xây dựng hạ tầng.**
- Nhờ chính sách đẩy mạnh đầu tư công giai đoạn 2021–2025, **kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây lắp đã tăng trưởng rõ rệt.** Các doanh nghiệp hạ tầng mà chúng tôi theo dõi như VCG, HHV, DPG, LCG và CTD hiện có giá trị backlog ước tính đến cuối tháng 9/2025 gấp 2–3 lần doanh thu xây lắp năm 2024. Quy mô backlog lớn đảm bảo nguồn việc ổn định và duy trì tăng trưởng cho giai đoạn 2025–2027. Bên cạnh đó, năng lực thi công và uy tín đã được khẳng định tiếp tục giúp các doanh nghiệp này có lợi thế trong việc trúng thêm các gói thầu mới trong giai đoạn 2026–2030, củng cố triển vọng tăng trưởng trung hạn.
- Trong trung hạn, khối lượng backlogs của các doanh nghiệp này được kỳ vọng tiếp tục gia tăng nhờ định hướng đẩy mạnh triển khai các dự án hạ tầng chiến lược như tuyến đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng và đường sắt cao tốc Bắc – Nam dự kiến triển khai sau năm 2027. Đối với các doanh nghiệp vận hành dự án BOT như HHV, việc đồng bộ và kết nối các tuyến cao tốc mới sẽ góp phần gia tăng lưu lượng phương tiện qua trạm thu phí, từ đó cải thiện dòng tiền trong bối cảnh hạ tầng giao thông ngày càng hoàn thiện.
- **Nhóm ngành hưởng lợi gián tiếp nhờ đẩy mạnh đầu tư công: bất động sản dân cư, khu công nghiệp, logistics.**

Cơ cấu nguyên vật liệu xây dựng cầu đường (%)



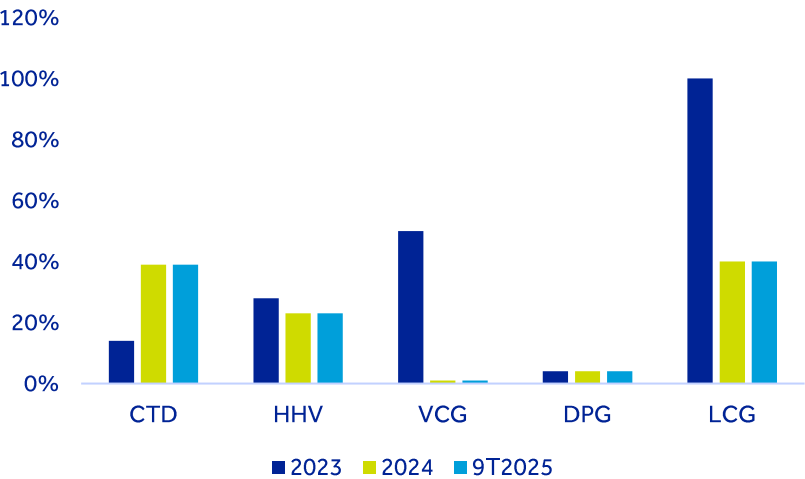
Các chỉ số tài chính đáng chú ý

2025E						2026F				
Mã cp	Tăng trưởng doanh thu	Tăng trưởng LNST	Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận ròng	Nợ vay/ vốn chủ	Tăng trưởng doanh thu	Tăng trưởng LNST	Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận ròng	Nợ vay/ VCSH
CTD	18,2%	47,1%	3,3%	1,8%	0,4	25,8%	59,6%	3,7%	2,3%	0,5
HHV	14,6%	15,3%	38,0%	12,9%	1,6	10,4%	20,2%	39,3%	14,1%	1,5
VCG(*)	14,4%	0,5%	14,7%	6,3%	0,5	19,0%	66,2%	17,0%	8,8%	0,4
DPG	22,5%	34,5%	14,9%	6,8%	1,5	29,4%	60,7%	18,7%	8,5%	1,8
LCG	34,1%	23,8%	11,4%	4,0%	0,4	6,9%	34,4%	11,7%	5,0%	0,3

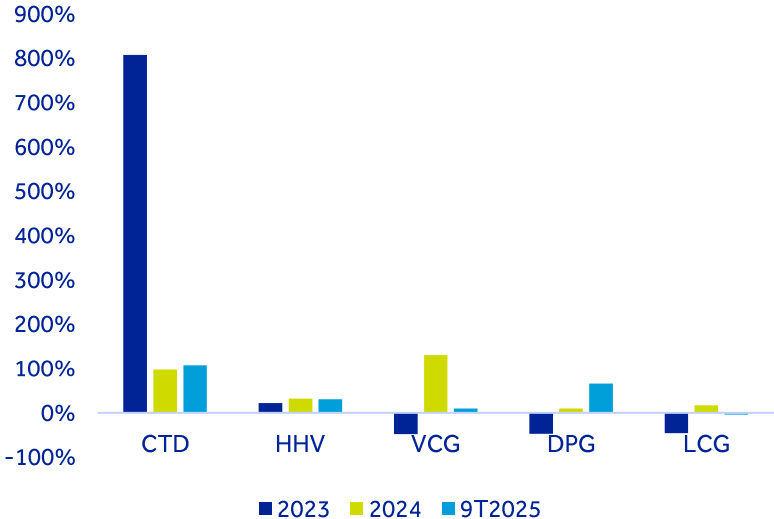
Nguồn : ACBS; (*) tính trên hoạt động kinh doanh cốt lõi

Các chỉ số tài chính trọng yếu

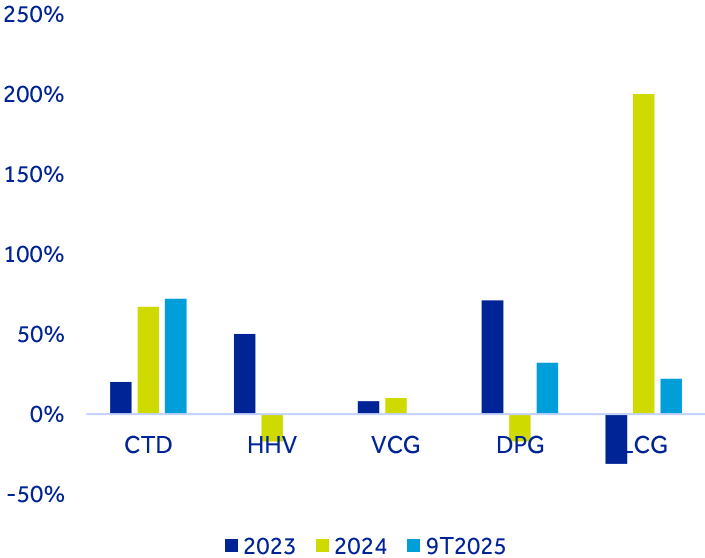
Tăng trưởng doanh thu (%)



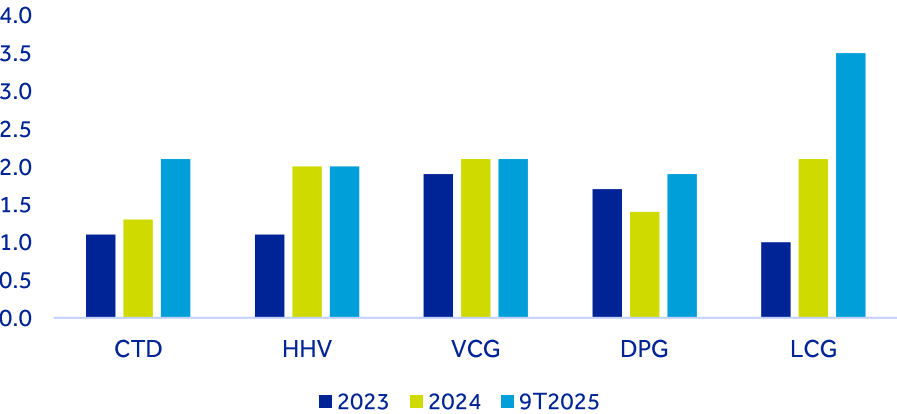
Tăng trưởng lợi nhuận (%)



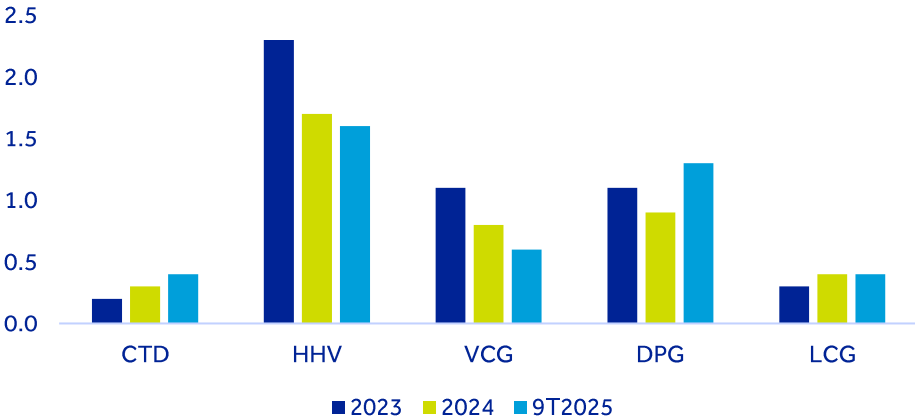
Tăng trưởng backlog (%)



Backlog/Doanh thu (lần)

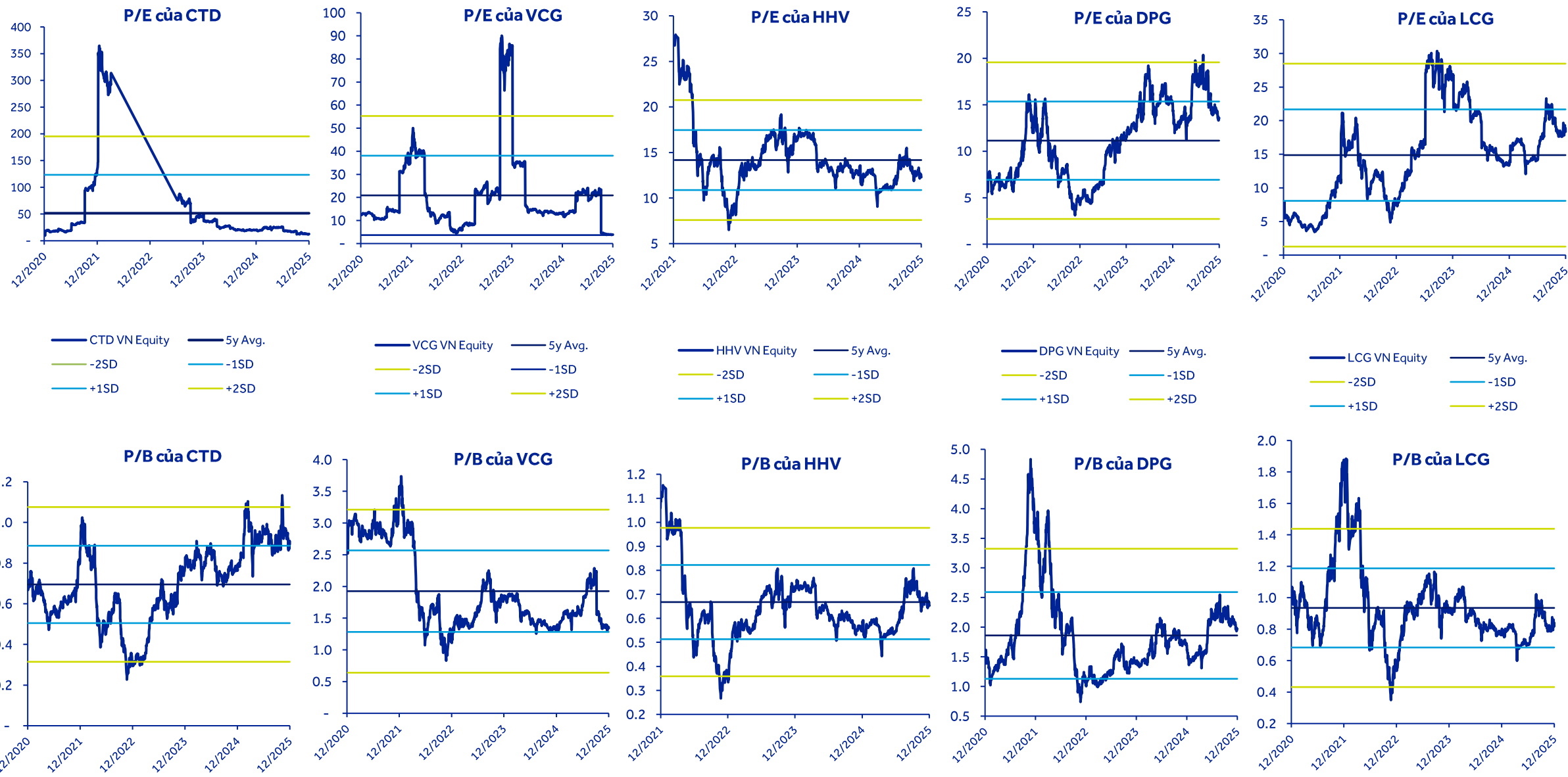


Nợ vay/vốn chủ sở hữu (lần)



DANH MỤC CỔ PHIẾU THEO DÕI

Đỗ Tiến Đạt
(+84 28) 7300 7000 – Ext: 1048
datdt@acbs.com.vn



➤ **Ngành nguyên vật liệu và xây dựng hạ tầng:** Chúng tôi lựa chọn các cổ phiếu đầu ngành của mỗi phân khúc, có tiềm năng tăng trưởng cao nhờ vào việc hưởng lợi từ chính sách đẩy mạnh đầu tư công và có dư địa trúng nhiều gói thầu trong tương lai.

STT	Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu 2026	Tiềm năng tăng giá (%) (*)	Điểm nhấn đầu tư
1	HHV	17.800	30%	- Trong giai đoạn 2025 – 2027, lưu lượng xe qua các trạm thu phí thuộc các dự án BOT do HHV quản lý được kỳ vọng có thể tăng trưởng ổn định ở mức 8 – 10%, giúp đảm bảo nguồn doanh thu từ hoạt động thu phí BOT. - Chúng tôi kỳ vọng rằng sự gia tăng chi tiêu đầu tư công của Chính phủ sẽ mang lại nhiều dự án cho HHV trong tương lai. Tính đến Q3/2025, giá trị backlogs của HHV đạt hơn 2.500 tỷ đồng, gấp 2,5 lần doanh thu xây lắp năm 2024. Dự kiến mảng này tiếp tục là nguồn đóng góp chính cho kết quả kinh doanh năm 2025-2026.
2	VCG	35.000	44%	- Tính đến Q3/2025, giá trị backlog của VCG đạt hơn 29.000 tỷ đồng, gấp khoảng 3 lần doanh thu xây lắp năm 2024. Dự kiến mảng này tiếp tục là nguồn đóng góp chính cho kết quả kinh doanh năm 2025-2026. - Chúng tôi kỳ vọng với chính sách đẩy mạnh đầu tư công từ Chính phủ, VCG sẽ có nhiều khả năng trúng các gói thầu mới nhờ vào kinh nghiệm và năng lực triển khai các dự án lớn.
3	LCG	14.700	38%	- Tính đến tháng 9/2025, giá trị trúng thầu chưa ghi nhận doanh thu (backlog) của LCG đạt gần 7.300 tỷ đồng, gấp gần 3 lần doanh thu xây lắp năm 2024. Dự kiến mảng này tiếp tục là nguồn đóng góp chính cho kết quả kinh doanh năm 2025-2026. - LCG sở hữu lợi thế từ đối tác lớn và năng lực thi công đã được chứng minh. Hợp tác với các nhà thầu lớn như Vinaconex, Sơn Hải và CC1 giúp công ty giữ vững nguồn backlog 2026–2030. Việc vượt tiến độ 8 tháng tại cao tốc Vân Phong – Nha Trang (thường ~100 tỷ đồng) cùng sự hiện diện tại Vành đai 4 Hà Nội tiếp tục khẳng định uy tín, tạo nền tảng mở rộng backlog và duy trì tăng trưởng bền vững.
4	DPG	56.600	37%	DPG mới đây đã ghi nhận bước tiến mạnh mẽ trong mảng xây lắp khi trúng thầu ba gói thầu lớn với tổng giá trị 1.900 tỷ đồng tại: (1) gói thầu xây dựng cầu Hồng Hà và cầu vượt đê Hữu Hồng thuộc dự án Vành đai 4 Hà Nội; (2) dự án cầu vượt sông Trà Lý; và (3) dự án xây dựng cầu đi bộ qua sông Sài Gòn. Lũy kế 9T2025, tổng giá trị hợp đồng ký mới của DPG đã đạt khoảng 4.300 tỷ đồng, qua đó giá trị backlogs đạt hơn 6.600 tỷ đồng, hơn 2 lần so với doanh thu mảng xây lắp năm 2024, qua đó giúp đảm bảo nguồn công việc ổn định cho giai đoạn sắp tới.
5	CTD	110.000	38%	- CTD đang mở rộng sang mảng đầu tư công, lĩnh vực được dự báo có dư địa tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025–2027. Hai dự án trọng điểm gồm Nhà ga hành khách T2 – Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc và Trung tâm Hội nghị APEC (S2, S3, S4) với tổng giá trị hơn 5.000 tỷ đồng đang được CTD triển khai, giúp doanh nghiệp từng bước hoàn thiện hồ sơ năng lực ở phân khúc hạ tầng quy mô lớn. Điều này không chỉ mở ra cơ hội tham gia sâu hơn vào các gói thầu đầu tư công trong tương lai mà còn giúp CTD đa dạng hóa nguồn doanh thu, giảm mức độ phụ thuộc vào chu kỳ xây dựng dân dụng. - Trong Q3/2025, CTD ký mới 19.300 tỷ đồng hợp đồng (+87% svck), đưa backlog lên 51.600 tỷ đồng (+47% svck), cao hơn gần 2 lần doanh thu năm 2024. Trong đó, tỷ lệ backlog phân bổ hợp lý giữa các mảng: dân dụng (60%), công nghiệp (20%) và hạ tầng (10%), tạo nền tảng tăng trưởng ổn định trong các năm tới.

Nguồn : ACBS (*) giá thị trường ngày 12/12/2025

➤ **Ngành nguyên vật liệu và xây dựng hạ tầng:** Chúng tôi lựa chọn các cổ phiếu đầu ngành của mỗi phân khúc, có tiềm năng tăng trưởng cao nhờ vào việc hưởng lợi từ chính sách đẩy mạnh đầu tư công và có dư địa trúng nhiều gói thầu trong tương lai.

STT	Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu 2026	Tiềm năng tăng giá (%) (**)	Điểm nhấn đầu tư
1	HPG	35.700	37%	- Nhu cầu thép xây dựng dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong năm 2026 khi Chính phủ đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng với các dự án lớn như sân bay Long Thành và tuyến đường sắt cao tốc Bắc Nam. - HPG với lợi thế sở hữu đầy đủ chuỗi giá trị ngành thép, hiện giữ vững vị trí dẫn đầu trong nước với thị phần khoảng 35% tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng. Nhu cầu thép xây dựng cho đầu tư công sẽ giúp HPG tối đa hóa công suất, dự kiến tăng sản lượng khoảng 10% so với năm 2024. Hơn nữa, nhu cầu ổn định sẽ giúp duy trì giá thép và đảm bảo biên lợi nhuận của HPG ổn định.
2	VLB (*)	52.900	8%	- VLB đang sở hữu 5 mỏ đá (Thanh Phú 1, Thiện Tân 2, Tân Cang 1, Soklu 2, Soklu 5), các mỏ đá VLB đều có vị trí thuận lợi, cung cấp cho các dự án trọng điểm khu vực miền Đông và Tây Nam Bộ như cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2, sân bay quốc tế Long Thành, Vành đai 3 TP. Hồ Chí Minh. - Chúng tôi ước tính nhu cầu đá xây dựng cho hoạt động phát triển các dự án trọng điểm tại Nam bộ giai đoạn 2024- 2030 sẽ ở mức 37,3 tỷ m³ các loại, tương đương với lượng đá tiêu thụ hàng năm sẽ tăng thêm 10%. - Tổng trữ lượng đá nguyên khối còn lại tính đến cuối năm 2024 còn lại gần 85 triệu m³ và tổng công suất khai thác cấp phép là 5,7 triệu m³/năm sẽ giúp VLB hưởng lợi khi phục vụ nhu cầu đá xây dựng được gia tăng.
3	HT1	20.800	43%	- Tại khu vực phía Nam, các đại công trường bước vào giai đoạn tăng tốc và hoàn thành như: sân bay Long Thành, Vành đai 3 & 4 TP.HCM và cao tốc Bắc–Nam giai đoạn 2, được kỳ vọng tiếp tục thúc đẩy mạnh nhu cầu xi măng trong năm 2026. Song song đó, thị trường bất động sản phía Nam đang dần được khai thông pháp lý, mở khóa nguồn cung mới với dự báo 2025F–2027F đạt khoảng 81.000 căn hộ và 31.000 sản phẩm nhà liền thổ, tương ứng với mức tăng trưởng kép 49%/năm và 109%/năm. Trong bối cảnh nhu cầu phục hồi rõ nét này, HT1 với lợi thế vị trí nhà máy chiến lược và mạng lưới phân phối lớn nhất miền Nam gồm 86 đại lý ủy quyền và khoảng 6.300 cửa hàng VLXD trên toàn quốc, được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ nhu cầu tăng tiêu thụ xi măng sắp tới. - Với hơn 40% chi phí nguyên vật liệu đến từ than nhập khẩu, đã giảm hơn 70% so với đỉnh 2022–2023, giúp HT1 ghi nhận sự đảo chiều tích cực trong biên lợi nhuận gộp. Bước sang năm 2026, dự báo của World Bank cho thấy giá than cốc duy trì quanh 180 USD/tấn (-5% svck), qua đó giúp doanh nghiệp hưởng lợi kép từ tăng sản lượng và tối ưu chi phí sản xuất.
4	PLC (*)	33.100	35%	- PLC là công ty cung cấp nhựa đường lớn nhất tại Việt Nam với thị phần nhựa đường cả nước khoảng 30%. - Với lợi thế cạnh tranh nằm ở hệ thống kho cảng với công suất 400.000 tấn/năm trải dài trên cả nước, PLC có vị thế được hưởng lợi lớn từ nhu cầu nhựa đường cho xây dựng cao tốc với mục tiêu của Chính phủ đặt ra là có 3.000km đường bộ cao tốc đến năm 2025 và 5.000km đến năm 2030.

Nguồn : ACBS, (*) : Bloomberg Consensus (**) giá thị trường ngày 12/12/2025

DANH MỤC CỔ PHIẾU NGÀNH BĐS NHÀ Ở VÀ KCN

➤ **Ngành bất động sản:** các công ty bất động sản nhà ở như VHM, DXG, DIG, NLG, PDR và bất động sản công nghiệp như SIP, VGC, IDC, KBC hưởng lợi từ việc đẩy mạnh đầu tư xây dựng các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm.

Dự án hạ tầng giao thông trọng điểm	Cổ phiếu bất động sản	Dự án bất động sản hưởng lợi
Cao tốc Bắc Nam – GD2	DIG	Khu dân cư thương mại phường IV, Hậu Giang (đang mở bán)
	VIC, VHM	Khu công nghiệp Vinhomes Vũng Áng (được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 7/2024)
	VGC	Khu công nghiệp Dốc đá trắng (được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 3/2024)
Sân bay Long Thành	DXG	Gem Sky World (đã bán 2.300 lô đất trên tổng số 3.900)
	SIP	Khu công nghiệp Lộc An – Bình Sơn (còn 115 ha có thể cho thuê)
Đường vành đai 3, TP.HCM	VHM	Khu đô thị Đại học quốc tế Việt Nam (chưa mở bán) Vinhomes Green City (mở bán từ tháng 6/2025) Vinhomes Grand Park (đã bán gần hết)
	NLG	Waterpoint (đang kinh doanh GD1 có diện tích 165 ha trên tổng số 355 ha)
	AGG	The Gió (đang mở bán)
	SIP	Khu công nghiệp Lê Minh Xuân 3 (còn 98 ha có thể cho thuê) Khu công nghiệp Đông Nam (còn 22 ha có thể cho thuê)
	IDC	Khu công nghiệp Hữu Thạnh (còn 222 ha có thể cho thuê)
Đường vành đai 4, Hà Nội	VHM	Vinhomes Wonder City (mở bán từ tháng 3/2025) Vinhomes Ocean Park 1, 2, 3 (đã bán gần hết) Vinhomes Smart City (đã bán gần hết)
	VGC	Khu công nghiệp Thuận Thành 1 (đang kinh doanh)
	KBC	Khu công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh (còn 66 ha có thể cho thuê) Khu công nghiệp Quế Võ (đã lấp đầy 100%)
Các tuyến metro, TP.HCM	PDR	La Pura (đang kinh doanh) Thuận An 1,2 (đang chuyển nhượng cho đối tác)
	VHM	Vinhomes Green Paradise (đang mở bán)
	AGG	The Gió (đang mở bán)
	BCM, IJC	Thành phố mới Bình Dương (đang mở bán) Các KCN ở Bình Dương (đang vận hành)
Các tuyến metro, Hà Nội	VHM	Vinhomes Wonder City (mở bán từ tháng 3/2025)

Nguồn : ACBS

PHẦN 4. TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ 2026

4.4 VỐN HÓA VỪA & NHỎ – ĐÃI CÁT TÌM VÀNG

Phạm Bình Phương

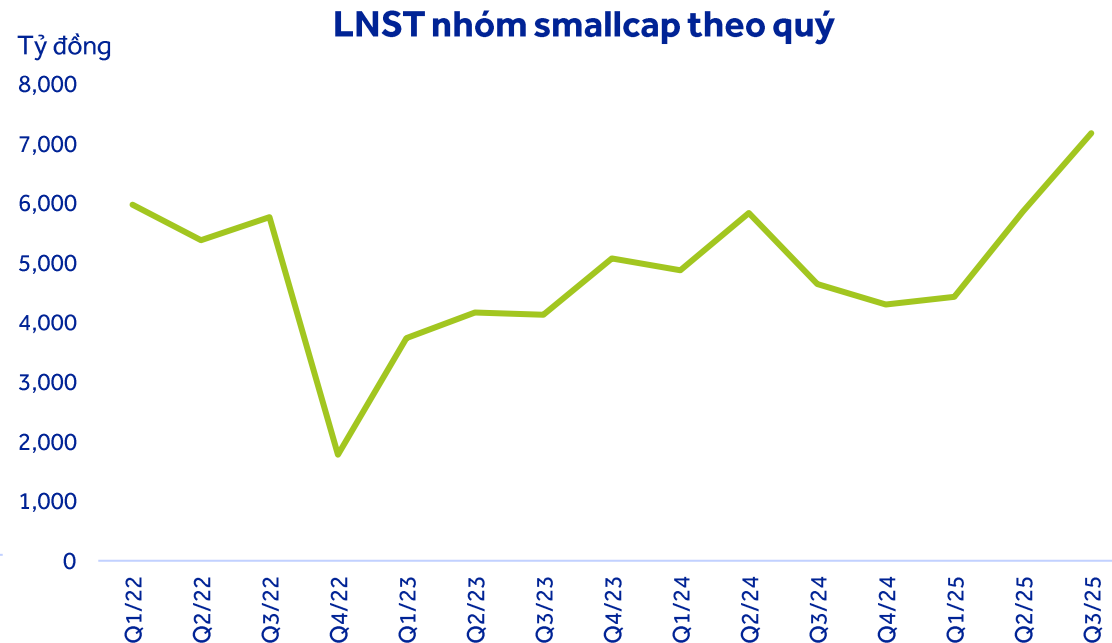
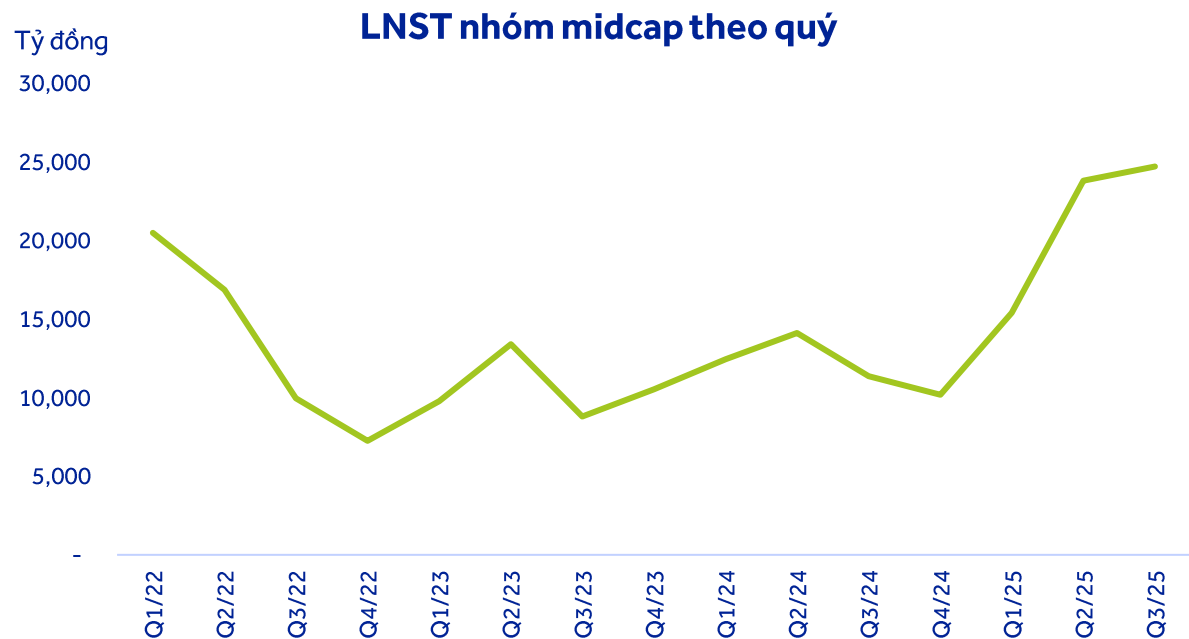
Chuyên viên Phân tích

phuongpb@acbs.com.vn

LỢI NHUẬN NHÓM VỐN HÓA VỪA & NHỎ PHỤC HỒI MẠNH

Phạm Bình Phương
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1042
phuongpb@acbs.com.vn

- Xét theo vốn hóa, chúng tôi chia ra: nhóm midcap sẽ có vốn hóa từ 5.000 tỷ - 28.000 tỷ, nhóm smallcap sẽ có vốn hóa dưới 5.000 tỷ đồng.
- Lấy mốc thời gian từ Q1/2022 khi VN-Index tạo đỉnh tại vùng 1.530, lợi nhuận sau thuế của toàn thị trường cũng tạo đỉnh và giảm mạnh. Trong đó nhóm cổ phiếu Midcap và Smallcap có mức suy giảm LNST lần lượt 50% và 66% (so sánh đỉnh và đáy).
- Năm 2025 nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ đã ghi nhận LNST hồi phục ấn tượng. Cụ thể:
 - LNST Q2/2025 của nhóm Midcap đã vượt mức cao nhất của Q1/2022 và tiếp tục tăng trưởng trong Q3/2025;
 - LNST Q3/2025 của nhóm Smallcap đã vượt mức Q1/2022.

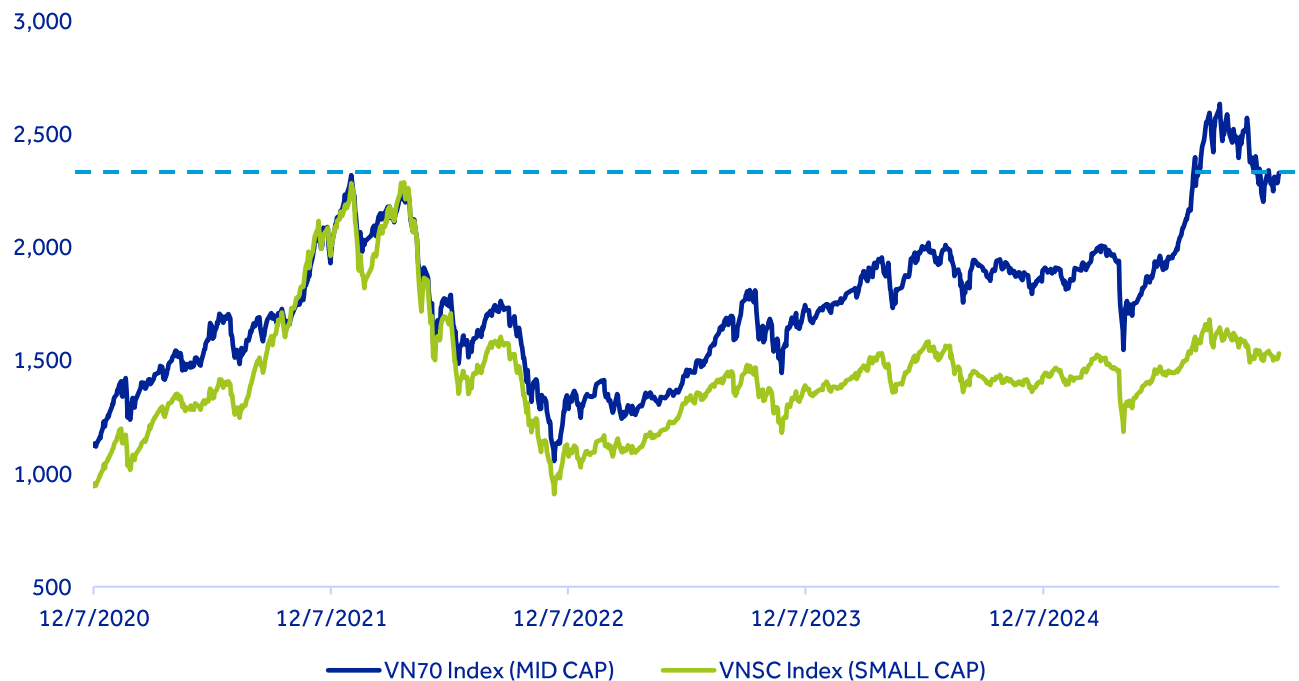


Nguồn: Fiinpro, ACBS tổng hợp

“LÃI CÀNG CAO – ĐỊNH GIÁ CÀNG RẺ”: NGHỊCH LÝ HAY CƠ HỘI?

Phạm Bình Phương
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1042
phuongpb@acbs.com.vn

- VN70 (Midcap) đã tăng mạnh vượt đỉnh năm 2022 và hiện tại đang điều chỉnh về vùng đỉnh này, với LNST cải thiện mạnh trong thời gian qua, mức P/E chung của chỉ số đã giảm về vùng trung bình 5 năm. Diễn biến tăng mạnh của nhóm Midcap trong năm chịu ảnh hưởng lớn bởi nhóm cổ phiếu họ Gelex như GEX, GEE và VIX, vốn hóa hiện nay của 3 cổ phiếu này hiện chiếm hơn 15% vốn hóa của chỉ số VN70.
- Chỉ số VNSC (Smallcap) vẫn dao động quanh vùng thấp trong khi LNST tăng trưởng vượt đỉnh 2022 nên mức P/E của nhóm smallcap đã giảm về vùng – 1 Std của định giá 5 năm.



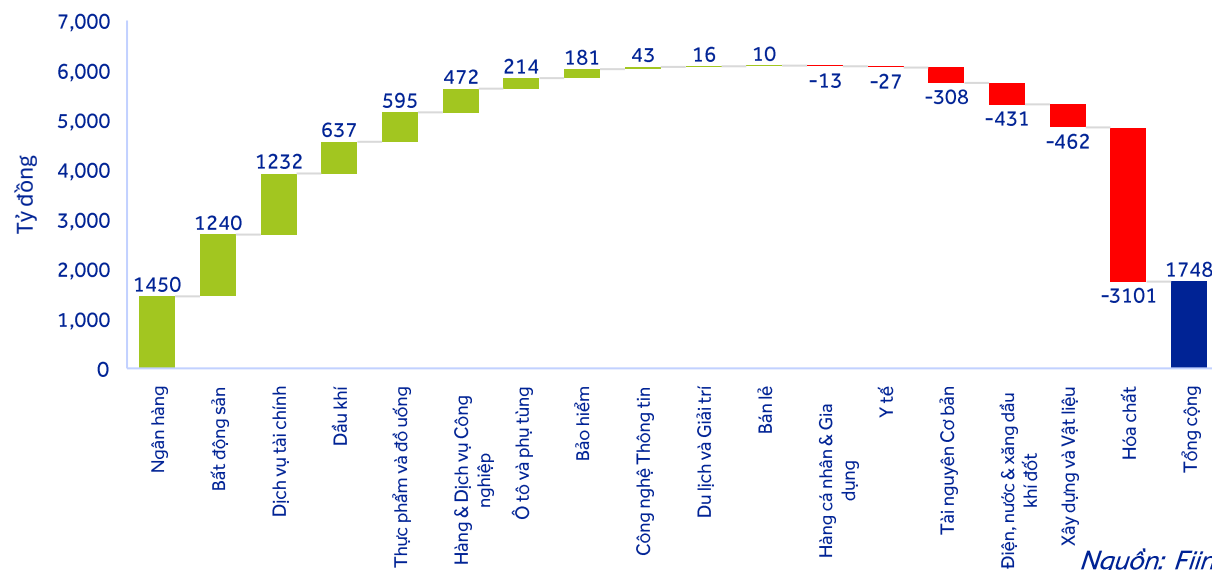
Nguồn: Bloomberg

TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN THEO NGÀNH

Phạm Bình Phương
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1042
phuongpb@acbs.com.vn

MIDCAP: So sánh 2 mốc thời gian là Q1/2022 và Q3/2025 và loại bỏ các khoản lợi nhuận bất thường do chuyển nhượng dự án bất động sản (bán sỉ dự án), các nhóm ngành đã ảnh hưởng biến động lợi nhuận sau thuế của nhóm midcap như sau:

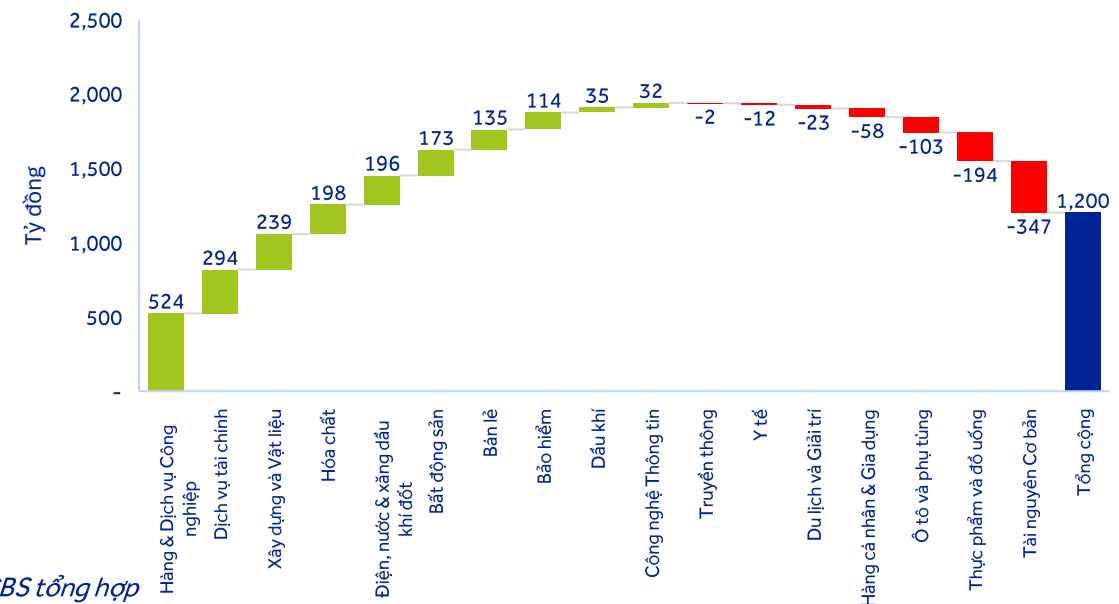
- Các nhóm Ngân hàng, Bất động sản, Dịch vụ tài chính (Chứng khoán) dẫn đầu mức tăng trưởng LNST. Đây là những nhóm có độ nhạy cao với lãi suất, khi lãi suất tăng mạnh trong năm 2022 LN nhóm này đã bị ảnh hưởng và dần hồi phục và tăng trưởng trở lại khi môi trường lãi suất thuận lợi, tín dụng khả quan như năm 2025.
- Các nhóm Dầu khí, Hàng hóa dịch vụ công nghiệp khả quan một phần quan trọng đến từ việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư trong thời gian qua.
- Thực phẩm & đồ uống; Ô tô & phụ tùng tăng trưởng nhờ sự hồi phục của sức cầu.



Nguồn: Fiinpro, ACBS tổng hợp

SMALLCAP: Khi so sánh LNST của các doanh nghiệp có vốn hóa nhỏ (Smallcap) giai đoạn Q1/2022 với Q3/2025, chúng tôi ghi nhận 1 số ngành tăng trưởng chính như sau:

- Đối với nhóm Smallcap, dẫn đầu tăng trưởng LNST là nhóm ngành Hàng & dịch vụ công nghiệp, trong đó chính là các doanh nghiệp kinh doanh cảng biển và Logistic.
- Tiếp theo là nhóm các công ty chứng khoán có mức vốn hóa nhỏ cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực.
- Trong các nhóm ngành còn lại, các doanh nghiệp ngành Xây lắp, Khai thác đá, May mặc và Bảo hiểm là những doanh nghiệp mức ảnh hưởng lớn.



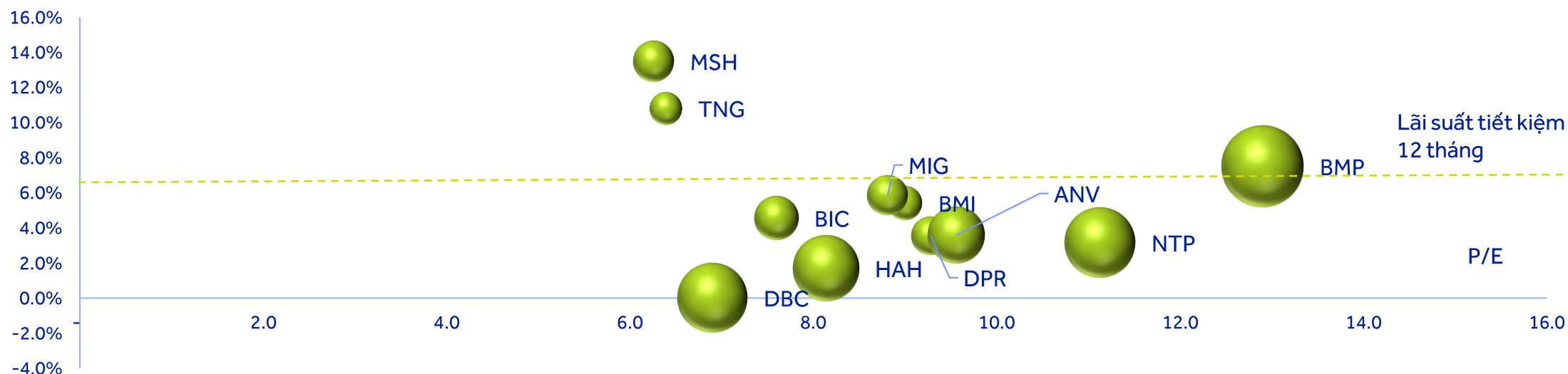
TIÊU CHÍ LỰA CHỌN CỔ PHIẾU VỪA & NHỎ

Phạm Bình Phương
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1042
phuongpb@acbs.com.vn

- Ảnh hưởng lớn nhất đến tăng trưởng lợi nhuận của nhóm các doanh nghiệp có vốn hóa vừa và nhỏ là các nhóm ngành: **Ngân hàng, Bất động sản, Chứng khoán**. Đây là nhóm có lợi nhuận nhạy với lãi suất, do đó sau khi lãi suất tạo đỉnh vào cuối năm 2022 – đầu 2023 và giảm trở lại đã trở thành yếu tố hỗ trợ chính đến LNST của các nhóm này.
- Trong điều kiện hiện tại, chúng tôi lo ngại khả năng việc duy trì tăng trưởng tín dụng cao để kích thích kinh tế sẽ kéo theo việc môi trường lãi suất tiếp tục tăng trong năm 2026. Do đó dù là các trụ cột về tăng trưởng của nhóm vốn hóa vừa và nhỏ nhưng chúng tôi lo ngại về khả năng duy trì LNST khả quan của các nhóm trên.
- Trong các ngành còn lại, các ngành **Thực phẩm & Đồ uống, Hàng & Dịch vụ công nghiệp (Cảng biển & Logistic), Xây dựng và Vật liệu, Bảo hiểm** là những ngành được kì vọng có tính ổn định cao, ít chịu rủi ro về biến động lãi suất.
- Ngoài ra một số doanh nghiệp sản xuất dù ngành chung đang trong giai đoạn khó khăn do yếu tố vĩ mô nhưng vẫn ngược dòng tăng trưởng tốt như một số doanh nghiệp ngành **Dệt may, Hóa chất (Cao su)** cũng là đáng được xem xét khi đang có mức định giá thấp.
- Các mã được chúng tôi quan tâm khuyến nghị: **BMP, NTP, ANV, DPR, MIG, BMI, BIC, HAH, DBC, TNG, MSH**.

Cổ tức/ thị giá

Cổ tức và định giá các doanh nghiệp



Nguồn: ACBS tổng hợp

MỘT SỐ CỔ PHIẾU MIDCAP TIỀM NĂNG

Phạm Bình Phương
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1042
phuongpb@acbs.com.vn

Mã	Tên công ty	Ngành cấp 2	Đánh giá doanh nghiệp	Nợ/ VCSH	Tăng trưởng LNST 2025E	Tăng trưởng LNST 2026F	P/E TTM	P/E 2025E	P/E 2026F
ANV	Thủy sản Nam Việt	Thực phẩm và đồ uống	Công ty nắm bắt được cơ hội và thành công mở rộng sản phẩm cá rô phi xuất khẩu sang thị trường Mỹ. ANV nằm trong top các doanh nghiệp dẫn đầu về xuất khẩu cá rô phi. Trong năm 2025 xuất khẩu cá rô phi là điểm sáng của ngành thủy sản với mức tăng trưởng hơn 200%.	0,44	2.500%	5%	9,6	5,8	5,6
DBC	Tập đoàn DABACO	Thực phẩm và đồ uống	Giá heo hơi giai đoạn đầu năm dao động quanh mức 65.000 – 75.000 đ/kg giúp DBC ghi nhận lợi nhuận kỷ lục. Giá heo hơi được dự báo sẽ ổn định trên mức 60.000 đ/kg do nhu cầu đang gia tăng.	0,73	82%	5%	6,9	7,9	7,5
HAH	Vận tải và Xếp dỡ Hải An	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam tăng trưởng 17,2% trong 11 tháng cho thấy nhu cầu vận tải biển vẫn lớn. Hiệu quả vận tải đang được nâng lên do hợp tác với cổ đông lớn VSC – là doanh nghiệp cảng biển lớn nhất Hải Phòng. Biên lợi nhuận năm 2025 duy trì mức cao trong bối cảnh rủi ro thuế quan	0,41	66%	10%	8,1	9,1	8,2
NTP	Nhựa Tiền Phong	Xây dựng và Vật liệu	Giá nguyên liệu đầu vào giảm: Giá PVC liên tục tìm đáy mới tạo cơ hội giảm chi phí sản xuất, gia tăng lợi nhuận cho 2 công ty. Các dự án Nhà ở và Nhà ở xã hội (NOXH) đang được đẩy mạnh đầu tư giúp tăng nhu cầu tiêu thụ cho sản phẩm của công ty. Đầu tư công hỗ trợ tăng trưởng: Sản phẩm ống nhựa HDPE của NTP và BMP được tiêu thụ trong hệ thống thoát nước các dự án làm cơ sở hạ tầng, các công trình hạ tầng liên quan đầu tư công.	0,49	50%	32%	11,1	10,1	7,6
BMP	Nhựa Bình Minh	Xây dựng và Vật liệu		0,02	25%	21%	12,9	12,2	10,1

Nguồn: ACBS ước tính

MỘT SỐ CỔ PHIẾU SMALLCAP TIỀM NĂNG

Phạm Bình Phương
(+84 28)7300 7000 – Ext: 1042
phuongpb@acbs.com.vn

Mã	Tên công ty	Ngành cấp 2	Đánh giá doanh nghiệp	Nợ/ VCSH	Tăng trưởng LNST 2025E	Tăng trưởng LNST 2026F	P/E TTM	P/E 2025E	P/E 2026F
BIC	Bảo hiểm BIDV	Bảo hiểm	➤ Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ liên tục tăng trưởng trong 20 năm qua bởi các yếu tố: (1) Nhu cầu mua các sản phẩm Bảo hiểm vật chất ngày càng cao; (2) Các sản phẩm bảo hiểm ngày càng đa dạng.	0,16	23%	18%	7,6	7,1	6,0
BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	Bảo hiểm	➤ Trên 80% tài sản đầu tư của các doanh nghiệp Bảo hiểm Phi nhân thọ do đó xu hướng tăng lãi suất tiền gửi là sự kiện có lợi cho doanh nghiệp.	0	10%	8%	9,0	10,2	9,5
MIG	Bảo hiểm Quân đội	Bảo hiểm	➤ Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ đang trong giai đoạn chịu áp lực cạnh tranh thị phần từ các công ty nhỏ, trong bối cảnh đó các doanh nghiệp BMI, MIG và BIC là những doanh nghiệp đầu ngành, với uy tín lớn nên các sản phẩm kinh doanh đều đang ghi nhận hiệu quả là lợi thế quan trọng so với các doanh nghiệp top dưới.	0	40%	23%	8,8	10,7	8,8
MSH	May Sông Hồng	Hàng cá nhân & Gia dụng	➤ Năm 2025, bất chấp áp lực từ biến động địa chính trị và chính sách thuế quan của Mỹ, ngành Dệt may đã ghi nhận kết quả khả quan. Kim ngạch xuất khẩu ước đạt 46 tỷ USD, tăng 5,6% so với năm 2024. Đặc biệt, con số xuất siêu ấn tượng lên tới 21 tỷ USD.	0,53	65%	15%	6,3	5,5	4,8
TNG	Đầu tư và Thương mại TNG	Hàng cá nhân & Gia dụng	➤ Các doanh nghiệp MSH và TNG thỏa điều kiện về cơ bản lần thanh khoản.	1,63	20%	15%	6,4	6,2	5,4
DPR	Cao su Đồng Phú	Hóa chất	➤ Với giá mủ cao su hiện tại, công ty đang ghi nhận lợi nhuận tốt từ hoạt động kinh doanh chính: Q3/2025 hoạt động kinh doanh mủ tăng trưởng 90% svck. ➤ Giá mủ cao su quốc tế và trong nước được dự báo sẽ duy trì ổn định do: (1) Nguồn cung suy giảm từ các quốc gia xuất khẩu lớn như Thái Lan, Malaysia; (2) Năm 2026 khả năng sẽ xuất hiện El Nino ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng; (3) Nhu cầu phát triển ngành công nghiệp ô tô trong nước hỗ trợ cho giá bán mủ nội địa.	0	40%	10%	9,3	8,7	7,9

Nguồn: ACBS ước tính

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà Léman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Phường Xuân Hòa, TP.HCM
Tel: (+84 28) 7300 7000 Fax: (+84 28) 7300 375
Website: www.acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

10 Phan Chu Trinh, Phường Hoàn Kiếm, Hà Nội Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Giám đốc phòng Phân tích & Chiến lược thị trường

Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)

trangdm@acbs.com.vn

acbs_phantich@acbs.com.vn

PHÒNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc phòng khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)

huongctk@acbs.com.vn

groupis@acbs.com.vn

Giám đốc Xử lý giao dịch KHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)

huynhntn@acbs.com.vn

Khuyến cáo

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào.

ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2026). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.