

VĨ MÔ & CHIẾN LƯỢC

**Chiến lược tháng: Tìm điểm cân bằng
Lãi suất và dòng vốn quyết định nhịp hồi phục**

Lạm phát và
lãi suất cao



Khởi thông
dòng vốn



Tích lũy tại vùng
định giá thấp



Nguyễn Thị Bảo Trân

tran.ntb@miraeasset.com.vn

Trần Thị Ngọc Hoà

hoa.ttn@miraeasset.com.vn

[Tóm tắt] Tìm điểm cân bằng: Lãi suất và dòng vốn quyết định nhịp hồi phục

Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam

- Nhìn tổng quan từ đầu năm, VN-Index đang giao dịch trong vùng 1650–1900 điểm trong bối cảnh khối ngoại liên tục bán ròng và thanh khoản thị trường sụt giảm về mức thấp nhất kể từ tháng 2/2025, mặc dù Việt Nam đã chính thức được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp ngày 21/9.
- Thị trường chứng khoán đang phản ánh áp lực lạm phát và lãi suất cao: Mức độ hấp dẫn tương đối (so với lãi suất tiền gửi) của thị trường chứng khoán thấp. Tỷ lệ E/P đang ở mức tương đương với lãi suất tiền gửi 12 tháng (khoảng 7,5%). Đặt trong bối cảnh lạm phát cao, tính hấp dẫn của cả 2 kênh đầu tư đang kém hơn.

Đánh giá triển vọng lãi suất và thị trường

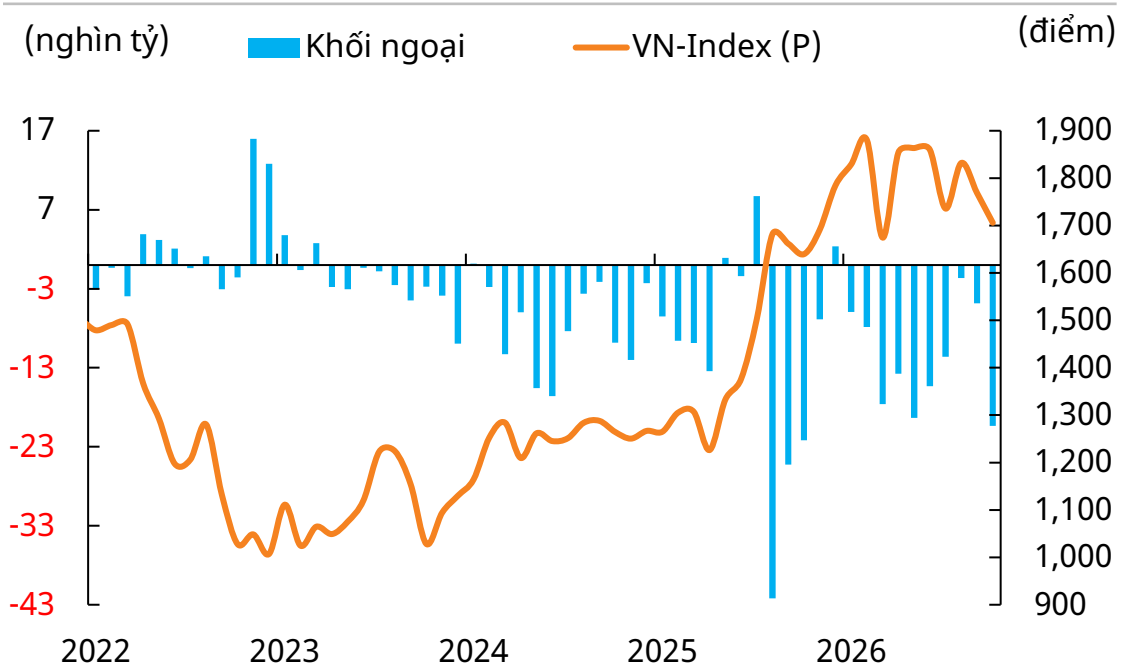
- Dư địa điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước có thể bị hạn chế trước cơn gió ngược Fed: 1) Kỳ vọng Fed tăng lãi suất và USD mạnh lên; 2) triển vọng các nguồn thu ngoại tệ kém hơn, đi kèm với kỳ vọng dự trữ ngoại hối chưa có nhiều dư địa cải thiện; 3) áp lực lạm phát cao; và 4) nhu cầu tín dụng cao trong giai đoạn 2026–2030. Trong bối cảnh trên, **Chính phủ tiếp tục hoàn thiện bộ khung giải pháp chính sách giúp khơi thông dòng vốn.**
- Tăng trưởng EPS năm 2027 được kỳ vọng giảm tốc mặc dù triển vọng tăng trưởng GDP tích cực, do các yếu tố: 1) Rủi ro bên ngoài và áp lực lãi suất cao; 2) Cầu nội địa BĐS yếu; và 3) Áp lực nợ xấu ngân hàng cao. Chúng tôi kỳ vọng **tốc độ tăng trưởng EPS năm 2027 (kỳ vọng từ 12%–14%) giảm so với mức tăng trưởng cao của năm 2026 (kỳ vọng 30%–33%)**; điều này tương đương mức tăng trưởng kép mỗi năm khoảng 22% (CAGR 2025–2027F).
- Thống kê lịch sử cho thấy lực cầu mạnh tại vùng E/P từ 8% đến 9% trở lên đã giúp thị trường tạo đáy ở năm 2016, 2020, 2022, và 2025. Một phép tính minh họa nhìn về cuối năm 2027 với mức tăng trưởng EPS kỳ vọng: mức E/P từ 8–9% tương đương với VN-Index từ 1700–1900 điểm.
- Với tầm nhìn trung và dài hạn, nhà đầu tư có thể tích lũy tại vùng định giá thấp khi các rủi ro bên ngoài giảm bớt, cũng như các yếu tố ổn định vĩ mô trong nước (tỷ giá, lạm phát, lãi suất) cân đối hơn nhờ hiệu quả chính sách khơi thông dòng vốn và thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ.

1 Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam

Áp lực khối ngoại bán ròng gia tăng và thanh khoản giảm về mức thấp

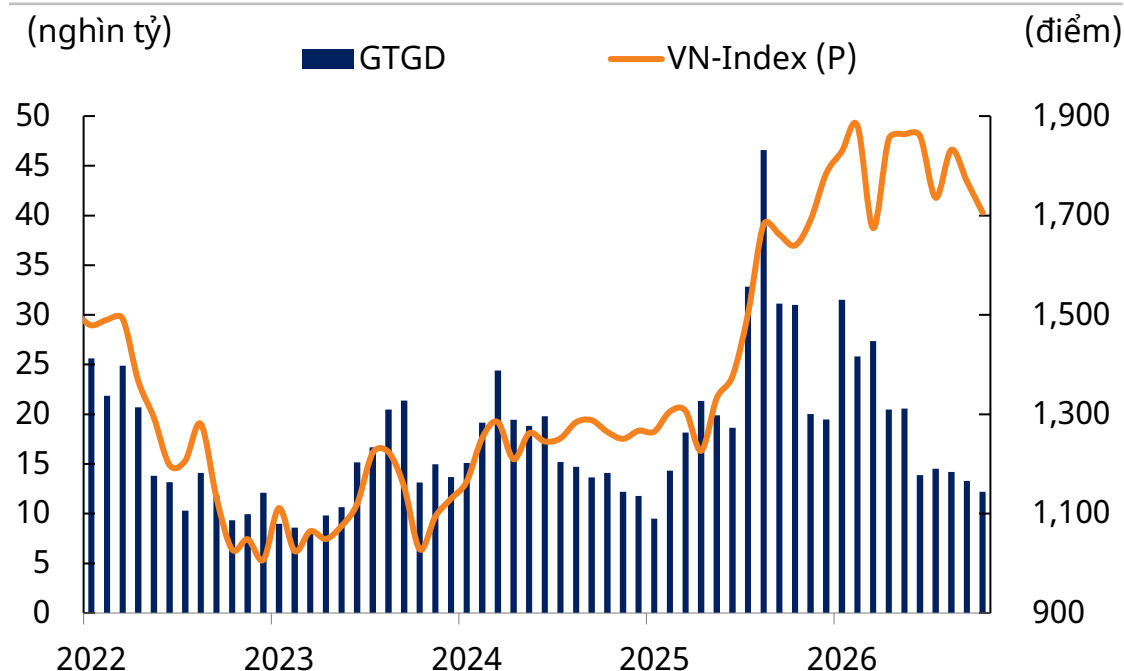
- Nhìn tổng quan từ đầu năm đến ngày 16/10/2026, **VN-Index đang giao dịch trong vùng 1650–1900 điểm** trong bối cảnh **khối ngoại liên tục bán ròng** (từ đầu tháng: hơn 20 nghìn tỷ đồng; từ đầu năm: hơn 118 nghìn tỷ đồng; 2025: hơn 125 nghìn tỷ đồng) và **thanh khoản thị trường sụt giảm về mức thấp nhất kể từ tháng 2/2025** (GTGD khớp lệnh trung bình nửa đầu tháng 10: khoảng 12 nghìn tỷ đồng; trung bình từ đầu năm: hơn 19 nghìn tỷ đồng).
- Đáng chú ý, **dòng vốn đầu tư từ quỹ đầu tư thụ động vào Việt Nam sau khi vào rổ FTSE thị trường mới nổi thứ cấp (khoảng 2 tỷ USD cho tổng 4 quý từ 21/9/2026 đến 20/9/2027 theo tỷ lệ giải ngân: 10%, 20%, 35% và 35%) chưa đủ để đảo ngược xu hướng chung**. Ngày 21/8, FTSE Russell đã công bố danh mục 27 cổ phiếu Việt Nam được thêm vào bộ chỉ số FTSE Global Equity Index Series. FTSE sẽ tiến hành tái cơ cấu (điều chỉnh) tỷ trọng của các cổ phiếu thành phần qua các kỳ đánh giá vào tháng 3 và tháng 9, theo các tiêu chí về quy mô vốn hóa, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và thanh khoản.

Áp lực bán ròng tăng mạnh trong nửa đầu tháng 10



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Fiinpro cập nhật tới 16/10/2026.

Giá trị giao dịch khớp lệnh giảm về mức thấp nhất kể từ 2/2025



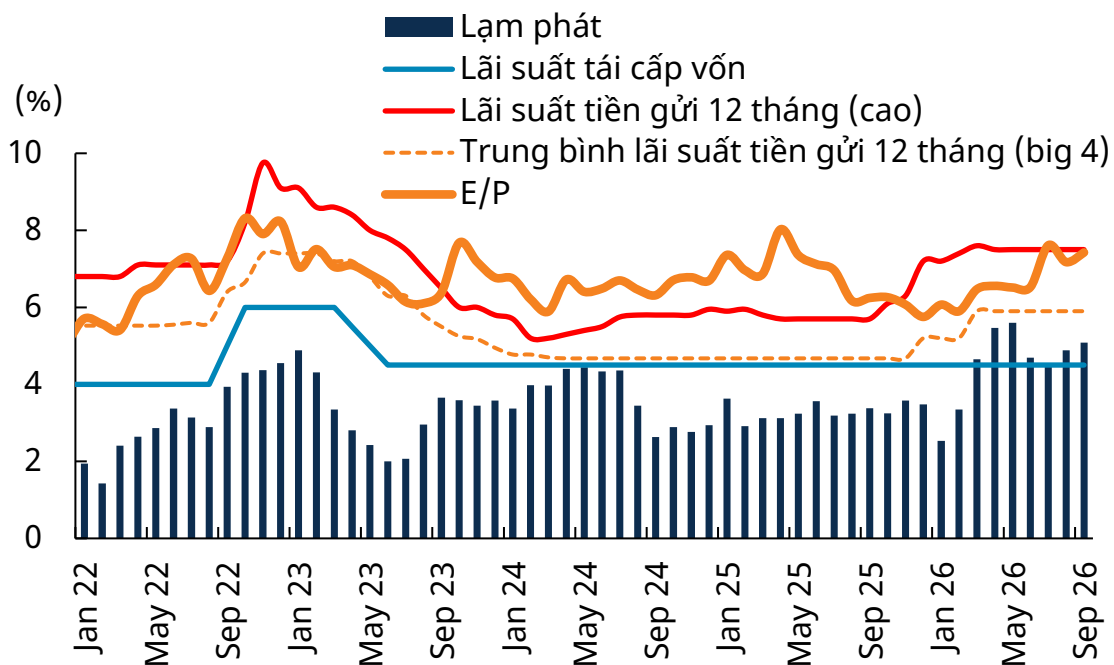
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Fiinpro cập nhật tới 16/10/2026.

1 Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

Thị trường chứng khoán đang phản ánh áp lực lạm phát và lãi suất cao

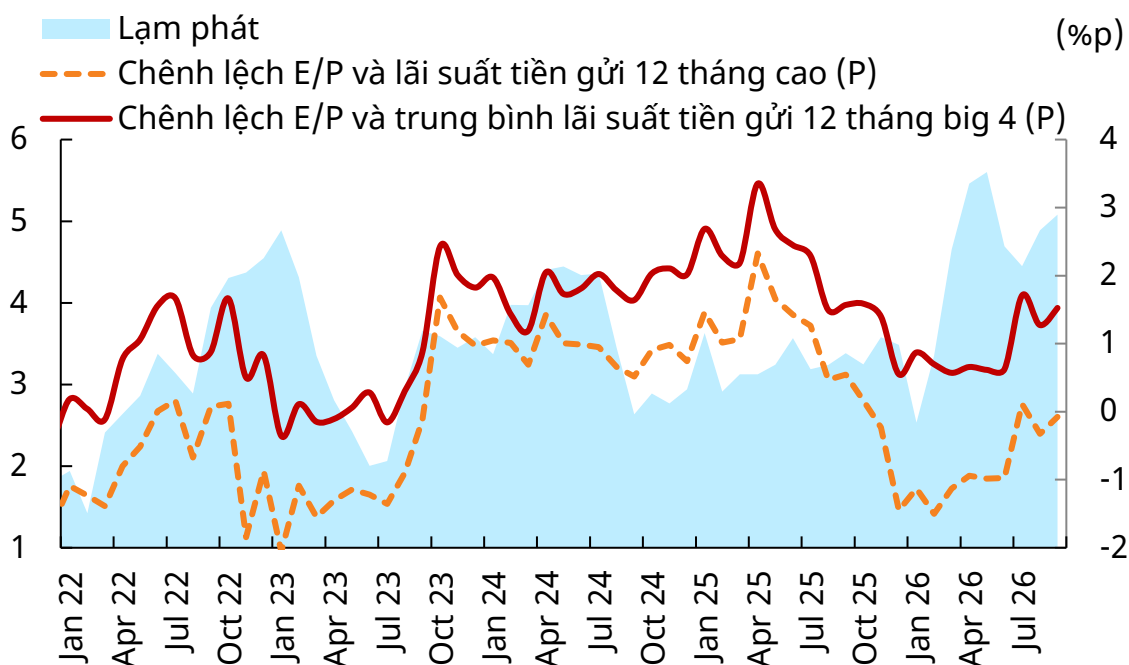
Mức độ hấp dẫn tương đối (so với lãi suất tiền gửi) của thị trường chứng khoán thấp. Kể từ tháng 3/2026, lãi suất huy động 12 tháng neo trong khoảng từ 5,9% (nhóm NHTMNN) đến 7,5% (mức cao của các NHTMCP). So sánh với mức E/P hiện tại của thị trường cũng đang khoảng 7,5%–7,7%, thị trường chứng khoán đang kém hấp dẫn hơn do phần bù rủi ro đang thấp. Trong bối cảnh lạm phát cao kéo dài từ tháng 3/2026 đến nay (do ảnh hưởng của chiến tranh Trung Đông), lãi suất thực của cả hai kênh đều đang kém hấp dẫn.

So sánh E/P của thị trường với lạm phát và lãi suất



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg. Fiinpro cập nhật tới 30/09/2026.

Chênh lệch E/P và lãi suất đang thấp trong bối cảnh lãi suất cao



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg. Fiinpro cập nhật tới 30/09/2026.

Lưu ý: Khung phân tích đơn giản tính dựa trên EPS thực tế (nguồn Bloomberg).

Kết quả có thể khác nếu thay bằng EPS dự phóng hoặc dùng E/P của thị trường loại trừ các cổ phiếu Vingroup.

Dự địa điều hành chính sách của Ngân hàng Nhà nước có thể bị hạn chế trước cơn gió ngược Fed

- **Thị trường đang chiết khấu khả năng Fed sẽ tăng lãi suất 3 lần nữa từ tháng 9/2026 đến tháng 9/2027.** Chỉ số DXY tăng lên trên vùng 100 điểm (đang dao động quanh 102 điểm – vùng cao nhất kể từ tháng 4/2025).
- Trong bối cảnh đó, **triển vọng các nguồn thu ngoại tệ của Việt Nam có thể sẽ kém khả quan so với năm 2026** (thâm hụt thương mại, dòng vốn đầu tư gián tiếp rút, các công ty FDI hiện thực hóa lợi nhuận chuyển ra). Chúng tôi cũng đánh giá dự trữ ngoại hối của Việt Nam chưa có nhiều dư địa cải thiện trong năm 2027 từ mức 82,8 tỷ USD cuối tháng 7/2026.
- **Áp lực lạm phát vẫn cao trong năm 2027 (kỳ vọng khoảng 4,5%)** do áp lực cấu trúc từ chính sách nới lỏng tài khóa và nhập khẩu lạm phát. Chúng tôi kỳ vọng việc Chính phủ linh hoạt điều hành quản lý giá cả nhóm ngành trọng yếu như điện, y tế, giáo dục sẽ giúp lạm phát năm 2027 quanh mức 4,5%. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ được cân bằng bởi hiệu ứng nền khi giá dầu thế giới giảm trong năm 2027.
- Dư nợ tín dụng đã cao hơn huy động kể từ tháng 7/2022 đến nay. Tính đến cuối tháng 9, ước tính mức chênh lệch khoảng 2,6 triệu tỷ đồng, giảm so với mức 2,8 triệu tỷ đồng cuối tháng 7. **Nhu cầu tín dụng được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao cho cả giai đoạn 2026–2030 trong bối cảnh Việt Nam quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao với tổng kế hoạch đầu tư công 8,2 triệu tỷ đồng.** Áp lực có thể giảm khi tăng trưởng tiền gửi cải thiện nhờ tác động lan tỏa tích cực của đầu tư công qua đó hỗ trợ thanh khoản hệ thống.

Dự địa điều hành chính sách tiền tệ của NHNN có thể bị hạn chế

Kỳ vọng Fed tăng lãi suất và USD mạnh lên

Thị trường đang chiết khấu thêm 3 lần tăng lãi suất. DXY trên 100.

Triển vọng các nguồn thu ngoại tệ kém hơn

Đi kèm với kỳ vọng dự trữ ngoại hối chưa có nhiều dư địa cải thiện

Áp lực lạm phát cao

Áp lực từ chính sách nới lỏng tài khóa và nhập khẩu lạm phát

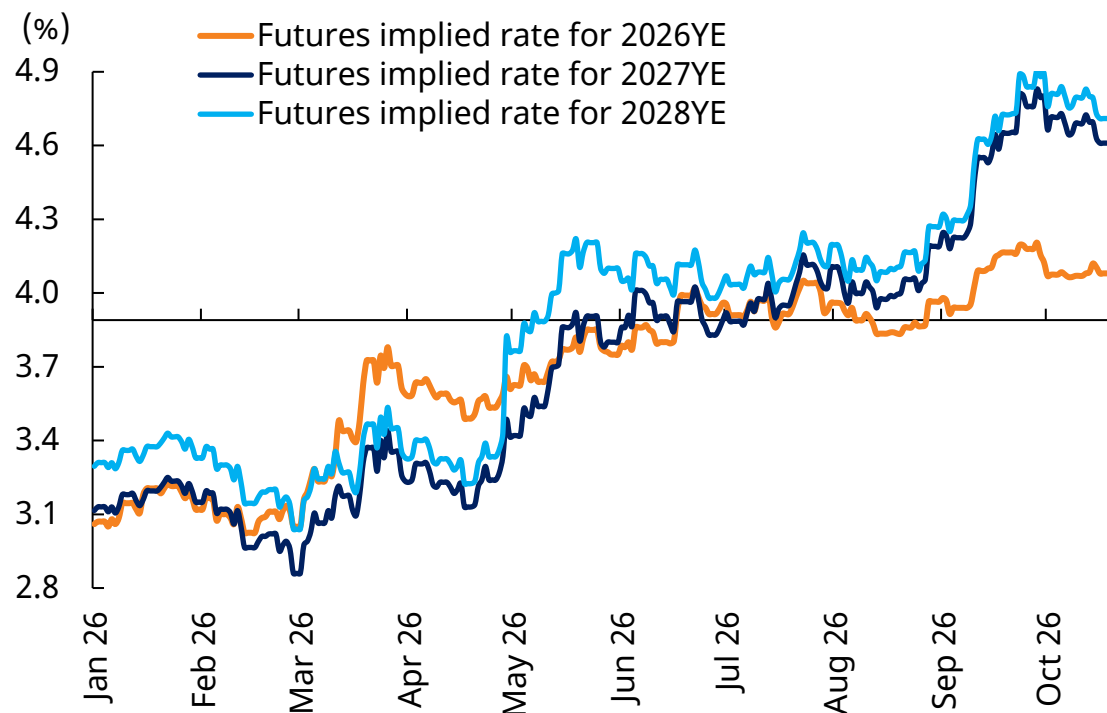
Nhu cầu tín dụng cao giai đoạn 2026–2030

Thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với kế hoạch đầu tư công 8,2 triệu tỷ đồng

Kỳ vọng Fed tăng lãi suất và USD mạnh lên

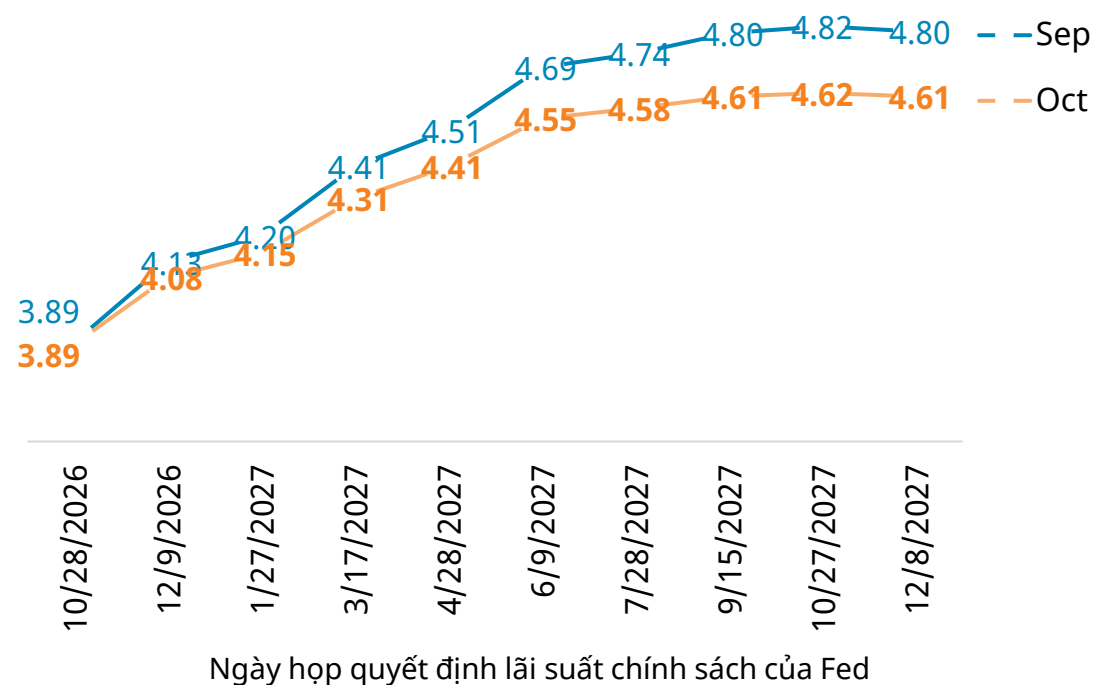
Thị trường đang chiết khấu khả năng Fed sẽ tăng lãi suất 3 lần nữa từ tháng 9/2026 đến tháng 9/2027. So với bảng tóm tắt cuộc họp tháng 9, thị trường chiết khấu một lập trường "điều hòa" hơn (giữ lãi suất cao hơn trong thời gian dài) để đối phó với lạm phát, dù mức chiết khấu hiện đã giảm bớt so với thời điểm cuối tháng 9. Chỉ số DXY tăng lên trên vùng 100 điểm (đang dao động quanh 102 điểm – vùng cao nhất kể từ tháng 4/2025). Bối cảnh trên có thể tạo áp lực lên tỷ giá và buộc các ngân hàng trung ương các nước phải tăng lãi suất để bảo vệ đồng nội tệ.

Thay đổi kỳ vọng mức lãi suất của Fed vào cuối năm 2026, 2027, 2028



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 19/10/2026.

Mức chiết khấu hiện đã giảm bớt so với thời điểm cuối tháng 9



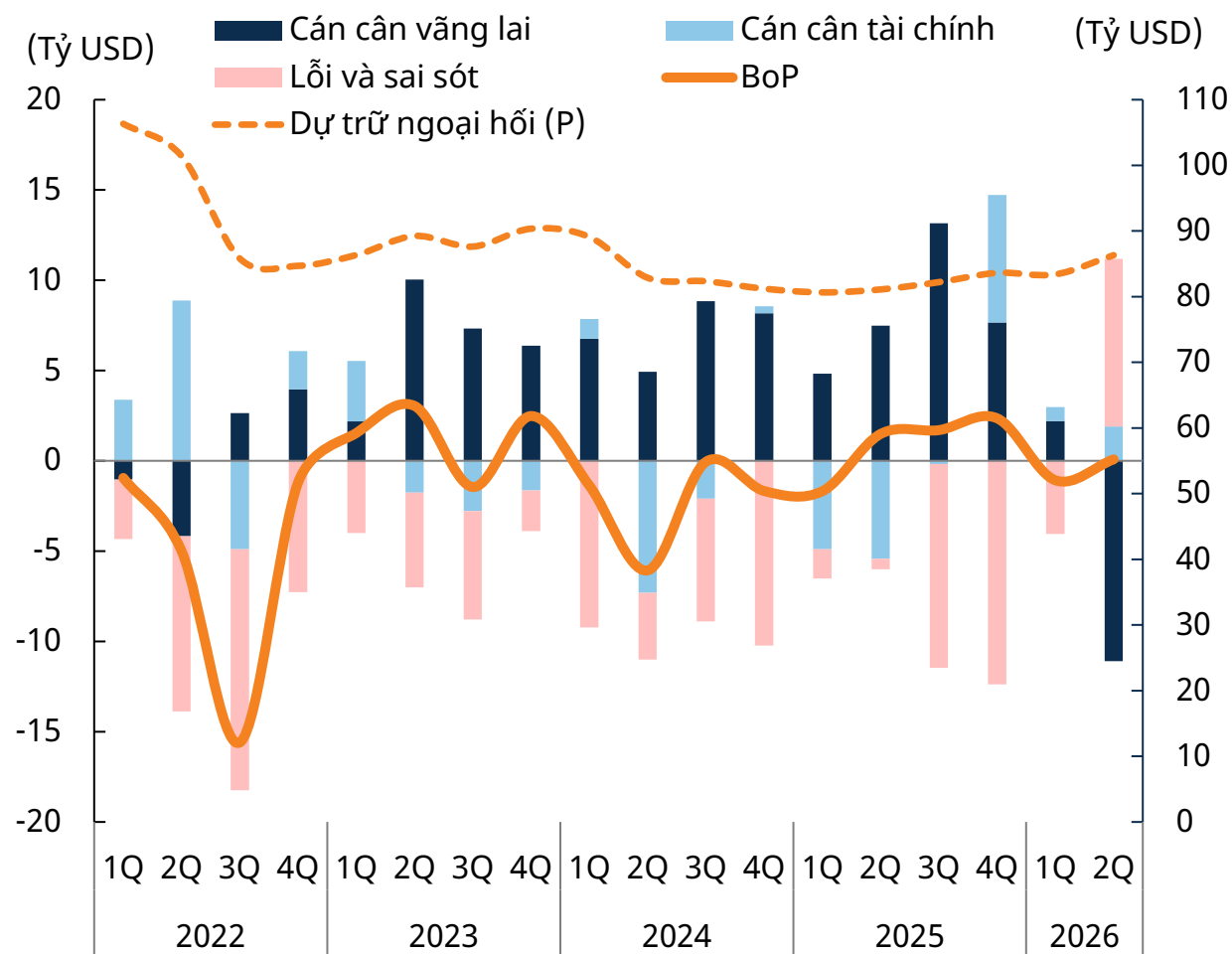
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 19/10/2026.

Triển vọng các nguồn thu ngoại tệ kém hơn; kỳ vọng dự trữ ngoại hối duy trì ở mức 80-90 tỷ USD

Triển vọng các nguồn thu ngoại tệ của Việt Nam có thể sẽ kém khả quan so với năm 2026 trước các cơn gió ngược bên ngoài. Chúng tôi cũng đánh giá dự trữ ngoại hối của Việt Nam chưa có nhiều dư địa cải thiện trong năm 2027 từ mức 82,8 tỷ USD cuối tháng 7/2026.

- **Thâm hụt thương mại hàng hoá góp phần đáng kể khiến Cán cân vãng lai đảo chiều sang thâm hụt.** Xu hướng này có thể tiếp tục duy trì sang năm 2027 do Việt Nam duy trì thâm hụt thương mại mang tính cấu trúc với các đối tác lớn như Trung Quốc và Hàn Quốc, đi kèm với áp lực giảm thặng dư thương mại với Mỹ.
- **Giải ngân FDI tích cực hỗ trợ Cán cân tài chính thặng dư.** Chúng tôi kỳ vọng vốn FDI giải ngân năm 2027 dự kiến từ 31-33 tỷ USD (xét tương quan với mức vốn đăng ký 2026 dự kiến khoảng 60 tỷ USD). **Đây sẽ tiếp tục là lực đỡ cho cán cân tài chính trong bối cảnh tương đối bất lợi của năm 2027.**
- **Mục "Lỗi và Sai sót" vẫn là biến số lớn trong năm 2027 dù có sự đảo chiều tích cực trong năm 2026** sau khi Việt Nam siết chặt vi phạm trên thị trường không chính thức (như vàng, ngoại hối...).

Cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam



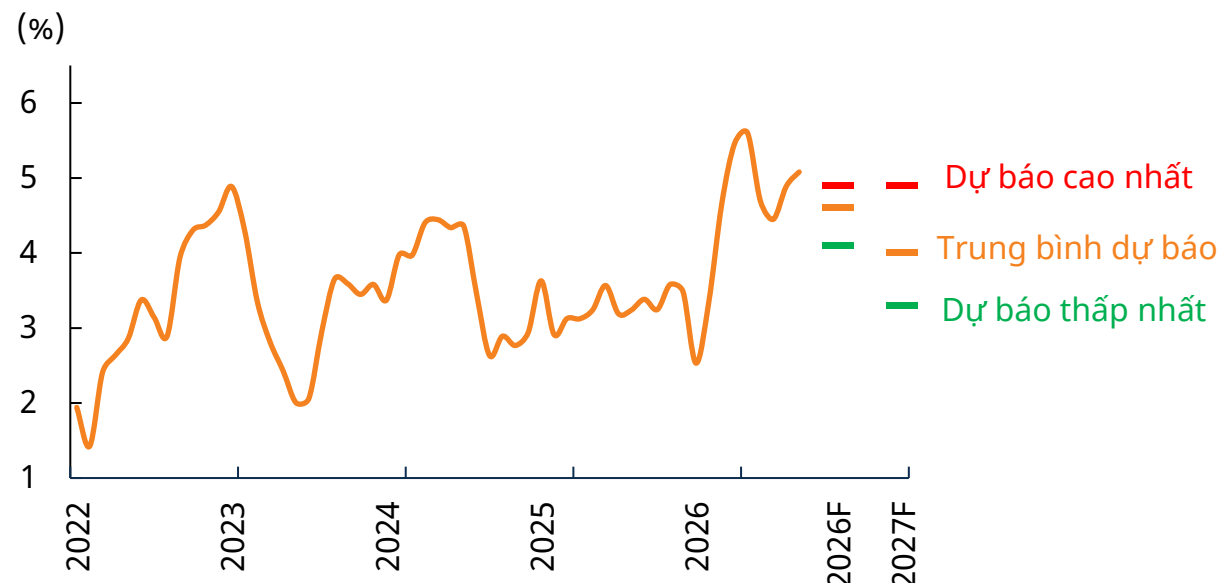
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ NHNN. cập nhật tới quý 2/2026.

Áp lực lạm phát vẫn cao trong năm 2027 (kỳ vọng khoảng 4,5%)

Áp lực lạm phát vẫn cao trong năm 2027 (kỳ vọng khoảng 4,5%) do áp lực cấu trúc từ chính sách nới lỏng tài khóa và nhập khẩu lạm phát. Chúng tôi kỳ vọng việc Chính phủ linh hoạt điều hành quản lý giá cả nhóm ngành trọng yếu như điện, y tế, giáo dục sẽ giúp lạm phát năm 2027 quanh mức 4,5%. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ được cân bằng bởi hiệu ứng nền khi giá dầu thế giới giảm trong năm 2027.

- Dự kiến năm 2027, Chính phủ sẽ giao chỉ tiêu kiểm soát CPI cho các địa phương, đồng bộ với các chỉ đạo về phát triển kinh tế - xã hội.
- Theo mô hình ước lượng của chúng tôi, lạm phát năm 2027 trong các kịch bản giá dầu WTI dao động từ 70 đến 110 USD/thùng sẽ dao động từ 3,7 đến 4,6% tương ứng (giả định các biến khác không đổi).
- Mức kỳ vọng lạm phát bình quân năm 2027 khoảng 4,5% nằm trong khoảng trung bình cao so với dự phóng của 20 tổ chức:
 - Năm 2026: 4,6% (thấp nhất: 4,1%; cao nhất: 4,9%)
 - Năm 2027: 4% (thấp nhất: 3,3%; cao nhất: 4,9%)

Dữ liệu lạm phát thực tế và dự báo của 20 tổ chức cho năm 2026-2027



Kịch bản lạm phát theo mô hình ước lượng của chúng tôi: Biến số giá dầu

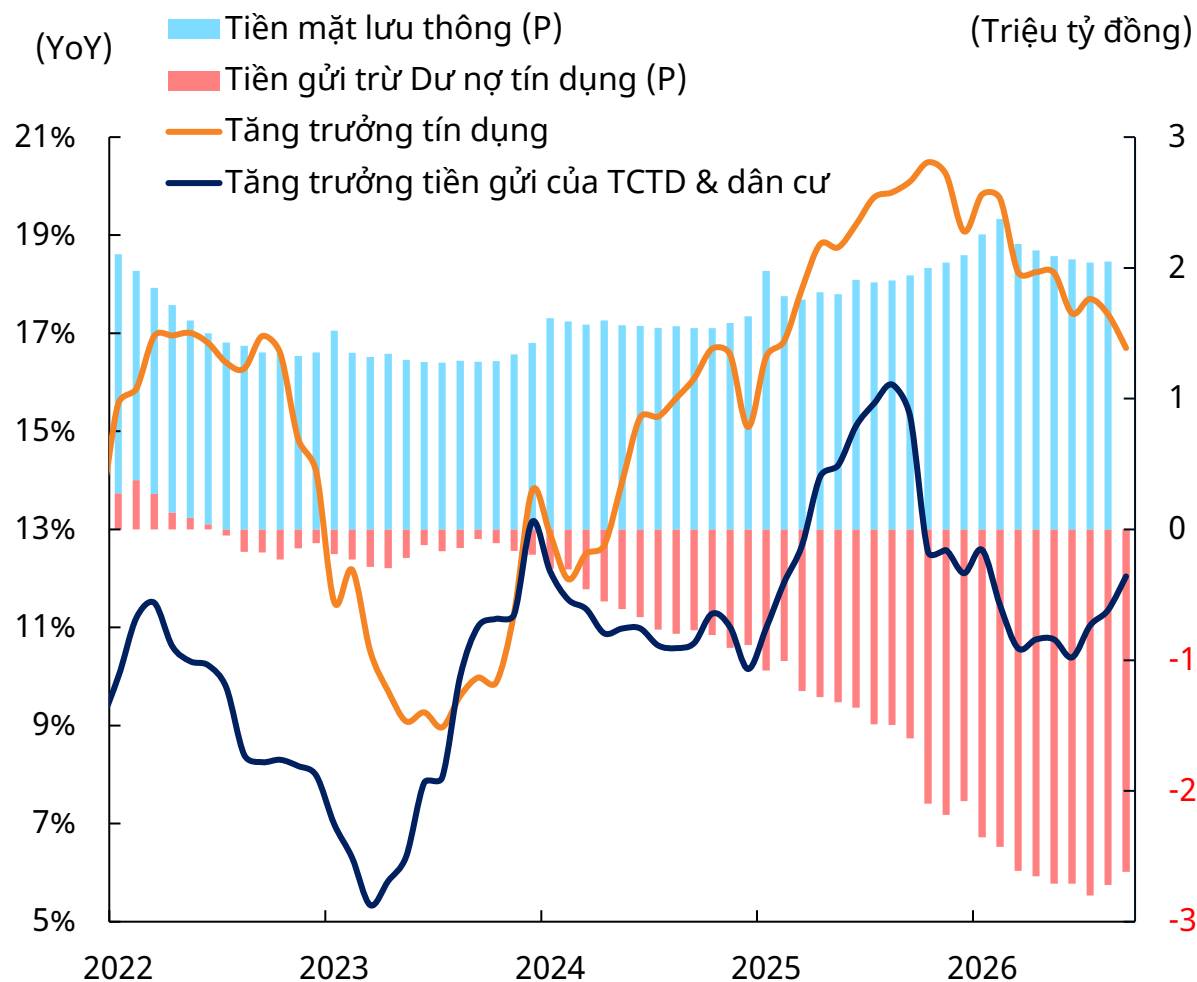
Kịch bản	CPI bình quân 2026	CPI bình quân 2027
WTI = 70 USD/thùng	4,5	3,7
WTI = 80 USD/thùng	4,6	3,9
WTI = 90 USD/thùng	4,7	4,2
WTI = 100 USD/thùng	4,7	4,4
WTI = 110 USD/thùng	4,8	4,6

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam dự phóng lạm phát theo giá dầu WTI, giả định các biến khác không đổi

Nhu cầu tín dụng cao giai đoạn 2026–2030

- **Dư nợ tín dụng đã cao hơn huy động kể từ tháng 7/2022 đến nay.** Tính đến cuối tháng 9, ước tính mức chênh lệch khoảng 2,6 triệu tỷ đồng, giảm so với mức 2,8 triệu tỷ đồng cuối tháng 7.
- **Nhu cầu tín dụng được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao cho cả giai đoạn 2026–2030 trong bối cảnh Việt Nam quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao với tổng kế hoạch đầu tư công 8,2 triệu tỷ đồng.** Dự kiến tín dụng có thể tăng đến 16,5% để hỗ trợ đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP 10% trong năm 2027. Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi cho rằng NHNN tăng cường kiểm soát tín dụng các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro trước các cơn gió ngược bên ngoài, tuy nhiên, để hỗ trợ mục tiêu duy trì tốc độ tăng trưởng GDP ở mức cao khoảng 8% thì tăng trưởng tín dụng sẽ ở mức khoảng 13,5%. Như vậy, dù trong kịch bản thận trọng, áp lực lên huy động vẫn cao trong năm 2027.
- **Chính phủ đang thực hiện các giải pháp chính sách giúp khơi thông dòng vốn** bao gồm việc linh hoạt nới lỏng một số quy định đối với ngành ngân hàng giúp giảm bớt áp lực lên huy động và hỗ trợ triển khai các dự án trọng điểm. Bên cạnh đó, khi đầu tư công có sự lan tỏa tích cực, thanh khoản hệ thống sẽ bớt áp lực.

Chênh lệch tín dụng và tiền gửi bắt đầu thu hẹp từ tháng 8/2026



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp.

Dữ liệu chính thức từ NHNN cập nhật tới 31/08/2026. Dữ liệu tháng 9 là số ước tính theo công bố của NHNN.

Chính phủ tiếp tục hoàn thiện bộ khung giải pháp chính sách giúp khơi thông dòng vốn

Giải pháp tạm thời	Linh hoạt nới lỏng một số quy định đối với ngành ngân hàng	Giải pháp dài hạn
NHNN linh hoạt sử dụng các công cụ điều tiết thanh khoản hệ thống khi có sự thiếu hụt tạm thời như OMO Quản lý thị trường phi chính thức, gồm vàng và ngoại hối	Công văn 4551/NHNN-CSTT ngày 29/5/2026: Loại dư nợ tín dụng tăng thêm so với năm 2025 đối với các dự án nhà ở xã hội, khu công nghiệp và khu chế xuất khi kiểm soát tăng trưởng tín dụng BĐS. Công văn 5386/NHNN-TD ngày 22/6/2026: Loại dư nợ 18 dự án trọng điểm của Vingroup, Sun Group và Masterise khỏi hạn mức tăng trưởng tín dụng hàng năm (năm 2026: 210 nghìn tỷ đồng; năm 2027: 244 nghìn tỷ đồng; Tổng giai đoạn 2026-2033: hơn 750 nghìn tỷ đồng). Thông tư 25/2026/TT-NHNN ngày 22/6/2026 (hiệu lực từ 1/7/2026): Nâng tỷ lệ tối đa của nguồn vốn ngắn hạn dùng cho vay trung hạn và dài hạn từ 30% lên 40%; Cho phép tính 20% số dư tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước hoặc một tỷ lệ khác do Thống đốc NHNN quyết định vào từng thời kỳ sẽ được tính vào tổng tiền gửi. Ngày 30/7, NHNN ban hành quyết định 1743/QĐ-NHNN tăng tỷ lệ này lên 50% (hiệu lực từ 1/8/2026–31/7/2028); điều này được kỳ vọng sẽ giúp mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng cho nhóm các NHTM nhà nước, đặc biệt là trong giai đoạn có kế hoạch giải ngân đầu tư công cao 2026-2030 (lên đến 8,22 triệu tỷ đồng). Công văn 8509/NHNN-CSTT ngày 16/9/2026: Không tính phần dư nợ tăng thêm đối với nhà hàng, khách sạn, khu du lịch, sinh thái, nghỉ dưỡng khi kiểm soát tăng trưởng tín dụng BĐS trong năm 2026. Thông tư 50/2026/TT-NHNN ban hành 30/9/2026: Từ tháng 12/2026, các ngân hàng có thể đăng ký áp dụng sớm trần LDR 95% (với công thức LDR mới: mẫu số được cộng thêm vốn vay nước ngoài và trừ đi các khoản cấp tín dụng không phải cho vay) nếu đáp ứng các tiêu chí LCR (tỷ lệ khả năng chi trả) từ 50% và NSFR (nguồn vốn ổn định ròng) từ 90% (thay vì chờ mốc chính thức năm 2028), qua đó, có thể giúp giảm bớt áp lực huy động khi mở rộng tăng trưởng tín dụng tạm thời.	Nghị quyết số 10-NQ/TW về phát triển kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài và Nghị quyết 280/NQ-CP về kế hoạch hành động thực hiện Nghị quyết 10-NQ/TW - Thành lập và vận hành VIFC hiệu quả - Các giải pháp để MSCI nâng hạng thị trường chứng khoán lên mới nổi vào 2030

Tăng trưởng EPS năm 2027 được kỳ vọng giảm tốc

- **Tăng trưởng GDP 2027 kỳ vọng ở vùng cao từ 8-10%.** Việt Nam đang quyết tâm đưa ra các giải pháp chính sách giúp khơi thông nguồn lực và tạo động lực mới cho tăng trưởng cho mục tiêu tăng trưởng bình quân 10% giai đoạn 2026-2030. Một số giải pháp nổi bật bao gồm: 1) Đầu tư công (tập trung các siêu dự án PPP); 2) Linh hoạt nới lỏng chính sách tiền tệ (loại trừ room tín dụng cho các siêu dự án; điều chỉnh tỷ lệ LDR...); 3) Tháo gỡ khó khăn cho các dự án tồn đọng (hệ thống 751 của Bộ Tài chính) và phục hồi thị trường BĐS; 4) Cải cách môi trường đầu tư kinh doanh, thu hút FDI từ các dự án bán dẫn AI.
- **Tăng trưởng EPS có thể lệch pha so với tăng trưởng GDP do bị tác động bởi nhiều yếu tố.** Thống kê trong quá khứ, chúng tôi thấy giai đoạn lệch pha từ 3Q22-2Q23 là một ví dụ, phản ánh tác động của việc Fed tăng lãi suất 4,75%p từ 3/2022 đến 3/2023, rủi ro TPDN trong nước, khó khăn của thị trường BĐS và nợ xấu.
- **Đánh giá sớm triển vọng năm 2027, chúng tôi thấy rằng, mặc dù triển vọng tăng trưởng GDP tích cực, tăng trưởng EPS năm 2027 được kỳ vọng giảm tốc do các yếu tố:**
 - **Rủi ro bên ngoài và áp lực lãi suất cao** (phân tích ở trên)
 - **Cầu nội địa BĐS yếu:** Giao dịch 9T26 khoảng 332 nghìn căn (-23% YoY); trong khi tồn kho khoảng 52 nghìn căn (+94% YoY)
 - **Áp lực nợ xấu ngân hàng cao:** Tỷ lệ nợ xấu cuối quý 2 đang ở mức 2%, trong khi bao phủ nợ xấu giảm về 79%. Đáng chú ý, tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng mạnh lên 1,4% (+22bps YTD) phản ánh áp lực nợ xấu cao trong thời gian tới.

Tăng trưởng EPS năm 2027 được kỳ vọng giảm tốc

Rủi ro bên ngoài vẫn ở mức cao

Lãi suất Fed, đồng USD, biến động địa chính trị và thuế quan của Mỹ

Áp lực lãi suất cao

Áp lực lạm phát và nhu cầu tín dụng cao (chênh lệch lớn với huy động)

Cầu nội địa BĐS yếu

Giao dịch 9T26 giảm 23% YoY; Tồn kho cuối quý 3 tăng 94% YoY

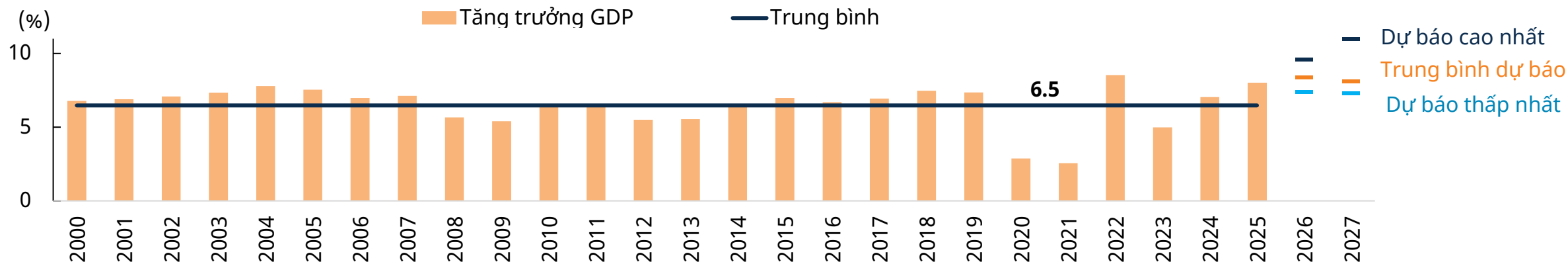
Áp lực nợ xấu ngân hàng cao

Cuối quý 2, tỷ lệ nợ xấu 2%, nợ nhóm 2 tăng mạnh lên 1,4% (+22bps YTD)

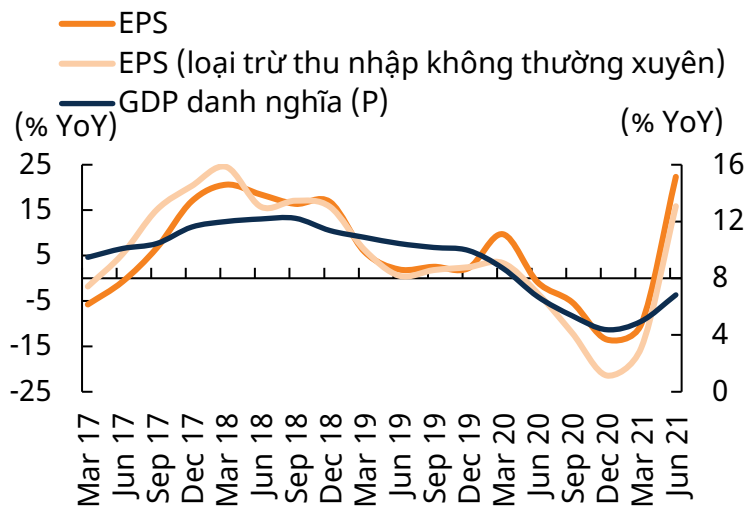
3 Đánh giá triển vọng thị trường (tiếp theo)

Tăng trưởng EPS có thể lệch pha so với tăng trưởng GDP

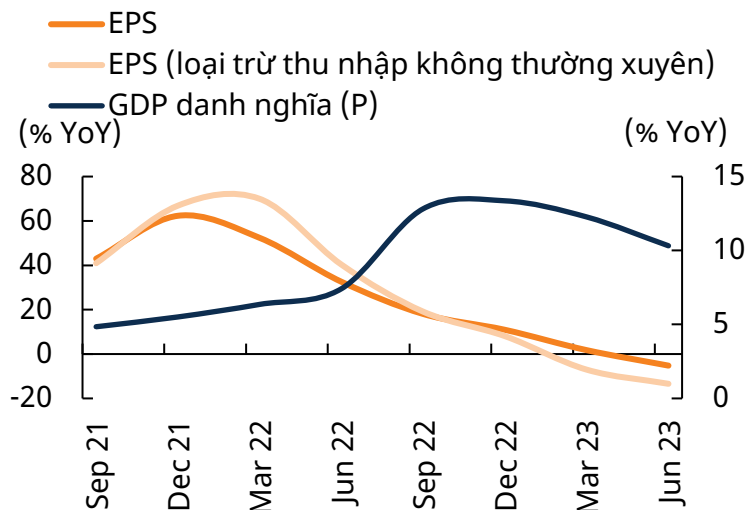
Việt Nam quyết tâm tăng trưởng 10%, cao hơn so với mức dự báo của 20 tổ chức (trung bình dự phóng 2026 và 2027 lần lượt là 8,4% và 8,1%)



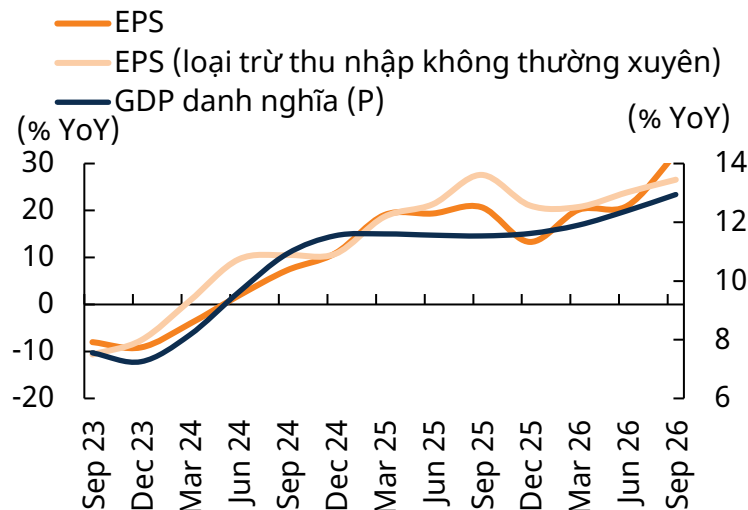
Tăng trưởng GDP và EPS từ 1Q17-2Q21



Tăng trưởng GDP và EPS từ 3Q21-2Q23



Tăng trưởng GDP và EPS từ 3Q23-2Q26



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ NSO, Bloomberg.

3 Đánh giá triển vọng thị trường (tiếp theo)

Thống kê 10 năm lịch sử: Khả năng tích lũy tại mức E/P trên 8%

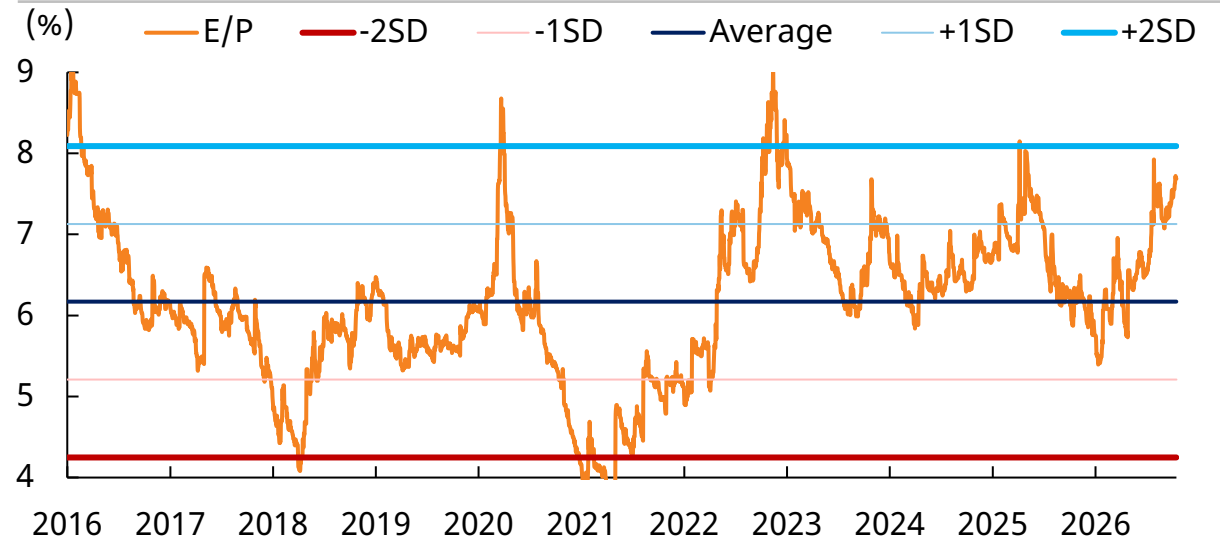
- Thống kê 10 năm cho thấy lực cầu mạnh tại vùng E/P từ 8% đến 9% trở lên đã giúp thị trường tạo đáy các năm 2016, 2020, 2022 và 2025. Một phép tính minh họa nhìn về cuối năm 2027: nếu E/P nằm trong khoảng 8% đến 9%, VN-Index có thể giao dịch trong vùng hợp lý từ 1.700 đến 1.900 điểm, với 2 giả định chính:

1) Dư địa điều hành chính sách của Ngân hàng Nhà nước có thể bị hạn chế trước cơn gió ngược Fed: 1) Kỳ vọng Fed tăng lãi suất và USD mạnh lên; 2) triển vọng các nguồn thu ngoại tệ kém hơn, đi kèm với kỳ vọng dự trữ ngoại hối chưa có nhiều dư địa cải thiện; 3) áp lực lạm phát cao; và 4) nhu cầu tín dụng cao giai đoạn 2026–2030.

2) Tăng trưởng EPS năm 2027 được kỳ vọng giảm tốc do các yếu tố: 1) Rủi ro bên ngoài và áp lực lãi suất cao; 2) Cầu nội địa BĐS yếu; và 3) Áp lực nợ xấu ngân hàng cao. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng EPS năm 2027 (kỳ vọng từ 12%–14%) giảm so với mức tăng trưởng cao của năm 2026 (kỳ vọng 30%–33%); điều này tương đương mức tăng trưởng kép mỗi năm khoảng 22% (CAGR 2025–2027F). Bên cạnh đó, chúng tôi sẽ cập nhật kỳ vọng tăng trưởng EPS năm 2026 và 2027 sau mùa kết quả kinh doanh quý 3/2026.

- Với tầm nhìn trung và dài hạn, nhà đầu tư có thể tích lũy tại vùng định giá thấp khi các rủi ro bên ngoài giảm bớt, cũng như các yếu tố ổn định vĩ mô trong nước (tỷ giá, lạm phát, lãi suất) cân đối hơn nhờ hiệu quả chính sách khơi thông dòng vốn và thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ.

VN-Index và khung định giá theo mức biến động E/P trong 10 năm gần nhất



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 16/10/2026.

Phân tích độ nhạy VN-Index tương ứng với mức dự phóng tăng trưởng EPS

		Forward E/P				
		9.5%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%
EPS CAGR 2025-2027	18%	1,504	1,588	1,681	1,786	1,906
	20%	1,556	1,642	1,739	1,848	1,971
	22%	1,608	1,697	1,797	1,910	2,037
	24%	1,661	1,754	1,857	1,973	2,104
	26%	1,715	1,811	1,917	2,037	2,173

Phụ lục

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

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

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

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

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

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.