BÁO CÁO
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2026

Nâng hạng thị trường mở khóa định giá

ASEANSC Research I Tháng 12/2025

TÓM TẮT

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

CHỈ SỐ VĨ MÔ 2026F

TĂNG TRƯỞNG GDP (MỤC TIÊU CHÍNH PHỦ)

> 10% ▲ **Bứt phá**

TỶ GIÁ (USD/VND)

+ 2% **Ổn định**

LẠM PHÁT (CPI)

< 4,5% **Kiểm soát**

LÃI SUẤT HUY ĐỘNG

0,5% **Tăng nhẹ**

Nền tảng vững chắc từ 2025 sẽ là động lực thúc đẩy bứt phá ngay từ năm đầu kế hoạch 5 năm (2026 – 2030).

NHÓM NGÀNH TRỌNG ĐIỂM HƯỞNG LỢI

Ngân hàng	**KHẢ QUAN**	Tín dụng 2026F duy trì nhịp tăng tích cực **(+20%)**
Chứng khoán	**KHẢ QUAN**	VN-Index dự báo tiếp cận vùng **1.900 – 2.000** trong 2026F
Đầu tư công	**KHẢ QUAN**	Vốn đầu tư công 2026F tăng mạnh **(+41,6% YoY)**
Bán lẻ	**KHẢ QUAN**	Tổng mức bán lẻ HH &DV 2026F tăng trưởng khá **(11-12% YoY)**

CỘT MỐC CHIẾN LƯỢC 2026

Quý 1/2026	Quý 2/2026	Quý 3/2026	Quý 4/2026
Thông xe **Cao tốc Bắc - Nam**	Vận hành thử **sân bay Long Thành**	**Nâng hạng TTCK** (FTSE)	Phủ sóng **5G** toàn quốc

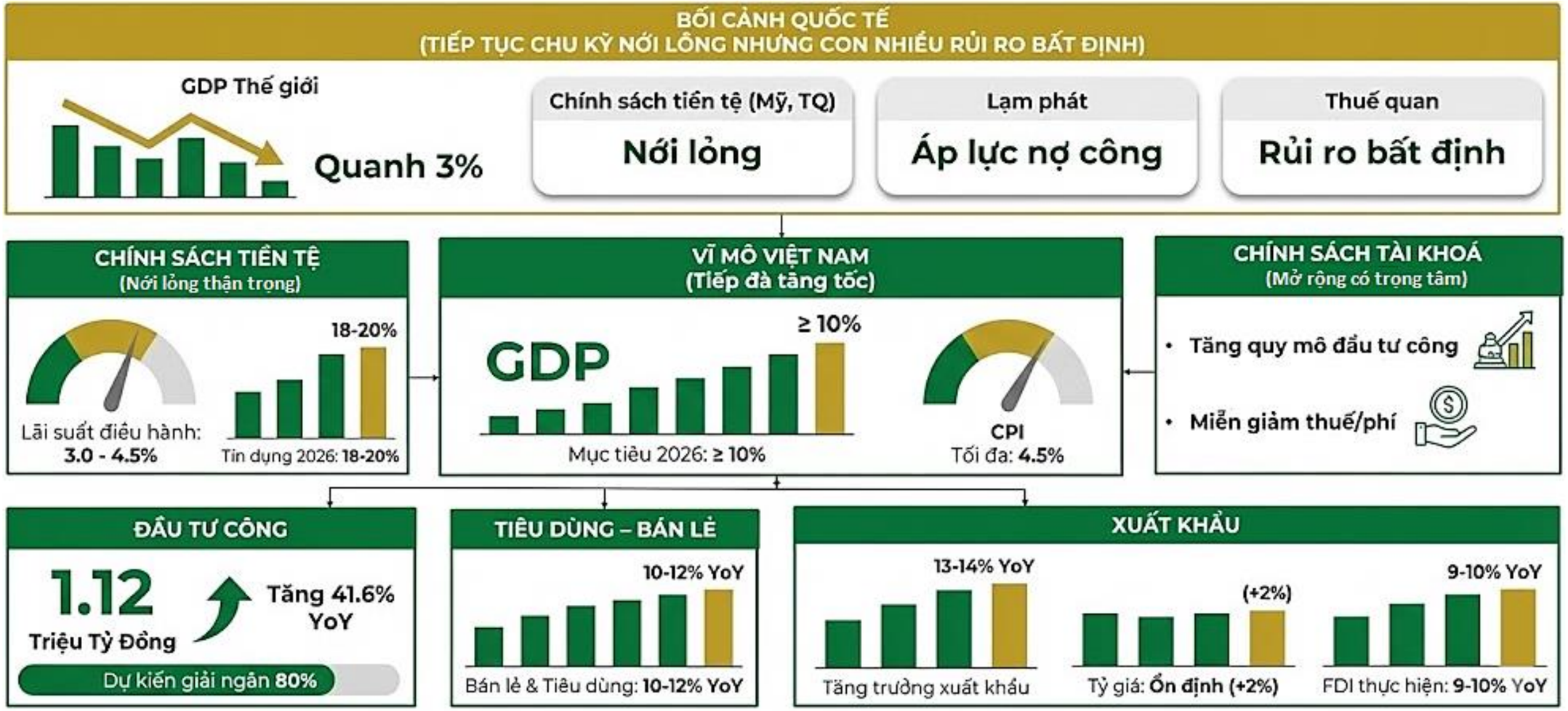
DOANH NGHIỆP NỔI BẬT

Mã	LNST 2026F
CTG (Ngân hàng)	45.436 **(+24% YoY)**
MBB (Ngân hàng)	32.146 **(+25% YoY)**
TCB (Ngân hàng)	30.323 **(+27% YoY)**
VPB (Ngân hàng)	27.920 **(+31% YoY)**
HDB (Ngân hàng)	19.225 **(+18% YoY)**
HPG (Thép/ĐTC)	19.187 **(+23% YoY)**
MWG (Bán lẻ)	8.452 **(+34% YoY)**
TCX (Chứng khoán)	6.669 **(+27% YoY)**
PNJ (Bán lẻ)	2.914 **(+26% YoY)**
CTD (Xây dựng/ĐTC)	599 **(+40% YoY)**

Tập trung các ngành dẫn dắt và hưởng lợi trực tiếp từ bối cảnh vĩ mô.

TÓM TẮT

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2026 | VƯƠN MÌNH BẰNG YẾU TỐ NỘI TẠI



Nguồn: Aseansc tổng hợp

TÓM TẮT

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

TRIỂN VỌNG NGÀNH 2026 | BỨT PHÁ ĐẦU CHU KỲ

NGÂN HÀNG [KHẢ QUAN]

Tín dụng 2026F duy trì nhịp tăng tích cực (+20%)

CTG [KHẢ QUAN], **TCB** [KHẢ QUAN], **VPB** [KHẢ QUAN], **HDB** [KHẢ QUAN], **MBB** [KHẢ QUAN].

CHỨNG KHOÁN [KHẢ QUAN]

VN-Index dự báo tiếp cận vùng 1.900 – 2.000 trong 2026F

TCX [KHẢ QUAN], **VCK** [THEO DÕI], **VPX** [THEO DÕI].

XÂY DỰNG [KHẢ QUAN]

Hạ tầng và công nghiệp là điểm sáng

VCG [THEO DÕI], **HHV** [KHẢ QUAN], **CII** [THEO DÕI], **CTD** [KHẢ QUAN].

THÉP [KHẢ QUAN]

Nội địa tăng trưởng cùng áp lực hạ nhiệt từ Trung Quốc

HPG [KHẢ QUAN], **HSG** [KHẢ QUAN], **NKG** [THEO DÕI], **VGS** [THEO DÕI].

BÁN LẺ [KHẢ QUAN]

Bán lẻ thiết yếu dẫn dắt tăng trưởng

MWG [KHẢ QUAN], **PNJ** [KHẢ QUAN].

ĐIỆN [KHẢ QUAN]

Bước vào pha tăng trưởng mới

REE [KHẢ QUAN], **GEG** [KHẢ QUAN], **PC1** [KHẢ QUAN], **POW** [KHẢ QUAN], **NT2** [THEO DÕI], **QTP** [THEO DÕI], **HDG** [KHẢ QUAN].

DỆT MAY [KHẢ QUAN]

Xuất khẩu sang Mỹ là động lực tăng trưởng chính

TNG [KHẢ QUAN], **MSH** [THEO DÕI], **TCM** [THEO DÕI].

DẦU KHÍ [KHẢ QUAN]

Giá dầu đi ngang, thượng nguồn phụ thuộc vào tiến độ của các dự án

PVS [KHẢ QUAN], **PVD** [KHẢ QUAN], **GAS** [THEO DÕI], **PVT** [THEO DÕI], **BSR** [THEO DÕI], **PLX** [THEO DÕI], **OIL** [THEO DÕI].

BĐS NHÀ Ở [KHẢ QUAN]

Pháp lý thông thoáng tạo sức bật, trái phiếu là bài kiểm tra sức bền

VHM [THEO DÕI], **NLG** [KHẢ QUAN], **KDH** [KHẢ QUAN].

TÓM TẮT

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

DANH SÁCH CỔ PHIẾU CÓ LỢI TỨC DỰ KIẾN >= 6% (SẮP XẾP THEO TỶ LỆ LỢI TỨC)

STT	Mã CP	Sàn GD	Cổ tức 2024 (đã trả)	Lợi tức dự kiến (*)	Giá CP (05/01/2026)	KLGD 1 phiên	ROE	P/E	P/B
1	VEA	UPCOM	47%	14%	33,800	151,400	27%	5.9	1.4
2	SCS	HOSE	60%	12%	51,400	150,500	49%	6.7	3.0
3	TNG	HNX	20%	11%	17,800	344,300	19%	6.6	1.2
4	MSH	HOSE	35%	11%	31,950	232,600	29%	5.9	1.7
5	SAB	HOSE	50%	10%	48,100	1,623,700	18%	14.7	2.8
6	IDC	HNX	35%	10%	36,000	831,000	30%	7.6	2.1
7	QTP	UPCOM	12%	10%	12,400	410,000	11%	10.1	1.1
8	QNS	UPCOM	40%	9%	47,000	161,200	19%	8.8	1.7
9	CHP	HOSE	22%	8%	29,300	145,000	25%	9.5	2.4
10	VNM	HOSE	44%	7%	60,300	2,814,700	24%	14.9	3.8
11	BFC	HOSE	30%	7%	42,800	141,300	27%	7.1	1.8
12	BMP	HOSE	120%	7%	174,500	111,500	41%	12.0	4.6
13	PAC	HOSE	15%	7%	21,850	202,500	12%	13.4	1.6
14	DPM	HOSE	15%	7%	22,500	4,704,800	8%	18.5	1.4
15	DCM	HOSE	20%	6%	33,350	2,369,000	18%	9.1	1.6

(*) Lợi tức là tỷ suất giữa cổ tức nhận được so với giá mua thực tế tính trong một năm đầu tư

MỤC LỤC

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

TÓM TẮT

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2026 | VƯƠN MÌNH BẰNG YẾU TỐ NỘI TẠI 7

I. KINH TẾ THẾ GIỚI 8
II. KINH TẾ HOA KỲ 12
III. KINH TẾ TRUNG QUỐC 18
IX. KINH TẾ VIỆT NAM 23

TRIỂN VỌNG NGÀNH 2026 | BỨT PHÁ ĐẦU CHU KỲ 31

I. NGÀNH NGÂN HÀNG: TÍN DỤNG DUY TRÌ NHỊP TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC 32
II. NGÀNH CHỨNG KHOÁN: VN-INDEX DỰ BÁO TIẾP TỤC XU HƯỚNG TĂNG 50
III. NGÀNH XÂY DỰNG: HẠ TẦNG VÀ CÔNG NGHIỆP LÀ ĐIỂM SÁNG 69
IX. NGÀNH THÉP: NỘI ĐỊA TĂNG TRƯỞNG CÙNG ÁP LỰC HẠ NHIỆT TỪ TRUNG QUỐC 86
V. NGÀNH BÁN LẺ: BÁN LẺ THIẾT YẾU DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG 97
VI. NGÀNH ĐIỆN: BƯỚC VÀO PHA TĂNG TRƯỞNG MỚI 125
VII. NGÀNH DỆT MAY: XUẤT KHẨU SANG MỸ LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH 145
VIII. NGÀNH DẦU KHÍ: ĐIỂM SÁNG ĐẾN TỪ THƯỢNG NGUỒN 169
IX. NGÀNH BĐS NHÀ Ở: PHÁP LÝ THÔNG THOÁNG TẠO SỨC BẬT, TRÁI PHIẾU LÀ BÀI KIỂM TRA SỨC BỀN 190

THÔNG BÁO

TÓM TẮT TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2026

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

TRIỂN VỌNG 2026 | VĨ MÔ: VƯƠN MÌNH BẰNG YẾU TỐ NỘI TẠI

BỐI CẢNH QUỐC TẾ
(TIẾP TỤC CHU KỲ NỚI LỎNG NHƯNG CÒN NHIỀU RỦI RO BẤT ĐỊNH)

- **Tăng trưởng GDP thế giới có xu hướng chậm lại**, dự báo quanh mức 3% (-2 điểm % YoY, thấp hơn mức trung bình 3,1% của giai đoạn 2000–2019).
- **Mỹ và Trung Quốc nhiều khả năng tiếp tục duy trì lập trường chính sách tiền tệ nới lỏng**, đồng thời triển khai thêm các gói hỗ trợ tài khóa.
- **Áp lực nợ công gia tăng tại nhiều quốc gia** có thể hạn chế dư địa điều hành và khiến chu kỳ nới lỏng kết thúc sớm hơn kỳ vọng.
- **Thuế quan tiếp tục là yếu tố rủi ro** vì tính bất định, dù mức độ căng thẳng thương mại có dấu hiệu giảm. Tuy vậy, kinh nghiệm trong năm 2025 cho thấy nền kinh tế toàn cầu có khả năng chống chịu tương đối tốt trước các cú sốc thương mại.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
(NỚI LỎNG THẬN TRỌNG)

- **Lãi suất điều hành duy trì ở mức thấp** trong giai đoạn 2001 đến nay (3,0 – 4,5%).
- **Theo đó, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao** trong năm 2026 (khoảng 18-20%).

VĨ MÔ VIỆT NAM
(TIẾP ĐÀ TĂNG TỐC TỪ MỨC NỀN 2025)

Mục tiêu 2026: Tăng trưởng GDP ≥ 10%, CPI < 4,5%.

- Tiếp tục duy trì trạng thái **nới lỏng nhưng thận trọng hơn.**
- Động lực tăng trưởng chủ yếu từ nội tại: **đầu tư công** và **tiêu dùng nội địa.**
- **Xuất nhập khẩu và đầu tư FDI** duy trì triển vọng tăng trưởng nhờ lợi thế về chi phí và vai trò trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

CHÍNH SÁCH TÀI KHOÁ
(MỞ RỘNG CÓ TRỌNG TÂM)

- Tăng quy mô vốn và ưu tiên đầu tư công.
- Tiếp **tục miễn giảm thuế/phí**/tiền thuê đất, giảm thuế VAT, **nâng thu nhập khả dụng** khi tăng mức giảm trừ gia cảnh và lương cơ sở.

ĐẦU TƯ CÔNG

- Kế hoạch chi đầu tư phát triển năm 2026 khoảng **1,12 triệu tỷ đồng, tăng 41,6% YoY**, dự kiến giải ngân đạt khoảng **80%** kế hoạch.

TIÊU DÙNG – BÁN LẺ

- Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và tiêu dùng dự kiến đạt **10-12% YoY** trong môi trường nới lỏng.

XUẤT KHẨU

- Tăng trưởng xuất khẩu dự kiến chậm lại so với 2025 nhưng vẫn đạt khoảng **13-14% YoY.**
- Tỷ giá ổn định **(+2%)** trong bối cảnh DXY hạ nhiệt và kỳ vọng Fed hạ lãi suất.
- 2 yếu tố trên giúp kỳ vọng **FDI thực hiện** tăng khoảng **9-10% YoY.**

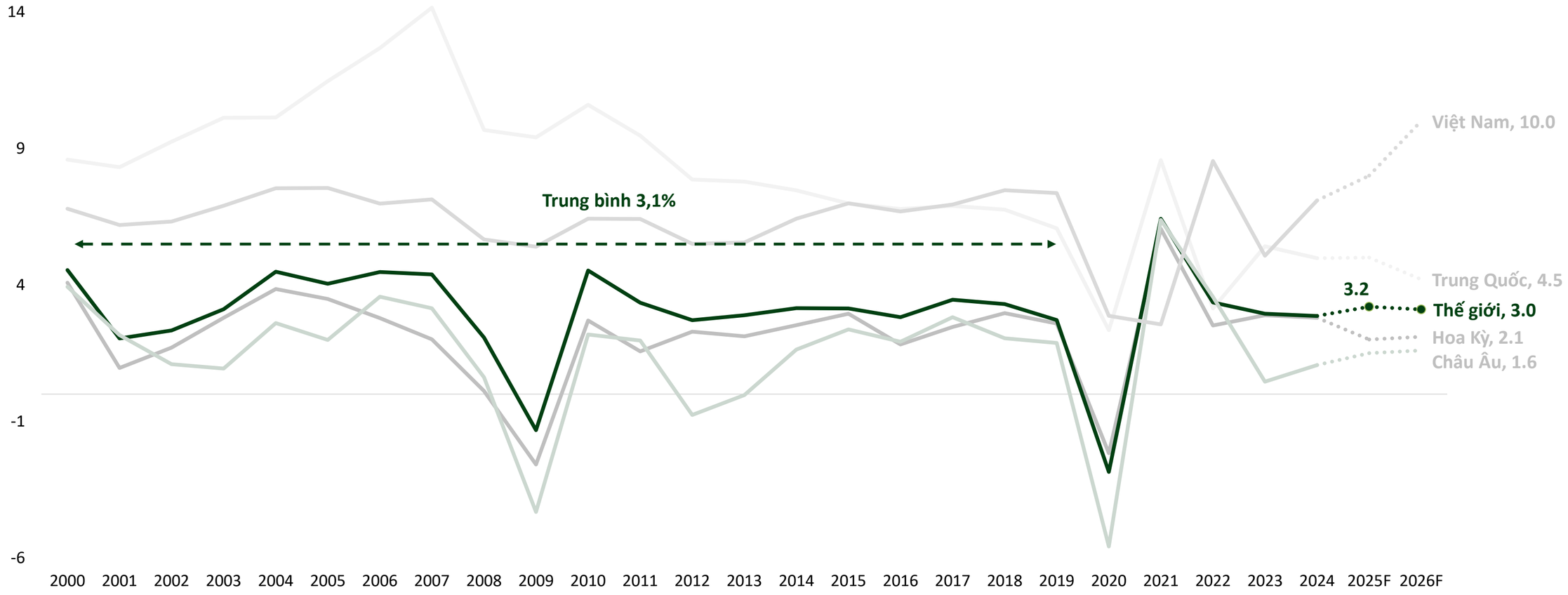
Nguồn: Aseansc tổng hợp

I. KINH TẾ THẾ GIỚI

Năm 2026, bối cảnh kinh tế thế giới được dự báo bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm lại với GDP toàn cầu quanh ~3% (thấp hơn mức trung bình 2000–2019 3,1%), phản ánh tâm lý tiêu dùng yếu tại các nền kinh tế lớn trong môi trường bất ổn chính trị và chính sách thương mại chưa được tháo gỡ; trong khi đó, thuế quan tiếp tục là biến số bất định có thể neo giữ niềm tin tiêu dùng và quyết định đầu tư toàn cầu, dù khung thuế Mỹ đã tương đối rõ hơn đến hết 2025 (mức thuế bình quân nêu trong báo cáo ~16,5%); ở chiều tích cực, lạm phát toàn cầu có xu hướng hạ nhiệt, tạo điều kiện để các NHTW duy trì định hướng nới lỏng, nhưng theo hướng thận trọng hơn nhằm kiểm soát rủi ro lạm phát quay lại và biến động chính sách.

1. Thế giới – Tăng trưởng GDP 2026 chững lại

Tăng trưởng GDP thế giới có xu hướng chậm lại, dự báo quanh mức 3% trong năm 2026 (-2 điểm % YoY, thấp hơn mức trung bình 3,1% của giai đoạn 2000–2019), do tâm lý tiêu dùng yếu tại các quốc gia lớn trong bối cảnh những bất ổn về chính trị và chính sách thương mại chưa được tháo gỡ



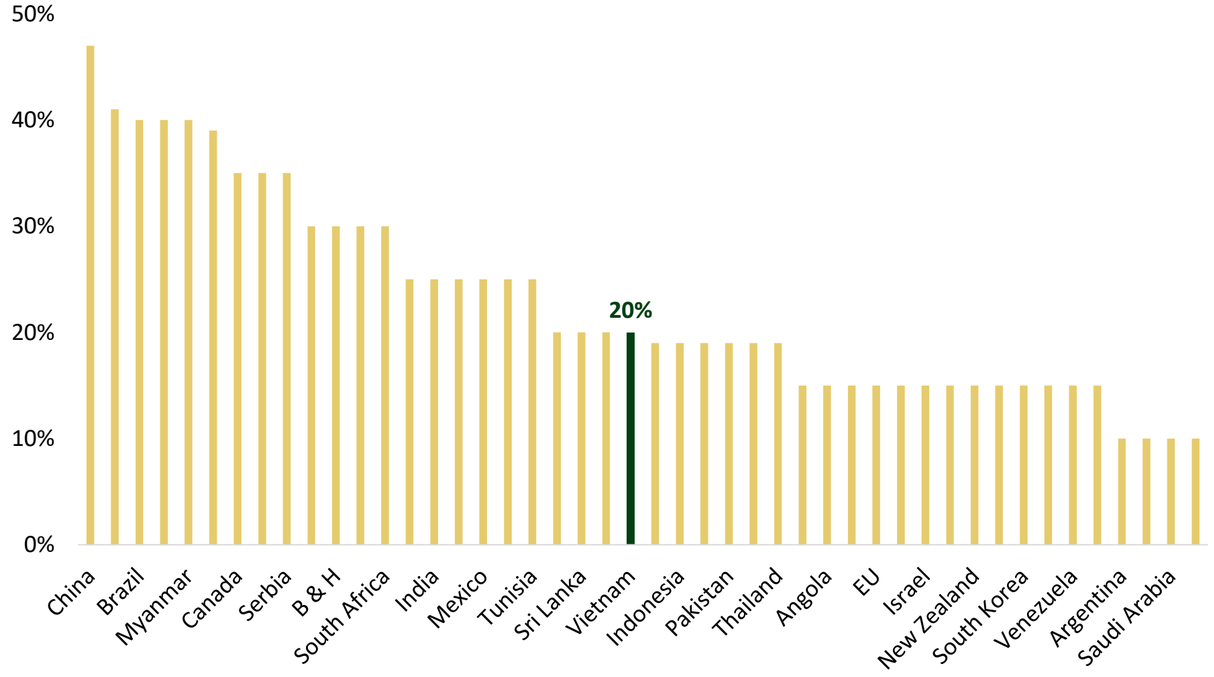
Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

2. Thế giới – Thuế quan vẫn là yếu tố bất định neo giữ tâm lý tiêu dùng và đầu tư

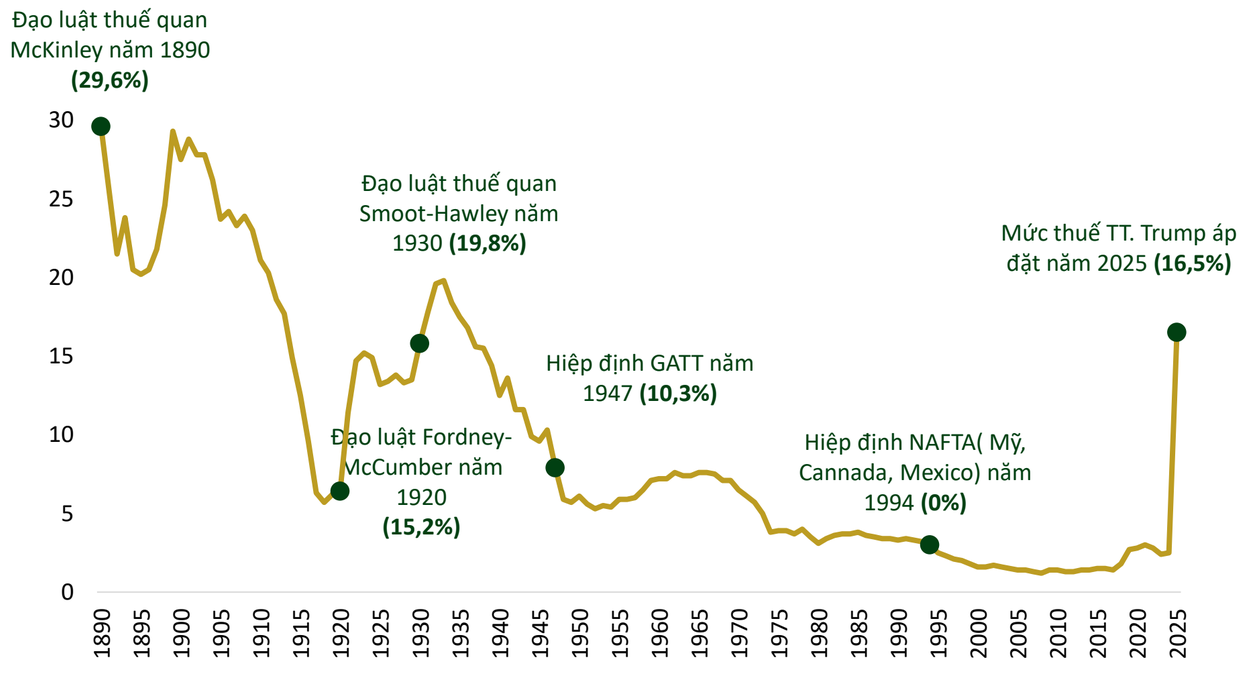
Thuế quan Mỹ đã được công bố tương đối rõ ràng đối với các đối tác nhập khẩu chính, tuy nhiên hệ quả tác động tới nền kinh tế Mỹ và rủi ro tiếp tục biến động vẫn hiện hữu, khiến tâm lý tiêu dùng tại Mỹ và đầu tư trên toàn cầu duy trì trạng thái thận trọng

Kết thúc năm 2025, **chính sách thuế quan mới đã nâng mức thuế nhập khẩu trung bình của Mỹ lên khoảng 17%, cao nhất kể từ năm 1935 đến nay**, trong khi mức thuế trung bình ở cuối năm 2024 chỉ khoảng 2,5%. Trong đó, Mỹ đã gia hạn các miễn trừ thuế quan với nhiều mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc đến tháng 11/2026 giúp giảm bớt một phần lo ngại về áp lực chi phí đầu vào tại Mỹ. Tuy nhiên, rủi ro lạm phát vẫn tồn tại khi mức giá cả hiện tại được cho rằng chưa phản ánh toàn bộ tác động của mức nền thuế quan mới, khiến triển vọng kinh tế vẫn còn bất định.

Thuế quan quy định của Mỹ đối với một số quốc gia nhập khẩu chủ yếu tính đến hết năm 2025 (%)



Thuế nhập khẩu bình quân của Mỹ giai đoạn từ 1890 đến 2025 (%)

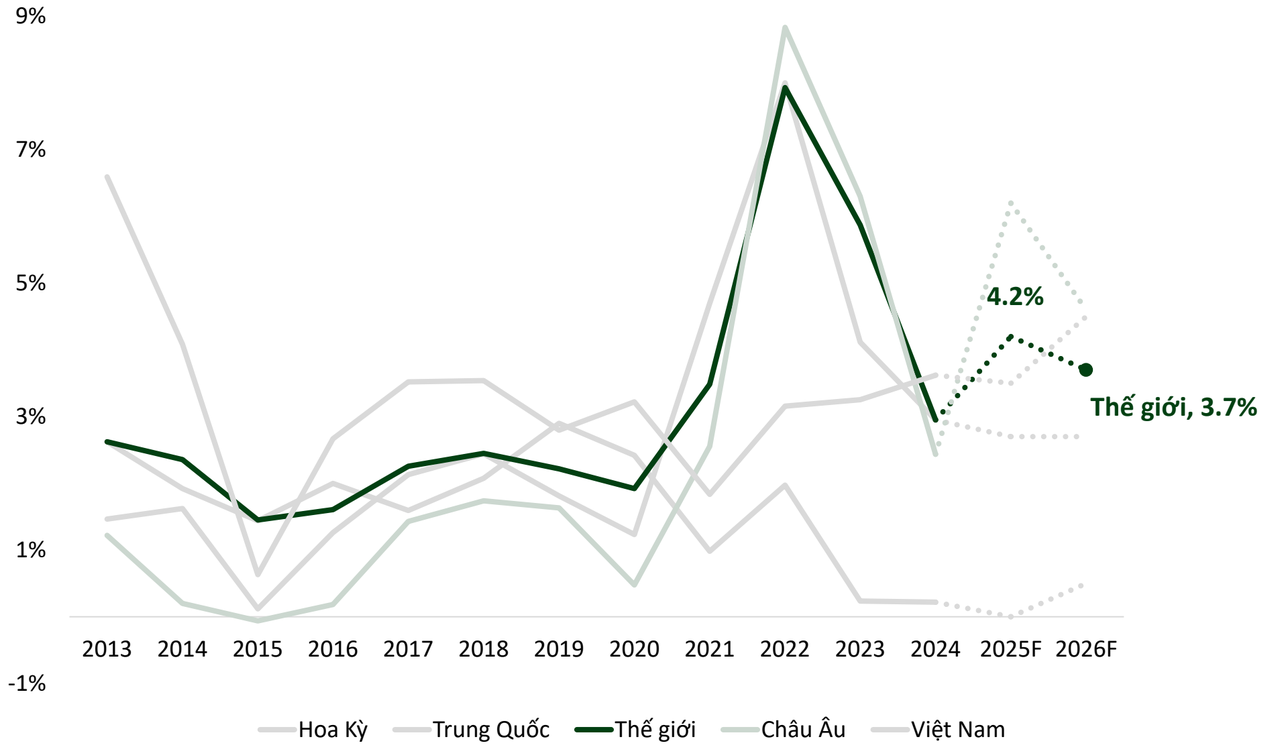


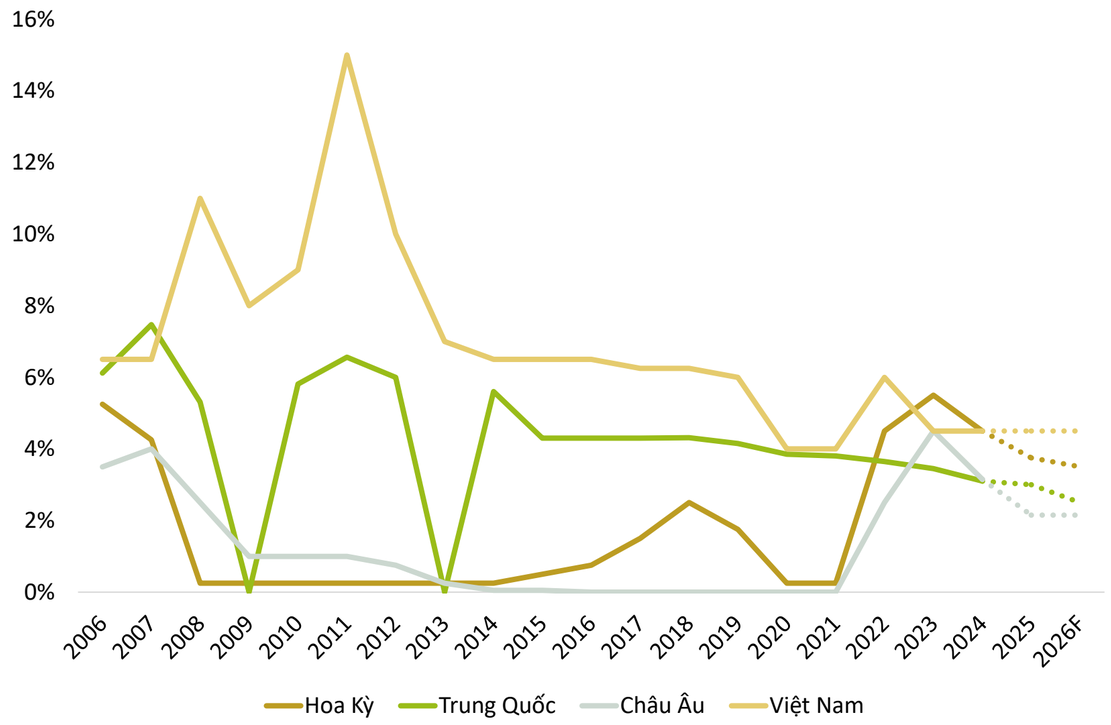
Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

3. Thế giới – Lạm phát toàn cầu chậm lại, nhiều NHTW tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng nhưng theo hướng thận trọng

Lạm phát toàn cầu được dự báo tiếp tục hạ nhiệt trong năm 2026, nhờ: (i) áp lực giá năng lượng và một số nhóm hàng hóa cơ bản giảm bớt trong bối cảnh nguồn cung cải thiện và rủi ro dư cung, (ii) giá lương thực nhìn chung ổn định hơn so với giai đoạn biến động mạnh trước đó, và (iii) tác động trễ của chu kỳ thắt chặt tiền tệ vẫn đang phát huy hiệu lực, khiến tổng cầu chậm lại và hạn chế khả năng doanh nghiệp chuyển hoàn toàn chi phí đầu vào sang giá bán. Dù vậy, quỹ đạo giảm lạm phát có thể kém thuận lợi hơn trong kịch bản bất định thương mại/thuế quan gia tăng, khi các cú sốc chi phí và đứt gãy chuỗi cung ứng có thể làm lạm phát "neo" cao hơn.

Chính sách tiền tệ tại nhiều quốc gia được dự báo tiếp tục theo hướng nới lỏng trong năm 2026, dựa trên cơ sở: (i) lạm phát tại nhiều nền kinh tế đã và đang giảm về gần mục tiêu; (ii) tăng trưởng và động lực cầu nội địa có xu hướng hạ nhiệt, trong khi độ trễ của chu kỳ thắt chặt trước đó vẫn đang phát huy tác dụng khiến mặt bằng lãi suất thực tế còn ở vùng kiềm chế; và (iii) các bộ dự báo/định hướng chính sách của nhiều ngân hàng trung ương hàm ý dư địa giảm lãi suất thêm nếu dữ liệu tiếp tục thuận lợi. Tuy nhiên, mức độ nới lỏng nhiều khả năng mang tính thận trọng.





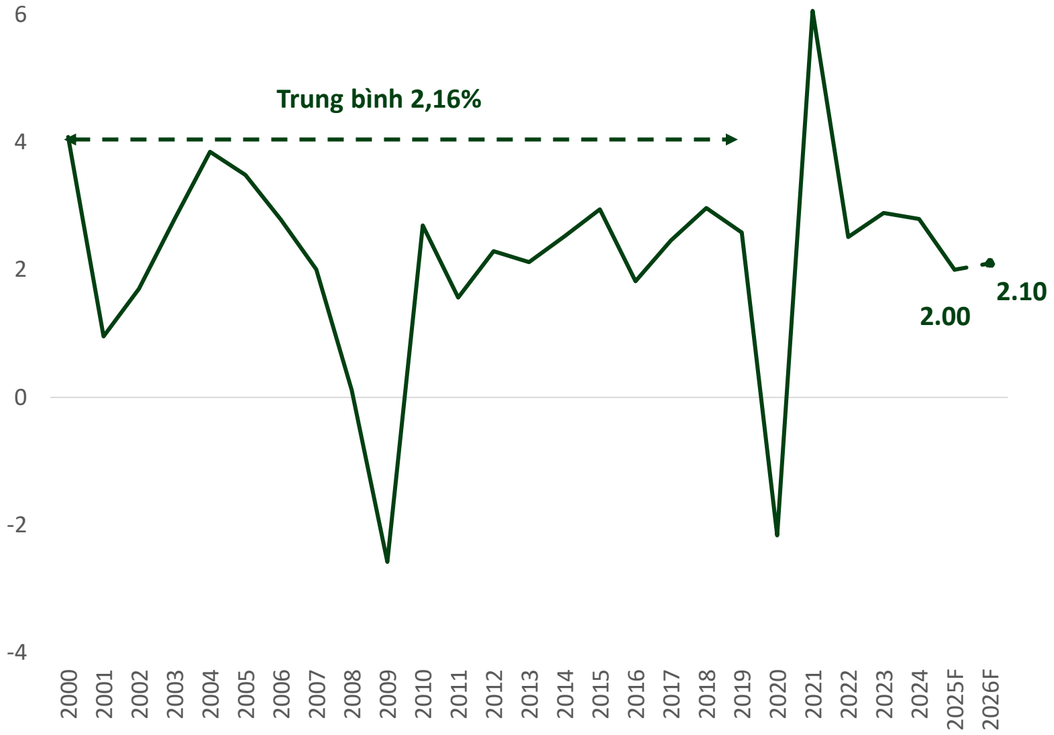
Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

II. KINH TẾ HOA KỲ

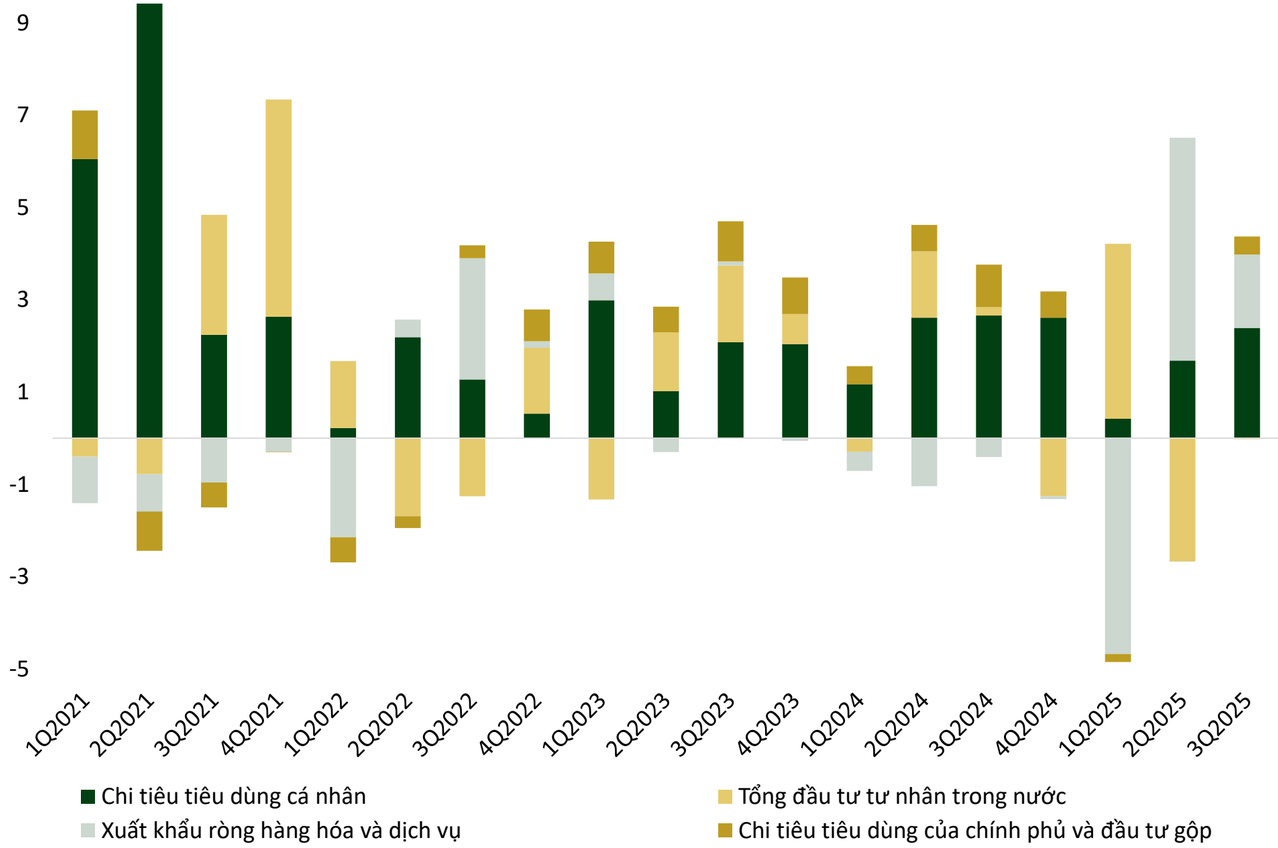
Năm 2026, kinh tế Hoa Kỳ được kỳ vọng duy trì trạng thái "tăng trưởng vừa phải" với GDP dự báo khoảng 2,1% (tương đương mức trung bình 2000–2019 2,16%), trong bối cảnh lạm phát hạ nhiệt và Cục Dự trữ Liên bang có thể tiếp tục chu kỳ nới lỏng (kỳ vọng cắt giảm 1 lần), qua đó giảm áp lực chi phí vốn và hỗ trợ dần cho tiêu dùng/đầu tư; ở chiều tài khóa, các định hướng giảm thuế/khuyến khích đầu tư được xem là yếu tố bổ trợ tăng trưởng, nhưng rủi ro chính sách (đặc biệt liên quan thương mại/thuế quan) vẫn có thể làm tăng độ bất định cho kỳ vọng doanh nghiệp và thị trường tài chính.

1. Hoa kỳ – Tăng trưởng GDP 2026 dự báo tăng nhẹ, bất chấp tính bất ổn của thuế quan và môi trường chính trị

Tăng trưởng GDP Hoa Kỳ năm 2026 dự báo ở mức 2,1% (+1 điểm % YoY), nhờ: (i) chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng (dù tốc độ chậm lại) giúp giảm chi phí vốn và duy trì đà phục hồi của nhu cầu nội địa; và (ii) chính sách tài khóa mở rộng quy mô lớn đóng vai trò "lực đỡ" cho tăng trưởng, tạo hiệu ứng hỗ trợ lan tỏa sang 2026, bất chấp bất định thuế quan và môi trường chính trị.



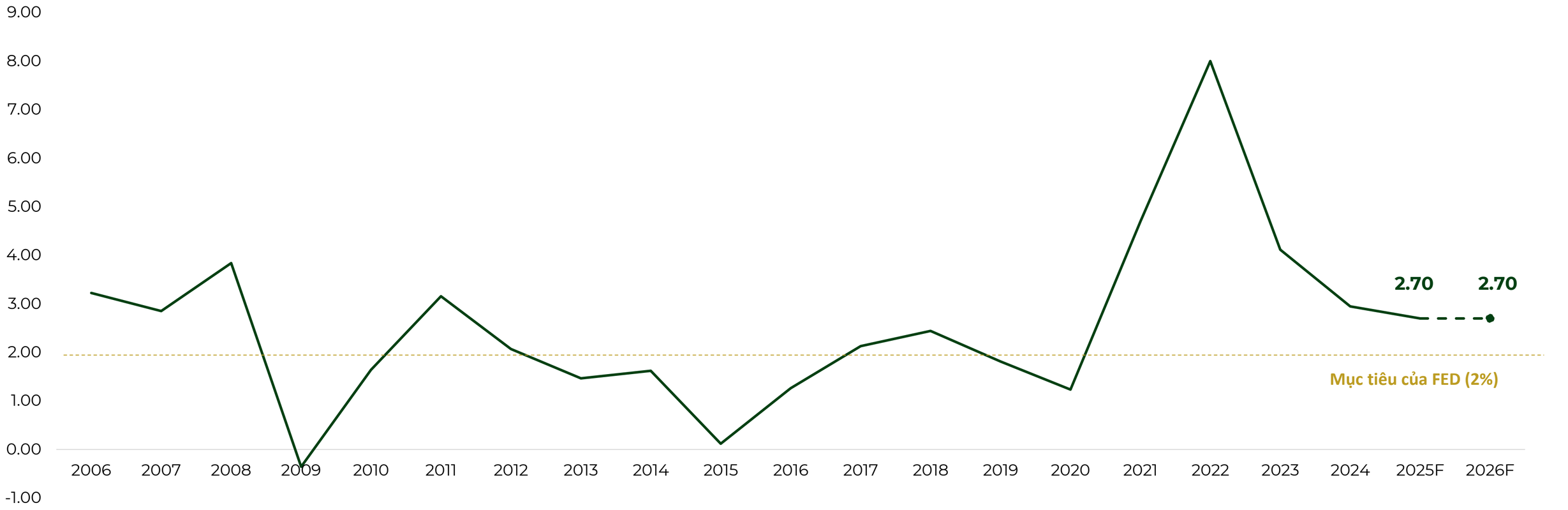
Trong năm 2025, kinh tế Mỹ ghi nhận tăng trưởng dần qua từng quý, nhờ hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ nới lỏng (3 lần hạ lãi suất, tổng cộng giảm 75 đpt) và gói tài khóa OBBBA (trị giá khoảng 4.500 tỷ USD) của Tổng thống Donald Trump



Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

2. Hoa kỳ – Lạm phát 2026 dự báo đi ngang, nhưng vẫn cao hơn mục tiêu của FED

Lạm phát Mỹ năm 2026F dự báo duy trì 2,7% (đi ngang so với 2025F và thấp hơn 2024: 2,95%), nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với mục tiêu lạm phát dài hạn 2% của Fed — hàm ý tiến trình "đưa lạm phát về mục tiêu" đã đạt bước tiến lớn sau cú sốc 2021–2022 nhưng chưa hoàn tất. Trong bối cảnh đó, Fed có cơ sở để nới lỏng thận trọng/giảm dần mức độ thắt chặt thay vì "cắt mạnh", nhằm vừa hạn chế rủi ro lạm phát dịch vụ–tiền lương dai dẳng, vừa tránh làm suy yếu tăng trưởng nếu nhu cầu nội địa hạ nhiệt; các rủi ro nghiêng về phía lạm phát cao hơn đến từ cú sốc chi phí (năng lượng/thuế quan), trong khi kịch bản giảm nhanh hơn chỉ xảy ra khi cầu và thị trường lao động yếu đi rõ rệt.



Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

3. Hoa kỳ – Chính sách tài khóa mở rộng quy mô lớn của là lực đỡ hỗ trợ nền kinh tế

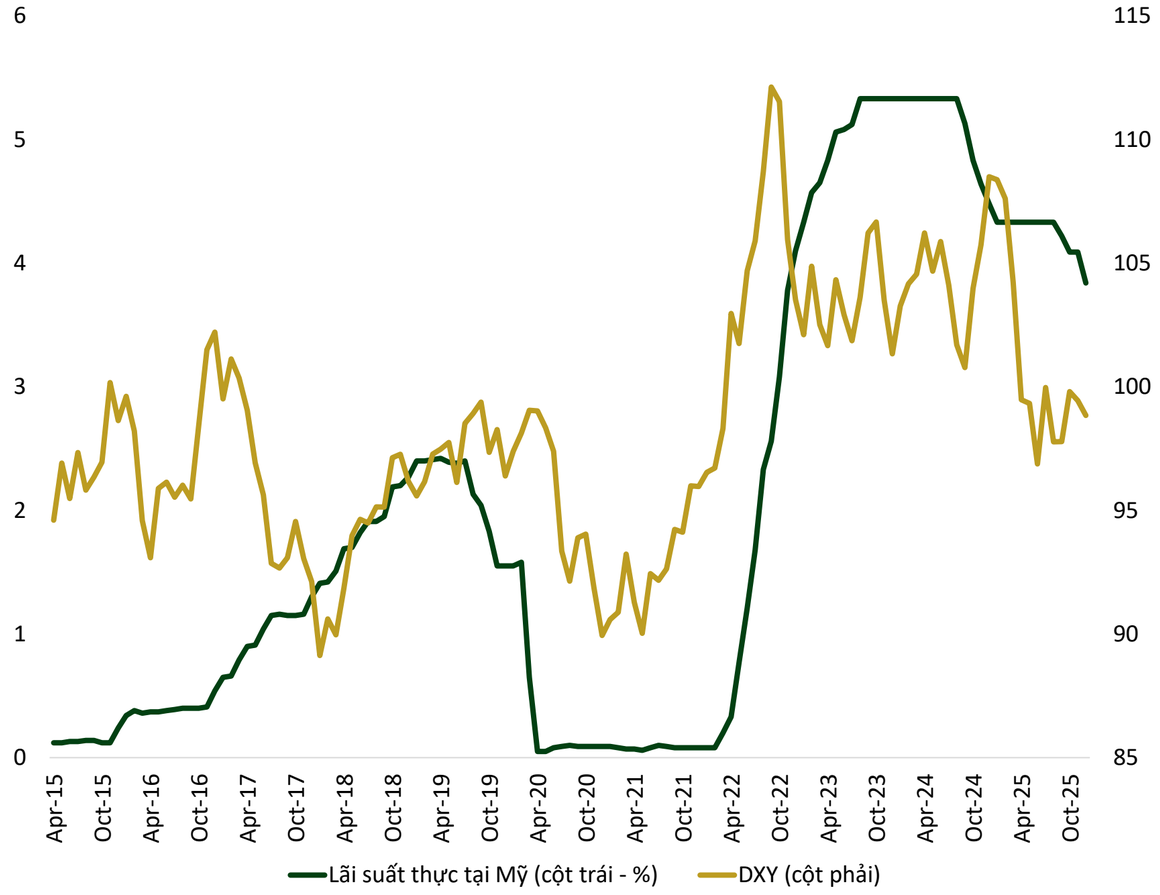
Chính sách	Nội dung
Giảm thuế trong nước	Gia hạn & mở rộng giảm thuế thu nhập cá nhân, tín dụng cho người thu nhập thấp,…
Khấu trừ 20% thuế thu nhập cho doanh nghiệp kinh doanh đủ điều kiện (QBI)	Gia hạn vĩnh viễn ưu đãi 20% thu nhập kinh doanh đủ điều kiện cho LLC, partnership,…
Miễn/giảm thuế tài sản & thuế cho/tặng	Nâng ngưỡng miễn thuế di sản & cho tặng lên 15 triệu USD/người
Các ưu đãi thuế khác cho hộ gia đình (SALT, childcare, tín dụng nhỏ khác)	Điều chỉnh trần SALT, ưu đãi gia đình, chăm sóc trẻ,…
Khấu hao nhanh, chi phí R&D, nới khấu trừ lãi vay	Cho phép trích khấu hao 100% ngay trong năm đầu tiền, cho trừ toàn bộ chi phí R&D nội địa, chuyển từ EBIT → EBITDA
Ưu đãi đầu tư chip & công nghệ, vùng khó khăn	Nâng tín dụng thuế đầu tư chip từ 25% → 35%, kéo dài Opportunity Zones, NMTC,…
Tăng chi quốc phòng & an ninh	Tăng trần chi cho quốc phòng, mua sắm, R&D quân sự
Giảm hỗ trợ / kiểm soát chi Medicaid & một số trợ cấp khác	Siết tiêu chuẩn, thay đổi cách chi trả, làm chậm đà tăng chi phúc lợi
Đàm phán giá thuốc Medicare (kế thừa/ mở rộng IRA)	Mở rộng số thuốc đàm phán giá, giảm chi Medicare, giảm chi tiền túi cho người già
Thuế 1% lên kiều hối ra nước ngoài	Áp thuế 1% trên một số giao dịch chuyển tiền từ Mỹ ra nước ngoài giúp hạn chế dòng vốn “chảy” sang các quốc gia khác

Nguồn: Aseansc tổng hợp

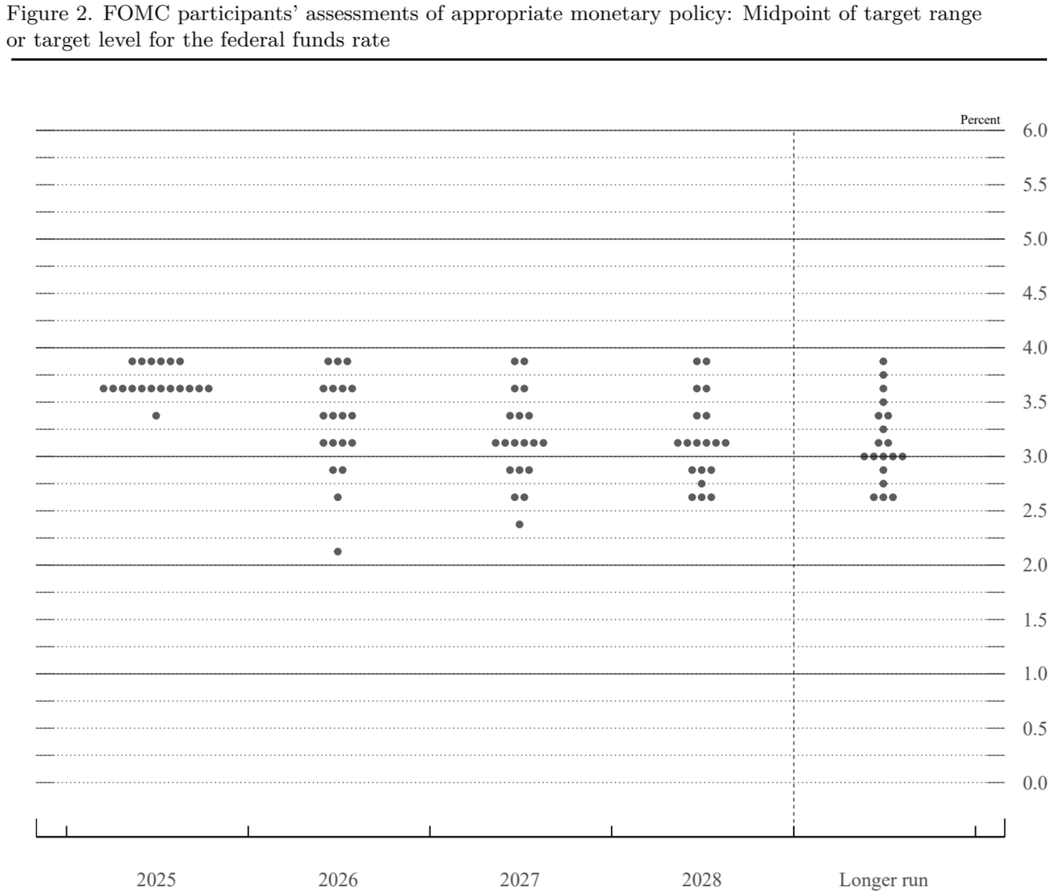
4. Hoa kỳ – Chính sách tiền tệ dự kiến tiếp tục nới lỏng trong năm 2026 nhưng với tốc độ chậm lại

Sau khi đã hạ lãi suất cơ bản tổng cộng 175 đpt từ đỉnh (thực hiện trong năm 2024 và 2025), biểu đồ Dot Plot tại cuộc họp tháng 12/2025 cho thấy FED dự kiến chỉ có thêm 1 lần hạ lãi suất trong năm 2026 do lo ngại lạm phát quay trở lại

Lãi suất cơ bản của Mỹ (FFR) hiện đang ở mức 3,5% - 3,75%

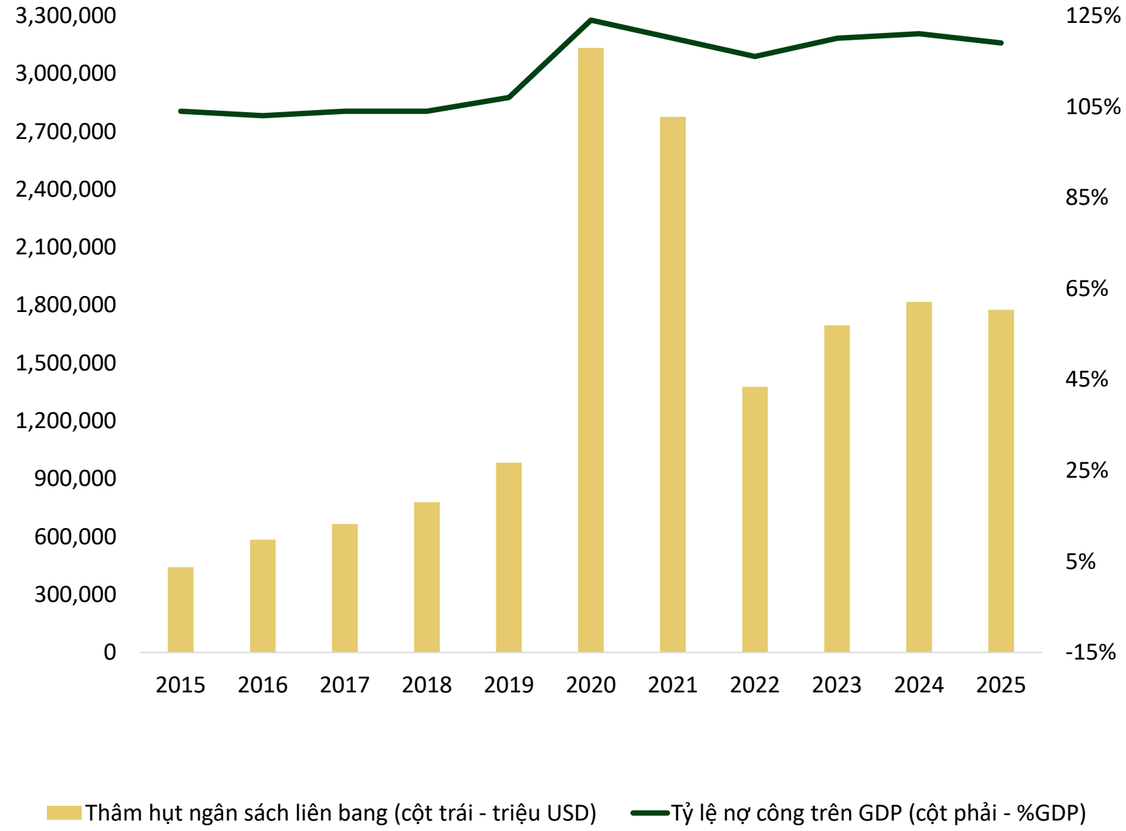


Biểu đồ Dot Plot tại cuộc họp chính sách cuối cùng của năm 2025

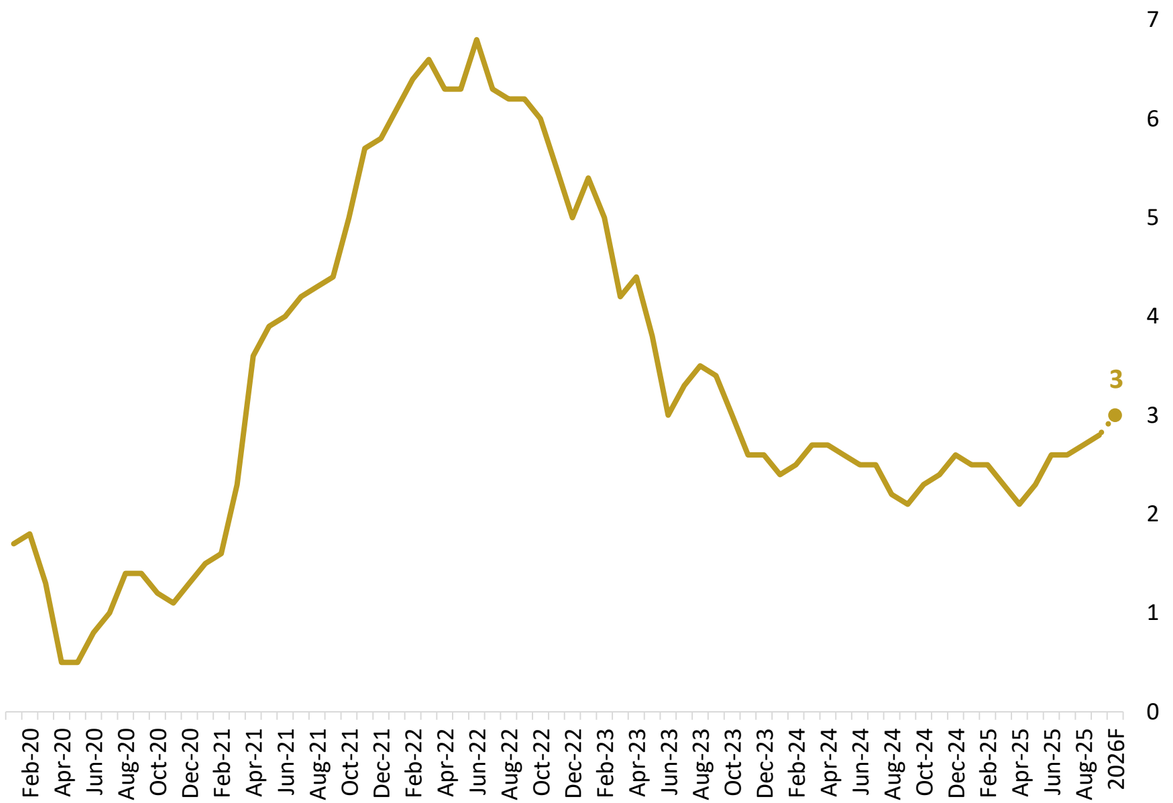


5. Hoa kỳ – Rủi ro đảo chiều chính sách đang hiện hữu

Rủi ro đảo chiều chính sách tài khoá. Áp lực ngân sách gia tăng khi khoảng 9,2 nghìn tỷ USD trái phiếu Kho bạc do công chúng nắm giữ sẽ đáo hạn trong năm 2026, trong bối cảnh thâm hụt ngân sách Mỹ năm 2025 ước gần 1,8 nghìn tỷ USD và tỷ lệ nợ công/GDP ở mức khoảng 120%. Ràng buộc tài khóa và chi phí lãi vay cao có thể buộc chính sách chuyển từ ưu tiên hỗ trợ tăng trưởng sang kỷ luật ngân sách hơn (giảm tốc chi tiêu/siết một số chương trình hoặc tăng thu), tạo lực cản đối với tăng trưởng và tâm lý rủi ro của thị trường.



Rủi ro đảo chiều chính sách tiền tệ. PCE năm 2026 có thể tăng trở lại lên quanh ngưỡng 3% khi doanh nghiệp dần chuyển phần chi phí gia tăng do thuế quan sang giá bán, trong khi làn sóng đầu tư AI duy trì cao làm "độ dính" của lạm phát tăng lên. Trong kịch bản này, Fed có thể tạm dừng chu kỳ cắt giảm lãi suất, chuyển sang định hướng "giữ lãi suất cao lâu hơn", qua đó duy trì điều kiện tài chính thắt chặt hơn so với kỳ vọng cơ sở.



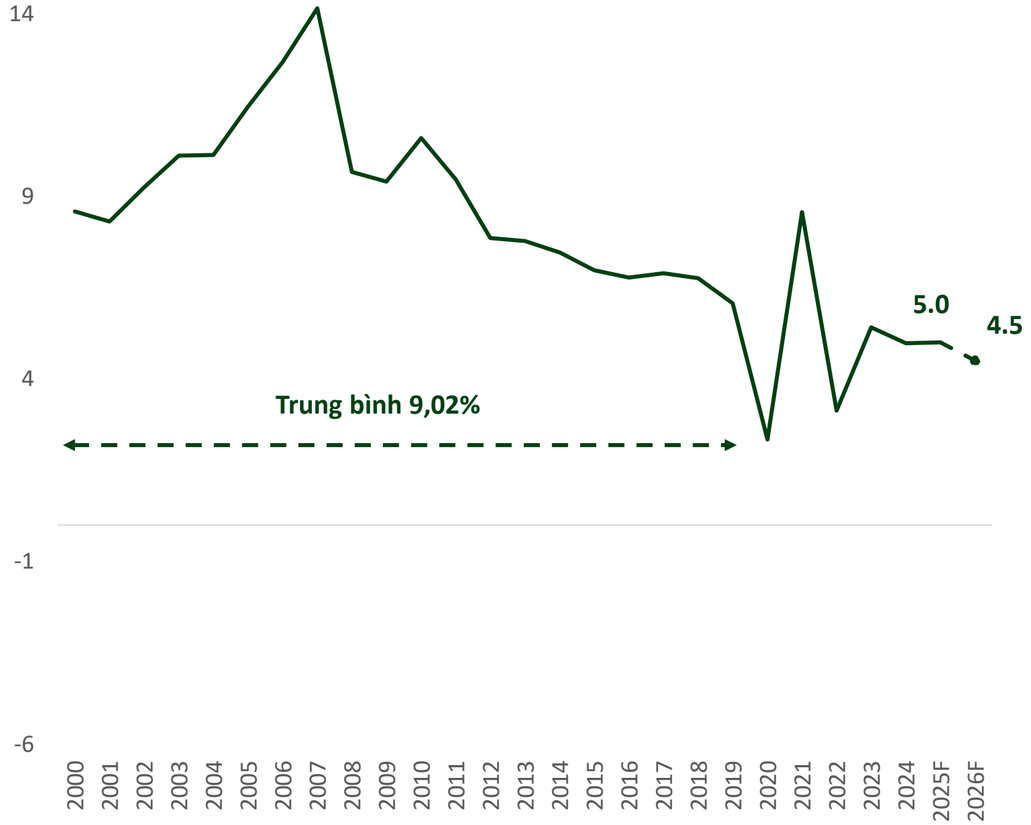
Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

III. KINH TẾ TRUNG QUỐC

Năm 2026, kinh tế Trung Quốc được dự báo tăng trưởng 4,5% (thấp hơn mức trung bình 2000–2019 9,2%), phản ánh đà giảm tốc đã hình thành từ 2025 khi tâm lý tiêu dùng và đầu tư vẫn chưa cải thiện rõ sau khủng hoảng bất động sản 2021–2022; ở hướng đối ngoại, xuất khẩu có thể suy yếu trong bối cảnh căng thẳng thương mại cao hơn, trong khi động lực nội địa cần thời gian để bù đắp. Về chính sách, Trung Quốc nhiều khả năng tiếp tục phối hợp tài khóa (thêm các gói hỗ trợ thị trường bất động sản và tiêu dùng) với tiền tệ nới lỏng (dư địa hạ lãi suất thêm khoảng 10–20 đpt nhờ lạm phát và tỷ giá ở mức thấp), dù hiệu quả truyền dẫn còn là dấu hỏi khi tăng trưởng tín dụng vẫn yếu (tháng 11/2025 khoảng 6,4% YoY).

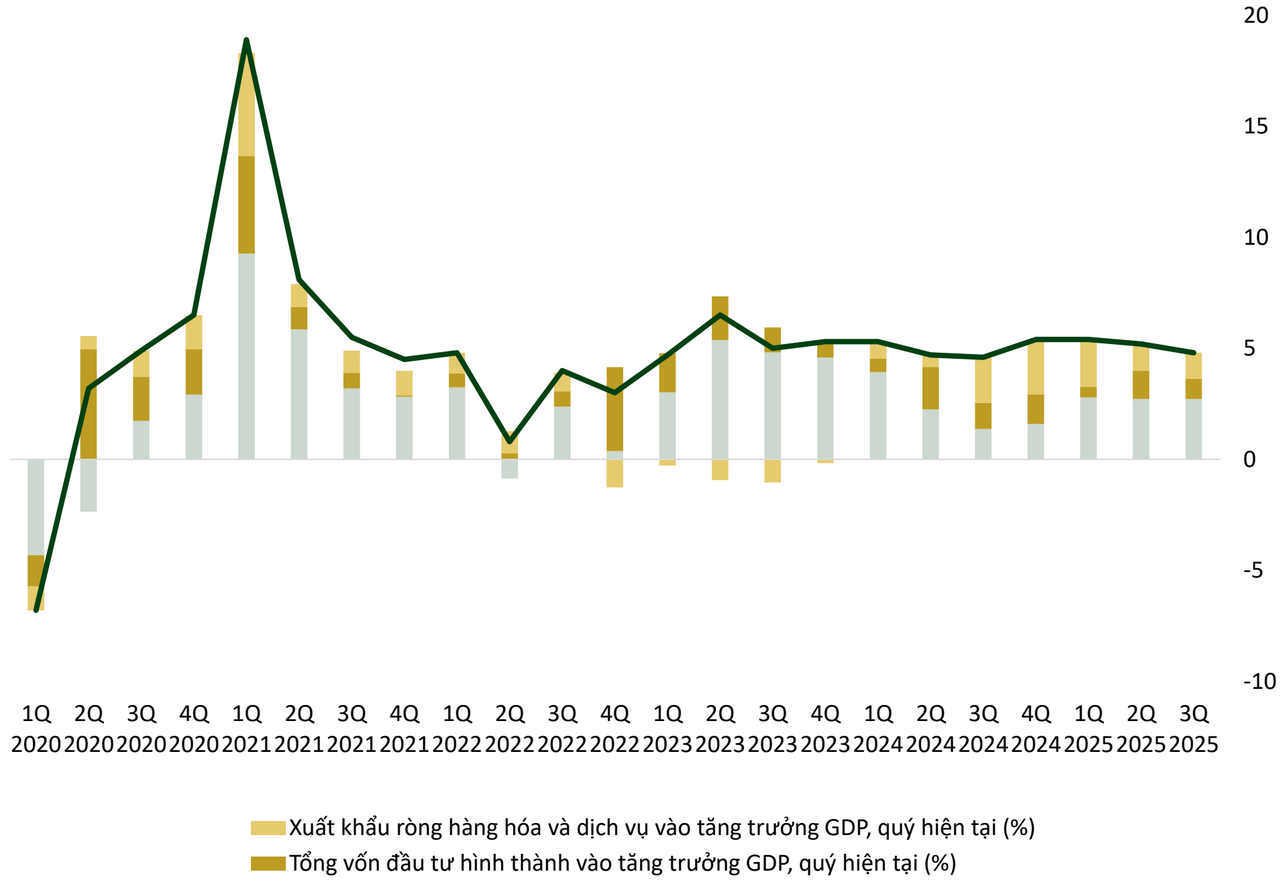
1. Trung Quốc – Tăng trưởng GDP dự kiến giảm nhẹ trong năm 2026

Tăng trưởng GDP Trung Quốc năm 2026 dự báo ở mức 4,5% (-5 điểm % YoY), do xuất khẩu có thể suy yếu trong môi trường căng thẳng thương mại cao hơn và động lực nội địa cần thời gian để bù đắp.



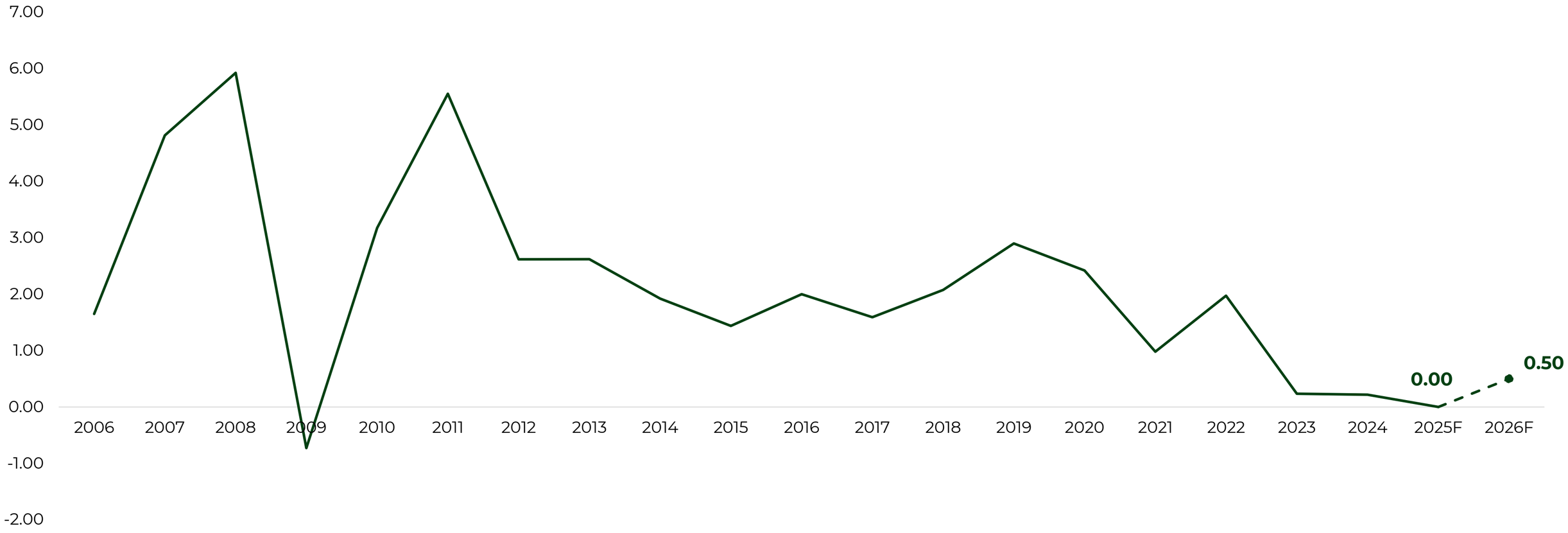
Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

Tăng trưởng GDP Trung Quốc thu hẹp dần qua các quý trong năm 2025 bất chấp môi trường nới lỏng tiền tệ và các biện pháp hỗ trợ tài khóa, do tâm lý tiêu dùng và đầu tư vẫn chưa cải thiện kể từ sau cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản năm 2021 – 2022.



2. Trung Quốc – Lạm phát 2026 dự báo tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp

Lạm phát Trung Quốc năm 2026 được dự báo chỉ ở mức 0,5% (nhích lên từ 0,0% năm 2025F và gần như "đóng băng" quanh ~0,2% trong 2023–2024), thấp hơn rất xa so với mức bình quân dài hạn ~2,7% giai đoạn 2006–2019 và cũng thấp hơn đáng kể so với lạm phát toàn cầu 3,7% năm 2026F. Bức tranh này hàm ý áp lực giá tại Trung Quốc vẫn bị kìm bởi cầu nội địa phục hồi chậm, dư thừa công suất/giảm áp lực giá hàng hóa công nghiệp, cùng các lực cản cấu trúc như bất động sản và tâm lý hộ gia đình khiến truyền dẫn chính sách chưa đủ mạnh để tạo "reflation". Theo kịch bản cơ sở, các biện pháp hỗ trợ tăng trưởng có thể giúp CPI tăng nhẹ nhưng vẫn nằm trong vùng lạm phát rất thấp/cận giảm phát, qua đó tạo dư địa để PBoC duy trì lập trường nới lỏng; rủi ro chính nghiêng về phía lạm phát còn thấp hơn nếu cầu yếu kéo dài, trong khi rủi ro ngược chiều đến từ cú bật giá năng lượng–hàng hóa hoặc biến động tỷ giá trong bối cảnh bất định thương mại.



Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

3. Trung Quốc – Tiếp tục tung thêm các gói tài khóa hỗ trợ thị trường bất động sản và tiêu dùng

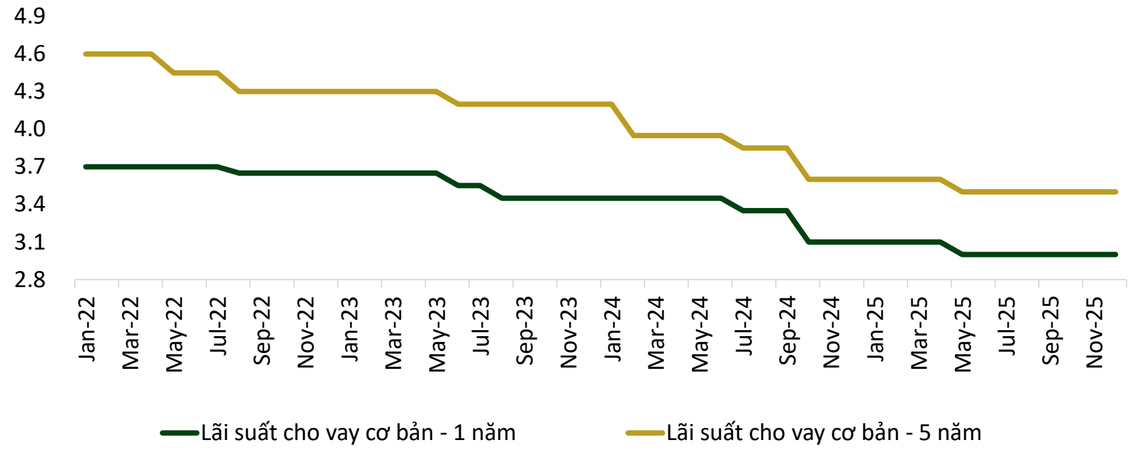
Chính sách	Nội dung
Bội chi NSNN khoảng 4% GDP năm 2026	Bội chi khoảng 4% GDP, tương đương bội chi danh nghĩa khoảng 5,9 nghìn tỷ CNY, cao hơn khoảng 200 nghìn tỷ CNY so với 2025.
Trái phiếu kho bạc dài hạn hơn trong năm 2026	Tiếp tục phát hành trái phiếu siêu dài hạn của Chính phủ để nâng cấp thiết bị, tài trợ chương trình "đổi cũ lấy mới" và các dự án chiến lược. Quota ước tăng từ 1,3 lên 1,8 nghìn tỷ CNY.
Trái phiếu đặc biệt của chính quyền địa phương 2026	Duy trì vay trái phiếu đặc biệt địa phương cho hạ tầng, nhà ở an sinh, giao thông, năng lượng, công ích. Quota ước tăng từ 4,4 lên 4,8 nghìn tỷ CNY.
Chương trình trợ cấp "trade in" và nâng cấp thiết bị	Trợ cấp 15–20% khi đổi đồ cũ (ô tô, đồ điện, thiết bị số) sang đồ mới, kèm hỗ trợ DN đầu tư thiết bị mới, xanh, thông minh. Năm 2025: khoảng 300 nghìn tỷ CNY từ trái phiếu trung ương cho chương trình, trong đó 81 nghìn tỷ CNY là trợ cấp trực tiếp cho tiêu dùng. 2026 dự kiến duy trì hoặc tăng nhẹ.
Tổng phát hành nợ chính phủ mới khoảng 12,5 nghìn tỷ CNY năm 2026	Tổng nợ phát hành mới (Chính phủ trung ương + địa phương) dự kiến khoảng 12,5 nghìn tỷ CNY, gồm trái phiếu kho bạc thường, trái phiếu siêu dài hạn và trái phiếu đặc biệt địa phương, nhằm duy trì chi tiêu tài khóa ở mức cao.

Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

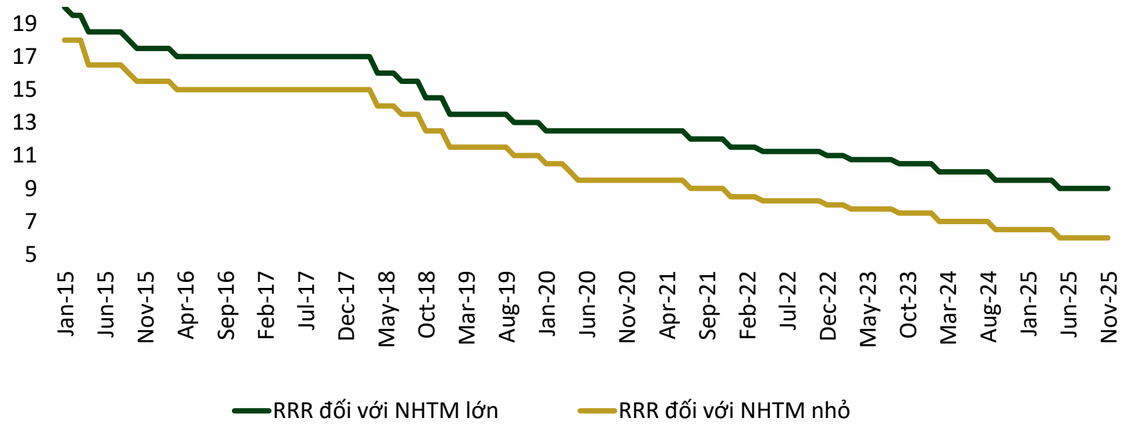
4. Trung Quốc – Chính sách tiền tệ dự kiến nới lỏng thêm trong năm 2026

CSTT cần tiếp tục nới lỏng trong năm 2026 khi mức nền lãi suất thấp hiện tại chưa đủ kích cầu (tăng trưởng tín dụng chưa có dấu hiệu hồi phục kể từ 2023), trong bối cảnh lạm phát và tỷ giá đều ở mức thấp, tạo môi trường thuận lợi cho việc hạ lãi suất thêm khoảng 10 – 20 đpt

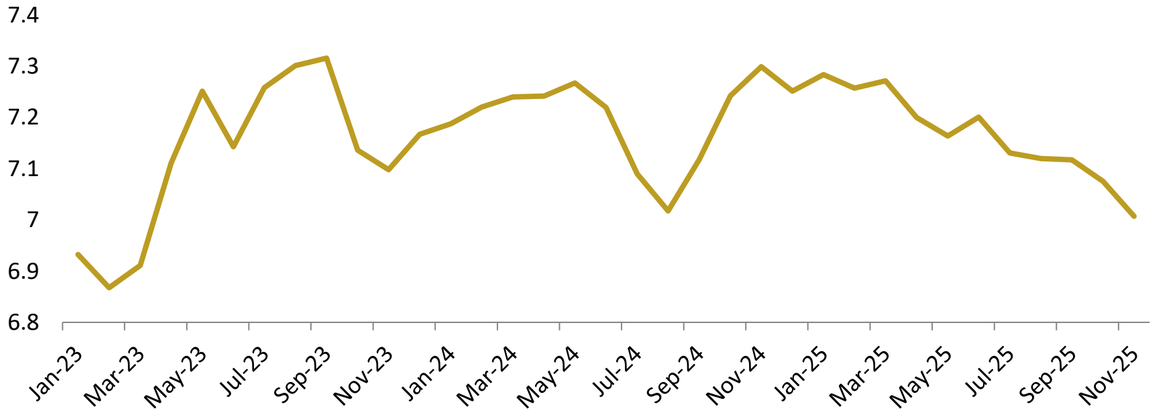
Lãi suất điều hành 1Y hiện ở mức 3%, thấp nhất trong 10 năm



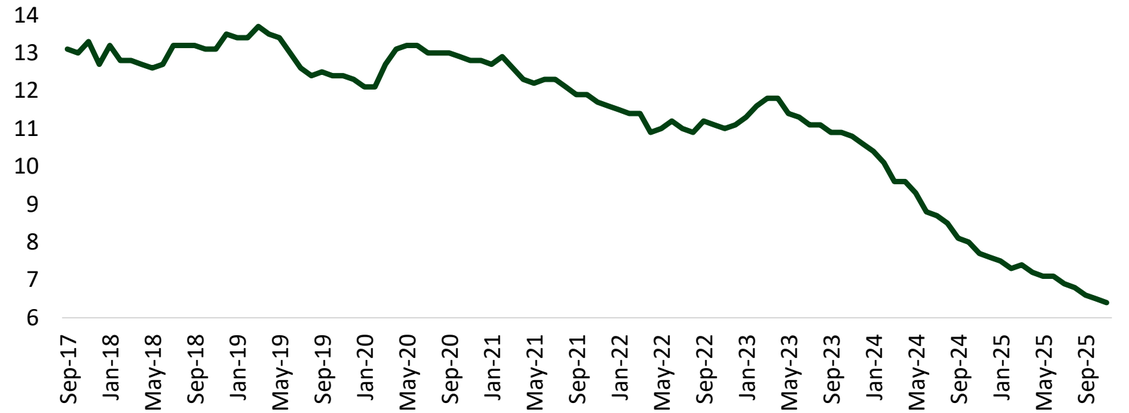
Tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng ở mức thấp (6% - 9%)



Tỷ giá USD/CNY duy trì xu hướng giảm từ cuối 2024 đến nay



Tăng trưởng tín dụng giảm mạnh kể từ năm 2023, tháng 11/2025 chỉ đạt 6,4% YoY



Nguồn: World Bank, Aseansc tổng hợp

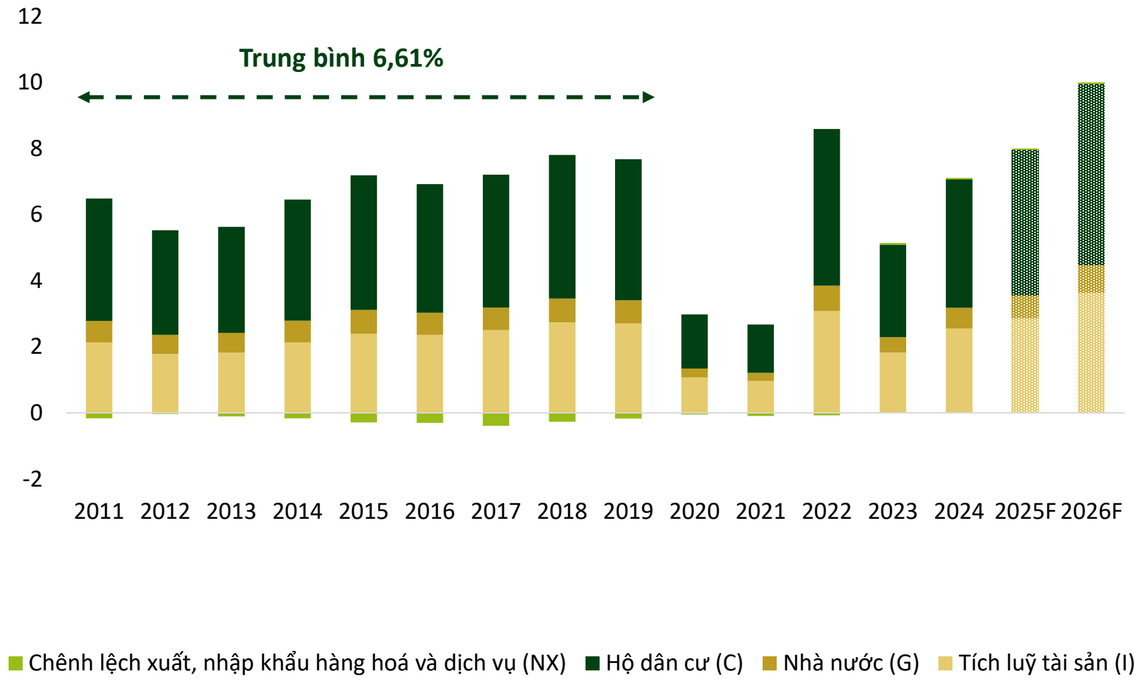
IV. KINH TẾ VIỆT NAM

Năm 2026, Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng cao từ 10% trở lên trong bối cảnh GDP toàn cầu có xu hướng chậm lại, qua đó cho thấy định hướng "kéo" chu kỳ bằng động lực nội tại thay vì phụ thuộc hoàn toàn vào ngoại lực. Về nền tảng, các trụ đỡ chính xoay quanh: đầu tư công bước vào chu kỳ tăng tốc mới (quy mô vốn kế hoạch giai đoạn 2026–2030 cao hơn ~140% so với giai đoạn trước, đóng vai trò "vốn mồi" dẫn dắt khu vực tư nhân), tiêu dùng cải thiện khi bán lẻ hàng hóa và dịch vụ được kỳ vọng tăng 10–12% YoY trong môi trường nới lỏng và khu vực dịch vụ tiếp tục nâng tỷ trọng trong GDP, và công nghiệp–ngoại thương–FDI duy trì nhịp tích cực (IIP dự kiến ~12% YoY, xuất khẩu ~13–14% dù đà "front-loading" hạ nhiệt, FDI tăng ~9–10%). Về chính sách, tài khóa định hướng tăng tỷ trọng chi đầu tư phát triển với bội chi khoảng 4,5% GDP và dư địa nợ công tương đối thấp, trong khi tiền tệ vẫn thiên về hỗ trợ tăng trưởng với tín dụng kỳ vọng khoảng 20%/năm giai đoạn 2025–2026, lạm phát kiểm soát dưới 4,5% và áp lực tỷ giá có thể hạ nhiệt khi Fed giảm lãi suất/ USD suy yếu.

1. Việt Nam – Tăng trưởng GDP khả quan

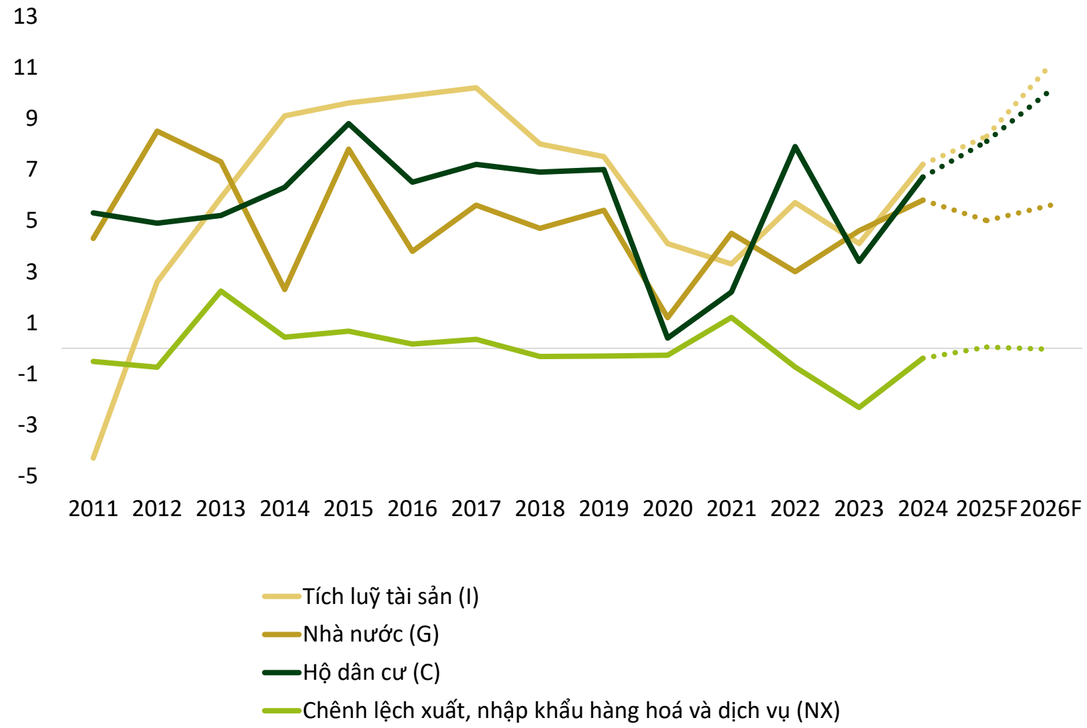
Tăng trưởng GDP năm 2026 dự kiến có thể tiến gần mục tiêu 10%, dựa trên sự tổng hợp của các động lực: (1) Đẩy mạnh đầu tư công với các siêu dự án hạ tầng; (2) Hướng dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực kinh tế số, AI giúp gia tăng năng suất lao động; (3) Tạo cơ chế thu hút FDI chất lượng cao trong các ngành công nghệ, bán dẫn; (4) Củng cố cầu tiêu dùng nội địa gắn với chương trình nhà ở xã hội, tăng thu nhập khả dụng, miễn giảm thuế/phí,…

Mức độ đóng góp tăng trưởng GDP của các cấu phần theo Phương pháp chi tiêu (điểm %)



Nguồn: GSO, Aseansc tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng dự kiến các cấu phần (%YoY)



2. Việt Nam – Áp lực lạm phát có xu hướng nhích lên cùng nhịp phục hồi cầu nội địa

Lạm phát Việt Nam năm 2026 được kỳ vọng duy trì dưới 4,5% (so với 2025F: 3,5% và 2024: 3,62%), cho thấy áp lực giá có xu hướng nhích lên cùng nhịp phục hồi cầu nội địa nhưng vẫn nằm trong vùng có thể kiểm soát. So với mặt bằng ổn định giai đoạn 2022–2025F (khoảng 3,2–3,6%), mức lạm phát "<4,5%" hàm ý rủi ro chủ yếu đến từ kênh chi phí đẩy và tỷ giá trong bối cảnh bất định bên ngoài, trong khi yếu tố hỗ trợ là xu hướng hạ nhiệt của lạm phát toàn cầu (2026F: 3,7%) giúp giảm áp lực nhập khẩu lạm phát. Theo kịch bản cơ sở, mức lạm phát dưới 4,5% tạo điều kiện để điều hành chính sách tiền tệ tiếp tục linh hoạt theo hướng hỗ trợ tăng trưởng, nhưng biên độ nới lỏng nhiều khả năng thận trọng hơn nhằm tránh rủi ro "tái tăng" lạm phát khi tổng cầu và tín dụng tăng tốc.

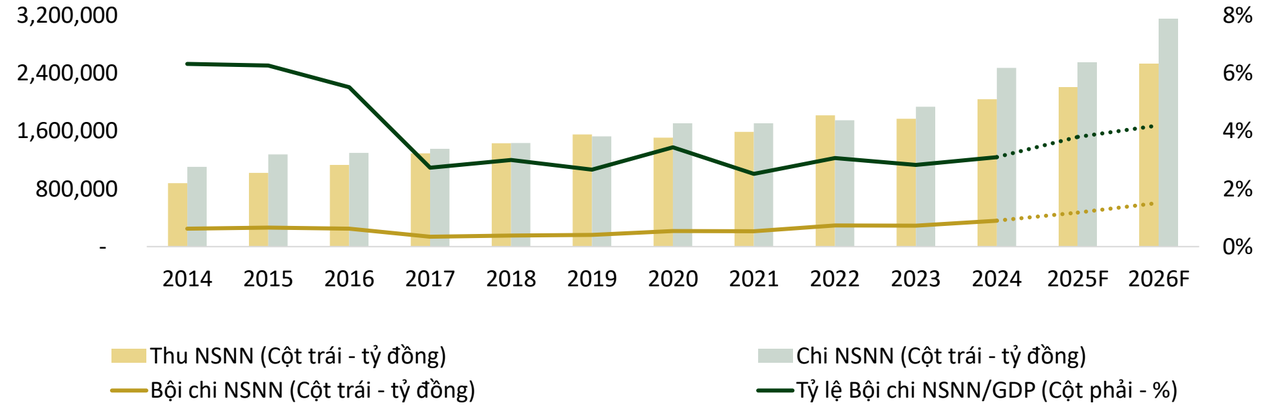
Nguồn: GSO, Aseansc tổng hợp

3. Việt Nam – Chính sách tài khóa: Cải thiện thu nhập khả dụng và đẩy mạnh chi ngân sách

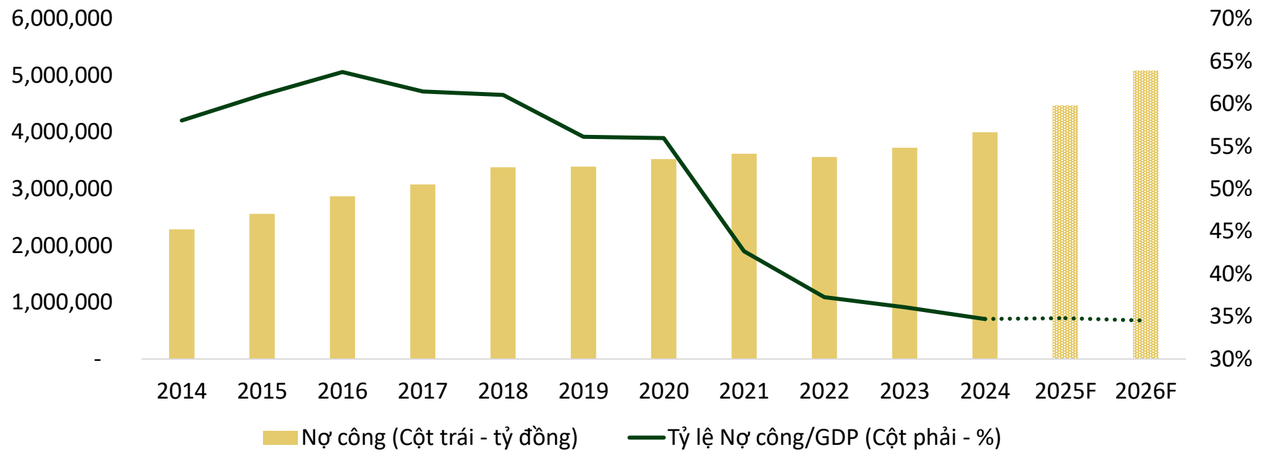
Chính sách tài khóa	Thời gian	Nội dung
Giảm 2% thuế giá trị gia tăng (VAT)	01/7/2025 – 31/12/2026	Thuế suất VAT nhiều nhóm hàng hóa, dịch vụ đang 10% được giảm xuống 8%
Giảm, miễn một số khoản phí, lệ phí	01/7/2025 – 31/12/2026	Giảm mức thu nhiều khoản phí, lệ phí đăng ký DN, đăng ký hộ kinh doanh, một số DV công
Miễn thuế sử dụng đất nông nghiệp	01/01/2026 – 31/12/2030	Miễn hoàn toàn thuế SDĐ nông nghiệp cho một vài đối tượng
Tăng mức giảm trừ gia cảnh thuế thu nhập cá nhân	Từ 01/01/2026	Mức giảm trừ cho bản thân người nộp thuế tăng lên 15,5 triệu đồng/tháng, cho mỗi người phụ thuộc 6,2 triệu đồng/tháng
Tăng lương tối thiểu vùng cho NLĐ làm việc theo HĐLĐ	Dự kiến từ 01/01/2026	Tăng khoảng trên 7% đối với mức lương tối thiểu (theo tháng, giờ) cho từng vùng
Tăng chi tiêu công & đầu tư công năm 2026	2026	Dự toán chi NSNN 2026 khoảng 3,16 triệu tỷ đồng (+24%YoY), bội chi khoảng 4,2% GDP

Nguồn: Aseansc tổng hợp

Chính phủ hướng tới mục tiêu giảm chi thường xuyên và tăng tỷ trọng cho đầu tư phát triển, tỷ lệ bội chi cao nhất 10 năm (4,5% GDP)



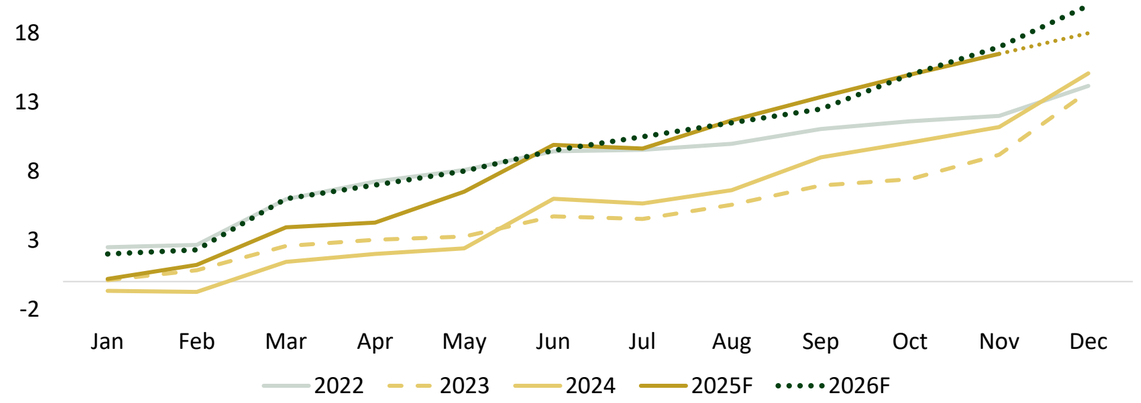
Tỷ lệ nợ công duy trì ở mức thấp trong 4 năm gần đây, tạo dư địa để tiếp tục nới lỏng chính sách tài khóa



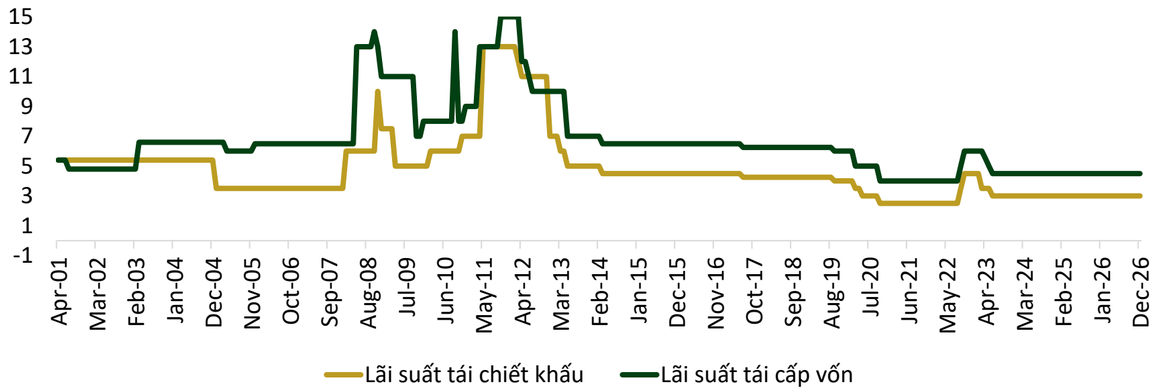
4. Việt Nam – Chính sách tiền tệ: Tiếp tục định hướng hỗ trợ tăng trưởng nhưng quy mô hỗ trợ có thể thu hẹp

Chính sách tiền tệ dự kiến duy trì định hướng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên áp lực lạm phát năm 2026 có thể khiến mặt bằng lãi suất nhích tăng nhẹ nhằm giữ ổn định thị trường tiền tệ

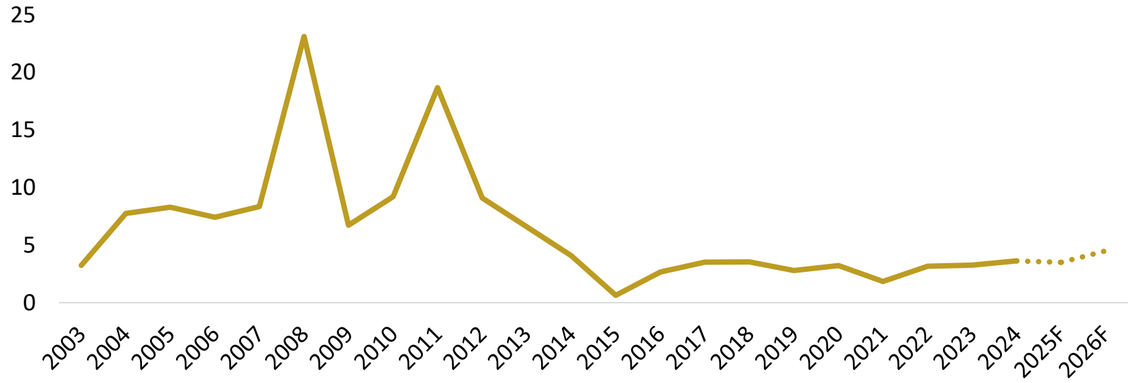
Tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt khoảng 20%/năm trong giai đoạn 2025 – 2026 khi lấy đầu tư là động lực thúc đẩy GDP



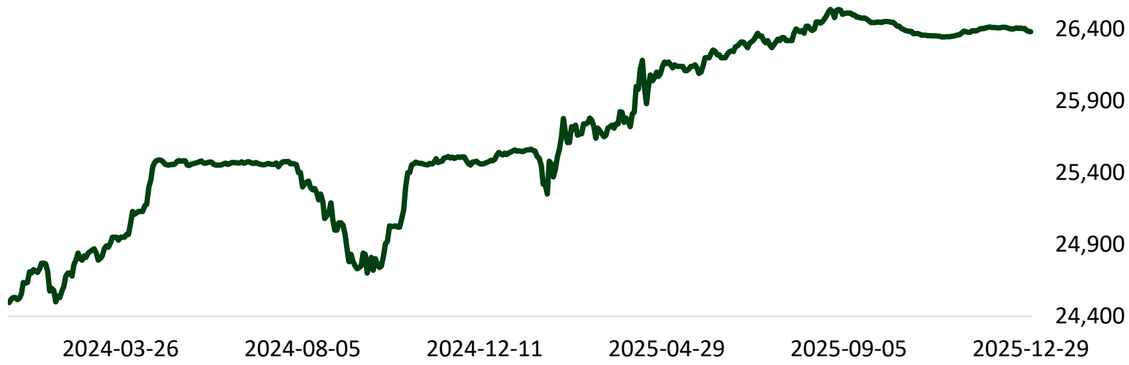
Lãi suất điều hành dự kiến duy trì ở mức thấp kể từ 2001 đến nay hoặc có khả năng chỉ nhích tăng nhẹ vào cuối năm sau (%)



Lạm phát được kiểm soát dưới 4,5% - tạo môi trường thuận lợi để tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng (%YoY)



Áp lực tỷ giá USD/VND dự kiến hạ nhiệt trong bối cảnh Fed hạ lãi suất và đồng USD suy yếu (đồng)

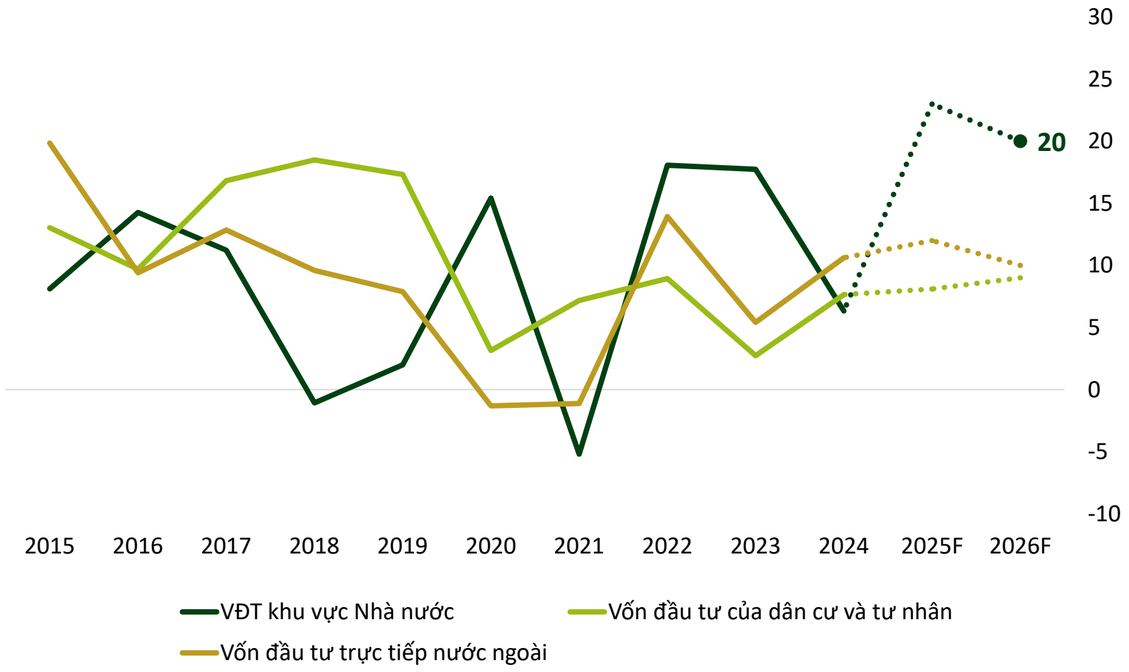


Nguồn: Aseansc tổng hợp

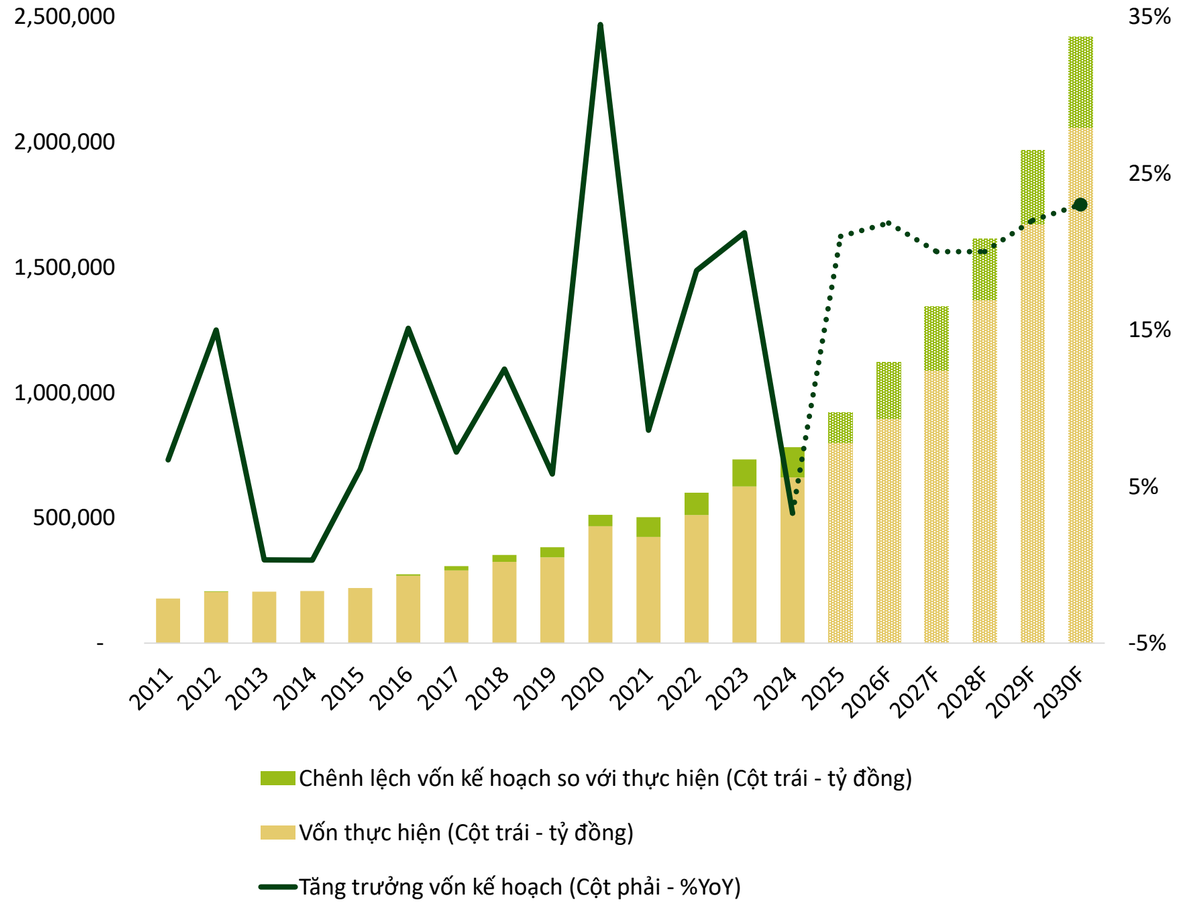
5. Việt Nam – Các động lực tăng trưởng chính

Đầu tư công

Đầu tư công năm 2026 được kỳ vọng tăng trưởng mạnh (+20%) và đóng vai trò "đầu kéo" của chu kỳ tăng trưởng, dựa trên: (i) ưu tiên chính sách rõ ràng trong giai đoạn 2026–2030 với quy mô kế hoạch vốn cao hơn và định hướng đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án hạ tầng trọng điểm, (ii) dư địa tài khóa vẫn tương đối thuận lợi giúp duy trì nhịp giải ngân, và (iii) hiệu ứng lan tỏa của hạ tầng đối với năng lực sản xuất–logistics, qua đó tạo "vốn mồi" kích hoạt đầu tư khu vực tư nhân và FDI (mở rộng KCN, nhà máy, dịch vụ hậu cần) khi chi phí giao dịch giảm và mức độ chắc chắn về mặt bằng–kết nối được cải thiện.



Đầu tư công đang bước vào chu kỳ tăng tốc mới với quy mô vốn kế hoạch giai đoạn 2026-2030 cao hơn khoảng 140% so với giai đoạn trước.



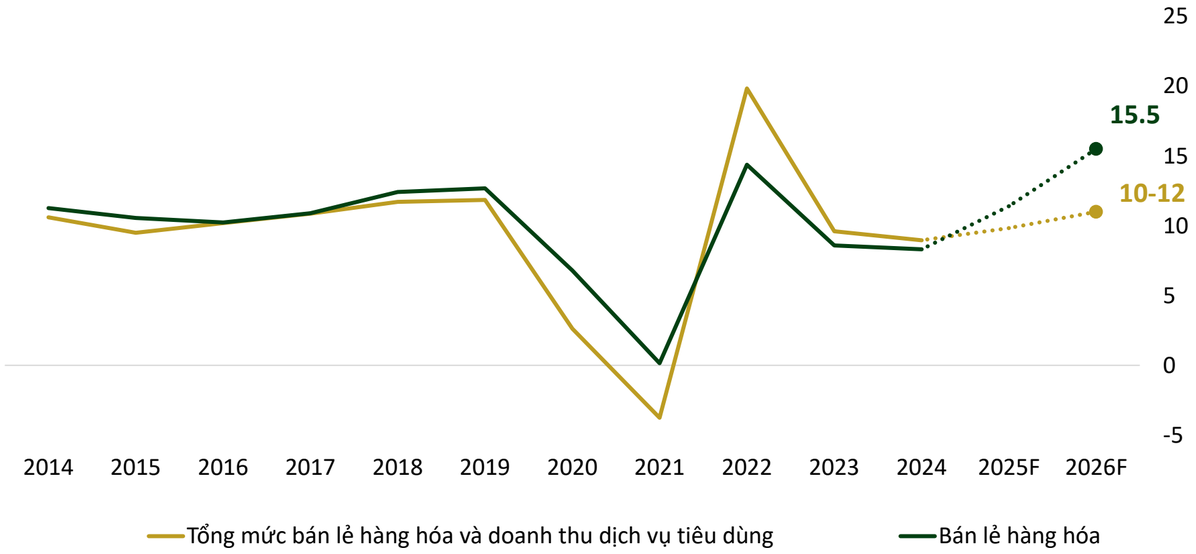
Nguồn: GSO, Aseansc tổng hợp

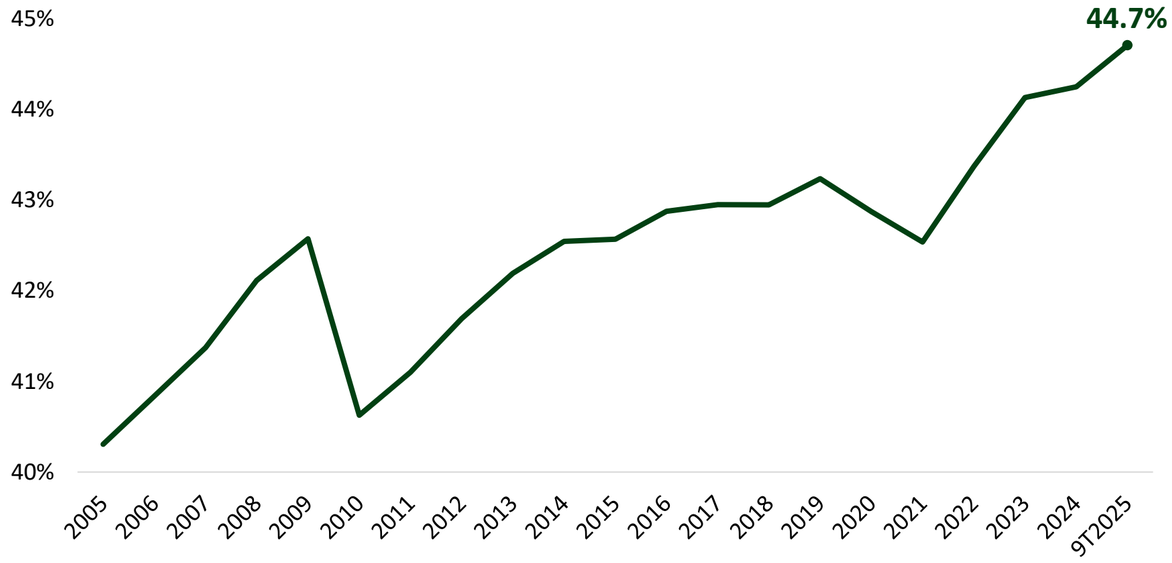
5. Việt Nam – Các động lực tăng trưởng chính

Tiêu dùng

Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng của Việt Nam năm 2026 dự kiến đạt khoảng 10–12% YoY, chủ yếu dựa trên: (i) nền cầu nội địa tiếp tục phục hồi khi thu nhập khả dụng và việc làm cải thiện nhờ hoạt động sản xuất–dịch vụ duy trì đà mở rộng, (ii) hiệu ứng hỗ trợ từ chính sách theo hướng thúc đẩy tăng trưởng (đầu tư công tạo việc làm và lan tỏa sang tiêu dùng; mặt bằng lãi suất/tín dụng duy trì tương đối thuận lợi cho chi tiêu), và (iii) ngành dịch vụ–du lịch tiếp tục tăng tỷ trọng, kéo chi tiêu ngoài hàng hóa gia tăng. Bên cạnh đó, bối cảnh lạm phát kỳ vọng vẫn trong vùng kiểm soát giúp sức mua thực (real consumption) không bị bào mòn mạnh, qua đó củng cố kịch bản tăng trưởng bán lẻ hai chữ số; rủi ro chính nằm ở cú sốc giá hàng hóa hoặc tỷ giá làm chi phí sinh hoạt tăng nhanh hơn dự kiến và khiến tiêu dùng thận trọng trở lại.

Tỷ trọng khu vực dịch vụ trong GDP có xu hướng gia tăng, chủ yếu nhờ: (i) quá trình đô thị hóa và mở rộng tầng lớp trung lưu làm cầu đối với các dịch vụ giá trị gia tăng (bán lẻ hiện đại, y tế, giáo dục, giải trí, logistics) tăng nhanh hơn so với hàng hóa cơ bản; (ii) dịch chuyển cơ cấu từ nông nghiệp–công nghiệp sang các ngành dịch vụ gắn với chuỗi cung ứng và tiêu dùng trong nước, đặc biệt là vận tải–kho bãi, thương mại, tài chính, công nghệ và dịch vụ doanh nghiệp; và (iii) độ mở hội nhập và chuyển đổi số thúc đẩy thương mại, du lịch, thanh toán số, nền tảng số và các dịch vụ "hậu cần–hỗ trợ" cho sản xuất, khiến dịch vụ trở thành khu vực hấp thụ lao động và tạo giá trị gia tăng ngày càng lớn.





Nguồn: GSO, Aseansc tổng hợp

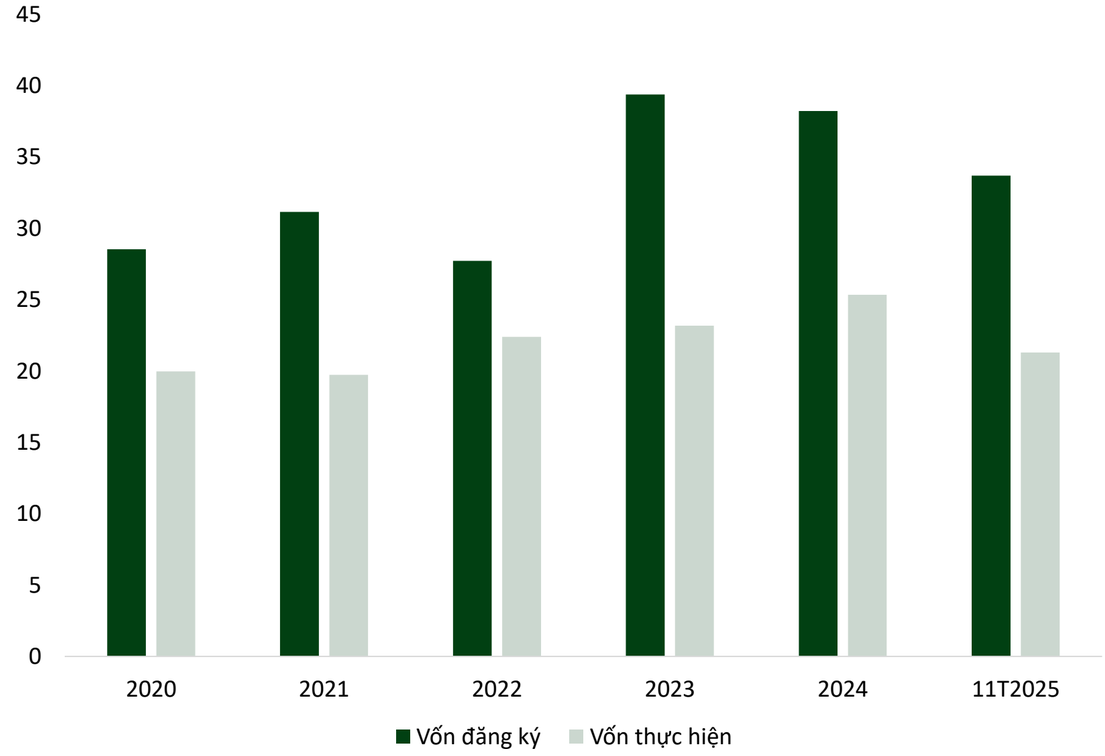
5. Việt Nam – Các động lực tăng trưởng chính

Xuất khẩu

Tăng trưởng xuất khẩu năm 2026 được dự báo chậm lại khi hiệu ứng front-loading hạ nhiệt, tuy nhiên vẫn có thể duy trì mức tăng khoảng 13–14%, nhờ lợi thế cạnh tranh tương đối của Việt Nam về vị trí trong chuỗi cung ứng khu vực, chi phí sản xuất–logistics, cùng các ưu đãi thuế quan từ mạng lưới FTA và khả năng duy trì mức thuế hiệu dụng cạnh tranh tại một số thị trường, qua đó hỗ trợ gia tăng thị phần ngay cả trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu chỉ phục hồi ở mức vừa phải.

Nguồn: GSO, Aseansc tổng hợp

FDI thực hiện năm 2026 dự kiến tăng 9–10% YoY, nhờ (i) nền giải ngân được củng cố bởi các dự án đã cấp phép/đang triển khai bước vào giai đoạn xây dựng–lắp đặt và mở rộng công suất, cùng (ii) lợi thế cạnh tranh về hạ tầng–KCN–môi trường đầu tư duy trì cải thiện; trong khi triển vọng xuất khẩu thuận lợi và tỷ giá ổn định hơn đóng vai trò yếu tố hỗ trợ, giúp giảm rủi ro vận hành và thúc đẩy tiến độ giải ngân.



ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

TRIỂN VỌNG NGÀNH 2026 | BỨT PHÁ ĐẦU CHU KỲ

NGÂN HÀNG [KHẢ QUAN]

Tín dụng 2026F duy trì nhịp tăng tích cực (+20%)

CTG [KHẢ QUAN], **TCB** [KHẢ QUAN], **VPB** [KHẢ QUAN], **HDB** [KHẢ QUAN].

CHỨNG KHOÁN [KHẢ QUAN]

VN-Index dự báo tiếp cận vùng 1.900 – 2.000 trong 2026F

TCX [KHẢ QUAN], **VCK** [THEO DÕI], **VPX** [THEO DÕI].

XÂY DỰNG [KHẢ QUAN]

Hạ tầng và công nghiệp là điểm sáng

VCG [THEO DÕI], **HHV** [KHẢ QUAN], **CII** [THEO DÕI], **CTD** [KHẢ QUAN].

THÉP [KHẢ QUAN]

Nội địa tăng trưởng cùng áp lực hạ nhiệt từ Trung Quốc

HPG [KHẢ QUAN], **HSG** [KHẢ QUAN], **NKG** [THEO DÕI], **VGS** [THEO DÕI].

BÁN LẺ [KHẢ QUAN]

Bán lẻ thiết yếu dẫn dắt tăng trưởng

MWG [KHẢ QUAN], **PNJ** [KHẢ QUAN].

ĐIỆN [KHẢ QUAN]

Bước vào pha tăng trưởng mới

REE [KHẢ QUAN], **GEG** [KHẢ QUAN], **PC1** [KHẢ QUAN], **POW** [KHẢ QUAN], **NT2** [THEO DÕI], **QTP** [THEO DÕI], **HDG** [KHẢ QUAN].

DỆT MAY [KHẢ QUAN]

Xuất khẩu sang Mỹ là động lực tăng trưởng chính

TNG [KHẢ QUAN], **MSH** [THEO DÕI], **TCM** [THEO DÕI].

DẦU KHÍ [KHẢ QUAN]

Giá dầu đi ngang, thượng nguồn phụ thuộc vào tiến độ của các dự án

PVS [KHẢ QUAN], **PVD** [KHẢ QUAN], **GAS** [THEO DÕI], **PVT** [THEO DÕI], **BSR** [THEO DÕI], **PLX** [THEO DÕI], **OIL** [THEO DÕI].

BĐS NHÀ Ở [KHẢ QUAN]

Pháp lý thông thoáng tạo sức bật, trái phiếu là bài kiểm tra sức bền

VHM [THEO DÕI], **NLG** [KHẢ QUAN], **KDH** [KHẢ QUAN].

TÓM TẮT TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG 2026

I. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH NGÂN HÀNG: TÍN DỤNG DUY TRÌ NHỊP TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

NGÀNH NGÂN HÀNG

[KHẢ QUAN]

Dự báo năm 2026:

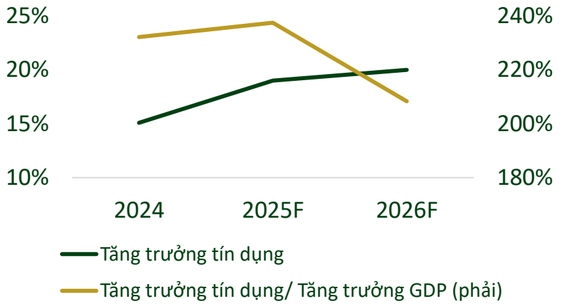
- Tăng trưởng tín dụng: +**20%**
- NIM: **3,0%**
- CIR: **30,0 %**
- NPL: **2,0%**

Cổ phiếu nổi bật:

CTG [KHẢ QUAN], **TCB** [KHẢ QUAN], **VPB** [KHẢ QUAN], **HDB** [KHẢ QUAN], **MBB** [KHẢ QUAN].

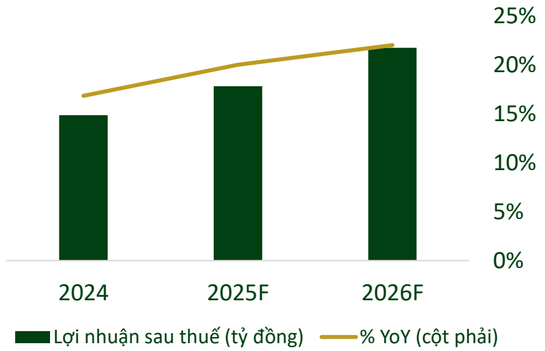
1. Tín dụng – Tăng trưởng tích cực

- **Dự phóng tăng trưởng tín dụng 2026 đạt khoảng 20%,** nhờ: (1) môi trường chính sách ưu tiên tăng trưởng cùng với việc dỡ bỏ trần room tín dụng từ 2026; (2) cú hích đầu tư công và mục tiêu GDP 10% kéo nhu cầu vốn sản xuất – hạ tầng – FDI tăng vọt; và (3) sự mở rộng mạnh mẽ của tín dụng tiêu dùng, bất động sản 'lành mạnh', cùng các mảng mới như tín dụng xanh và chuyển đổi số.



2. Huy động – Tăng trưởng cao hơn trong năm 2026, vẫn cần đẩy mạnh các kênh huy động khác

- **Dự phóng tiền gửi khách hàng tăng 17% trong năm 2026**, phản ánh nhu cầu bổ sung nguồn vốn ổn định nhằm hỗ trợ tăng trưởng tín dụng ở mức cao. Động lực tăng đến từ: (i) lãi suất huy động nhích nhẹ, giúp duy trì sức hấp dẫn của tiền gửi kỳ hạn; (ii) CASA cải thiện nhờ các ngân hàng đẩy mạnh chương trình thu hút CASA như "Sinh lời tự động"; đồng thời (iii) các ngân hàng tiếp tục đa dạng hóa nguồn vốn thông qua phát hành GTCG nhằm tối ưu cơ cấu kỳ hạn và đáp ứng các chỉ tiêu an toàn.

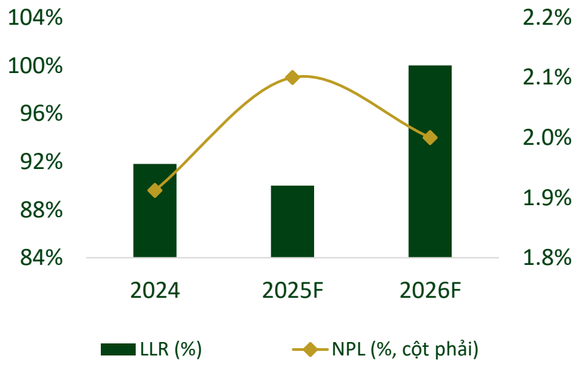


3. Chất lượng tài sản – Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục cải thiện trong năm 2026

- Tỷ lệ nợ xấu trong năm 2026 duy trì ở mức 2% **(-0,1 % YoY)**, chủ yếu nhờ tình hình kinh tế tăng trưởng tích cực và tác động từ Luật hóa Nghị quyết 42.
- Đẩy mạnh cho vay BĐS có thể tạo áp lực lên chất lượng tài sản và yêu cầu các ngân hàng tăng cường trích lập kéo theo tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) lên mức cao.

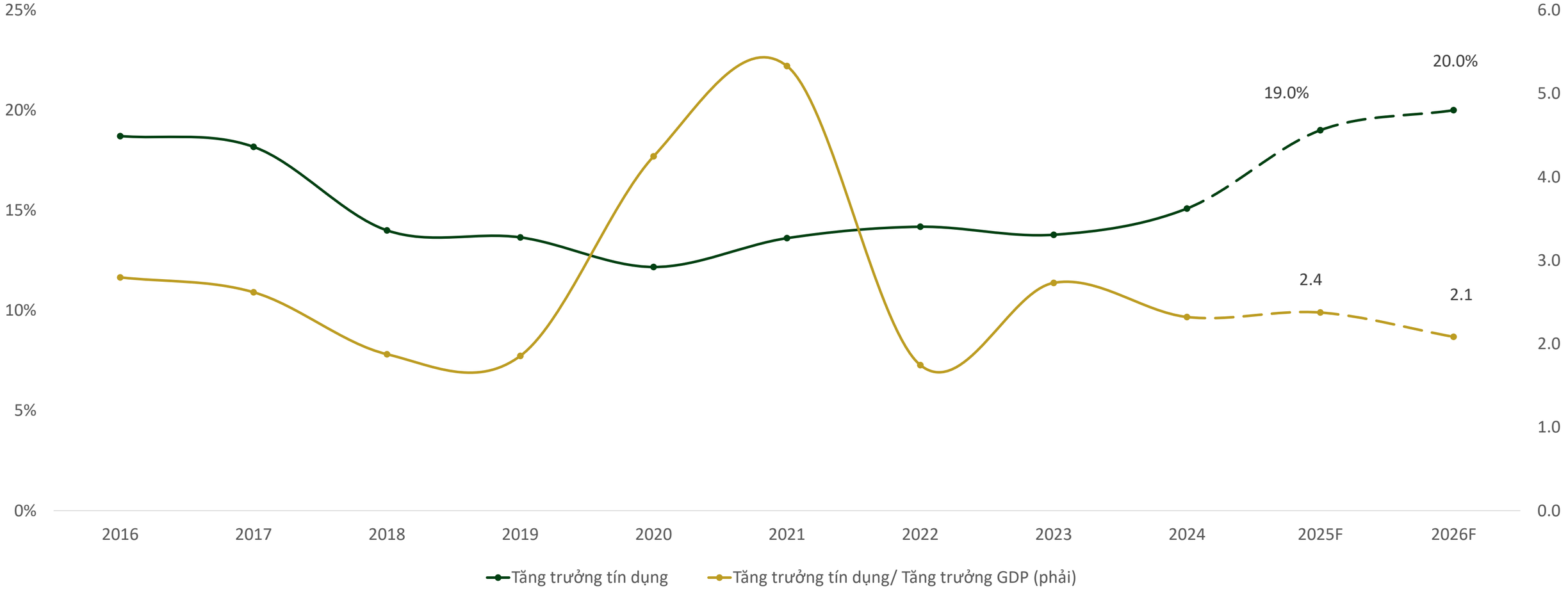
4. Lợi nhuận - Tăng trưởng khá

- **Lợi nhuận ngành Ngân hàng dự báo tăng trưởng 22% trong năm 2026**, được hỗ trợ bởi: (i) TOI tăng trưởng tích cực với thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi cải thiện; (ii) NIM cải thiện nhẹ từ mức thấp năm 2025 nhờ chi phí vốn được kiểm soát tốt; (iii) Chi phí hoạt động giảm nhờ đẩy mạnh phát triển hạ tầng số và tối ưu chi phí nhân sự.



1. Tín dụng: Tăng trưởng tích cực

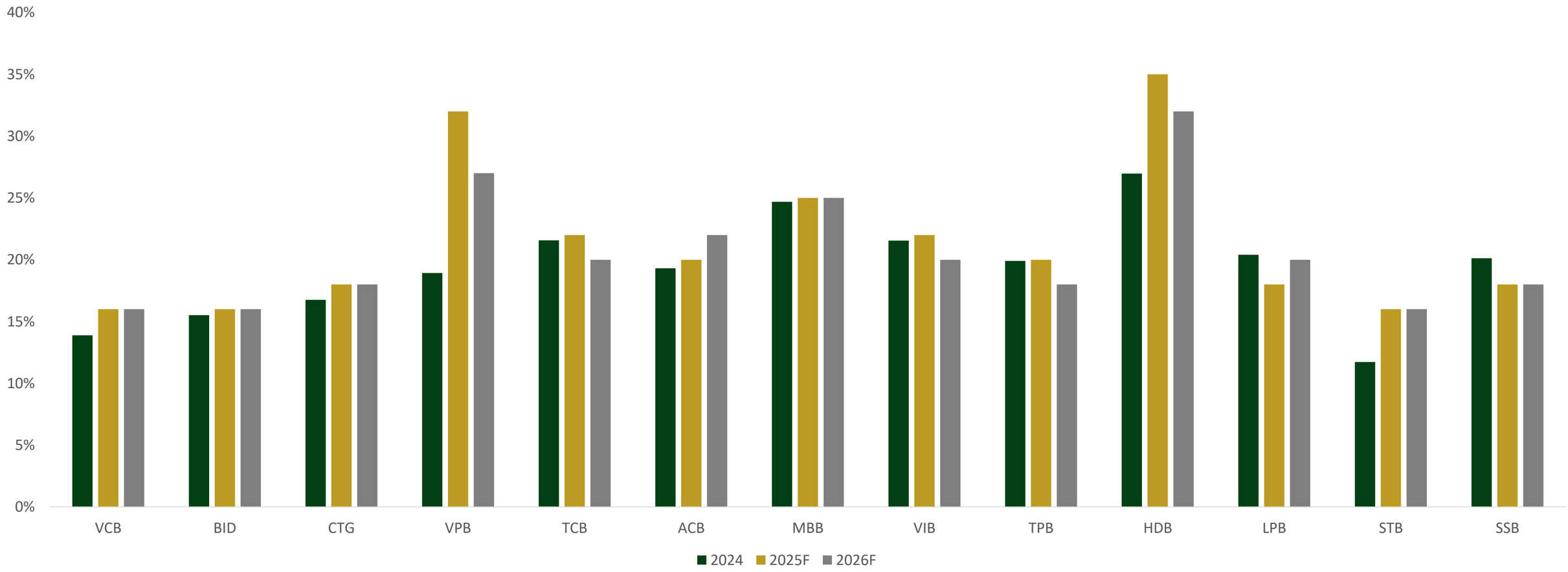
Dự phóng tăng trưởng tín dụng 2026 đạt khoảng 20%, nhờ: (1) môi trường chính sách ưu tiên tăng trưởng cùng với việc dỡ bỏ trần room tín dụng từ 2026; (2) cú hích đầu tư công và mục tiêu GDP 10% kéo nhu cầu vốn sản xuất – hạ tầng – FDI tăng vọt; và (3) sự mở rộng mạnh mẽ của tín dụng tiêu dùng, bất động sản 'lành mạnh', cùng các mảng mới như tín dụng xanh và chuyển đổi số.



Nguồn: NHNN, Aseansc Research

1. Tín dụng: Tăng trưởng tích cực

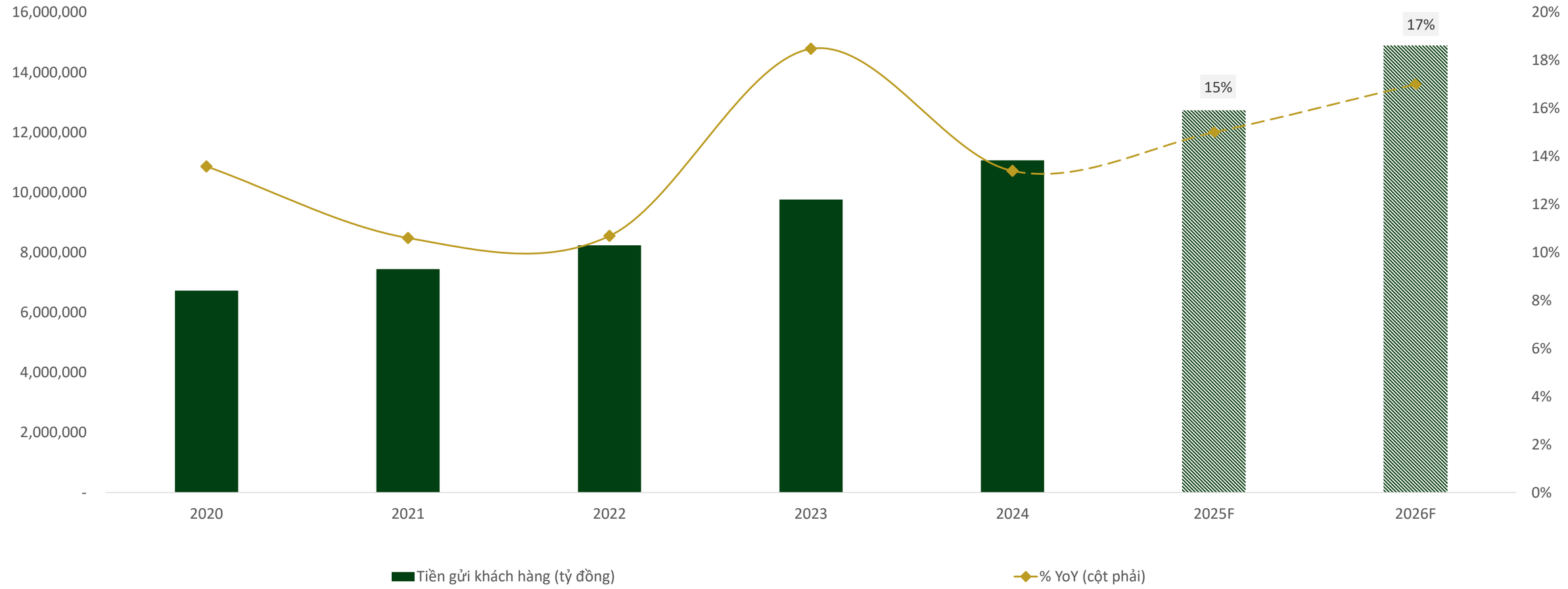
Các ngân hàng có những đặc điểm sau sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ hơn: (i) Tỷ trọng dư nợ mảng xây dựng, và hoạt động kinh doanh bất động sản cao; tỷ trọng cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) lớn – những lĩnh vực, nhóm khách hàng được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ; (ii) Tiềm năng tăng trưởng tiền gửi mạnh mẽ giúp đảm bảo hệ số thanh khoản khi đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng. Bên cạnh đó, các ngân hàng với khả năng cải thiện CASA sẽ có lợi thế lớn trong việc duy trì lãi suất ở mức thấp – tạo ra lợi thế cạnh tranh trên thị trường tín dụng.



Nguồn: BCTC các NHNY, Aseansc Research

2. Huy động: Tăng trưởng tiền gửi cao hơn trong năm 2026, vẫn cần đẩy mạnh các kênh huy động khác

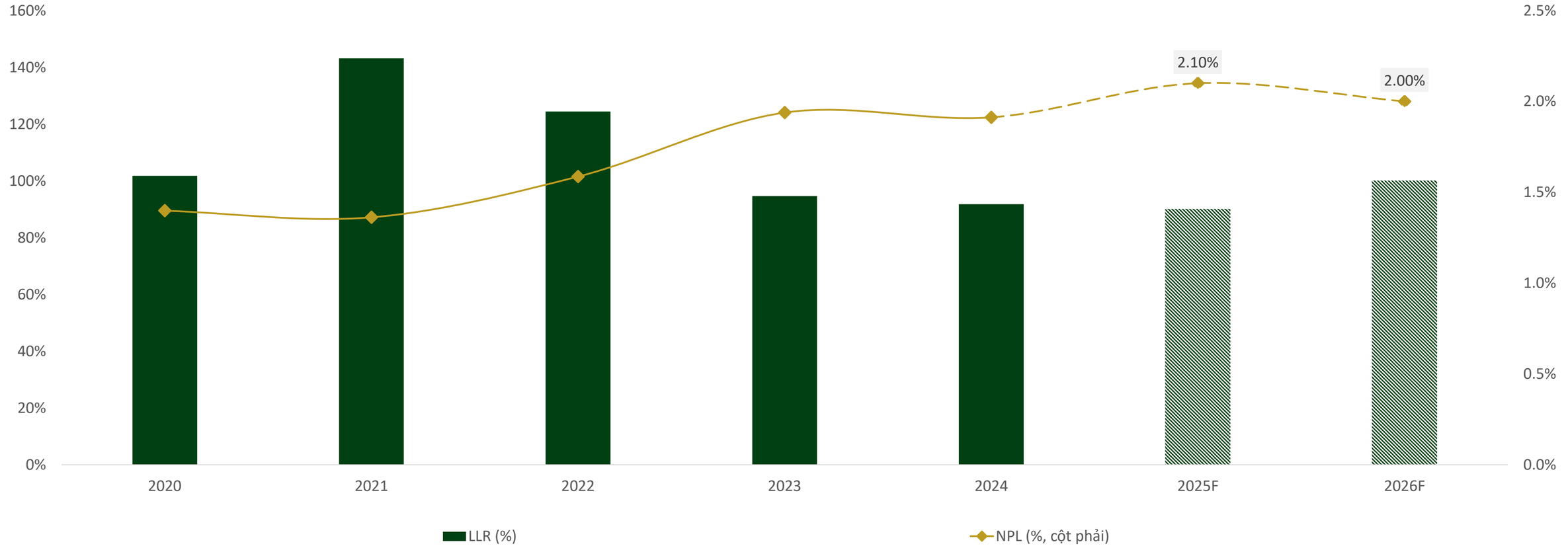
Dự phóng tiền gửi khách hàng tăng 17% trong năm 2026, phản ánh nhu cầu bổ sung nguồn vốn ổn định nhằm hỗ trợ tăng trưởng tín dụng ở mức cao. Động lực tăng đến từ: (i) lãi suất huy động nhích nhẹ, giúp duy trì sức hấp dẫn của tiền gửi kỳ hạn; (ii) CASA cải thiện nhờ các ngân hàng đẩy mạnh chương trình thu hút CASA như "Sinh lời tự động"; đồng thời (iii) các ngân hàng tiếp tục đa dạng hóa nguồn vốn thông qua phát hành GTCG nhằm tối ưu cơ cấu kỳ hạn và đáp ứng các chỉ tiêu an toàn.



Nguồn: NHNN, Aseansc Research

3. Chất lượng tài sản: Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ trong năm 2026

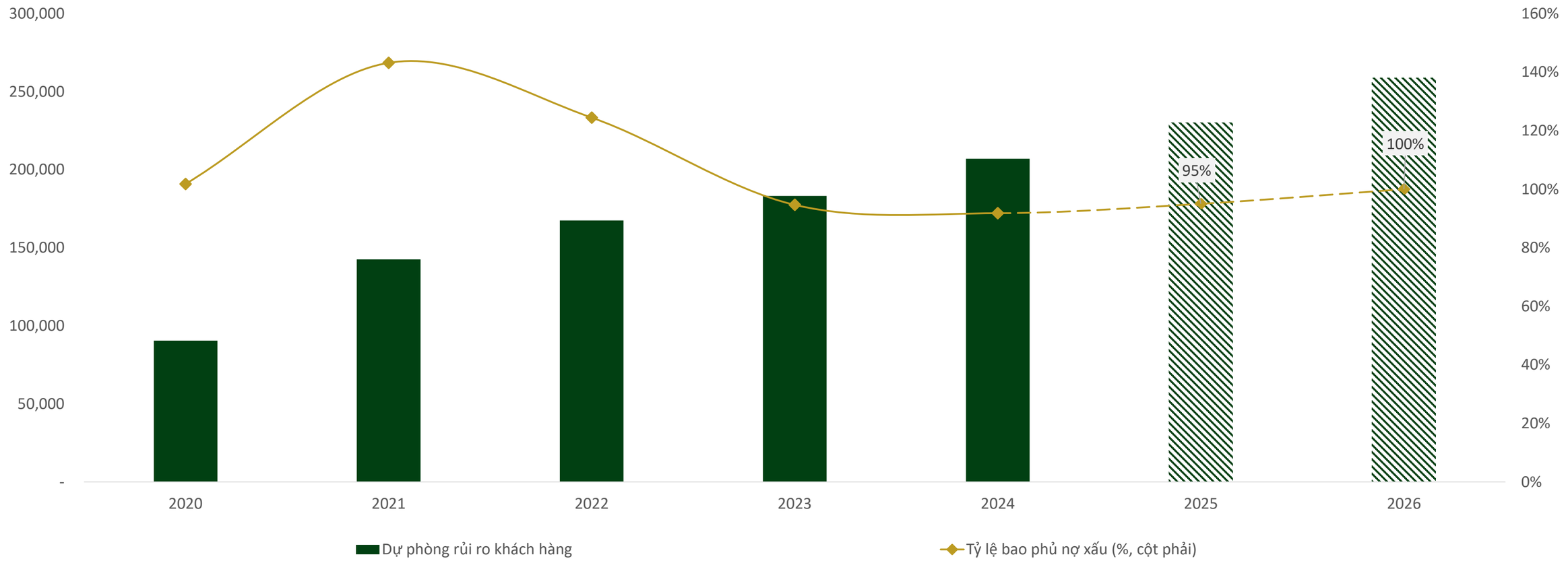
Tỷ lệ nợ xấu năm 2026 dự báo ở mức 2% (-0,1 điểm % YoY), nhờ: (i) luật hóa Nghị quyết 42 tiếp tục hỗ trợ đẩy nhanh tiến độ xử lý và thu hồi nợ xấu; (ii) triển vọng vĩ mô tích cực, với mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số, qua đó cải thiện khả năng trả nợ của khách hàng và giảm áp lực hình thành nợ xấu mới. Dù vậy, việc đẩy mạnh tín dụng sang sang các lĩnh vực có rủi ro cao như kinh doanh bất động sản có thể tạo áp lực lên chất lương tài sản và yêu cầu các ngân hàng duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ở mức cao trong năm 2026.



Nguồn: BCTC các NHNY, Aseansc Research

3. Chất lượng tài sản: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục cải thiện trong năm 2026

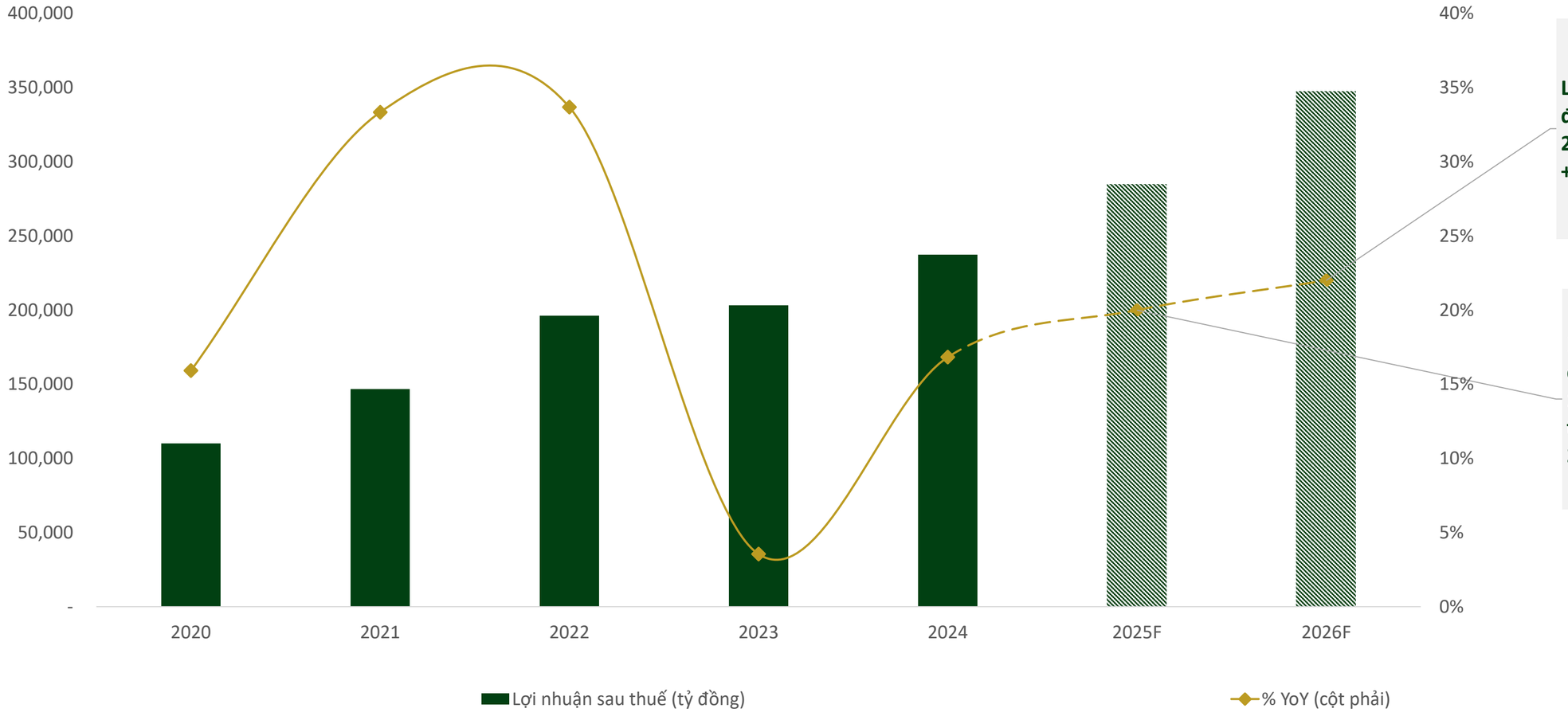
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) dự phóng duy trì quanh 100% (+5 điểm % YoY), cao hơn mặt bằng trung bình các năm trước, phản ánh chiến lược trích lập dự phòng thận trọng của các ngân hàng. Mức bộ đệm dày này giúp hệ thống hấp thụ tốt hơn các rủi ro tiềm ẩn từ việc đẩy mạnh tín dụng vào các phân khúc có hệ số rủi ro cao hơn (bất động sản, xây dựng, SME), đồng thời tạo dư địa để xử lý nợ xấu và nợ tái cơ cấu mà không gây biến động quá lớn lên lợi nhuận trong năm 2026.



Nguồn: BCTC các NHNY, Aseansc Research

4. Lợi nhuận dự báo tăng trưởng khá

Lợi nhuận ngành Ngân hàng dự báo tăng trưởng 22% trong năm 2026, được hỗ trợ bởi: (i) TOI tăng trưởng tích cực với thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi cải thiện; (ii) NIM cải thiện nhẹ từ mức thấp năm 2025 nhờ chi phí vốn được kiểm soát tốt; (iii) Chi phí hoạt động giảm nhờ đẩy mạnh phát triển hạ tầng số và tối ưu chi phí nhân sự.



LNST 2026 +22%, dựa trên giả định: (1) Tăng trưởng tín dụng 20%; (2) NIM đạt 3,0%; (3) NOII +20%; (4) Tỷ lệ nợ xấu 2%.

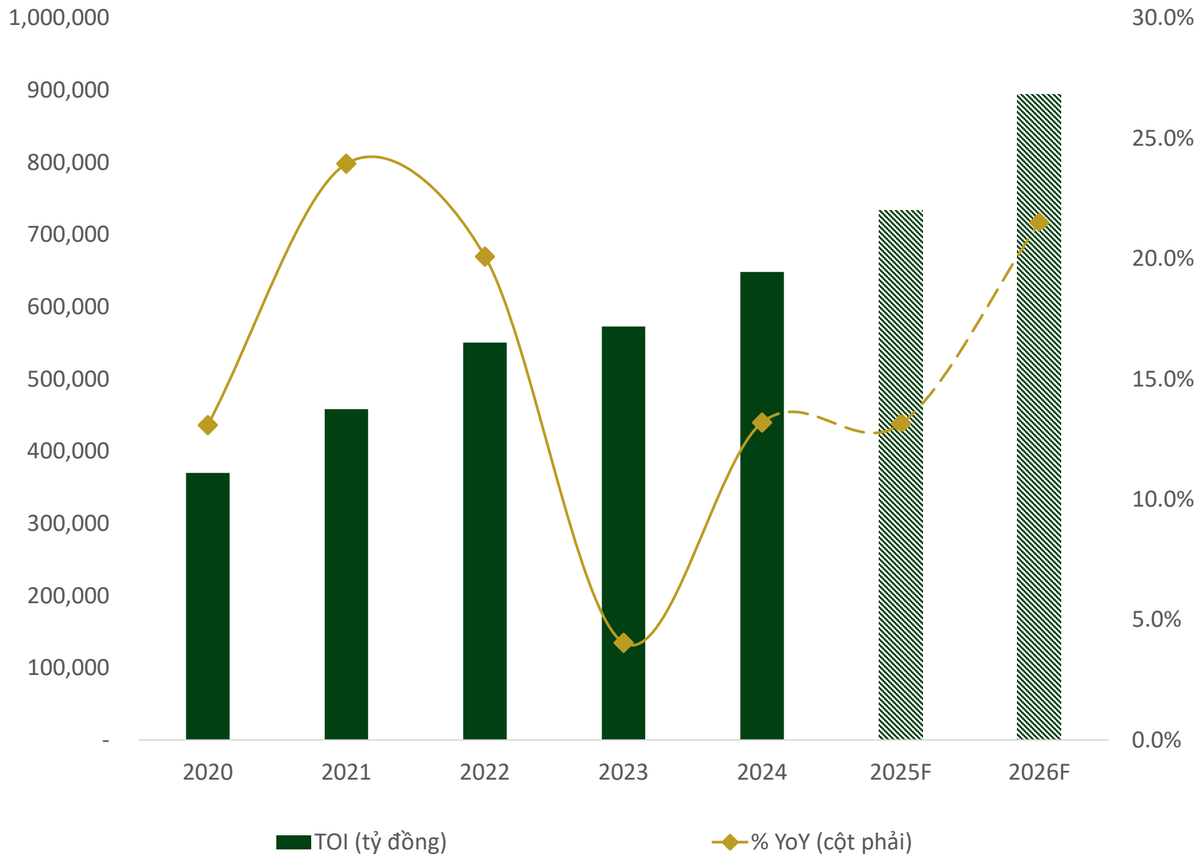
LNST 2025 +20%, dựa trên giả định: (1) Tăng trưởng tín dụng 19%; (2) NIM đạt 2,9%; (3) NOII tăng trưởng 22%; (4) Tỷ lệ nợ xấu 2%.

Nguồn: BCTC các NHNY, Aseansc Research

4. Lợi nhuận dự báo tăng trưởng khá

4.1. TOI tăng trưởng tích cực với thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi cải thiện

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) 2026 dự báo tăng 21,5% YoY, nhờ…



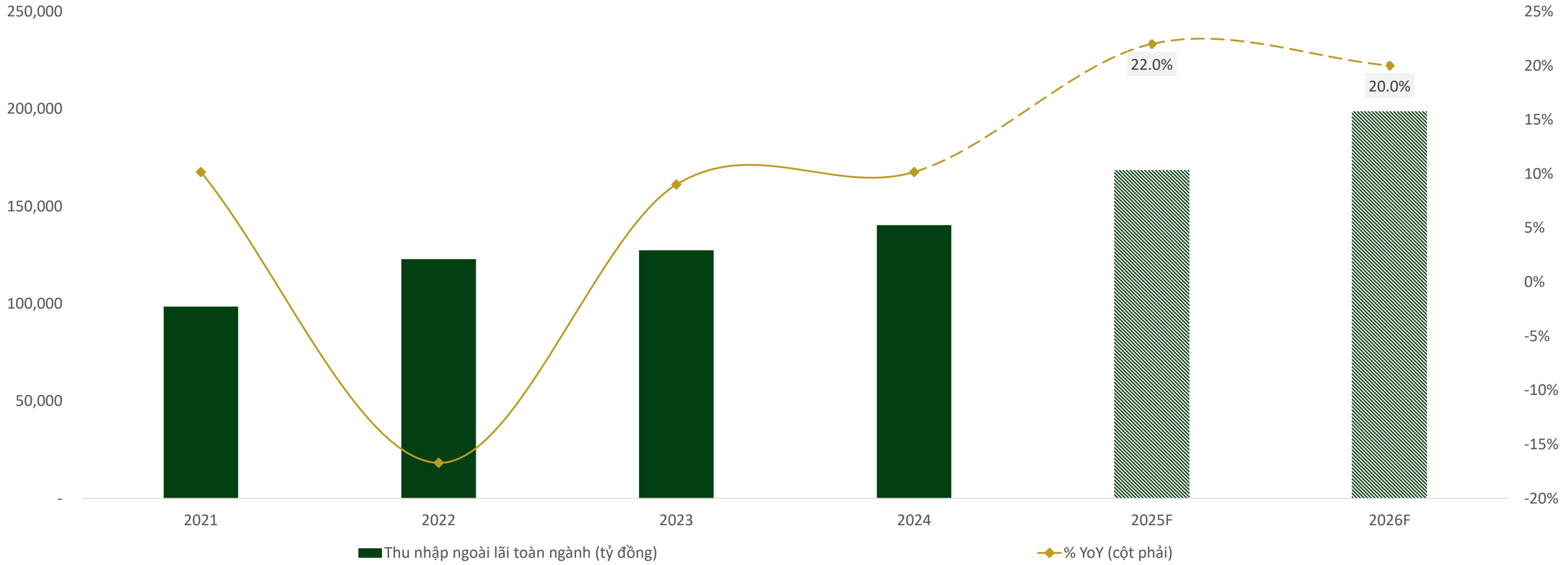
…thu nhập lãi thuần tăng 23,2% YoY, với giả định tín dụng tăng trưởng 20% cùng NIM cải thiện 0,2 điểm %.

Nguồn: BCTC các NHNY, Aseansc Research

4. Lợi nhuận dự báo tăng trưởng khá

4.1. TOI tăng trưởng tích cực với thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi cải thiện

…thu nhập ngoài lãi tăng 20% trong 2026, được hỗ trợ bởi: (1) thu hồi nợ xấu tăng đột biến nhờ Luật hóa Nghị quyết 42 và (2) thu nhập từ mảng chứng khoán kinh doanh khởi sắc khi thị trường chứng khoán diễn biến tích cực. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ đẩy mạnh phí thanh toán qua thẻ giao dịch vàng tài sản số, hỗ trợ thu nhập từ phí và dịch vụ cao hơn. Nghị định 232/2025/NĐ-CP cho phép các NHTM có vốn điều lệ trên 5 nghìn tỷ đồng sản xuất vàng miếng sẽ hỗ trợ nguồn thu ngoài lãi trong tương lai.



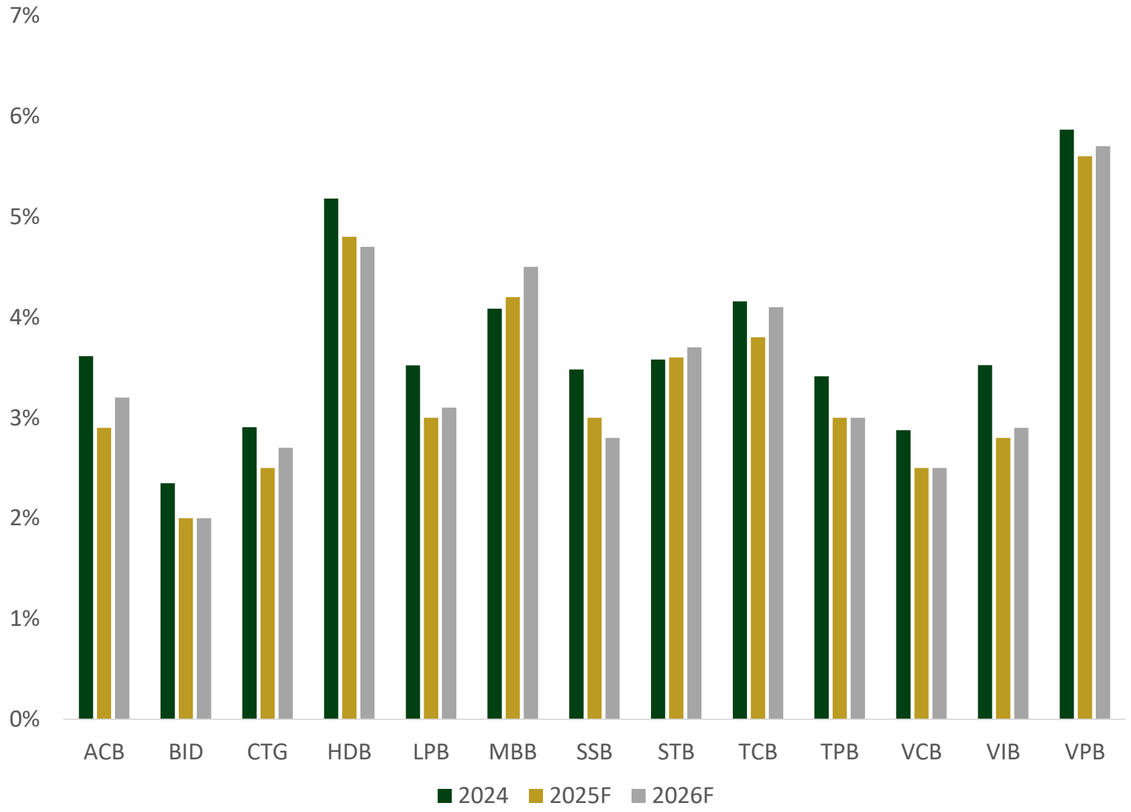
Nguồn: BCTC các NHNY, Aseansc Research

4. Lợi nhuận dự báo tăng trưởng khá

4.2. NIM cải thiện nhẹ từ mức thấp năm 2025 nhờ chi phí vốn được kiểm soát tốt

Dự phóng NIM 2026 tăng nhẹ đạt trên mức 3,0%, nhờ (i) YOEA cao hơn thông qua việc đẩy mạnh cho vay nhóm ngành có tỷ suất sinh lời cao như kinh doanh bất động sản; và (ii) chi phí vốn đi ngang khi việc lãi suất huy động tăng nhẹ được bù đắp bởi tỷ lệ CASA cải thiện.

Các ngân hàng đẩy mạnh các chương trình thu hút CASA và có tỷ trọng cho vay BĐS cao trong cơ cấu dư nợ (TCB, VPB) sẽ chứng kiến NIM phục hồi cao hơn trong năm 2026

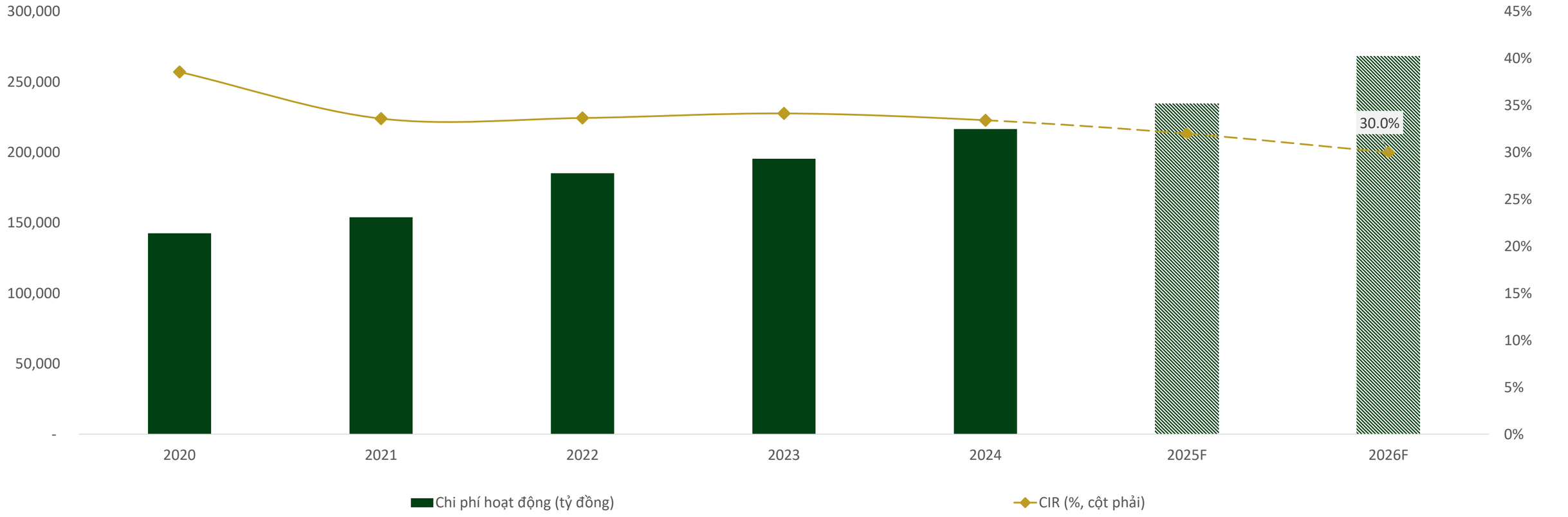


Nguồn: BCTC các NHNY, Aseansc Research

4. Lợi nhuận dự báo tăng trưởng khá

4.3. Chi phí hoạt động giảm nhờ đẩy mạnh phát triển hạ tầng số và tối ưu chi phí nhân sự

Dự phóng CIR 2026 giảm về 30,0% (-2,0 điểm % YoY), chủ yếu nhờ (i) các ngân hàng bước vào giai đoạn tối ưu hiệu quả khai thác sau chu kỳ đầu tư hạ tầng số giai đoạn 2023–2025, qua đó cải thiện năng suất vận hành và giảm chi phí trên mỗi giao dịch nhờ tự động hóa và chuẩn hóa quy trình (STP), đồng thời hạn chế nhu cầu mở rộng mạng lưới vật lý; và (ii) tốc độ tăng chi phí nhân sự chậm hơn tăng trưởng TOI, nhờ tái cơ cấu nhân sự theo hướng tinh gọn khối vận hành, tối ưu định biên, nâng cao năng suất lao động và chuẩn hóa KPI. Mức cải thiện CIR dự kiến phân hóa theo năng lực số hóa và khả năng mở rộng thu nhập ngoài lãi, trong đó các ngân hàng có nền tảng giao dịch số mạnh và tỷ trọng thu phí cao thường có dư địa giảm CIR rõ nét hơn.



Nguồn: BCTC các NHNY, Aseansc Research

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (HSX: CTG)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (09/12/2025)	**50.100**	Giá mục tiêu (đồng/cp)	**63.100**
TOI dự phóng 2026 (tỷ đồng)	109.618	BVPS Forward (đồng/cp)	39.430
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	45.436	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,4x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+24%	P/B mục tiêu	1,6x

Tổng quan doanh nghiệp:

- Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam được thành lập năm 1988 sau khi tách khỏi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, và là một trong 4 ngân hàng thương mại nhà nước. CTG niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE từ năm 2009. Trải qua hơn 30 năm hoạt động, CTG đã thiết lập mối quan hệ với hơn 1.000 ngân hàng đại lý trên toàn thế giới. Tính đến hết 9T2025, CTG đứng thứ 2 về tổng quy mô tài sản trong nhóm các ngân hàng niêm yết.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu CTG nhờ triển vọng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2025 và 2026. Chúng tôi dự phóng tổng thu nhập hoạt động (TOI) năm 2025 và năm 2026 ước đạt 91.295 tỷ đồng (+12% YoY) và 109.618 tỷ đồng (+20%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 36.261 tỷ đồng (+44% YoY), và 45.436 tỷ đồng (+24% YoY). Dựa trên BVPS forward là 39.430 VND/cp, mức P/B mục tiêu là 1,6x, chúng tôi xác định giá mục tiêu của CTG là 63,100 VND/cp, cao hơn 25,9% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi kỳ vọng **thu nhập lãi thuần CTG tăng trưởng tích cực trong năm 2025 và 2026** nhờ: (1) tăng trưởng tín dụng tích cực đạt 18% trong năm 2025 và 2026 nhờ chính phủ tiếp tục đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong Q4/2025 và năm 2026 nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng kinh tế; và (2) NIM cải thiện chủ yếu đến từ việc COF thấp hơn khi tỷ lệ CASA cải thiện. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng **chất lượng tài sản cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm hỗ trợ CTG cải thiện lợi nhuận**. Cụ thể, chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu của CTG giảm xuống mức 1,1% (-0,1% YoY) trong năm 2025 và 1,0% (-0,1% YoY) trong năm 2026 nhờ đầu tư công tăng mạnh hỗ trợ khả năng trả nợ nhóm khách hàng xây dựng của CTG cùng tác động tiếp cực của Luật hóa Nghị quyết 42 giúp đẩy mạnh khả năng thu hồi nợ xấu của CTG.

Diễn biến giá cổ phiếu CTG

Nguồn: Aseansc Research

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HSX: VPB)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (09/12/2025)	**28.750**	Giá mục tiêu (đồng/cp)	**37.650**
TOI dự phóng 2026 (tỷ đồng)	72.922	BVPS Forward (đồng/cp)	23.530
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	27.920	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,5x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+31%	P/B mục tiêu	1,5x

Tổng quan doanh nghiệp:

- Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng được thành lập năm 1993 và chính thức niêm yết trên Hose vào năm 2017. VPB đã ghi nhận tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong 5 năm qua, củng cố vị thế ngân hàng bán lẻ hàng đầu Việt Nam nhờ thế mạnh tài chính tiêu dùng và cho vay tín chấp qua công ty con FE Credit. Tính đến hết 9T2025, VPB đứng thứ 3 về quy mô tài sản trong nhóm ngân hàng tư nhân.

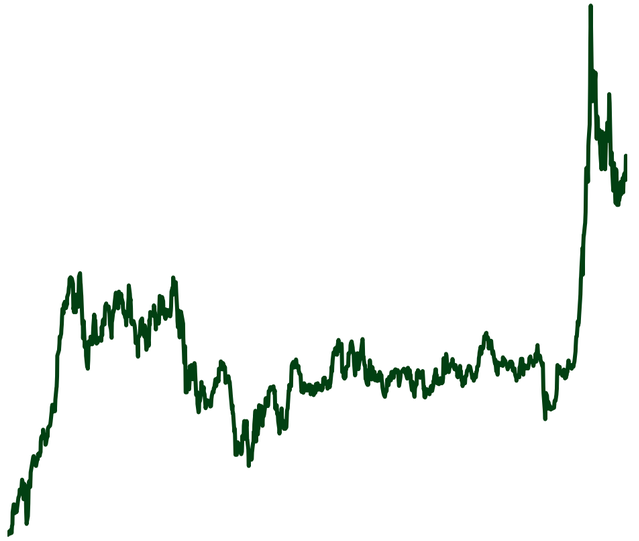
Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu VPB với triển vọng kinh doanh năm 2025 và 2026 tăng trưởng tích cực và định giá đang ở mức hấp dẫn. Chúng tôi dự phóng VPB sẽ ghi nhận tổng thu nhập hoạt động (TOI) năm 2025 và năm 2026 đạt 56.492 tỷ đồng (+15% YoY) và 72.922 tỷ đồng (+29%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 21.268 tỷ đồng (+33% YoY), và 27.920 tỷ đồng (+31% YoY). Dựa trên BVPS forward là 23.530 VND/cp và mức P/B mục tiêu là 1,6x, chúng tôi xác định giá mục tiêu của VPB là 37.650 VND/cp, cao hơn 31,0% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi dự phóng lợi nhuận VPB tăng trưởng tích cực 32,8% và 31,3% YoY nhờ: (1) tăng trưởng tín dụng tích cực đạt lần lượt 32% và 27% trong năm 2025 và 2026, được thúc đẩy bởi cho vay bán lẻ và cho vay hoạt động kinh doanh bất động sản; (2) NIM tạo đáy trong năm 2025 và sẽ cải thiện lên mức 5,7% (+0,2 điểm % YoY) trong năm 2026 nhờ khả năng cơ cấu danh mục cho vay sang cho vay bán lẻ và mảng kinh doanh BĐS có lợi suất cao hơn; (3) tỷ lệ nợ xấu tiếp tục cải thiện nhờ chiến lược quản trị rủi ro chủ động của ngân hàng; (4) lợi nhuận các công ty con (Fe Credit; VPBanks; OPES) cải thiện hỗ trợ lợi nhuận VPB tăng trưởng.

Diễn biến giá cổ phiếu VPB



Nguồn: Aseansc Research

Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (HSX: STB)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (09/12/2025)	**49.700**	Giá mục tiêu (đồng/cp)	**60.900**
TOI dự phóng 2026 (tỷ đồng)	37.834	BVPS Forward (đồng/cp)	39.530
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	18.856	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,2x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+5%	P/B mục tiêu	1,2x

Tổng quan doanh nghiệp:

- Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB) thành lập năm 1991 và là ngân hàng TMCP đầu tiên niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán vào năm 1997. STB đối mặt với nhiều biến động sau sáp nhập với ngân hàng Phương Nam khiến ngân hàng nằm trong Đề án tái cơ cấu của NHNN vào năm 2017. Tính đến 9T2025, STB gần như hoàn tất Đề án tái cơ cấu và dự kiến sớm hoàn thành qua việc bán đấu giá 32,5% cổ phần do VAMC nắm giữ. STB hiện đang xếp thứ 5 về quy mô tổng tài sản trong nhóm ngân hàng tư nhân.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu STB với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 và 2026 tích cực và định giá đang ở mức hấp dẫn. Chúng tôi dự phóng STB sẽ ghi nhận tổng thu nhập hoạt động (TOI) năm 2025 và năm 2026 đạt 35.199 tỷ đồng (+22,7% YoY) và 37.834 tỷ đồng (+7,5%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 17.898 tỷ đồng (+41% YoY), và 18.856 tỷ đồng (+5% YoY). Dựa trên BVPS forward là 39.040 VND/cp và mức P/B mục tiêu là 1,5x, chúng tôi xác định giá mục tiêu của STB là 60.900 VND/cp, cao hơn 25,3% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Trong năm 2025 và 2026, chúng tôi dự phóng LNST STB tăng trưởng tích cực 40,7% và 5,4% YoY nhờ: (1) STB ghi nhận tăng trưởng tín dụng 15,8% và 16,2% lần lượt trong năm 2025 và 2026 khi tăng trưởng tiêu dùng và thị trường BĐS ấm lên thúc đẩy các mảng cho vay chính; (2) Khoản thu từ KCN Phong Phú hỗ trợ thu nhập ngoài lãi cải thiện và giúp chi phí dự phòng rủi ro tín dụng thấp hơn trong năm 2025; (3) Tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng thu nhập hoạt động thấp hơn nhờ đẩy mạnh phát triển công nghệ hạ tầng số. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng thương vụ bán 32,5% cổ phần tại VAMC nếu được thông qua có thể giúp STB tăng trưởng lợi nhuận đột biến. Tuy nhiên thời điểm triển khai chưa xác định, nên chúng tôi chưa cho thương vụ này vào định giá của mình.

Diễn biến giá cổ phiếu STB

Nguồn: Aseansc Research

Ngân hàng TMCP Quân Đội (HSX: MBB)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (09/12/2025)	**24.700**	Giá mục tiêu (đồng/cp)	**28.500**
TOI dự phóng 2026 (tỷ đồng)	56.152	BVPS Forward (đồng/cp)	20.379
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	32.146	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,4x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+25%	P/B mục tiêu	1,4x

Tổng quan doanh nghiệp:

- Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB) là ngân hàng có quy mô tổng tài sản top đầu, chỉ đứng sau 4 ngân hàng quốc doanh. Tính đến hết năm 2024, MBB là ngân hàng duy nhất ngoài khối NHNN có quy mô tài sản vượt 1.000.000 tỷ đồng. MBB được biết đến là một ngân hàng với mô hình tập đoàn tài chính toàn diện, đi đầu trong lĩnh vực chuyển đổi số, sở hữu tệp khách hàng lớn và tỷ lệ CASA cao top đầu ngành. MBB cũng là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt hàng đầu hệ thống khi rủi ro cho vay phát triển BĐS và trái phiếu doanh nghiệp được kiểm soát tốt.

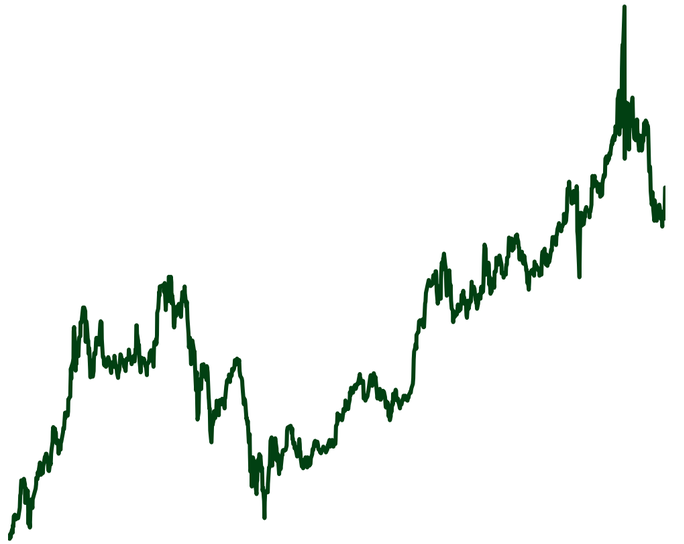
Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu MBB với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2025-2026. Chúng tôi dự phóng MBB sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong cả tổng thu nhập hoạt động (TOI) và lợi nhuận, TOI năm 2025 và năm 2026 ước đạt 45.970 tỷ đồng (+20% YoY) và 56.152 tỷ đồng (+22%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 25.792 tỷ đồng (+12% YoY), và 32.146 tỷ đồng (+25% YoY). Dựa trên BVPS forward là 20.379 VND/cp, mức P/B mục tiêu là 1,4x – tương đương mức trung bình 5 năm, chúng tôi xác định giá mục tiêu của MBB là 28.500 VND/cp, cao hơn 15,3% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi kỳ vọng MBB tăng trưởng tín dụng 25% trong cả hai năm 2025 và 2026 nhờ chủ yếu tiêu dùng khởi sắc và thị trường bất động sản ấm lên. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng NIM MBB tăng nhẹ trong năm 2025 và 2026 nhờ kiểm soát tốt chi phí vốn với tỷ lệ CASA cải thiện và tỷ suất sinh lời tài sản có lãi (YOEA) cao hơn khi đẩy mạnh cho vay bán lẻ và cho vay hoạt động kinh doanh BĐS. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi MBB cao hơn nhờ thu nhập từ phí dịch vụ và thu nhập khác từ thu hồi nợ xấu cải thiện.

Diễn biến giá cổ phiếu MBB



Nguồn: Aseansc Research

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (HSX: TCB)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (09/12/2025)	**33.800**	Giá mục tiêu (đồng/cp)	**39.300**
TOI dự phóng 2026 (tỷ đồng)	62.649	BVPS Forward (đồng/cp)	25.521
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	30.323	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,4x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+27%	P/B mục tiêu	1,5x

Tổng quan doanh nghiệp:

- Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB) thành lập năm 1993, là một trong những ngân hàng TMCP hàng đầu Việt Nam – đứng thứ 2 về quy mô tổng tài sản trong số các ngân hàng tư nhân. TCB có tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS ở mức cao – chiếm khoảng 60-70% tổng tín dụng. Ngân hàng hiện có mạng lưới hơn 300 chi nhánh và 1300 máy ATM trên toàn quốc và phục vụ hơn 15 triệu khách hàng.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu TCB với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2025-2026. Chúng tôi dự phóng TCB sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong cả tổng thu nhập hoạt động (TOI) và lợi nhuận, TOI năm 2025 và năm 2026 ước đạt 51.903 tỷ đồng (+11% YoY) và 62.649 tỷ đồng (+21%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 23.941 tỷ đồng (+10% YoY), và 30.323 tỷ đồng (+27% YoY). Dựa trên BVPS forward là 25.521 VND/cp, mức P/B mục tiêu là 1,5x, chúng tôi xác định giá mục tiêu của TCB là 39.300 VND/cp, cao hơn 16,3% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế TCB tăng trưởng tích cực 27% trong năm 2026 chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần cải thiện. Cụ thể, thu nhập lãi thuần cải thiện 25,4% trong năm 2026 nhờ: (1) Nguồn cung BĐS tiếp tục cải thiện thông qua nỗ lực tháo gỡ pháp lý tại các dự án cùng với chính sách phát triển nhà ở xã hội đẩy mạnh giúp tăng trưởng tín dụng tích cực 22% (2025) và 20% (2026); (2) NIM tạo đáy trong năm 2025 và hồi phục lên mức 4,0% (+0,2 điểm % YoY) trong năm 2026, nhờ tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS cao hơn. Dù vậy, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu nhích nhẹ khiến ngân hàng trích lập cao hơn trong năm 2026 có thể làm lợi nhuận thấp hơn.

Diễn biến giá cổ phiếu TCB

Nguồn: Aseansc Research

Ngân hàng TMCP Phát triển TP. Hồ Chí Minh (HSX: HDB)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (09/12/2025)	**31.500**	Giá mục tiêu (đồng/cp)	**37.200**
TOI dự phóng 2026 (tỷ đồng)	48.207	BVPS Forward (đồng/cp)	24.800
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	19.225	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,5x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+18%	P/B mục tiêu	1,5x

Tổng quan doanh nghiệp:

- Ngân hàng TMCP Phát triển TP. Hồ Chí Minh (HDB) thành lập năm 1989 với tiền thân là Ngân hàng Phát triển Nhà Thành phố Hồ Chí Minh. HDB tập trung cho vay khách hàng cá nhân và khách hàng SME với tỷ trọng khoảng 93%. Trải qua hơn 30 năm hình thành và phát triển, HDB là một trong những ngân hàng có quy mô tài sản top đầu – đứng thứ 6 trong nhóm ngân hàng tư nhân. HDB hiện sở hữu 362 chi nhánh và phòng giao dịch trải dài trên 61/63 tỉnh thành Việt Nam, phục vụ hơn 17 triệu khách hàng.

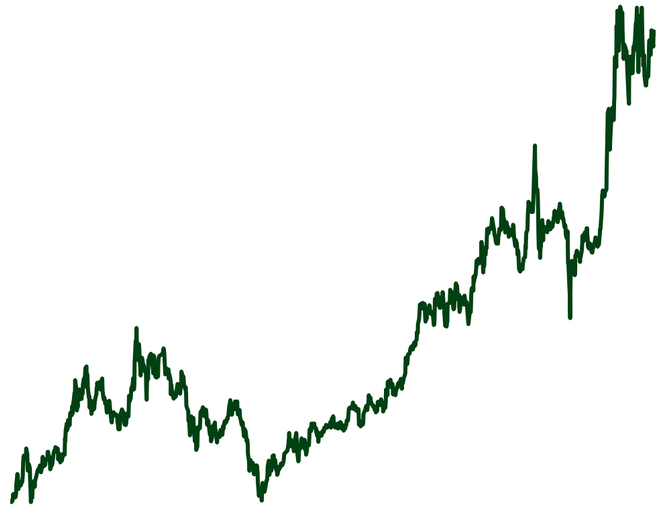
Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu HDB với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2025-2026. Chúng tôi dự phóng HDB sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong cả tổng thu nhập hoạt động (TOI) và lợi nhuận, TOI năm 2025 và năm 2026 ước đạt 42.296 tỷ đồng (+24% YoY) và 48.207 tỷ đồng (+14%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 16.276 tỷ đồng (+23% YoY), và 19.225 tỷ đồng (+18% YoY). Dựa trên BVPS forward là 20.379 VND/cp, mức P/B mục tiêu là 1,5x – tương đương mức trung bình 5 năm, chúng tôi xác định giá mục tiêu của HDB là 37.200 VND/cp, cao hơn 18,1% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi kỳ vọng HDB tăng trưởng tín dụng 28% trong cả hai năm 2025 và 2026 chủ yếu nhờ tác động tích cực từ Nghị quyết 68-NQ/TW về phát triển kinh tế tư nhân giúp ngân hàng đẩy mạnh cho vay khách hàng SME – chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu dư nợ. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng thu nhập ngoài lãi HDB cao hơn nhờ kết quả kinh doanh tích cực trong 9T2025. Tuy vậy, chúng tôi cũng cho rằng HDB sẽ gặp một số áp lực đến từ việc NIM duy trì ở mức thấp trong giai đoạn 2025-26 cùng với việc phải trích lập cao hơn với tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức khoảng 2,1% (+0,2 điểm % YoY) trong năm 2025 và 2026.

Diễn biến giá cổ phiếu HDB



Nguồn: Aseansc Research

Ngân hàng TMCP Lộc Phát Việt Nam (HSX: LPB)

KHUYẾN NGHỊ:
[THEO DÕI]

Giá cổ phiếu (09/12/2025)	**44.000**	Giá mục tiêu (đồng/cp)	**41.800**
TOI dự phóng 2026 (tỷ đồng)	25.713	BVPS Forward (đồng/cp)	24.586
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	16.767	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,4x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+21%	P/B mục tiêu	1,7x

Tổng quan doanh nghiệp:

- Ngân hàng TMCP Lộc Phát Việt Nam (LPB) thành lập từ năm 2008, là ngân hàng đứng thứ 13/25 ngân hàng niêm yết xét về tổng tài sản tính đến cuối năm 2024. Năm 2011, Tổng công ty Bưu điện Việt Nam trở thành một trong những cổ đông chính của LPB. Thế mạnh của LPB là mạng lưới các phòng giao dịch bưu điện. LPB tập trung vào cho vay bán lẻ, chiếm 42% tổng dư nợ cho vay vào cuối năm 2024.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu LPB với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2025-2026 đã được phản ánh vào giá. Chúng tôi dự phóng LPB sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong cả tổng thu nhập hoạt động (TOI) và lợi nhuận, TOI năm 2025 và năm 2026 ước đạt 20.987 tỷ đồng (+5% YoY) và 25.713 tỷ đồng (+25%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 13.808 tỷ đồng (+14% YoY), và 16.767 tỷ đồng (+21% YoY). Dựa trên BVPS forward là 24.586 VND/cp, mức P/B mục tiêu là 1,7x, chúng tôi xác định giá mục tiêu của LPB là 41.800 VND/cp, thấp hơn 5,0% so với giá đóng cửa ngày 03/12/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi kỳ vọng LPB tăng trưởng tín dụng 22% và 20% trong năm 2025 và 2026 chủ yếu nhờ tiếp tục đẩy mạnh cho vay khách hàng trong lĩnh vực bất động sản, xây dựng, và nông nghiệp – chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu dư nợ của LPB. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng NIM LPB tăng nhẹ trong năm 2026 nhờ kiểm soát tốt chi phí vốn với tỷ lệ CASA cải thiện. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi LPB cao hơn nhờ thu nhập từ phí dịch vụ cải thiện. **Cổ phiếu LPB đã tăng 51,2% từ đầu năm 2025 và hơn 261% từ đầu năm 2024 – hiện LPB đang được giao dịch với mức P/B 3,3x – cao nhất toàn ngành và cao hơn nhiều so với mức trung bình doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng tích cực của LPB đã được phản ánh vào giá.**

Diễn biến giá cổ phiếu LPB

Nguồn: Aseansc Research

TÓM TẮT TRIỂN VỌNG NGÀNH CHỨNG KHOÁN 2026

II. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH CHỨNG KHOÁN: VN-INDEX DỰ BÁO TIẾP TỤC XU HƯỚNG TĂNG

NGÀNH CHỨNG KHOÁN

[KHẢ QUAN]

Dự báo năm 2026:

- **VN-Index:** 1.900 – 2.000 điểm
- **Thanh khoản**: +20%
- **Dư nợ margin:** +40%
- **Tăng trưởng LNTT:** +20%

Cổ phiếu nổi bật:

TCX [KHẢ QUAN], **VCK** [THEO DÕI], **VPX** [THEO DÕI].

1. VN-Index dự báo tăng khá

- **Dự báo VN-Index có thể tiếp tục xu hướng tăng**, được hỗ trợ bởi: (i) Nền tảng vĩ mô ổn định; (ii) Định giá thị trường ở mức hấp dẫn; (iii) VN-Index dự báo tiếp cận vùng 1.900 – 2.000 trong 2026 dựa trên mô phỏng Monte Carlo.

+10% YTD

2. Thanh khoản thị trường dự báo tăng khá

- **Thanh khoản thị trường dự báo tăng 20%**, được hỗ trợ bởi: (i) Số lượng tài khoản mở mới tiếp tục tăng; (ii) Hạ tầng KRX hỗ trợ khuếch đại thanh khoản; (iii) Dòng vốn sau nâng hạng hỗ trợ thanh khoản thị trường; (iv) Khối ngoại: từ bán ròng 2025 đến kỳ vọng mua ròng 2026.

+20% YOY

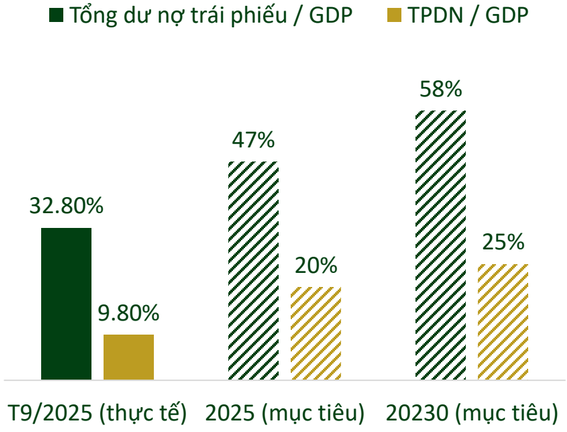
3. Dư nợ cho vay margin dự báo tăng mạnh

- **Dư nợ cho vay margin dự báo tăng 40%,** được hỗ trợ bởi: (i) Nhu cầu margin gia tăng cùng đà tăng của thị trường; (ii) Nhiều CTCK lớn đang tích cực thực hiện/lên kế hoạch tăng vốn để củng cố vị thế và mở rộng quy mô; (iii) Dư địa cho vay margin vẫn còn rất lớn.

+40% YOY

4. Thị trường trái phiếu phục hồi & chuẩn hóa

- Khung pháp lý chuyển thị trường TPDN từ "hoảng loạn" sang "chuẩn mực".
- Hệ thống giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ biến TPDN từ "chợ OTC" sang sàn tập trung có hạ tầng và dữ liệu minh bạch.
- Định hướng coi trái phiếu là kênh vốn trung dài hạn chủ đạo.



5. Các sản phẩm mới giúp đa dạng hóa nguồn thu và nâng cao thanh khoản thị trường

- **Các sản phẩm mới giúp đa dạng hóa nguồn thu và nâng cao thanh khoản thị trường**, bao gồm: (i) Kéo dài thời gian giao dịch; T+0 và cơ chế bán chứng khoán chờ về; (ii) Sàn giao dịch tài sản số.

1. VN-Index dự báo tăng khá

1.1. Nền tảng vĩ mô ổn định:

BỐI CẢNH QUỐC TẾ
(TIẾP TỤC CHU KỲ NỚI LỎNG NHƯNG CÒN NHIỀU RỦI RO BẤT ĐỊNH)

- **Tăng trưởng GDP thế giới có xu hướng chậm lại**, dự báo quanh mức 3% (-2 điểm % YoY, thấp hơn mức trung bình 3,1% của giai đoạn 2000–2019).
- **Mỹ và Trung Quốc nhiều khả năng tiếp tục duy trì lập trường chính sách tiền tệ nới lỏng**, đồng thời triển khai thêm các gói hỗ trợ tài khóa.
- **Áp lực nợ công gia tăng tại nhiều quốc gia** có thể hạn chế dư địa điều hành và khiến chu kỳ nới lỏng kết thúc sớm hơn kỳ vọng.
- **Thuế quan tiếp tục là yếu tố rủi ro** vì tính bất định, dù mức độ căng thẳng thương mại có dấu hiệu giảm. Tuy vậy, kinh nghiệm trong năm 2025 cho thấy nền kinh tế toàn cầu có khả năng chống chịu tương đối tốt trước các cú sốc thương mại.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
(NỚI LỎNG THẬN TRỌNG)

- **Lãi suất điều hành duy trì ở mức thấp** trong giai đoạn 2001 đến nay (3,0 – 4,5%).
- **Theo đó, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao** trong năm 2026 (khoảng 18-20%).

VĨ MÔ VIỆT NAM
(TIẾP ĐÀ TĂNG TỐC TỪ MỨC NỀN 2025)

Mục tiêu 2026: Tăng trưởng GDP ≥ 10%, CPI < 4,5%.

- Tiếp tục duy trì trạng thái **nới lỏng nhưng thận trọng hơn.**
- Động lực tăng trưởng chủ yếu từ nội tại: **đầu tư công** và **tiêu dùng nội địa.**
- **Xuất nhập khẩu và đầu tư FDI** duy trì triển vọng tăng trưởng nhờ lợi thế về chi phí và vai trò trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

CHÍNH SÁCH TÀI KHOÁ
(MỞ RỘNG CÓ TRỌNG TÂM)

- Tăng quy mô vốn và ưu tiên đầu tư công.
- Tiếp **tục miễn giảm thuế/phí**/tiền thuê đất, giảm thuế VAT, **nâng thu nhập khả dụng** khi tăng mức giảm trừ gia cảnh và lương cơ sở.

ĐẦU TƯ CÔNG

- Kế hoạch chi đầu tư phát triển năm 2026 khoảng **1,12 triệu tỷ đồng, tăng 41,6% YoY**, dự kiến giải ngân đạt khoảng **80%** kế hoạch.

TIÊU DÙNG – BÁN LẺ

- Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và tiêu dùng dự kiến đạt **10-12% YoY** trong môi trường nới lỏng.

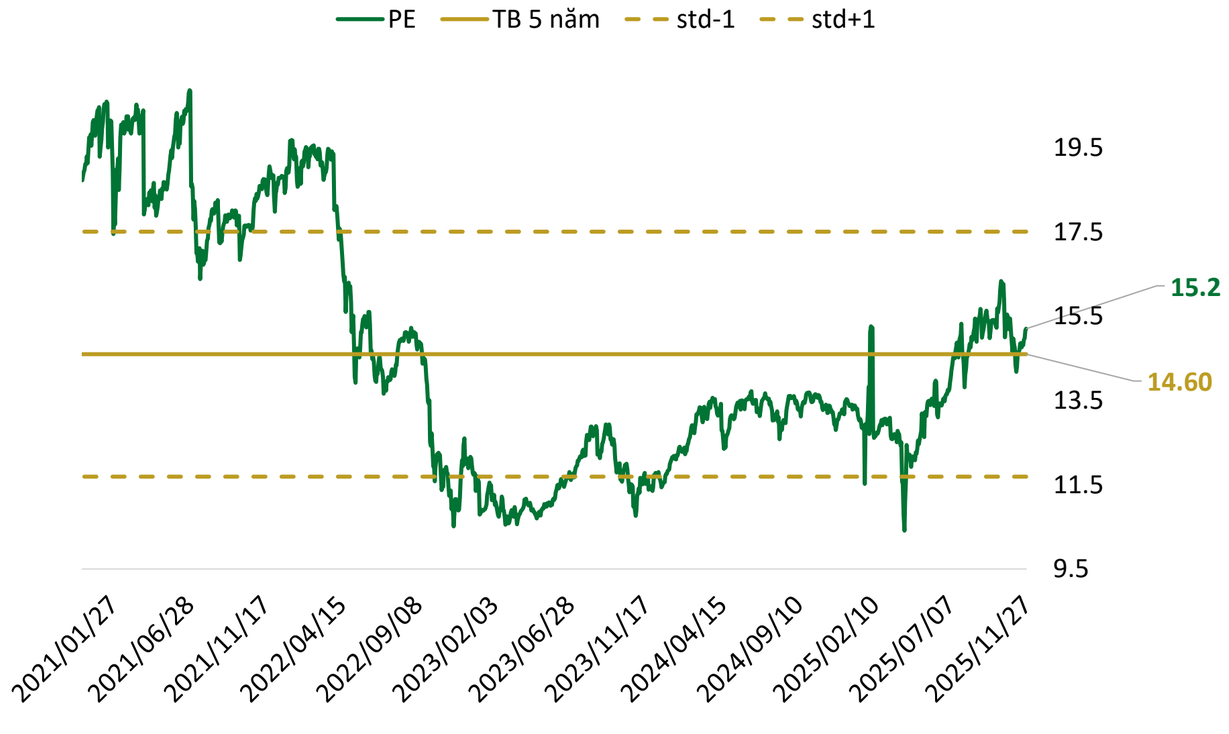
XUẤT KHẨU

- Tăng trưởng xuất khẩu dự kiến chậm lại so với 2025 nhưng vẫn đạt khoảng **13-14% YoY.**
- Tỷ giá ổn định **(+2%)** trong bối cảnh DXY hạ nhiệt và kỳ vọng Fed hạ lãi suất.
- 2 yếu tố trên giúp kỳ vọng **FDI thực hiện** tăng khoảng **9-10% YoY.**

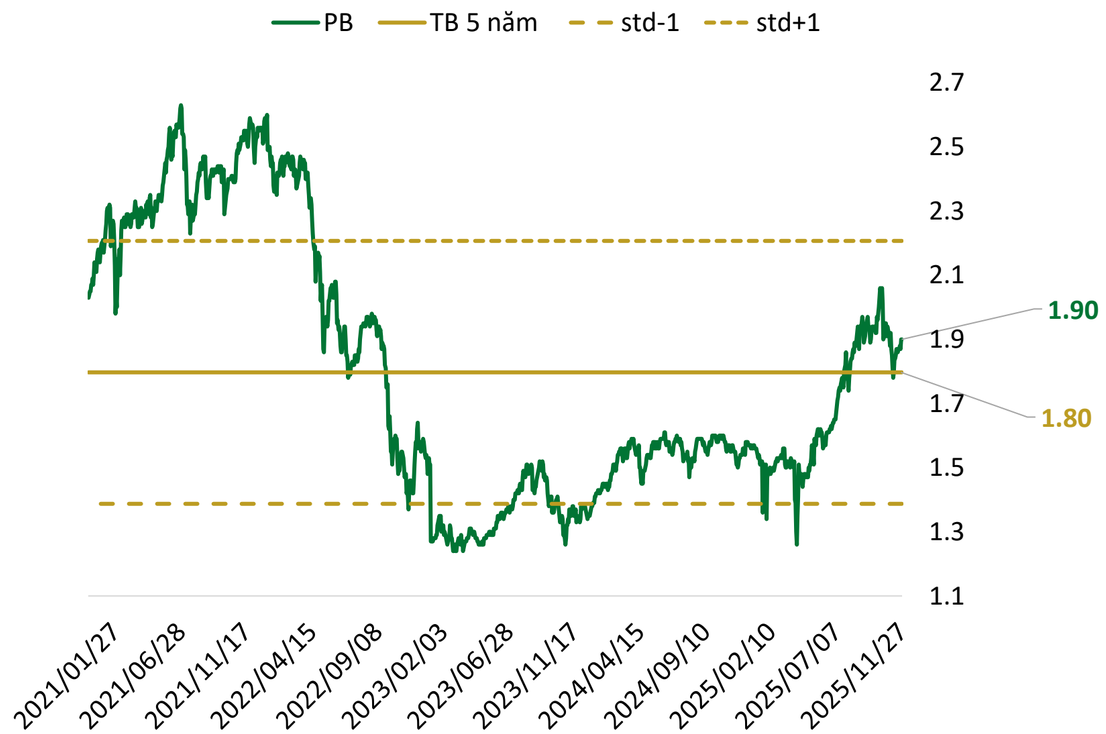
1. VN-Index dự báo tăng khá

1.2. Định giá thị trường ở mức hấp dẫn:

P/E VN-Index thấp hơn đáng kể so với giai đoạn 2021, với giả định lợi nhuận toàn thị trường tăng trưởng 15% YoY trong năm 2026, VN-Index hiện đang giao dịch với mức P/E forward 2026F là 12,9 lần



P/B VN-Index vận động quanh mức bình quân 5 năm và thấp hơn đáng kể so với các chu kỳ bơm tiền khác trong quá khứ

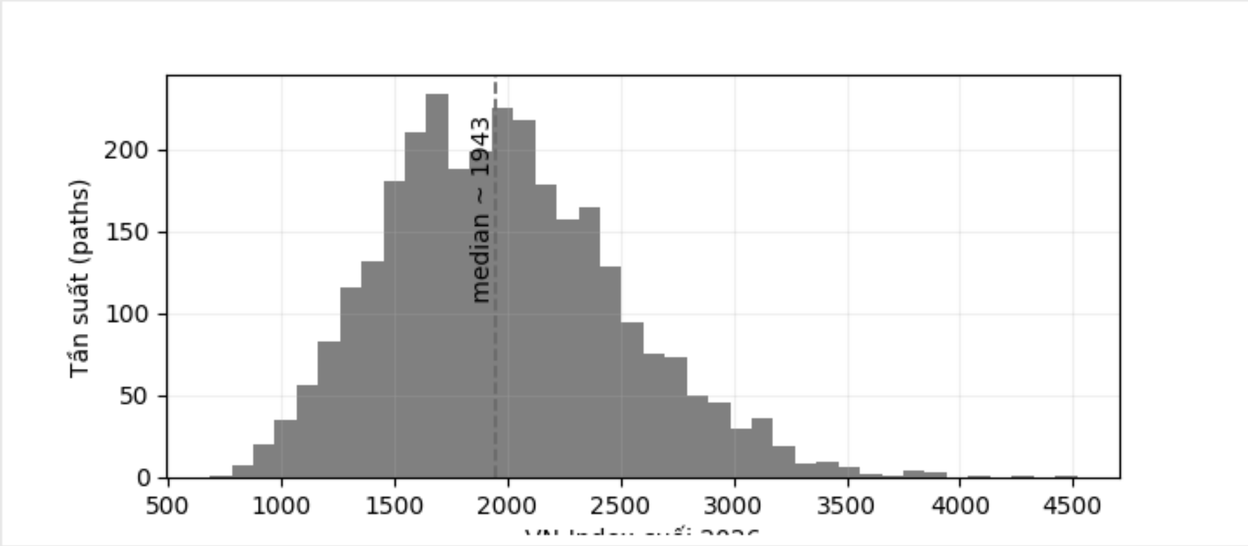


Nguồn: Aseansc Research

1. VN-Index dự báo tăng khá

1.3. VN-Index dự báo tiếp cận vùng 1.900 – 2.000 trong 2026 dựa trên mô phỏng Monte Carlo:

Histogram VN-Index cuối 2026 (mô phỏng)



Hindcast – Độ phủ mô hình

Năm	VN-Index	p5	p95	Hit Idx	KLGD	p5(M)	p95(M)	Hit Vol
2021	1498	750	1795	✓	721.65	81.70	4155.32	✓
2022	1007	1120	2601	✗	634.34	121.45	7341.43	✓
2023	1130	558	1550	✓	704.01	142.36	8130.68	✓
2024	1267	716	1814	✓	691.03	163.53	9444.40	✓
2025	1732	866	2038	✓	986.09	176.93	10622.64	✓
Hit %				83%				100%

Dựa trên kết quả mô phỏng Monte Carlo, mức **1.943 điểm** được xác định là giá trị trung vị của phân phối VN-Index cuối năm 2026, hàm ý xác suất tương đối cao để chỉ số tiệm cận vùng **1.900–2.000 điểm** trong kịch bản cơ sở.

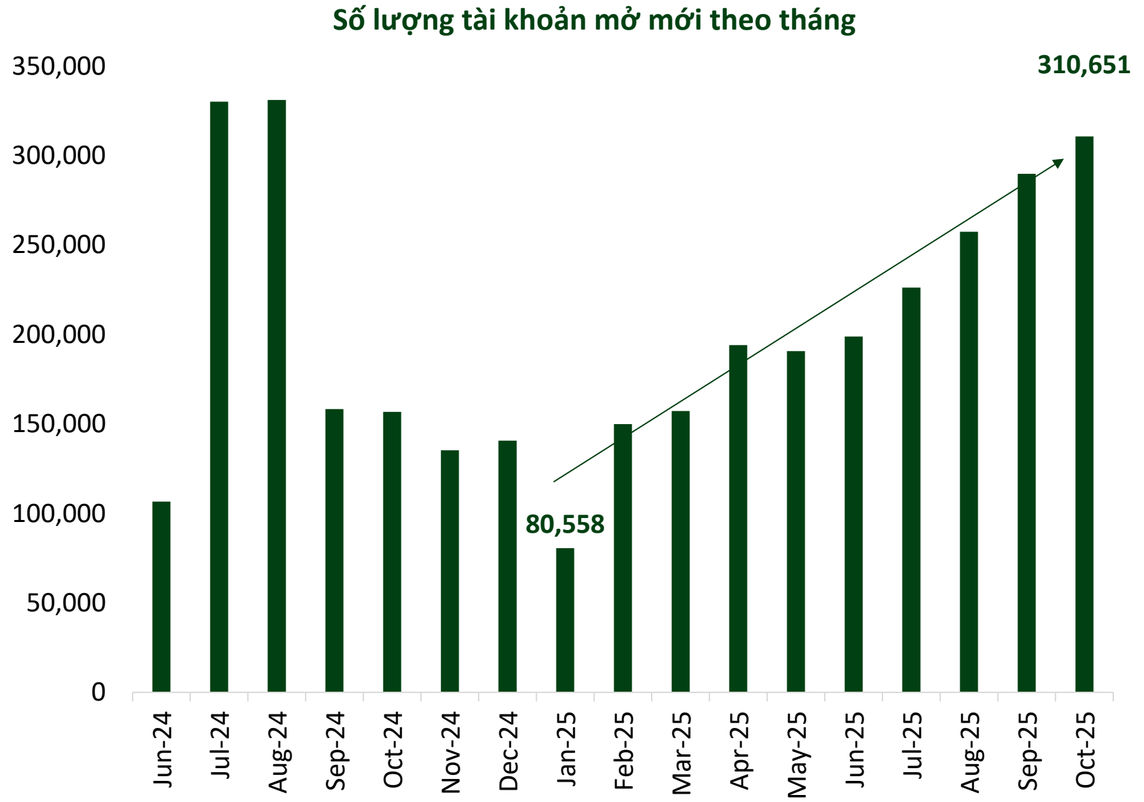
Kết quả này được củng cố bởi kiểm định hindcast giai đoạn 2021–2025, khi VN-Index thực tế nằm trong dải dự báo của mô hình khoảng **83% số năm** và thanh khoản khớp **100% số năm**, qua đó cho phép sử dụng mô hình như một tham chiếu định lượng hợp lý, dù rủi ro biến động cực đoan vẫn cần được phản ánh trong các kịch bản thay thế.

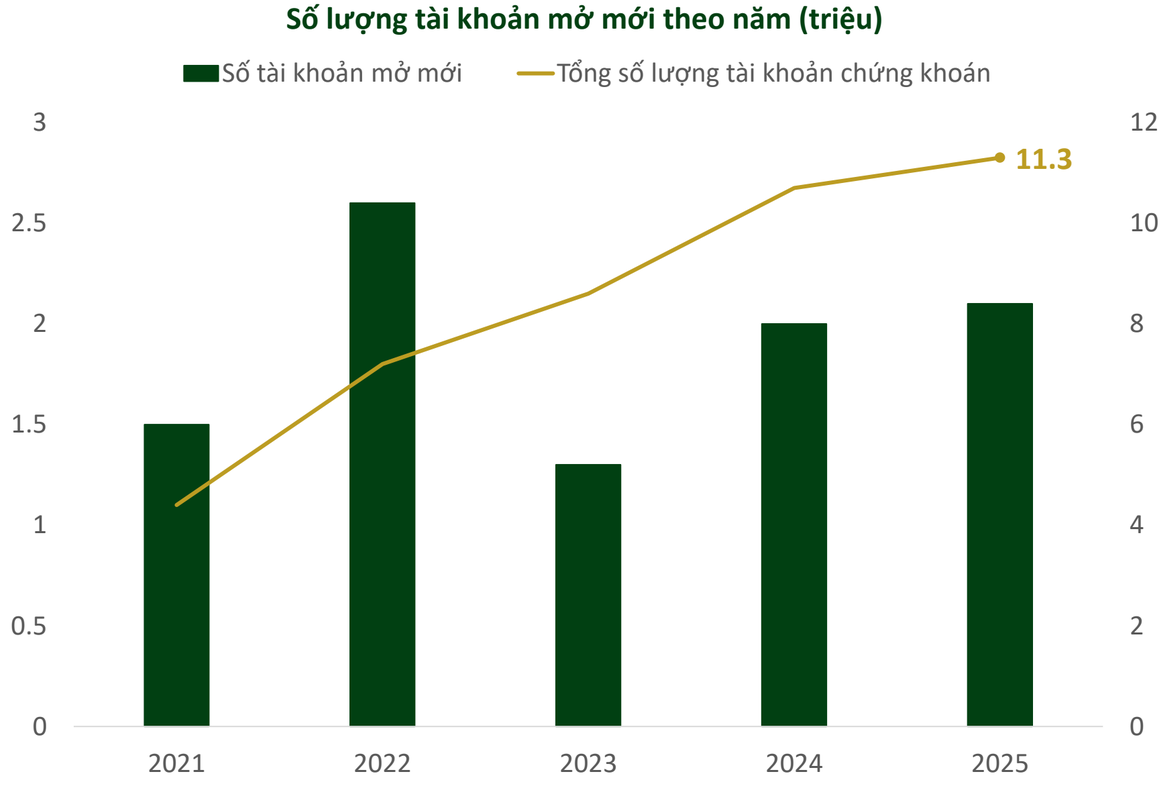
Nguồn: Aseansc Research

2. Thanh khoản thị trường dự báo tăng khá

2.1. Số lượng tài khoản mở mới tiếp tục tăng

Số lượng tài khoản mở mới liên tục tăng nhờ bối cảnh kinh tế vĩ mô ổn định và kỳ vọng dòng vốn ngoại đổ vào thị trường sau nâng hạng, tính đến hết tháng 10 thị trường chứng khoán có hơn 11,3 triệu tài khoản





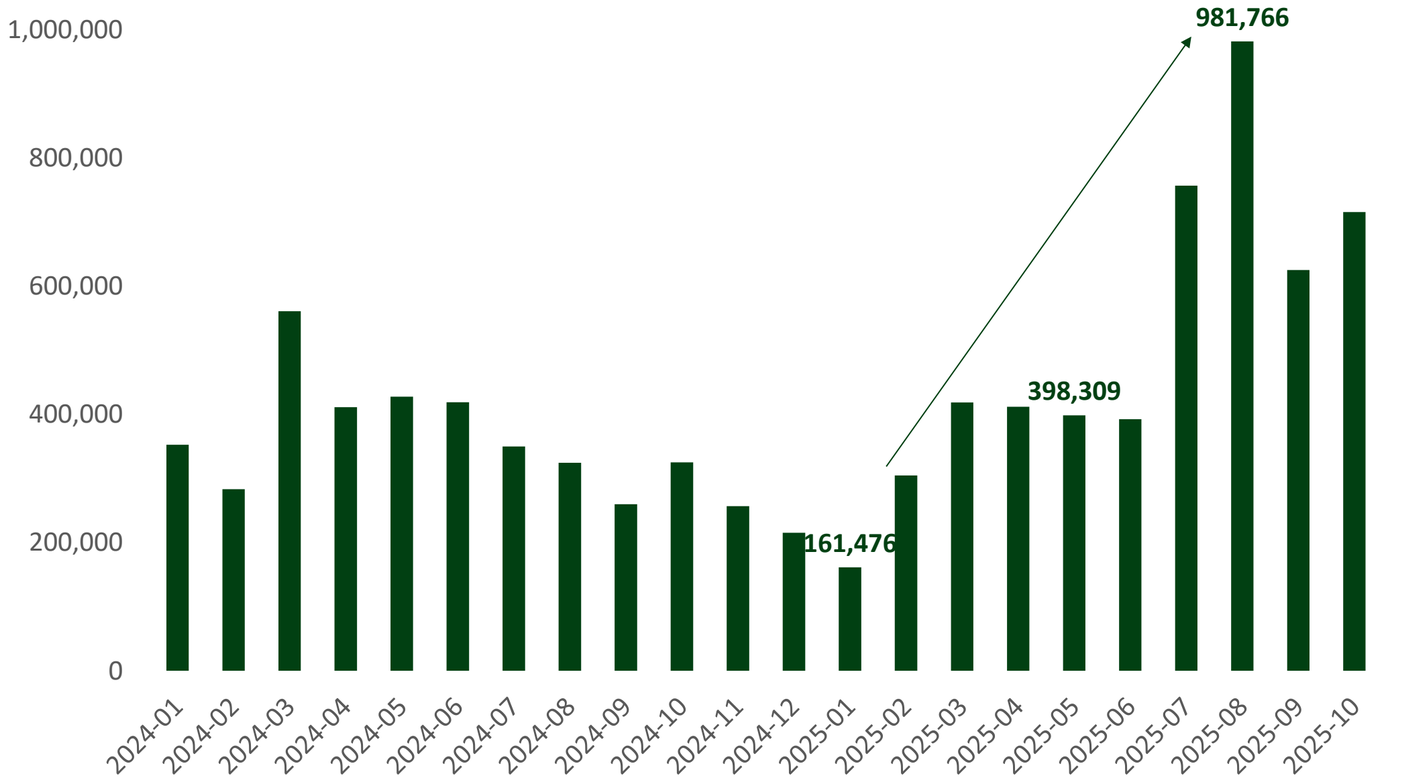
Nguồn: Aseansc Research

2. Thanh khoản thị trường dự báo tăng khá

2.2. Hạ tầng KRX hỗ trợ khuếch đại thanh khoản

HỆ THỐNG CŨ	HỆ THỐNG KRX
Hạ tầng rời rạc giữa HOSE – HNX – VSDC, kết nối chưa đồng bộ.	Nền tảng CNTT đồng bộ cho toàn thị trường (HOSE – HNX – VSDC).
Năng lực xử lý lệnh hạn chế, dễ nghẽn khi thanh khoản cao.	Năng lực xử lý lệnh vượt trội, thiết kế cho thanh khoản lớn hơn nhiều lần.
Chủ yếu hỗ trợ chu kỳ thanh toán T+2, ít dư địa cho sản phẩm mới.	Tạo nền tảng cho T+0, T+1, bán khống có bảo đảm, quyền chọn…
Ít loại lệnh, khung giờ giao dịch linh hoạt còn hạn chế.	Đa dạng loại lệnh, khung giờ giao dịch linh hoạt (thỏa thuận, lô lẻ, sau giờ...).
Cơ chế bù trừ, quản trị rủi ro chưa theo chuẩn quốc tế mới nhất.	Áp dụng mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP), quản trị rủi ro tốt hơn.

Thanh khoản thị trường cải thiện sau khi KRX đi vào vận hành từ tháng 5/2025, bên cạnh đó là kỳ vọng nhà đầu tư về các sản phẩm mới sau khi KRX chính thức cận hành



Nguồn: Aseansc Research

2. Thanh khoản thị trường dự báo tăng khá

2.3. Dòng vốn sau nâng hạng hỗ trợ thanh khoản thị trường

FTSE Russell nâng hạng Việt Nam lên Secondary Emerging Market

08/10/2025

03/2026

Rà soát giữa kỳ, củng cố tiêu chí nâng hạng

WB ước tính dòng vốn 25–30 tỷ USD nếu được nâng hạng đầy đủ

2026–2030

Hiện đang có 491 quỹ đầu tư với tổng quy mô 956 tỷ USD đang đầu tư vào TTCK mới nổi theo xếp hạng của MSCI và FTSE, bao gồm:

- 180 quỹ ETF (quy mô 421 tỷ USD)
- 311 quỹ mở có thông tin (quy mô 533 tỷ USD)

25 – 30 tỷ USD cho đến 2030

Dòng vốn sau nâng hạng

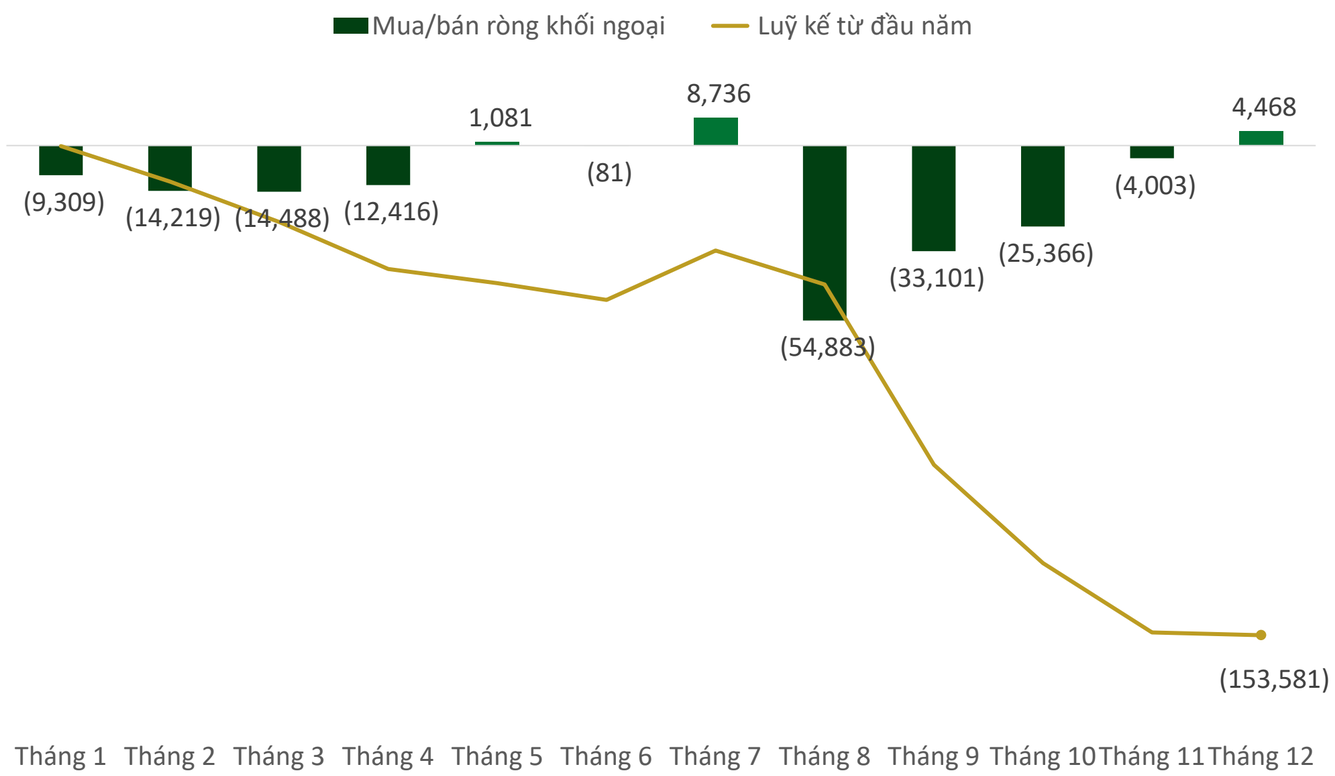
Theo World Bank

Nguồn: Aseansc Research

2. Thanh khoản thị trường dự báo tăng khá

2.4. Khối ngoại: từ bán ròng 2025 đến kỳ vọng mua ròng 2026

Khối ngoại bán ròng hơn 153.581 tỷ đồng từ đầu năm 2025 (+59% yoy)… tuy nhiên có dấu hiệu chậm lại từ tháng 9 và mua ròng trở lại từ đầu tháng 12.



- **Dòng vốn ngoại giảm tỷ trọng châu Á**, tăng phân bổ sang Mỹ, tạo áp lực cạnh tranh vốn cho EM.

2025 → **2026**

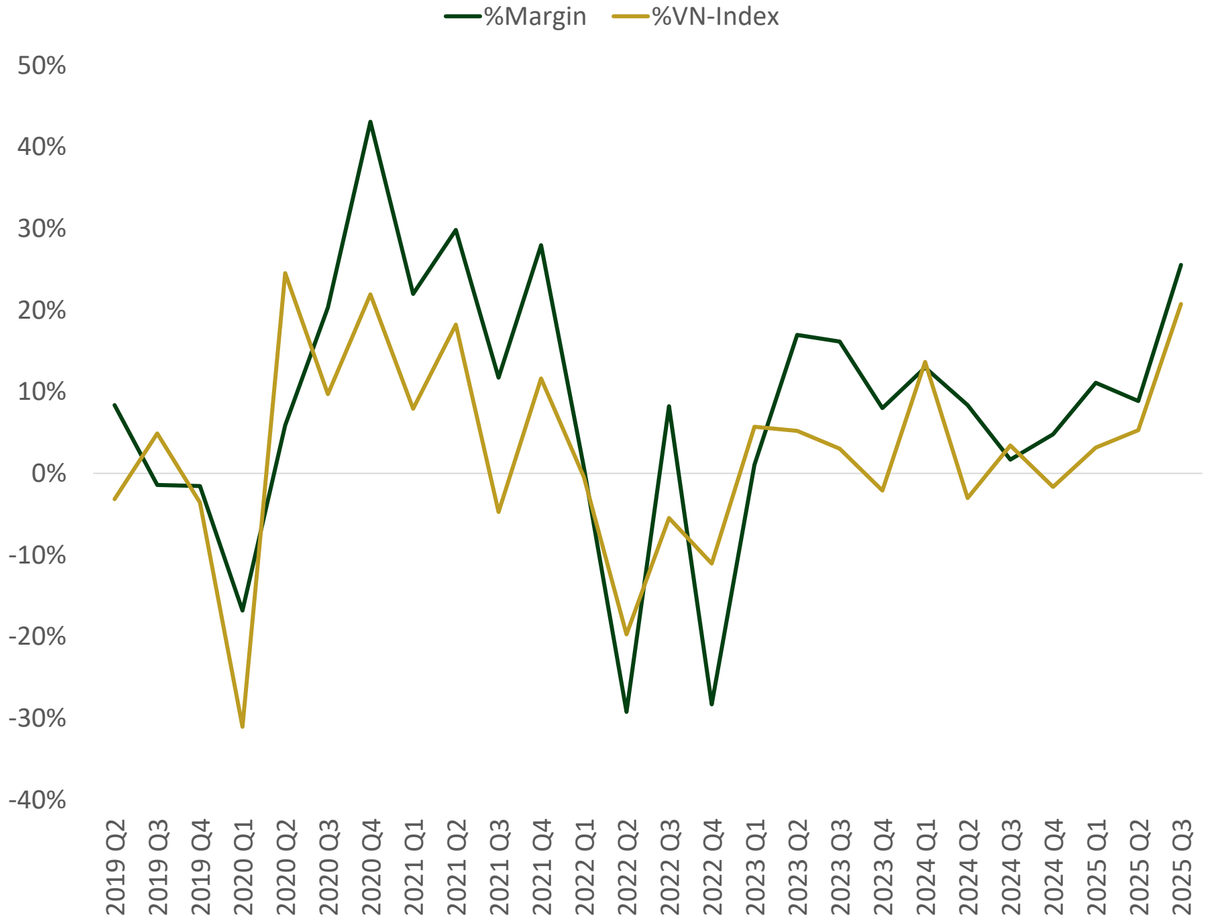
- **Nhiều yếu tố thuận lợi hơn cho dòng vốn quay trở lại Châu Á**, cụ thể: tăng trưởng GDP duy trì 4%, định giá hấp dẫn, USD hạ nhiệt.
- **Việt Nam là case đặc biệt** khi được FTSE Russell nâng hạng lên EM. Kết hợp định giá còn hấp dẫn, EPS tăng trưởng tốt, chúng tôi kỳ vọng **2026 sẽ là điểm đảo chiều mua ròng.**

Nguồn: Aseansc Research

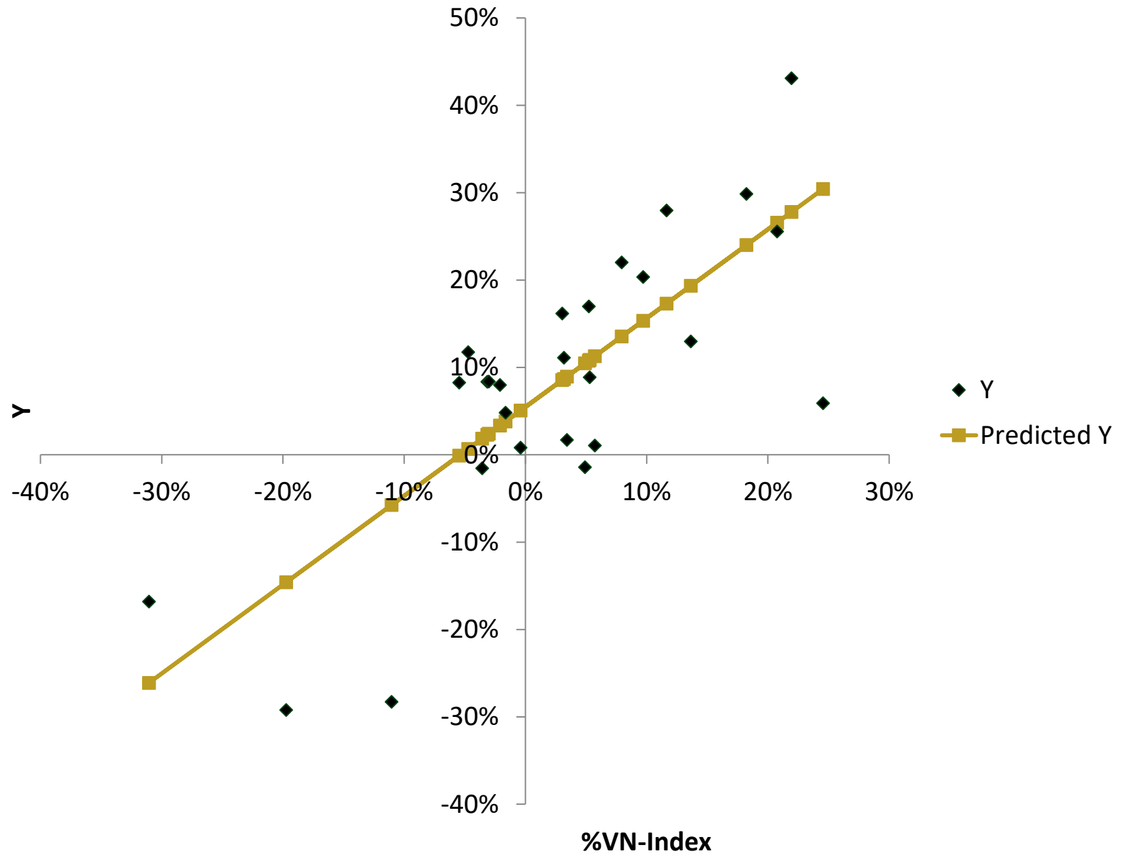
3. Dư nợ cho vay margin dự báo tăng mạnh

3.1. Nhu cầu margin gia tăng cùng đà tăng của thị trường:

%Margin và %VN-Index theo quý có diễn biến khá tương đồng



%Margin hàng quý (Y) có mối tương quan cùng chiều với %VN-Index hàng quý (X) theo phương trình Y=0.05+1.02X

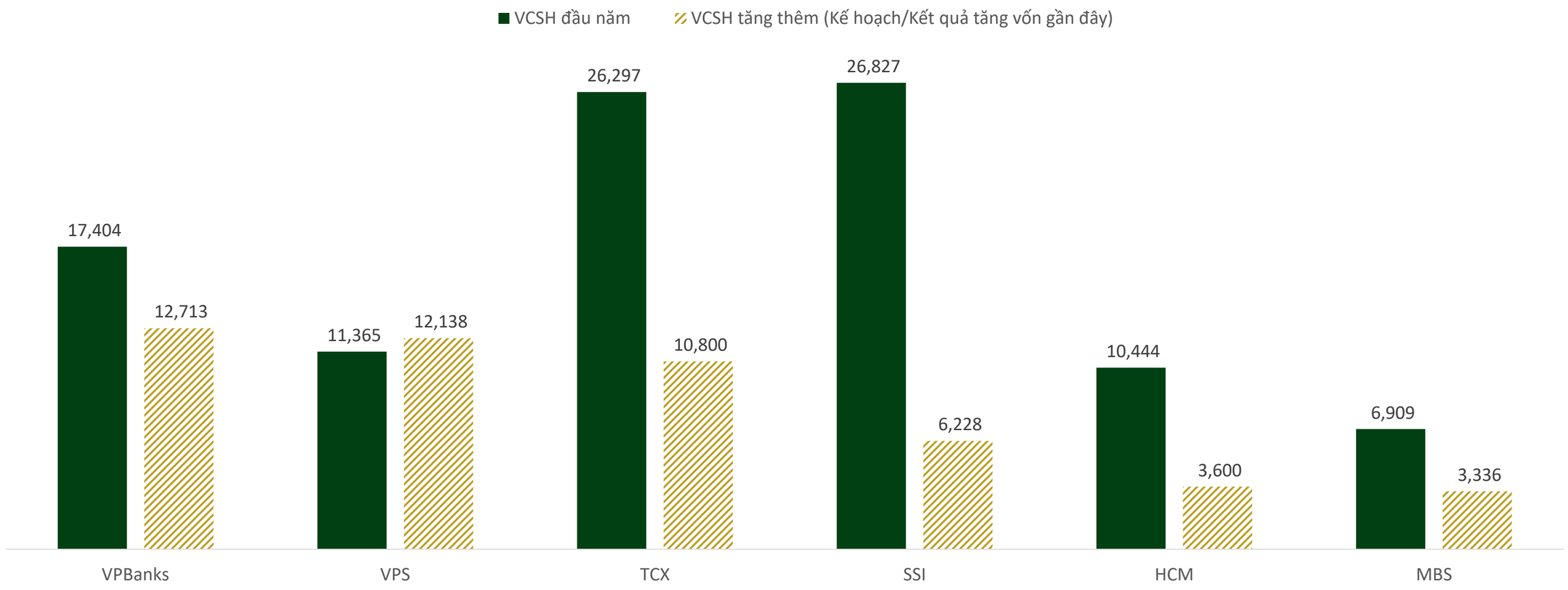


Nguồn: Aseansc Research

3. Dư nợ cho vay margin dự báo tăng mạnh

3.2. Nhiều CTCK lớn đang tích cực thực hiện/lên kế hoạch tăng vốn để củng cố vị thế và mở rộng quy mô:

VCSH 6 CTCK lớn tăng thêm ~49.000 tỷ đồng (sau kế hoạch/kết quả tăng vốn gần đây), chiếm ~30% quy mô cho vay margin tại Q3.25

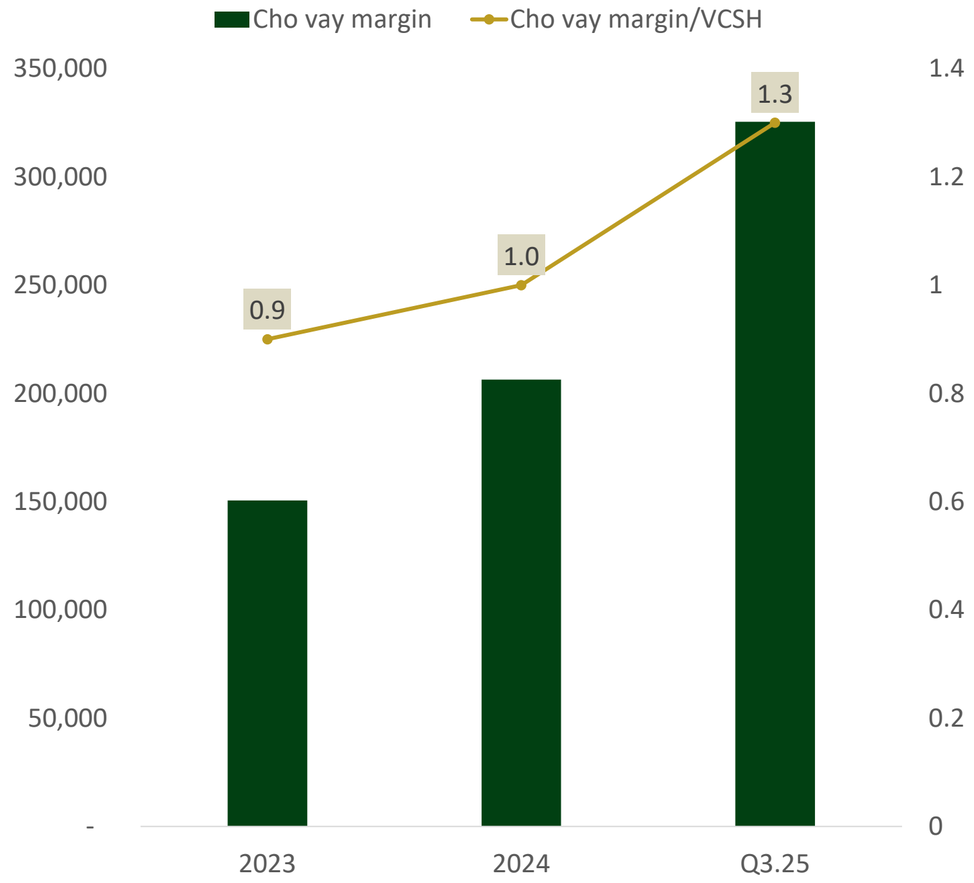


Nguồn: Aseansc Research

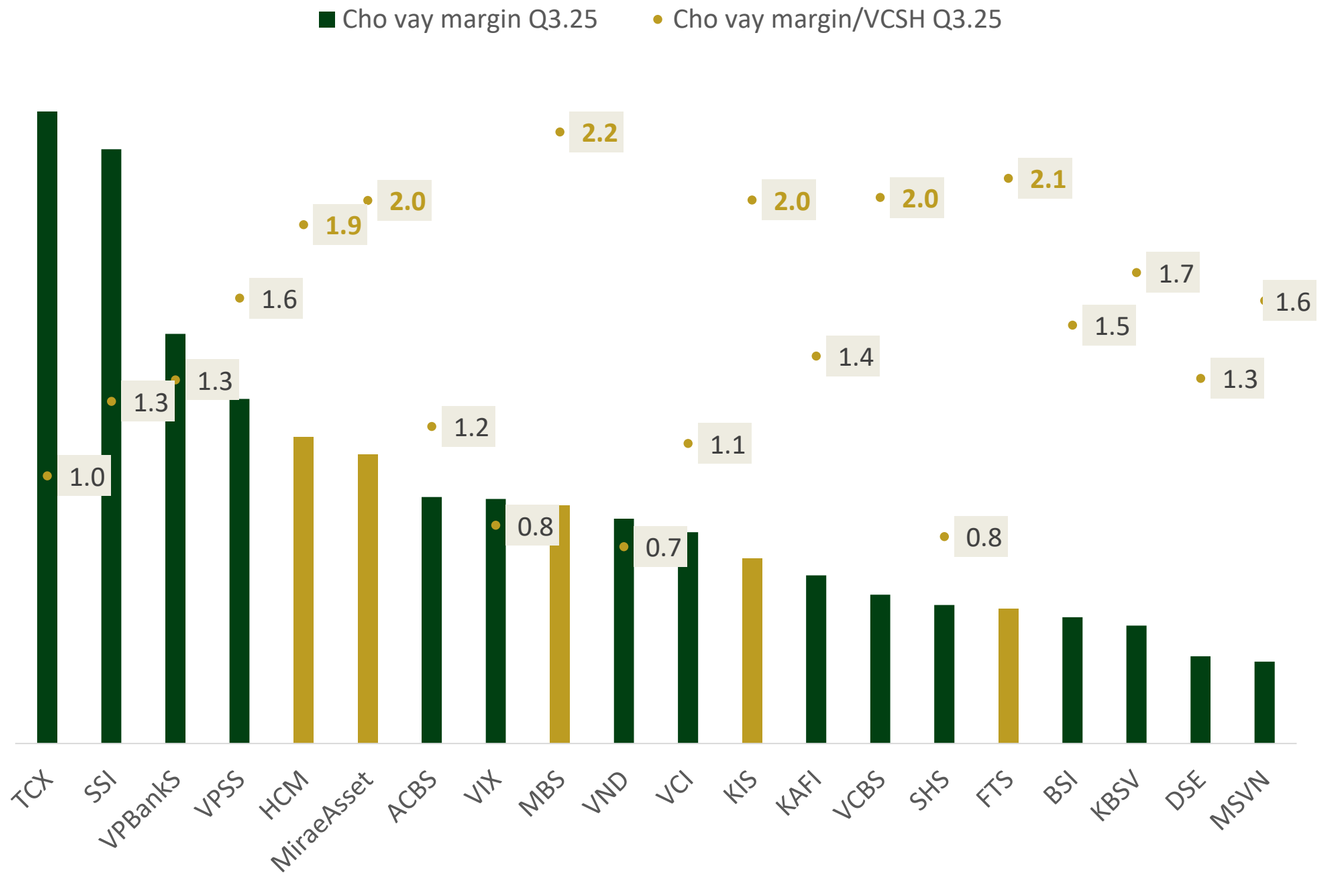
3. Dư nợ cho vay margin dự báo tăng mạnh

3.3. Dư địa cho vay margin vẫn còn rất lớn:

Tỷ lệ cho vay margin/VCSH Q3.25 của 20 CTCK top đầu ở mức 1,3 lần (thấp hơn ngưỡng 2 lần theo quy định)



Một vài CTCK có tỷ lệ cho vay margin/VCSH chạm ngưỡng quy định đều đã tăng vốn/kế hoạch tăng vốn trong năm 2025



Nguồn: Aseansc Research

4. Thị trường trái phiếu phục hồi & chuẩn hóa

4.1. Khung pháp lý chuyển thị trường TPDN từ "hoảng loạn" sang "chuẩn mực"

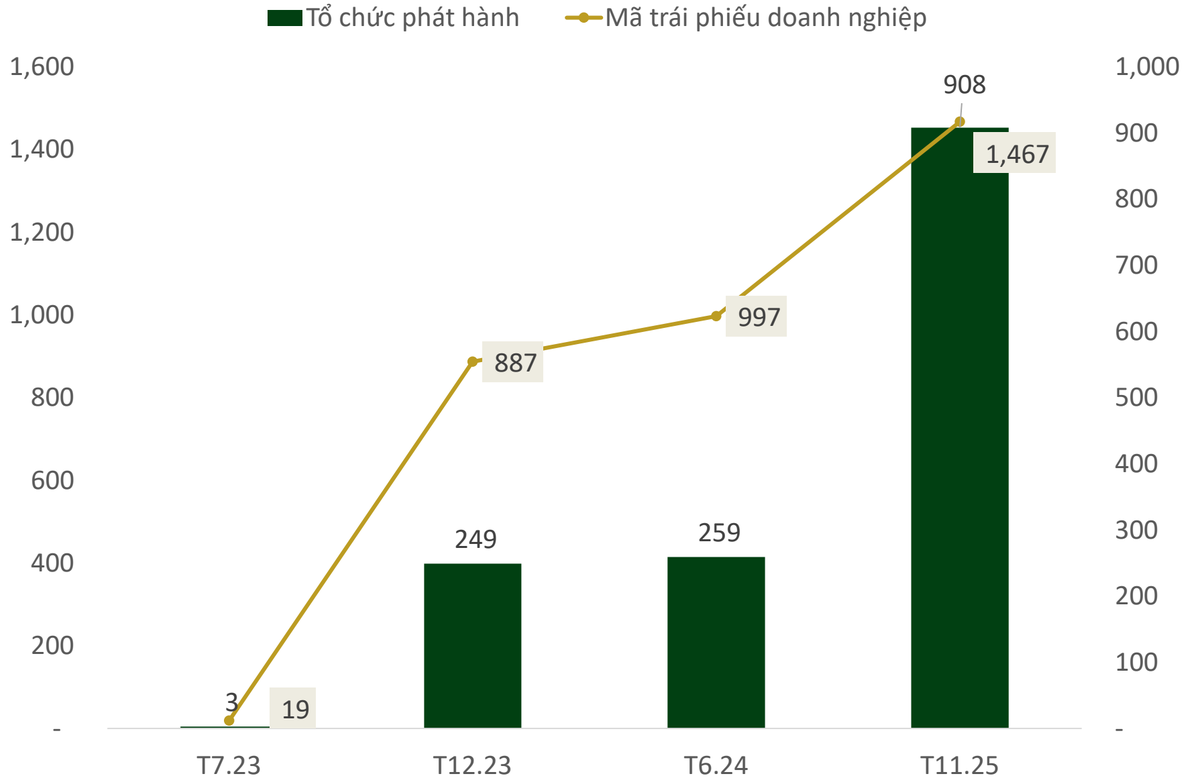
	Nghị định 08/2023/NĐ-CP	Nghị định 08/2023/NĐ-CP	Thông tư 30/2023/TT-BTC
Nội dung	**Siết điều kiện NĐT chuyên nghiệp**; tăng yêu cầu công bố thông tin; hướng tới bắt buộc xếp hạng tín nhiệm cho các đợt lớn/kỳ hạn dài.	**Cho phép đàm phán gia hạn tối đa 2 năm**; cho phép trả gốc/lãi bằng tài sản khác nếu trái chủ đồng ý; tạm ngưng một số quy định gây sốc của NĐ 65.	Hướng dẫn chi tiết đăng ký, lưu ký, chuyển nhượng, thanh toán; **tổ chức giao dịch TPDN riêng lẻ trên hệ thống tập trung.**
Tác động tới thị trường TPDN	**Nâng chuẩn chất lượng phát hành**; giảm rủi ro thông tin bất đối xứng; giảm xác suất "vỡ trận" kiểu 2022.	**Cơ chế "câu giờ có kiểm soát"** để xử lý trái phiếu cũ; giảm nguy cơ default dây chuyền trong BĐS, nhóm phát hành lớn.	**Chuẩn hóa vận hành**; rút TPDN khỏi "chợ OTC", đưa vào hệ thống có bù trừ, giảm rủi ro đối tác, chuẩn hóa dữ liệu giá.
Hàm ý cho cổ phiếu	Chi phí vốn dài hạn giảm dần; ROE cải thiện; hỗ trợ **P/B re-rating cho Ngân hàng – Chứng khoán – BĐS.**	Tail risk giảm từ 2024–2025; **định giá Ngân hàng – Chứng khoán – BĐS bớt biến động sốc**, tạo nền ổn định cho 2026.	CTCK có mảng IB, môi giới, lưu ký trái phiếu hưởng lợi từ fee recurring, giúp **chất lượng lợi nhuận 2026–2030 ổn định hơn.**

Nguồn: Aseansc Research

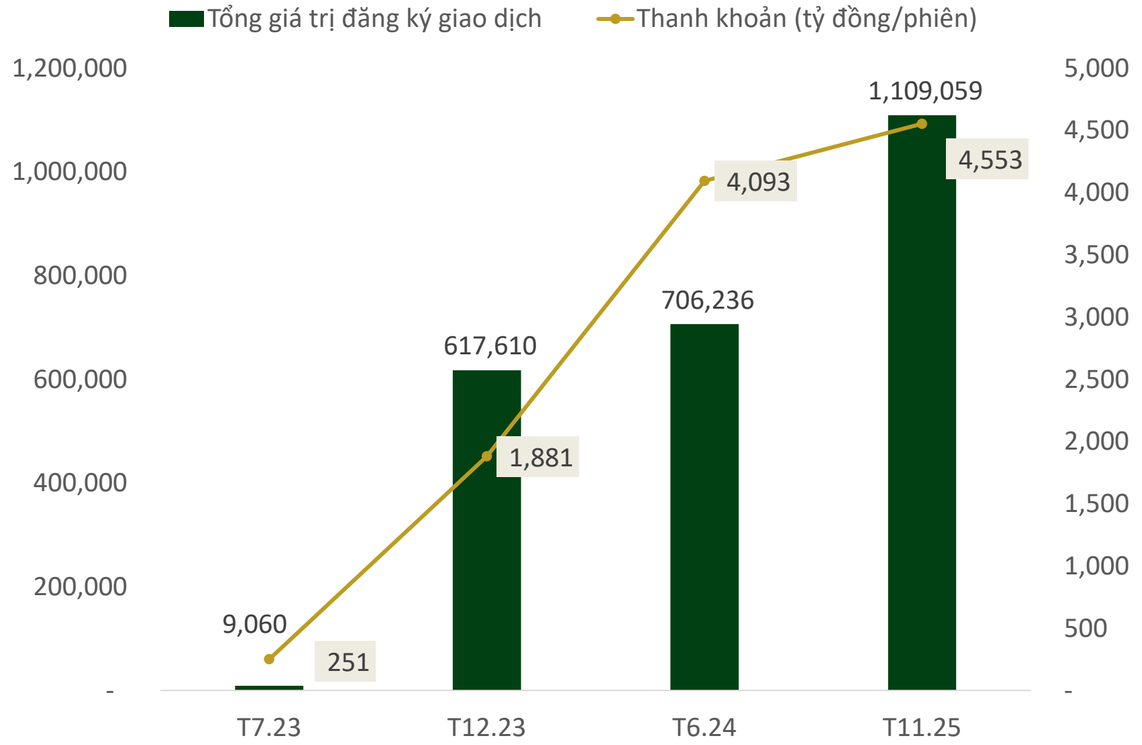
4. Thị trường trái phiếu phục hồi & chuẩn hóa

4.2. Hệ thống giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ biến TPDN từ "chợ OTC" sang sàn tập trung có hạ tầng và dữ liệu minh bạch

Số lượng tổ chức phát hành và mã trái phiếu liên tục tăng… cho thấy trái phiếu đã được tập trung hoá lên hệ thống



Giá trị đăng ký giao dịch và thanh khoản trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ trên sàn tăng tốc mạnh… cho thấy tính minh bạch ngày càng được cải thiện



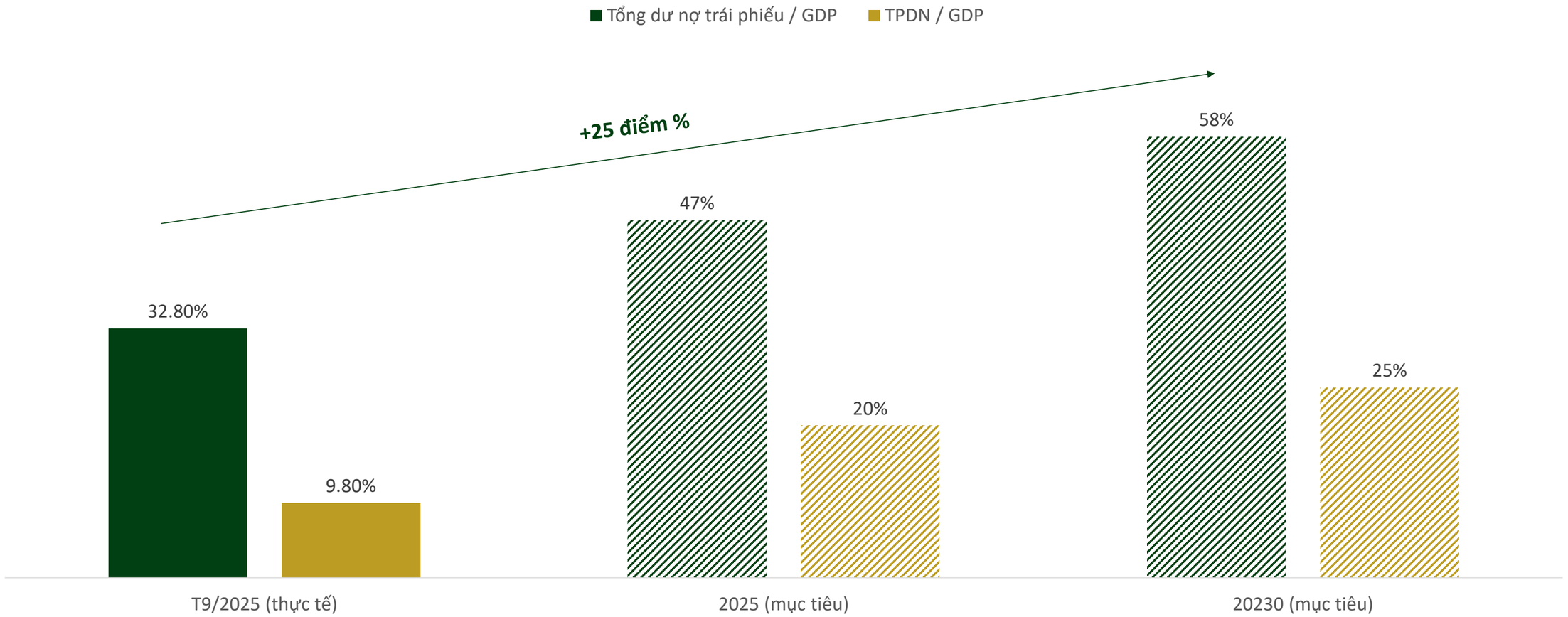
"Dữ liệu giá – lợi suất – khối lượng được công bố tập trung, tra cứu theo từng mã trên cbonds.hnx.vn"

Nguồn: Aseansc Research

4. Thị trường trái phiếu phục hồi & chuẩn hóa

4.3. Định hướng coi trái phiếu là kênh vốn trung dài hạn chủ đạo

Theo Chiến lược tài chính và Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030, để đạt được các mục tiêu đề ra, tổng dư nợ thị trường trái phiếu/GDP cần tăng thêm khoảng 25 điểm% so với mức hiện tại



Nguồn: Aseansc Research

5. Kỳ vọng các sản phẩm mới giúp đa dạng hóa nguồn thu và nâng cao thanh khoản thị trường

5.1. Kéo dài thời gian giao dịch; T+0 và cơ chế bán chứng khoán chờ về

	Kéo dài thời gian giao dịch	T+0 và cơ chế bán chứng khoán chờ về
Sản phẩm	Hiện tại, thời gian giao dịch khớp lệnh liên tục trên HoSE là 225 phút (từ 9:15 - 11:30 và 13:00 - 14:30), cộng thêm phiên ATO/ATC. Nếu **bỏ phiên nghỉ trưa (11:30 - 13:00) và kéo dài đến 15:00** hoặc xa hơn, tổng thời gian giao dịch có thể tăng đáng kể.	Nghiệp vụ T+0 (**giao dịch trong ngày, cho phép bán chứng khoán đã mua ngay trong cùng một ngày giao dịch**) là sản phẩm cốt lõi đi kèm với hệ thống KRX. Tác động chính của nó là tăng tốc độ quay vòng vốn và gia tăng thanh khoản, từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến các mảng doanh thu chính của CTCK
Tác động tới TTCK	Theo kinh nghiệm của các thị trường khu vực khi điều chỉnh tăng thời gian giao dịch, **thanh khoản thường tăng trưởng từ 15% đến 25%** so với trước khi áp dụng, ngay cả khi không có sản phẩm mới.	• Dựa trên kinh nghiệm của các thị trường đã triển khai T+0 (ví dụ: Hàn Quốc, Đài Loan), **thanh khoản có thể tăng 20% đến 40%** sau khi áp dụng nghiệp vụ này. • Dư nợ cho vay ký quỹ có thể **tăng thêm 15% - 25%** trong năm đầu tiên. • Dựa trên tỷ trọng đóng góp của mảng phái sinh/sản phẩm mới tại các thị trường phát triển, **mảng bán khống có thể chiếm 5% - 10% tổng doanh thu hoạt động** của CTCK sau 2-3 năm triển khai.

Nguồn: Aseansc Research

5. Kỳ vọng các sản phẩm mới giúp đa dạng hóa nguồn thu và nâng cao thanh khoản thị trường

5.2. Sàn giao dịch tài sản số

Quy mô pool tài sản số của người Việt – Nền tảng fee pool cho CTCK

≈ 20,9 triệu
người Việt sở hữu Tài sản mã hóa (2023) ≈ 21,2% dân số

220–230 tỷ USD
Giá trị giao dịch on-chain 07/2024–06/2025 tăng ~55% YoY

≈ 800 tỷ USD
Dự báo quy mô giao dịch TSMH Việt Nam năm 2030, CAGR ~35%/năm từ nền 2025

Tài sản số: 3 trục tác động chính lên doanh thu CTCK

Thêm nguồn doanh thu từ phí giao dịch, tư vấn token hóa, sản phẩm tài sản số. Đóng góp **3–5%** doanh thu ngành trong kịch bản cơ sở.

Tăng tỷ trọng thu nhập phí, giảm lệ thuộc margin & tự doanh.

Nhóm CTCK sở hữu sàn/ góp vốn sớm có thể tang thêm **10–15%** doanh thu đến 2030.

Việc các CTCK lớn cam kết vốn hàng trăm tỷ đồng cho mảng tài sản số cho thấy đây không còn là "thử nghiệm chiến lược", mà là hướng đi dài hạn, kỳ vọng tạo thêm một trụ cột doanh thu mới

Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Thời điểm thành lập	Cổ đông tổ chức
CTCP Công nghệ Tài sản số Tiên Phong	120	14/10/2025	TPS, CTCP Quản lý quỹ Việt Cát
LPEX	6,8	30/09/2025	LPBank
HDEX	200	25/09/2025	HDS
CAEX	25	19/09/2025	VPBankS
VIXEX	1.000	26/08/2025	VIX
		12/08/2025	**MBB**
Vimexchange	10.000	05/06/2025	HBS
TCEX	**3**	**05/05/2025**	**TCBS**
Dolphinex	50	2024	
CTCP Công nghệ số SSI	**200**	**2022**	**SSI**

Nguồn: Aseansc Research

PHỤ LỤC:

CỔ PHIẾU NỔI BẬT

Nguồn: Aseansc Research

PHỤ LỤC:

TRIỂN VỌNG 2026

TCBS - 3 mũi nhọn Margin, Đầu tư & IB

Dự báo LNTT 2026 của TCBS tăng 27% YoY, được đóng góp chính bởi 3 mảng: **Margin** (chiếm 40%), **Đầu tư** (chiếm 36%) và **IB** (chiếm 18%).

- **Môi giới:** Lợi nhuận ước tính **tăng 21% YoY** (chiếm 6% LNTT), nhờ: (i) giả định thanh khoản 2026 tăng 20%, nhờ mặt bằng lãi suất thấp và dòng tiền nhà đầu tư cá nhân quay lại kênh cổ phiếu; (ii) thị phần môi giới mở rộng (>8%), nhờ hệ sinh thái TCInvest & khách hàng từ TCB; (iii) TCBS không đua phí cổ phiếu, tập trung vào sản phẩm phí cao hơn.
- **Margin:** Lợi nhuận ước tính **tăng 25% YoY** (chiếm 40% LNTT), nhờ: (i) dư nợ margin tăng thêm ~25% từ nền rất cao nhờ thanh khoản thị trường tốt; (ii) chi phí vốn rẻ từ TCB và vốn chủ sau IPO giúp giữ spread ổn định.
- **Đầu tư:** Lợi nhuận ước tính **tăng 31% YoY**, chiếm (36% LNTT), nhờ: (i) danh mục trái phiếu doanh nghiệp tăng khá (+30%) nhờ nguồn vốn phân bổ từ IPO (7.560 tỷ); (ii) hưởng lợi từ thị trường TPDN phục hồi.
- **IB:** Lợi nhuận ước tính tăng **20% YoY** (chiếm 18% LNTT), nhờ: (i) giá trị phát hành TPDN toàn thị trường tăng khá (+20%); (ii) TCBS tiếp tục giữ thị phần lớn ở các deal chất lượng; (iii) tận dụng nền tảng phân phối trái phiếu mạnh và nhu cầu huy động vốn dài hạn ngoài hệ thống ngân hàng; (iv) hưởng lợi từ làn sóng phát hành/IPO và M&A.

VPS - Margin tiếp tục là động lực chính

Dự báo LNTT 2026 của VPS tăng 26% YoY, được đóng góp chính bởi 3 mảng: **Margin** (chiếm 65%), **Môi giới** (chiếm 14%), và **Đầu tư** (chiếm 15%).

- **Môi giới:** Lợi nhuận ước tính **tăng 19% YoY** (chiếm 14% LNTT), nhờ: (i) thanh khoản thị trường dự báo tăng 20%, chủ yếu đến từ nhà đầu tư cá nhân, giúp vòng quay margin và tần suất giao dịch trên nền khách hàng rất rộng của VPS tiếp tục tăng; (ii) giữ vững vị trí số 1 thị phần môi giới (~17%) nhờ đội ngũ mô giới & CTV; (iii) nền tảng SmartOne/SmartPro tăng thời gian online và tần suất giao dịch của khách.
- **Margin:** Lợi nhuận ước tính **tăng 48% YoY** (chiếm khoảng 65% LNTT), nhờ: (i) quy mô cho vay margin tăng mạnh (+48%) sau IPO; (ii) dư địa tăng room margin lớn trong bối cảnh lãi suất thấp và nhu cầu đòn bẩy cao.
- **Đầu tư:** Lợi nhuận ước tính **tăng 9% YoY** (chiếm khoảng 15% LNTT), nhờ: (i) gia tăng quy mô danh mục FVTPL/AFS; (ii) hưởng lợi từ thị trường TPDN phục hồi.
- **IB:** Lợi nhuận ước tính **tăng 100% YoY** (chiếm 0,3% LNTT), nhờ: (i) nhờ làn sóng phát hành cổ phiếu, trái phiếu và tư vấn IPO (bao gồm chính thương vụ IPO VPS và các CTCK/ngân hàng khác); (ii) tận dụng vị thế broker số 1 để mở rộng dịch vụ ngân hàng đầu tư.

VPBanks – Mở rộng Margin & Đầu tư

Dự báo LNTT 2026 của VPBanks tăng 16% YoY, được đóng góp chính bởi 3 mảng: **Đầu tư** (chiếm 33%), **Margin** (chiếm 40%), và **IB** (chiếm 27%).

- **Môi giới:** Lợi nhuận ước tính **tăng 20% YoY** (chiếm 0,3% LNTT), nhờ: (i) giả định thanh khoản thị trường chứng khoán tiếp tục tăng khá (+20% YoY), hỗ trợ bởi môi trường vĩ mô khả quan; (ii) thị phần môi giới mở rộng nhờ tận dụng tốt hệ sinh thái khách hàng VPBank và nền tảng NEO Invest để kéo volume, nhưng phí thấp để cạnh tranh khiến biên lợi nhuận không quá dày.
- **Margin:** Lợi nhuận ước tính **tăng 32% YoY** (chiếm 40% LNTT), nhờ nguồn vốn huy động sau IPO được bơm cho mảng margin, giúp VPBankS có dư địa tăng dư nợ (+32%) và vẫn giữ được lãi suất cạnh tranh.
- **Đầu tư:** Lợi nhuận ước tính **tăng 24% YoY** (chiếm 33% LNTT), nhờ: (i) 30% vốn IPO phân bổ cho danh mục trái phiếu & cổ phiếu (+17%), (ii) hưởng lợi từ hồi phục thị trường trái phiếu doanh nghiệp.
- **IB:** Lợi nhuận ước tính **tăng 1% YoY** (chiếm 27% LNTT), sau năm 2025 đỉnh cao phí tư vấn, dù vậy: (i) VPBanks tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu phát hành trái phiếu, IPO và M&A trong bối cảnh thị trường vốn mở rộng; (ii) kết hợp data và quan hệ khách hàng từ ngân hàng mẹ để gia tăng cross-sell dịch vụ tư vấn.

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

PHỤ LỤC:

Bảng chấm điểm các động lực tăng trưởng chính cho từng công ty

Mã	Thanh khoản & môi giới	Margin	TPDN & IB	Tài sản số	Wealthtech	Tổng điểm (50)
TCBS	10	10	10	10	10	50
SSI	10	10	8	10	8	46
VPS	10	10	7	8	9	44
VPBankS	8	9	8	8	9	42
HCM	8	8	8	6	7	37
MBS	8	8	6	8	7	37
VCI	8	8	8	6	6	36

Nguồn: Aseansc Research

III. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH XÂY DỰNG: HẠ TẦNG VÀ CÔNG NGHIỆP LÀ ĐIỂM SÁNG

NGÀNH XÂY DỰNG

[KHẢ QUAN]

Dự báo năm 2026:

- **Vốn đầu tư công** +41,6% YoY
- **FDI thực hiện** +9-10% YoY
- **Số căn NOXH hoàn thành** +16%

Cổ phiếu nổi bật:

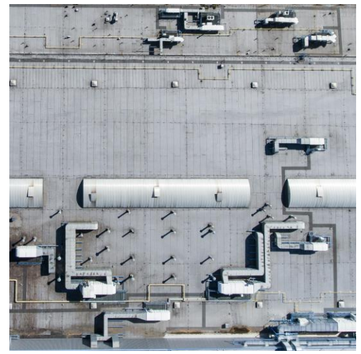
VCG [THEO DÕI], **HHV** [KHẢ QUAN], **CII** [THEO DÕI], **CTD** [KHẢ QUAN].

1. Xây dựng hạ tầng – Khả quan từ các dự án mới và khơi thông pháp lý

1.1. Đẩy mạnh đầu tư cho các dự án hạ tầng giao thông. Doanh nghiệp xây dựng hạ tầng hưởng lợi trực tiếp từ chiến lược đẩy mạnh đầu tư công của Chính phủ. Năm 2026, kế hoạch vốn cho đầu tư công tăng mạnh **41,6% YoY, đạt khoảng 1,1 triệu tỷ đồng.**
1.2. Điều chỉnh khung pháp lý hộ trợ đẩy nhanh tiến độ giải ngân. Luật Đầu tư công và Luật PPP sửa đổi được kỳ vọng phát huy hiệu quả rõ rệt trong năm 2026, khi **hệ thống nghị định và thông tư hướng dẫn đã tương đối đầy đủ**. Khung pháp lý hoàn thiện giúp cơ quan triển khai thuận lợi hơn, hạn chế việc trì hoãn do thiếu hướng dẫn chi tiết, qua đó cải thiện tốc độ phê duyệt và giải ngân.

2. Xây dựng công nghiệp – Triển vọng tích cực từ sản xuất nội địa và FDI

2.1. Sản xuất nội địa tăng trưởng tích cực, thể hiện qua PMI và IIP tăng lên mức cao nhất từ đầu năm trong Q4, cho thấy nhu cầu mở rộng nhà xưởng sẽ tiếp tục duy trì.
2.2. FDI thực hiện tiếp tục tăng khá (+15,6% YoY), với giải ngân tháng 10 đạt mức cao nhất trong 5 năm, được hỗ trợ bởi rủi ro thương mại Mỹ–Trung gia tăng, thúc đẩy nhu cầu đầu tư nhà máy mới tại Việt Nam.



3. Xây dựng dân dụng – Tăng trưởng theo nhu cầu xây mới NOTM & NOXH nhưng khó bứt phá

3.1. Nhu cầu xây mới NOTM & NOXH cải thiện, trong đó NOXH tiếp tục được 'KPI hóa' khi chỉ tiêu hoàn thành 2026 đạt 116.347 căn (+16% YoY) và bám sát lộ trình 1,062 triệu căn đến 2030 theo Đề án 1 triệu căn.
3.2. Môi trường pháp lý đang dịch chuyển theo hướng hỗ trợ triển khai dự án. Tiến trình tháo gỡ pháp lý được đẩy mạnh nhờ cơ chế thí điểm NOXH (NQ 201/2025/QH15) và các nghị quyết/động thái hoàn thiện khung thi hành Luật Đất đai có hiệu lực từ 01/01/2026, qua đó hỗ trợ tái khởi động các dự án tồn đọng và mở mới dự án đủ điều kiện triển khai.
3.3. Tuy nhiên, dư địa "bứt phá" của xây dựng dân dụng vẫn bị giới hạn bởi rủi ro tài chính của chủ đầu tư và độ trễ truyền dẫn chính sách. Áp lực đáo hạn trái phiếu bất động sản năm 2026 ở mức cao (khoảng 141–143 nghìn tỷ đồng, tuỳ nguồn) có thể khiến một số chủ đầu tư thận trọng hơn trong quyết định đầu tư và tiến độ thi công, nhất là ở nhà ở thương mại. Đồng thời, gói tín dụng ưu đãi cho NOXH quy mô ~145.000 tỷ đồng đã được triển khai nhưng tốc độ giải ngân còn chậm.

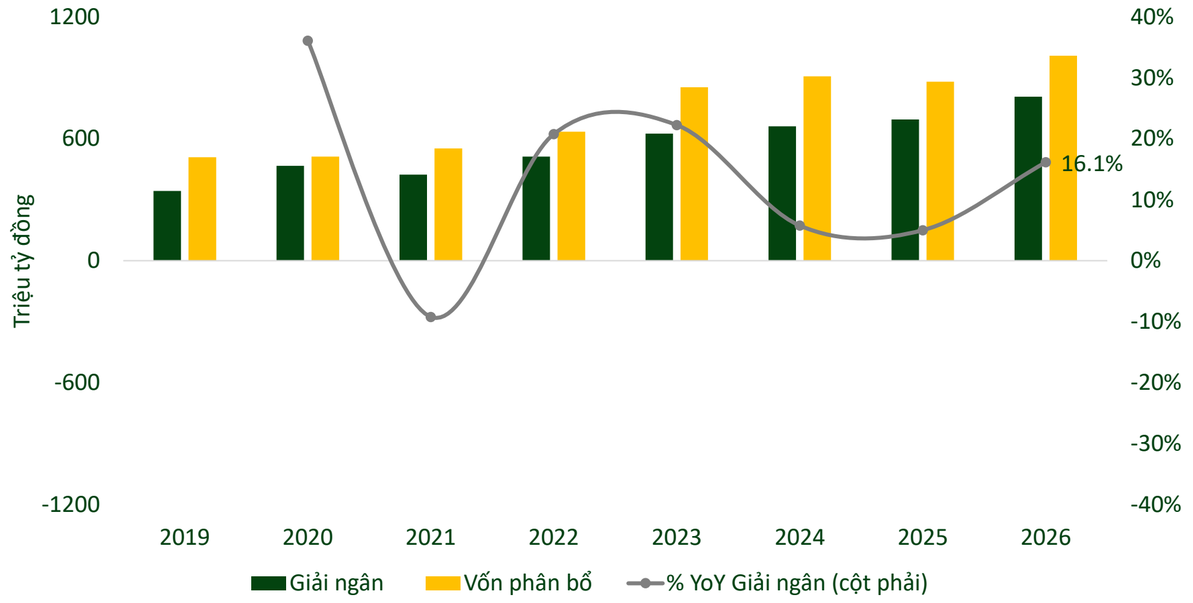
1. Xây dựng hạ tầng - Triển vọng khả quan từ các dự án đầu tư công được đẩy mạnh và khơi thông pháp lý

Năm 2026, doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giao thông được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trực tiếp từ chiến lược đẩy mạnh đầu tư công và cải thiện khung pháp lý trong đấu thầu, triển khai dự án. Đây là giai đoạn chuyển tiếp quan trọng, mở ra cơ hội tiếp cận dự án, hình thành nguồn việc gối đầu cho chu kỳ mới, sau khi các doanh nghiệp đã ghi nhận phần lớn doanh thu từ các dự án thuộc chu kỳ đầu tư 2021–2024.

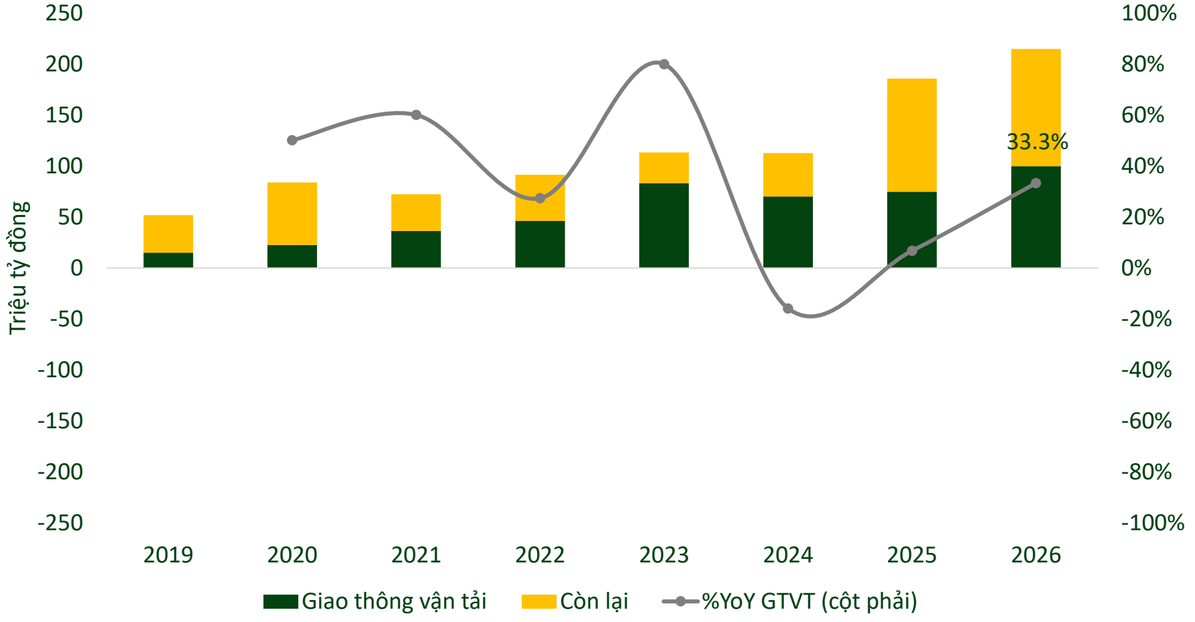
1.1. Đẩy mạnh đầu tư cho các dự án hạ tầng giao thông:

Đầu tư công năm 2026 được xác định là nhiệm vụ trọng tâm, với sự đồng thuận cao từ toàn bộ hệ thống chính trị. Quy mô vốn dự kiến đạt khoảng 1,1 triệu tỷ đồng, tăng mạnh 41,6% YoY, phản ánh quyết tâm của Chính phủ trong việc coi đầu tư công là động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2026–2030.

Ngân sách đầu tư công của Trung ương dự kiến sẽ tiếp tục tập trung vào các dự án hạ tầng giao thông (chiếm 33% nguồn vốn của trung ương). Nguồn lực này được ưu tiên cho công tác chuẩn bị thủ tục, đền bù và giải phóng mặt bằng của các dự án chiến lược quy mô quốc gia, bao gồm đường sắt Hải Phòng – Hà Nội – Lào Cai, cao tốc Bắc – Nam mở rộng và đường sắt cao tốc Bắc – Nam.



Nguồn: GSO



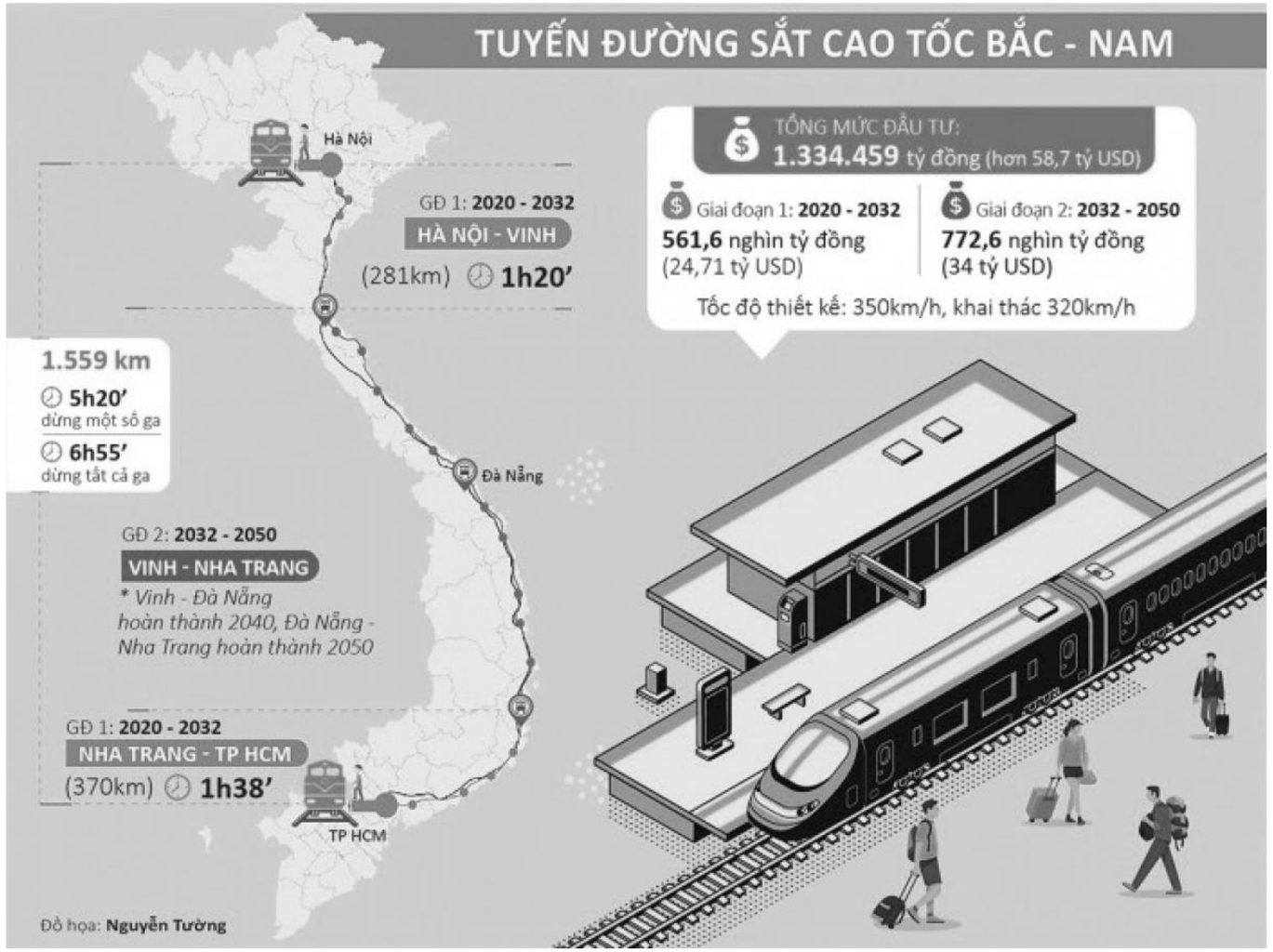
Nguồn: GSO, Asean Research tổng hợp

Một số dự án giao thông trọng điểm đang triển khai và lên kế hoạch triển khai

	Tổng mức đầu tư (triệu tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Sau 2030
Đường sắt cao tốc Bắc-Nam	1,700			Khởi công từ 12/2026, hoàn thành 2035				
Đường sắt cao tốc Hà Nội - Hải Phòng – Lào Cai	300		Khởi công cuối 2025, hoàn thành vào 2030					
Cao tốc Bắc-Nam mở rộng	152		Khởi công từ Q2/2026, hoàn thành vào 2030					
Sân bay Long Thành (GĐ1)	109	Thương mại từ 06/2026						
Đường vành đai 4 Hà Nội	85	Hoàn thành trong 2027						
Đường vành đai 3 (Tp.HCM)	75	Hoàn thành vào 06/2026						

Nguồn: Asean Research tổng hợp

SIÊU DỰ ÁN ĐƯỜNG SẮT CAO TỐC BẮC NAM



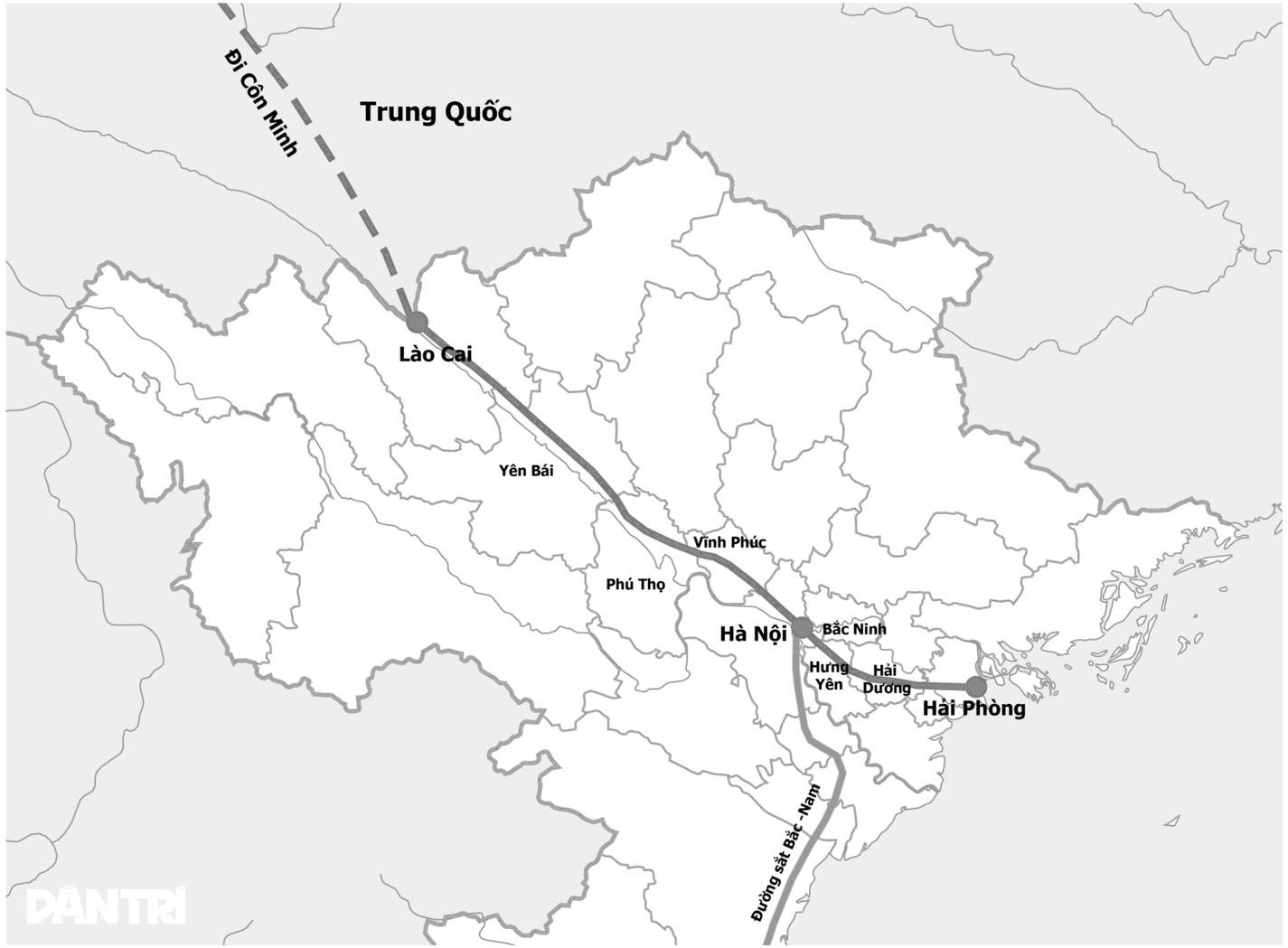
Nguồn: VOV

Với quy mô đầu tư lớn và tiến độ khẩn trương, **dự án Đường sắt tốc độ cao Bắc-Nam mở ra nguồn việc rất lớn cho các doanh nghiệp xây lắp, cung cấp vật liệu, thiết bị, thi công hầm – cầu – tuyến đường sắt, hệ thống tín hiệu và cả các dịch vụ phụ trợ như bồi thường, tái định cư, logistics.** Một số nhà thầu xây lắp có năng lực kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ dự án này là **VCG, PHC, CC1.** Bên cạnh đó, đơn vị cung ứng thép chất lượng cao như **HPG** kỳ vọng cũng có triển vọng tích cực.

Thông tin dự án:

- ✓ Tổng chiều dài tuyến dự kiến khoảng 1.541 km, từ ga Ga Ngọc Hồi (Hà Nội) đến ga Ga Thủ Thiêm (TP Hồ Chí Minh), đi qua khoảng 20 tỉnh/thành phố.
- ✓ Tổng mức đầu tư sơ bộ được công bố khoảng 67,34 tỷ USD (tương đương ~1,7 triệu tỉ đồng) cho cả 2 giai đoạn trên toàn tuyến.
- ✓ Thời điểm khởi công dự án: Chính phủ yêu cầu đảm bảo khởi công trước 31/12/2026.

DỰ ÁN ĐƯỜNG SẮT LÀO CAI, HÀ NỘI, HẢI PHÒNG



Nguồn: Dân trí

Tương tự, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp xây lắp cũng sẽ có nguồn việc dồi dào khi dự án đường sắt Hà Nội, Hải Phòng, Lào cai khởi công:

Thông tin dự án:

- ✓ Tổng chiều dài tuyến: Dự kiến 391 – 419 km, xuất phát từ ga Lào Cai và kết thúc tại ga Hải Phòng, kết nối trực tiếp tới cảng nước sâu Lạch Huyện, được thiết kế nhằm thay thế tuyến đường sắt khổ hẹp hiện tại, phục vụ song song cả vận tải hành khách và hàng hóa, tăng năng lực kết nối khu vực Tây Bắc với các cảng biển phía Đông.
- ✓ Tổng mức đầu tư: Khoảng 300 triệu tỷ đồng, đây là một trong những dự án GTVT có tổng mức đầu tư lớn nhất khu vực phía Đông Bắc trong kế hoạch trung hạn 2026–2030.
- ✓ Thời điểm khởi công dự án: Trước ngày 31/12/2025, với mục tiêu hoàn thành giai đoạn chính trước năm 2030.

1.2. Điều chỉnh khung pháp lý hộ trợ đẩy nhanh tiến độ giải ngân

Bước sang năm 2026, Luật Đầu tư công và Luật PPP sửa đổi được kỳ vọng sẽ phát huy hiệu quả rõ rệt hơn, tạo hành lang pháp lý thống nhất để đẩy nhanh quy trình phê duyệt và giải ngân vốn. Trong năm 2025, tác động của 02 Luật này vẫn chưa thể hiện rõ do mới có hiệu lực và còn thiếu các văn bản hướng dẫn chi tiết, điều này khiến nhiều cơ quan, ban ngành vẫn thận trọng trong triển khai. Tính đến hết tháng 9/2025, tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công ước đạt khoảng 55,8% kế hoạch năm, tương đương hơn 600 nghìn tỷ đồng, thấp hơn kỳ vọng do vướng mắc thủ tục và chậm trễ trong công tác chuẩn bị đầu tư. Việc hoàn thiện khung hướng dẫn thi hành trong năm 2026 được kỳ vọng sẽ tháo gỡ các điểm nghẽn này, giúp tiến độ giải ngân nhanh hơn.

Các điểm nhấn trong Luật Đầu tư công, Luật PPP và các Văn bản liên quan

STT	Nội dung	Chi tiết thay đổi	Tác động
1	Thẩm quyền quyết định đầu tư	- Luật 90/2025 (hiệu lực T7/2025) tiếp tục mở rộng: một số dự án lớn trước thuộc thẩm quyền Thủ tướng nay có thể được UBND cấp tỉnh chấp thuận chủ trương đầu tư nếu đáp ứng tiêu chí mới. - Luật 58/2024 (hiệu lực T1/2025) thiết lập phân cấp rõ hơn: UBND các cấp được quyết định dự án nhóm B, C do cấp mình quản lý, báo cáo HĐND tại kỳ họp gần nhất.	**Doanh nghiệp xây dựng, tư vấn và nhà thầu địa phương được hưởng lợi trực tiếp,** do thủ tục phê duyệt rút ngắn, thời gian khởi công nhanh hơn, giúp tăng khối lượng công việc trong năm.
2	Trình tự thủ tục điều chuyển vốn	- Luật 58/2024 cho phép Thủ tướng Chính phủ điều chỉnh kế hoạch đầu tư công trung hạn vốn NSTW giữa các Bộ, ngành, địa phương khi không vượt tổng mức vốn quốc hội quyết định. Thêm quy định cho phép điều chỉnh trong nội bộ ngành, lĩnh vực của Bộ, cơ quan trung ương, địa phương trong phạm vi vốn đã quyết định.	**Tạo áp lực cạnh tranh thực chất trong khối nhà thầu**. Doanh nghiệp năng lực tốt sẽ được ưu tiên bổ sung vốn.
3	Đền bù, giải phóng mặt bằng	- Luật 58/2024 chính thức quy định: cho phép tách công tác đền bù, tái định cư, giải phóng mặt bằng thành dự án thành phần độc lập. Cho phép giao UBND tỉnh làm cơ quan chủ quản khi dự án đi qua 2 đơn vị hành chính cấp tỉnh trở lên	**Doanh nghiệp xây dựng, hạ tầng, đầu tư PPP hưởng lợi** nhờ giảm rủi ro chậm GPMB.
4	Thay đổi giới hạn quy mô vốn đầu tư	- Luật 58/2024 bổ sung: đối với chương trình mục tiêu quốc gia, dự án quan trọng quốc gia, dự án sử dụng vốn thu hợp pháp của cơ quan nhà nước/đv sự nghiệp công lập, vốn ODA/vốn vay ưu đãi nước ngoài được vượt 20% nhưng không vượt 50% số vốn kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn trước.	**Doanh nghiệp lớn trong các lĩnh vực hạ tầng năng lượng hưởng lợi** nhờ cơ hội tham gia các gói thầu sử dụng vốn nước ngoài.
5	Ưu đãi cho nhà thầu, minh bạch quá trình đấu thầu	- Luật số 90/2025/QH15 bổ sung các đối tượng hưởng chính sách ưu đãi trong việc lựa chọn nhà thầu, nới lỏng điều kiện hưởng ưu đãi và quy định về gói thầu chào hàng cạnh tranh	- **Doanh nghiệp nội địa hưởng lợ**i do chính sách ưu tiên hàng Việt Nam trong đấu thầu - DNTN có năng lực tốt hưởng lợi nhờ quy trình đấu thầu minh bạch hơn.

Nguồn: Asean Research tổng hợp

CTCP XUẤT NHẬP KHẨU VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HSX: VCG)

MÃ CỔ PHIẾU: VCG

KHUYẾN NGHỊ: [THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**27.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	24.150
Thay đổi	**+12%**
Vốn hóa (tỷ VND)	15.451
PE trailing	3,59
EPS trailing	6.640
P/B	1,27
Book Value (per share)	18.842
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	4,248
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	646,468

Diễn biến giá cổ phiếu VCG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu 2026 dự báo tăng (+7,2% YoY) nhưng LNST giảm (-65% YoY), do không còn ghi nhận lợi nhuận đột biến từ thoái vốn dự án BĐS.

- **Mảng xây lắp (70% doanh thu) duy trì tăng trưởng trong ngắn – trung hạn,** hưởng lợi một phần từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư công khi các dự án mới tập trung vào đường sắt mà không phải đường bộ - thế mạnh của VCG. Backlog cuối 2025 ước khoảng 33.000 tỷ đồng đủ đảm bảo doanh thu đến hết 2027.
- **Mảng đầu tư (20% doanh thu) duy trì dòng tiền ổn định,** nhờ tập trung vào các dịch vụ thiết yếu như điện, nước, giáo dục. Điều kiện thời tiết thuận lợi trong 2026 hỗ trợ sản lượng thủy điện, qua đó cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận của các dự án hiện hữu.
- **Mảng bất động sản (~10 doanh thu) chậm lại**, do không còn ghi nhận lợi nhuận đột biến từ bán dự án.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	12.870	13.900	15.800
Lợi nhuận gộp	1.981	1.946	2.086
Chi phí tài chính	448	450	500
Doanh thu tài chính	333	3.343	300
Chi phí bán hàng	58	149	55
Chi phí quản lý	380	300	320
LNST	**1.108**	**4.390**	**1.511**

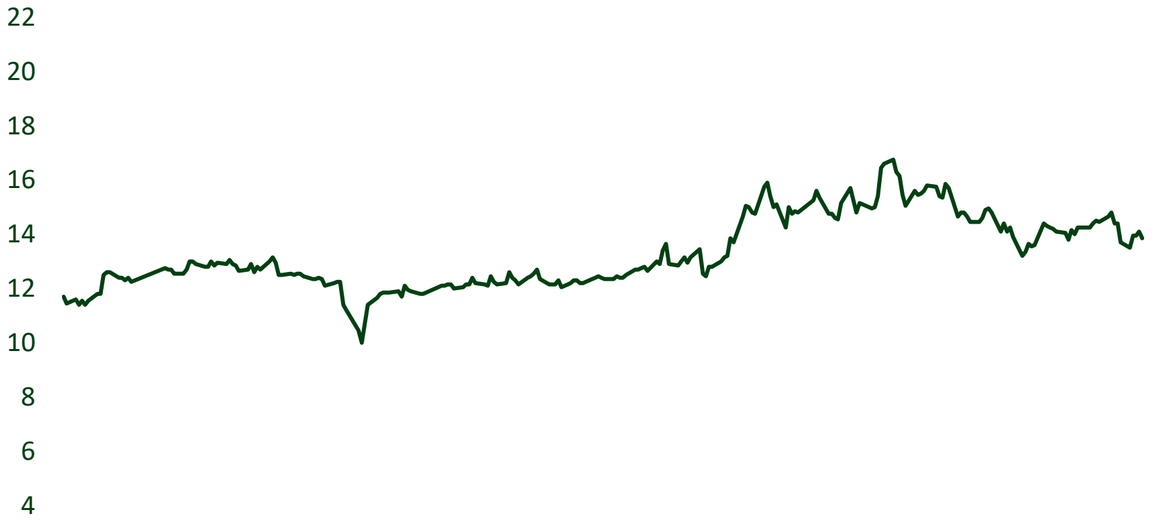
CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ (HSX: HHV)

MÃ CỔ PHIẾU: HHV

KHUYẾN NGHỊ: [KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**17.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	14.000
Thay đổi	**+21%**
Vốn hóa (tỷ VND)	6.964
PE trailing	12.39
EPS trailing	1.118
P/B	0,88
Book Value (per share)	15.689
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	4,742
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	497,433

Diễn biến giá cổ phiếu HHV



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu và LNST 2026 của HHV dự phóng lần lượt +20% YoY (đạt 4.074 tỷ đồng) và +21% YoY (đạt 664 tỷ đồng).

- **Mảng xây lắp hưởng lợi từ kế hoạch đầu tư công lớn trong 2026,** dự kiến đạt khoảng 1.08 triệu tỷ đồng, tương ứng mức tăng 22% so với cùng kỳ. Chúng tôi ước tính cuối 2025, Backlog của HHV khoảng 2.700 tỷ đồng (tương đương 2,6 lần doanh thu xây lắp năm 2024), đến từ các dự án trọng điểm như: Cao tốc Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một – Chơn Thành, Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh.
- **Doanh thu BOT tăng trưởng ổn định,** cước phí được điều chỉnh tăng trung bình 5%-6%/năm. Cùng với xu hướng lưu lượng xe qua các trạm thu phí nhìn chung tăng trưởng đem lại nguồn tiền ổn định cho HHV.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	3.308	3.395	4.074
Lợi nhuận gộp	1.341	1.540	1.848
Chi phí tài chính	814	820	950
Doanh thu tài chính	48	58	60
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý	72	80	85
LNST	**495**	**547**	**664**

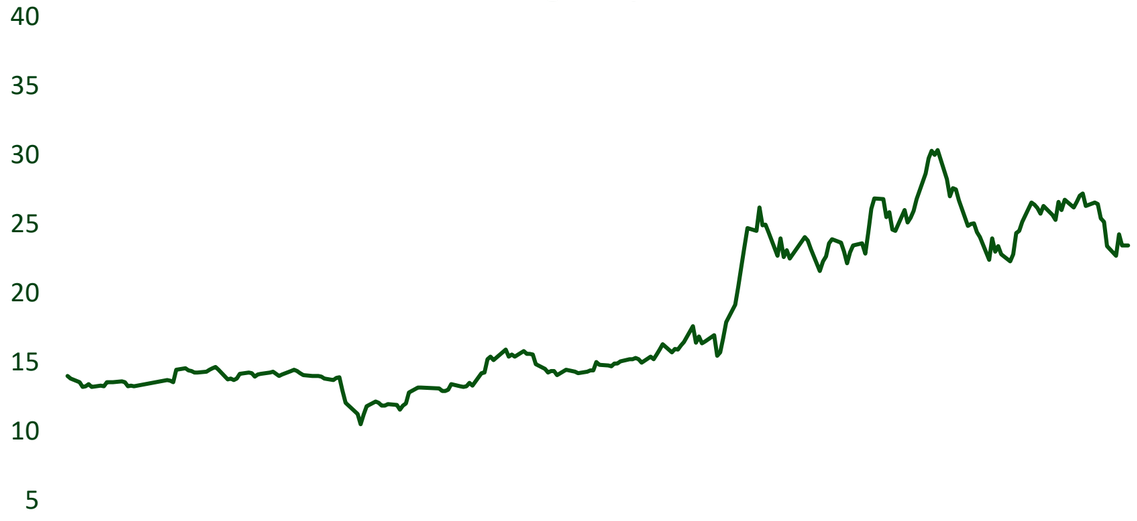
CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG KỸ THUẬT THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HSX: CII)

MÃ CỔ PHIẾU: CII

KHUYẾN NGHỊ:
[THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**24.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	24.150
Thay đổi	**-0.6%**
Vốn hóa (tỷ VND)	15.105
PE trailing	157,18
EPS trailing	149
P/B	1,23
Book Value (per share)	19.021
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	14,980
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	625,450

Diễn biến giá cổ phiếu CII



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu và LNST 2026 của CII dự phóng lần lượt +16% YoY (đạt 3.500 tỷ đồng) và +93% YoY (đạt 650 tỷ đồng).

- **Triển vọng tích cực từ 2 dự án trọng điểm đều có hiệu quả vận hành cao** (lần lượt là Trung Lương – Mỹ Thuận và Xa lộ Hà Nội) với lưu lượng xe dự kiến tăng ~15%/năm. Bên cạnh đó các dự án BOT như Ninh Thuận 2, QL60, Cầu Cổ Chiên, ĐT741 duy trì thu phí ổn định khoảng 800–1.000 tỷ đồng/năm, tạo dòng tiền bền vững cho doanh nghiệp.
- **Dư địa tăng trưởng lớn đến từ mở rộng danh mục BOT và tháo gỡ vướng mắc tại các dự án BĐS**. Trong 5 năm tới, CII sẽ mở rộng các dự án BOT, tập trung tại TP.HCM và khu vực lân cận; đáng chú ý, dự án mở rộng cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận dự kiến khởi công từ năm 2026. Song song, mảng BĐS chuyển biến tích cực khi vướng mắc pháp lý tại quỹ đất đối ứng đang được tháo gỡ BT Thủ Thiêm và NBB Garden III.

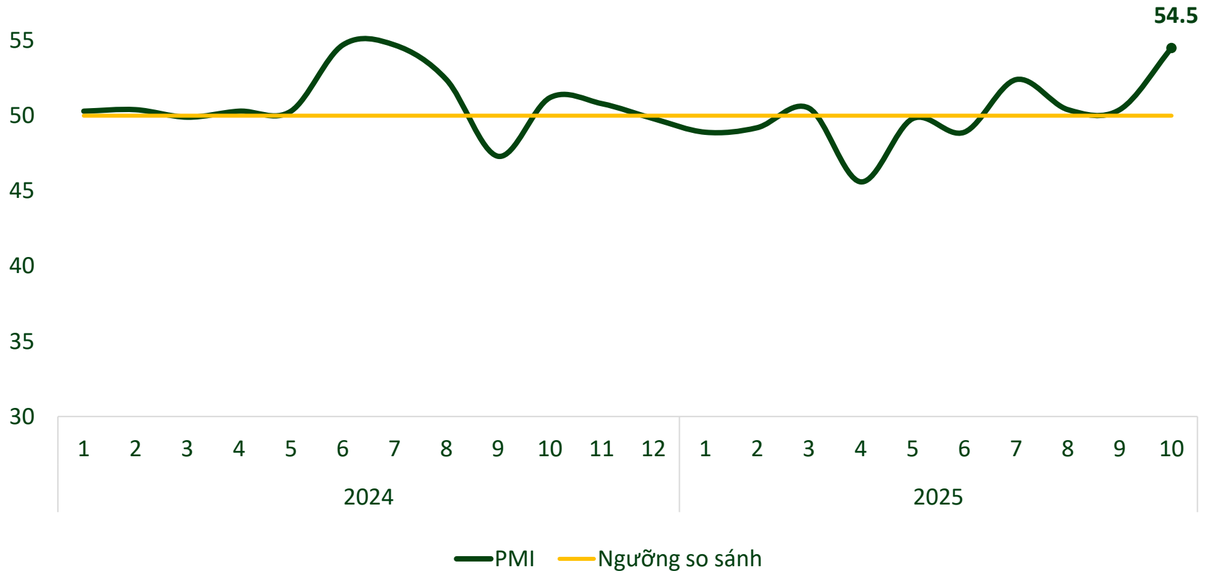
Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	3.028	3.016	3.500
Lợi nhuận gộp	1.664	1.562	1.813
Chi phí tài chính	1.530	783	958
Doanh thu tài chính	1.133	1.390	1.460
Chi phí bán hàng	84	79	81
Chi phí quản lý	543	513	527
LNST	**618**	**336**	**650**

2. Xây dựng công nghiệp – Triển vọng tích cực từ sản xuất nội địa và FDI

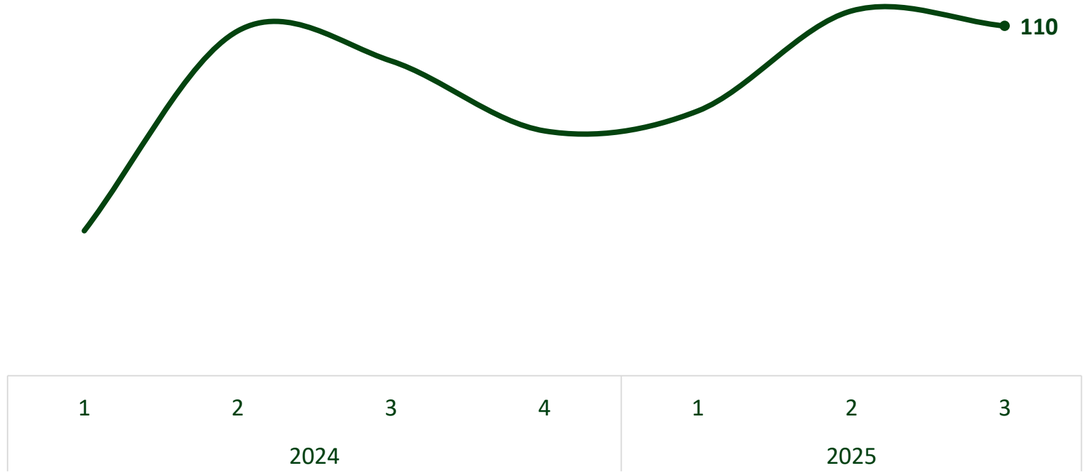
Năm 2026, xây dựng nhà không để ở (nhà xưởng, kho bãi, khu công nghiệp,...) kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhờ sản xuất công nghiệp của Việt Nam tăng trưởng tích cực, thúc đẩy từ cả nhu cầu trong nước và nguồn vốn đầu tư FDI tiếp tục đổ vào Việt Nam.

2.1. Sản xuất nội địa tăng trưởng tích cực

Ngành sản xuất của Việt Nam hồi phục từ đáy tháng 04/2024 (thời điểm có các thông tin bất lợi về thuế quan) và duy trì đà tăng trong tháng Q3/2025, với chỉ số PMI ngành sản xuất (theo S&P Global) của Việt Nam T10/2025 tăng lên 54,5 từ mức 50,4 09/2025 —mức cải thiện hàng tháng lớn nhất kể từ 07/2024. Đà tăng của PMI chủ yếu đến từ việc đơn hàng mới tăng tháng thứ hai liên tiếp, thể hiện sự hồi phục bền vững của các ngành sản xuất thay vì chỉ bật tăng do hiện tượng "xuất khẩu trước để tránh thuế".



Tương tự, chỉ số sản xuất công nghiệp IIP cũng có xu hướng tích cực từ đầu năm hoạt động khai khoáng, sản xuất điện tích cực hơn trong những tháng gần đây là lý do chính giúp chỉ số sản xuất công nghiệp quý III/2025 đạt mức tăng trưởng hai con số.

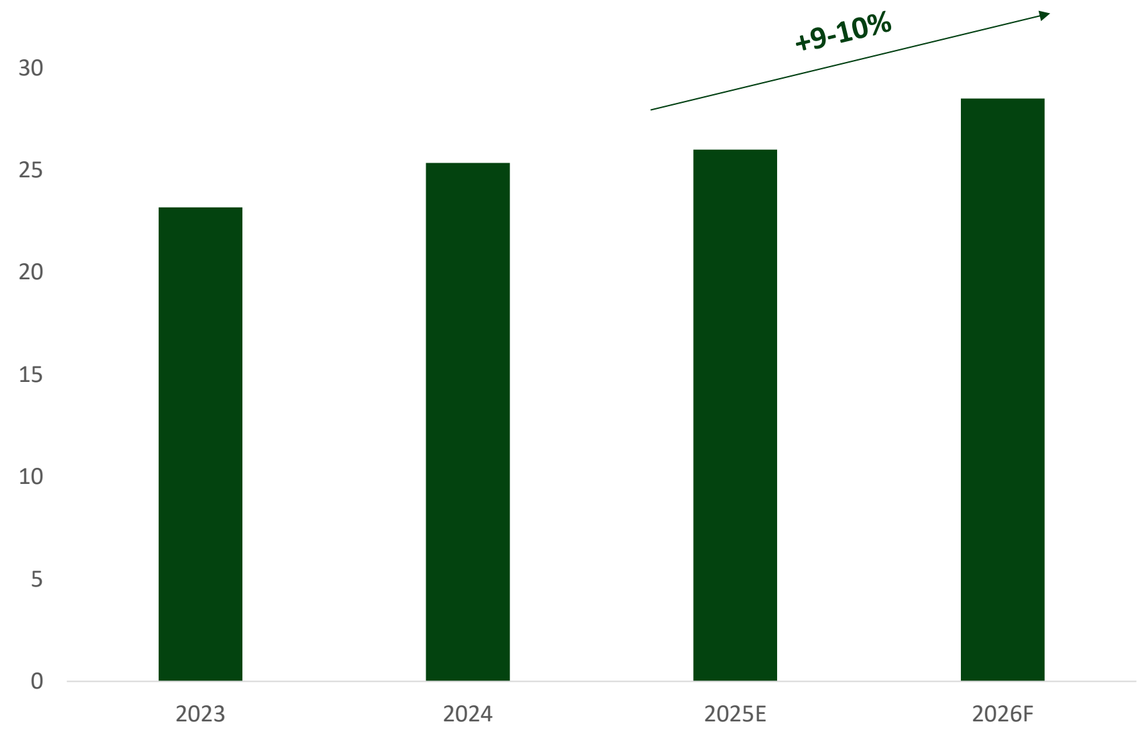


Nguồn: GSO, Asean Research tổng hợp

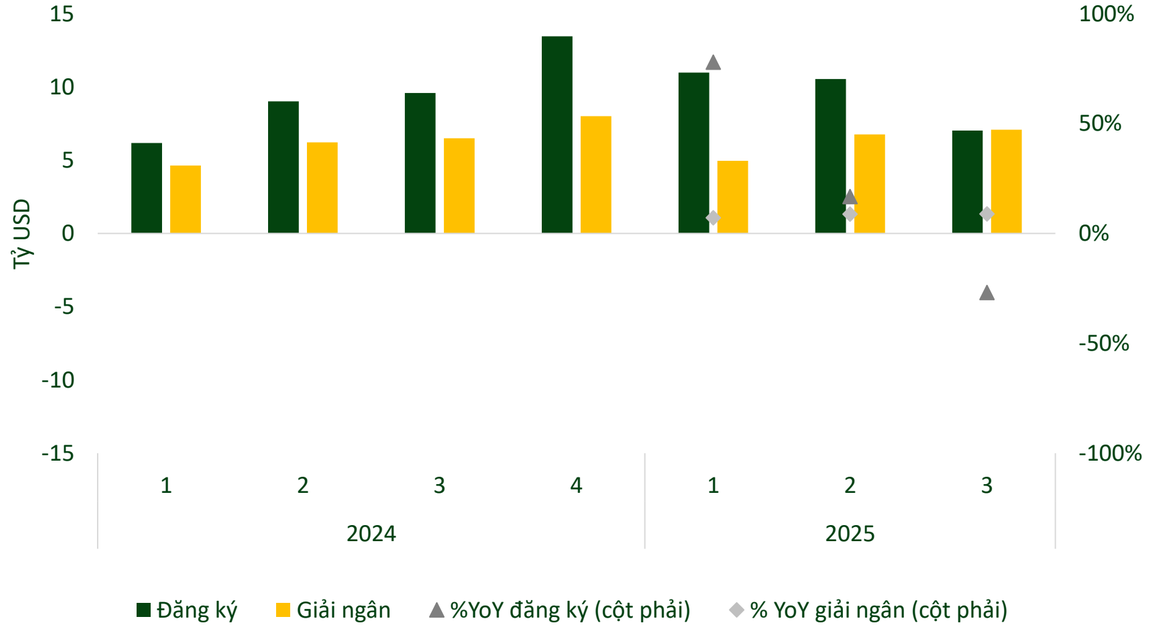
2. Xây dựng công nghiệp – Triển vọng tích cực từ sản xuất trong nước và FDI tăng trưởng khá

2.2. FDI thực hiện dự báo tăng khá

FDI thực hiện 2026F dự báo tăng 9-10%, được hỗ trở bởi: (i) đà giải ngân duy trì ở mức cao, (ii) pipeline FDI đăng ký/điều chỉnh tích cực, và (iii) cơ cấu giải ngân chủ yếu ở chế biến chế tạo (~83%).



FDI thực hiện duy trì xu hướng tích cực nhờ dòng vốn bổ sung vào các dự án hiện hữu và tiến độ giải ngân cải thiện. Trong 10T2025, FDI đăng ký và giải ngân lần lượt đạt 31,52 tỷ USD (+15,6% YoY) và 21,3 tỷ USD (+8,8% YoY) – mức giải ngân cao nhất trong 10 tháng trong 5 năm trở lại đây. Tuy nhiên, tăng trưởng FDI đăng ký chủ yếu đến từ vốn mở rộng của các dự án cũ, trong khi FDI mới vẫn hạn chế, phản ánh sự thận trọng của nhà đầu tư nước ngoài dù Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh chính sách thúc đẩy nội địa hóa và phát triển chuỗi giá trị.



Nguồn: GSO, Asean Research tổng hợp

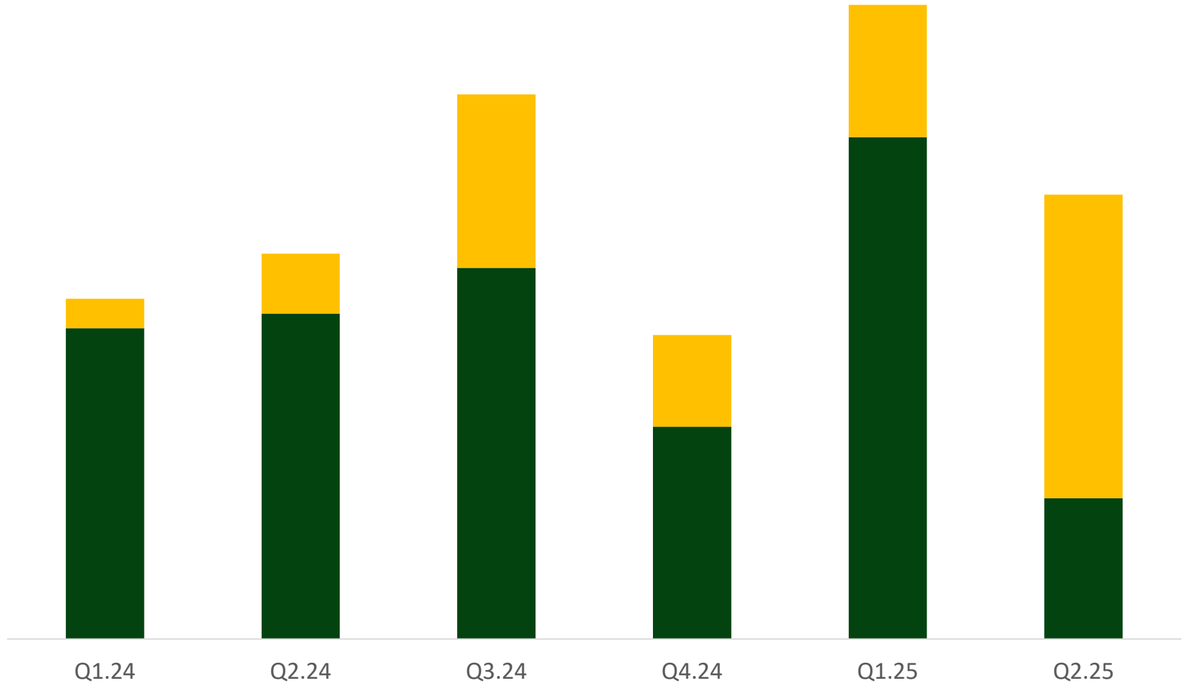
3. Xây dựng dân dụng – Tăng trưởng theo nhu cầu xây mới NOTM & NOXH nhưng khó bứt phá

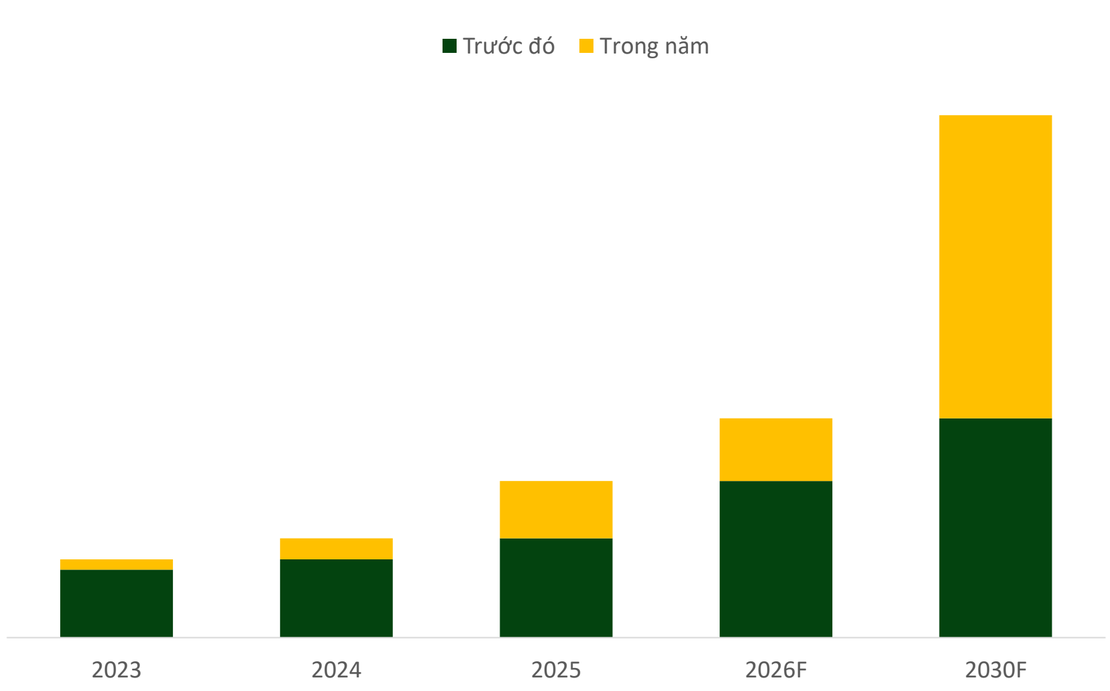
Năm 2026, xây dựng dân dụng được kỳ vọng tăng trưởng ở mức trung bình, nhờ (i) Nhu cầu xây mới NOTM & NOXH cải thiện; (ii) Tháo gỡ pháp lý tiếp tục thúc đẩy các dự án đã vướng mắc từ trước, và khuyến khích các dự án mới. Tuy nhiên, (i) Áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp tạo áp lực lên chủ đầu tư trong việc triển khai dự án.

3.1. Nhu cầu xây mới NOTM & NOXH cải thiện

Số căn nhà ở thương mại và nhà ở xã hội được cấp phép mới tăng tốt (+49%) trong 6T.25, là tín hiệu sớm cho thấy pipeline triển khai dày lên, qua đó hỗ trợ dự báo nhu cầu xây dựng năm 2026 cải thiện

Số căn NOXH hoàn thành dự kiến tăng 16% trong 2026 và hướng đến mục tiêu 1,062 triệu căn đến 2030 theo Đề án 1 triệu căn (QĐ 338/QĐ-TTg) tạo lực kéo tăng sản lượng xây lắp





Nguồn: Bộ Xây dựng

3. Xây dựng dân dụng – Tăng trưởng theo nhu cầu xây mới NOTM nhưng khó bứt phá

3.2. Môi trường pháp lý đang dịch chuyển theo hướng hỗ trợ triển khai dự án

01 KHUNG PHÁP LÝ ĐỒNG BỘ

Bộ 3 Luật (01/08/2024)
Đất đai – Nhà ở - Kinh doanh BĐS

Hệ thống Nghị định mới:
- NĐ 71: Giá đất thị trường
- NĐ 88: Bồi thường tái định cư
- NĐ 102: Thi hành Luật Đất đai

NỀN TẢNG CỐT LÕI

LUẬT ĐẤT ĐAI 2024

Hiệu lực: 01/08/2024

02 CƠ CHẾ THÁO GỠ

Nghị quyết 171:
Cho phép DN nhận quyền SDĐ làm nhà ở thương mại (Thí điểm mở rộng)

Chuyên biệt NOXH:
NQ 201/2025 & NĐ 192/2025: Đơn giản hóa cấp phép, ưu đãi quỹ đất

03 ĐỘT PHÁ ĐỊA PHƯƠNG

HN	**148 dự án** mở rộng loại đất làm NƠTM (Tăng linh hoạt chuyển mục đích)
HCM	**112 dự án** đủ pháp lý được đề xuất miễn GPXD (Giảm 6-12 tháng triển khai)
ĐN	**QĐ 1746:** Điều chỉnh quy hoạch phân khu, khớp nối hạ tầng vùng

04 KỲ VỌNG THỊ TRƯỜNG

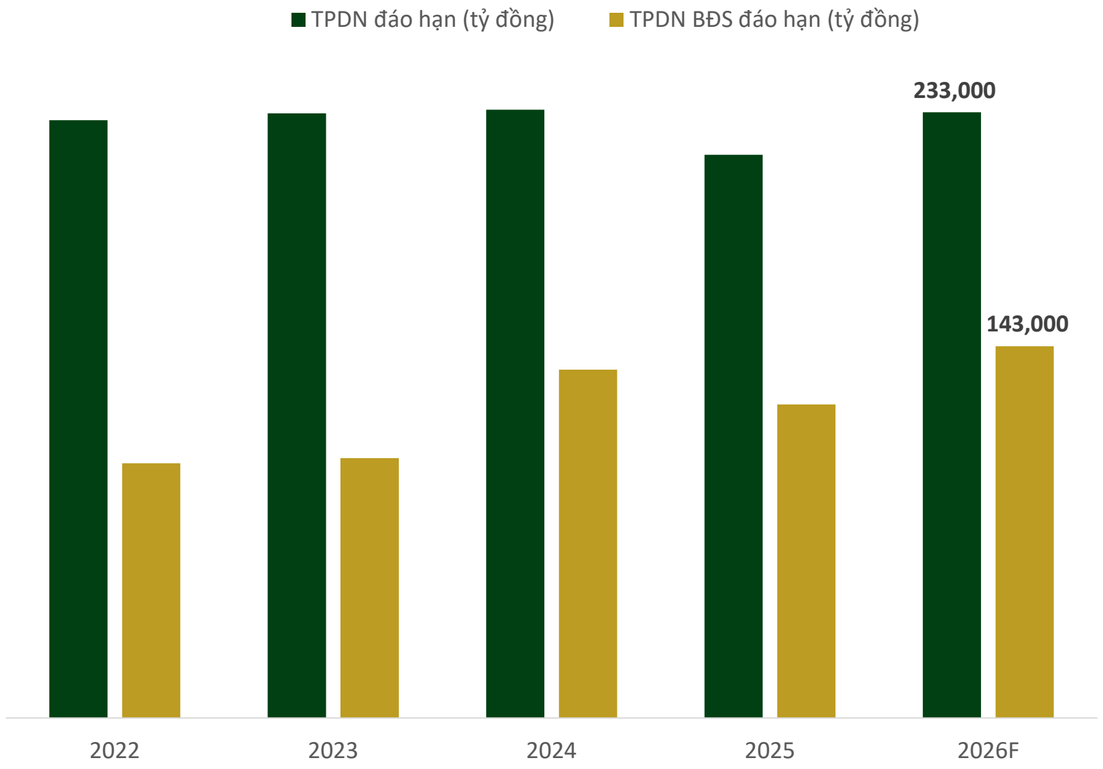
Độ trễ tiến độ:
GĐ 1: Pháp lý (Q1-Q2/25)
GĐ 2: Giải ngân/Thi công (Q3/25)
GĐ 3: Sản lượng tăng (2026+)

Tái khởi động dự án tồn đọng, mở mới nguồn cung thương mại & NỐH

3. Xây dựng dân dụng – Tăng trưởng theo nhu cầu xây mới NOTM nhưng khó bứt phá

3.3. Dư địa bứt phá của xây dựng dân dụng vẫn bị giới hạn bởi rủi ro tài chính của chủ đầu tư và độ trễ truyền dẫn chính sách

Dự báo 2026 là điểm cực đại của chu kỳ đáo hạn trái phiếu bất động sản, với khoảng 143.000 tỷ đồng (+19% YoY), có thể làm chậm quyết định đầu tư và tiến độ triển khai của một số chủ đầu tư, đặc biệt ở phân khúc nhà ở thương mại.



Nguồn: VBMA; S&I/FiinRatings

Đồng thời, gói tín dụng ưu đãi cho NOXH quy mô ~145.000 tỷ đồng đã được triển khai nhưng tốc độ giải ngân còn chậm; một báo cáo ghi nhận mức cam kết khoảng 8.300 tỷ đồng cho 41 dự án (~5,7%) tại thời điểm 30/6, cho thấy dòng vốn ưu đãi chưa "chảy" đủ nhanh để tạo cú hích mạnh cho sản lượng xây lắp trong ngắn hạn**. Nguyên nhân chủ yếu do**: (i) Nghẽn nguồn cung dự án đủ điều kiện; (ii) Nghẽn thủ tục/danh mục; (iii) Lãi suất chưa thực sự hấp dẫn; (iv) Biên lợi nhuận NOXH chưa đủ hấp dẫn.

Chỉ số	Chi tiết
Tổng quy mô	145.000 tỷ đồng (9 Ngân hàng tham gia)
Nguồn vốn	Vốn tự huy động của các Ngân hàng Thương mại
Thời hạn triển khai	Đến năm 2030 (theo Đề án 1 triệu căn hộ)
Lãi suất Người mua (2025)	~6,1% / năm
Lãi suất Chủ đầu tư (2025)	~6,6% / năm
Thời hạn ưu đãi lãi suất	5 năm (Người mua) / 3 năm (Chủ đầu tư)
Mức vay tối đa	Tùy khả năng tài chính, thường 70-80% giá trị căn hộ
Điều kiện tham gia	Có tên trong danh sách dự án đủ điều kiện của Bộ Xây dựng/UBND Tỉnh

Nguồn: Aseansc tổng hợp

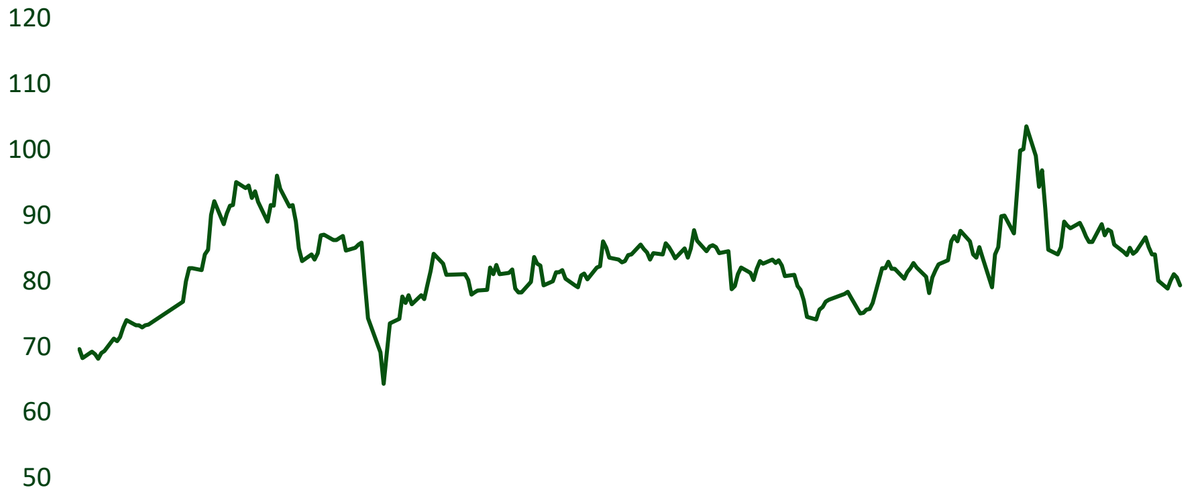
CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (HSX: CTD)

MÃ CỔ PHIẾU: CTD

KHUYẾN NGHỊ: [KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**99.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	83.000
Thay đổi	**+19%**
Vốn hóa (tỷ VND)	8.419
PE trailing	12,35
EPS trailing	6.421
P/B	0,89
Book Value (per share)	89.361
KLGD BQ 30 ngày (cp)	492.552
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	103,633

Diễn biến giá cổ phiếu CTD



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

CTD gia tăng Backlog ở cả 3 mảng kinh doanh, ước tính +11% YoY trong giai đoạn 2026-2027, theo đó giúp doanh thu năm 2026 đạt 30.335 tỷ đồng (+10% YoY) và LNST đạt 599 tỷ (+40% YoY).

- **Mảng dân dụng** (~60% Backlog) dự kiến Backlog tăng ~9% YoY với ~70% nguồn việc đến từ các chủ đầu tư truyền thống như Vinhomes, MIK Group, Sun Group. Nhu cầu xây dựng bất động sản dân dụng kỳ vọng duy trì tăng trưởng nhờ khơi thông pháp lý các dự án vướng mắc, trong khi cấp phép các dự án mới có dấu hiệu chững lại.
- **Mảng công nghiệp** (~25% Backlog) kỳ vọng Backlog tăng 11% YoY nhờ nguồn vốn FDI đầu tư lớn vào các hạng mục nhà máy, nhà xưởng – lĩnh vực CTD có nhiều kinh nghiệm, đặc biệt là các nhà máy đạt chuẩn ESG, thể hiện ở các dự án tiêu biểu: Lego, Suntory Pepsico.
- **Mảng hạ tầng** (15% Backlog) kỳ vọng Backlog tăng 12%, trong bối cảnh nguồn vốn ĐTC được tăng tốc giải ngân (+22% YoY trong 2026).

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	21.045	24.885	30.335
Lợi nhuận gộp	713	815	1.066
Chi phí tài chính	105	205	198
Doanh thu tài chính	280	256	230
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lý	581	331	509
LNST	**310**	**428**	**599**

PHỤ LỤC:

Lịch sử phát triển ngành Xây dựng Việt Nam

Giai đoạn 2008 - 2011

Cú sốc & thanh lọc

Ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu khiến thị trường xây dựng Việt Nam rời vào 'mùa đông băng giá'.

- Hàng loạt dự án đình trệ, nợ xấu bất động sản tăng cao.
- Giá nguyên vật liệu biến động khiến các nhà thầu suy kiệt tài chính.
- Các doanh nghiệp yếu kém bị loại bỏ, nhường chỗ cho thế hệ quản trị mới.

Giai đoạn 2014 - 2019

Kỷ nguyên bùng nổ dự án

Thị trường phục hồi mạnh mẽ sau khủng hoảng nhờ chính sách kích cầu và Luật xây dựng 2014.

- Tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 9%/năm
- Sự lên ngôi của các chủ đầu tư tư nhân lớn (Vingroup, Sungroup,…)
- Nhà thầu nội bắt đầu thay thế hoàn toàn nhà thầu ngoại ở các dự án dân dụng phức tạp.

Giai đoạn 2020 - 2022

Thử thách từ đại dịch

Chuỗi cung ứng đứt gãy và giá nguyên vật liệu tăng phi mã gây áp lực lớn lên các nhà đầu.

- Triển khai mô hình "3 tại chỗ" để duy trì tiến độ công trường.
- Đẩy mạnh số hoá quy trình quản lý từ xa.
- Thanh lọc các doanh nghiệp có năng lực tài chính yếu.

Giai đoạn từ 2023 đến nay

Kỷ nguyên hạ tầng & xanh

Chính phủ đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công, tập trung vào hạ tầng giao thông chiến lược.

- Hoàn thiện trục cao tốc Bắc – Nam phía Đông.
- Đại công trường Sân bay quốc tế Long Thành.
- Chuyển dịch sang NetZero và xây dựng bền vững.

Nguồn: ASEANSC tổng hợp

PHỤ LỤC:

Chuỗi giá trị xây dựng và điểm rơi ghi nhận doanh thu

YẾU TỐ ĐẦU VÀO

VLXD
Nhạy với giá thép/xi măng

Nhân công
Nhạy với lương/thiếu hụt lao động

Máy và thiết bị
Nhạy với dầu & khấu hao

Cơ cấu chi phí tham chiếu

Thay đổi theo loại công trình và giai đoạn thi công thực tế

QUY TRÌNH XÂY DỰNG (VALUE CHAIN PIPELINE)

Thiết kế	Đấu thầu / ký HĐ	Làm móng	Xây thô	Hoàn thiện (M&E)	Bàn giao/ Nghiệm thu
Biên LNG 10 – 30%		Biên LNG 6 – 12%	Biên LNG 3 - 7%	Biên LNG 8 - 18%	

THỊ TRƯỜNG ĐẦU RA

Dân dụng	5 – 10%
Công nghiệp	5 – 10%
Hạ tầng	10 – 20%

Giá VLXD, tiến độ thi công, điều chỉnh đơn giá, điều khoản thanh toán & năng lực quản trị.

GHI NHẬN DOANH THU

Dân dụng:
- Ghi nhận theo tiến độ nghiệm thu (A-B).
- Milestone: Xong block/ tầng/ khu vực + biên bản nghiệm thu
- Phát sinh khối lượng: Theo phụ lục hợp đồng đã ký
- Note: Tiền theo tiến độ ≠ Doanh thu

Công nghiệp
- Thường EPC: Ghi nhận over time gắn mốc kỹ thuật
- Điểm rơi quan trọng: Lắp đặt -> Chạy thử -> PAC/FAC
- Tách biệt: Thiết bị (bàn giao) & Lắp đặt (Dịch vụ)
- Note: Chậm chạy thử -> Lùi doanh thu

Hạ tầng
- Khối lượng – đơn giá nghiệm thu (Đào đắp, cầu đường...).
- Phụ thuộc GPMB: Doanh thu lùi nếu nghiệm thu chậm.
- Dự án: Tách Doanh thu xây dựng & Vận hành.
- Note: Cơ chế điều chỉnh giá quyết định Biên gộp

IV. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH THÉP: NỘI ĐỊA TĂNG TRƯỞNG CÙNG ÁP LỰC HẠ NHIỆT TỪ TRUNG QUỐC

NGÀNH THÉP

[KHẢ QUAN]

Dự báo năm 2026:

- **Nhu cầu thép nội địa:** +20% YoY
- **Sản lượng xuất khẩu:** -18% YoY
- **Giá HRC:** +5% YoY
- **Giá thép xây dựng:** +3% YoY

Cổ phiếu nổi bật:

HPG [KHẢ QUAN], **HSG** [KHẢ QUAN], **NKG** [THEO DÕI], **VGS** [THEO DÕI].

1. Nhu cầu thép nội địa tăng khá

- Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thép trong nước tiếp tục tăng trưởng **20%** trong năm 2026, nhờ hai động lực chính: (i) đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và (ii) nguồn cung nhà ở cải thiện.
- Dù WSA dự báo nhu cầu tiêu thụ thép tại các khu vực như EU và Mỹ cải thiện trong năm 2026, chúng tôi nhận định sản lượng xuất khẩu của Việt Nam vẫn chịu ảnh hưởng bởi rào cản thuế quan. Ước tính sản lượng xuất khẩu thép giảm **18% YoY** năm 2026, qua đó sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành chỉ tăng **13,6%.**

2. Giá thép tăng nhẹ

- Dự báo giá HRC trung bình 2026 tăng **5% YoY**, đạt 570 USD/tấn nhờ: (i) thuế CBPG chính thức HRC được ban hành, (ii) giá thép Trung Quốc phục hồi.
- Dự báo giá thép xây dựng tăng **3% YoY,** chủ yếu nhờ: (i) giá thép Trung Quốc phục hồi, và (ii) triển vọng nhu cầu tiêu thụ thép trong nước cải thiện.

3. Giá nguyên vật liệu giảm nhẹ

- Ước tính giá quặng sắt sẽ tiếp tục giảm trong năm 2026 về mức 83 USD/tấn **(-2,5% YoY).** Điều này được giải thích bởi Trung Quốc sẽ tiếp tục cắt giảm sản lượng sản xuất thép để giải quyết trình trạng dư cung, bên cạnh tác động từ nguồn cung quặng sắt mới từ Canada, Ấn Độ, Châu Phi.
- Đà tăng giá của than luyện cốc được dự báo khó duy trì trong trung hạn khi Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép và tình trạng dư cung kéo dài. Ước tính giá than luyện cốc sẽ đi ngang quanh mức **185 USD – 190 USD** trong giai đoạn 2025-2026.

4. Kỳ vọng áp thuế CBPG thép HRC khổ rộng

- Chúng tôi cho rằng quyết định thuế CBPG nếu được thông qua sẽ củng cố thêm năng lực cạnh tranh của Hòa Phát và Formosa. Bên cạnh đó, việc Bộ Công Thương đã tiếp nhận hồ sơ và đang điều tra cũng tạo ra tâm lý thận trọng hơn với HRC nhập khẩu, qua đó hỗ trợ nhu cầu chuyển hướng sang HRC nội địa.

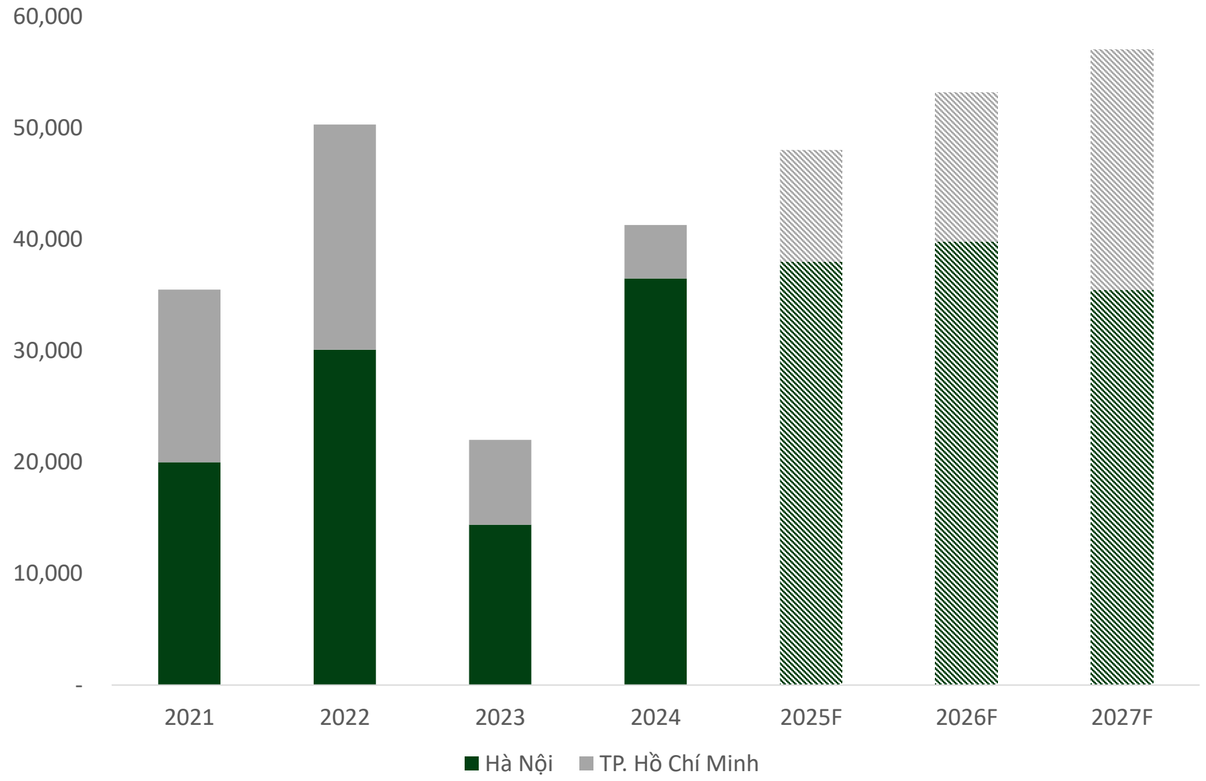
1. Sản lượng tiêu thụ: Nhu cầu tiêu thụ thép tại thị trường nội địa tiếp tục ở mức cao

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thép trong nước tiếp tục tăng trưởng trong Q4/2025 và năm 2026 nhờ hai động lực chính: (1) đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và (2) nguồn cung nhà ở cải thiện. Cụ thể, để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2025 và 2026, chúng tôi tin rằng Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, qua đó trực tiếp hỗ trợ tiêu thụ thép. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận định nguồn cung nhà ở cải thiện nhờ (1) nỗ lực tháo gỡ pháp lý tại các dự án được duy trì, (2) mặt bằng lãi suất cho vay thấp và (3) chính sách phát triển nhà ở xã hội tiếp tục được đẩy mạnh. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ thép nội địa tăng trưởng khoảng 30% và 20% trong năm 2025 và 2026.

Những dự án đầu tư công trọng điểm kỳ vọng hoàn thành trong 2025-26

Dự án	Tổng mức đầu tư	Bắt đầu xây dựng	Dự kiến hoàn thành
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	17.800	Q2/2023	Q4/2025
Vành đai 4 Hà Nội	85.813	Q2/2023	Q2/2026
Vành đài 3 TP.HCM	75.378	Q2/2023	2026
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	44.691	Q2/2023	2026
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuật	22.000	Q2/2023	2026
Cao tốc Bắc Nam phía Tây, đoạn Gia Nghĩa Chơn Thành	25.540	Q4/2024	2026
Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	114.500	Q1/2021	Q2/2026

Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM và Hà Nội được CBRE dự báo tăng trưởng trong ba năm tới

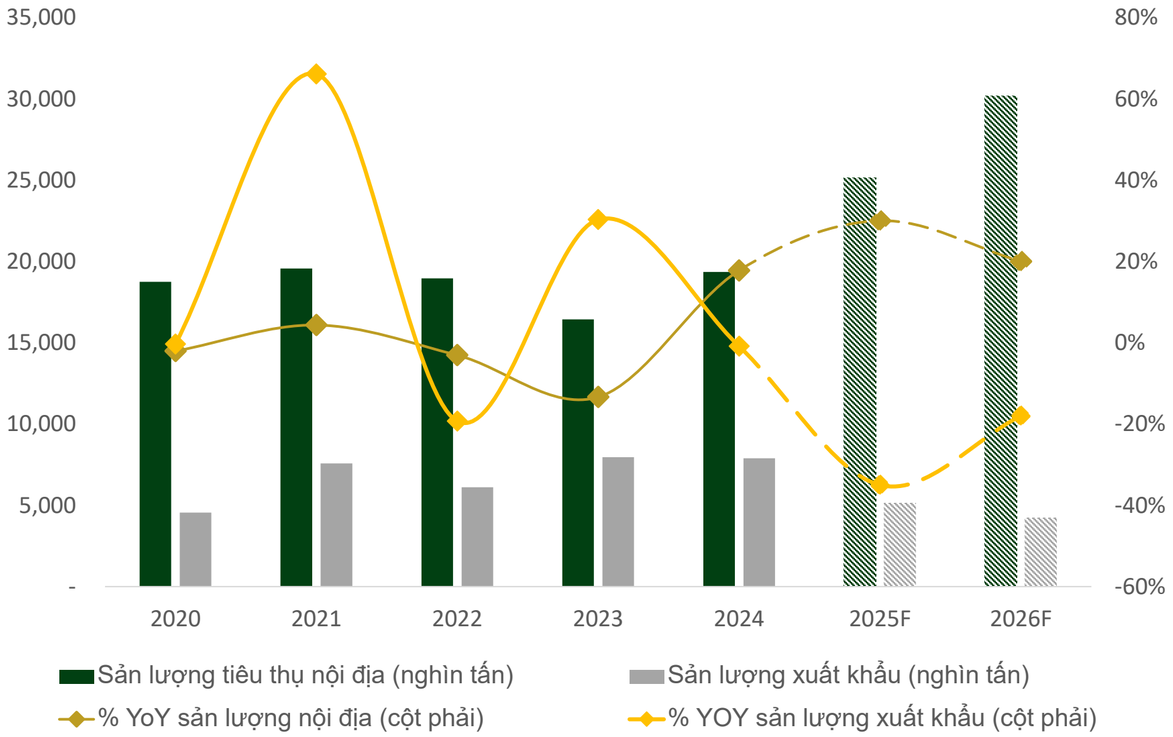


Nguồn: CBRE, Aseansc Research

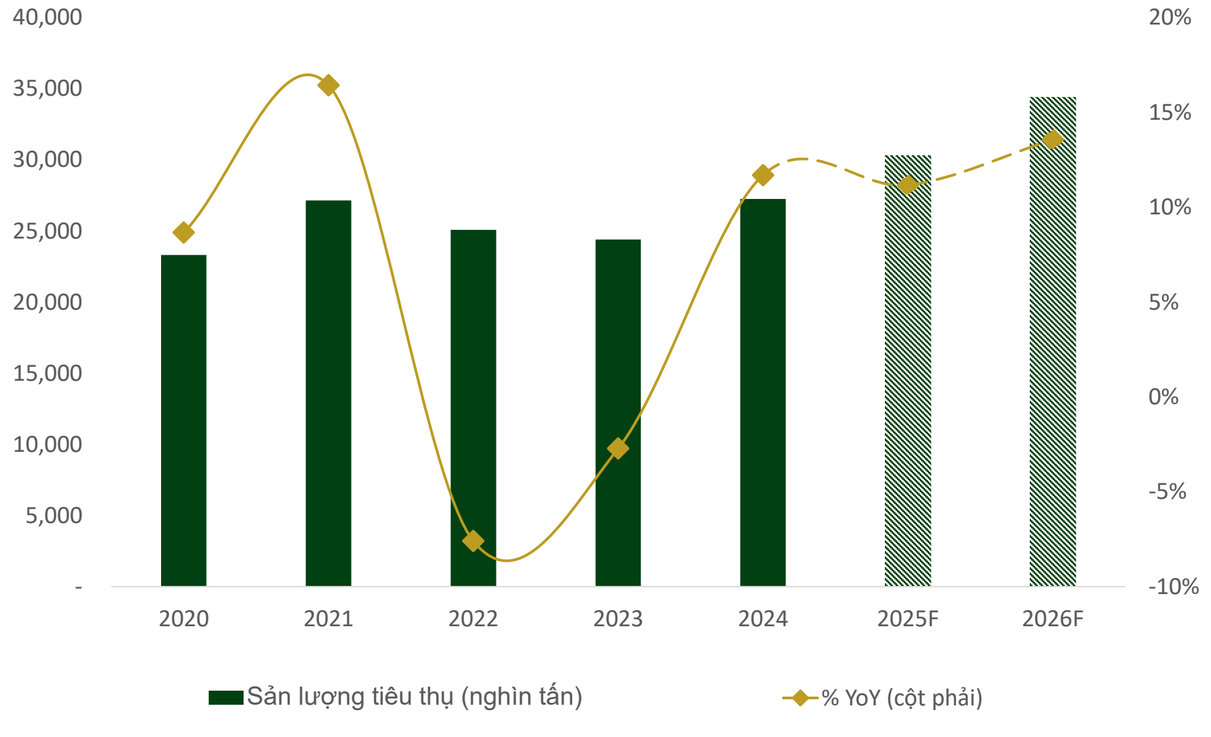
1. Sản lượng tiêu thụ: Xuất khẩu tiếp tục đối mặt với thách thức từ thuế bảo hộ toàn cầu

Dù WSA dự báo nhu cầu tiêu thụ thép tại các khu vực như EU và Mỹ cải thiện trong năm 2025 và 2026, chúng tôi nhận định sản lượng xuất khẩu của Việt Nam vẫn chịu ảnh hưởng bởi rào cản thuế quan. Bên cạnh đó, các chính sách bảo hộ này nhiều khả năng sẽ tạo ra hiệu ứng chuyển hướng thị trường khi lượng thép dư thừa từ các nước sản xuất lớn như Trung Quốc và Ấn Độ tìm đường vào ASEAN, Trung Đông và các khu vực khác. **Điều này gia tăng áp lực cạnh tranh đối với các doanh nghiệp thép Việt Nam, đặc biệt là nhóm tôn mạ với tỷ trọng xuất khẩu cao (khoảng 50-60% sản lượng). Chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu giảm 35% YoY trong năm 2025 và giảm 18% YoY năm 2026,** qua đó sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành chỉ tăng trưởng 11,2% và 13,6%.

Sản lượng nội địa tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2026



Sản lượng tiêu thụ toàn ngành dự báo tăng trưởng 11,2% và 10,3% trong năm 2025 và 2026

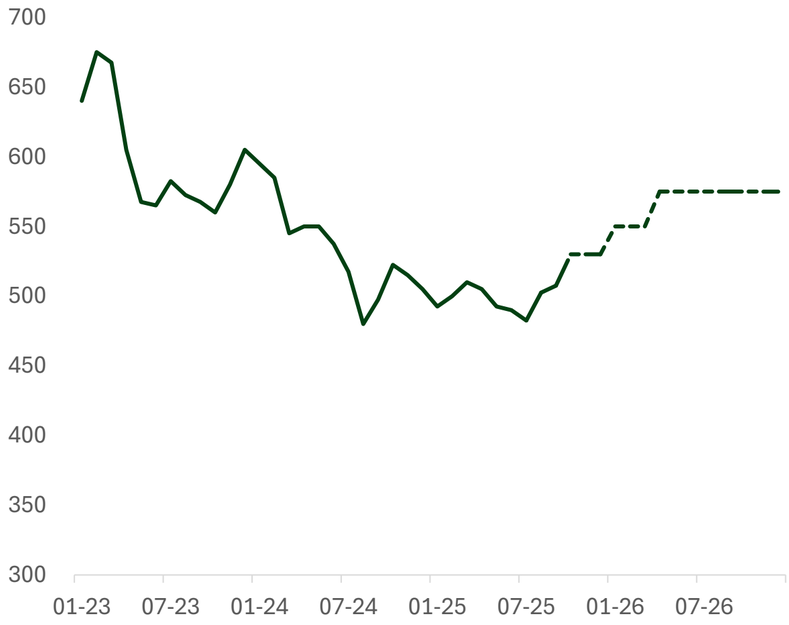


Nguồn: VSA, Aseansc Research

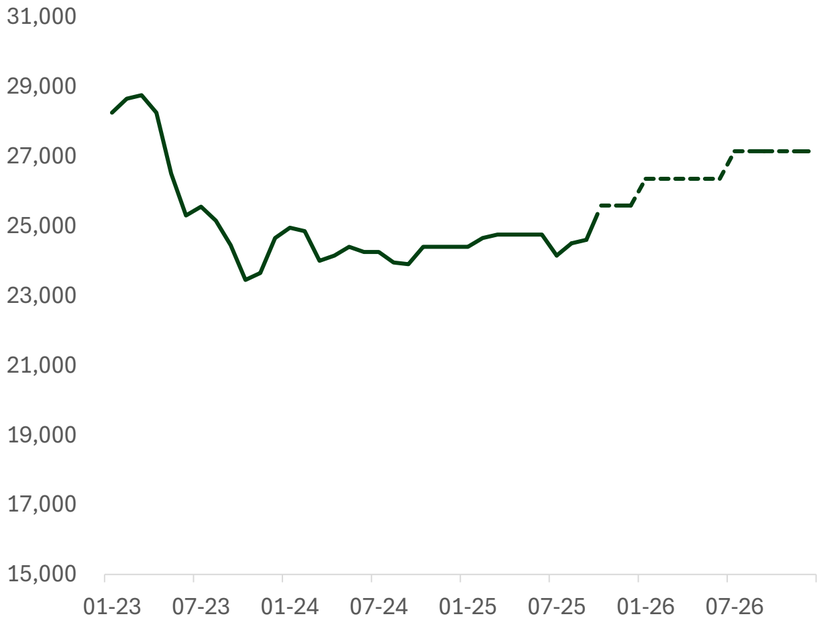
2. Giá thép: Giá bán thép các doanh nghiệp cao hơn trong Q4/2025 và 2026

- Cho Q4/2025, **chúng tôi ước tính giá các sản phẩm thép (thép xây dựng, tôn mạ, HRC) đi ngang so với Q3/2025 trong bối cảnh giá thép Trung Quốc vẫn duy trì ở mức thấp**.
- **Cho năm 2026, chúng tôi dự phóng giá HRC trung bình sẽ tăng trưởng khoảng 5% YoY (so với mức trung bình năm 2025)**, đạt 570 USD/tấn nhờ: (1) thuế CBPG chính thức HRC được ban hành, (2) giá thép Trung Quốc phục hồi.
- **Chúng tôi kỳ vọng giá tôn mạ tăng tương đương giá thép HRC trong năm 2026** trong bối cảnh: (1) thuế CBPG tôn mạ được ban hành và (2) giá nguyên vật liệu đầu vào HRC cải thiện.
- **Chúng tôi dự phóng giá thép xây dựng tăng trưởng 3% YoY trong 2026 (so với mức trung bình năm 2025)** chủ yếu nhờ: (1) giá thép Trung Quốc phục hồi và (2) triển vọng nhu cầu tiêu thụ thép trong nước cải thiện.

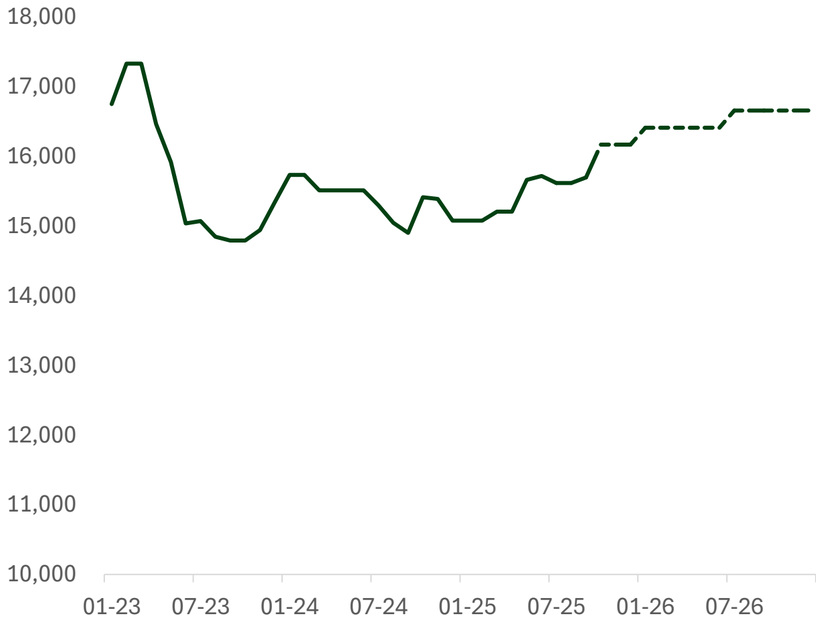
Dự phóng giá thép HRC 2025-2026 (USD/tấn)



Dự phóng giá tôn mạ 2025-2026 (đồng/kg)



Dự phóng giá thép xây dựng 2025-2026 (đồng/kg)

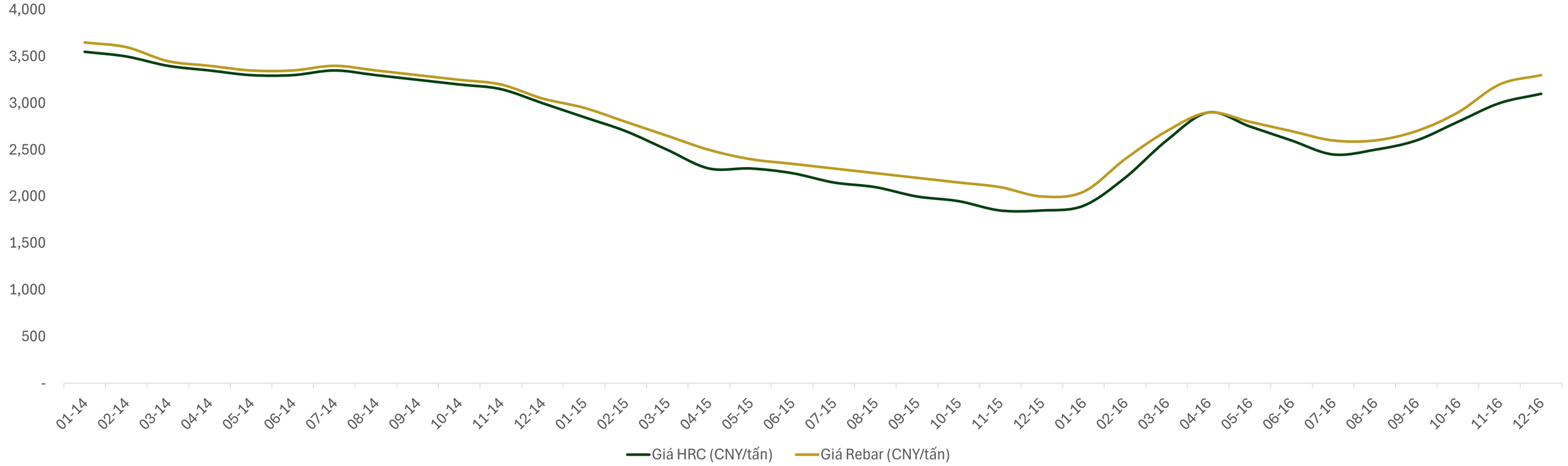


Nguồn: Thitruongthep, Aseansc Research

2. Giá thép: Giá bán thép các doanh nghiệp cao hơn trong Q4/2025 và 2026

- **Chúng tôi kỳ vọng giá bán thép Trung Quốc trong Q4/2025 tiếp tục chịu áp lực giảm từ nhu cầu nội địa yếu và mức tồn kho cao (đạt khoảng 110 nghìn tấn đến hết Q3/2025, tăng 19,4% YoY).**
- **Sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ dần hồi phục nhờ chính sách "Anti-involution" được chính phủ Trung Quốc ban hành vào Q3/2025** nhằm giải quyết dư thừa công suất thông qua đóng cửa các lò thép kém hiệu quả và hạn chế mở rộng công suất mới. **Bối cảnh hiện tại có nhiều điểm tương đồng với giai đoạn 2014-2015**, khi ngành thép Trung Quốc cũng đối mặt khủng hoảng dư thừa công suất do nhu cầu BĐS yếu. Khi đó, **chính phủ Trung Quốc đã đẩy mạnh cải cách nguồn cung từ tháng 11/2015, kết hợp với BĐS phục hồi, giúp giá thép HRC và thép xây dựng tăng** lần lượt 105% và 75% so với mức đáy năm 2015. **Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đợt phục hồi lần này sẽ khiêm tốn hơn do nhu cầu BĐS nội địa vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện.**

Giá thép Trung Quốc cải thiện từ đáy nhờ chính sách cải cách nguồn cung trong năm 2016

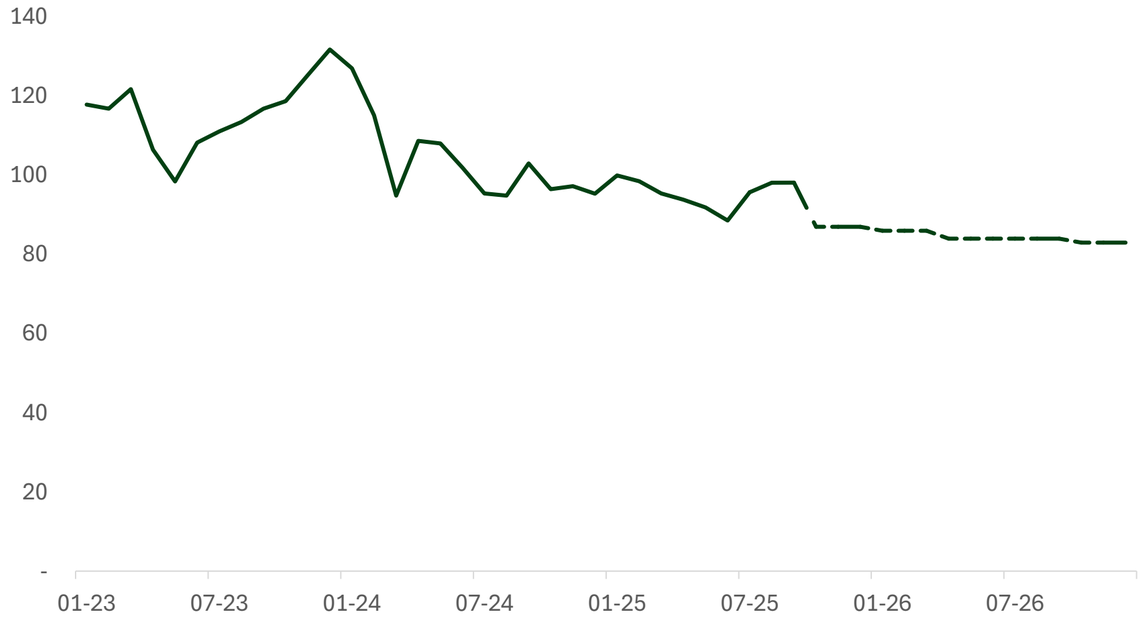


Nguồn: Bloomberg, Aseansc Research

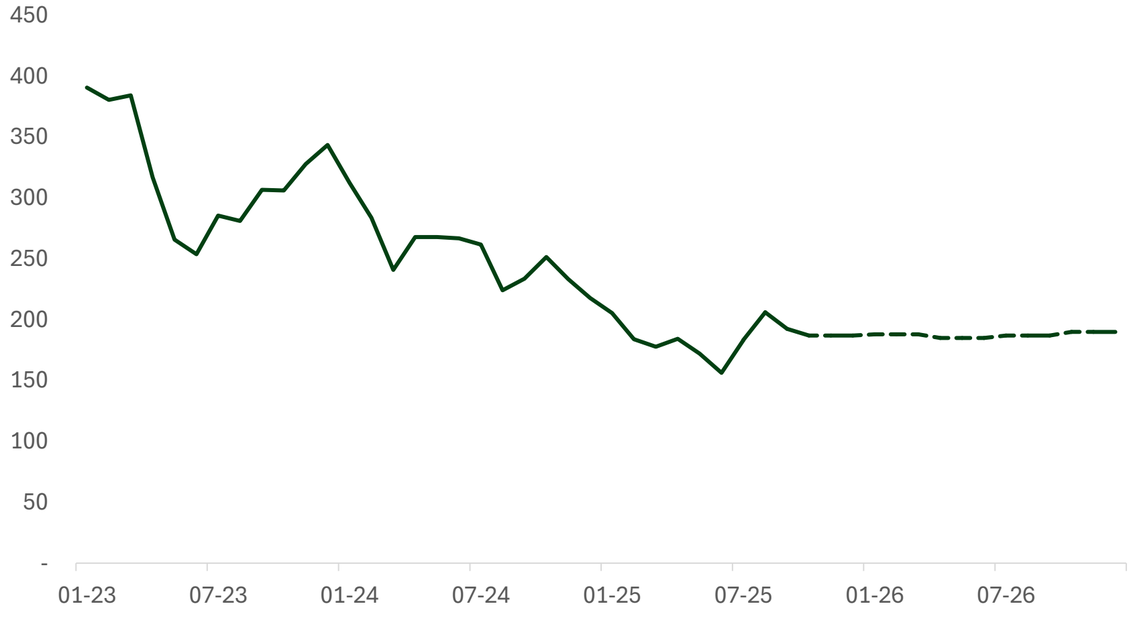
3. Giá nguyên vật liệu đầu vào tiếp tục chịu áp lực giảm trong năm 2026:

- Dù đã có sự cải thiện nhẹ trong Q3/25 tuy nhiên Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài Nguyên Úc ước tính **giá quặng sắt sẽ tiếp tục giảm dần đến năm 2026 lần lượt về mức 83 USD/tấn, tương đương bình quân mỗi năm giảm khoảng 2,5% YoY.** Điều này được giải thích bởi Trung Quốc sẽ tiếp tục cắt giảm sản lượng sản xuất thép để giải quyết trình trạng dư cung, bên cạnh tác động từ nguồn cung quặng sắt mới từ Canada, Ấn Độ, Châu Phi.
- Trong khi đó, đà tăng giá của than luyện cốc được dự báo khó duy trì trong trung hạn khi Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép và tình trạng dư cung kéo dài. **Theo đó, Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài Nguyên Úc (DISR) ước tính giá than luyện cốc sẽ đi ngang quanh mức 185 USD – 190 USD trong giai đoạn 2025-2026.**

Dự phóng giá quặng sắt (USD/tấn)



Dự phóng giá than luyện cốc (USD/tấn)



Nguồn: DISR, Aseansc Research

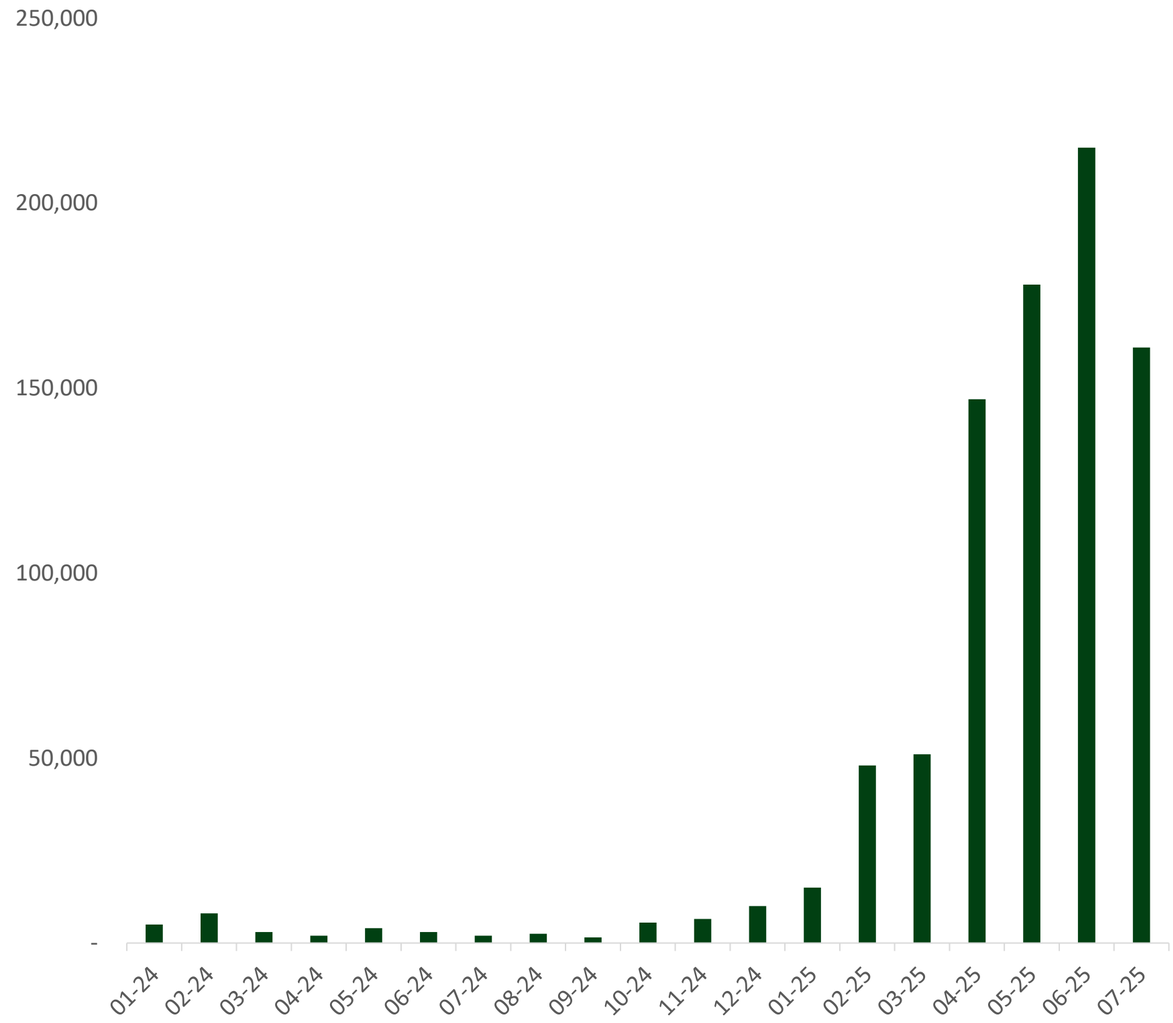
4. Kỳ vọng áp thuế CBPG thép HRC khổ rộng

- Ngày 18/09/2025, Bộ Công Thượng đã tiếp nhận hồ sơ của các doanh nghiệp sản xuất thép HRC trong nước (Hòa Phát và Formosa) đề nghị khởi xướng điều tra chống bán phá đối với các sản phẩm HRC khổ rộng từ 1.880mm đến 2.300mm.
- HRC khổ rộng không nằm trong phạm vi áp thuế chống bán phá giá của AD20 ban hành vào tháng 7 năm 2025. HRC khổ rộng chiếm tỷ trọng không đáng kể, khoảng 0,3% trong cơ cấu nhập khẩu năm 2024, tuy nhiên, **kể từ khi thuế CBPG HRC khổ rộng không quá 1.880mm được ban hành tạm thời, lượng nhập khẩu thép HRC khổ rộng đã tăng đột biến.** Cụ thể, lượng thuế HRC khổ rộng nhập khẩu đã tăng gấp 18 lần trong 7T2025, đạt 832 nghìn tấn, chiếm khoảng 16% sản lượng nhập khẩu HRC.
- **Chúng tôi cho rằng quyết định thuế CBPG nếu được thông qua sẽ củng cố thêm năng lực cạnh tranh của Hòa Phát và Formosa.** Bên cạnh đó, việc Bộ Công Thương đã tiếp nhận hồ sơ và đang điều tra cũng tạo ra tâm lý thận trọng hơn với HRC nhập khẩu, qua đó hỗ trợ nhu cầu chuyển hướng sang HRC nội địa.

Các nhà sản xuất Việt Nam

Nhà sản xuất	Chiều rộng (mm)
Hòa Phát	900-1650
Formosa	900-1880
HRC nhập khẩu	900-2000

Sản lượng HRC khổ rộng (tấn) tăng mạnh từ khi thuế CBPG tạm thời được ban hành



CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (03/11/2025)	**26.150**	**Giá mục tiêu (đồng/cp)**	**34.200**
Doanh thu thuần dự phóng 2026 (tỷ đồng)	182.368	BVPS Forward (đồng/cp)	18.870
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	19.178	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1.7x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+23%	P/B mục tiêu	1.8x

Diễn biến giá cổ phiếu HPG

Nguồn: Aseansc Research

Tổng quan doanh nghiệp:

- Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam. Khởi đầu từ một Công ty chuyên buôn bán các loại máy xây dựng từ tháng 8/1992, Hòa Phát lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như Nội thất, ống thép, thép xây dựng, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Hiện nay, Tập đoàn hoạt động trong 05 lĩnh vực: Gang thép (thép xây dựng, thép cuộn cán nóng) - Sản phẩm thép (gồm Ống thép, tôn mạ, thép rút dây, thép dự ứng lực) - Nông nghiệp - Bất động sản – Điện máy gia dụng. Sản xuất thép là lĩnh vực cốt lõi chiếm tỷ trọng 90% doanh thu và lợi nhuận toàn Tập đoàn.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu HPG nhờ triển vọng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2025 và 2026. Chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất năm 2025 và năm 2026 ước đạt 158.146 tỷ đồng (+14% YoY) và 182.368 tỷ đồng (+15%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 15.584 tỷ đồng (+30% YoY), và 19.178 tỷ đồng (+23% YoY). Dựa trên BVPS forward là 18.870 VND/cp, mức P/B mục tiêu là 1,8x (tương đương mức P/B trong giai đoạn 2016-17, thời điểm HPG hưởng lợi từ KLH Hải Dương giai đoạn 3 đi vào hoạt động và thuế CBPG thép xây dựng được ban hành), chúng tôi xác định giá mục tiêu của HPG là 34,200 VND/cp, cao hơn 30,7% so với giá đóng cửa ngày 03/11/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi kỳ vọng **sản lượng tiêu thụ thép của HPG tăng trưởng tích cực trong năm 2025 và 2026** nhờ: (1) Dung Quất 2 đi vào hoạt động cùng thời điểm thuế CBPG thép HRC được ban hành; và (2) nhu cầu nội địa khởi sắc. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng **biên LN gộp cải thiện trong năm 2025 và 2026** nhờ: (1) các biện pháp bảo hộ hỗ trợ tăng giá các sản phẩm thép; (2) giá thép Trung Quốc dần hồi phục trong năm 2026; (3) giá các nguyên vật liệu đầu vào thấp hơn khi sản lượng sản xuất của Trung Quốc giảm trong năm 2025 và 2026.

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (03/11/2025)	**16.750**	**Giá mục tiêu (đồng/cp)**	**21.700**
Doanh thu NĐTC ước tính 2025-26 (tỷ đồng)	38.223	BVPS Forward (đồng/cp)	19.950
LNST NĐTC ước tính 2025-26 (tỷ đồng)	923	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,1x
Tăng trưởng LNST NĐTC ước tính 2025-26	+25%	P/B mục tiêu	1,1x

Tổng quan doanh nghiệp:

- CTCP Tập đoàn Hoa Sen là doanh nghiệp số 1 trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh tôn mạ ở Việt Nam, đồng thời là nhà xuất khẩu tôn thép hàng đầu Đông Nam Á. Với hệ thống 10 nhà máy, công ty thành viên rộng khắp cả nước cùng mạng lưới hơn 400 chi nhánh – cửa hàng phân phối bán lẻ trải dài từ Bắc vào Nam, Tập đoàn Hoa Sen hiện dẫn đầu phân khúc tôn mạ Việt Nam với gần 30% thị phần. Trong 9T2025, HSG tiếp tục dẫn đầu ngành tôn mạ với 26,9% thị phần.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu HSG do triển vọng kinh doanh niên độ tài chính 2025-26 tăng trưởng tích cực và định giá đang ở mức hấp dẫn. Chúng tôi ước tính HSG sẽ ghi nhận doanh thu hợp nhất niên độ tài chính năm 2025-26 ước đạt 38.438 tỷ đồng (+5% YoY), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 913 tỷ đồng (+25% YoY). Dựa trên BVPS forward là 19.700 VND/cp và mức P/B mục tiêu là 1,1x - tương đương mức P/B trung bình 5 năm gần nhất của HSG, chúng tôi xác định giá mục tiêu của HSG là 21.700 VND/cp, cao hơn 30% so với giá đóng cửa ngày 03/11/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Cho NĐTC 2025-26, với vị thế là doanh nghiệp số 1 trong lĩnh vực tôn mạ cùng hệ thống Hoa Sen Homes, chúng tôi kỳ vọng HSG là doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất từ nhu cầu tiêu thụ tôn mạ nội địa tăng trưởng. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của HSG tiếp tục cải thiện nhờ: (1) tác động tích cực từ thuế CBPG tôn mạ AD19; (2) giá bán thép Trung Quốc phục hồi; (3) chiến lược quản trị hàng tồn kho tốt của HSG. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HSG vẫn còn gặp nhiều thách thức trong năm 2026 do sản lượng xuất khẩu của HSG chịu ảnh hưởng bởi thuế bảo hộ toàn cầu.

Diễn biến giá cổ phiếu HSG

Nguồn: Aseansc Research

CTCP Thép Nam Kim (HSX: NKG)

KHUYẾN NGHỊ:
[THEO DÕI]

Giá cổ phiếu (03/11/2025)	**16.200**	**Giá mục tiêu (đồng/cp)**	**16.950**
Doanh thu thuần dự phóng 2026 (tỷ đồng)	23.484	BVPS Forward (đồng/cp)	18.840
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	517	P/B trung bình 5 năm gần nhất	0,9x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+57%	P/B mục tiêu	0,9x

Tổng quan doanh nghiệp:

- CTCP Thép Nam Kim là một trong 3 nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu tại Việt Nam, bên cạnh CTCP Tập đoàn Hoa Sen và CTCP Tôn Đông Á Công ty sở hữu ba nhà máy tại Bình Dương và Long An với tổng công suất đạt 1,27 triệu tấn thép, bao gồm tôn mạ và thép ống. NKG bán trực tiếp cho các nhà phân phối mà không sở hữu bất kỳ chi nhánh hoặc cửa hàng bán lẻ nào. Trong 8T2025, NKG chiếm 16,4% thị phần, tương đương Tôn Đông Á (16%).

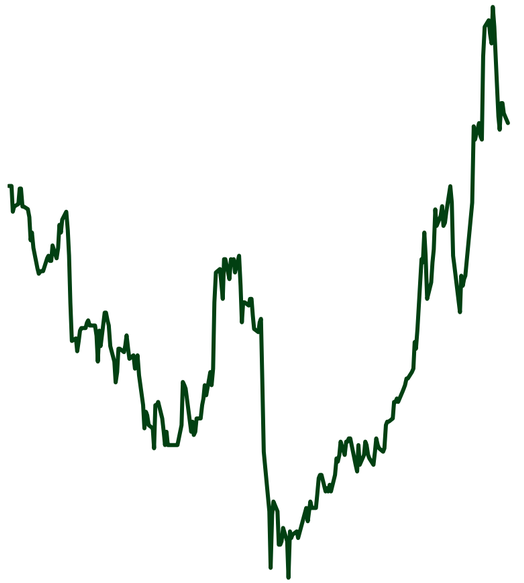
Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu NKG do triển vọng kinh doanh năm 2025 và 2026 vẫn đang chịu tác động đan xen từ cả yếu tố tích cực lẫn tiêu cực. Chúng tôi dự phóng NKG sẽ ghi nhận doanh thu hợp nhất năm 2025 và năm 2026 đạt 16.748 tỷ đồng (-19% YoY) và 23.484 tỷ đồng (+40%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 330 tỷ đồng (-27% YoY), và 517 tỷ đồng (+57% YoY). Dựa trên BVPS forward là 18.840 VND/cp và mức P/B mục tiêu là 0,9x – tương đương P/B trung bình 5 năm gần nhất, chúng tôi xác định giá mục tiêu của NKG là 16.950 VND/cp, cao hơn 5% so với giá đóng cửa ngày 03/11/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng NKG sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ thuế nhập khẩu tôn mạ AD19. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ nội địa cao hơn sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ nội địa của NKG. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy NKG phải chịu áp lực cạnh tranh trong nước cùng ảnh hưởng từ thuế CBPG HRC AD20. Cùng với đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu tôn mạ của NKG tiếp tục chịu tác động trước áp lực thuế bảo hộ toàn cầu. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng chính cho NKG đến từ nhà máy Nam Kim Phú Mỹ đi vào hoạt động trong Q1/26. Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ có công suất khoảng 1 triệu tấn/năm với 400.000 tấn thép mạ kẽm – tương tự các sản phẩm hiện tại của NKG và 600.000 tấn còn lại là thép dẹt cán nguội chất lượng cao phục vụ cho các ngành cơ khí, sản xuất ô tô – có mức độ cạnh tranh thấp.

Diễn biến giá cổ phiếu NKG



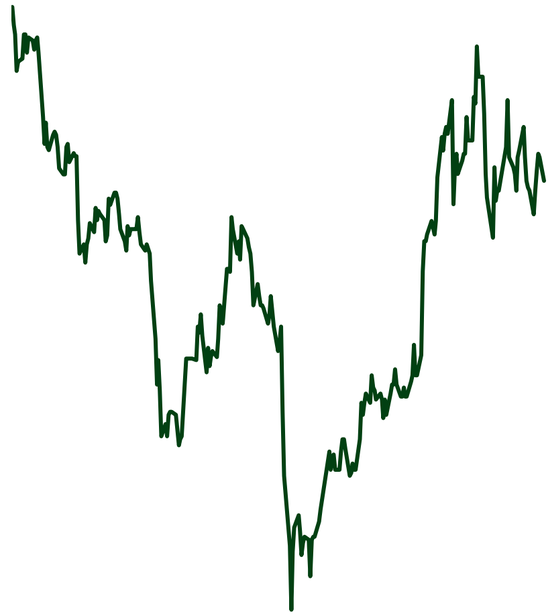
Nguồn: Aseansc Research

CTCP Ống thép Việt - Đức VG PIPE (HSX: VGS)

KHUYẾN NGHỊ:
[THEO DÕI]

Giá cổ phiếu (03/11/2025)	**28.000**	**Giá mục tiêu (đồng/cp)**	**31.950**
Doanh thu thuần dự phóng 2026 (tỷ đồng)	8.503	BVPS Forward (đồng/cp)	21.300
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	153	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,1x
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	+7%	P/B mục tiêu	1,5x

Diễn biến giá cổ phiếu VGS



Nguồn: Aseansc Research

Tổng quan doanh nghiệp:

- CTCP Ống thép Việt - Đức VG PIPE là đơn vị chuyên sản xuất, cung ứng các sản phẩm ống thép hàn đen; ống thép mạ kẽm: ống tôn mạ; tôn cán nguội và tôn mạ kẽm với công suất 600.000 tấn/năm. Ngoài ra công ty còn liên doanh liên kết sản xuất thép xây dựng có đường kính D6 đến D51 công suất 700.000 tấn/năm. VGS nằm trong top 4 nhà sản xuất và tiêu thụ Ống thép (chiếm 7,77% thị phần) và top 3 nhà sản xuất thép xây dựng lớn nhất tại Việt Nam (chiếm 5% thị phần).

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu VGS trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2025-2026 đã được phản ánh phần lớn vào mức giá. Chúng tôi dự phóng VGS sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong cả doanh thu và lợi nhuận, doanh thu hợp nhất năm 2025 và năm 2026 ước đạt 7.859 tỷ đồng (+7,3% YoY) và 8.503 tỷ đồng (+8,2%), LNST hợp nhất kỳ vọng đạt 143 tỷ đồng (+30% YoY), và 153 tỷ đồng (+7% YoY). Dựa trên BVPS forward là 21.300 VND/cp, mức P/B mục tiêu là 1,5x, chúng tôi xác định giá mục tiêu của VGS là 31.950 VND/cp, cao hơn 14% so với giá đóng cửa ngày 03/11/2025.

Luận điểm đầu tư:

- Chúng tôi kỳ vọng **sản lượng tiêu thụ thép của VGS trong năm 2025 và 2026 tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu cao hơn tại thị trường nội địa**. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của VGS cao hơn trong năm 2025 và 2026, lần lượt đạt 3,1% (+0,1 điểm %) và 3,2% (+0,2 điểm%) nhờ: (1) tận dụng tốt tồn kho đầu vào giá rẻ; (2) giá bán thép cải thiện, hưởng lợi từ việc giá thép Trung Quốc cải thiện; (3) giá nguyên vật đầu vào giảm. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dự án khu đô thị Legend City tại tỉnh Phú Thọ. Vào ngày 19/04/2025, VGS đã tổ chức khởi công Dự án nhà ở xã hội Kira Home của dự án Legend City. **Hiện tại chúng tôi chưa đưa doanh thu của dự án Kira Home vào mô hình định giá của mình**.

TÓM TẮT TRIỂN VỌNG NGÀNH BÁN LẺ 2026

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

V. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH BÁN LẺ: BÁN LẺ THIẾT YẾU DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG

DỰ BÁO 2026

- **Bán lẻ thiết yếu:** +12-15%
- **Bán lẻ ICT**: +6-8%
- **Bán lẻ trang sức xa xỉ:** +4-6%
- **Bán lẻ dược phẩm:** +8-10%

CỔ PHIẾU NỔI BẬT

- **MWG [KHẢ QUAN]**
- **PNJ [KHẢ QUAN]**

1. Dự báo thị trường bán lẻ hồi phục với đà tăng trưởng 10%

1.1 Vĩ mô khả quan với mục tiêu GDP 2026 10%

1.2 Thu nhập lao động dự báo cải thiện 8,3%

1.3 Thu nhập khả dụng tăng đáp ứng xu hướng tăng chi tiêu của người dân

2. Chuyển dịch xu hướng mua sắm là động lực phát triển

2.1 Kênh hiện đại phát triển nhanh chóng tạo tiền đề cho sự tăng trưởng doanh thu bán lẻ

2.2 Mua sắm online đã trở thành hành vi phổ biến với nhiều sàn thương mại điện tử phát triển

3. Nhóm bán lẻ thiết yếu là động lực tăng trưởng chính (12-15%)

3.1 Các chuỗi bán lẻ thiết yếu tiếp tục mở rộng quy mô, tăng trưởng ổn định

3.2 Người dùng ưu tiên ngân sách cho nhu yếu phẩm

4. Nhóm ICT, điện máy dự phóng tăng trưởng 6-8% năm 2026

4.1 Chu kỳ đổi mới công nghệ quay lại và các xu thế công nghệ mới

4.2 Các doanh nghiệp dần hoàn thiện việc tái cấu trúc với kết quả hoạt động tích cực

5. Nhóm trang sức xa xỉ dự kiến tăng trưởng 4-6% năm 2026

5.1 Nhu cầu về vàng miếng duy trì ở mức cao

5.3 Hưởng lợi từ nghị định 232/2025

5.2 Mở rộng chuỗi bán lẻ trang sức và cơ cấu tầng lớp trung lưu ngày càng tăng

6. Nhóm dược phẩm triển vọng tăng trưởng 8-10% trong 2026

6.1 Nhu cầu nền tăng 8-10% theo chi tiêu thuốc bình quân

6.2 Tốc độ già hóa dân số tiếp tục tăng

6.3 Thị trường vẫn còn phân mảnh, tạo điều kiện cho các chuỗi nhà thuốc hiện đại

7. Chính sách chuẩn hóa thị trường và nỗ lực đảm bảo niềm tin tiêu dùng

7.1 Giảm thuế VAT 8% kéo dài đến 12/2026

7.2 Nghị quyết 68 về phát triển kinh tế tư nhân

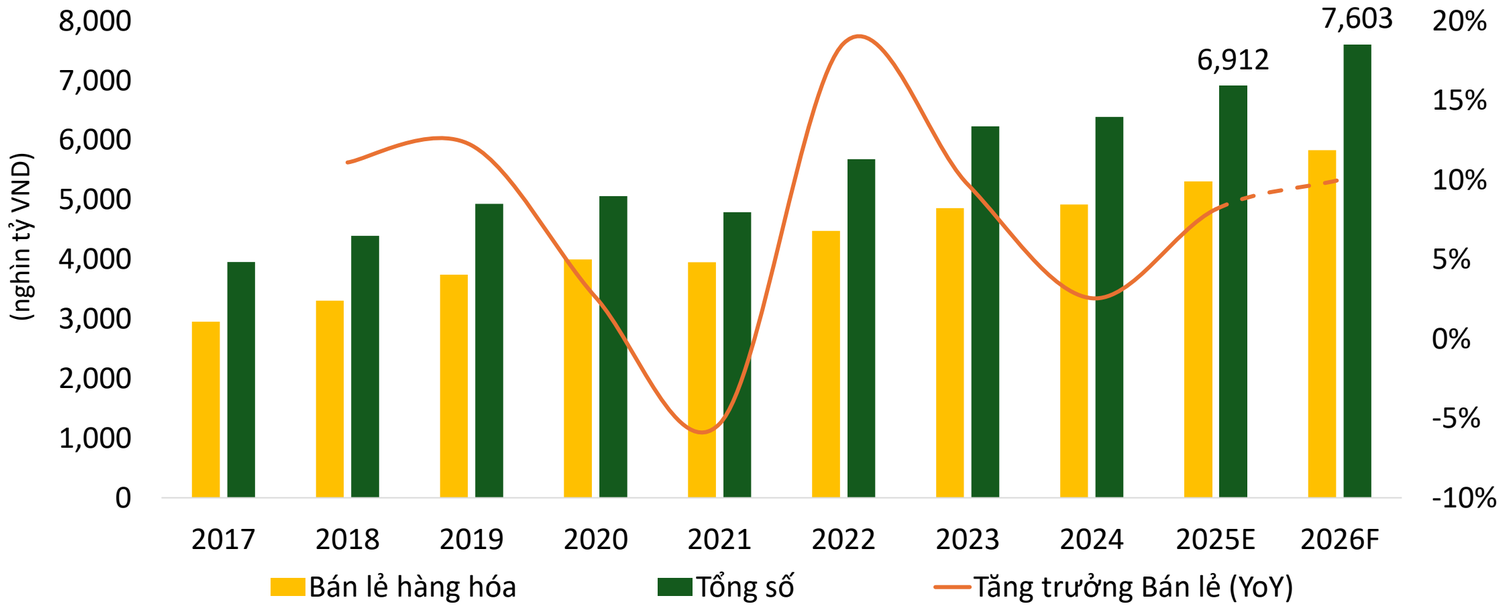
7.3 Quyết định 2326/QĐ-TTg: Chiến lược phát triển thị trường bán lẻ của chính phủ

7.4 Luật thuế thu nhập cá nhân sửa đổi 10/12/2025

1. Thị trường bán lẻ dự báo hồi phục với đà tăng trưởng 10%

1.1. Vĩ mô khả quan với mục tiêu tăng trưởng GDP 2026 10%
1.2. Thu nhập người lao động dự báo cải thiện 8,3%
1.3. Thu nhập khả dụng tăng đáp ứng xu hướng tăng chi tiêu của người dân

Tổng mức bán lẻ - tiêu dùng được kỳ vọng hồi phục với tốc độ tăng trưởng ngang mức trước Đại dịch Covid-19 (11-12%)

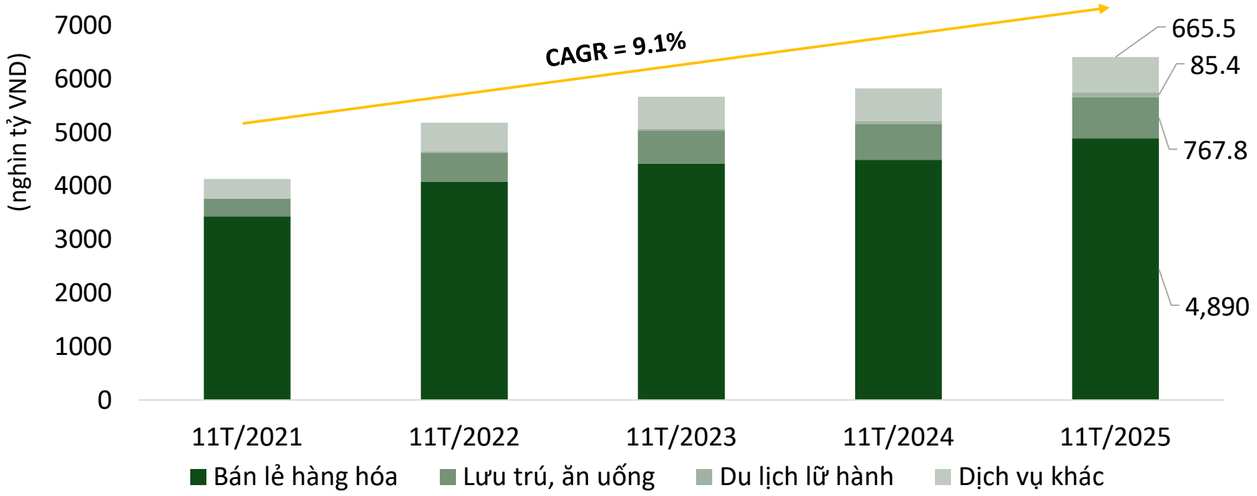


Nguồn: Maybank, Tổng cục thống kê

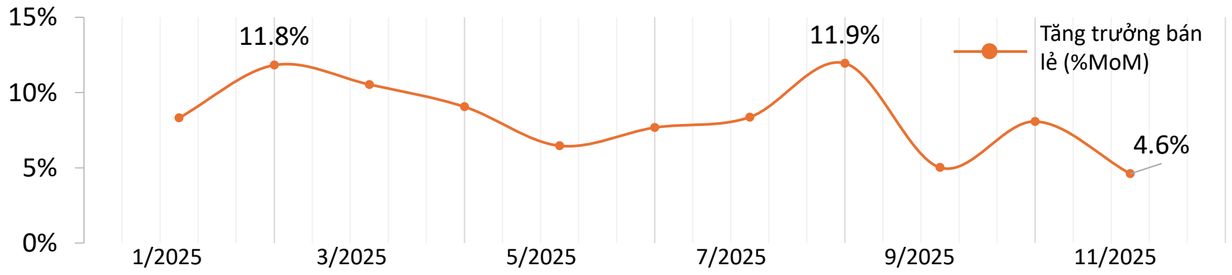
1. Dự báo thị trường bán lẻ hồi phục với đà tăng trưởng doanh thu 10%

1.1 Vĩ mô khả quan với mục tiêu tăng trưởng GDP 2026 10%

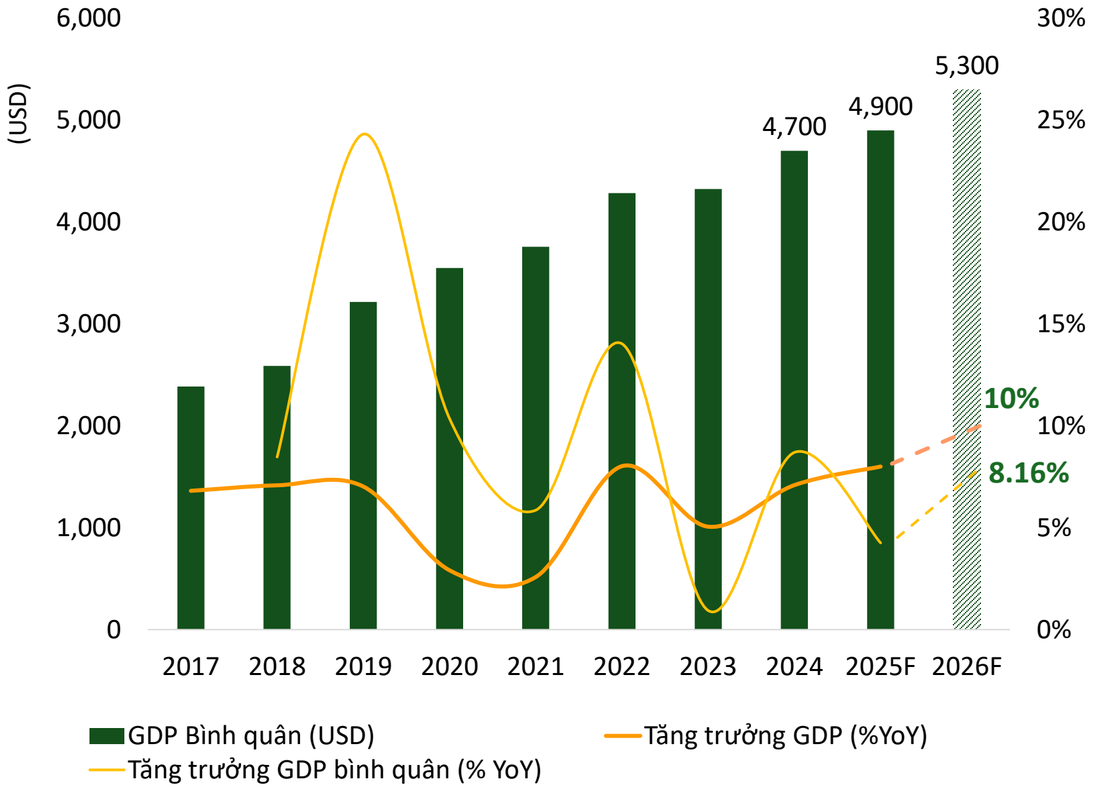
Bán lẻ hàng hóa 11T/2025 tăng trưởng 9% YoY, du lịch lữ hành có mức tăng trưởng lớn nhất (49% YoY), hồi phục so với nền 2024



Bán lẻ các tháng 2025 đều có mức tăng trưởng tích cực 5-15% do thu nhập và tâm lý chi tiêu cải thiện



Duy trì tăng trưởng GDP mức cao hậu Covid và mục tiêu tăng trưởng 2 chữ số của chính phủ là động lực chính cho Bán lẻ - Tiêu dùng 2026

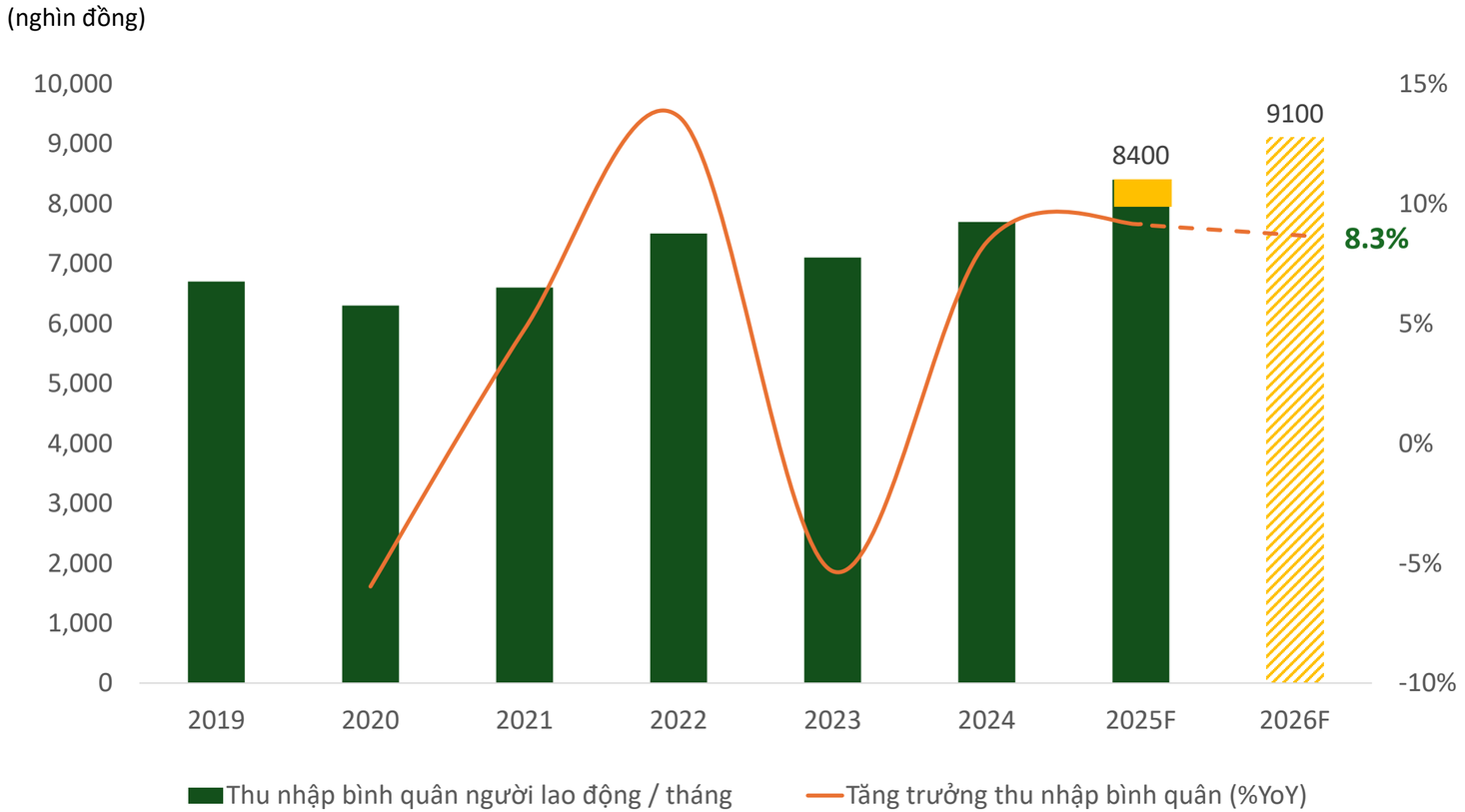


Nguồn: Maybank, Tổng cục thống kê, Aseansc tổng hợp

1. Dự báo thị trường bán lẻ hồi phục với đà tăng trưởng doanh thu 10%

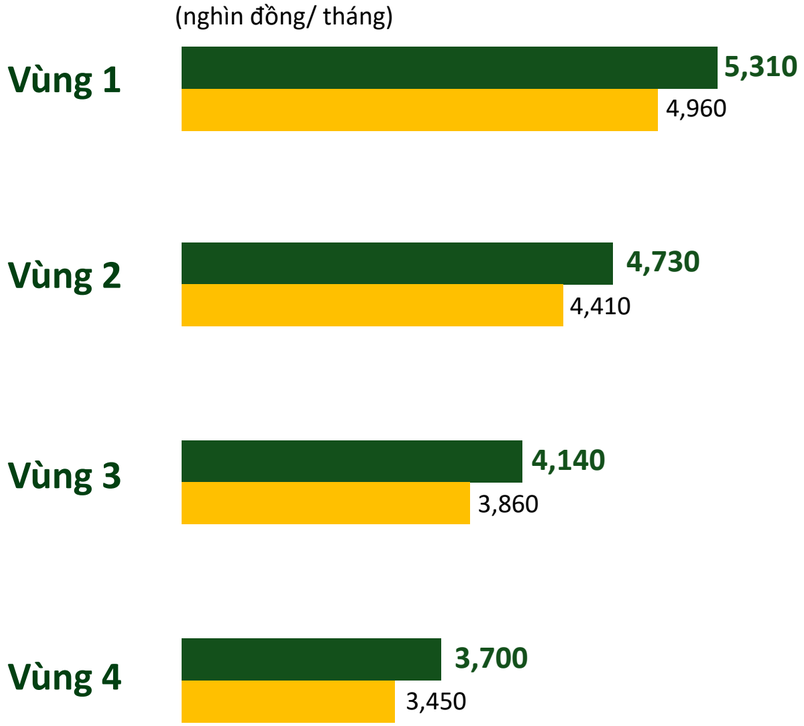
1.2 Thu nhập của người lao động dự báo cải thiện 8.3% là yếu tố thúc đẩy tiêu dùng

Thu nhập người lao động dự kiến tăng trưởng 8 -10% năm 2026 nhờ (1) điều chỉnh mức lương tối thiểu vùng theo Nghị định 293/2025/NĐ-CP và (2) Doanh nghiệp tăng lương để giữ chân người lao động



Nguồn: NIC Global, Tổng cục thống kê

Nghị định 293/2025 quy định mức lương tối thiểu mới theo vùng, nhiều nhất tăng 7.25% giúp ổn định thu nhập người dân và hỗ trợ chi tiêu trong dài hạn

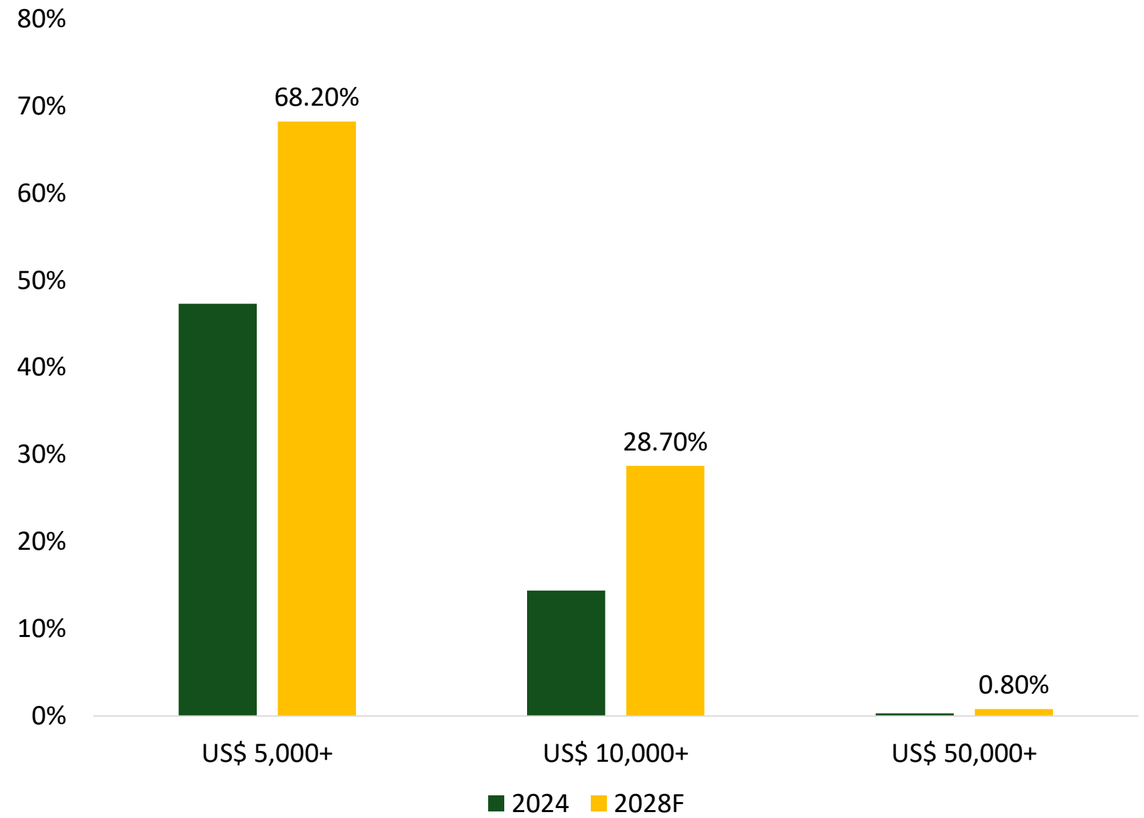


Nguồn: Nghị định 293/2025

1. Dự báo thị trường bán lẻ hồi phục với đà tăng trưởng doanh thu 10%

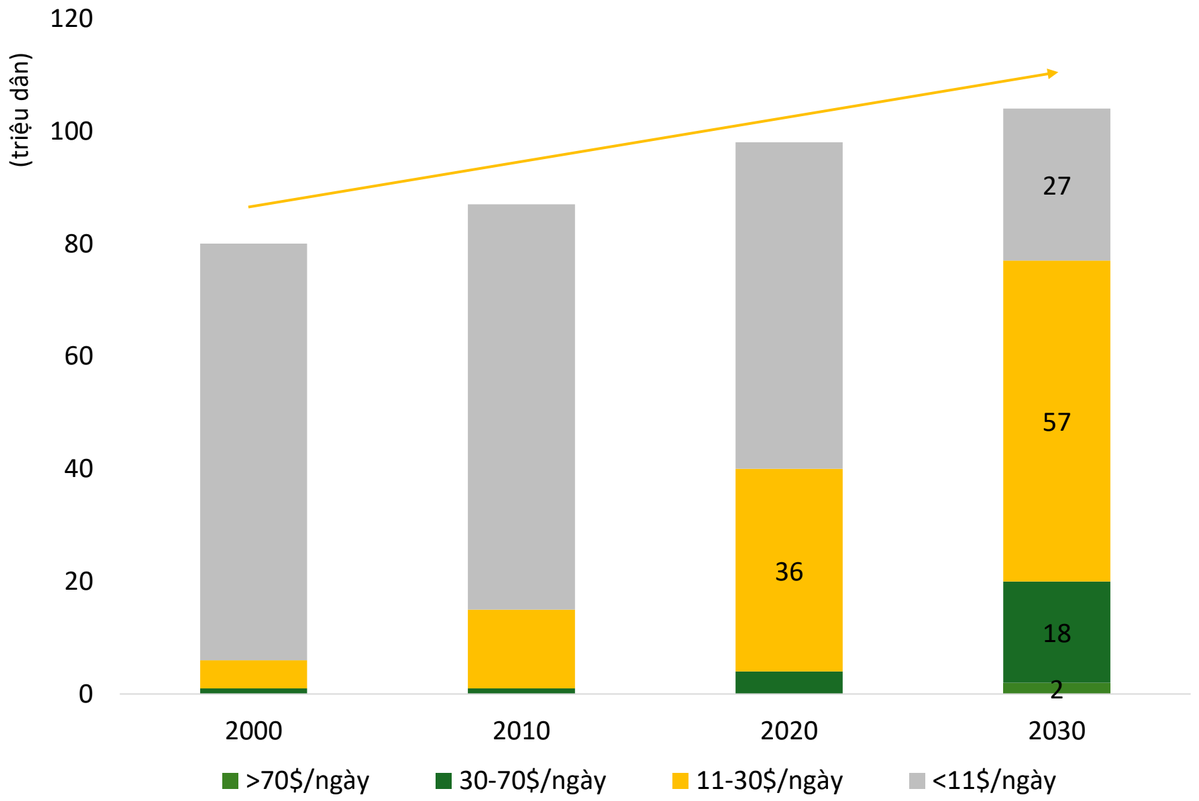
1.3 Thu nhập khả dụng tăng đáp ứng xu hướng tăng chi tiêu của người dân

Tỷ lệ hộ dân có thu nhập khả dụng >US$5000 năm 2028 được dự báo tăng gấp rưỡi so với 2024



Nguồn: KPMG

Người dân có xu hướng chi tiêu nhiều hơn qua các năm với tốc độ xấp xỉ 5% nhóm 11-30$/ngày, mở dư địa tăng giá bán và biên lợi nhuận cho doanh nghiệp

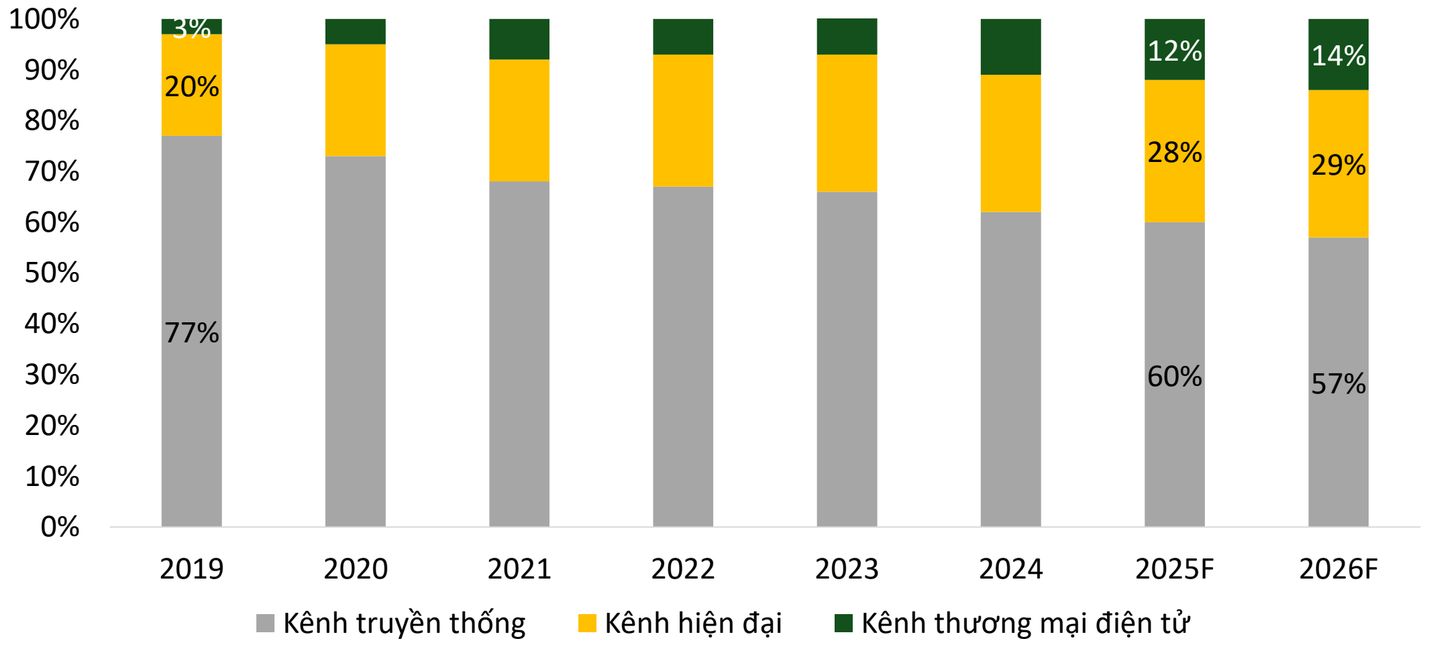


Nguồn: Mckinsey, Aseansc tổng hợp

2. Chuyển dịch xu hướng mua sắm là động lực phát triển thị trường bán lẻ

2.1. Kênh hiện đại phát triển nhanh chóng tạo tiền đề cho sự tăng trưởng doanh thu bán lẻ
2.2. Mua sắm online đã trở thành hành vi phổ biến với nhiều sàn thương mại điện tử phát triển

Kênh hiện đại và thương mại điện tử dự kiến chiếm 42% doanh thu bán lẻ 2026



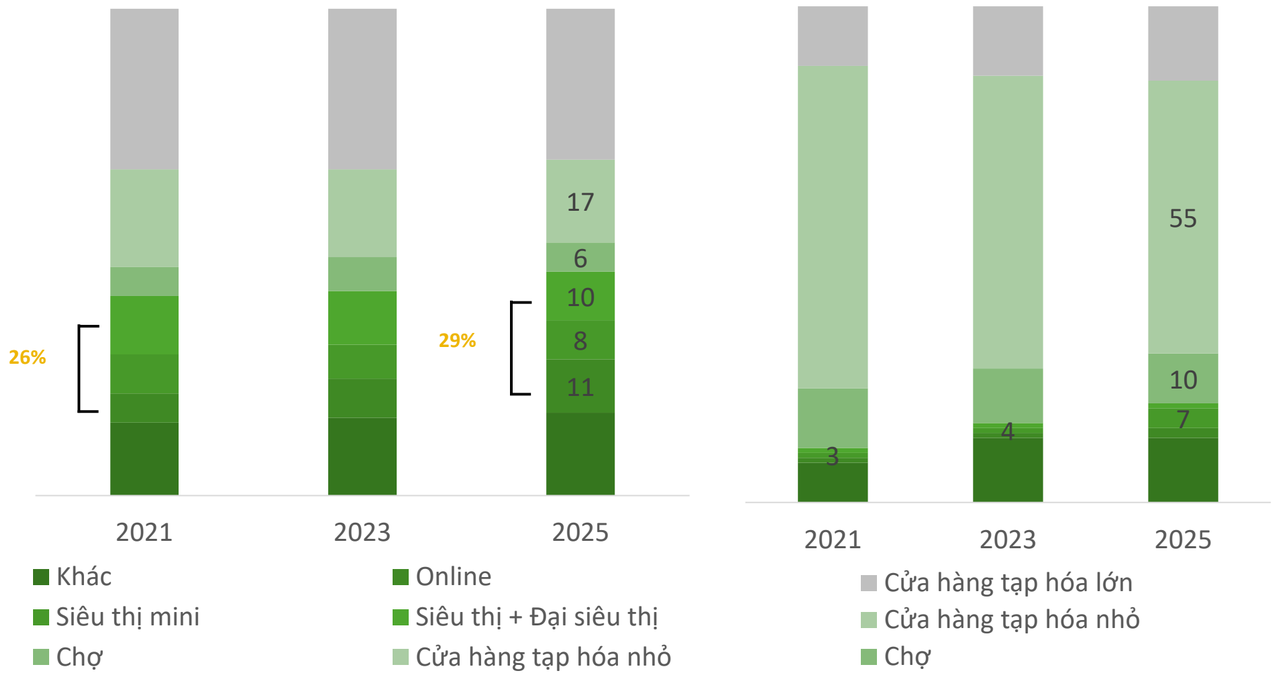
Nguồn: Metric, Aseansc tổng hợp

2. Chuyển dịch xu hướng mua sắm là động lực phát triển thị trường bán lẻ

2.1 Kênh bán lẻ hiện đại phát triển nhanh chóng tạo tiền đề cho sự tăng trưởng doanh thu bán lẻ

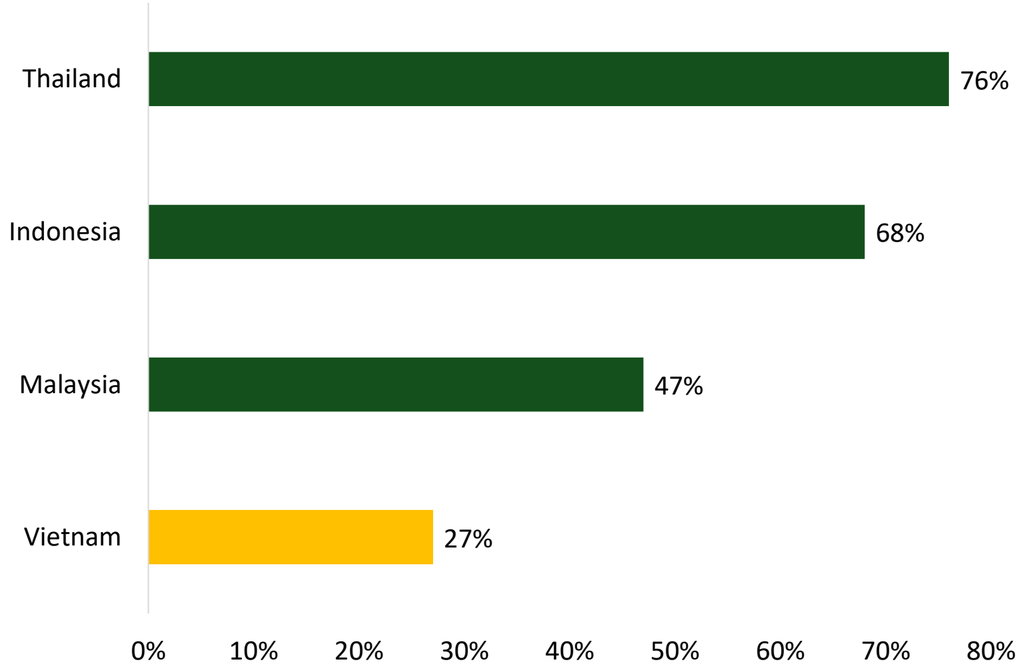
Tỷ lệ Minimart, Siêu thị, Đại siêu thị và Online tại thành thị và nông thôn tăng lần lượt 11% và 233% so với năm 2021.

Đáp ứng nhu cầu hàng hóa chất lượng cao, tỷ lệ của siêu thị/đại siêu thị và kênh online chiếm tỷ trọng ngày càng tăng



Nguồn: Kantar Worldpanel

Tỷ lệ thâm nhập của kênh bán lẻ hiện đại tại Việt Nam vẫn còn thấp so với các nước ASEAN, thị trường còn nhiều dư địa để phát triển

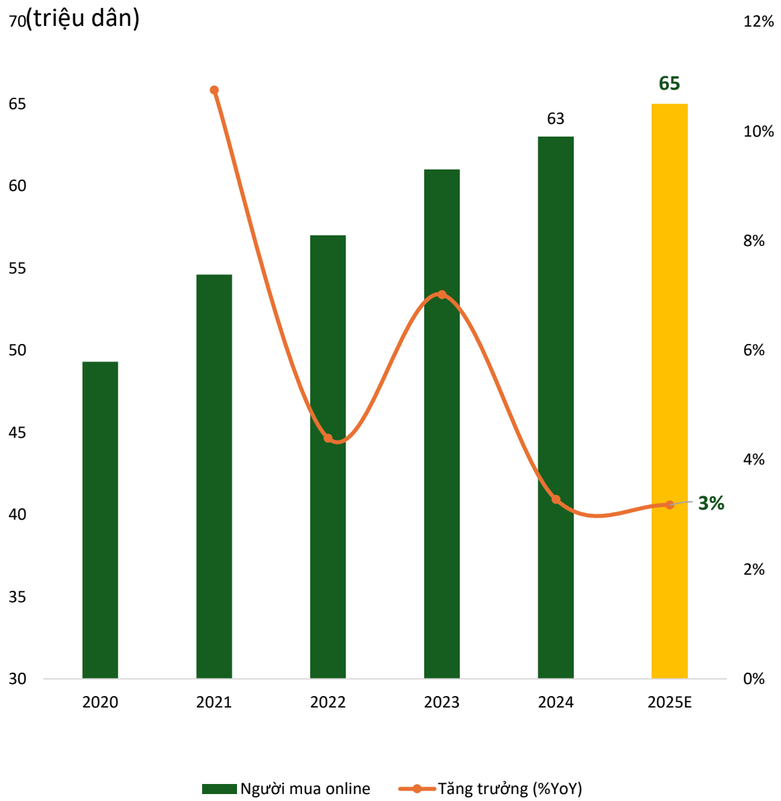


Nguồn: Fiingroup, Aseansc tổng hợp

2. Chuyển dịch xu hướng mua sắm là động lực phát triển thị trường bán lẻ

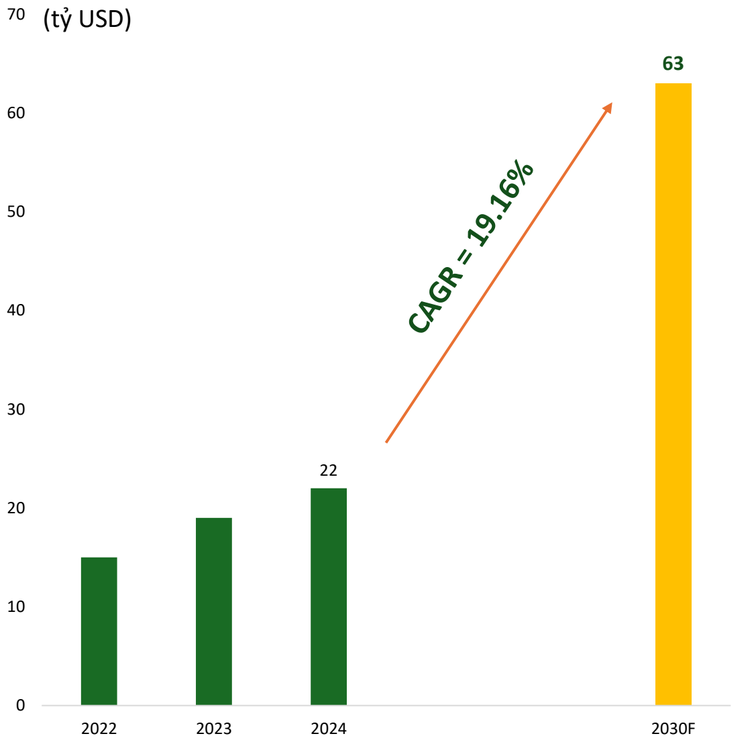
2.2 Mua sắm online đã trở thành hành vi phổ biến với nhiều sàn thương mại điện tử phát triển

Tỷ lệ người mua sắm trực tuyến tăng nhanh, đạt khoảng 60% dân số vào năm 2025



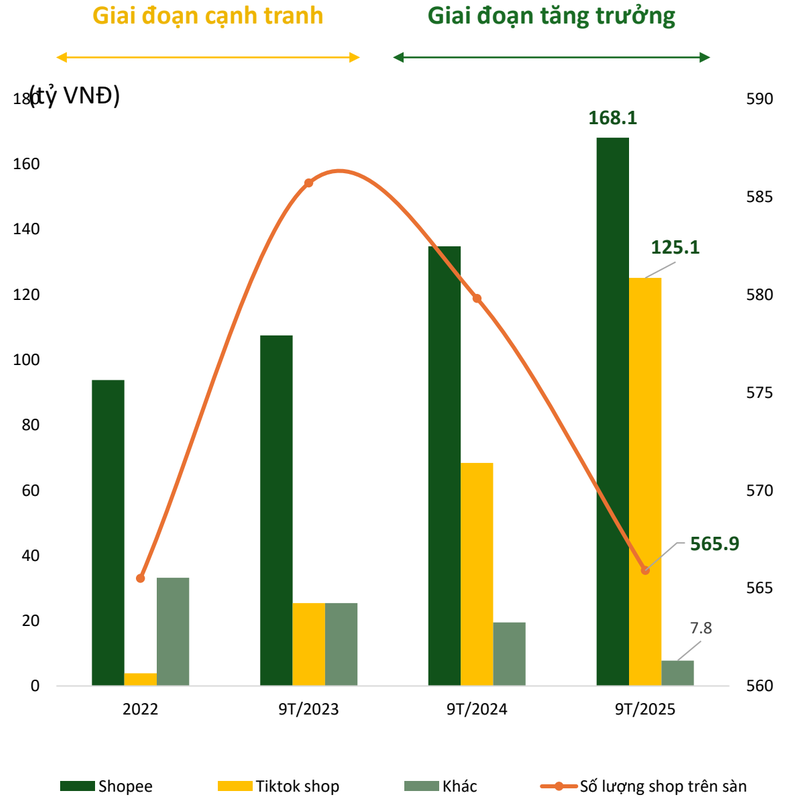
Nguồn: IDEA, tổng hợp

Tổng giá trị giao dịch của kênh thương mại điện tử dự phóng đạt 63 tỷ USD vào năm 2030



Nguồn: KPMG

Thị trường thương mại điện tử đã qua giai đoạn cạnh tranh và bước vào pha tăng trưởng với tốc độ 18-25%/năm

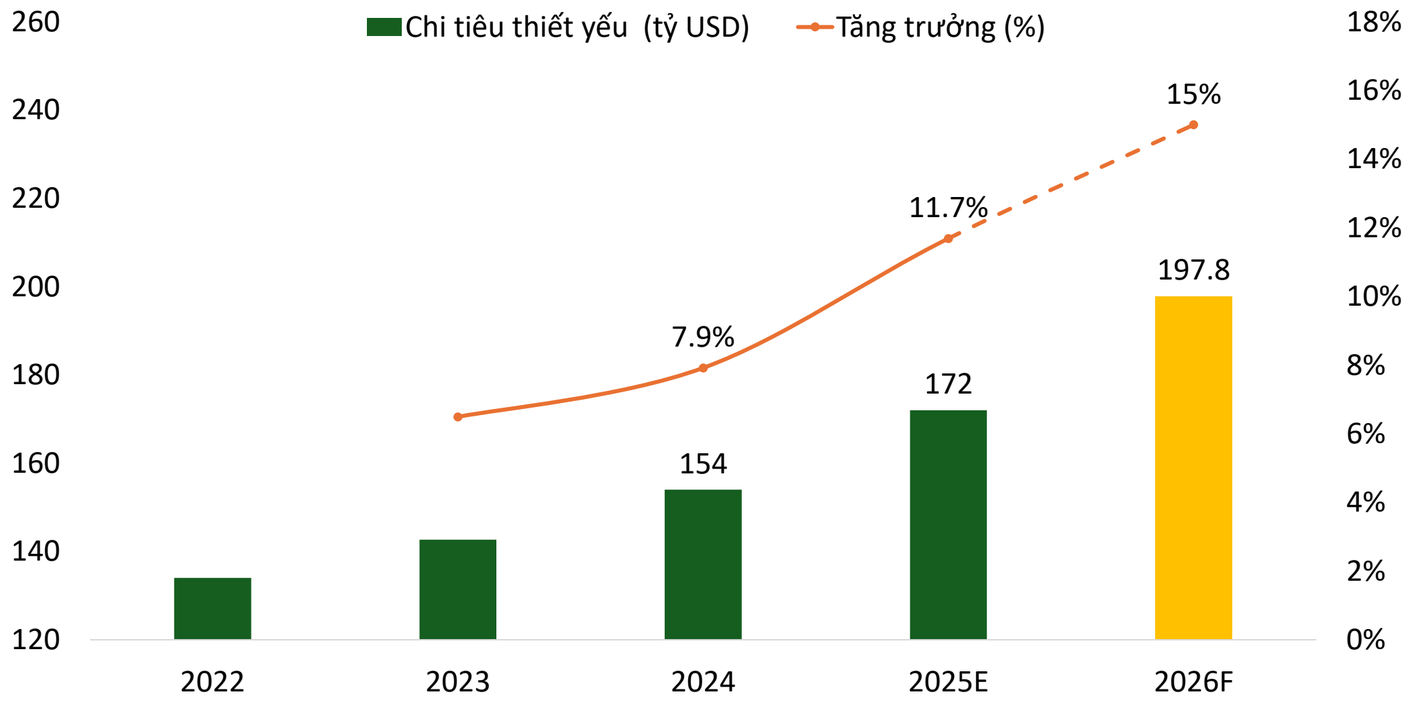


Nguồn: Metric

3. Nhóm bán lẻ thiết yếu là động lực tăng trưởng chính 2026 (+12-15% YoY)

3.1. Các chuỗi bán lẻ thiết yếu tiếp tục mở rộng quy mô, tăng trưởng ổn định
3.2. Người tiêu dùng ưu tiên ngân sách cho nhu yếu phẩm

Doanh thu nhóm hàng thiết yếu được kỳ vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2026

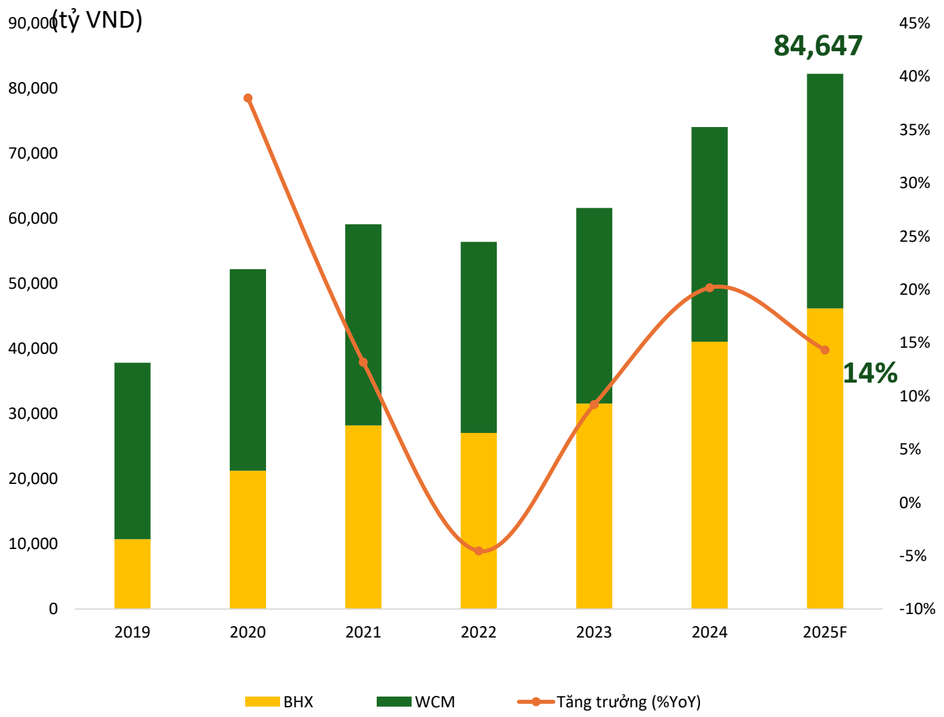


Nguồn: KPMG, Aseansc tổng hợp

3. Nhóm bán lẻ thiết yếu là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026 (12-15% YoY)

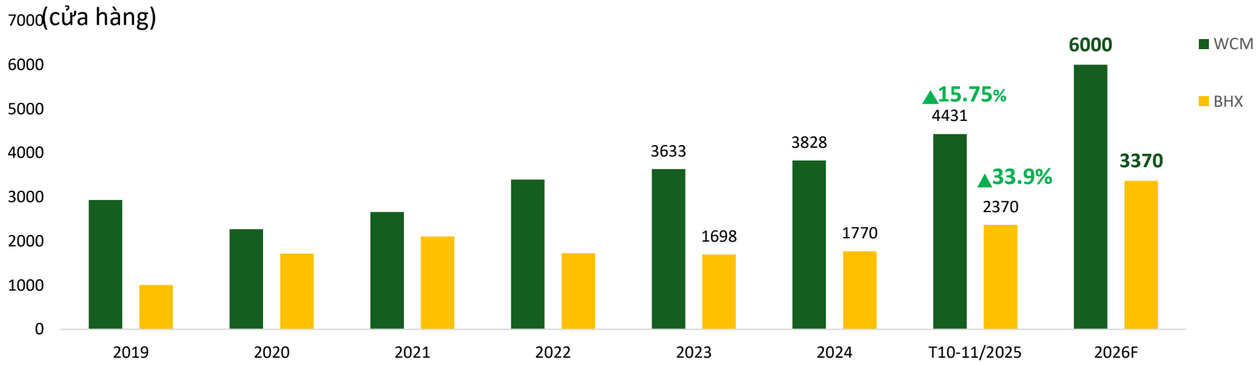
3.1 Các chuỗi bán lẻ thiết yếu tiếp tục mở rộng quy mô, tăng trưởng ổn định

Các chuỗi BHX, WCM có động lực tăng trưởng chính đến từ (1) mở rộng mạng lưới, lưu lượng khách ổn định và (2) nhu cầu tiêu dùng cơ bản ít biến động

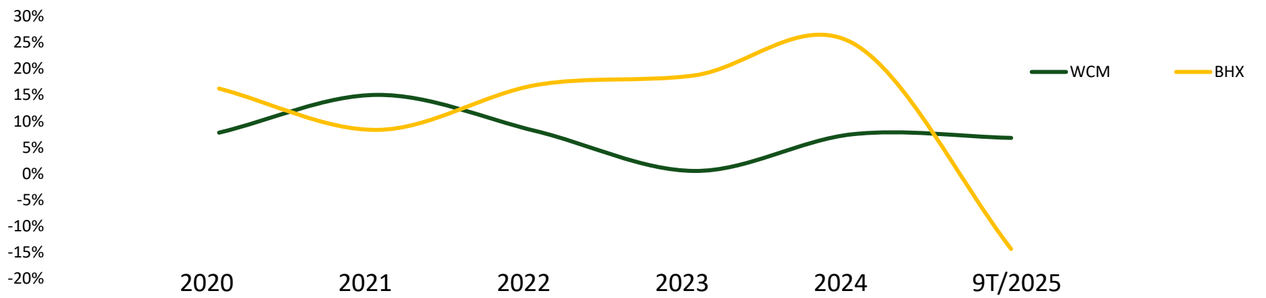


Nguồn: MWG, MSN, tổng hợp

Tham vọng với gần 10,000 cửa hàng trong năm 2026 theo kế hoạch của các tập đoàn trước thị trường bán lẻ hiện đại còn nhiều dư địa là yếu tố ảnh hưởng lớn tới bán lẻ thiết yếu



Tăng trưởng doanh thu theo cửa hàng dần đạt sự ổn định trong giai đoạn 2023-2025

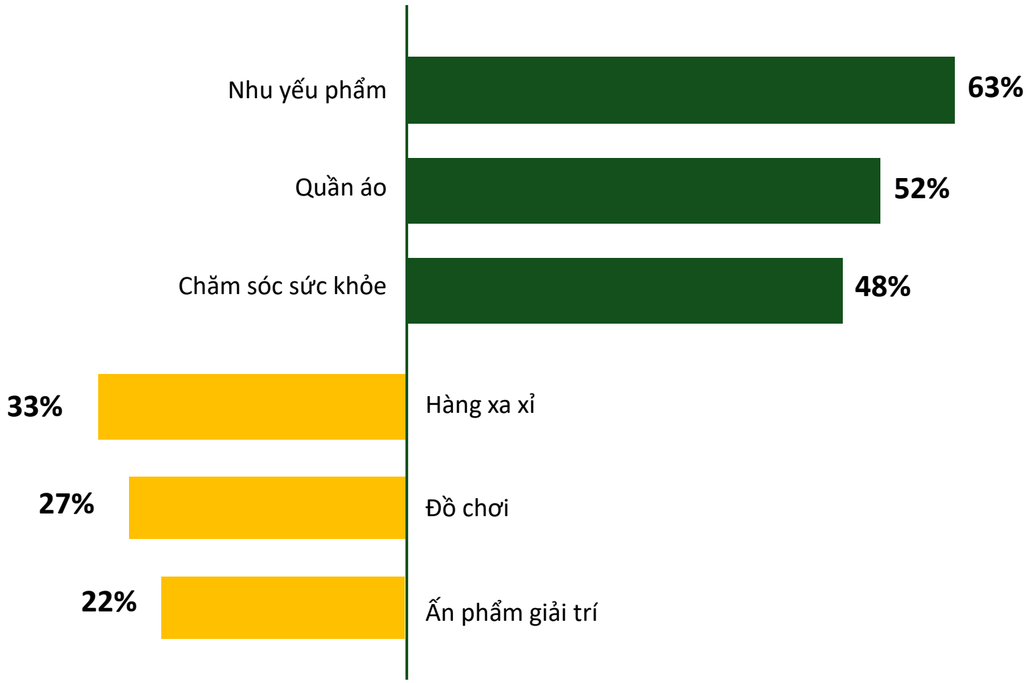


Nguồn: MWG, MSN, tổng hợp

3. Nhóm bán lẻ thiết yếu là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026 (12-15% YoY)

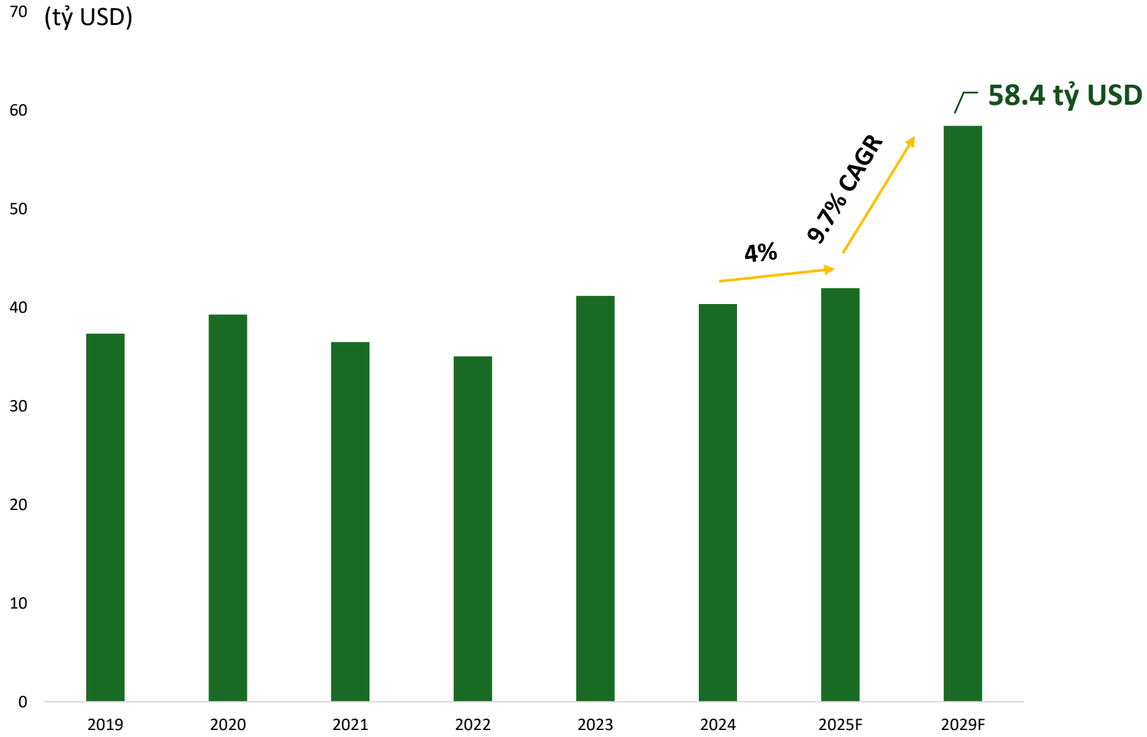
3.2 Người tiêu dùng ưu tiên ngân sách dành cho nhu yếu phẩm

Nhu yếu phẩm là cấu phần được người dân ưu tiên tăng chi tiêu nhiều nhất (2025), cho thấy nhu cầu thiết yếu bền vững và là động lực doanh thu cho các doanh nghiệp



Nguồn: Metric

Hồi phục trở lại sau giai đoạn tiêu dùng thắt chặt và hiệu ứng nền cao 2022-2023, mảng FMGC được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026



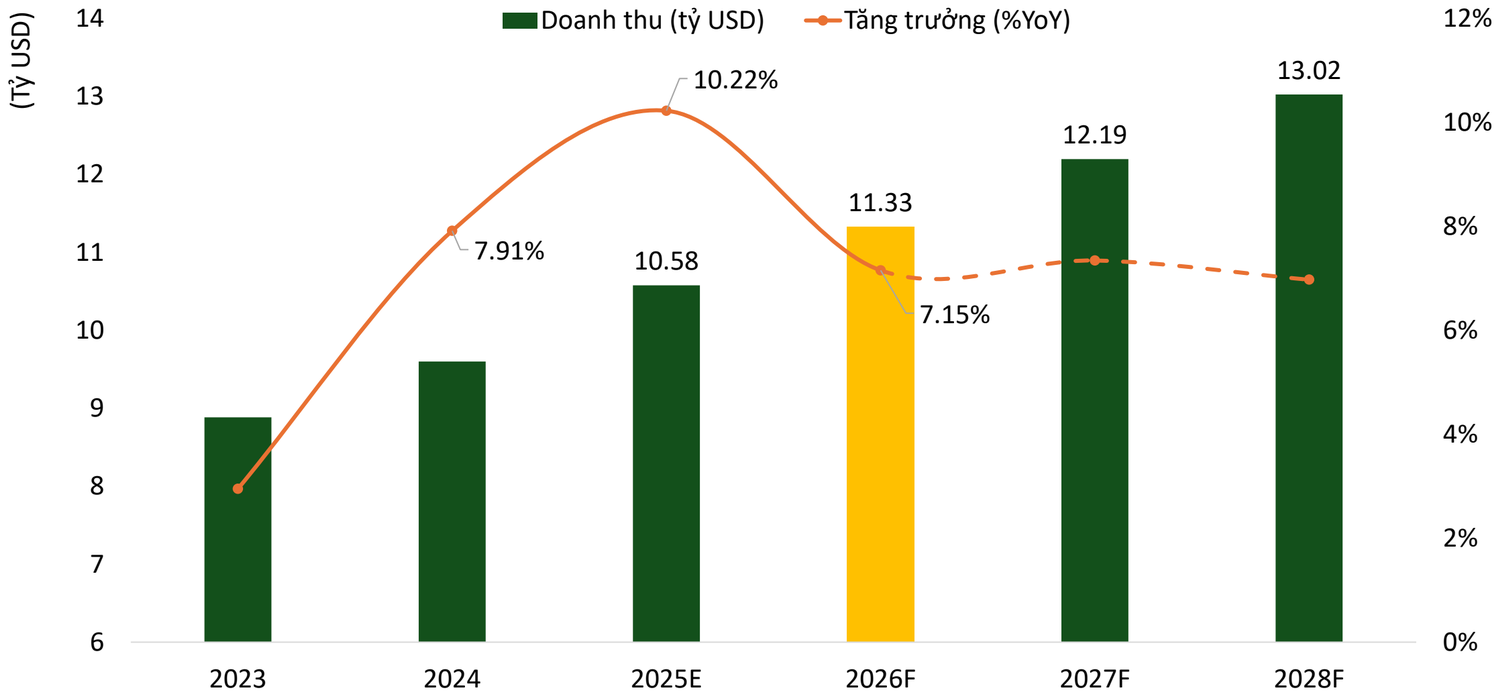
Nguồn: Báo cáo thường niên MSN, Nielseniq, Frost & Sullivan

4. Nhóm ICT, điện máy dự phóng tăng trưởng 6-8% năm 2026

4.1. Chu kỳ đổi mới công nghệ quay lại và các xu thế công nghệ mới

4.2. Các doanh nghiệp bán lẻ ICT-CE dần hoàn thiện việc tái cấu trúc với kết quả hoạt động tích cực trên mỗi cửa hàng

Doanh thu mảng ICT, điện máy kỳ vọng tăng trưởng ổn định 2026-2028F

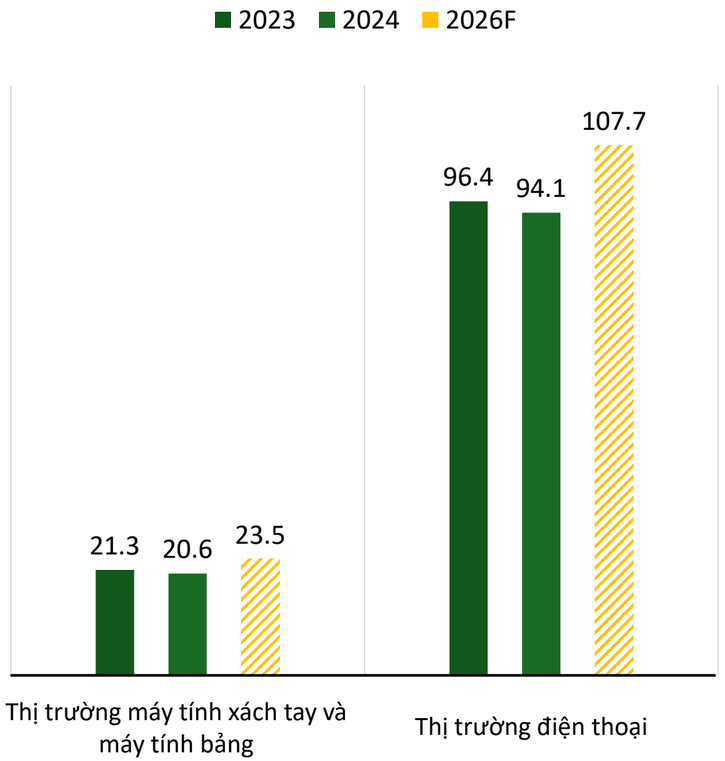


Nguồn: *Euromonitor*, Aseansc tổng hợp

4. Nhóm ICT, điện máy dự phóng doanh thu tăng trưởng 6-8% năm 2026

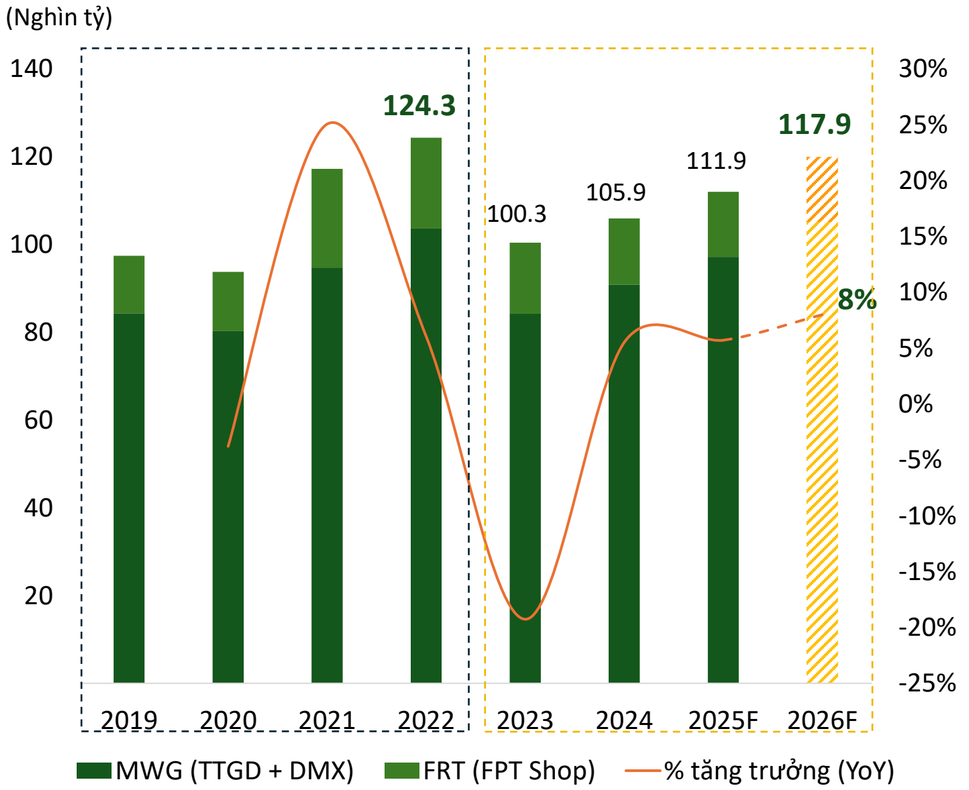
4.1 Chu kỳ đổi mới công nghệ quay lại với các xu thế công nghệ mới

Kỳ vọng hồi phục từ đáy ở các thị trường chủ lực với các xu thế công nghệ mới (thiết bị tích hợp AI, 5G, IOT, Smart home)



Nguồn: Báo cáo thường niên DGW, Aseansc tổng hợp

Doanh thu mảng ICT-CE của MWG và FRT được kỳ vọng tăng trưởng năm 2026 nhờ lượng nhu cầu thay đổi thiết bị được mua từ thời kì trong và sau Covid-19



Nguồn: Báo cáo thường niên MWG, FRT, Aseansc tổng hợp

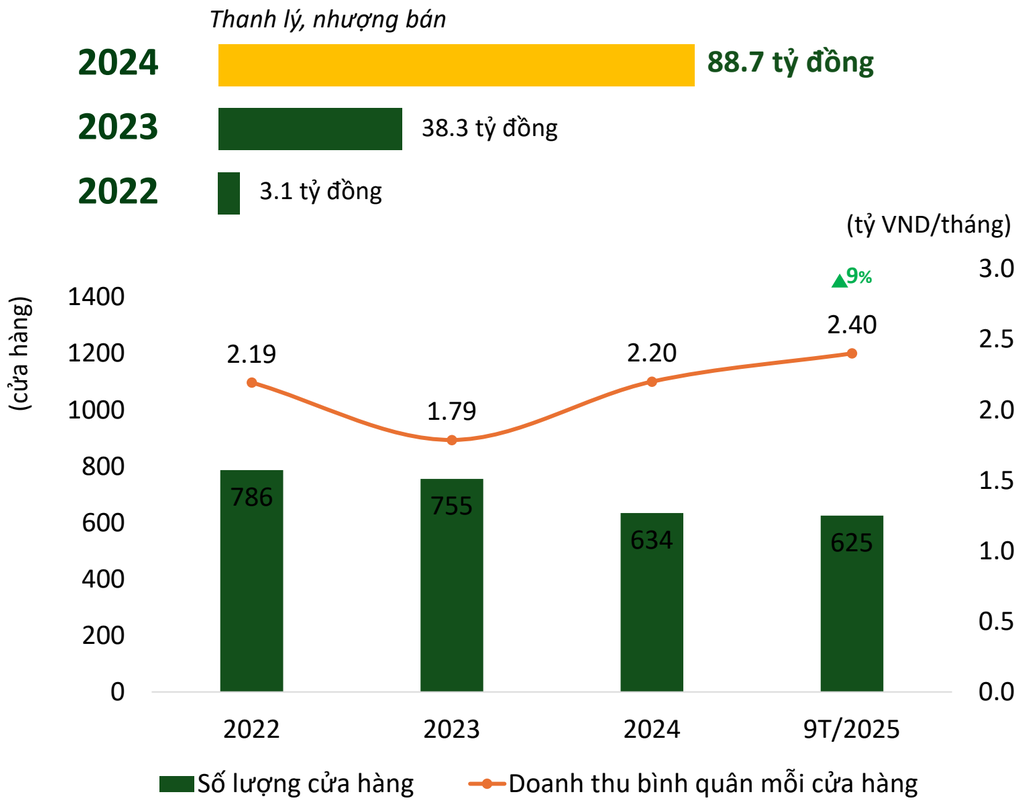
Mảng điện thoại được hỗ trợ bởi vòng đời thay máy phổ biến 2-6 năm, thúc đẩy nhu cầu mua mới

Loại máy	Tuổi thọ
Iphone	3-6 năm
Xiaomi	2-5 năm
Samsung	4-5 năm
Oppo	3-5 năm
Redmi	2-5 năm

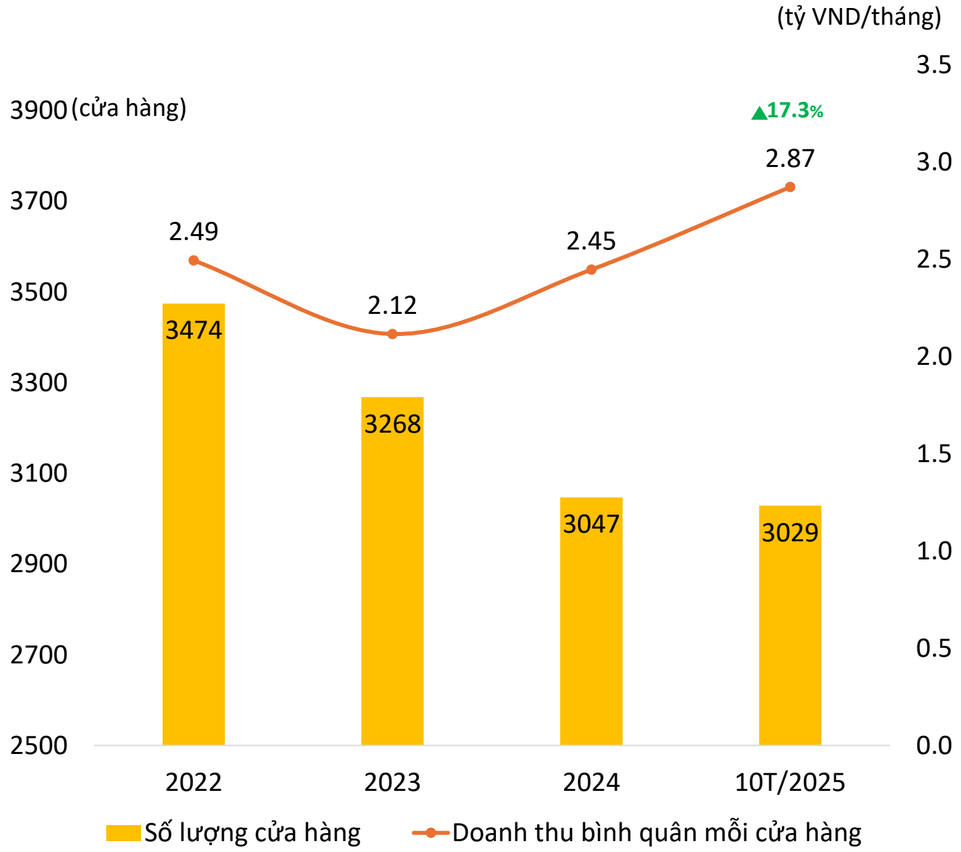
4. Nhóm ICT, điện máy dự phóng doanh thu tăng trưởng 6-8% năm 2026

4.2 Các doanh nghiệp bán lẻ ICT-CE dần hoàn thiện việc tái cấu trúc với kết quả hoạt động tích cực trên mỗi cửa hàng

Chuỗi FPT Shop (FRT) tích cực tái cấu trúc toàn diện và cải thiện vận hành, tinh gọn hệ thống và nâng hiệu suất điểm bán



Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng theo tháng của chuỗi TGDĐ và ĐMX (MWG) cải thiện tích cực so với đầu năm nhờ tối ưu mạng lưới cửa hàng



Sản phẩm chủ lực Q3/2025

Điện thoại (Iphone)

↑33%

Laptop & Máy tính bảng

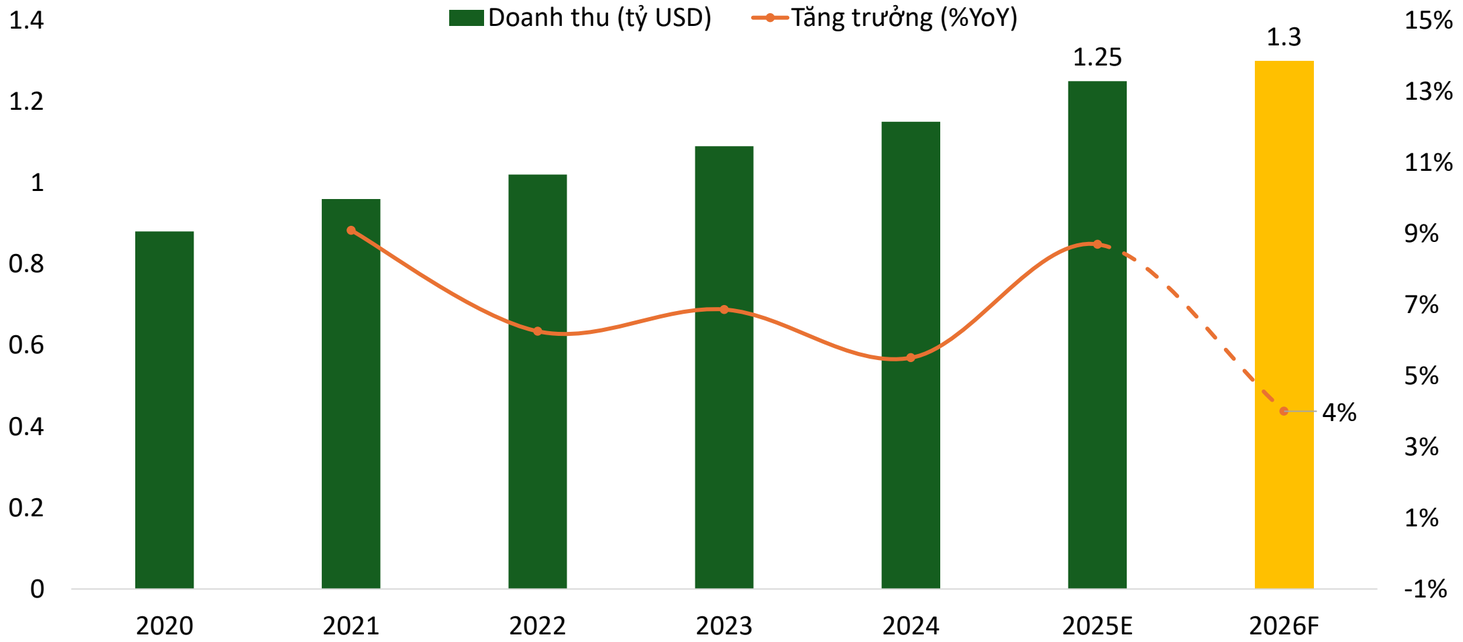
Đồ gia dụng

Nguồn: MWG, FRT, người viết tổng hợp và ước tính

5. Nhóm trang sức xa xỉ dự báo tăng trưởng 4-6% năm 2026

5.1. Nhu cầu về vàng miếng duy trì ở mức cao
5.2. Mở rộng chuỗi bán lẻ trang sức và cơ cấu tầng lớp trung lưu ngày càng tăng
5.3. Nghị định 232/2025 tạo cơ hội tăng trưởng cho thị trường trang sức Việt Nam

Nhóm trang sức xa xỉ được dự báo tăng trưởng nhẹ trong năm 2026



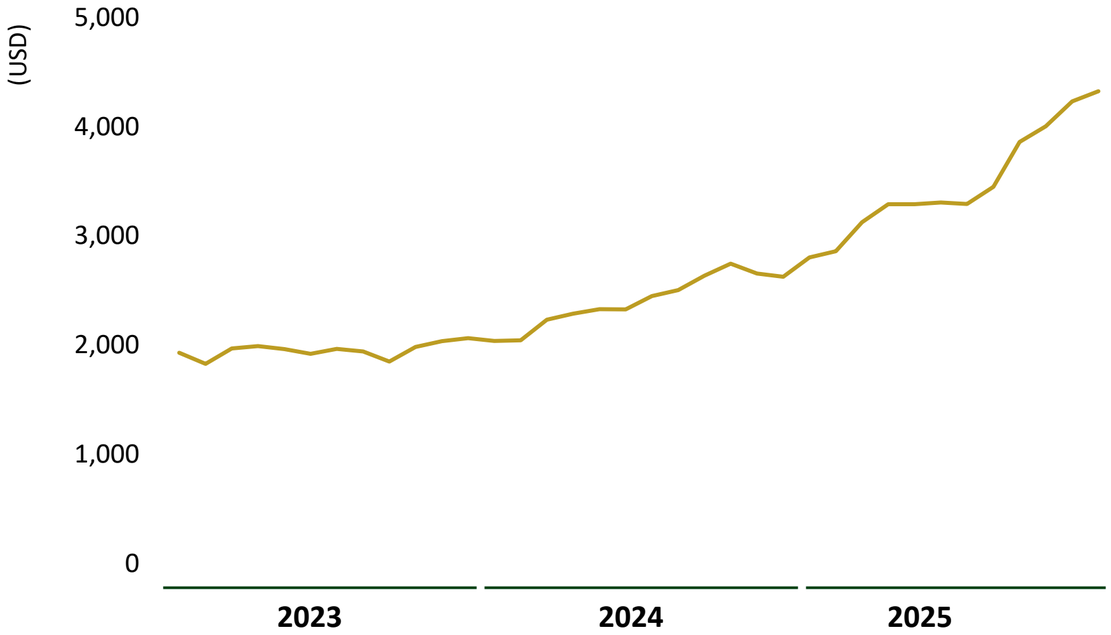
Nguồn: Statista, EMR

5. Nhóm trang sức xa xỉ dự kiến tăng trưởng doanh thu 4-6% năm 2026

5.1 Nhu cầu về vàng miếng duy trì ở mức cao

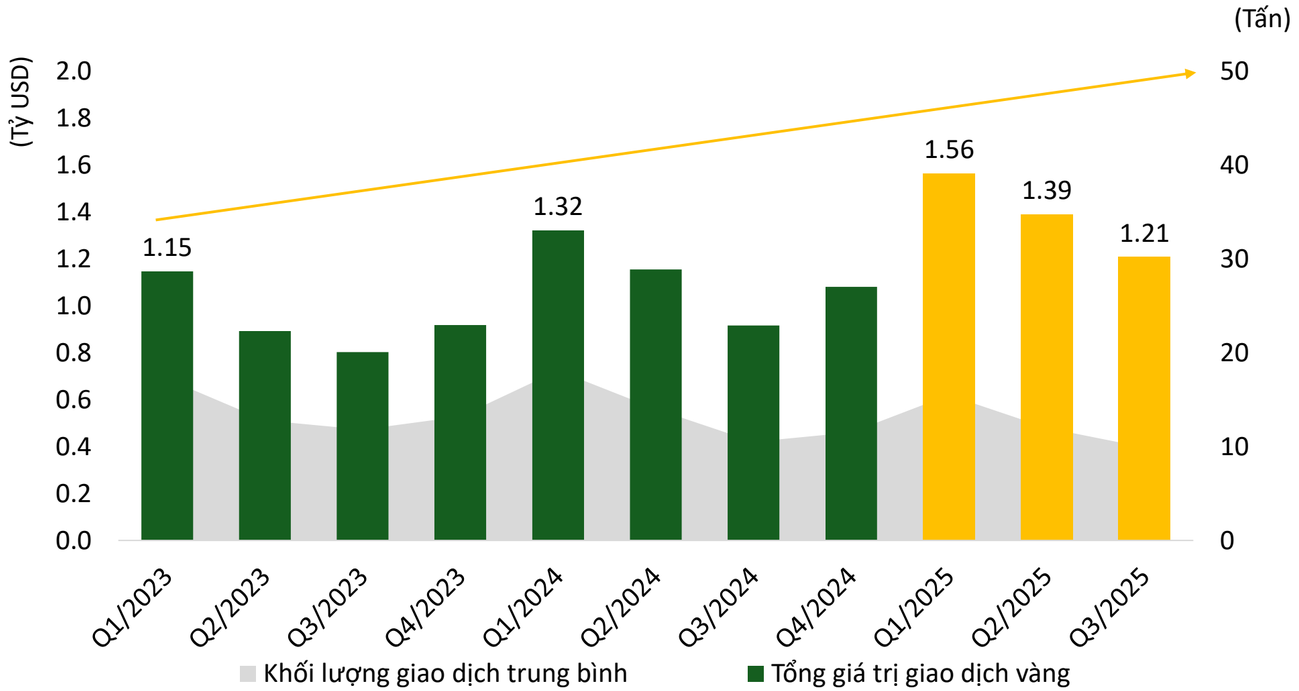
Trong năm 2026, dự kiến tốc độ tăng trưởng của nhóm trang sức xa xỉ đạt 4%. Tuy nhiên, mặt bằng giá cao có thể khiến nhu cầu dịch chuyển về sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn/thiết kế và gia tăng tính mùa vụ.

Giá vàng vẫn neo cao và dự báo lên tới 4.900 USD năm 2026 theo JP Morgan



Nguồn: Investing.com, Aseansc tổng hợp

Tổng giá trị giao dịch tăng mạnh năm 2025 và kỳ vọng tiếp tục duy trì năm 2026

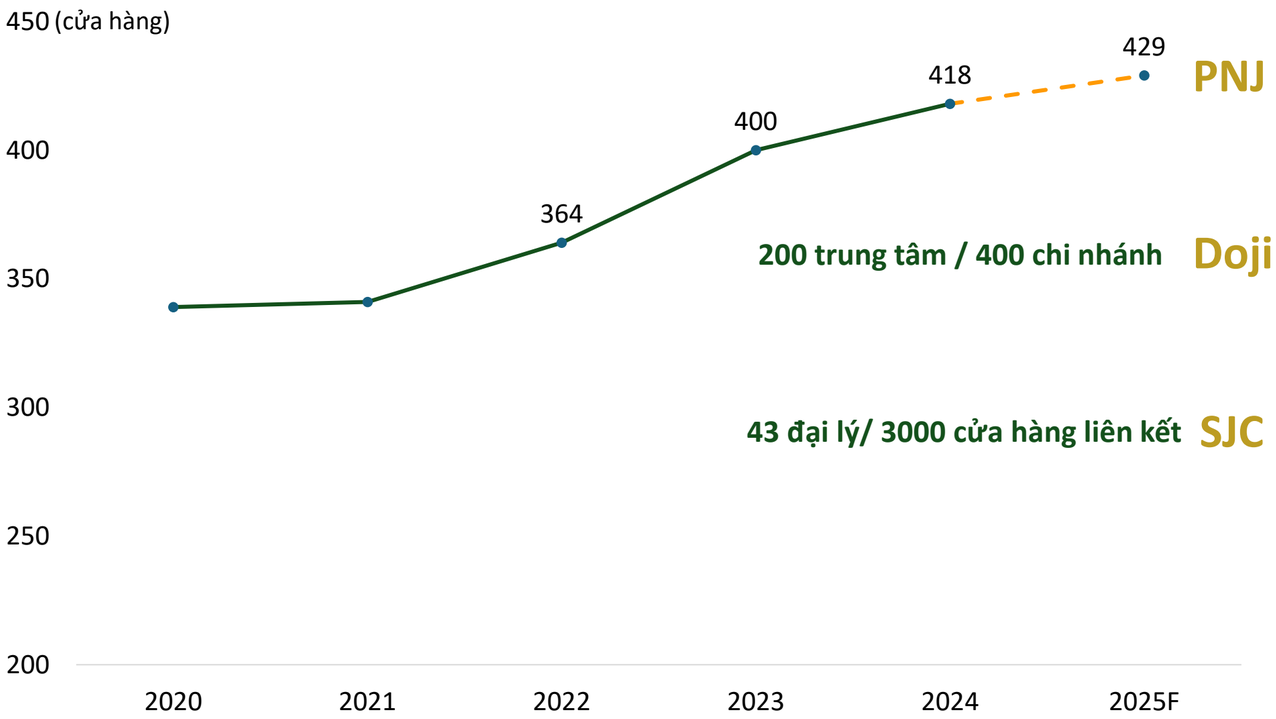


Nguồn: World Gold Concil, Aseansc tổng hợp

5. Nhóm trang sức xa xỉ dự kiến tăng trưởng doanh thu 4-6% năm 2026

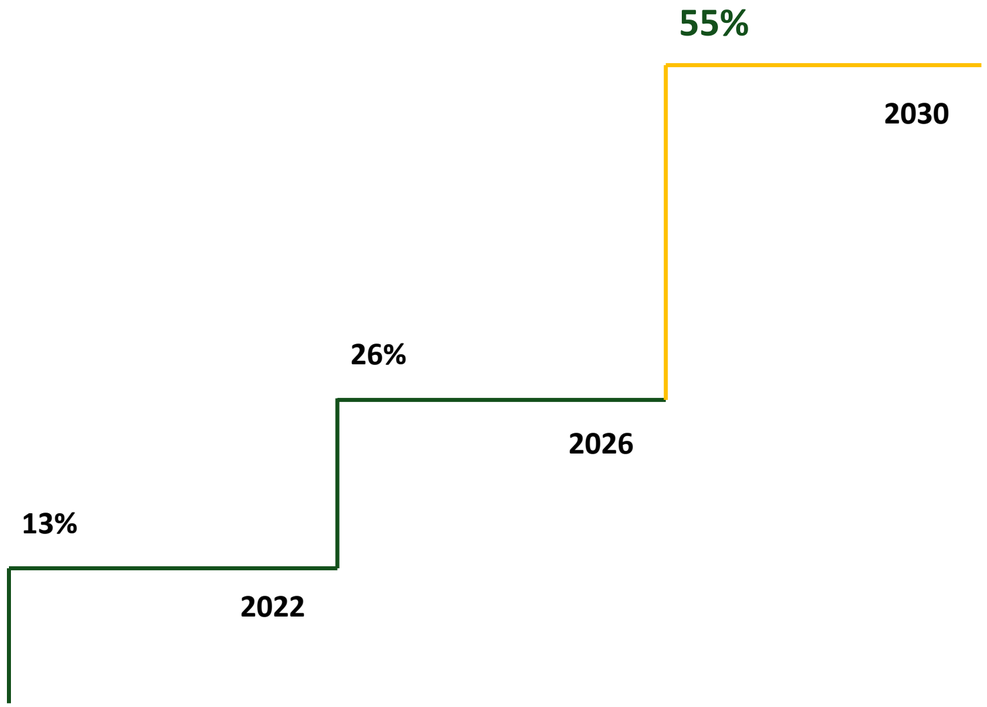
5.2 Mở rộng chuỗi bán lẻ trang sức và cơ cấu tầng lớp trung lưu ngày càng tăng

Các chuỗi bán lẻ trang sức ngày càng mở rộng quy mô và tăng độ phủ sóng trên toàn lãnh thổ, đáp ứng nhu cầu về trang sức của tầng lớp trung lưu



Nguồn: PNJ, Doji, SJC, tổng hợp

Tầng lớp trung lưu ngày càng chiếm số lượng lớn trong cơ cấu dân số nhờ kinh tế Việt Nam tăng trưởng ổn định



Nguồn: PwC, Aseansc tổng hợp

5. Nhóm trang sức xa xỉ dự kiến tăng trưởng doanh thu 4-6% năm 2026

5.3 Nghị định 232/2025 tạo cơ hội tăng trưởng cho thị trường trang sức Việt Nam

Nghị định 232/2025 có ảnh hưởng tích cực đến những doanh nghiệp bán lẻ vàng & trang sức lớn và chuyên nghiệp

Nội dung nghị định

Cơ chế cấp phép: việc sản xuất và kinh doanh vàng miếng trở **thành ngành nghề kinh doanh có điều kiện**, phải được NHNN cấp phép/giấy chứng nhận theo tiêu chí quy định.

Tăng yêu cầu minh bạch và kiểm soát giao dịch như thanh toán qua tài khoản với giao dịch từ 20 triệu đồng/ngày/khách.

Quy định chặt hơn về tiêu chuẩn chất lượng, hạn mức xuất nhập khẩu.

Tác động tích cực

(1) Giảm rủi ro "chợ đen", tăng niềm tin người mua và chất lượng dữ liệu thị trường.

(2) Nâng chuẩn năng lực và quy mô khiến lợi thế nghiêng về các doanh nghiệp có chuỗi lớn

(3) Cơ hội tăng nguồn cung, giảm khan hiếm nhờ cơ chế quản lý và hạn mức rõ ràng hơn → doanh nghiệp bán lẻ dễ chủ động hàng, ổn định chi phí và biên lợi nhuận

(4) Doanh nghiệp có lợi thế hệ thống, vốn và tuân thủ có thể mở rộng sang sản xuất/kinh doanh vàng miếng (nếu được cấp phép) và gia tăng thị phần.

Tác động tiêu cực

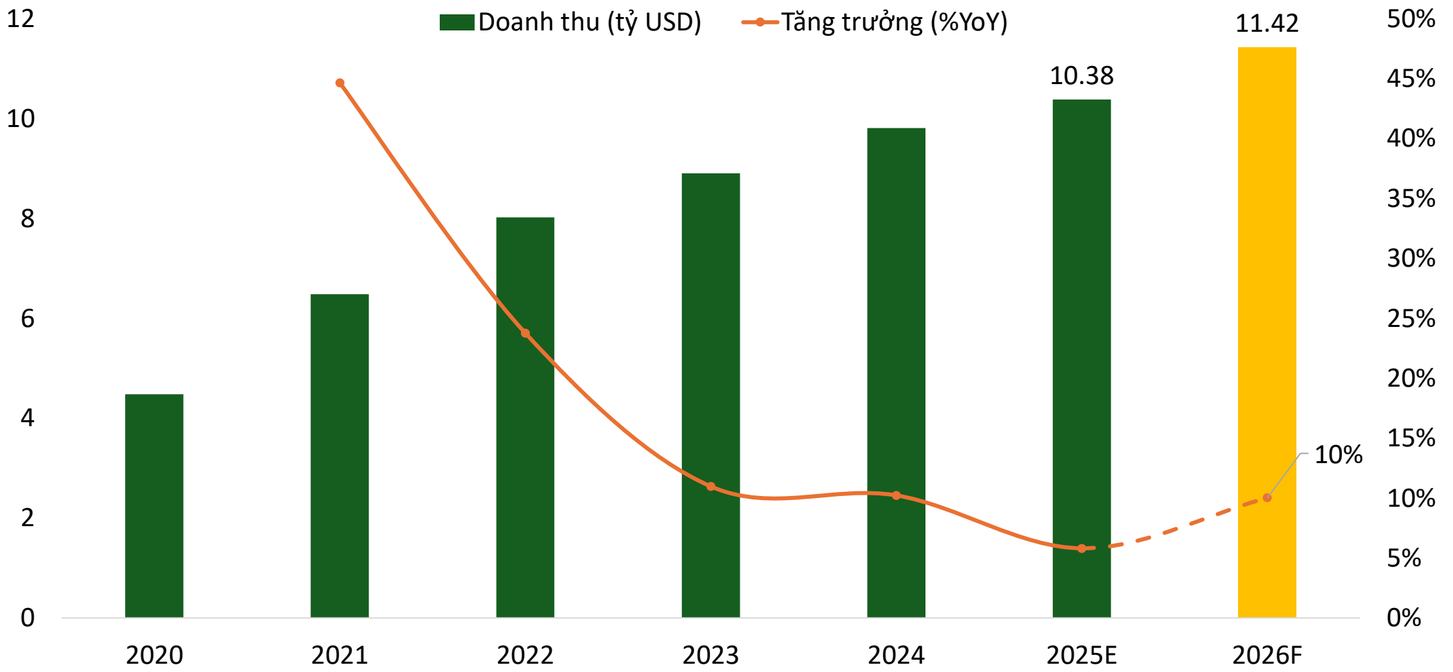
(1) Tăng chi phí tuân thủ và yêu cầu điều kiện kinh doanh cao hơn

(2) Phụ thuộc vào cơ chế cấp phép / tuân thủ hạn mức

6. Nhóm dược phẩm triển vọng tăng trưởng 8-10% trong năm 2026

6.1. Nhu cầu nền tăng 7-8% theo chi tiêu thuốc bình quân
6.2. Tốc độ già hóa dân số tiếp tục tang
6.3. Thị trường phân mảnh tạo điều kiện cho các chuỗi nhà thuốc hiện đại

Doanh thu bán lẻ dược phẩm được kỳ vọng tăng trưởng khá trong năm 2026

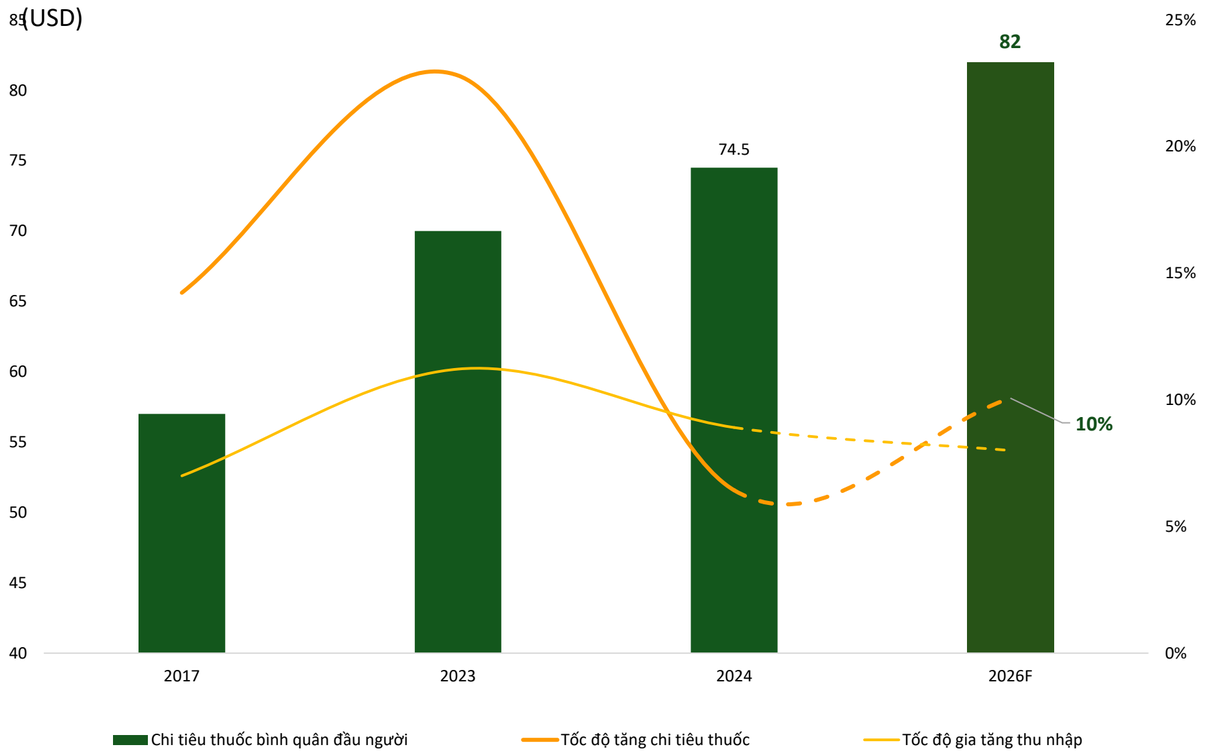


Nguồn: IQVIA, IRAMC, Aseansc tổng hợp

6. Nhóm dược phẩm triển vọng tăng trưởng doanh thu 8-10%

6.1 Nhu cầu nền tăng 8-10% theo chi tiêu thuốc bình quân

Tốc độ tăng chi tiêu cho nhóm thuốc cao hơn tốc độ tăng thu nhập bình quân với mức dự phóng 10% 2026F do xu hướng ngày càng quan tâm đến vấn đề sức khỏe của người dân



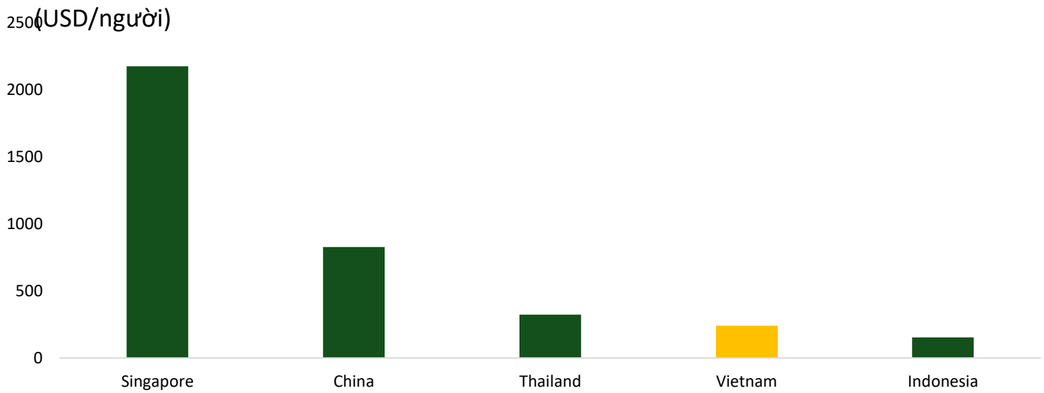
Nguồn: FRT, người viết tổng hợp

Theo khảo sát của ACSS, giáo dục và sức khỏe là vấn đề được người dân tăng mức chi tiêu nhiều nhất, xuất phát từ lối sống được cải thiện nhờ tăng thu nhập

Giáo dục, sức khỏe và lối sống lành mạnh	Sinh hoạt hàng ngày	Trải nghiệm và sản phẩm cao cấp	Ẩm thực
67%	53%	51%	44%

Nguồn: ACSS

Tuy nhiên so với các quốc gia khác trong khu vực, chi tiêu cho sức khỏe vẫn ở mức thấp, tạo dư địa để tăng chi tiêu cho mảng này (2024)



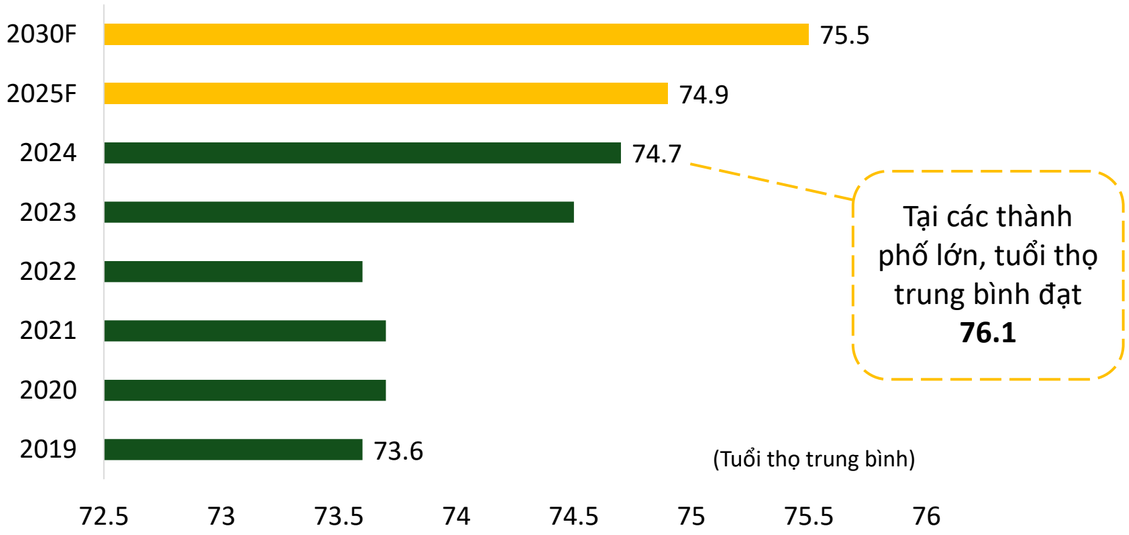
Nguồn: ReportLinker Research

6. Nhóm dược phẩm triển vọng tăng trưởng doanh thu 8-10%

6.2 Tốc độ già hóa dân số tiếp tục tăng

Xu hướng bệnh mạn tính/lối sống làm nhu cầu thuốc (đặc biệt tim mạch, tiểu đường, huyết áp…) tăng bền vững.

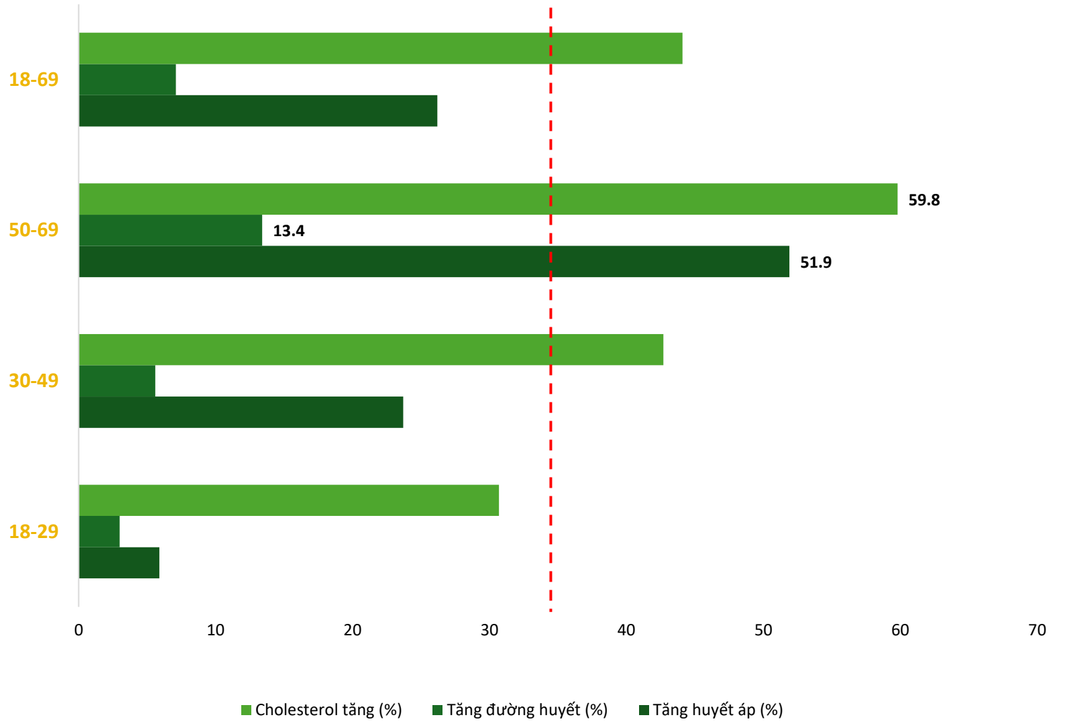
Việt Nam đang có cơ cấu dân số đang chuyển dịch sang già hóa với tốc độ nhanh với tuổi thọ trung bình cao, thúc đẩy nhu cầu về dược phẩm



Nguồn: Tổng cục thống kê, tổng hợp

Lượng người trên 60 tuổi đạt 14.2% dân số năm 2024	2019	2024	Tăng
	11.41	**14.2**	**24.6%**

Tỷ lệ bị bệnh mãn tính theo nhóm tuổi, tăng mạnh ở nhóm người cao tuổi

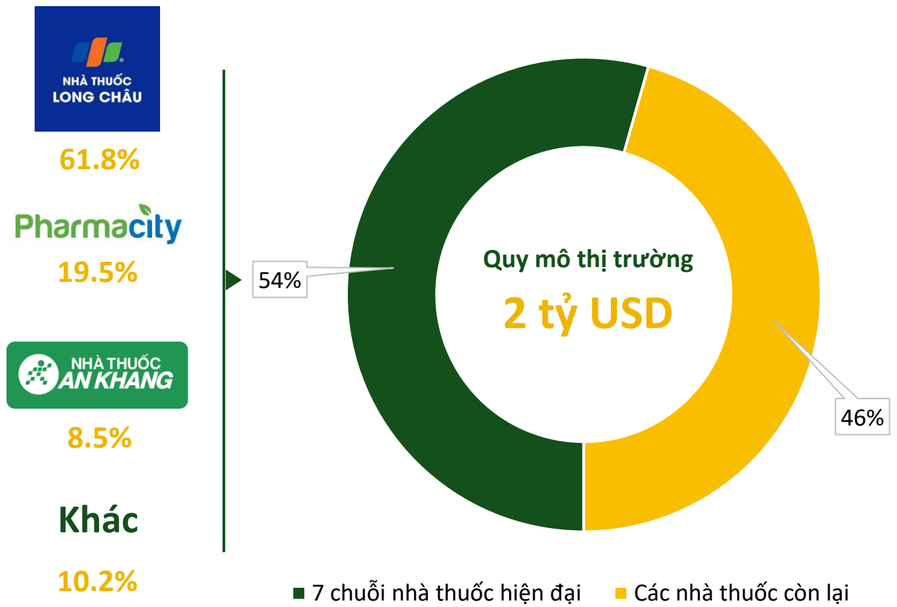


Nguồn: WHO STEPS

6. Nhóm dược phẩm triển vọng tăng trưởng doanh thu 8-10%

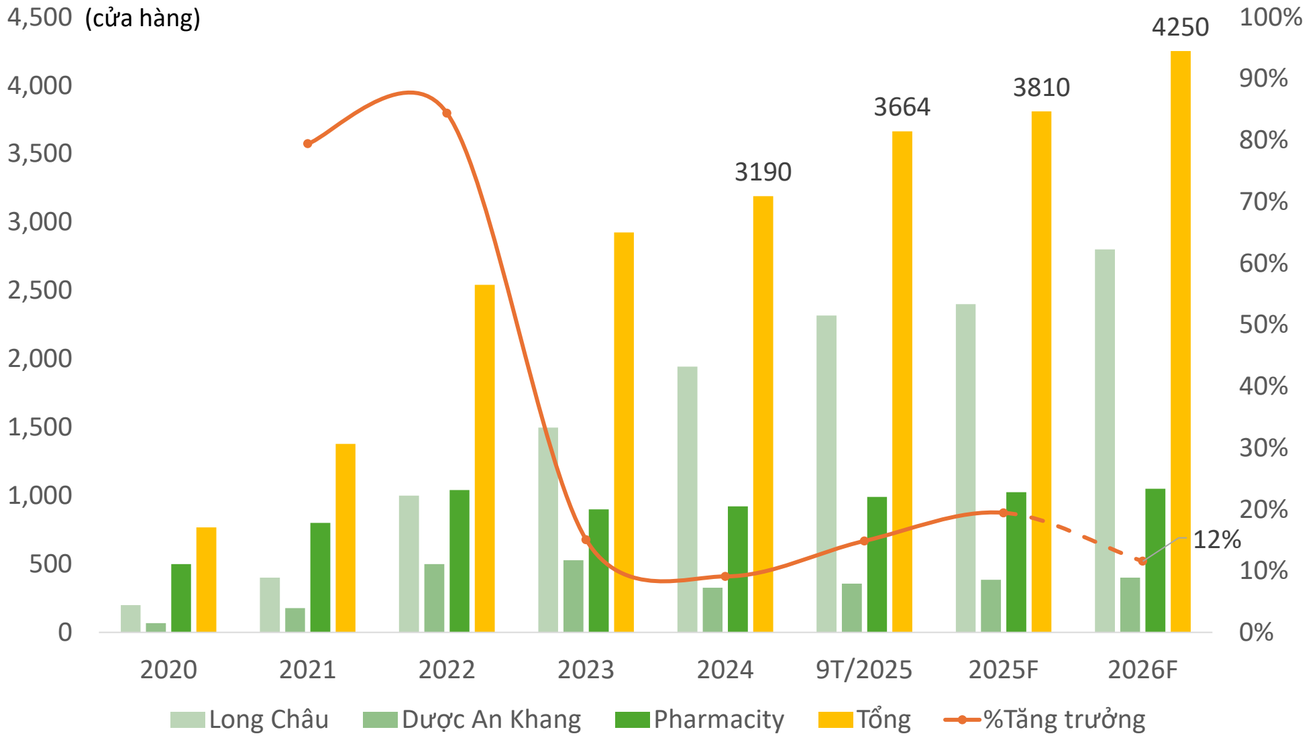
6.3 Thị trường phân mảnh tạo dư địa cho các chuỗi nhà thuốc hiện đại

Các chuỗi chiếm hơn 50% thị phần bán lẻ ngoài nhà thuốc bệnh viện dù độ phủ chỉ khoảng 10% nhờ nguồn cung được đảm bảo theo chuỗi, cho thấy dư địa trống để tiếp tục mở rộng



Nguồn: Vietdata, Aseansc tổng hợp

Lượng hàng thuốc của các chuỗi dự kiến tăng 12% trong năm 2026 theo kế hoạch của các doanh nghiệp kinh doanh để đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng



Nguồn: FRT, MWG, FMC, Aseansc tổng hợp

7. Chính sách chuẩn hóa thị trường và nỗ lực đảm bảo niềm tin tiêu dùng

7.1. Giảm thuế VAT 8% kéo dài đến 12/2026
7.2. Nghị quyết 68 – NQ/TW về phát triển kinh tế tư nhân
7.3. Quyết định 2326/QĐ-TTg: Chiến lược phát triển thị trường bán lẻ của Chính phủ
7.4. Luật thuế thu nhập cá nhân sửa đổi 10/12/2025

Năm 2026, chính sách theo hướng chuẩn hóa và minh bạch hóa thị trường (siết chất lượng hàng hóa, truy xuất nguồn gốc, hóa đơn–thuế, bảo vệ người tiêu dùng và kỷ luật cạnh tranh) cùng các biện pháp duy trì niềm tin tiêu dùng (mặt bằng thuế hỗ trợ, ổn định lạm phát và định hướng thúc đẩy khu vực tư nhân) được kỳ vọng tạo "sân chơi" công bằng hơn, giảm rủi ro hàng giả/hàng kém chất lượng và tâm lý phòng thủ của người mua. Từ đó, ngành bán lẻ hưởng lợi theo 2 lớp: (i) dịch chuyển cầu sang các nhà bán lẻ hiện đại/chuỗi có quản trị tốt, tuân thủ cao và thương hiệu mạnh; (ii) cải thiện hiệu quả dài hạn nhờ chuẩn hóa quy trình, dữ liệu bán hàng và khả năng mở rộng omnichannel—dù ngắn hạn có thể phát sinh chi phí tuân thủ và áp lực sàng lọc các mô hình nhỏ lẻ.

7. Chính sách chuẩn hóa thị trường và nỗ lực đảm bảo niềm tin tiêu dùng

20/03

Nghị đinh 70/2025

Quy định hộ kinh doanh có doanh thu 1 tỷ đồng / năm trở lên bắt buộc phải sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền.

Đánh giá:

Khi các hộ kinh doanh chuyển sang phương pháp kê khai -> **tạo ra môi trường công bằng và minh bạch hơn.**

Có thể là nguyên nhân khiến bán lẻ giai đoạn giữa 2025 suy yếu nhẹ do các hộ kinh doanh chuyển sang phương pháp mới.

04/05

Nghị quyết 68-NQ/TW

Quy định/định hướng phát triển kinh tế tư nhân; tập trung cải cách thể chế – cải thiện môi trường kinh doanh, giảm rào cản, khuyến khích đầu tư, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số.

Đánh giá:

Gia tăng việc làm và thu nhập → hỗ trợ sức mua nội địa và hoạt động bán lẻ. Tuy nhiên, còn phụ thuộc vào tác động mạnh yếu ở từng khu vực.

17/06

Kéo dài VAT 8%

Áp dụng từ 01/07/2025 đến 31/12/2026

Đánh giá:

Giúp giảm giá đầu ra, kích thích nhu cầu tiêu dùng và hỗ trợ doanh thu cho các nhóm hàng bán lẻ/FMCG/điện máy.

2025

7. Chính sách chuẩn hóa thị trường và nỗ lực đảm bảo niềm tin tiêu dùng

21/10

10/12

2025

Quyết định 2326/QĐ-TTg

Khuyến khích phát triển lực lượng phân phối nòng cốt và các tập đoàn/doanh nghiệp bán lẻ quy mô lớn, đồng thời hỗ trợ SME/hộ kinh doanh tham gia thị trường.

Đánh giá:

Chiến lược tạo khung để (i) **hình thành thị trường cạnh tranh công bằng, minh bạch**, nâng chuẩn vận hành chuỗi bán lẻ;
(ii) thúc đẩy TMĐT/omnichannel nhờ hoàn thiện khung pháp lý, hướng tới giao dịch an toàn – thuận tiện cho DN và người tiêu dùng.

Luật thuế thu nhập cá nhân sửa đổi

Với hộ/cá nhân kinh doanh, **nâng ngưỡng doanh thu không phải nộp thuế lên 500 triệu đồng/năm** (đồng thời nâng ngưỡng không chịu VAT tương ứng).

Đánh giá:

(i) Giảm gánh nặng thuế/tuân thủ cho khu vực kinh tế cá thể.
(ii) Khoảng 90% hộ kinh doanh có doanh thu dưới 500 triệu/năm, kỳ vọng hỗ trợ sức mua/tiêu dùng và khuyến khích hoạt động minh bạch hơn.

Tình hình chống buôn lậu, gian lận thương mại, và hàng giả trong 6T2025 của Ban chỉ đạo Quốc gia

	6T/2025	%YoY
Tổng số vụ	50,419	-21.5%
Thu nộp ngân sách (tỷ đồng)	6,454	+6.4%
Khởi tố hình sự	1,889	+192.2%
Đối tượng	3,271	+71%

Nguồn: Aseansc tổng hợp

Cổ phiếu nổi bật

CTCP Đầu tư Thế giới Di động

HOSE: MWG

(1) Nắm bắt cơ hội từ dịch chuyển xu hướng mua sắm là động lực của mảng ICT-CE

(2) Tham vọng mở mới 1.000 cửa hàng Bách Hóa Xanh và kế hoạch Bắc tiến trong năm 2026

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận

HOSE: PNJ

(1) Mở rộng mạng lưới bán lẻ với kỳ vọng sức mua ổn định của tầng lớp trung lưu

(2) Nghị định 232/2025/NĐ-CP tạo dư địa bứt tốc cho doanh nghiệp bán lẻ trang sức lớn

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HOSE: MWG)

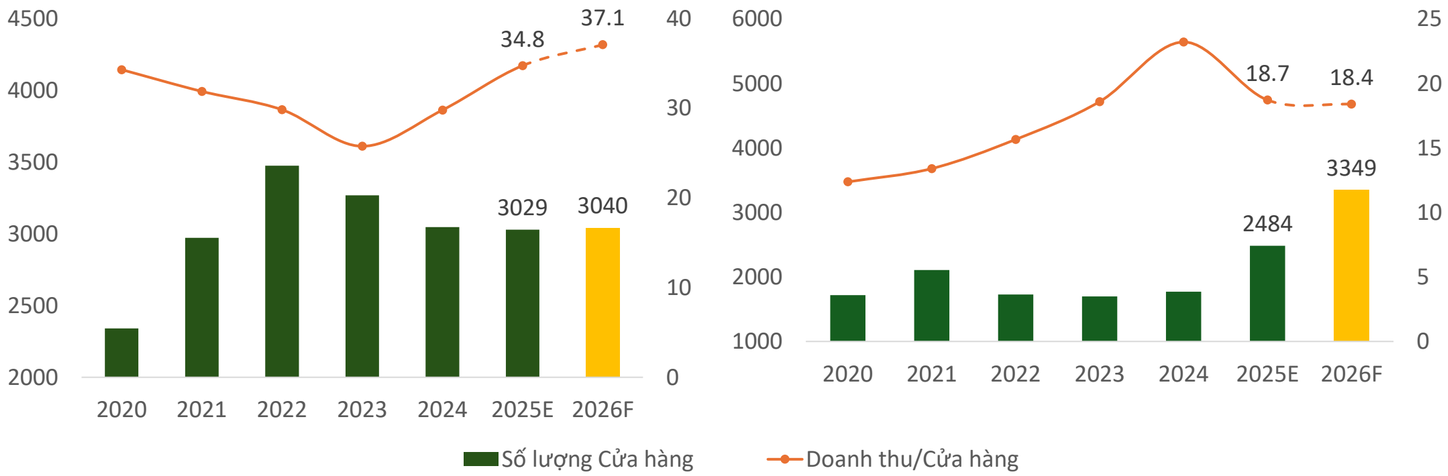
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh 11T/2025 vượt kỳ vọng với doanh thu lũy kế đạt 96.5 nghìn tỷ đồng, tăng 18% YoY, hoàn thành 95% kế hoạch năm. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu 2026 tiếp tục tăng trưởng ~15% và lợi nhuận sau thuế đạt đỉnh mới ~8,5 nghìn tỷ đồng (+34% YoY), nhờ:

(1) Nắm bắt cơ hội từ dịch chuyển xu hướng mua sắm là động lực của mảng ICT-CE: Chuỗi MW được đánh giá tăng trưởng 6,7% nhờ (i) Xu hướng chuyển dịch GT sang MT (ii) Hệ thống chiến lược TopZone tiếp tục phát triển (iii) Khai thác các dòng hang nhiều dư địa tăng trưởng nhờ đa dạng hóa sản phẩm.

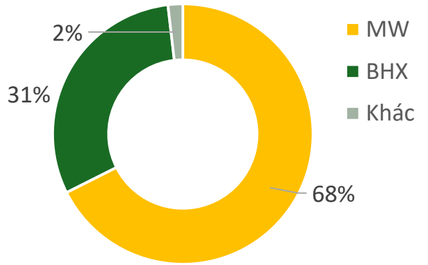
(2) Tham vọng mở mới 1.000 cửa hàng Bách Hóa Xanh và kế hoạch Bắc tiến trong năm 2026: Chuỗi Bách Hóa Xanh được đánh giá tăng trưởng 32,5% trong năm 2026 nhờ: (i) mở rộng mạng lưới cửa hàng, kỳ vọng ổn định doanh thu trên từng cửa hàng (ii) Biên lợi nhuận cải thiện qua việc tối ưu chi phí vận hành.

Dự phóng Số lượng Cửa hàng và Doanh thu/Cửa hàng của TGDĐ + ĐMX (trái) và BHX (phải)



Giá hiện tại:	86.000 VNĐ	**KHUYẾN NGHỊ**
Giá mục tiêu:	101.300 VNĐ	**KHẢ QUAN**
Upside:	**+18%**	

Cơ cấu doanh thu MWG 2024



Vốn hóa (tỷ VNĐ)	126.287
Beta	1,1
P/E trailing 12 tháng	21,18
EPS trailing 12 tháng	3.951

Chỉ tiêu (tỷ VNĐ)	2024	2025E	2026F
Doanh thu	134.341	**154.873**	**177.802**
MW	90.799	105.272	112.727
BHX	41.083	46.472	61.570
Khác	2.459	3.129	3.504
%yoy	13,6%	**15,3%**	**14,8%**
Lợi nhuận gộp	27.499	**32.642**	**37.989**
Lợi nhuận sau thuế	3.722	**6.329**	**8.452**

Nguồn: MWG, Aseansc research

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

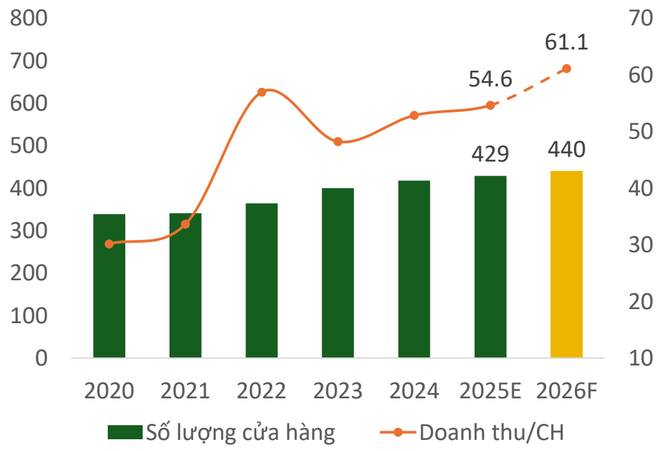
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh 3Q/2025 hồi phục với doanh thu thuần lũy kế đạt 25,35 nghìn tỷ đồng, giảm 13,3% YoY, hoàn thành 81,2% kế hoạch năm. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu 2026 sẽ tiếp tục phục hồi ~11,7% YoY và lợi nhuận sau thuế đạt ~2,9 nghìn tỷ đồng (+~26% YoY), nhờ:

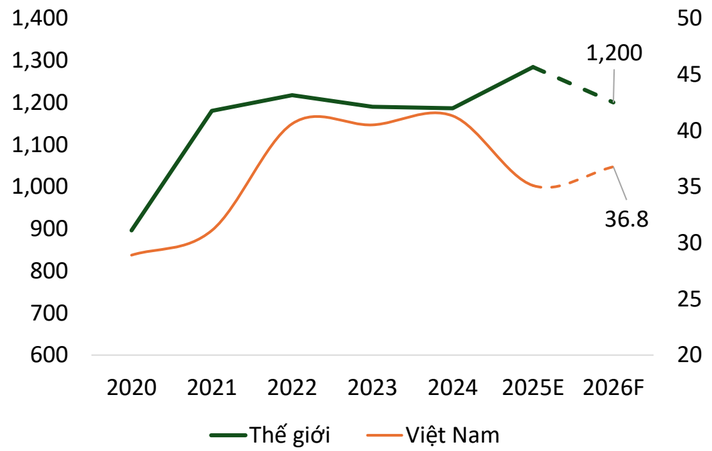
(1) Mở rộng mạng lưới bán lẻ với kỳ vọng sức mua ổn định của tầng lớp trung lưu: Mảng bán lẻ trang sức của PNJ được đánh giá tiếp tục đà tăng trưởng 14,7% trong năm 2026 do (i) Mở mới cửa hàng và tăng mật độ cửa hàng tại các khu vực thấp hơn trung bình (ii) Tầng lớp trung lưu ngày càng chiếm phần lớn trong cơ cấu dân số, tiềm năng tăng nhu cầu trang sức giá trị cao.

(2) Nghị định 232/2025/NĐ-CP tạo dư địa bứt tốc cho doanh nghiệp bán lẻ trang sức lớn: Mảng vàng miếng 24K kỳ vọng hồi phục từ đáy 2025 nhờ (i) Nghị định mở cơ hội khi xóa độc quyền vàng miếng SJC và cơ chế cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu giúp giảm thiếu hụt (ii) Nhu cầu tích trữ vàng miếng của người dân vẫn còn lớn khi nhìn vào tổng giá trị giao dịch vàng.

Dự phóng Số lượng Cửa hàng và Doanh thu/Cửa hàng của PNJ

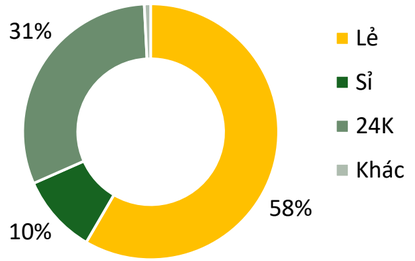


Dự phóng khối lượng giao dịch vàng miếng (tấn) Thế Giới và Việt Nam



Giá hiện tại:	95.700 VNĐ	**KHUYẾN NGHỊ**
Giá mục tiêu:	106.210 VNĐ	**KHẢ QUAN**
Upside:	**+11%**	

Cơ cấu doanh thu PNJ 2024



Vốn hóa (tỷ VNĐ)	32.750
Beta	0,57
P/E trailing 12 tháng	13,82
EPS trailing 12 tháng	6.947

Chỉ tiêu (tỷ VNĐ)	2024	2025E	2026F
Doanh thu	38.232	**35.430**	**39.555**
Bán lẻ trang sức	22.088	23.436	26.879
Bán sỉ trang sức	3.782	3.885	3.957
Vàng 24K	11.649	7.564	7.936
Khác	303	181	349
%yoy	14,1%	**-7,3%**	**11,7%**
Lợi nhuận gộp	6.674	**6.764**	**7.924**
Lợi nhuận sau thuế	2.113	**2.317**	**2.914**

Nguồn: JP Morgan, PNJ, Aseansc research

TÓM TẮT TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN 2026

VI. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH ĐIỆN: BƯỚC VÀO PHA TĂNG TRƯỞNG MỚI

NGÀNH ĐIỆN

[KHẢ QUAN]

Dự báo năm 2026:

- **La Nina & ENSO** chiếm ưu thế
- **Gỡ khó cho các dự án NLTT**
- **Dự án điện khí LNG được hỗ trợ**

Cổ phiếu nổi bật:

REE [KHẢ QUAN], **GEG** [KHẢ QUAN], **PC1** [KHẢ QUAN], **POW** [KHẢ QUAN], **NT2** [THEO DÕI], **QTP** [THEO DÕI], **HDG** [KHẢ QUAN].

Sản lượng điện toàn hệ thống dự phóng tăng trưởng cao

+12% YoY

1. Thủy điện – Khả quan nhờ thủy văn thuận lợi

- Sản lượng thủy điện năm 2026 dự phóng đạt 111 tỷ kWh (**+9,3% YoY**), nhờ thủy văn diễn biến thuận lợi, giúp các nhà máy thủy điện tiếp tục được ưu tiên huy động.

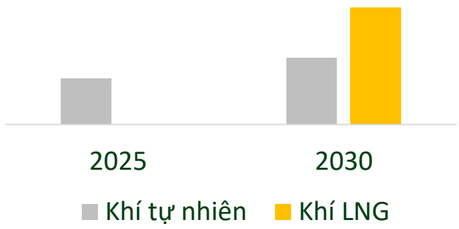
111 tỷ kWh

+9,3% yoy

2. Nhiệt điện – Nhiệt điện khí LNG được ưu tiên phát triển

- Nhiệt điện khí LNG sẽ là ưu tiên phát triển chính trong nhóm nhiệt điện từ nay đến 2030 - với mục tiêu công suất hệ thống đạt khoảng 22 GW.
- Điện khí LNG được hỗ trợ lớn từ chính các chính sách giá điện và cơ chế đầu tư, nhằm thu hút nhiều NĐT tư nhân tham gia
- Nhiệt điện than duy trì chạy nền với sản lượng năm 2026 đạt ~156 tỷ kWh (**+2% YoY**).

Dự kiến công suất các nguồn điện khí đến 2030



3. Năng lượng tái tạo – Thay đổi chính sách mở ra chu kỳ tăng mới

- Năm 2026, sản lượng điện mặt trời dự kiến đạt 25,9 tỷ kWh (**+2% YoY**), trong đó sản lượng điện mặt trời dự kiến tăng chậm hơn điện gió khi khung giá mới vẫn chưa hấp dẫn cho các dự án đầu tư điện mặt trời mới – đặc biệt khu vực phía Nam.
- Thay đổi chính sách giá, cơ chế đầu tư giúp minh bạch hơn và thúc đẩy nhanh hơn quá trình phát triển dự án điện tái tạo.

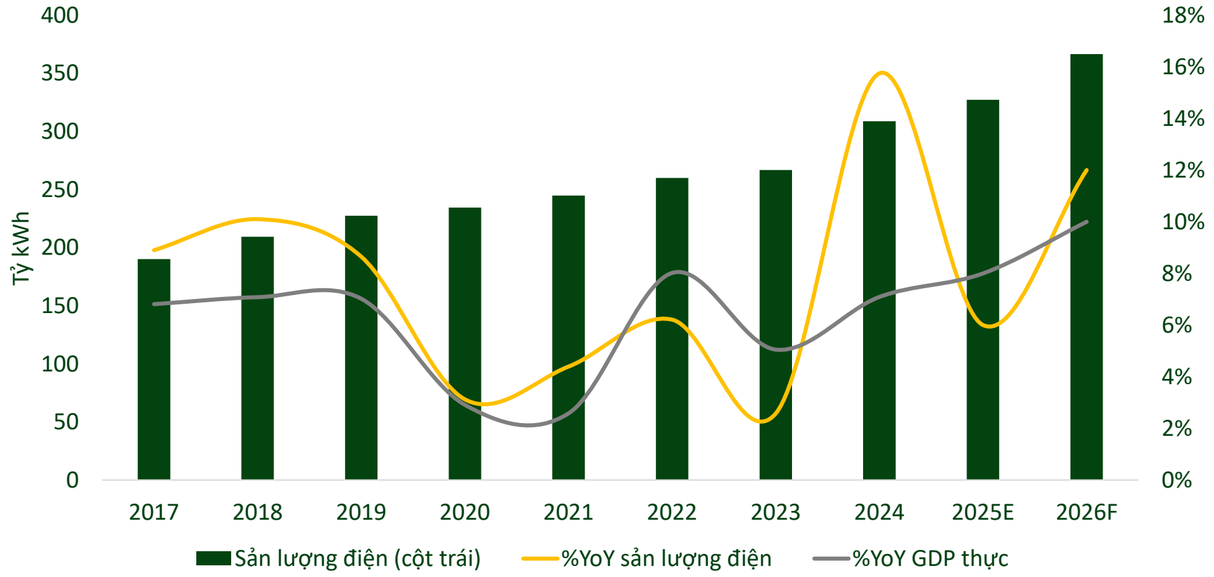
Nhu cầu tiêu thụ điện kỳ vọng tăng trưởng cao

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm toàn hệ thống năm 2026 đạt khoảng 366 tỷ kWh, tương ứng tăng 11,6% YoY, nhờ nền tảng nhu cầu điện trong sản xuất công nghiệp tiếp tục mở rộng mạnh mẽ. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ 02 yếu tố chính:

(i) Mục tiêu tăng trưởng GDP cao cùng với hàng loạt dự án đầu tư quy mô lớn được triển khai nhằm hiện thực hóa định hướng phát triển kinh tế của Bộ Chính trị; và

(ii) Làn sóng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam để tránh rủi ro thuế quan trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ–Trung kéo dài, qua đó gia tăng đáng kể nhu cầu sử dụng điện công nghiệp trong năm 2026.

Nhu cầu điện tăng trưởng cao trong 2025-2026

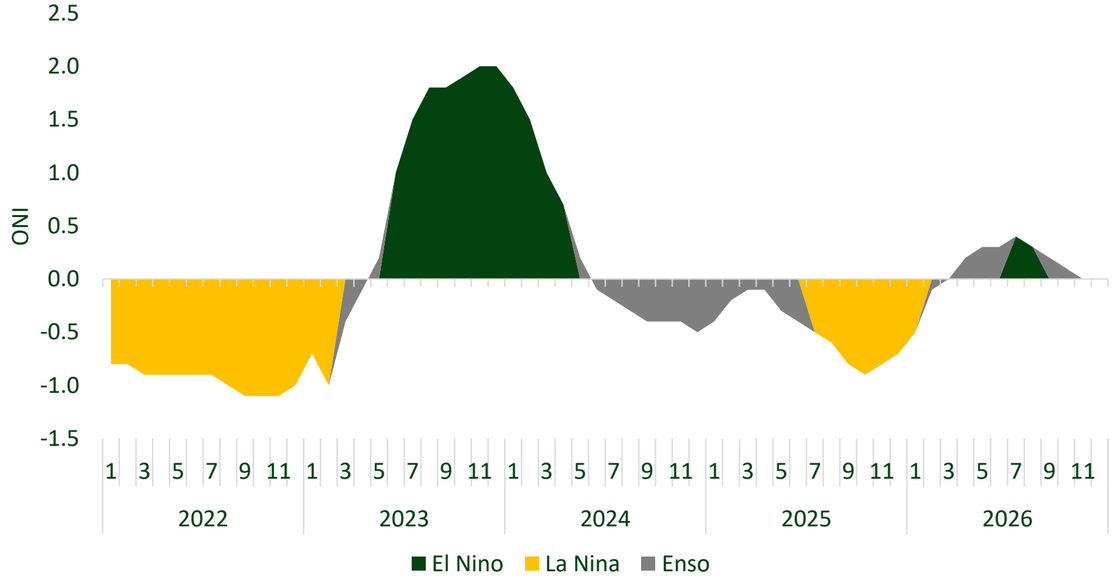


Nguồn: Aseansc Research ước tính

Pha thời tiết chiếm ưu thế trong năm 2026

Nhìn chung, năm 2026 được dự báo duy trì trong pha trung tính, qua đó duy trì điều kiện thuận lợi hơn cho huy động thủy điện nhờ lượng mưa và nguồn nước ổn định. Ngược lại, các nhà máy điện khí có thể gặp bất lợi hơn do ưu tiên phát thủy điện tăng, trong khi điện than vẫn giữ vai trò chạy nền ổn định trong hệ thống. Theo dự báo của NOAA, thời tiết khu vực ĐNA và Việt Nam nhiều khả năng duy trì pha La Niña từ cuối năm 2025 cho đến hết Q1/2026, sau đó chuyển sang trạng thái trung tính. Tiếp theo đó, El Niño có thể xuất hiện ngắn hạn ở quý II nhưng với cường độ yếu.

Diễn biến ENSO giai đoạn 2022-2026



Nguồn: NOAA, Aseansc Research

Giá phát điện cạnh tranh kỳ vọng sẽ thấp hơn khi thủy điện được ưu tiên huy động

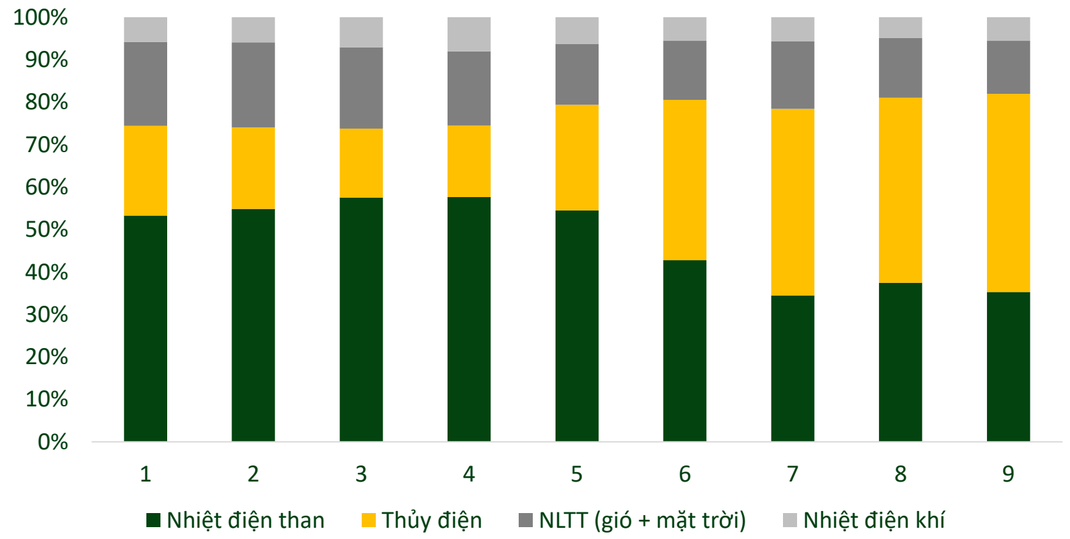
Trong năm 2025, giá bán điện bình quân trên thị trường điện cạnh tranh nhìn chung (CGM) giảm so với 2025 (-8,7% YoY, đạt 1.283,4 VND/kWh) chủ yếu do thủy điện – loại điện có giá rẻ hơn – được ưu tiên huy động. Giá điện tăng cao trong Q1/2025 do sản lượng thủy điện sụt giảm bởi tác động của El Niño, sau đó giảm trở lại khi thủy điện phục hồi. Tuy nhiên, trong các tháng cao điểm, giá điện lại nhích lên do tỷ trọng huy động nhiệt điện tăng lên - loại hình có giá chào cao hơn - để bù đắp công suất thiếu hụt

Bước sang năm 2026, giá điện trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) được dự báo có thể nhích nhẹ so với năm 2025, phản ánh sự thay đổi trong điều kiện thời tiết và cơ cấu huy động. Cụ thể:

(i) Hình thái khí hậu trung tính đan xen với khả năng xuất hiện El Niño yếu trong một số giai đoạn khiến lượng nước về hồ giảm, làm sản lượng thủy điện suy giảm và buộc hệ thống phải tăng huy động nguồn nhiệt điện – vốn có chi phí phát điện cao hơn. Đây được xem là yếu tố chính đẩy mặt bằng giá điện tăng nhẹ so với năm trước.

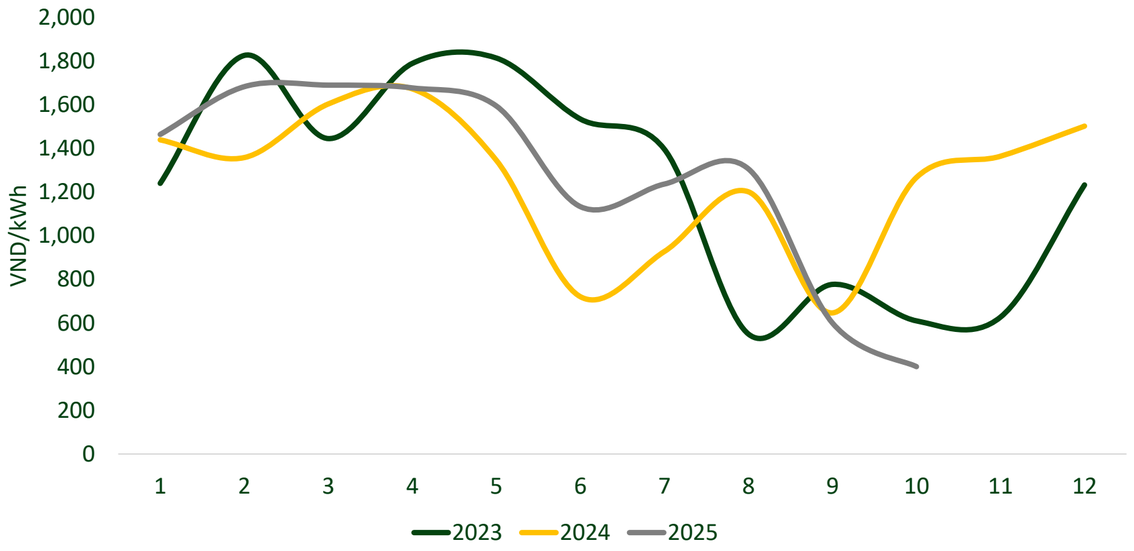
(ii) Bộ Công Thương nhiều khả năng duy trì kế hoạch phân bổ sản lượng điện theo hợp đồng PPA ở mức 80% cho nhóm nhiệt điện, tương đương năm 2025, nhằm đảm bảo sự ổn định cung ứng và cân bằng tài chính cho các nhà máy. Khi phần lớn sản lượng điện của nhóm nhiệt điện được thực hiện qua hợp đồng PPA, lượng điện giao dịch trên thị trường cạnh tranh chủ yếu đến từ các nguồn có giá chào bán thấp hơn, như thủy điện và năng lượng tái tạo, qua đó giúp hạn chế đà tăng của giá CGM bình quân toàn thị trường.

Cơ cấu sản lượng điện huy động qua các tháng 2025



Nguồn: NSMO

Diễn biến giá CGM trên thị trường điện cạnh tranh



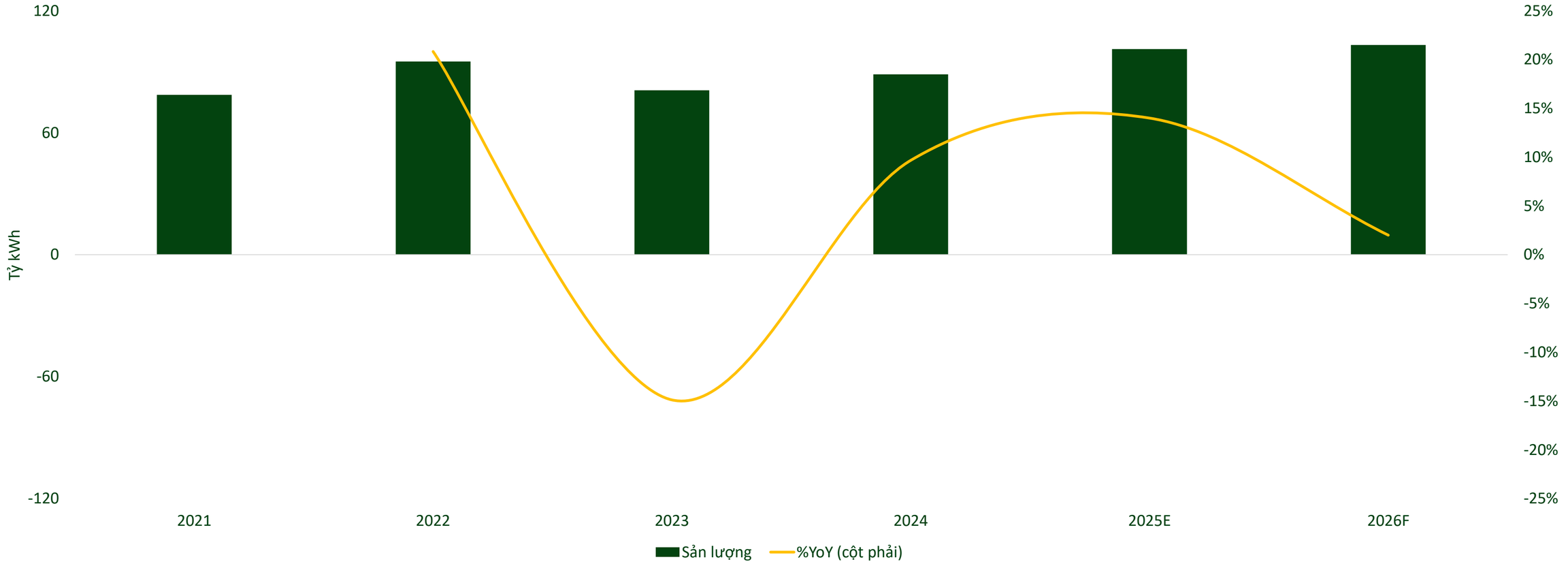
Nguồn: NSMO

1. Thủy điện – Khả quan nhờ thủy văn thuận lợi

Sản lượng thủy điện toàn hệ thống năm 2026 dự báo tăng trưởng chậm lại, ước tăng khoảng 2% YoY, đạt xấp xỉ 111 tỷ kWh, do nền so sánh cao của năm 2025 khi thời tiết chuyển từ pha La Niña mạnh sang trạng thái trung tính trong 2026. Dù vậy, thủy điện vẫn là nguồn được ưu tiên huy động tối đa nhờ lợi thế chi phí thấp.

Các doanh nghiệp thủy điện được kỳ vọng duy trì tăng trưởng tích cực về doanh thu và LNST trong 2026, nhờ giá bán cải thiện và sản lượng được huy động tối ưu thay vì phải tích nước. Một số doanh nghiệp có triển vọng KQKD tích cực trong 2025 và duy trì sang 2026 gồm **VSH, HNA, CHP và GSM.**

Diễn biến sản lượng thủy điện qua các năm



Nguồn: Aseansc Research

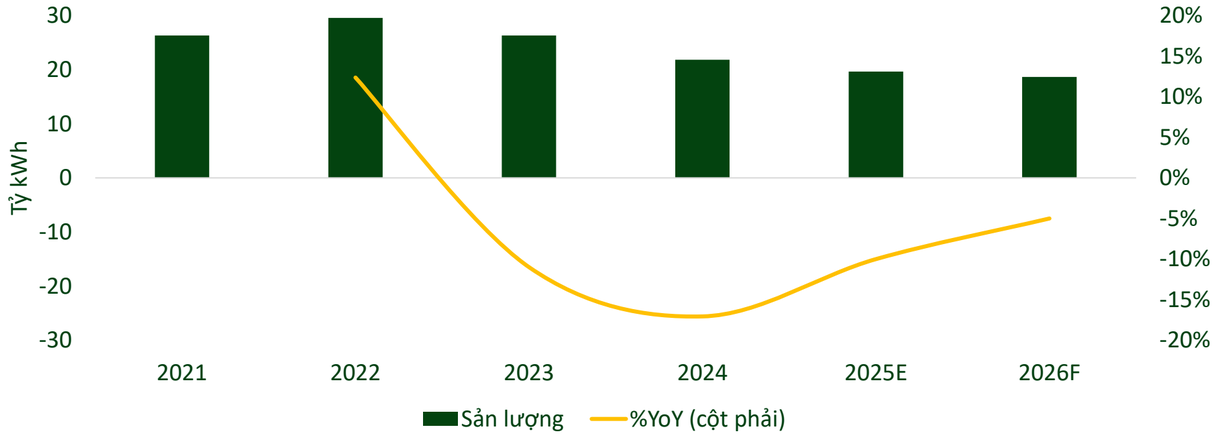
2. Nhiệt điện – Điện khí LNG có tiềm năng tăng trưởng cao

Sản lượng nhiệt điện toàn hệ thống năm 2026 dự báo đạt khoảng 176,8 tỷ kWh (+2,3% YoY), duy trì vai trò trụ cột trong cơ cấu nguồn phát điện của Việt Nam (trung bình 60 % sản lượng). Trong đó, điện than tiếp tục được huy động cho nhu cầu chạy nền, ngược lại điện khí vẫn kém tích cực do nguồn cung khí trong nước suy giảm và nguồn LNG chưa vận hành ổn định các dự án bị chậm tiến độ so với QHĐ VIII. **Dự kiến tỷ trọng phát điện giữa hai loại hình này ở mức 88% điện than và 12% điện khí, phản ánh sự phụ thuộc lớn vào nhiệt điện than trong ngắn hạn.**

2.1 Nhiệt điện khí

Ngắn hạn: Sản lượng năm 2026 dự kiến đạt 20,6 tỷ kWh (-5% YoY), sản lượng kỳ vọng tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2026 do nguồn cung khí tự nhiên trong nước vẫn thiếu hụt và các dự án điện khí cũng chưa đưa nguồn LNG vào sử dụng, trong khi phần lớn các dự án nhiệt điện LNG chưa thể vận hành ngay trong 2026 . Bên cạnh đó, việc ưu tiên huy động thủy điện cũng khiến điện khí ít được dùng đến

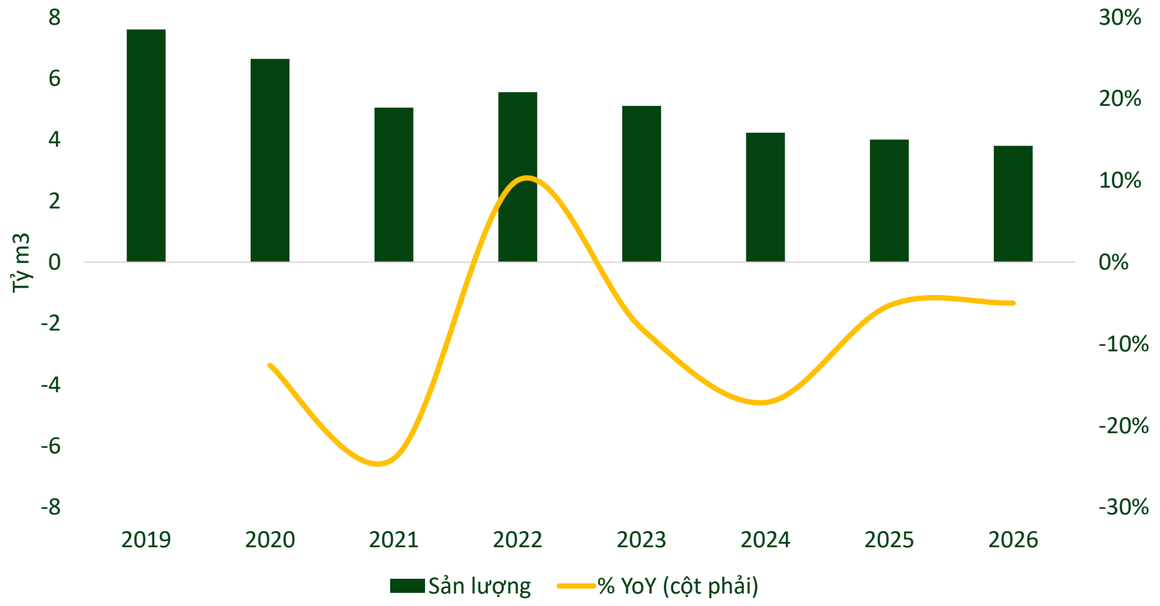
Diễn biến sản lượng nhiệt điện khí qua các năm



Nguồn: Aseansc Research

Trữ lượng khí ở Việt Nam vẫn còn tiềm năng khai thác, nhưng sản lượng khí cung cấp cho sản xuất điện vẫn đang suy giảm do chưa có mỏ mới được đưa vào khai thác. Các mỏ dầu khí lớn đang khai thác đều đã bước vào giai đoạn suy kiệt trữ lượng, khiến nguồn khí cho điện giảm liên tục từ sau 2019. Sản lượng khí tự nhiên cho phát điện đã đi theo xu hướng giảm dài hạn, từ khoảng 8 tỷ m^3 năm 2019 xuống chỉ còn ~3,8 tỷ m^3 vào năm 2026, tạo áp lực lớn lên an ninh cung ứng điện khí trong trung hạn. Tới 2025, đã có nhiều mỏ dầu khí có trữ lượng lớn được nghiên cứu đầu tư khai thác như mỏ Kèn Bầu, Cá Voi Xanh. Tuy vậy cần khoảng 5 năm để các mỏ khi này đưa vào hoạt động từ khi bắt đầu giai đoạn nghiên cứu khả thi, khởi công xây dựng.

Sản lượng khí tự nhiên dùng cho phát điện

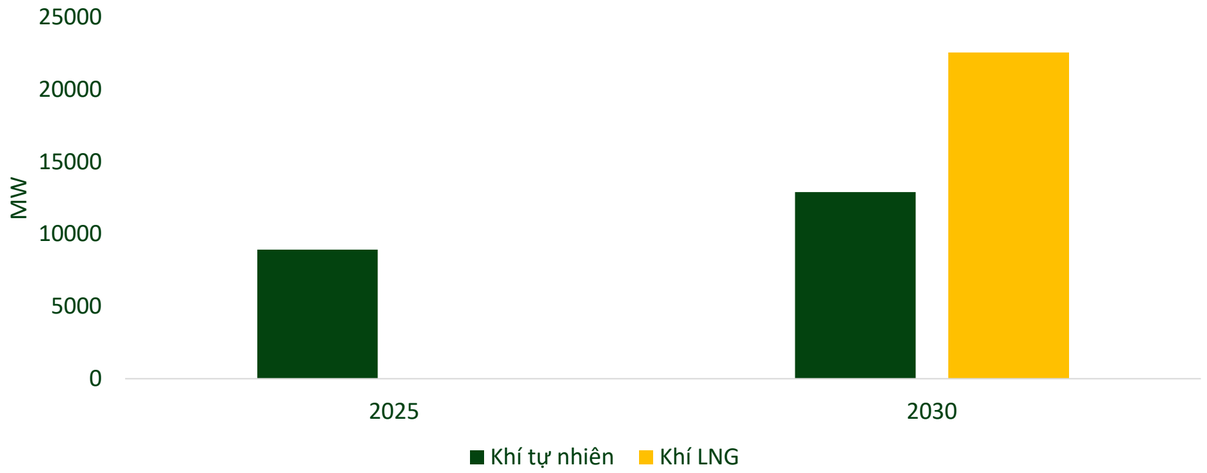


Nguồn: PVN

Trong bối cảnh nguồn cung khí suy giảm, Chính phủ đã ban hành cơ chế hỗ trợ nhằm ổn định hoạt động của nhiệt điện khí nội địa. Theo Nghị định 100/2025/NĐ-CP, các nhà máy điện khí sử dụng khí trong nước được huy động tối đa sản lượng theo khả năng cấp khí (Qc = 100%), áp dụng cho toàn bộ dự án vận hành trước năm 2036. Chính sách này vừa giúp các nhà máy hiện hữu duy trì dòng tiền ổn định dù sản lượng khí đầu vào giảm, vừa tạo động lực để các dự án đang triển khai đẩy nhanh tiến độ thi công nhằm kịp thời hưởng ưu đãi huy động sản lượng.

Trung – dài hạn: điện khí LNG được xác định là một trong những trụ cột phát triển của hệ thống điện. Theo Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh, tổng công suất nguồn điện khí sử dụng LNG dự kiến đạt 18.000 MW vào năm 2030, tương đương tăng 22 lần so với mức công suất năm 2025 (~800 MW), phản ánh định hướng đẩy mạnh thay thế dần nguồn khí tự nhiên đang suy giảm và tăng tỷ trọng các dự án điện khí quy mô lớn.

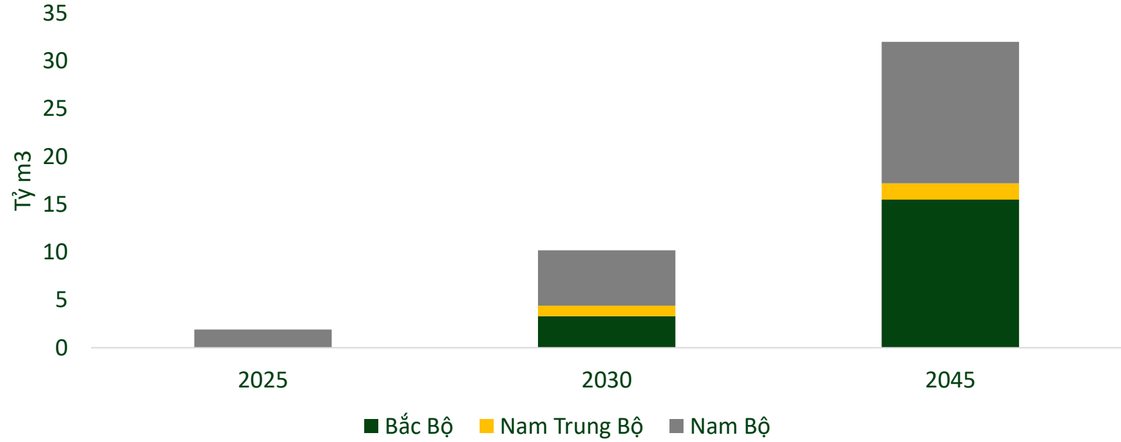
Dự kiến công suất nguồn điện khí đến 2030



Nguồn: QHĐ VII, Aseansc tổng hợp

Nhu cầu LNG dự kiến tăng mạnh trong giai đoạn tới, trở thành động lực chính của nguồn cung khí quốc gia. Đến năm 2030, tổng nhu cầu LNG của cả nước được ước tính tăng khoảng 5 lần so với 2025, đạt 31 tỷ m^3, trong đó khu vực Nam Bộ chiếm tỷ trọng lớn nhất do tập trung nhiều dự án điện khí LNG quy mô lớn.

Nhu cầu khí LNG tăng mạnh để phục vụ phát điện

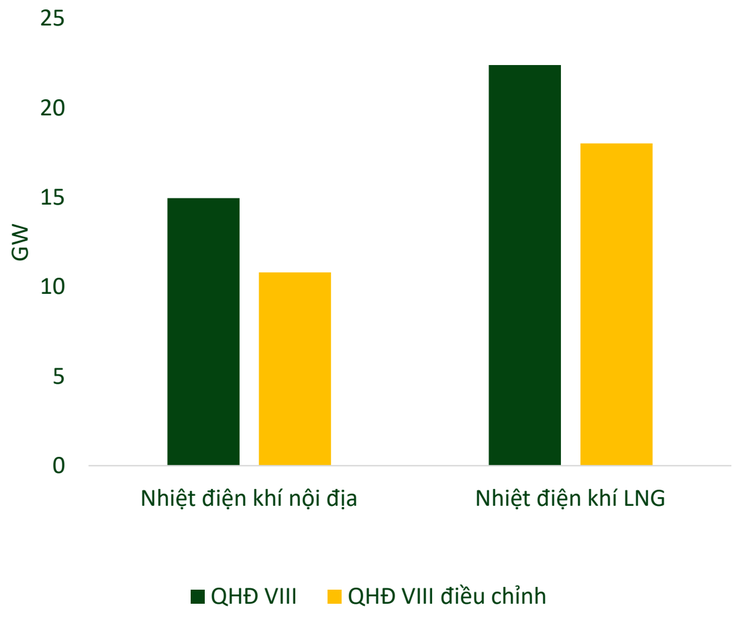


Nguồn: Aseansc Research

Dù được định hướng mở rộng mạnh, đầu tư tư nhân vào điện khí LNG vẫn chậm do cơ chế Qc và hợp đồng mua bán khí chưa đủ hấp dẫn. Nghị định 56/2025/NĐ-CP quy định mức Qc tối thiểu 65% công suất thiết kế trong 10 năm đầu (dự kiến nâng lên 75% theo bản sửa đổi), nhưng phần lớn dự án LNG hiện vẫn dừng ở giai đoạn tiền xây dựng vì Qc thấp và chưa có cơ chế huy động rõ ràng cho giai đoạn sau 10 năm. Các khó khăn cho chủ đầu tư: (i) không thể ổn định nguồn cung khí do thiếu cơ sở sản lượng dài hạn để ký GSA, gây rủi ro trong việc bố trí lịch nhận tàu LNG; (ii) khó chốt được giá bán điện theo hợp đồng – vốn là nguồn tạo lợi nhuận chính của dự án; (iii) ngân hàng và tổ chức tín dụng hạn chế cho vay khi Qc thấp trong giai đoạn hoàn vốn, do không đảm bảo được dòng tiền trả nợ.

Theo QHĐ VIII ĐC, một số dự án LNG đã được lùi tiến độ thực hiện sang giai đoạn 2030-2035 thay vì phải hoàn thành trong 2025-2030, phản ánh tiến độ triển khai chậm hơn so với kế hoạch ban đầu tại QHĐ VIII do gặp vướng mắc về pháp lý giá và vốn đầu tư. Cụ thể, QHĐ VIII ĐC, công suất điện khí LNG đến 2030 chỉ còn 18.024 MW, giảm khoảng 20% so với mục tiêu trong QHĐ VIII là 22.400 MW.

Điều chỉnh giảm công suất mục tiêu điện khí



Nguồn: QHĐ VIII, QHĐ VIII ĐC

Cập nhật tiến độ một số dự án điện khí LNG nổi bật

Dự án	Công suất	Vận hành	Chủ đầu tư	Cập nhật tiến độ
Nhơn Trạch 3&4	**1.624**	**2025-2026**	**PVN**	**Vận hành thương mại từ cuối 2025**
LNG Sơn Mỹ 1	2.250	2028	EDF-Sojitz-Kyushu-Pacific Group	Thẩm định FS
LNG Sơn Mỹ 2	2.250	2028	AES	Thẩm định FS
LNG Thái Bình	1.500	2028		Lập FS
LNG Quảng Trạch 2	1.500	2028	EVN	Lập FS
LNG Nghi Sơn	1.500	2028		Chọn chủ đầu tư
LNG Quỳnh Lập	1.500	2028		Chọn chủ đầu tư
LNG Cà Ná	1.500	2028		Chọn chủ đầu tư
LNG Hiệp Phước 1	1.200	2028	Cty TNHH Hải Linh	Đàm phán PPA
LNG Quảng Ninh	1.500	2028-2029	PVN-Marubeni-Tokyo Gas	Thẩm định FS
LNG Hải Lăng	1.500	2028-2029	T&T-Hanwha-Kospo	Thẩm định FS
LNG Long An 1	1.500	2028-2029	GS Energy-VinaCapital	Đàm phán PPA
LNG Bạc Liêu	3.200	2030	Delta Offshore Energy	Thẩm định FS
LNG Hải Phòng 1	1.600	2030	VinEnergo	Vừa được đưa vào quy hoạch
LNG Long An 2	1.500	2031	GS Energy-VinaCapital	Đàm phán PPA
LNG Hải Phòng 2	3.200	2031-2035	VinEnergo	Vừa được đưa vào quy hoạch
LNG Long Sơn	1.500	2031-2035		
LNG Công Thanh	1.500	2031-2035		
LNG Vũng Áng III	1.500	2031-2035		Dự án mới quy hoạch
LNG Quảng Trạch	1.500	2031-2035	EVN	Dự án mới quy hoạch

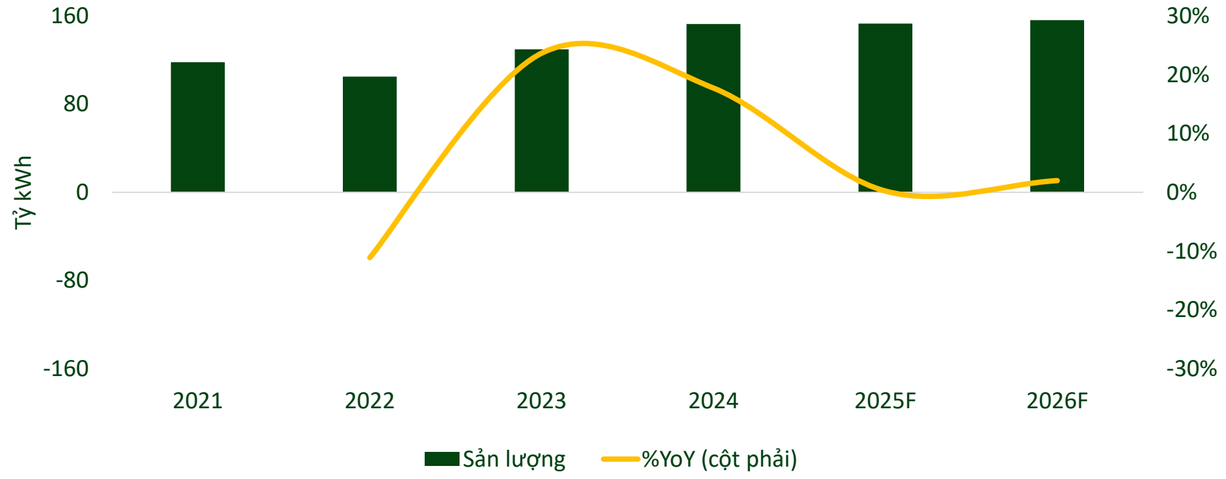
Nguồn: Aseansc Research

2. Nhiệt điện – Điện khí LNG có tiềm năng tăng trưởng cao

2.2 Nhiệt điện than

Chúng tôi dự phóng sản lượng nhiệt điện than đạt 156 tỷ kWh trong năm 2026 (+2,0% YoY), nhờ vai trò duy trì nguồn chạy nền trong hệ thống điện. Tuy nhiên, triển vọng trung–dài hạn không còn tích cực khi nhiệt điện than không còn là ưu tiên phát triển; Chính phủ chỉ cho phép tiếp tục các dự án đã nằm trong quy hoạch và không bổ sung dự án mới.

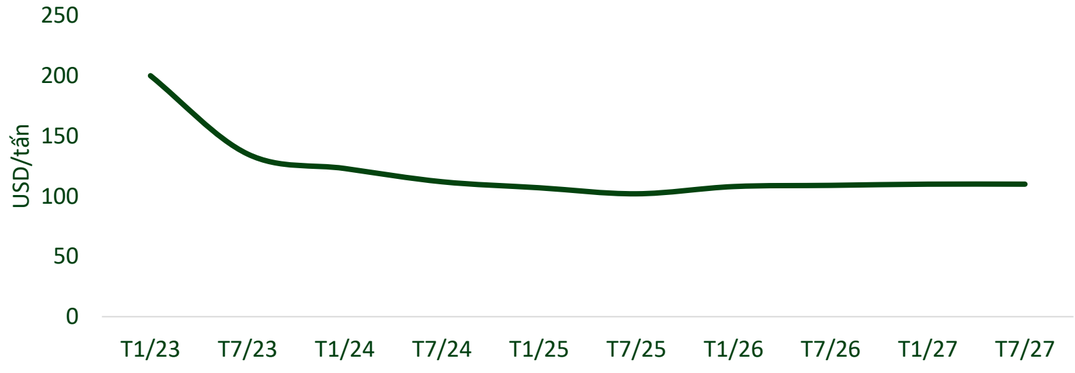
Diễn biến sản lượng nhiệt điện than qua các năm



Giá than được kỳ vọng duy trì xu hướng giảm trong 2026, qua đó giảm áp lực chi phí cho các doanh nghiệp nhiệt điện than. Xu hướng này được hỗ trợ bởi nhu cầu điện than toàn cầu suy yếu, nguồn cung từ Australia và Indonesia phục hồi, cùng với việc Trung Quốc tăng mạnh khai thác nội địa làm giảm nhu cầu nhập khẩu. Theo World Bank và ADB, giá than Newcastle dự kiến giảm về vùng 120–140 USD/tấn trong 2025 và tiếp tục hạ nhẹ trong 2026; trong khi sản lượng than nội địa Trung Quốc duy trì tăng 2–3%/năm.

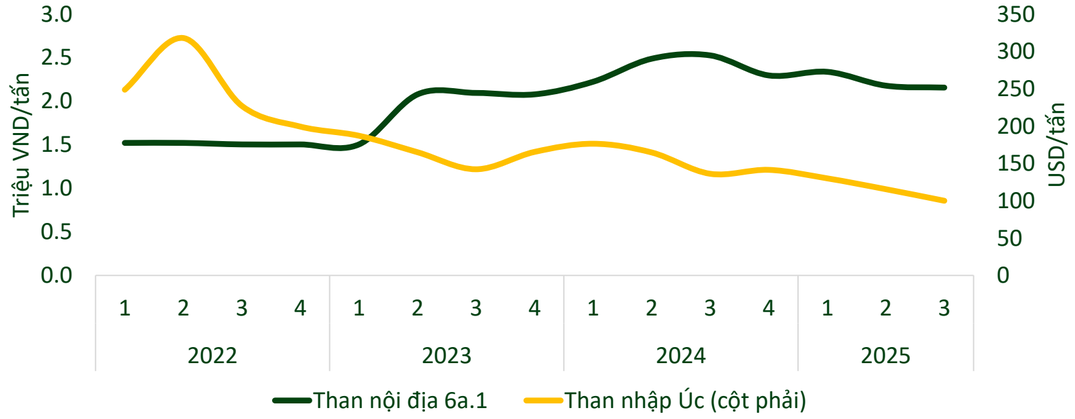
Giá than nội địa chưa có mức giảm tương xứng với giá than thế giới do chi phí khai thác của TKV tiếp tục tăng cao. Tuy vậy, trước áp lực lớn từ than nhập khẩu giá rẻ, mức giá than trung bình của các doanh nghiệp nhiệt điện than sẽ có xu hướng giảm nhẹ trong 2026.

Giá than thế giới



Nguồn: Bloomberg

Giá than

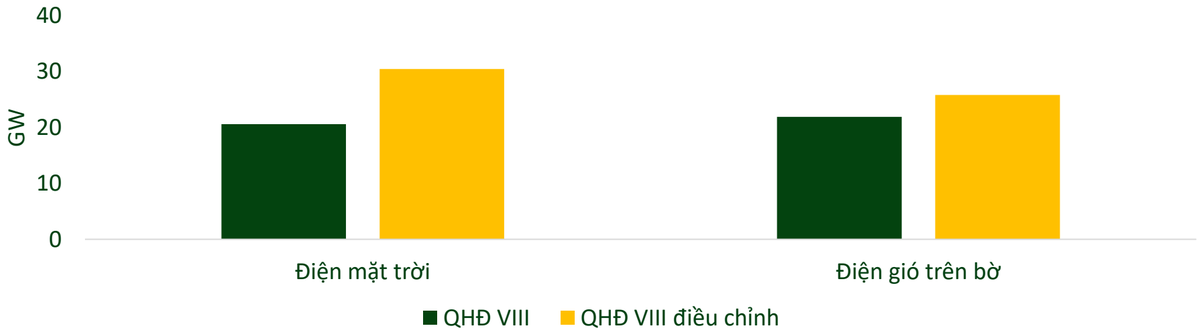


Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

3. Năng lượng tái tạo – Thay đổi chính sách kỳ vọng mở ra giai đoạn phát triển mới

Sản lượng điện tái tạo năm 2026 được dự báo tăng trưởng khiêm tốn, phản ánh sự phục hồi từng phần của nguồn cung mới. Động lực chủ yếu đến từ các dự án điện gió đã hoàn tất ký PPA với mức giá tương đối hấp dẫn, trong khi điện mặt trời tiếp tục trì trệ do vướng mắc về cơ chế giá và mức giá mới chưa đủ hấp dẫn để kích thích đầu tư. Theo dự phóng, sản lượng điện tái tạo năm 2026 đạt khoảng 41,9 tỷ kWh (+5,1% YoY). Trong trung hạn đến 2030, các sửa đổi Luật Điện lực liên quan đến cơ chế giá, đấu thầu và mua bán điện trực tiếp (DPPA) được kỳ vọng sẽ đẩy nhanh tốc độ phát triển nguồn tái tạo, qua đó bù đắp tiến độ chậm của các dự án nhiệt điện khí.

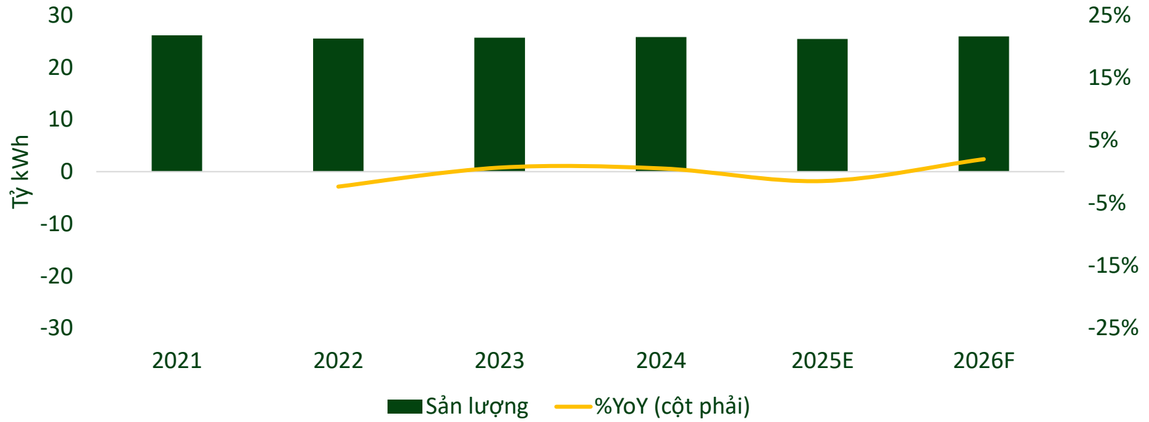
QHĐ VIII ĐC đẩy mạnh công suất điện tái tạo



Nguồn: QHĐ VIII, QHĐ VIII ĐC

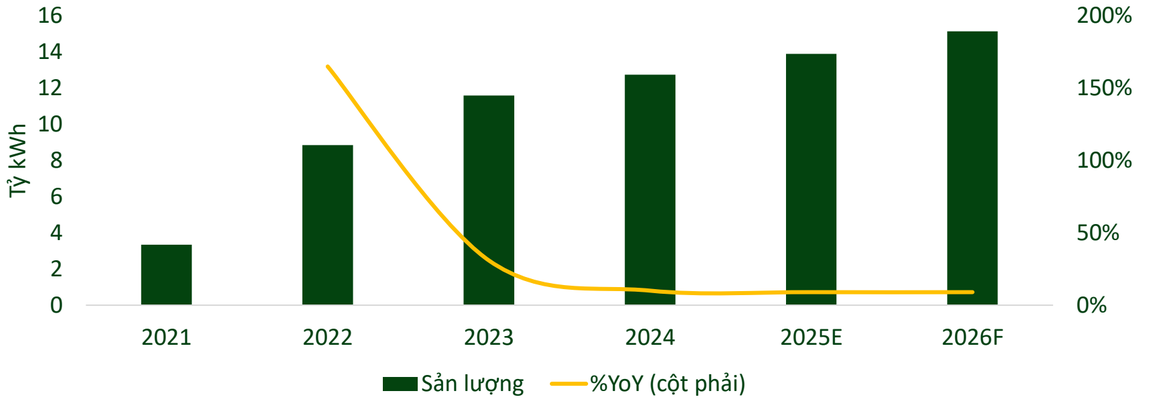
Điện mặt trời được dự báo tăng trưởng thấp do cơ chế giá mới vẫn chưa đủ hấp dẫn để kích thích đầu tư dự án mới. Mặc dù mức giá đã cao hơn so với cơ chế chuyển tiếp, chính sách lại ưu tiên phát triển tại khu vực Bắc Bộ – nơi điều kiện bức xạ kém thuận lợi – trong khi phần lớn tiềm năng và quỹ dự án điện mặt trời nằm tại Nam Trung Bộ, khiến hiệu quả đầu tư tiếp tục bị thu hẹp. Sản lượng điện mặt trời năm 2026 dự phóng đạt ~25,9 tỷ kWh (+2% YoY), chủ yếu nhờ các dự án cũ hoàn tất đàm phán giá và đưa vào vận hành; gần như không ghi nhận thêm dự án mới

Sản lượng điện mặt trời



Điện gió được kỳ vọng tăng trưởng cao nhờ cơ chế giá mới đủ hấp dẫn để kích hoạt mở rộng công suất. Trong năm 2025, nhiều địa phương tại miền Trung và Đông Nam Bộ đã triển khai đấu thầu, thu hút nhà đầu tư, tạo nền tảng cho sản lượng tăng trưởng trong năm kế tiếp. Sản lượng điện gió năm 2026 dự phóng đạt ~15,1 tỷ kWh (+9% YoY).

Sản lượng điện gió



Nguồn: Aseansc Research

3. Năng lượng tái tạo – Thay đổi chính sách kỳ vọng mở ra giai đoạn phát triển mới

Các cơ chế mới – từ giá bán điện đến đấu thầu – đều theo hướng tạo ưu thế cho doanh nghiệp đầu ngành, trong khi mức giá phát điện được điều chỉnh cao hơn so với cơ chế chuyển tiếp vốn không đủ hấp dẫn để thu hút nhà đầu tư. **Khung giá mới và cơ chế đấu thầu được ban hành trong 4–5/2025 đã tháo gỡ phần lớn vướng mắc, đặt nền tảng cho chu kỳ đầu tư mới của năng lượng tái tạo.**

Cơ chế giá mới cho Điện mặt trời

Loại hình	Vùng	Khung giá cũ			Khung giá năm 2025			
		FIT 1	FIT 2	Chuyển tiếp	Lưu trữ	Sv chuyển tiếp	Không lưu trữ	Sv chuyển tiếp
Nổi	Bắc Bộ	9,4	7,7	4,6	7,3	+58,7%	6,6	+43,5%
	Nam Trung Bộ	9,4	7,7	4,6	5,8	+26,1%	5,2	+13,0%
	Nam Bộ	9,4	7,7	4,6	5,3	+15,2%	4,8	+4,3%
Trang Trại	Bắc Bộ	9,4	7,7	4,6	6,1	+32,6%	5,4	+17,4%
	Nam Trung Bộ	9,4	7,7	4,6	4,9	+6,5%	4,3	-6,5%
	Nam Bộ	9,4	7,7	4,6	4,5	-2,2%	3,9	-15,2%

Với điện mặt trời, khung giá được thiết kế linh hoạt hơn, tính đến hệ thống lưu trữ và phân chia theo vùng; tuy nhiên giá trần của ĐMT trang trại nhìn chung chỉ đi ngang so với giai đoạn chuyển tiếp, khiến nhiều nhà đầu tư tiếp tục thận trọng. Theo IRENA, chi phí đầu tư ĐMT đã giảm 33% từ giai đoạn FIT1 2020 đến 2024, thấp hơn tốc độ giảm 50% của giá bán, khiến tỷ suất sinh lời kém hấp dẫn hơn giai đoạn trước. Dù vậy, các doanh nghiệp sở hữu hồ thủy điện như REE, TV2 hay EVN vẫn cho thấy sự quan tâm với các dự án ĐMT nổi nhờ mức giá cao hơn, và triển vọng sẽ tập trung vào các chủ đầu tư có năng lực tối ưu chi phí.

Cơ chế giá mới cho Điện gió

Loại hình	Vùng	FIT 1	FIT 2	Chuyển tiếp	Khung giá 2025	So với chuyển tiếp
Trên Bờ	Bắc Bộ	8,5	8,5	6,2	7,6	+22,6%
	Nam Trung Bộ				7,0	+12,9%
	Nam Bộ				7,2	+16,1%
Gần bờ		9,8	9,8	7,1	7,7	+8,5%

Đối với điện gió, khung giá mới được đánh giá đủ hấp dẫn khi giá điện gió trên bờ tăng 14–23% và điện gió gần bờ tăng khoảng 9% so với mức giá chuyển tiếp. Trong tháng 5/2025, nhiều địa phương như Trà Vinh và Quảng Trị đã triển khai các vòng mời quan tâm dự án, thu hút sự tham gia của nhiều nhà đầu tư, qua đó mở ra chu kỳ phát triển mới cho điện gió.

3. Năng lượng tái tạo – Thay đổi chính sách kỳ vọng mở ra giai đoạn phát triển mới

Cơ chế đấu thầu mới thúc đẩy phát triển dự án NLTT, tạo sân chơi minh bạch, dựa trên thị trường và ưu tiên các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Thay vì cơ chế hỗ trợ giá FIT, các dự án giờ đây thực hiện đấu thầu dựa trên khung giá trần, với hợp đồng mua bán điện (PPA) đàm phán trực tiếp với EVN theo mức giá trần cụ thể từng loại hình điện. Theo Thông tư 27/2024/TT-BCT, các tiêu chí lựa chọn nhà đầu tư gồm:

(1) Năng lực kinh nghiệm (5–10%): yêu cầu vốn chủ sở hữu ≥15% tổng mức đầu tư, khả năng huy động vốn vay, kinh nghiệm đầu tư – xây dựng dự án;

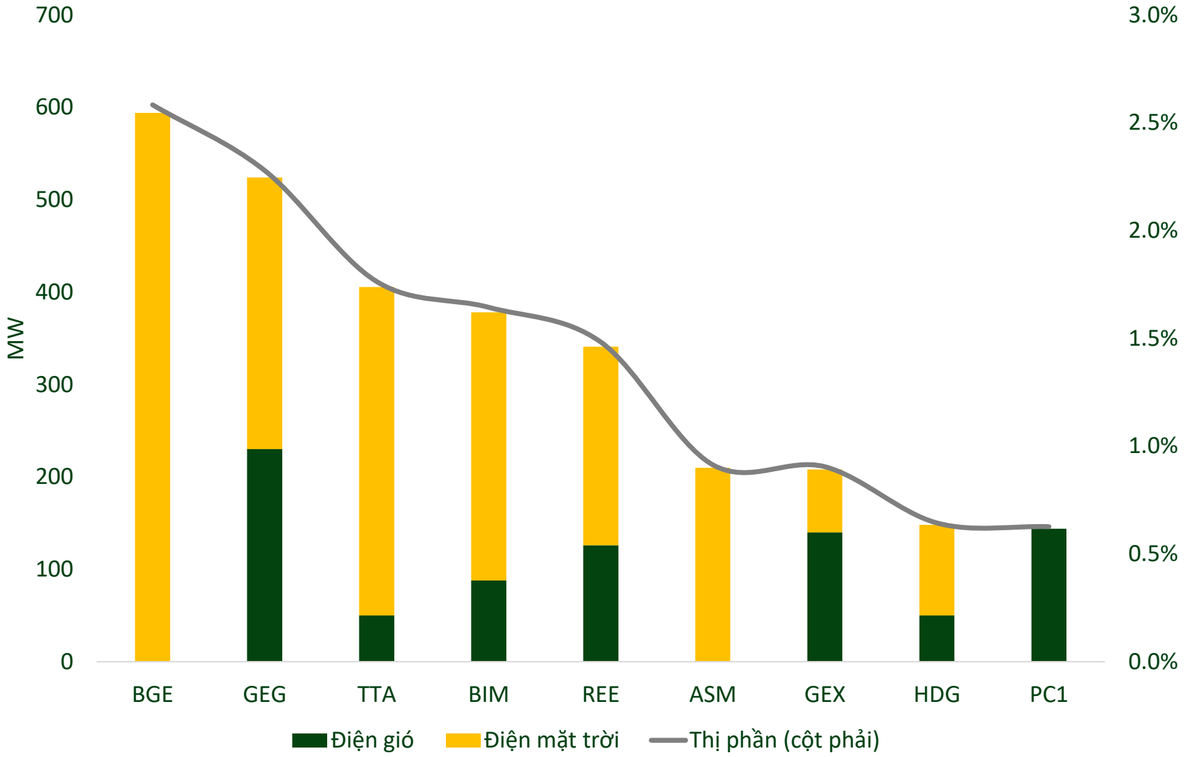
(2) Phương án kinh doanh (5–10%): bao gồm phạm vi, quy mô, chi phí, tiến độ, tính khả thi;

(3) Hiệu quả đầu tư (80–90%): trọng số lớn nhất, tập trung vào mức giá chào thầu không vượt khung BCT và IRR tối đa 12%, khả năng triển khai và huy động vốn rẻ quyết định tính cạnh tranh. Mặc dù còn một số hạn chế như thời hạn áp dụng khung giá và PPA chưa rõ ràng, IRR trần 12%, và giá điện tính theo VND chưa phản ánh trượt giá, chính sách mới vẫn mở đường cho ngành NLTT, cởi bỏ nhiều vướng mắc quan trọng và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đầu ngành phát triển dự án.

Các doanh nghiệp lớn đang tích cực mở rộng danh mục dự án NLTT, hưởng lợi từ cơ chế đấu thầu minh bạch. REE hiện triển khai điện gió Duyên Hải (48MW), chuẩn bị đấu thầu các dự án Trà Vinh V1-3 GĐ2 (48MW), V1-5, V1-6 (80MW) và nghiên cứu ĐMT nổi, với mục tiêu nâng tổng công suất thêm 500MW đến 2028, đạt ~2.000–2.500MW vào 2030. HDG kỳ vọng gấp đôi công suất NLTT lên ~900MW vào 2030, hiện triển khai điện gió Phước Hữu (50MW) và theo đuổi danh mục ~400MW giai đoạn 2025–2030.

GEG đang vận hành điện gió VPL2 Bến Tre (40MW) và ĐMT Đức Huệ 2 (50MW), vừa trúng thầu điện gió gần bờ Tiền Giang (100MW), đồng thời chuẩn bị 1GW dự án gối đầu đến 2030. PC1 cũng dự kiến mở rộng NLTT lên 800MW đến 2030, tuy nhiên chưa công bố dự án cụ thể. **Nhìn chung, các doanh nghiệp đầu ngành đang chủ động tận dụng cơ chế đấu thầu để tăng quy mô và hiệu quả đầu tư.**

Các doanh nghiệp NLTT lớn đang niêm yết



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

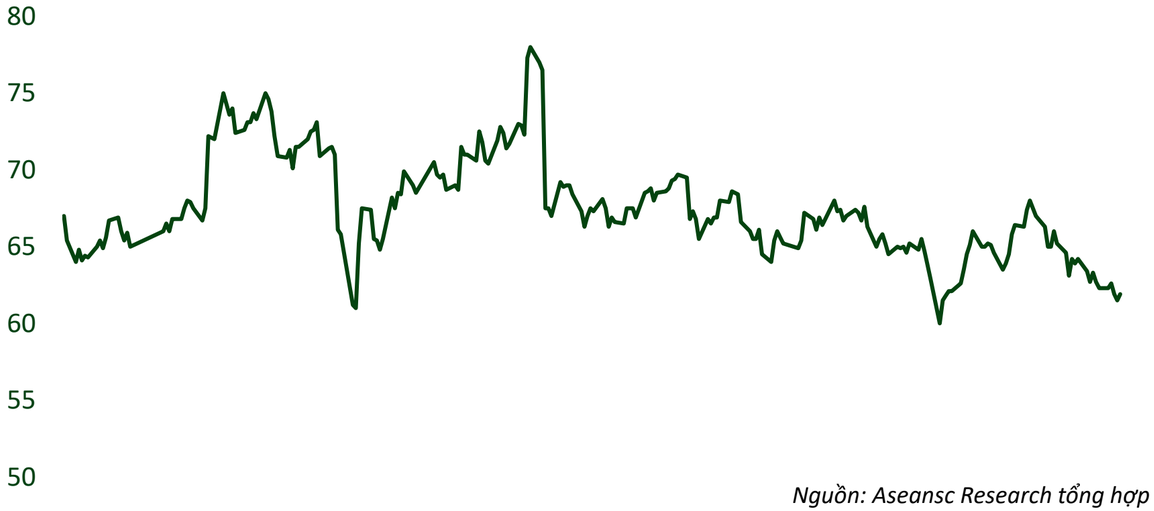
CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (HSX: REE)

MÃ CỔ PHIẾU: REE

KHUYẾN NGHỊ: [KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**75.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	62.000
Thay đổi	**+21%**
Vốn hóa (tỷ VND)	33.583
PE trailing	11,60
EPS trailing	5.335
P/B	1,39
Book Value (per share)	44.613
KLGD BQ 30 ngày (cp)	319.450
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	541.658

Diễn biến giá cổ phiếu REE



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LNST 2026 dự báo đạt 3.509 tỷ (+3% YoY), nhờ:

- **Động lực tăng trưởng năm 2026 dịch chuyển sang các mảng ngoài thủy điện.** Trong bối cảnh huy động thủy điện năm 2026 tăng chậm lại, mảng phát triển và cho thuê bất động sản sẽ là trụ cột chính cho tăng trưởng nhờ bàn giao phần còn lại dự án The Light Square, tăng tỷ lệ lấp đầy E.Town 6. Bên cạnh đó, doanh thu mảng nước cũng kỳ vọng tăng ~20% YoY nhờ VCW giai đoạn 2 vận hành.
- **M&E tiếp tục là trụ cột ngắn hạn**. Hoạt động M&E sôi động trong cao điểm thi công sân bay Long Thành, cùng sự phục hồi xây dựng BĐS. REE hiện sở hữu backlog ~2.500 tỷ đồng đảm bảo nguồn việc cho 2026.
- **Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ các dự án NLTT**. REE đẩy mạnh điện gió trên bờ và nghiên cứu ĐMT nổi, đồng thời được giao >7.000 ha mặt biển tại Vĩnh Long để phát triển điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500MW), tạo dư địa tăng trưởng dài hạn.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	8,384	9.905	10.896
Lợi nhuận gộp	3,124	3.837	4.221
Chi phí tài chính	791	760	836
Doanh thu tài chính	318	393	355
Chi phí bán hàng	118	112	113
Chi phí quản lý	578	489	538
LNST	**2,396**	**3.392**	**3.509**

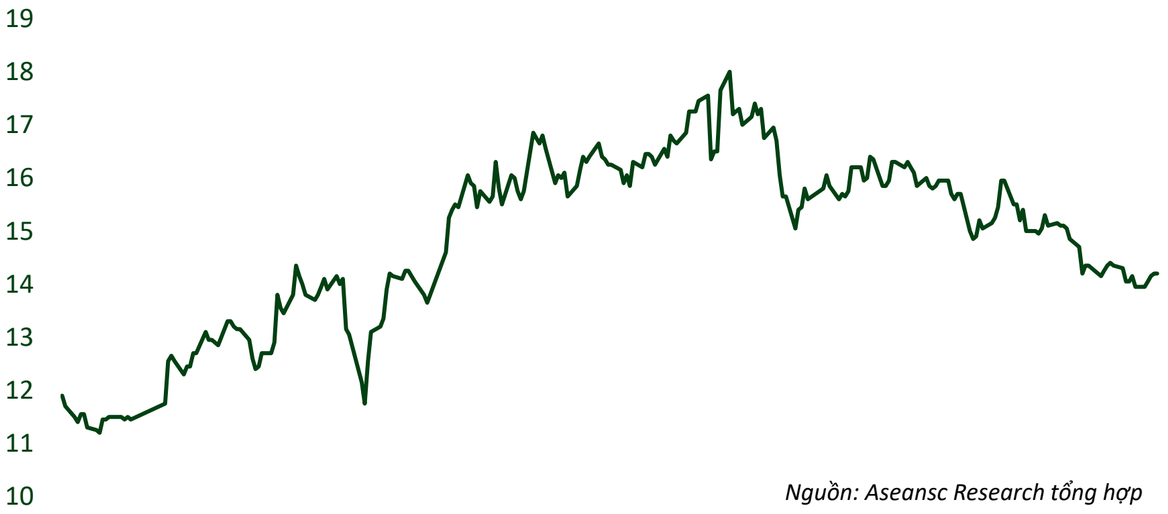
CTCP ĐIỆN GIA LAI (HSX: GEG)

MÃ CỔ PHIẾU: GEG

KHUYẾN NGHỊ: [KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**20.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	14.350
Thay đổi	**+39%**
Vốn hóa (tỷ VND)	6.063
PE trailing	9,3
EPS trailing	1.538
P/B	0,92
Book Value (per share)	15.558
KLGD BQ 30 ngày (cp)	243.009
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	358.308

Diễn biến giá cổ phiếu GEG



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LNST năm 2026 dự kiến tăng nhẹ 1% chủ yếu do không còn ghi nhận khoản thu bất thường. Tuy vậy, trong trung hạn GEG đã thiết lập mặt bằng lợi nhuận mới – LNST đạt ~ 600 tỷ cao hơn tới 3 lần giai đoạn trước 2024 nhờ các nhà máy mới vận hành ổn định.

- **Triển vọng tăng trưởng tiếp tục được củng cố nhờ mở rộng công suất NLTT**. GEG đang triển khai điện gió VPL2 Bến Tre (40MW), ĐMT Đức Huệ 2 (50MW) và điện gió gần bờ Tân Thành (100MW). Đáng chú ý, dự án ĐMT Đức Huệ 2 được kỳ vọng là một trong những dự án đầu tiên được bán điện theo phương thức trực tiếp (DPPA) cho khách hàng (Samsung).
- **Định giá ở vùng hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng. T**heo P/E hiện tại ~7,8x, thấp đáng kể so với trung bình ngành và giai đoạn trước, cho thấy mức định giá chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tới.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	2.325	2.963	3.023
Lợi nhuận gộp	1.073	1.640	1.672
Chi phí tài chính	801	784	800
Doanh thu tài chính	38	38	38
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lý	135	147	150
LNST	**92**	**651**	**660**

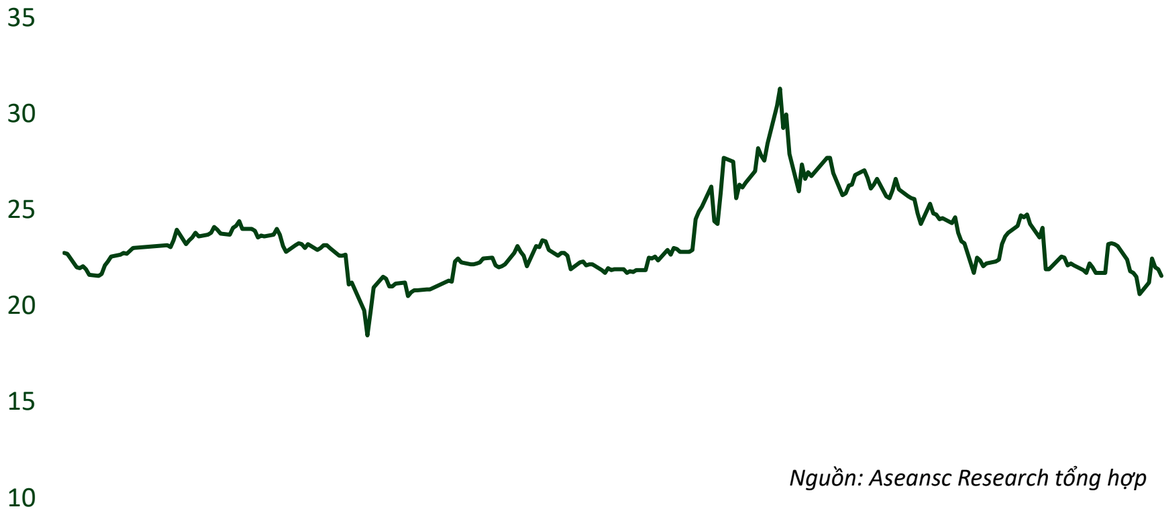
CTCP TẬP ĐOÀN PC1 (HSX: PC1)

MÃ CỔ PHIẾU: PC1

KHUYẾN NGHỊ: [KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**25.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	22.100
Thay đổi	**+13%**
Vốn hóa (tỷ VND)	9.110
PE trailing	13,64
EPS trailing	1.580
P/B	0.92
Book Value (per share)	23.349
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	2,927
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	411.285

Diễn biến giá cổ phiếu PC1



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng 2026 duy trì tích cực nhờ mảng xây lắp, động lực tăng trưởng trung, dài hạn đến từ mảng điện và mảng BĐS.

- **Năm 2026, hoạt động xây lắp của PC1 kỳ vọng tiếp tục khởi sắc nhờ backlog cao kỷ lục** ~8.000 tỷ đồng ghi nhận trong 2025 - hưởng lợi từ QHĐ 8 điều chỉnh và chiến lược mở rộng nhận thầu ngoài EVN, đặc biệt ở mảng EPC điện gió và khu công nghiệp
- **Trung, dài hạn, mở rộng mảng điện và BĐS thúc đẩy tăng trưởng**. Hai dự án thủy điện nhỏ Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW) dự kiến vận hành giai đoạn 2026–2027, đồng thời doanh nghiệp đặt mục tiêu nâng tổng công suất lên 1.000MW đến 2030, trọng tâm vào năng lượng tái tạo. Bên cạnh đó, mảng BĐS đem lợi lợi nhuận lớn trong 2026 – 2027 chủ yếu nhờ bàn giao Tháp Vàng, tiến triển pháp lý tại PC1 Gia Lâm, Vĩnh Hưng, cùng chiến lược mở rộng đầu tư KCN thông qua việc xúc tiến sở hữu 100% Nomura 2.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	10.089	11.904	13.095
Lợi nhuận gộp	2.092	2.493	2.488
Chi phí tài chính	882	735	809
Doanh thu tài chính	138	182	160
Chi phí bán hàng	79	105	116
Chi phí quản lý	488	462	509
LNST	**710**	**1.248**	**1.089**

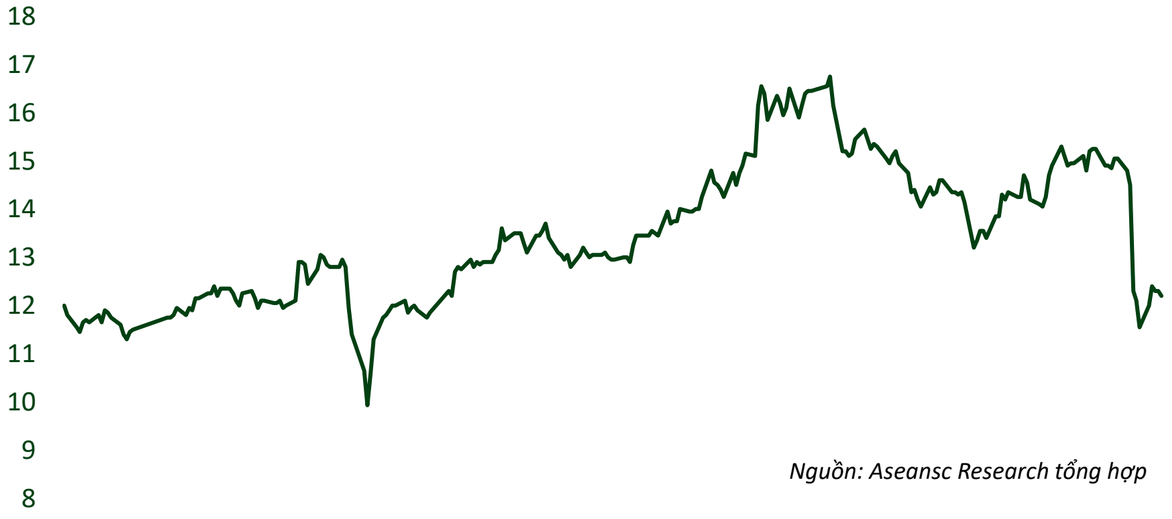
TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW)

MÃ CỔ PHIẾU: POW

KHUYẾN NGHỊ: [KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**15.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	12.650
Thay đổi	**+19%**
Vốn hóa (tỷ VND)	29.625
PE trailing	14,76
EPS trailing	861
P/B	0,82
Book Value (per share)	15.576
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	7.513
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	2.342

Diễn biến giá cổ phiếu POW



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng 2026, sản lượng cải thiện nhưng lợi nhuận giảm. Nhu cầu điện toàn quốc được kỳ vọng phục hồi, giúp các nhà máy tiếp tục được giao sản lượng ở mức tương đối tốt. Tuy nhiên, Nhơn Trạch 3&4 vận hành từ đầu 2026 và có thể lỗ ròng trong 2 năm đầu do áp lực chi phí lãi vay, khấu hao cao. Theo đó, LN ròng 2026 được dự báo giảm nhẹ 5% YoY, trước khi tăng mạnh 40% YoY từ 2027 khi các nhà máy vận hành ổn định.

- **Chính sách ngành điện tạo dư địa tăng trưởng trung – dài hạn**. Đề xuất nâng tỷ lệ bao tiêu Qc từ 65% lên 75% trong 10 năm của Bộ Công Thương là yếu tố hỗ trợ quan trọng, đặc biệt khi doanh nghiệp đang theo đuổi hai dự án điện khí LNG quy mô lớn gồm LNG Quảng Ninh (1.500 MW) và LNG Cà Mau 3 (1.200 MW).
- **Định giá dài hạn ở mức hấp dẫn.** P/B hiện tại khoảng 1,0x, thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành 1,5x – phản ánh 1 phần khó khăn ngắn hạn của POW trong 2026.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	30.306	31.465	34.611
Lợi nhuận gộp	1.998	4.076	3.807
Chi phí tài chính	845	877	965
Doanh thu tài chính	566	586	576
Chi phí bán hàng	-	0,7	0,8
Chi phí quản lý	878	886	975
LNST	**1.211**	**2.091**	**1.779**

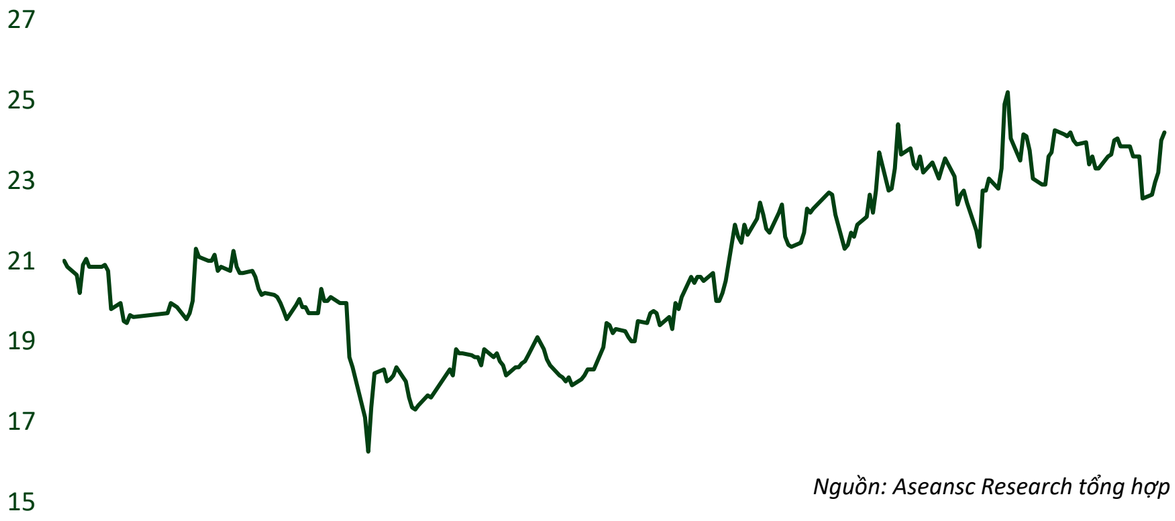
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2)

MÃ CỔ PHIẾU: NT2

KHUYẾN NGHỊ: [THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**27.500**
Giá hiện tại (VND/CP)	24.200
Thay đổi	**+11,7%**
Vốn hóa (tỷ VND)	6.967
PE trailing	10,88
EPS trailing	2.228
P/B	1,55
Book Value (per share)	15.560
KLGD BQ 30 ngày (cp)	687.373
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	287.876

Diễn biến giá cổ phiếu NT2



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Doanh thu 2026 dự báo tăng 20%, nhờ:** (i) NT2 tiếp tục được giao Qc cao trong bối cảnh điện khí được huy động nhiều hơn khi thời tiết chuyển sang pha trung tính và (ii) Có nguồn cung khí ổn định từ hợp đồng với GAS, bên cạnh đó áp lực cạnh tranh nguồn khí giảm do nhà máy Phú Mỹ 3 và 2.2 phải chuyển sang chạy LNG từ năm 2026.
- **LNST 2026 dự báo tăng 20%:** (i) BLNG tăng khi giá CGM trong 2026 cao hơn; (ii) Chi phí khấu hao và lãi vay tiếp tục giảm – NT2 đã trả hết nợ vay dài hạn; (iii) Ghi nhận ~100 tỷ từ chênh lệch tỷ giá – tương đương ~20% LNST năm 2025.
- **Cổ tức ổn định qua các năm phù hợp cho mục tiêu phòng thủ, ưu tiên dòng tiền ổn định**. Từ 2020 đến nay NT2 duy trì tra cổ tức tiền mặt ổn định qua các năm ~1.500 VND/cp (tỷ suất lợi nhuận ~6,6% ở mức giá tại thời điểm 15/12/2025).

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	5.944	7.220	8.664
Lợi nhuận gộp	52	754	953
Chi phí tài chính	39	59	71
Doanh thu tài chính	100	137	118
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý	81	54	65
LNST	**83**	**755**	**906**

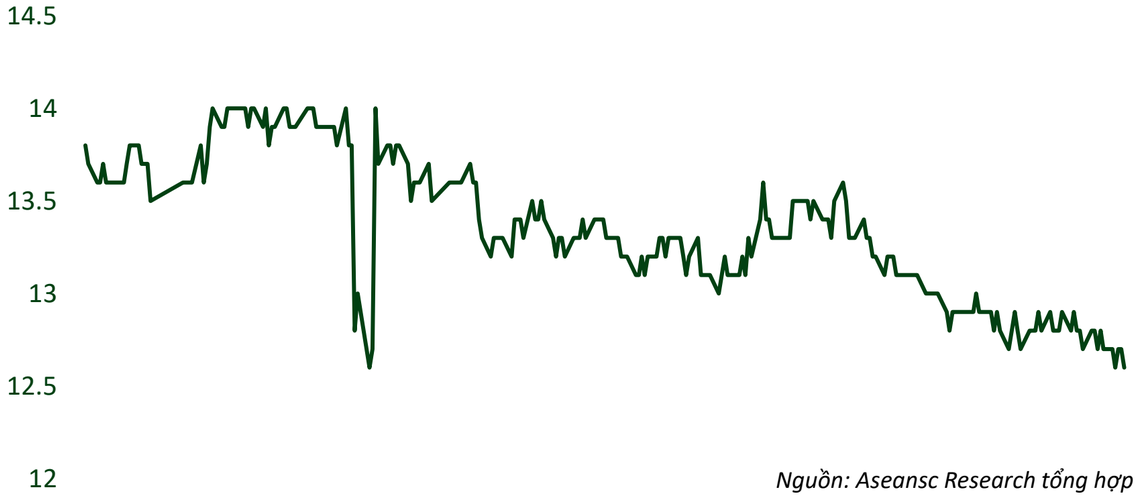
CTCP NHIỆT ĐIỆN QUẢNG NINH (UPCOM: QTP)

MÃ CỔ PHIẾU: QTP

KHUYẾN NGHỊ: [THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**12.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	12.600
Thay đổi	**-5%**
Vốn hóa (tỷ VND)	5.670
PE trailing	9,67
EPS trailing	1.292
P/B	11,06
Book Value (per share)	11.756
KLGD BQ 30 ngày (cp)	124.932
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	450

Diễn biến giá cổ phiếu QTP



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Triển vọng 2026 tích cực nhờ tiêu thụ điện toàn quốc tăng trưởng cao và nhu cầu cho điện than cũng cao** hơn trong bối cảnh thời tiết chuyển từ pha La Nina mạnh sang pha trung tính. Cụ thể, nhu cầu điện toàn quốc được kỳ vọng tăng khoảng 11–12%, phục vụ tăng trưởng kinh tế và kéo theo tiêu thụ điện dân cư phục hồi rõ rệt trong các tháng cao điểm nắng nóng.
- **Lợi suất cổ tức tương đối hấp dẫn, phù hợp cho chiến lược phòng thủ**. QTP đang được giao dịch ở 12.700 VND/cp với khối lượng giao dịch thấp; cổ tức tiền mặt ~1.200 VND/cp (tỷ suất sinh lời 10%/năm). Chúng tôi kỳ vọng xu hướng giảm trong năm 2025 của cổ phiếu sẽ kết thúc nhờ kết quả kinh doanh thuận lợi hơn trong 2026 khi thời tiết ở các pha trung tính, El Nino khiến vai trò huy động của điện than trở nên nổi bật hơn.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	11.908	10.716	11.038
Lợi nhuận gộp	824	738	760
Chi phí tài chính	25	14	15
Doanh thu tài chính	7	13	13
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý	115	104	107
LNST	**619**	**568**	**586**

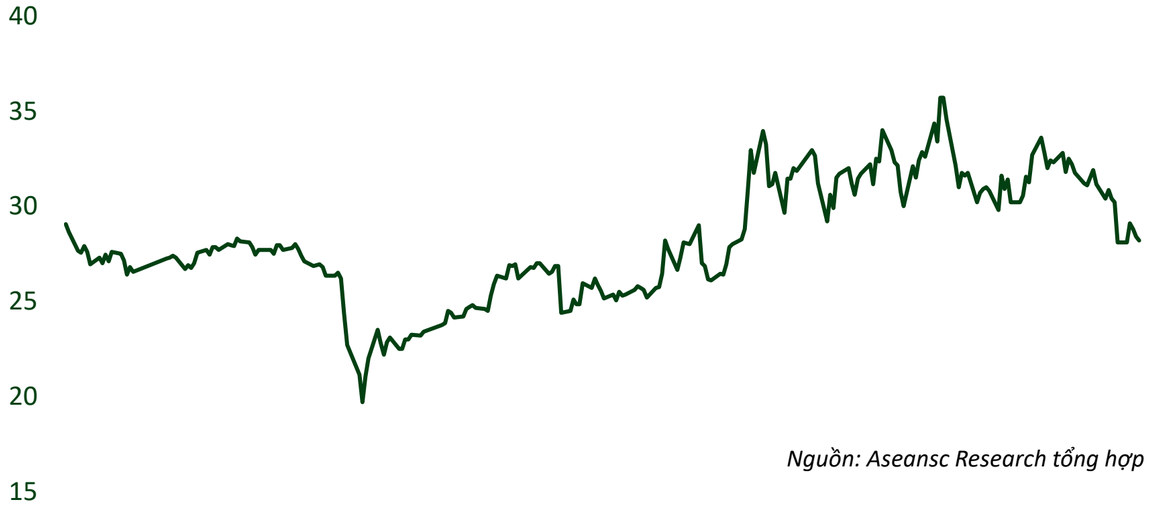
CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HSX: HDG)

MÃ CỔ PHIẾU: HDG

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**36.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	28.950
Thay đổi	+24%
Vốn hóa (tỷ VND)	10.710
PE trailing	17,42
EPS trailing	1.654
P/B	1,32
Book Value (per share)	21.807
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	1,874
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	369.963

Diễn biến giá cổ phiếu HDG



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Lợi nhuận 2026 tăng trưởng cao nhờ bàn giao phần còn lại của dự án Charm Villa.** Kỳ vọng HDG sẽ ghi nhận khoảng 1.000 tỷ lợi nhuận (tương đương 130% lợi nhuận 2025) từ dự án này khi mặt bằng giá bán trong khu vực tăng cao lên mức ~200 VNĐ/m2. Ngược lại, lợi nhuận mảng thủy điện kỳ vọng sẽ giảm nhẹ sau khi đạt đỉnh ở năm 2025 (giai đoạn tình hình thủy văn rất thuận lợi).
- **Dư địa tăng trưởng trung – dài hạn được củng cố nhờ mở rộng danh mục dự án điện và quỹ đất BĐS.** Từ 2027, HDG tiếp tục mở rộng công suất với thủy điện Sơn Linh, Sơn Nham (24MW), điện gió Phước Hữu (50MW) và Bình Gia (80MW). Ở mảng BĐS, các dự án trong quỹ đất gối đầu như 62 Phan Đình Giót, Minh Long, Green Lane được đưa vào danh sách thí điểm theo Nghị quyết 171 và sẽ hoàn thiện pháp lý trong 1–2 năm tới, tạo động lực tăng trưởng cho giai đoạn sau 2028.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	2.718	2.737	3.832
Lợi nhuận gộp	1.591	1.606	2.299
Chi phí tài chính	370	445	624
Doanh thu tài chính	60	63	59
Chi phí bán hàng	4	7	10
Chi phí quản lý	446	283	396
LNST	**447**	**779**	**1.127**

1. Góc nhìn lịch sử ngành điện

1954-1975

- **1954:** Hiệp định Giơ-ne- vơ được ký kết.
- **1955:** Thành lập Cục điện lực.
- **1961:** Xây dựng nhà máy nhiệt điện Uông Bí, công suất 48 MW.
- **1964:** Xây dựng nhà máy thủy điện Thác Bà, công suất 108MW.
- **1964:** Xây dựng nhà máy thủy điện Đa Nhim, công suất 160 MW.

1976-1985

- **1975:** Giải phóng Miền Nam.
- **1979:** Xây dựng tuyến đường dây 220kV đầu tiên của Việt Nam (Hà Đông- Hòa Bình)

1986-1995

- **1992:** Khởi công đường dây 500 kV Bắc – Nam, mạch 1
- **1994:** Khánh thành công trình Thủy điện Hòa Bình, công suất 1,920 MW.
- **1994:** Thành lập Trung tâm Điều độ quốc gia.
- **1994:** Thành lập Tổng công ty Điện Lực Việt Nam.

1996-2005

- **2004:** Luật điện lực chính thức được ban hành
- Hệ thống điện đáp ứng tốc độ tăng trưởng phụ tải cao ở mức 12-15%
- Khánh thành 2 nhà máy thủy điện: Ialy (720MW) và Trị An (400MW)
- Xây dựng Trung tâm điện lực phú mỹ 4,000 MW

2006-2015

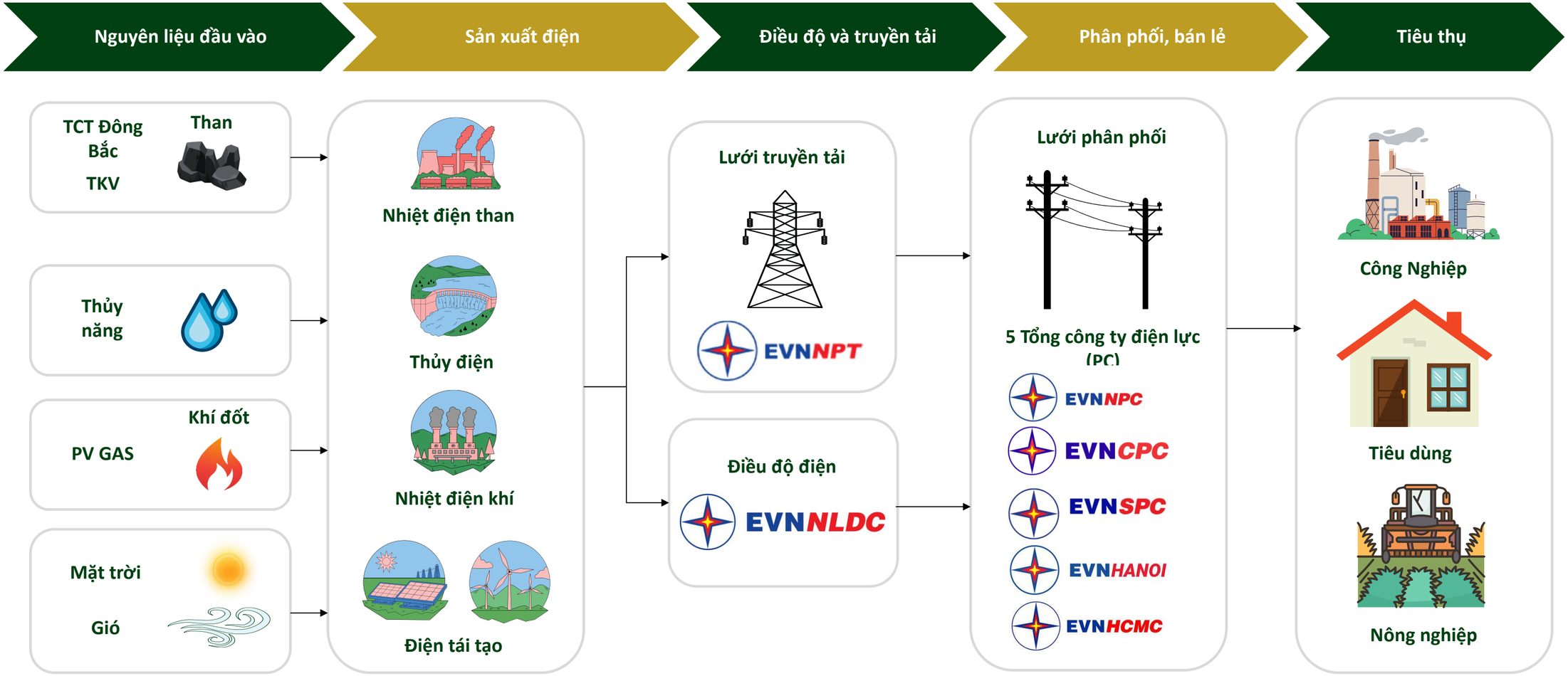
- Xây dựng và khánh thành Thủy điện Sơn La (thủy điện lớn nhất Đông Nam Á)
- Xây dựng và đưa vào vận hành các Trung tâm Điện lực Vĩnh Tân, Duyên Hải, Hải Phòng.

2016-nay

- **2016:** Chính phủ phê duyệt quy hoạch điện VII
- **2023:** Chính phủ phê duyệt quy hoạch điện VIII

Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

2. Chuỗi giá trị ngành điện



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

VII. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH DỆT MAY: XUẤT KHẨU SANG MỸ LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH

NGÀNH DỆT MAY

[KHẢ QUAN]

Dự báo năm 2026:

- Xuất khẩu: **+8% YoY**
- Thị phần tại Mỹ: **+2 bps**
- Biên lợi nhuận gộp: **~10% - 17%** tùy mặt hàng.

Cổ phiếu nổi bật:

TNG [KHẢ QUAN], **MSH** [THEO DÕI], **TCM** [THEO DÕI].

1. Xuất khẩu sang Mỹ tích cực vẫn là động lực tăng trưởng chính

Xuất khẩu sang Mỹ dự báo đạt 19,7 tỷ USD (+9% YoY), nhờ:

1.1. Việt Nam duy trì vị thế quốc gia xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất vào Mỹ

(i) Chịu mức thuế đối ứng thấp hơn giúp Việt Nam hút đơn hàng từ Trung Quốc. Hàng may mặc của Việt Nam chịu thuế đối ứng 20%, thấp hơn đáng kể so với mức 50% của Trung Quốc – đối thủ cạnh tranh chính trong ngành hàng may mặc.

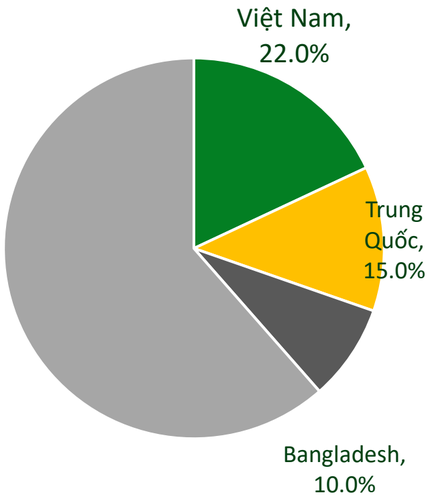
(ii) Mức độ đa dạng hóa sản phẩm cao giúp Việt Nam duy trì lợi thế. *Theo USITC*, Việt Nam có mức độ tập trung sản phẩm là 2,8 (càng thấp thì sản phẩm càng đa dạng), gần tiệm cận với Trung Quốc và tốt hơn đáng kể so với các nước xuất khẩu lớn khác là Bangladesh và Ấn Độ.

1.2. Nhu cầu tại thị trường Mỹ duy trì tăng trưởng ở mức trung bình

(i) Tồn kho quần áo duy trì quanh mức trung bình dài hạn - dù trước đó đã có giai đoạn "tích hàng né thuế";

(ii) Chi tiêu của hộ gia đình duy trì tăng trưởng thúc đẩy các nhãn hàng nhập hàng mới.

Thị phần xuất khẩu vào Mỹ

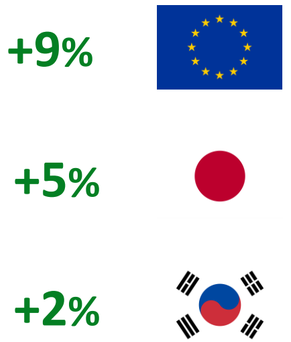


2. Các thị trường EU, Nhật Bản và Hàn Quốc duy trì ổn định

• **Thị trường EU:** KNXK kỳ vọng đạt 5,1 tỷ USD tăng 9% nhờ thuế nhập khẩu với hầu hết các sản phẩm may mặc đã về 0% và nhu cầu tiêu thụ của EU ổn định.

• **Thị trường Nhật Bản:** KNXK kỳ vọng đạt 4,8 tỷ USD tăng 5%, thúc đẩy bởi kinh tế Nhật Bản duy trì tăng trưởng, nhưng bị kìm hãm bởi chính sách "rút dần" các biện pháp kích thích tăng trưởng kinh tế, theo đó khiến các nhãn hàng nhập khẩu chậm lại.

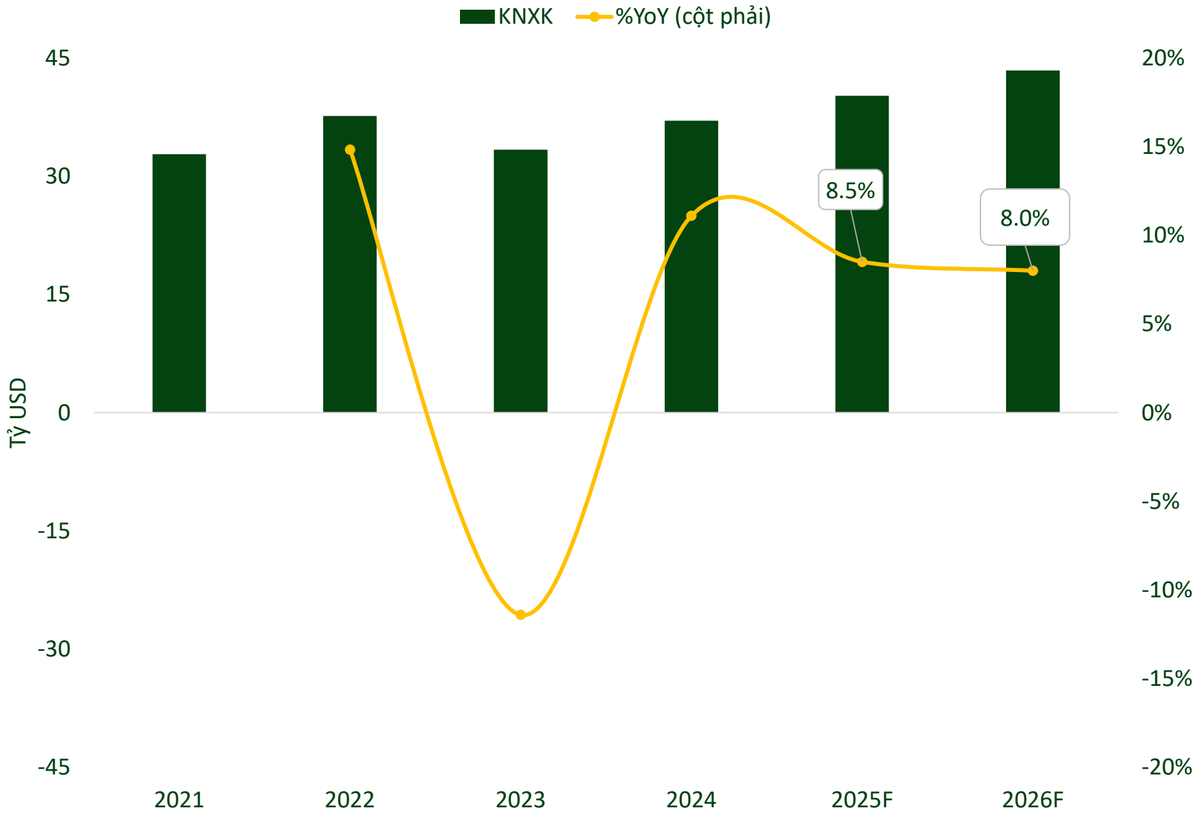
• **Thị trường Hàn Quốc:** KNXK kỳ vọng đạt 3,2 tỷ USD tăng chậm 2%, do tiêu dùng tại thị trường này kém khả quan và cạnh tranh ngành càng gay gắt với Trung Quốc.



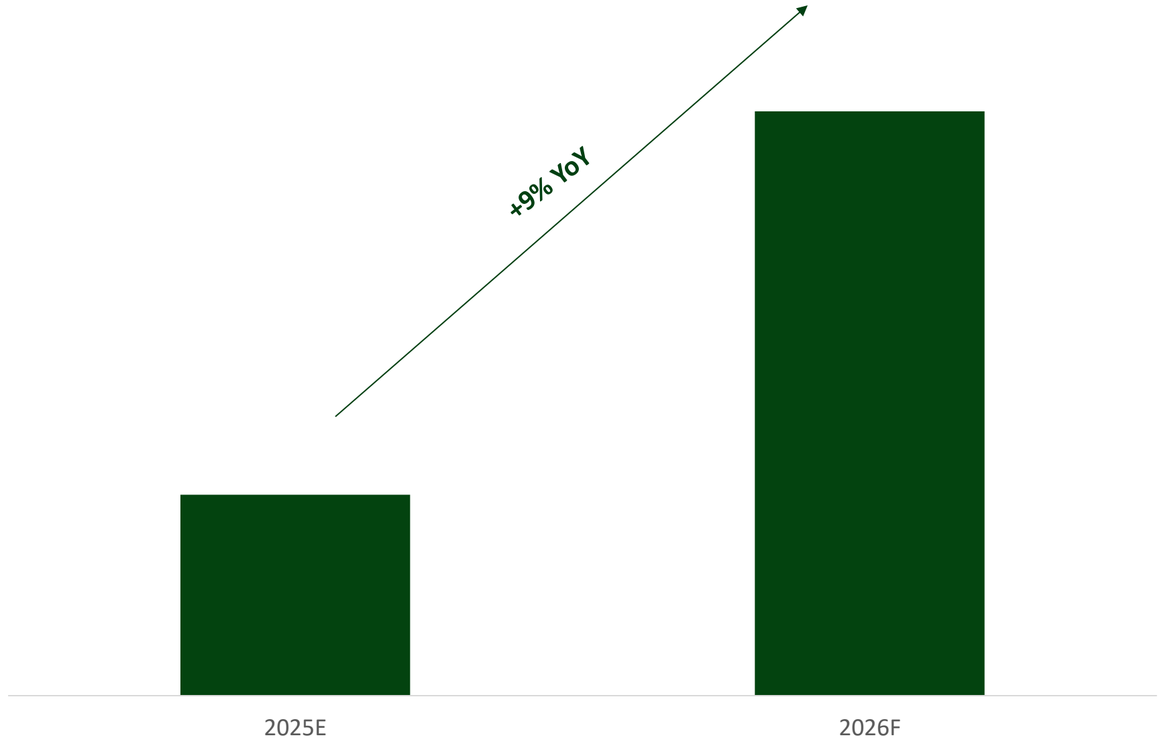
Trong báo cáo này, chúng tôi tập trung vào phân tích mảng may (chiếm tới 80% doanh thu ngành) với chỉ tiêu đại diện là kim ngạch xuất khẩu (KNXK).

- Năm 2025, KNXK dệt may Việt Nam kỳ vọng đạt **40 tỷ USD (+8,5% YoY),** đây là kết quả tích cực trước nhiều biến động trong thương mại toàn cầu, đặc biệt là thuế quan từ Mỹ và Trade War 2.0.

Dự phóng KNXK năm 2026 đạt 43 tỷ USD (+8,0% YoY), dẫn dắt bởi tăng trưởng từ xuất khẩu sang Mỹ (+9% YoY), trong khi các thị trường còn lại kỳ vọng duy trì ổn định (EU +9%, Nhật Bản +5%, Hàn Quốc +2%)



Xuất khẩu sang Mỹ dự báo đạt 19,7 tỷ USD (+9% YoY), nhờ nhu cầu tiêu dùng tăng trưởng và dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam.



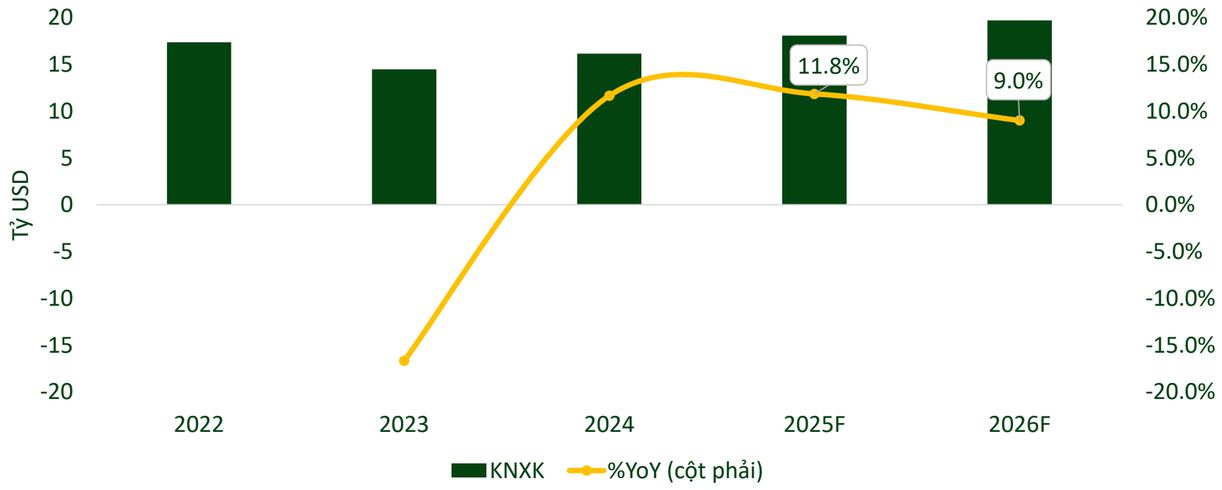
Nguồn: GSO, Aseansc Research

1.1. Việt Nam duy trì vị thế quốc gia xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất vào Mỹ

(i) Chịu mức thuế đối ứng thấp hơn giúp Việt Nam hút đơn hàng từ Trung Quốc

Việt Nam gia tăng đáng kể sức cạnh tranh nhờ mức thuế đối ứng thấp hơn Trung Quốc (đối thủ cạnh tranh chính tại Mỹ) và khả năng sản xuất đa dạng, qua đó trở thành điểm đến hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng khỏi nước này**.** Mức thuế thấp hơn giúp hàng quần áo Việt Nam mở rộng lợi thế cạnh tranh về giá trong khi vẫn đảm bảo về mặt chất lượng và đa dạng sản phẩm. Đến tháng 11/2025, mặt hàng dệt may của Trung Quốc đang phải chịu thuế đối ứng cộng thêm là ~50% - cao hơn rất nhiều so với mức 20% áp dụng với Việt Nam. Bên cạnh đó, môi trường chính trị – kinh tế vĩ mô ổn định cũng củng cố niềm tin của các nhà mua hàng trong việc mở rộng đặt hàng hoặc chuyển bớt đơn khỏi Trung Quốc sang Việt Nam.

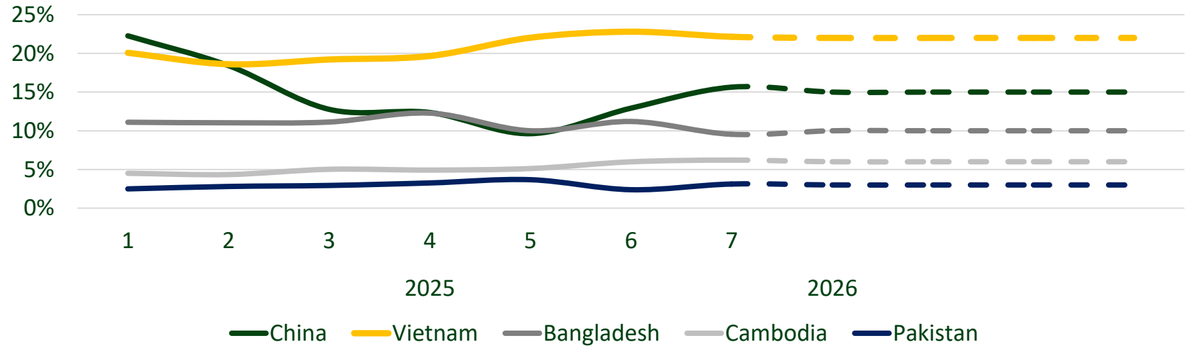
KNXK sang thị trường Mỹ dự báo tăng khá



Nguồn: Aseansc Research

Thị phần xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam vào thị trường Mỹ đã vượt Trung Quốc từ tháng 2, qua đó trở thành quốc gia dẫn đầu trong nhóm các nhà cung ứng lớn. Đến tháng 5, khi xuất hiện thông tin chính thức về chính sách thuế mới, khoảng cách thị phần giữa Việt Nam và Trung Quốc tiếp tục được nới rộng, phản ánh mức độ hưởng lợi rõ rệt của doanh nghiệp Việt. Cập nhật đến tháng 8/2025, thị phần của Việt Nam đạt 22%, trong khi Trung Quốc giảm xuống còn 14% và Bangladesh đứng 3 ở mức 9%, củng cố vị thế dẫn đầu của Việt Nam trong chuỗi cung ứng dệt may vào Mỹ.

Thị phần xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam vào thị trường Mỹ 2026 dự báo tiếp tục vượt Trung Quốc



Nguồn: OTEXA

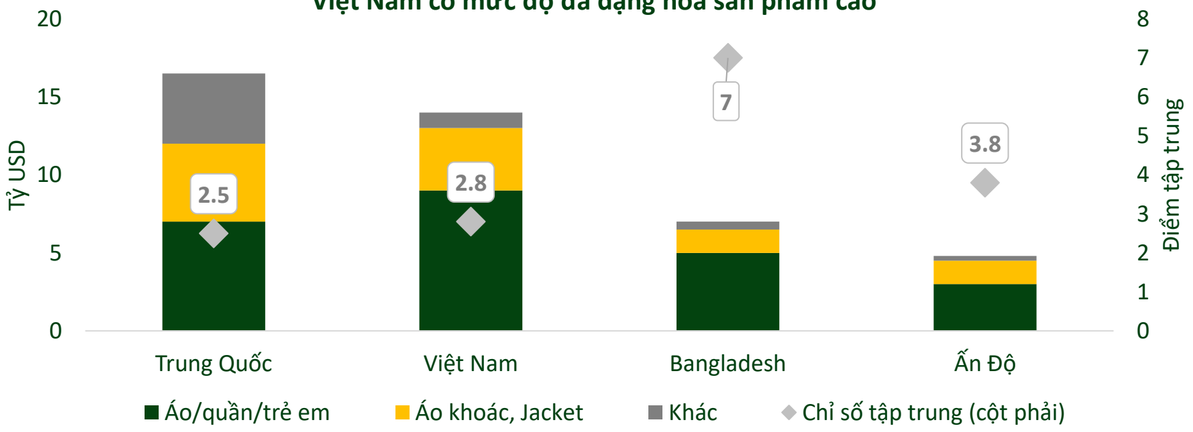
Ngoài ra, Mỹ điều chỉnh giảm thuế với các mặt hàng nông sản từ tháng 10/2025 cho thấy tín hiệu xoay trục trong lập trường của Washington - giảm mức độ căng thẳng thương mại và hỗ trợ ổn định giá cả trong nước. Động thái này mở ra kỳ vọng về việc nới thuế cho mặt hàng may mặc – vốn không phải là mặt hàng mà Mỹ muốn kiểm soát.

1.1. Việt Nam duy trì vị thế quốc gia xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất vào Mỹ

(ii) Mức độ đa dạng hóa sản phẩm cao giúp Việt Nam duy trì lợi thế

Việt Nam sở hữu năng lực sản xuất đa dạng, gần tiệm cận với Trung Quốc, với khả năng cắt may các sản phẩm từ đơn giản đến phức tạp. Khi đánh giá tổng thể các yếu tố tác động lên ngành dệt may, Việt Nam, Trung Quốc và Ấn Độ đạt điểm số tương đương (trong khoảng 25 điểm). Tuy nhiên, xét về mức độ đa dạng sản phẩm, Việt Nam gần tương đồng với với Trung Quốc và vượt trội hơn nhóm Bangladesh, Ấn Độ, do đó khi đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc sang Mỹ, Việt Nam được kỳ vọng hưởng lợi nhiều nhất. *Theo USITC,* chỉ số tập trung sản phẩm dệt may của Việt Nam ở mức 2,8, gần với Trung Quốc (2,5); mức chỉ số thấp hơn phản ánh năng lực đa dạng hóa sản phẩm cao hơn. Bên cạnh đó, Việt Nam có môi trường chính trị - xã hội ổn định, hạn chế rủi ro gián đoạn sản xuất so với các quốc gia cạnh tranh – Việt Nam được đánh giá 3 điểm, cao hơn mức 1,5 của Trung Quốc.

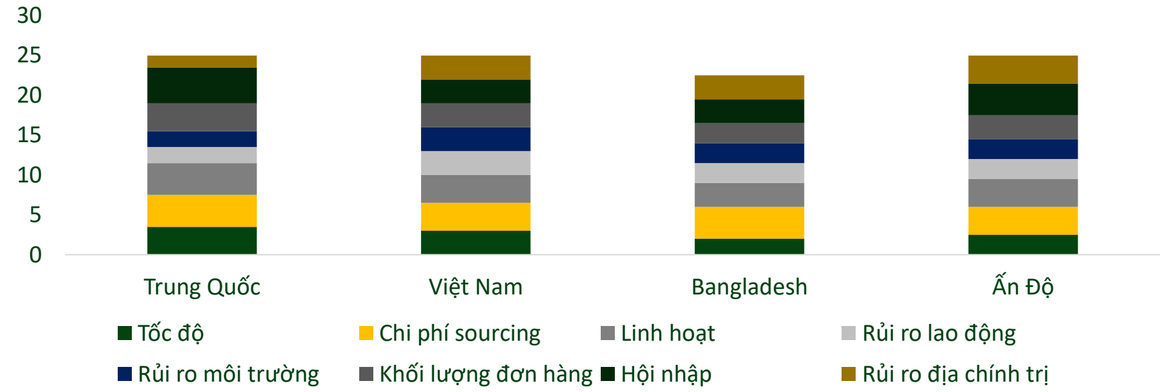
Việt Nam có mức độ đa dạng hóa sản phẩm cao



Nguồn: USITC

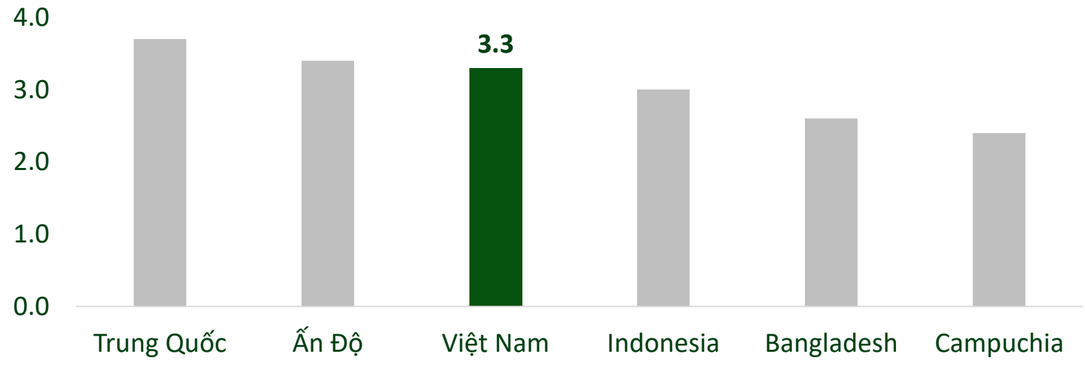
Đồng thời, **hạ tầng logistics và hệ thống cảng biển hiệu quả giúp đảm bảo tiến độ giao hàng**, với chỉ số hiệu quả logistics chỉ thấp hơn Ấn Độ và vượt trội so với Bangladesh, Indonesia và Campuchia.

Tiêu chí lựa chọn nguồn cung hàng may mặc của Mỹ



Nguồn: USFIA

Chỉ số hiệu quả Logistics của Việt Nam ở mức cao



Nguồn: World Bank

1.2. Nhu cầu tại thị trường Mỹ duy trì tăng trưởng ở mức trung bình

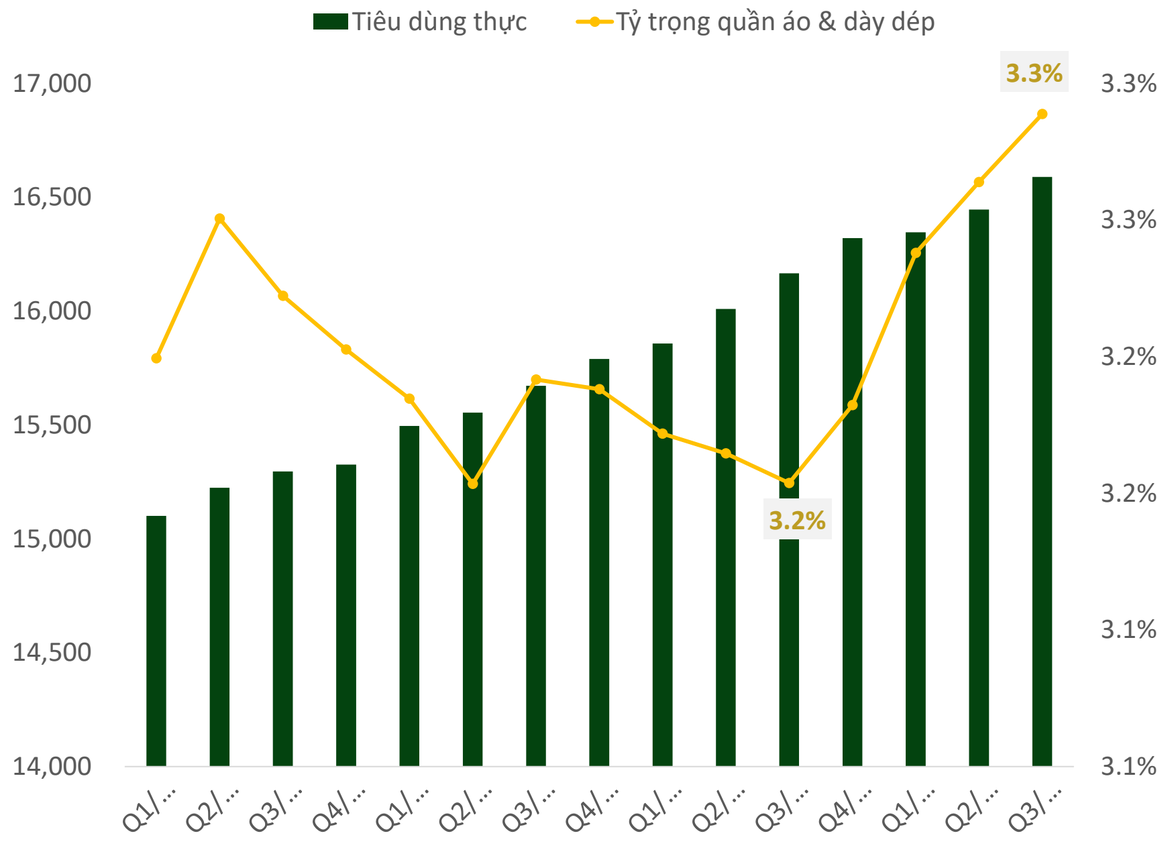
(i) Chi tiêu của hộ gia đình duy trì tăng trưởng thúc đẩy các nhãn hàng nhập hàng mới

Chi tiêu tiêu dùng của Mỹ được dự báo duy trì đà tăng trưởng ở mức trung bình trong năm 2026, mặc dù có nguy cơ chậm lại do tác động từ mức thuế cao hơn, vốn sẽ bắt đầu ảnh hưởng lên chi tiêu của người dân đối với các mặt hàng tiêu dùng. Dù vậy, *theo Conference Board*, thị trường lao động sôi động với tỷ lệ thất nghiệp thấp, tạo nền tảng vững chắc cho thu nhập khả dụng và sức mua của người dân. Bên cạnh đó, triển vọng FED tiếp tục giảm lãi suất sẽ làm giảm chi phí tín dụng và thúc đẩy tiêu dùng. Do những yếu tố này, tiêu dùng thực của người dân Mỹ dự kiến tăng chậm hơn ở 1,7% YoY trong 2026, phản ánh tác động đan xen giữa thị trường lao động vững và chi phí sinh hoạt tăng.

%YoY	2025E				2026F				2027F			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP thực	2,0	2,1	1,9	1,7	2,1	1,5	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	2,1
Thu nhập thực	2,3	3,1	1,7	1,7	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
Tiêu dùng thực	0,6	2,5	2,7	1,3	0,8	1,8	1,9	1,8	1,7	1,9	2,4	2,9

Nguồn: Conference Board, ASEANSC tổng hợp

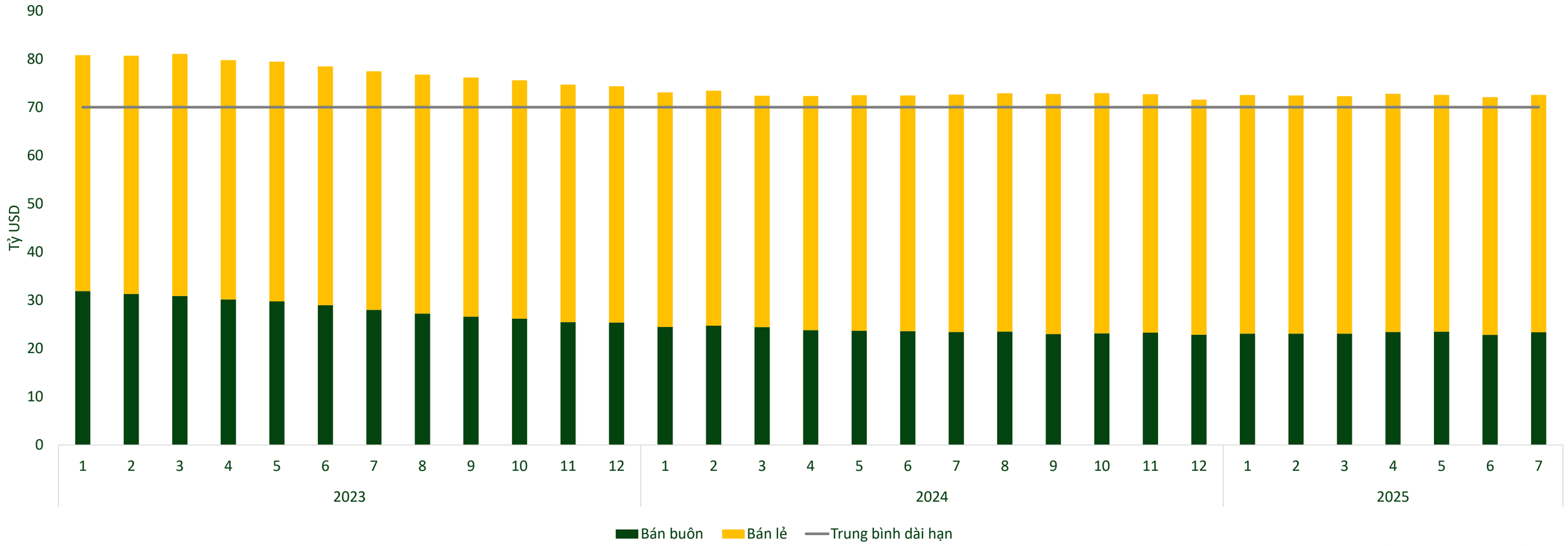
Việc tỷ trọng tiêu dùng quần áo & dày dép tăng ở Q3/25 là tín hiệu thuận cho nhu cầu 2026, nhưng tăng trưởng tuyệt đối vẫn phụ thuộc mạnh vào real income/việc làm và việc áp lực giá có hạ nhiệt như kịch bản Conference Board hay không.



1.2. Nhu cầu tại thị trường Mỹ duy trì tăng trưởng ở mức trung bình

(ii) Tồn kho quần áo duy trì quanh mức cân bằng - dù trước đó đã có giai đoạn "tích hàng né thuế"

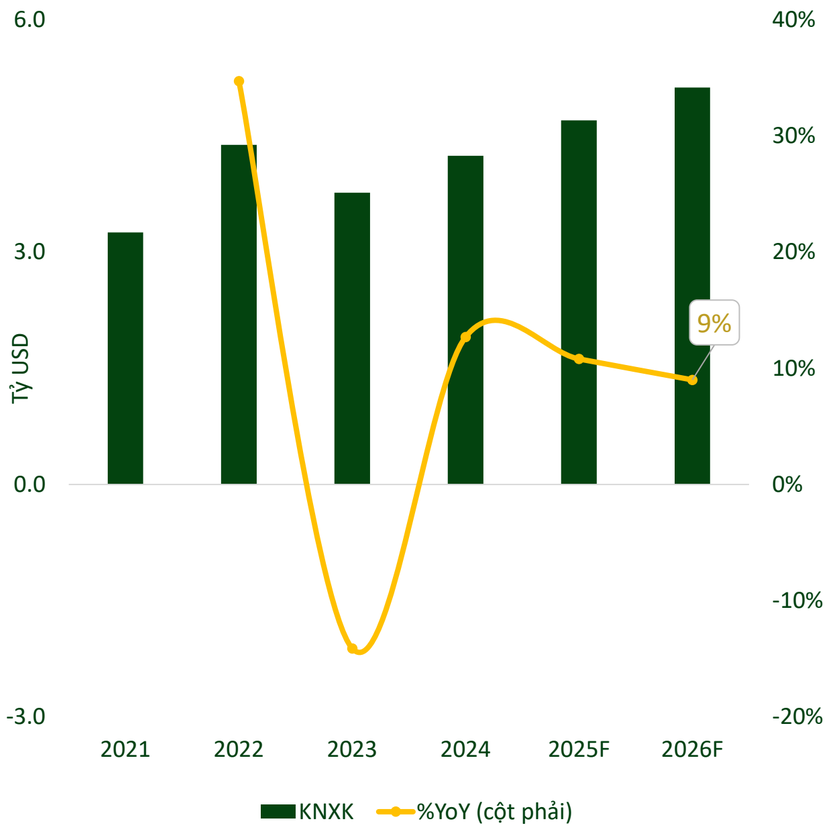
Tồn kho quần áo tại kênh bán buôn và bán lẻ của Mỹ đạt khoảng 72 tỷ USD vào cuối tháng 7, với mức trung bình 10 năm là 70 tỷ USD. Điều này phản ánh nhu cầu tiêu dùng quần áo vẫn ổn định, tạo tiền đề cho các nhà nhập khẩu tiếp tục duy trì mức nhập hàng cao trong quý đầu năm mới.



Nguồn: BEA, ASEANSC tổng hợp

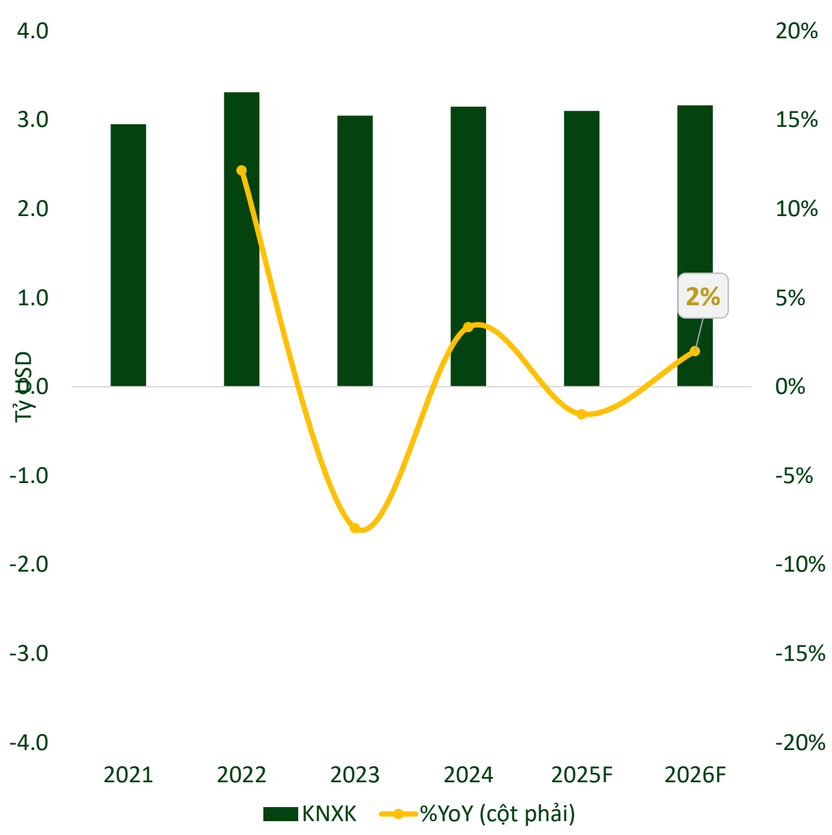
2. CÁC THỊ TRƯỜNG EU, NHẬT BẢN VÀ HÀN QUỐC DUY TRÌ ỔN ĐỊNH

Thị trường EU: KNXK kỳ vọng tăng trưởng +9% YoY (đạt 5,1 tỷ USD), nhờ: (i) Việt Nam tiếp tục hưởng lợi lớn từ EVFTA khi thuế nhập khẩu đã giảm về 0%; và (ii) hỗ trợ bởi thị trường lao động EU ổn định và lạm phát có chiều hướng giảm, qua đó thúc đẩy chi tiêu cho thời trang.



Thị trường Nhật Bản: KNXK kỳ vọng tăng trưởng +5% YoY (đạt 5,1 tỷ USD) nhờ: (i) Kinh tế Nhật Bản duy trì tăng trưởng khi tiếp tục có gói kích thích kinh tế được thực thi và (ii) Căng thẳng địa chính trị giữa Trung Quốc và Nhật Bản vào cuối 2025 có thể tạo động lực chuyển hướng chuỗi cung ứng, giúp hàng may mặc Việt Nam giành lợi thế.

Thị trường Hàn Quốc: KNXK kỳ vọng hồi phục chậm +2% YoY, do: (i) nhu cầu tăng thấp và (ii) Cạnh tranh cao hơn do các quốc gia sản xuất dệt may lớn buộc phải chuyển hướng sang những thị trường như Hàn Quốc để tránh áp lực thuế quan khi xuất khẩu sang Mỹ. Chúng tôi cho rằng, cạnh tranh sẽ gia tăng trong phân khúc đơn giản, dễ gia công – mặt hàng dệt may chủ lực của Việt Nam tại Hàn Quốc.



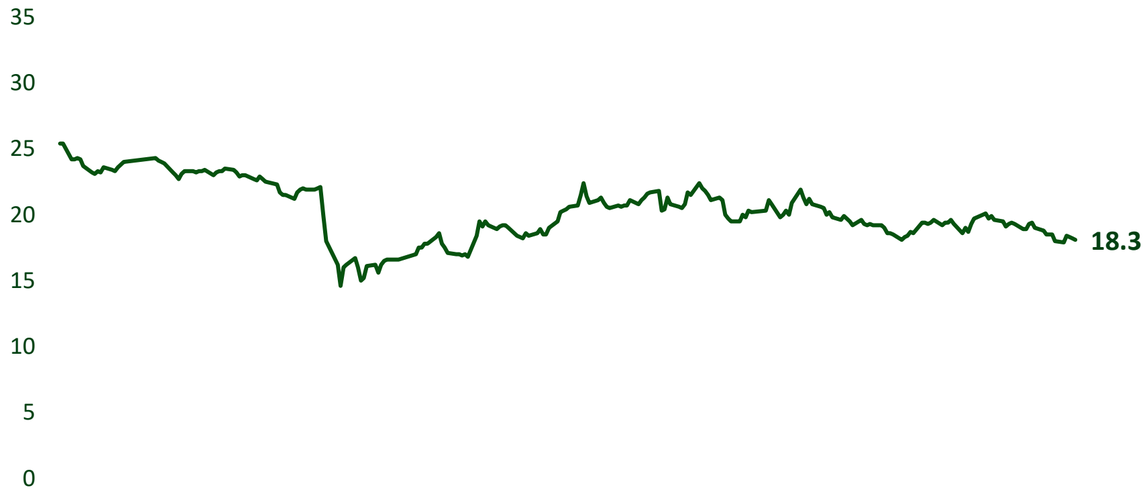
CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG)

MÃ CỔ PHIẾU: TNG

KHUYẾN NGHỊ: [KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**23.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	18.300
Thay đổi	**+26%**
Vốn hóa (tỷ VND)	2.355
PE trailing	6,24
EPS trailing	2.898
P/B	1,14
Book Value (per share)	15.938
KLGD BQ 30 ngày (cp)	597.938
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	122,60

Diễn biến giá cổ phiếu TNG



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận năm 2026 dự báo đạt 365 tỷ đồng (+3% YoY), nhờ:

- **Động lực chủ đạo đến từ Decathlon**, khi khách hàng này tiếp tục nâng quy mô đặt hàng; việc DCL chuyển trung tâm phát triển sản phẩm từ Vũ Hán (Trung Quốc) sang trung tâm của TNG cho thấy mức độ gắn kết ngày càng cao giữa hai bên. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu dùng tại EU duy trì tích cực nhờ lạm phát hạ nhiệt và thu nhập thực cải thiện.
- **Tại thị trường Mỹ, TNG hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng khỏi Trung Quốc** do thuế xuất khẩu quần áo của Trung Quốc vào Mỹ cao gấp 2 lần Việt Nam.

Tuy vậy, tỷ lệ vay nợ cao là yếu tố cần theo dõi do tiềm ẩn rủi ro mất thanh khoản khi khách hàng mất khả năng thanh toán.

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025E	2026F
Doanh thu	7.655	8.500	9.000
Lợi nhuận gộp	1.181	1.200	1.390
Chi phí tài chính	371	412	450
Doanh thu tài chính	125	138	147
Chi phí bán hàng	111	122	130
Chi phí quản lý	424	471	500
LNST	**315**	**356**	**365**

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

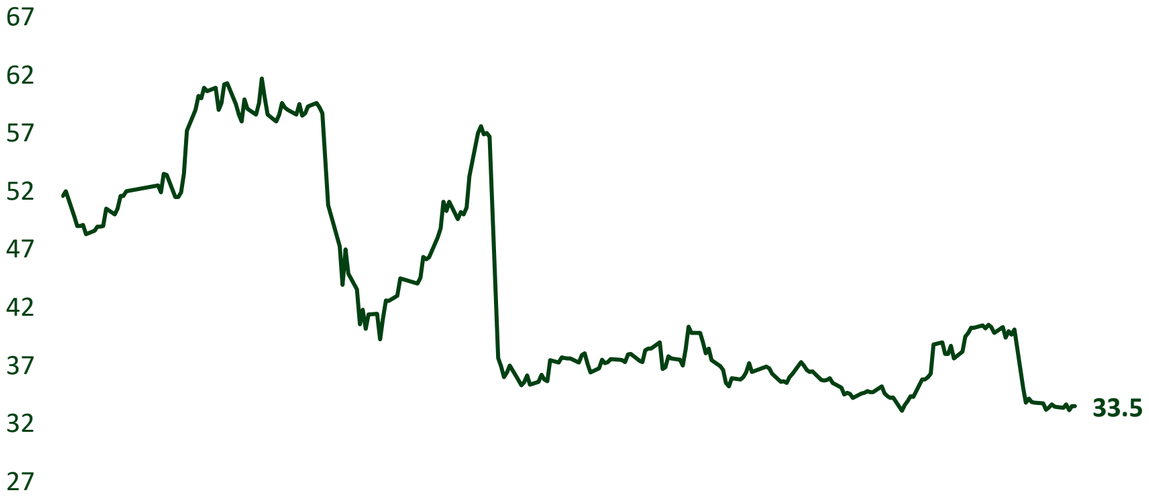
CTCP MAY SÔNG HỒNG (HSX: MSH)

MÃ CỔ PHIẾU: MSH

KHUYẾN NGHỊ: [THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**37.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	33.400
Thay đổi	+11%
Vốn hóa (tỷ VND)	3.758
PE trailing	4,49
EPS trailing	7.466
P/B	1,52
Book Value (per share)	22.039
KLGD BQ 30 ngày (cp)	386.081
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	112,52

Diễn biến giá cổ phiếu MSH



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận năm 2026 dự báo đạt 601 tỷ đồng (+1% YoY), nhờ:

- **Biên lợi nhuận gộp 2026 quay lại mức cao, đạt 20% (+1 bps)**, được hỗ trợ bởi giá bán bình quân tăng khi đơn hàng giá trị cao hồi phục. Đồng thời, công ty không còn phải chịu áp lực giảm giá cho khách hàng như trong thời kỳ khó khăn trước đó.
- **Gia tăng đơn hàng gia công,** hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc do thuế nhập khẩu của Mỹ áp lên Trung Quốc cao gấp đôi Việt Nam.

Tuy nhiên, triển vọng đơn hàng vẫn phụ thuộc lớn vào thị trường Mỹ (90% doanh thu). Tại Mỹ, tiêu thụ quần áo năm 2026 ổn định nhưng khó tăng mạnh, do thuế nhập khẩu cao ảnh hưởng đến sức mua. Thêm nữa rủi ro thuế quan dưới chính quyền Trump tiếp tục là biến số quan trọng cần theo dõi.

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025E	2026F
Doanh thu	5.280	5.285	5.337
Lợi nhuận gộp	830	1.004	1.014
Chi phí tài chính	85	91	93
Doanh thu tài chính	210	221	225
Chi phí bán hàng	137	136	138
Chi phí quản lý	252	252	255
LNST	**442**	**595**	**601**

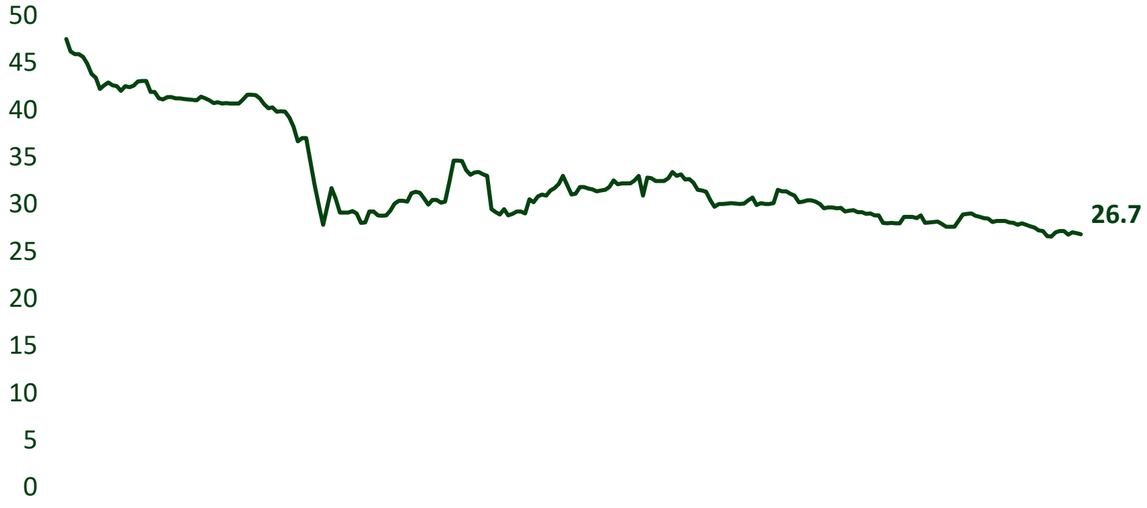
CTCP DỆT MAY – ĐẦU TƯ – THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (HSX: TCM)

MÃ CỔ PHIẾU: TCM

KHUYẾN NGHỊ:
[THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**29.600**
Giá hiện tại (VND/CP)	26.700
Thay đổi	+10%
Vốn hóa (tỷ VND)	3.002
PE trailing	10,57
EPS trailing	2.535
P/B	1,4
Book Value (per share)	21.400
KLGD BQ 30 ngày (cp)	1,071,795
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	112,03

Diễn biến giá cổ phiếu TCM



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LNST năm 2026 dự báo đạt 310 tỷ đồng (+5% YoY), nhờ:

- **Mảng may:** Doanh thu 2026F đạt ~2.700 tỷ đồng (+2,3% YoY), phục hồi chậm do cạnh tranh với Trung Quốc gia tăng tại châu Á và nhu cầu nhập khẩu Mỹ suy yếu. Biên lợi nhuận tiếp tục chịu áp lực từ cạnh tranh giá và chia sẻ chi phí thuế.
- **Mảng vải:** Động lực tăng trưởng chính trong 2026 với doanh thu ~730 tỷ đồng (+7,1% YoY), hưởng lợi từ xu hướng nội địa hóa, giúp tận dụng EVFTA (quy tắc xuất xứ từ vải trở đi) và giảm rủi ro trung chuyển khi xuất khẩu sang Mỹ. Nguồn cung vải trong nước mới đáp ứng ~25% nhu cầu, tạo dư địa mở rộng.
- **Mảng sợi:** Hồi phục nhẹ trong 2026 với doanh thu ~300 tỷ đồng (+6,0% YoY) nhờ hoạt động hạ nguồn Trung Quốc cải thiện; dài hạn chủ yếu đóng vai trò hỗ trợ nội bộ.

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025E	2026F
Doanh thu	3.810	3.711	3.896
Lợi nhuận gộp	616	609	639
Chi phí tài chính	64	70	74
Doanh thu tài chính	91	104	97
Chi phí bán hàng	154	136	139
Chi phí quản lý	149	136	142
LNST	**278**	**296**	**310**

1. Lịch sử hình thành và phát triển ngành Dệt may Việt Nam

Giai đoạn trước năm 1998

Giai đoạn hình thành và định hình

Ngành dệt may Việt Nam ở giai đoạn này chủ yếu mang tính chất tự cung tự cấp, sản xuất nhỏ lẻ, thủ công.Thiếu sự liên kết chuỗi giá trị, chủ yếu làm hàng gia công đơn giản. Công nghệ, kỹ thuật còn lạc hậu, thị trường tiêu thụ hạn chế, chưa tham gia sâu vào chuỗi cung ứng toàn cầu.

Giai đoạn từ năm 1998 đến 2010

Giai đoạn phát triển mạnh mẽ

Đây là thời kỳ mở rộng hợp tác đầu tư và thương mại quốc tế, đặc biệt sau khi Việt Nam gia nhập WTO (2007).Kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may tăng nhanh, trở thành ngành xuất khẩu lớn thứ 2 cả nước. Doanh nghiệp FDI đóng vai trò chủ đạo: chiếm ~25% số lượng DN nhưng đóng góp hơn 60% kim ngạch xuất khẩu.Tuy nhiên, giá trị gia tăng thấp, DN Việt Nam chỉ hưởng lợi khoảng 3% tổng quy mô xuất khẩu, chủ yếu làm CMT (Cut - Make - Trim).

Giai đoạn từ 2010 đến 2018

Giai đoạn hiện đại

Phát triển theo chiều sâu: bắt đầu chuyển sang hình thức FOB, ODM, nhưng tỷ lệ vẫn còn thấp. Hạn chế lớn: thiếu khâu dệt nhuộm và nguyên liệu đầu vào => phải nhập khẩu 65–70% vải để phục vụ ngành may mặc. Tham gia chuỗi giá trị toàn cầu chủ yếu ở khâu thấp, phụ thuộc lớn vào nhập khẩu nguyên liệu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan. Đang có xu hướng đón làn sóng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc nhờ chi phí lao động thấp hơn và các hiệp định thương mại tự do.

Giai đoạn từ 2019 đến nay

Giai đoạn biến động

Tăng trưởng chậm lại do tác động kép từ đại dịch COVID-19, lạm phát toàn cầu, suy giảm nhu cầu tại các thị trường lớn (Mỹ, EU), cùng với bất ổn địa chính trị và gián đoạn chuỗi cung ứng. Cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các quốc gia xuất khẩu dệt may khác như Bangladesh, Ấn Độ, Campuchia… với lợi thế thuế quan và năng lực sản xuất nội địa ngày càng cải thiện. Công nghiệp nguyên phụ liệu vẫn phát triển chậm.

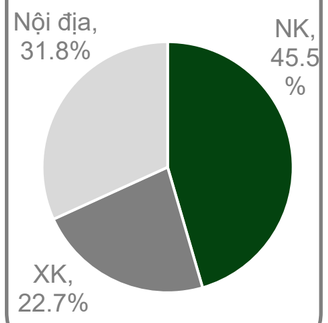
Nguồn: ASEANSC tổng hợp

2. Chuỗi giá trị ngành

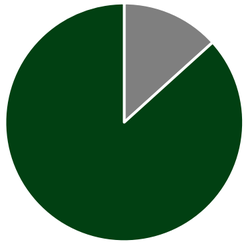
BÔNG → SỢI → VẢI → MAY → PHÂN PHỐI

99% bông nhập khẩu sử dụng để sản xuất sợi

2,2 triệu tấn



Nhu cầu 6 tỷ m2



Thương hiệu | Thiết kế | Tự chủ NVL | Gia công | Phân phối

Các phương thức xuất khẩu ngành may

- CMT 65%
- OEM/FOB 25%
- ODM 9%
- OBM 1%

THƯỢNG NGUỒN

- STK (Sợi Thế Kỷ) – sợi tổng hợp (polyester/filament), định hướng “xanh” (tái chế).
- ADS (Sợi Damsan) – sợi cotton/pha, năng lực sợi lớn.
- TCM (Dệt may Thành Công) – có mảng sợi, cung ứng nội bộ cho chuỗi.
- VGT (Vinatex) – hệ sinh thái sợi (nhiều đơn vị thành viên), quy mô ngành lớn.

TRUNG NGUỒN

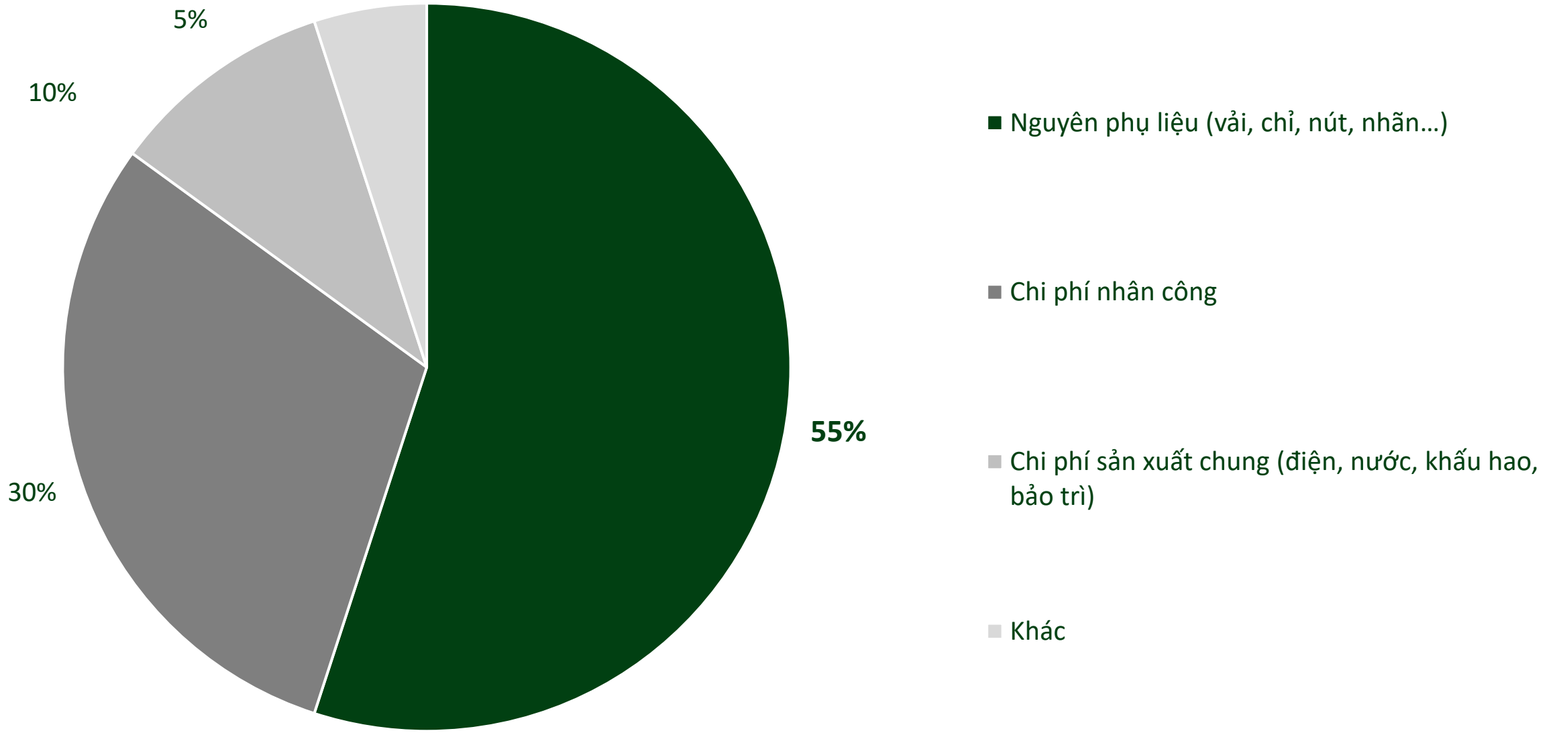
- TCM - mạnh ở vải dệt kim, nhuộm.
- VGT – có cụm doanh nghiệp thành viên ở dệt–nhuộm–vải.

HẠ NGUỒN

- MSH (May Sông Hồng) – may xuất khẩu quy mô lớn.
- TNG (TNG) – may xuất khẩu, nhiều khách hàng quốc tế.
- VGG (Việt Tiến) – may, thương hiệu nội địa mạnh.
- M10 (May 10) – may, kênh nội địa/đồng phục.

2. Chuỗi giá trị ngành – Đầu vào: Vải may và nhân công là chi phí sản xuất chính (85% tổng chi phí nguyên vật liệu)

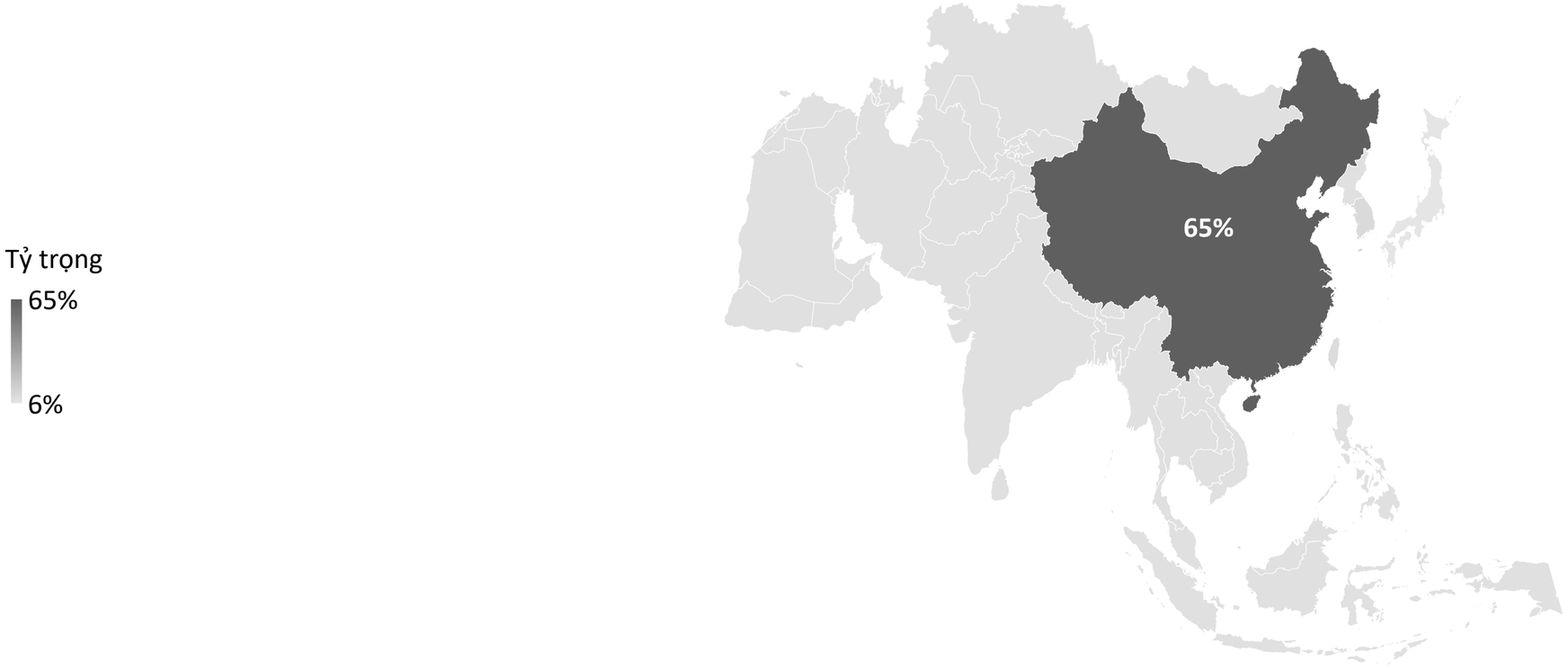
Chi phí đầu vào của một sản phẩm may mặc tại Việt Nam chủ yếu tập trung vào nguyên phụ liệu và nhân công. Cụ thể, chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 55% (vải, chỉ, phụ liệu...), trong đó vải chiếm 50%, 5% còn lại là các phụ liệu khác. Chi phí nhân khoảng 30%. Bên cạnh đó, chi phí sản xuất chung như điện, nước, khấu hao máy móc chiếm khoảng 10%. Cơ cấu chi phí này cho thấy biên lợi nhuận của ngành phụ thuộc nhiều vào khả năng kiểm soát giá nguyên liệu và nâng cao năng suất lao động.



Nguồn: ASEANSC tổng hợp

2. Chuỗi giá trị ngành – Đầu vào: 65% vải may nhập từ Trung Quốc

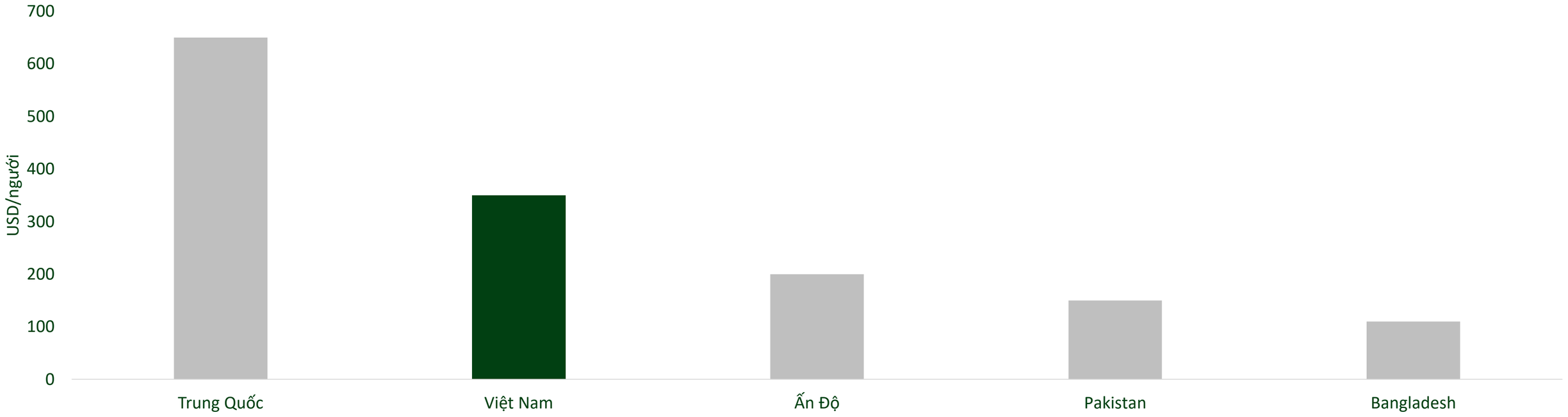
- Trung Quốc vẫn là nguồn chính cung cấp nhập khẩu vải (chiếm hơn 2/3 tổng lượng) hiện vẫn áp đảo.
- Các nguồn từ Hàn Quốc, Đài Loan, Nhật Bản đóng góp tỷ trọng từ 4 đến 11 %, chủ yếu là vải đặc thù như dệt kim, polyester cao cấp.
- Nhập khẩu từ Thái Lan, Malaysia, Ấn Độ, EU, Mỹ tuy nhỏ lẻ từng phần, nhưng có xu hướng tăng và thể hiện đa dạng hóa nguồn nguyên liệu.
- Sản lượng vải trong nước chỉ đáp ứng được 25–35 % nhu cầu, tương đương sản lượng 3,2 tỷ mét trong tổng nhu cầu hơn 9 tỷ mét/năm .



2. Chuỗi giá trị ngành – Đầu vào: Chi phí nhân công ở mức cao

- Chi phí nhân công trong ngành dệt may của Việt Nam hiện tương đối cao so với các quốc gia sản xuất khác trong khu vực, chỉ đứng sau Trung Quốc. Mức lương trung bình của công nhân Việt Nam đã vượt xa Bangladesh, Pakistan và thậm chí một số vùng của Ấn Độ, chủ yếu nhờ tay nghề cao hơn và năng suất lao động ổn định.
- Tuy nhiên, xu hướng tăng lương tối thiểu định kỳ cùng với áp lực cải thiện điều kiện lao động khiến chi phí nhân công tại Việt Nam tiếp tục leo thang trong dài hạn. Điều này đặt ra thách thức lớn cho sức cạnh tranh của ngành, đặc biệt khi nhiều đơn hàng có xu hướng dịch chuyển sang các thị trường chi phí thấp hơn. Nếu không có chiến lược nâng cao giá trị gia tăng và tự động hóa, ngành dệt may Việt Nam có nguy cơ bị giảm sức hút trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

Lương tháng trung bình của công nhân may

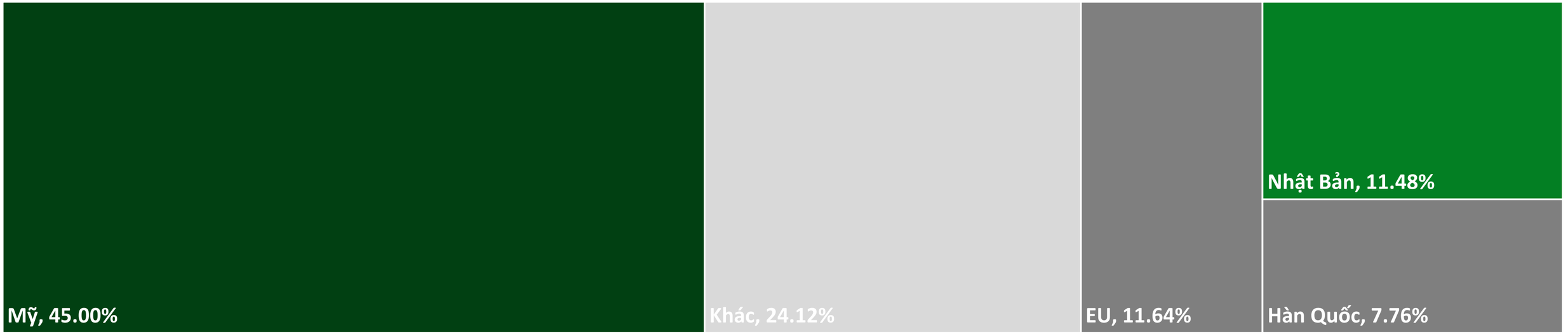


Nguồn: ASEANSC tổng hợp

2. Chuỗi giá trị ngành – Đầu ra: Thị trường xuất khẩu chính - Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc là các thị trường chính

- **Cơ cấu thị trường xuất khẩu dệt may của Việt Nam hiện nay phụ thuộc lớn vào một số thị trường chủ chốt,** trong đó Mỹ chiếm tỷ trọng vượt trội (~44%), tiếp theo là Nhật Bản, EU, Hàn Quốc và Trung Quốc. Sự phụ thuộc vào các thị trường truyền thống khiến ngành dễ bị ảnh hưởng khi xảy ra biến động kinh tế, chính trị hoặc thay đổi chính sách thương mại tại các quốc gia này.
- Trong khi đó, thị trường các nước thuộc khối CPTPP đang dần mở rộng, đóng góp khoảng 18% tổng kim ngạch xuất khẩu, cho thấy tiềm năng tăng trưởng nếu được khai thác hiệu quả.
- Tuy nhiên, việc đa dạng hóa thị trường vẫn còn chậm, và xuất khẩu sang các thị trường mới nổi (như Trung Đông, châu Phi, Nam Mỹ) chưa đáng kể. Điều này đặt ra yêu cầu cấp thiết cho ngành trong việc mở rộng thị trường, giảm rủi ro tập trung và tận dụng hiệu quả các hiệp định thương mại tự do.

Cơ cấu xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam

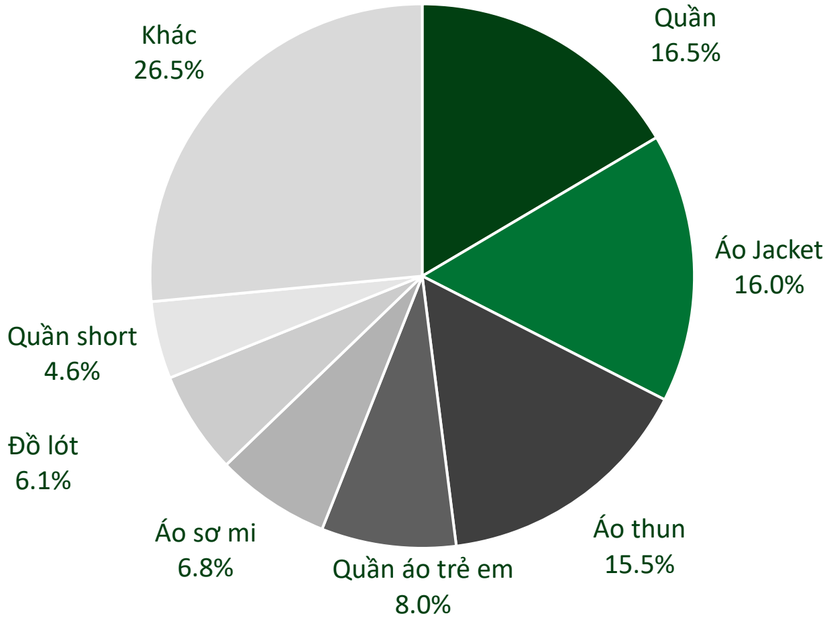


Nguồn: ASEANSC tổng hợp

2. Chuỗi giá trị ngành – Đầu ra: Mặt hàng xuất khẩu chính

- **Cơ cấu mặt hàng xuất khẩu may mặc của Việt Nam hiện nghiêng nhiều về các sản phẩm phổ thông,** có tính ứng dụng cao trong đời sống hàng ngày như: quần dài (chiếm 16,5%), áo khoác (16%), áo thun (15,5%), quần áo trẻ em (8%), áo sơ mi (6,8%), đồ lót (6,1%) và quần short (4,6%).
- Trong vòng 5 năm gần đây, giá trị xuất khẩu nhóm hàng quần áo thể thao ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể, phản ánh xu hướng tiêu dùng mới khi người dân ngày càng quan tâm đến sức khỏe và tích cực tham gia các hoạt động thể thao.
- Tổng thể, cơ cấu xuất khẩu còn phụ thuộc vào một số ít thị trường lớn, chưa đa dạng hóa đầy đủ về cả khu vực địa lý lẫn chủng loại sản phẩm. Trong bối cảnh cạnh tranh toàn cầu gia tăng và xu hướng bảo hộ thương mại, việc nâng cấp chuỗi giá trị, chuyển dịch sang ODM/OBM và mở rộng thị trường mới là cần thiết để tăng tính bền vững trong dài hạn.

Cơ cấu chủng loại hàng may mặc xuất khẩu Việt Nam



Nguồn: ASEANSC tổng hợp

3. Môi trường kinh doanh

Cạnh tranh trong ngành

Cao

Rào cản gia nhập ngành

Thấp

Áp lực từ sản phẩm thay thế

Thấp

Áp lực từ nhà cung cấp

Trung bình

Áp lực từ khách hàng

Cao

Chúng tôi sử dụng **mô hình 05 yếu tố cạnh tranh của Michael Porter** để làm rõ mức độ cạnh tranh trong ngành dệt may Việt Nam. Kết quả cho thấy, ngành dệt may Việt Nam có mức độ cạnh tranh **Cao.**

Nguồn: Aseansc Research

4. Phân tích SWOT

ĐIỂM MẠNH (S)

1. Vị trí địa lý vô cùng thuận lợi cho việc giao thương quốc tế.

2. Cơ cấu dân số trẻ và dồi dào.

3. Cơ sở hạ tầng ngày càng được cải thiện.

4. Chính phủ có nhiều chính sách hỗ trợ, khuyến khích đầu tư vào ngành dệt may.

CƠ HỘI

1. Tham gia vào các hiệp định thương mại tự do tạo lợi thế xuất khẩu cho Việt Nam.

2. Chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu là cơ hội để thu hút đầu tư vào ngành dệt may.

3. Chuyển đổi số và chuyển đổi xanh mang lại nhiều lợi ích cho ngành dệt may Việt Nam.

ĐIỂM YẾU

1. Ngành công nghiệp phụ trợ chưa phát triển.

2. Năng lực thiết kế và sáng tạo còn hạn chế.

3. Năng suất lao động thấp.

THÁCH THỨC

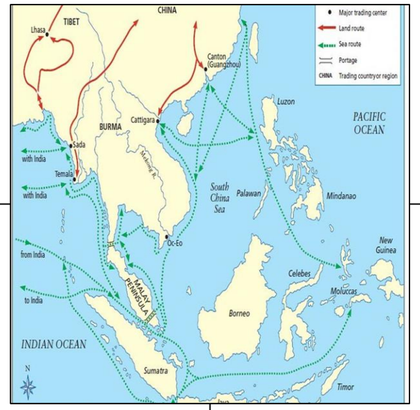
1. Chi phí nhân công rẻ sẽ sớm không còn là lợi thế của Dệt may Việt Nam.

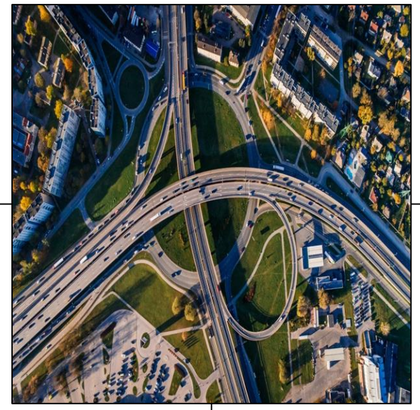
2. Các rào cản thương mại gây khó khăn cho xuất khẩu dệt may Việt Nam.

Nguồn: Aseansc Research

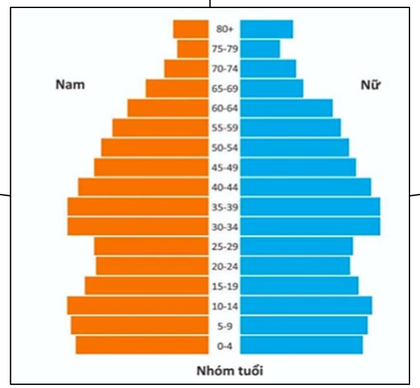
4. Phân tích SWOT – Điểm mạnh (S)

1. Vị trí địa lý vô cùng thuận lợi cho việc giao thương quốc tế. Việt Nam nằm ở rìa phía Đông bán đảo Đông Dương, trung tâm khu vực Đông Nam Á, gần trung tâm châu Á - Thái Bình Dương, tiếp giáp nhiều tuyến đường hàng hải quốc tế quan trọng như: (i) Tuyến đường hàng hải số 1 (Nối liền châu Âu và châu Á), (ii) Tuyến đường hàng hải số 2 (Nối liền châu Âu và châu Á - Úc), (iii) Tuyến đường hàng hải số 3 (Nối liền châu Á và châu Mỹ), và (iv) Tuyến đường hàng hải số 4 (Nối liền châu Á và châu Phi).





2. Cơ cấu dân số trẻ và dồi dào. Việt Nam là quốc gia đông dân thứ ba trong khu vực Đông Nam Á, và đứng thứ 15 trên thế giới, với dân số hơn 101 triệu người (năm 2024). Trong đó, nhóm dân số trong độ tuổi từ 15-59 tuổi chiếm 62,2%.



3. Hạ tầng giao thông ngày càng hoàn thiện, gồm: (i) mạng lưới đường bộ được mở rộng với nhiều tuyến cao tốc hiện đại như Hà Nội – Hải Phòng, TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây; (ii) đường sắt đô thị đang được triển khai tại Hà Nội và TP.HCM; (iii) hệ thống cảng biển phát triển với các cảng lớn như Cái Mép – Thị Vải, Sài Gòn, Cái Lân; (iv) các sân bay quốc tế như Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng được nâng cấp và mở rộng.

4. Chính phủ ban hành nhiều chính sách hỗ trợ ngành dệt may, bao gồm: ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế xuất nhập khẩu; cung cấp tín dụng ưu đãi và hỗ trợ lãi suất vay cho doanh nghiệp đầu tư, đổi mới công nghệ và xuất khẩu; hỗ trợ đào tạo nhân lực thông qua các chương trình nghề và đại học chuyên ngành; đẩy mạnh xúc tiến thương mại bằng việc hỗ trợ tham gia hội chợ; đồng thời hỗ trợ doanh nghiệp áp dụng tiêu chuẩn quốc tế, đầu tư hệ thống xử lý môi trường.

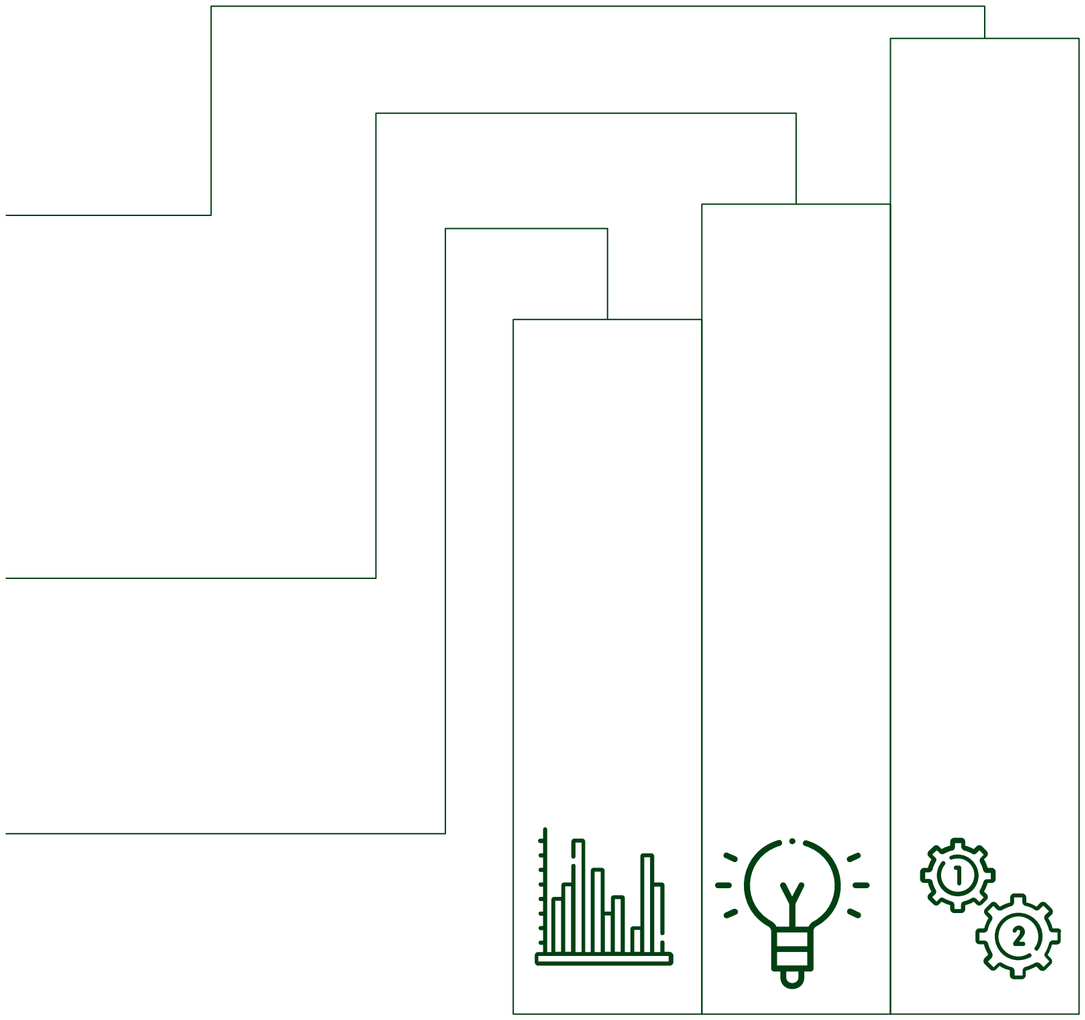
Nguồn: Aseansc Research

4. Phân tích SWOT – Điểm yếu (W)

- **Ngành công nghiệp phụ trợ chưa phát triển**: Ngành dệt may Việt Nam hiện vẫn phụ thuộc lớn vào nhập khẩu trong khâu đầu vào. Cụ thể, phần lớn máy móc, thiết bị sản xuất phải nhập từ các thị trường như Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc và châu Âu. Về nguyên liệu, khoảng 99% sợi bông sản xuất trong nước là từ nhập khẩu, cùng với 80% nhu cầu sợi Polyester và 75% nhu cầu vải cũng phụ thuộc nguồn cung bên ngoài. Điều này làm gia tăng rủi ro chuỗi cung ứng và làm giảm khả năng chủ động trong hoạt động sản xuất.

- **Năng lực thiết kế và đổi mới còn hạn chế:** Khả năng sáng tạo và thiết kế trong ngành vẫn chưa đáp ứng yêu cầu chuyển dịch lên các phân khúc có giá trị gia tăng cao. Theo số liệu từ Hiệp hội Dệt may Việt Nam (Vitas), tỷ lệ nội địa hóa trong thiết kế thời trang mới chỉ đạt khoảng 20%. Nghiên cứu từ Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương cũng cho thấy chỉ khoảng 30% doanh nghiệp thiết kế trong nước được đánh giá có năng lực tốt. Đây là điểm nghẽn lớn nếu Việt Nam muốn phát triển theo mô hình ODM/OBM thay vì gia công (CM) như hiện tại.

- **Năng suất lao động còn thấp:** Năng suất lao động trong ngành dệt may Việt Nam vẫn ở mức thấp so với mặt bằng khu vực. Theo Ngân hàng Thế giới, năng suất bình quân đạt khoảng 12.700 USD/lao động/năm, thấp hơn nhiều so với Trung Quốc (25.000 USD), Thái Lan (28.000 USD) và đặc biệt là Singapore (80.000 USD). Mức năng suất thấp kéo theo hiệu quả sử dụng vốn và biên lợi nhuận hạn chế, làm giảm sức cạnh tranh về dài hạn nếu không có sự cải thiện đáng kể về công nghệ và đào tạo nhân lực.



Nguồn: Aseansc Research

4. Phân tích SWOT – Cơ hội (O)

CƠ HỘI

FTA

Ngành dệt may Việt Nam đang hưởng lợi lớn từ việc tham gia nhiều FTA, với các ưu đãi thuế quan giúp mở rộng thị trường và nâng cao sức cạnh tranh. Năm 2025 và về sau, nhiều mặt hàng dệt may hưởng thuế 0% khi xuất sang EU theo EVFTA, trong khi CPTPP tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu sang Canada, Mexico và Nhật Bản.

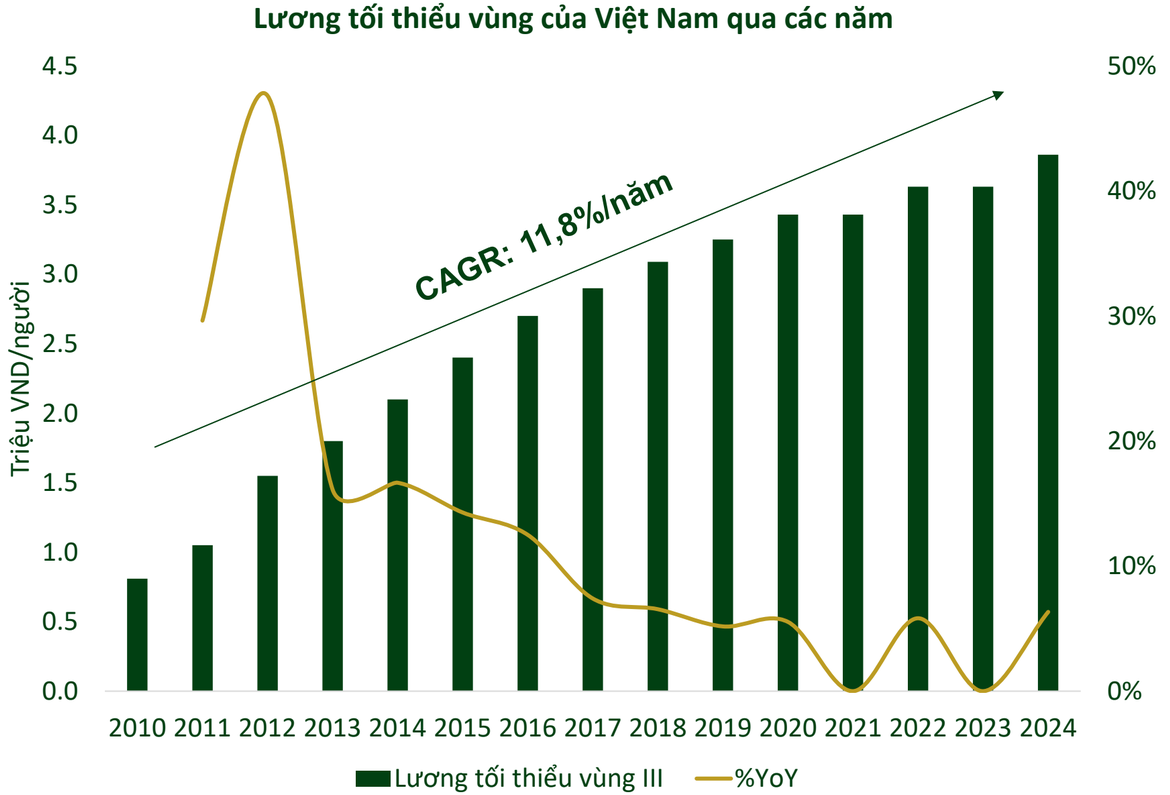
Chuyển dịch sản xuất

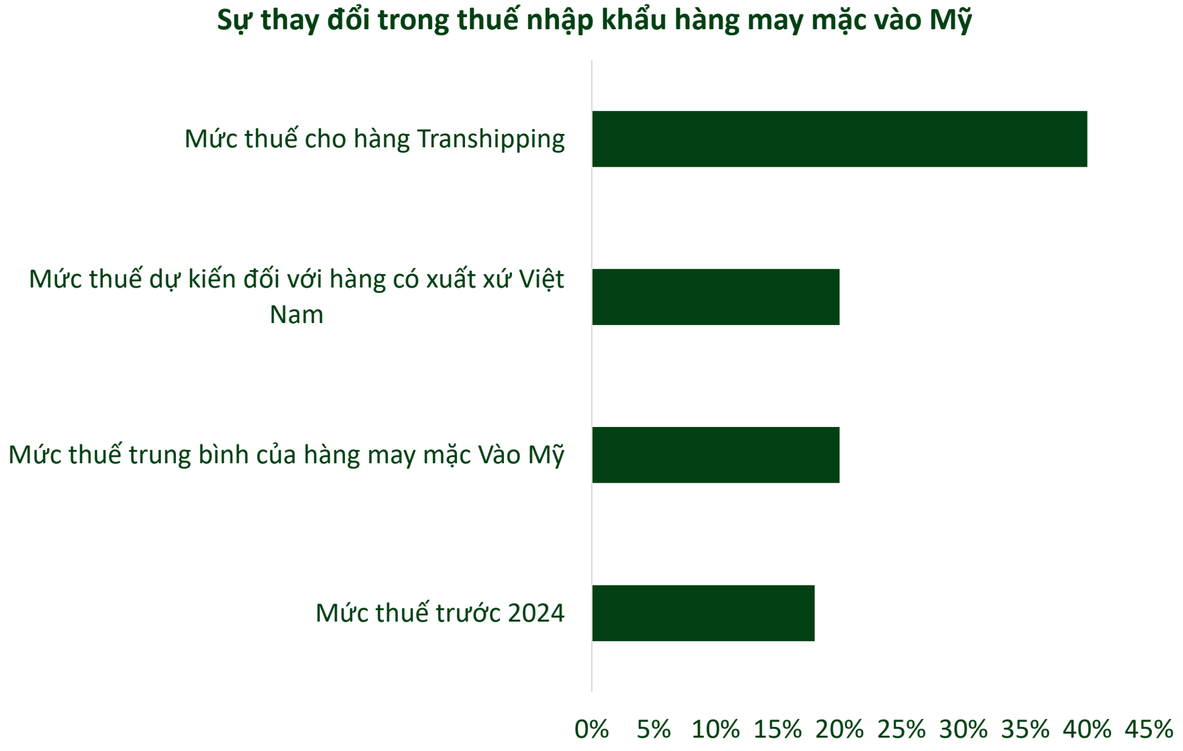
Chuỗi cung ứng toàn cầu dịch chuyển tạo cơ hội thu hút FDI vào ngành dệt may Việt Nam, đặc biệt trong lĩnh vực công nghiệp hỗ trợ (CNHT). Hiện CNHT mới chiếm 35% số doanh nghiệp FDI và tập trung chủ yếu vào sản xuất sợi, trong khi các mảng yếu như nhuộm, hoàn tất vải vẫn thiếu vốn đầu tư. Dự báo FDI vào CNHT sẽ tăng để đáp ứng quy tắc xuất xứ.

Chuyển đổi xanh

Chuyển đổi xanh giúp ngành dệt may Việt Nam nâng cao uy tín thương hiệu, tiết kiệm chi phí sản xuất và tạo lợi thế cạnh tranh tại các thị trường yêu cầu cao về môi trường. Đồng thời, doanh nghiệp xanh còn được hưởng ưu đãi từ Nhà nước như hỗ trợ vốn, đất đai và miễn giảm thuế, phí môi trường.

4. Phân tích SWOT – Thách thức (T)





Lợi thế nhân công suy giảm do lương cơ bản tăng qua các năm. Trong bối cảnh ngành thâm dụng lao động, chi phí tăng khiến Việt Nam gặp khó cạnh tranh khi cạnh tranh về chi phí với các quốc gia xuất khẩu dệt may lớn khác như: Ấn Độ, Bangladesh, Pakistan. Giai đoạn 2010–2024, lương tối thiểu tăng bình quân khoảng 11,8%/năm, làm gia tăng áp lực lên chi phí sản xuất.

Ngành dệt may Việt Nam đối mặt với rủi ro từ chính sách thuế quan biến động tại các thị trường lớn như Mỹ. Việc Mỹ siết chặt điều tra xuất xứ và áp dụng thuế phòng vệ có thể ảnh hưởng trực tiếp đến xuất khẩu. Hàng dệt may Việt Nam có rủi ro bị coi là Transhiping khi phần lớn nguyên liệu là nhập khẩu, theo đó có thể bị chịu thuế lên tới 40%, gấp đôi so với thuế nhập khẩu hàng dệt may trung bình vào Mỹ

5. Triển vọng ngành Dệt may Việt Nam trong trung hạn

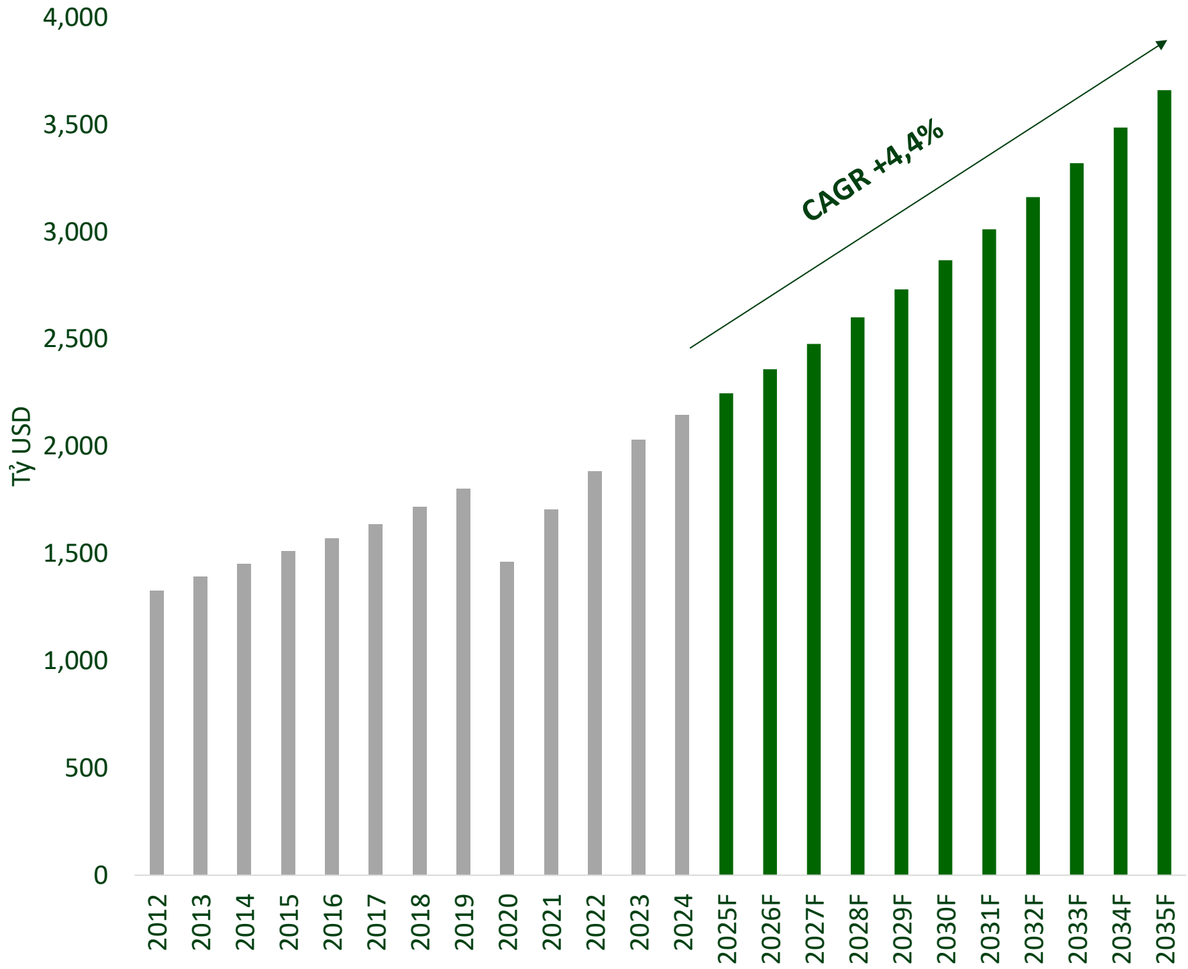
Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI ngành dệt may trong trung hạn, dựa trên cơ sở:

- **Quy mô thị trường dệt may thế giới dự báo vượt 3.500 tỷ USD vào năm 2035**, tạo điều kiện thuận lợi để Việt Nam gia tăng thị phần xuất khẩu, đặc biệt tại các thị trường CPTPP và EU.
- **Việt Nam cũng đang hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng khỏi Trung Quốc**, nhờ vào vị trí địa lý chiến lược, môi trường chính trị ổn định và hạ tầng logistics ngày càng cải thiện. Đồng thời, dòng vốn FDI vào công nghiệp hỗ trợ dự kiến sẽ tăng nhằm đáp ứng quy tắc xuất xứ trong các FTA, giúp nâng cao tỷ lệ nội địa hóa và giá trị gia tăng.
- **Ngành dệt may Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực**, được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu dùng toàn cầu phục hồi, chuyển đổi xanh, và lợi thế từ các hiệp định thương mại tự do (FTA).

Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng vẫn đi kèm với nhiều thách thức như:

- Chi phí lao động ngày càng cao.
- Rủi ro thuế quan tại các thị trường lớn (như Mỹ).
- Áp lực chuyển đổi xanh và rủi ro về nguồn cung nguyên liệu do biến đổi khí hậu.

Dự phóng nhu cầu ngành dệt may toàn cầu 2025-2030F



Nguồn: Market Research Future, Aseansc tổng hợp

VIII. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH DẦU KHÍ: ĐIỂM SÁNG ĐẾN TỪ THƯỢNG NGUỒN

NGÀNH DẦU KHÍ

[KHẢ QUAN]

Dự báo năm 2026:

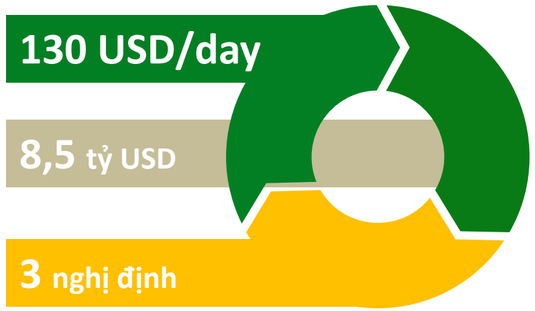
- **Giá dầu:** 58 - 65 USD/thùng (-6% YoY)
- **Backlog xây lắp:** 8,5 tỷ USD

Cổ phiếu nổi bật:

PVS [KHẢ QUAN], **PVD** [KHẢ QUAN], **GAS** [THEO DÕI], **PVT** [THEO DÕI], **BSR** [THEO DÕI], **PLX** [THEO DÕI], **OIL** [THEO DÕI].

1. Thượng nguồn – Triển vọng tích cực từ nhu cầu tăng và hành lang pháp lý rộng mở

- Nhu cầu thăm dò và khai thác tăng trưởng tốt ở cả nội địa và khu vực.
- Vốn đầu tư cho các dự án xây lắp dầu khí tăng **5,2 lần** so với 2025, đạt ~8,5 tỷ USD.
- Giá cho thuê giàn khoan hồi phục **+15% YoY** đạt ~130 USD/ngày.
- Chính sách mới giúp đơn giản hóa thủ tục đầu tư, sửa đổi các Nghị định: 146/2025/NĐ-CP, 40/2025-NĐ-CP, 132/2024/NĐ-CP.

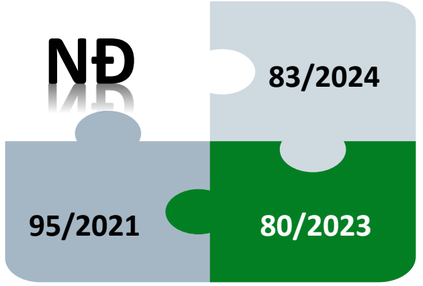


2 Trung nguồn – Động lực chủ yếu từ chiến lược phát triển điện khí

- Doanh nghiệp vận chuyển dầu khí hưởng lợi nhờ nhu cầu vận chuyển khí LNG tăng trong trung hạn. Dự kiến đến 2030, nhu cầu nhập khẩu LNG khoảng 22 triệu tấn, gấp **7,5 lần** năm 2025.
- Chính sách ngành điện gián tiếp hỗ trợ nhu cầu vận chuyển phân phối và lưu trữ dầu khí.
- Hưởng lợi nhờ sản xuất nội địa và FDI giải ngân tăng, kéo lưu chuyển hàng hóa và nhu cầu nhiên liệu đi lên.

3. Hạ nguồn – Nhà phân phối lớn hưởng lợi từ những thay đổi trong pháp lý

- Các doanh nghiệp phân phối xăng dầu lớn hưởng lợi từ cơ chế quản lý tập trung và cơ chế quản lý giá linh hoạt – giúp doanh nghiệp mở rộng thị phần, gia tăng lợi nhuận. Các nghị định đang được sửa đổi: Nghị định 83/2014, 95/2021 và 80/2023.
- Giá dầu và Crack Spread hồi phục chậm tạo áp lực lên các doanh nghiệp lọc hóa dầu như BSR.



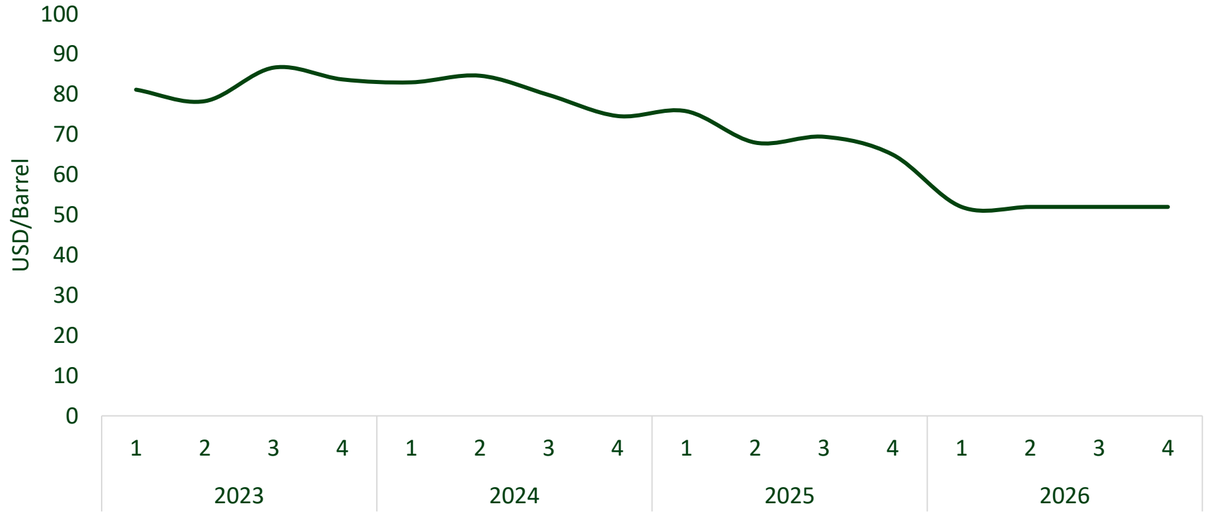
Giá dầu thô kỳ vọng giảm trong năm 2026

Giá dầu thô năm 2026 dự phóng sẽ biến động quanh mức 58 - 65 USD/thùng (-6% YoY) chủ yếu do nguồn cung tăng mạnh hơn nhu cầu. Cụ thể:

(i) Về nguồn cung: OPEC+ hiện chưa phát tín hiệu cắt giảm sản lượng và tiếp tục nới lỏng dần các thỏa thuận hạn chế sản xuất. Đồng thời, sản lượng từ các nước ngoài OPEC duy trì ở mức cao kỷ lục. Theo IEA, nguồn cung dầu toàn cầu dự kiến tăng thêm trung bình 2,7 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và 2,1 triệu thùng/ngày trong năm 2026, lên khoảng 108 triệu thùng/ngày. Trong đó, phần lớn tăng trưởng đến từ các quốc gia ngoài OPEC+. Ngoài ra nguồn cung từ Nga và Iran vẫn ổn định khi các lệnh trừng phạt không làm suy giảm đáng kể xuất khẩu dầu của hai nước này.

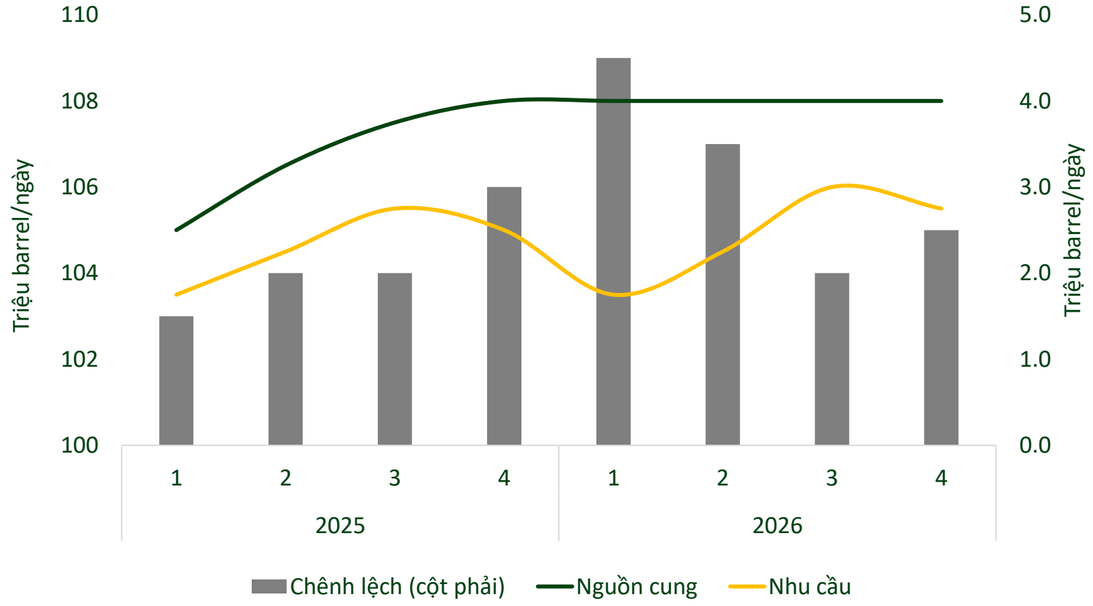
(ii) Về nhu cầu: Mức tiêu thụ dầu toàn cầu được dự báo hồi phục chậm, tăng khoảng 0,7 triệu thùng/ngày trong 2026. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ các nền kinh tế ngoài OECD, đặc biệt là Trung Quốc và Ấn Độ, trong khi nhu cầu tại nhóm OECD vẫn trầm lắng. Một yếu tố có thể hỗ trợ nhẹ cho nhu cầu là hoạt động tích trữ dầu thô của Trung Quốc trong bối cảnh giá giảm.

Dự phóng giá dầu thô năm 2026



Nguồn: Aseansc Research, OPEC, EIA

Dự phóng nguồn cung và nhu cầu dầu thô 2025-2026



Nguồn: Aseansc Research, OPEC, EIA

Các yếu tố cần theo dõi ảnh hưởng đến giá dầu năm 2026 gồm:

(i) khả năng OPEC+ điều chỉnh lại kế hoạch tăng sản lượng nếu dư cung kéo dài, giúp giảm áp lực giảm giá;

(ii) rủi ro địa chính trị từ xung đột Nga–Ukraine và các lệnh trừng phạt mới có thể khiến giá biến động ngắn hạn; và (iii) chính sách tích trữ dầu của Trung Quốc, khi việc tiếp tục mua mạnh có thể nâng giá, trong khi giảm nhập sẽ gây áp lực giảm giá.

Thống kê thời điểm thay đổi sản lượng của OPEC+ (đơn vị : triệu tấn)

Công bố	Sản lượng	Nội dung	Cập nhật
T11/2022	2,0	Cắt giảm bắt buộc	Gia hạn đến T12/2026
T4/2023	1,6	Cắt giảm tự nguyện	Gia hạn đến T12/2026
T11/2023	2,2	Cắt giảm tự nguyện	Gia hạn đến tháng 3/2025
T4/2025	+0,41	Tăng sản lượng	Áp dụng trong tháng 5/2025
T5/2025	+0,41	Tăng sản lượng	Áp dụng trong tháng 6/2025
T8/2025	+0,55	Tăng sản lượng	Áp dụng trong tháng 9/2025
T9/2025	+0,16	Tăng sản lượng	Áp dụng trong tháng 10/2025

Nguồn: Aseansc Research, OPEC, EIA

1. Mảng thăm dò và khai thác - Triển vọng tích cực từ nhu cầu tăng và hành lang pháp lý rộng mở

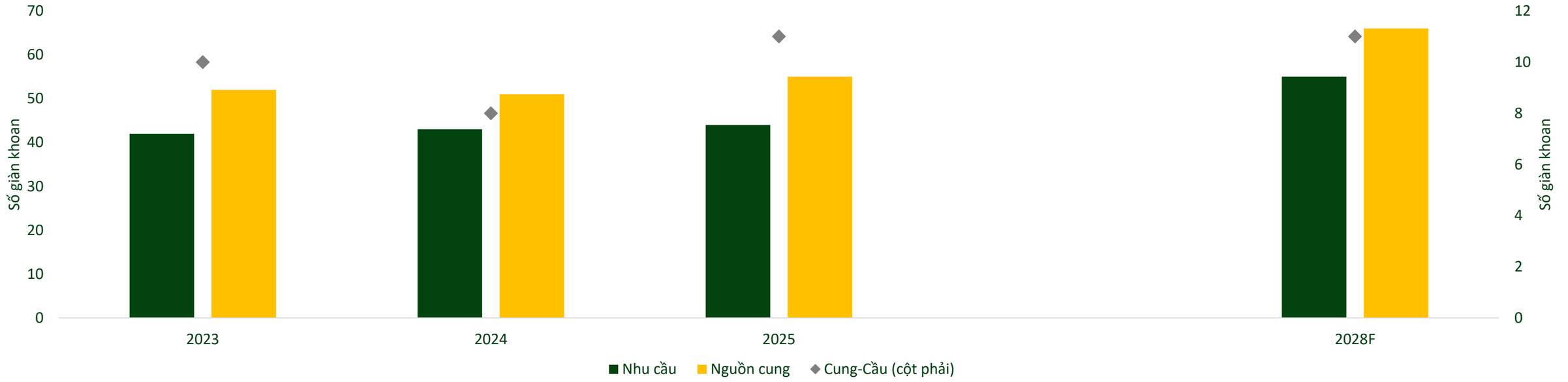
Khối lượng công việc và đơn giá dịch vụ là yếu tố chính tác động lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Biến động giá dầu tác động gián tiếp đến hoạt động kinh doanh thông qua vốn đầu tư vào thăm dò và khai thác dầu khí.

Năm 2026, kỳ vọng triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp trong nhóm dịch vụ khai thác sẽ khả quan nhờ:

1.1 Nhu cầu khu vực và nội địa đều tăng trưởng tích cực

(i) Nhu cầu giàn khoan tại Đông Nam Á năm 2026 được hỗ trợ bởi các chương trình khoan phát triển và thăm dò mở rộng tại Malaysia, Indonesia, Thái Lan và Việt Nam. Số lượng giàn cần sử dụng ước tăng từ khoảng 33–34 đơn vị năm 2024 lên 38–40 đơn vị trong giai đoạn 2025–2026, tạo nền cầu ổn định cho toàn khu vực.

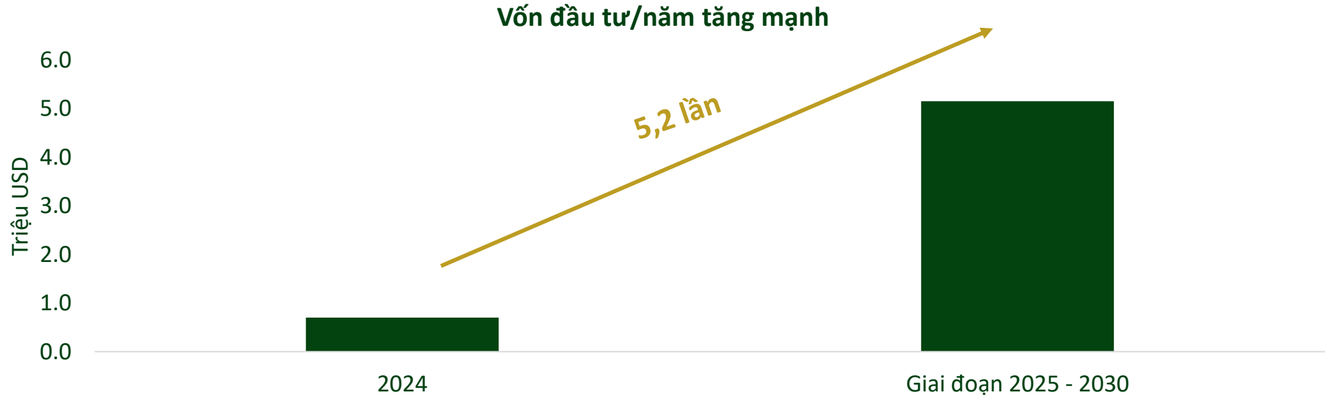
Nhu cầu giàn khoan khu vực ĐNA tăng trưởng tích cực



Nguồn: S&P Global, Westwood

(ii) Hoạt động thượng nguồn trong nước sôi động: Triển vọng ngành thượng nguồn đang dần cải thiện khi Việt Nam chủ động tái khởi động các dự án dầu khí quy mô lớn nhằm bù đắp nguồn cung nội địa đã suy giảm kéo dài.

- **Theo Petrovietnam (PVN), sản lượng khai thác dầu thô trong nước hiện giảm trung bình khoảng 10% mỗi năm**, do các mỏ chủ lực như Bạch Hổ, Rạng Đông, Sư Tử Đen... đã bước vào giai đoạn suy kiệt sau hơn bốn thập kỷ khai thác liên tục. Diễn biến tương tự cũng xảy ra với mỏ khí, khi sản lượng khai thác giảm với tốc độ tăng trưởng âm (CAGR) khoảng 5%/năm. Nếu năm 2010 Việt Nam còn khai thác được 17,3 triệu tấn dầu thô, thì đến năm 2024 con số này chỉ còn khoảng 8,5 triệu tấn, tương đương mức giảm gần 50% trong vòng 14 năm.
- **Khối lượng công việc lớn với tổng mức đầu tư rất cao trong giai đoạn 2025–2027.** Tổng vốn đầu tư của các dự án đã và đang được tái khởi động đầu tư từ 2025 đến 2030 khoảng 25,7 tỷ USD — tương đương với mức đầu tư khoảng 8,5 tỷ USD/năm cao hơn 5,2 lần so với mức đầu tư của năm 2024. Phần lớn các dự án đang được tích cực tháo gỡ các vướng mắc và đẩy nhanh tiến độ thực hiện. Cụ thể: dự án lớn nhất hiện nay là Lô B – Ô Môn đã hoàn thành 2/3 gói thầu EPCIC#1 và triển khai 1 phần hạng mục của gói thầu EPCIC#2. Dự án Kình Ngư Trắng hoàn thành vượt tiến độ và đã có dòng khí đầu tiên trong Q2/2025. Các dự án tiềm năng khác gồm: Sư Tử Trắng và Lạc Đà Vàng cũng đang được đẩy nhanh tiến độ.

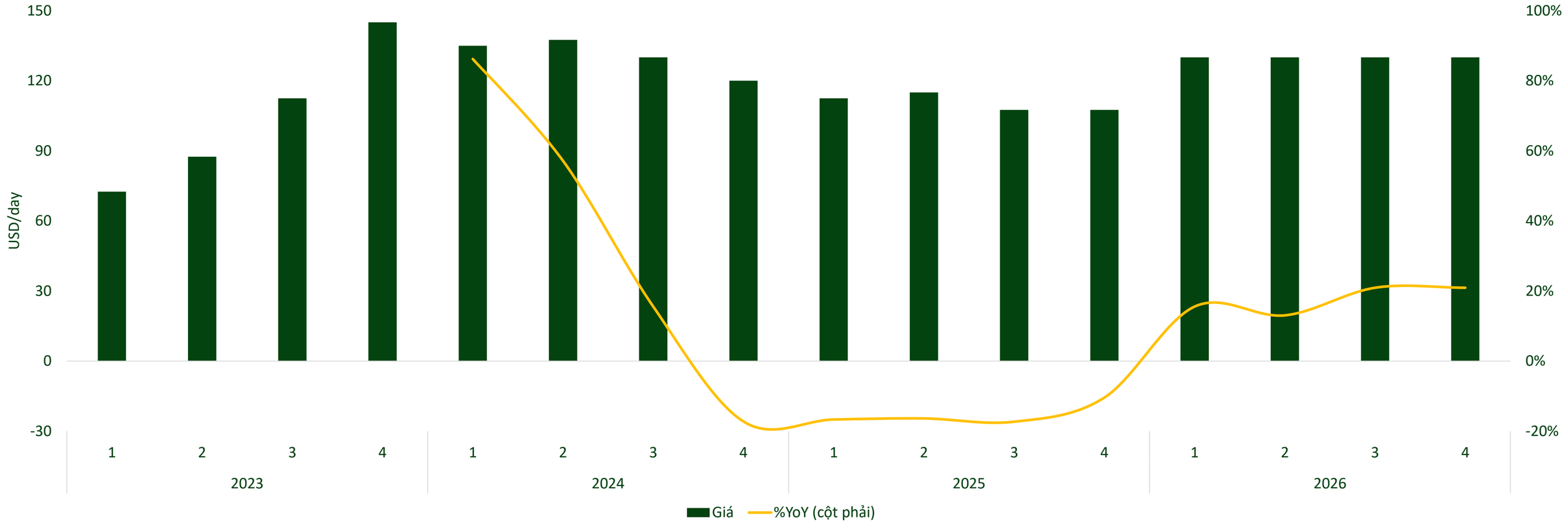


Thông tin một số dự án khai thác dầu khí trong nước

Dự án	Vốn đầu tư (Tỷ USD)	Tiến độ	First Gas/Oil
Lô B - Ô Môn	12	PTSC Đang thực hiện các gói thầu EPCIC#1 và EPCIC#2	Q3/2027
Cá Voi Xanh	10	Chưa triển khi do vướng mắc pháp lý và chủ đầu tư trì hoãn	n/a
Sư Tử Trắng	1,38	Đang hoàn tất các thủ tục để ký hợp đồng khai thác	Dự kiến 2026
Nam Du - U Minh	0,75	Chủ đầu tư đệ trình kế hoạch phát triển	n/a
Lạc Đà Vàng	0,69	Hoàn thành chân đế dự án, đang thi công đường ống dẫn khí	2026-2027
Kình Ngư Trắng	0,65	Đã hoàn thành	2025
Thiên Nga - Hải Âu	0,3	Đang đàm phán cơ chế mua bán khí với GAS	Q4/2026

(iii) Giá cho thuê giàn (day-rate) dự kiến hồi phục trong 2026, do nguồn cung hạn chế (chỉ có khoảng 2 giàn mới được bổ sung) trong khi tỷ lệ sử dụng đã ở mức cao trên 90% *(S&P Global)*. Ngoài ra, việc phải huy động giàn từ khu vực khác khiến chi phí vận chuyển và rủi ro hoạt động tăng, buộc các nhà điều hành phải trả mức giá cao hơn để đảm bảo nguồn giàn. Giàn khoan mới và thông số cao (premium rigs) đặc biệt khan hiếm, được hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng tăng giá này. Tuy nhiên, áp lực điều chỉnh nhẹ có thể xuất hiện nếu một số giàn từ Trung Đông được chuyển sang khu vực, hoặc nếu tỷ lệ sử dụng giảm do chậm phê duyệt dự án và quy định môi trường siết chặt.

Giá cho thuê kỳ vọng hồi phục trong 2026



Nguồn: Aseansc Research, S&P Global

1.2. Chính sách pháp lý hỗ trợ tăng trưởng

Tháo gỡ các nút thắt pháp lý giúp đẩy nhanh tiến độ: Các cải cách hành chính mới được kỳ vọng sẽ gỡ bỏ các vướng mắc thủ tục, rút ngắn thời gian phê duyệt và đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án dầu khí. Cụ thể:

- **Nghị định 146/2025 và 40/2025** là những bước cải cách quan trọng, giúp Bộ Công Thương được trao quyền cấp phép trong lĩnh vực dầu khí, qua đó loại bỏ quy trình phê duyệt nhiều cấp, rút ngắn thời gian ra quyết định đầu tư (FID) và nâng cao hiệu quả quản lý ngành. Ngoài ra, Nghị định 40 cũng tinh gọn bộ máy quản lý từ 28 xuống còn 22 đơn vị, đồng thời tái cơ cấu Vụ Dầu khí nhằm tăng cường năng lực điều phối và giám sát.
- **Bên cạnh đó, Nghị định 132/2024 tạo khuôn khổ pháp lý thuận lợi hơn cho hợp tác liên doanh quốc tế, hướng tới phát triển chuỗi công nghiệp dầu khí tích hợp và có tính toàn cầu hóa cao.**

Các chính sách mới tác động đến ngành

STT	Chính sách	Thay đổi chính	Tác động	Hiệu lực
1	Nghị định 146/2025/NĐ-CP	Bộ Công Thương được trao quyền cấp phép đầu tư trong lĩnh vực dầu khí, thay vì phải trình Thủ tướng hoặc liên bộ.	Giúp doanh nghiệp E&P rút ngắn thời gian phê duyệt, đẩy nhanh tiến độ FID và tăng tính chủ động trong triển khai dự án, đặc biệt là các dự án ngoài khơi có yêu cầu tiến độ cao.	06/2025
2	Nghị định 40/2025/NĐ-CP	Cơ cấu Bộ được tinh gọn từ 28 xuống 22 đơn vị; thành lập Vụ Dầu khí để tập trung điều phối và hoạch định chính sách cho ngành.	Giúp các doanh nghiệp thượng nguồn được quản lý, hỗ trợ nhất quán hơn; giảm chồng chéo trong phê duyệt, tăng hiệu quả phối hợp giữa các đơn vị; đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án.	01/2025
3	Nghị định 132/2024/NĐ-CP	Đơn giản hóa thủ tục cấp phép đầu tư ra nước ngoài, đặc biệt trong hoạt động khai thác dầu khí và liên doanh quốc tế.	Mở rộng cơ hội cho PVN và các tập đoàn dầu khí Việt Nam tham gia dự án quốc tế, tăng cường học hỏi, tích lũy kinh nghiệm và nâng cao năng lực cạnh tranh toàn cầu, qua đó hỗ trợ chiến lược mở rộng nguồn tài nguyên và hợp tác quốc tế.	12/2025

Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

TCTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (HNX: PVS)

MÃ CỔ PHIẾU: PVS

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**40.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	33.100
Thay đổi	**+21%**
Vốn hóa (tỷ VND)	15.821
PE trailing	9,85
EPS trailing	3.279
P/B	1
Book Value (per share)	32.215
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	3,715
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	477.966

Diễn biến giá cổ phiếu PVS

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng tích cực nhờ nguồn việc lớn từ các dự án xây lắp giàn khoan trong nước và nguồn thu ổn định ở các mảng dịch vụ. DT và LNST của PVS năm 2026 dự phóng tăng lần lượt +20% YoY (đạt 39.206 tỷ đồng) và +8,4% YoY (đạt 1.482 tỷ đồng). Cụ thể:

- **Mảng M&C: Doanh thu tăng trưởng +50% , BLNG hồi phục + 1 đpt.** Về doanh thu, chúng tôi cho rằng năm 2026 sẽ là điểm rơi doanh thu của các dự án lớn mà PVS đang triển khai như Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng. Về mức sinh lời, chúng tôi kỳ vọng BLNG hồi phục nhờ áp lực chi phí khấu hao giảm và các dự án đang triển khai bước vào giai đoạn sinh lời cao.
- **Các mảng dịch vụ khác (FPSO/FSO, kỹ thuật dầu khí) đem lại nguồn thu ổn định** nhờ PVS cung cấp dịch vụ kho (FPSO/FSO) ngay tại các dự án đang triển khai và gia hạn các hợp đồng cho thuê tàu, các công trình dầu khí. Doanh thu 2026 dự phóng +6% YoY.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	23.770	32.672	39.206
Lợi nhuận gộp	1.065	1.483	1.842
Chi phí tài chính	217	130	156
Doanh thu tài chính	569	878	858
Chi phí bán hàng	95	130	157
Chi phí quản lý	1.235	1.585	1.706
Thu nhập khác ròng	603	388	495
LNST	**1.255**	**1.367**	**1.482**

TCTCP KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (HSX: PVD)

MÃ CỔ PHIẾU: PVD

KHUYẾN NGHỊ: [KHẢ QUAN]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**32.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	27.900
Thay đổi	**+15%**
Vốn hóa (tỷ VND)	15.509
PE trailing	17,30
EPS trailing	1.595
P/B	0,89
Book Value (per share)	30.876
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	7,491
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	555.880

Diễn biến giá cổ phiếu PVD

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhu cầu dịch vụ khoan trong nước và khu vực sôi động thúc đẩy cả 2 mảng kinh doanh chính của PVD. DT và LNST năm 2026 của PVD dự phóng tăng lần lượt +20% YoY (đạt 11.195 tỷ đồng) và +31% YoY (đạt 1.183 tỷ đồng). Cụ thể:

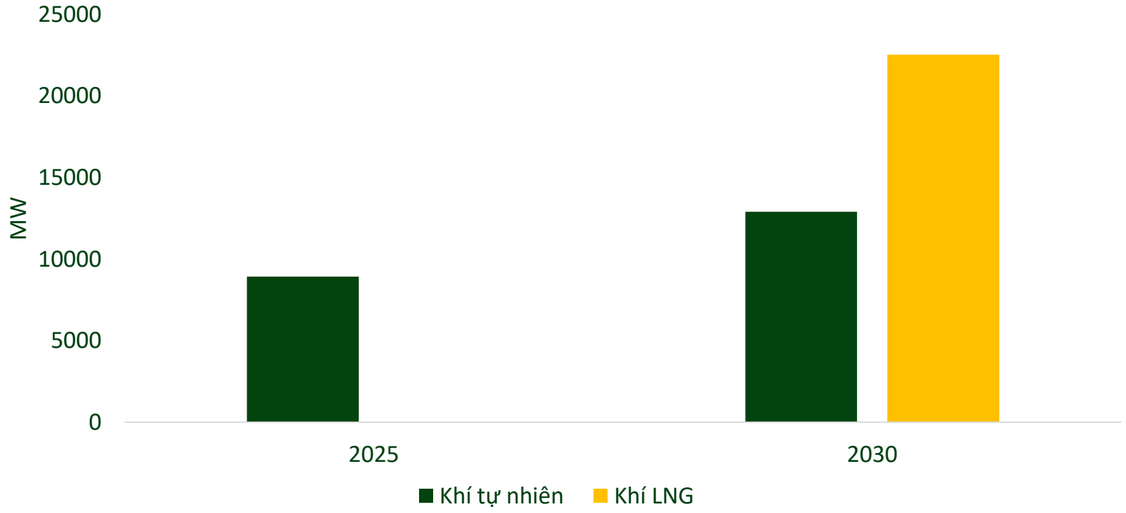
- **Hoạt động khoan dẫn dắt tăng trưởng nhờ: (i) giá thuê tăng** do số lượng giàn đóng mới chưa đáp ứng được ngay trong ngắn hạn trong khi nhu cầu khoan thăm dò ở trong nước và trong khu vực đều đang tăng cao; **(ii) PVD mở rộng công suất** bằng việc mua 2 giàn khoan mới (PVD VIII, PVD IX) đóng góp vào doanh thu trong 2025 và 2026. Doanh thu dịch vụ khoan dự phóng +18% YoY (đạt ~6.556 tỷ đồng)
- **Mảng dịch vụ kỹ thuật khoan có xu hướng tích cực**, nhờ nhu cầu thăm dò trong nước phục hồi và khối lượng bảo dưỡng, sửa chữa giàn khoan tăng. Doanh thu mảng này dự phóng tăng 22% YoY, đạt ~3.847 tỷ đồng

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	9.288	9.329	11.195
Lợi nhuận gộp	1.754	1.957	2.462
Chi phí tài chính	400	412	494
Doanh thu tài chính	152	174	153
Chi phí bán hàng	600	34	41
Chi phí quản lý	35	680	727
LNST	**698**	**903**	**1.183**

2. Mảng vận tải dầu khí – Động lực chủ yếu từ chiến lược phát triển điện khí

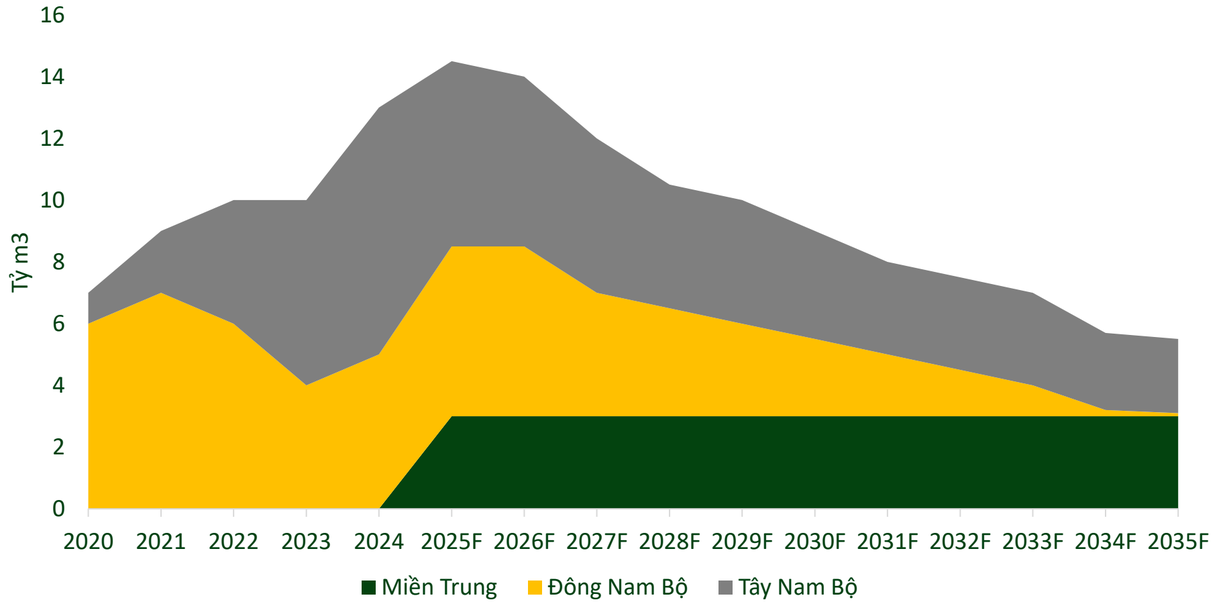
(i) Các doanh nghiệp vận tải dầu khí được kỳ vọng hưởng lợi khi nhu cầu nhập khẩu và vận chuyển LNG tăng nhanh trong giai đoạn tới. Việt Nam buộc phải mở rộng nhập khẩu LNG quy mô lớn, trong bối cảnh trữ lượng khí nội địa suy giảm, đặc biệt tại khu vực phía Nam, trong khi chính phủ ưu tiên phát triển điện khí và điện khí LNG đến năm 2030. Theo Quy hoạch điện VIII, đến năm 2030, tổng công suất điện khí LNG dự kiến đạt 22,4 GW, tương ứng nhu cầu nhập khẩu 20–22 triệu tấn LNG/năm, tăng mạnh so với hiện tại khi năm 2025 hầu như chưa có công suất LNG thương mại.

Dự kiến công suất nguồn điện khí đến 2030



Nguồn: QHĐ VIII ĐC

Khả năng cung cấp khí trong nước cho phát điện (phương án cơ sở)



Nguồn: Aseansc Research, QHĐ VIII ĐC

Hiện nay cảng Thị Vải là điểm nhập khẩu LNG duy nhất đang hoạt động, trong khi Cái Mép và Sơn Mỹ 1 dự kiến vận hành giai đoạn 2026–2027 và giai đoạn 3 Thị Vải sẽ nâng tổng công suất lên khoảng 10 triệu tấn/năm. Việc mở rộng các cảng LNG và chuỗi hạ tầng tiếp nhận, hóa khí sẽ kéo theo nhu cầu lớn về đội tàu chuyên dụng vận chuyển LNG, mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp trung nguồn và vận tải dầu khí. **Nhóm doanh nghiệp như PVT, GAS được kỳ vọng hưởng lợi trực tiếp từ sự gia tăng lưu lượng vận chuyển và nhu cầu logistics LNG**, trở thành mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng khí quốc gia giai đoạn 2025–2030.

(ii) Chính sách ngành điện gián tiếp hỗ trợ cho nhu cầu vận chuyển và lưu trữ dầu, khí: Việc Chính phủ liên tục hoàn thiện khung pháp lý giúp loại hình điện khí có cơ sở rõ ràng để triển khai, rút ngắn quy trình đầu tư, phát triển. Theo đó, nhu cầu vận chuyển, phân phối và lưu trữ khí được dự báo sẽ tăng đáng kể.

Đặc biệt, Thông tư 12/2025/TT-BCT là bước tiến quan trọng khi bổ sung chi phí vận chuyển khí và kho LNG vào giá thành điện, giúp phản ánh đúng bản chất chuỗi cung ứng và tăng khả năng thu hồi vốn cho doanh nghiệp. Điều này kỳ vọng giúp các dự án điện khí sử dụng LNG được triển khai nhanh hơn, và thúc đẩy tăng trưởng dài hạn cho các doanh nghiệp trung nguồn và vận tải dầu khí, những đơn vị trực tiếp tham gia khâu vận chuyển, lưu trữ và cung ứng khí cho các nhà máy điện.

Những điểm mới trong pháp lý ảnh hưởng đến doanh nghiệp vận chuyển dầu khí

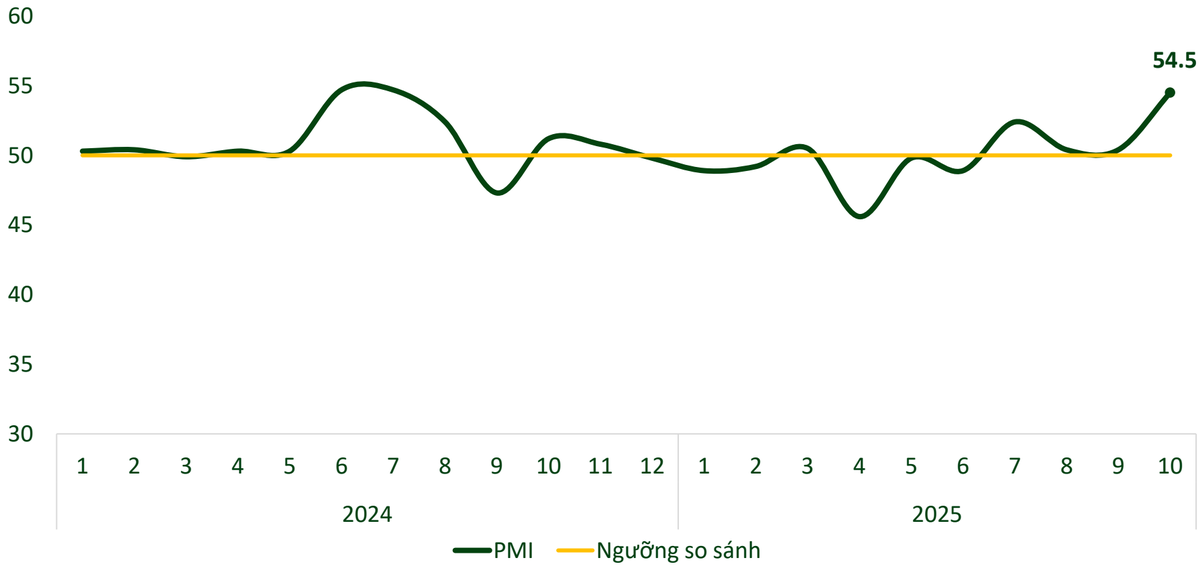
STT	Chính sách	Nội dung	Tác động	Hiệu lực
1	Khung giá điện khí LNG (QĐ 983/QĐ-BCT)	Giá điện khí LNG năm 2025 tối đa ở mức 3.069 VND/kWh.	Giúp các bên bán khí có cơ sở định giá rõ ràng, giảm rủi ro trong đàm phán PPA, đồng thời ổn định nguồn doanh thu khí trung gian.	2025
2	Thông tư 12/2025/TT-BCT – cơ cấu giá thành điện LNG	Bổ sung quy định rõ ràng về cách tính chi phí FSRU, kho LNG, vận chuyển vào giá thành điện.	Tạo khung pháp lý minh bạch cho doanh nghiệp trung nguồn, khuyến khích đầu tư hạ tầng LNG, đồng thời mở rộng cơ hội cung ứng dịch vụ kho – vận chuyển LNG.	2025
3	Nghị định 100/2025 – Ưu tiên khí nội địa	Ưu tiên tiêu thụ khí nội địa trước LNG nhập khẩu, đồng thời cho phép đàm phán linh hoạt khi nguồn LNG không đủ.	Bảo đảm sản lượng tiêu thụ cho các doanh nghiệp khí nội địa	2025
4	Tháo gỡ khó khăn khi đàm phán hợp đồng GSA cho các dự án LNG	EVN và GAS ký hợp đồng bao tiêu khí LNG 25 năm cho dự án Nhơn Trạch 3&4	Việc ký kết sớm GSA giúp tránh lặp lại tình trạng đàm phán kéo dài như giữa EVN và GAS trước đây, đồng thời ổn định sản lượng và dòng tiền cho PV GAS, giảm rủi ro tiêu thụ khí và đảm bảo đầu ra cho hệ thống LNG quốc gia.	2025

Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

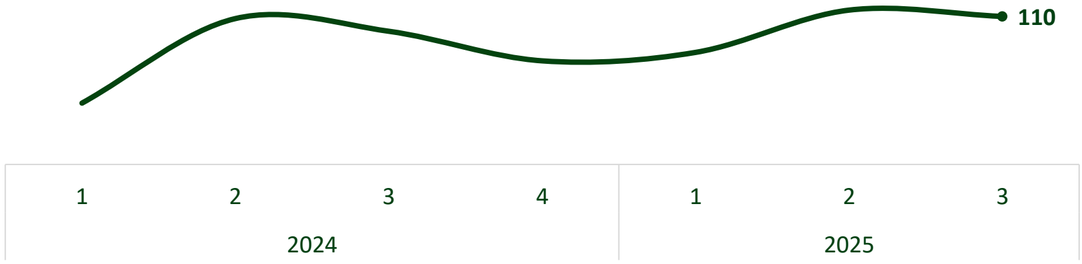
(iii) Hưởng lợi nhờ sản xuất nội địa và FDI giải ngân tăng, kéo lưu chuyển hàng hóa và nhu cầu nhiên liệu đi lên

Mảng vận tải dầu khí được kỳ vọng hưởng lợi khi sản xuất nội địa tăng và FDI giải ngân duy trì xu hướng tích cực, qua đó làm gia tăng lưu chuyển hàng hóa và nhu cầu nhiên liệu cho xây dựng–vận hành nhà máy, kéo theo sản lượng vận chuyển, tần suất cấp phát và nhu cầu tồn chứa trong chuỗi cung ứng năng lượng.

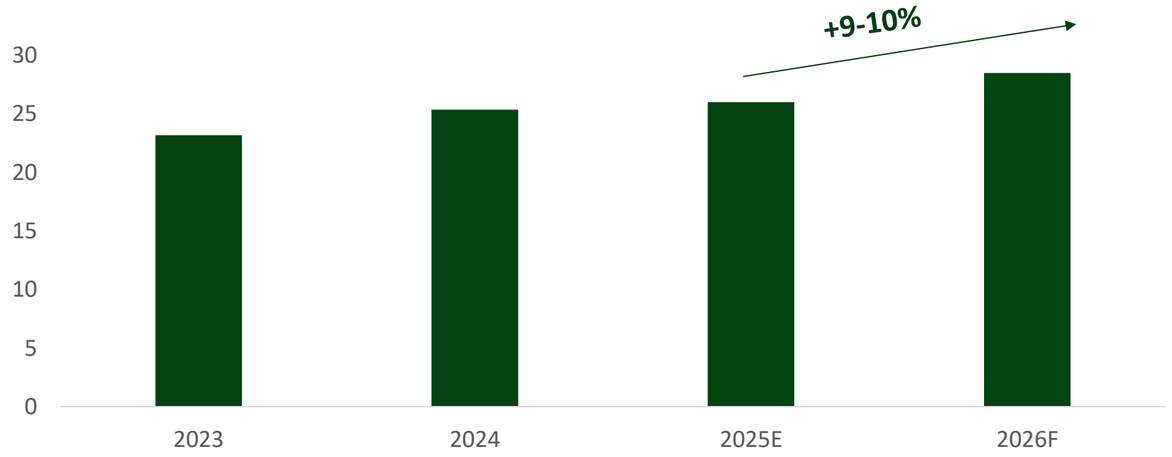
Ngành sản xuất của Việt Nam hồi phục từ đáy tháng 04/2024 (thời điểm có các thông tin bất lợi về thuế quan) và duy trì đà tăng trong tháng Q3/2025, với chỉ số PMI ngành sản xuất (theo S&P Global) của Việt Nam T10/2025 tăng lên 54,5 từ mức 50,4 09/2025 —mức cải thiện hàng tháng lớn nhất kể từ 07/2024. Đà tăng của PMI chủ yếu đến từ việc đơn hàng mới tăng tháng thứ hai liên tiếp, thể hiện sự hồi phục bền vững của các ngành sản xuất thay vì chỉ bật tăng do hiện tượng "xuất khẩu trước để tránh thuế".



Tương tự, chỉ số sản xuất công nghiệp IIP cũng có xu hướng tích cực từ đầu năm hoạt động khai khoáng, sản xuất điện tích cực hơn trong những tháng gần đây là lý do chính giúp chỉ số sản xuất công nghiệp quý III/2025 đạt mức tăng trưởng hai con số.



FDI thực hiện 2026F dự báo tăng 9-10%, được hỗ trở bởi: (i) đà giải ngân duy trì ở mức cao, (ii) pipeline FDI đăng ký/điều chỉnh tích cực, và (iii) cơ cấu giải ngân chủ yếu ở chế biến chế tạo (~83%).



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

TCTCP KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)

MÃ CỔ PHIẾU: GAS

KHUYẾN NGHỊ
[THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**73.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	65.300
Thay đổi	**+12%**
Vốn hóa (tỷ VND)	157.566
PE trailing	12,40
EPS trailing	5.163
P/B	2,33
Book Value (per share)	27.509
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	933,933
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	2.412

Diễn biến giá cổ phiếu GAS

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI**, do triển vọng kinh doanh năm 2026 chưa cải thiện rõ rệt. Tuy nhiên, mức định giá hiện tại đã phù hợp cho mục tiêu tích lũy dài hạn; P/E ~12x, thấp hơn so với trung bình 5 năm là 15x, cho thấy phần lớn khó khăn ngắn hạn đã được phản ánh vào giá.

- **KQKD 2026 dự kiến còn chịu sức ép**, đến từ: **(1) Sản lượng khí khô tiếp tục suy giảm** khi trữ lượng khí nội địa giảm và các dự án mới chưa đóng góp đáng kể; tuyến Lô B – Ô Môn chỉ bắt đầu vận hành từ 2027; **(2) Giá dầu duy trì ở vùng thấp**, gây áp lực lên biên lợi nhuận khí do cơ chế giá bán gắn với giá dầu.
- **Triển vọng dài hạn vẫn tích cực**, nhờ đóng góp từ các mỏ khí lớn khi đưa vào khai thác và tốc độ mở rộng của thị trường LNG. Với kho LNG Thị Vải – hiện là kho chứa LNG duy nhất trong nước, GAS đang sở hữu vị thế gần như độc quyền trong chuỗi cung ứng LNG.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	103.564	116.451	125.767
Lợi nhuận gộp	17.654	17.029	17.729
Chi phí tài chính	660	532	575
Doanh thu tài chính	1.737	1.564	1.031
Chi phí bán hàng	2.415	2.528	2.654
Chi phí quản lý	3.197	1.359	1.427
LNST	**10.590**	**11.321**	**11.116**

ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

TCTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ (HSX: PVT)

MÃ CỔ PHIẾU: PVT

KHUYẾN NGHỊ
[THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**20.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	18.500
Thay đổi	**+8%**
Vốn hóa (tỷ VND)	8.694
PE trailing	7,03
EPS trailing	2.596
P/B	0,77
Book Value (per share)	23.673
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	3,729
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	469.931

Diễn biến giá cổ phiếu PVT

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 2026 dự kiến chịu sức ép từ: giá cước vận tải ở tất cả các phân khúc giảm do dư cung các tàu vận chuyển** (giảm mạnh nhất ở cước tàu chở dầu thô); **Nhưng được bù đắp một phần bởi PVT tiếp tục mở rộng quy mô đội tàu** – năm 2026 PVT dự kiến tăng thêm 5 tàu, tập trung vào tàu chở hóa chất do nhu cầu và giá cước ổn định. Doanh thu và LNST năm 2026 dự phóng tăng lần lượt +20% YoY (đạt 17.747 tỷ đồng) và +61% YoY (đạt 1.642 tỷ đồng).
- **Triển vọng dài hạn chủ yếu dựa vào khả năng mở rộng quy mô đội tàu.** PVT có kế hoạch tăng trưởng đội tàu đều đặn qua các năm với mục tiêu nâng đội tàu lên 100 chiếc vào 2030 (+39 chiếc so với hiện nay). Bên cạnh đó, doanh nghiệp sẽ hưởng lợi từ nhu cầu vận chuyển LNG cho các dự án điện khí, dự kiến tăng mạnh khi nhiều nhà máy LNG đi vào vận hành sau 2027.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	11.732	14.789	17.747
Lợi nhuận gộp	2.444	2.204	3.017
Chi phí tài chính	574	577	692
Doanh thu tài chính	307	314	288
Chi phí bán hàng	17	16	19
Chi phí quản lý	489	550	518
Thu nhập khác ròng	180	127	153
LNST	**1.470**	**1.017**	**1.642**

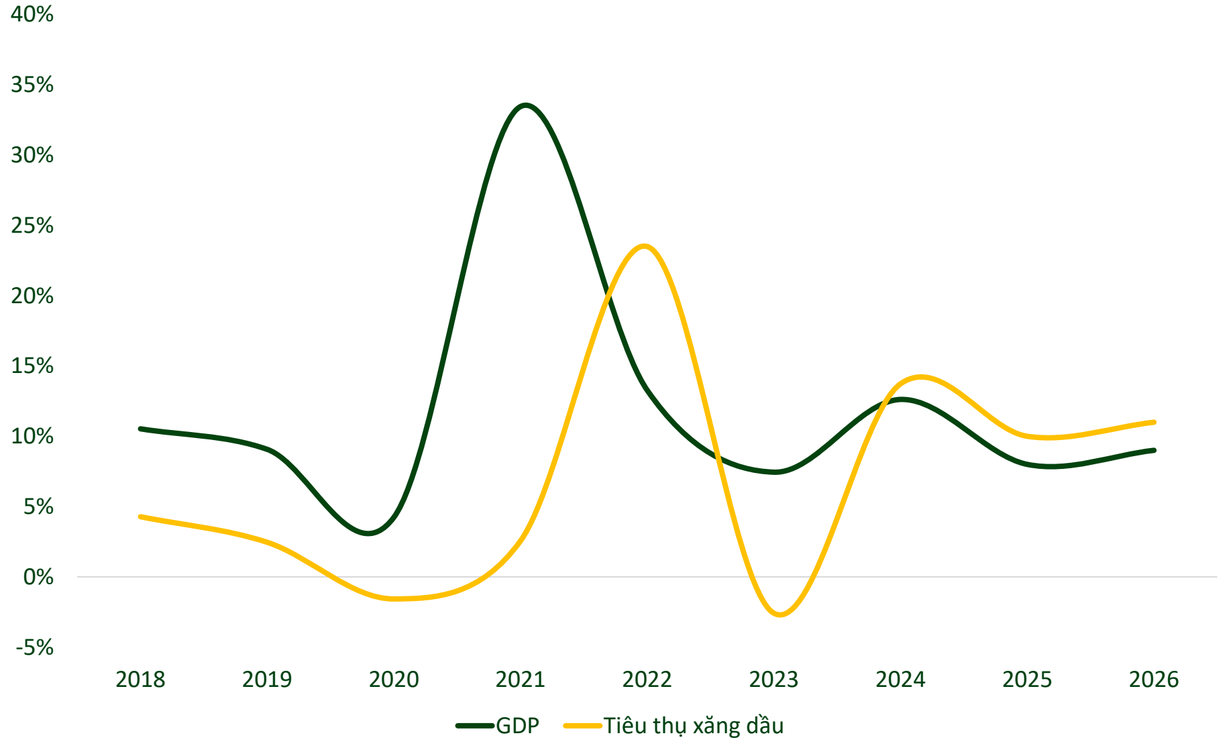
3. Mảng lọc hóa dầu – Sản lượng tăng nhưng Crack Spread khó mở rộng

3.1. Sản lượng kỳ vọng tăng trưởng khá

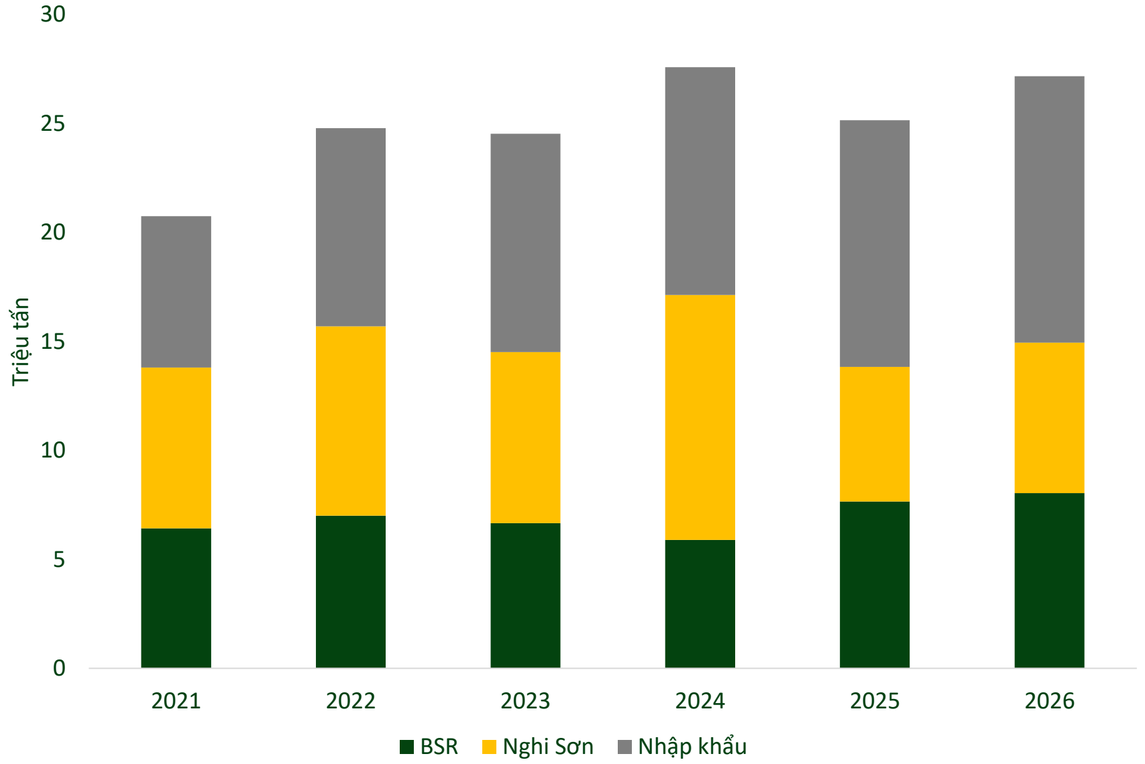
(i) Nhu cầu trong nước tăng trưởng ở mức 11%/năm, do xăng dầu vẫn là mặt hàng thiết yếu cho các loại phương tiện và sản xuất công nghiệp, công nghiệp tăng trưởng nhờ các kế hoạch giải ngân đầu tư để đạt mục tiêu GDP tăng trưởng cao ở 8% năm 2025.

(ii) Nguồn cung xăng dầu nội địa vẫn thiếu hụt khi không có dự án lọc hóa dầu mới được cấp phép. Đến 2026, nguồn cung trong nước vẫn chỉ đáp ứng được ~60% nhu cầu với 2 nhà máy lọc dầu là Bình Sơn và Nghi Sơn.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu 2026 dự báo tăng trưởng khá



Nguồn cung xăng dầu trong nước thiếu hụt

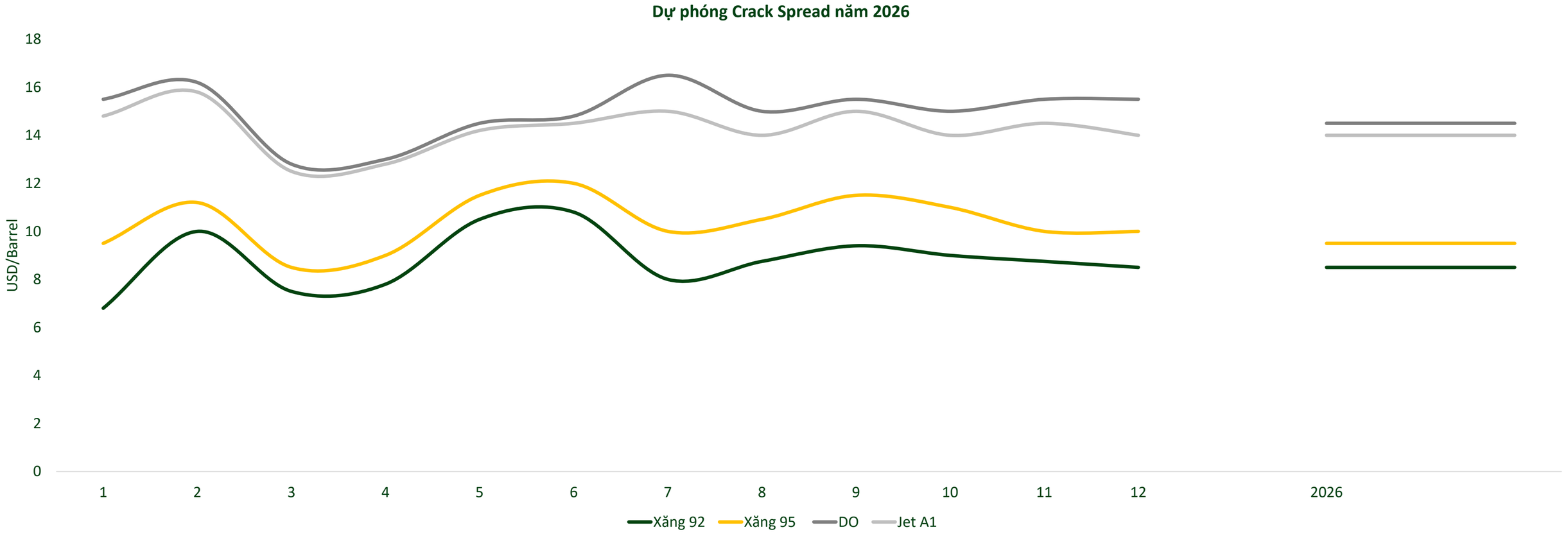


Nguồn: Aseansc Research

3. Mảng lọc hóa dầu – Sản lượng tăng nhưng Crack Spread khó mở rộng

3.2. Crack Spread (CS) khó mở rộng

Trong bối cảnh nguồn cung tăng nhanh hơn cầu khiến Crack Spread chịu rủi ro giảm. Cụ thể, hàng loạt dự án lọc dầu mới tại Kuwait, Oman và Iraq dự kiến đưa vào vận hành, có thể nâng công suất khu vực thêm 10–20%, làm trầm trọng hơn nguy cơ dư cung. Ở phía cầu, Trung Quốc – chiếm 16% tổng tiêu thụ toàn cầu – tiếp tục chứng kiến làn sóng xe điện và xe tiết kiệm nhiên liệu, làm giảm nhu cầu xăng dầu. Ngoài ra, sự bất định trong chính sách thương mại của chính quyền D.Trump cũng tiềm ẩn rủi ro với nhu cầu dầu toàn cầu và biên lợi nhuận ngành.



Nguồn: Aseansc Research, EIA

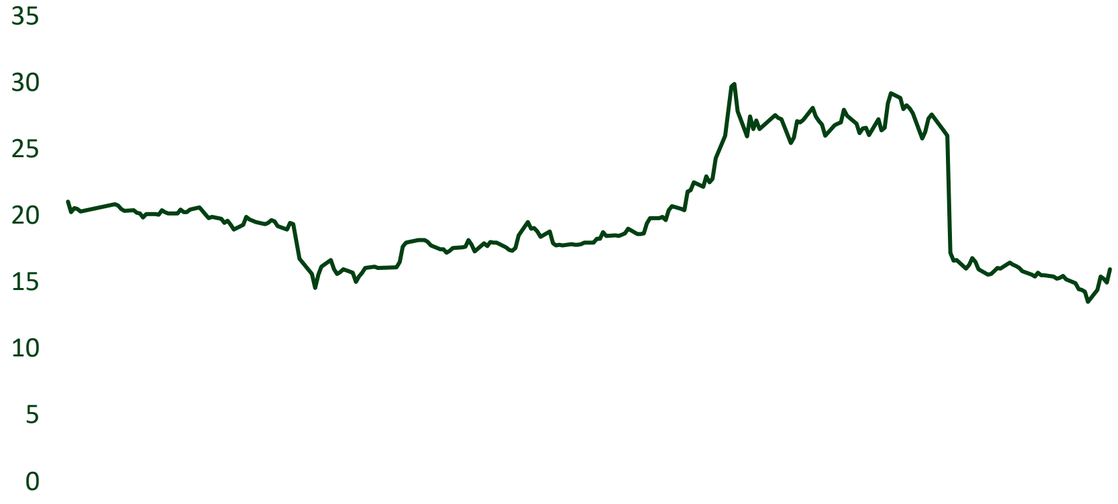
CTCP LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN (HSX:BSR)

MÃ CỔ PHIẾU: BSR

KHUYẾN NGHỊ
[THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**17.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	16.450
Thay đổi	+3%
Vốn hóa (tỷ VND)	82.370
PE trailing	23,98
EPS trailing	665
P/B	0,86
Book Value (tỷ VND)	18.530
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	6,796
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	5.077

Diễn biến giá cổ phiếu BSR



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng sản lượng ổn định nhờ vận hành tối đa. BSR được kỳ vọng duy trì công suất bình quân 120% trong 2026, giữ sản lượng quanh 7,8 triệu tấn, được hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa tăng 10–11%/năm và nguồn cung trong nước hạn chế. Doanh thu dự phóng đi ngang trong năm 2026 đạt 144.459 tỷ đồng (-0% YoY), LNST ở mức 3.790 tỷ đồng (-8% YoY).

- **Crack spread chịu rủi ro giảm trong 2026.** Áp lực đến từ nguồn cung toàn cầu tăng (nhiều nhà máy tại Trung Đông vận hành) và nhu cầu khu vực chậm lại do tăng trưởng yếu, rủi ro địa chính trị và xu hướng xe điện tại Trung Quốc. BLNG dự phóng đạt 2,9% trong 2026.
- **Dài hạn tích cực nhờ dự án NCMR Dung Quất**. Dự án giúp tăng 30% công suất, đa dạng hóa nguyên liệu, và nâng tiêu chuẩn sản phẩm lên Euro 5, qua đó cải thiện biên lợi nhuận và năng lực cạnh tranh.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	123.027	145.627	144.459
Lợi nhuận gộp	491	4.454	4.169
Chi phí tài chính	800	839	881
Doanh thu tài chính	2.230	2.341	2.388
Chi phí bán hàng	652	861	854
Chi phí quản lý	561	576	571
LNST	**591**	**4.110**	**3.790**

4. Phân phối và bán lẻ xăng dầu – Hưởng lợi từ những thay đổi trong pháp lý

Các quy định của Chính phủ tiếp tục là yếu tố then chốt chi phối biên lợi nhuận và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu, do toàn bộ chi phí định mức và lợi nhuận định mức đều được quy định trực tiếp trong các nghị định quản lý giá. Trong thực tế, các quy định về tồn trữ bắt buộc và cơ chế điều chỉnh giá bán lẻ theo chu kỳ khiến doanh nghiệp gặp độ trễ trong việc phản ánh biến động giá đầu vào, dẫn đến rủi ro biến động lợi nhuận ngắn hạn.

Hiện nay, Bộ Công Thương đang hoàn thiện Dự thảo lần 4 của Nghị định kinh doanh xăng dầu, nhằm thay thế các Nghị định 83/2014, 95/2021 và 80/2023. Dự thảo này dự kiến trình Chính phủ phê duyệt trong giai đoạn 2025–2026, với nhiều điều chỉnh đáng chú ý liên quan đến cơ chế tính chi phí, chu kỳ điều chỉnh giá và yêu cầu dự trữ hàng hóa, được kỳ vọng tăng tính linh hoạt và minh bạch cho thị trường bán lẻ xăng dầu. Cụ thể:

(i) Cơ chế quản lý tập trung giúp gia tăng lợi thế của các nhà phân phối lớn: Dự thảo quy định chỉ thương nhân đầu mối mới được nhập khẩu trực tiếp và bán ra thị trường. Nhà phân phối, tổng đại lý, đại lý bán lẻ không còn được nhập khẩu, chỉ mua lại từ đầu mối. Mạng lưới bán lẻ được tái tổ chức theo chuỗi liên kết dọc. Siết lại vai trò trung gian phân phối, Yêu cầu khắt khe và minh bạch hơn về đầu mối, nhà phân phối, đại lý, cửa hàng bán lẻ, Giảm hiện tượng "làm giá", gian lận trong chuỗi cung ứng

(ii) Cơ chế giá linh hoạt có thể giúp gia tăng biên lợi nhuận của doanh nghiệp: Doanh nghiệp đầu mối được quyết định giá bán lẻ trong khung trần do Nhà nước công bố, thay vì phải áp theo công thức định mức cứng. Bỏ quy định về chi phí định mức, lợi nhuận định mức. Tạo dư địa tăng giá trong thời điểm cầu cao.

STT	Nội dung	Quy định	Hưởng lợi
1	Cơ chế quản lý tập trung	• Chỉ thương nhân đầu mối mới được nhập khẩu và bán ra thị trường. • Đại lý, tổng đại lý, bán lẻ không được nhập khẩu hay mua lại từ đầu mối. • Tăng minh bạch và kiểm soát giá trong chuỗi phân phối. • Giảm tình trạng "làm giá", gian lận thị trường.	PLX, OIL
2	Cơ chế giá linh hoạt	• Doanh nghiệp đầu mối được quyết định giá bán trong khung trần của Nhà nước. • Áp dụng cơ chế giá theo thị trường có kiểm soát. • Giảm độ trễ điều chỉnh giá, tăng tính tự chủ doanh nghiệp. • Quy định rõ chi phí định mức, lợi nhuận định mức.	

Nguồn: Aseansc Research

TẬP ĐOÀN XĂNG DẦU VIỆT NAM (HSX: PLX)

MÃ CỔ PHIẾU: PLX

KHUYẾN NGHỊ
[THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**40.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	35.300
Thay đổi	**+13%**
Vốn hóa (tỷ VND)	44.852
PE trailing	17,21
EPS trailing	2.025
P/B	1,53
Book Value (per share)	22.745
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	1,385
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	1.271

Diễn biến giá cổ phiếu PLX

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Duy trì tăng trưởng ngắn hạn nhưng thiếu động lực bền vững trong dài hạn. Doanh thu và LNST năm 2026 dự kiến đạt 314.127 tỷ đồng (+5% YoY) và 3.354 tỷ đồng (+12% YoY), chủ yếu nhờ các yếu tố hỗ trợ chính sách.

- **Ngắn hạn, PLX được hưởng lợi từ khung pháp lý mới** trong kinh doanh xăng dầu, theo đó siết chặt điều kiện cấp phép đối với các doanh nghiệp nhỏ, đồng thời ưu tiên những nhà phân phối quy mô lớn. Các quy định ngày càng khắt khe này góp phần giúp PLX mở rộng thị phần, nâng cao khả năng cạnh tranh.
- **Dài hạn, triển vọng kém thuận lợi hơn**, do xu hướng chuyển dịch sang xe điện làm suy giảm nhu cầu tiêu thụ xăng dầu, từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng bán ra của PLX trong 5 năm tới.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	284.017	299.168	314.127
Lợi nhuận gộp	17.351	17.520	18.396
Chi phí tài chính	1.196	1.246	1.308
Doanh thu tài chính	1.635	1.896	1.765
Chi phí bán hàng	13.518	13.784	14.159
Chi phí quản lý	1.041	1.162	1.064
LNST	**3.161**	**3.001**	**3.354**

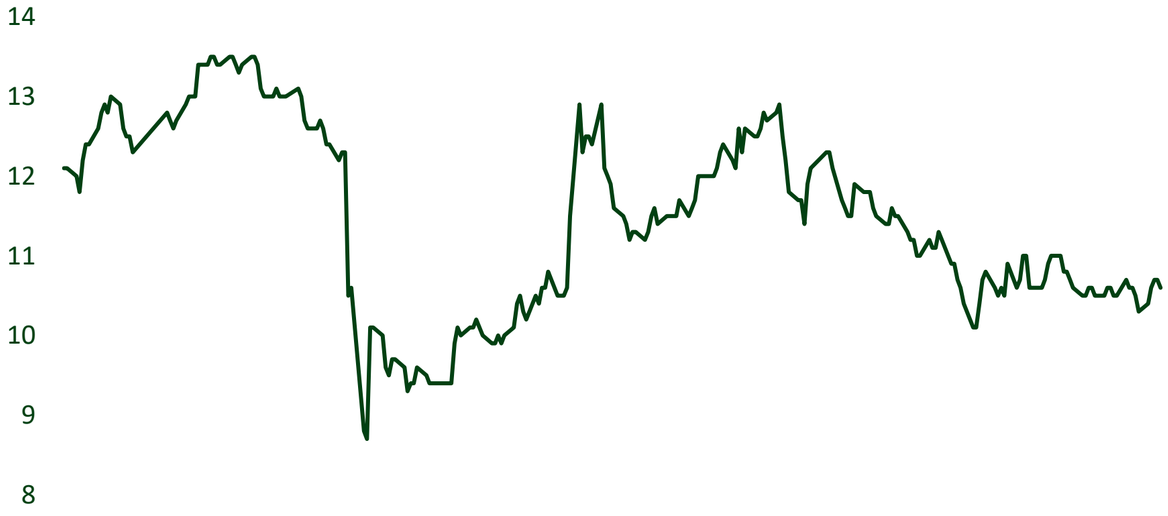
TỔNG CÔNG TY DẦU VIỆT NAM – CTCP (UPCOM: OIL)

MÃ CỔ PHIẾU: OIL

KHUYẾN NGHỊ
[THEO DÕI]

Giá mục tiêu (VND/CP)	**11.000**
Giá hiện tại (VND/CP)	10.700
Thay đổi	**+3%**
Vốn hóa (tỷ VND)	11.066
PE trailing	27,67
EPS trailing	383
P/B	0,94
Book Value (per share)	11.222
KLGD BQ 30 ngày (triệu cp)	546.841
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	1.034

Diễn biến giá cổ phiếu OIL



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu và LNST năm 2026 được kỳ vọng duy trì tăng trưởng, lần lượt đạt 145.291 tỷ đồng (+8% YoY) và 461 tỷ đồng (+22% YoY), chủ yếu nhờ các yếu tố hỗ trợ từ chính sách và chiến lược mở rộng mạng lưới bán lẻ của OIL.

- **Trong ngắn hạn, động lực tăng trưởng đến từ khung pháp lý mới** trong kinh doanh xăng dầu, cho phép doanh nghiệp đầu mối xác định giá bán lẻ sát với chi phí thực tế, qua đó cải thiện biên lợi nhuận gộp. Đồng thời, việc gia tăng số lượng cửa hàng giúp OIL mở rộng sản lượng bán và từng bước nâng thị phần.
- **Về dài hạn, triển vọng tăng trưởng phụ thuộc vào khả năng đa dạng hóa sang mảng nhiên liệu hàng không** (Jet A1) – phân khúc có biên lợi nhuận cao hơn và nhu cầu ổn định so với xăng dầu đường bộ, trong bối cảnh nhu cầu nhiên liệu truyền thống chịu áp lực giảm dần do xu hướng ưu tiên xe điện.

Kết quả kinh doanh	2024	2025E	2026F
Doanh thu	124.460	134.529	145.291
Lợi nhuận gộp	4.139	3.813	4.213
Chi phí tài chính	357	409	442
Doanh thu tài chính	674	743	708
Chi phí bán hàng	2.774	2.672	2.741
Chi phí quản lý	1.078	975	980
LNST	**474**	**379**	**461**

CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH DẦU KHÍ VÀ TÁC ĐỘNG CỦA GIÁ DẦU

I. THƯỢNG NGUỒN

Tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu thô và khí âm

1. Khai thác giàn khoan (PVD, PVS, POS)

- Giá dầu thấp gây khó khăn cho việc tìm kiếm hợp đồng mới.
- Giá dầu cao giúp gia tăng nhu cầu giàn khoan.

2. Dịch vụ phụ trợ (PVC, PET, PXS, PXT)

- Giá dầu thấp gây khó khăn cho việc tìm kiếm hợp đồng mới.
- Giá dầu cao giúp gia tăng nhu cầu các dịch vụ phụ trợ.

II. TRUNG NGUỒN

Thu gom, xử lý sơ bộ, vận chuyển, lưu trữ

1. Vận tải xăng, dầu (PVT, PJT, PVP, PDV, VTO)

- Giá dầu tăng kéo theo giá cước vận chuyển tăng và ngược lại.

2. Xử lý khí (GAS)

- Giá dầu tăng tác động tích cực lên doanh thu và lợi nhuận và ngược lại.

III. HẠ NGUỒN

Tiêu thụ, phân phối, bán lẻ xăng dầu, khí

1. Nhà máy điện (POW, NT2)

- Với cách tính nguyên liệu được EVN hỗ trợ, POW sẽ chuyển rủi ro biến động giá nguyên liệu sang EVN.

2. Nhà máy phân bón (DCM, DPM)

- Giá dầu quá cao có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp này và ngược lại.
- Các doanh nghiệp này có thể được hưởng lợi nếu giá khí thế giới ở mức cao do được GAS trợ giá.

3. Lọc dầu, hóa dầu (BSR)

- Giá dầu giảm gây bất lợi cả về nguyên liệu đầu vào và thành phẩm, đặc biệt là giảm giá trị hàng tồn kho.
- Giá dầu tăng làm tăng giá trị hàng tồn kho và biên lợi nhuận gộp.

4. Phân phối xăng dầu (PLX, OIL, PPY, POB)

- Giá dầu tăng làm tăng giá trị hàng tồn kho, và ngược lại.

5. Phân phối khí thấp áp (PGC, PGD, PGS, PVG, CNG)

- Giá khí tăng làm tăng giá trị hàng tồn kho, và ngược lại.

TÓM TẮT TRIỂN VỌNG NGÀNH BĐS NHÀ Ở 2026

IX. TRIỂN VỌNG 2026 | NGÀNH BĐS NHÀ Ở: PHÁP LÝ THÔNG THOÁNG TẠO SỨC BẬT, TRÁI PHIẾU LÀ BÀI KIỂM TRA SỨC BỀN

NGÀNH BĐS NHÀ Ở

[KHẢ QUAN]

Dự báo năm 2026:

Hà Nội:

- Nguồn cung: **+3% YoY**
- Tỷ lệ hấp thụ: **~81%**
- Giá sơ cấp: **+7% YoY**

TP.HCM:

- Nguồn cung: **+17% YoY**
- Tỷ lệ hấp thụ: **~70%**
- Giá sơ cấp: **+3% YoY**

Cổ phiếu nổi bật:

VHM [THEO DÕI], **NLG** [KHẢ QUAN], **KDH** [KHẢ QUAN].

1. Chu kỳ cung căn hộ tại Hà Nội và TP Hồ Chí Minh bước vào pha phục hồi

- Nguồn cung Hà Nội dự báo tăng nhẹ trong năm 2026 đạt 32.270 căn (+3% YoY)
- Nguồn cung TP.HCM dự báo tăng khá trong năm 2026 đạt 10.550 căn (+17% YoY)

2. Nền cầu dự báo ổn định, tập trung ở phân khúc trung cấp và nhà ở thực

- Tỷ lệ hấp thụ Hà Nội 2026F giảm nhẹ (-3 điểm % YoY) nhưng vẫn cao (81%)
- Tỷ lệ hấp thụ TP.HCM 2026F cải thiện lên ~70% (+10 điểm % YoY)

3. Mặt bằng giá bán sơ cấp tiếp tục xu hướng tăng

- Giá bán sơ cấp tại Hà Nội dự kiến tăng ~ 7% YoY
- Giá bán sơ cấp tại TP Hồ Chí Minh dự kiến tăng ~ 3% YoY

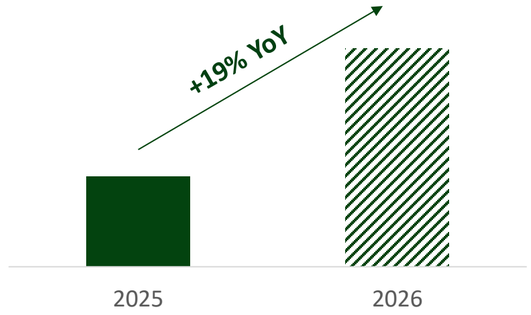
4. Khung pháp lý mở khóa nguồn cung, nhưng chi phí đất và tốc độ triển khai là biến số

- 2026 là năm pháp lý tạo lực đẩy cho nguồn cung, khi các quy định hướng dẫn và cơ chế tháo gỡ vướng mắc được triển khai đồng bộ, giúp rút ngắn độ trễ thủ tục và cải thiện khả năng triển khai dự án, trong khi trọng tâm chính sách tiếp tục ưu tiên tăng nguồn cung nhà ở (đặc biệt NOXH) và nâng mức minh bạch thông tin thị trường. Rủi ro cần theo dõi là biến động chi phí đất trong năm đầu áp dụng bảng giá đất mới và mức độ thực thi không đồng đều giữa các địa phương.

5. Áp lực đáo hạn trái phiếu BĐS đạt đỉnh là phép thử sức khỏe tài chính toàn ngành

- Dự báo 2026 là đỉnh chu kỳ đáo hạn trái phiếu BĐS (~143.000 tỷ đồng; +19% YoY) cho thấy rủi ro trọng tâm của ngành sẽ nghiêng về thanh khoản và khả năng tái cấp vốn.
- Áp lực đáo hạn tập trung mạnh vào Q4.26, khi khoảng 82.000 tỷ đồng trái phiếu BĐS đến hạn, đánh dấu "đỉnh sóng" đáo hạn của cả chu kỳ. Trong đó, rủi ro thường bộc lộ sớm từ Q2–Q3/2026 do doanh nghiệp cần chuẩn bị nguồn trả nợ trước kỳ hạn.

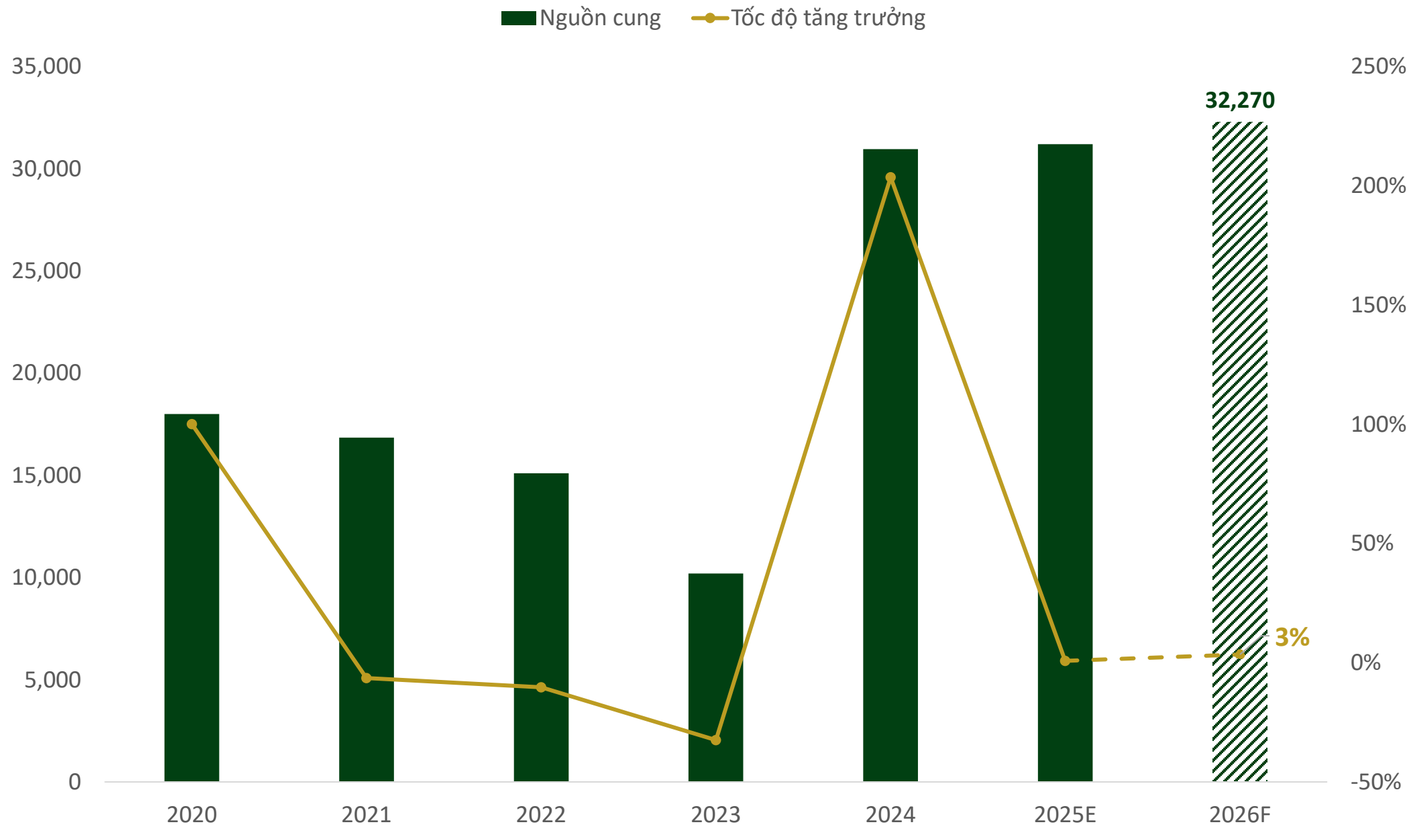
TPDN BĐS đáo hạn 2026



1. Chu kỳ cung căn hộ tại Hà Nội và TP Hồ Chí Minh bước vào pha phục hồi

1.1. Cung Hà Nội dự báo tăng nhẹ

Nguồn cung Hà Nội 2026F dự báo tăng nhẹ lên 32.270 căn (+3% YoY) nhờ (i) một số dự án thương mại mở bán mới ở phân khúc cao cấp (đặc biệt thấp tầng vùng ven) và (ii) nhóm dự án được tháo gỡ/đẩy nhanh thủ tục theo cơ chế thí điểm mở rộng mục đích sử dụng đất (Nghị quyết 171), giúp mở rộng "pipeline" dự án trong các năm tới.



Nguồn: CBRE, Knight Frank Vietnam, ASEANS tổng hợp

Nguồn cung Hà Nội 2026 phục hồi dần trở lại với các dự án mới

Dự án	Vị trí	Quy mô
Charm Villas	Hoài Đức	528 căn
Taseco Long Biên Central	Long Biên	422 căn
Vinhomes Wonder City	Đan Phượng	~2.250 căn

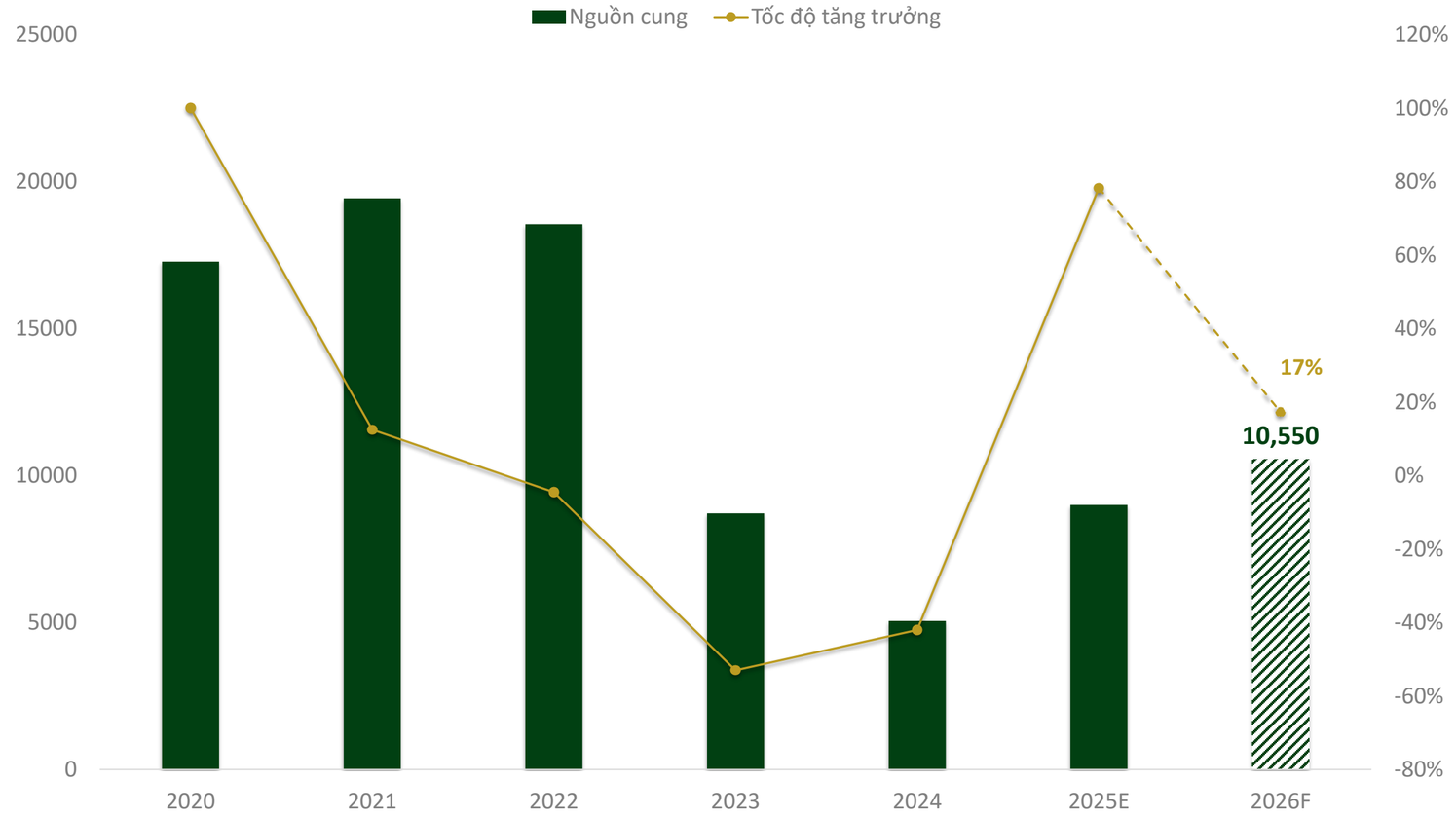
Dự án thí điểm theo Nghị quyết 171/2024/QH15

Dự án	Vị trí	Quy mô
Tổ hợp nhà ở, trường học, công trình công cộng Đức Giang	Long Biên	940 căn
Tòa nhà hỗn hợp Văn Phú Complex	Hà Đông	1.250 căn
MIC Tower	Nam Từ Liêm	707 căn
Công trình hỗn hợp & nhà trẻ phường Yên Sở	Hoàng Mai	700 căn

1. Chu kỳ cung căn hộ tại Hà Nội và TP Hồ Chí Minh bước vào pha phục hồi

1.2. Cung TP.HCM dự báo tăng khá

Nguồn cung TP.HCM 2026F dự báo tăng khá lên mức 10.550 căn (+17% YoY) dựa trên kỳ vọng thị trường TP.HCM thoát trạng thái khan hiếm kéo dài và "cải thiện" nhờ một phần dự án được gỡ vướng để ra hàng trở lại; đồng thời, nguồn cung cao tầng tại TP.HCM đã ở mức rất thấp trong thời gian dài nên chỉ cần "mở khóa" một phần thủ tục/pháp lý là nguồn cung có thể bật tăng theo nền thấp.



Nguồn: CBRE, Knight Frank Vietnam, ASEANS tổng hợp

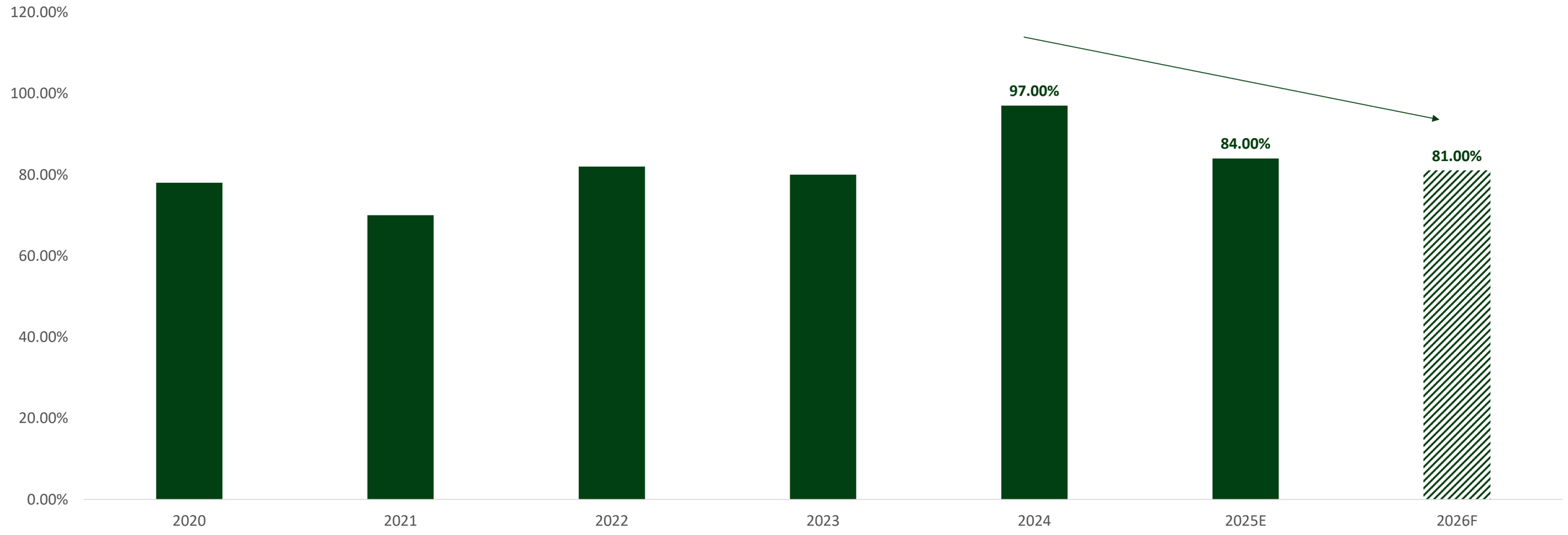
Nguồn cung 2026 TP.HCM dự kiến đón thêm các dự án mới

Dự án	Vị trí	Quy mô
Happy One Mori	Bình Dương	~1.441 căn
The Win City	Long An	~6.000 căn
The Privé	Thủ Đức	~3.175 căn
Gladia	Thủ Đức	~226 căn

2. Nền cầu dự báo ổn định, tập trung ở phân khúc trung cấp và nhà ở thực

2.1. Tỷ lệ hấp thụ ở Hà Nội giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức cao

Tỷ lệ hấp thụ Hà Nội 2026F giảm nhẹ (-3 điểm % YoY) nhưng vẫn cao (81%) được neo bởi cấu trúc cầu vẫn tốt ở phân khúc phù hợp (đặc biệt sản phẩm thấp tầng/đại đô thị hấp thụ nhanh) ngay cả khi giá đã lên cao; do đó, khi nguồn cung duy trì dồi dào, tỷ lệ hấp thụ có thể "hạ nhiệt" nhẹ theo hiệu ứng mẫu số (cung) tăng, nhưng mặt bằng vẫn cao nhờ nhu cầu ở thực và khả năng hấp thụ của các dự án quy mô lớn.

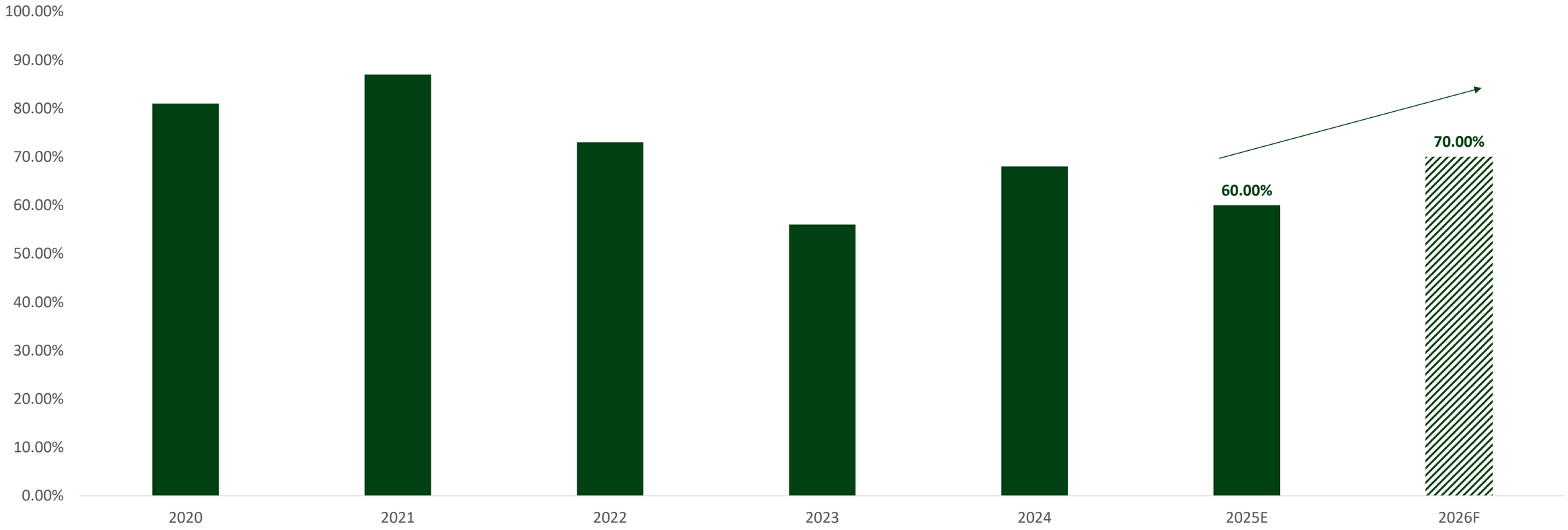


Nguồn: CBRE, Knight Frank Vietnam, ASEANS tổng hợp

2. Nền cầu dự báo ổn định, tập trung ở phân khúc trung cấp và nhà ở thực

2.2. Tỷ lệ hấp thụ ở TP.HCM cải thiện

Tỷ lệ hấp thụ TP.HCM 2026F cải thiện lên ~70% (+10 điểm % YoY) chủ yếu dựa trên (i) nguồn cung mới được cải thiện giúp thị trường có "hàng để bán" (thay vì quá khan hiếm), qua đó thanh khoản/độ phủ giao dịch tốt hơn; và (ii) mặt bằng lãi suất vay mua nhà thấp hơn hỗ trợ quyết định mua, nhất là khi sản phẩm mở bán vẫn nghiêng về phân khúc trung–cao cấp với tệp khách hàng có năng lực tài chính.

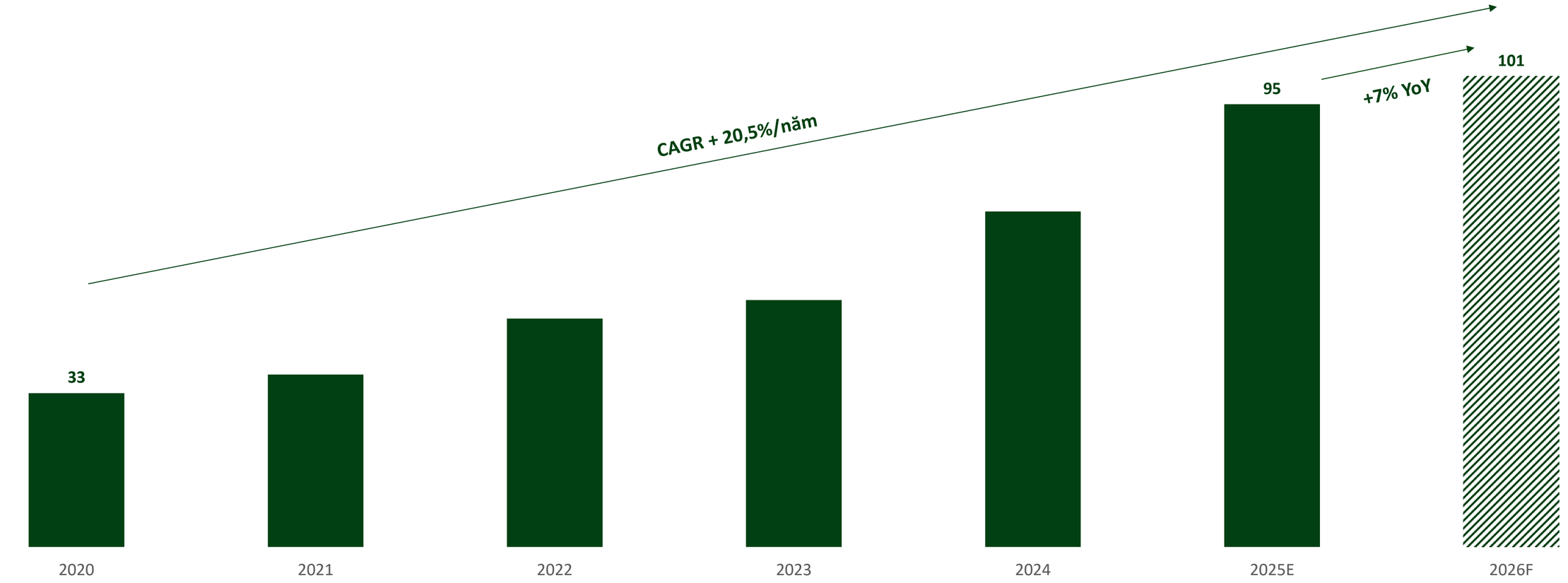


Nguồn: CBRE, Knight Frank Vietnam, ASEANS tổng hợp

3. Mặt bằng giá bán sơ cấp tiếp tục xu hướng tăng

3.1. Giá sơ cấp Hà Nội dự báo tăng 7%

Giá sơ cấp tại Hà Nội 2026F dự báo tăng nhẹ (+7% YoY) được nâng đỡ bởi tình trạng khan hiếm nguồn cung "nội đô", chi phí phát triển dự án tăng và xu hướng dịch chuyển cơ cấu mở bán sang phân khúc cao cấp hơn—khiến mặt bằng giá chào sơ cấp tiếp tục đi lên.

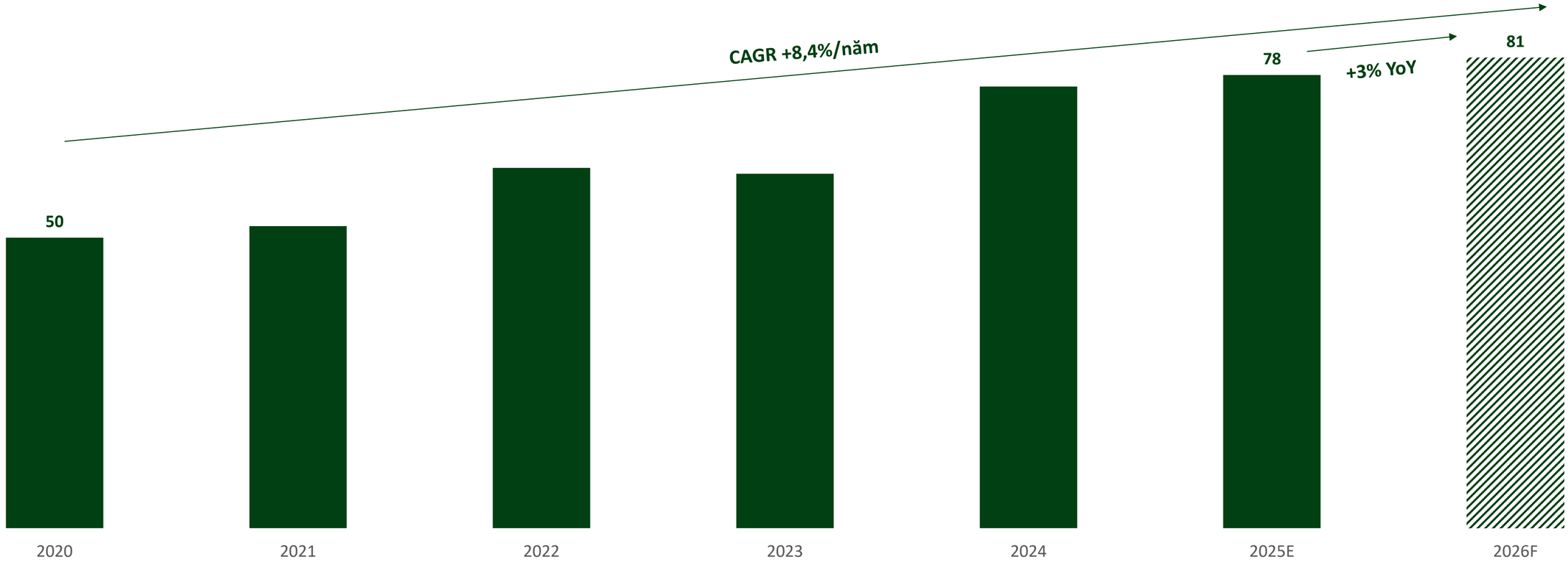


Nguồn: CBRE, Knight Frank Vietnam, ASEANSC tổng hợp

3. Mặt bằng giá bán sơ cấp tiếp tục xu hướng tăng

3.2. Giá sơ cấp TP.HCM dự báo tăng 3%

Giá sơ cấp tại TP.HCM 2026F dự báo tăng nhẹ (+3% YoY) phản ánh kịch bản tăng giá "vừa phải" hơn Hà Nội, khi thị trường được kỳ vọng có thêm nguồn cung ra hàng (giảm áp lực tăng giá quá nóng), nhưng mặt bằng giá vẫn được giữ bởi chi phí phát triển và chất lượng/cơ cấu sản phẩm mở bán.



Nguồn: CBRE, Knight Frank Vietnam, ASEANSC tổng hợp

4. Khung pháp lý mở khóa nguồn cung, nhưng chi phí đất và tốc độ triển khai là biến số

► **2024 là năm "đặt nền móng" pháp lý cho thị trường BĐS,** khi bộ luật trụ cột được đẩy sớm hiệu lực từ 01/08/2024 (Đất đai – Nhà ở – Kinh doanh BĐS), qua đó chuẩn hóa lại quy trình phát triển dự án và hoạt động giao dịch theo hướng minh bạch và kỷ luật hơn. Các nghị định hướng dẫn ban hành kèm theo tập trung siết điều kiện kinh doanh, quản lý giao dịch sản phẩm hình thành trong tương lai và thúc đẩy khung triển khai nhà ở xã hội, giúp cải thiện niềm tin trung hạn; tuy nhiên trong ngắn hạn, thị trường vẫn đối mặt độ trễ chuyển tiếp do địa phương và doanh nghiệp cần thời gian cập nhật thủ tục và vận hành theo quy định mới.

► **2026 là năm pháp lý tạo lực đẩy cho nguồn cung,** khi các quy định hướng dẫn và cơ chế tháo gỡ vướng mắc được triển khai đồng bộ, giúp rút ngắn độ trễ thủ tục và cải thiện khả năng triển khai dự án, trong khi trọng tâm chính sách tiếp tục ưu tiên tăng nguồn cung nhà ở (đặc biệt NOXH) và nâng mức minh bạch thông tin thị trường. Rủi ro cần theo dõi là biến động chi phí đất trong năm đầu áp dụng bảng giá đất mới và mức độ thực thi không đồng đều giữa các địa phương.

► **Năm 2025 là năm môi trường pháp lý BĐS chuyển mạnh sang pha "gỡ vướng – vận hành",** khi hàng loạt nghị định/nghị quyết tập trung tháo nút thắt đất đai, mở thêm cơ chế tiếp cận quỹ đất cho dự án nhà ở thương mại, đồng thời thúc đẩy NOXH bằng các cơ chế thí điểm và hướng dẫn chi tiết nhằm rút ngắn thủ tục triển khai. Nhìn chung, 2025 củng cố kỳ vọng giảm độ trễ pháp lý và cải thiện minh bạch, tạo nền cho nguồn cung phục hồi rõ hơn trong giai đoạn 2026–2027.

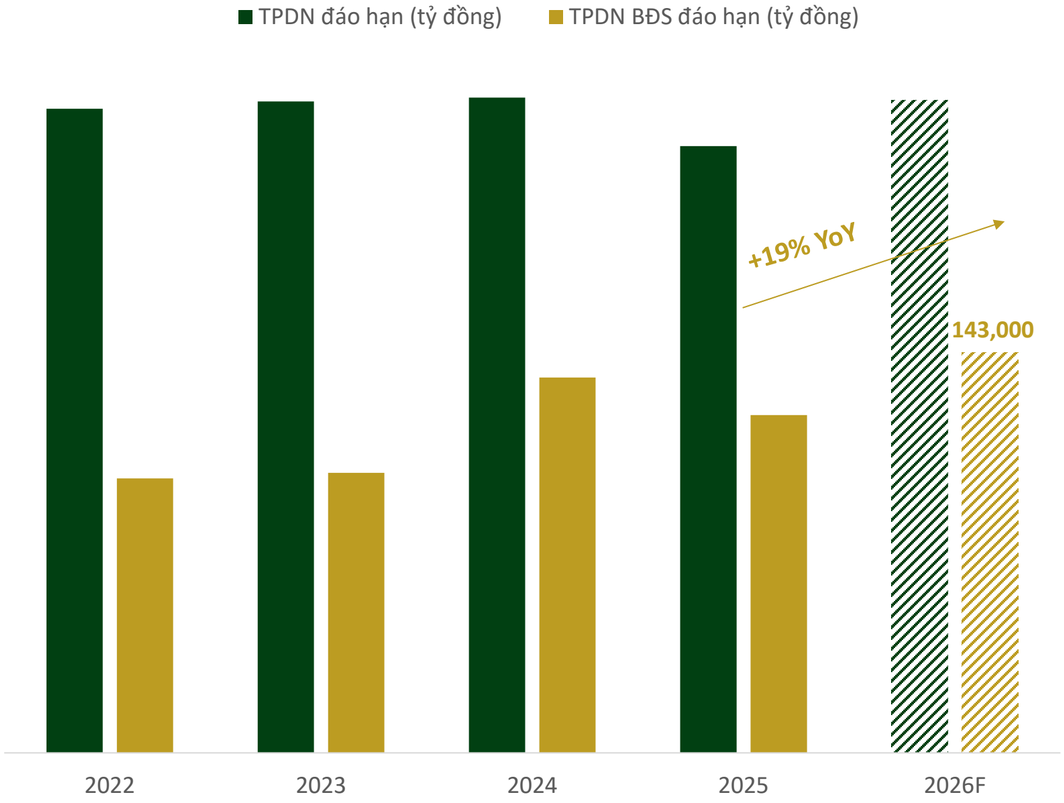
► **Nhiều dự án được tháo gỡ pháp lý**

Tính tới cuối 2025, có 64 trên tổng 1.120 dự án đã được tháo dỡ pháp lý.

Nguồn: ASEANSC tổng hợp

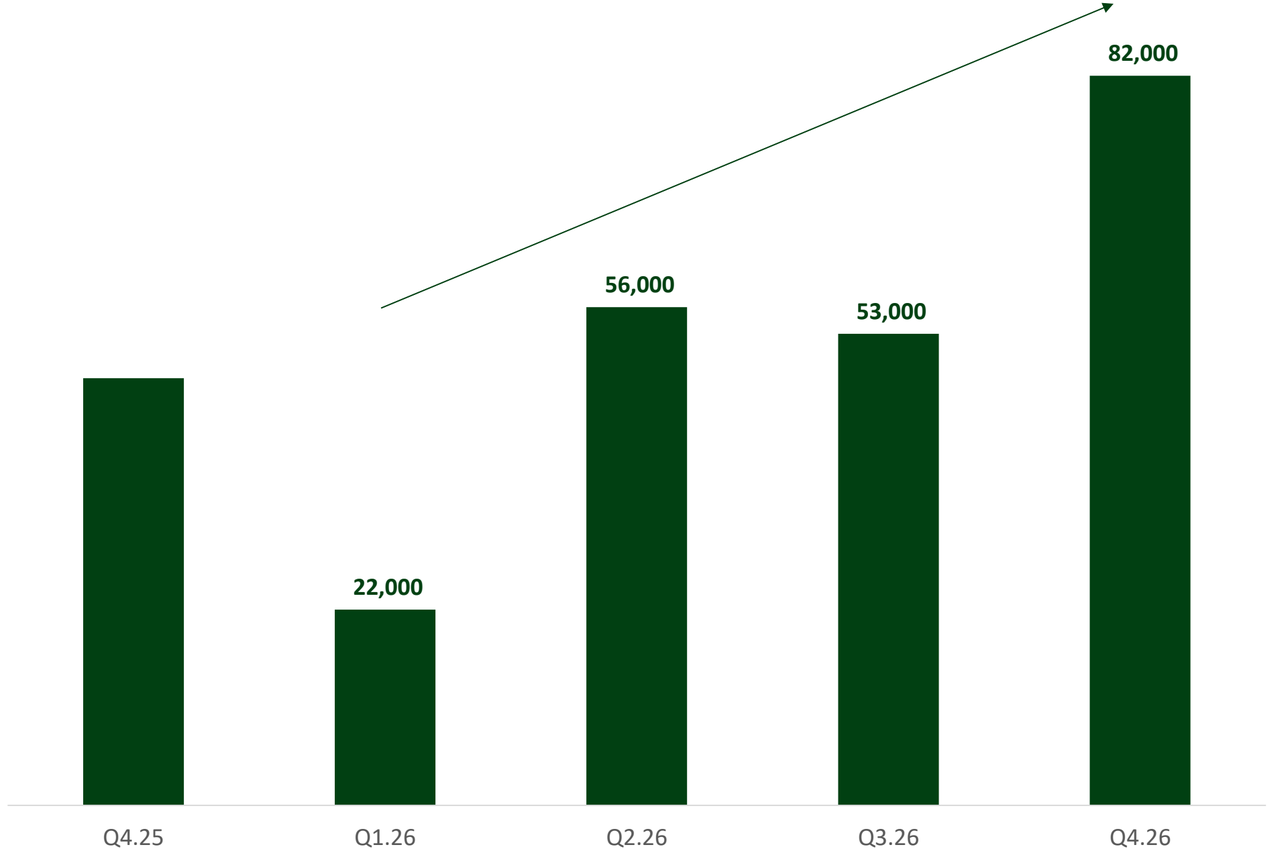
5. Áp lực đáo hạn trái phiếu BĐS đạt đỉnh là phép thử sức khỏe tài chính toàn ngành

Dự báo 2026 là đỉnh chu kỳ đáo hạn trái phiếu BĐS (~143.000 tỷ đồng; +19% YoY) cho thấy rủi ro trọng tâm của ngành sẽ nghiêng về thanh khoản và khả năng tái cấp vốn. Trong bối cảnh dòng tiền bàn giao chưa đồng đều và kênh huy động vẫn chọn lọc, các doanh nghiệp đòn bẩy cao hoặc phụ thuộc đảo nợ có thể chịu áp lực gia tăng, buộc phải gia hạn/tái cấu trúc hoặc bán tài sản với chiết khấu. Hệ quả là phân hóa rủi ro giữa nhóm có pháp lý sạch–dòng tiền rõ và nhóm tài sản kém thanh khoản sẽ ngày càng rõ nét.



Nguồn: VBMA; S&I/FiinRatings, Aseansc tổng hợp

Áp lực đáo hạn tập trung mạnh vào Q4.26, khi khoảng 82.000 tỷ đồng trái phiếu BĐS đến hạn, đánh dấu "đỉnh sóng" đáo hạn của cả chu kỳ. Trong đó, rủi ro thường bộc lộ sớm từ Q2–Q3/2026 do doanh nghiệp cần chuẩn bị nguồn trả nợ trước kỳ hạn.

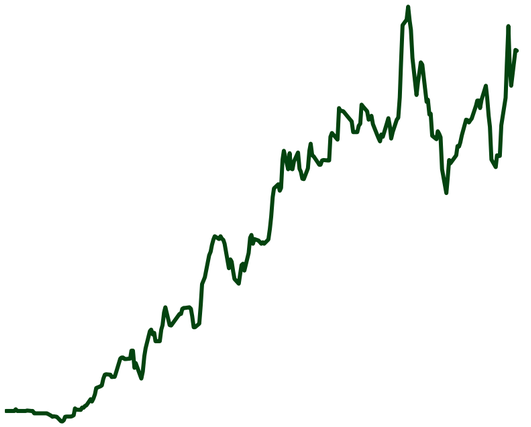


CTCP Vinhomes (HOSE: VHM)

KHUYẾN NGHỊ:
[THEO DÕI]

Giá cổ phiếu (30/12/2025)	**117.500**	**Giá mục tiêu (đồng/cp)**	**120.600**
Doanh thu thuần dự phóng 2026 (tỷ đồng)	138.451	BVPS Forward (đồng/cp)	66.290
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	38.393	P/B trung bình 5 năm gần nhất	2,6
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	30%	P/B mục tiêu	1,8

Diễn biến giá cổ phiếu VHM



Nguồn: Aseansc Research

Tổng quan doanh nghiệp:

- Vinhomes (VHM) là nhà phát triển BĐS nhà ở hàng đầu Việt Nam, thuộc hệ sinh thái Vingroup (VIC nắm 73,5% vốn); quỹ đất được ước tính khoảng ~18.800 ha (Q3/2025), tập trung tại các đô thị lớn/địa phương có tiềm năng phát triển. Doanh số chưa ghi nhận đến cuối tháng 9 đạt 223.937 tỷ đồng, tăng 93% so với thời điểm cuối quý 3 năm 2024

Dự báo kết quả kinh doanh 2026:

- Dự báo doanh thu và lợi nhuận 2026 của VHM đạt 138.451 tỷ (+35% YoY) và 38.393 (+30% YoY), nhờ (i) ghi nhận doanh thu từ backlog tại các dự án đã mở bán mạnh như Wonder City (Wonder Park) và Royal Island; và (ii) doanh số bán hàng tích cực tại Green City, Golden City và Green Paradise.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu VHM với giá mục tiêu ở mức **120.600** đồng/cổ phiếu (+**3%** so với giá thị trường), tầm nhìn đầu tư 1 năm.

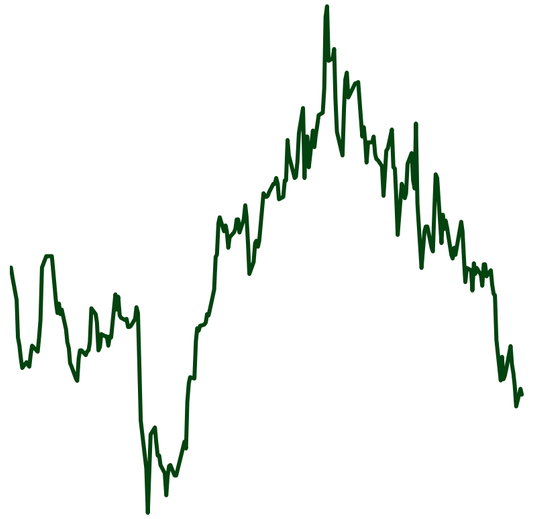
Nguồn: VHM, Aseansc Research

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (30/12/2025)	**30.600**	**Giá mục tiêu (đồng/cp)**	**39.400**
Doanh thu thuần dự phóng 2026 (tỷ đồng)	7.043	BVPS Forward (đồng/cp)	24.641
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	1.406	P/B trung bình 5 năm gần nhất	1,6
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	20%	P/B mục tiêu	1,6

Diễn biến giá cổ phiếu NLG



Nguồn: Aseansc Research

Tổng quan doanh nghiệp:

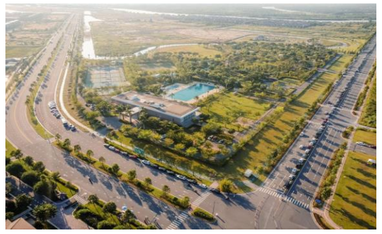
- NLG là một trong những chủ đầu tư BĐS dân cư dẫn đầu phía Nam, sở hữu quỹ đất sạch >681 ha. Doanh nghiệp tập trung phân khúc bình dân–trung cấp, phù hợp giai đoạn thị trường hồi phục khi thanh khoản ưu tiên sản phẩm vừa túi tiền. Hợp tác với các đối tác Nhật Bản (NNR, Hankyu Hanshin, Nishi Nippon) giúp NLG nâng chuẩn phát triển dự án, tăng kỷ luật quản trị–tài chính và mở rộng nguồn lực đồng đầu tư. Các đại đô thị trọng điểm (Waterpoint, Mizuki Park, Izumi City, Paragon) có vị trí chiến lược, bám trục hạ tầng/đầu tư công, hưởng lợi từ mở rộng không gian đô thị TP.HCM, hỗ trợ bán hàng và mặt bằng giá trung hạn.

Dự báo kết quả kinh doanh 2026:

- Dự báo năm 2026, NLG có thể đạt doanh thu 7.043 tỷ (+10% YoY) và LNST 1.453 tỷ (+24% YoY), nhờ (i) đẩy mạnh bàn giao tại Waterpoint – Southgate và Nam Long II Central Lake (Cần Thơ), củng cố nền doanh thu ghi nhận; và (ii) gia tăng đóng góp từ các dự án trọng điểm như Izumi City và Paragon Đại Phước, qua đó giúp lợi nhuận tăng nhanh hơn doanh thu.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu NLG với giá mục tiêu ở mức **39.400** đồng/cổ phiếu (**+29%** so với giá thị trường), tầm nhìn đầu tư 1 năm.



Waterpoint – Southgate
- Vị trí: ngay đầu cao tốc Bến Lức – Long Thành, kết nối thuận tiện với Vành đai 3
- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Quy mô: 165 ha, mật độ xây dựng ~23%, tổng 3.606 căn.
- Sản phẩm chính: shophouse/ nhà phố/ biệt thự/ EHome.
- Tổng vốn đầu tư ước tính: ~6.900 tỷ đồng.

Nam Long II – Central Lake (Cần Thơ)
- Vị trí: quận Cái Răng, Cần Thơ, kết nối trung tâm Ninh Kiều qua Quang Trung – Cái Cui và đại lộ Võ Nguyên Giáp.
- Tỷ lệ sở hữu: 100%.
- Quy mô: 43,8 ha, mật độ 25–30%, tổng 2.470 căn.
- Sản phẩm chính: EHome/ biệt thự/ lô đất.
- Tổng vốn đầu tư ước tính: ~2.722 tỷ đồng.

Nguồn: NLG, Aseansc Research

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)

KHUYẾN NGHỊ:
[KHẢ QUAN]

Giá cổ phiếu (30/12/2025)	**31.500**	**Giá mục tiêu (đồng/cp)**	**38.800**
Doanh thu thuần dự phóng 2026 (tỷ đồng)	6.546	BVPS Forward (đồng/cp)	18.453
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	2.260	P/B trung bình 5 năm gần nhất	2,1
Tăng trưởng LNST dự phóng 2026	80%	P/B mục tiêu	2,1

Diễn biến giá cổ phiếu KDH

Nguồn: Aseansc Research

Tổng quan doanh nghiệp:

- KDH là chủ đầu tư có uy tín với hơn 20 năm kinh nghiệm trong phát triển BĐS nhà ở trung–cao cấp tại TP.HCM. Lợi thế cốt lõi của KDH đến từ quỹ đất quy mô lớn (khoảng ~600ha) tập trung chủ yếu tại TP.HCM—được xem là "tài sản chiến lược" trong bối cảnh nguồn cung mới khan hiếm—đồng thời nhiều dự án có nền tảng pháp lý tương đối rõ ràng, tạo dư địa duy trì nguồn hàng và tăng trưởng dài hạn.

Dự báo kết quả kinh doanh 2026:

- Dự báo doanh thu và lợi nhuận 2026 của KDH đạt 6.546 tỷ (+40% YoY) và 2.260 (+80% YoY), nhờ (i) bàn giao phần thấp tầng của dự án The Gladia—phân khu có biên lợi nhuận cao và được kỳ vọng ghi nhận phần lớn trong năm 2026, qua đó giúp lợi nhuận tăng nhanh hơn tốc độ doanh thu; và (ii) đóng góp bổ sung từ một phần của dự án The Solina, chủ yếu đến từ sản phẩm thấp tầng.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu KDH với giá mục tiêu ở mức **38.800** đồng/cổ phiếu **(+23%** so với giá thị trường), tầm nhìn đầu tư 1 năm.

The Gladia (Emeria & Clarita)
- Vị trí: P. Bình Trưng, TP.HCM.
- Tỷ lệ sở hữu: 51% (hợp tác Keppel).
- Quy mô: 11,8 ha, gồm 616 căn hộ & 226 nhà phố/biệt thự.
- Tổng vốn đầu tư ước tính: ~9.100 tỷ đồng.

The Solina
- Vị trí: KDC 11A, Bình Hưng, Bình Chánh, TP.HCM.
- Tỷ lệ sở hữu: 100%.
- Quy mô: 16,4 ha, gồm 268 nhà phố, 38 biệt thự, 1.500 căn hộ.
- Tổng vốn đầu tư ước tính: ~5.350 tỷ đồng.

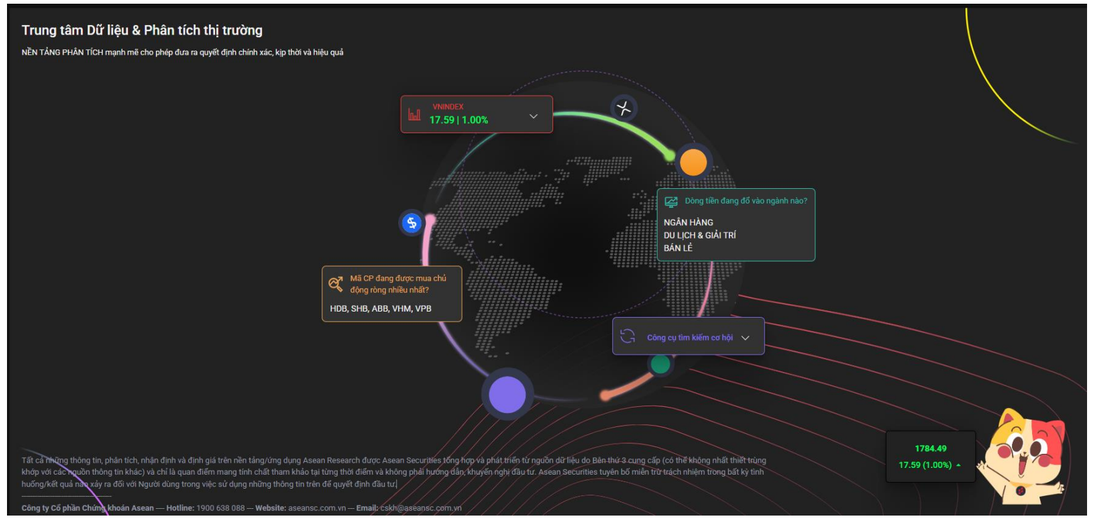
Nguồn: KDH, Aseansc Research

THÔNG BÁO

- **NHÀ ĐẦU TƯ VUI LÒNG MỞ TÀI KHOẢN TẠI CÔNG TY CHỨNG KHOÁN ASEAN ĐỂ XEM BÁO CÁO ĐẦY ĐỦ.**
- **NHÀ ĐẦU TƯ CÓ THỂ THAM GIA NHÓM TƯ VẤN ZALO TẠI:**

Mở Zalo, bấm quét QR để quét và xem trên điện thoại

- **NHÀ ĐẦU TƯ CÓ THỂ TRUY CẬP TRUNG TÂM DỮ LIỆU & PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG TẠI: https://research.aseansc.com.vn/**



ASEAN SECURITIES
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ASEAN

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần chứng khoán ASEAN

Địa chỉ: Tầng 4,5,6,7 số 3 Đặng Thái Thân, P.Phan Chu Trinh, Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội

Website: www.aseansc.com.vn | Hotline: 1900 638 088

TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH

Hai.LP

Email: hai.lp@aseansc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này bao gồm các nhận định chủ quan và dựa trên nguồn thông tin tin cậy và cơ sở phân tích chi tiết, cẩn trọng. ASEANSC không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này đồng thời bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn ra quyết định cụ thể nào. Người sử dụng báo cáo nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định của chính mình. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền ASEANSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của ASEANSC đều trái luật.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG