

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

NĂM 2026

VƯƠN TẦM
KHÁT VỌNG



16/12/2025

MỤC LỤC

<u>CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ</u>	<u>3 – 9</u>
<u>TỔNG QUAN VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG 2025</u>	<u>10</u>
<u>VĨ MÔ</u>	<u>10 – 26</u>
<u>THỊ TRƯỜNG</u>	<u>27 – 35</u>
<u>TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG 2026</u>	<u>36</u>
<u>VĨ MÔ</u>	<u>36 – 40</u>
<u>THỊ TRƯỜNG</u>	<u>41 – 47</u>
<u>BÁO CÁO NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU</u>	<u>48 - 264</u>

CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ NĂM 2026

Câu chuyện đầu tư mà chúng tôi hướng tới năm 2026 sẽ xoay quanh các chủ điểm chính:

1. Đầu tư công tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng
2. Cải cách thuế và các chính sách an sinh xã hội cải thiện tiêu dùng
3. Các ngành hàng xuất khẩu và dịch vụ dự báo tăng trưởng tích cực
4. Hiện đại hóa Thị trường chứng khoán Việt Nam



➤ Bắt đầu chu kỳ tăng trưởng mới:

- Tình hình vĩ mô 9 tháng đầu năm tích cực, tăng trưởng GDP đạt 7,85%, ước tính cả năm đạt 8% như mục tiêu đã đề ra. Mức độ tăng trưởng này mạnh hơn nhiều so với các quốc gia khác trong khu vực ASEAN như Malaysia (4.4%), Indonesia (5%)..., phản ánh sự phục hồi toàn diện của nền kinh tế trong hầu hết các mảng.
- Thành tích này có được nhờ những nỗ lực điều hành nhất quán của Chính phủ trong thời gian qua. Chính phủ đã kiên định mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát và điều hành linh hoạt chính sách tiền tệ – tài khóa. Việc đẩy nhanh tiến độ đầu tư công, đặc biệt là các dự án hạ tầng chiến lược như cao tốc, sân bay, logistics, đã giúp tạo lực kéo mạnh cho nhiều ngành. Bên cạnh đó, năm 2025 cũng là năm đánh dấu tốc độ cải cách thủ tục hành chính tăng vọt với hàng loạt sửa đổi các quy định về đất đai, thuế, đầu tư và thị trường vốn... đã tạo ra môi trường kinh doanh thông thoáng hơn, từ đó củng cố niềm tin của khu vực doanh nghiệp và nhà đầu tư quốc tế. Các biện pháp miễn giảm thuế cũng được áp dụng giúp cải thiện tiêu dùng trong nước. Nền kinh tế Việt Nam nhờ đó đã bước vào những nhịp tăng trưởng đầu tiên trong cả chu kỳ tăng trưởng dài hạn tiếp theo.
- Việc Quốc hội thông qua mục tiêu tăng trưởng 10% cho năm 2026 cho thấy kỳ vọng rất lớn vào sức bật của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn bước vào chu kỳ phát triển mới. Đây là mức tăng trưởng rất cao, thể hiện quyết tâm mạnh mẽ nhằm tạo ra bước đột phá ngay từ năm đầu của kế hoạch 5 năm 2026–2030. Những nền tảng đã thiết lập vững chắc trong năm 2025 sẽ là động lực thúc đẩy hướng đến mục tiêu tăng trưởng 10% trong năm tới.

➤ Câu chuyện đầu tư mà chúng tôi hướng tới năm 2026 sẽ xoay quanh các chủ điểm chính:

1. Đầu tư công tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng
2. Cải cách thuế và các chính sách an sinh xã hội giúp tăng thu nhập khả dụng
3. Các ngành hàng xuất khẩu và dịch vụ dự báo tăng trưởng tích cực
4. Thị trường chứng khoán được nâng hạng

➤ Dự báo VN-Index năm 2026:

- Về tổng thể, thị trường chung đang trong xu hướng chính tăng điểm dài hạn của nhiều năm. Trong pha tăng dài hạn luôn có các nhịp điều chỉnh trung hạn, ngắn hạn... sau đó mới quay trở lại tăng tiếp trong xu hướng dài hạn đi lên. Những nhịp thị trường điều chỉnh sẽ là cơ hội quan sát tìm ra cổ phiếu phù hợp với bối cảnh năm 2026.
 - ABS dự báo VN-Index năm 2026 tăng vượt đỉnh năm 2025 và hướng tới mục tiêu 1940 điểm trong kịch bản thận trọng, kịch bản tích cực có thể tăng lên 2040 – 2084 - 2188 điểm. Mức định giá được nâng lên nhờ vào sự cải thiện của cả KQKD của doanh nghiệp và dòng tiền thị trường, trên nền mặt bằng lãi suất dù tăng lên nhưng vẫn được duy trì ở mức thấp và dòng vốn ngoại quay trở lại khi Việt Nam đã được FTSE nâng hạng lên Thị trường mới nổi.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị các cơ hội đầu tư trong các ngành lớn có tính dẫn dắt nền kinh tế, hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ kinh tế của chính phủ và từ thị trường thế giới. Bảng tóm tắt các cổ phiếu khuyến nghị được trình bày ở phần cuối của mục này.

1. ĐẦU TƯ CÔNG TIẾP TỤC DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG

- **Đầu tư công dự kiến sẽ tiếp tục là một trong những trụ cột tăng trưởng chính của nền kinh tế trong năm 2026.** Không những trực tiếp đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng giao thông – năng lượng, vốn đầu tư công còn đóng vai trò như một nguồn “vốn mồi” thu hút khu vực tư nhân và dòng vốn nước ngoài cùng tham gia.
 - Chính phủ dự kiến tổng vốn đầu tư công giai đoạn 2026-2030 ở mức 8.500 nghìn tỷ đồng, +181% so với kế hoạch 5 năm trước (3.025 nghìn tỷ đồng). Trong đó, riêng trong năm 2026 là 1.080 nghìn tỷ đồng (+30,3% svck).
 - Kế hoạch được xây dựng dựa trên cơ sở dư địa tài khóa dồi dào. Ước cuối năm 2025 nợ công khoảng 35-36% GDP, nợ Chính phủ 33-34% GDP, thấp hơn nhiều so với mức trần do Quốc hội quy định (60% đối với nợ công và 50% đối với nợ chính phủ). Nghĩa vụ trả nợ ở mức 19-20% tổng thu ngân sách nhà nước, thấp hơn ngưỡng khuyến cáo của IMF là 25%.
 - **Bội thu ngân sách:** NSNN dồi dào trong giai đoạn gần đây. Lũy kế 11T/2025, tổng thu NSNN đạt 2.397,7 nghìn tỷ đồng, bằng 121,9% dự toán năm và tăng 30,9% so với cùng kỳ năm trước. Tổng chi NSNN 11T/2025 đạt 2.049,7 nghìn tỷ đồng, bằng 79,5% dự toán năm và tăng 32,5% so với cùng kỳ năm trước. NSNN đang tạm bội thu 14,5%.
 - **Về định hướng đầu tư ngành, lĩnh vực:** tập trung vào các ngành cơ sở hạ tầng giao thông, cảng biển, sân bay, năng lượng (dầu khí, điện)...
- **Giao thông vẫn là “đầu kéo” quan trọng – Các dự án giao thông bước vào giai đoạn tăng tốc.** Theo đó, đến năm 2030, cả nước có tối thiểu 5.000 km đường bộ cao tốc, hoàn thành giai đoạn 1 Cảng hàng không quốc tế Long Thành; đầu tư các công trình giao thông trọng yếu theo quy hoạch, nhất là các tuyến vành đai đô thị lớn, các tuyến đường bộ cao tốc, quốc lộ quan trọng, đường ven biển, nâng cấp cảng hàng không, nâng cao năng lực của hệ thống cảng biển; triển khai đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam, đường sắt kết nối quốc tế; kết nối đồng bộ hệ thống giao thông với các khu kinh tế, khu công nghiệp, cảng hàng không, cảng biển... (Xem thêm tại [đây](#)).
- **Ngành Dầu khí – Thượng nguồn:** Vốn đầu tư vào thượng nguồn dầu khí tăng mạnh nhờ các dự án thăm dò, khai thác trọng điểm như Kinh Ngư Vàng, Lạc Đà Vàng, Đại Hùng, Rạng Đông, Tê Giác Trắng, bổ sung trữ lượng dầu khí lớn, thúc đẩy tăng trưởng. Các dự án trọng điểm thời gian tới sẽ phải cho dòng khí đầu tiên vào năm 2026-2027 phải kể tới Dự án Sư tử trắng giai đoạn 2B, Dự án Lô B – Ô Môn, Dự án Lạc Đà Vàng giai đoạn 1A... (Xem thêm tại [đây](#)).
- **Ngành Điện – Dầu khí trung – hạ nguồn:** Danh mục các dự án trọng điểm của ngành năng lượng Việt Nam (giai đoạn 2025-2035) theo Quyết định số 2634/QĐ-TTg ngày 2/12/2025 có 32 dự án nguồn điện (19 dự án nhà máy nhiệt điện, 2 nhà máy điện hạt nhân, 9 dự án nhà máy thủy điện, 2 dự án điện gió ngoài khơi), 7 dự án kho LNG, 7 dự án thuộc các chuỗi dự án khí, điện; một số dự án về lưới điện; 3 dự án trung tâm công nghiệp, dịch vụ năng lượng tái tạo liên vùng, 1 dự án lọc hóa dầu (dự án nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất)....
- **Năng lực triển khai và điều hành là quan trọng.** Theo báo cáo của Chính phủ, ước tính đến ngày 27/11/2025, tổng số vốn đầu tư công đã được giải ngân từ đầu năm đạt 529 nghìn tỷ đồng, đạt 57,9% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Chúng tôi kỳ vọng sang 2026, sau khi việc sắp xếp lại địa giới hành chính và tổ chức chính quyền 2 cấp đã đi vào ổn định, tốc độ giải ngân các dự án sẽ được cải thiện.
- **Khuyến nghị:** Đầu tư công đưa lại cơ hội tăng trưởng cho nhiều ngành. Các ngành hưởng lợi trực tiếp nhất là Xây lắp, Nguyên vật liệu, Dầu khí, Điện... Hưởng lợi gián tiếp là các ngành bất động sản dân cư, vận tải, kho bãi, bất động sản khu công nghiệp do hạ tầng giao thông cải thiện giúp thúc đẩy đi lại và lưu thông hàng hóa... Ngành tài chính hưởng lợi lớn do giải ngân đầu tư công tạo ra dòng tiền lớn và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

2. CẢI CÁCH THUẾ VÀ CÁC CHÍNH SÁCH AN SINH XÃ HỘI CẢI THIẾN TIÊU DÙNG

Nhiều chính sách thuế và hỗ trợ trực tiếp đã và đang được ban hành và triển khai, giúp cải thiện thu nhập khả dụng và khả năng chi tiêu của người dân.

- **Giảm 2% thuế VAT.** Chính phủ ban hành Nghị định số 174/2025/NĐ-CP ngày 30/6/2025 quy định chính sách giảm thuế giá trị gia tăng theo Nghị quyết số 204/2025/QH15 ngày 17/6/2025 của Quốc hội. Nghị định có hiệu lực từ ngày 01/07/2025 đến hết ngày 31/12/2026. Nghị định 174 mở rộng đối tượng được giảm 2% thuế VAT so với trước đây, gồm: sản phẩm từ phi kim đúc sẵn, than cốc, dầu mỏ tinh chế, sản phẩm hoá chất và hàng hóa, dịch vụ công nghệ thông tin.
- **Tăng mức giảm trừ gia cảnh tính thuế TNCN.** Theo Nghị quyết 110/2025/UBTVQH15, mức giảm trừ gia cảnh tăng +40% so với hiện hành lên 15,5 triệu cho người nộp thuế và 6,2 triệu đồng cho người phụ thuộc, áp dụng từ kỳ tính thuế 2026. Theo đó, mức giảm trừ gia cảnh cho người nộp thuế. Luật thuế TNCN sửa đổi cũng nâng các ngưỡng tính thuế, giúp giảm số thuế TNCN người lao động phải đóng.
- **Chính thức bỏ thuế khoán với hộ, cá nhân kinh doanh.** Từ đầu năm 2026, các hộ kinh doanh có doanh thu dưới hoặc bằng 200 triệu đồng/năm không phải nộp thuế nhưng vẫn phải kê khai 2 lần/năm (đầu/giữa năm và cuối năm) để xác định nghĩa vụ thuế.
- **Sửa quy định thuế giá trị gia tăng lĩnh vực nông nghiệp, thức ăn chăn nuôi.** Cụ thể, Luật sửa đổi Luật Thuế giá trị gia tăng đã được thông qua, theo đó sản phẩm cây trồng, rừng trồng, chăn nuôi, thủy sản nuôi trồng, đánh bắt chưa chế biến thành các sản phẩm khác hoặc chỉ qua sơ chế thông thường của tổ chức, cá nhân tự sản xuất, đánh bắt bán ra và ở khâu nhập khẩu, thuộc diện không chịu thuế giá trị gia tăng. Điều này giúp doanh nghiệp tránh đọng vốn, giảm thủ tục vừa nộp - vừa hoàn thuế, tăng tính cạnh tranh cho hàng xuất khẩu. Việc sửa đổi quy định nói trên sẽ giúp giảm chi phí sản xuất, ổn định giá, hỗ trợ người chăn nuôi, bảo đảm cạnh tranh công bằng giữa hàng trong nước và hàng nhập khẩu. Dự kiến Luật này có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2026.

- **Kéo dài thời gian miễn thuế sử dụng đất nông nghiệp tới hết năm 2030.** (Nghị quyết 216/2025/QH15 về kéo dài thời hạn miễn thuế sử dụng đất nông nghiệp, có hiệu lực từ 1/1/2026). Theo đó, hộ gia đình, cá nhân và tổ chức trực tiếp sử dụng đất để sản xuất nông nghiệp sẽ được miễn thuế đất này tới hết 2030. Việc này để đảm bảo an ninh lương thực, tăng cạnh tranh của Việt Nam. Ngày 6/11/2025, Chính phủ ban hành Nghị định 292 quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành NQ này. Chính sách kéo dài miễn thuế sử dụng đất nông nghiệp được xem là giải pháp an sinh xã hội thiết thực, tạo nguồn động lực ổn định cho người dân yên tâm canh tác, đồng thời hỗ trợ các hợp tác xã và doanh nghiệp nông nghiệp mở rộng quy mô sản xuất, ứng dụng công nghệ, nâng cao giá trị nông sản.
- **Hỗ trợ trực tiếp chi phí đóng BHYT, BHXH:** hàng triệu người lao động khó khăn sẽ được hỗ trợ mức đóng BHXH tự nguyện và BHYT.
 - Theo Luật BHXH sửa đổi có hiệu lực từ 1/7/2025, người cao tuổi từ 75 tuổi trở lên không có lương hưu, trợ cấp xã hội hoặc BHXH hàng tháng sẽ được Nhà nước cấp thẻ BHYT miễn phí và hưởng trợ cấp hưu trí xã hội 500.000 đ/tháng. Thực tế, một số địa phương chi trả bổ sung tùy khả năng ngân sách địa phương.
 - HĐND TP. Hồ Chí Minh đã thông qua Nghị quyết quy định mức hỗ trợ đóng BHYT cho người cao tuổi trên 65 tuổi và học sinh trên địa bàn, tăng mức chi trả trợ cấp BHXH cho người cao tuổi. Ngoài ra, trong dự thảo khác, từ tháng 1/2026, TP.HCM dự kiến có thể sẽ hỗ trợ 2,1 triệu đồng/tháng cho học sinh thuộc 3 nhóm đặc biệt.
 - UBND TP. Hà Nội đã ban hành Kế hoạch 321/KH-UBND nhằm triển khai chính sách hỗ trợ mức đóng BHXH tự nguyện và BHYT cho các nhóm đối tượng khó khăn. Chính sách hỗ trợ được triển khai trên cơ sở cập nhật chuẩn nghèo đa chiều của Thành phố và mục tiêu mở rộng độ bao phủ an sinh xã hội.
- **Khuyến nghị:** Một số ngành hưởng lợi trực tiếp và gián tiếp từ thu nhập khả dụng của người dân được cải thiện bao gồm Bán lẻ, Hàng tiêu dùng, Hàng không..., từ đó lan tỏa sang các ngành nghề khác trong nền kinh tế.

➤ 3. CÁC NGÀNH HÀNG XUẤT KHẨU VÀ DỊCH VỤ DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Tính chung 11 tháng năm 2025, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 430,14 tỷ USD, tăng 16,1% so với cùng kỳ năm trước. Xu hướng tăng trưởng tích cực này dự kiến tiếp tục trong 2026 nhờ vào nhu cầu thế giới ổn định và việc Việt Nam tiếp tục (i) Hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng, (ii) Khai thác tốt các hiệp định thương mại tự do, (iii) Thành công thu hút khách du lịch và (iv) Có các nỗ lực thúc đẩy các ngành Khoa học – Công nghệ. Cụ thể:

➤ Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng

- Trong các năm vừa qua đã diễn ra xu hướng các doanh nghiệp đa quốc gia định tuyến lại chuỗi cung ứng đến các quốc gia được coi là an toàn về mặt chính trị và kinh tế hoặc có rủi ro thấp, để tránh sự gián đoạn trong hoạt động kinh doanh (friend-shoring). phát làm gián đoạn việc vận chuyển hàng hóa do các quốc gia đóng cửa. Đáng chú ý nhất trong xu hướng này là các doanh nghiệp Mỹ và phương Tây đang chuyển các hoạt động sản xuất ra khỏi và giảm sự phụ thuộc vào Trung Quốc (Trung Quốc + 1).
- Giá trị xuất khẩu của khối doanh nghiệp FDI trong 11T/2025 tăng mạnh +23,4% svck (cao hơn mức tăng chung +16,1% svck của tổng giá trị xuất khẩu), chiếm tỷ lệ 75,9% trong tổng giá trị xuất khẩu (tăng so với 71,2% năm 2024).
- Dự kiến Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng này, nhất là khi mức thuế nhập khẩu vào Mỹ áp dụng cho Việt Nam và Trung Quốc có sự chênh lệch lớn.

➤ Việt Nam khai thác tốt các hiệp định thương mại tự do

- Việt Nam đã và đang tham gia vào nhiều hiệp định thương mại tự do song phương và đa phương.
- Trong các năm 2023-2024 có nhiều hoạt động ngoại giao tích cực, trong đó Việt Nam nâng cấp quan hệ với nhiều nước lên thành Quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện, Quan hệ Đối tác chiến lược, hoặc Đối tác Toàn diện. Năm 2025 tiếp tục với các hoạt động tương tự, mở ra thêm nhiều thị trường cho hàng hóa Việt Nam. Quan hệ ngoại giao mở rộng hỗ trợ hoạt động xuất khẩu.

➤ Việt Nam thu hút khách du lịch thành công

- Du lịch Việt Nam lập kỷ lục mới khi đón hơn 19,15 triệu khách quốc tế trong 11 tháng năm 2025, +20,9% svck, vượt mốc cao nhất 18 triệu khách từng ghi nhận năm 2019.
- Kết quả ấn tượng này nhờ vào chính sách visa thuận lợi, các chương trình quảng bá, xúc tiến du lịch được đẩy mạnh cùng với việc tổ chức các sự kiện quy mô lớn ở nhiều địa phương đã thu hút đông đảo khách quốc tế đến Việt Nam.
- Du lịch để chữa bệnh cũng tăng trưởng, nhờ sự phát triển của dịch vụ y tế tại Việt Nam với chất lượng tốt, giá cả rẻ hơn nhiều nước.

➤ Việt Nam nỗ lực thành lập Trung tâm Tài chính quốc tế và trở thành điểm đến hàng đầu về gia công phần mềm và dịch vụ số

- Việt Nam đang thành lập hai Trung tâm tài chính quốc tế (IFC) tại TP. Hồ Chí Minh và Đà Nẵng theo chủ trương của Chính phủ, với mục tiêu xây dựng hệ sinh thái tài chính hiện đại, cạnh tranh toàn cầu, dự kiến hoạt động vào cuối năm 2025.
- Dự báo giá trị xuất khẩu dịch vụ CNTT của Việt Nam năm 2026 tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nguồn nhân lực dồi dào, chi phí cạnh tranh, và sự chuyển đổi số toàn cầu.
- Ngành CNTT và Viễn thông của Việt Nam còn được thúc đẩy bởi chiến lược số hóa nền kinh tế, thúc đẩy các sản phẩm công nghệ chiến lược, trong đó gồm các nhóm trí tuệ nhân tạo, trung tâm dữ liệu, chip bán dẫn, mạng di động thế hệ sau (5G, 6G), đất hiếm.... (Xem thêm tại [đây](#)).

- **Khuyến nghị:** Các ngành dự kiến hưởng lợi bao gồm ngành hàng xuất khẩu (thủy sản, dệt may, thiết bị điện tử và linh kiện...), cảng biển, kho vận, dịch vụ hàng không, bất động sản nghỉ dưỡng, công nghệ thông tin và viễn thông, dịch vụ tài chính...

➤ Thị trường Việt Nam được FTSE nâng hạng lên Thị trường Mới nổi

- Việc TTCK Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi, bắt đầu vào tháng 9/2026 là một sự kiện mang tính bước ngoặt, đánh dấu bước hội nhập của Việt Nam sâu rộng hơn vào hệ thống tài chính toàn cầu.
- Trước thêm đợt đánh giá tháng 3/2026, vấn đề kỹ thuật còn được xem xét liên quan đến đơn giản hóa thủ tục mở tài khoản cho nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Tuy nhiên, theo chúng tôi, vấn đề này đã có giải pháp khả thi, có thể hoàn thành sớm để kịp cho kỳ đánh giá tháng 3/2026 sắp tới.

➤ Nhiều giải pháp để hiện đại hóa thị trường trong quá trình Việt Nam nỗ lực được nâng hạng:

- Triển khai hệ thống giao dịch KRX từ 5/5/2025, tạo điều kiện phát triển nhiều sản phẩm mới.
- Thông tư số 18/2025/TT-BTC về áp dụng mô hình thanh toán không yêu cầu ký quỹ trước (non-prefunding).
- Thông tư 03/2025/TT-NHNN và Thông tư 25/2025/TT-NHNN quy định chi tiết việc mở và sử dụng tài khoản bằng VNĐ cho nhà đầu tư nước ngoài thực hiện đầu tư gián tiếp tại Việt Nam, đã xóa bỏ yêu cầu hợp pháp hóa lãnh sự, công nhận kết nối SWIFT và cho phép ngân hàng lưu ký toàn cầu quản lý tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài, nhằm tạo điều kiện thuận lợi hơn cho dòng vốn ngoại vào thị trường chứng khoán.
- Nghị định 245/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 155/2020/NĐ-CP: (i) Tạo điều kiện thuận lợi trong xác định tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp của nhà đầu tư nước ngoài; (ii) Rút ngắn thời gian đưa các chứng khoán mới chào bán, phát hành vào giao dịch trên thị trường tập trung; (iii) Không cho phép tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa thấp hơn mức quy định của pháp luật và cam kết quốc tế; (iv) Hoàn thiện cơ sở pháp lý để triển khai hoạt động bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán theo cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP), dự kiến vận hành trong Q1/2027.

➤ Xu hướng thêm nhiều doanh nghiệp lớn thực hiện tăng vốn, IPO và niêm yết:

- Hiện tại nhiều doanh nghiệp lớn đã kín room ngoại, một số ngành nghề còn hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài, trong khi tỷ lệ sở hữu Nhà nước và nhóm cổ đông nội bộ vẫn chiếm tỷ lệ cao tại không ít doanh nghiệp đầu ngành. Hiện tỷ lệ khối ngoại đang chiếm khoảng 17% tổng vốn hoá thị trường.
- Trong bối cảnh đó, nơi room chỉ có thể giải quyết một phần nhu cầu của khối ngoại, chứ khó tạo ra cú huých thực sự về nguồn cung. Để thu hút được dòng vốn mới mang tính dài hạn từ bên ngoài, thị trường cần thêm những cái tên mới, những câu chuyện tăng trưởng mới thông qua IPO.
- Thị trường IPO Việt Nam đang ở ngưỡng khởi đầu cho một chu kỳ tăng trưởng mới sau nhiều năm trầm lắng kể từ 2018. Hàng loạt doanh nghiệp, trong đó có các công ty chứng khoán lớn, đã và đang thực hiện thành công IPO và niêm yết trong nửa cuối 2025 như F88, TCX, VPX, VCK, HPA...thể hiện khả năng hấp thụ vốn rất khả quan. Nhiều doanh nghiệp lớn khác cũng có kế hoạch IPO trong giai đoạn 2026-2027 như CTCP Hạ tầng Gelex, Chứng khoán Kafi, Điện Máy Xanh, Chuỗi nhà thuốc Long Châu, C.P. Việt Nam, Công ty Cổng Vàng (Golden Gate), Viettel IDC... góp phần gia tăng chiều sâu và quy mô thị trường.
- **Đánh giá tác động:** Chúng tôi ước tính TTCK Việt Nam có thể thu hút ngay thêm được khoảng 1,4 tỷ USD đối với các quỹ đầu tư thụ động như ETF (vốn đang đầu tư vào các thị trường mới nổi), việc Việt Nam được nâng hạng sẽ tự động phân bổ một phần vốn vào thị trường này. Đối với các quỹ đầu tư chủ động, việc Việt Nam được nâng hạng và có thêm nhiều hàng hóa chất lượng sẽ giúp TTCK Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn và có thể thu hút 3-8 tỷ USD sau khi nâng hạng có hiệu lực.
- **Khuyến nghị:** Ngành Chứng khoán sẽ hưởng lợi lớn nhất từ quá trình hiện đại hóa và sự kiện nâng hạng của TTCK Việt Nam. Ngoài ra, các doanh nghiệp vốn hóa lớn sẽ trực tiếp có thêm lực cầu từ các quỹ ngoại chuyên đầu tư vào thị trường mới nổi (danh sách tại [đây](#)).

➤ DANH MỤC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ 2026

NGÀNH	TRIỂN VỌNG	CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ	GIÁ TẠI NGÀY 28/11/2025	GIÁ MỤC TIÊU 2026	% TĂNG GIÁ	KHUYẾN NGHỊ
NGÂN HÀNG	TÍCH CỰC	TCB	35,750	44,500	24.5%	MUA
		VPB	29,250	35,800	22.4%	MUA
		BID	37,100	45,800	23.5%	MUA
CHỨNG KHOÁN	TÍCH CỰC	SSI	29,880	36,800	23.2%	MUA
		VCI	33,750	40,500	20.0%	MUA
		TCX	47,000	55,000	17.0%	MUA
BDS DÂN CƯ	TRUNG LẬP	KDH	35,000	40,300	15.1%	MUA
		NLG	35,950	44,100	22.7%	MUA
		PDR	22,500	24,500	8.9%	KHẢ QUAN
		TCH	20,450	24,800	21.3%	MUA
XÂY DỰNG	TÍCH CỰC	VCG	23,750	27,500	15.8%	MUA
		HHV	14,250	17,100	20.0%	MUA
		CTD	84,500	96,800	14.6%	KHẢ QUAN
THÉP	TÍCH CỰC	HPG	26,550	33,400	25.8%	MUA
ĐÁ XÂY DỰNG	TÍCH CỰC	VLB	48,800	52,800	8.2%	KHẢ QUAN
		DHA	58,700	62,100	5.8%	TRUNG LẬP
ĐIỆN	TÍCH CỰC	REE	65,200	77,600	19.0%	MUA
		POW	15,250	17,800	16.7%	MUA
		PC1	21,700	28,300	30.4%	MUA
		NT2	23,300	25,700	10.3%	KHẢ QUAN

NGÀNH	TRIỂN VỌNG	CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ	GIÁ TẠI NGÀY 28/11/2025	GIÁ MỤC TIÊU 2026	% TĂNG GIÁ	KHUYẾN NGHỊ
DẦU KHÍ THƯỢNG NGUỒN	TÍCH CỰC	PVD	26,700	28,600	7.1%	TRUNG LẬP
		PVS	32,200	42,900	33.2%	MUA
DẦU KHÍ HẠ NGUỒN	KÉM TÍCH CỰC	BSR	15,500	18,100	16.8%	MUA
BÁN LẺ	TÍCH CỰC	MWG	79,900	86,600	8.4%	KHẢ QUAN
		FRT	147,000	169,600	15.4%	MUA
		DGW	43,700	50,500	15.6%	MUA
		MSN	77,400	96,800	25.1%	MUA
CÔNG NGHỆ THÔNG TIN	TÍCH CỰC	FPT	97,100	106,800	10.0%	KHẢ QUAN
		CTR	86,400	100,400	16.2%	MUA
CẢNG BIỂN	TRUNG LẬP	GMD	62,300	69,400	11.4%	KHẢ QUAN
VẬN TẢI BIỂN	TRUNG LẬP	HAH	60,900	66,100	8.5%	KHẢ QUAN
HÀNG KHÔNG	TÍCH CỰC	HVN	28,900	38,750	34.1%	MUA
		ACV	52,700	68,300	29.6%	MUA
CHĂN NUÔI	TRUNG LẬP	DBC	26,650	30,900	15.9%	MUA
THỦY SẢN	TRUNG LẬP	ANV	29,250	33,500	14.5%	KHẢ QUAN
DỆT MAY	TÍCH CỰC	MSH	40,100	41,400	3.2%	TRUNG LẬP
		TNG	19,300	21,000	8.8%	KHẢ QUAN
PHÂN BÓN/HÓA CHẤT	TÍCH CỰC	DCM	33,900	42,100	24.2%	MUA
		DPM	23,100	25,300	9.5%	KHẢ QUAN
		DGC	94,300	123,100	30.5%	MUA
DƯỢC	TÍCH CỰC	IMP	47,600	52,800	10.9%	KHẢ QUAN

TÌNH HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ THẾ GIỚI 2025

Phân mảnh kinh tế và vòng xoay hạ lãi suất toàn cầu



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest

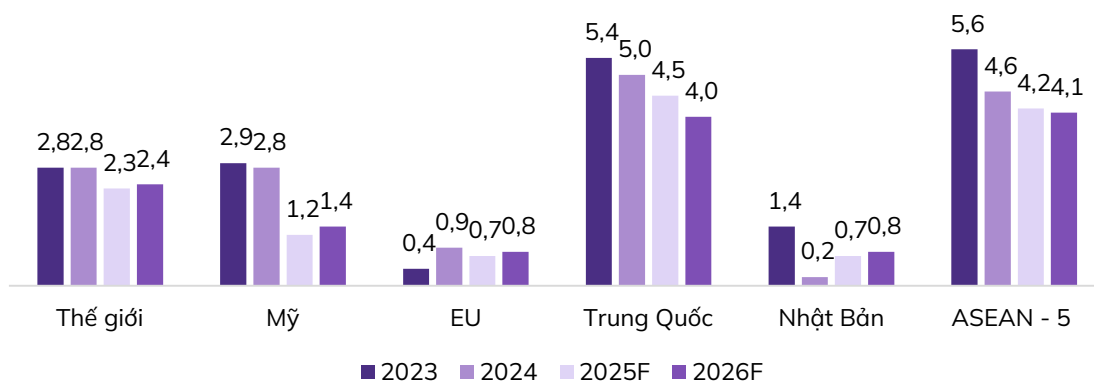


Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



- Sau khi trải qua hàng loạt cú sốc trong những năm qua, kinh tế thế giới năm 2025 lại phải đối mặt với hàng loạt thách thức mới do căng thẳng thương mại - địa chính trị leo thang, bất ổn chính sách, nhu cầu tiêu dùng yếu tại một số khu vực và hiện tượng thời tiết cực đoan diễn ra ngày càng thường xuyên hơn. Điều này đang góp phần làm giảm dự báo của hầu hết các nền kinh tế trên thế giới với WB hạ dự báo tăng trưởng toàn cầu năm 2025 xuống còn 2,3% (tháng 6/2025), mức thấp nhất kể từ năm 2008, giảm so với dự báo tháng 1/2025 (khoảng 2,7%).
- Xung đột thương mại Mỹ - Trung, xung đột Nga - Ukraine và chiến tranh Israel - Iran càng làm lộ rõ sự mong manh của chuỗi giá trị, buộc các quốc gia giao thương với các nước đáng tin cậy cũng như tập trung ổn định nội địa hơn nhằm giảm bớt rủi ro.
- Hoạt động sản xuất toàn cầu tuy có sự hồi phục tuy nhiên phân hóa giữa các khu vực. Chỉ số PMI sản xuất tại Mỹ trên mức 50 nhiều tháng liên tiếp trong khi châu Âu và Trung Quốc dần ổn định trở lại sau nhiều tháng thu hẹp.

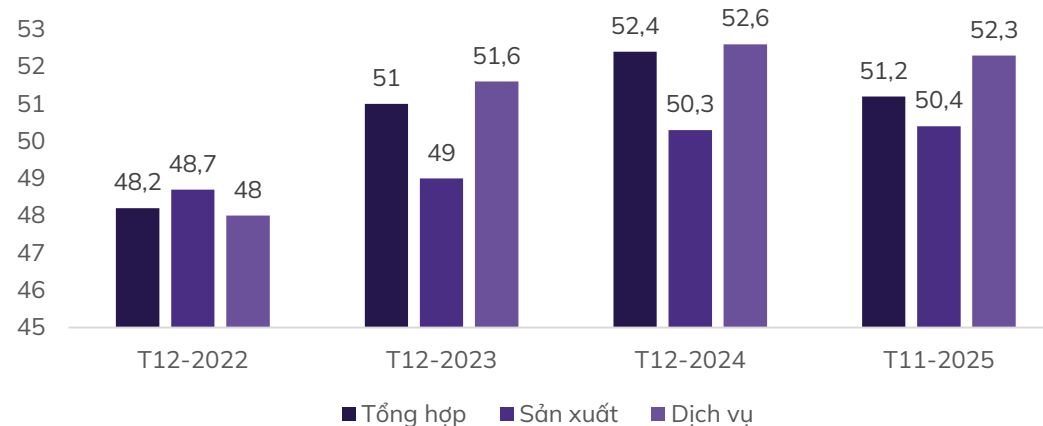
Dự báo tăng trưởng kinh tế cho các nền kinh tế lớn và toàn cầu (%)



Nguồn: Worldbank, IMF, ABS Research

- Nước Mỹ trong năm 2025 chứng kiến sự phục hồi chi tiêu tiêu dùng và đầu tư, động lực chính tới từ doanh nghiệp gia tăng đầu tư vào tài sản sở hữu trí tuệ như trí tuệ nhân tạo (AI). Tuy nhiên, thuế quan áp lên các mặt hàng, bất ổn chính sách và nợ công tăng cao làm lu mờ phần nào triển vọng tươi sáng trên.
- Châu Âu vẫn khó khăn với mức tăng trưởng vẫn khá “khiêm tốn” so với mặt bằng trước khủng hoảng. Hoạt động kinh doanh đang suy giảm do giá năng lượng cao, thuế quan của Mỹ và sự cạnh tranh gia tăng từ Trung Quốc. Trong khi đó, thu nhập hộ gia đình vẫn trì trệ và đầu tư nước ngoài ở mức thấp nhất trong chín năm đã và đang tác động tiêu cực lên nền kinh tế nước này.
- Trung Quốc liên tục thực hiện các chính sách nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Trợ cấp lãi suất cho vay tiêu dùng cá nhân, gói cứu trợ nền kinh tế, chống cạnh tranh tiêu cực (anti-involution)... là một trong hàng loạt chính sách chính phủ đưa ra trong bối cảnh nền kinh tế nước này vẫn đang phải đối mặt với giảm phát và nhu cầu tiêu dùng suy yếu.

Chỉ số PMI toàn cầu

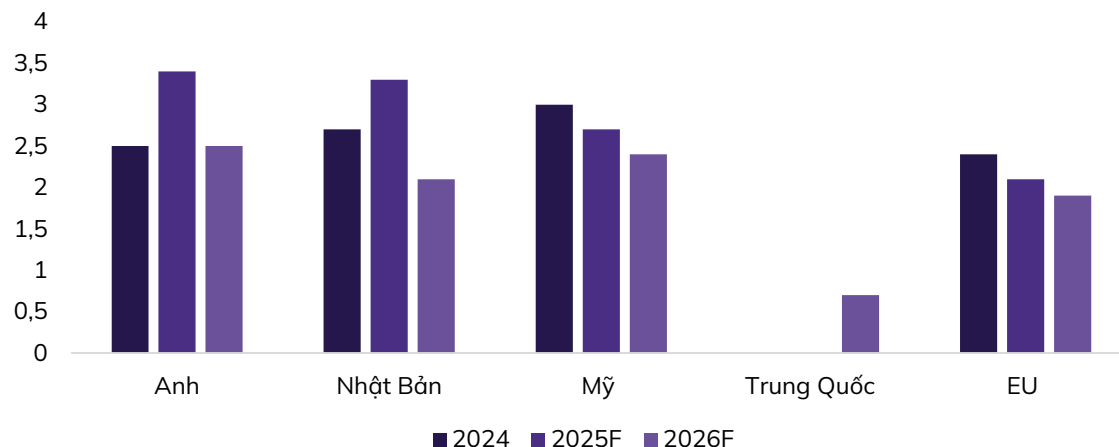


Nguồn: IHS Markit, ABS Research

➤ CÁC NHTƯ LIÊN TỤC CẮT GIẢM LÃI SUẤT NHẪM KÍCH THÍCH NỀN KINH TẾ

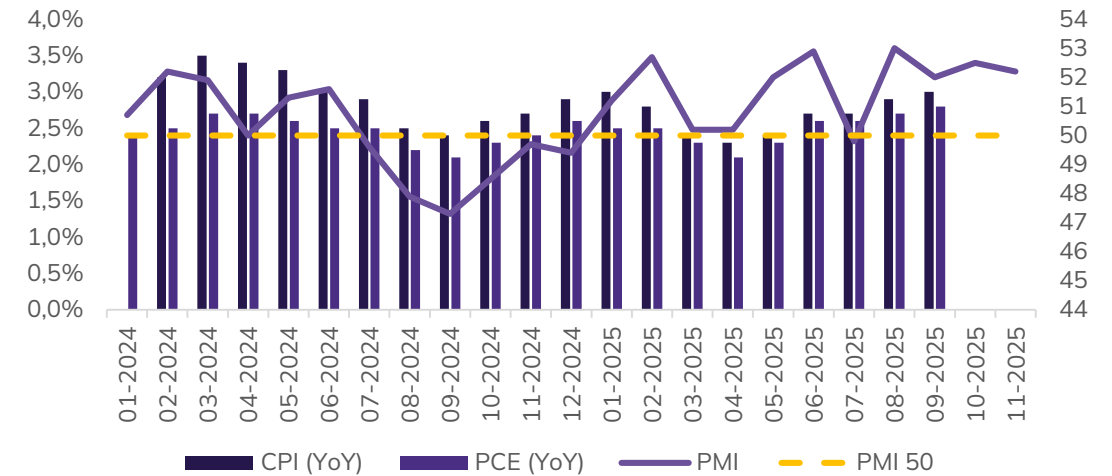
- Xu hướng các ngân hàng trung ương lớn trên thế giới đồng loạt chuyển sang nới lỏng chính sách tiền tệ đã trở nên rõ rệt hơn khi tăng trưởng kinh tế chậm lại và áp lực lạm phát hạ nhiệt.
- Cả năm 2025, Cục Dự trữ liên bang Mỹ (FED) đã 3 lần cắt giảm lãi suất và đưa mức lãi suất điều hành xuống phạm vi 3,5% - 3,75%, mức thấp nhất trong 3 năm qua trong bối cảnh lạm phát dần trở nên ổn định sau tác động của thuế quan trong khi thị trường lao động suy yếu. Tương tự với FED, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) đã cắt giảm lãi suất 3 lần trong năm 2025 trước lo ngại gia tăng về nền kinh tế khu vực đồng euro (Eurozone) gặp khó khăn và căng thẳng thương mại toàn cầu. Tuy nhiên, đà cắt giảm lãi suất đã dừng lại từ nửa sau năm 2025 khi các nhà hoạch định chính sách phát đi thông điệp lãi suất của ECB đang ở mức phù hợp, trừ khi tình hình kinh tế có thay đổi.
- Khác với 2 nền kinh tế trên, Trung Quốc lại chọn cách tiếp cận thận trọng hơn với chỉ 1 lần cắt giảm 10 bps, đồng thời thực hiện nhiều các chính sách tài khóa khác nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

Dự báo lạm phát một số nền kinh tế (2023 - 2025) (%)



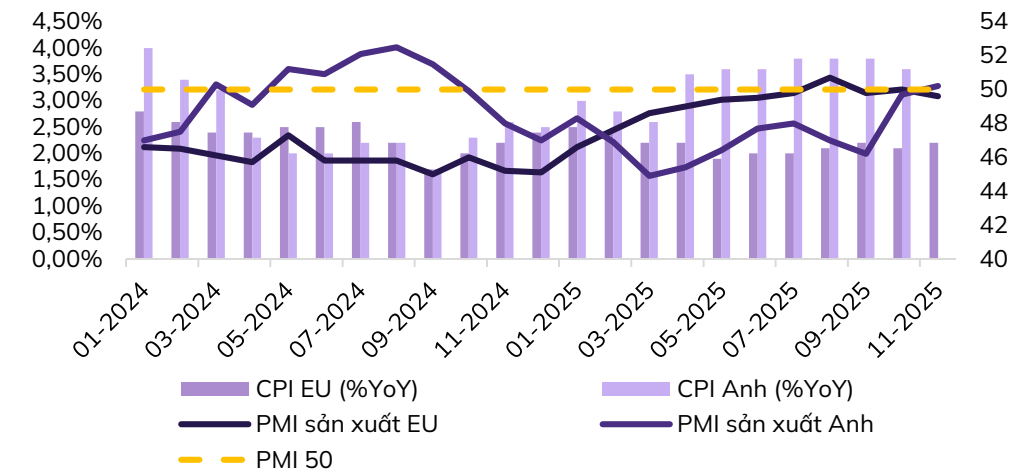
Nguồn IMF, ABS Research

CPI, PMI của Mỹ



Nguồn: Investing, ABS Research

CPI, PMI của Anh và EU



Nguồn: Investing, ABS Research

TÌNH HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

Bứt phá vượt kỳ vọng



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bảng giá
ABS Web Trading



Trong năm 2025, chính phủ đã tích cực triển khai nhiều giải pháp hỗ trợ nền kinh tế, đặc biệt là khu vực tư nhân. Cụ thể:

- Điều hành chính sách tiền tệ nổi lỏng có kiểm soát: NHNN đã giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho các tổ chức tín dụng (TCTD) ngay từ đầu năm 2025, sau đó chủ động điều chỉnh tăng thêm hạn mức tín dụng cho các ngân hàng dựa trên các nguyên tắc cụ thể vào ngày 31/07. Đồng thời, NHNN cũng thực hiện nhiều chính sách nhằm giảm lãi suất để hỗ trợ doanh nghiệp, hộ kinh doanh vay vốn sản xuất, kinh doanh (Quyết định 2553/QĐ-TTg, Nghị quyết 01/NQ-CP, Công điện 19/CĐ-TTg,...). Ngoài ra, NHNN không những thực hiện bán ngoại tệ kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi ngoại tệ, nghiệp vụ thị trường mở cho các TCTD nhằm hỗ trợ thanh khoản cho thị trường trong những giai đoạn áp lực mà còn phối hợp đồng bộ các nghiệp vụ khác nhằm ổn định tỷ giá.
- Thúc đẩy chính sách tài khóa: Đẩy mạnh đầu tư công với Chiến dịch 90 ngày đêm hoàn thành giải ngân vốn đầu tư công, gia hạn và mở rộng đối tượng áp dụng chính sách giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026, ...
- Cải cách thể chế, pháp luật và quản lý nhà nước: Sắp xếp lại bộ máy nhà nước, cải thiện môi trường pháp lý, nâng hạng thị trường, coi khu vực tư nhân là một động lực quan trọng nhất của nền kinh tế (Nghị quyết số 68-NQ/TW), ...
- Chính sách đối ngoại: Nâng cấp quan hệ đối tác chiến lược với Kuwait, đối tác chiến lược với Nam Phi, đối tác chiến lược toàn diện với Anh,...
- Kết quả: Nhiều tổ chức kinh tế thế giới dự báo Việt Nam tăng trưởng trong khoảng 6,5 – 7,5%, đồng thời thuộc nhóm tăng trưởng cao nhất trong khu vực khu vực Đông Nam Á và trên thế giới bất chấp môi trường toàn cầu còn nhiều bất định.



Nguồn: FiinPro, ABS Research

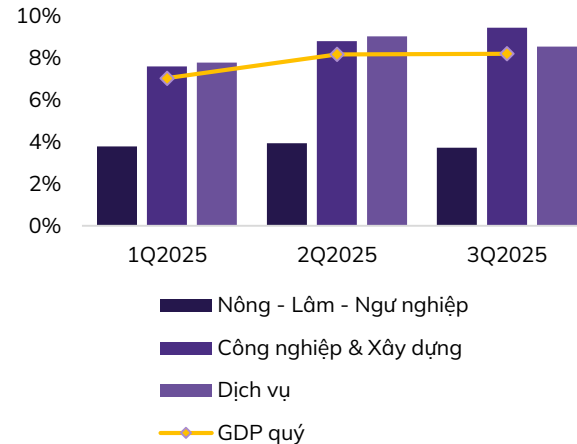
Các chính sách của Quốc hội và Chính phủ hỗ trợ nền kinh tế

Lĩnh vực	Chính sách
Bất động sản	Đẩy mạnh phát triển NOXH (Nghị định 261/2025/NĐ-CP); Dự thảo nghị quyết tháo gỡ khó khăn, vướng mắc khi thực hiện Luật Đất đai 2024; Dự thảo nghị quyết của Chính phủ về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá bất động sản,...
Thị trường tài chính	Cải cách thủ tục cho nhà đầu tư nước ngoài và niêm yết chứng khoán (Nghị định 245/2025/NĐ-CP); Thành lập Trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam (Nghị quyết 222/2025/QH15); Sửa đổi quy định về tỷ lệ an toàn tài chính của các công ty chứng khoán (102/2025/TT-BTC); Quy định tỷ lệ an toàn vốn đối với ngân hàng (Thông tư 14/2025/TT-NHN);...
Hỗ trợ doanh nghiệp	Gia hạn và mở rộng đối tượng áp dụng chính sách giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026; Miễn, giảm thuế thu nhập doanh nghiệp cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (Nghị quyết 198/2025/QH15); Phát triển kinh tế tư nhân (Nghị quyết số 68-NQ/TW);...
Chính sách khác	23 Luật đã được Quốc hội thông qua trong các kỳ họp Kỳ họp thứ 10, Quốc hội khóa XV trong đó, một số luật tiêu biểu như: Luật Thương mại điện tử, Luật Thuế giá trị gia tăng 2024, Luật Quản lý thuế (sửa đổi)...

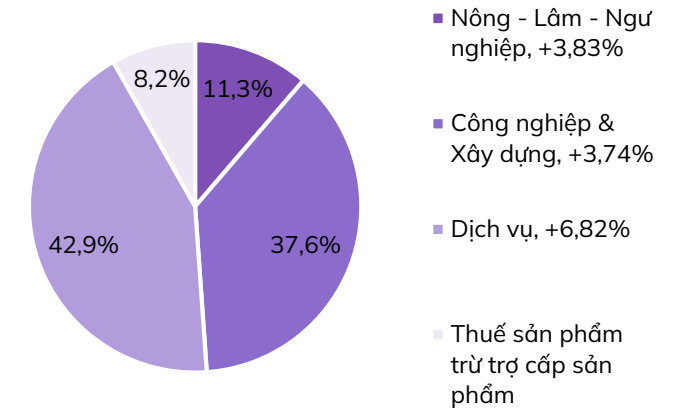
➤ TIẾN TỚI HOÀN THÀNH MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG 8%

- Nền kinh tế Việt Nam liên tục duy trì tăng trưởng ở mức cao và được cải thiện dần qua các quý (Q1: +7,05%; Q2: +8,19%; Q3: +8,23%). Tính chung 9T/2025, GDP tăng 7,85% so với cùng kỳ năm trước, đây là mức cao nhất kể từ 2011 (trừ giai đoạn hồi phục sau COVID) và tiến gần tới mục tiêu 8% do chính phủ đề ra. Chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng trên 8% là hoàn toàn khả thi trong bối cảnh môi trường kinh tế toàn cầu và trong khu vực còn gặp nhiều khó khăn.
- Cơ cấu nền kinh tế trong 9 tháng đầu năm chứng kiến sự chuyển dịch sang khu vực dịch vụ trong khi giảm tỷ trọng khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản. Trong đó:
 - Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản ghi nhận mức tăng trưởng ổn định 3,84% svck, chỉ thấp hơn tốc độ tăng của cùng kỳ các năm 2011, 2018 và 2021 trong giai đoạn 15 năm trở lại đây bất chấp những tác động tiêu cực từ thiên tai.
 - Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục giữ được đà tăng trưởng tích cực với mức tăng 8,55% svck. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng của toàn nền kinh tế với tốc độ tăng 10,11%.
 - Giá trị tăng thêm khu vực dịch vụ 9 tháng đầu năm 2025 tăng 8,49% svck, là mức tăng cao thứ 2 chỉ sau cùng kỳ năm 2022 trong giai đoạn 2011-2025. Bán buôn và bán lẻ là khu vực có đóng góp lớn nhất với mức tăng 8,28% svck.

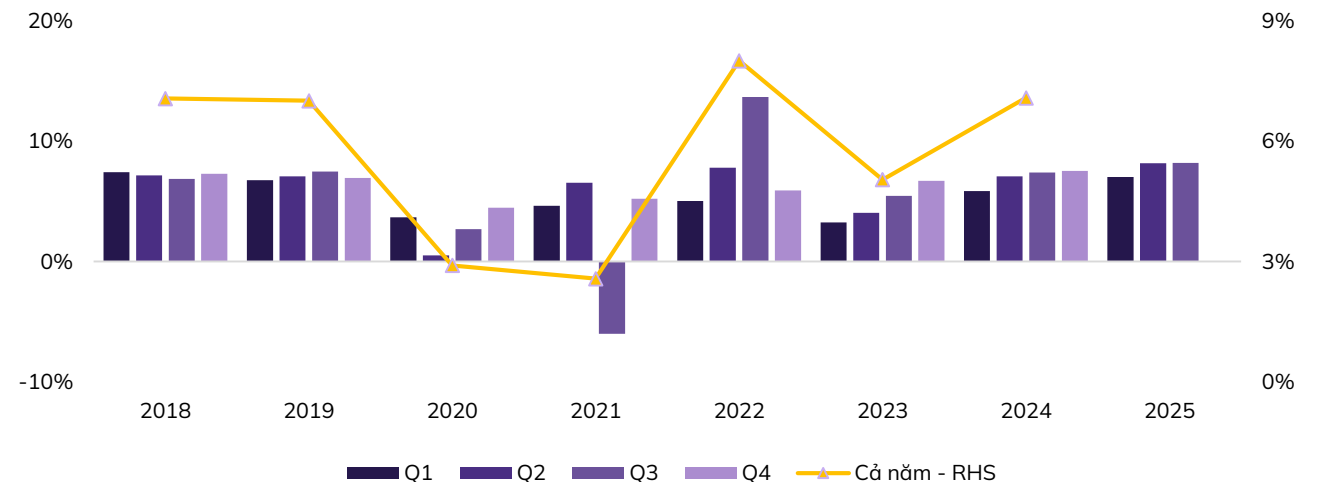
Tốc độ tăng GDP các quý năm 2025

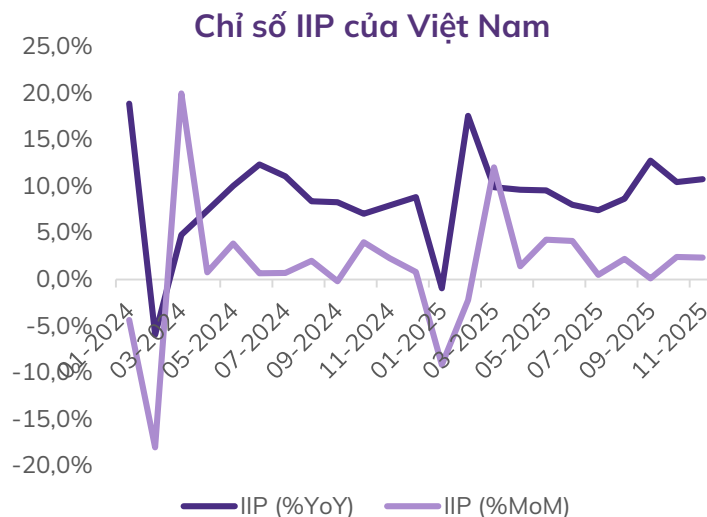


Tỷ trọng các ngành trong GDP 2025

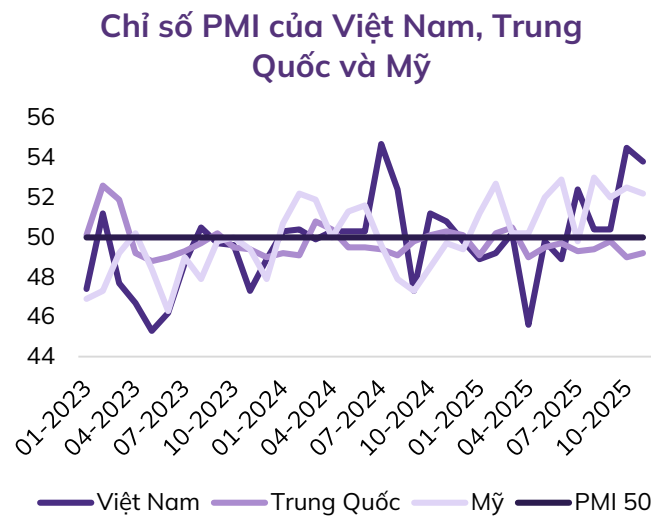


Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam (% svck)



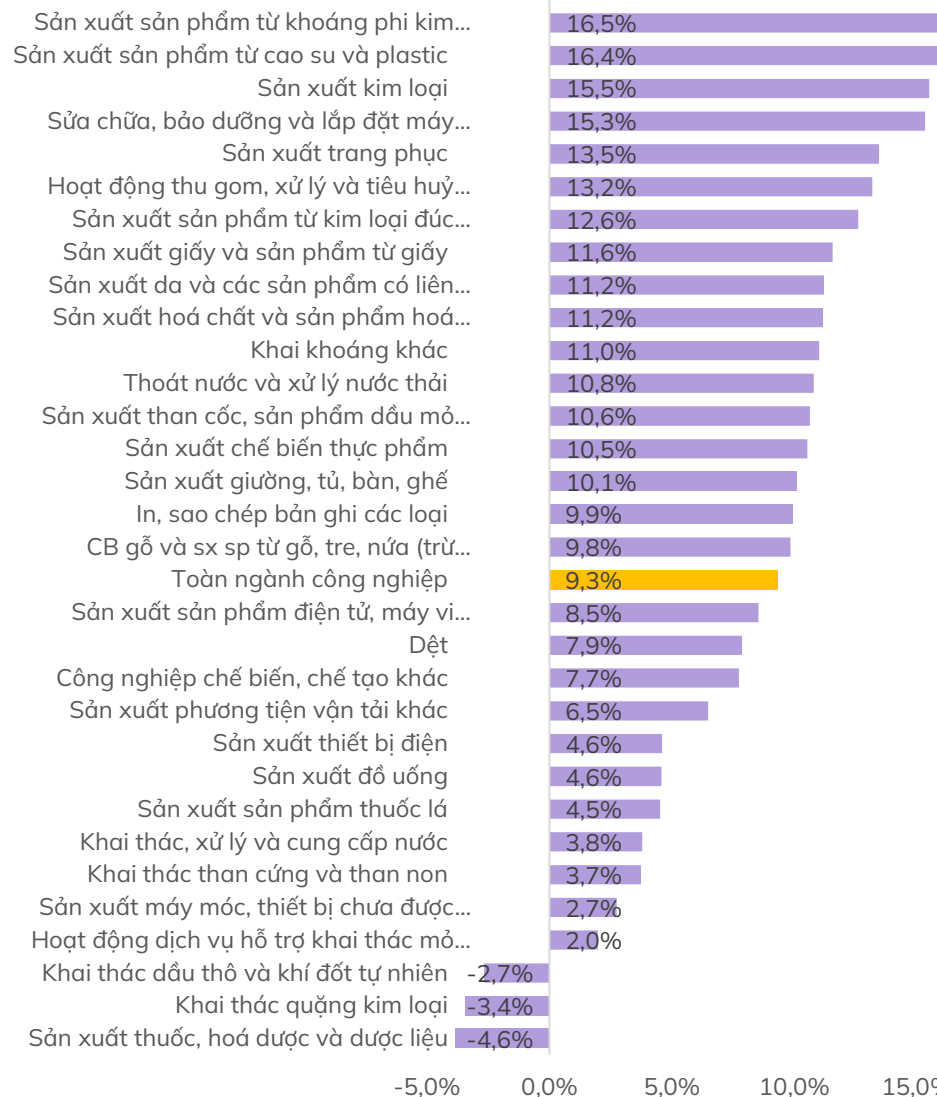


Nguồn: GSO, ABS Research



Nguồn: Investing.com, ABS Research

Chỉ số IIP 11T/2025 theo nhóm ngành cấp II (%YoY)

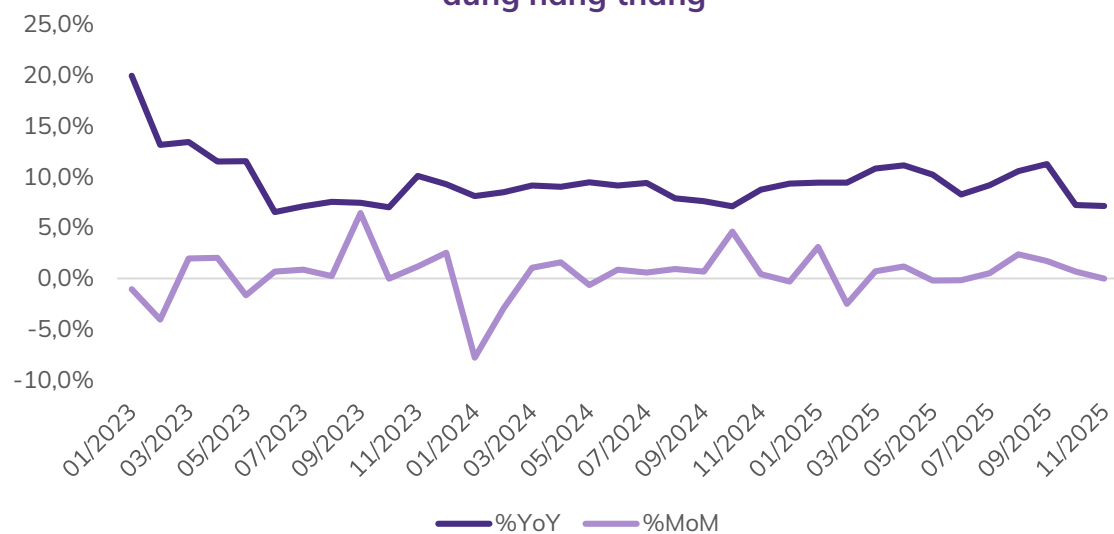


Nguồn: GSO, ABS Research

- Tính chung cả năm 11T/2025, IIP tăng ổn định, +9,3% svck (cùng kỳ năm 2024 tăng +8,3%). Động lực chính tới từ ngành chế biến, chế tạo với mức tăng +11,8%. Ngành khai khoáng tăng +7%, trong khi cung cấp nước, hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải tăng +6,5%; sản xuất và phân phối điện tăng +5,8%.
- Trong nhóm ngành cấp II, hầu hết các ngành đều duy trì đà tăng khả quan. Nổi bật trong đó là ngành sản xuất xe có động cơ tăng +22%; sản phẩm từ khoáng phi kim loại khác tăng +16,5%...,
- Ngành sản xuất tiếp tục mở rộng với chỉ số PMI trung bình 11T/2025 ở mức 50,3 điểm. Tuy nhiên, mức độ hồi phục sản xuất vẫn còn chậm do chịu tác động tiêu cực từ thuế đối ứng của Hoa Kỳ, dẫn đến sự giảm mạnh số lượng đơn đặt hàng mới, xuất khẩu và sản lượng ở một số tháng. Càng về cuối năm chỉ số phục hồi vững chắc hơn khi duy trì mức mở rộng trong 5 tháng liên tiếp nhờ việc đàm phán thuế quan mang lại những kết quả tích cực và nhu cầu phục hồi từ các thị trường lớn.

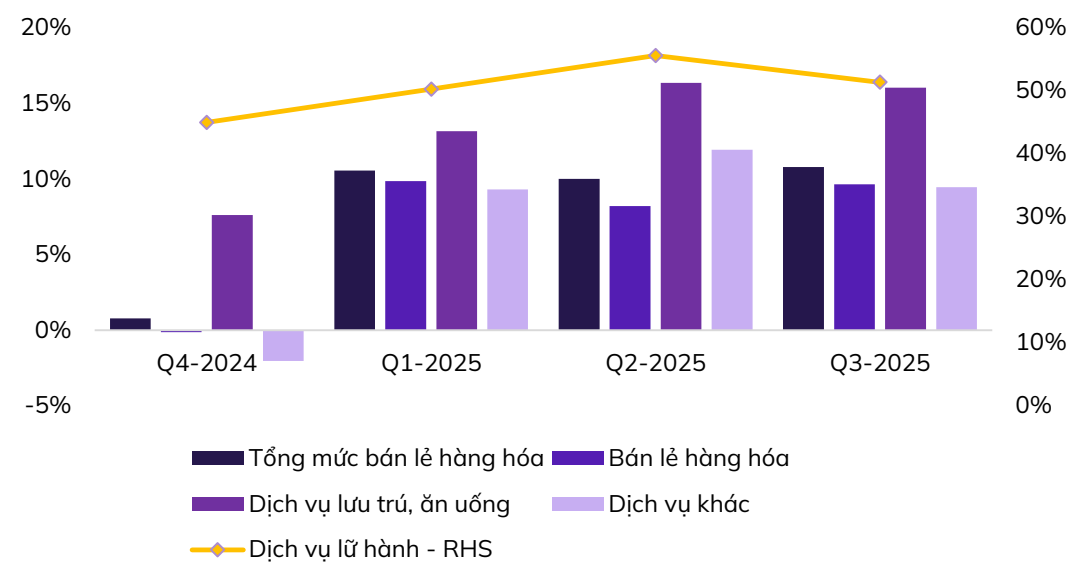
TỔNG MỨC BÁN LẺ VÀ DOANH THU DỊCH VỤ CHƯA CÓ SỰ BỨT PHÁ

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng hàng tháng



Nguồn: GSO, FiinPro, ABS Research

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng quý (%YoY)

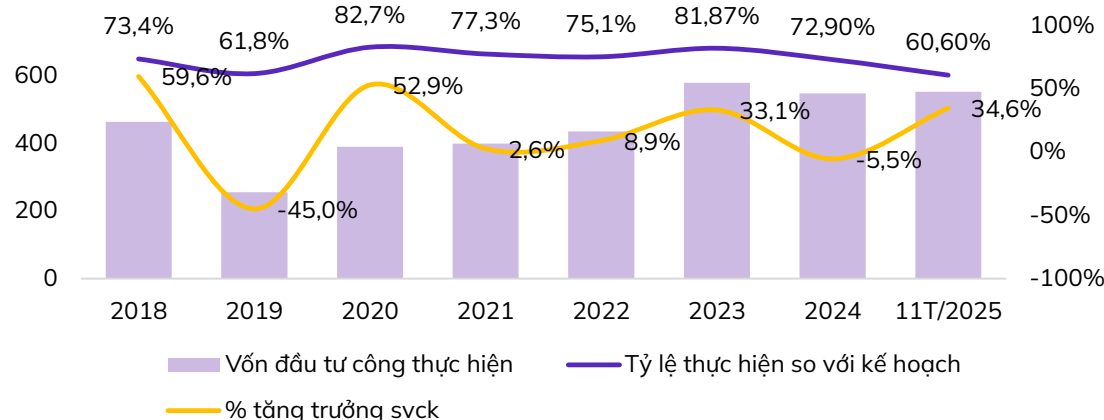


Nguồn: GSO, FiinPro, ABS Research

➤ 11 tháng năm 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 6.377,7 nghìn tỷ đồng, tăng 9,1% svck, (cùng kỳ năm 2024 tăng 8,9%), nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6,8% svck (cùng kỳ năm 2024 tăng 5,8%), cho thấy tình hình bán lẻ tuy đã hồi phục nhưng chưa có sự bứt phá, đồng thời thấp hơn mục tiêu 10,5% mà Chính phủ đề ra, với động lực chính tới dịch vụ lưu trú và du lịch lữ hành. Trong đó:

- Doanh thu bán lẻ hàng hóa ước đạt 4.859,0 nghìn tỷ đồng, chiếm 76,2% trong cơ cấu và tăng 7,9% so với cùng kỳ năm trước. Các nhóm hàng có mức tăng trưởng đáng chú ý bao gồm: lương thực, thực phẩm tăng 9,6%; đồ dùng, dụng cụ; may mặc tăng 8,5%.
- Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống 11T/2025 ước đạt 767,8 nghìn tỷ đồng, chiếm 12,0% trong cơ cấu và tăng 14,6% so với cùng kỳ năm trước.
- Doanh thu du lịch lữ hành ước đạt 85,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 1,4% cơ cấu và tăng 19,9% so với cùng kỳ năm trước. 11T/2024, **tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt gần 19,15 triệu lượt người, tăng 20,9% so với cùng kỳ năm trước, vượt qua chỉ tiêu đầu năm là đón 18 triệu lượt nhờ các chương trình kích cầu được triển khai hiệu quả và đa dạng hóa các phẩm du lịch.** Ước tính cả năm 2025, Việt Nam đón khoảng 20,5 – 21,5 triệu lượt khách quốc tế, tăng hơn 20% so với 2024.
- Doanh thu dịch vụ khác năm 2023 ước đạt 665,5 nghìn tỷ đồng, chiếm 10,4% cơ cấu và tăng 11,2% so với cùng kỳ năm trước.

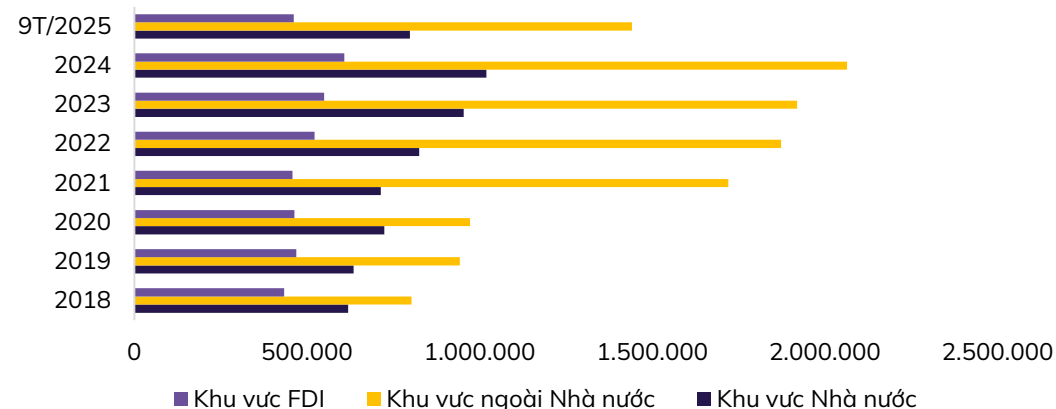
Vốn đầu tư công thực hiện (2017 - 2023)



Nguồn: Bộ Tài chính, ABS Research

- Năm 2025, đầu tư công được kỳ vọng trở thành mũi nhọn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế khi Thủ tướng Chính phủ đặt kế hoạch giải ngân hơn 913 nghìn tổng vốn đầu tư công, cao hơn nhiều kế hoạch 2024 là 680 nghìn tỷ đồng.
- Với kế hoạch rất cao trên, vốn đầu tư công thực hiện 11T đầu năm ước đạt 553.250 tỷ đồng, tương đương 60,43% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, cao hơn so với tỷ lệ thực hiện năm trước (58,2%).
- Dù kết quả giải đầu tư công có sự cải thiện nhẹ svck, nhưng các khó khăn vẫn còn tồn tại tác động tiêu cực đến kết quả giải ngân như: thủ tục còn rườm rà; giải phóng mặt bằng, công tác bồi thường, hỗ trợ, tái định cư, di dời công trình hạ tầng kỹ thuật gặp nhiều khó khăn; Nguồn cung cấp vật liệu tại một số dự án vẫn chậm; Bảo lũ ảnh hưởng lớn đến tiến độ thi công.
- Trước tình hình trên, Thủ tướng đã có Công điện số 237/CTĐ-TTg về việc đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công những tháng cuối năm 2025, trong đó có yêu cầu công khai tiến độ giải ngân vốn đầu tư công hàng tuần. Với quyết tâm của bộ ban ngành cũng như cơ quan chính phủ, ABS kỳ vọng tỷ lệ hoàn thành giải ngân đầu tư công sẽ đạt từ 85 – 90% kế hoạch.

Tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội phân theo loại hình kinh tế 2018 - 9T/2025



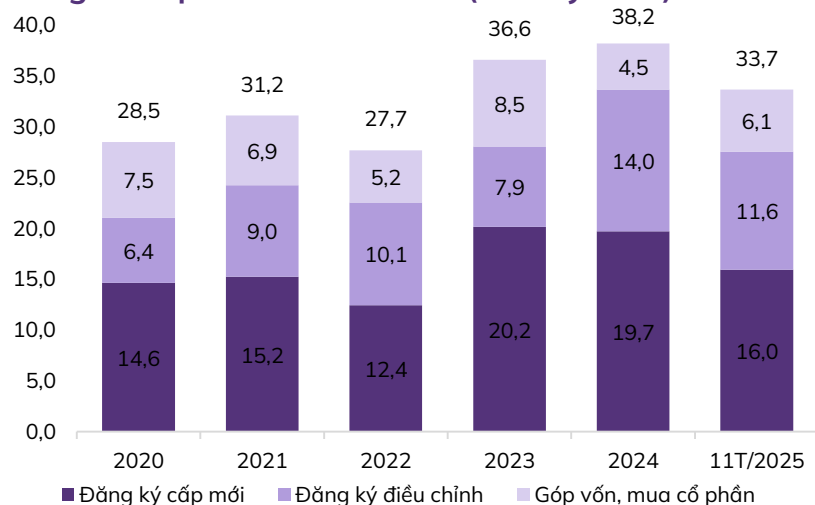
Nguồn: GSO, ABS Research

- Theo báo cáo của Tổng cục thống kê, ngân sách nhà nước 11T/2025 thu đạt 2,39 triệu tỷ đồng (+30,9% svck), vượt 121,9% dự toán, nhờ việc siết chặt quản lý thuế trên sàn thương mại điện tử và chuẩn hóa hóa đơn của hộ kinh doanh. Trong đó, thu nội địa đạt 2.059,5 nghìn tỷ đồng, bằng 123,4% dự toán năm và tăng 35,2% so với cùng kỳ năm trước.
- Chi ngân sách ước đạt 2,05 triệu tỷ đồng (+32,5% svck), tương đương với 79,5% dự toán trong đó chi ngân sách thường xuyên tăng 32,4% svck và chi cho đầu tư phát triển tăng 39,2% svck.
- Từ đó, thặng dư NSNN đạt gần 340 nghìn tỷ đồng trong 11T/2024, cao hơn nhiều so với mức thặng dư 248 nghìn tỷ đồng trong 11T/2024.
- Nợ công dự kiến quay đầu, tăng nhẹ lên mức 36 – 37% cuối năm 2025 sau giai đoạn giảm từ 42,7% GDP vào năm 2021 xuống khoảng 34% vào năm 2024. Các chỉ tiêu đều thấp hơn nhiều giới hạn cho phép của chính phủ, cho thấy chính phủ vẫn còn nhiều dư địa thực hiện chính sách tài khóa trong các năm tới.

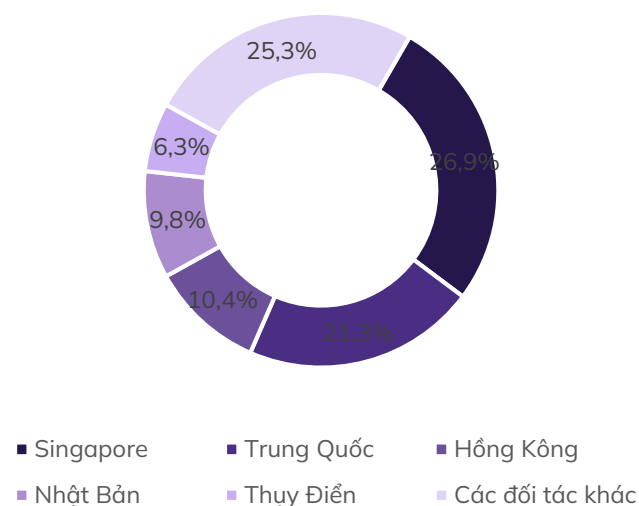
• VỐN FDI TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

- Tính đến 30/11/2025, tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần, mua phần vốn góp (GVMCP) của nhà ĐTNN đạt gần 33,69 tỷ USD, tăng +7,4% so với cùng kỳ năm 2024. Đáng chú ý, vốn đăng ký góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài ghi nhận mức tăng trưởng đột biến, đạt tổng giá trị góp vốn 6,11 tỷ USD, tăng+ 50,7% svck, tập trung không chỉ vào sản xuất (chiếm 32,7% giá trị góp vốn) và còn vào cả khoa học công nghệ (chiếm 18,5% giá trị góp vốn). Vốn thực hiện của dự án đầu tư nước ngoài ước đạt khoảng 23,6 tỷ USD, tăng+ 8,9% so với cùng kỳ năm 2024, đây cũng là mức giải ngân kỷ lục trong giai đoạn 2021 - 2025.
- Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục là điểm thu hút vốn, chiếm tới 9,17 tỷ USD, tương đương 57,5% tổng vốn đầu tư đăng ký, giảm -8,7% svck. Ngành kinh doanh bất động sản đứng thứ hai với tổng vốn đầu tư đạt 3,14 tỷ USD, chiếm hơn 19,7% tổng vốn đầu tư đăng ký.
- Các đối tác đầu tư lớn nhất đều là các đối tác quen thuộc của Việt Nam. Singapore tiếp tục dẫn đầu với 4,29 tỷ USD, chiếm 26,9%. Tiếp theo là Trung Quốc với 3,40 tỷ USD (21,3%), Hồng Kông (Trung Quốc) 1,66 tỷ USD (10,4%), Nhật Bản 1,56 tỷ USD (9,8%) và Thụy Điển với 1,0 tỷ USD (6,3%).
- Dòng vốn FDI vào Việt Nam lập kỷ lục cho thấy Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn trong mắt của các nhà đầu tư nước ngoài. Với lợi thế môi trường đầu tư ổn định, lực lượng lao động trẻ và dồi dào, vị trí chiến lược thì chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục thu hút dòng vốn trong thời gian tới. Tuy nhiên, việc phụ thuộc quá nhiều vào dòng vốn FDI cũng khiến nền kinh tế có mở quá lớn, những biến động về tình hình kinh tế, chính trị, thương mại bên ngoài sẽ tác động sâu rộng đến nền kinh tế Việt Nam.

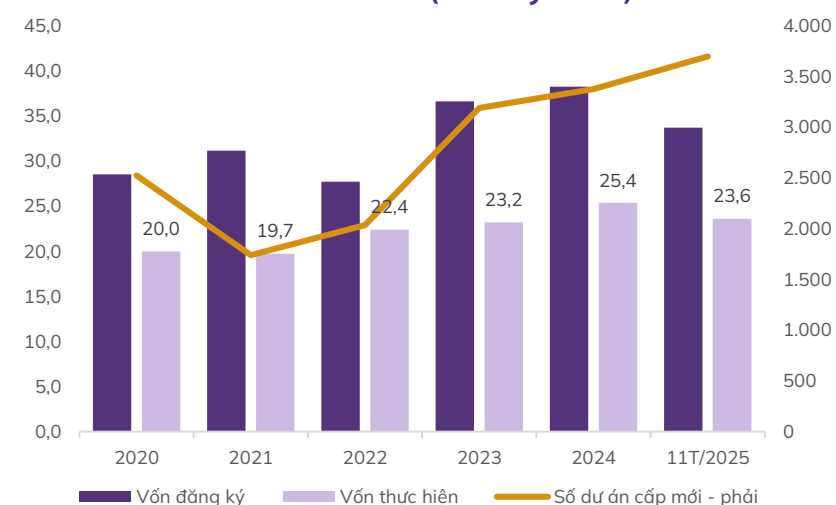
Cơ cấu vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký giai đoạn 2019-11T/2025 (Đvt: Tỷ USD)



Cơ cấu vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài 11T/2025 theo đối tác

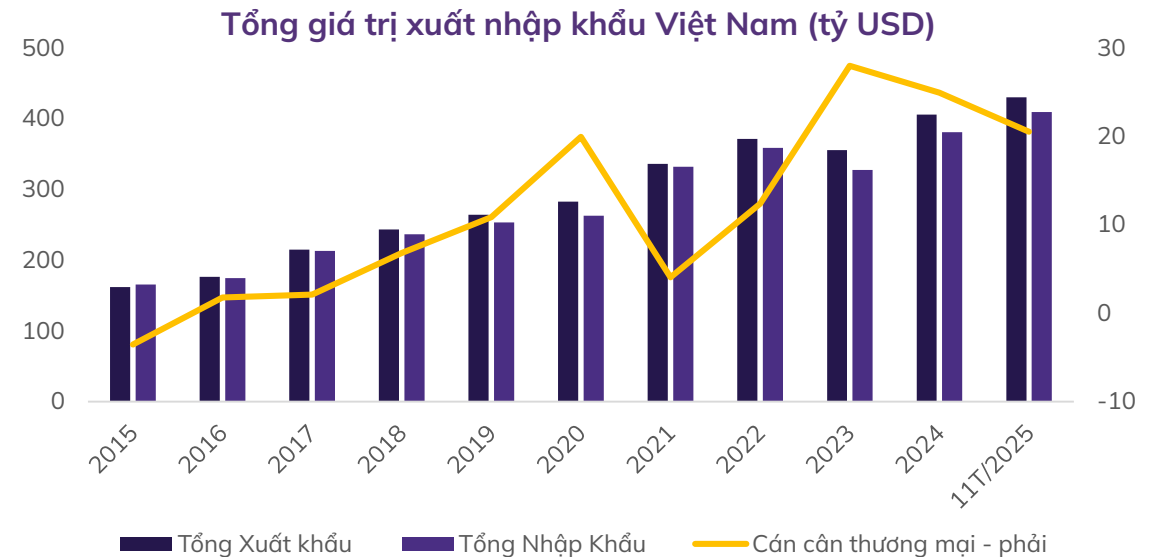
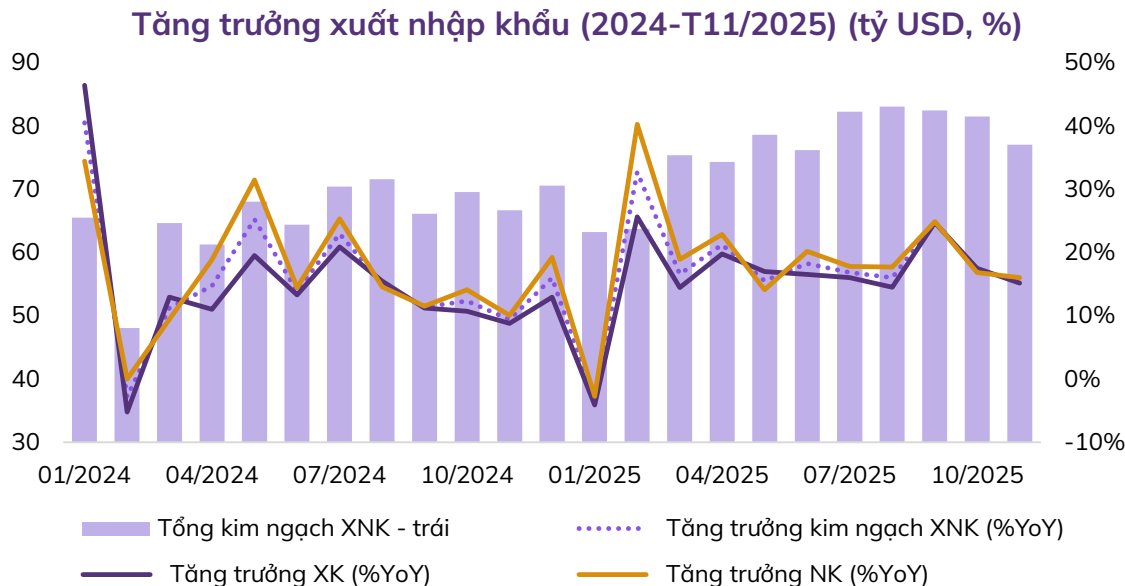


Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện 11 tháng các năm 2020-11T/2025 (Đvt: Tỷ USD)



➤ KHU VỰC FDI DẪN ĐẦU ĐÀ PHỤC HỒI XUẤT NHẬP KHẨU

- Hoạt động xuất nhập duy trì đà tăng trưởng tích cực. Hầu hết các tháng đều có mức tăng trưởng 2 con số svck (trừ tháng 1 do ảnh hưởng bởi tết Nguyên Đán), đặc biệt tháng 9 tăng cao trên 20%. Tính chung 11T/2025, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa sơ bộ đạt 839,75 tỷ USD, tăng 17,2% so với cùng kỳ năm trước, trong đó xuất khẩu tăng 16,1%; nhập khẩu tăng 18,4%.
- Đáng chú ý là tốc độ nhập khẩu tăng mạnh hơn so với xuất khẩu khiến cán cân thương mại sụt giảm còn 20,53 tỷ USD (cùng kỳ năm trước xuất siêu 24,38 tỷ USD). Trong cơ cấu xuất khẩu, nhóm hàng công nghiệp chế biến vẫn chiếm trọng số lớn nhất (88,7%), đạt 381,72 tỷ USD trong khi nhóm hàng tư liệu sản xuất chiếm phần lớn trong cơ cấu nhập khẩu (93,7%).
- Về thị trường xuất nhập khẩu, Mỹ giữ vững là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch đạt 138,6 tỷ USD, tăng 27,2%. Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch đạt 167,5 tỷ USD, tăng 28,3%.
- Nhìn vào cơ cấu khu vực xuất khẩu, **tăng trưởng chủ yếu đến từ khu vực FDI (+23,8% svck) trong khi khu vực trong nước xuất khẩu sụt giảm (-3,1% svck)**. Nguyên nhân chính đến từ Việt Nam siết chặt buôn lậu, gian lận xuất xứ và mức thuế quan mới (20% cho hàng hóa xuất khẩu tại Việt Nam và 40% hàng hóa trung chuyển) khiến các đơn hàng mới dịch chuyển mạnh sang khu vực FDI, vốn đã minh bạch xuất xứ từ nhiều năm trước. Việc nâng cao khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp nội địa cần được quan tâm hơn trong các năm tới.

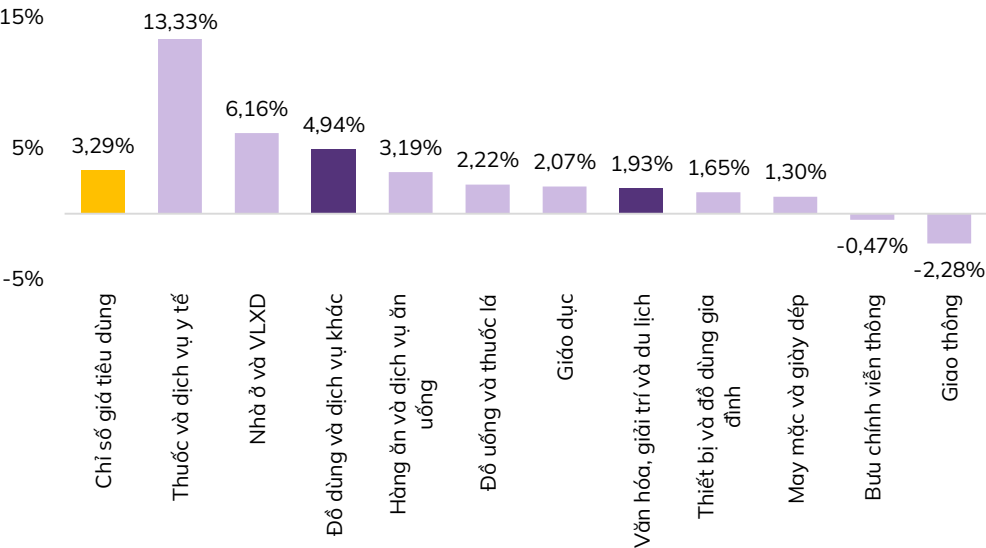


LẠM PHÁT CÁCH XA MỨC MỤC TIÊU

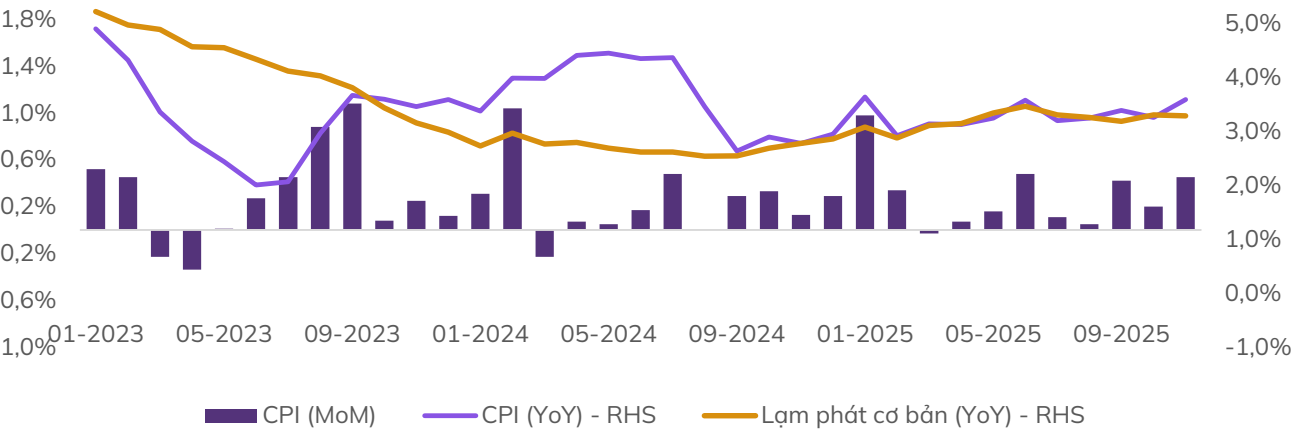
Tính chung cả 11T/2025, chỉ số CPI tăng 3,29% so với năm trước. Với lạm phát được kiểm soát ổn định thì chắc chắn cả năm 2025 CPI sẽ đạt mục tiêu thấp hơn mức 4,5 - 5% mà Quốc hội đề ra.

- Điểm đáng chú ý là giá dịch vụ y tế tăng mạnh 13,3% do điều chỉnh theo khung giá mới của Bộ Y tế (Thông tư 21/2024). Theo sau là nhóm nhà ở, và vật liệu xây dựng tăng 6,1% do đầu tư công và dự án bất động sản được đẩy mạnh triển khai làm tăng nhu cầu sử dụng nguyên vật liệu. Nhóm thiết bị và đồ dùng gia đình tăng 4,9% chịu ảnh hưởng chi phí sản xuất nhân công tăng trong khi nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn tăng do nhiều địa phương chịu ảnh hưởng nặng bởi mưa lũ sau bão.
- Ở chiều ngược lại, chỉ số giá nhóm xăng dầu trong nước giảm theo biến động của giá thế giới giúp làm giảm chỉ số giá dịch vụ giao thông.
- Lạm phát cơ bản tăng 3,21%, thấp hơn mức tăng CPI bình quân chung (tăng 3,29%) chủ yếu do giá lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng, dịch vụ y tế và giáo dục cũng là những yếu tố làm tăng mạnh CPI và được loại trừ khỏi danh mục tính lạm phát cơ bản.

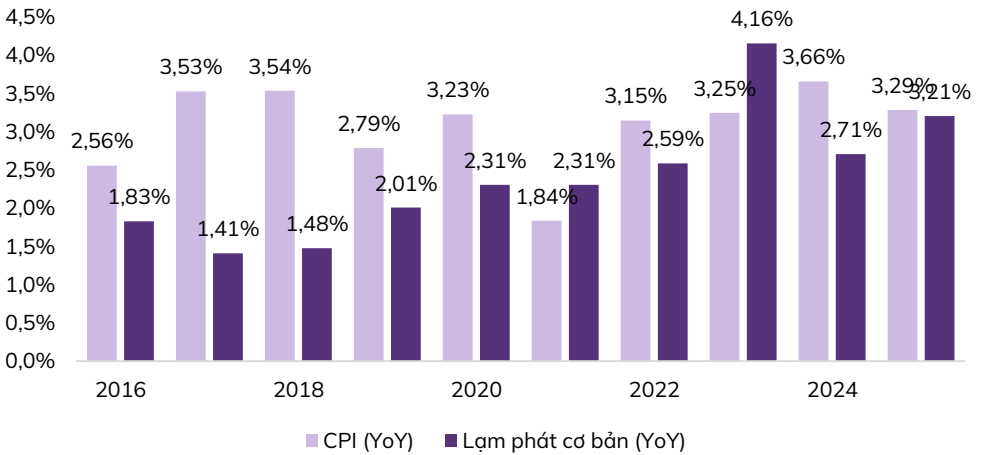
Cấu phần làm tăng CPI bình quân 11T/2025 (%YoY)



Tốc độ tăng lạm phát và CPI Việt Nam (2023 - T11/2025)

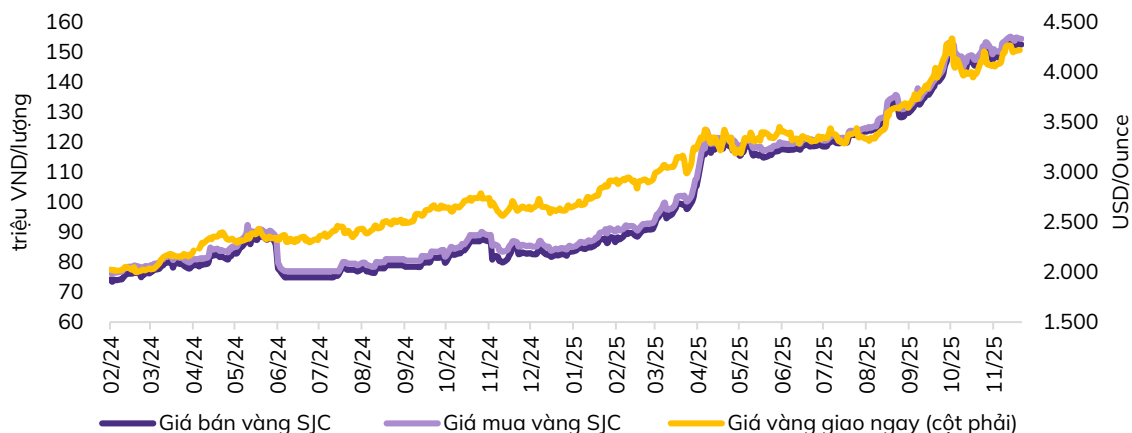


CPI và Lạm phát cơ bản (2016 - 2025)



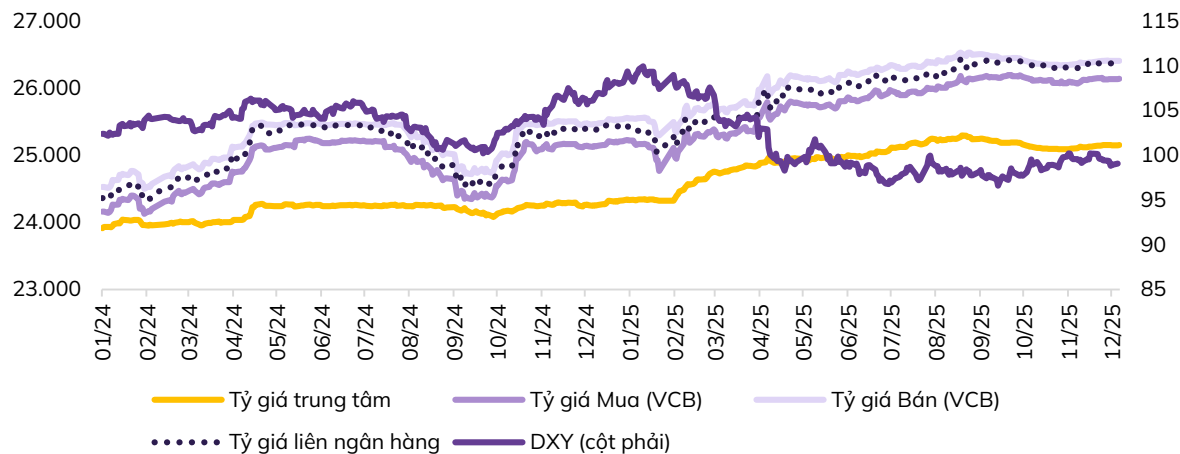
TỶ GIÁ VÀ GIÁ VÀNG LẬP ĐỈNH TRONG 2025

Giá vàng trong nước và thế giới đồng thời tăng mạnh



Nguồn: FiinPro, ABS Research

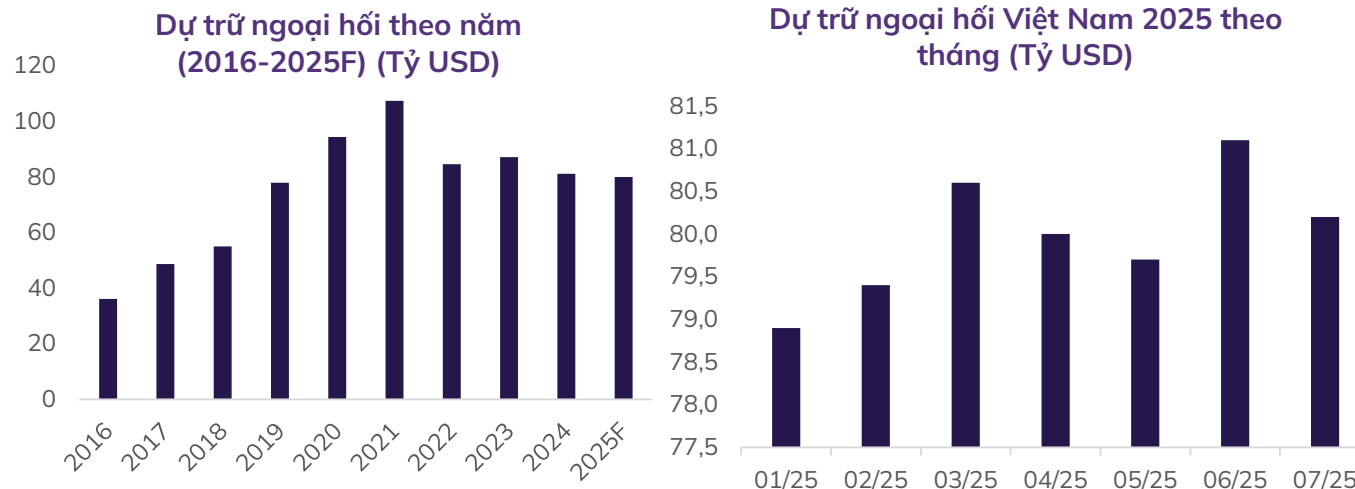
Tỷ giá lập kỷ ổn định hơn trong những tháng cuối năm



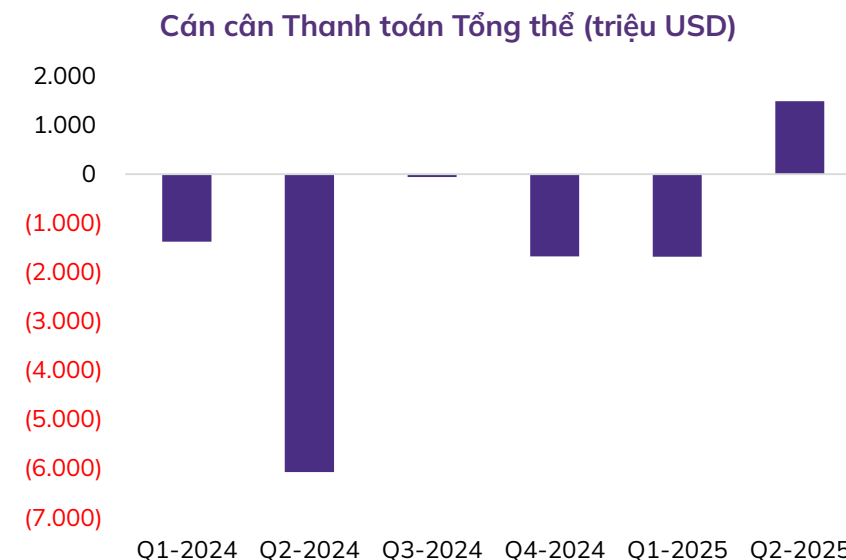
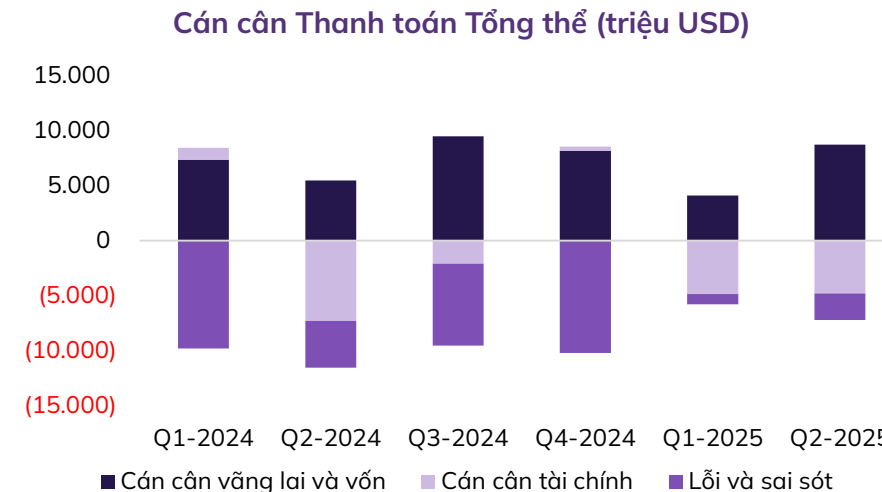
Nguồn: Fiinpro, Investing, ABS Research

- Trong năm 11T/2025, giá vàng thế giới có đà tăng rất mạnh và liên tục lập đỉnh do: (i) Tình hình căng thẳng địa chính trị tăng lên đáng kể, dẫn đến sự gián đoạn quan hệ quốc tế và sự ổn định kinh tế; (ii) Các NHTW lớn như ECB và FED tiếp tục hạ lãi suất; (iii) Nhiều NHTW trên thế giới như Trung Quốc, Nga, Ba Lan, Ấn Độ,... vẫn tích cực gom ròng vàng trong nhiều tháng qua.
- Giá vàng trong nước được hỗ trợ bởi đà tăng mạnh của giá vàng thế giới và sự khan hiếm nguồn cung khiến giá vàng khiến giá vàng cũng liên tục lập đỉnh.
- Trong 2025, Chính phủ đã ban hành Nghị định 232/2025/NĐ-CP cho phép doanh nghiệp, NHTM đủ điều kiện được nhập khẩu và sản xuất vàng miếng, xóa bỏ cơ chế độc quyền. Đây cũng là bước đầu tiên trong mục tiêu hướng tới lập sàn giao dịch vàng nhằm minh bạch hóa giá vàng, huy động nguồn vàng từ dân chúng, giảm đầu cơ và tăng ngân sách.
- Kết thúc ngày 05/12, tỷ giá USD/VND liên ngân hàng ở mức 26.360, tương đương tăng +0,2% so với đầu tháng 11 và +3,5% đầu năm. Tỷ giá đã có đà tăng khá mạnh trong 9T đầu năm bất chấp chỉ số DXY liên tục sụt giảm (-10,6% trong 9T đầu năm). Tuy nhiên sang Quý 4, áp lực tỷ giá dần hạ nhiệt hơn khi chỉ dao động quanh vùng 26.300 – 26.410 nhờ lãi suất liên ngân hàng qua đêm duy trì trên mức cao (đỉnh điểm là hôm 03/12 lãi suất đã chạm mốc 7,5% - mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây), từ đó giúp chênh lệch lãi suất VND - USD tăng mạnh và làm tăng sức hấp dẫn của tiền đồng.
- Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh cũng phản ánh tình trạng thiếu hụt thanh khoản. Trước tình hình trên, vào ngày 05/12, NHNN đã triển khai nghiệp vụ giao dịch hoán đổi ngoại tệ với hạn mức tối đa là 500 triệu USD, kỳ hạn 14 ngày, nhằm ổn định thị trường tiền tệ. Đồng thời NHNN cũng nâng cao lãi suất OMO từ mức 4% lên mức 4,5% lần đầu tiên trong 19 tháng trở lại đây. NHNN tiếp tục bơm ròng liên tục đã đưa lượng lưu hành OMO trên thị trường lên mức 361.407 tỷ đồng, cũng là mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây trong bối cảnh dư địa vay thêm qua kênh này không còn nhiều.

➤ DỰ TRỮ NGOẠI HỐI DUY TRÌ Ở MỨC THẤP



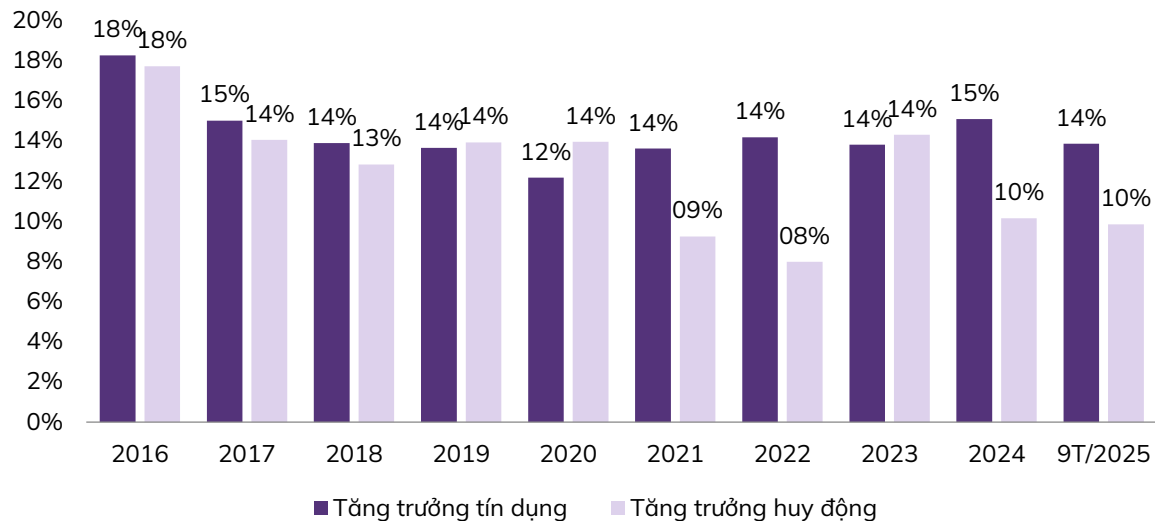
- **Tính đến T7/2025, dự trữ ngoại hối của Việt Nam đạt 80,3 tỷ USD, giảm 0,9 tỷ USD so với cuối năm 2024**, tương đương 2,4 tháng nhập khẩu, thấp hơn đáng kể so với mức khuyến nghị tối thiểu 3 tháng của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF). Trước tình hình đó, NHNN đã thực hiện bán ngoại tệ (ước tính khoảng 4,3 tỷ USD) cho các NHTM nhằm giảm bớt áp lực lên dự trữ ngoại hối. Đồng thời, Chính phủ cũng ban hành Nghị định 232/2025/NĐ-CP cho phép NHTM được sản xuất vàng miếng nhằm mục tiêu giảm dòng ngoại tệ dùng để nhập lậu vàng trong bối cảnh chênh lệch giá vàng Việt Nam và thế giới vẫn ở mức cao. Theo chúng tôi ước tính, dự trữ ngoại hối kết thúc năm 2025 đạt 80 tỷ USD, không có sự thay đổi nhiều so với cuối năm 2024.
- Trong Q2/2025, cán cân thanh toán tổng thể thặng dư 1,49 tỷ USD, đánh dấu sự đảo chiều sau 5 quý thâm hụt liên tiếp. Nguyên nhân chính cho sự cải thiện đến từ cán vãng lai đạt mức thặng dư cao nhờ hoạt động xuất khẩu đạt mức kỷ lục (117,03 tỷ USD). Tuy nhiên, cán cân tài chính lại -4,8 tỷ USD do đầu tư khác -9,3 tỷ trong khi dòng vốn FDI duy trì mạnh mẽ +5,2 tỷ USD và áp lực rút vốn gián tiếp đã giảm rõ rệt, chỉ còn -692 triệu USD (quý trước là -918 triệu USD). Lỗi và sai sót tiếp tục ghi nhận thâm hụt -2,4 tỷ USD, bật tăng so với quý trước nhưng giảm mạnh so với năm 2024.



Nguồn: NHNN, Wichart, FiinPro, ABS Research

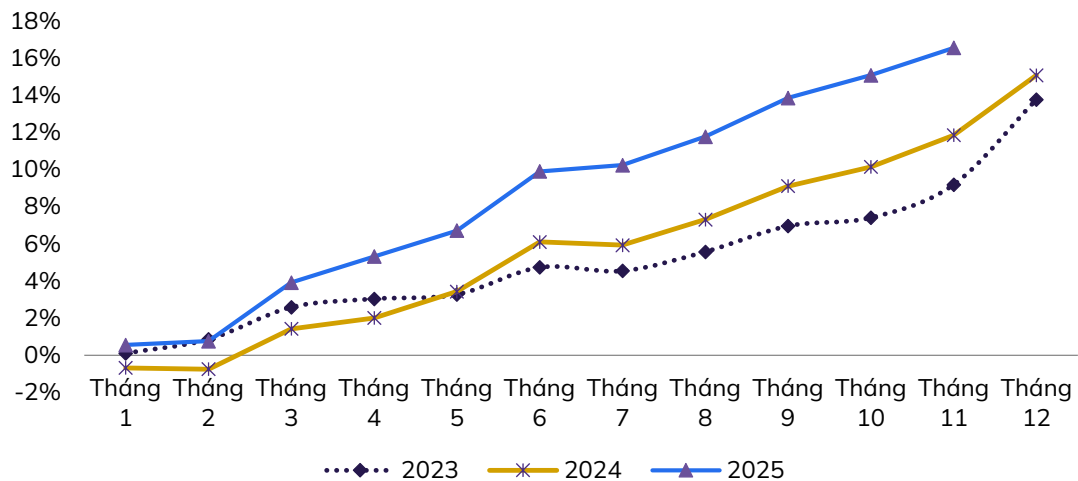
➤ TÍN DỤNG KỲ VỌNG TĂNG TRƯỞNG 19 – 20%

Tăng trưởng tín dụng và huy động (%YoY)



Nguồn: NHNN, ABS Research

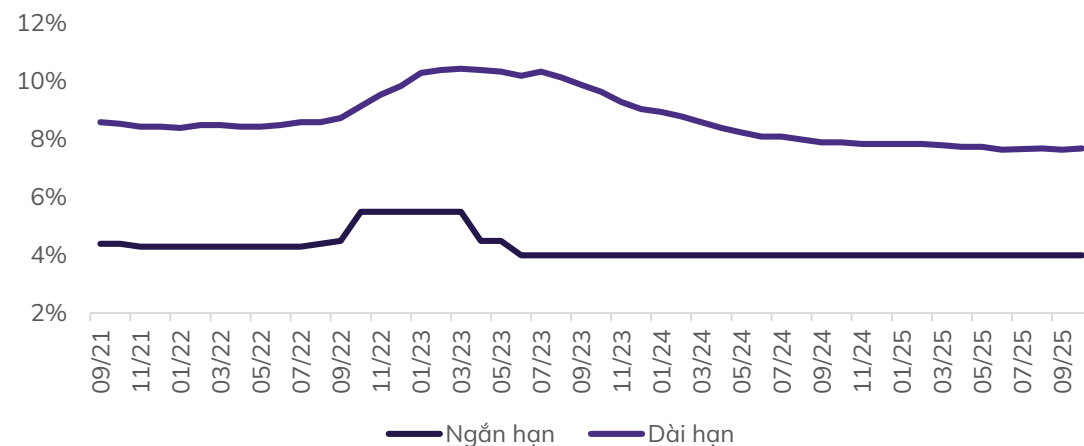
Tăng trưởng tín dụng theo tháng (%YTD)



Nguồn: NHNN, ABS Research

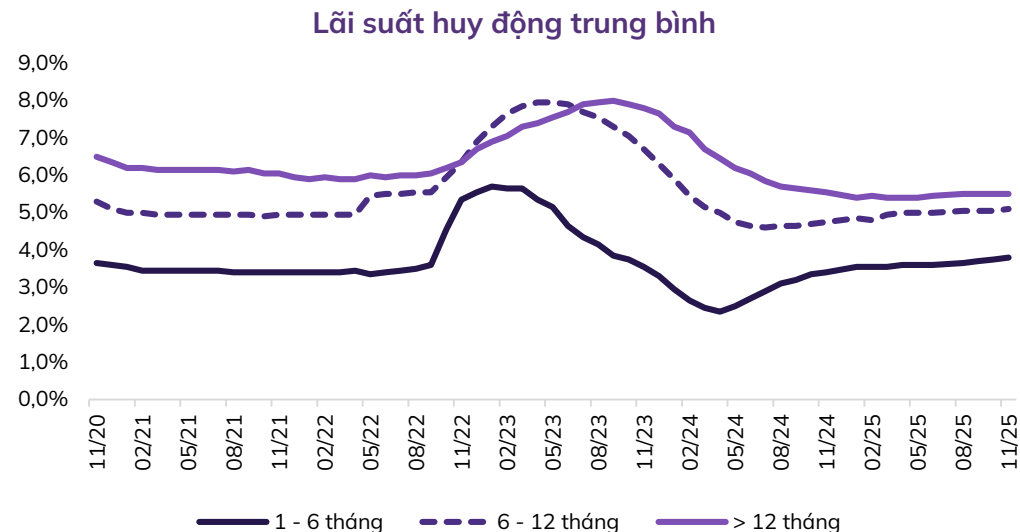
- Tính đến cuối tháng 11, tăng trưởng tín dụng cả nước đạt 16,6% so với đầu năm, vượt mục tiêu ban đầu của NHNN là khoảng 16% cho cả năm. Tổng dư nợ tín dụng của nền kinh tế đạt gần 18,2 triệu tỷ đồng, theo đó ước tính gần 2,6 triệu tỷ đồng đã được bơm ra nền kinh tế trong 11T/2025, cao hơn nhiều mức 1,6 triệu tỷ đồng cùng kỳ 2024.
- Tăng trưởng tín dụng tăng trưởng chậm trong 2 tháng đầu năm và tăng tốc dần trong nửa cuối năm, khá tương đồng với các giai đoạn cùng kỳ trong 4 năm trở lại đây. Với việc tín dụng thường tăng mạnh vào tháng 12, chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng năm nay đạt 19-20%.
- Động lực tăng trưởng tín dụng năm nay tới từ giải ngân đầu tư công khi chính phủ và các bộ ban ngành đã chỉ đạo quyết liệt khiến tiến độ giải ngân cải thiện mạnh so với năm ngoái. Bên cạnh đó là thị trường bất động sản và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp khởi sắc khi tiếp cận được lãi suất duy trì ở vùng thấp.

Lãi suất cho vay SXKD thông thường trung bình của nhóm NH quốc doanh

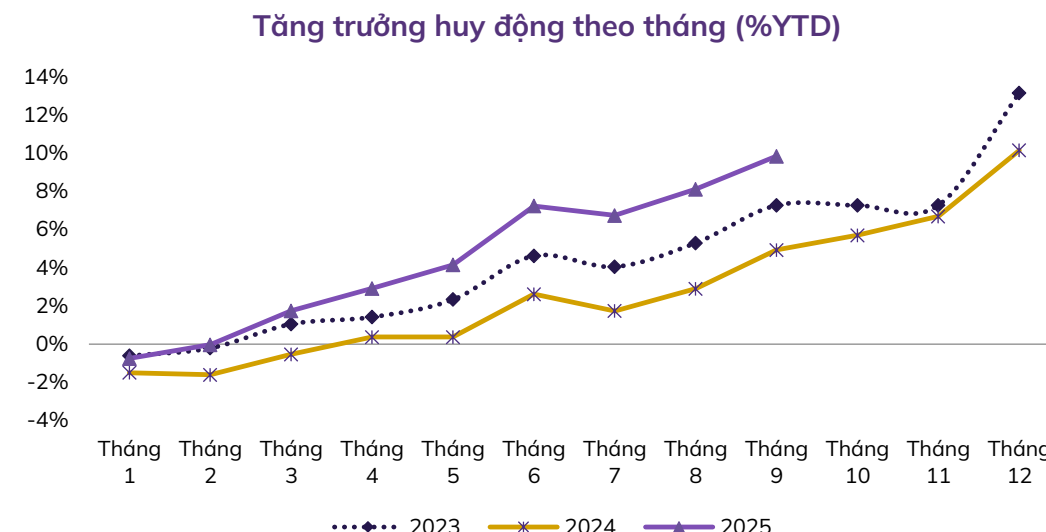


Nguồn: FiinPro, ABS Research 24

➤ TĂNG TRƯỞNG HUY ĐỘNG CẢI THIỆN NHƯNG VẪN THẤP HƠN TÍN DỤNG



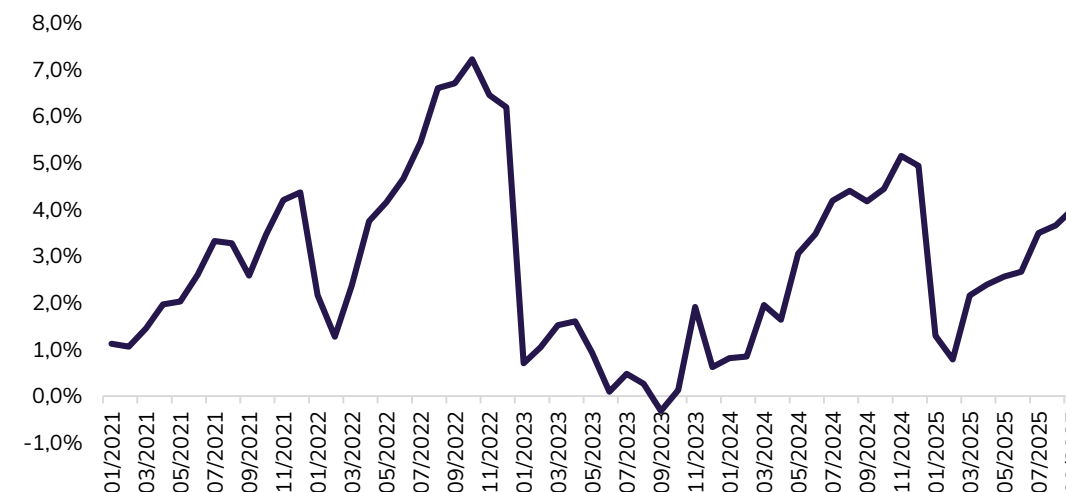
Nguồn: NHNN, FiinPro, ABS Research



Nguồn: NHNN, ABS Research

- Tháng 9/2025, tổng tiền gửi của dân cư và tổ chức kinh tế đạt hơn 16 triệu tỷ đồng, tăng +9,8% YTD, tuy cải thiện so với cùng kỳ các năm trước, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng (+13,4% YTD). Động lực chính đến từ tiền gửi khu vực dân cư, tăng 10.86% trong khi tiền gửi của các tổ chức kinh tế chỉ tăng 8.91%, tác động tiêu cực lên khả năng tăng trưởng huy động. Điều này tương đồng với giai đoạn 2022, khi khu vực dân cư cũng dẫn dắt đà tăng trưởng của huy động.
- Đến tháng 10, lãi suất huy động có xu hướng nhích dần lên phản ánh phần nào nhu cầu tín dụng cao, khi các doanh nghiệp tăng cường sản xuất và chuẩn bị cho giai đoạn cao điểm cuối năm. Xu hướng này được dự báo tiếp tục diễn ra vào cuối năm khi các ngân hàng tiếp tục phải cạnh tranh lãi suất trong bối cảnh lãi suất liên ngân hàng đang duy trì ở mức cao.

Chênh lệch tăng trưởng tín dụng và huy động



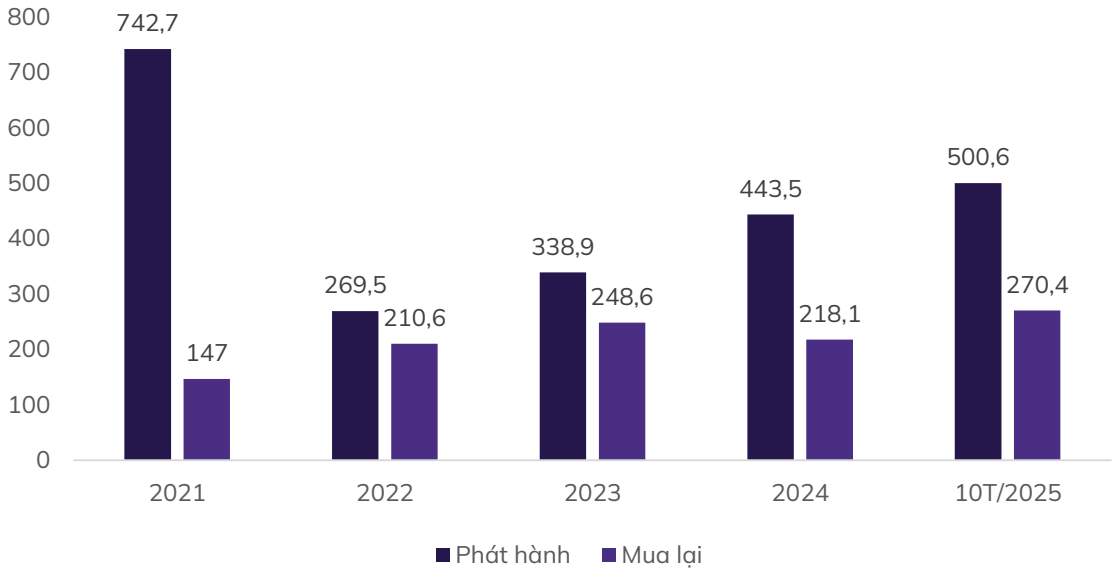
Nguồn: NHNN, FiinPro, ABS Research

- **Phát hành trái phiếu:** Theo dữ liệu HNX và FiinPro, tổng giá trị TPDN phát hành chỉ trong 10T/2025 đạt gần 500,6 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 40% svck. Trong đó, phát hành riêng lẻ chiếm khoảng 90% (tăng +40% svck) và phát hành ra công chúng tăng +44% svck. Xét theo nhóm ngành, lượng phát hành mới chủ yếu đến từ nhóm ngân hàng, chiếm 68,7% tổng giá trị phát hành của toàn thị trường và tăng +113% svck. Trong khi, phát hành mới đạt 156,2 nghìn tỷ đồng ở nhóm phi Ngân hàng, chiếm 31,3% và tăng 45,7% svck.
- **Khối lượng mua lại** trái phiếu doanh nghiệp trước hạn trong 10T/2025 đạt hơn 270,4 nghìn tỷ đồng, tăng 35% svck và hơn 1 nửa giá trị phát hành. Ngân hàng tiếp tục là bên mua lại TPDN lớn nhất, chiếm gần 69% tổng giá trị mua lại trước hạn và tăng +43% svck. Mua lại trái phiếu sẽ đáo hạn vào năm sau và tích cực phát hành trái phiếu mới giúp ngân hàng cơ cấu nguồn vốn trung dài hạn với việc vốn cấp 2 được tính vào tỷ lệ an toàn vốn (đối với những trái phiếu kỳ hạn trên 5 năm). Theo ngay sau là nhóm bất động sản, chiếm 11,7% và tăng +44% do nhu cầu tái cơ cấu lại nợ trong bối cảnh lãi suất duy trì ở vùng thấp hơn mức phát hành trái phiếu trước đây.
- **Áp lực đáo hạn TPDN sẽ hạ nhiệt vào đầu năm 2026 nhưng dần nóng lên vào cuối năm** với tổng giá trị đáo hạn ước tính trong nửa cuối năm 2026 là 141 nghìn tỷ đồng, tăng 81% so với cuối năm 2025. Tuy nhiên, nhờ mặt bằng lãi suất được duy trì ở vùng thấp và hoạt động cơ cấu lại nợ được diễn ra tích cực thì chúng tôi đánh giá rủi ro là không lớn.

Một số doanh nghiệp phát hành TPDN riêng lẻ tiêu biểu 2025

Doanh nghiệp	Giá trị (tỷ đồng)
Ngành Phi tài chính	
Tập đoàn VINGROUP	24,000
CTCP Vinhomes	15,000
CTCP New Times	8,050
CTCP Tư vấn và Kinh doanh Bất động sản TCO	8,000
Công ty TNHH Hưng Phát Invest Hà Nội	7,650
Ngành Tài chính	
Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	46,000
Ngân hàng TMCP Á Châu	36,450
Ngân hàng TMCP Phương Đông	32,700
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	31,965
Ngân hàng TMCP Quân Đội	29,844

Giá trị phát hành và mua lại TPDN trong các năm gần đây



NHÌN LẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2025



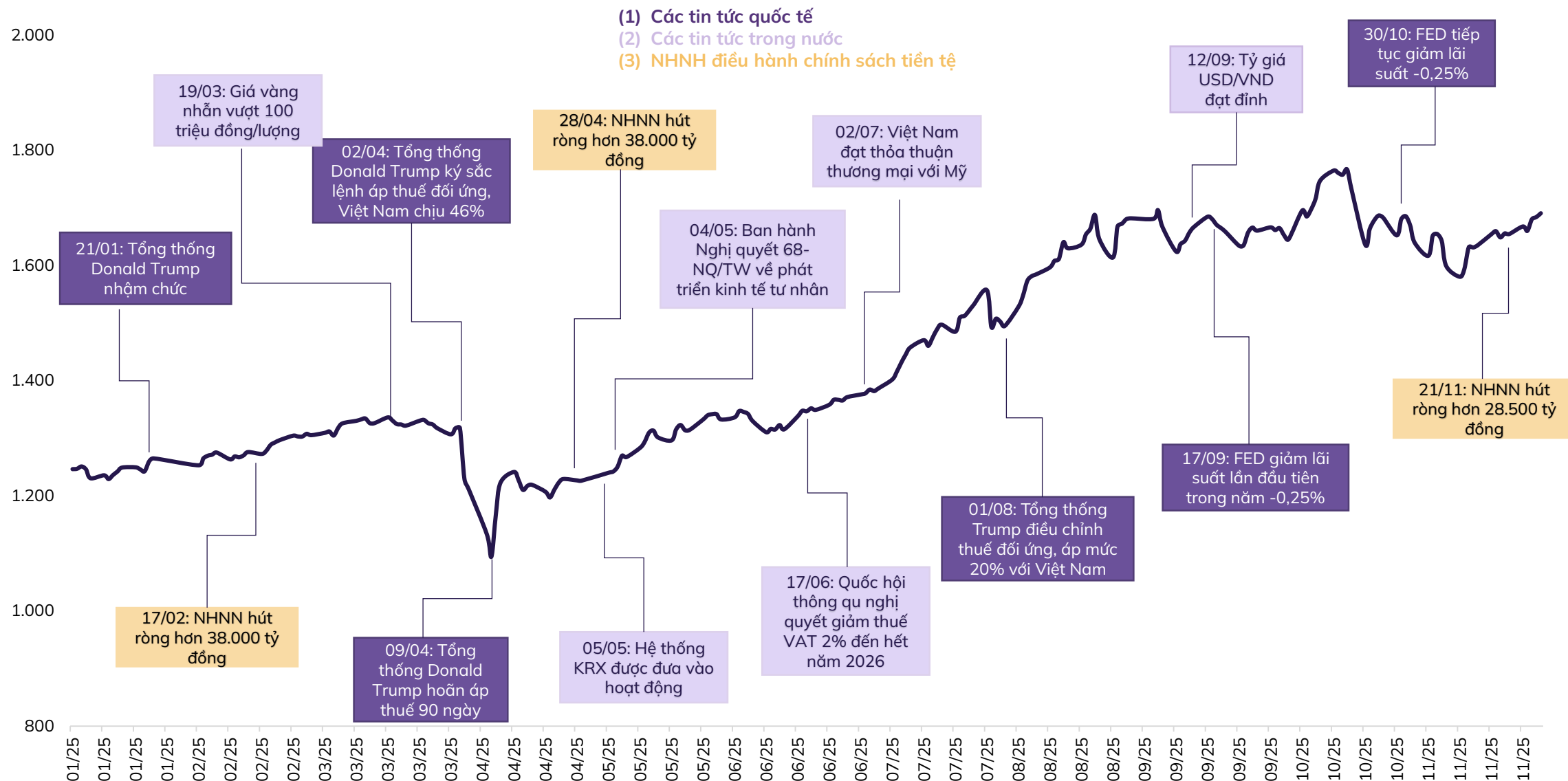
Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



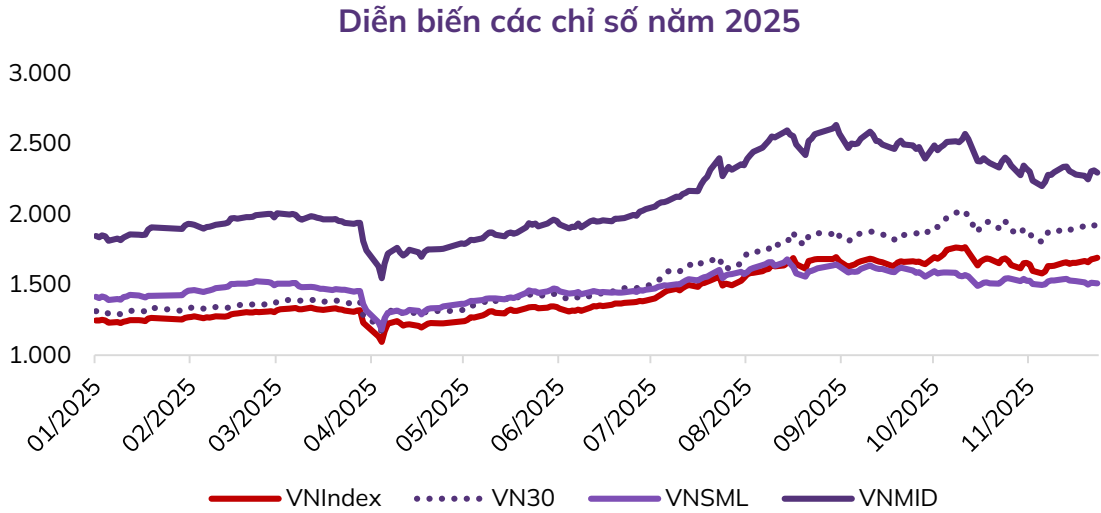
➤ VN-INDEX VÀ SỰ KIẾN THỊ TRƯỜNG TRONG NĂM 2025



Nguồn: ABS Research

VƯỢT ĐỈNH LỊCH SỬ

- Sau giai đoạn đi ngang năm 2024, VN-Index ghi nhận năm tăng điểm ấn tượng với điểm số vượt đỉnh lịch sử, lên gần mức 1.800 điểm. Mức tăng được duy trì trong vòng 6 tháng nhờ sự dẫn dắt từ nhóm cổ phiếu trụ như Ngân hàng, Chứng khoán, Bất động sản cùng các thông tin tích cực, tạo động lực tăng cho thị trường như hệ thống KRX đi vào hoạt động từ ngày 05/05/2025, Việt Nam đạt thỏa thuận thương mại sơ bộ với Mỹ và các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ như Thông tư 03/2025/TT-NHNN về tài khoản đầu tư gián tiếp nước ngoài tại Việt Nam, Nghị định 245/2025/NĐ-CP về việc đơn giản thủ tục niêm yết,... kỳ vọng đáp ứng tiêu chí nâng hạng của FTSE và MSCI.
- Kết thúc phiên giao dịch ngày 28/11, VN-Index đóng cửa ở mức 1.690,99 điểm, tăng +33,1% so với đầu năm. So với biến động của một số chỉ số chứng khoán trên thị trường thế giới, VN-Index có hiệu suất tốt nhất khi tăng +36,1% trong 12 tháng, xếp sau là Nikkei 225 với mức tăng +31%. Chỉ số SET của Thái Lan có biến động yếu nhất, giảm 12% trong 12 tháng và giảm 4,4% so với tháng 10/2025.
- Từ đầu năm đến T11/2025, chỉ số VN30 có hiệu suất giao dịch tốt hơn so với thị trường chung là 43,2% nhờ các cổ phiếu nhóm Ngân hàng và họ nhà Vingroup như VIC, VRE, VHM, xếp sau là VNMID với hiệu suất tăng +20,8% và VNSML có mức tăng thấp nhất +3,7%.

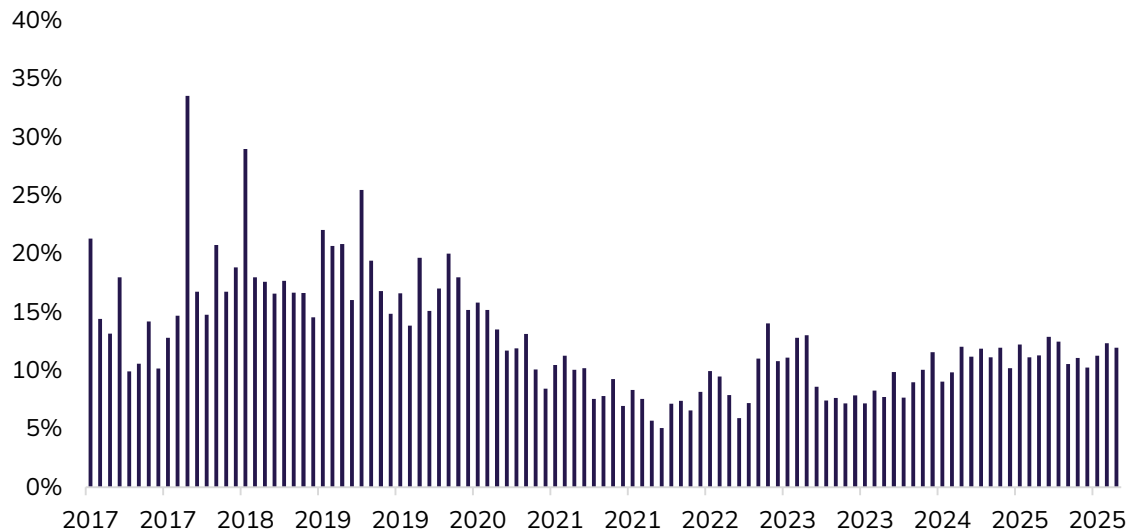


Thống kê biến động của một số TTCK trên TG tính đến 28/11/2025

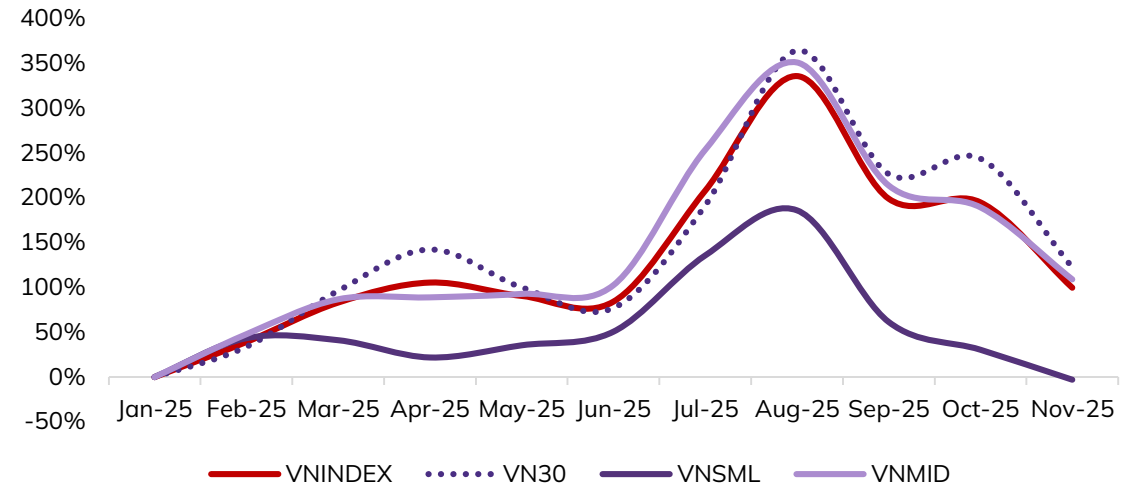
	% thay đổi 1M	% thay đổi 3M	% thay đổi 6M	% thay đổi 12M
VNINDEX	0.6%	0.6%	26.9%	36.1%
Dow Jones	0.0%	4.6%	14.7%	6.7%
Nasdaq	-1.9%	7.7%	24.7%	22.6%
S&P 500	-0.6%	5.3%	18.0%	14.2%
Shanghai	-2.5%	1.2%	16.2%	18.0%
DAX	-1.8%	-0.8%	-0.8%	22.7%
Nikkei 225	0.1%	17.3%	33.9%	31.0%
SET	-4.4%	0.5%	6.6%	-12.0%
FTSE 100	0.2%	5.5%	11.5%	17.4%

- **Khối lượng giao dịch vượt kỷ lục.** Năm 2025 ghi nhận thanh khoản cao vượt trội với giá trị giao dịch (GTGD) trung bình 11T/2025 đạt 26.317 tỷ đồng (tăng 38% svck). Thanh khoản liên tục tạo đỉnh ở các tháng giữa năm, đỉnh điểm tại tháng 8 với GTGD trung bình đạt 49.677 tỷ đồng, tăng 336% so với đầu năm. Đây cũng là mức cao nhất từ trước đến nay mà VN-Index đạt được.
- Đến tháng 11/2025, thanh khoản thị trường đã giảm đi một nửa với GTGD trung bình chỉ còn 22.761 tỷ đồng, giảm đến 54% so với mức đỉnh đã đạt được trước đó. Điều này trái ngược với điểm số chung khi thị trường tiếp tục tăng điểm đến giữa tháng 10 do các cổ phiếu họ nhà Vingroup và nhóm Bất động sản điều tiết điểm số trong khi hầu hết các nhóm ngành khác có trạng thái ngược chiều.

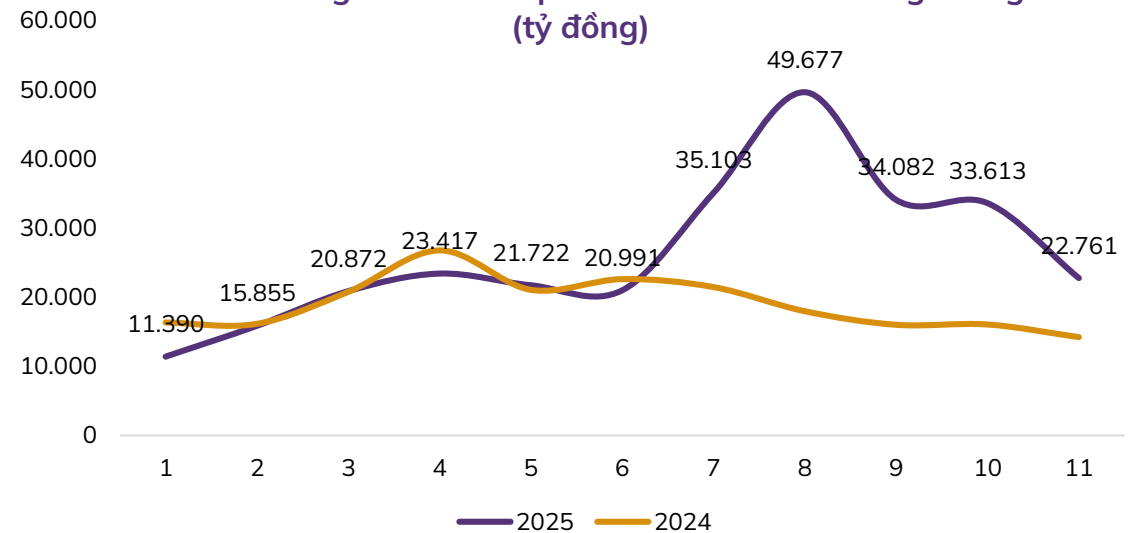
Tỷ trọng giao dịch của NĐT nước ngoài qua các năm (%)



Diễn biến thanh khoản các chỉ số chính (% so với đầu năm)



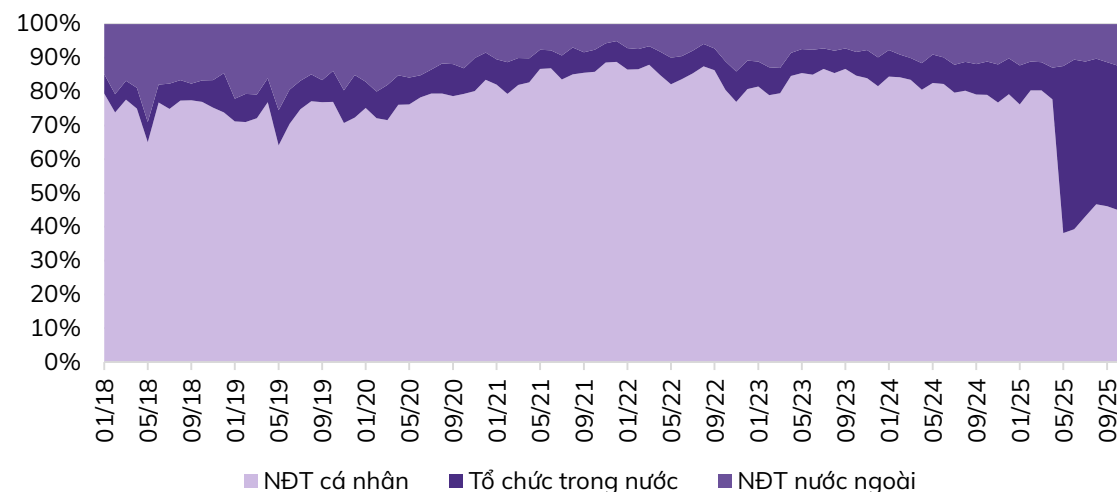
So sánh trung bình GTGD/phiên của VN-Index hàng tháng (tỷ đồng)



DIỄN BIẾN DÒNG TIỀN NHÀ ĐẦU TƯ TRÊN VN-INDEX TRONG NĂM 2025 (1/2)

- Tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư cá nhân giảm đáng kể. Nửa cuối năm 2025, tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư cá nhân đã giảm một nửa so với đầu năm từ mức 80% còn 44,3%, trong khi đó tỷ lệ của tổ chức trong nước tăng từ mức 11,6% lên 43,7%. Điều này cho thấy dòng tiền cá nhân có xu hướng thận trọng và chuyển sang các loại hình đầu tư khác (vàng, bất động sản,...) trong khi với hiệu suất được cải thiện trong giai đoạn T6 – T8 khiến dòng vốn tổ chức trong nước gia tăng và hạ tỷ trọng tiền mặt.
- Trong 11T/2025, nhà đầu tư cá nhân tiếp tục mua ròng tích cực với +104,6 nghìn tỷ đồng (+34,9% so với cả năm 2024), trong khi nhóm Tự doanh e dè hơn, 11T2025 ghi nhận bán ròng -1,62 nghìn tỷ đồng so với mức mua ròng +9,9 nghìn tỷ năm ngoái. Lực bán cũng đã ghi nhận giảm chậm lại ở nửa cuối năm 2025.

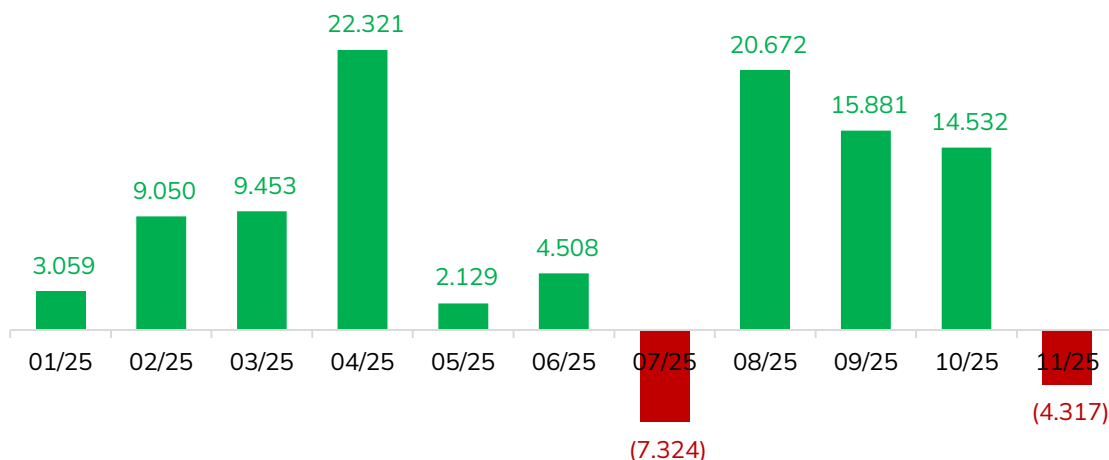
Tỷ trọng giao dịch của NĐT qua các năm



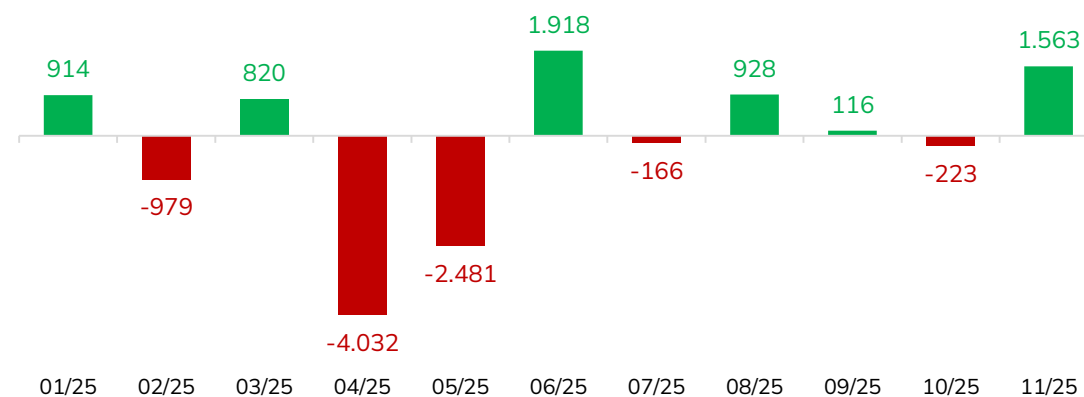
Nguồn: Fiinpro, ABS Research

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 28/11/2025, bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và thỏa thuận

Cá nhân trong nước mua ròng tích cực



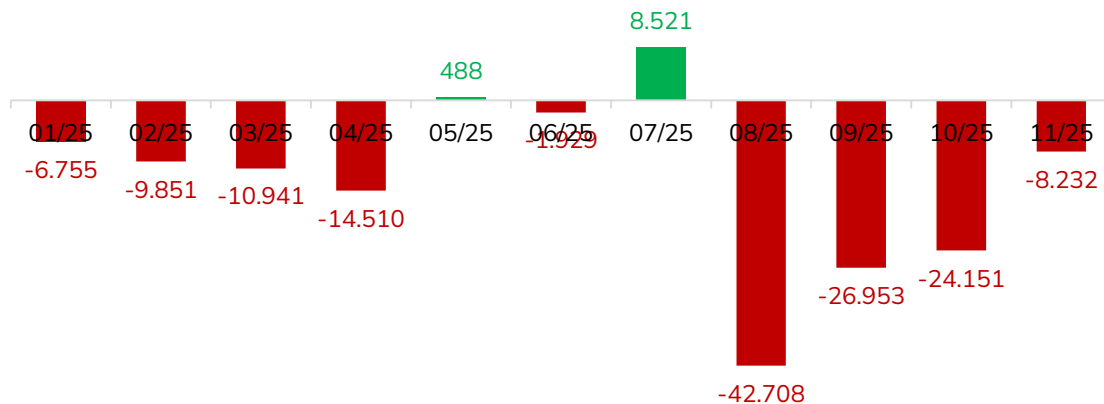
Lực bán ròng của Tự doanh giảm ở nửa cuối năm



Nguồn: Fiinpro, ABS Research, đơn vị: tỷ đồng

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 28/11/2025, bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và thỏa thuận của 3 sàn HSX, HNX và UpCom

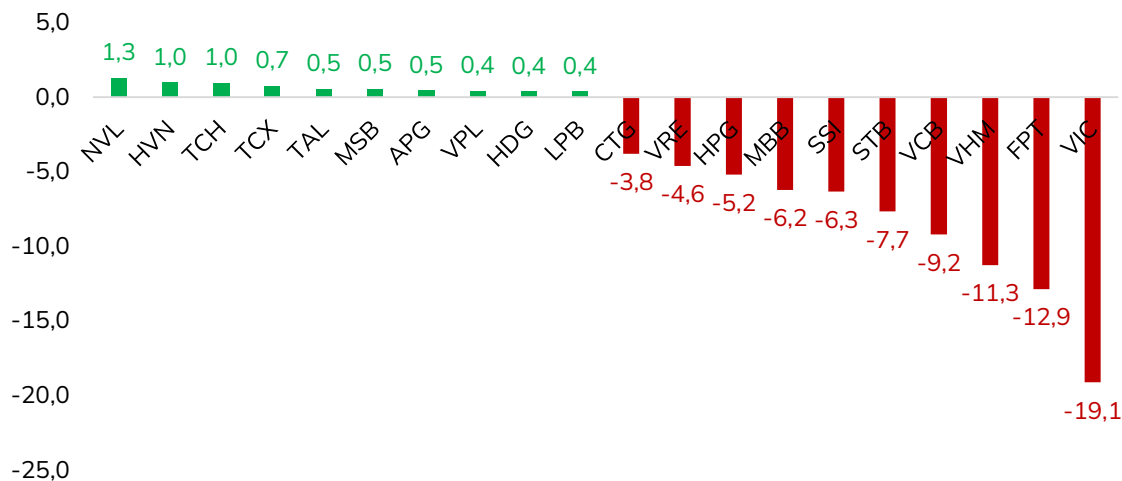
Khối ngoại tiếp nối bán ròng kỷ lục



Nguồn: Fiinpro, ABS Research, đơn vị: tỷ đồng

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 28/11/2025, bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và thỏa thuận của 3 sàn HSX, HNX và UpCom

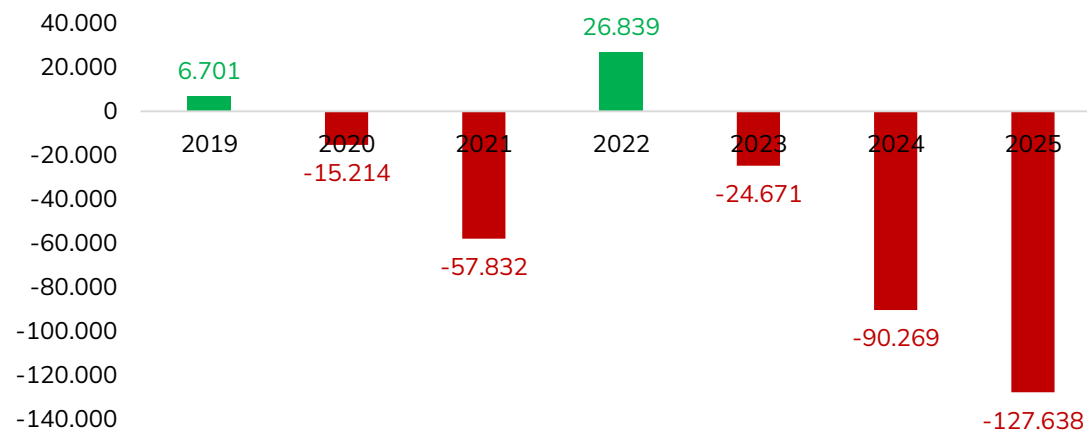
Top mua/bán ròng của của khối ngoại trong 12 tháng (Nghìn tỷ đồng)



KHỐI NGOẠI DIỄN BIẾN NGƯỢC CHIỀU, PHÁ VỠ KỶ LỤC BÁN RÒNG 2024

- Trong 11T/2025, khối ngoại tiếp tục duy trì trạng thái bán ròng liên tiếp ngoại trừ tháng 5 và tháng 7 với tổng giá trị bán ròng lên đến -127,6 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất từ trước đến nay. Đỉnh điểm, lực bán ròng mạnh nhất cả năm tại tháng 08/2025 – tháng tạo đỉnh của VN-Index với giá trị bán ròng là -42,7 nghìn tỷ đồng.
- Điều này phản ánh xu hướng dịch chuyển dòng vốn khi có sự khác biệt về chính sách kinh tế giữa các quốc gia, trong đó tỷ giá USD/VND tiếp tục tìm đỉnh mới làm giảm lợi nhuận thực của khối ngoại khi quy đổi ngoại tệ và chênh lệch lãi suất toàn cầu khi FED duy trì chính sách lãi suất cao trong khi Việt Nam duy trì lãi suất thấp để kích thích tăng trưởng.

Tổng giá trị mua/bán ròng của NĐT nước ngoài Giai đoạn 2019 - 11T2025 (Tỷ đồng)

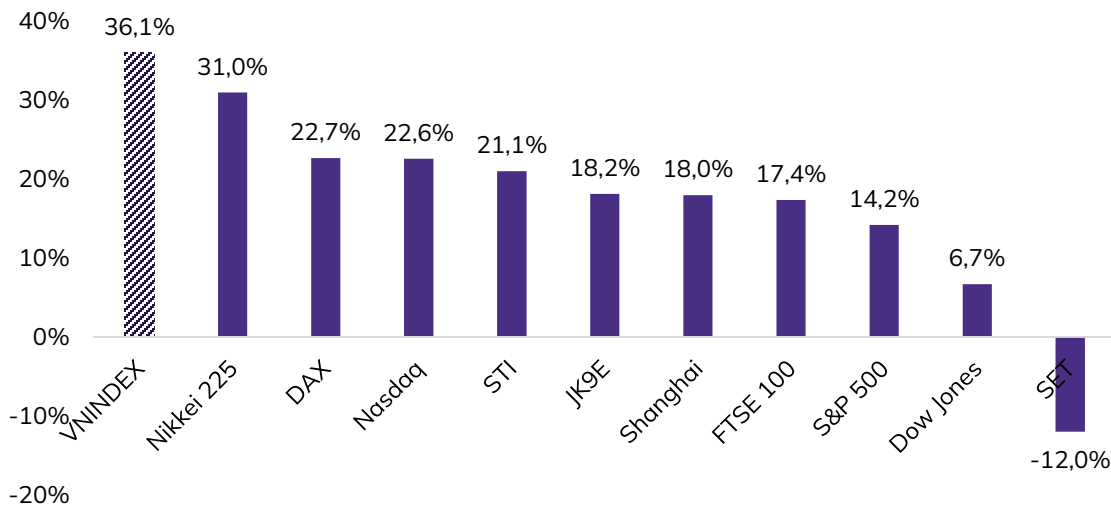


Nguồn: Fiinpro, ABS Research
Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 28/11/2025

VN-INDEX TIẾN ĐẾN MỨC ĐỊNH GIÁ TRUNG BÌNH

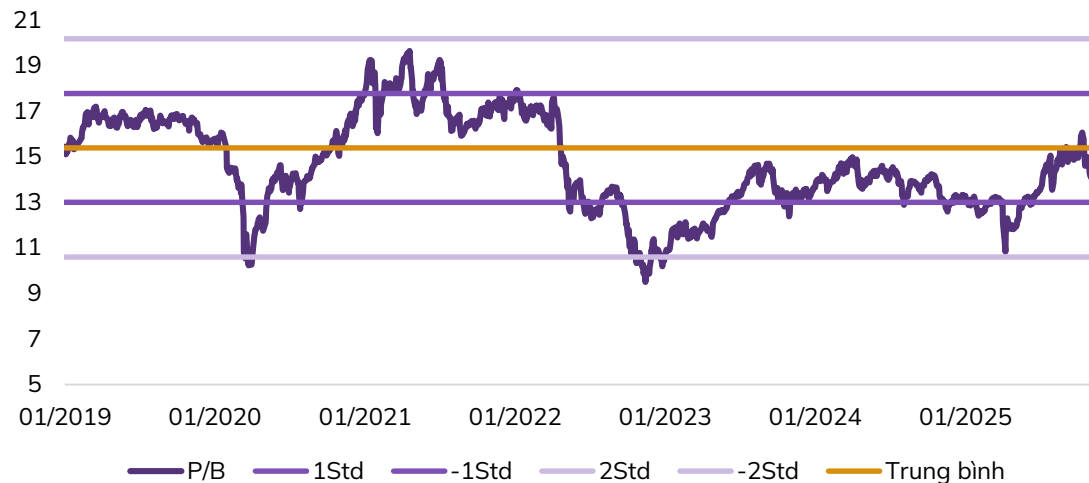
- Mức tăng trưởng của chỉ số VN-Index trong năm 2025 đã kéo P/E lên mức trung bình 6 năm trở lại đây. Thị trường đã đạt được mốc này sau hơn 2 năm giao dịch dưới mức trung bình.
- Chỉ số P/E tăng mạnh so với một năm trước đạt 14,75x từ mức 13,x cùng kỳ. Dự phóng 2026F ở mức 12,1 lần, thấp hơn mức -1 lần độ lệch chuẩn.
- Tương tự, chỉ số P/B vượt lên vùng đáy 10 năm, tại 28/11 đang ở mức 2,04x, tăng mạnh so với mốc 1,65x cùng kỳ.
- VN-Index có mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất so với chứng khoán toàn cầu và cả các nước khu vực ASEAN.

Lợi nhuận trong 1 năm của VN-Index so với thị trường chứng khoán toàn cầu tính đến 28/11/2025



Nguồn: Investing, ABS Research

P/E của VN-Index



P/B của VN-Index



Nguồn: Fiinpro, ABS Research
Ghi chú: Dữ liệu TTM tính đến ngày 28/11/2025

Thống kê chỉ số P/E của các nhóm ngành trong giai đoạn 2020 – 2025 (TTM)

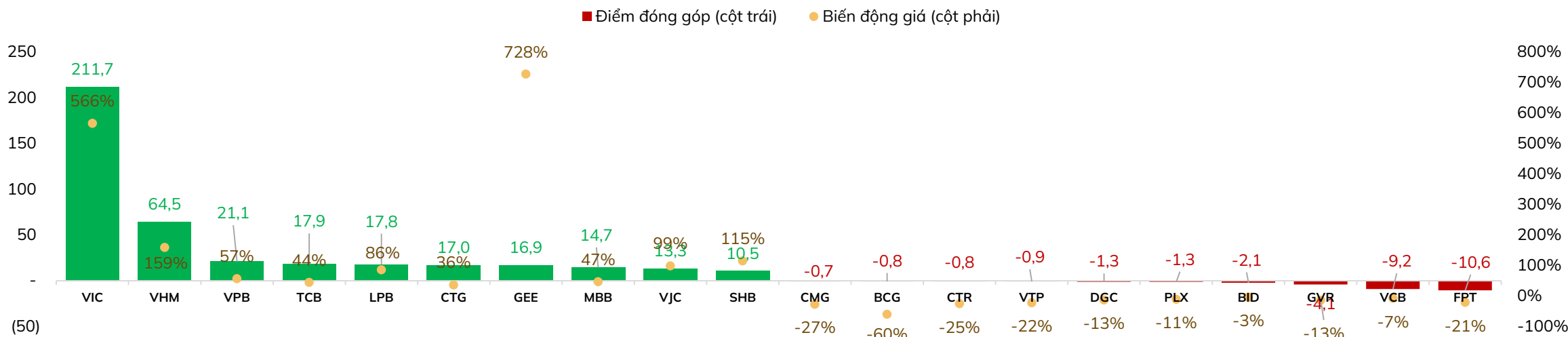
Ngành	Dầu khí	Hóa chất	Tài nguyên	VLXD	Hàng & DVCN	Ô tô	Thực phẩm	Hàng cá nhân	Y tế	Bán lẻ	Truyền thông	Du lịch & giải trí	Điện, nước	Bảo hiểm	Bất động sản	DV tài chính	Ngân hàng	CNTT
2020	20.79	17.81	16.36	22.61	13.14	17.33	17.34	14.29	13.15	26.00	20.20	-44.35	15.10	14.08	19.64	25.95	16.23	22.75
2021	12.24	8.84	3.32	13.32	17.10	11.46	15.27	9.85	13.62	7.01	22.43	-8.61	16.56	14.21	13.69	4.75	9.80	16.64
2022	8.60	7.78	28.37	20.38	12.72	12.79	15.46	9.45	14.68	17.33	204.88	-8.51	10.62	17.68	13.90	33.46	9.22	19.62
2023	19.73	23.86	39.32	31.14	22.10	16.41	22.42	16.98	13.96	111.53	-42.28	-27.83	15.35	15.32	14.53	16.18	9.33	29.15
2024	28.41	18.62	19.48	19.30	14.25	37.54	20.52	12.94	17.15	29.47	-44.21	25.65	19.18	15.27	35.94	22.49	10.06	18.84
2025	20.04	13.99	16.93	9.46	14.53	6.90	20.47	10.28	17.64	20.14	72.94	23.92	13.58	12.90	28.53	15.90	9.82	18.19
Trung bình	18.30	15.15	20.63	19.37	15.64	17.07	18.58	12.30	15.03	35.25	38.99	-6.62	15.07	14.91	21.04	19.79	10.74	20.87
Chênh lệch	1.74	-1.16	-3.70	-9.91	-1.11	-10.17	1.89	-2.02	2.61	-15.11	33.95	30.54	-1.49	-2.01	7.49	-3.89	-0.92	-2.68
%	9%	-8%	-18%	-51%	-7%	-60%	10%	-16%	17%	-43%	87%	461%	-10%	-13%	36%	-20%	-9%	-13%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

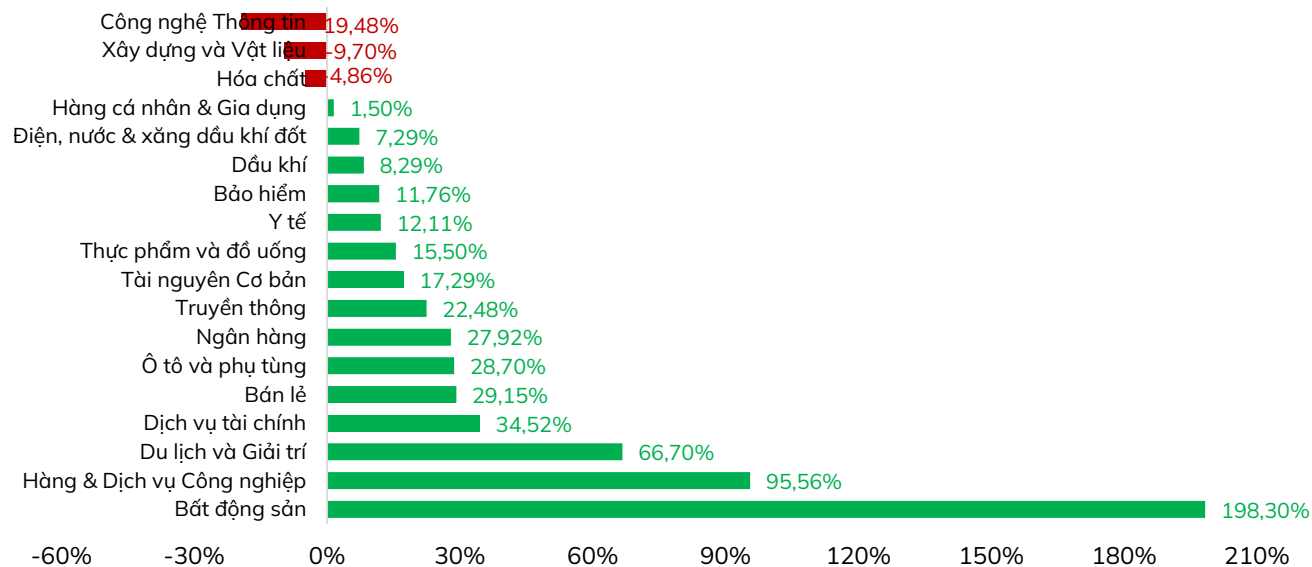
Ghi chú: Dữ liệu TTM tính đến ngày 28/11/2025

- Hầu hết các nhóm ngành tại ngày 28/11 có mức định giá P/E giảm so với 2024, trong đó giảm sâu nhất có nhóm Ô tô, Vật liệu xây dựng, Bán lẻ, Dầu khí. Ở phía ngược lại, chỉ có số ít nhóm ngành có P/E tăng như Truyền thông, Y tế, Hàng & Dịch vụ công nghiệp.
- Một số ít nhóm ngành đã vượt mức P/E trung bình 5 năm, trong đó nhóm cổ phiếu như Bán lẻ, Ô tô, Vật liệu xây dựng vẫn đang ở mức chiết khấu so với trung bình 5 năm.
- Nhóm Tài chính hiện đang ở mức P/E thấp hơn đáng kể so với mức trung bình lịch sử, phản ánh sự thận trọng của thị trường đối với tiềm năng tăng trưởng trong ngắn hạn.

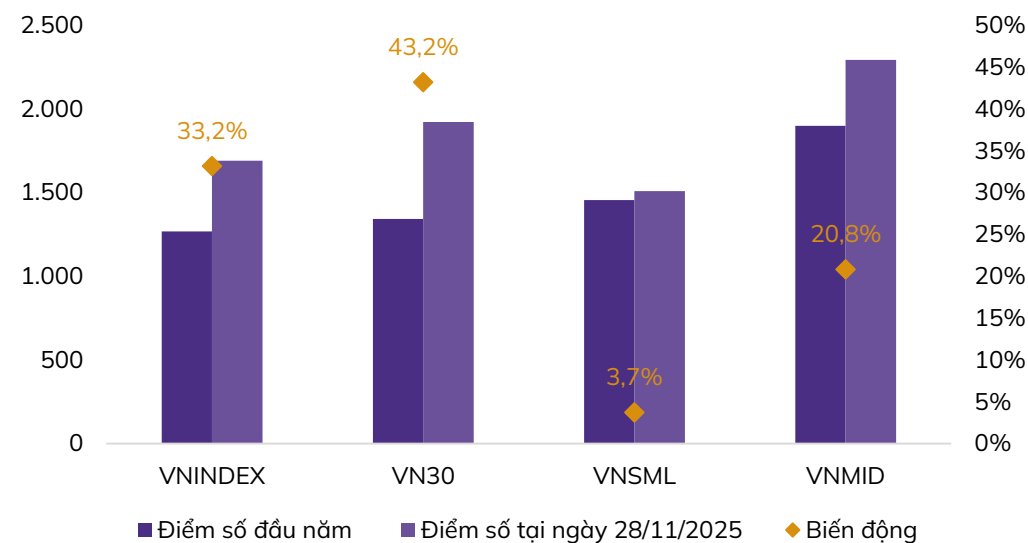
Top cổ phiếu đóng góp tăng/giảm điểm và biến động giá trong năm 2025



Chuyển động các nhóm ngành trong năm 2025



Biến động nhóm cổ phiếu theo vốn hóa



Nguồn: Fiinpro, ABS Research

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 28/11/2025

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG NĂM 2026



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



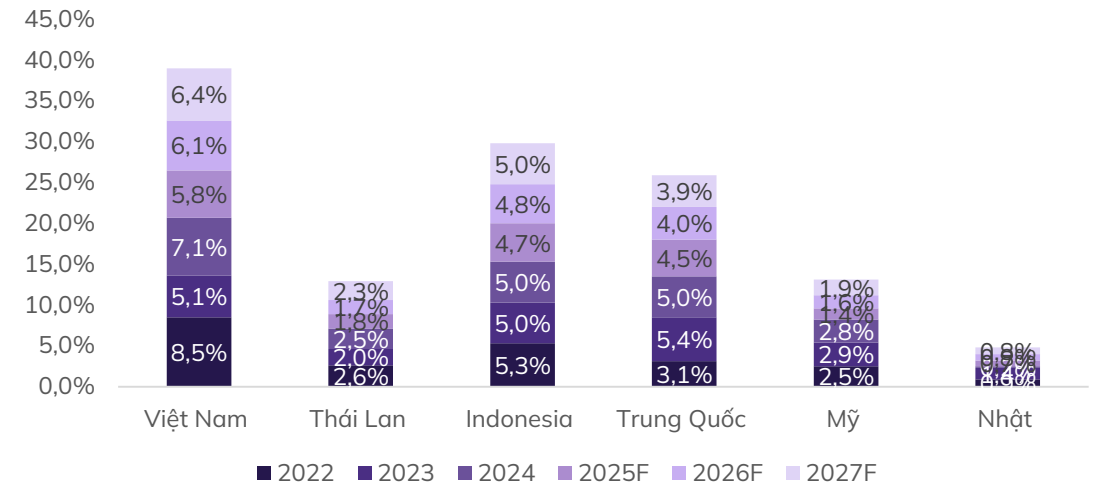
Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



THẾ GIỚI – TĂNG TRƯỞNG TOÀN CẦU CHẬM LẠI

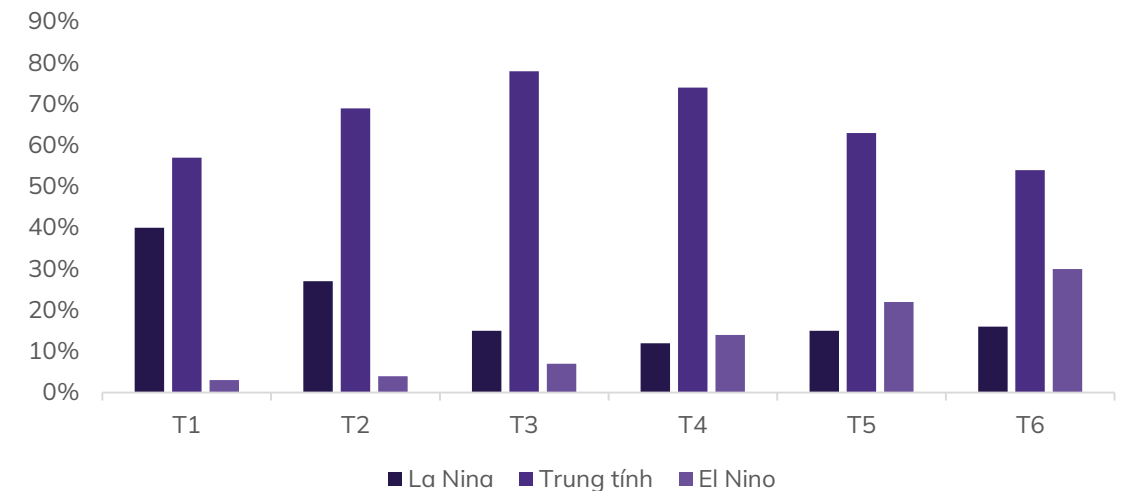
- Sang năm 2026, kinh tế toàn cầu dự báo tăng trưởng toàn cầu chậm quanh mức 2,8 – 2,9%, được hỗ trợ bởi tiêu dùng và chi tiêu tăng trưởng ổn định. Việc leo thang căng thẳng các biện pháp bảo hộ, bao gồm các rào cản phi thuế quan có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng trong khi việc hạn chế nhập cư tác động tiêu cực tới tăng trưởng, nhất là tại các quốc gia đang đối mặt với tình trạng già hóa dân số. Điểm tích cực là các tiến triển trong việc đàm phán thuế quan với Hoa Kỳ làm giảm bớt sự bất ổn. Tăng trưởng năng suất nhanh hơn nhờ AI có thể mang lại lợi ích cho toàn bộ nền kinh tế nhưng cũng làm tăng rủi ro về “bong bóng” sẽ hình thành.
- Các ngân hàng trung ương không còn nhiều dư địa cắt giảm lãi suất trong bối cảnh nền kinh tế còn ảm đạm. Fed dự kiến sẽ chỉ cắt giảm lãi suất thêm 1 lần trong năm 2026 trước khi giữ lãi suất ở ngưỡng 3,25-3,5% suốt năm 2027. ECB được cho là không có thêm đợt cắt giảm lãi suất nào trong năm tới, trong khi Nhật Bản khả năng sẽ tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ. Lạm phát toàn cầu dự kiến sẽ hạ nhiệt nhưng vẫn trên mức 2% tại Mỹ và dao động quanh mức mục tiêu tại khu vực đồng Euro.
- Chính phủ tại các nước tiếp tục thực hiện chính sách tài khóa nới lỏng đẩy mức nợ công toàn cầu vượt mức 100 nghìn, làm dấy lên những lo ngại về tính bền vững trong chi tiêu ngân sách của nhiều chính phủ.
- Tăng trưởng kinh tế Mỹ dự báo sẽ chậm lại, dự báo đạt 1,7% giảm xuống từ mức 2,0% năm 2025, trước tác động tiêu cực của thuế quan. Tăng trưởng GDP tại Eurozone dự báo đạt 1,3% năm 2025 nhưng chỉ đạt 1,2% trong 2026 trong bối cảnh 2 nền kinh tế lớn nhất của khu vực này là Đức và Pháp còn đối mặt với nhiều thách thức.
- Tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc dự kiến sẽ hoàn thành mục tiêu tăng trưởng 5% trong 2025 nhưng sẽ chậm lại mức 4,4% vào năm 2026 khi chính phủ nước này còn hàng loạt bài toán cần giải quyết như cuộc khủng hoảng bất động sản kéo dài, nhu cầu tiêu dùng yếu kém và chi tiêu hộ gia đình thắt chặt.

Tốc độ tăng trưởng GDP một số nền kinh tế (2022 - 2027F)



Nguồn: Worldbank, ABS Research

Bảng dự báo xác suất xảy ra ENSO (T1 – T6/2026)



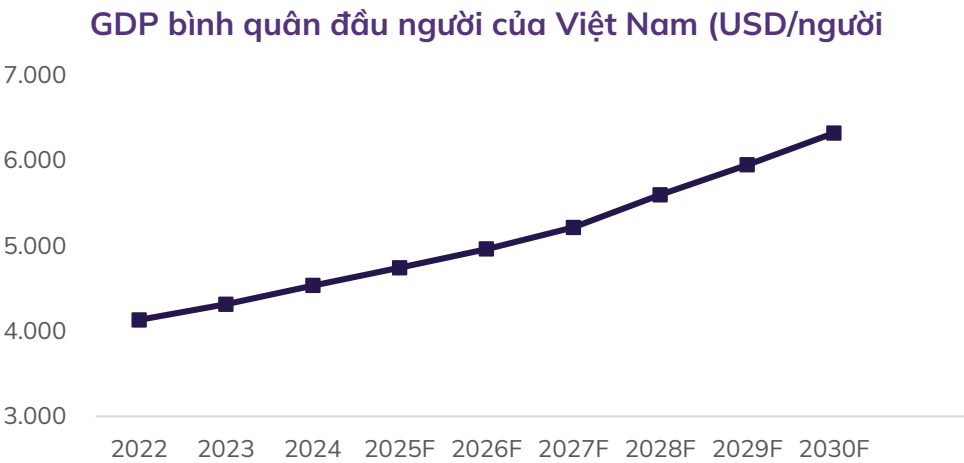
Nguồn: IRI, ABS Research

- Chính phủ đặt ra mục tiêu tăng trưởng rất cao cho năm 2026 với mức GDP bình quân đạt 10%, cao hơn nhiều so với mức 7,5-8,5% trong kế hoạch giai đoạn 2026 - 2030. Chúng tôi cho rằng triển vọng kinh tế vĩ mô của Việt Nam năm 2026 khả quan với tăng trưởng GDP quanh mức 9,5% trong kịch bản cơ sở, được hỗ trợ bởi:
- Đầu tư công với quyết tâm hoàn thành trên 95% kế hoạch, dự kiến sẽ tiếp tục là mũi nhọn chính cho phát triển kinh tế.
 - Dòng vốn FDI dự báo tiếp tục lập kỷ lục trong 2026 nhờ Việt Nam có lợi thế khi tham gia nhiều FTA, có lao động tương đối dồi dào, chi phí lao động và mức thuế quan cạnh tranh so với nhiều quốc gia khác, điều này tiếp tục làm cho nhà đầu tư nước ngoài nhìn Việt Nam như một điểm đến hấp dẫn.
 - Cầu tiêu dùng trong nước dự báo phục hồi tích cực trong năm 2026, nhờ thu nhập bình quân đầu người tăng, cải cách về thuế TNCN và môi trường lãi suất thấp.
 - Triển vọng xuất khẩu được đánh giá khả quan khi kinh tế Mỹ, EU, Nhật Bản và Trung Quốc bước vào chu kỳ phục hồi ổn định hơn. Ngoài ra, nhiều hiệp định thương mại tự do được triển khai giúp nâng cao khả năng cạnh tranh.
 - Đặc biệt, hàng loạt các cải cách mạnh mẽ của Chính phủ trong việc hoàn thiện khung pháp lý về đất đai, đầu tư, xây dựng, năng lượng và thị trường vốn đang tạo điều kiện thuận lợi hơn cho doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng lành mạnh.
 - Tuy nhiên, nền kinh tế Việt Nam cũng đối mặt với những thách thức từ cả môi trường trong nước và quốc tế. Cụ thể: (i) Dự báo thiên tai ngày càng gia tăng tác động tiêu cực đến nền kinh tế, (ii) Tỷ giá VND/USD vẫn chịu áp lực khi dự trữ ngoại hối ở mức thấp và cán cân thương mại của các doanh nghiệp nội địa thâm hụt ngày càng tăng; (iii) Rủi ro thuế quan cho hàng hóa “trung chuyển” vẫn hiện hữu; (iv) Áp lực lạm phát có thể quay trở lại, đặc biệt nếu giá năng lượng, lương thực thế giới tăng nhanh trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị trên thế giới vẫn tiếp tục diễn ra.

Một số chỉ tiêu chủ yếu chính phủ đề ra trong 2025 và 2026

Chỉ tiêu	Kế hoạch 2025	Kế hoạch 2026
Tốc độ tăng trưởng GDP	8%	10%
GDP bình quân đầu người	5.000 USD	5.400 - 5.500 USD
Tỷ trọng công nghiệp chế biến chế tạo trong GDP	24,10%	24,70%
tỷ lệ lao động qua đào tạo có bằng cấp, chứng chỉ	29-29.5%	29,5% - 30%
Tốc độ tăng năng suất lao động bình quân	5,3% - 5,4%	8,80%
Tỷ lệ hộ nghèo theo chuẩn đa chiều giảm	0.8-1%	1% - 1,5%
Tốc độ tăng CPI bình quân	4,5% - 5%	4,50%
Tỷ lệ thất nghiệp ở khu vực thành thị	<4%	<4%
Tỷ lệ xã đạt chuẩn nông thôn mới	80,5% - 81,5%	Tối thiểu 85%
Tỷ lệ dân số tham gia bảo hiểm y tế	95,20%	95,20%

Nguồn: Đại hội Đại biểu Đảng bộ Chính phủ lần thứ I, nhiệm kỳ 2025-2030, ABS Research



Nguồn: Statista, ABS Research

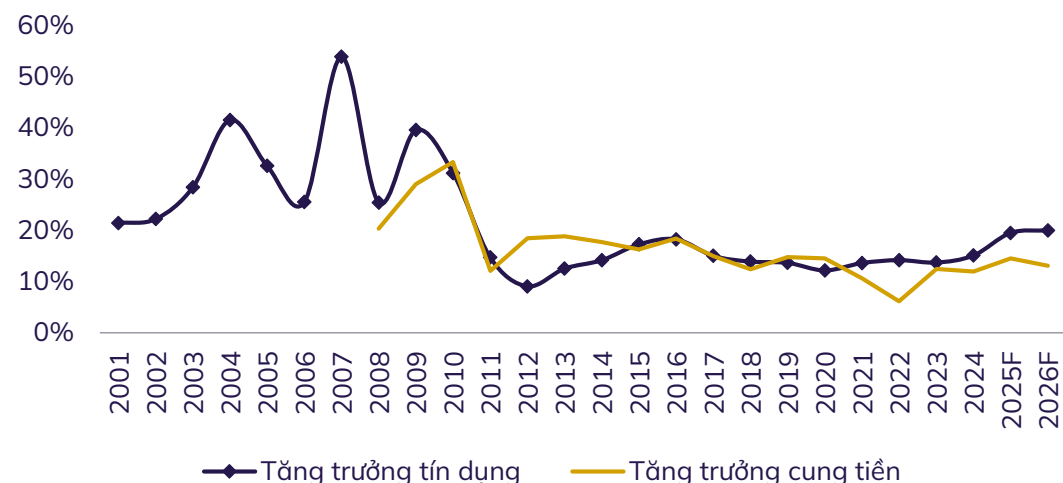
CUNG TIỀN VÀ LÃI SUẤT

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng cả năm 2026 sẽ ở mức 18% - 20% khi Chính phủ và NHNN định hướng hỗ trợ tăng trưởng, đồng thời dự kiến áp dụng cơ chế mới thay thế hạn mức tín dụng truyền thống, giúp các ngân hàng chủ động mở rộng tín dụng nhưng vẫn phải đáp ứng những quy định đặt ra. Nhu cầu vốn cho đầu tư công, sản xuất công nghiệp, bất động sản và các lĩnh vực mới như năng lượng tái tạo, trung tâm dữ liệu cũng sẽ thúc đẩy tín dụng.
- Mặt bằng lãi suất huy động dự kiến tăng 40-60 điểm cơ bản trong 2026, nhằm đáp ứng cho nhu cầu tín dụng tăng mạnh về cuối năm. Lãi suất cho vay bất tăng nhẹ giúp theo kịp đà tăng của lãi suất huy động, nhưng vẫn ở mức thấp nhằm hỗ trợ nền kinh tế và khách hàng.

TỶ GIÁ VÀ DỰ TRỮ NGOẠI HỐI

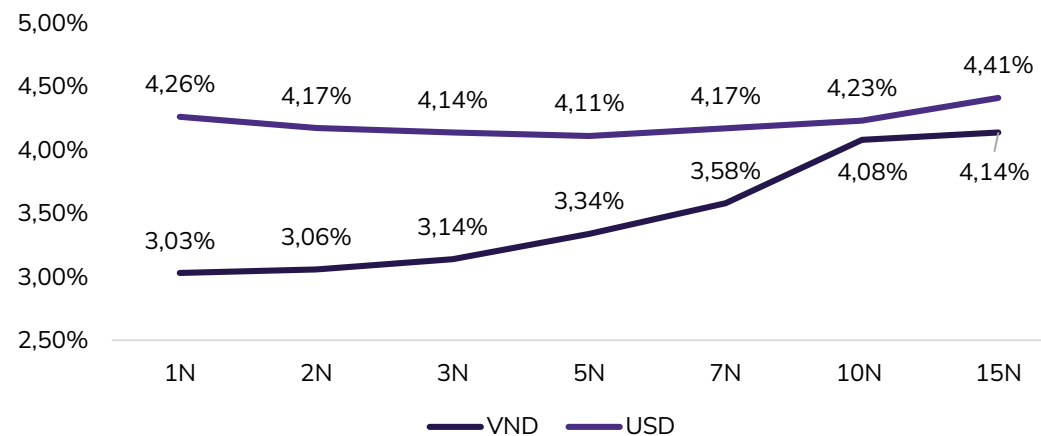
- **Chúng tôi dự báo tỷ giá trong 2025 sẽ tăng khoảng 2 – 2,5%, nguyên nhân từ:**
 - Chỉ số DXY có thể hạ nhiệt nhẹ, ít nhất là trong nửa đầu năm khi Fed giảm lãi suất trong bối cảnh nền kinh tế chậm lại giúp chênh lệch lãi suất giữa Mỹ và các khu vực khác thu hẹp, đồng thời dòng vốn có thể tìm đến các nền kinh tế mới nổi, thị trường mới để tìm lợi suất cao hơn.
 - NHNN đã bán kỳ hạn cho các NHTM với quy mô khoảng 2,8 tỷ USD tuy làm giảm áp lực ngoại hối trong ngắn hạn nhưng chuyển dịch sức ép sang năm 2026. Bên cạnh đó, NHNN tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng có kiểm soát, ưu tiên duy trì lãi suất ở vùng thấp hỗ trợ nền kinh tế.
 - Thặng dư thương mại và dòng vốn FDI duy trì ổn định bất chấp tác động của thuế quan.
 - Dòng vốn quốc tế vào thị trường chứng khoán dự kiến tăng mạnh khi TTCK Việt Nam hoàn thành kỳ đánh giá vào tháng 3/2025.

Tăng trưởng Tín dụng và Cung tiền (%YoY)



Nguồn: NHNN, ABS Research

Lợi suất TPCP Việt Nam và Mỹ tại ngày 03/12/2025 (%/năm)

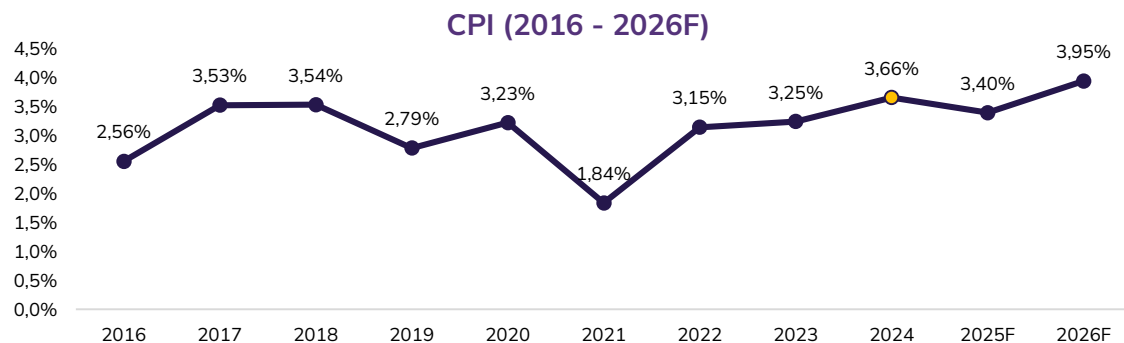


Nguồn: HNX, Bộ Ngân khố Mỹ, ABS Research

◉ LẠM PHÁT 2026 DỰ BÁO TĂNG TRONG TẦM KIỂM SOÁT

LẠM PHÁT

- **CPI năm 2026 ước tính tăng khoảng 3,8%-4,1% so với 2025.** Các yếu tố làm tăng lạm phát bao gồm:
 - Chính phủ nỗ lực gỡ vướng pháp lý thị trường bất động sản và tiếp tục đẩy mạnh hoạt động đầu tư công, thúc đẩy nhu cầu tín dụng. Đồng thời, việc 2 hoạt động trên tăng tốc cũng sẽ làm tăng mạnh nhu cầu cát, đá, thép, xi măng tăng, khiến đẩy giá nguyên vật liệu xây dựng lên cao.
 - Giá dịch vụ y tế, giá điện, giá dịch vụ giáo dục được điều chỉnh hàng năm.
 - Thương mại toàn cầu được IMF dự báo tăng trưởng với tốc độ trung bình 2,9% trong giai đoạn 2025 - 2026, chậm hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng 3,5% vào năm 2024 do thay đổi khí hậu, bảo hộ thương mại, căng thẳng địa chính trị và xung đột khu vực, từ đó tạo áp lực lên giá cả các mặt hàng.
- **Các yếu tố làm giảm lạm phát:**
 - Các nhà khai thác khác, như Mỹ, Brazil và OPEC đang tăng nguồn cung, làm gia tăng lo ngại về tình trạng dư cung và gây áp lực lên giá dầu. Ngân hàng Goldman Sachs đã đưa ra mức giá trung bình cho dầu Brent vào năm 2026 là 56 USD/thùng vào năm 2026, thấp hơn mức trung bình của năm 2025 là 64 USD/thùng.

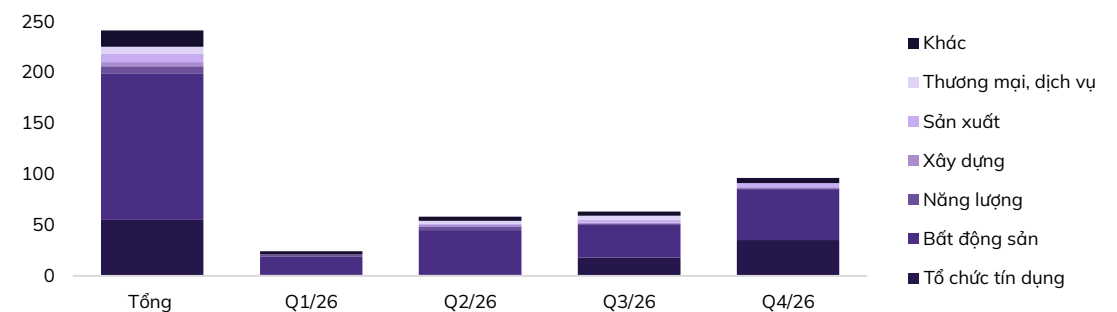


Nguồn: GSO, ABS Research

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

- Dự báo thị trường trái phiếu tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu lớn về vốn cho đầu tư công, cơ sở hạ tầng và phát triển doanh nghiệp, đặc biệt khi Việt Nam hướng tới tăng trưởng 2 con số trong giai đoạn tới.
- Thị trường tiếp tục mở rộng với các hình thức trái phiếu mới như trái phiếu xanh (green bond), trái phiếu bền vững (sustainability bond), nhằm tài trợ cho các dự án ESG tại Việt Nam.
- Nghị định 245/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ 11/9/2025, siết chặt điều kiện, yêu cầu tổ chức phát hành/trái phiếu phải được xếp hạng tín nhiệm (trừ một số trường hợp), thay đổi lớn về điều kiện tài chính (nợ/vốn chủ sở hữu tối đa là 5 lần) và đơn giản hóa quy trình phê duyệt đối với các TCTD và giảm thời gian đưa trái phiếu lên thị trường thứ cấp (từ 90 ngày xuống còn 30 ngày). Chúng tôi kỳ vọng những thay đổi trên nhằm tăng cường tính chuyên nghiệp, bảo vệ nhà đầu tư và đẩy nhanh tiến độ phát hành, từ đó hướng tới một thị trường trái phiếu ổn định và bền vững hơn.
- Áp lực đáo hạn TPDN sẽ hạ nhiệt vào đầu năm 2026 nhưng dần nóng lên vào cuối năm.

Lượng trái phiếu đáo hạn hàng quý theo nhóm ngành

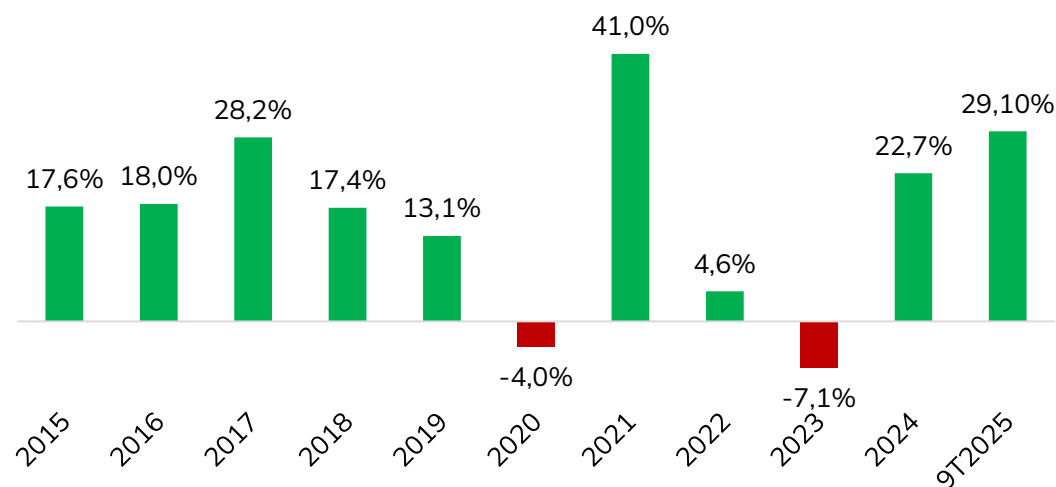


Nguồn: HNX, ABS Research

➤ LỢI NHUẬN TOÀN THỊ TRƯỜNG DỰ BÁO TĂNG 21,6% TRONG 2026

- Năm 2025 chứng kiến lợi nhuận toàn thị trường quay lại xu hướng tăng trưởng ổn định sau giai đoạn hồi phục từ nền thấp trước đó. Tổng LNST toàn thị trường trong Q3/2025 tăng +41,8% svck năm 2024, sau khi khởi động tăng +12% trong Q1 và tăng tốc +34,6% svck trong Q2.
- Tăng trưởng chung đóng góp chủ yếu bởi nhóm Phi tài chính (+50,4% YoY) trong khi nhóm Tài chính ghi nhận mức tăng thấp hơn (+34,1% YoY). Riêng với Ngân hàng, xu hướng tăng so với cùng kỳ tiếp tục tích cực, đạt +24,9% YoY trong Q3/2025, nhưng chững lại so với quý trước (-1,6% QoQ).
- Tuy vậy, đóng góp chính vào mức tăng trưởng cao là các khoản thu nhập tài chính (bán tài sản, lãi tỷ giá, hoàn nhập dự phòng) hơn là hoạt động kinh doanh lõi. Lợi nhuận lõi chỉ tăng +16,7% svck, đánh dấu quý thứ 4 liên tiếp giảm tốc kể từ đỉnh Q4/2024, khi biên EBIT bắt đầu thu hẹp ở nhóm Phi tài chính sau 5 quý cải thiện liên tiếp, trong khi doanh thu chỉ tăng nhẹ +8,6% svck và nhóm ngân hàng giảm động lực tăng trưởng khi tín dụng giảm tốc và NIM tiếp tục thu hẹp.
- Trong nhóm Phi Tài chính, có 7/16 ngành ghi nhận lợi nhuận lõi bứt phá trong quý 3, đáng chú ý là Dầu khí, Bán lẻ, Tài nguyên Cơ bản, Hóa chất trong khi lợi nhuận lõi phân hóa ở nhóm Thực phẩm & Đồ uống, trong đó suy giảm ở Sữa, Đường; giảm tốc ở Chăn nuôi (HAG, DBC), Thực phẩm; và hồi phục ở Thủy sản, Bia. Ngược lại, sự hồi phục về lợi nhuận lõi chững lại ở Viễn thông, Hàng & Dịch vụ Công nghiệp, Tiện ích trong khi suy giảm ở Bất động sản và Du lịch & Giải trí.
- Tổng LNST 9T/2025 của toàn thị trường tăng +29,1% svck, với phần lớn các ngành đã hoàn thành trên 85% kế hoạch LNST cả năm. Tuy vậy, ngành Ngân hàng và Bất động sản là 2 ngành có tỷ lệ hoàn thành kế hoạch thấp nhất, đạt lần lượt khoảng 74,6% và 52,5%.

Tăng trưởng LNST của các DNNY



Nguồn: Bloomberg, FiinPro, ABS Research

- Lợi nhuận lõi của nhóm Phi tài chính giảm nhẹ -0,2% YoY trong Q3/2025, chủ yếu do ảnh hưởng của ngành Bất động sản với sự chi phối đáng kể bởi nhóm Vingroup (VIC, VHM, VEF). Nếu loại trừ Bất động sản, lợi nhuận lõi của nhóm Phi tài chính còn lại vẫn tăng +29% YoY, nhờ đà phục hồi trên diện rộng ở nhiều ngành. Đáng chú ý là Xây dựng, Thép, Vật liệu Xây dựng, Hàng & Dịch vụ Công nghiệp, nhóm Hàng tiêu dùng (Bán lẻ, Thủy sản, Hàng cá nhân), Dầu khí, Phân bón, Khai khoáng.
- Chúng tôi dự báo LNST các doanh nghiệp niêm yết năm 2025 sẽ tăng khoảng 26,2% so với năm 2024, chủ yếu nhờ LNST nhóm ngành Phi tài chính tăng mạnh trong khi nhóm ngành Tài chính tăng thấp hơn. Năm 2026, chúng tôi dự báo LNST các doanh nghiệp niêm yết sẽ hồi phục 21,6% svck, nhờ cả tăng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận.

ĐỊNH GIÁ THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

- VN-Index đã có nhịp hồi phục từ tháng 4/2025 đến tháng 10/2025, trước khi chuyển sang điều chỉnh tích lũy cho đến cuối năm. Cuối T11/2025, VN-Index đang giao dịch với P/E TTM 2025 ở mức 14,75x, cao hơn P/E 2024 ở mức 13,42x, sau nhịp tăng giá dài 424 điểm, +33,5% tính từ đầu năm. Mức định giá này cao hơn mức +1 lần độ lệch chuẩn của P/E 3 năm qua ở mức 14,52x. Đây không phải là vùng định giá quá hấp dẫn nhưng vẫn có cơ hội cho nhà đầu tư nếu các doanh nghiệp duy trì tốc độ tăng trưởng.
- Xét theo các nhóm cổ phiếu, nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ đang có định giá hấp dẫn nhất ở mức P/E 11,0x, thấp hơn 26,8% trung bình 3 năm và thấp hơn 25,4% bình quân toàn thị trường.
- Ngược lại, nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình đang có định giá P/E cao nhất, cao hơn bình quân thị trường, nhưng thấp hơn trung bình 3 năm của nhóm.
- Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn đã tăng mạnh +17,8% trong năm, cao hơn mức bình quân +16,3%.

Bảng: Định giá các chỉ số chứng khoán Việt Nam

Chỉ số	P/E 2024	P/E 2025	% (+/-)	Trung bình 3 năm
VN-INDEX	13.42	14.75	9.9%	13.43
VN30	12.16	14.33	17.8%	12.33
VNMID	17.97	14.86	-17.3%	14.96
VNSML	14.74	11.00	-25.4%	15.02

Nguồn: FiinTrade, ABS Research
Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 28/11/2025

DÒNG TIỀN NHÀ ĐẦU TƯ

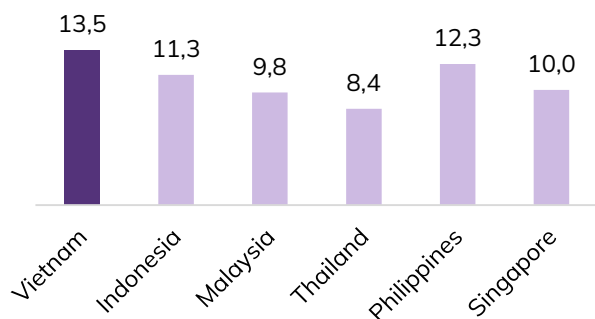
- Mức lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm hiện tại phổ biến trong khoảng 4,7-5,4%/năm, tăng 12-15 điểm cơ bản so với đầu năm. Mức lãi suất này tương đương P/E 18,5-21,7x, cao hơn mức định giá của VN-Index. Xu hướng lãi suất dự kiến sẽ tăng thêm 40-60 điểm cơ bản trong năm 2026 do áp lực tăng tín dụng, trở về mặt bằng của năm 2021 và nửa đầu 2022. Tuy vậy, đây vẫn sẽ ở mức thấp và tương ứng P/E 16,7x, cao hơn P/E của VN-Index. Với việc tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp dự kiến cải thiện trong 2026, kênh gửi tiền tiết kiệm sẽ càng sinh lời kém hơn so với đầu tư cổ phiếu.
- Dư nợ cho vay của các CTCK cuối Q3/2025 đạt gần 385 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 54,5% so với đầu năm, tăng 62,3% svck. Tỷ lệ dư nợ cho vay/Vốn hóa toàn thị trường đã tăng mạnh tương ứng từ mức 3,5% lên 4,3%, là mức cao kỷ lục trong 4 năm trở lại đây. Tuy nhiên, dư địa các CTCK cho vay ký quỹ còn rất lớn vì số dư cho vay mới chỉ tương đương 115% vốn chủ sở hữu của ngành (tăng so với mức 88% cuối 2024), thấp hơn nhiều mức tối đa được phép là 200%.
- Mặt bằng giá bất động sản tăng mạnh trong 2025, cùng với xu hướng lãi suất tăng sẽ gây khó khăn thêm cho thị trường bất động sản. Trong khi thị trường TPDN dự kiến sẽ được siết chặt việc phát hành với các quy định mới.
- Trong bối cảnh lãi suất dự kiến vẫn ở vùng thấp và không có nhiều các kênh đầu tư thay thế, dự kiến dòng tiền nội sẽ tiếp tục tham gia tích cực vào thị trường chứng khoán năm 2026.

► TRIỂN VỌNG DÒNG TIỀN VÀ ĐỊNH GIÁ (2/3)

Nhà đầu tư ngoại

- So với các nước trong khu vực Đông Nam Á, VN-Index hiện đang giao dịch với P/E hiện tại là 16,4x, cao hơn trung bình. Dù vậy, với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của VN-Index vẫn ở mức tích cực, tăng trưởng GDP dự báo cao nhất khu vực trong 2026, tỷ lệ P/E 2026F giảm xuống chỉ còn 12,1 lần, là mức khá hấp dẫn.
- Với việc TTCK Việt Nam được FTSE nâng hạng từ “Cận biên” lên “Mới nổi”, nhiều quỹ đầu tư chuyên đầu tư vào thị trường mới nổi sẽ phân bổ lượng vốn lớn vào thị trường Việt Nam.
- Việt Nam vẫn tiếp tục thực thi các cải cách toàn diện, bao gồm cải thiện khả năng tiếp cận thị trường cho nhà đầu tư nước ngoài, đa dạng hóa các lĩnh vực, và có các cuộc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) chất lượng cao hơn. Ước tính trong giai đoạn 2025-2027, các thương vụ IPO tiềm năng có thể đạt giá trị lên đến 47 tỷ USD, đem lại thêm nhiều cổ phiếu chất lượng cao, thu hút dòng vốn ngoại.

Hiệu suất sử dụng vốn ROE các thị trường năm 2025 (%)



Nguồn: Bloomberg, ABS Research

Bảng: Định giá của VNIndex so với các nước khu vực Đông Nam Á

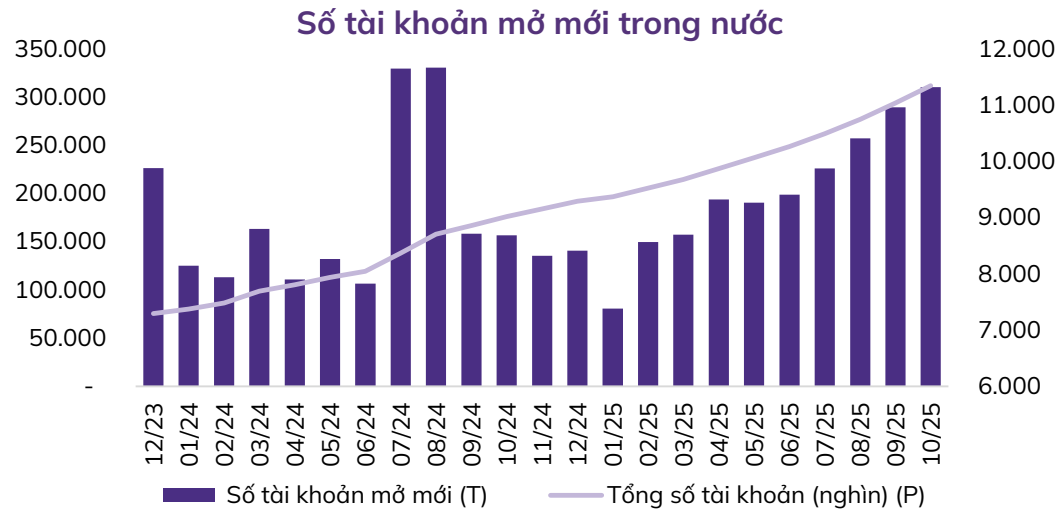
Quốc gia	Chỉ số chính	P/E TTM	P/B TTM
Việt Nam	VNIndex	16.40	2.01
Trung bình		14.71	1.59
Indonesia	JCI Index	21.25	2.21
Malaysia	KLCI Index	15.34	1.51
Thailand	SET Index	11.55	1.11
Philippines	PCOM Index	10.08	1.24
Singapore	STI Index	13.64	1.49

Nguồn: Bloomberg, CEIC data, ABS Research
Ghi chú: Số liệu tại ngày 28/11/2025

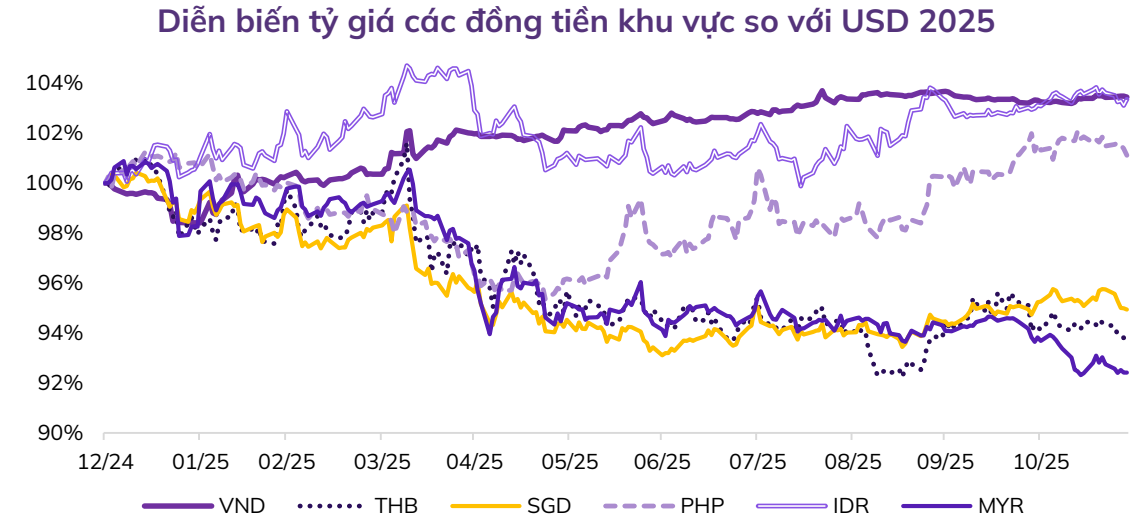
Bảng: Các thương vụ IPO tiềm năng giai đoạn 2026-2030

Ngành	Công ty	Kế hoạch
Chứng khoán	Chứng khoán HDB	2026
Chứng khoán	Chứng khoán Kafi	2026
Tài chính	Mccredit	2026-2027
Bất động sản	CTCP Hạ tầng Gelex	2026
Bất động sản	CTCP Phát triển Công nghiệp BW	2026-2027
Bất động sản	VSIP	2027-2030
Nông nghiệp	CTCP Nông nghiệp Hòa Phát (HPA)	T12/2025
Nông nghiệp	CTCP C.P. Việt Nam	2026-2027
Bán lẻ	Điện Máy Xanh	2026-2027
Bán lẻ	Bách Hóa Xanh	2027-2028
Bán lẻ	CTCP Cổng Vàng (Golden Gate)	2026-2027
Bán lẻ	Highland Coffee	2027
Bán lẻ	Sunhouse	2027-2030
Bán lẻ	Aeon Việt Nam	2027-2030
Dược	Chuỗi nhà thuốc Long Châu	2026-2027
Dược	Pharmacy	2027-2030
Giải trí	DatVietVAC	2027-2030
Giải trí	Galaxy	2027-2030
Công nghệ	MISA	2027-2030
Công nghệ	Viettel IDC	2026
Công nghệ	MoMo	2027
Công nghiệp	Thaco Auto	2026-2027

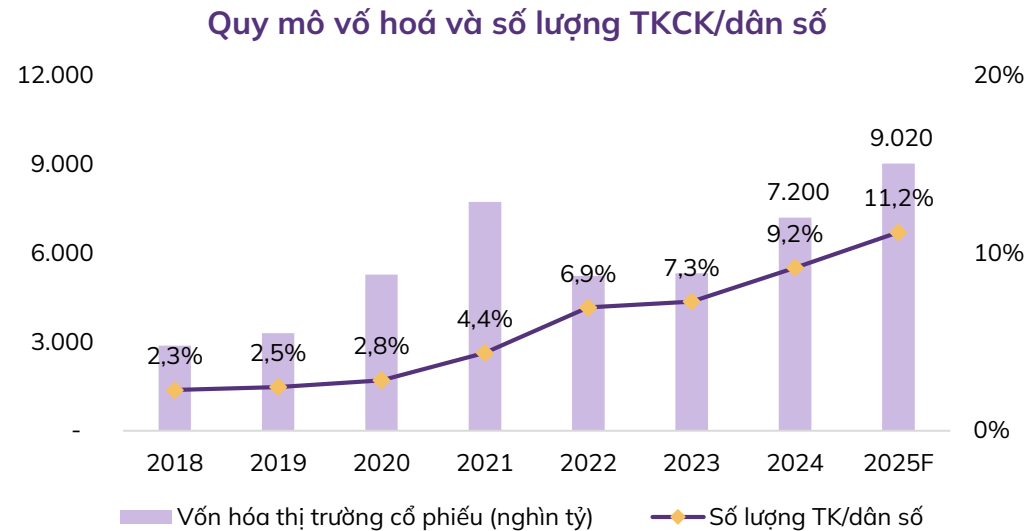
Nguồn: ABS Research tổng hợp



Nguồn: VSDC, ABS Research



Nguồn: Bloomberg, ABS Research



Nguồn: VDSC, TCTK, UBCKNN, ABS Research



Nguồn: Wichart, ABS Research

DỰ BÁO VN-INDEX NĂM 2026

Về tổng thể, thị trường chung đang trong xu hướng chính tăng điểm dài hạn của nhiều năm. Trong pha tăng dài hạn luôn có các nhịp điều chỉnh trung hạn, ngắn hạn... sau đó mới quay trở lại tăng tiếp trong xu hướng dài hạn đi lên. Những nhịp thị trường điều chỉnh sẽ là cơ hội quan sát tìm ra cổ phiếu phù hợp với bối cảnh năm 2026. ABS dự báo VN-Index năm 2026 tăng vượt đỉnh năm 2025 và hướng tới mục tiêu 1940 điểm trong kịch bản thận trọng, kịch bản tích cực có thể tăng lên 2040 – 2084 - 2188 điểm. Mức định giá được nâng lên nhờ vào sự cải thiện của cả KQKD của doanh nghiệp và dòng tiền thị trường, trên nền mặt bằng lãi suất vẫn được duy trì ở mức thấp và dòng vốn ngoại quay trở lại khi Việt Nam đã được FTSE nâng hạng lên Thị trường mới nổi.

➤ Kịch bản 1 - Tích cực – Kịch bản ưu tiên

Thị trường vận động tích lũy trong biên độ 1600-1800 điểm để hoàn thiện nhịp điều chỉnh trung hạn đi ngang trong xu thế cấp 2, với thanh khoản duy trì ở mức trung bình (quanh 25 ngàn tỷ/ phiên) như hiện nay. Sau đó, VN-Index quay trở lại xu thế tăng giá cấp 1 tiếp diễn, hướng tới vùng điểm số 1875 – 1940. Mốc hỗ trợ đối với kịch bản này tại vùng giá 1600 điểm.

➤ Kịch bản 2 - Tích cực

Trong nhịp tăng từ tháng 4 đến tháng 10/2025, giá tăng nhanh và mạnh. Trong suốt quá trình đó thị trường chưa có nhịp điều chỉnh giảm đủ lớn. Do đó, thời gian tới thị trường có thể tiếp tục điều chỉnh để tạo mức chiết khấu đủ lớn thu hút dòng tiền thông minh quay lại, tạo ra sự cân bằng giữa giá và thời gian ở vùng hỗ trợ 1500 - 1430 điểm, có thể sâu hơn là vùng giá 1350 điểm.

Trong bối cảnh xu thế cấp 1 đã tăng vượt đỉnh lịch sử, nền kinh tế bước vào chu kỳ tăng trưởng dài hạn, chúng tôi đánh giá thị trường điều chỉnh sâu là cơ hội đầu tư hấp dẫn và rủi ro được giảm đi rất nhiều, đồng nghĩa với tính an toàn khi giải ngân vốn.

Đối với kịch bản này, chúng tôi đánh giá thị trường sau đó sẽ tăng dài hơn và với biên độ tăng giá lớn hơn lên các ngưỡng 2040 – 2084 - 2188 điểm. Mốc hỗ trợ đối với kịch bản này tại vùng giá 1300 điểm.

➤ DỰ BÁO VN-INDEX – KỊCH BẢN 1

VNINDEX · 1M · HSX — O1,698.98 H1,758.44 L1,690.36 C1,741.32 +50.33 (+2.98%)



» DỰ BÁO VN-INDEX – KỊCH BẢN 2

VNINDEX · 1M · HSX — O 1,698.98 H 1,758.44 L 1,690.36 C 1,741.32 +50.33 (+2.98%)

▼ 2



Nguồn: ABS Research

MỤC LỤC NGÀNH

<u>1. NGÂN HÀNG</u>	<u>49</u>
<u>2. CHỨNG KHOÁN</u>	<u>68</u>
<u>3. BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ</u>	<u>82</u>
<u>4. XÂY DỰNG</u>	<u>97</u>
<u>5. VẬT LIỆU XÂY DỰNG</u>	<u>109</u>
<u>6. ĐIỆN</u>	<u>121</u>
<u>7. DẦU KHÍ</u>	<u>142</u>
<u>8. BÁN LẺ</u>	<u>155</u>
<u>9. CÔNG NGHỆ THÔNG TIN</u>	<u>170</u>
<u>10. CẢNG VÀ VẬN TẢI BIỂN</u>	<u>183</u>
<u>11. HÀNG KHÔNG</u>	<u>196</u>
<u>12. CHĂN NUÔI</u>	<u>213</u>
<u>13. THỦY SẢN</u>	<u>220</u>
<u>14. DỆT MAY</u>	<u>232</u>
<u>15. PHÂN BÓN</u>	<u>242</u>
<u>16. DƯỢC</u>	<u>255</u>

NGÀNH NGÂN HÀNG

Bứt tốc cùng đất nước

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest

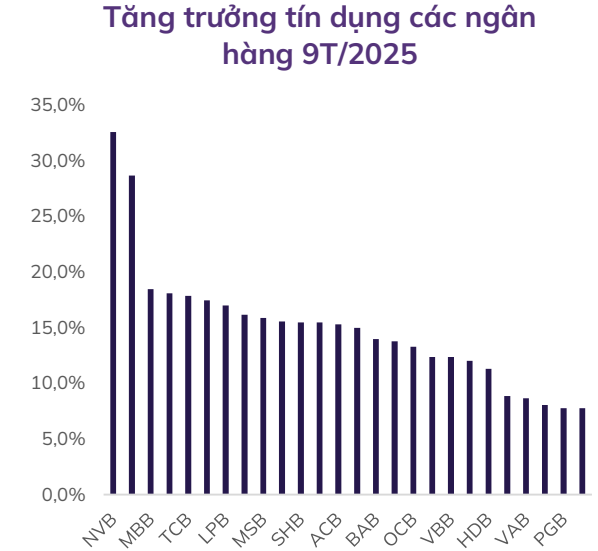
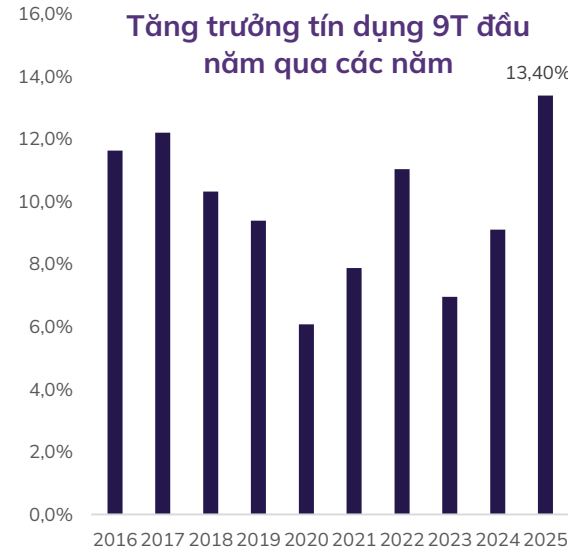


Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



➤ TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG TẬP TRUNG VÀO CHẤT LƯỢNG

- Tính đến hết Q3/2025, tăng trưởng tín dụng đạt 13,4% YTD, đây là mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây, cho thấy nền kinh tế hồi phục mạnh mẽ và các chính sách hỗ trợ của chính phủ và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) phát huy tác dụng. Tính đến cuối tháng 11, tăng trưởng tín dụng cả nước đạt 16,56% YTD. Dự kiến cả năm 2025, tăng trưởng tín dụng sẽ đạt khoảng 19 – 20%.
- Thông tư 14/2025 /TT—NHNN đã mở ra những bước đệm đầu tiên với việc dỡ bỏ cơ chế trần tín dụng, hướng tới mô hình quản trị rủi ro theo chuẩn quốc tế thay vì can thiệp hành chính. Khi cơ chế “room tín dụng” được gỡ bỏ, các ngân hàng sẽ được tự chủ hơn trong mở rộng tín dụng dựa trên năng lực quản trị vốn và mức độ an toàn hệ thống. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ bắt đầu triển khai bỏ hạn mức tín dụng có kiểm soát vào 2026, từ đó giúp nâng cao sức khỏe của hệ thống ngân hàng và thúc đẩy tăng trưởng bền vững trong giai đoạn tới.
- Giá trị trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) do các ngân hàng niêm yết năm giữ tại Q3/2025 đạt 164 nghìn tỷ đồng, gần như không có sự thay đổi so với đầu năm. Tuy nhiên, tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp trên cơ cấu tín dụng của hầu hết các ngân hàng tiếp tục ghi nhận sự sụt giảm svck do ngân hàng tập trung đẩy mạnh hoạt động cho vay. Một trong những nguyên nhân là chức năng quản lý tài sản bảo đảm cho TPDN trong hệ thống ngân hàng đang rơi vào tình trạng “bỏ trống”, tạo ra khoảng trống pháp lý. Điều này dẫn đến hệ quả là không có bên trung gian chuyên trách để theo dõi tình trạng tài sản bảo đảm, hay đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư khi doanh nghiệp phát hành gặp khó khăn, khiến các ngân hàng “chần chừ” hơn trong việc đầu tư TPDN đặc biệt sau những diễn biến phức tạp của thị trường trái phiếu trong nước giai đoạn 2022 -2023. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục diễn biến trong năm 2026.



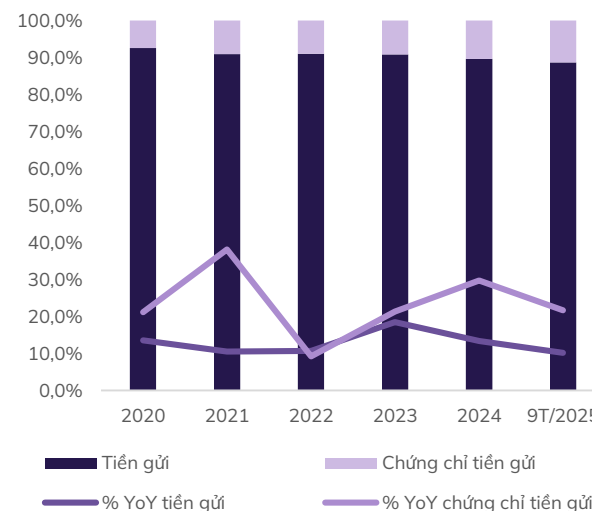
Nguồn: FiinPro, ABS Research

- **Chúng tôi kỳ vọng sang năm 2026, tăng trưởng tín dụng sẽ tập trung vào chất lượng nhiều hơn nhưng vẫn ở mức cao 18 - 20%** nhờ các yếu tố sau:
- Hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2026.
- Tuy mặt bằng lãi suất có nhích nhẹ lên trong 2025 nhưng vẫn ở mức thấp, chúng tôi kỳ vọng môi trường lãi suất được duy trì ở vùng này trong 2026 giúp thúc đẩy sự hồi phục, đặc biệt là lĩnh vực bán lẻ.
- Chính phủ tập trung tháo gỡ những điểm nghẽn lớn nhằm khơi thông pháp lý cho thị trường bất động sản, giúp lĩnh vực này thu hút thêm vốn tín dụng.
- Với việc nợ công chỉ khoảng 35% - 36% GDP, cách xa so với mức trần 60%, dự kiến Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm, từ đó kéo theo nhu cầu tín dụng trong các lĩnh vực liên quan.

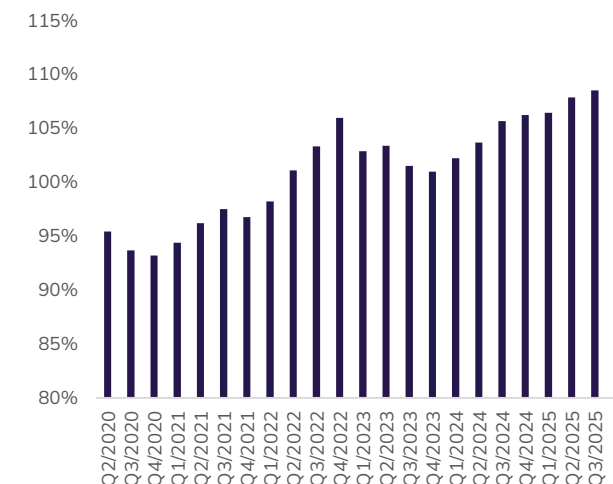
❖ LÃI SUẤT CHỊU ÁP LỰC TĂNG NHƯNG DẪN ỔN ĐỊNH HƠN TRONG 2026

- Tính đến cuối tháng 9, tăng trưởng huy động vốn của nền kinh tế đạt mức +9,8% YTD, cao hơn đáng kể mức tăng +4,9% cùng kỳ năm ngoái những vẫn thấp hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng (+13,8% YTD). Tỷ lệ LDR thuần của toàn ngành tăng lên mức 111%, cao nhất trong nhiều năm trở lại đây.
- Nếu chỉ xét riêng nhóm ngân hàng đang niêm yết, tăng trưởng huy động đạt +11,4% YTD, chênh lệch với tăng trưởng tín dụng là -3,1%. Trong đó, tăng trưởng từ chứng chỉ tiền gửi đạt +21,7% (chiếm 11,3% trong tổng huy động, tăng so mức +10,3% cuối năm 2024) trong khi huy động từ tiền gửi khách hàng chỉ đạt +10,1% trong bối cảnh khiến dòng tiền đi tìm kiếm các kênh đầu tư có lợi suất cao hơn như vàng, bất động sản và chứng khoán. Tăng huy động chứng chỉ tiền gửi, thường có kỳ hạn dài, là cần thiết khi tín dụng trung – dài hạn tăng mạnh, nhưng cũng khiến chi phí vốn của ngân hàng tăng cao, tác động tiêu cực đến NIM của ngân hàng.
- Thanh khoản ngân hàng căng thẳng trong những tháng cuối năm trong bối cảnh lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh và nhu cầu tín dụng tăng cao, gây áp lực lên những nhà băng phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn liên ngân hàng
- Trước áp lực trên, đến đầu tháng 11, nhiều ngân hàng bắt đầu tăng lãi suất huy động nhằm cân đối nguồn vốn trong giai đoạn cao điểm tín dụng sắp tới. Mặt bằng lãi suất huy động kỳ hạn 12T đã tăng trung bình 12-15 bps so với đầu năm.
- Sang năm 2026, chúng tôi dự báo huy động năm sau tăng 40-60 bps so với 2025 do áp lực tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức cao.

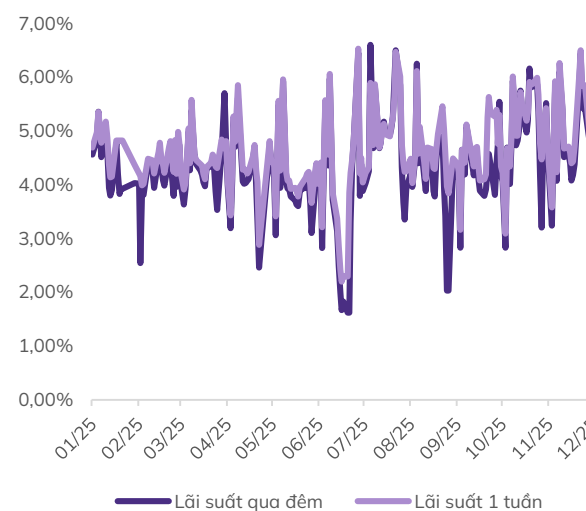
Cấu phần huy động tại NHNY



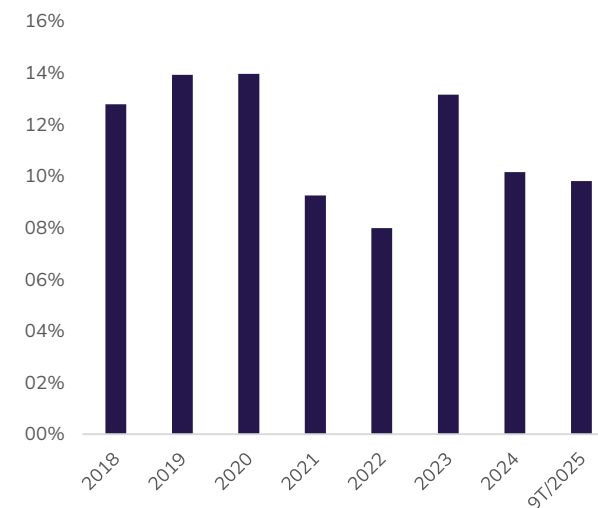
LDR thuần (Cho vay khách hàng/ Huy động vốn từ khách hàng)



Lãi suất liên ngân hàng

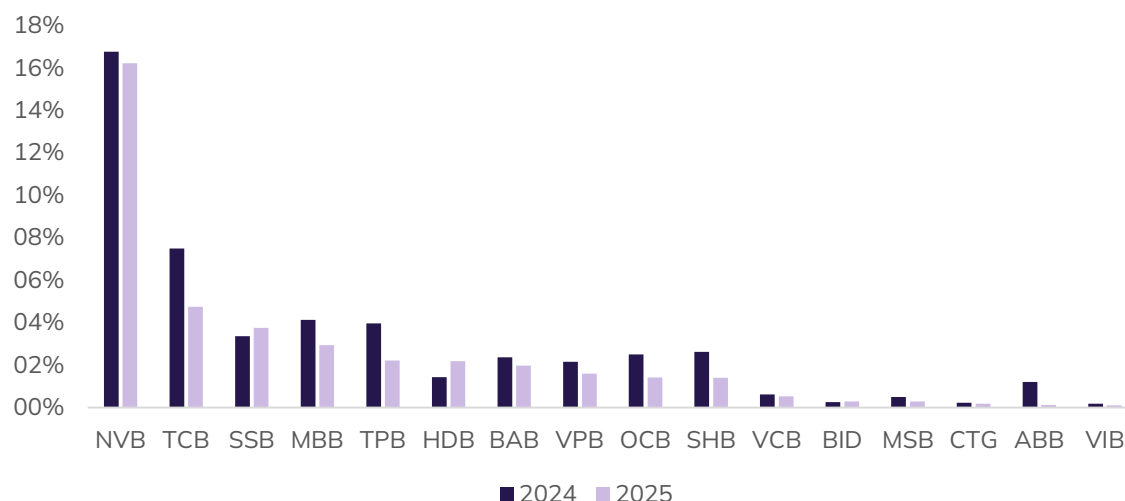


Tăng trưởng huy động (% YTD)

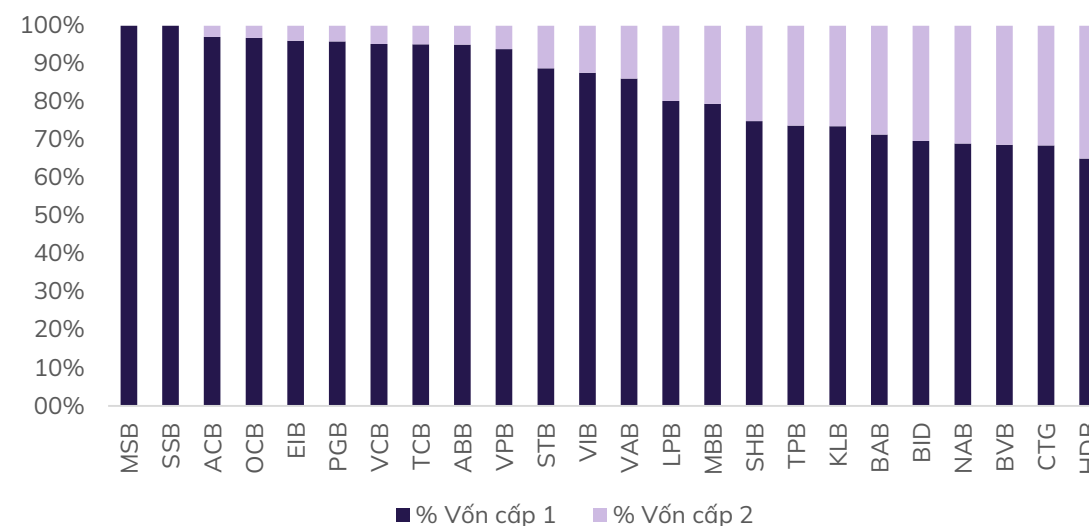


- Tính đến 10T/2025, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp (bao gồm công chúng và riêng lẻ) đạt 500,6 nghìn tỷ đồng. Trong đó, nhóm ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng 68.8 % tổng giá trị phát hành, tương ứng trên 344,4 nghìn tỷ đồng, dẫn đầu là TCB, ACB, OCB, VPB. Ngân hàng đẩy mạnh trái phiếu nhằm gia tăng nguồn vốn trung dài hạn trong bối cảnh nhu cầu tín dụng tăng cao và mặt bằng lãi suất duy trì ở vùng thấp.
- Tương tự, ngành ngân hàng tiếp tục dẫn đầu về giá trị mua lại TPDN trên thị trường với tổng giá trị mua lại trước hạn đạt 270,4 nghìn tỷ đồng (+35% YoY), trong đó ngân hàng tiếp tục chiếm phần lớn với 186,8 nghìn tỷ đồng (+43% YoY). Mua lại trái phiếu sẽ đáo hạn và tích cực phát hành trái phiếu mới giúp ngân hàng cơ cấu lại nguồn vốn trung dài hạn với việc vốn cấp 2 được tính vào tỷ lệ an toàn vốn; và đảo nợ trái phiếu có lãi suất cao để phát hành trái phiếu có lãi suất thấp hơn trong bối cảnh lãi suất ở mức thấp kỷ lục trong năm 2025. Tuy nhiên, đà mua lại bắt đầu chậm lại trong tháng 10 khi giảm -57% sv quý trước do mặt bằng lãi suất nhích dần lên và dự kiến xu hướng này sẽ tiếp tục trong một vài tháng tới.
- Lượng trái ngân hàng phát hành ròng (sau khi trừ đi lượng trái phiếu ngân hàng mua lại) đạt 74 nghìn tỷ đồng (-19,4% svck).
- **Chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ tăng cường phát hành trái phiếu hơn trong các năm trước áp lực của Thông tư 14, yêu cầu các ngân hàng phải giữ tỷ lệ CAR ít nhất 10,5%.**

Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp/Tổng tín dụng



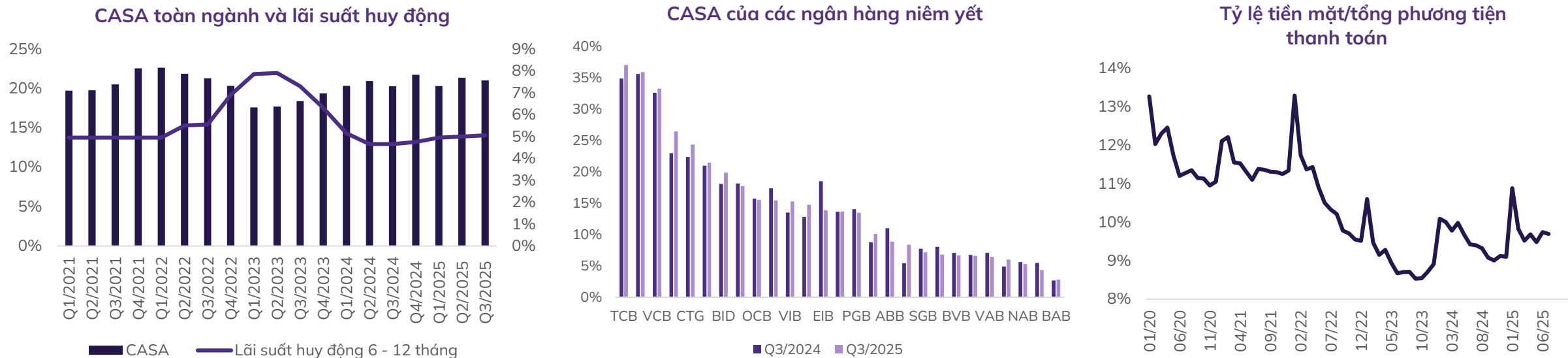
Cơ cấu vốn chủ sở hữu



KỲ VỌNG CASA CẢI THIẾN NHẸ TRONG 2026

- **Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) Q3/2025 (21,01%) sụt giảm nhẹ so với Q2/2025 (21,34%) nhưng cải thiện so với cùng kỳ năm trước (20,26%).** Nhìn chung, tỷ lệ CASA bắt đầu chững lại sau giai đoạn hồi phục 2023 – 2024 trong bối cảnh lãi suất huy động bắt đầu nhích dần lên từ đáy và tâm lý lo ngại sau khi nghị định 70/2025 quy định hộ kinh doanh phải sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền kết nối với cơ quan thuế khiến người dân có xu hướng sử dụng nhiều tiền mặt hơn.
- **Chúng tôi cho rằng CASA trong 2026 khó có khả năng quay về mức đỉnh của thiết lập Q4/2025 nhưng dự kiến sẽ được cải thiện nhẹ, hỗ trợ bởi:**
 - Mặt bằng lãi suất huy động tuy nhích nhẹ lên trong Q4 nhưng được kỳ vọng sẽ ổn định hơn trong 2026.
 - Nền kinh tế, thị trường tài chính và bất động sản tiếp tục phục hồi, kéo theo sự cải thiện trong thu nhập của cá nhân và doanh nghiệp.
 - Chính phủ thúc đẩy các chính sách khuyến khích thanh toán không dùng tiền mặt.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng, sẽ có sự cạnh tranh gay gắt thu hút nguồn vốn CASA giữa các ngân hàng. Các ngân hàng dẫn đầu như MB, TCB, ... do có lợi thế nền tảng khách hàng lớn, hệ sinh thái số, và liên tục ra mắt các sản phẩm (auto-earning, khuyến mãi, ưu đãi về phí,...) sẽ tiếp tục giữ được mức CASA cao.



Nguồn: Fiinpro, ABS Research

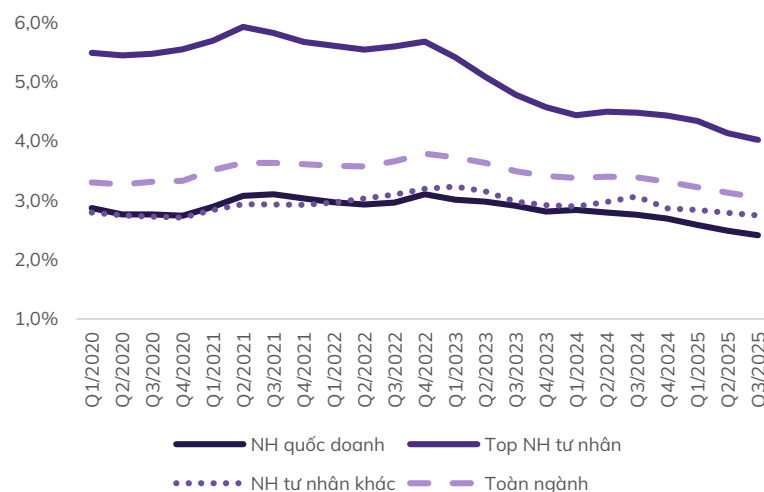
➤ NIM CÒN CHỊU NHIỀU ÁP LỰC NHƯNG KỲ VỌNG PHỤC HỒI TRONG 2026

- Trong Q3/2025, NIM toàn ngành sụt giảm 8 bps so với Q2 và giảm 34 bps so với cùng kỳ năm 2024, xuống mức **3,05%** đánh dấu quý thứ 5 liên tiếp NIM sụt giảm do các nhà băng tiếp tục tung ra các gói và chính sách vay ưu đãi nhằm hỗ trợ khách hàng trong khi lãi suất huy động bắt đầu tăng sau khi tạo đáy vào Q2/2024, đây cũng là mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua.
- Chúng tôi cho rằng NIM có thể tiếp tục chịu áp lực trong Q4/2025 khi chi phí vốn tăng nhưng lãi suất cho vay chưa tăng theo kịp (lãi suất cho vay có độ trễ tái định giá 3 - 6 tháng sau khi tăng lãi suất huy động) nhưng sẽ dần ổn định trong nửa đầu năm 2026 và hồi phục nhẹ trong nửa cuối 2026 do được hỗ trợ bởi các yếu tố:
 - Gói và chính sách hỗ trợ lãi suất sẽ thu hẹp khi nền kinh tế hồi phục. Cụ thể gần đây, một số ngân hàng đã ngừng gói vay cho mua nhà ưu đãi.
 - Sự phục hồi của phân khúc bán lẻ (KHCN và SME) vốn có lợi suất cho vay cao hơn.
- Tuy nhiên, sự cải thiện nhiều hay ít sẽ phụ thuộc đáng kể vào chiến lược và cơ cấu tài sản của từng ngân hàng. Những ngân hàng có lợi thế CASA, quản lý vốn tốt, tập trung vào phân khúc có lợi suất cho vay cao sẽ có biên lãi vượt trội hơn so với phần còn lại.

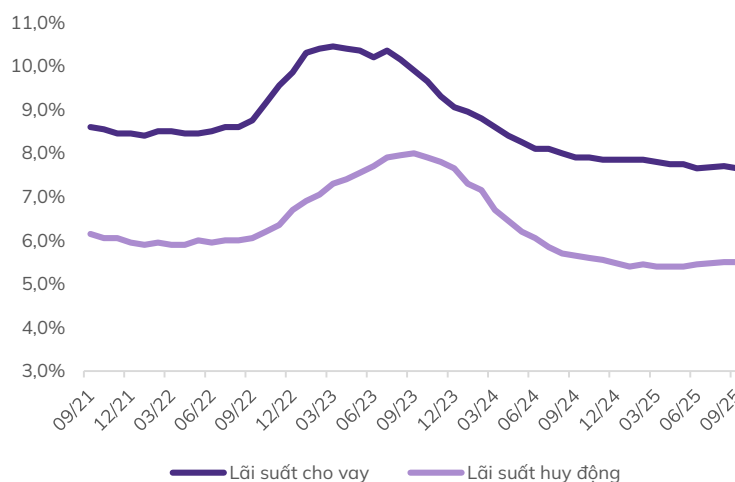
Tỷ lệ NIM các ngân hàng Q3/2025

Cổ phiếu	NIM Q3/2025	QoQ (bps)	YoY (bps)
SSB	2.78%	-35	-90
NAB	2.85%	-34	-91
HDB	4.82%	-29	-60
SGB	2.18%	-20	-77
ACB	3.02%	-16	-67
VIB	3.09%	-16	-80
VPB	5.38%	-14	-44
TPB	3.14%	-13	-90
BAB	1.91%	-12	-27
EIB	2.40%	-11	-46
TCB	3.66%	-11	-59
VBB	1.70%	-10	-34
PGB	2.42%	-9	-29
VCB	2.59%	-9	-36
CTG	2.57%	-8	-35
BID	2.08%	-5	-32
LPB	3.11%	-4	-33
MBB	4.02%	-4	-14
OCB	3.26%	-2	-7
MSB	3.45%	0	-3
STB	3.49%	3	-8
BVB	2.42%	4	11
KLB	3.97%	6	39
VAB	2.15%	7	-15
SHB	3.76%	12	80
ABB	2.53%	34	65
NVB	-0.48%	41	-137

NIM toàn ngành



Lãi suất huy động và cho vay dài hạn

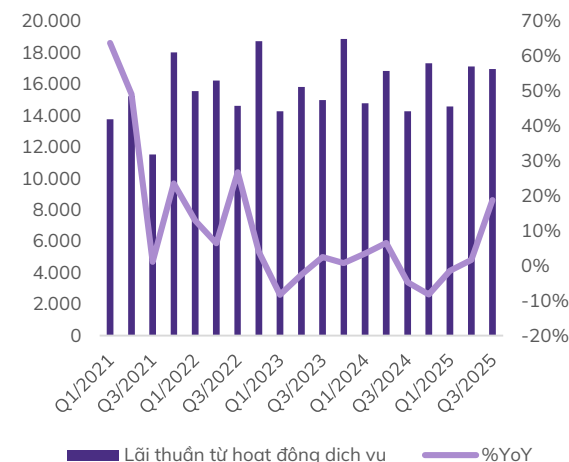


➤ THU NHẬP NGOÀI LÃI DỰ BÁO TIẾP TỤC PHỤC HỒI (1/2)

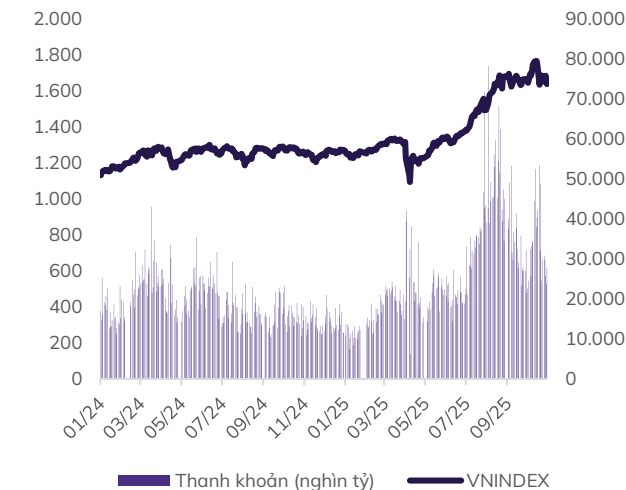
➤ Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ 9T/2025 tăng trưởng 6,0% YoY (cùng kỳ năm 2024 tăng 3,5% YoY), chiếm 9,1% tổng thu nhập hoạt động. Trong đó:

- Doanh thu hoạt động thanh toán 9T/2025 sụt giảm nhẹ -1,1% YoY do thay đổi phương pháp hạch toán sản phẩm UPAS L/C và xu hướng chuyển dịch sang các hình thức thanh toán khác như QR làm giảm phí dịch vụ thẻ. Tuy nhiên, quý 3 vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tích cực +11,4% YoY, thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu dùng dần được cải thiện.
 - 9T/2025 tiếp tục chứng kiến sự phục hồi doanh thu hoạt động bảo hiểm, sau những dấu hiệu nới lỏng của chính phủ đối với kênh bancassurance (Thông tư 34/2024/TT-NHNN cho phép các NHTM tham gia bán bảo hiểm nhân thọ theo quy định của Luật Bảo hiểm) và sự hồi phục mạnh mẽ của nền kinh tế thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm cả mảng nhân thọ lẫn phi nhân thọ.
 - Hoạt động của các công ty chứng khoán liên kết với ngân hàng tăng trưởng vượt trội đến từ tất cả các mảng dịch vụ chính như: tư vấn phát hành, tự doanh, môi giới và cho vay ký quỹ trong bối cảnh VNINDEX tăng 31% YTD và thanh khoản cải thiện.
- **Chúng tôi kỳ vọng sang 2026 doanh thu phí từ hoạt động dịch vụ tiếp tục phục hồi, nhờ:** (i) Nền kinh tế phục hồi và thu nhập của người dân được cải thiện kéo theo nhu cầu dịch vụ liên quan như: dịch vụ thẻ, thanh toán,... (ii) Hoạt động dịch vụ ngân hàng đầu tư bắt đầu có hàng loạt các kế hoạch chào bán từ ESOP, phát hành riêng lẻ đến IPO. Trên kênh trái phiếu cũng dự kiến sẽ ghi nhận “dày đặc” các thương vụ huy động, đặc biệt ở các NHTM và doanh nghiệp bất động sản. (iii) Các NHTM tiến tới hoàn thành hệ sinh thái bằng cách thành lập công ty bảo hiểm, từ đó tăng mạnh mẽ doanh thu trong thời gian tới thông qua khai thác tệp khách hàng vốn có tại ngân hàng.

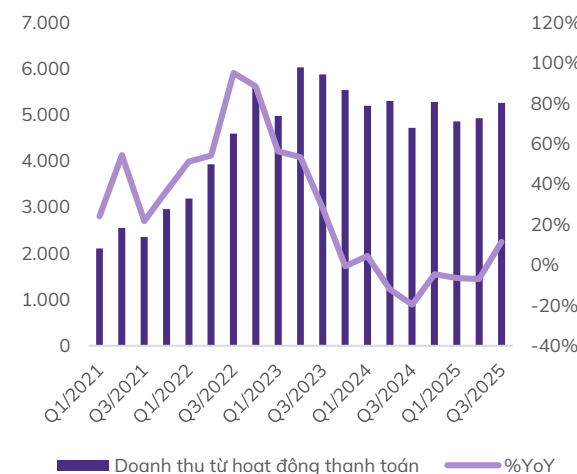
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ toàn ngành (tỷ đồng)



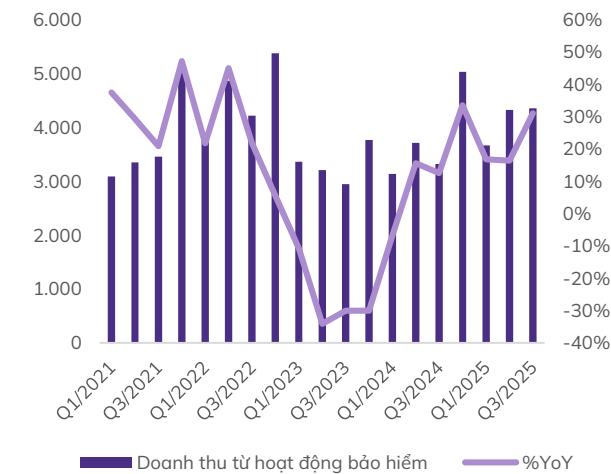
Chỉ số VNINDEX



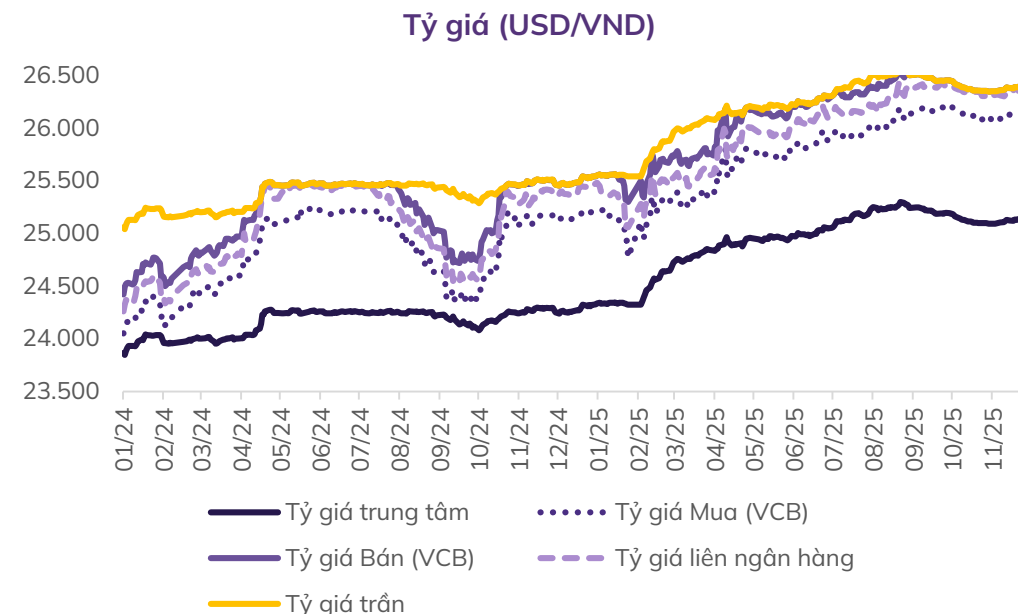
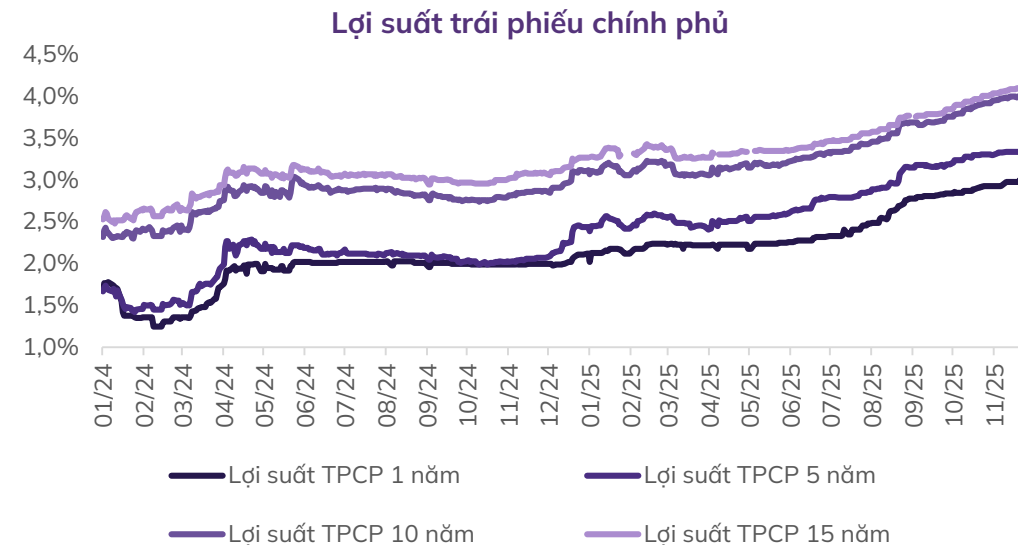
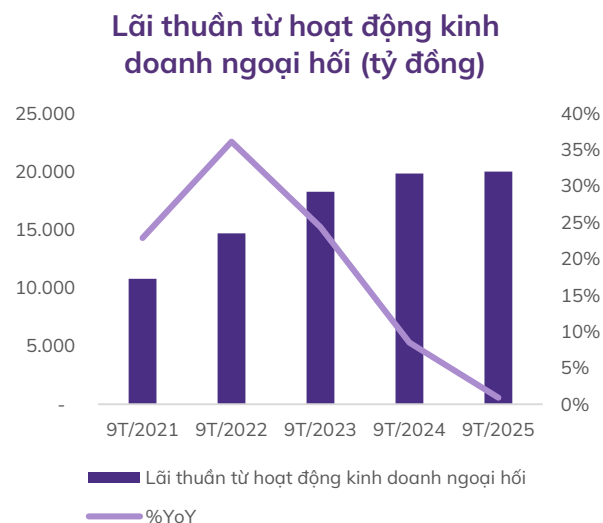
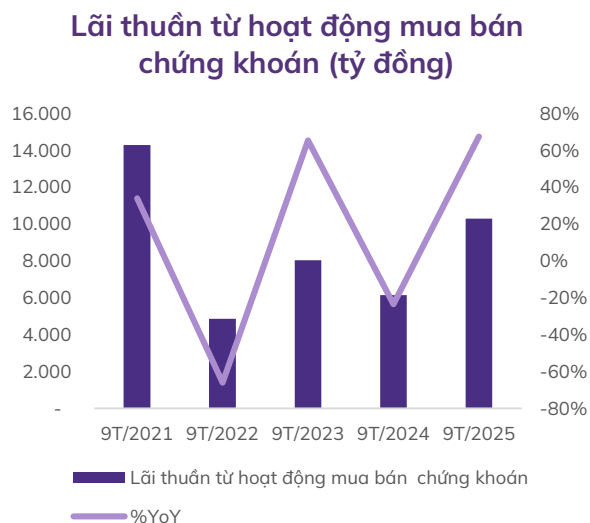
Lãi thuần từ hoạt động thanh toán (tỷ đồng)



Lãi thuần từ hoạt động bảo hiểm (tỷ đồng)



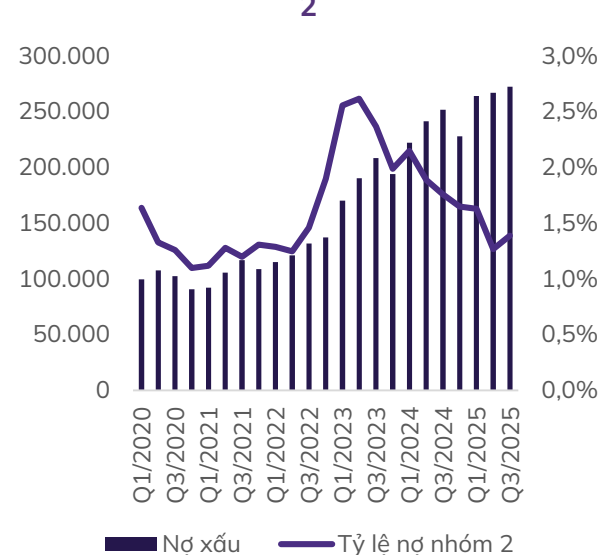
- Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ngoại hối chỉ tăng nhẹ 1,9% YoY trong 9T/2025. Cụ thể, lợi nhuận sụt giảm trong quý đầu năm nhưng tăng trưởng tốt trong Q2 và Q3 nhờ tỷ giá biến động mạnh. **Chúng tôi kỳ vọng thu nhập hoạt động này sẽ cải thiện hơn trong 2026** với việc Fed dự kiến tiếp tục thực hiện vài đợt hạ lãi suất trong 2026 khiến chênh lệch lãi suất VND và USD trên thị trường liên ngân hàng thu hẹp lại và tỷ giá bớt chịu áp lực hơn. Tuy nhiên rủi ro vẫn hiện hữu khi thâm hụt thương mại của các doanh nghiệp nội địa 9T/2025 đạt 20,2 tỷ USD, tăng mạnh svck 2024 là 15,84 tỷ USD và dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã giảm xuống mức 80 tỷ (thấp hơn khuyến nghị 3 tháng nhập khẩu của IMF).
- Lãi từ hoạt động mua bán chứng khoán khởi sắc mạnh mẽ trong 9T/2025 (+67,4% svck) nhờ VNINDEX thiết lập đỉnh mới tạo đà cho hoạt động tự doanh ở các CTCK liên kết với ngân hàng tăng mạnh. Tuy nhiên, nhiều ngân hàng có kết quả kinh doanh TPCP ảm đạm trong bối cảnh lợi suất TPCP chính phủ liên tục tăng. **Chúng tôi dự kiến sang năm 2026 lợi nhuận mảng này khó duy trì đà tăng như 2025 trong bối cảnh lãi suất trái phiếu chính phủ tiếp tục tăng.**



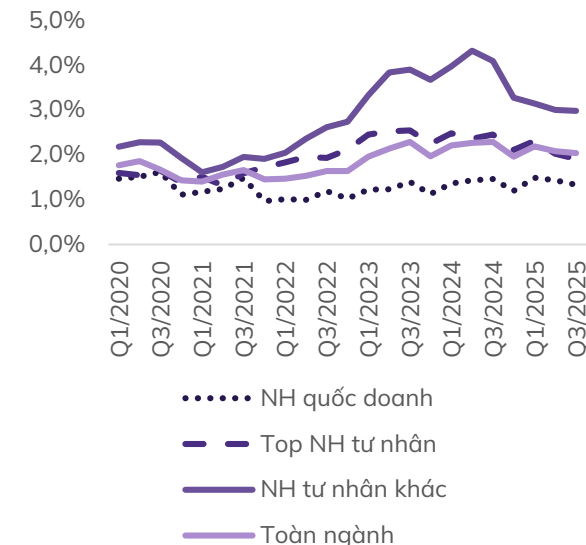
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN DẪN ỔN ĐỊNH...

- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) toàn ngành hạ nhiệt 2 quý liên tiếp, đạt mức 2,04%, giảm 4 bps QoQ nhưng tăng 8 bps YTD. Nhìn chung, tỷ lệ nợ xấu đã giảm mạnh so với mức đỉnh Q3/2024 nhờ nền kinh tế, bất động sản ấm dần lên, trong khi dư nợ tăng mạnh giúp giảm tỷ lệ nợ nhóm 2, 3 và việc luật hóa Nghị quyết 42/2017/QH14 thúc đẩy xử lý nợ xấu.
- Tuy nhiên, sự phân hóa vẫn hiện hữu rõ rệt giữa các nhà băng, một số ngân hàng như: MBB, STB, MSB, OCB, SHB đi lùi trong chất lượng tài sản trong khi ACB, VPB, CTG chứng kiến sự cải thiện đáng kể trong chất lượng tài sản. Đáng chú ý, MBB là ngân hàng có chất lượng tài sản nhanh chóng xấu đi khi nợ xấu tăng +27 bps lên mức 1,87% do một số khoản vay tái cơ cấu phản ánh vào bảng cân đối.
- Mặc dù nợ xấu chưa có sự cải thiện rõ ràng trong 9T/2025, nhưng nợ nhóm 2 liên tục sụt giảm là tín hiệu tích cực đáng ghi nhận. **Chúng tôi dự báo chất lượng tài sản sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026 với sự hỗ trợ tới từ:** (i), Nghị quyết 42/2017/QH14 ngành ngân hàng sẽ có một khung pháp lý giúp thúc đẩy việc xử lý nợ xấu nhanh chóng. (ii) Nền kinh tế cải thiện mạnh mẽ đi cùng với sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng và thị trường bất động sản.

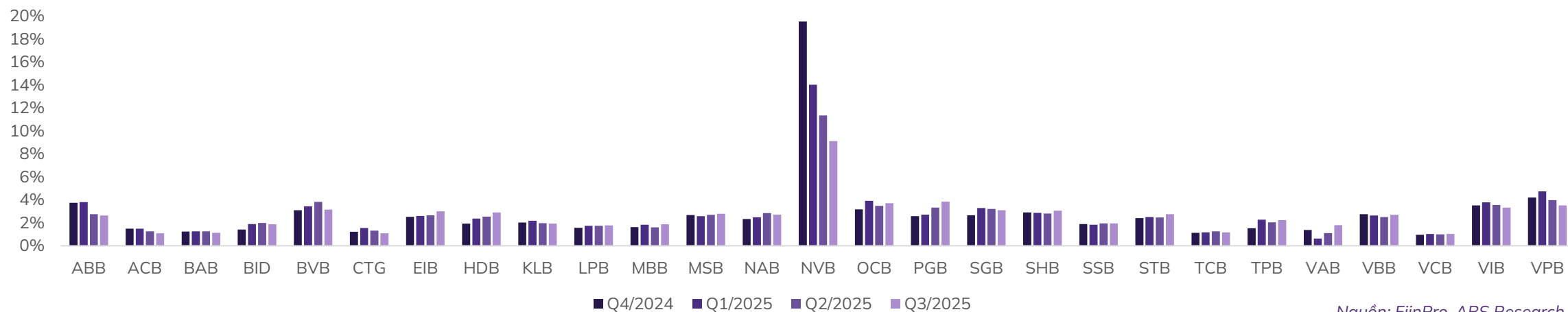
Nợ xấu (tỷ đồng) và tỷ lệ nợ nhóm 2



Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành

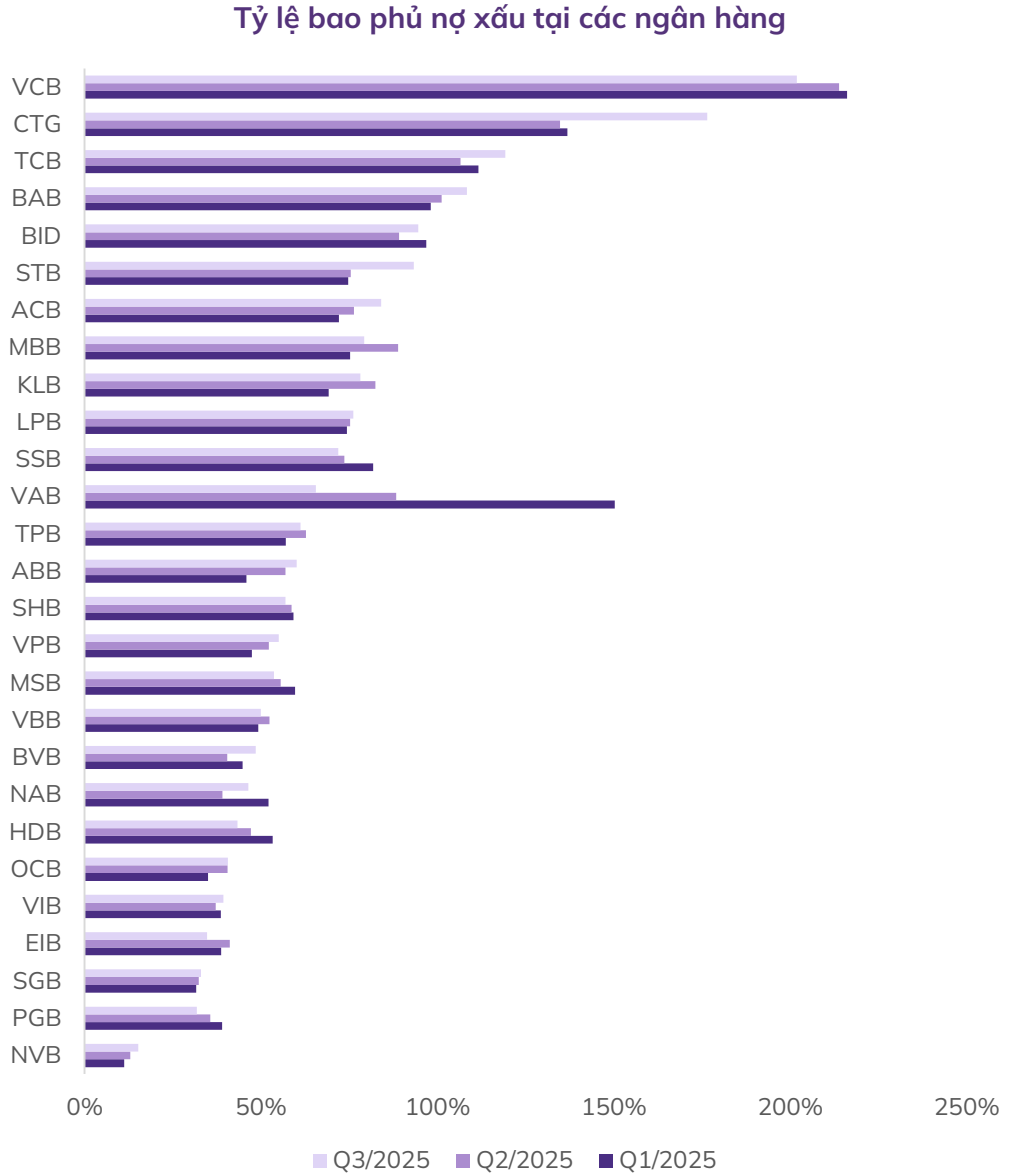
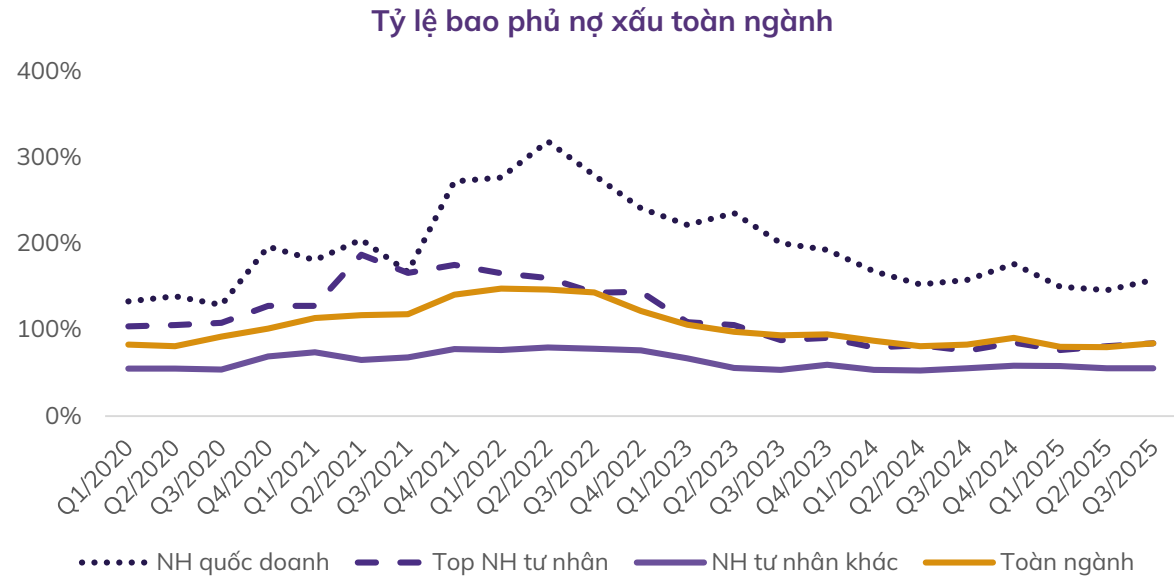


Tỷ lệ nợ xấu các ngân hàng niêm yết



...TRONG KHI BỘ ĐỆM DỰ PHÒNG CHƯA CẢI THIẾN

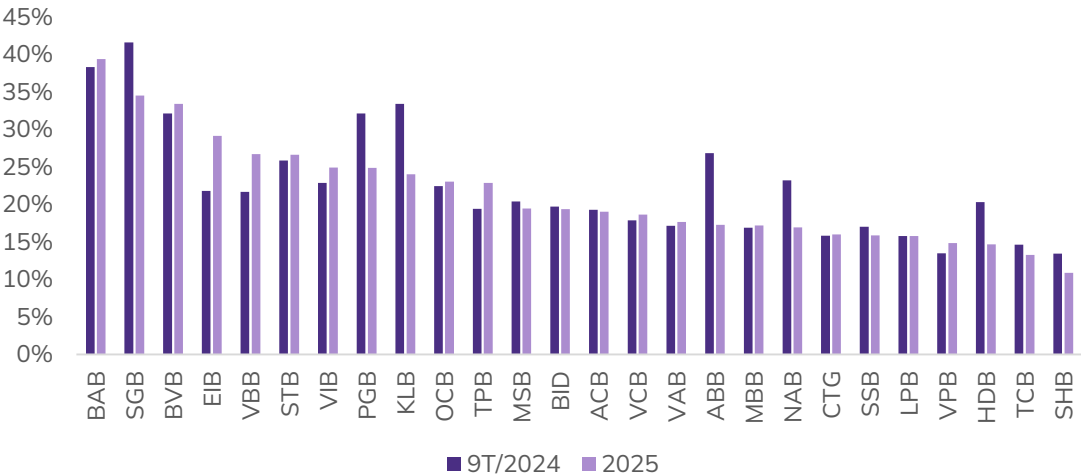
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 84,3% trong Q3/2025, hồi phục nhẹ từ mức đáy 79,8% ghi nhận trong Q2/2025. Tuy nhiên, nếu tính trung bình trong 9T/2025, bộ đệm dự phòng tiếp tục xu hướng thu hẹp với tỷ lệ bao phủ nợ xấu chỉ đạt 81,5%, thấp nhất trong 6 năm qua.
- Tiếp tục chứng kiến sự phân hóa rõ nét giữa các ngân hàng. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các ngân hàng quốc doanh vẫn vượt xa các ngân hàng tư nhân. Đáng chú ý, một số ngân hàng cải thiện bộ đệm dự phòng trong khi có tỷ lệ nợ xấu giảm như: ACB ,CTG, VPB,...
- **Chúng tôi cho rằng áp lực trích lập dự phòng của các ngân hàng tư nhân trong thời gian tới là hiện hữu khi một số ngân hàng giảm tỷ lệ trích lập dự phòng trong khi nợ xấu tăng, từ đó sẽ ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng luật hóa Nghị quyết 42/2017/QH14 và sự hồi phục của nền kinh sẽ giúp ngành ngân hàng đẩy nhanh quá trình nợ xấu, giúp gia tăng các khoản hoàn nhập dự phòng.**



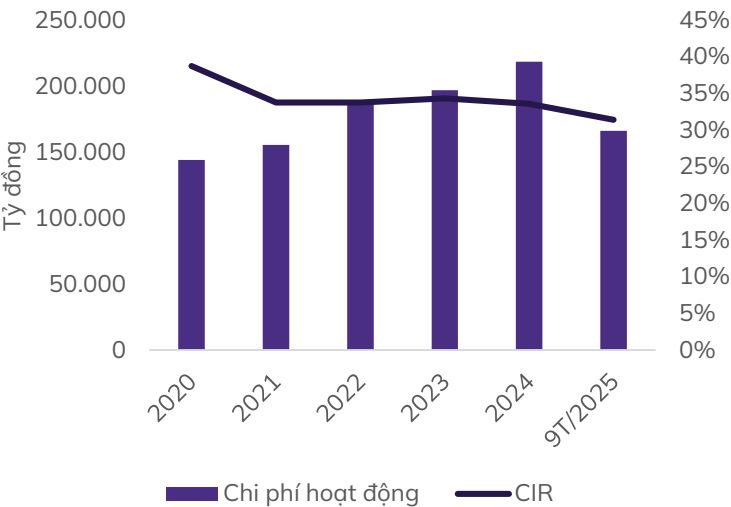
CIR TIẾP TỤC ĐƯỢC CẢI THIỆN

- Tỷ lệ CIR toàn ngành ngân hàng đang giảm xuống mức thấp kỷ lục 31,4% từ mức 38,7% năm 2020, phản hiệu quả chuyển đổi số. TCB tiếp tục khẳng định vị thế dẫn đầu khi dành tới 7.407 tỷ đồng cho đầu tư công nghệ từ khi thành lập đến nay. Ngoài ra, các ngân hàng tiếp tục tăng hiệu suất nhân viên với tỷ lệ Chi phí nhân viên/Thu nhập hoạt động khá thấp ở một số ngân hàng như: SHB, TCB, HDB.
- Chúng tôi cho rằng CIR Q4/2025 có thể bật tăng nhẹ do nhiều khoản chi phí được ghi nhận vào dịp cuối năm. CIR toàn ngành dự kiến cải thiện trong 2026, giảm xuống mức 31,5% nhờ vào việc các ngân hàng tiếp tục nâng cấp core banking, tự động hóa quy trình, triển khai eKYC, áp dụng AI và chuyển 70–90% giao dịch sang kênh số, giúp CIR tiếp tục thu hẹp.

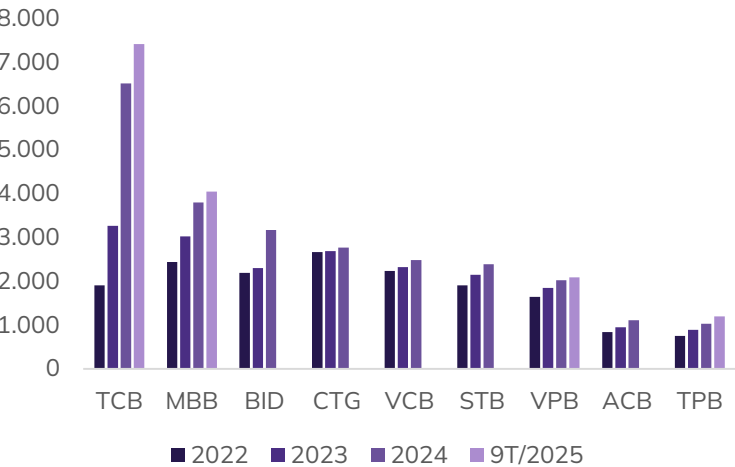
Chi phí nhân viên/Thu nhập hoạt động các ngân hàng



CIR toàn ngành (%)



Một số ngân hàng đứng đầu trong đầu tư công nghệ (tỷ đồng)



CIR 9T/2025 các ngân hàng



- Thông tư 14/2025 là bước đầu tiên đưa ngành ngân hàng tiến gần hơn tới chuẩn mực Basel III và hoàn thiện khung pháp lý, tập trung vào việc nâng cao chuẩn mực an toàn vốn, quản trị rủi ro và minh bạch hoạt động tín dụng của các tổ chức tín dụng. Ngoài việc yêu cầu các ngân hàng tiếp tục duy trì tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu là 8% như trước đây, thông tư còn yêu cầu ngân hàng duy trì một lượng vốn bổ sung, gọi là bộ đệm bảo toàn vốn (Capital conservation buffer - CCB) áp dụng từ năm 2030 nhằm đảm bảo khả năng chống chịu khi đối mặt với các cú sốc kinh tế.
 - Các ngân hàng quốc doanh (NHQD) có quy mô tài sản rất lớn nhưng tỷ lệ CAR chỉ xung quanh mức 8 – 9% sẽ đứng trước áp lực rất lớn. Trong các năm tới, các NHQD khả năng cao sẽ phải dừng lại việc chia cổ tức bằng tiền mặt, dùng toàn bộ lợi nhuận giữ lại để tăng vốn, phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược, phát hành cổ phiếu thưởng cho nhân viên, phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Bên cạnh đó, danh mục tín dụng cần phải đa dạng hóa hơn, tránh phân bổ quá nhiều vốn vào các lĩnh vực có hệ số rủi ro cao. Trái ngược với các NHQD, các ngân hàng TMCP lớn và vừa phần nào ít áp lực hơn khi đã duy trì tỷ lệ CAR ở mức trên 11%, có thể chủ động mở rộng tín dụng mà không phải chịu nhiều áp lực từ việc đáp ứng yêu cầu CAR.
 - Ngoài ra, Thông tư 14 cũng hướng tín dụng chảy vào các lĩnh vực được ưu tiên khi giảm hệ số rủi ro tín dụng cho các lĩnh vực như: cá nhân tiêu dùng, cho vay NOXH, nông nghiệp,...
 - Tính riêng 9T/2025, vốn điều lệ của 27 ngân hàng niêm yết đạt 866 nghìn tỷ đồng, tăng 12,3 % so với đầu năm. Các NHQD chậm chễ trong quá trình tăng vốn năm ngoái, đã qua trở lại tăng vốn mạnh mẽ trong năm nay. Bên cạnh đó, hàng loạt các ngân hàng TMCP tư nhân như SHB, HDB, ABB,... cũng có kế hoạch tham gia vào cuộc đua tăng vốn trong thời gian tới.
- Chúng tôi cho rằng xu hướng này tiếp tục sẽ diễn ra trong 2026** trong bối cảnh ngành ngân hàng đang chuẩn bị những bước đi đầu tiên hướng tới Basel III và nâng cao sức cạnh tranh cũng khả năng chống chịu trước những biến động toàn cầu.

Yêu cầu về bộ đệm bảo toàn vốn (Capital conservation buffer - CCB) theo Thông tư 14

Tỷ lệ	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
CCB	0,63%	1,25%	1,88%	2,50%
Vốn lõi cấp 1 (bao gồm CCB)	5,13%	5,75%	6,38%	7%
Vốn cấp 1 (bao gồm CCB)	6,63%	7,25%	7,88%	8,50%
CAR (bao gồm CCB)	8,63%	9,25%	9,88%	10,50%

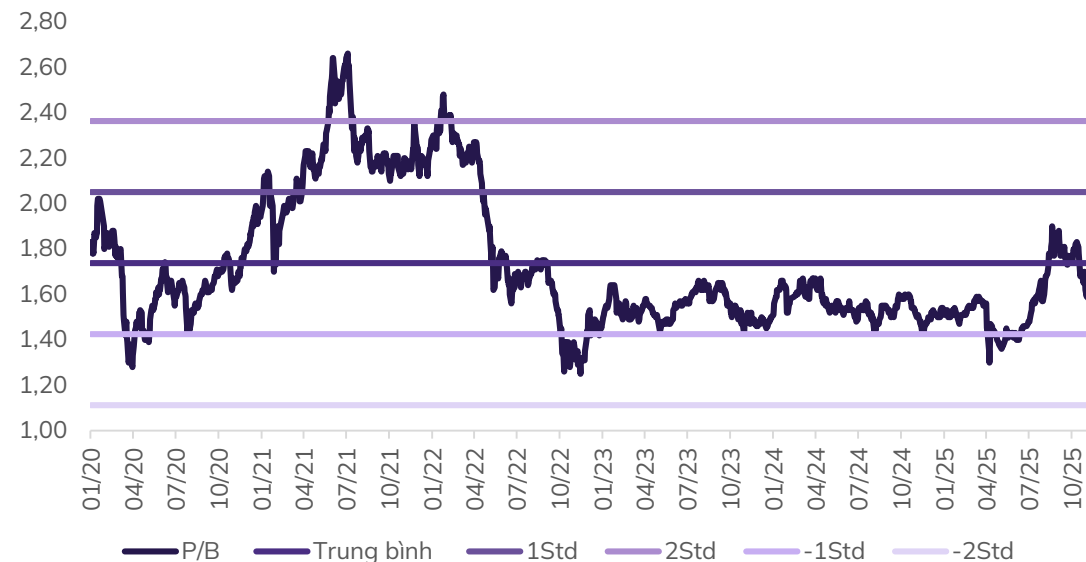
Hoạt động tăng vốn của một số ngân hàng trong năm 2025

Mã CK	Vốn điều lệ tại ngày 31/12/2024 (tỷ đồng)	Vốn sau khi hoàn thành phương án (tỷ đồng)	Hình thức tăng vốn
VCB	55.891	88.988	Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức tỷ lệ 49,5% (hoàn thành) Phát hành 543,1 triệu cổ phiếu riêng lẻ (chưa hoàn thành)
BID	68.975	91.870	Phát hành riêng lẻ gần 124 triệu cổ phiếu (hoàn thành) Phát hành riêng lẻ với số lượng tối đa 146 triệu cổ phiếu, cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 19,9% và 498,5 cổ phiếu thưởng từ nguồn vốn chủ sở hữu (chưa hoàn thành)
CTG	53.700	77.669	Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 44,63% (chưa hoàn thành)
HDB	35.101	46.679	Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức năm 2024 (tỷ lệ 25%) và cổ phiếu thưởng từ nguồn vốn chủ sở hữu tỷ lệ 5% (chưa hoàn thành)
SHB	35.225	70.450	Phát hành 459 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, 200 triệu cổ phiếu riêng lẻ và 90 triệu cổ phiếu ESOP (chưa hoàn thành)
MBB	53.063	80.550	Phát hành cổ phiếu để chia cổ tức với tỷ lệ 32% (hoàn thành)

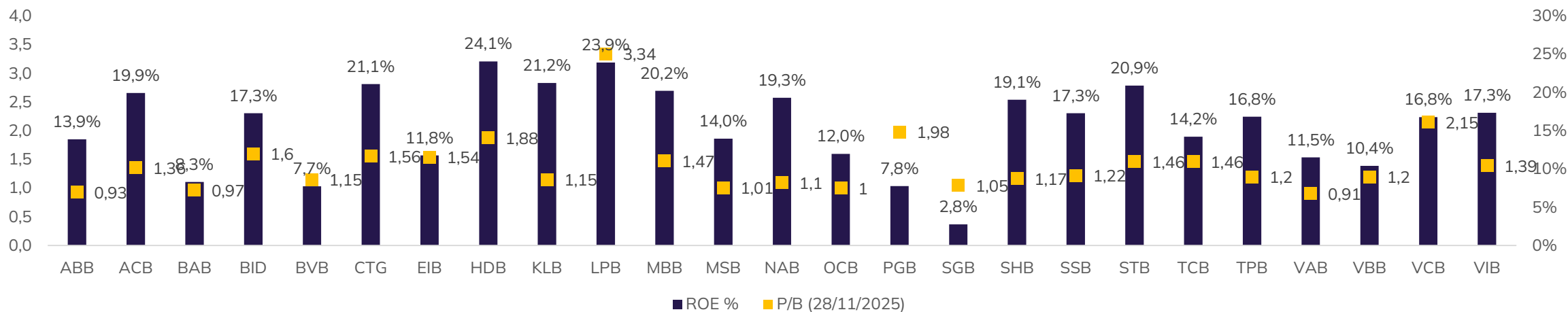
TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN TRONG DÀI HẠN

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của toàn ngành sẽ ở mức 15% - 20% so với năm 2025 với động lực cải thiện đến từ cả thu nhập tín dụng và thu nhập ngoài lãi. Chúng tôi cũng cho rằng sẽ tiếp tục có sự phân hóa tăng trưởng lợi nhuận giữa các ngân hàng. Những nhà băng nào cải thiện được NIM, tăng trưởng tín dụng tốt hơn trung bình ngành và chất lượng tài sản tốt sẽ có triển vọng lợi nhuận khả quan hơn trong 2026.
- P/B ngành ngân hàng đang ở mức 1,59x tại ngày 28/11/2025, tuy có cải thiện so với cuối năm 2024 nhưng vẫn thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 1,74x. Với triển vọng tăng trưởng tín dụng bền vững, NIM cải thiện nhẹ, chất lượng tài sản dần ổn định, tăng vốn hướng tới Basel III thì chúng tôi đánh giá ngành ngân hàng xứng đáng có mức định giá tốt hơn trong tương lai. Các cổ phiếu được chúng tôi khuyến nghị bao gồm: **TCB, VPB, BID**.

P/B ngành ngân hàng



ROE và P/B một số ngân hàng



Nguồn: FiinPro, ABS Research

NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (TCB – HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 35.750 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 44.500 VNĐ (+24,5%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2025 ổn định với thu nhập hoạt động đạt (TOI) 38.596 tỷ đồng (+3% YoY) và 23.384 tỷ lợi nhuận trước thuế (LNTT) (+2% YoY), hoàn thành 74% kế hoạch lợi nhuận năm 2025.
- ✓ Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của TCB tăng trên mức 20% YTD trong năm 2026 được hỗ trợ bởi:
 - (i), Thị trường bất động sản phục hồi sau những biện pháp tháo gỡ của chính phủ với thị trường bất động sản. Đặc biệt, việc mở bán các dự án Vinhomes và Masteri tiếp tục là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng trong năm 2026.
 - (ii), TCB đa dạng hóa khoản vay cho các khu vực mới của nền kinh tế như hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), du lịch, nghỉ dưỡng và tiện ích từ đó giảm sự phụ thuộc vào các lĩnh vực cho vay truyền thống như bất động sản.
 - (iii), Dư nợ cho vay ký quỹ của TCBS tiếp tục dẫn đầu thị trường nhờ lãi suất cạnh tranh cùng với nhiều gói ưu đãi được đưa ra.
- ✓ **Chất lượng tài sản kỳ vọng được cải thiện** nhờ (i) Chính phủ dự kiến luật hóa Nghị quyết 42/2027/QH14 về xử lý nợ xấu vào cuối tháng 6/2025, từ đó ngành ngân hàng sẽ có một khung pháp lý giúp thúc đẩy việc xử lý nợ xấu nhanh chóng; (ii) Nền kinh tế cải thiện mạnh mẽ đi cùng với sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng và thị trường bất động sản; (iii) TCB tiếp tục triển khai nhiều chính sách hỗ trợ cho vay hấp dẫn, linh hoạt và phù hợp với đa dạng nhu cầu tài chính, tạo điều kiện cho khách hàng thanh toán các khoản vay.
- ✓ **Thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ khởi sắc hơn**, động lực thúc đẩy chủ yếu đến từ việc thành lập công ty bảo hiểm nhân thọ và mua lại công ty bảo hiểm phi nhân thọ trong 2025 giúp hồi phục doanh thu banca, tư vấn phát hành khởi sắc hơn và tăng cường các hoạt động thu hồi xử lý nợ xấu.
- ✓ TCX được IPO và niêm yết thành công giúp nâng định giá ngân hàng.

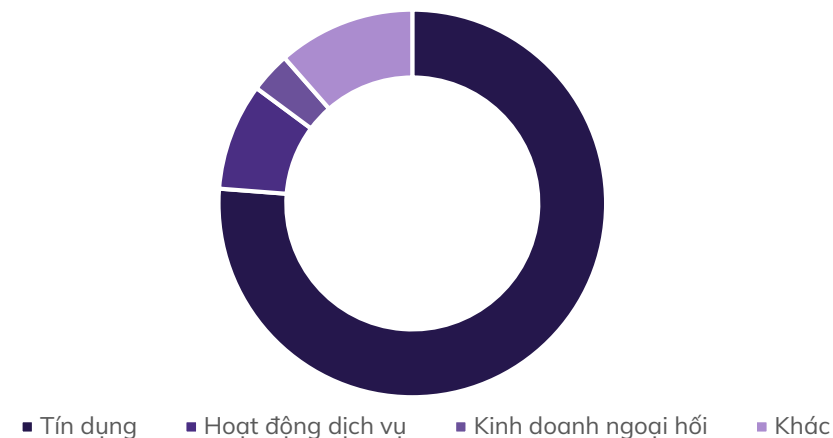
RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Tỷ lệ nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

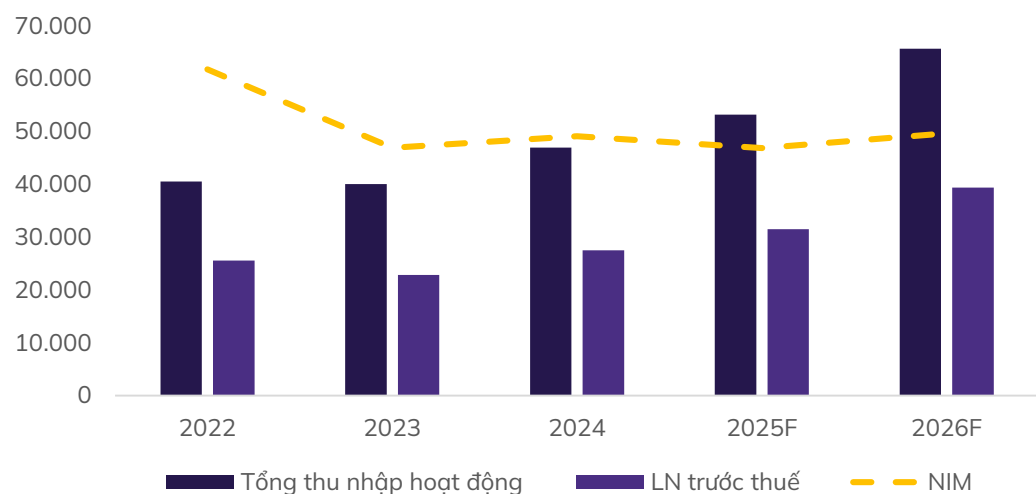
Các chỉ tiêu kinh doanh chính

CHỈ TIÊU	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	46.990	53.223	65.690
%YoY	17,3%	13,3%	23,4%
NIM	4,21%	4,02%	4,25%
LN trước thuế	27.538	31.545	39.378
% YoY	19,6%	14,5%	24,8%
EPS (đ/cp)	3.049	3.507	4.376
BVPS (đ/cp)	20.583	24.085	28.456
NPL (%)	1,12%	1,17%	1,10%
Dự phòng/ nợ xấu(%)	114%	114%	118%
ROA (%)	2,4%	2,3%	2,4%
ROE (%)	15,4%	15,4%	16,4%

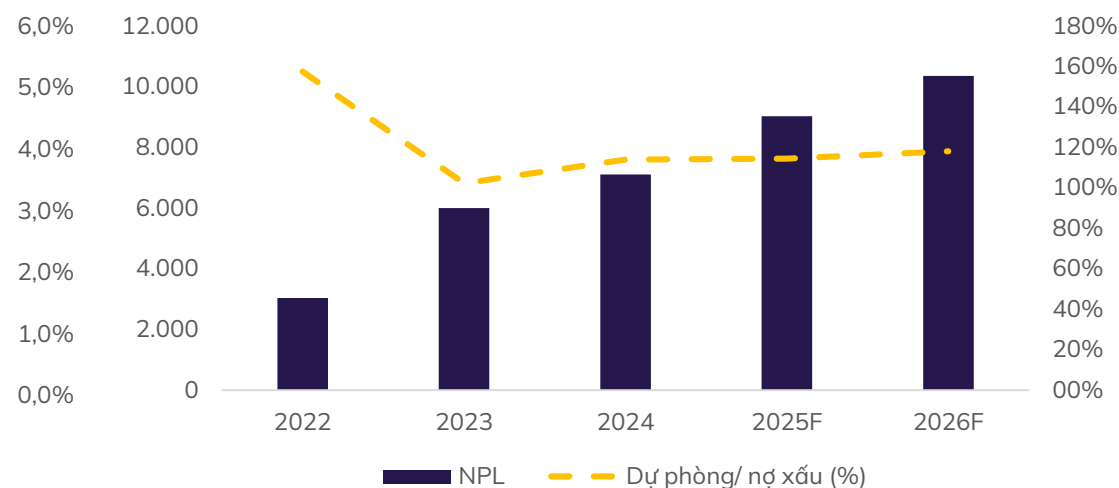
Cơ cấu tổng thu nhập



Kết quả kinh doanh



Nợ xấu và Tỷ lệ dự phòng / Nợ xấu



NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (VPB – HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025) 29.250 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU : 35.800 VNĐ (+22,4%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ Kết quả kinh doanh 9T/2025 khởi sắc 52.040 tỷ TOI (+17% YoY) và 20.396 tỷ LNTT (+47% YoY), hoàn thành 81% kế hoạch lợi nhuận năm 2025.
- ✓ **Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ tăng trưởng tín dụng trên 20% nhờ:**
 - (i), Việc tiếp nhận GPBank giúp VPB tăng khả năng tiếp cận khách hàng mới và chào bán thêm các sản phẩm tín dụng mới, thúc đẩy tăng trưởng dư nợ.
 - (ii), Thị trường bất động sản đang ấm dần lên với hàng loạt các dự án dự kiến được mở bán trong 2026, thúc đẩy dòng vốn chảy mạnh vào lĩnh vực này.
 - (iii), Sang năm 2026, tín dụng bán lẻ được kỳ vọng sẽ tăng tốc trở lại nhờ nền kinh tế hồi phục cùng với quy định nới lỏng hơn trong việc cho vay khi nghị định 156/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 01/07/2025 cho phép các cá nhân và hộ gia đình có thể vay tối đa 300 triệu đồng tại các tổ chức tín dụng mà không cần tài sản thế chấp.
- ✓ Với các sản phẩm mới như “Super sinh lời” kỳ vọng phần nào đó sẽ cải thiện CASA, từ đó **giữ ổn định NIM trong 2026**.
- ✓ **Chất lượng tài sản khả quan** với (i), Luật hóa nghị quyết 42 có hiệu lực thi hành từ ngày 15/10/2025 giúp VPB đẩy mạnh quá trình xử lý nợ xấu, giảm thời gian xử lý, cải thiện hiệu quả thu hồi nợ cũng như cải thiện dòng tiền hoàn nhập giúp tăng cường khả năng mở rộng tín dụng. (ii), Dư nợ của các dự án bất động sản dần được tháo gỡ trong 2026. (iii), Công tác thu hồi nợ xấu được đẩy mạnh, quyết liệt thực hiện các giải pháp xử lý đảm bảo cơ cấu danh mục hợp lý, hiệu quả.
- ✓ VPX IPO và niêm yết thành công giúp nâng định giá của ngân hàng.

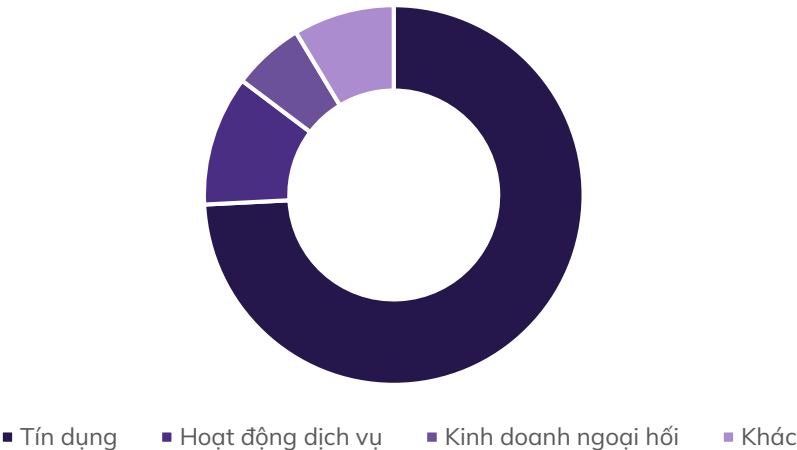
RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Chậm trễ trong quá trình xử lý nợ xấu gây áp lực lên bộ đệm dự phòng trong năm tới.

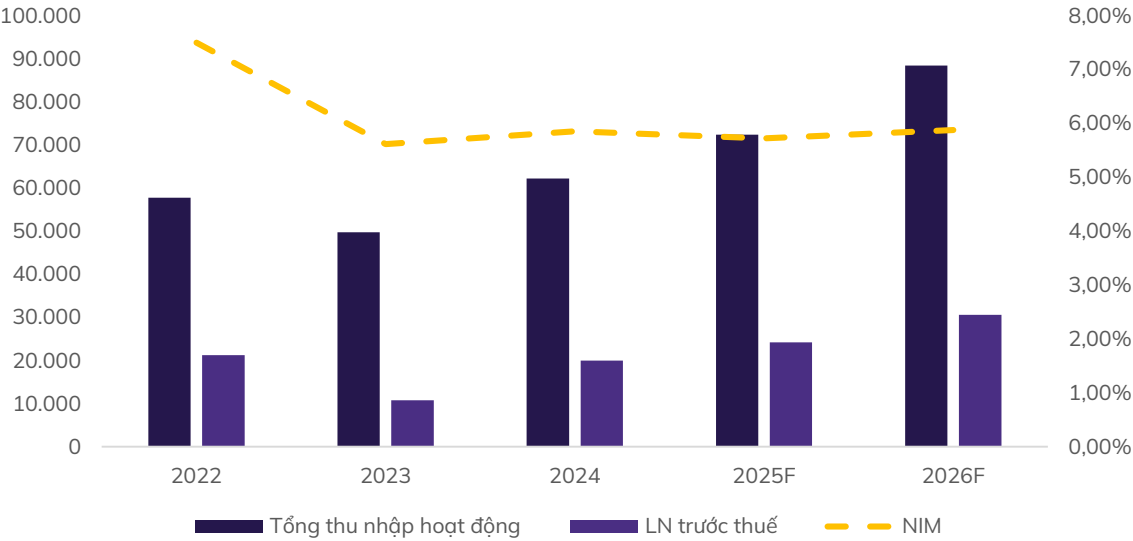
Các chỉ tiêu kinh doanh chính

CHỈ TIÊU	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	62.255	72.375	88.470
%YoY	25,2%	16,3%	22,2%
NIM	5,85%	5,72%	5,88%
LN trước thuế	15.815	20.754	24.108
% YoY	88,2%	20,3%	26,2%
EPS (đ/cp)	1.989	2.616	3.039
BVPS (đ/cp)	17.886	20.497	23.531
NPL (%)	4,20%	4,00%	3,80%
Dự phòng/ nợ xấu(%)	56%	51%	48%
ROA (%)	1,8%	1,9%	2,0%
ROE (%)	11,0%	13,2%	13,4%

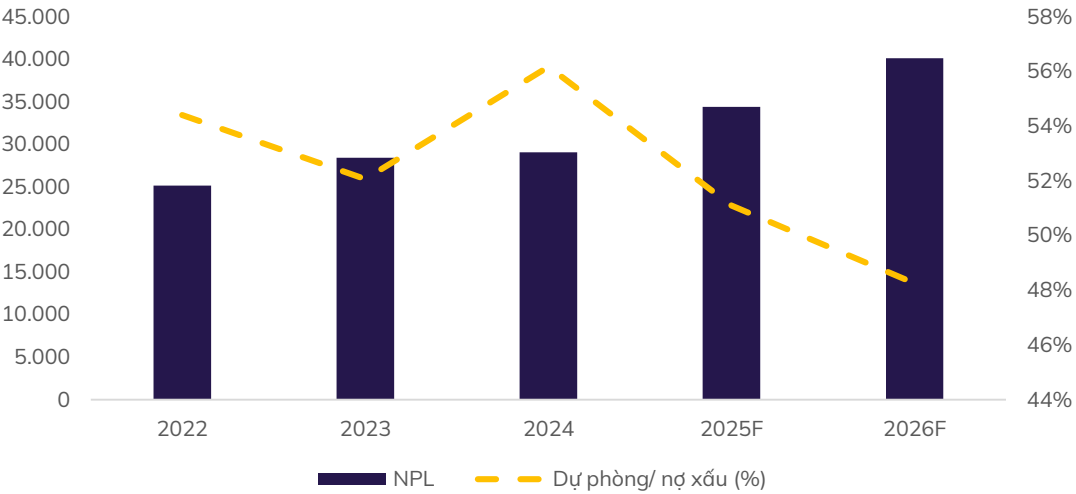
Cơ cấu tổng thu nhập



Kết quả kinh doanh



Nợ xấu và Tỷ lệ dự phòng / Nợ xấu



NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (BID – HOSE) – MUA
GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025) 37.100 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU : 45.800 VNĐ (+23,5%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ Kết quả kinh doanh 9T/2025 ổn định 61.141 tỷ TOI (+11,9% YoY) và 23.632 tỷ LNTT (+7,2% YoY).
- ✓ **Chúng tôi kỳ vọng BID sẽ tăng trưởng tín dụng trên 15% nhờ:**
 - (i), Thị trường bất động sản ấm dần lên, tạo điều kiện cho các gói vay mua nhà cạnh tranh của BID tiếp tục được đẩy mạnh.
 - (ii), Nhu cầu vay của doanh nghiệp SME và bán lẻ cũng được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong năm 2026 khi chính phủ liên tục đưa ra những giải pháp hỗ trợ: miễn, giảm thuế TNDN cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, việc gia hạn chính sách giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026,...
- ✓ **Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện nhẹ trong 2026** nhờ ngân hàng tiếp tục gia tăng lợi suất cho vay chuyển dịch dần sang cho vay bán lẻ, cùng với đó giảm bớt các gói cho vay ưu đãi. Ngoài ra, BID cải thiện chi phí vốn thông qua việc tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất thấp và đẩy mạnh CASA.
- ✓ **Chất lượng tài sản được kỳ vọng cải thiện** nhờ nền kinh tế ấm dần lên cùng với sự phục hồi của các hoạt động sản xuất kinh doanh, xuất nhập khẩu và thị trường bất động sản.
- ✓ Trong T3/2025, ngân hàng đã bán chào bán thành công 123,8 triệu cổ phiếu, tương ứng tỷ lệ 1,8% với giá 38.800 đồng/cp. Nâng vốn điều lệ của ngân hàng tăng từ 68.975 tỷ đồng lên 70.213 tỷ đồng. Ngân hàng cũng có kế hoạch tìm kiếm các nhà đầu tư tiềm năng trong và ngoài trong thời gian tới nước để tiếp tục triển khai phát hành riêng lẻ giúp nâng hệ số CAR của ngân hàng đáp ứng những tiêu chuẩn khắt khe hơn về vốn của Thông tư 14/2025.

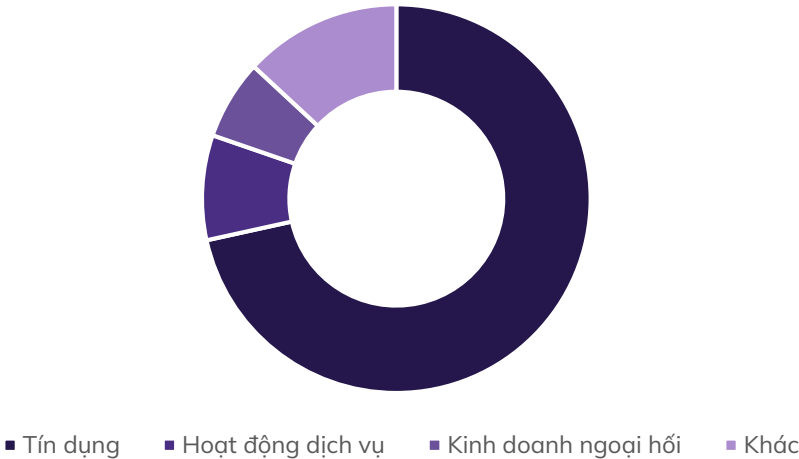
RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Chậm trễ trong quá trình nâng vốn.

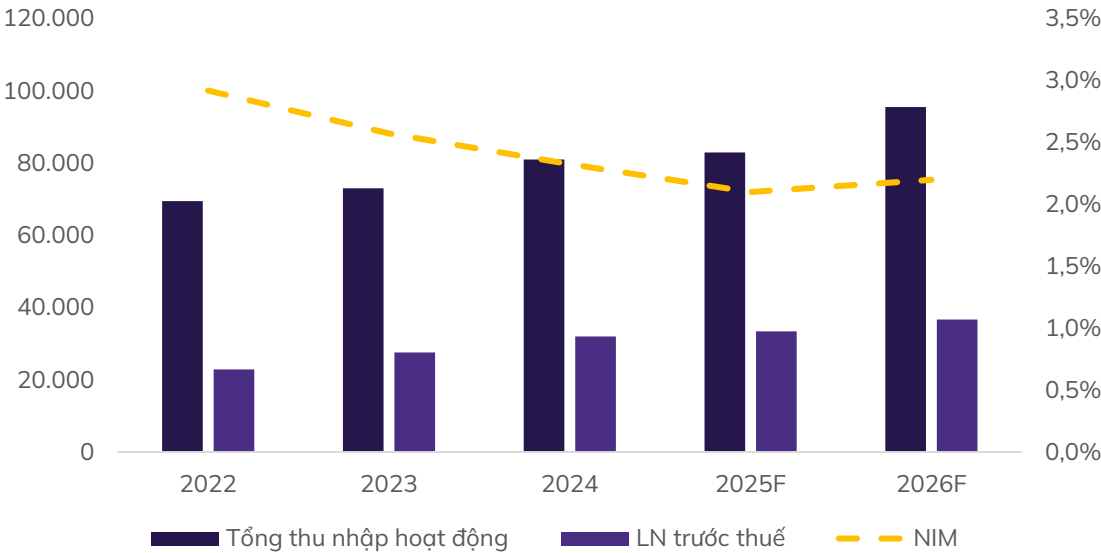
Các chỉ tiêu kinh doanh chính

CHỈ TIÊU	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	81.060	82.971	95.559
%YoY	11,00%	2,40%	15,20%
NIM	2,40%	2,10%	2,20%
LN trước thuế	31.383	33.396	36.707
% YoY	13,80%	6,40%	9,90%
EPS (đ/cp)	3.187	3.282	3.620
BVPS (đ/cp)	20.192	23.353	29.828
NPL (%)	1,40%	1,30%	1,40%
Dự phòng/ nợ xấu(%)	134%	111%	98%
ROA (%)	0,90%	0,80%	0,80%
ROE (%)	17,10%	15,20%	13,60%

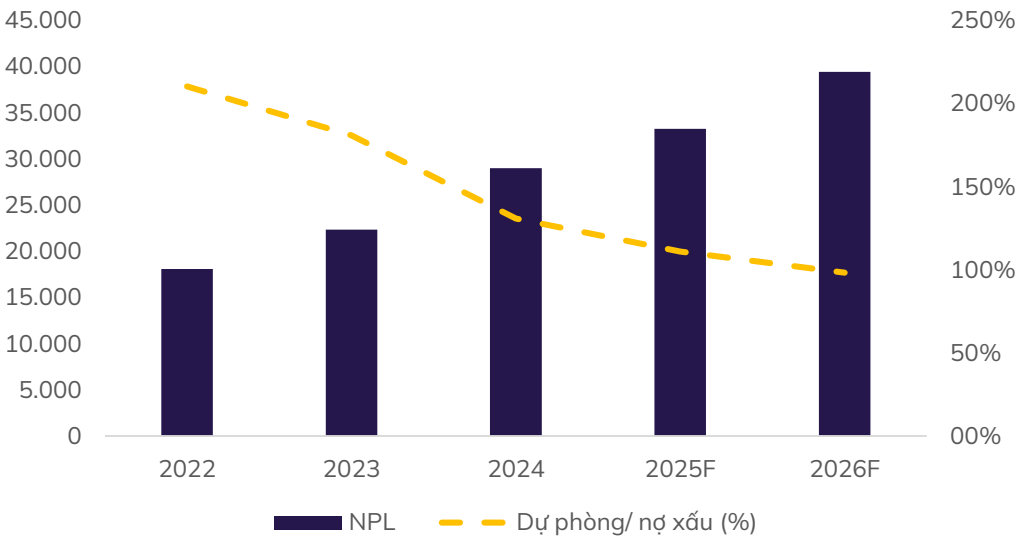
Cơ cấu tổng thu nhập



Kết quả kinh doanh



Nợ xấu và Tỷ lệ dự phòng / Nợ xấu



NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Hiện đại hóa và nâng hạng thị trường

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



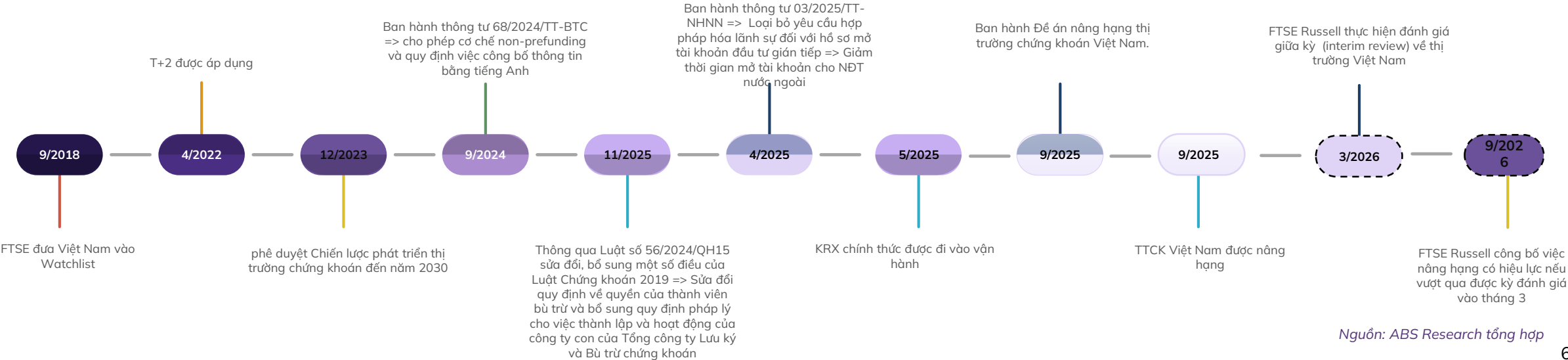
Trải nghiệm ngay bảng giá
ABS Web Trading



THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM CHÍNH THỨC ĐƯỢC NÂNG HẠNG SAU NHIỀU LẦN TRỄ HẸN

- Vào ngày 8/10/2025, FTSE Russell đã thông báo nâng hạng Việt Nam từ thị trường cận biên lên mới nổi thứ cấp, bắt đầu có hiệu lực từ tháng 9/2026, với điều kiện vượt qua đánh giá giữa kỳ vào tháng 3/2026 nhằm xem xét mức độ cải thiện trong việc tiếp cận của các nhà môi giới nước ngoài. Sự kiện này đánh dấu một bước ngoặt quan trọng trong tiến trình hội nhập tài chính quốc tế, phản ánh những cải thiện mạnh mẽ về minh bạch thông tin, cơ sở hạ tầng giao dịch, cơ chế thanh toán – bù trừ và môi trường đầu tư dễ tiếp cận hơn đối với nhà đầu tư nước ngoài. Đặc biệt, vào tháng 5/2025, hệ thống KRX chính thức đi vào vận hành, kỳ vọng mang tới những thay đổi trong thời gian tới như: giao dịch trong ngày (T+0); bán khống (short selling); rút ngắn thời gian thanh toán hay hợp đồng quyền chọn (option contract),...
- Việc nâng hạng không chỉ giúp tăng niềm tin của giới đầu tư toàn cầu, mà còn mở ra dòng vốn ngoại quy mô lớn từ các quỹ đầu tư theo chỉ số như FTSE Emerging Index, như chúng tôi ước tính hút 800 triệu USD vốn ngoại từ các nhà đầu tư thụ động FTSE và 4-6 tỷ USD từ các quỹ chủ động khác vào Việt Nam. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp niêm yết trong nước sẽ được định giá lại tích cực hơn, nhờ thanh khoản cải thiện và sự quan tâm từ các tổ chức quốc tế. Tuy nhiên, việc nâng hạng cũng đặt ra yêu cầu cao hơn về chuẩn mực quản trị công ty, minh bạch thông tin và kỷ luật thị trường, đòi hỏi cơ quan quản lý và các doanh nghiệp phải tiếp tục nỗ lực duy trì tiêu chuẩn quốc tế. Trước những thách thức trên, nhiều cải cách đã được đưa ra như: Nghị định 245/2025/NĐ-CP chú trọng đến việc tháo gỡ rào cản cho nhà đầu tư nước ngoài, Thông tư 102 nhằm siết chặt chỉ tiêu an toàn tài chính của công ty chứng khoán,... Nhìn chung, đây là bước tiến mang tính chiến lược, góp phần nâng cao vị thế của thị trường vốn Việt Nam trên bản đồ tài chính toàn cầu, thúc đẩy huy động vốn cho nền kinh tế và hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Các mốc quan trọng trong lộ trình nâng hạng thị trường



Nguồn: ABS Research tổng hợp

• CÁC MÃ CHỨNG KHOÁN DỰ KIẾN ĐƯỢC HƯỞNG LỢI SAU KHI NÂNG HẠNG

Các mã chứng khoán có vốn hóa lớn và còn nhiều dư địa sở hữu nước ngoài dự kiến sẽ được hưởng lợi

Mã CK	Vốn hóa (nghìn tỷ đồng)	% Tỷ lệ Free float	% Nước ngoài được phép sở hữu	% Dư địa sở hữu nước ngoài
VIC	1.003	35%	48%	45%
VCB	480	11%	30%	9%
VHM	423	30%	50%	41%
HPG	204	55%	49%	30%
VNM	134	40%	100%	50%
VJC	120	45%	30%	23%
MSN	112	60%	105%	81%
STB	92	95%	30%	15%
VRE	78	40%	50%	36%
SHB	77	70%	30%	26%
SSI	68	70%	100%	67%
SAB	60	11%	100%	41%
PLX	43	10%	20%	5%
GEX	42	70%	50%	42%
EIB	41	80%	30%	27%
KDH	39	65%	50%	22%
VIX	38	100%	100%	92%
DGC	36	60%	49%	38%
KBC	33	55%	49%	39%
VND	28	75%	100%	90%
FRT	25	55%	49%	17%
VCI	24	60%	100%	85%
PDR	22	60%	50%	41%
DXG	19	85%	50%	30%
DIG	16	90%	40%	36%
DPM	16	40%	50%	46%
KDC	15	30%	50%	34%

- Trong bối cảnh toàn cầu đang bước vào kỷ nguyên chuyển đổi số sâu rộng, tài sản số đã trở thành một lĩnh vực được nhiều quốc gia quan tâm xây dựng khung pháp lý để thúc đẩy đổi mới sáng tạo, song vẫn đảm bảo an toàn hệ thống tài chính. Trên thế giới, các trung tâm tài chính như Mỹ, Nhật Bản, Singapore, Thụy Sĩ, Trung Quốc và Liên minh châu Âu (EU) đã sớm ban hành quy định quản lý tài sản số ở nhiều cấp độ khác nhau.
- Đứng trước xu thế đó Việt Nam vào ngày ban hành Luật công nghiệp công nghệ số có hiệu lực từ ngày 14/06/2025. Luật này chính thức công nhận khái niệm “tài sản số” bao gồm cả “Tài sản ảo trên môi trường điện tử” và “Tài sản mã hóa”. Sau đó, vào ngày 09/9/2025, chính phủ đã ban hành Nghị quyết 05/2025/NQ-CP về việc triển khai thí điểm thị trường tài sản mã hóa tại Việt Nam. Nghị quyết đánh dấu một bước tiến lớn trong việc đưa lĩnh vực tài sản mã hóa ra khỏi “vùng xám” pháp lý tại Việt Nam, tạo khung thử nghiệm có kiểm soát để Việt Nam có thể phát triển thị trường này minh bạch hơn. Ngoài ra, việc quy định rõ điều kiện phát hành, giao dịch, điều kiện cấp phép tổ chức dịch vụ quản lý tài sản mã hóa sẽ giúp hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư, bảo vệ quyền lợi của các bên và tăng tính an toàn hệ thống.
- Trước cơ hội trên, nhiều doanh nghiệp có hệ sinh thái là ngân hàng hoặc công ty chứng khoán,... đã thể hiện tham vọng bằng cách thành lập các pháp nhân tham gia thí điểm tài sản mã hóa này. Cụ thể, SSI đã thành lập công ty con CTCP Công nghệ số SSI (SSID) và công bố các hợp tác chiến lược với Tether, nhà phát hành stablecoin lớn nhất thế giới. Chứng khoán VIX góp 150 tỷ đồng, qua đó sở hữu 15% vốn Công ty cổ phần sàn giao dịch tài sản mã hóa VIX (VIXEX), ký kết hợp tác với Dunamu, đơn vị vận hành sàn giao dịch Upbit (Hàn Quốc),...

Lộ trình triển khai thí điểm thị trường mã hóa



Các công ty thành lập pháp nhân tham gia thí điểm sàn giao dịch mã hóa

STT	Tên công ty	Cơ cấu cổ đông	Vốn điều lệ
1	CTCP Công nghệ số SSI (SSI Digital)	SSI sở hữu gián tiếp thông qua Quỹ Đầu tư Thành viên SSI.	1.000 tỷ đồng
2	CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa VIX (VIXEX)	Chứng khoán VIX (15%), FTG Việt Nam (64,5%) và CTCP Truyền thông - Máy tính - Điều khiển 3C (20,5%)	1.000 tỷ đồng
3	CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa Techcom (TCEX)	Nguyễn Xuân Minh (89%) TCBS (9,9%) TechcomCapital (1,1%)	101 tỷ đồng
4	CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa HD	HDS dự kiến chi 1.470 tỷ đồng để góp vốn	25 tỷ đồng
5	CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa Việt Nam Thịnh Vượng (CAEX)	CTCP LynkiD (50%) Công ty TNHH Đầu tư Future Land (39%) Chứng khoán VPBank (11%)	25 tỷ đồng
6	CTCP Sàn giao dịch Tài sản số DNEX	CTCP Quản lý quỹ Fundgo (30%) CTCP Trustpay (30%) CTCP Công nghệ Quản lý Tài sản (40%)	2 tỷ đồng

- Trong nửa đầu năm 2025 chỉ có các doanh nghiệp chuyển sàn mà vắng bóng đi các doanh nghiệp IPO. Tuy nhiên, bắt đầu từ khoảng Q3/2025, một làn sóng IPO lớn bắt đầu hình thành với doanh nghiệp lớn, trong đó hầu hết là các công ty chứng khoán công bố kế hoạch triển khai IPO như: CTCP Chứng khoán Kỹ thương (TCX), CTCP Chứng khoán VPBank (VPX), Công ty Cổ phần Chứng khoán VPS (VCK). Làn sóng IPO tiếp tục được đẩy mạnh trong thời gian tới nhờ: (i), FTSE Russell thông báo Việt Nam được nâng từ “thị trường cận biên” (frontier market) lên “thị trường mới nổi” (secondary emerging market), giúp làm tăng kỳ vọng dòng vốn ngoại đổ vào. (ii), Nhiều các cải cách khung pháp lý (Nghị định số 245/2025/NĐ-C,...), (iii) Thanh khoản và tâm lý thị trường được cải thiện tích cực. (iv), Nhu cầu tăng vốn để đáp ứng cho hoạt động kinh doanh. (v), Môi trường lãi suất thấp và nền kinh tế hồi phục tích cực.
- Bên cạnh làn sóng IPO thì các công ty chứng khoán khác cũng tích cực tăng vốn nhằm chuẩn bị tài chính vững chắc để nâng cao sức cạnh tranh, mở rộng thị phần và đầu tư vào các mảng chủ lực như cho vay ký quỹ và tự doanh, đồng thời có thêm nguồn vốn đón đầu tham gia vào lĩnh vực tài sản số. Chúng tôi cho rằng các CTCK có quy mô vốn lớn sẽ có lợi thế khi dòng vốn ngoại chính thức thức đổ vào.

Top 10 CTCK có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất

Mã CK	2024	2025F
TCX	26.297	43.329
VPX	17.404	33.313
SSI	26.827	31.695
VCK	11.363	26.848
VND	19.715	20.949
VIX	16.045	20.694
ACBS	9.252	14.189
VCI	12.944	12.955
SHS	11.211	12.292
HCM	10.444	10.855
MASC	9.545	9.752

Kế hoạch IPO của 1 số công ty

Tên công ty	Kế hoạch
Điện máy Xanh	2027
Golden Gate	2026-2027
Giant	2027
MoMo	2027
Chứng khoán Kafi	Q1/2026
Hạ tầng Gelex	Q2/2026
Hòa Phát Nông nghiệp (HPA)	2026
C.P Việt Nam	2026-2027
F88	2026

Kế hoạch tăng vốn trong thời gian sắp tới của một số CTCK

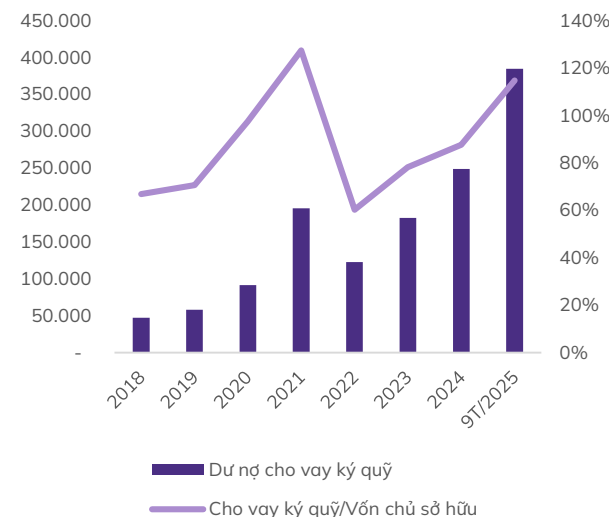
Mã CK	Vốn điều lệ 30/09/2025 (tỷ đồng)	Vốn sau khi hoàn thành các phương án (tỷ đồng)	Hình thức tăng vốn
VND	15,223	19,996	Chào bán 106,5 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư chuyên nghiệp
			Chào bán tối đa 325,7 triệu cổ phiếu ra công chúng
			Phát hành tối đa 30 triệu cổ phiếu ESOP
			Phát hành tối đa 15 triệu cổ phiếu thưởng
SSI	20,779	24,934	Cháo bán 415,5 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu
VDS	2.720	3.200	Chào bán 48 triệu cổ phiếu riêng lẻ
HDBS	1.461	10.231	Chào bán gần 877 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu
			Phát hành hơn 73 triệu cổ phiếu trả cổ tức
DSE	3.399	4.256	Phát hành 85,65 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu
ORS	3.360	6.239	Chào bán riêng lẻ 287,9 triệu cổ phiếu cho TPBank
KAFI	7.500	N/A	Cháo bán ra công chúng (IPO)
MBS	5.728	6.489	Chào bán 67,54cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu
			Phát hành tối đa 8,59 triệu cổ phiếu ESOP
VIX	15.314	24.502	Phát hành hơn 919 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu
TCX	23.113	23.113	IPO chào bán 231,15 triệu cổ phiếu
VCK	5.700	7723	IPO chào bán 202,31 triệu cổ phiếu
VPX	15000	18750	IPO chào bán 375 triệu cổ phiếu

Nguồn: Fiinpro, ABS Research

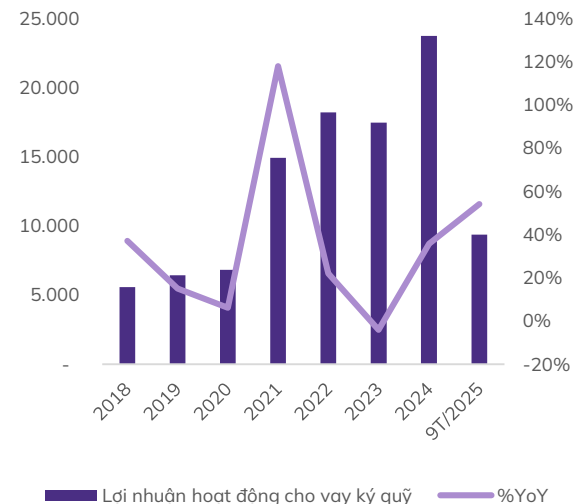
• CHO VAY KÝ QUỸ VẪN CÒN DƯ ĐỊA

- Trong 9T/2025, lợi nhuận mảng cho vay ký quỹ toàn ngành đạt 9.392 tỷ đồng, tăng 54% svck, đây tiếp tục là mảng mang lại lợi nhuận ổn định và chiếm trọng số lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận. Đà tăng trưởng bùng nổ của thị trường đi kèm với thanh khoản sôi động hơn đáng kể là yếu tố chính hỗ trợ cho đà tăng lợi nhuận.
- Sau giai đoạn trầm lắng cuối năm 2022 và đầu năm 2023, dư nợ margin đã phục hồi liên tục 3 năm liên tiếp và đạt kỷ lục ở mức 368.808 (tăng 51,7% so với đầu năm), bất chấp việc nhà đầu tư ngoại bán ròng liên tục, cho thấy dòng vốn nội địa vẫn đang nắm giữ vai trò dẫn dắt và tâm lý lạc quan của các nhà đầu tư trong bối cảnh nền kinh tế đang tăng trưởng tích cực. Đi cùng với đó, tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu đạt 115%, chỉ thấp mức đỉnh 127% được thiết lập trong quý 4/2021. Trừ Mirae Asset, HCM, MBS, KISVN thì hầu hết các công ty chúng tôi theo dõi đều duy trì tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu cách xa mức 200%.
- Chúng tôi cho rằng **dư nợ cho vay tiếp tục tăng trưởng và lập kỷ lục trong 2026 nhờ vào thanh khoản cải thiện và CTCK vẫn còn dư địa cho vay khi liên tục tăng vốn.**

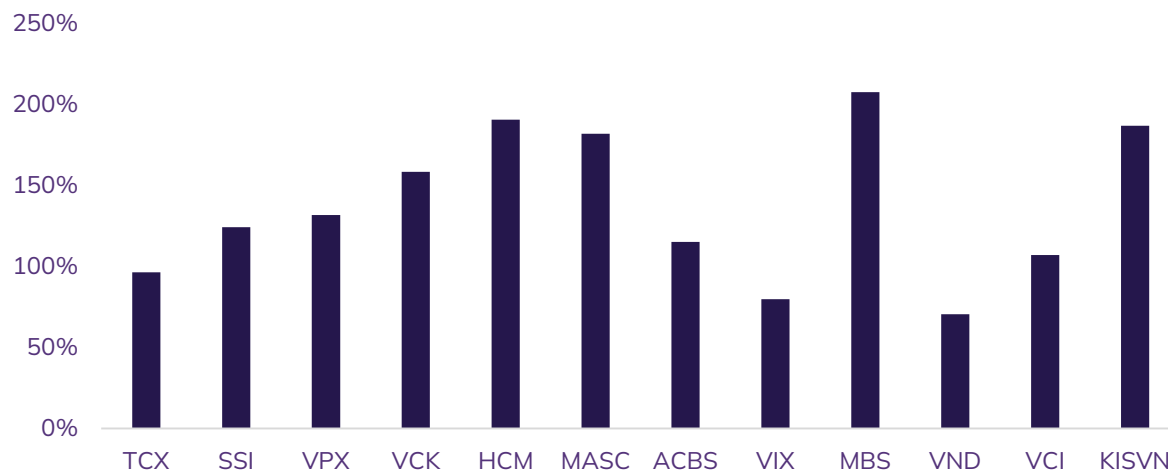
Dư nợ cho vay ký quỹ giai đoạn 2018 - 9T/2025



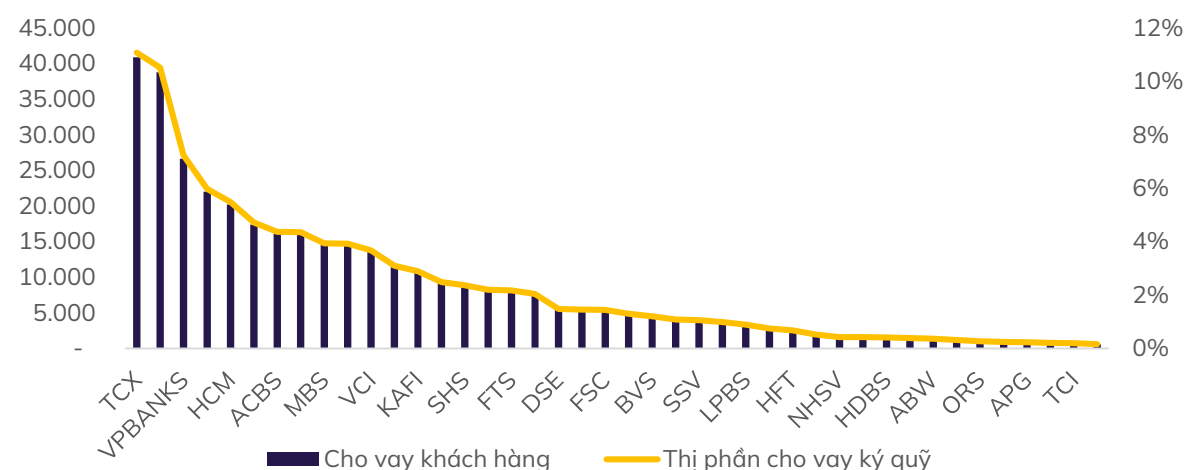
Lợi nhuận cho vay ký quỹ giai đoạn 2018 - 9T/2025



Cho vay ký quỹ/Vốn chủ sở hữu một số CTCK trong 9T/2025



Dư nợ cho vay ký quỹ một số CTCK trong 9T/2025

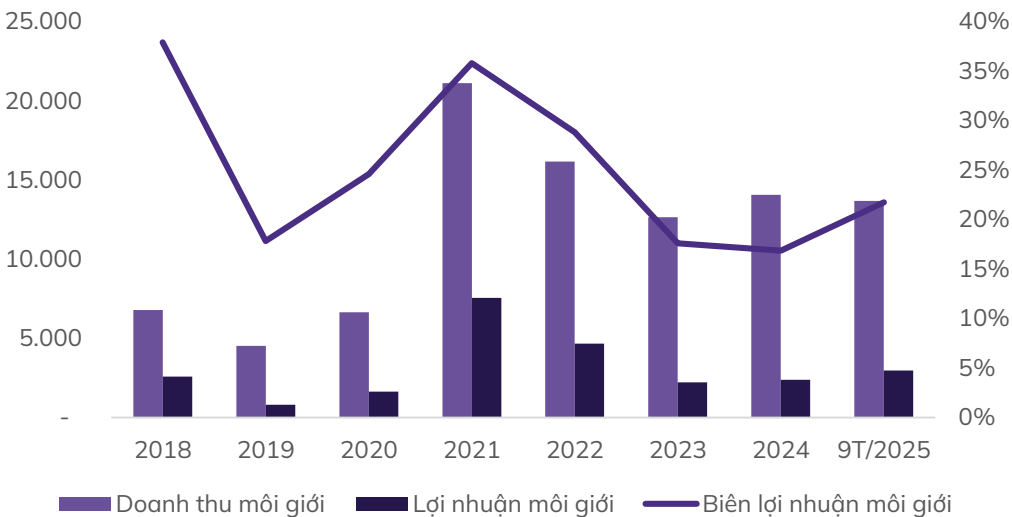


Nguồn: FiinPro. ABS Research

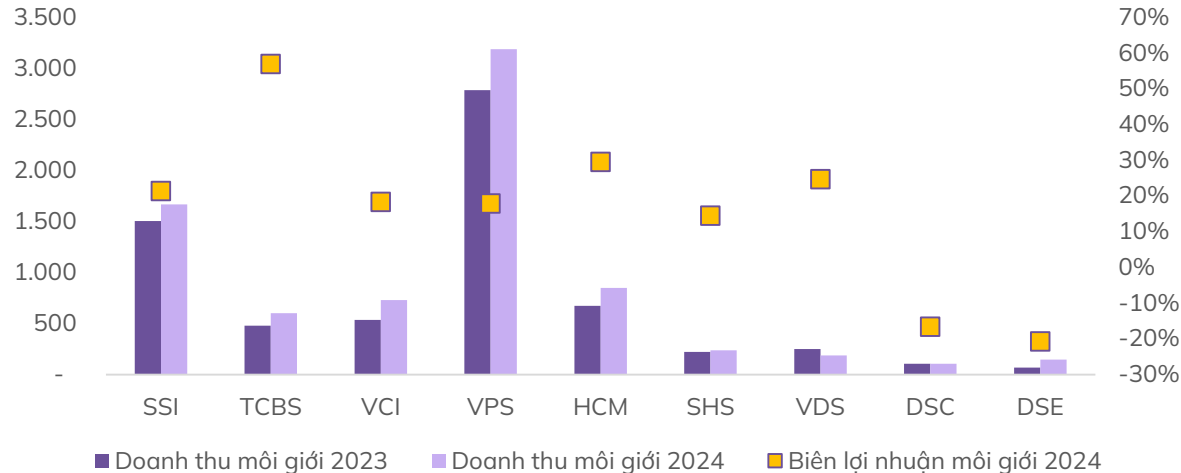
CẠNH TRANH GAY GẮT TRONG MẢNG MÔI GIỚI CHỨNG KHOÁN

- Doanh thu mảng môi giới toàn ngành năm 9T/2025 đạt 13.681 tỷ đồng, tăng 23,4% svck nhờ thanh khoản thị trường cải thiện ảnh hưởng tích cực đến doanh thu phí (giá trị giao dịch quý 1/2025 đạt 16,4 ngàn tỷ đồng, quý 2/2025 đạt 22 ngàn tỷ đồng/ngày, quý 3/2025 đạt 39,5 ngàn tỷ đồng/ngày). Biên lợi nhuận môi giới chấm dứt đà giảm 3 năm liên tiếp, lên mức 21,8%, tăng 4,9 điểm % so với cuối năm 2024), tuy nhiên vẫn thấp hơn nhiều mức đỉnh 35,8% vào năm 2021.
- Trong quý 3/2025, chỉ riêng thị phần của 10 công ty đứng đầu đã chiếm gần 70% và tăng dần qua các năm, cho thấy các công ty Top đầu liên tục tập trung đầu tư về hệ thống công nghệ thông tin, sản phẩm và dịch khác biệt từ đó khiến thị phần liên tục mở rộng trong khi chứng kiến sự thu hẹp tương đối các công ty các công ty có thị phần nhỏ. Cụ thể, thị phần của VPS tiếp tục dẫn đầu đạt mức 17,1% và tăng 1,7% so với Q2/2025. Đáng chú ý, thị phần của SSI đứng thứ 2 tăng 1,0% từ 9,2% lên 11,02%, đánh dấu mốc cao nhất trong vòng 5 năm trở lại. **Chúng tôi cho rằng xu hướng trên tiếp tục được duy trì trong 2026 và biên lợi nhuận môi giới có thể chịu áp lực do cạnh tranh phí giao dịch giữa các công ty nhưng sẽ được hỗ trợ thanh khoản thị trường được cải thiện.**

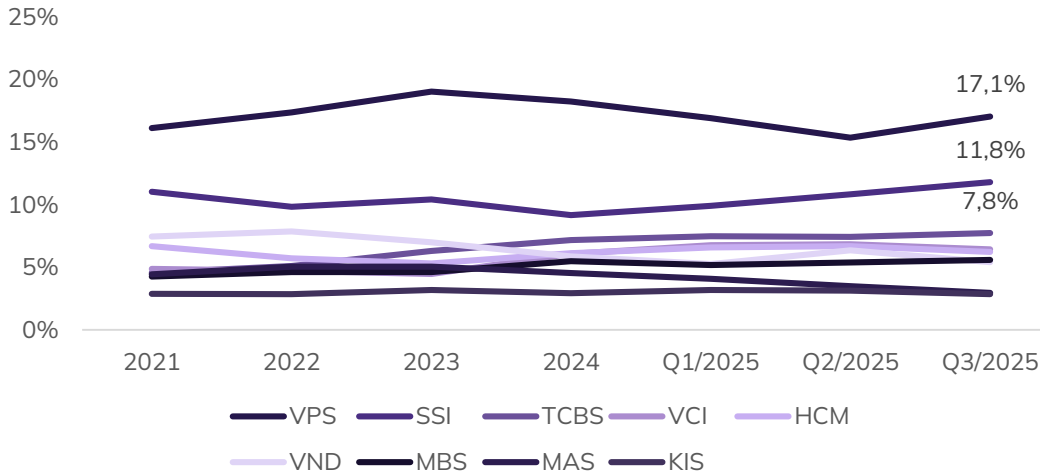
Lợi nhuận mảng môi giới chứng khoán giai đoạn 2018 - 9T/2025



Doanh thu hoạt động môi giới của một số CTCK (Tỷ VND)

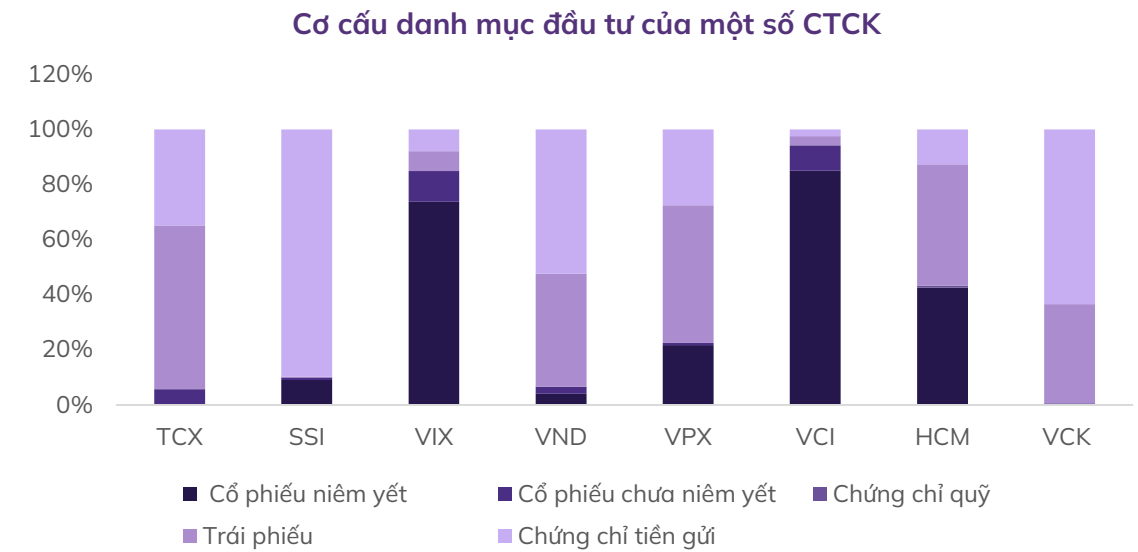
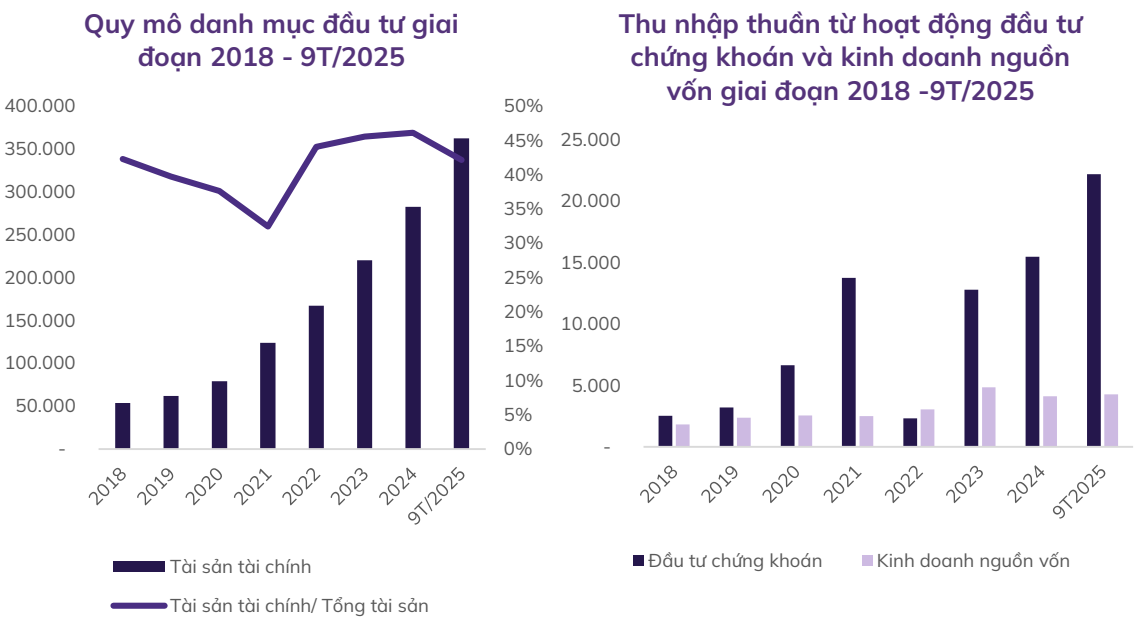
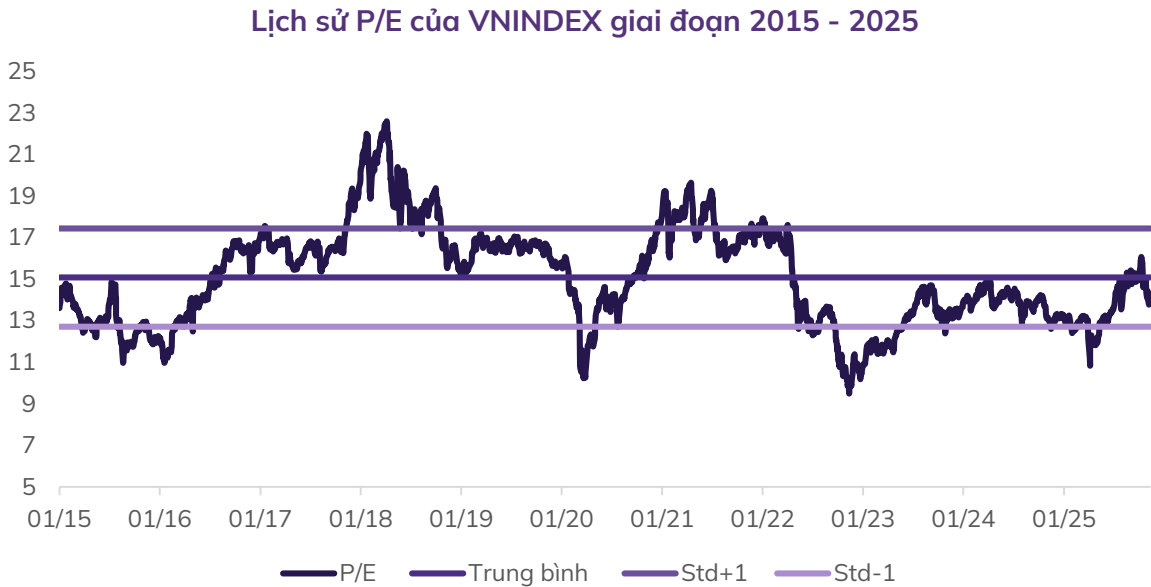


Thị phần giao dịch môi giới các công ty chứng khoán



ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN VÀ KINH DOANH NGUỒN VỐN CÒN NHIỀU CƠ HỘI

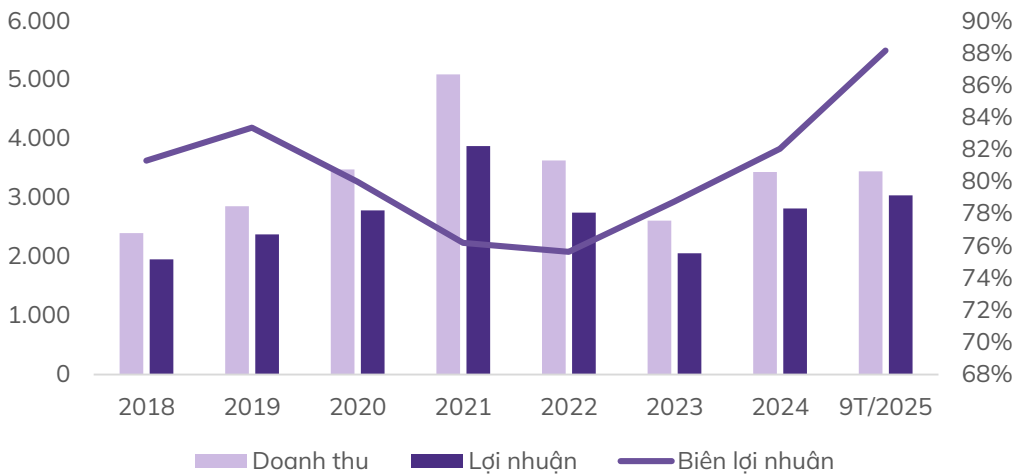
- Doanh thu thuần từ mảng đầu tư chứng khoán đạt 22.205 tỷ đồng, tăng mạnh +82,7% svck nhờ sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường. Chỉ trong 9 tháng đầu năm 2025, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có sự tăng trưởng tích cực với chỉ số VN-Index tăng đáng kể +30,9% YTD và +54,8% đáy sau khi chịu tác động tiêu cực của thuế quan. Từ đó, nhiều CTCK đã tận dụng tốt các cơ hội trên thị trường, giúp họ thu về lợi nhuận vượt trội từ việc đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu và các công cụ tài chính khác. Đáng chú ý là VIX với 74% danh mục đầu tư là cổ phiếu đã đạt mức lợi nhuận sau thuế ấn tượng, 4.123 tỷ đồng cho 9 tháng đầu năm 2025, tăng 648% svck. Cùng với mảng đầu tư chứng khoán, mảng kinh doanh nguồn vốn 40,5% svck, đạt 4.276 tỷ đồng do lãi suất hồi phục sau khi chạm đáy.
- Chỉ trong 9 tháng đầu năm, quy mô danh mục đầu tư đã tăng +28,3% YTD, cao hơn CAGR trong 8 năm qua là 26,9%, nhờ các công ty liên tục đẩy mạnh việc tăng vốn, hỗ trợ cho hoạt động đầu tư chứng khoán và kinh doanh nguồn vốn,
- **Thu nhập từ tự doanh có nhiều cơ hội trong 2026** khi thị trường vẫn đang ở mức định giá hợp lý với P/E VNINDEX ngày 14/11/2025 đang ở mức 14,25x, dưới mức trung bình của lịch sử là 15,09.



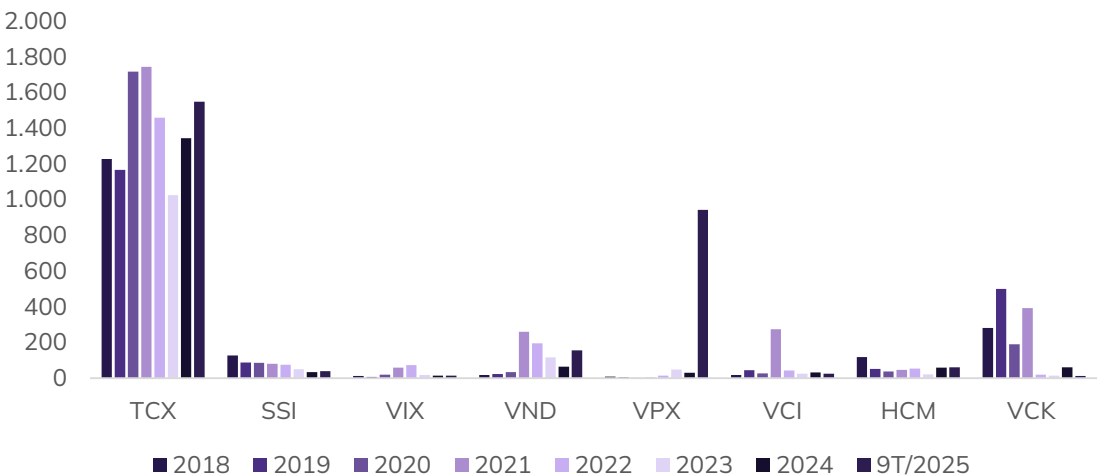
➤ MẢNG DỊCH VỤ NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ DỰ KIẾN SẼ KHỞI SẮC

- Năm 2025 được xem là giai đoạn phục hồi mạnh của hoạt động ngân hàng đầu tư tại Việt Nam nhờ sự cải thiện cả về môi trường lãi suất, thanh khoản thị trường và khung pháp lý liên quan đến IPO, trái phiếu và M&A. Trong năm 9T/2025, doanh thu và lợi nhuận mảng ngân hàng đầu tư toàn ngành lần lượt đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (+23,4% svck) và 3,0 nghìn tỷ đồng (+28,8% svck).
- Một vài doanh nghiệp từng trì hoãn kế hoạch niêm yết trong 2023–2024 đã tái khởi động tiến trình, tận dụng mặt bằng định giá hấp dẫn và kỳ vọng tăng dòng vốn ngoại trong bối cảnh nâng hạng thị trường được đẩy mạnh. Hoạt động phát hành trái phiếu cũng sôi động trở lại, chỉ trong 9 tháng đầu năm giá trị phát hành mới ghi nhận mức tăng 35% svck, ngân hàng và doanh nghiệp bất động sản dẫn dắt thị trường khi nhu cầu tái cơ cấu nợ và tối ưu chi phí vốn tăng lên.
- Với đà hồi phục của thị trường, mảng ngân hàng đầu tư được coi là điểm đến hấp dẫn của các CTCK sau khi hạ nhiệt từ năm 2022. Đáng chú ý, nhiều công ty liên kết với ngân hàng bắt đầu đẩy mạnh đầu tư mảng IB, làm tăng thêm “sức nóng” cho mảng này. Cụ thể, doanh thu từ mảng IB của VPBankS (VPX) trong 9 tháng năm 2025 của VPBankS đạt 943 tỷ đồng, tăng 82 svck. TCX dẫn đầu cả doanh thu và lợi nhuận trong mảng ngân hàng đầu tư với doanh thu đạt 1.123 tỷ đồng, +38% svck.
- Chỉ riêng nhóm 8 CTCK dẫn đầu đã chiếm tới gần 91% doanh thu toàn ngành, cho thấy những rào cản về chuyên môn cũng như mạng lưới quan hệ khiến mảng IB có mức độ tập trung cao.
- **Chúng tôi cho rằng mảng dịch vụ tư vấn ngân hàng đầu tư sẽ khởi sắc hơn trong 2026** do: (i) Việt Nam liên tục cải cách thị trường trái phiếu doanh nghiệp khi ra hàng loạt các luật, thông tư và nghị định như: Nghị định 65/2022/NĐ-CP, Thông tư 76/2024/TT-BTC, Luật Chứng khoán 2024, Luật Doanh nghiệp 2025,...nhằm tăng cường bảo vệ nhà đầu tư và khôi phục niềm tin của thị trường; (ii) Nhiều doanh nghiệp quy mô lớn hiện đang giao dịch ở UPCOM đã có kế hoạch chuyển sang niêm yết trên các sàn chứng khoán chính thức trong năm 2026; (iii) Một số doanh nghiệp đã lên kế hoạch IPO trong 2026.

Doanh thu, lợi nhuận, biên lợi nhuận mảng ngân hàng đầu tư giai đoạn 2018 - 9T/2025 (tỷ đồng, %)



Doanh thu ngân hàng đầu tư của một số CTCK (tỷ đồng)

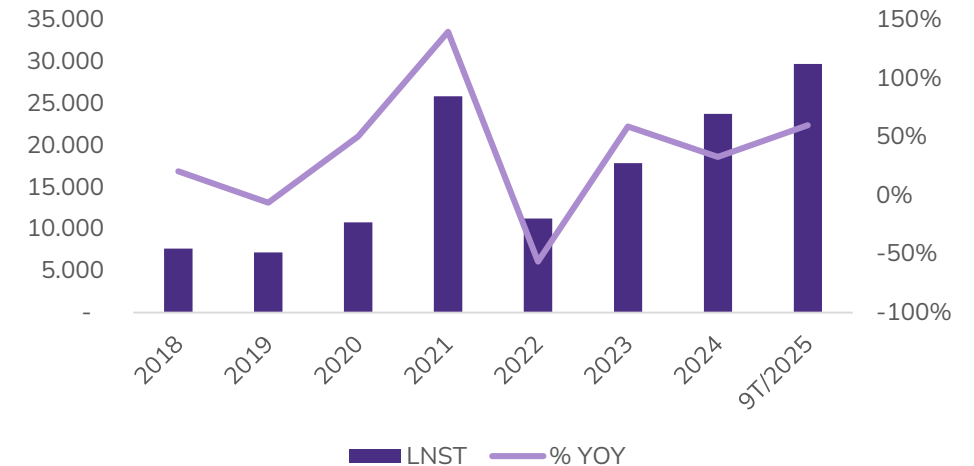


Nguồn: FiinPro, ABS Research

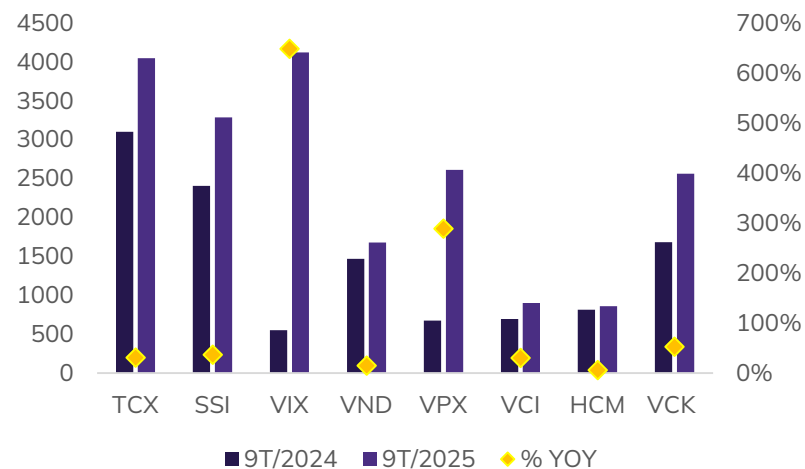
❖ VẪN CÒN DƯ ĐỊA ĐỂ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN

- Kết quả kinh doanh 9T/2025 của toàn ngành ghi nhận đà tăng trưởng bùng nổ, đạt 29.722 tỷ đồng (+60% svck) nhờ thị trường liên tiếp lập kỷ lục về mặt điểm số và thanh khoản, từ đó kéo theo sự cải thiện tất cả các mảng kinh doanh. Trong đó, VIX với vị thế là doanh nghiệp tập trung mạnh vào mảng tự doanh có LNST đạt 4.123 tỷ đồng (+648% YoY), cao nhất toàn ngành. Đứng thứ 2 là TCBS đạt 4.050 (+31% YoY). Với sự hậu thuẫn từ ngân hàng mẹ, VPX cũng ghi lợi nhuận tăng ba chữ số (+289% YoY), trước thêm IPO. **Sang năm 2026, chúng tôi cho rằng ngành chứng khoán khó duy trì đà tăng trưởng bùng nổ như trong 2025 nhưng vẫn đạt trong khoảng 15 – 25%.**
- Hiện P/E của ngành chứng khoán đang ở mức 15.9 lần, thấp hơn nhiều P/E trung bình (16,3x) và vùng đỉnh lịch sử (46.3x). **ABS cho rằng các cổ phiếu chứng khoán vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng.** Nhà đầu tư có thể cân nhắc và lựa chọn đầu tư vào các nhịp điều chỉnh đối với nhóm cổ phiếu đầu ngành có định giá phù hợp và câu chuyện riêng như SSI, VCI. TCX.

Lợi nhuận sau thuế toàn ngành giai đoạn 2018 – 9T/2025 (tỷ đồng)



Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 9T/2025 của một số CTCK (Tỷ đồng)



P/E ngành chứng khoán



P/B ngành chứng khoán



Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu SSI, VCI và TCX trong ngành dựa trên các tiêu chí:

- Doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ nâng hạng và làn sóng IPO trong thời gian tới.
- Có cơ cấu thu nhập đa dạng, cơ sở khách hàng bền vững và quản trị doanh nghiệp minh bạch.
- Tình hình tài chính tốt
- Phương pháp định giá: dựa trên P/E và P/B.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	SSI			VCI			TCX		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu	8.529	11.259	5.640	3.659	4.684	5.667	7.615	11.430	15.088
%YoY	-28%	32%	57%	49%	28%	21%	57%	50%	32%
LNG	5.241	6.811	3.401	1.959	2.272	2.811	6.920	10.251	13.428
Biên LNG (%)	61%	61%	60%	54%	49%	50%	91%	90%	89%
LNST	2.845	3.727	4.323	911	1.225	1.568	3.850	4.901	5.979
% YoY	24%	31%	16%	75%	35%	28%	60%	27%	22%
EPS (đ/cp)	1.377	1.921	23.051	1.268	1.589	1.763	1.963	2.490	2.820
BVPS (đ/cp)	13.583	12.593	13.780	18.025	17.645	18.324	13.408	18.378	21.590
Nợ/VCSH (lần)	1,7	2,09	2,1	0,97	1,25	1,2	0,95	0,84	0,82
ROA (%)	3,97%	4,25%	6,10%	4,15%	4,37%	4,20%	7,93%	7,48%	7,30%
ROE (%)	11,39%	13,08%	12,90%	8,97%	8,83%	8,30%	15,42%	15,21%	15,10%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

CTCP CHỨNG KHOÁN SSI (SSI – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 29.880 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 36.800 VNĐ (+23,2%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Kết quả kinh doanh 9T/2025 của SSI rất khả quan** với lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh (+37% YoY). Hầu hết các mảng kinh doanh cốt lõi như: đầu tư chứng khoán, môi giới chứng khoán và kinh doanh nguồn vốn đều đạt mức tăng trưởng dương ấn tượng.
- ✓ **Danh mục đầu tư thuộc nhóm đứng đầu ngành nhưng lại an toàn, ổn định khi so sánh với các CTCK khác** nhờ việc nắm giữ chủ yếu là chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu.
- ✓ Trong năm 2025, SSI đã hoàn thành chào bán 104 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp nâng vốn điều lệ từ 19.739 tỷ đồng lên 20.779 tỷ đồng. Ngoài ra, trong ĐHCĐ bất thường mới tổ chức vừa qua, SSI đã thông qua phương án chào bán 415,6 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 5:1, dự kiến sẽ thực hiện trong giai đoạn 2025 – 2026, từ đó **nâng vốn điều lệ lên 24.963,5 tỷ đồng, trở thành công ty chứng khoán có vốn điều lệ lớn nhất trong ngành nếu không có công ty thực hiện nâng vốn vượt qua mức trên**. Việc tăng vốn trên nhằm đáp ứng hai mảng tự doanh và cho vay margin, 2 mảng chủ lực của SSI.
- ✓ Với thị phần giao dịch của nhà đầu tư tổ chức rất lớn, **chúng tôi cho rằng SSI là CTCK kỳ vọng được hưởng lợi nhiều từ giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tại TTCK Việt Nam**, đặc biệt là khi thị trường đã được nâng hạng vào tháng 10 vừa qua.
- ✓ Thị phần môi giới liên tục cải thiện 4 quý liên tiếp và duy trì ở top 2 nhờ chất lượng dịch vụ tốt và đội ngũ môi giới chuyên sâu. **Chúng tôi cho rằng thị phần môi giới của SSI tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2026.**

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Ngành chứng khoán có mức định giá khá cao khi so sánh với mặt bằng chung các ngành khác.
- Cạnh tranh trong ngành rất gay gắt, đặc biệt là hoạt động môi giới, độ đa dạng các sản phẩm và cho vay margin .

CTCP CHỨNG KHOÁN VIETCAP (VCI – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2025: 33.750 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 40.500 VNĐ (+20,0%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ VCI tăng trưởng kết quả kinh doanh ấn tượng lợi nhuận sau thuế 9T/2025 1.086 tỷ đồng, tăng +30% svck, hoàn thành 76% kế hoạch của năm. Hầu hết các mảng kinh doanh cốt lõi đều tăng trưởng mạnh. Cụ thể, hoạt động kinh doanh nguồn vốn, môi giới chứng khoán, cho vay ký quỹ tăng trưởng lần lượt là 126%, 34,5%, 33,4%.
- ✓ Danh mục đầu tư của VCI có 78% là cổ phiếu với nhiều mã tăng tốt trong thời gian vừa qua như: KDH, TDM,... Với việc thị trường được nâng hạng và lượng lớn dòng vốn ngoại vào thị trường thì chúng tôi cho rằng lợi nhuận đầu tư VCI tiếp tục tích cực trong thời gian tới.
- ✓ Sau nhíp lùi lại trong dịp đầu năm thì dư nợ cho vay margin của VCI đã bứt tốc mạnh mẽ, tăng tới 2.638 tỷ đồng so với quý trước lên 13.945 tỷ. Tuy nhiên, tỷ lệ cho vay/ Vốn chủ sở hữu của VCI chỉ ở mức 125% nhờ đợt tăng vốn trong năm 2024, cho thấy VCI tiếp tục có nhiều dư địa để gia tăng quy mô cho vay.
- ✓ Tại ĐHCĐ bất thường vừa qua, VCI đã dự kiến sẽ chào bán tối đa 127,5 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp trong và ngoài nước với giá bán không thấp hơn giá trị sổ sách của công ty nhằm bổ sung vốn cho hoạt động cho vay ký quỹ và tự doanh. Vốn điều lệ của Chứng khoán Vietcap dự kiến sẽ tăng từ 7.226 tỷ đồng lên 8.501 tỷ đồng.
- ✓ Với thị phần giao dịch của nhà đầu tư tổ chức thuộc Top đầu thị trường, chúng tôi cho rằng VCI là CTCK kỳ vọng được hưởng lợi nhiều từ giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tại TTCK Việt Nam, đặc biệt là khi thị trường đã được nâng hạng vào tháng 10 vừa qua.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Ngành chứng khoán có mức định giá khá cao khi so sánh với một bảng chung các ngành khác.
- Cạnh tranh trong ngành rất gay gắt, đặc biệt là hoạt động môi giới và độ đa dạng các sản phẩm.
- Phần lớn trong danh mục đầu tư của VCI là cổ phiếu, có thể chịu tác động tiêu cực nếu thị trường không thuận lợi.

CTCP CHỨNG KHOÁN KỸ THƯƠNG (TCX – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 47.000 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 55.000 VNĐ (+17,0%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ TCX tăng trưởng kết quả kinh doanh vượt trội với LNTT 9T/2025 đạt 5.067 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ 2024 và đạt gần 90% kế hoạch cả năm 2025. Các mảng kinh doanh cốt lõi đều tăng trưởng mạnh. Cụ thể, hoạt động kinh doanh nguồn vốn, môi giới chứng khoán, cho vay ký quỹ tăng và ngân hàng đầu tư lần lượt tăng trưởng là 86%, 153%, 44%, 45%.
- ✓ Chiến lược phát triển trung dài hạn rõ ràng theo xu hướng của thời đại khi định hướng công ty theo hướng Wealthtech. Công ty đã đạt được nhiều thành tựu cả trong lĩnh vực quản lý gia sản và công nghệ.
- ✓ TCBS thuộc nhóm CTCK có hiệu quả hoạt động ở mức cao nhất trong ngành với ROE 2025F sau tăng vốn được dự báo ở mức 15,21%, ở mức rất cao so với trung bình ngành, nhờ ưu thế đứng đầu trong nhiều mảng kinh doanh (Cho vay ký quỹ, Tư vấn đầu tư và phân phối trái phiếu).
- ✓ TCBS có được sự hậu thuẫn từ Techcombank, ngân hàng tư nhân top đầu. Từ đó, TCBS được thừa hưởng nền tảng công nghệ top đầu cũng như tệp khách hàng tiềm năng khổng lồ với cùng khả năng kết hợp sản phẩm với TCB.
- ✓ Với thị phần giao dịch thuộc Top đầu thị trường, chúng tôi cho rằng TCX là CTCK kỳ vọng được hưởng lợi nhiều từ giao dịch của nhà đầu tư tư nước ngoài tại TTCK Việt Nam, đặc biệt là khi thị trường đã được nâng hạng vào tháng 10 vừa qua.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Ngành chứng khoán có mức định giá khá cao khi so sánh với mặt bằng chung các ngành khác.
- Cạnh tranh trong ngành rất gay gắt, đặc biệt là hoạt động môi giới và độ đa dạng các sản phẩm.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Tăng trưởng đơn xen thác thức

Triển vọng: **Trung lập**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading

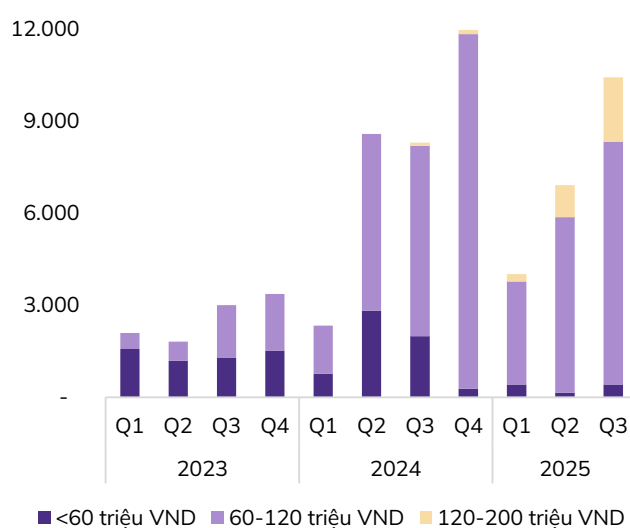


➤ NGUỒN CUNG TĂNG VÀ GIÁ BÁN TIẾP TỤC “NEO” CAO

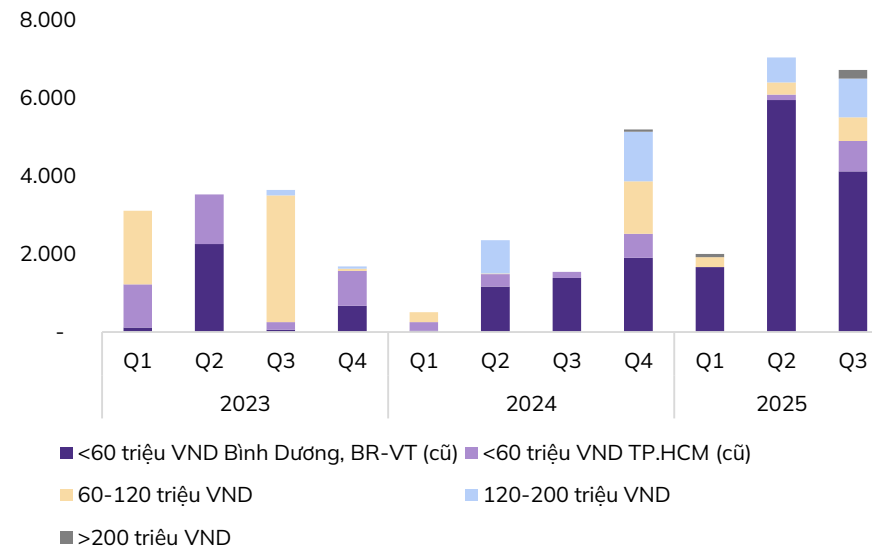
➤ Nguồn cung tăng mạnh nhưng giá bán vẫn ở mức cao trong 9T/2025.

- Theo CBRE, trong Q3/2025, tổng nguồn cung chung cư mở bán mới tại Hà Nội đạt hơn 10.300 căn hộ (+44% QoQ, +20% svck), đánh dấu quý thứ hai trong vòng 5 năm trở lại đây có nguồn cung mới vượt mốc 10.000 căn. Lũy kế 9 tháng đầu năm, tổng nguồn cung đạt gần 21.100 căn (+10% svck năm 2024). Q3/2025 cũng ghi nhận mức cao kỷ lục về nguồn cung mới từ các dự án có giá chào bán trên 120 triệu đồng/m² thông thủy, đạt hơn 2.000 căn mở bán. Các dự án mở bán mới phân bổ đa dạng, tập trung hơn 60% tại khu vực phía Tây (36%) và phía Đông (26%) thành phố.
- Tại khu vực TP.HCM (cũ), Q3/2025 ghi nhận hơn 2.500 căn hộ (+143% QoQ và gấp 20 lần svck), với hơn 75% nguồn cung tập trung tại khu vực phía Đông TP.HCM (cũ). Tuy nhiên, phân khúc nguồn cung mới cũng chủ yếu là phân khúc cao cấp, trên 120 triệu đồng/m². Thị trường Bình Dương (cũ) nổi lên với gần 11.000 căn hộ chào bán mới có giá dưới 60 triệu đồng/m², trở thành “vùng đệm” cho nhu cầu nhà ở “vừa túi tiền” và mở ra cơ hội dịch chuyển dòng vốn ra ngoài TP.HCM (cũ).
- Giá chào bán sơ cấp trung bình(chưa bao gồm VAT & KPBT, chiết khấu) trong Q3/2025 tiếp tục xu hướng tăng, ghi nhận vượt mốc 90 triệu đồng/m² (+16% QoQ và +26% so với cuối năm 2024) tại Hà Nội, và mức 87 triệu đồng/m² (+6% QoQ và +14% so với cuối năm 2024). Đà tăng giá này đến từ việc các dự án mở bán mới có giá niêm yết cao hơn, đặc biệt các dự án có vị trí địa lý tốt và cơ sở hạ tầng thuận lợi, kéo theo mặt bằng giá chung tăng lên.

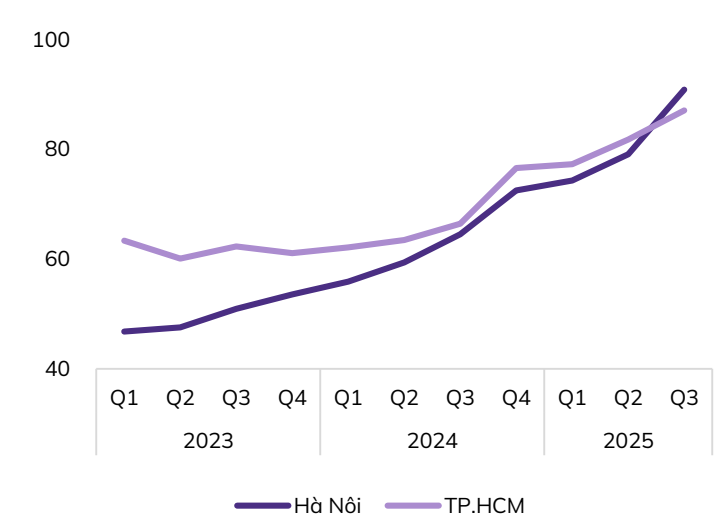
Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội theo giá



Nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM theo giá



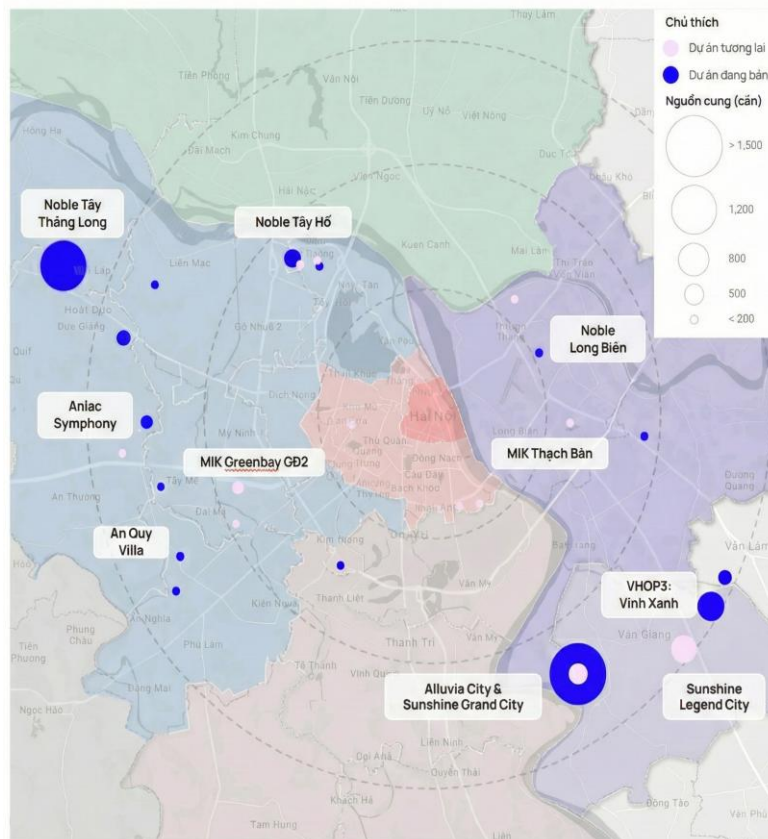
Giá bán sơ cấp căn hộ (triệu VND/m²)



➤ NGUỒN CUNG TĂNG VÀ GIÁ BÁN TIẾP TỤC “NEO” CAO

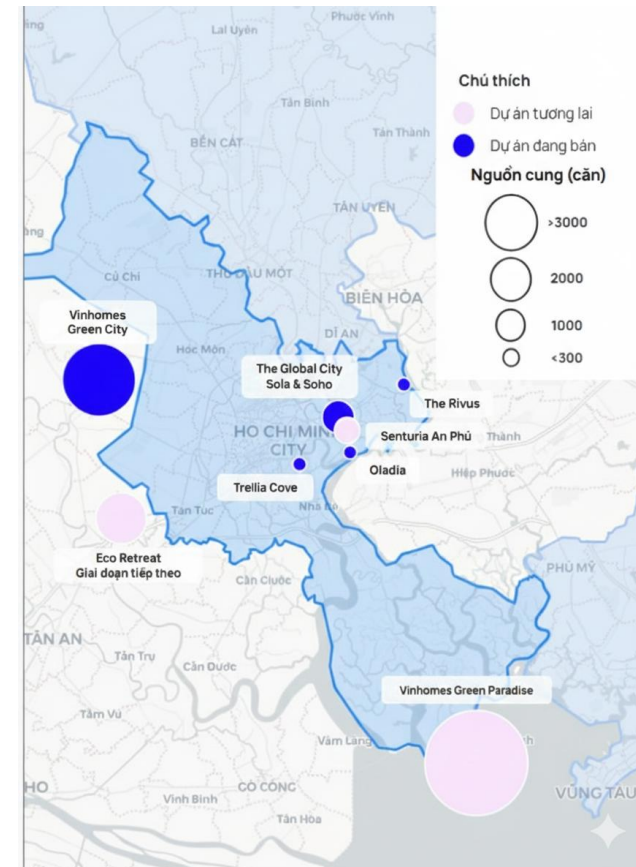
➤ Nguồn cung năm 2026 dự báo tiếp tục tăng với giá bán “neo” ở mức cao. Về triển vọng trong năm 2026, chúng tôi cho rằng tổng nguồn cung mở bán mới sẽ tiếp tục tăng khoảng 15% svck nhờ các yếu tố được phân tích cụ thể ở phần sau như: (i) duy trì hỗ trợ pháp lý cho thị trường BĐS, (ii) hạ tầng kết nối được đẩy mạnh phát triển, (iii) lãi suất cho vay vẫn ở mức hấp dẫn.

Bản đồ nguồn cung 2026 tại Hà Nội



➤ **Nguồn cung tại thị trường Hà Nội** trong năm 2026 dự kiến duy trì ở mức khoảng hơn 32.000 căn hộ, tiếp tục tập trung tại khu vực ngoại thành thành phố về phía Bắc, phía Tây và phía Đông (bao gồm cả khu vực Văn Giang, Hưng Yên) từ các chủ đầu tư lớn như Masterise Homes, Sunshine và MIK.

Bản đồ nguồn cung 2026 tại TP.HCM

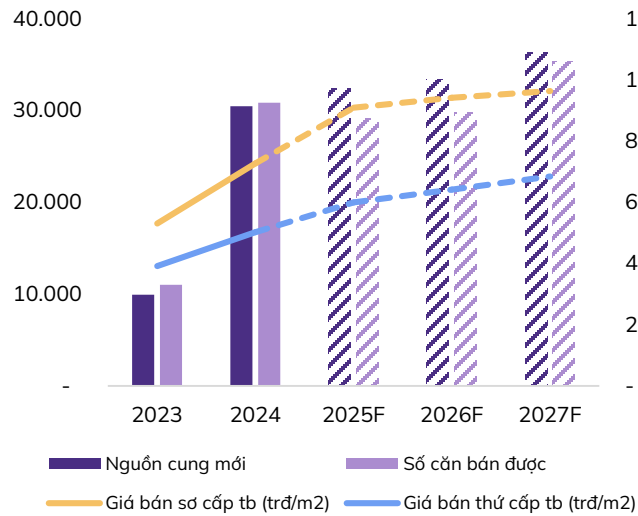


➤ **Nguồn cung mới tại thị trường TP.HCM** trong năm 2026 dự kiến đạt hơn 20.000 căn hộ, được đóng góp chính bởi khu vực Bình Dương (cũ) và TP.HCM (cũ). Một số dự án lớn như: Vinhomes Green Paradise, The Global City, Eco Retreat, Senturia An Phú, ...

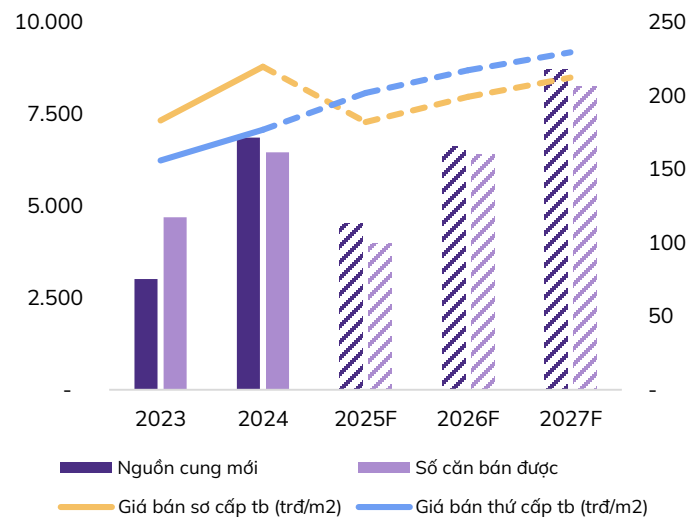
➤ **Giá bán vẫn ở mức cao.** Tuy nhiên, trong cơ cấu nguồn cung mới tại Hà Nội và TP.HCM (cũ), phân khúc cao cấp (trên 120 triệu đồng/m²) vẫn sẽ là chủ đạo do mặt bằng giá đã ở mức cao, quỹ đất thu hẹp, chi phí đầu vào (GPMB, vật liệu xây dựng) gia tăng, các chủ đầu tư tối ưu biên lợi nhuận. Theo đó, giá bán BĐS vẫn sẽ tiếp tục “neo” ở mức cao, đặc biệt ở khu vực trung tâm, nơi nguồn cung vẫn hạn chế. Giá bán sơ cấp căn hộ tại Hà Nội dự kiến tiếp tục ổn định, còn tại TP.HCM sẽ tăng tốc, giá bán có thể tăng từ 5-7% svck.

NGUỒN CUNG TĂNG VÀ GIÁ BÁN TIẾP TỤC “NEO” CAO

Dự báo thị trường căn hộ Hà Nội



Dự báo thị trường BĐS liên thổ Hà Nội



Một số dự án đáng chú ý triển khai trong giai đoạn 2025 – 2026

HÀ NỘI

Tổng nguồn cung: ~ 34.000 căn hộ



Sunshine Legend City
(Văn Giang) – Sunshine
Quy mô: 8.000 căn

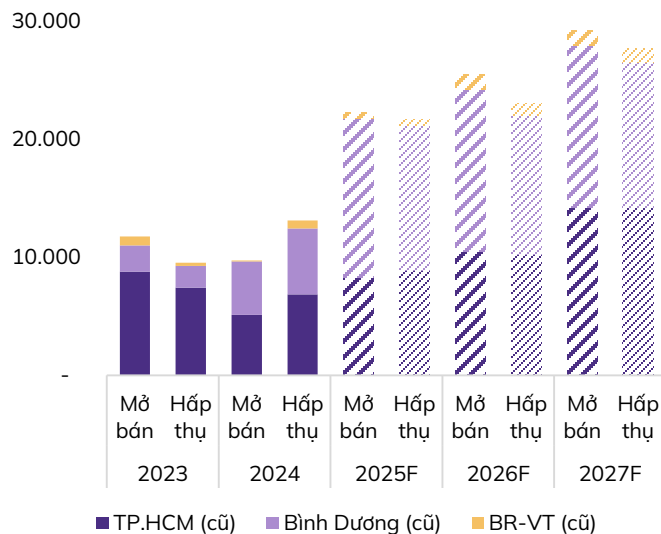


Sun Feliza Suites
(Cầu Giấy) – Sun Group
Quy mô: 1.600 căn

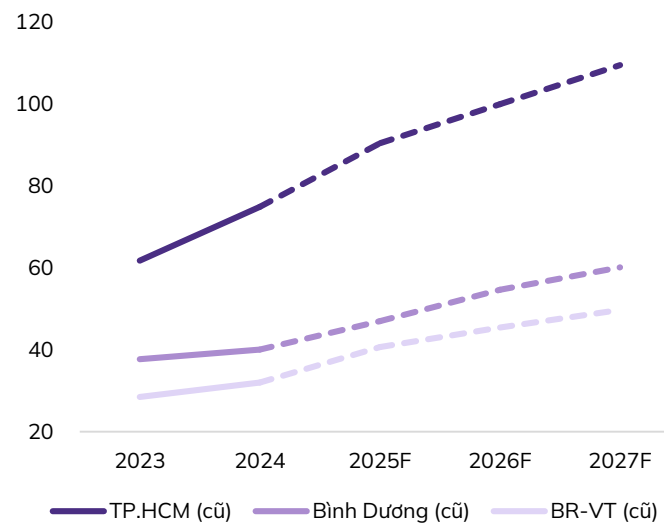


Vinhomes Cao Xà Lá
(Thanh Xuân) – Vinhomes
Quy mô: 4.500 căn

Dự báo thị trường căn hộ TP.HCM



Dự báo giá sơ cấp căn hộ TP.HCM (trđ/m²)



TP.HCM

Tổng nguồn cung: ~ 29.000 căn hộ



Vinhomes Green Paradise
(Cần Giẽ) – Vinhomes
Quy mô: 14.000 căn



Emerald Garden View
(Thuận An) – Lê Phong Group
Quy mô: 2.100 căn



Gladia
(Bình Trưng Đông) – KDH
Quy mô: 600 căn

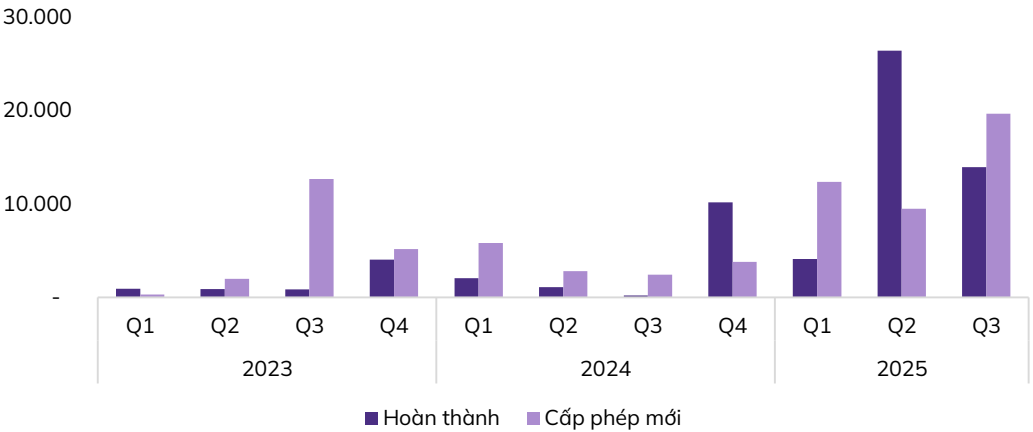
Nguồn: CBRE, ABS Research

➤ **Chính phủ nỗ lực phát triển nhà ở xã hội.** Trong 9 tháng đầu năm 2025, Chính phủ và Thủ tướng Chính phủ đã tổ chức nhiều cuộc họp/hội nghị về đột phá phát triển nhà ở xã hội (NOXH), đồng thời đã và đang chuẩn bị các văn bản pháp luật để thúc đẩy phát triển NOXH. Đây là động thái thể hiện những nỗ lực của cơ quan quản lý nhằm gia tăng nguồn cung cho thị trường BĐS, đặc biệt là dòng sản phẩm có mức giá hợp lý trong bối cảnh nguồn cung mới chủ yếu là phân khúc cao cấp để cung cầu thị trường cân đối. Chính phủ đã ban hành Nghị định 261/2025/NĐ-CP ngày 10/10/2025 đã bổ sung quy định về quản lý NOXH với nội dung đáng chú ý: **(i) Nâng trần thu nhập** thuê, mua NOXH tối đa từ 15 lên 20 triệu đồng/tháng để mở rộng thêm đối tượng có thể tiếp cận NOXH; **(ii) Giảm lãi suất cho vay** với cá nhân mua NOXH từ từ 6,6% xuống còn 5,4%, lãi suất quá hạn bằng 130% lãi cho vay.

➤ **Số lượng NOXH sẽ tiếp tục gia tăng.** Trong 9T/2025, cả nước đang đầu tư xây dựng 132.616 căn NOXH với 73 dự án mới được khởi công, đã hoàn thành 50.687/100.275 căn (đạt 50,5% mục tiêu). Dự kiến đến cuối năm 2025, sẽ hoàn thành thêm 38.600 căn, đạt 89% mục tiêu đề ra. Các mức này đều vượt so với thực hiện của các năm trước. Chỉ tiêu phát triển NOXH trên cả nước trong giai đoạn 2026 – 2030 là 895.170 căn (nằm trong đề án xây dựng 1 triệu căn NOXH đến năm 2030). Riêng Hà Nội và TP.HCM, mỗi địa phương phải hoàn thành 100.000 căn hộ tới năm 2030. Một số dự án NOXH đáng chú ý thời gian vừa qua như: CT3 – Thăng Long Green City (Đông Anh, 1588 căn hộ), Rice City Long Châu (Bồ Đề, Hà Nội với 1951 căn hộ), ...

➤ **Tuy nhiên, nhìn chung các dự án NOXH hiện tại chưa thực sự thuận lợi** về thủ tục đăng ký mua cũng như vị trí xây dựng. Chúng tôi kỳ vọng với những nỗ lực của Chính phủ sẽ giúp cải thiện nguồn cung và khả năng hấp thụ các sản phẩm NOXH.

Các dự án NOXH giai đoạn 2023 – 9T/2025



Giá bán một số dự án NOXH trên cả nước

Dự án	Vị trí	Giá bán (trđ/m2)
NOXH Rice City Long Châu	Long Biên, Hà Nội	29,5
NOXH Kim Hoa (Mê Linh Garden City)	Mê Linh, Hà Nội	21,3
NOXH CT3 Kim Chung	Đông Anh, Hà Nội	18,4
NOXH Ecohome 3	Bắc Từ Liêm, Hà Nội	16,3
NOXH 39 Lương Khánh Thiện	Hải Phòng	19,3
NOXH Hoàng Huy New City	Hải Phòng	14,1
NOXH 02 KĐT Trung tâm Thanh Hóa	Thanh Hóa	20,6
NOXH Bàu Tràm Lakeside	Đà Nẵng	13,1
NOXH Nhơn Phú 2	Bình Định	11,9
NOXH K-Home New City	Bình Dương (cũ)	22,2
NOXH Thăng Long	Bình Dương (cũ)	20,4

➤ **Nghị quyết tháo gỡ khó khăn, vướng mắc khi thực hiện Luật Đất đai 2024.** Trong chương trình Kỳ họp thứ 10, Quốc hội khoá XV diễn ra từ 20/10/2025 – 12/12/2025, Quốc hội sẽ không sửa Luật Đất đai do cần đánh giá đầy đủ, toàn diện khó khăn; thay vào đó sẽ ban hành Nghị quyết để tháo gỡ vướng mắc khi thực hiện các quy định của luật hiện nay. Nghị quyết này sẽ có hiệu lực từ 01/01/2026 đến khi Luật Đất đai 2024 được sửa đổi. Đây là động thái thể hiện sự chủ động của cơ quan quản lý trong việc điều hành chính sách để điều chỉnh những “điểm nghẽn” kịp thời. Một số nội dung đáng chú ý trong Dự thảo Nghị quyết này như:

- **Bảng giá đất:** tiếp tục duy trì bảng giá đất 5 năm (như quy định trước đây), công bố và áp dụng từ ngày 01/01/2026 thay vì điều chỉnh hàng năm theo Luật Đất đai 2024. Bảng giá đất được xây dựng theo loại đất, khu vực, vị trí. UBND tỉnh sẽ ban hành hệ số điều chỉnh hàng năm hoặc điều chỉnh/bổ sung trong năm khi cần thiết. Đề xuất thay đổi này nhằm giảm khối lượng công việc hành chính khi không phải cập nhật Bảng giá đất hàng năm – có thể ảnh hưởng đến tiến độ thực hiện dự án. Ngoài ra, việc thay đổi này sẽ giúp các chủ đầu tư BĐS giảm biến động tăng chi phí GPMB cũng như tiền sử dụng đất/thuê đất, tạo thuận lợi trong giai đoạn phát triển dự án, theo đó tăng tính ổn định của thị trường BĐS nhưng vẫn có cơ chế điều tiết linh hoạt qua hệ số điều chỉnh.
- **Thu hồi đất thông qua thỏa thuận:** bổ sung trường hợp Nhà nước thu hồi đất thông qua thỏa thuận khi đạt được tỷ lệ đồng thuận 75% (hoặc 85%) diện tích đất và số lượng người sử dụng đất thì có thể thu hồi phần diện tích đất còn lại. Điều chỉnh này có thể giúp đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án đầu tư, khắc phục tình trạng còn nhiều dự án "treo" gây lãng phí đất đai như trong thời gian vừa qua.
- **Căn cứ tính tiền thuê đất và sử dụng đất:** Dự thảo Nghị quyết đề quy định việc áp dụng bảng giá đất để xác định tiền sử dụng đất/thuê đất của tất cả các dự án thay vì phương án áp dụng kết hợp cả (i) bảng giá đất và (ii) trường hợp áp dụng giá đất cụ thể. Việc chỉ áp dụng bảng giá đất và hệ số điều chỉnh cho tất cả dự án sẽ mang lại sự thống nhất khi xác định tiền thuê đất/sử dụng đất tuy nhiên cũng có thể gặp một số khó khăn khi dữ liệu không phản ánh chính xác và đầy đủ.

➤ **Nghị quyết về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá BĐS.** Bộ Xây dựng đã đang lấy ý kiến góp ý của các bộ, ngành về Dự thảo nghị quyết của Chính phủ về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá bất động sản. Theo đó, Bộ Xây dựng đề xuất ba cơ chế để kiểm soát, kiểm chế giá BĐS:

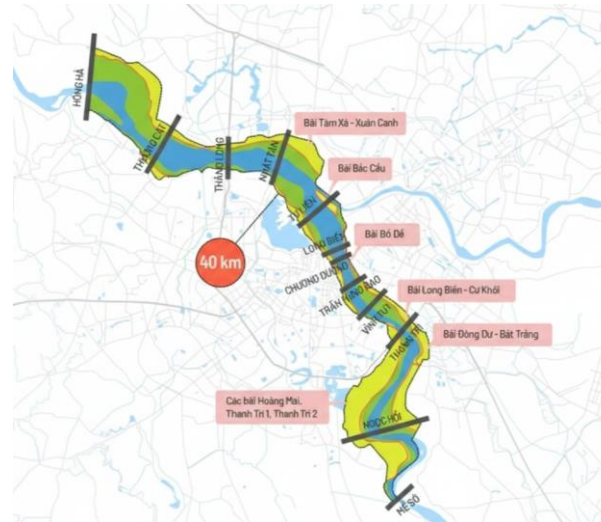
- **Trung tâm giao dịch BĐS** và quyền sử dụng đất do Nhà nước thành lập để minh bạch hóa giao dịch, hỗ trợ cơ quan quản lý nắm bắt diễn biến thị trường BĐS.
- **Chính sách cho vay** với người mua nhà ở: (i) không quá 50% với khoản vay mua nhà ở thứ 2 và (ii) Không quá 30% với khoản vay mua nhà ở thứ 3
- **Nhà ở giá rẻ:** dành ít nhất 20% quỹ nhà ở thương mại mới cho các dự án nhà ở giá rẻ ưu đãi về giá đất, trần lợi nhuận (20%) và cấm bán lại căn hộ đã mua.
- *Chúng tôi cho rằng giải pháp hướng tới phát triển minh bạch thị trường BĐS là cần thiết nhưng cần có sự cân nhắc thận trọng và tiếp cận toàn diện. Chẳng hạn về đề xuất giới hạn tỷ lệ cho vay nhằm hạn chế đầu cơ nhưng nếu siết tín dụng không phân biệt đối tượng có thể triệt tiêu động lực phát triển và ảnh hưởng đến thanh khoản thị trường. Hay bên cạnh đó, cần hoàn thiện hệ thống hạ tầng dữ liệu để trung tâm giao dịch BĐS có thể hoạt động hiệu quả.*

➤ ĐẨY MẠNH PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG GIAO THÔNG

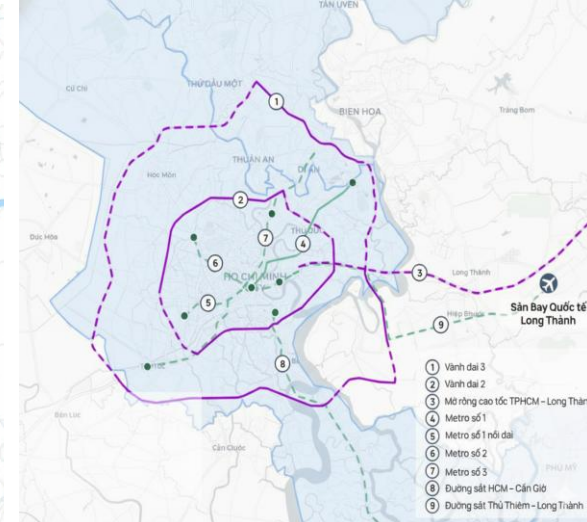
➤ Hệ thống hạ tầng giao thông tiếp tục được chú trọng phát triển. 9T/2025, giải ngân vốn đầu tư công đạt hơn 440 nghìn tỷ đồng (đạt 53% kế hoạch và tăng 4,5% svck). Tỷ lệ hoàn thành đạt 53% kế hoạch svck 9T/2024 chỉ đạt 48,5%. Chúng tôi cho rằng, hoạt động đầu tư công sẽ tiếp tục được Chính phủ và các bộ ngành, địa phương đẩy mạnh để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP hơn 8% trong năm 2025 và 10% trong năm 2026. Giai đoạn cuối 2025, các dự án đường cao tốc sẽ được tập trung triển khai như Cao tốc Bắc – Nam phía Đông, đường Vành đai 3 TP.HCM, đường Vành đai 4 Hà Nội, ... Bước sang giai đoạn 2026-2030, Chính phủ lên kế hoạch đầu tư tập trung, tránh dàn trải với các công trình trọng điểm như đường bộ cao tốc và loạt dự án đường sắt kết nối liên vùng. Chính phủ cũng đã chỉ đạo NHNN triển khai gói tín dụng 500 nghìn tỷ đồng để đầu tư phát triển hạ tầng, chuyển đổi số và đổi mới sáng tạo.

➤ Hạ tầng phát triển là động lực tăng trưởng cho BĐS “vùng ven”. Trong bối cảnh giá BĐS ngày càng tăng và neo ở mức cao, nguồn cung mới căn hộ khu vực nội thành ngày càng khan hiếm, thị trường BĐS “vùng ven” tại các khu vực ngoại thành của Hà Nội hay TP.HCM đang tăng trưởng tốt với hàng loạt dự án mới với mức giá phù hợp hơn, thu hút được sự chú ý của nhà đầu tư/gia đình có nhu cầu ở thực. Theo đó, việc hạ tầng giao thông kết nối từ các khu vực này vào trung tâm được hoàn thiện sẽ nâng cao khả năng hấp thụ các dự án mới. Tại Hà Nội, hàng loạt công trình đã và đang được triển khai như các cầu Vĩnh Tuy GD2, Trần Hưng Đạo, Tứ Liên, đường Vành đai 4 ... Tuy nhiên, thị trường TP.HCM và khu lân cận lại đang ghi nhận việc triển khai cơ sở hạ tầng mạnh mẽ hơn khu vực phía Bắc đi kèm với sự có mặt của loạt chủ đầu tư BĐS lớn. Một số dự án hạ tầng nổi bật như: đường Vành đai 3 TP.HCM, Cao tốc Bến Lức – Long Thành, 9 tuyến Metro, đường sắt Bến Thành – Cần Giờ, ... tăng cường kết nối trung tâm TP.HCM với khu vực Cần Giờ, Long An (cũ), Đồng Nai, ...

Quy hoạch 10 cầu qua sông Hồng Hà Nội



Cơ sở hạ tầng TP.HCM



Một số dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm khu vực phía Nam



Vành đai 3 TP.HCM
Dự kiến hoàn thành Q2/2026



Cao tốc Bến Lức – Long Thành
Dự kiến hoàn thành Q3/2026



Metro số 2
Dự kiến vận hành cuối năm 2030



Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu
Dự kiến hoàn thành cuối 2025



Đường sắt Bến Thành – Cần Giờ
Dự kiến khởi công đầu năm 2026



Cao tốc TP.HCM – Chơn Thành
Dự kiến hoàn thành Q3/2027

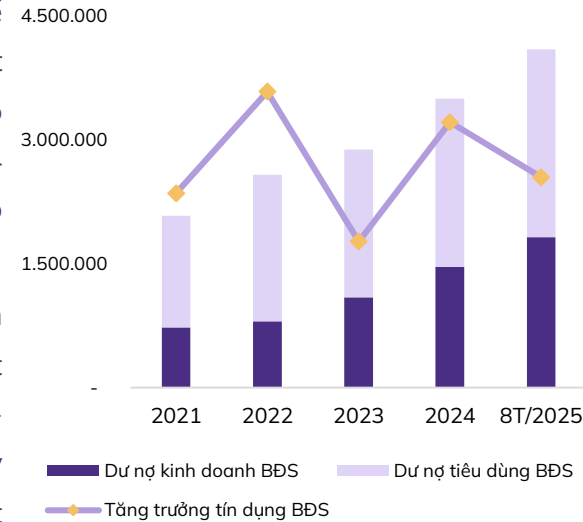
➤ LÃI SUẤT ĐIỀU CHỈNH TĂNG CÓ THỂ LÀM GIẢM THANH KHOẢN THỊ TRƯỜNG

➤ **Lãi suất cho vay đang ở mức thấp.** Mặt bằng lãi suất trong nước đã duy trì ở mức thấp từ năm 2024 để hỗ trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh đồng thời để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tổng dư nợ tín dụng BĐS đến hết T8/2025 đạt khoảng 4,1 triệu tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ năm trước và chiếm gần 24% tổng dư nợ toàn nền kinh tế (mức cao nhất trong nhiều năm). Trong giai đoạn 2024 – 2025, các ngân hàng cũng đã đẩy mạnh giải ngân nhiều gói tín dụng ưu đãi cho người mua nhà như gói lãi suất 5-6%/năm trong giai đoạn đầu.

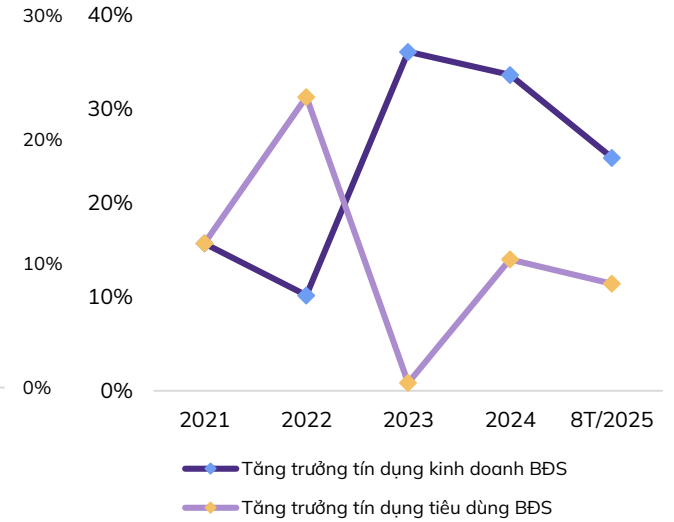
➤ **Tuy nhiên, lãi suất đã điều chỉnh tăng nhẹ.** Thời gian gần đây, một số ngân hàng đã điều chỉnh tăng lãi suất huy động và cho vay. Mặc dù mặt bằng lãi suất vẫn ở mức hấp dẫn những lãi cho vay mua nhà hiện đã nhích thêm khoảng 0,5 - 1,5 điểm phần trăm so với đầu năm. Điều này, chúng tôi cho rằng do: (i) áp lực tỷ giá tăng cao đã chạm ngưỡng giới hạn cho phép của nhà điều hành (mục tiêu đặt ra ở mức 3-5%), (iii) nhu cầu tín dụng tăng mạnh do sức tăng nóng của thị trường BĐS và tài chính tạo động lực gián tiếp cho việc tăng lãi suất lên mức hợp lý để kiểm soát dòng vốn, (iii) chính sách tiền tệ thắt chặt của Mỹ với lãi suất USD vẫn ở mức cao 3,75-4%.

➤ **Lãi suất tăng có thể ảnh hưởng đến lượng giao dịch BĐS.** Chúng tôi cho rằng dư địa giảm lãi suất không còn nhiều và có thể tiếp tục nhích lên 0,5-1% thời gian tới do những áp lực đã đề cập ở trên. Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất vẫn ở mức thấp hơn so với giai đoạn trước. Theo đó, chúng tôi nhận định lãi suất tăng nhẹ và mức lãi suất thả nổi thực trả cao hơn sẽ ảnh hưởng chính tới nhóm đầu cơ với đòn bẩy cao, làm giảm hoạt động đầu tư ngắn hạn, giảm lượng giao dịch nhưng trong dài hạn sẽ giúp thị trường phát triển an toàn hơn. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý trong kịch bản lãi suất tăng mạnh hơn dự kiến do tác động của yếu tố vĩ mô có thể ảnh hưởng đáng kể đến sự tăng trưởng của thị trường BĐS, đặc biệt trong bối cảnh giá chung cư đã ở mức cao và dòng tiền đầu tư là chủ đạo.

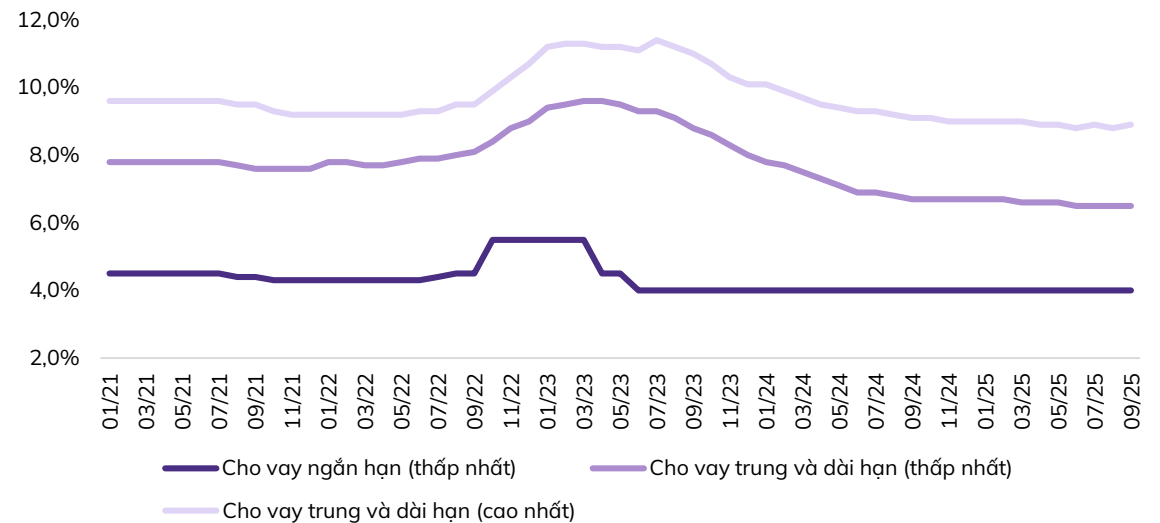
Dư nợ tín dụng BĐS theo đối tượng



Tăng trưởng tín dụng BĐS theo đối tượng



Lãi suất cho vay theo kỳ hạn



Nguồn: NHNN, Bộ Xây dựng, FiinPro, ABS Research

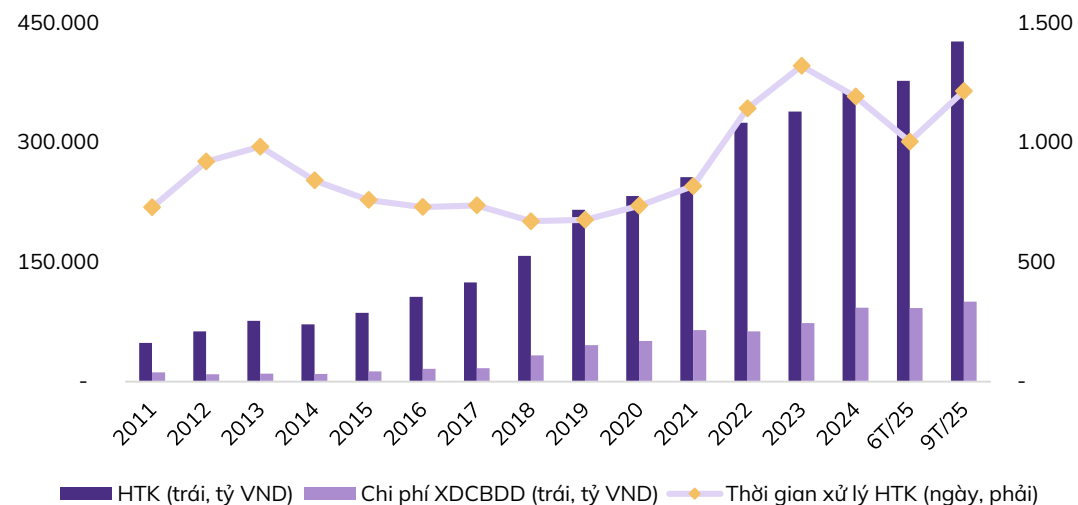
➤ HÀNG TỒN KHO BẤT ĐỘNG SẢN CAO KỶ LỤC

➤ **Hàng tồn kho BĐS đang ở mức cao kỷ lục.** Theo báo cáo thống kê của các địa phương gửi tới Bộ Xây dựng, lượng tồn kho BĐS tại các dự án trong Q3/2025 đạt gần 27 nghìn sản phẩm, trong đó, chung cư là 6.323 căn (+137% QoQ), nhà ở riêng lẻ tồn kho 12.327 căn (+19% QoQ) và đất nền là 8.067 nền (-31,2% QoQ). Theo ước tính của chúng tôi, giá trị HTK (bao gồm các BĐS sẵn sàng để bán và giá trị dự án đang phát triển) của doanh nghiệp BĐS dân cư niêm yết (không bao gồm VIC, có bao gồm VHM) cuối Q3/2025 đạt hơn 420 nghìn tỷ đồng, tăng 13% so với cuối Q2/2025 và tăng 17% so với cuối năm 2024. Đây cũng là mức tồn kho cao nhất trong lịch sử ngành. HTK của các doanh nghiệp đã tăng mạnh trong năm 2024 và 9T/2025 nhờ sự cải thiện tích cực của nguồn cung và tháo gỡ pháp lý.

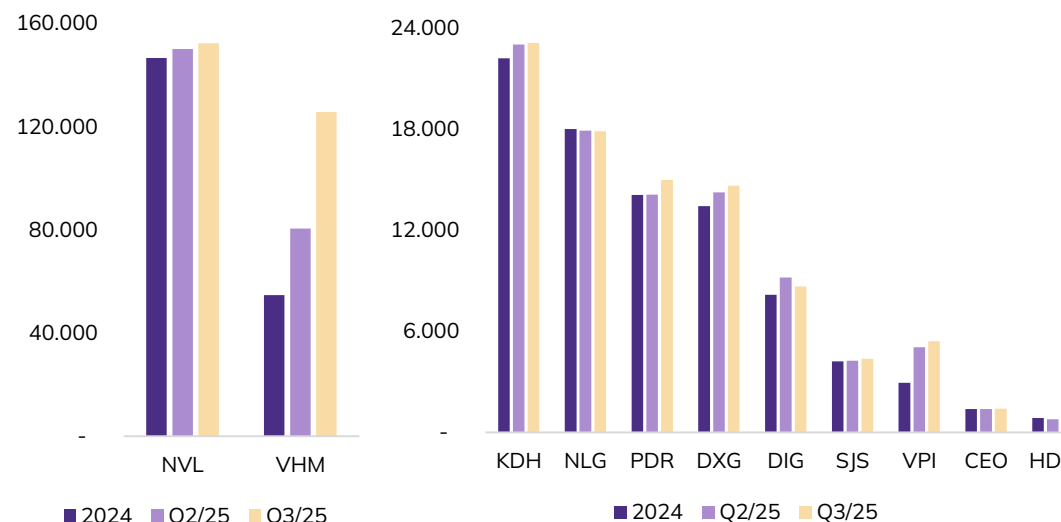
➤ **Hàng tồn kho cao – “ôm hàng chờ thời”.** Trong bối cảnh thị trường BĐS đang tăng trưởng trở lại với những yếu tố hỗ trợ về chính sách lãi suất, pháp lý dự án, hạ tầng thì giá trị HTK cao của các doanh nghiệp BĐS thể hiện sự sẵn sàng cung cấp các sản phẩm, cải thiện doanh số bán hàng trong tương lai khi thị trường tiếp tục tích cực.

➤ **Tuy nhiên, giá trị HTK cao cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro cần theo dõi trong thời gian tới.** Khi thị trường thuận lợi, HTK cao chưa hẳn là gánh nặng, thậm chí là lợi thế lớn đối với những dự án tốt, nhưng cũng là cảnh báo thị trường có dấu hiệu hấp thụ không tốt nếu tiếp tục duy trì ở mức cao này trong giai đoạn cuối năm 2025 – đặc biệt trong bối cảnh giá bán tiếp tục neo ở mức cao, các sản phẩm mới phần lớn tập trung ở phân khúc cao cấp. Trường hợp lượng giao dịch sụt giảm, thanh khoản thị trường giảm do những tác động tiêu cực của yếu tố vĩ mô, có thể gây ra áp lực tài chính về chi phí vốn lên các chủ đầu tư BĐS, ảnh hưởng tới dòng tiền hoạt động và khả năng trả nợ của doanh nghiệp.

Giá trị HTK và Chi phí XDCBDD các doanh nghiệp BĐS dân cư niêm yết



Hàng tồn kho của các doanh nghiệp BĐS niêm yết vốn hóa lớn (tỷ VND)

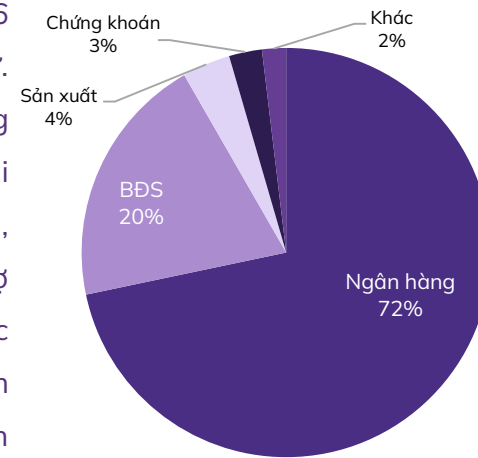


➤ ÁP LỰC TRÁI PHIẾU ĐÁO HẠN GIA TĂNG NHƯNG RỦI RO KHÔNG LỚN

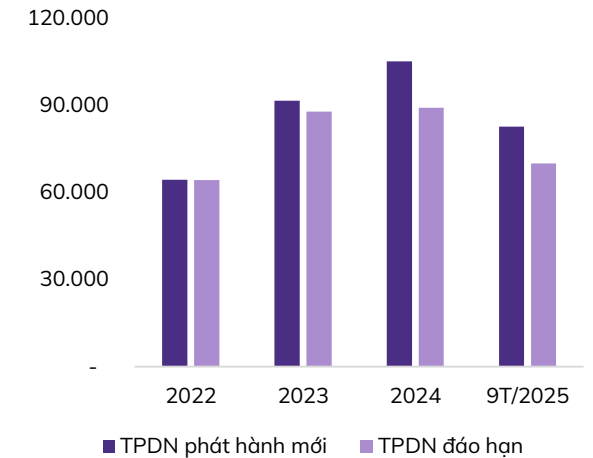
➤ **Hoạt động phát hành trái phiếu BĐS tăng trở lại trong Q3/2025.** Phát hành trái phiếu BĐS đạt 34,1 nghìn tỷ đồng trong Q3/2025, tăng 50% so với bình quân 6 tháng đầu năm, phản ánh nhu cầu đa dạng hóa nguồn vốn của các chủ đầu tư. Trong 9T/2025, tổng giá trị phát hành của nhóm BĐS đạt hơn 82,6 nghìn tỷ đồng (chiếm 19% tổng giá trị phát hành), tăng 56% so với cùng kỳ 9T/2024. Giá trị trái phiếu BĐS mua lại trước hạn trong 9T/2025 là 41,8 nghìn tỷ đồng (+179% svck), tương đương hơn 50% lượng phát hành mới, phản ánh việc tích cực tái cơ cấu lại nợ trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức thấp hơn mức phát hành trước đây. Việc các doanh nghiệp BĐS gia tăng phát hành trái phiếu với mức coupon có xu hướng giảm cho thấy môi trường kinh doanh đã cải thiện, thị trường BĐS ấm lên giúp lành mạnh hóa thị trường, từ đó giúp đánh giá rủi ro thanh khoản cải thiện.

➤ **Áp lực trái phiếu đáo hạn gia tăng vào cuối năm 2026 nhưng rủi ro không cao.** Khối lượng trái phiếu BĐS đáo hạn trong Q4/2025 ở mức 19,3 nghìn tỷ đồng (-49% so với cuối Q3/2025), sẽ giảm bớt áp lực đáng kể so với cuối Q3/2025. Trong năm 2026, áp lực đáo hạn sẽ hạ nhiệt vào quý đầu năm, sau đó tăng dần đến cuối năm, với tổng giá trị đáo hạn ước tính trong cuối năm 2026 là 141 nghìn tỷ đồng, tăng 81% so với cuối năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro đối với các doanh nghiệp BĐS không ở mức quá cao nhờ các yếu tố như: (i) thị trường BĐS đang trong giai đoạn phục hồi và tăng trưởng tốt hơn so với giai đoạn 2023; (ii) mặt bằng lãi suất nhìn chung vẫn ở mức hấp dẫn; (iii) hoạt động phát hành trái phiếu để tái cơ cấu nợ đã được tích cực thực hiện trở lại. Tuy nhiên, rủi ro tái cấp vốn vẫn cao đối với các doanh nghiệp chậm trả gốc, lãi trái phiếu (như NVL), do phần lớn trái phiếu đáo hạn không đủ điều kiện gia hạn.

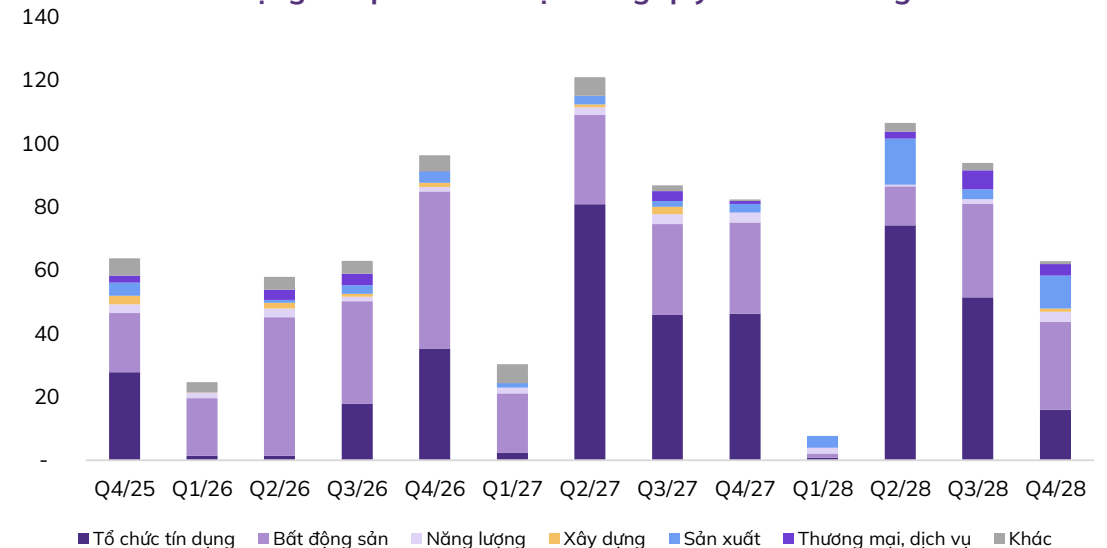
Cơ cấu phát hành TPDN 9T/2025



Hoạt động phát hành trái phiếu BĐS



Lượng trái phiếu đáo hạn hàng quý theo nhóm ngành



Nguồn: HNX, ABS Research

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu KDH, NLG, PDR và TCH trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn, có sẵn dự án triển khai bán hàng trong thời gian tới và nhiều tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận, thu hút dòng tiền.
- Tình hình tài chính an toàn với rủi ro thanh khoản thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp RNAV và P/B.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	KDH			NLG			PDR			TCH		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu	3.279	4.950	5.941	7.196	5.354	6.266	822	1.545	1.776	4.667	5.040	7.056
%YoY	57%	51%	19%	126%	-26%	17%	33%	88%	15%	23%	8%	40%
LNG	1.740	2.921	3.683	3.057	2.495	2.809	399	788	959	1.797	1.915	2.893
Biên LNG (%)	53%	59%	62%	42%	47%	45%	49%	51%	54%	39%	38%	41%
LNST-MI	809	1.032	1.434	518	688	612	155	340	1.825	855	1.058	1.552
% YoY	13%	28%	39%	-7%	33%	-11%	19%	119%	437%	15%	24%	46%
EPS (đ/cp)	728	929	1.290	1.285	1.697	1.509	184	347	1.862	1.280	1.218	1.786
BVPS (đ/cp)	15.500	16.205	17.432	25.145	26.330	27.339	11.227	13.519	15.255	14.127	14.137	15.034
Nợ/VCSH (lần)	0,21	0,23	0,24	0,48	0,38	0,33	0,45	0,13	0,11	0,02	0,04	0,05
ROA (%)	2,6%	5,9%	6,5%	4,7%	4,0%	4,4%	0,6%	1,3%	6,9%	5,7%	6,8%	7,6%
ROE (%)	4,6%	5,2%	5,9%	9,9%	7,7%	7,9%	1,4%	2,6%	12,6%	6,6%	7,8%	8,7%

CTCP ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 35.000 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 40.300 VNĐ (+15,1%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Dự án Gladia là động lực tăng trưởng lợi nhuận 2025 – 2026.** Dự án Gladia (11,8 ha; 226 căn thấp tầng và ~600 căn hộ, KDH sở hữu 51% liên doanh với Keppel) đã mở bán và bàn giao từng phần phân khu thấp tầng trong Q3/2025 mang lại doanh số và doanh thu tích cực cho doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng các sản phẩm tại dự án này (bên cạnh sản phẩm thấp tầng) sẽ đóng góp tích cực cho KQKD giai đoạn 2025 – 2026 của KDH nhờ giá bán cao và mức hấp thụ tốt khi ở vị trí thuận lợi tại TP.HCM (TP Thủ Đức cũ) và uy tín của chủ đầu tư KDH cũng như Keppel.
- **Thị trường BĐS phía Nam tiếp tục tăng trưởng hỗ trợ doanh số bán hàng.** Thị trường BĐS phía Nam vẫn sẽ được hỗ trợ bởi những động lực như: (i) nguồn cung cải thiện nhờ thủ tục pháp lý thuận lợi hơn, (ii) dòng tiền đầu tư quay trở lại, (iii) đẩy mạnh triển khai các dự án hạ tầng. Với dòng tiền tích cực từ các dự án mở bán hiện tại, KDH sẽ có nền tảng để triển khai một loạt dự án khác, tiêu biểu là chuẩn bị khởi công xây dựng dự án Solina (13ha, 500 căn thấp tầng) để có thể mở bán trong 2027, KCN Lê Minh Xuân MR (89ha) có thể bắt đầu cho thuê từ 2027 bên cạnh dự án Tân Tạo đang có những động thái hỗ trợ pháp lý tích cực để GPMB.
- **Trong dài hạn, KDH có vị thế chủ đầu tư với quỹ đất lớn và năng lực tài chính tốt.** KDH sở hữu quỹ đất lớn hơn 600ha BĐS nhà ở và 100ha KCN tập trung ở khu vực TP.HCM với pháp lý rõ ràng. Doanh nghiệp duy trì chiến lược phát triển dự án gối đầu với dòng tiền ổn định từ các dự án trước hỗ trợ cho các dự án sau; tỷ lệ nợ vay an toàn với tình hình tài chính lành mạnh. Theo đó, KDH sẽ tiếp tục còn nhiều tiềm năng tăng trưởng với vị thế tốt.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Lãi suất tăng mạnh hơn kỳ vọng ảnh hưởng đến dòng tiền đầu tư BĐS.
- Thị trường BĐS phía Nam tăng trưởng chậm hơn dự kiến.
- Tiến độ bàn giao các dự án và thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến.

CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (NLG – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 35.950 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 44.100 VNĐ (+22,7%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Triển vọng KQKD tích cực trong giai đoạn cuối năm 2025.** Đầu tháng 11/2025, NLG đã hoàn tất chuyển nhượng 15% cổ phần tại dự án Izumi City cho đối tác Tokyu Corporation (Nhật Bản) và chuẩn bị mở bán giai đoạn tiếp theo tại phân khu Izumi Canaria sau khi được cấp phép bán hàng trong tháng 10/2025. Những động thái này sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận và doanh số bán hàng cả năm 2025 của NLG như chúng tôi đã dự phóng tại báo cáo gần đây.
- **Thị trường BĐS phía Nam tiếp tục tăng trưởng hỗ trợ doanh số bán hàng.** Thị trường BĐS phía Nam vẫn sẽ được hỗ trợ bởi những động lực như: (i) nguồn cung cải thiện nhờ thủ tục pháp lý thuận lợi hơn, (ii) dòng tiền đầu tư quay trở lại, (iii) đẩy mạnh triển khai các dự án hạ tầng. Các dự án của NLG tập trung ở khu vực TP.HCM và các địa phương lân cận như Đồng Nai, Long An (cũ) như Southgate, Izumi City, Paragon sẽ được hưởng lợi. Ngoài ra, sự tham gia của một số chủ đầu tư lớn như Vingroup, Ecopark gần đây tại thị trường BĐS lân cận TP.HCM sẽ giúp thị trường trở nên sôi động hơn, giúp cải thiện doanh số bán hàng của NLG.
- **NLG sở hữu quỹ đất dồi dào và sản phẩm chất lượng tốt.** Với quỹ đất sạch rộng lớn hơn 680ha chủ yếu tập trung trong các khu đô thị và dân cư trọng điểm tại TP.HCM, Đồng Nai, Long An (cũ), Hải Phòng, Cần Thơ và danh mục sản phẩm đa dạng. Đây là quỹ dự án hấp dẫn nhờ việc hướng tới nhu cầu thực, pháp lý tốt cùng uy tín và năng lực chuyên môn chủ đầu tư của Nam Long.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Lãi suất tăng mạnh hơn kỳ vọng ảnh hưởng đến dòng tiền đầu tư BĐS.
- Thị trường BĐS phía Nam tăng trưởng chậm hơn dự kiến.
- Tiến độ bàn giao các dự án và thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến.

CTCP PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN PHÁT ĐẠT (PDR – HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 28/11/2025: 22.500 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 24.500 VNĐ (+8,9%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Dự án Bắc Hà Thanh sẽ tiếp tục đóng góp vào KQKD 2025 – 2026.** Năm 2025, doanh thu của PDR tiếp tục được hỗ trợ đáng kể nhờ tiến độ bàn giao tại dự án Bắc Hà Thanh. Tính đến hết quý 3/2025, doanh nghiệp đã hoàn tất bàn giao khoảng gần 500 lô đất nền, phần còn lại sẽ được tiếp tục bàn giao từ nay cho đến giữa năm 2026.
- **Chuyển nhượng dự án Thuận An có thể mang về dòng tiền lớn.** Dự án Thuận An 1&2 đã được PDR thông qua kế hoạch chuyển nhượng cho đối tác sau khi dự án đủ điều kiện mở bán. Doanh thu từ chuyển nhượng 80% dự án dự kiến ghi nhận từ GĐ1 của dự án đạt khoảng hơn 2.000 tỷ đồng. GĐ2 – dự kiến triển khai trong năm 2026 với quy mô sản phẩm khoảng 3.500 căn hộ, được kỳ vọng mang lại dòng tiền khoảng 2.200 – 2.500 tỷ đồng. Việc chuyển nhượng dự án này sẽ giúp PDR thu về dòng tiền đáng kể, tạo điều kiện thuận lợi cho việc triển khai các dự án tiếp theo trong danh mục đầu tư, đặc biệt là các dự án thuộc phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng, vốn có quy mô đầu tư lớn và chu kỳ thu hồi vốn kéo dài.
- **Nghị quyết 171 tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho 2 dự án tại Bình Dương (cũ).** Cuối tháng 6/2025, HĐND tỉnh Bình Dương đã phê duyệt thí điểm 2 dự án tại Thủ Dầu Một của PDR theo Nghị quyết 171/2024/QH15 – đây là 2 dự án khu nhà ở phức hợp cao tầng tại phường Phú Hòa và phường Tương Bình Hiệp với tổng diện tích lớn hơn 45ha. Hai dự án này sẽ là dự án trọng điểm được thực hiện trong giai đoạn 2025 – 2033 sau khi hoàn tất bàn giao tại dự án Bắc Hà Thanh và Thuận An. NQ171 của Quốc hội là cơ sở pháp lý đặc thù, trao quyền thí điểm cho các địa phương chủ động phê duyệt triển khai các dự án nhà ở thương mại, bao gồm cả dự án không có “đất ở”. Nghị quyết này sẽ giúp phân quyền cho các địa phương, rút ngắn quy trình phê duyệt đầu tư, đẩy mạnh nguồn cung dự án BĐS.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Lãi suất tăng mạnh hơn kỳ vọng ảnh hưởng đến dòng tiền đầu tư BĐS.
- Thị trường BĐS phía Nam tăng trưởng chậm hơn dự kiến.
- Tiến độ bàn giao các dự án và thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến. Đặc biệt các dự án condotel của PDR vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý.

CTCP ĐẦU TƯ DỊCH VỤ TÀI CHÍNH HOÀNG HUY (TCH – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 20.450 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 24.800 VNĐ (+21,2%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Thị trường BĐS Hải Phòng tiếp tục tích cực với điểm nhấn mới tại Thủy Nguyên.** Thị trường BĐS Hải Phòng thời gian vừa qua ghi nhận sự tăng trưởng với lượng giao dịch tăng mạnh, tập trung vào sản phẩm đất nền và chung cư. Trong thời gian tới, dự kiến nguồn cung tiếp tục tăng mạnh với việc loạt chủ đầu tư BĐS “ra hàng”, giúp thị trường trở nên sôi động hơn. Ngoài ra, Hải Phòng nắm giữ vị thế là một trong những đầu tàu kinh tế của cả nước với vị trí chiến lược – cửa ngõ ra biển, trung tâm logistic quan trọng tại khu vực phía Bắc với cảng nước sâu và hệ thống cơ sở hạ tầng đường cao tốc kết nối và tiếp tục được đẩy mạnh phát triển hạ tầng trong giai đoạn 2025 – 2030. Bên cạnh đó, Thủy Nguyên với vị thế là trung tâm hành chính – chính trị mới của TP Hải Phòng sau khi sáp nhập thêm tỉnh Hải Dương, thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng giúp thị trường BĐS tại địa phương này tiếp tục tích cực.
- **TCH sở hữu quỹ đất lớn, nằm tại vị trí chiến lược.** Quỹ đất của TCH tập trung tại Hải Phòng, nằm ở các vị trí đắc địa trung tâm thành phố, giá cả hợp lý nhờ giá vốn thấp (từ các hợp đồng BT trước đây). Đặc biệt, hai dự án trọng điểm thời gian tới của TCH là Hoàng Huy Green River và Hoàng Huy New City GD2 nằm tại phường Thủy Nguyên – trung tâm phát triển mới của TP Hải Phòng, giúp đẩy nhanh tốc độ hấp thụ các sản phẩm của dự án này.
- **KQKD thời gian tới dự kiến tiếp tục tăng trưởng tích cực.** Trong nửa cuối NĐTC 2025 và NĐTC 2026, TCH dự kiến sẽ ghi nhận KQKD tích cực từ bàn giao 2 dự án trọng điểm là Hoàng Huy New City GD2 và Hoàng Huy Green River. Các dự án này đã ghi nhận doanh số bán tích cực thời gian qua (giá trị người mua trả tiền trước cuối Q2/NĐTC 2025 đã tăng mạnh lên hơn 3 nghìn tỷ đồng). Tổng doanh thu có thể mang lại từ các dự án này đạt khoảng hơn 25 nghìn tỷ đồng, đảm bảo nguồn ghi nhận doanh thu đến năm 2028 cho doanh nghiệp.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Lãi suất tăng mạnh hơn kỳ vọng ảnh hưởng đến dòng tiền đầu tư BĐS.
- Thị trường BĐS Hải Phòng tăng trưởng chậm hơn dự kiến.
- Tiến độ bàn giao các dự án và thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến.

NGÀNH XÂY DỰNG

Xây dựng hạ tầng vẫn là điểm sáng

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bảng giá
ABS Web Trading



➤ XÂY DỰNG HẠ TẦNG VẪN LÀ ĐIỂM SÁNG

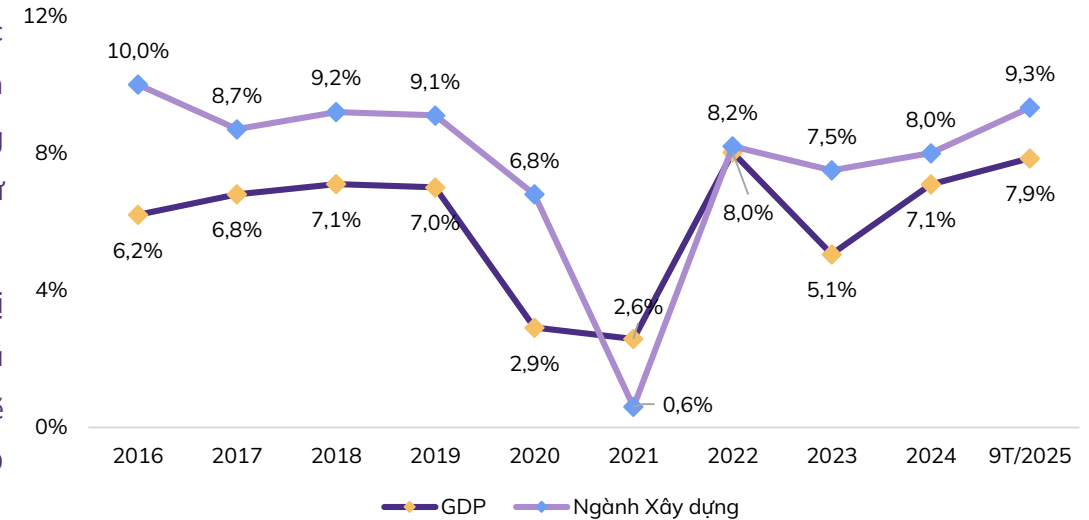
➤ **Ngành Xây dựng tiếp tục tăng trưởng.** 9T/2025, ngành Xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng lên tới 9,33% svck năm trước, cao nhất trong 10 năm trở lại đây, đóng góp tích cực vào tăng trưởng GDP cả nước, kích thích lan tỏa sang các hoạt động kinh tế khác như sản xuất VLXD, gia tăng việc làm. Theo dự báo của Mordor Intelligence, tốc độ tăng trưởng trung bình mỗi năm của ngành Xây dựng Việt Nam giai đoạn 2025 – 2030 là 7,5% với sự đóng góp lớn nhất của mảng xây dựng hạ tầng ở mức 2,1%.

➤ **Xây dựng dân dụng tích cực nhưng cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt.** Thị trường BĐS hồi phục tốt trong thời gian vừa qua, đặc biệt nguồn cung BĐS gia tăng đã giúp hoạt động xây dựng tích cực trở lại. Thời gian tới khi thị trường tiếp tục tăng trưởng sẽ giúp gia tăng khối lượng công việc cho mảng xây dựng dân dụng. Tuy nhiên, việc giá VLXD gia tăng mạnh và khan hiếm nhân công khi hàng loạt công trình triển khai khắp cả nước, gây ra khó khăn lớn cho các doanh nghiệp với biên lợi nhuận vốn đã khá mỏng (để cạnh tranh trong giai đoạn thị trường khó khăn) nay lại càng đối mặt với nhiều thách thức hơn.

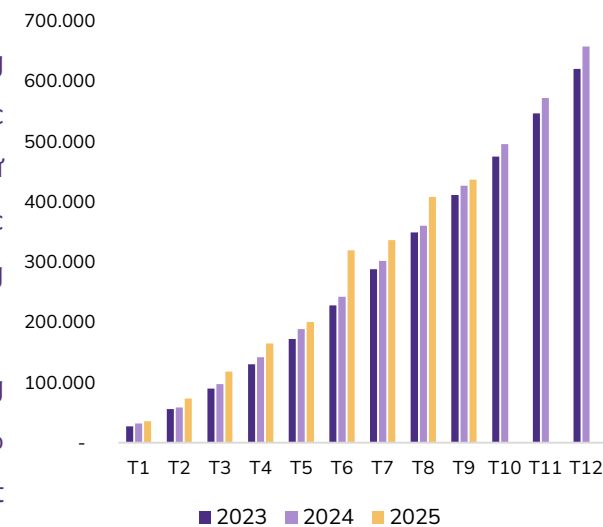
➤ **Xây dựng công nghiệp tăng trưởng chậm lại.** Chúng tôi cho rằng mảng xây dựng công nghiệp thời gian tới sẽ tăng trưởng chậm lại do ảnh hưởng của thuế đối ứng. Mặc dù, mức thuế của Việt Nam không chênh lệch nhiều với một số quốc gia khác trong khu vực như Indonesia, Philippines, ... nhưng tâm lý e ngại trong việc giải ngân của nhà đầu tư nước ngoài vẫn hiện hữu nên dòng vốn FDI đăng ký mới nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng trưởng chậm lại so với giai đoạn trước trong thời gian tới.

➤ **Xây dựng hạ tầng tiếp tục là điểm sáng.** Giá trị giải ngân vốn đầu tư công trong 9T/2025 ở mức cao, tăng trưởng 37,4% svck 9T/2024, tuy nhiên mới chỉ hoàn thành 50% kế hoạch cả năm. Giải ngân vốn đầu tư công thời gian tới sẽ tiếp tục được đẩy mạnh. Phát triển hạ tầng là mục tiêu được Chính phủ chú trọng trong phát triển kinh tế nên còn nhiều dư địa tăng trưởng, đóng góp tích cực cho tăng trưởng toàn ngành Xây dựng.

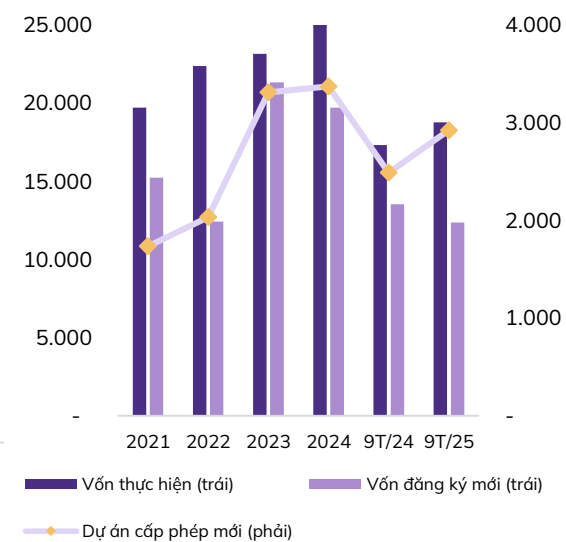
Tăng trưởng GDP và ngành Xây dựng



Giải ngân vốn đầu tư công 2025 tăng mạnh



Vốn FDI thực hiện và đăng ký mới (triệu USD)



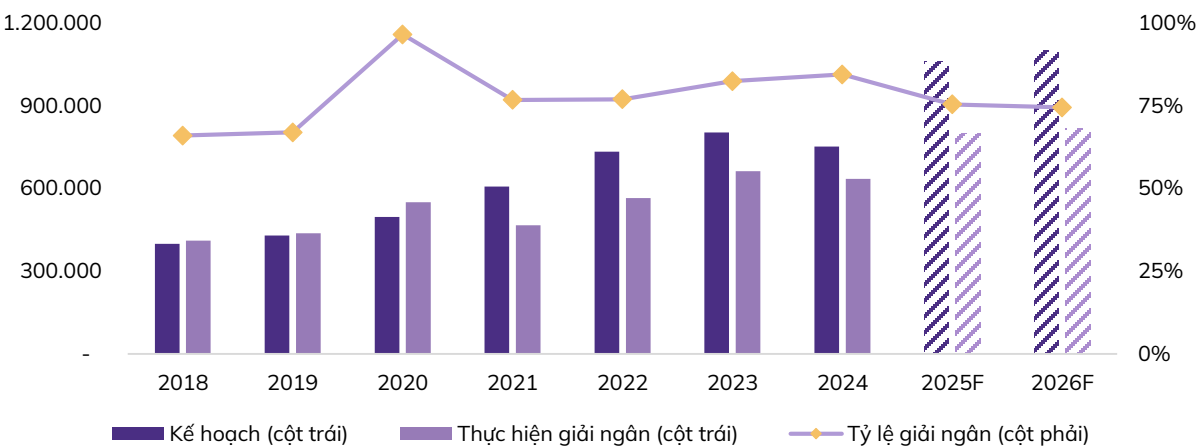
ĐẦU TƯ CÔNG TẬP TRUNG VÀO DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM

➤ **Đầu tư công sẽ tập trung trọng điểm.** Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026 – 2030 Chính phủ xây dựng thời gian vừa qua đang trong quá trình Quốc hội phê duyệt. Nguồn vốn đầu tư công dự kiến lên đến 8,5 triệu tỷ đồng. Theo định hướng cơ cấu các nguồn vốn, ngân sách TW giai đoạn này sẽ tập trung đầu tư trọng điểm cho các dự án quan trọng của quốc gia như dự án đường bộ cao tốc; dự án đường sắt tốc độ cao, kết nối quốc tế, ... Việc đầu tư sẽ tập trung, có trọng tâm, trọng điểm hiệu quả, có tính lan tỏa cao; bảo đảm không dàn trải, manh mún. Ước tính của Bộ Tài chính số vốn giải ngân đầu tư công kế hoạch năm 2026 là 1,08 triệu tỷ đồng.

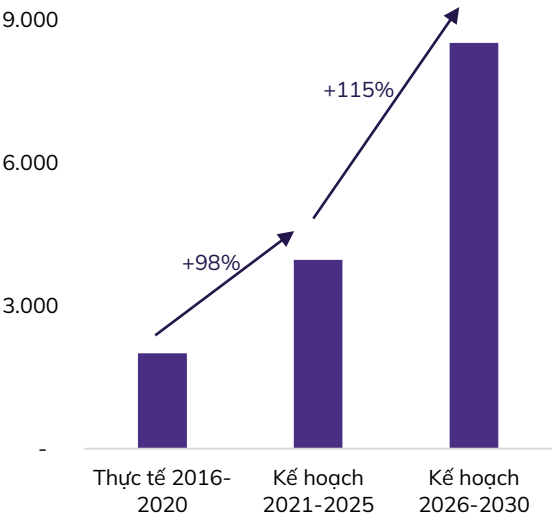
➤ **Giao thông vẫn là lĩnh vực được chú trọng đầu tư.** Về định hướng đầu tư của Chính phủ, giao thông vẫn là “đầu kéo” quan trọng. Theo đó, đến năm 2030, cả nước có tối thiểu 5.000 km đường bộ cao tốc, hoàn thành Cảng hàng không quốc tế Long Thành, Cảng hàng không quốc tế Gia Bình (GD1); đầu tư các công trình giao thông trọng yếu theo quy hoạch, nhất là các tuyến vành đai đô thị lớn, các tuyến đường bộ cao tốc, quốc lộ quan trọng. Cùng với đó, đầu tư đường ven biển, đầu tư nâng cấp cảng hàng không, đặc biệt là các cảng hàng không trọng điểm; đầu tư nâng cao năng lực của hệ thống cảng biển; triển khai đường sắt tốc độ cao, đường sắt kết nối liên vùng.

➤ Chúng tôi cho rằng, trong giai đoạn tới số lượng các dự án đầu tư công sẽ giảm khoảng 15-20% và sẽ tập trung vào các dự án có quy mô lớn với vai trò quan trọng – trọng điểm đầu tư là các dự án đường sắt liên vùng như Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, ... bên cạnh một số dự án thành phần còn lại của dự án Cao tốc Bắc – Nam.

Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công (tỷ VND)



Kế hoạch đầu tư công trung hạn (triệu tỷ VND)



Kế hoạch đầu tư cơ sở hạ tầng đến 2050

Lĩnh vực	2021 – 2030 (tỷ USD)	2031 – 2050 (tỷ USD)
 Đường sắt	151	312
 Đường bộ	25	34
 Hàng không	17	21
 Đường thủy	11	5
 Cảng biển	4	7
Tổng cộng	208	379

Nguồn: Bộ Tài chính, Bộ Xây dựng, ABS Research

➤ **Vai trò của cơ sở hạ tầng ngày càng quan trọng.** Dự thảo các văn kiện trình Đại hội XIV của Đảng (năm 2026) xác định một trong ba đột phá chiến lược để phát triển kinh tế - xã hội là tiếp tục hoàn thiện đồng bộ và đột phá mạnh mẽ trong xây dựng kết cấu hạ tầng, trong đó hạ tầng giao thông để tháo gỡ các điểm nghẽn và tạo điều kiện bứt phá nhanh. Đầu tư cơ sở hạ tầng có thể được coi là một trong những yếu tố then chốt đưa Việt Nam thoát bẫy thu nhập trung bình dựa trên một số cơ sở:

- **Hạ tầng là động lực thu hút đầu tư và dịch chuyển kinh tế.** Giai đoạn 2026 – 2030, Việt Nam hướng tới trở thành nước đang phát triển có công nghiệp hiện đại, thu nhập trung bình cao nên cần hệ thống hạ tầng hiện đại để hấp dẫn đầu tư FDI và đầu tư tư nhân. Hạ tầng đồng bộ vùng – khu công nghiệp – đường sắt – cảng biển – sân bay sẽ giúp tái cơ cấu đầu tư ra khỏi các đô thị trung tâm, phát triển vùng ven và nông thôn.
- **Hạ tầng là nền tảng cho tăng trưởng bền vững** khi hạ tầng giao thông, logistics, số hóa là “xương sống” giúp giảm chi phí vận chuyển (ước tính chiếm 16-18% GDP theo WB), tăng năng suất lao động.
- **Thúc đẩy liên kết vùng** khi hạ tầng liên vùng ổn định, giảm chênh lệch phát triển giữa các địa phương, tăng hiệu quả chuỗi cung ứng.
- **Hạ tầng là đòn bẩy** kích cầu đầu tư công, dẫn dắt khu vực tư nhân, tạo hiệu ứng lan tỏa mạnh tới ngành vật liệu, xây dựng, việc làm, tiêu dùng.

➤ Dự kiến đến cuối năm 2025, cả nước hoàn thành một số mục tiêu lớn: 3.000 km đường cao tốc, khởi công và hoàn thành GĐ1 Cảng Hàng không quốc tế Long Thành, thông qua chủ trương đầu tư các dự án đường sắt quan trọng, ...

Các dự án cơ sở hạ tầng lớn giai đoạn 2026 – 2030

Dự án	Hình thức đầu tư	Công suất/ Chiều dài	Vốn đầu tư (tỷ USD)	Tình trạng
Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	PPP	1541 km từ Hà Nội tới TP.HCM	67,4	Đã được phê duyệt đầu tư, đang trong giai đoạn hoàn thành thủ tục, dự kiến khởi công cuối năm 2026.
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	Nhà nước	Tuyến chính: 391 km Tuyến phụ: 28 km	8,4	Dự kiến khởi công T12/2025 và hoàn thành vào năm 2030.
Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh	PPP	120 km	5,3	Dự kiến được phê duyệt đầu tư Q4/2025 và khởi công cuối năm 2025 và đưa vào vận hành thương mại Q1/2028.
Metro Bến Thành – Cần Giờ	PPP	53 km	3,3	Dự kiến khởi công cuối năm 2025, đưa vào vận hành thương mại Q3/2028.
Vành đai 3 TP.HCM	Nhà nước	76 km	6,7	Đang thực hiện, dự kiến hoàn thành toàn bộ dự án vào giữa năm 2026.
Cao tốc Bắc – Nam GĐ2	Nhà nước – PPP	721 km	6,0	Thực hiện từ 2021-2025. Đã thông xe 6/12 dự án thành phần. 6 dự án còn lại dự kiến hoàn thành cuối năm 2025.
Vành đai 4 TP.HCM GĐ1	Nhà nước	207 km	4,9	Dự kiến khởi công T2/2026 và hoàn thành trong năm 2028.
Vành đai 4 Hà Nội	PPP	113 km	3,4	Dự kiến cơ bản hoàn thành năm 2026, vận hành toàn bộ năm 2027.
Sân bay Long Thành	PPP	100 triệu khách/năm, 5 tr.tấn hàng/năm. 3 GĐ thực hiện	16,0	Hoàn thành GĐ1 cuối năm 2025 và triển khai GĐ2 trong năm 2026.
Sân bay Gia Bình	PPP	50 triệu khách/năm, 2,5 tr.tấn hàng/năm. 2 GĐ thực hiện	8	Đang chờ Quốc hội phê duyệt đầu tư. GĐ1 hoàn thành năm 2030 và GĐ2 hoàn thành năm 2050.

➤ CƠ SỞ HẠ TẦNG LÀ ĐỘNG LỰC QUAN TRỌNG PHÁT TRIỂN KINH TẾ

➤ Với vai trò quan trọng của cơ sở hạ tầng, hàng loạt dự án đã, đang và sẽ được triển khai trên khắp cả nước để tạo thành hệ thống giao thông đồng bộ

➤ **Trục “xương sống” mới: Đường sắt Cao tốc Bắc – Nam:** đây được xem là trục “xương sống” kết nối 20 tỉnh với tổng chiều dài 1.541 km, rút ngắn thời gian di chuyển từ Hà Nội đến TP.HCM chỉ còn 5–6 giờ, tạo bước ngoặt cho giao thông Bắc – Nam, giảm tải cho các tuyến đường bộ, sân bay và trung tâm logistics hiện hữu.

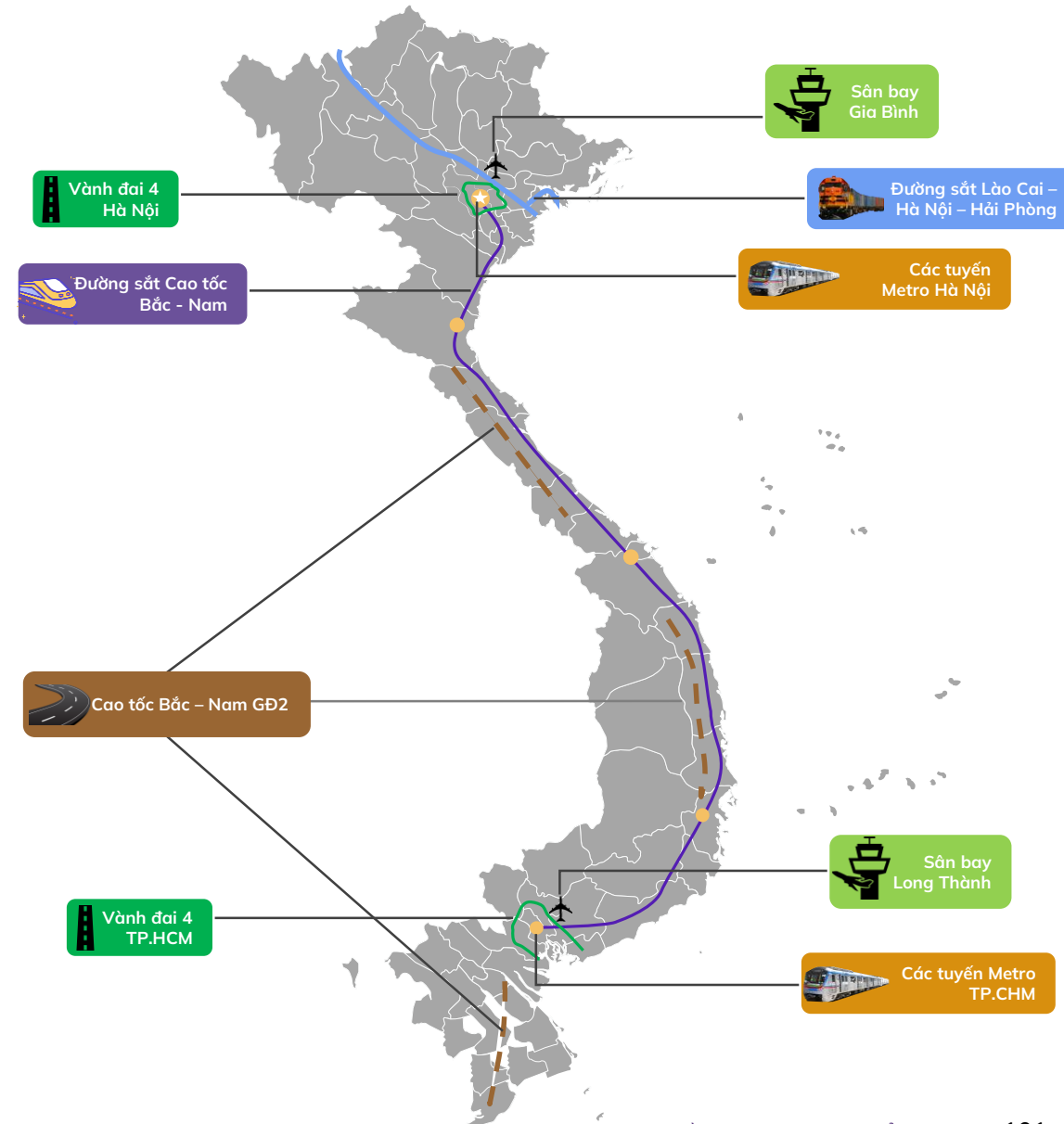
➤ **Trục hạ tầng quốc gia: Cao tốc Bắc – Nam phía Đông.** Với tổng chiều dài 729 km, đi qua 12 tỉnh, 6 dự án thành phần đã đi vào hoạt động và 6 dự án còn lại đang đẩy nhanh tiến độ để thông tuyến chính vào dịp 19/12/2025. Tuyến đường này được kỳ vọng sẽ giảm tải Quốc lộ 1A, rút ngắn thời gian vận chuyển hàng hóa, kết hợp thành “trục xương sống kép” với đường sắt Cao tốc Bắc – Nam, tạo hệ thống giao thông hiện đại.

➤ **Trục hàng không đột phá: Sân bay Long Thành & Gia Bình.** Dự án sân bay lớn nhất Việt Nam – Sân bay Long Thành dự kiến sẽ cơ bản hoàn thành các hạng mục chính của GĐ1 trong T12/2025. Sân bay Gia Bình, với quy mô lớn chỉ xếp sau sân bay Long Thành sẽ là cửa ngõ hàng không của miền Bắc, giúp tái cấu trúc mạng lưới hàng không Vùng Thủ đô theo mô hình “trung tâm kép” đã được nhiều đô thị lớn trên thế giới áp dụng.

➤ **Hệ thống metro Hà Nội và TP.HCM thay đổi mô hình đô thị.** Hệ thống metro là nền tảng giúp chuyển đổi mô hình giao thông tại 2 đô thị lớn nhất cả nước, thúc đẩy giao thông công cộng kết nối trung tâm để phát triển về phía khu vực ngoại thành.

➤ **Tuyến đường kết nối khác.** Khi các trục hạ tầng quốc gia đang hình thành, các dự án vành đai trọng điểm như Vành đai 4 Hà Nội, Vành đai 3&4 TP.HCM, ... đang bước vào giai đoạn tăng tốc, đóng vai trò then chốt kết nối, phân tải cho nội đô, phát triển đô thị – công nghiệp – logistics kết nối trực tiếp các trung tâm kinh tế, sân bay, cảng biển và cao tốc.

Các dự án hạ tầng trọng điểm được triển khai khắp cả nước



➤ TIẾN ĐỘ THI CÔNG CÁC DỰ ÁN ĐƯỢC ĐẢM BẢO

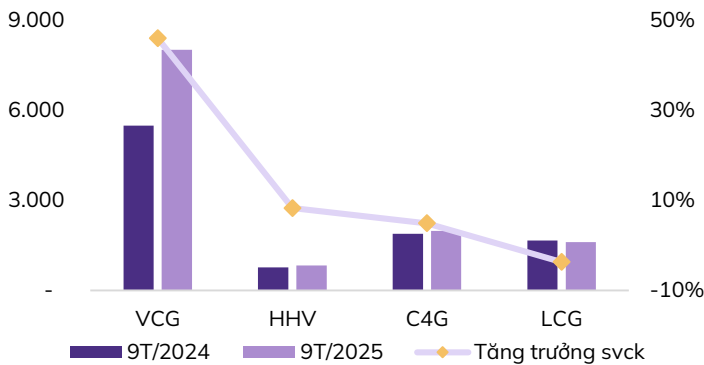
➤ Số lượng dự án đã và sẽ được khánh thành/khởi công ở mức kỷ lục khi có tới 250 công trình trong dịp lễ Kỷ niệm 80 năm Quốc khánh đất nước và dự kiến 198 công trình trong T12/2025. Chính phủ, các bộ, ngành và địa phương đã chỉ đạo sát sao trong việc giải ngân vốn đầu tư công và thực hiện các dự án theo chỉ đạo của Thủ tướng. Các đơn vị thầu xây dựng cũng đã tập trung thi công đúng tiến độ để ra, thể hiện ở KQKD tích cực trong 9T/2025 của một số doanh nghiệp có khối lượng thi công hạ tầng lớn.

➤ Tiến độ thi công các dự án thời gian tới kỳ vọng tiếp tục được đảm bảo nhờ quan tâm sâu sát từ lãnh đạo Chính phủ, các Bộ, ngành, địa phương; nhiều chính sách để thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công; cơ chế hỗ trợ đặc thù để hỗ trợ vướng mắc về nguồn cung vật liệu xây dựng,

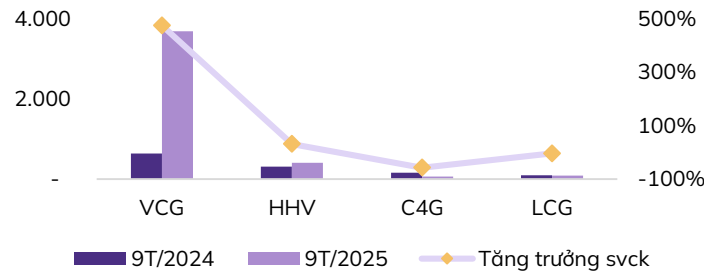
Backlog một số dự án của HHV

Gói thầu dự án	Thời gian thực hiện	Backlog 2025-2026
Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	2023 – 2025	215
Đường ven biển Bình Định	2023 – 2025	130
Đường kết nối cảng Liên Chiểu	2023 – 2025	60
Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh	2024 – 2026	1.672
Cao tốc TP.HCM - Chơn Thành	2025 – 2027	1.000
Vành đai 4 qua Bình Dương (cũ)	2026 – 2027	2.000

Doanh thu mảng xây lắp một số DN (tỷ VND)



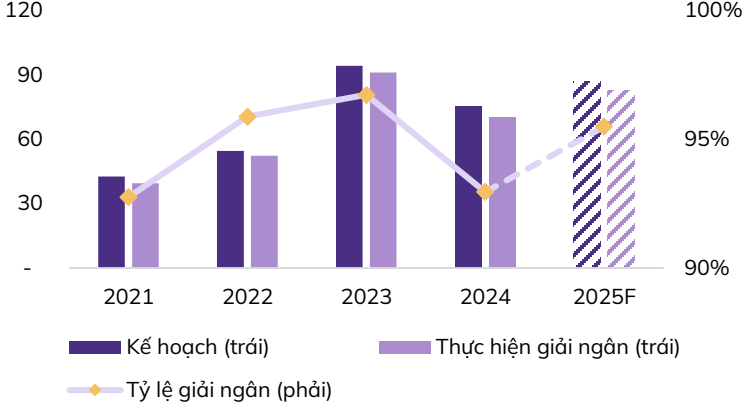
LNST-MI 9T/2025 (tỷ VND)



Backlog một số dự án của LCG

Gói thầu dự án	Thời gian thực hiện	Backlog 2025-2026
Cao tốc Vũng Áng - Bùng (XL02)	2023 – 2025	612
Cao tốc Vân Phong - Nha Trang (XL01)	2023 – 2025	720
Cao tốc Tân Phúc - Vĩnh Phan (XL01)	2023 – 2025	500
Vành đai 4 đoạn qua Hưng Yên	2023 – 2026	880
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu (XL21)	2023 – 2026	340
Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	2024 – 2026	1.162

Giải ngân vốn đầu tư công mảng GTVT



Backlog một số dự án của VCG

Gói thầu dự án	Thời gian thực hiện	Backlog 2025-2026
Cao tốc Bãi Vọt - Hàm Nghi (XL11)	2023 – 2025	1.356
Cao tốc Vân Phong - Nha Trang (XL02)	2023 – 2025	182
Cao tốc Tuyên Quang - Hà Giang (XL03)	2023 – 2025	540
Cao tốc Vũng Áng - Bùng (XL01)	2023 – 2025	300
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu (XL10)	2023 – 2025	854
Vành đai 4 Hà Nội (XL09)	2023 – 2025	1.706
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng (GT 10,11,12)	2024 – 2027	780
Sân bay Long Thành (gói 4.6)	2023 – 2025	800
Sân bay Long Thành (gói 5.10)	2023 – 2026	2.750
Trụ sở CA Quản lý XNC Sân bay Long Thành (XL01,02)	2023 – 2026	8.400

THÁO GỖ VƯỚNG MẮC PHÁP LÝ CHO DỰ ÁN BOT VÀ BT

➤ **Loạt thay đổi quan trọng trong khung pháp lý.** Một loạt thay đổi trong khung pháp lý đã được ban hành thời gian vừa qua như: Luật PPP 2024 (Luật số 57/2024/QH15), Nghị định 91/2025/NĐ-CP, Luật số 90/2025/QH15 (1 luật sửa 8 Luật, trong đó có Luật PPP 2024). Nhìn chung, các văn bản pháp luật mới này giúp: (i) quy định rõ ràng quy trình đầu tư dự án, tránh xung đột giữa các luật; (ii) phân quyền cho các địa phương để giảm thời gian phê duyệt đầu tư; (iii) khôi phục lại hình thức dự án BT, (iv) bổ sung cơ chế hỗ trợ cho các nhà đầu tư, ... Một số giải pháp gỡ vướng cụ thể với dự án BOT và BT:

➤ **Dự án BOT:**

- Ngân sách Nhà nước hỗ trợ tài chính cho dự án BOT kém hiệu quả, thua lỗ.
- Áp dụng hình thức đầu tư BOT với dự án mở rộng/nâng cấp dự án hiện hữu.
- Tăng tỷ lệ tham gia của vốn nhà nước trong dự án để giảm bớt gánh nặng tài chính (tăng lên mức 70% so với quy định hiện hành là 50%).
- Theo đề xuất của Bộ Xây dựng, 11 dự án BOT hiện hành đang gặp vướng mắc có thể được hỗ trợ, chia làm 2 nhóm (i) bổ sung vốn để phục hồi, và (ii) chấm dứt hợp đồng trước thời hạn.

➤ **Dự án BT:**

- Đơn vị thực hiện dự án được giao toàn bộ quỹ đất đối ứng giúp đảm bảo tính chắc chắn về quyền lợi nhận về, đẩy nhanh thời gian hoàn thành dự án.
- Áp dụng cơ chế đặc biệt với dự án BT đối ứng quỹ đất tại KĐT Thủ Thiêm (TP.HCM), giá trị quỹ đất thanh toán được xác định tại thời điểm ký hợp đồng BT thay vì thời điểm giao đất.

Luật PPP 2024 (Luật số 57/2024/QH15)	Hiệu lực 15/01/2025	Tháo gỡ vướng mắc và tái khởi động xu hướng đầu tư với các dự án BOT, BT
Nghị định 91/2025/NĐ-CP	Hiệu lực 24/04/2025	Quy định thời điểm xác định giá đất của quỹ đất thanh toán theo hợp đồng BT Khu đô thị mới Thủ Thiêm, TP.HCM
Luật số 90/2025/QH15	Hiệu lực 01/07/2025	Sửa 8 Luật như Luật Đầu thầu, Luật PPP, Luật Đầu tư công, ... để khắc phục bất cập, đẩy mạnh đầu tư công

Danh sách dự án BOT được kỳ vọng hỗ trợ vốn NSNN

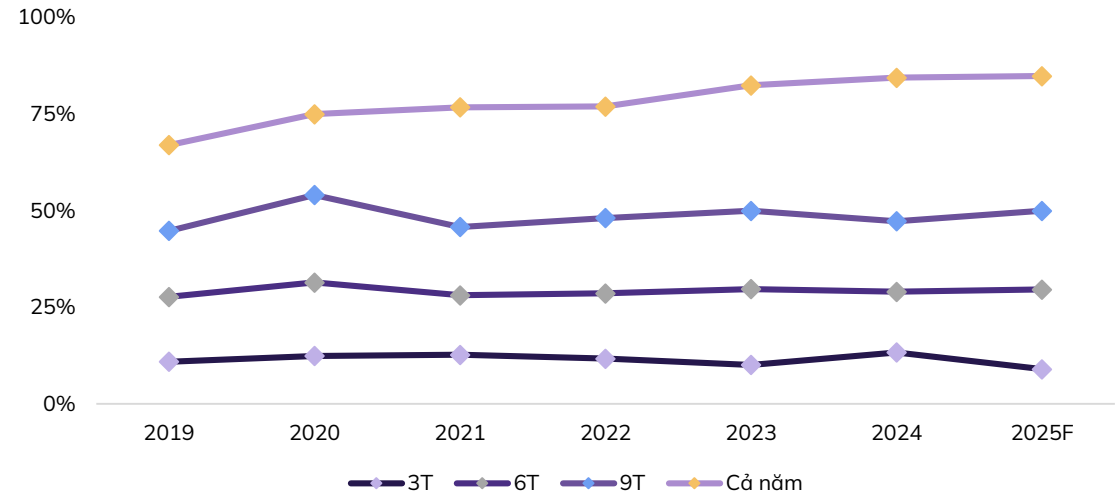
Gói thầu dự án	Tình trạng	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Hỗ trợ (tỷ VND)
Nhóm 1 – Bổ sung vốn đầu tư			
Cầu Ba Vì – Việt Trì	Chậm thu phí do giảm lưu lượng xe	1.462	598
Cầu Thái Hà	Chậm thu phí do giảm lưu lượng xe	1.709	1.024
Hầm đường bộ Đèo Cả (HHV)	Không thu phí được	18.904	2.300
Cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn (HHV/LCG)	Chưa thông tuyến đến cửa khẩu Hữu Nghị	12.188	4.600
Nhóm 2 – Chấm dứt hợp đồng trước thời hạn			
QL1 đoạn tránh TP Thanh Hóa	Dừng thu phí từ năm 2017	1.014	882
Cầu Bình Lợi	Vỡ phương án vì mức phí cao	1.303	571
Quốc lộ 91 TP Cần Thơ (CTI)	Giảm lưu lượng xe lưu thông	1.588	1.278
Đường Thái Nguyên – Chợ Mới (C4G)	Chưa thu phí trên tuyến cũ	2.713	2.631
Cầu An Hải	Không thu được phí do bị phản đối	33	33
Đường HCM qua Dak Lak	Giảm lưu lượng xe lưu thông	836	379
Đường 39B (Thái Bình cũ) (HUT)	Không thu được phí do bị phản đối	550	543

➤ RỦI RO GIẢI NGÂN CHẬM TIẾN ĐỘ ĐỀ RA

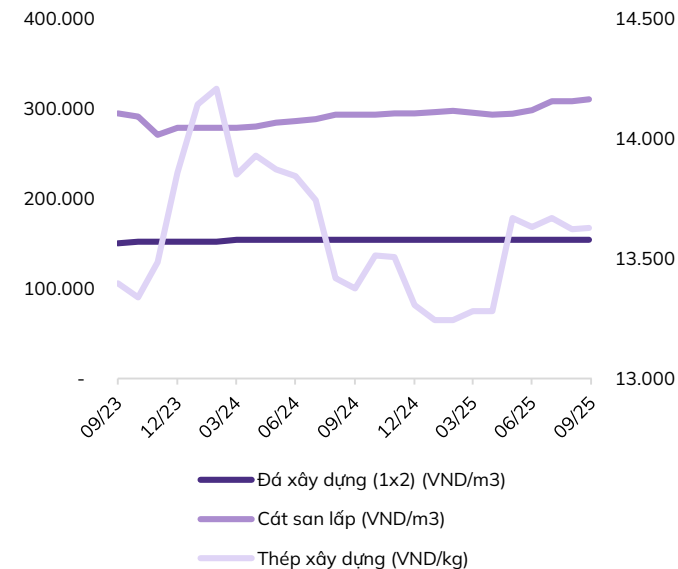
➤ Tuy nhiên, việc giải ngân vốn đầu tư công vẫn có rủi ro chậm hơn tiến độ đề ra, dẫn đến tình trạng tăng nợ công. Việc chậm trễ đến từ một số nguyên nhân:

- **Chưa chuẩn bị tốt công tác đầu tư, dồn nhiệm vụ vào cuối năm.** Các dự án đầu tư công thường có xu hướng giải ngân chậm ở đầu năm và tăng tốc vào những tháng cuối năm – điều này thường do thực trạng công tác chuẩn bị đầu tư, chuẩn bị dự án chưa tốt của các bộ ngành và địa phương chậm tiến độ, dẫn đến dự án chưa đủ điều kiện giao vốn, dồn vốn vào cuối năm để giải ngân cho kịp kế hoạch.
- **Thủ tục phê duyệt dự án và công tác GPMB kéo dài.** Các thủ tục phê duyệt chủ trương đầu tư, phê duyệt dự án đầu tư mất nhiều thời gian, nhất là thủ tục phê duyệt thiết kế, đấu thầu, giải phóng mặt bằng. Công tác GPMB trong nhiều trường hợp bị kéo dài do khó khăn khi xác định giá đất, phương án bồi thường, hỗ trợ, tái định cư, chồng chéo giữa quy hoạch sử dụng đất và các quy hoạch xây dựng, quy hoạch ngành...
- **Thay đổi chi phí so với dự toán ban đầu.** Việc cập nhật, rà soát, công bố giá vật liệu xây dựng, chỉ số giá xây dựng trong dự toán chưa phản ánh kịp thời sự thay đổi của thị trường, đặc biệt trong bối cảnh giá vật liệu tăng cao sẽ làm tăng chi phí cho doanh nghiệp ảnh hưởng tiêu cực đến công tác đầu tư xây dựng.
- **Năng lực nhà thầu yếu kém.** Các nhà thầu với yếu kém đưa ra mức giá thấp để trúng thầu tuy nhiên năng lực không đáp ứng yêu cầu, làm chậm tiến độ thi công công trình, gián tiếp tác động lên chi phí của dự án.

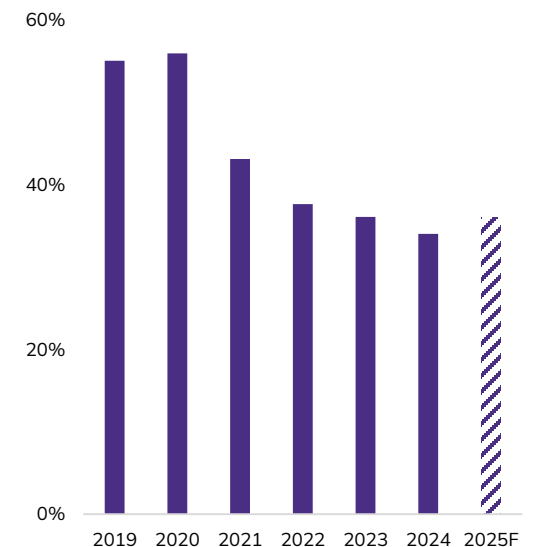
Tỷ lệ giải ngân đầu tư công trong năm



Giá VLXD giữ xu hướng tăng



Tỷ lệ Nợ công/GDP của Việt Nam



Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu VCG, HHV và CTD trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Doanh nghiệp sở hữu khối lượng backlog lớn để hỗ trợ cho KQKD thời gian tới.
- Tình hình tài chính an toàn với rủi ro thanh khoản thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp SOTP và P/B.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	VCG			HHV			CTD		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	NĐTC 2025	NĐTC 2026F	NĐTC 2027F
Doanh thu	12.870	15.412	17.108	3.308	3.639	4.185	24.885	30.111	32.821
%YoY	1%	20%	11%	23%	10%	15%	18%	21%	9%
LNG	1.981	2.158	2.481	1.341	1.464	1.753	815	933	1.040
Biên LNG (%)	15%	14%	15%	41%	40%	42%	3,3%	3,1%	3,2%
LNST-MI	927	3.850	1.265	426	562	692	456	780	867
% YoY	180%	315%	-67%	32%	31%	23%	47%	71%	11%
EPS (đ/cp)	1.547	5.955	1.958	1.026	1.156	1.423	4.547	7.778	8.645
BVPS (đ/cp)	13.471	19.307	15.869	16.013	15.996	17.248	86.515	90.524	91.126
Nợ/VCSH (lần)	0,79	0,58	0,51	1,74	1,76	1,57	0,33	0,29	0,27
ROA (%)	4,6%	8,8%	5,5%	1,1%	1,4%	1,6%	1,7%	2,4%	2,7%
ROE (%)	17,8%	27,2%	18,1%	4,3%	4,9%	5,8%	5,2%	7,4%	8,6%

CTCP XUẤT NHẬP KHẨU VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (VINACONEX) (VCG – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 23.750 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 27.500 VNĐ (+15,8%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng xây dựng hạ tầng của VCG được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ đầu tư công.** VCG là một trong những nhà thầu xây dựng hàng đầu và uy tín tại Việt Nam, tham gia tất cả các lĩnh vực xây dựng như: giao thông, công nghiệp, xây dựng dân dụng, ... với một số dự án lớn như: các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam, các gói thầu xây dựng sân bay quốc tế Long Thành, ... Hoạt động đầu tư xây dựng hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh mang lại triển vọng tích cực cho VCG.
- **Giá trị backlog xây dựng lớn đảm bảo nguồn doanh thu.** Ước tính tổng giá trị backlog còn lại của VCG hiện tại đạt khoảng gần 27.000 tỷ đồng, dự kiến sẽ hoàn thành nhóm gói thầu này chậm nhất là năm 2027, đảm bảo nguồn ghi nhận doanh thu trong các năm tới cho doanh nghiệp. Với năng lực đã được khẳng định, dự kiến khối lượng backlog của VCG sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới từ những dự án đầu tư công mới của Chính phủ.
- **Mảng BĐS dần hồi phục.** Trong thời gian tới, VCG sẽ tiếp tục mở bán và ghi nhận doanh số từ 3 dự án trọng điểm bao gồm: 2 khu nhà ở thấp tầng tại Quảng Ninh là KĐT Đại lộ Hòa Bình (48,8 ha) và KĐT Vinaconex Móng Cái (43,9 ha) cùng Trung tâm thương mại chợ Mơ (Hà Nội). Thị trường BĐS hồi phục sẽ thúc đẩy khả năng hấp thụ tại các dự án này. Đáng chú ý gần đây trong tháng 8/2025, VCG đã thoái vốn thành công toàn bộ 51% cổ phần tại dự án Cát Bà Amatina mang về lợi nhuận hơn 3.000 tỷ đồng. Ngoài ra, mảng BĐS KCN sẽ là động lực tăng trưởng mới của VCG với loạt dự án như: Khu CNC 2 Hòa Lạc (270 ha) đã cho thuê và KCN Sơn Đông (Hà Nội) và Đông Anh (300 ha) đang triển khai đầu tư.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Hoạt động giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn kế hoạch đề ra.
- Giá nguyên vật liệu biến động mạnh hơn dự kiến ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Các dự án xây dựng bị chậm tiến độ triển khai ảnh hưởng từ công tác giải phóng mặt bằng hoặc ảnh hưởng từ các yếu tố bất lợi khác.

CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ (HHV – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 14.250 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 17.100 VNĐ (+20,0%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng thu phí BOT duy trì đóng góp tích cực.** Chúng tôi kỳ vọng lưu lượng xe qua các trạm của HHV tăng trưởng ổn định, tiêu biểu như lưu lượng xe qua các trạm An Dân, Đèo Cả, Cù Mông (Hầm Đèo Cả) sẽ được hỗ trợ khi tuyến cao tốc Bắc – Nam GĐ2 hoàn thành đưa vào hoạt động tạo hạ tầng giao thông đồng bộ bên cạnh lưu lượng xe mới từ trạm thu phí cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo (đi vào hoạt động cuối tháng 5/2024). Ngoài ra, một số dự án BOT của HHV cũng nằm trong danh sách các dự án đang được Bộ Xây dựng đề nghị hỗ trợ từ nguồn NSNN, giúp hoạt động kinh doanh trở nên hiệu quả hơn.
- **Gia tăng tỷ lệ lợi ích tại các dự án mới giúp tăng trưởng KQKD.** Trong thời gian tới, HHV sẽ gia tăng mạnh tỷ lệ sở hữu tại các dự án BOT do Tập đoàn Đèo Cả là chủ đầu tư (cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo, Hữu Nghị – Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh) sau khi các dự án này đã được phát triển và đưa vào vận hành. Việc sở hữu thêm các dự án hạ tầng BOT sẽ tạo động lực tăng trưởng KQKD cho HHV trong các năm tới nhờ dòng tiền ổn định và biên lợi nhuận cao.
- **Đẩy mạnh đầu tư công hỗ trợ cho mảng xây lắp.** Với vị thế nằm trong hệ sinh thái của Tập đoàn Đèo Cả, HHV thường xuyên tham gia các hợp đồng hạ tầng lớn, đặc biệt là các công trình hầm và giao thông mang tính phức tạp cao. Trong bối cảnh hoạt động đầu tư công và phát triển hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh, mảng xây lắp của HHV được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, trở thành trụ cột đóng góp vào KQKD của HHV thời gian tới.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Hoạt động giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn kế hoạch đề ra.
- Giá nguyên vật liệu biến động mạnh hơn dự kiến ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Ảnh hưởng của tăng lãi suất khi nợ vay của doanh nghiệp ở mức rất cao (tỷ lệ Nợ vay/VCSH cuối Q3/2025 là 2,4 lần).

CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (CTD – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 84.500 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 96.800 VNĐ (+14,6%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Lượng backlog lớn đảm bảo tăng trưởng doanh thu.** Năm 2025, tổng giá trị backlog của CTD ước đạt khoảng 35.000 tỷ đồng – mức cao nhất trong lịch sử của doanh nghiệp. Giai đoạn 2026 – 2027, lượng backlog của CTD được dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh lên mức hơn 40.000 tỷ đồng nhờ đóng góp của cả 3 phân khúc xây dựng: dân dụng (~60%), công nghiệp (~20%) và hạ tầng (~20%). Backlog dự án xây dựng dân dụng của CTD chủ yếu đến từ chiến lược “repeat sales” với các đối tác chính cũng là các chủ đầu tư bất động sản lớn tại Việt Nam như Sun Group, Vingroup, Ecopark bên cạnh chiến lược “go global” tới các thị trường như Đài Loan, Ấn Độ. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng mở rộng mảng kinh doanh sang các dự án hạ tầng trong bối cảnh loạt công trình hạ tầng lớn đang được Chính phủ tập trung triển khai như các công trình phục vụ APEC 2027, Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc, Gia Bình, ...
- **Nắm giữ vị thế tổng thầu hàng đầu cả nước.** CTD đã vượt qua giai đoạn tái cấu trúc đội ngũ lãnh đạo và bộ máy công ty, giúp doanh nghiệp lấy lại phong độ và khẳng định vị thế tổng thầu dẫn đầu ngành xây dựng trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng khốc liệt. Doanh nghiệp đã chứng minh được năng lực, kinh nghiệm dày dặn trong thi công các công trình phức tạp; đồng thời cũng duy trì hệ thống quản trị tốt, đáp ứng các tiêu chuẩn ESG của chủ đầu tư trong nước và nước ngoài.
- **Tình hình tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ xấu giảm.** Tỷ lệ tiền mặt và tiền gửi của CTD chiếm trung bình 20% tổng tài sản, tỷ lệ Nợ vay/VCSH ở mức thấp hơn trung bình ngành (chủ yếu là nợ vay ngắn hạn). Ngoài ra, trong năm 2025, CTD đã cải thiện khả năng thu hồi các khoản phải thu khi nợ xấu giảm mạnh so với cùng kỳ trong bối cảnh thị trường BĐS hồi phục giúp giảm rủi ro trích lập dự phòng. Doanh nghiệp tự tin sẽ không cần trích lập thêm cho các khoản nợ xấu còn lại cũng như không phát sinh thêm nợ xấu trong năm 2026.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá nguyên vật liệu biến động mạnh hơn dự kiến ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Rủi ro chi phí nhân công tăng trong bối cảnh loạt công trình xây dựng được triển khai khắp cả nước dẫn đến khan hiếm nguồn nhân lực.
- Thị trường BĐS tăng trưởng chậm hơn dự kiến.

NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Hưởng lợi từ đẩy mạnh phát triển hạ tầng

Phân khúc	Triển vọng	Khuyến nghị
Ngành Thép	Tích cực	Tăng tỷ trọng
Ngành Đá xây dựng	Tích cực	Nắm giữ



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bảng giá
ABS Web Trading



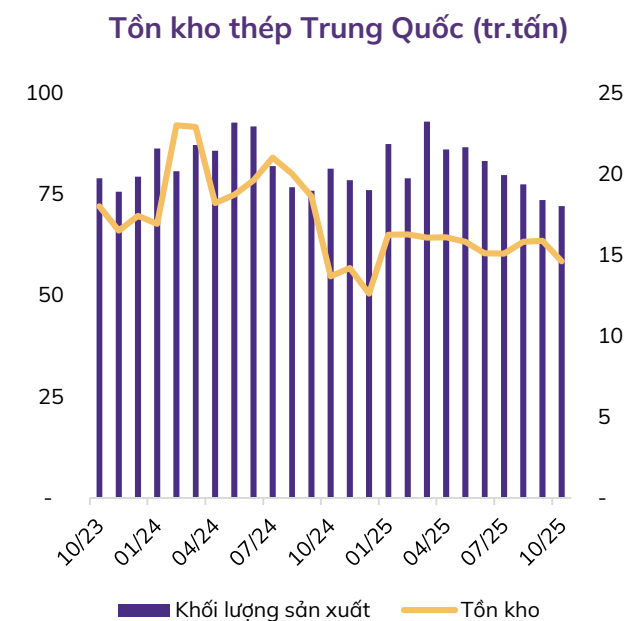
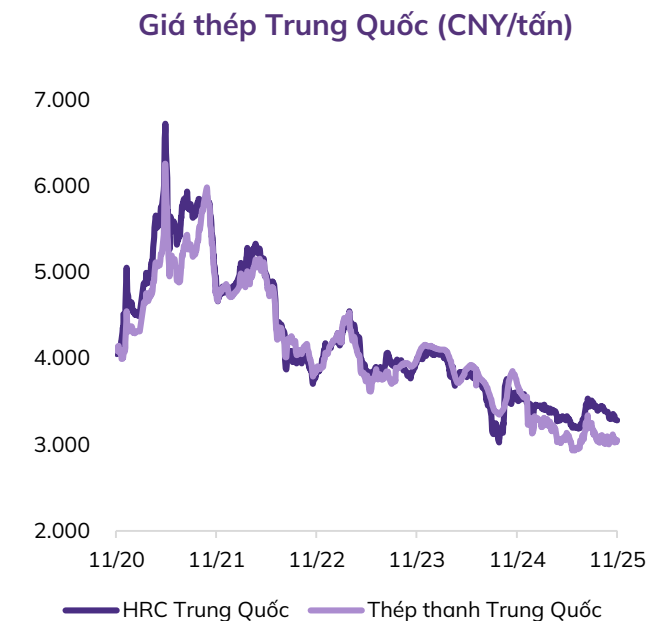
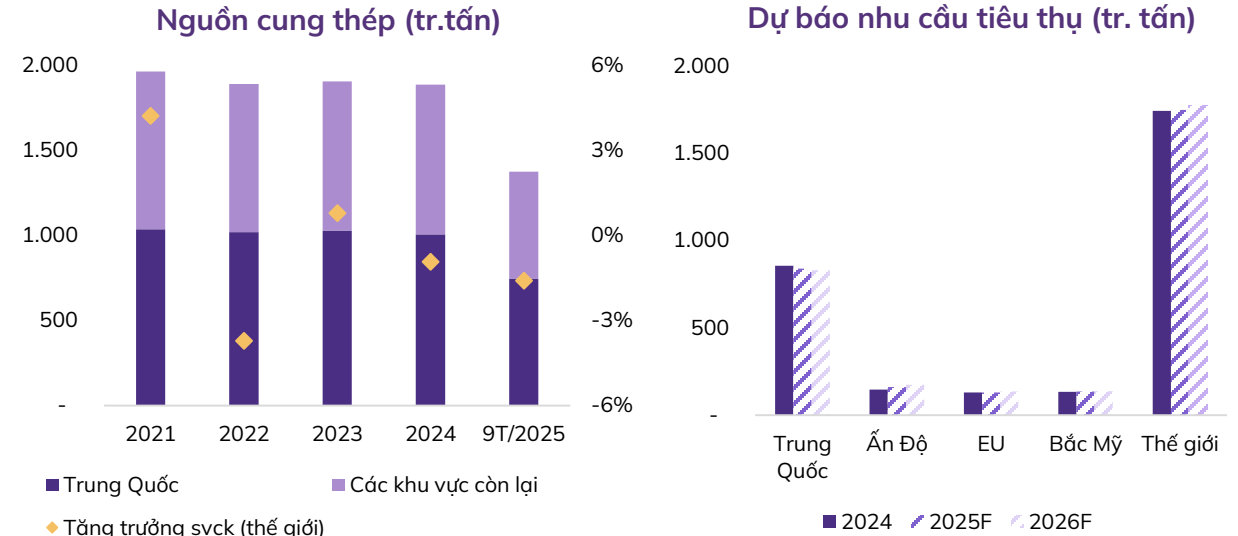
➤ NGÀNH THÉP – THỊ TRƯỜNG TOÀN CẦU LẠC QUAN MỘT CÁCH THẬN TRỌNG

➤ Nhu cầu tiêu thụ đi ngang trong năm 2025, phục hồi nhẹ trong năm 2026.

Hiệp hội Thép Thế giới (WSA) dự báo nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu năm 2025 sẽ giữ nguyên so với năm 2024, đạt khoảng 1.750 triệu tấn; chấm dứt 4 năm liên tiếp không có tăng trưởng (2021-2024). Sang năm 2026 nhu cầu tiêu thụ dự kiến đạt 1.773 triệu tấn, tăng trưởng 1,3% so với năm 2025. Mức dự báo này thể hiện sự lạc quan một cách thận trọng, cho thấy nhu cầu thép toàn cầu sẽ chạm đáy vào năm 2025 và tăng trưởng vừa phải trong năm 2026 nhờ một số động lực như: (i) *Tốc độ giảm nhu cầu tiêu thụ thép của Trung Quốc chậm lại khi thị trường nhà ở chạm đáy trong năm 2026*; (ii) *Các nền kinh tế đang phát triển như Ấn Độ, Việt Nam, Ai Cập, Saudi Arab tăng trưởng mạnh*; (iii) *Nhu cầu thép của châu Âu phục hồi sau chuỗi thời gian dài trì trệ*. Tuy nhiên, ngành thép thế giới vẫn phải đối mặt với thách thức: (i) *Tình trạng căng thẳng thương mại leo thang tác động đến nhu cầu thép*, (ii) *Bất ổn địa chính trị sẽ kìm hãm niềm tin của người tiêu dùng và nhà đầu tư, làm suy yếu lượng thép tiêu thụ*.

➤ **Nguồn cung được dự báo tiếp tục giảm.** Tính đến hết 9T/2025, nguồn cung thép toàn cầu đạt 1.374 triệu tấn (-1,6% svck), trong đó Trung Quốc (quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới) đã giảm 2,9% sản lượng svck do chính sách siết chặt và yêu cầu về môi trường. Theo kế hoạch của Bộ Công nghiệp và Bộ Môi trường Trung Quốc, nước này sẽ duy trì chính sách cắt giảm sản lượng thép trong năm 2026, theo đó nguồn cung toàn cầu cũng dự kiến giảm theo.

➤ **Giá thép có thể dần phục hồi.** Chúng tôi kỳ vọng giá thép trong năm 2026 sẽ dần phục hồi từ mức thấp trong nhiều năm hiện tại, được hỗ trợ bởi việc cắt giảm nguồn cung cũng như nhu cầu tiêu thụ phục hồi nhẹ. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi sẽ chậm do việc cắt giảm nguồn cung cần nhiều thời gian để tác động.



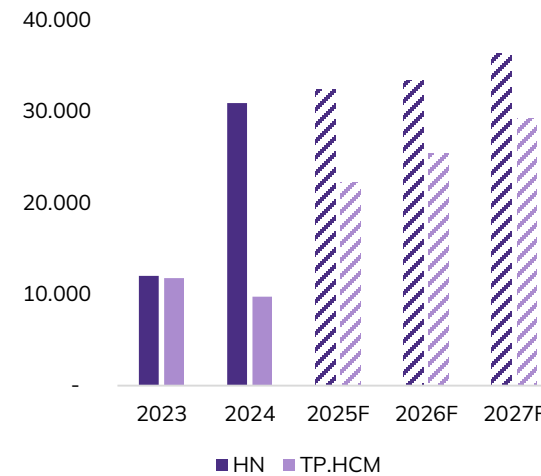
NGÀNH THÉP – THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA VẪN LÀ TRỤ CỘT TĂNG TRƯỞNG

➤ Sản lượng nội địa được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ vào yếu tố:

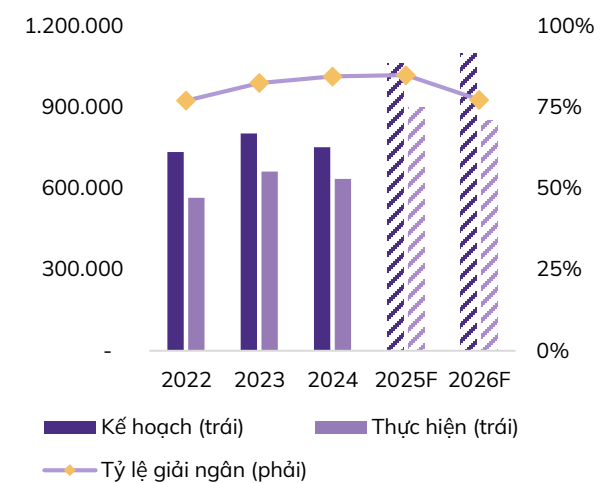
- **Đầu tư công** dự kiến tiếp tục được chú trọng trong năm 2026, năm đầu tiên của giai đoạn đầu tư công 2026 – 2030. Quốc hội và Chính phủ đã đặt mục tiêu tăng trưởng cao từ 10% trở lên với ngân sách đầu tư công lớn, hạ tầng được xem là trụ cột quan trọng để thúc đẩy phát triển kinh tế. Hàng loạt các công trình trọng điểm tiếp tục được chuẩn bị triển khai như Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, cao tốc Bắc – Nam mở rộng, Sân bay Long Thành, Sân bay Gia Bình, tuyến đường vành đai quanh Hà Nội và TP.HCM, ... Theo đó, nhu cầu về VLXD vẫn rất lớn, đặc biệt là thép.
- **Xây dựng dân dụng:** với vị thế chiếm 60% nhu cầu thép, hoạt động xây dựng dân dụng đóng vai trò quan trọng trong tiêu thụ thép nội địa. Nguồn cung sản phẩm BĐS dự kiến tiếp tục tăng trong năm 2026 tại cả thị trường Hà Nội và TP.HCM (mới) nhờ: (i) duy trì tháo gỡ pháp lý tại các dự án BĐS, (ii) mặt bằng lãi suất cho vay vẫn ở mức hấp dẫn với các chủ đầu tư, (iii) tăng nguồn cung NOXH.
- 9T/2025 đã ghi nhận sản lượng thép tiêu thụ tích cực nhờ đẩy mạnh đầu tư công và hoạt động xây dựng dân dụng. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng thép xây dựng tiêu thụ trong 9T/2025 đạt 9,6 triệu tấn (+11% svck).

➤ **Sản lượng xuất khẩu tiếp tục gặp khó khăn.** WSA dự báo nhu cầu thép toàn cầu trong năm 2026 có thể phục hồi nhẹ, nhờ đóng góp chính của một số nền kinh tế đang phát triển. Tuy nhiên, làn sóng bảo hộ thương mại tiếp tục lan rộng trên toàn cầu do tồn kho thép giá rẻ lớn từ Trung Quốc nên chúng tôi cho rằng thị trường này sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn. Trong năm 2025, thép Việt Nam tiếp tục chịu áp lực từ việc các biện pháp thuế quan của Mỹ, EU hay Ấn Độ. Tổng sản lượng thép xuất khẩu 9T/2025 chỉ đạt hơn 1,1 triệu tấn, giảm gần 50% svck năm trước.

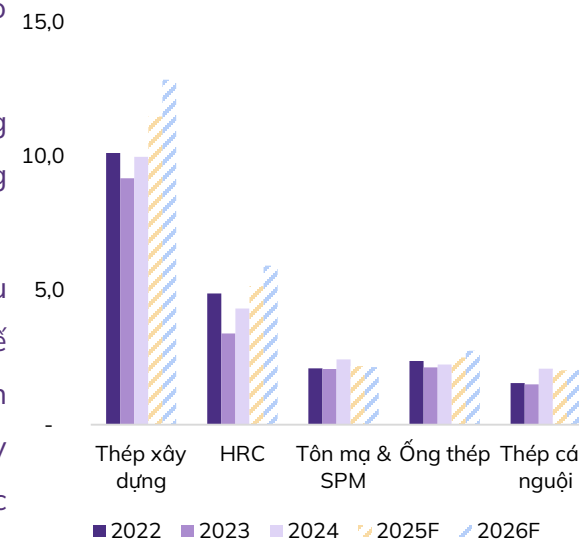
Nguồn cung chung cư mới tại Hà Nội và TP.HCM (mới)



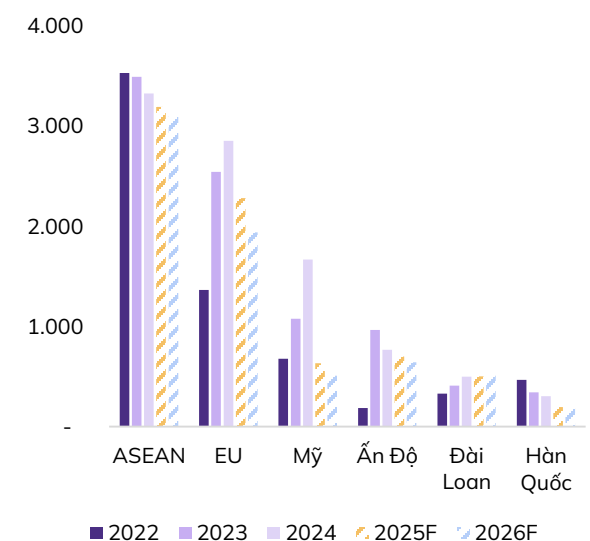
Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công (tỷ VND)



Dự báo sản lượng thép tiêu thụ nội địa theo sản phẩm (triệu tấn)



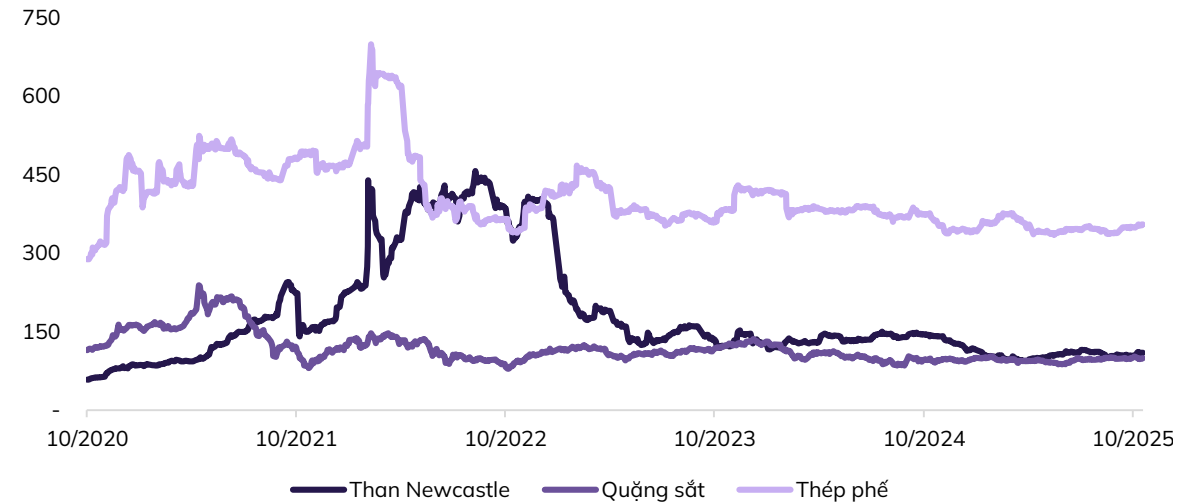
Dự báo sản lượng tiêu thụ xuất khẩu một số thị trường chính (nghìn tấn)



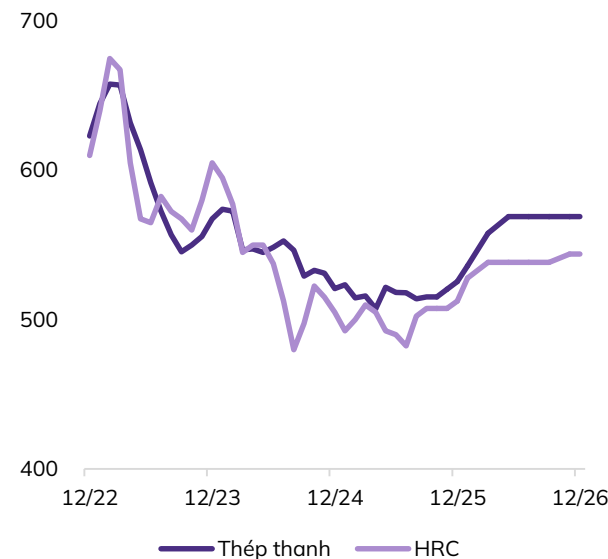
➤ **Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu tiếp tục xu hướng giảm.** Với việc Trung Quốc tiếp tục chính sách cắt giảm công suất dư thừa, giá các nguyên vật liệu đầu vào phục vụ sản xuất thép như quặng sắt, than cốc được dự báo sẽ tiếp tục sụt giảm. Ngoài ra, Chính phủ Trung Quốc cũng đang hướng tới áp dụng phổ biến công nghệ sản xuất thép ít phát thải tới môi trường (công nghệ lò điện EAF) cũng sẽ làm giảm nhu cầu sử dụng các nguyên liệu truyền thống. Bên cạnh đó, nguồn cung nguyên liệu sẽ tiếp tục tăng từ nguồn cung cấp cũ như Australia, Brazil hay nguồn cung cấp mới là Châu Phi. Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên của Australia (DISR) cho biết sẽ tiếp tục mở rộng sản lượng xuất khẩu quặng sắt trong giai đoạn 2026 – 2027, với mức tăng trưởng chung khoảng 1,3%/năm. DISR dự báo giá quặng sắt sẽ giảm 8,2% svck trong năm 2025 và tiếp tục giảm 3,2% trong giai đoạn 2026 – 2030. Cơ quan này cũng dự báo giá than cốc giảm 19% svck trong năm 2025 và giảm gần 2% trong giai đoạn 2026 – 2030.

➤ **Giá thép kỳ vọng phục hồi nhẹ.** Như đã đề cập ở trên, giá thép Trung Quốc được kỳ vọng phục hồi trong năm 2026 khi nước này đang thực hiện cắt giảm nguồn cung thép từ chính sách “chống cạnh tranh tiêu cực” nhằm loại bỏ tình trạng cạnh tranh phá giá giữa các nhà sản xuất thép. Chúng tôi kỳ vọng chính sách này mang lại hiệu quả như chính sách tương tự được áp dụng trong giai đoạn trước đây (năm 2015), theo đó giúp giá thép Trung Quốc phục hồi từ vùng thấp – tuy nhiên sẽ khó có thể tăng mạnh khi thị trường BĐS Trung Quốc vẫn tương đối kém khả quan. Giá thép nội địa cũng sẽ được hưởng lợi từ sự tích cực này khi Việt Nam nằm ở vị trí giáp ranh Trung Quốc cùng mức độ hội nhập thương mại cao nên chịu ảnh hưởng đáng kể giá thép Trung Quốc.

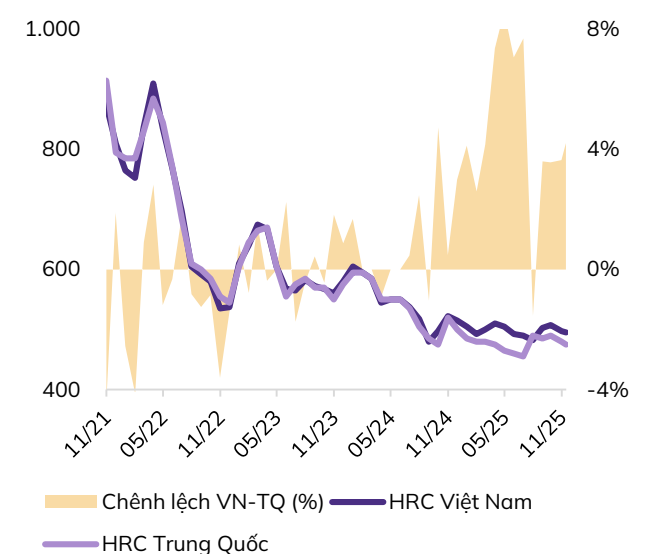
Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào (USD/tấn)



Dự báo giá thép Việt Nam (USD/tấn)



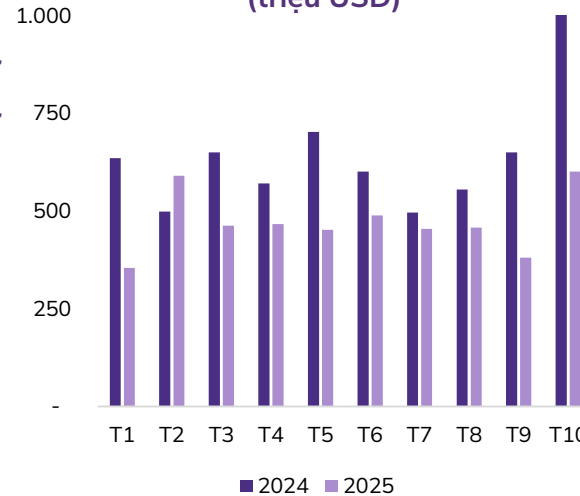
Chênh lệch giá HRC Việt Nam và Trung Quốc



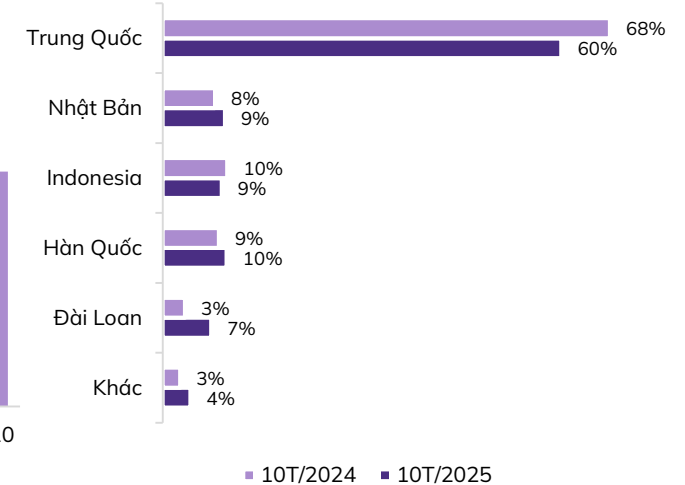
➤ **Chính sách bảo hộ thương mại hỗ trợ ngành thép trong nước.** Trong năm 2025, Bộ Công thương (BCT) đã chính thức áp dụng thuế chống bán phá giá (CBPG) tạm thời với sản phẩm HRC nhập khẩu từ Trung Quốc (vụ việc AD20, từ T2/2025) và tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc (vụ việc AD19, từ T4/2025). Biện pháp này đã thể hiện rõ sự hiệu quả trong việc ngăn chặn làn sóng thép giá rẻ của Trung Quốc “tràn” vào Việt Nam, giúp bảo vệ ngành thép nội địa. Theo Cục Hải quan, sản lượng thép nhập khẩu trong 9T/2025 là 11,2 triệu tấn (-8,8% svck). Trung Quốc mặc dù vẫn là thị trường Việt Nam nhập khẩu thép chính nhưng đã giảm mạnh cả về sản lượng và giá trị. Sản lượng nhập thép trong 9T/2025 chỉ còn ở mức 6,5 triệu tấn (-22% svck), giá trị nhập là 4,1 tỷ USD (-23% svck). Chúng tôi kỳ vọng các chính sách này sẽ tiếp tục phát huy tính hiệu quả trong năm 2026 giúp tăng sản lượng tiêu thụ nội địa trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu gia tăng mạnh cùng nguồn cung thép dư thừa.

➤ **Nghiên cứu áp dụng thuế CBPG với thép HRC khổ rộng.** Sau khi sản phẩm HRC có chiều rộng dưới 1.880 mm bị áp thuế CBPG (AD20), các sản phẩm khổ rộng trên 1.880 mm nhập khẩu đã tăng mạnh. Lũy kế 6T/2025, sản lượng nhập khẩu đạt 650 nghìn tấn, cao gấp 15 lần so với 6T/2024. Ngày 27/10/2025, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 3176/QĐ-BCT về việc khởi xướng điều tra chống lẩn tránh biện pháp phòng vệ thương mại với một số sản phẩm thép cuộn cán nóng nhập khẩu từ Trung Quốc (trong đó có HRC khổ rộng hơn 1.880 mm và nhỏ hơn 2.300 mm). Thời gian điều tra sẽ kéo dài không quá 9 tháng, dự kiến sẽ có kết quả sơ bộ vào Q2/2026. Chúng tôi cho rằng đây là động thái tích cực với Hòa Phát và Formosa (2 doanh nghiệp duy nhất hiện tại bán HRC nội địa) nhưng có thể tác động với giá nguyên liệu đầu vào của nhóm tôn mạ.

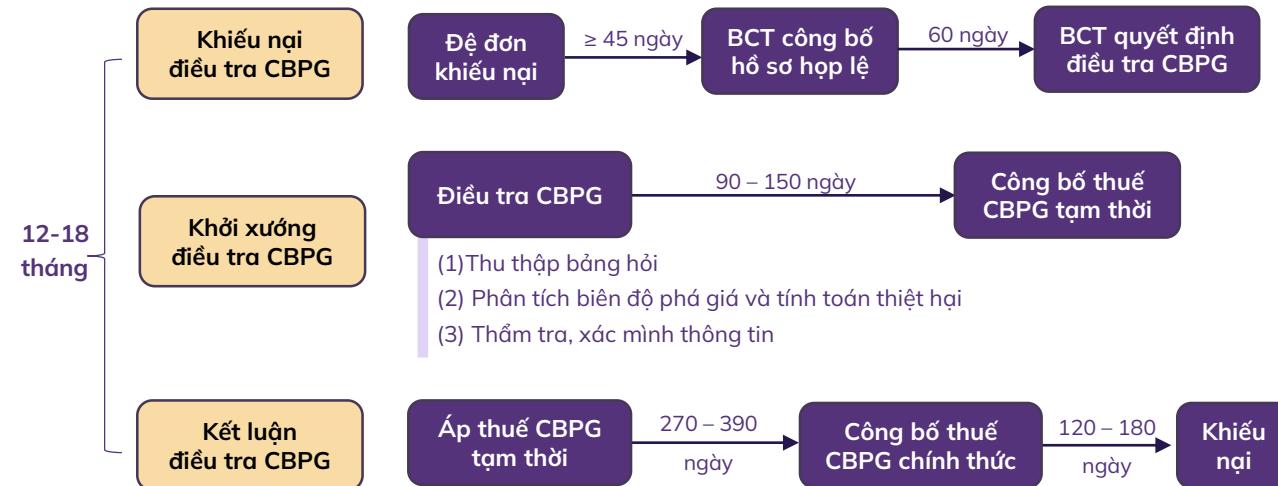
Giá trị nhập khẩu từ Trung Quốc (triệu USD)



Cơ cấu nhập khẩu thép theo quốc gia



Quy trình điều tra chống bán phá giá tại Việt Nam



Chúng tôi ưa thích cổ phiếu HPG trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Vị thế doanh nghiệp đầu ngành, được hưởng lợi từ sự khởi sắc của thị trường BĐS, thúc đẩy đầu tư công cũng như các biện pháp CBPG với thép nhập khẩu.
- Tình hình tài chính an toàn với rủi ro thanh khoản thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp FCFF và P/E.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	HPG		
	2024	2025F	2026F
Doanh thu	138.855	152.400	181.356
%YoY	17%	10%	19%
LNG	18.498	24.536	30.649
Biên LNG (%)	13,3%	16,1%	16,9%
LNST-MI	12.021	16.002	20.493
% YoY	76%	33%	28%
EPS (đ/cp)	1.879	2.085	2.670
BVPS (đ/cp)	17.879	16.984	19.654
Nợ/VCSH (lần)	0,72	0,71	0,56
ROA (%)	5,8%	6,7%	7,8%
ROE (%)	11,1%	13,0%	14,5%

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 26.550 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 33.400 VNĐ (+25,8%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Sản lượng thép tiêu thụ nội địa tiếp tục tích cực.** Chúng tôi đánh giá, sản lượng nội địa tiếp tục là động lực tăng trưởng thời gian tới của HPG đến từ yếu tố: (i) ngành xây dựng phục hồi và (ii) tiếp tục đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công với loạt công trình hạ tầng trọng điểm, (iii) sản lượng HRC sản xuất tăng mạnh khi nhà máy Dung Quất 2 vận hành toàn bộ 2 lò cao, nâng tổng công suất sản xuất HRC khi hoạt động ổn định là 9 triệu tấn/năm (hiện tại chỉ đạt khoảng hơn 3 triệu tấn/năm). Sản lượng tiêu thụ HRC trong 9T/2025 đã thể hiện tích cực nhờ đóng góp của DQ2 khi đạt 5,04 triệu tấn (+51% svck). Thị trường xuất khẩu sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn từ làn sóng bảo hộ thương mại trên thế giới và nguồn thép giá rẻ từ Trung Quốc, nhưng chiếm thường không quá 30% doanh thu của HPG.
- **Biên lợi nhuận được kỳ vọng tiếp tục cải thiện.** Biên lợi nhuận mảng thép của Hòa Phát được kỳ vọng mở rộng nhờ (i) giá thép phục hồi nhẹ và (ii) giá nguyên vật liệu đầu vào tiếp tục xu hướng giảm. Chúng tôi cho rằng giá thép có thể phục hồi mặc dù tốc độ sẽ chậm khi Trung Quốc đang đẩy mạnh cắt giảm công suất thép dư thừa. Giá các nguyên vật liệu đầu vào như quặng sắt, than cốc dự báo sẽ tiếp tục giảm khi nguồn cung gia tăng từ các mỏ mới tại Australia, Brazil, Châu Phi.
- **Các chính sách bảo hộ thương mại mang lại hiệu quả cho ngành thép trong nước.** Bộ Công thương đã chính thức áp dụng thuế CBPG với HRC khổ rộng dưới 1.880 mm nhập khẩu từ Trung Quốc từ tháng 7/2025 giúp sản lượng tiêu thụ HRC của HPG tăng mạnh trong bối cảnh nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động. Ngoài ra, Cục Phòng vệ Thương mại cũng đang điều tra khả năng “lấn trốn” thuế CBPG của sản phẩm HRC khổ rộng trên 1.880 mm khi sản lượng nhập từ Trung Quốc tăng mạnh trong thời gian vừa qua. Đây là động thái tích cực giúp bảo vệ các nhà sản xuất trong nước, tiêu biểu là Hòa Phát với nguồn cung mới của nhà máy Dung Quất 2.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá thép phục hồi kém hơn so với kỳ vọng do tác động tiêu cực từ kinh tế và thị trường BĐS Trung Quốc.
- Hoạt động giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn so với kế hoạch, thị trường BĐS phục hồi chậm lại cũng như cạnh tranh từ đối thủ mới trong ngành.
- Lãi suất có xu hướng tăng làm tăng chi phí tài chính của HPG khi doanh nghiệp đang có tỷ lệ nợ vay cao (hệ số Nợ vay/VCSH cuối Q3/2025 ở mức 0,76 lần) để huy động vốn đầu tư các nhà máy mới.

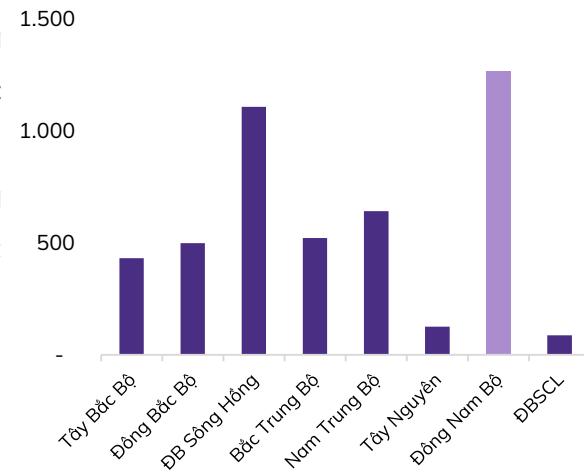
➤ NGÀNH ĐÁ XÂY DỰNG – TÍCH CỰC NHỜ ĐẨY MẠNH PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG

➤ **Đá xây dựng tập trung chủ yếu tại khu vực Đông Nam Bộ.** Ngành đá xây dựng tại nước ta duy trì đà tăng trưởng ổn định trong gần 10 năm trở lại đây với tốc độ tăng trưởng khoảng 5,3%/năm. Các doanh nghiệp niêm yết thực hiện hoạt động khai thác và chế biến đá xây dựng tập trung chủ yếu ở khu vực Nam Bộ, trong đó trữ lượng lớn nhất tại **Đồng Nai** và **Bình Dương (cũ)**. Đồng Nai có trữ lượng lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ, với trữ lượng còn lại khoảng 265 triệu m³, sở hữu 57% trữ lượng đá khu vực Đông Nam Bộ. Bình Dương (cũ) xếp thứ 2 tại khu vực sau Đồng Nai với trữ lượng còn lại khoảng 171 triệu m³, sở hữu 43% trữ lượng đá khu vực Đông Nam Bộ. Bên cạnh nguồn tài nguyên dồi dào, hệ thống sông ngòi dày đặc bắt nguồn từ sông Đồng Nai và Mê Kông giúp việc vận chuyển dễ dàng và tiết kiệm hơn.

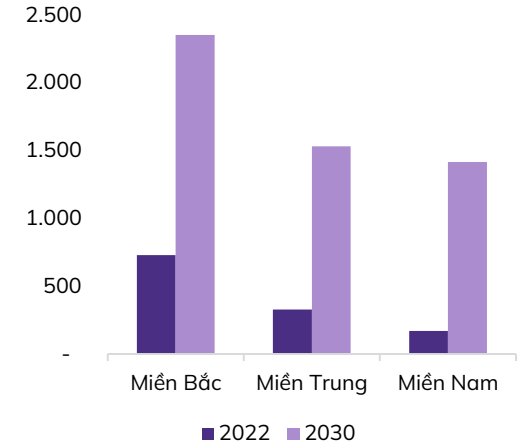
➤ **Đá xây dựng chủ yếu phục vụ công trình hạ tầng.** Đá xây dựng có đặc thù trọng lượng lớn, chi phí vận tải cao nhưng giá trị sản phẩm lại thấp nên hoạt động khai thác chủ yếu phục vụ hoạt động xây dựng ngay tại địa phương, trong đó: **(i) Công trình hạ tầng** (phát triển hạ tầng giao thông, cầu đường, sân bay, ...) chiếm khoảng 50-70%; **(ii) Công trình dân dụng** chiếm khoảng 30-50%.

➤ **Đẩy mạnh phát triển hạ tầng phía Nam giúp sản lượng tiêu thụ tích cực.** Trong bối cảnh hoạt động giải ngân vốn đầu tư công được đẩy mạnh, hoạt động phát triển hạ tầng được chú trọng, đặc biệt khu vực phía Nam với loạt công trình trọng điểm đang được đẩy nhanh tiến độ như: Sân bay Long Thành, Đường Vành đai 3 TP.HCM, các dự án thành phần trong dự án Cao tốc Bắc – Nam GĐ2, ... nên nhu cầu nguyên vật liệu xây dựng tăng cao. Tỉnh Đồng Nai và Bình Dương (cũ) nằm ở vị trí trung tâm của khu vực phát triển hạ tầng phía Nam giúp thúc đẩy nhu cầu nhập đá xây dựng từ các mỏ ở các địa phương này.

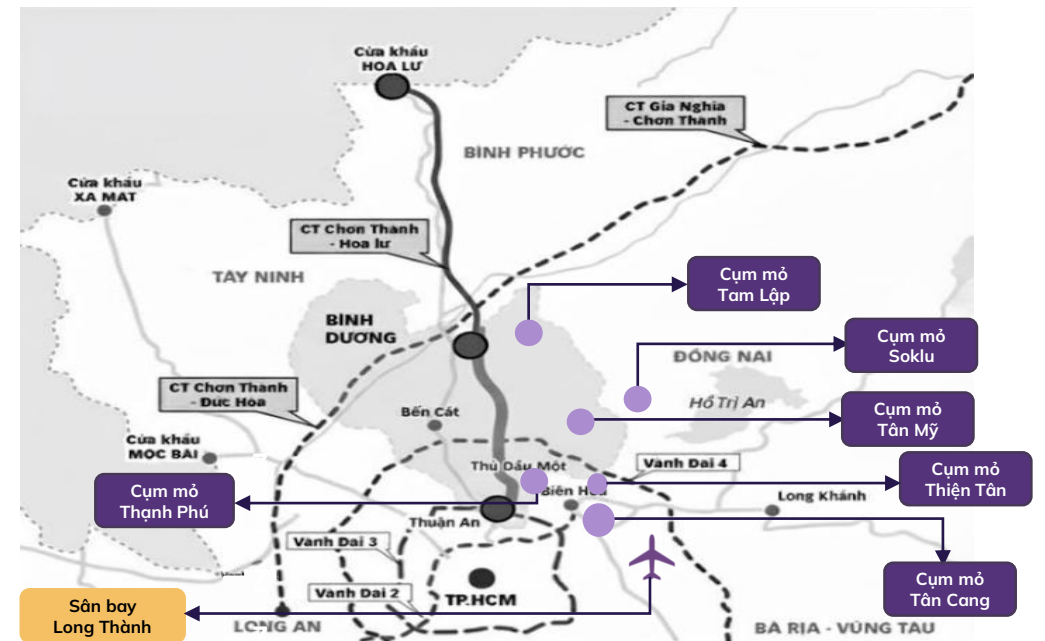
Trữ lượng đá theo khu vực (triệu m³)



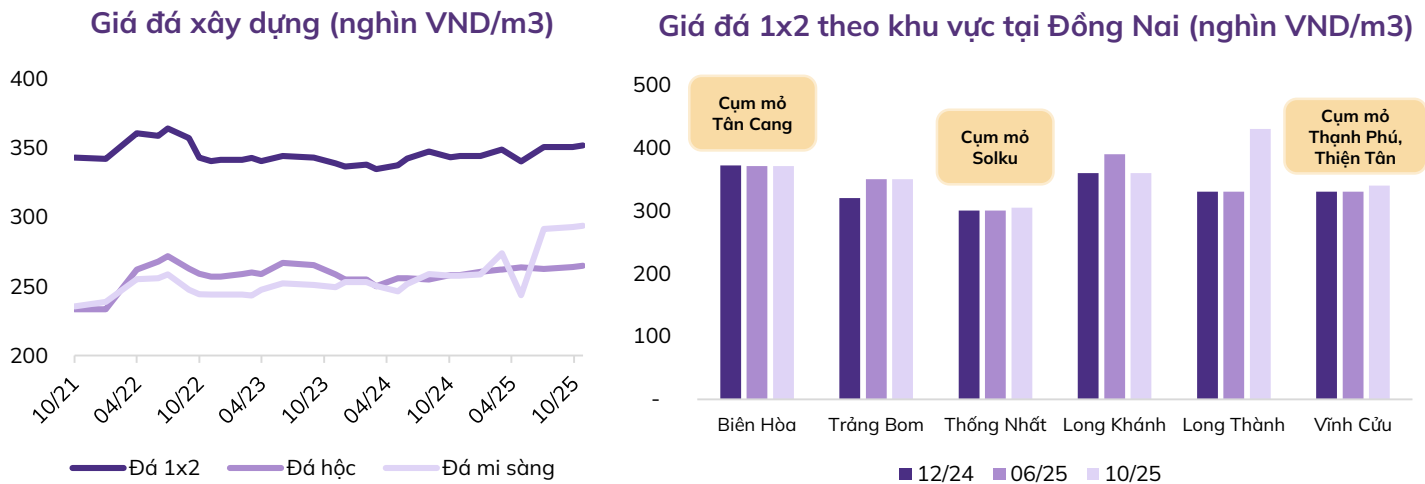
Cao tốc phía Nam được lên kế hoạch phát triển mạnh (km)



Một số mỏ đá lớn tại khu vực Đồng Nai và Bình Dương (cũ)



- **Tháo gỡ pháp lý đóng vai trò quan trọng với nguồn cung.** Mặc dù nhu cầu sử dụng đá xây dựng lớn ở khu vực phía Nam để phục vụ cho các dự án hạ tầng trọng điểm nhưng nguồn cung đang thiếu hụt dù trữ lượng khai thác lớn, chủ yếu do vướng mắc về thủ tục pháp lý liên quan đến cấp, gia hạn và điều chỉnh chứng nhận đầu tư, giấy phép khai thác, hợp đồng thuê đất – các quy định chồng chéo ảnh hưởng đến sản lượng cung cấp. Tỉnh Đồng Nai hiện có 32 mỏ được cấp phép khai thác nhưng đến 26 mỏ (chiếm 80%) gặp vướng mắc. Trước những khó khăn và kiến nghị liên tục từ các địa phương, thời gian gần đây, Chính phủ đã ban hành một số Nghị quyết như: NQ02/2025/NQ-CP, NQ168/NQ-CP và NQ66.4/2025/NQ-CP (21/9/2025) để cung cấp cơ chế đặc thù phục vụ các công trình trọng điểm cho một số mỏ đá như: cụm Tân Cang (1,2,7,9), Ấp Miếu, Núi Nứa, cụm Thiện Tân (4,5,7,9). Những động thái quyết liệt của Chính phủ và các địa phương được kỳ vọng sẽ khơi thông được vấn đề pháp lý, gia tăng nguồn cung đá xây dựng. *Những doanh nghiệp ít bị vướng mắc bởi thủ tục pháp lý hoặc có những mỏ đá được giải quyết vấn đề pháp lý sẽ là nhóm hưởng lợi nhờ đầu ra tăng trưởng mạnh.*
- **Giá vật liệu giữ ở mức cao.** Trong bối cảnh nguồn cung đá vẫn bị hạn chế, nhu cầu tiêu thụ tăng cao khi đẩy mạnh phát triển hạ tầng, dự kiến sẽ giúp cho giá đá xây dựng tiếp tục giữ xu hướng tăng.



Nhu cầu sử dụng đá xây dựng một số dự án khu vực phía Nam

Dự án	VĐT (nghìn tỷ VND)	Nhu cầu đá ước tính (triệu m3)	Thời gian	Mô đá hưởng lợi
Đang xây dựng				
Sân bay Long Thành - GĐ1	109	18,0	2021-2026	Tân Cang, Núi Nhỏ, Phước Bình
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	21	6,6	2025-2027	Lộc Trung, Lộc Ninh, Tân Cang, Vĩnh Cửu
Đường Vành đai 3 – TP.HCM	75	4,4	2023-2027	Tân Cang, Thiện Tân, Núi Nứa, Thường Tân, Tam Lập
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	45	3,4	2023-2027	Mỏ đá khu vực ĐBSCL
Cao tốc Gia Nghĩa - Chơn Thành	16	1,7	2025-2026	Chơn Thành, Lộc Ninh, Phú Giáo, Tân Lập, Tân Cang
Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú	9	0,8	2025-2027	Soklu, Núi Nứa
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu - GĐ1	22	0,7	2023-2025	Tân Cang, Ấp Miếu
Cao tốc TP.HCM - Long Thành mở rộng	15	0,5	2025-2026	Tân Cang
Cao tốc An Hữu - Cao Lãnh	6	0,4	2024-2027	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Tân Uyên
Cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh	5	0,3	2025-2026	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Tân Uyên
Cầu Cần Giờ	10	0,1	2025-2028	Phước Bình, Tân Cang, Long Hương, Châu Pha
Khởi công trong giai đoạn 2026 – 2030				
Cao tốc Đức Hòa - Mỹ An	2	1,1	Chờ phê duyệt	Tân Cang, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
Đường Vành đai 4 TP.HCM	100	11,6	2026-2028	Tân Cang, Thiện Tân, Núi Nứa, Thường Tân
Sân bay Long Thành - GĐ 2 & 3	251	40	2027- 2050	Tân Cang, Núi Nứa, Phước Bình
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1.713	17,4	2026-2035	

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu VLB và DHA trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Doanh nghiệp sở hữu các mỏ đá nằm ở vị trí thuận lợi, thời hạn khai thác còn dài giúp đảm bảo sản lượng tiêu thụ trong bối cảnh đẩy mạnh phát triển hạ tầng.
- Tình hình tài chính an toàn khi không có nợ vay, lượng tiền lớn và duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức đều hàng năm.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp FCFE và P/E.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	VLB			DHA		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu	1.304	1.488	1.637	296	412	445
%YoY	30%	14%	10%	-21%	39%	8%
LNG	352	405	448	87	148	169
Biên LNG (%)	26,9%	27,2%	27,4%	29%	36%	38%
LNST-MI	218	282	314	52	124	131
% YoY	53%	29%	11%	-40%	138%	6%
EPS (đ/cp)	4.666	5.985	6.723	3.511	8.435	8.911
BVPS (đ/cp)	14.066	15.568	17.426	29.010	32.127	34.255
Nợ/VCSH (lần)	0	0	0	0	0	0
ROA (%)	23,9%	26,1%	27,5%	11,0%	20,1%	20,4%
ROE (%)	34,4%	36,8%	38,1%	12,3%	22,1%	22,5%

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG VÀ SẢN XUẤT VẬT LIỆU XÂY DỰNG BIÊN HÒA (VLB – UPCOM) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 28/11/2025: 48.800 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 52.800 VNĐ (+8,2%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Sở hữu các mỏ đá lớn còn trữ lượng khai thác lớn ở vị trí thuận lợi, là nguồn cung chính cho các dự án hạ tầng trong khu vực.** VLB hiện tại là doanh nghiệp có trữ lượng và công suất khai thác đá xây dựng lớn nhất tỉnh Đồng Nai với 5 mỏ đá, tổng trữ lượng trên 85 triệu m³ và có thời hạn khai thác trong gần 20 năm tới. Các mỏ đá chính của VLB nằm ở vị trí thuận lợi như: (i) Mỏ Tân Cang 1 với công suất 1,5 triệu m³/năm, thời hạn khai thác tới năm 2039 (lớn nhất trong cụm mỏ Tân Cang) là nguồn cung cấp chính cho các dự án trọng điểm như Sân bay Long Thành, Đường Vành đai 3 và cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu; (ii) Mỏ Thạnh Phú 1 và Thiện Tân 2 cũng được hưởng lợi từ việc thi công hạ tầng tại khu vực TP.HCM và Đồng bằng Sông Cửu Long. Ngoài ra, các mỏ đá của VLB còn trữ lượng tương đối lớn trong bối cảnh nguồn cung đá xây dựng thiếu hụt do những vấn đề liên quan đến pháp lý về phê duyệt khai thác. Ngoại trừ mỏ Tân Cang 1, các mỏ khác mới đạt trên 70% công suất cấp phép trong năm 2024 nên còn dư địa để gia tăng công suất khai thác.
- **Hoạt động đầu tư phát triển hạ tầng phía Nam được đẩy mạnh giúp sản lượng tiêu thụ tiếp tục tích cực với mức giá bán cao.** Với việc hoạt động phát triển hạ tầng khu vực phía Nam được đẩy mạnh, đặc biệt tại khu vực phía Nam sẽ giúp cho sản lượng đá tiêu thụ của VLB tiếp tục tích cực trong thời gian tới. Ngoài ra, do nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu lớn, mức giá đá xây dựng sẽ tiếp tục giữ xu hướng tăng, đóng góp tích cực cho KQKD của doanh nghiệp.
- **Tình hình tài chính lành mạnh.** Công ty không có khoản vay nợ ngắn hạn và dài hạn. Đồng thời, khoản phải thu khách hàng chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng tài sản, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định. Từ đó, doanh nghiệp duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền đều hàng năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công tại các dự án hạ tầng trọng điểm chậm hơn kỳ vọng.
- Rủi ro tiềm ẩn từ sự thay đổi chính sách cấp phép khai thác mỏ đá (liên quan 2 mỏ tại cụm Soklu) và thuế, phí khai thác tăng lên.
- Cổ phiếu có thanh khoản không quá cao.

CTCP HÓA AN (DHA – HOSE) – TRUNG LẬP

GIÁ TẠI 28/11/2025: 58.700 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 62.100 VNĐ (+5,8%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mỏ đá chính nằm ở vị trí thuận lợi.** DHA đang khai thác 3 mỏ đá: Tân Cang 3, Thạnh Phú 2 và Núi Gió, trong đó mỏ Tân Cang 3 sẽ là mỏ khai thác chính của DHA với vị trí thuận lợi khi nằm gần dự án Sân bay Long Thành và các tuyến cao tốc trọng điểm, giúp giảm chi phí vận chuyển và tăng công suất cung ứng. Ngoài ra, DHA cũng đang thực hiện mua lại mỏ Tây Kà Rôm 1 (Ninh Thuận cũ) để khai thác. Dự án này sẽ là động lực tăng trưởng trong tương lai cho doanh nghiệp khi nâng tổng trữ lượng lên 27 triệu m³, tăng gần 50% so với hiện tại.
- **Hoạt động đầu tư phát triển hạ tầng phía Nam được đẩy mạnh giúp sản lượng tiêu thụ tiếp tục tích cực với mức giá bán cao.** Với việc hoạt động phát triển hạ tầng khu vực phía Nam được đẩy mạnh, đặc biệt tại khu vực phía Nam sẽ giúp cho sản lượng đá tiêu thụ của DHA tiếp tục tích cực trong thời gian tới. Ngoài ra, do nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu lớn, mức giá đá xây dựng sẽ tiếp tục giữ xu hướng tăng, đóng góp tích cực cho KQKD của doanh nghiệp.
- **Tình hình tài chính lành mạnh.** DHA không phát sinh nợ vay và duy trì dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định, theo đó giúp doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao và ổn định qua các năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công tại các dự án hạ tầng trọng điểm chậm hơn kỳ vọng.
- Rủi ro tiềm ẩn từ sự thay đổi chính sách cấp phép khai thác mỏ đá và thuế, phí khai thác tăng lên.

NGÀNH ĐIỆN

Động lực đến từ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế & cải cách pháp lý

Phân khúc	Triển vọng	Khuyến nghị
Điện khí	Trung lập	Tăng tỷ trọng
Điện than	Trung lập	Nắm giữ
Điện NLTT	Tích cực	Tăng tỷ trọng
Thủy điện	Tích cực	Tăng tỷ trọng
Xây lắp & Tư vấn điện	Tích cực	Tăng tỷ trọng



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bảng giá
ABS Web Trading



➤ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ THÚC ĐẨY NHU CẦU TIÊU THỤ ĐIỆN

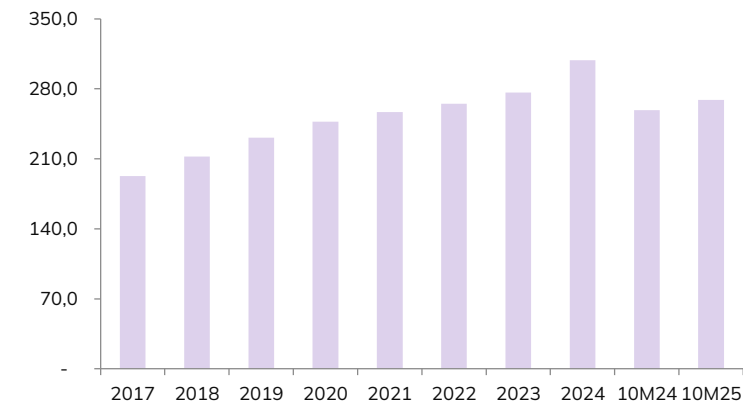
➤ Trong 10T/2025, tăng trưởng tiêu thụ điện thấp hơn dự báo do thời tiết mát mẻ:

- Lũy kế 10T/2025, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn hệ thống đạt 268,82 tỷ kWh (+4% svck). Tăng trưởng sản lượng điện thấp hơn hẳn so với dự báo, chủ yếu do thời tiết mát mẻ hơn khiến nhu cầu sử dụng điện giảm.
- Về cơ cấu nguồn điện, điện than vẫn chiếm tỷ trọng chủ đạo (46,2% cơ cấu sản lượng), tiếp đến là thủy điện (32,6%), điện NLTT (12,1%), điện khí (6,2%)....
- Trong tháng 5/2025, EVN cũng tiến hành tăng giá bán lẻ điện lên trên 2.204 đồng/kWh (+4,8% so với trước đó). Điều này phần nào giúp cho tình hình tài chính của EVN cải thiện hơn, từ đó thúc đẩy việc triển khai các dự án. Chúng tôi cho rằng xu hướng giá điện bán lẻ tăng sẽ tiếp diễn trong năm 2026.
- Giá toàn phần thị trường điện (FMP) bình quân giảm mạnh -20,6% svck về còn 1.077 đ/kWh, cao điểm vào tháng 10/2025 giá FMP chỉ còn 508 đ/kWh (-64,2% svck). Nguyên nhân giá FMP giảm mạnh do: i) Điều kiện thủy văn thuận lợi, khiến nguồn điện này được tăng huy động, đây là loại hình điện có giá thấp so với các nguồn điện khác; ii) Giá công suất thị trường (CAN) điều chỉnh giảm svck; iii) Do mưa bão, ngập lụt cùng không khí lạnh làm giảm phụ tải, giảm giá điện thị trường toàn hệ thống điện.

➤ Nhu cầu điện năm 2025-2026 dự báo vẫn tăng trưởng mạnh mẽ, động lực đến từ việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế:

- Mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2025 được Chính phủ đề ra là trên 8%. Quốc hội mới đây cũng đã thông qua mục tiêu GDP năm 2026 là trên 10%. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số. Quy hoạch điện VIII điều chỉnh được phê duyệt vào 15/04/2025 cũng nêu rõ mục tiêu GDP bình quân là 10%/năm trong giai đoạn 2026-2030 và 7,5% cho giai đoạn 2031-2050. Kinh tế dự báo tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025 sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện năng, ước tính cứ 1% tăng GDP sẽ khiến nhu cầu tiêu thụ điện tăng 1,3-1,5%.
- Xu hướng dòng vốn chuyển dịch về Việt Nam và các tỉnh trọng điểm mở rộng hạ tầng khu công nghiệp.
- Trong nước thúc đẩy đầu tư công mạnh mẽ.
- Đô thị hóa mạnh và tầng lớp trung lưu mở rộng cũng làm tăng nhu cầu sử dụng điện dân dụng. Quá trình chuyển đổi xanh (chuyển sang sử dụng xe điện) cũng sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện.

Sản lượng điện toàn hệ thống giai đoạn 2017-10T/2025 (tỷ kWh)

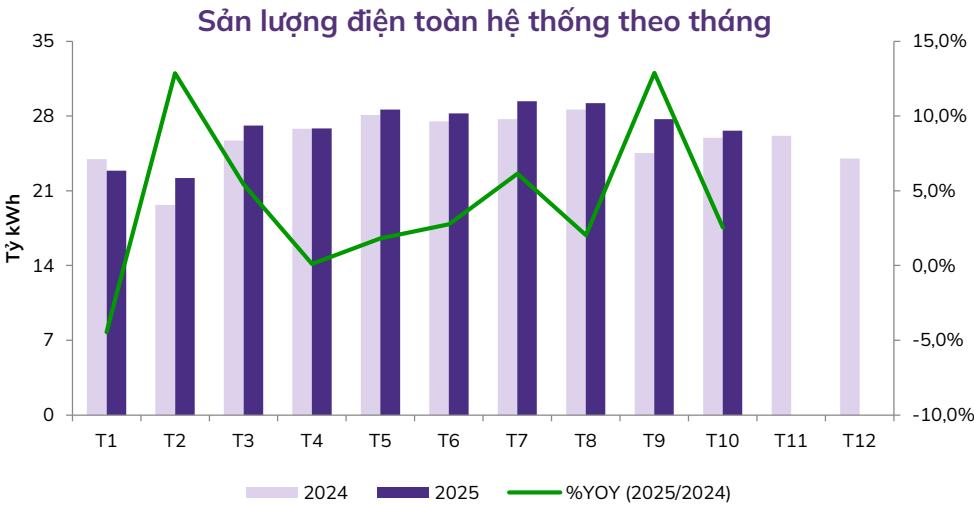


Tăng trưởng tiêu thụ điện vs GDP 2013-2026F (%)

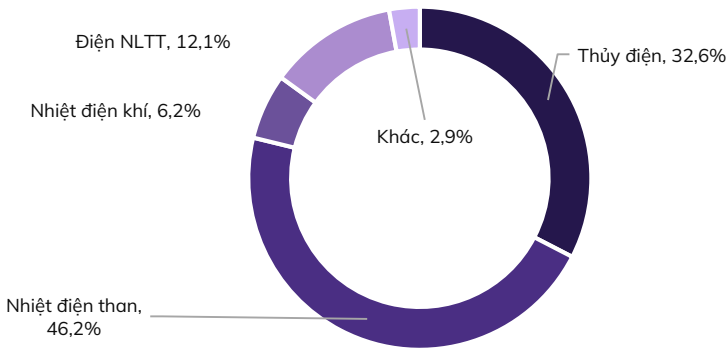


Nguồn: GSO & EVN, ABS Research

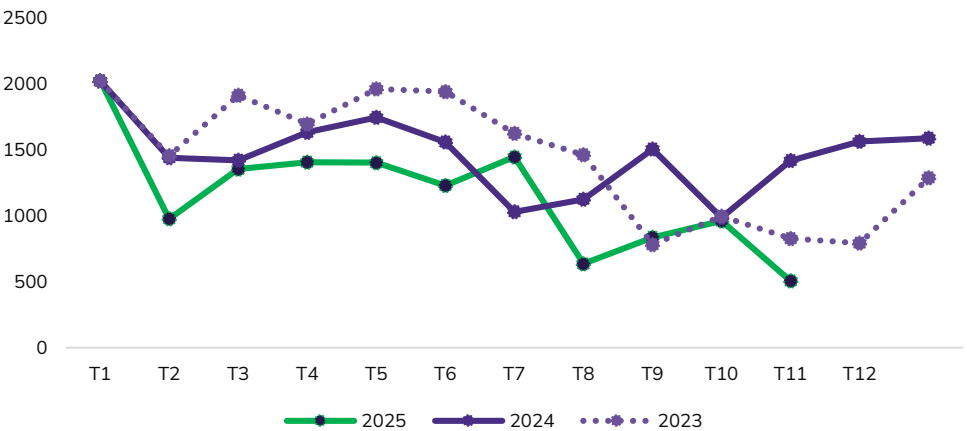
Tình hình hoạt động thị trường điện năm 2025



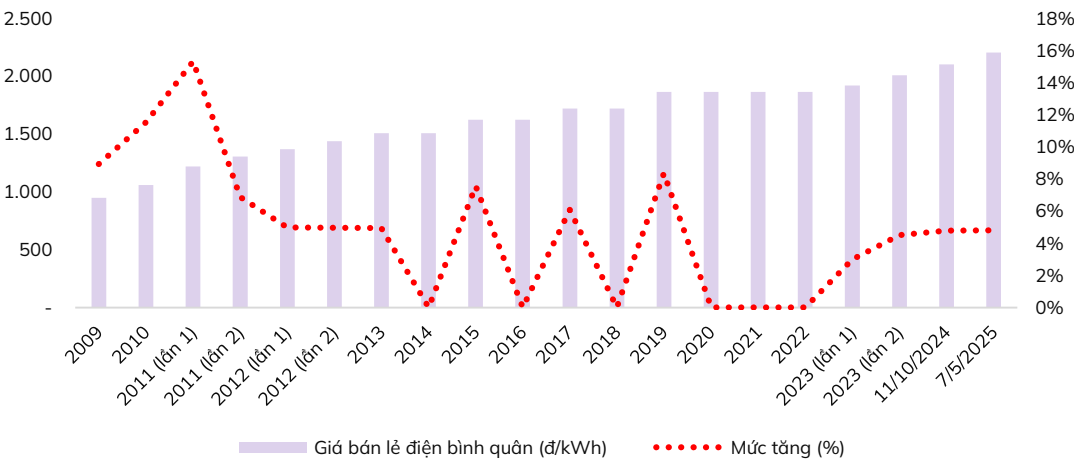
Cơ cấu sản lượng điện 10T/2025 theo nguồn điện (%)



Giá toàn phần thị trường điện (FMP) bình quân (đồng/kWh)



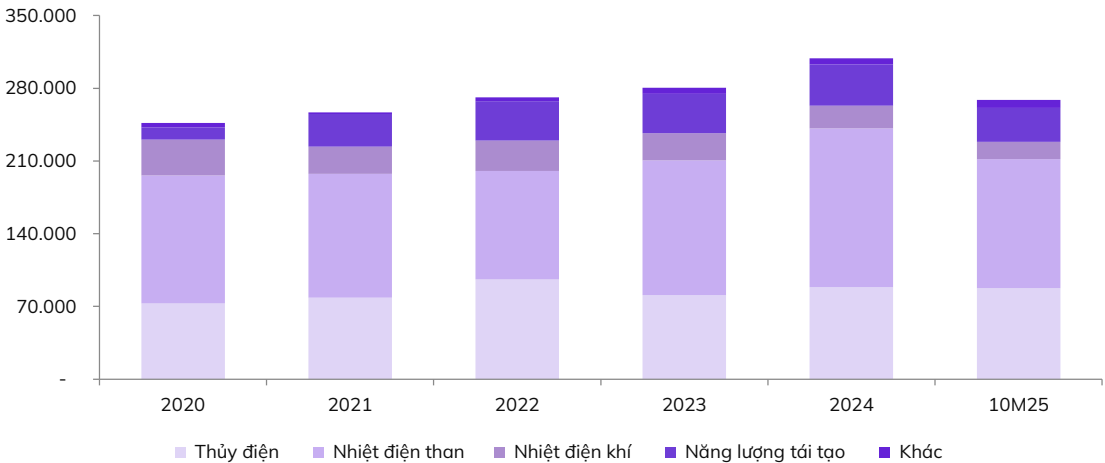
Giá bán lẻ điện bình quân (đồng/kWh)



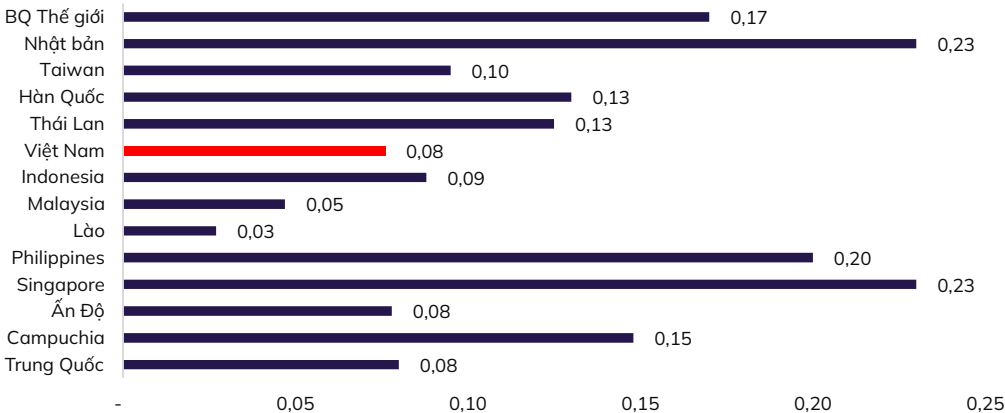
Nguồn: PGV & EVN, ABS Research

Tình hình hoạt động thị trường điện năm 2025 (tiếp)

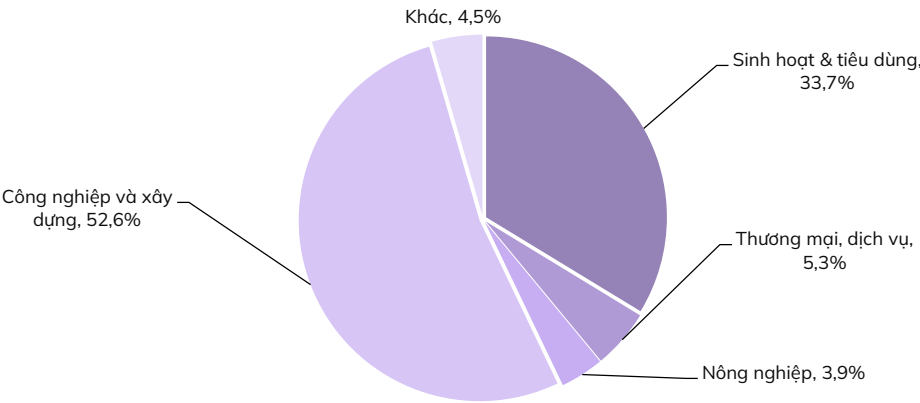
Cơ cấu huy động nguồn điện 2020-10T/2025 (ĐVT: GWh)



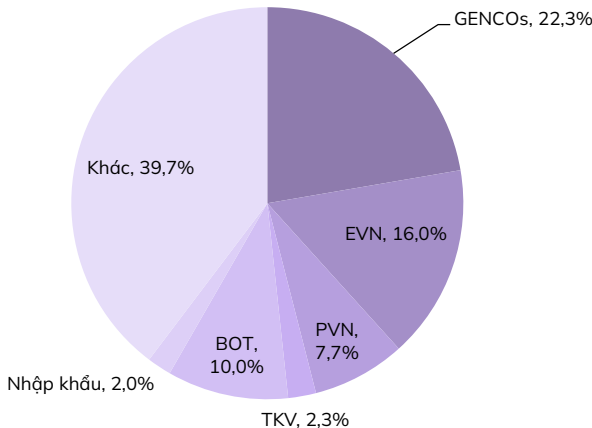
So sánh giá điện Việt Nam với các nước trên thế giới (USD/kWh)



Tỷ trọng phụ tải điện toàn quốc năm 2025 (%)



Cơ cấu công suất nguồn điện năm 2024 theo chủ đầu tư (%)



Nguồn: Global Petro Prices, PGV & EVN, ABS Research

- Năm 2025, ngành điện đã có nhiều bước tiến về thể chế. Nhiều văn bản, quy phạm pháp luật liên quan ngành điện đã được ban hành trong đó có Quy hoạch điện VIII điều chỉnh. Những cải cách về mặt pháp lý năm 2025 có thể nói là rất quy mô và sâu rộng, hướng tới một thị trường điện hiện đại, linh hoạt, xanh, tạo định hướng cũng như khung pháp lý chi tiết để triển khai cho ngành điện.
- Chúng tôi cho rằng năm 2026 sẽ tiếp tục là năm hoàn thiện tiếp hành lang pháp lý cho ngành điện, hoàn thiện đồng bộ hệ thống quy định, đặc biệt ở các mảng then chốt như cơ chế giá điện theo thị trường, khung pháp lý cho điện gió ngoài khơi, cơ chế DPPA, giá truyền tải – phân phối, và các quy định vận hành thị trường bán buôn điện cạnh tranh. Đây cũng sẽ là năm mà nhiều văn bản dưới luật được cụ thể hóa để triển khai Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, từ đó giúp các nhà đầu tư, cơ quan quản lý và các đơn vị vận hành có căn cứ rõ ràng hơn trong thực thi. Việc hoàn thiện hành lang pháp lý trong năm 2026 không chỉ giúp ngành điện hoạt động minh bạch hơn, hiệu quả hơn mà còn tạo nền tảng quan trọng cho một thị trường điện cạnh tranh đầy đủ, hiện đại và bền vững trong những năm tiếp theo.
- Một số văn bản pháp lý được ban hành năm 2025:
 - Luật điện lực 2024 được Quốc hội thông qua ngày 30/11/2024, có hiệu lực từ 1/2/2025, mở ra khung pháp lý mới để cơ cấu lại thị trường điện, thúc đẩy năng lượng tái tạo (NLTT), tăng cường minh bạch trong đầu tư điện, và hỗ trợ chuyển đổi năng lượng.
 - Nghị quyết 70-NQ/TW ngày 20/8/2025 của Bộ Chính trị về bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045. Nghị quyết 70 là bước đi chiến lược rất quan trọng, thể hiện tư duy dài hạn về năng lượng, hướng đến an ninh năng lượng bền vững, hiện đại; mở ra cơ hội lớn cho phát triển NLTT, đổi mới công nghệ, nâng cao vai trò của kinh tế tư nhân. Đây có thể là động lực rất mạnh cho ngành năng lượng Việt Nam trong thập kỷ tới.
 - Chính phủ và Bộ Công Thương đã ban hành hàng loạt nghị định và thông tư hướng dẫn thực thi chi tiết như:
 - ✓ Nghị định 56/2025/NĐ-CP hướng dẫn Luật Điện về quy hoạch phát triển điện lực, quy hoạch mạng điện, đầu tư dự án điện và đấu thầu chọn nhà đầu tư điện lực, giúp minh bạch hóa quy trình lựa chọn nhà đầu tư điện; phân quyền cho cấp tỉnh trong việc quản lý quy hoạch điện lực, giúp linh hoạt hơn.
 - ✓ Nghị định 57/2025/NĐ-CP hướng dẫn Cơ chế mua – bán điện trực tiếp (DPPA) giữa các đơn vị phát điện tái tạo và người dùng điện lớn (thay thế Nghị định 80/2024/NĐ-CP), giúp thúc đẩy các hợp đồng mua điện (PPA) giữa nhà máy điện gió, điện mặt trời và các doanh nghiệp công nghiệp lớn; giảm phụ thuộc vào EVN, tăng tính linh hoạt và hấp dẫn cho đầu tư tái tạo.
 - ✓ Nghị định 58/2025/NĐ-CP chi tiết các quy định về phát triển NLTT và năng lượng mới, Nghị định 61/2025/NĐ-CP quy định chi tiết cấp phép điện lực, Nghị định 62/2025/NĐ-CP về bảo vệ công trình điện và quy định an toàn điện theo Luật Điện, Thông tư 12/2025/TT-BCT về Nguyên tắc xác định giá điện (giá dịch vụ phát điện), cách tính PPA, khung thương thảo hợp đồng mua bán điện....

QUY HOẠCH ĐIỆN VIII ĐIỀU CHỈNH – ĐỊNH HƯỚNG CHIẾN LƯỢC NĂNG LƯỢNG DÀI HẠN CỦA VIỆT NAM

- Ngày 15/04/2025, Thủ tướng phê duyệt Quyết định số 768/QĐ-TTg Phê duyệt điều chỉnh Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050 (còn gọi là Quy hoạch điện VIII điều chỉnh), giúp ổn định khung chiến lược – giảm rủi ro cho nhà đầu tư, bảo đảm an ninh năng lượng dài hạn, thúc đẩy thị trường điện cạnh tranh, cơ cấu nguồn điện hợp lý, thực tế hơn, ưu tiên lưới truyền tải – giải quyết nút thắt lớn nhất, mở đường cho LNG, điện gió ngoài khơi và công nghiệp năng lượng, hỗ trợ mục tiêu Net Zero vào năm 2050.
- Một số thay đổi của Quy hoạch điện VIII điều chỉnh so với Quy hoạch điện VIII ban đầu:
 - Tổng công suất nguồn điện tăng mạnh: Tổng công suất nguồn điện đến năm 2030 được điều chỉnh lên 183.291 – 236.363 MW (+ 30%–50% so với Quy hoạch điện VIII ban đầu là 150.489 MW). Đến năm 2050, tổng công suất ước đạt 774.503 – 838.681 MW (tăng mạnh so với ban đầu là khoảng 573.000 MW).
 - Thủy điện theo hướng tăng nhẹ, điện than, điện khí gần như không đổi so với quy hoạch ban đầu.
 - Gia tăng nguồn NLTT và năng lượng mới (hydrogen và amoniac): so với Quy hoạch điện VIII ban đầu, Quy hoạch điện VIII điều chỉnh đã tăng mạnh công suất các loại hình điện này, trong đó năng lượng mặt trời tăng gấp đôi, năng lượng gió tăng mạnh từ 15%-50%. Đến năm 2030, tổng công suất điện gió trên bờ và gần bờ đạt 26.066 – 38.029 MW (so với trước đó là 21.880 MW), điện gió ngoài khơi đạt 6.000 – 17.032 MW, tăng đáng kể so với mục tiêu ban đầu là 6.000 MW; điện mặt trời là 46.459 – 73.416 MW (so với 20.591 MW).
 - Thủy điện tích năng và pin lưu trữ (BESS) cũng tăng mạnh từ 2.700 MW lên 12.400 – 22.300 MW. Điện nhập khẩu cũng tăng từ 5.000 MW lên 9.360 – 12.100 MW. Đồng thời, Quy hoạch điện VIII điều chỉnh cũng bổ sung thêm điện hạt nhân với công suất đạt 4.000 – 6.400 MW vào năm 2030. Từ tháng 11/2024, Quốc hội đã đồng ý tái khởi động kế hoạch phát triển năng lượng hạt nhân nhằm đa dạng hóa nguồn cung cấp điện, bắt đầu với dự án năng lượng hạt nhân Ninh Thuận. Dự án này dự kiến có thời gian xây dựng 5 năm, bao gồm các nhà máy Ninh Thuận 1 (2.000 MW – 3.200 MW) và Ninh Thuận 2 (2.000 – 3.200 MW), được giao cho EVN và PVN làm chủ đầu tư.
 - Vốn đầu tư hạ tầng cũng được tăng lên mạnh so với trước. Tổng nhu cầu vốn đầu tư giai đoạn 2031-2050 tăng lên 699,1 tỷ USD (+75% so với ban đầu), trong đó đầu tư cho lưới điện là 43,8 tỷ USD (+26% so với ban đầu). Hạ tầng lưới điện ưu tiên truyền tải 500 kV.

KHUNG GIÁ PHÁT ĐIỆN MỚI TẠO CƠ SỞ ĐÀM PHÁN HỢP ĐỒNG PPA

- Trong năm 2025, một loạt văn bản pháp lý liên quan khung giá phát điện mới cho các loại hình nguồn điện đã được ban hành. Đây là cơ sở pháp lý quan trọng để đàm phán các hợp đồng mua bán điện PPA, là bước chuẩn bị cho thị trường bán buôn điện cạnh tranh. Đặc biệt, đối với điện NLTT, đã có sự chuyển đổi từ cơ chế giá FIT sang cơ chế đấu thầu cạnh tranh cho các dự án điện mới, theo đó các nhà đầu tư sẽ đàm phán PPA với EVN dựa trên khung giá mới, trong đó có quy định mức giá trần.
- Quyết định 988/QĐ-BCT (10/04/2025) phê duyệt khung giá phát điện cho các nhà máy điện mặt trời năm 2025, có quy định các mức giá tối đa (chưa VAT) theo vùng (Miền Bắc, Trung, Nam) và loại hình (mặt đất, nổi, có lưu trữ). Khung giá mới có sự phân hóa giữa các khu vực, theo hướng giá mua giảm đối với các dự án điện mặt trời tại Miền Trung và Miền Nam, còn tăng đối với khu vực Miền Bắc, nhằm khuyến khích đầu tư loại hình điện này tại khu vực Miền Bắc.
- Quyết định 1313/QĐ-BCT ngày 13/05/2025 về khung giá điện tuabin khí chu trình hỗn hợp sử dụng khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG), giá trần là 3,327.42 đồng/kWh. Các mức giá mới cao hơn bình quân 28% so với quy định trước đó.
- Quyết định 1508/QĐ-BCT (30/05/2025) về khung giá điện gió trên bờ và gần bờ. Quyết định 1824/QĐ-BCT (26/06/2025) về khung giá điện gió ngoài khơi. Khung giá mới có xu hướng cao hơn tại các khu vực nhằm mục đích tạo động lực cho các nhà đầu tư đẩy mạnh và đẩy nhanh các dự án đầu tư.
- Ngoài ra, còn có Thông tư 09/2025/TT-BCT (01/02/2025) hướng dẫn quy trình, phương pháp, hồ sơ để xác định và phê duyệt khung giá phát điện, Thông tư 12/2025/TT-BCT về Nguyên tắc xác định giá điện (giá dịch vụ phát điện), cách tính PPA, khung thương thảo hợp đồng mua bán điện....

Cơ cấu công suất nguồn điện theo QH điện VIII điều chỉnh (MW)

Nguồn điện (MW)	2024	2030F	2050F
Thủy điện	23.664	33.294-34.667	40.624
Nhiệt điện than	26.757	31.055	0
Nhiệt điện khí	8.653	10.861-14.930	14.930
Nhiệt điện khí LNG	0	22.524	28.663-39.717
Năng lượng tái tạo	21.447	74.048-114.144	498.364-533.704
Điện hạt nhân	0	6.000-6.400	10.500-14.000
Khác	1.866	9.360-12.100	14.688
Tổng	82.387	183.291-236.363	774.053-838.681

Khung giá phát điện chính thức năm 2025 (đồng/kWh)

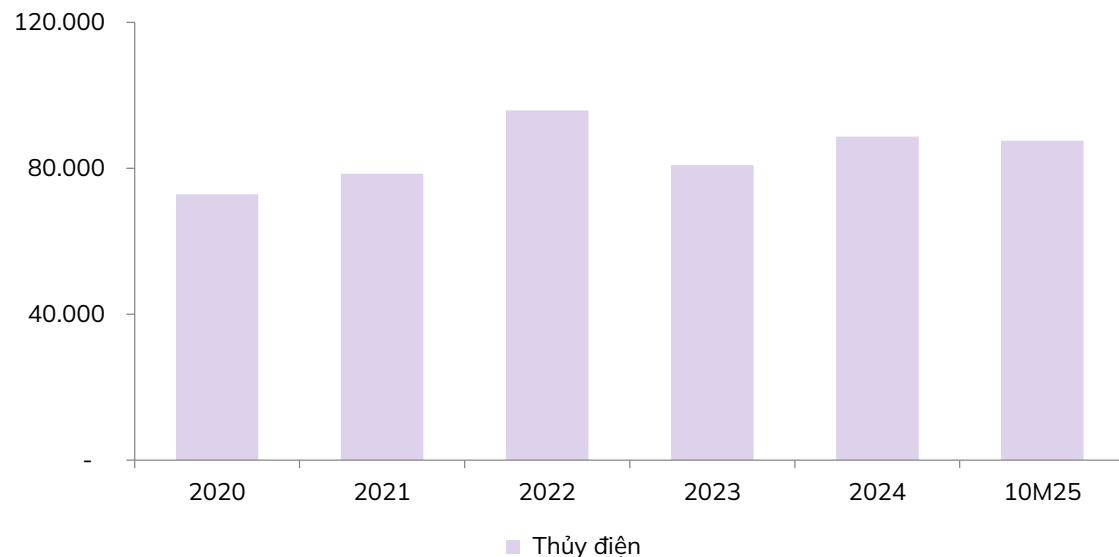
Nguồn điện	Giá trần	Giá trần theo khu vực		
		Bắc	Trung	Nam
Điện than	1,705.68			
Thủy điện	1,110.00			
Điện khí nội địa	3,069.38			
Điện khí LNG	2,590.85			
Điện sinh khối	2,091.74			
Điện mặt trời mặt đất				
- Không có pin lưu trữ		1,382.70	1,107.10	1,012.00
- Có pin lưu trữ		1,571.98	1,257.05	1,149.86
Điện mặt trời nổi				
- Không có pin lưu trữ		1,685.80	1,336.10	1,228.20
- Có pin lưu trữ		1,876.57	1,487.18	1,367.13
Điện gió				
- Trên bờ		1,959.40	1,807.40	1,840.30
- Gần bờ		1,987.40	1,987.40	1,987.40
- Ngoài khơi		3,975.10	3,078.90	3,868.50
Nhập khẩu từ Lào (cent/kWh)				
- Thủy điện	6.95			
- Điện than	7.02			
- Điện gió	6.95			
Nhập khẩu từ Trung Quốc (cent/kWh)	9.30			

Nguồn: Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, Bộ Công thương, ABS Research

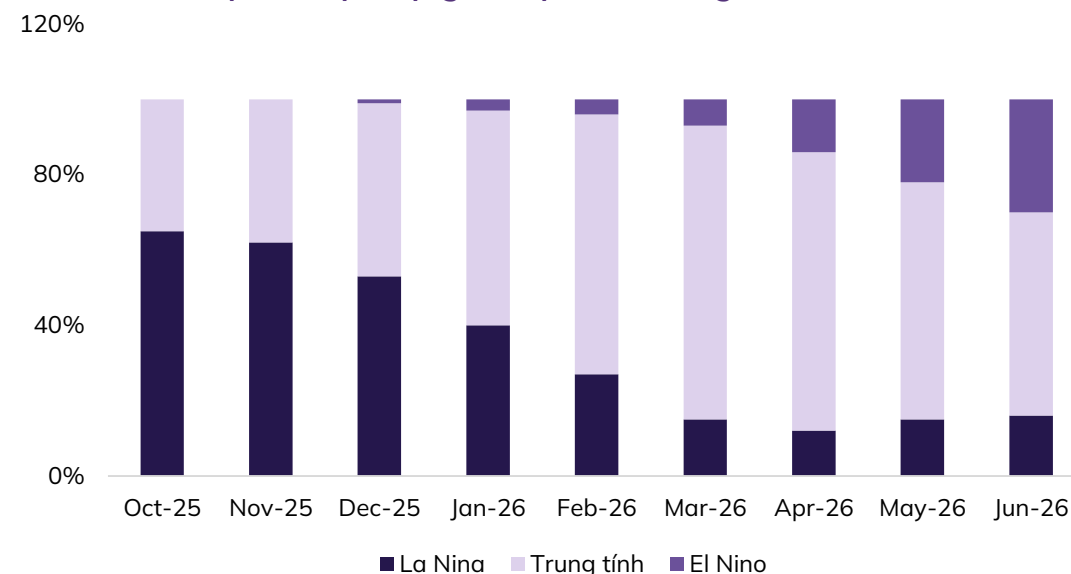
Chúng tôi cho rằng năm 2026 thủy điện vẫn khá tích cực nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi:

- Thủy điện đứng thứ 2 trong cơ cấu huy động nguồn điện. Năm 2024, sản lượng thủy điện được huy động đạt 88,7 tỷ kWh (+9,7% svck), 10T/2025 đạt 87,58 tỷ kWh (+14,9% svck, chiếm 32,6% cơ cấu nguồn huy động điện). Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng thủy điện vẫn sẽ tích cực nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi.
- Theo Cơ quan Quản lý khí quyển và Đại dương Quốc gia Mỹ (NOAA()), hiện tượng thời tiết (ENSO) pha trung tính và pha La Nina có thể kéo dài tới ít nhất nửa đầu năm 2026. Cụ thể, từ tháng 10/2025 – tháng 12/2025, hiện tượng ENSO được dự báo chuyển sang La Nina với xác suất 53-65% và sau đó sẽ suy giảm và chuyển sang pha trung tính với xác suất 57-78% trong giai đoạn từ tháng 1/2026 tới tháng 5/2026.
- Theo Trung tâm Khí tượng thủy văn, trong tháng 11–12/2025, vùng Nghệ An tới Lâm Đồng được dự báo có lượng mưa cao hơn khoảng 10-25% so với TBNN; các vùng khác “xấp xỉ” TBNN.

Sản lượng thủy điện 2020-10T/2025 (ĐVT: GWh)



Dự báo hiện tượng khí hậu theo tháng của CIC ENSO



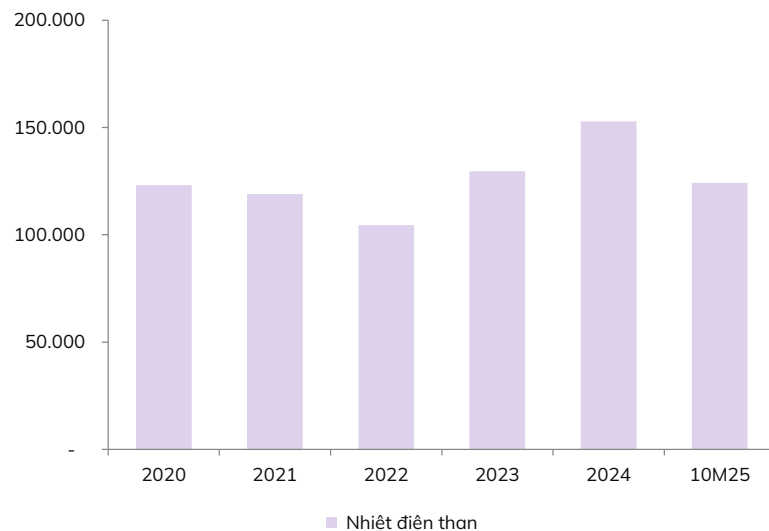
Nguồn: EVN, IRI, NOAA, ABS Research

❖ ĐIỆN THAN TIẾP TỤC LÀ NGUỒN ĐIỆN CHỦ CHỐT TRONG NGẮN HẠN

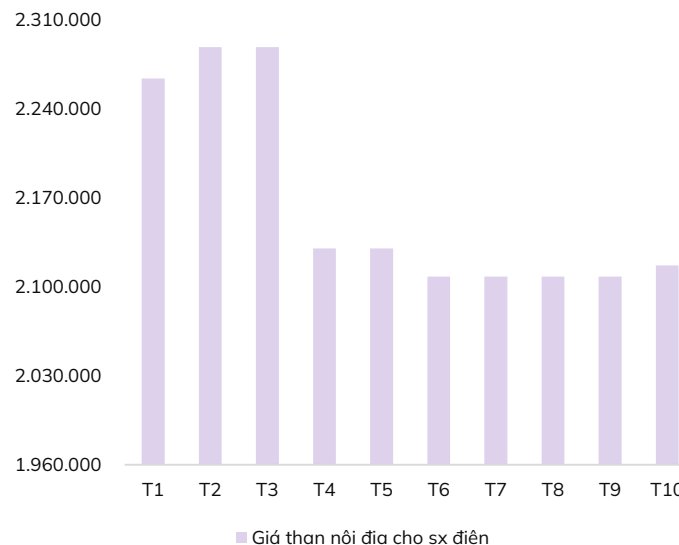
Điện than vẫn là nguồn điện nền trong ngắn hạn:

- Trong ngắn hạn, điện than vẫn là nguồn điện nền, đóng vai trò chủ đạo do thúc đẩy kinh tế nên nhu cầu điện năng tăng. Năm 2024, sản lượng điện than đạt 152,77 tỷ kWh (+17,9% svck), 10T/2025 đạt 124,26 tỷ kWh (-1.4% svck, chiếm 46,2% cơ cấu nguồn điện huy động). Sản lượng điện than sụt giảm trong 10T/2025 do mưa nhiều, điều kiện thủy văn thuận lợi khiến thủy điện được tăng cường huy động (đây cũng là loại hình điện có giá rẻ).
- **Giá than vẫn đang trên đà giảm.** Giá than toàn cầu trong 10T/2025 vẫn tiếp tục giảm, giá than Newcastle bình quân đạt 105 USD/tấn (-22,2% svck). Giá than nhập khẩu của VN cũng theo đà giảm, trong 10T/2025 đạt 102,2 USD/tấn (-17% svck). Giá trị than nhập khẩu trong 10T/2025 của nước ta đạt 5,17 tỷ USD (-16% svck), lượng than nhập khẩu đạt 50,6 triệu tấn, đi ngang svck. Chúng tôi cho rằng giá than thời gian tới sẽ vẫn tiếp tục ở mức thấp nhưng giá than trong nước đang chưa phản ánh đúng theo biến động giá than thế giới. Bên cạnh đó, các NMD than đa phần đều “nhiều năm tuổi” khiến suất hao điện tăng cao, làm giảm hiệu quả hoạt động.
- Tuy nhiên, trong dài hạn, điện than sẽ phải giảm dần tỷ trọng về 0% vào năm 2050 theo xu hướng chuyển đổi năng lượng xanh và mục tiêu Net Zero vào năm 2050. Theo QH điện VIII điều chỉnh, điện than sẽ tăng công suất lên 31.055 MW (+16% so với năm 2024) và giảm về 0 vào năm 2050.

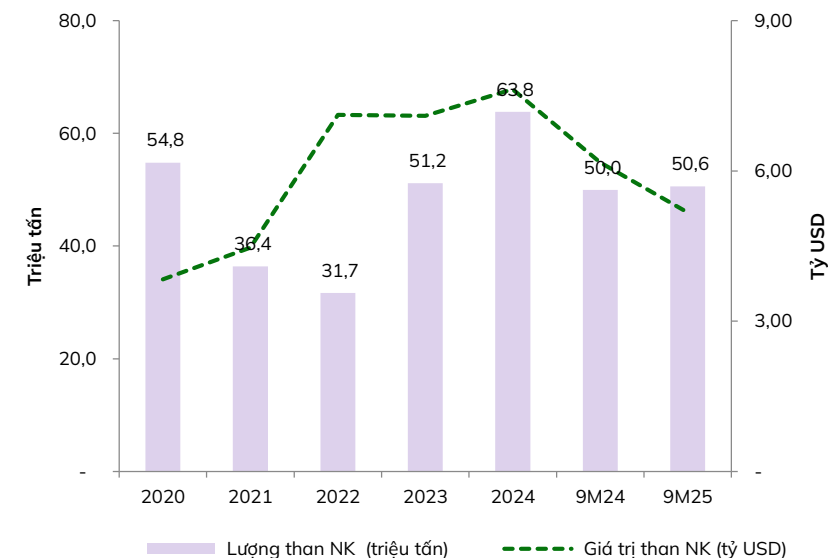
Sản lượng điện than 2020-10T/2025 (ĐVT: GWh)



Giá than nội địa cho sản xuất điện (đồng/tấn)



Khối lượng và giá trị than nhập khẩu



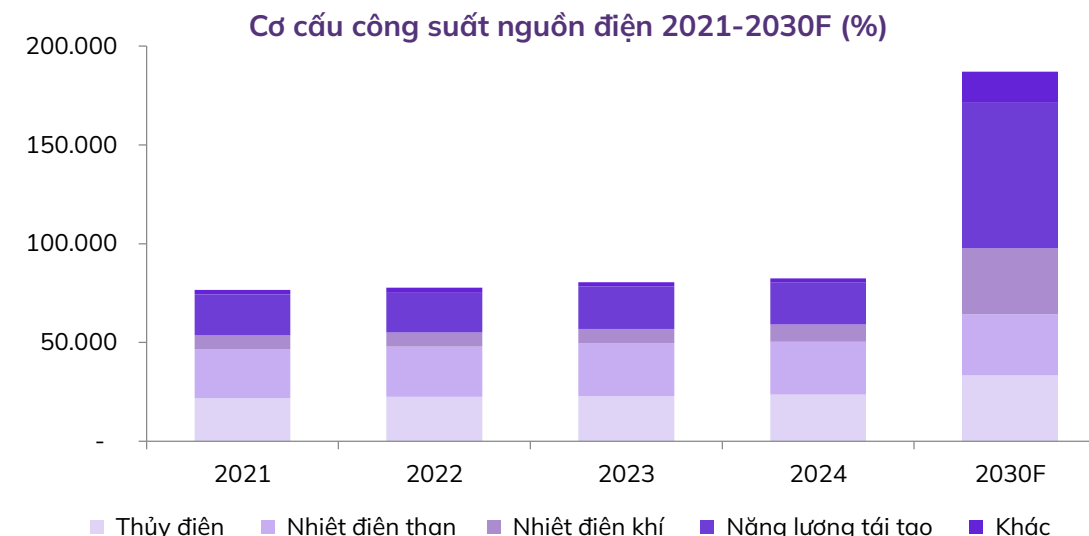
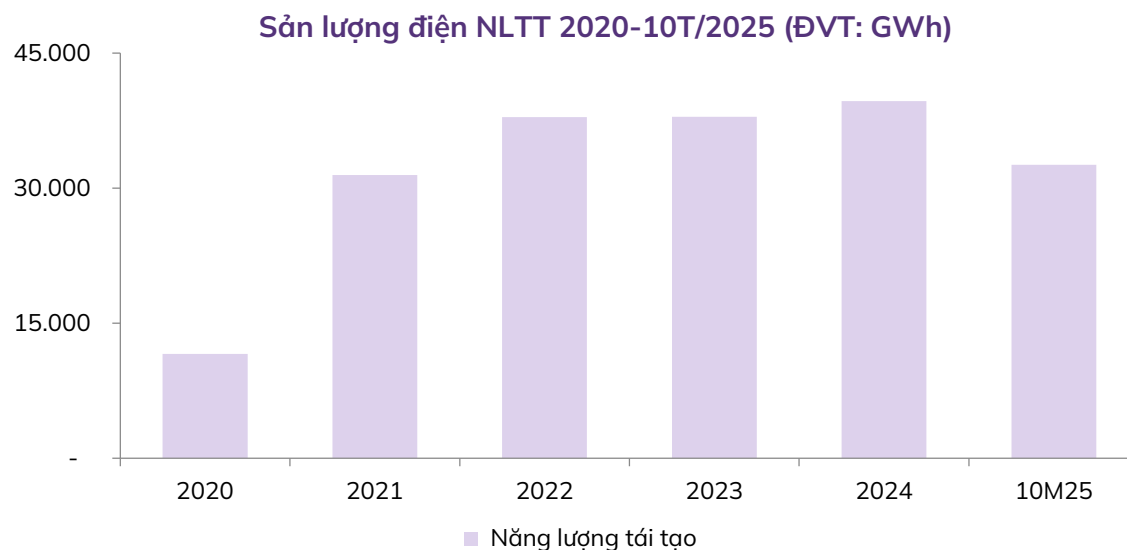
Nguồn: EVN, PGV, Tổng cục Hải quan, ABS Research

NHIỀU NÚT THẮT PHÁP LÝ ĐƯỢC THÁO GỖ, TRIỂN VỌNG DÀI HẠN TÍCH CỰC:

Năm 2025 đã có nhiều văn bản pháp lý được ban hành, tháo gỡ các khó khăn về mặt pháp lý cho điện NLTT và từ đó tạo thuận lợi cho việc phát triển loại hình điện này. Chúng tôi đánh giá có 2 điểm sáng nổi bật: 1) Gia tăng nguồn điện NLTT, định hướng dài hạn cho chiến lược phát triển ngành điện VN theo hướng bền vững; 2) Ban hành khung giá điện mới, mở ra cơ hội cho các DN thúc đẩy triển khai nhanh, mạnh các dự án NLTT & đặc biệt có sự chuyển đổi từ cơ chế giá FIT sang cơ chế đấu thầu cạnh tranh cho các dự án điện mới, tạo cơ sở đàm phán PPA giữa EVN và các nhà đầu tư, tạo sân chơi minh bạch giữa các nhà đầu tư.

1) Gia tăng nguồn điện NLTT:

- Hiện nay, tổng công suất nguồn điện của nước ta vào khoảng 82.387 MW, trong đó điện NLTT là 21.447 MW (chiếm 26% cơ cấu tổng công suất nguồn điện).
- Theo xu hướng chuyển đổi xanh và cam kết Net Zero vào năm 2050, QH điện VIII điều chỉnh được phê duyệt ngày 15/04/2025 đã nhấn mạnh vai trò của điện NLTT. Theo đó, tăng mạnh công suất các loại hình điện này, trong đó năng lượng mặt trời tăng gấp đôi, năng lượng gió tăng mạnh từ 15%-50%. Đến năm 2030, tổng công suất điện gió trên bờ và gần bờ đạt 26.066 – 38.029 MW (so với trước đó là 21.880 MW), điện gió ngoài khơi đạt 6.000 – 17.032 MW, tăng đáng kể so với mục tiêu ban đầu là 6.000 MW; điện mặt trời là 46.459 – 73.416 MW (so với 20.591 MW).



Nguồn: EVN, QH điện VIII điều chỉnh, ABS Research

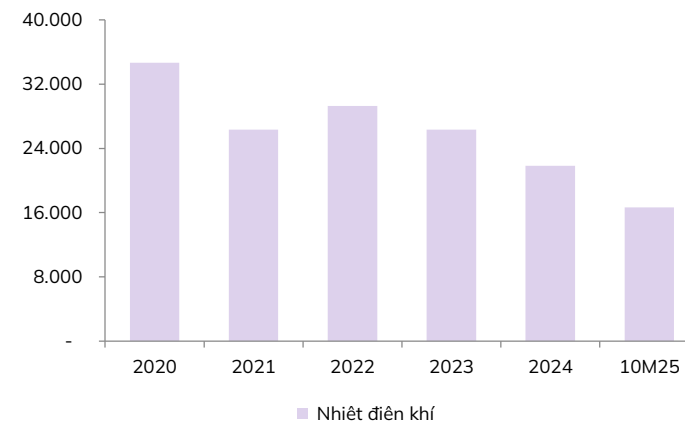
NHIỀU NÚT THẮT PHÁP LÝ ĐƯỢC THÁO GỖ, TRIỂN VỌNG DÀI HẠN TÍCH CỰC:

2) Khung giá điện mới & sự chuyển đổi từ cơ chế giá FIT sang cơ chế đấu thầu cạnh tranh:

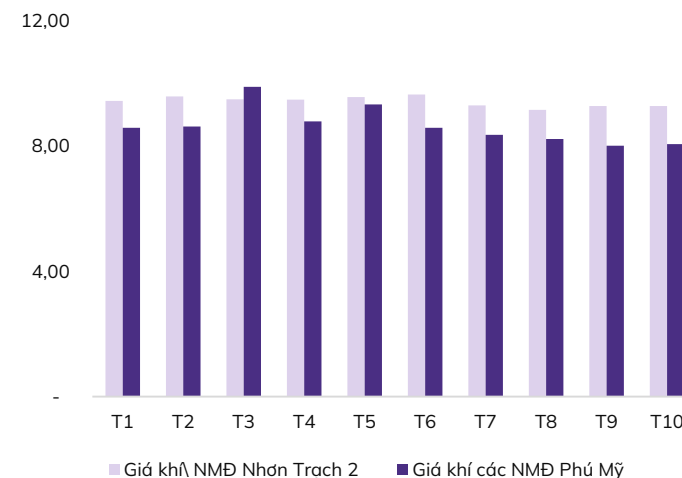
- Trong năm 2025, một loạt các văn bản pháp quy liên quan lĩnh vực điện NLTT đã được ban hành, giúp tháo gỡ các nút thắt pháp lý cho loại hình điện này như:
 - Nghị định 57/2025/NĐ-CP hướng dẫn Cơ chế mua – bán điện trực tiếp (DPPA) giữa các đơn vị phát điện tái tạo và người dùng điện lớn (thay thế Nghị định 80/2024/NĐ-CP).
 - Nghị định 58/2025/NĐ-CP chi tiết các quy định về phát triển NLTT và năng lượng mới.
 - Quyết định 988/QĐ-BCT (10/04/2025) phê duyệt khung giá phát điện cho các nhà máy điện mặt trời năm 2025.
 - Quyết định 1508/QĐ-BCT (30/05/2025) về khung giá điện gió trên bờ và gần bờ.
 - Quyết định 1824/QĐ-BCT (26/06/2025) về khung giá điện gió ngoài khơi.
- Trong giai đoạn 2018-2021, NLTT khá nở rộ và bùng nổ khi nhận được cơ chế giá FIT. Tuy nhiên, loại hình điện NLTT đã chững lại sau khi cơ chế giá FIT cuối cùng cho loại hình điện này hết hiệu lực vào năm 2021. Đến năm 2023, khi Bộ Công thương ra khung giá mới cho các dự án điện NLTT chuyển tiếp thì tính đến nay, có thêm 30 dự án (tổng công suất: 1.632 MW) đi vào vận hành. Và năm 2025, một loạt các văn bản pháp lý liên quan khung giá điện mới được ban hành (như liệt kê phía trên) đã giúp chuyển đổi từ cơ chế giá FIT sang cơ chế đấu thầu cạnh tranh, theo đó các nhà đầu tư sẽ đàm phán PPA với EVN dựa trên khung giá mới, trong đó có quy định mức giá trần. Điều này tạo sân chơi minh bạch, linh hoạt cho các nhà đầu tư tham gia.
- Khung giá điện mới có sự phân hóa rõ ràng giữa các khu vực và có xu hướng tăng cao hơn khung giá điện chuyển tiếp.
- Điện mặt trời: giá trần có xu hướng giảm ở Khu vực Miền Trung và Miền Nam, nhằm giảm bớt sự phát triển ồ ạt, tránh quá tải lưới điện, trong khi đó có xu hướng tăng ở Khu vực Miền Bắc nhằm thu hút đầu tư.
- Điện gió: khung giá có xu hướng cao hơn ở tất cả các khu vực nhằm tạo động lực cho các nhà đầu tư đẩy mạnh và đẩy nhanh các dự án. Lần đầu tiên, khung giá trần cho điện gió ngoài khơi cao nhất là gần 4.000 đồng/kWh.
- Các chính sách được ban hành là cơ sở pháp lý rõ ràng, chi tiết để các chủ thể tham gia có cơ sở để dễ dàng thực hiện. Điều này sẽ là lợi thế cho các DN lớn, có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực NLTT như REE, GEG, PC1, HDG....

- Hiện nay, tổng công suất điện khí của nước ta là 8.653 MW. Theo QH điện VIII điều chỉnh, tổng công suất điện khí nội địa đến năm 2030 sẽ nâng lên 10.861-14.930 MW (+26-73% so với hiện tại). Điện khí LNG đến năm 2030 sẽ có tổng công suất là 22.524 MW. Điều này cho thấy tầm quan trọng của điện khí với vai trò ổn định lưới điện.
- Đối với điện khí nội địa, chúng tôi cho rằng nguồn khí nội địa có thể cải thiện từ năm 2027 khi nhiều dự án lớn của ngành đang được thúc đẩy triển khai và dự kiến cho dòng khí đầu tiên từ năm 2026-2027 như Dự án Lô B – Ô Môn, Dự án Sư tử trắng GD 2B, Dự án Nam Du – U Minh....
- Điện khí LNG là xu hướng tất yếu do: i) Việt Nam đang phải đối mặt với nguồn cung khí nội địa suy giảm. Các mỏ khí hiện tại (chủ yếu nằm ở khu vực Đông Nam bộ) đang bước vào giai đoạn cạn kiệt, dẫn đến nguồn cung khí đốt nội địa giảm 25% trong 5 năm qua. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện đến năm 2030, Việt Nam sẽ thiếu hụt khoảng 5,4 tỷ m³ khí/năm do sự suy giảm của các mỏ lâu năm. Do đó, khí LNG sẽ là nguồn bổ sung quan trọng trong dài hạn; ii) Theo xu hướng chuyển đổi năng lượng xanh, điện LNG là “nhiên liệu chuyển tiếp” giúp các quốc gia giảm dần sự phụ thuộc vào điện than trong khi chưa thể ngay lập tức thay thế bằng NLTT 100%. Theo QH điện VIII điều chỉnh, VN sẽ có 15 nhà máy điện khí LNG, trong đó Dự án Nhơn Trạch 3 & 4 là dự án điện khí LNG đầu tiên của nước ta, do PV Power làm chủ đầu tư, có tổng công suất 1.624 MW, dự kiến sẽ đi vào vận hành trong năm 2026 (đang bị chậm tiến độ liên quan giải phóng mặt bằng).
- PV Gas đã ký hợp đồng mua bán khí LNG dài hạn với Conoco Phillips và Exceletrate. Điều này có ý nghĩa chiến lược trong việc đảm bảo nguồn cung LNG ổn định, thay vì phụ thuộc thị trường giao ngay – vốn biến động mạnh, là cơ sở để các nhà máy điện LNG đi vào vận hành ổn định và chốt được PPA.
- Trong năm 2025, một số chính sách hỗ trợ điện khí LNG đã được ban hành như: Nghị định 56/2025/NĐ-CP, Nghị định 100/2025/NĐ-CP, Nghị định 73/2025/NĐ-CP Quyết định 1313/QĐ-BCT với các hỗ trợ như sau:
 - Khung giá trần cho điện khí LNG là 3,327.42 đồng/kWh, cao hơn 28% so với quy định trước đó.
 - Sản lượng điện hợp đồng Qc tối thiểu 65% và tối đa kéo dài lên tới 10 năm kể từ ngày vận hành phát điện.
 - Thuế nhập khẩu LNG giảm từ 5% xuống 2%.

**Sản lượng điện khí 2020-10T/2025
(ĐVT: GWh)**



Giá khí các Nhà máy điện Phú Mỹ & Nhơn Trạch 2 (USD/mmBTU)



Nguồn: EVN, PGV, ABS Research

➤ CÁC DỰ ÁN ĐIỆN KHÍ THEO QH ĐIỆN VIII ĐIỀU CHỈNH

Danh mục các Nhà máy điện khí LNG (MW)

Dự án	Công suất (MW)	Thời gian vận hành dự kiến	Chủ đầu tư
Nhơn Trạch 3 & 4	1,624	2025-2026	PV Power
LNG Hiệp Phước GĐ 1	1,200	2025	Công ty TNHH Điện lực Hiệp Phước
LNG Quảng Ninh	1,500	2028-2029	PV Power - CTCP Cơ khí và Lắp máy
			Việt Nam - Tokyo Gas – Marubeni
LNG Thái Bình	1,500	2030	Tokyo Gas - Kyuden International Corporation - CTCP Tập đoàn Trường Thành Việt Nam.
LNG Nghi Sơn	1,500	2029-2030	
LNG Quảng Trạch II	1,500	2029-2030	EVN
LNG Quỳnh Lập	1,500	2029-2030	
LNG Hải Lăng GĐ 1	1,500	2028-2030	T&T - Tổng Công ty Năng lượng Hanwha (HEC) - KOGAS - KOSPO
LNG Cà Ná	1,500	2029-2030	
Sơn Mỹ I	2,250	2027-2030	EDF - SOJITZ - KYUSHU - Tập đoàn Thái Bình Dương
Sơn Mỹ II	2,250	2027-2030	Công ty AES Việt Nam
LNG Bạc Liêu	3,200	2027-2030	Delta Offshore Energy
LNG Long An I	1,500	2021-2030	VinaCapital - GS Energy
LNG Long An II	1,500	2031-2035	VinaCapital - GS Energy
LNG Long Sơn	1,500	2031-2035	GENCO3 - TTC - PACIFIC - PECC2 - MC - GE

Danh mục các nhà máy điện khí trong nước (MW)

Dự án	Công suất (MW)	Thời gian vận hành dự kiến	Nguồn khí	Chủ đầu tư
Dung Quất I	750	2028	Cá voi xanh	
Dung Quất II	750	2028	Cá voi xanh	
Dung Quất III	750	2028	Cá voi xanh	
Miền Trung I	750	2030	Cá voi xanh	PVN
Miền Trung II	750	2030	Cá voi xanh	PVN
Ô Môn II	1,050	2027	Lô B	Marubeni - Vietracimex
Ô Môn III	1,050	2028-2030	Lô B	PVN
Ô Môn IV	1,050	2028-2030	Lô B	PVN
				EVNGENCO2, DA đã đi vào hoạt động, sử dụng nhiên liệu dầu FO nhưng sẽ chuyển sang sử dụng nhiên liệu khí tại Lô B
Ô Môn I	660		Lô B	

Nguồn: QH điện VIII điều chỉnh, QH Phát triển Công nghiệp khí Việt Nam, ABS Research

NHU CẦU PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG LƯỚI ĐIỆN RẤT CẤP BÁCH

- Theo QH điện VIII, nhu cầu vốn đầu tư cho giai đoạn tới là khá lớn, cần 134,7 tỷ USD cho giai đoạn 2021-2030 và 399,2-523,1 tỷ USD cho giai đoạn 2031-2050. Trong đó, nhu cầu vốn cho đầu tư lưới điện chiếm vào khoảng 11,1% cho giai đoạn 2021-2030 và 8,7% cho giai đoạn 2031-2050.
- QH điện VIII điều chỉnh được ban hành ngày 15/04/2025 đã điều chỉnh tăng mạnh vốn đầu tư hạ tầng so với ban đầu. Tổng nhu cầu vốn đầu tư giai đoạn 2031-2050 tăng lên 699,1 tỷ USD (+75% so với ban đầu), trong đó đầu tư cho lưới điện là 43,8 tỷ USD (+26% so với ban đầu). Hạ tầng lưới điện ưu tiên truyền tải 500 kV.
- Chúng tôi cho rằng nhu cầu xây lắp các dự án truyền tải sẽ là nhiệm vụ cấp bách và được ưu tiên hàng đầu. Do đó, nhóm xây lắp điện sẽ hưởng lợi từ điều này. Đi kèm với đó, nhóm thiết bị điện cũng sẽ hưởng lợi từ xu hướng này. Theo xu hướng này, PC1, TV2, GEE sẽ hưởng lợi.
- Bên cạnh đó, mảng điện NLTT đang dần được tháo gỡ các vướng mắc pháp lý nên việc đầu tư xây dựng các nhà máy điện NLTT sẽ sớm được triển khai, từ đó cũng tăng khối lượng công việc cho nhóm xây lắp.
- Điện khí LNG cũng đang là xu hướng tất yếu và được nâng cao vai trò nên việc xây dựng các nhà máy điện khí và cơ sở hạ tầng kho cảng cũng tạo điều kiện tốt cho nhóm xây lắp.
- Trong 10T/2025, EVN và các đơn vị đã khởi công 135 công trình và hoàn thành đóng điện 172 công trình lưới điện từ 110 đến 500kV bao gồm 05 dự án 500kV, 21 dự án 220kV và 146 dự án 110kV. Trong đó nổi bật là hoàn thành Dự án cấp điện từ điện lưới quốc gia cho đặc khu Côn Đảo; hoàn thành trạm biến áp 500kV Lào Cai và đường dây 500kV Lào Cai - Vĩnh Yên; hoàn thành 05 công trình lưới điện (trạm biến áp 500kV Vĩnh Yên, đường dây Huội Quảng - Nghĩa Lộ; trạm biến áp 220kV Phú Bình 2, Bá Thiện; đường dây 220kV Nhơn Trạch 3 - rẽ Mỹ Xuân - Cát Lái; lắp bổ sung tụ bù trên lưới điện miền Bắc; hoàn thành giải phóng mặt bằng trạm 220kV Thanh Xuân và đường dây 220kV Tây Hà Nội - Thanh Xuân...

Nhu cầu phát triển lưới điện truyền tải

Chỉ tiêu	ĐVT	2025-2030	2031-2035	2036-2050
Trạm biến áp 500kV				
Xây mới	MVA	102,900	73,800	72,900
Nâng cấp	MVA	23,250	36,600	102,600
Đường dây 500kV				
Xây mới	KM	12,944	7,480	7,846
Nâng cấp	KM	1,404	650	750
Trạm biến áp 220kV				
Xây mới	MVA	105,565	44,500	81,875
Nâng cấp	MVA	17,509	34,625	103,125
Đường dây 220kV				
Xây mới	KM	15,307	4,296	5,370
Nâng cấp	KM	5,483	624	830

Nhu cầu vốn đầu tư ngành điện (tỷ USD)

Chỉ tiêu	2026-2030	2031-2035	2036-2050
Nguồn điện	118.20	114.10	541.20
Lưới điện	18.10	15.90	27.90
Tổng VĐT	136.30	130.00	569.10

Nguồn: QH điện VIII điều chỉnh, ABS Research

➤ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ - REE, POW, PC1, NT2

Chúng tôi ưa thích các cổ REE, POW, PC1, NT2 dựa trên tiêu chí:

- REE sở hữu nhiều nhà máy thủy điện và điều kiện thủy văn vẫn hỗ trợ, REE cũng đang mở rộng công suất, nhất là lĩnh vực NLTT. Trong khi đó, POW là DN điện khí hàng đầu tại Việt Nam, hiện đang là chủ đầu tư của 2 dự án điện khí LNG lớn và đầu tiên của VN là NMD LNG Nhơn Trạch 3&4, dự kiến đi vào vận hành trong năm 2026 giúp POW tăng thêm 36% công suất. Còn PC1 là DN dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực xây lắp điện trong bối cảnh hạ tầng điện đang được chú trọng đầu tư và khung pháp lý điện NLTT đang dần hoàn thiện. NT2 triển vọng tiếp tục khả quan.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp FCFE và P/B & P/E.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	REE			POW		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	8,384	9,479	9,836	30,306	33,867	50,184
%YoY	-2.17%	13.06%	3.76%	6.98%	11.75%	48.18%
Biên LNG (%)	37.26%	44.70%	46.00%	6.59%	13.05%	8.16%
LNST cổ đông Công ty mẹ	1,993	2,671	3,031	1,112	2,617	2,012
% YoY	-8.91%	34.00%	13.46%	7.05%	135.45%	-23.11%
EPS (đ/cp)	4,237	4,931	5,595	475	1,075	623
BVPS (đ/cp)	40,126	40,084	44,635	13,668	14,776	12,843
Nợ/VCSH	0.46	0.36	0.29	0.65	0.78	0.73
ROA (%)	5.99%	8.01%	8.38%	1.61%	3.31%	2.10%
ROE (%)	9.87%	12.43%	11.89%	3.52%	7.54%	5.00%

➤ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ - REE, POW, PC1, NT2

Chúng tôi ưa thích các cổ REE, POW, PC1, NT2 (tiếp):

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	NT2			PC1		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,944	7,496	7,788	10,089	11,515	12,897
%YoY	-6.92%	26.12%	3.89%	31.13%	14.14%	12.00%
Biên LNG (%)	0.87%	11.32%	11.30%	20.70%	20.43%	20.17%
LNST cổ đông Công ty mẹ	83	818	1,065	468	722	838
% YoY	-82%	886.52%	30.20%	1193%	54.22%	16.15%
EPS (đ/cp)	288	2,841	3,699	1121	1,755	2,038
BVPS (đ/cp)	15,397	15,660	18,358	15,397	14,523	16,272
Nợ/VCSH	0.24	0.29	0.25	1.4	1.43	1.22
ROA (%)	0.95%	9.82%	12.18%	2.30%	3.07%	3.36%
ROE (%)	1.98%	18.14%	20.15%	6.30%	12.08%	12.53%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE-HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 65.200 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 77.600 VNĐ (Upside: +19%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Triển vọng mảng điện khả quan, động lực thúc đẩy từ tăng trưởng kinh tế & REE thúc đẩy nâng công suất.** Chính phủ đặt mục tiêu GDP năm 2025 sẽ trên 8%. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số. Kinh tế dự báo tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025 sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện năng. REE sẽ mở rộng công suất thông qua Công ty con là REE Energy, đặt mục tiêu tăng công suất thêm 100MW trong năm 2025 và thêm 500MW trong vòng 3 năm tới, kỳ vọng nâng tổng công suất lên 2.000-2.500MW vào cuối năm 2030.
- **Thủy điện – mảng đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của REE** với công suất chiếm 50% tổng công suất lắp đặt mà REE sở hữu - dự kiến sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2026 do điều kiện thủy văn thuận lợi nhờ hiện tượng thời tiết bước vào pha trung tính & La Nina. Dự án Thủy điện Thác Bà 2 (đã đi vào hoạt động thương mại trong Q2/2025) & Thủy điện Trà Khúc 2 (dự kiến đi vào hoạt động thương mại vào Q3/2026), đây là 2 dự án mà REE đã tăng sở hữu trong năm 2024, khi đi vào hoạt động sẽ giúp REE tăng công suất thêm 4,7%.
- **Mảng Điện gió dự báo sẽ tiếp tục đóng góp ổn định trong năm 2025-2026.** Về dài hạn, điện gió cũng như điện NLTT đang được ưu tiên phát triển (theo QH điện VIII điều chỉnh). Hiện nay, REE cũng đang tăng cường đầu tư vào mảng điện gió. Trong năm 2024, REE đã tăng sở hữu tại CTCP Điện gió Duyên Hải (công suất 48 MW), dự kiến đi vào vận hành thương mại vào T11/2025, giúp REE tăng công suất thêm 4,6% so với hiện tại. Mới đây, REE vừa phê duyệt kế hoạch tăng vốn cho mảng năng lượng nhằm tiếp tục mở rộng đầu tư vào các dự án điện gió, theo đó REE Energy sẽ được công ty mẹ bổ sung thêm 3.250 tỷ đồng vốn góp, nâng vốn điều lệ từ 7.250 tỷ đồng lên 10.500 tỷ đồng.
- **Mảng cơ điện lạnh dự kiến tăng trưởng mạnh**, tập trung các dự án đầu tư công có giá trị lớn như Dự án Sân bay Long Thành.
- **Mảng nước dự báo sẽ vẫn tiếp tục ổn định & tăng trưởng tích cực** do VCW đang mở rộng công suất giai đoạn 2 và kỳ vọng giá nước tiếp tục tăng khi nhu cầu nước sạch ngày càng gia tăng.
- Mảng BĐS dự báo khả quan với sự góp mặt của E.Town 6 và Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên (The Light Square). Chúng tôi dự báo Dự án The Light Square có thể đem lại trên 1.001 tỷ đồng doanh thu và trên 360 tỷ đồng lợi nhuận cho doanh nghiệp trong năm 2025 & 2026.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Thị trường BĐS có thể phục hồi chậm hơn dự báo của chúng tôi, từ đó ảnh hưởng tới tiến độ bàn giao của Dự án BĐS & hoạt động của mảng cơ điện lạnh. Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê thấp hơn dự báo của chúng tôi. Hiện tượng hiện tượng La Nina có thể kết thúc sớm hơn dự báo nên ảnh hưởng tới KQKD các công ty thành viên của REE.

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM - CTCP (POW-HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 15.250 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 17.800 VNĐ (Upside: +16,7%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2025 khả quan** với DTT đạt 25.404 tỷ đồng (+17% svck), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.857 tỷ đồng (+74% svck) do sản lượng phát điện tăng trưởng tích cực +30% svck.
- **Nhu cầu điện được hỗ trợ từ động lực tăng trưởng kinh tế.** Chính phủ đặt mục tiêu GDP năm 2025 sẽ trên 8%. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số. Kinh tế dự báo tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025 sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện năng.
- **Nhóm thủy điện dự kiến sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2026** do điều kiện thủy văn thuận lợi nhờ hiện tượng thời tiết bước vào pha trung tính & La Nina. Điều này sẽ tác động tích cực tới KQKD các NMD Hòa Na, Đắkđrinh.
- **NMD Vũng Áng 1 dự báo sẽ tiếp tục hoạt động ổn định trong năm 2026** khi điện than vẫn là nguồn điện nền của nước ta trong thời điểm hiện tại. Giá than nhiệt năm 2026 dự báo tiếp tục ổn định ở mức thấp sau khi giảm mạnh từ năm 2023 tới nay do nguồn cung dồi dào.
- **Nhóm NMD khí dự báo triển vọng năm 2026 tích cực thận trọng** khi giá khí đầu vào dự báo thấp, hỗ trợ lợi nhuận.
- **Động lực tới từ NMD LNG Nhơn Trạch 3 & 4 khi 2 NMD này dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2026.** Đây là 2 dự án trọng điểm của POW và là 2 dự án điện khí đầu tiên sử dụng khí LNG. Hai dự án này với tổng công suất 1.500 MW, dự kiến khi đi vào hoạt động sẽ giúp POW tăng thêm 36% công suất. Tuy nhiên, 2 nhà máy này dự kiến sẽ lỗ trong 2 năm đầu vận hành do chi phí khấu hao và lãi vay, nhưng kỳ vọng bắt đầu có lãi từ năm 2027.
- Tình hình tài chính đã có sự cải thiện khi lượng tiền & tiền gửi ngân hàng tăng lên và các khoản công nợ thu hồi từ EVN đã có cải thiện hiệu quả. Bên cạnh đó, POW có kế hoạch tăng vốn bổ sung nguồn lực cho dự án NT3 và NT4, theo đó POW dự kiến tăng vốn từ 23.419 tỷ đồng lên 30.679 tỷ đồng.
- **Triển vọng dài hạn tới từ loạt dự án POW đang nghiên cứu triển khai** như Nhà máy điện Quỳnh Lập (Nghệ An), Nhà máy điện Vũng Áng 3 (Hà Tĩnh), Nhà máy điện Cà Mau mở rộng (Cà Mau), Nhà máy điện tuabin khí hỗn hợp Quảng Ninh. Ngoài ra, mảng trạm sạc xe điện dự kiến sẽ đem lại nguồn thu đáng kể cho POW trong tương lai.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá đầu vào (than, khí tự nhiên, LNG...) có thể biến động tăng mạnh hơn so với dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm tính cạnh tranh và ảnh hưởng tới HĐ SXKD của các NMD. Hiện tượng hiện tượng La Nina có thể kết thúc sớm hơn dự báo nên ảnh hưởng tới KQKD các NM thủy điện của POW.

CTCP TẬP ĐOÀN PC1 (PC1-HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 21.700 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 28.300 VNĐ (Upside: +30,4%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2025 khả quan với DTT đạt 8.073 tỷ đồng (+7,1% svck), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 498 tỷ đồng (+24,8% svck) nhờ bàn giao nhiều dự án xây lắp quy mô lớn như Dự án Cấp ngầm Côn Đảo, Dự án 500kV Lào Cai – Vĩnh Yên....
- Mảng năng lượng – mảng chủ đạo trong cơ cấu lợi nhuận của PC1 – dự báo triển vọng tiếp tục khả quan nhờ: 1) Nhu cầu điện gia tăng, động lực từ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; 2) Điều kiện thủy văn thuận lợi hỗ trợ mảng thủy điện. Bên cạnh đó, PC1 đang thực hiện đầu tư Dự án thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) & Thượng Hà (13 MW) đúng tiến độ, khi 2 dự án này đi vào vận hành, sẽ giúp PC1 tăng thêm 25,4% công suất thủy điện so với hiện tại; 3) Mảng Điện gió dự báo sẽ tiếp tục đóng góp ổn định trong năm 2025-2026. Về dài hạn, điện gió cũng như điện NLTT đang được ưu tiên phát triển (theo QH điện VIII điều chỉnh).
- Mảng tổng thầu xây lắp & mảng sản xuất công nghiệp (mảng đóng góp phần lớn cơ cấu doanh thu) kỳ vọng tiếp tục lạc quan nhờ khối lượng backlog lớn khi: 1) Nhu cầu xây lắp các dự án truyền tải thời gian tới là cấp bách (theo QH điện VIII điều chỉnh); 2) Mảng điện NLTT đang dần hoàn thiện khung pháp lý, dự kiến các dự án điện NLTT sẽ sớm được triển khai, thúc đẩy mảng xây lắp điện; 3) Mảng điện khí, đặc biệt là điện khí LNG cũng được đề cao vai trò và là trọng tâm hướng tới chuyển đổi xanh, từ đó thúc đẩy các dự án điện khí, cơ sở kho cảng....
- Mảng BĐS KCN kỳ vọng đến từ các dự án như Dự án Nomura Hải Phòng, Dự án Yên Phong II-A- Bắc Ninh, Dự án KCN Yên Lư GĐ1 (Bắc Giang) và Đồng Văn V (Hà Nam), Dự án Yên Lệnh – Hà Nam...
- Mảng BĐS dân cư cũng đang có những dấu hiệu khả quan từ Dự án Tháp Vàng – Gia Lâm, dự án đã được mở bán và dự kiến bàn giao từ tháng 12/2025, kỳ vọng ghi nhận doanh thu, lợi nhuận trong Q4/2025 và năm 2026. Ngoài ra, các dự án PC1 Vĩnh Hưng, Định Công cũng đang xin chủ trương đầu tư, kỳ vọng hoàn tất pháp lý trong năm 2026 và ghi nhận doanh thu từ năm 2027.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Tiến độ các dự án BĐS KCN, các dự án xây lắp điện bị chậm hơn so với những gì chúng tôi đưa vào dự phóng. Rủi ro đòn bẩy tài chính cao. Hệ số D/E của PC1 hiện đang quanh 1,43 lần với xu hướng nợ vay gia tăng trong bối cảnh Công ty mở rộng HĐKD sang lĩnh vực BĐS KCN và khoáng sản. Chúng tôi cho rằng nhu cầu vốn trong thời gian tới có thể sẽ tiếp tục tăng lên khi PC1 có chiến lược ưu tiên phát triển lĩnh vực BĐS KCN ở mức sâu rộng hơn trong giai đoạn đến năm 2033. Việc nợ vay duy trì cao sẽ làm cho chi phí lãi vay tăng cao, từ đó bào mòn lợi nhuận của DN.

CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2-HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 23.300 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 25.700 VNĐ (Upside: +10,3%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2025 tăng trưởng ấn tượng** với DTT đạt 5.436 tỷ đồng (+30,7% svck), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 577 tỷ đồng (+6,8 lần svck). KQKD khả quan trên là do: 1) Sản lượng điện Qc được giao cao trong khi sản lượng sản xuất thực tế thấp hơn Qc; 2) Giá bán điện tăng; 3) Giá khí đầu vào giảm do giá dầu FO giảm; 4) Chi phí bán hàng giảm do ghi nhận hoàn nhập dự phòng. Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp, chi trả cổ tức bằng tiền đều đặn.
- **Nhu cầu điện được hỗ trợ từ động lực tăng trưởng kinh tế.** Chính phủ đặt mục tiêu GDP năm 2025 sẽ trên 8%. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số. Kinh tế dự báo tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025 sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện năng.
- **Khoản thu nhập bất thường có thể hỗ trợ lợi nhuận cho NT2.** Khoản thu nhập bất thường này dự kiến đạt 266 tỷ đồng, bao gồm: i) Khoản bồi thường lỗ tỷ giá trị giá 177 tỷ đồng cho phần còn lại của năm 2019, và các năm 2020, 2021; ii) Khoản phí dịch vụ môi trường rừng trong giai đoạn 2019 - 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cũng chưa chắc chắn về thời điểm được ghi nhận do NT2 đang trong quá trình đàm phán với EVN.
- **Triển vọng lợi nhuận năm 2026 của NT2 có thể tiếp tục cải thiện do máy móc thiết bị (MMTB) sẽ hết khấu hao vào cuối năm 2025.**
- **Tiếp cận nguồn khí đầu vào có phần thuận lợi.** Hiện nay, nguồn khí trong nước vẫn đang trên đà suy giảm. NT2 dự kiến được hưởng lợi nhờ việc PVGas kết thúc hợp đồng cung cấp khí cho các nhà máy điện khí Phú Mỹ 2.2, điều này giúp tái phân bổ nguồn khí cho các nhà máy điện còn lại, trong đó có NT2. Trong khi đó, NT2 có hợp đồng bao tiêu khí nội địa với PVGas đến hết năm 2026. Bên cạnh đó, NT2 cũng đã chủ động ứng phó với tình trạng cạnh tranh nguồn khí đầu vào bằng cách đang tích cực làm việc với EVN để xin ý kiến chấp thuận về việc sử dụng LNG nhập khẩu nhằm hỗ trợ tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm trong dài hạn, trong các năm sau giai đoạn 2025–2026. Đây được coi là giải pháp bổ sung để cải thiện khả năng huy động, mở rộng sản lượng từ năm 2026 trở đi.
- Dòng tiền của NT2 thời gian tới dự kiến tiếp tục cải thiện khi tình trạng tài chính của EVN đang có những tiến triển tốt.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá khí đầu vào của NT2 tăng cao. Sản lượng điện có thể thấp hơn dự báo.
- Rủi ro chậm ghi nhận khoản bồi thường lỗ tỷ giá và phí dịch vụ môi trường rừng.

NGÀNH DẦU KHÍ

Giá dầu vẫn yếu, điểm sáng đến từ các dự án lớn của ngành

Khâu	Triển vọng	Khuyến nghị
Thượng nguồn	Tích cực	Tăng tỷ trọng
Trung nguồn	Trung lập	Nắm giữ
Hạ nguồn	Kém tích cực	Nắm giữ



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



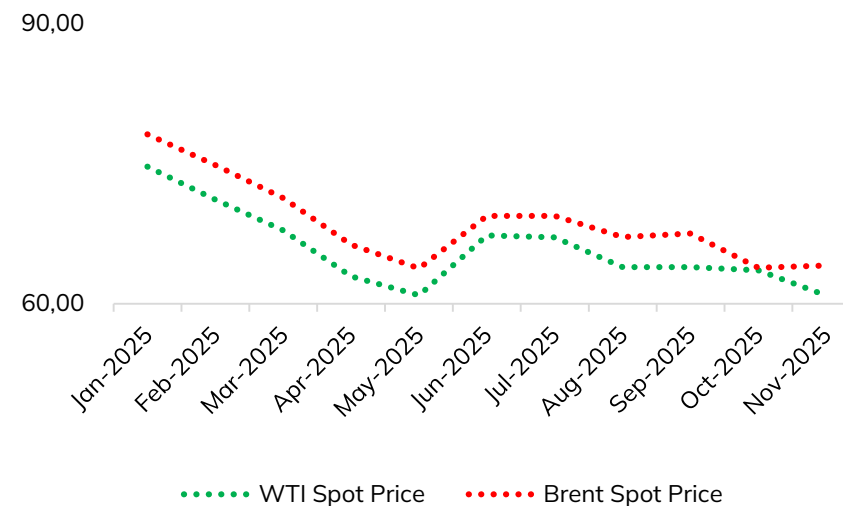
Trải nghiệm ngay bảng giá
ABS Web Trading



TRIỂN VỌNG GIÁ DẦU NĂM 2026 DỰ BÁO TIẾP TỤC SUY YẾU:

- Giá dầu WTI & Brent hiện đang dao động quanh 60,9-64,1 USD/thùng, giảm khoảng 18% so với đầu năm. Xu hướng giảm vẫn tiếp tục từ giữa năm 2022 tới nay. Diễn biến giá dầu giảm chủ yếu do cung vượt cầu trong bối cảnh kinh tế toàn cầu yếu đi.
 - ✓ OPEC+ tăng sản lượng: kể từ Tháng 4/2025, OPEC+ bắt đầu tăng sản lượng với mục tiêu tới cuối năm 2025 là tăng khoảng 2,9 triệu thùng/ngày & sẽ tạm dừng tăng sản lượng hàng tháng trong quý 1/ 2026.
 - ✓ Tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại: IMF và World Bank đều hạ dự báo tăng trưởng 2025 xuống quanh 2,8–3,0%, do cầu yếu tại Trung Quốc, châu Âu và Mỹ.
 - ✓ Hoạt động công nghiệp Trung Quốc phục hồi yếu: Dù kích thích nội địa, tiêu thụ dầu của Trung Quốc 9T/2025 chỉ tăng khoảng 1,2–1,5%, thấp hơn mức 4–5% các năm trước.
 - ✓ Châu Âu cắt giảm nhu cầu năng lượng: Do chuyển dịch sang năng lượng tái tạo và thời tiết ấm hơn, nhu cầu dầu thô giảm nhẹ.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng giá dầu năm 2026 sẽ vẫn tiếp tục suy yếu khi mà tình trạng cung vẫn tiếp tục tăng trong khi nhu cầu vẫn yếu (những yếu tố tác động: trang sau).
- Nhiều tổ chức lớn trên thế giới dự báo triển vọng giá dầu năm 2026 vẫn tương đối yếu. Goldman Sachs dự báo giá dầu Brent năm 2026 rơi xuống 58 USD/thùng, Barclays dự báo giá dầu Brent xuống 60 USD/thùng, Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự báo quanh 52 USD/thùng....

Diễn biến giá dầu WTI & Brent bình quân theo tháng năm 2025 (USD/thùng)



Nguồn: Investing.com, ABS Research

Dự báo giá dầu Brent của một số tổ chức lớn trên thế giới (USD/thùng)

Tổ chức	Giá dầu Brent 2026F	Ngày báo cáo
Goldman Sachs	56	Sep-25
J.P. Morgan	58	May-25
HSBC	65	Apr-25
Barclays	60	May-25
EIA	52	Oct-25

Nguồn: ABS Research tổng hợp

1/ NHU CẦU TIÊU THỤ DỰ BÁO VẮN YẾU:

- Kinh tế thế giới dự kiến tiếp tục suy yếu trong năm 2026, dẫn tới nhu cầu dầu mỏ cũng suy giảm. OPEC dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu ở mức 3,0% cho năm 2025 và 3,1% cho năm 2026; dự báo tăng trưởng kinh tế của Hoa Kỳ vẫn ở mức 1,8% cho năm 2025 và 2,1% cho năm 2026; trong khi đó Trung Quốc (quốc gia tiêu thụ dầu đứng thứ 2 thế giới) được dự báo tăng trưởng kinh tế 4,8% (năm 2025) và 4,5% (năm 2026).
- Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) trong báo cáo mới nhất cho rằng nhu cầu tiêu thụ dầu sẽ vẫn ở mức thấp trong thời gian còn lại của năm 2025 và năm 2026, dẫn đến mức tăng trưởng hàng năm dự kiến vào khoảng 700.000 thùng/ngày trong cả hai năm.
- OPEC tích cực hơn IEA khi trong báo cáo mới nhất đưa ra dự báo nhu cầu sẽ tăng 1,3 triệu thùng/ngày trong năm 2025 lên 105,1 triệu thùng/ngày và năm 2026 tăng lên 106,5 triệu thùng/ngày (+1,4 triệu thùng/ngày).

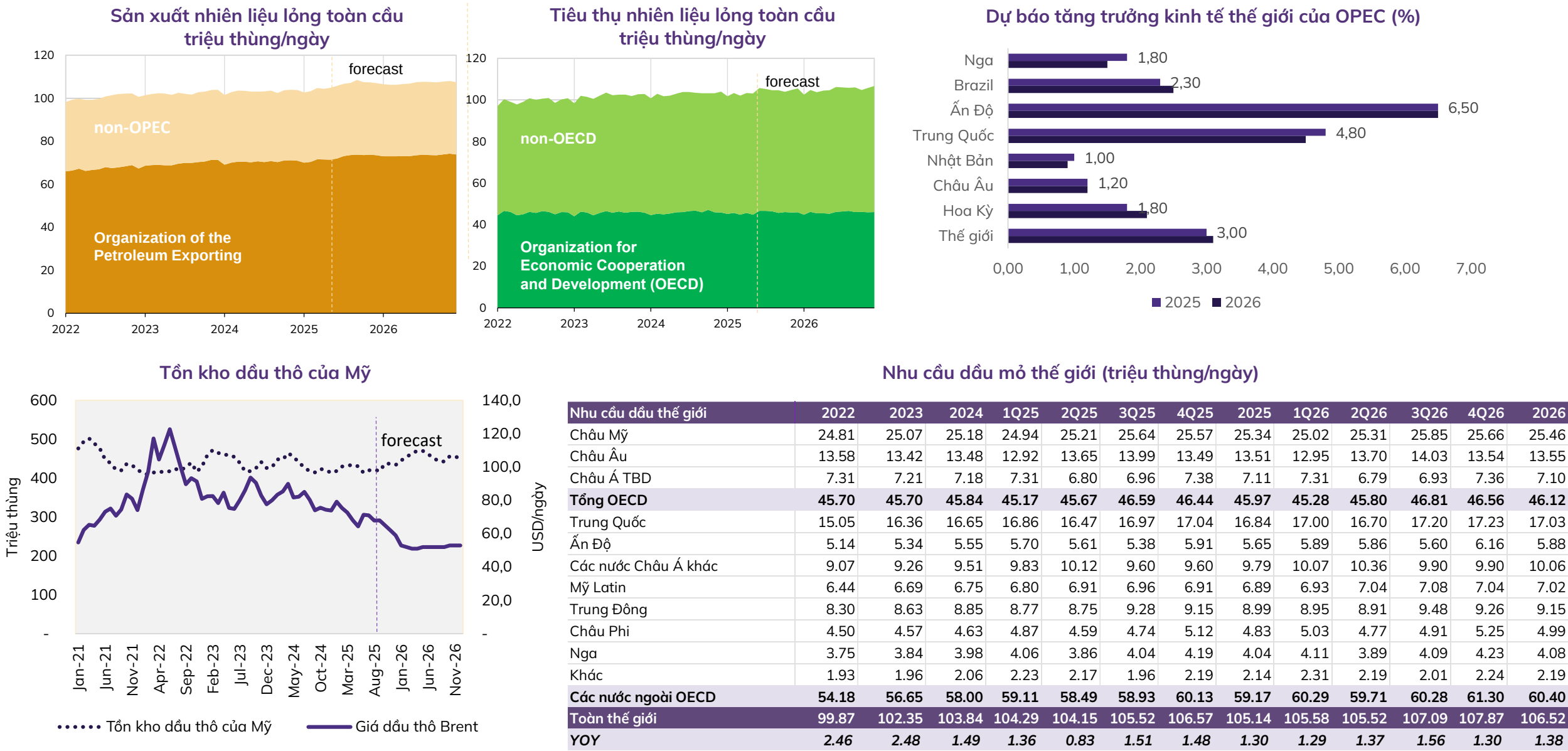
2/ NGUỒN CUNG DƯ THỪA:

- Dự báo của IEA: Trong báo cáo mới nhất, IEA cho rằng thị trường dầu mỏ toàn cầu sẽ trải qua tình trạng dư cung lớn vào năm 2026, nguồn cung đang tăng nhanh hơn so với nhu cầu. IEA dự báo nguồn cung dầu sẽ tăng 3 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và tăng thêm 2,4 triệu thùng/ngày trong năm 2026. Trong khi đó, OPEC dự kiến nguồn cung dầu toàn cầu sẽ xấp xỉ nhu cầu trong năm tới, do tốc độ tăng trưởng sản lượng chậm hơn nhiều từ các nước ngoài OPEC+ cũng như nhu cầu mạnh hơn. Các động lực tăng trưởng nguồn cung dầu chính dự kiến sẽ là Hoa Kỳ, Brazil, Canada và Argentina.
- Động thái của OPEC+: Nhân tố tác động mạnh nhất tới nguồn cung dầu hiện là Tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ và đồng minh (OPEC+). Tuy nhiên, tổ chức này có vẻ đang thể hiện mất dần sự ảnh hưởng lên giá dầu, thể hiện qua thị phần sụt giảm khi hoạt động sản xuất tại Mỹ và các quốc gia khác đang trỗi dậy. Trước đây, mục tiêu của OPEC+ là hỗ trợ giá dầu thông qua cắt giảm sản lượng lớn. Nhưng hiện nay, nhóm này đang dần tháo dần mức cắt giảm và tăng sản lượng nhằm giành lại thị phần. Kể từ tháng 4/2025 tới nay, nhóm đã nhiều lần ra quyết định nâng tổng mục tiêu sản lượng thêm khoảng 2,9 triệu thùng/ngày (tương đương 2,7% nguồn cung toàn cầu). Trong cuộc họp 2/11/2025, OPEC+ đã quyết định sẽ tăng hạn ngạch sản lượng dầu thêm 137.000 thùng/ngày vào tháng 12, nhưng sau đó sẽ dừng tăng sản lượng trong quý 1/2026 do xu hướng theo mùa. Việc nhóm này dừng tăng sản lượng cho thấy lo ngại về nguồn cung dư thừa.

3/ CÁC YẾU TỐ KHÁC:

- Các yếu tố như căng thẳng địa chính trị, bão, nổ đường ống dẫn dầu... Đây là những yếu tố có thể hỗ trợ giá dầu nhưng thời gian qua cho thấy sự tác động của các yếu tố này lên giá dầu cũng khá mờ nhạt.

MỘT SỐ DỰ BÁO CỦA EIA & OPEC VỀ THỊ TRƯỜNG DẦU 2026

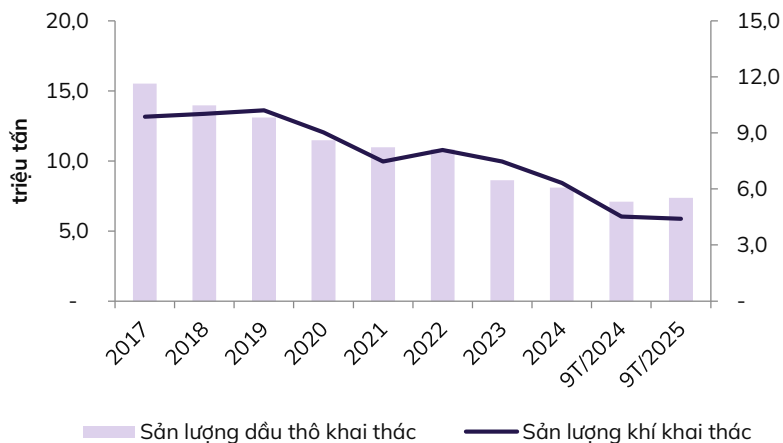


NHỮNG YẾU TỐ THÚC ĐẨY VIỆC TRIỂN KHAI CÁC DỰ ÁN LỚN CỦA NGÀNH:

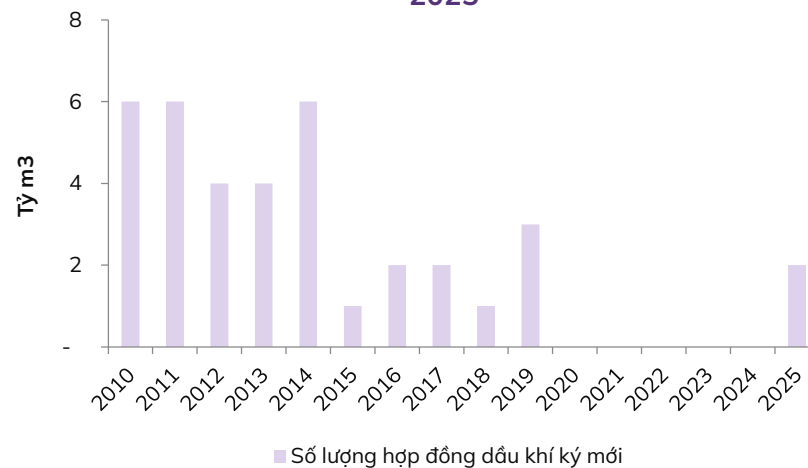
▪ Sản lượng khai thác đang trên đà suy giảm:

- ✓ Tiềm năng dầu khí của Việt Nam rất lớn nhưng sản lượng khai thác dầu khí đang trên đà suy giảm & hoạt động đầu tư vào các dự án thượng nguồn thời gian qua gần như đứng im. Sản lượng khai thác dầu thô giảm bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2016 – 2022 trong khi sản lượng khí các mỏ Đông Nam Bộ giảm 5% - 20%/năm. Năm 2023 & 2024, sản lượng khai thác dầu trong nước đạt 8,63 triệu tấn (-4% svck) & 8,1 triệu tấn (-6,1% svck) trong khi sản lượng khai thác khí trong nước đạt 7,47 tỷ m3 (-8% svck) & 6,32 tỷ m3 (-15,4% svck). Sự suy giảm dầu khí là do các mỏ có đóng góp sản lượng lớn đều đã khai thác được 15 – 35 năm, đang ở giai đoạn khai thác cuối đời mỏ (mỏ Bạch Hổ, Đại Hùng, Lan Tây, Lan Đỏ...).
- ✓ Trong khi đó hoạt động khai thác, thăm dò gặp nhiều khó khăn, vướng mắc nên việc triển khai các Dự án thăm dò khai thác đang bị chậm trễ. Trên thực tế, việc thu hút đầu tư nước ngoài vào Việt Nam trong lĩnh vực thăm dò khai thác những năm gần đây gần như “giậm chân tại chỗ”. Trong giai đoạn 2016 – 2020, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) chỉ ký được 8 hợp đồng dầu khí mới, chưa bằng 1/3 so với giai đoạn 2010 – 2015 (27 hợp đồng dầu khí mới). Trong giai đoạn 2021-2025, PVN chỉ ký thêm 2 hợp đồng PSC (vào năm 2025).

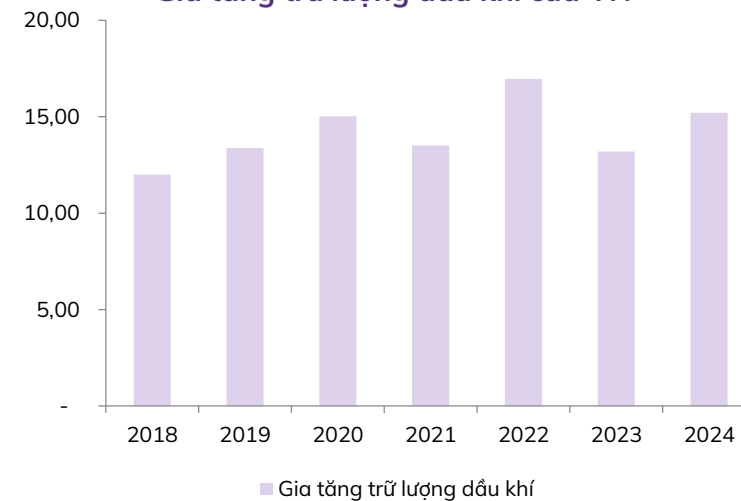
Sản lượng khai thác dầu khí của VN 2017-9T/2025



Số lượng hợp đồng dầu khí ký mới 2010-2025



Gia tăng trữ lượng dầu khí của VN



Nguồn: PVN, ABS Research

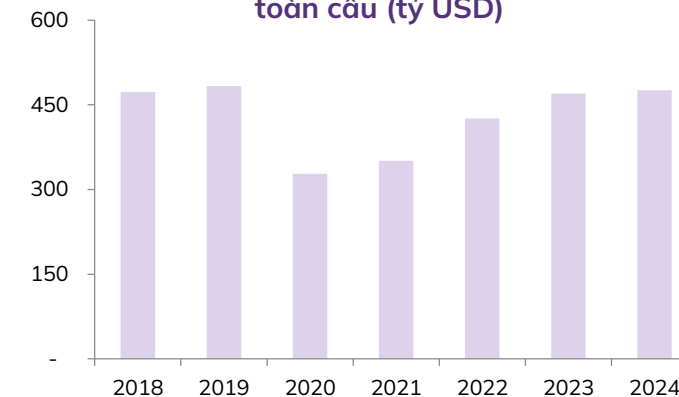
NHỮNG YẾU TỐ THÚC ĐẨY VIỆC TRIỂN KHAI CÁC DỰ ÁN LỚN CỦA NGÀNH (TIẾP):

- **Nhu cầu khí phục vụ điện là rất lớn.** Theo QH điện VIII điều chỉnh, điện khí sẽ nâng tỷ trọng đóng góp từ mức 9% tổng công suất nguồn điện toàn hệ thống hiện nay lên 21-24% vào năm 2030, theo đó tổng công suất điện khí đến năm 2030 khoảng 33.000–37.000 MW, trong đó khí trong nước là 10.861 – 14.930 MW. Cũng theo QH điện VIII, các nhà máy điện khí sử dụng nguồn khí như sau:
 - ✓ Các nhà máy điện khí Miền Trung I&II, Dung Quất I, II&III với tổng công suất 3.750MW sẽ sử dụng nguồn khí Cá Voi Xanh.
 - ✓ Các nhà máy điện khí Ô Môn I, II, III, IV với tổng công suất 3.810MW sẽ sử dụng nguồn khí Lô B.
 - ✓ Nhà máy điện khí Quảng Trị sử dụng khí từ mỏ Báo Vàng.

Theo đúng lộ trình, các dự án điện này chậm nhất năm 2030 sẽ đi vào hoạt động. Do đó, việc triển khai gấp rút các dự án khí Lô B, Cá Voi Xanh, Báo Vàng... sẽ rất cấp thiết nhằm cung cấp đủ khí cho các nhà máy điện theo đúng lộ trình QH điện VIII đưa ra.

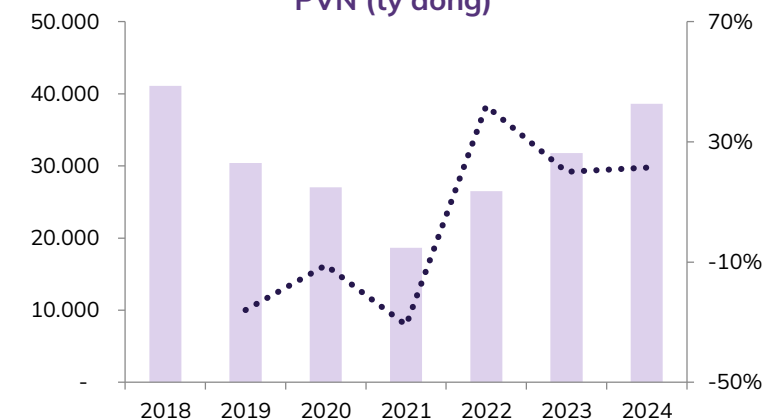
- **PVN tăng cường hoạt động đầu tư.** Cơ quan năng lượng quốc tế (IEA) dự báo từ nay tới năm 2030 có khoảng 470 tỷ USD được đầu tư vào thượng nguồn mỗi năm. Trong nước, PVN cũng đang tăng cường hoạt động đầu tư. Giá trị giải ngân năm 2023 của PVN đạt trên 31,8 nghìn tỷ đồng, tăng 24% so với thực hiện năm 2022 - mức tăng cao nhất sau nhiều năm gần đây. Năm 2024, giá trị đầu tư của PVN đạt 38,6 nghìn tỷ đồng (+21% svck), trong đó trên 50% là đầu tư vào lĩnh vực thượng nguồn. Chúng tôi cho rằng việc PVN đẩy mạnh đầu tư trong vài năm trở lại đây là phù hợp trong bối cảnh sản lượng dầu khí từ các mỏ cũ đã suy giảm nhiều, đồng thời Luật dầu khí sửa đổi có hiệu lực từ tháng 7/2023 cũng tạo hành lang pháp lý tốt hơn cho hoạt động ngành dầu khí. Bên cạnh đó, mới đây, Chính phủ ban hành Nghị quyết số 66.6/2025/NQ-CP ngày 28/10/2025 quy định về xử lý khó khăn, vướng mắc trong giao quyền phê duyệt một số nội dung trong hoạt động dầu khí. Theo đó, Nghị quyết trao thêm quyền cho PVN trong phê duyệt các hoạt động dầu khí. Điều này giúp tăng tính chủ động, giảm bớt thủ tục hành chính và đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án khai thác dầu khí.

Vốn đầu tư cho thượng nguồn dầu khí toàn cầu (tỷ USD)



■ Vốn đầu tư cho thượng nguồn dầu khí toàn cầu (tỷ USD)

Quy mô & tốc độ tăng trưởng đầu tư của PVN (tỷ đồng)



■ Giá trị đầu tư Tốc độ tăng trưởng đầu tư

Nguồn: IEA, PVN, ABS Research

➤ TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN LỚN CỦA NGÀNH DẦU KHÍ

Dự án	Chủ đầu tư	Tổng VĐT dự kiến (triệu USD)	Sản lượng dự kiến	Thời gian khai thác dự kiến	Tiến độ Dự án
Sư Tử trắng GD 2B	PVEP (50%), Perenco Cửu Long (23,25%), KNOC (14,25%), SK (9%), khác (3,5%)	1,300	17,05 tỷ m3 khí và 74 triệu thùng dầu và condensate	Q3/2026	Ngày 22/4/2025, lễ ký Thỏa thuận khung (HOA) cho dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B được tổ chức, đánh dấu bước khởi động chính thức cho giai đoạn này.
					Ngày 10/7/2025, PTSC M&C được trao thầu làm tổng thầu EPCI cho dự án giai đoạn 2B (giàn trung tâm, chân đế, mua sắm – chế tạo – vận chuyển – lắp đặt) với giá trị hợp đồng ước tính hơn 10.000 tỷ đồng.
					Ngày 22/10/2025, PVEP và TCB đã ký HĐ tín dụng trị giá 331 triệu USD để phát triển Dự án này.
					Dòng khí đầu tiên dự kiến được đưa vào Q3/2026. Giai đoạn này nhằm gia tăng tuổi thọ khai thác cho Lô 15-1 thêm hơn 20 năm, nâng trữ lượng thêm ~20 tỷ m³ khí.
Lô B - Ô Môn	PVN (42,38%), MOECO (25,62%), PVEP (23,5%), PTTEP (8.5%)	12,000	Trữ lượng thu hồi dự kiến là 3.785 tỷ bộ khối (107 tỷ m3) khí và 12,65 triệu thùng condensate	Q3/2027	T7/2023, PVN đã tiếp nhận Dự án NMĐ Ô Môn 3 và 4 từ EVN.
					Năm 2024, PVN và các đối tác đã ký kết các văn bản quan trọng như Thỏa thuận khung Lô B, Biên bản thống nhất nội dung hợp đồng bán khí Ô Môn 1, trao thầu hạn chế các gói thầu EPCI#1, EPCI#2, EPCI#3.
					Đến T12/2024, tiến độ tổng thể gói EPCI#1 đạt 12,82%, gói EPCI#2 đạt 24,39%.
					Ngày 6/6/2025, Ký kết hợp đồng EPC cho Nhà máy Nhiệt điện Ô Môn 4
					Ngày 30/6/2025, Ký kết hợp đồng các gói thầu PC1 và PC2 của dự án đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn, chính thức hoàn tất lựa chọn toàn bộ các nhà thầu chính, bước vào giai đoạn mua sắm và thi công đồng bộ cả 3 gói thầu then chốt thuộc tuyến ống này.
					Ngày 2/7/2025, Khởi công hạng mục tuyến ống (trên bờ) thuộc dự án đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn, chính thức bước sang giai đoạn triển khai đồng loạt cả 3 hợp phần then chốt của dự án (tuyến ống bờ, tuyến ống biển vùng nước nông và vùng nước sâu)
					Ngày 29/7/2025, Liên doanh PTSC South East Asia Pte. Ltd (PTSC SEA) đã chính thức ký kết nhận chuyển giao HĐ FSO phục vụ dự án được ký kết bởi PQPOC và PTSC.
					Ngày 7/10/2025, PVN và VCB ký kết hợp đồng tín dụng trị giá hơn 1 tỷ USD cho Chuỗi dự án phát triển khai thác khí Lô B&48/95, Lô 52/97 và dự án đường ống dẫn khí Lô B - Công tác xử lý tài liệu địa chấn 3D dự kiến sẽ hoàn thành PSTM vào tháng 4/2025 và PSDM vào tháng 11/2025.
					PQPOC đẩy mạnh đấu thầu phục vụ khoan và hoàn thiện giếng, chuẩn bị chiến dịch khoan vào quý 1/2026.
					Dự án chưa hoàn tất quyết định đầu tư cuối cùng (FID) ở một số phần của chuỗi, do vẫn còn vướng thủ tục pháp lý và cơ chế chính sách.
					Dòng khí đầu tiên từ Lô B về bờ dự kiến quý 3/2027.

➤ TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN LỚN CỦA NGÀNH DẦU KHÍ (TIẾP)

Dự án	Chủ đầu tư	Tổng VĐT dự kiến (triệu USD)	Sản lượng dự kiến	Thời gian khai thác dự kiến	Tiến độ Dự án
Lạc Đà Vàng (GĐ1A)	Công ty Dầu khí Murphy Cửu Long Bắc (MCB) - công ty con của Murphy Oil Corporation (Murphy) (40%CP, đồng thời là nhà điều hành dự án), PVEP (35%), SK Earthon (25%).	693	Tổng trữ lượng đã được kiểm chứng khoảng 61 triệu thùng dầu thô, có thể khai thác 200.000-250.000 thùng/ngày (tương đương 10-12% SL dầu của VN trong năm 2023). Giá dầu hòa vốn của mỏ LDV là 65 USD/thùng.	Cuối 2026	T4/2024, PTSC M&C (Công ty thành viên của PVS) và MCB đã ký Hợp đồng Tổng thầu EPCIC bao gồm các hạng mục công việc thiết kế chi tiết, mua sắm, thi công, vận chuyển, lắp đặt, đấu nối và chạy thử cho giàn xử lý trung tâm LDV-A với khối lượng tăng nặng hơn 6.000 tấn cùng với phần chân đế, cọc có khối lượng hơn 5.000 tấn. Giai đoạn phát triển đầu tiên của dự án Lạc Đà Vàng (giai đoạn 1A) bao gồm một giàn xử lý trung tâm (LDV-A), có khả năng xử lý dầu thô đáp ứng các tiêu chuẩn xuất khẩu, sau đó chuyển đến tàu chứa dầu (FSO) để lưu trữ thông qua hệ thống đường ống nội mỏ. Đáng chú ý, Giàn xử lý trung tâm LDV-A là dự án phát triển đầu tiên của mỏ Lạc Đà Vàng, cũng như của MCB tại thị trường Việt Nam sau một thời gian dài chuẩn bị. Mỏ Lạc Đà Vàng được phê duyệt FDP vào 7/6/2023. HĐ gia công, chế tạo chân đế cho giàn Lạc Đà Vàng đã ký ngày 23/10/2024 và tới thời điểm hết Quý 1/2025 tiến độ đạt khoảng 57,5%. Dòng dầu đầu tiên đưa vào khai thác dự kiến cuối năm 2026.
Cá Voi Xanh	ExxonMobil (63,75%)	10,000	150 tỷ m3 khí	Sau 2028	1) Về lập Thiết kế tổng thể (FEED) và Kế hoạch phát triển mỏ (FDP), nhà thầu ExxonMobil đã hoàn thành FDP (kế hoạch phát triển mỏ) phiên bản D và gửi các bên tham gia PSC thẩm định. Trong thời gian qua, PVN liên tục yêu cầu ExxonMobil cập nhật FDP (phiên bản D) trên cơ sở Luật Dầu khí (năm 2022) để các bên xem xét thông qua trước khi trình cấp thẩm quyền theo quy định. Tuy nhiên, đến nay ExxonMobil vẫn chưa có tín hiệu tích cực về công tác này. 2) Về đàm phán các thỏa thuận thương mại của dự án, PVN, PVEP và ExxonMobil đã ký Thỏa thuận khung hợp đồng bán khí (HOA GSA) mới vào ngày 17/5/2023. 3) Tiến độ tổng thể đang bị chậm hơn kế hoạch khoảng 5 năm do một số vướng mắc, Chính phủ và các bộ ban ngành đang đôn đốc mạnh mẽ, dự kiến cho dòng khí đầu tiên từ năm 2028.
Nam Du _ U Minh	Jadestone	N/A	202 tỷ bộ khối (6 tỷ m3) khí và 7 triệu thùng condensate	N/A	Ngày 25/01/2024, PVN, PV GAS & Jadestone Energy (JSE) đã ký kết Thỏa thuận khung mua bán khí mỏ Nam Du – U Minh (HOA). Trên cơ sở đó, các bên liên quan sẽ đẩy nhanh tiến độ đàm phán và hướng tới việc ký kết Thỏa thuận mua bán khí mỏ này. Tháng 3 / 2025, Jadestone nộp bản kế hoạch phát triển mỏ (Field Development Plan – FDP) cho PVN. Dự án chưa thực hiện quyết định đầu tư cuối cùng (FID), nhiều hợp đồng lớn (EPCI, FPSO) vẫn đang trong giai đoạn đấu thầu hoặc chuẩn bị. Dòng khí đầu tiên vẫn chưa có lịch xác định.

CHÚNG TÔI CHO RẰNG TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN NĂM 2026 CỦA CÁC DN NGÀNH DẦU KHÍ SẼ CÓ SỰ PHÂN HÓA:

- **Lĩnh vực thượng nguồn – Triển vọng lợi nhuận các DN thượng nguồn tích cực do khối lượng công việc thực hiện nhiều khi các dự án lớn của ngành được thúc đẩy triển khai.** Với sự cấp thiết như đề cập phía trên, chúng tôi cho rằng tiến độ các dự án lớn của ngành dầu khí sẽ được thúc đẩy triển khai. Các dự án trọng điểm thời gian tới sẽ phải cho dòng khí đầu tiên vào năm 2026-2027 phải kể tới Dự án Sư tử trắng giai đoạn 2B, Dự án Lô B – Ô Môn, Dự án Lạc Đà Vàng giai đoạn 1A. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2026 của các DN trong khâu thượng nguồn như PVD, PVS, PVB, PVC sẽ tiếp tục tăng trưởng khả quan nhờ khối lượng công việc lớn. Trong đó, chúng tôi ưa thích cổ phiếu PVD và PVS, đây là 2 DN đầu ngành trong lĩnh vực thượng nguồn. Hiện, các giàn khoan của PVD đều có việc làm ổn định trong năm 2026, một số giàn còn có hợp đồng chắc chắn tới năm 2028 trong bối cảnh thị trường giàn khoan Việt Nam dự báo sẽ rất sôi động. Trong khi đó, PVS có khối lượng backlog lớn dự kiến lên tới 2,5 tỷ USD.
- **Lĩnh vực trung nguồn – cần theo dõi thêm.** Hiện nay, nguồn khí nội địa vẫn đang trên đà suy giảm do các mỏ khí đã được khai thác nhiều năm, trong khi các dự án lớn như Lô B – Ô Môn cũng phải năm 2027 mới cho dòng khí đầu tiên. Xu hướng nhập khẩu khí LNG đang trở thành xu hướng tất yếu và là động lực tăng trưởng dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, mảng khí LNG vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn, thách thức như khó khăn về vốn đầu tư, về xây dựng hạ tầng kho chứa, giá điện khí LNG cũng không cạnh tranh như các loại hình nguồn điện khác.
- **Lĩnh vực hạ nguồn – triển vọng lợi nhuận suy yếu do ảnh hưởng bởi giá dầu.** Các DN trong lĩnh vực hạ nguồn như PLX, OIL, BSR... là những DN trực tiếp bị ảnh hưởng bởi sự biến động của giá dầu. Trong bối cảnh, giá dầu năm 2026 dự báo vẫn tiếp tục suy yếu khi cung vượt cầu thì triển vọng lợi nhuận của nhóm này được đánh giá sẽ chịu tác động kém tích cực. Các DN phân phối xăng dầu như PLX, OIL sẽ vẫn tiếp tục chờ đợi Nghị định xăng dầu mới. Tuy nhiên, trong nhóm này chúng tôi chú ý tới cổ phiếu BSR. Là một trong các cổ phiếu có vốn hóa lớn trên sàn Hose, BSR dự kiến sẽ thu hút sự chú ý của các Nhà đầu tư nước ngoài trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi. Mới đây, BSR đã ký kết Biên bản ghi nhớ hợp tác với Công ty Somvanchaleun Petroleum Jelly – một doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu của Lào. Đây là cơ sở để BSR mở rộng thị trường kinh doanh khi nhu cầu xăng dầu của Lào hằng năm vào khoảng 1,8 – 2 triệu tấn & Lào đang phải nhập khẩu 100%, trong đó chỉ có 10% từ Việt Nam, mục tiêu sẽ nâng tỷ trọng nguồn cung xăng dầu từ Việt Nam lên ít nhất 30%. Chúng tôi cũng kỳ vọng Dự án NCMR NMLD Dung Quất khi hoàn thành vào năm 2028 sẽ là điểm sáng, giúp BSR tăng thêm 15% công suất, từ đó cải thiện lợi nhuận. Bên cạnh đó, nguồn cung nguyên liệu đầu vào của BSR dự kiến ổn định hơn khi kể từ ngày 01/07/2025 đến năm 2035, SOCAR Trading sẽ cung cấp cho BSR tới 2 triệu thùng dầu/ tháng, lượng dầu này dự kiến đáp ứng 50% nhu cầu nguyên liệu đầu vào của nhà máy (tương đương hơn 7 triệu tấn mỗi năm).

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu PVD, PVS, BSR dựa trên tiêu chí:

- PVD, PVS là các DN đầu ngành trong lĩnh vực thượng nguồn, khối lượng công việc thời gian tới của 2 DN này đều rất lớn. Trong khi đó, BSR đang có những chuyển biến tích cực trong cả việc tìm kiếm nguồn cung đầu vào và mở rộng thị trường đầu ra, điểm sáng từ Dự án NCMR NMLD Dung Quất.
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền rất dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp FCFE và P/B.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	PVD			PVS			BSR		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	9,288	9,507	10,410	23,770	32,726	37,190	123,027	137,482	142,294
%YoY	60.00%	2.35%	9.50%	22.70%	37.68%	13.64%	-16.50%	11.75%	3.50%
Biên LNG (%)	18.90%	21.40%	22.47%	4.50%	4.94%	5.57%	0.40%	2.32%	2.30%
LNST cổ đông Công ty mẹ	698	894	1,031	1,070	1,345	1,502	631	2,618	2,846
% YoY	19.32%	28.05%	15.30%	4.29%	25.69%	11.67%	-92.71%	314.89%	8.71%
EPS (đ/cp)	1,256	1,608	1,854	1,923	2,629	2,936	203	523	568
BVPS (đ/cp)	28,406	29,536	30,485	28,388	29,068	31,257	17,902	11,608	30,069
Nợ/VCSH	0.19	0.24	0.21	0.11	0.08	0.06	0.29	0.25	0.23
ROA (%)	2.20%	3.32%	3.83%	4.10%	4.27%	4.18%	0.60%	3.12%	3.28%
ROE (%)	3.30%	5.21%	6.01%	8.90%	9.88%	9.62%	0.90%	4.50%	4.67%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

TỔNG CTCP KHOAN & DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (PVD-HOSE) – TRUNG LẬP

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 26.700 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 28.600 VNĐ (UPSIDE: +7,1%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9 tháng tăng trưởng tích cực** với DTT đạt 6.551 tỷ đồng (+1,1% svck) nhưng LNST cổ đông công ty mẹ đạt 674 tỷ đồng (+40,9% svck). Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào trên 2.030 tỷ đồng, chiếm 7,5% cơ cấu TTS và đòn bẩy tài chính thấp với D/E dao động quanh 0,24 lần.
- **Nhu cầu giàn khoan Khu vực Đông Nam Á vẫn cân bằng, còn ở Việt Nam dự báo sẽ sôi động.** Về nhu cầu giàn khoan tự nâng, riêng thị trường Đông Nam Á, Riglogix dự báo trong 4 năm tới cần khoảng 45 - 50 giàn khoan mỗi năm. Tuy nhiên, nguồn cung giàn khoan tự nâng chỉ đáp ứng được khoảng 70% - 80%. Tại Việt Nam, nhu cầu khoan cũng đang tăng cao để phục vụ các chương trình khoan như: Kinh Ngư Trắng, Kinh Ngư Trắng Nam, Kèn Bầu, Sư Tử Trắng, Lô B - Ô Môn, Đài Hùng Nam, Lạc Đà Vàng... trong khi nguồn cung giàn khoan trong nước khan hiếm. Thị trường giàn khoan Việt Nam từ nay tới năm 2030 dự báo sôi động.
- **Các giàn khoan của PVD đều có việc làm ổn định.** PVD hiện đang sở hữu 6 giàn khoan tự nâng (jack-up), một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD), trong đó có 2 giàn mới đầu tư là giàn PV Drilling VIII & IX. Hiện tất cả các giàn khoan biển đều kín lịch khoan ở thị trường VN & quốc tế đến hết năm 2026, thậm chí một số giàn có hợp đồng chắc chắn đến năm 2028. Các hợp đồng này chưa bao gồm các tùy chọn gia hạn có thể kéo dài thêm từ hai đến ba năm. Bên cạnh đó, việc đầu tư thêm 2 giàn tự nâng là giàn VIII & IX là bước đi phù hợp nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường và góp phần tăng doanh thu, lợi nhuận cho PVD trong thời gian tới.
- **Các dự án lớn của ngành được thúc đẩy tiến độ triển khai,** đặc biệt là Dự án Lô B – Ô Môn sẽ đem lại khối lượng công việc đáng kể cho PVD thời gian tới. Theo dự kiến, giai đoạn 1 Dự án Lô B – Ô Môn yêu cầu khoan 5 giếng bơm ép và khoảng 80 giếng khai thác.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá dầu bất ổn định và theo xu hướng giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí. Các dự án lớn chậm tiến độ.
- Bên cạnh đó, PVD sẽ chịu ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá và rủi ro trích lập dự phòng tỷ giá do có khoản vay bằng USD.

TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS-HNX) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 32.200 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 42.900 VNĐ (UPSIDE: +33,2%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2025 tăng trưởng tích cực** với DTT đạt 23.003 tỷ đồng (+63,1% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 1.014 tỷ đồng (+60,7% svck) nhờ đa phần các mảng kinh doanh tăng trưởng tốt và doanh thu tài chính tăng mạnh do lãi tỷ giá. Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào 16.969 tỷ đồng, chiếm 43,3% cơ cấu TTS và đòn bẩy tài chính thấp D/E khoảng 0,11 lần.
- **Năm 2025 và thời gian tới, chúng tôi đánh giá mảng M&C của PVS tiếp tục có sự tăng trưởng mạnh mẽ với khối lượng backlog lớn** nhờ nhiều dự án lớn của ngành dầu khí được thúc đẩy triển khai như Lô B – Ô Môn, Sư Tử Trắng GĐ 2B, Lạc Đà Vàng, Nam Du – U Minh, Cá Voi Xanh..., đặc biệt là dự án Lô B – Ô Môn & các dự án điện gió ngoài khơi. Hiện, giá trị backlog dự kiến lên trên 2,5 tỷ USD.
- **Triển vọng lợi nhuận mảng FSO/FPSO ổn định** do ngoài 6 FSO/FPSO đang hoạt động thì thời gian tới PVS còn 2 dự án FSO nữa sắp triển khai là FSO Lô B & FSO Lạc Đà Vàng.
- **Triển vọng mảng căn cứ cảng dự báo tích cực** do: 1) Sự phục hồi của ngành dầu khí khi nhiều dự án lớn của ngành như Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng GĐ 2B...được thúc đẩy triển khai, làm tăng nhu cầu sử dụng dịch vụ cảng, thúc đẩy mảng căn cứ cảng phát triển; 2) Sự phát triển mạnh mẽ của lĩnh vực điện gió ngoài khơi, đặc biệt là các hợp đồng EPC mà PVS tham gia, sẽ tạo ra nhu cầu lớn về cơ sở hạ tầng cảng phục vụ chế tạo và lắp ráp thiết bị; 3) PVS sẽ mở rộng bãi ở cảng Dung Quất, Nghi Sơn, Hòn La.
- **Mảng tàu kỹ thuật dầu khí (OSV) dự báo cũng có triển vọng tích cực** do: 1) Sự phục hồi của ngành dầu khí; 2) Sự phát triển mảng NLTT; 3) PVS đang tập trung đầu tư vào việc nâng cấp và mở rộng đội tàu, nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng từ các dự án lớn như Lô B – Ô Môn và các dự án điện gió ngoài khơi.
- **Động lực tăng trưởng mới và dài hạn từ điện gió ngoài khơi (ĐGNK).** Một số dự án ĐGNK lớn mà PVS đang tham gia và dự kiến đóng góp lớn vào doanh thu, lợi nhuận của PVS trong thời gian tới: 1) Hợp đồng chế tạo và cung cấp chân đế ĐGNK (Đài Loan) có giá trị 450 triệu USD, ký kết cuối năm 2024; 2) Dự án Baltica 2 (Ba Lan) trị giá 167 triệu USD, bắt đầu khởi công từ tháng 11/2024; 3) Dự án Xuất - Nhập khẩu NLTT Ngoài khơi Việt Nam – Singapore.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá dầu bất ổn định và theo xu hướng giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí.
- Các dự án lớn chậm tiến độ sẽ làm ảnh hưởng tới khối lượng backlog của PVS.

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR-HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 15.500 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 18.100 VNĐ (UPSIDE: +16,8%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2025 ấn tượng** với DTT đạt 103.957 tỷ đồng (+19,4% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 2,3% (+2 điểm phần trăm svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 2.152 tỷ đồng (+201% svck), chủ yếu do sản lượng tăng tốt & crack spread (chênh lệch giữa giá sản phẩm và giá dầu thô) cải thiện svck nhờ giá dầu trong xu thế ổn định hơn. Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp. Tại 30/9/2025, BSR có 42.122 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng, chiếm 50,2% cơ cấu TTS. Hệ số D/E duy trì ở mức thấp khoảng 0,24 lần.
- **Triển vọng lợi nhuận năm 2025-2026 dự báo phục hồi tốt** khi giá dầu ổn định, sản lượng tăng, crack spread cải thiện. NMLD Dung Quất vận hành với công suất 114-118% công suất thiết kế sau khi bảo dưỡng TA5 vào năm 2024. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng tốt hỗ trợ tình hình tiêu thụ. Ngoài ra, BSR mới đây đã ký kết Biên bản ghi nhớ hợp tác với Công ty Somvanchaleun Petroleum Jelly – một doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu của Lào. Đây là cơ sở để BSR mở rộng thị trường kinh doanh khi nhu cầu xăng dầu của Lào hằng năm vào khoảng 1,8 – 2 triệu tấn & Lào đang phải nhập khẩu 100%, trong đó chỉ có 10% từ Việt Nam, mục tiêu sẽ nâng tỷ trọng nguồn cung xăng dầu từ Việt Nam lên ít nhất 30%.
- Bên cạnh đó, **nguồn nguyên liệu đầu vào của BSR dự kiến ổn định hơn** khi kể từ ngày 01/07/2025 đến năm 2035, SOCAR Trading sẽ cung cấp cho BSR tới 2 triệu thùng dầu/ tháng. Lượng dầu này dự kiến đáp ứng 50% nhu cầu nguyên liệu đầu vào của nhà máy (tương đương hơn 7 triệu tấn mỗi năm).
- Theo lộ trình chuyển đổi sang xăng sinh học E10 từ 2026, **BSR hiện đã khởi động lại nhà máy nhiên liệu sinh học và dự kiến tháng 11/2025 có thể chạy thử lần đầu**. Công suất tối đa hiện nay của BSR-BF là 100.000 m3/năm. Điều này đem lại cho BSR một số lợi thế về thị trường (nhu cầu ổn định) & chiến lược (BSR có thể chủ động tham gia vào khâu phối trộn nhiên liệu sinh học, giúp tích hợp chuỗi sản xuất – phối trộn – phân phối, tăng biên lợi nhuận).
- **Động lực đến từ Dự án NCMR NMLD Dung Quất dự kiến hoàn thành năm 2028**. Sau khi hoàn thành, công suất chế biến của Nhà máy có thể tăng thêm 15% so với hiện tại, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động và tính cạnh tranh của BSR về dài hạn. Về dài hạn, triển vọng của BSR được nâng đỡ bởi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu vẫn duy trì ở mức cao. Dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép 5,5%/năm trong giai đoạn 2022-2030.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá dầu bất ổn định và giảm mạnh, sản lượng tiêu thụ giảm mạnh hơn dự báo của chúng tôi.



NGÀNH BÁN LẺ

Lạc quan

Triển vọng: Tích cực

Khuyến nghị: Tăng tỷ trọng



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



➤ QUY MÔ THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ DỰ KIẾN TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG

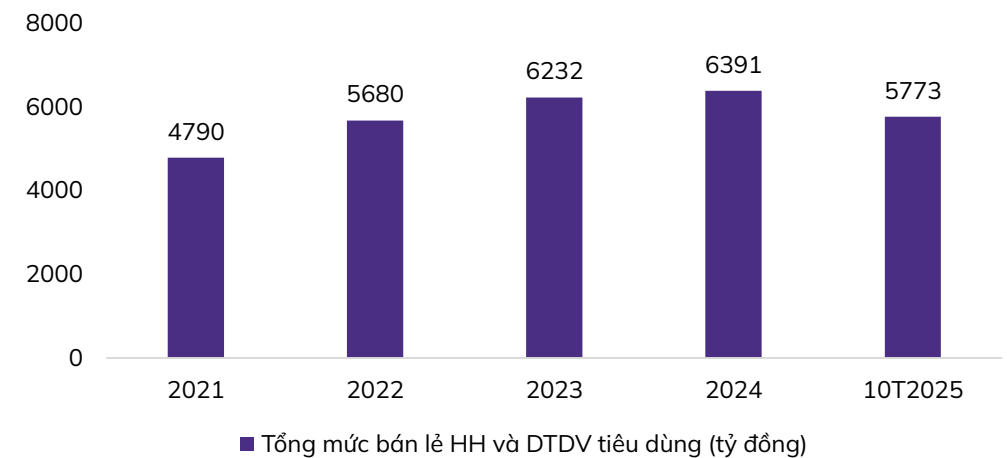
TRONG NĂM 2026, QUY MÔ NGÀNH BÁN LẺ ĐƯỢC DỰ BÁO TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC NHỜ CHÍNH SÁCH THEO ĐUỔI MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ, TĂNG TRƯỞNG THU NHẬP.

Quy mô thị trường bán lẻ dự kiến tăng mạnh. Theo báo cáo Vietnam Supermarket and Hypermarket Industry (Insight Asia, 9/2025), thị trường bán lẻ đang trên đà phục hồi rõ rệt sau giai đoạn chững lại 2023–2024. Tổng quy mô thị trường 9T2025 đạt 309,7 tỷ USD, trong đó kênh bán lẻ hiện đại chiếm 27% tổng doanh thu, tăng mạnh so với 15% năm 2005. Dự kiến quy mô thị trường sẽ đạt 547 tỷ USD năm 2030 với CAGR đạt 12,05%.

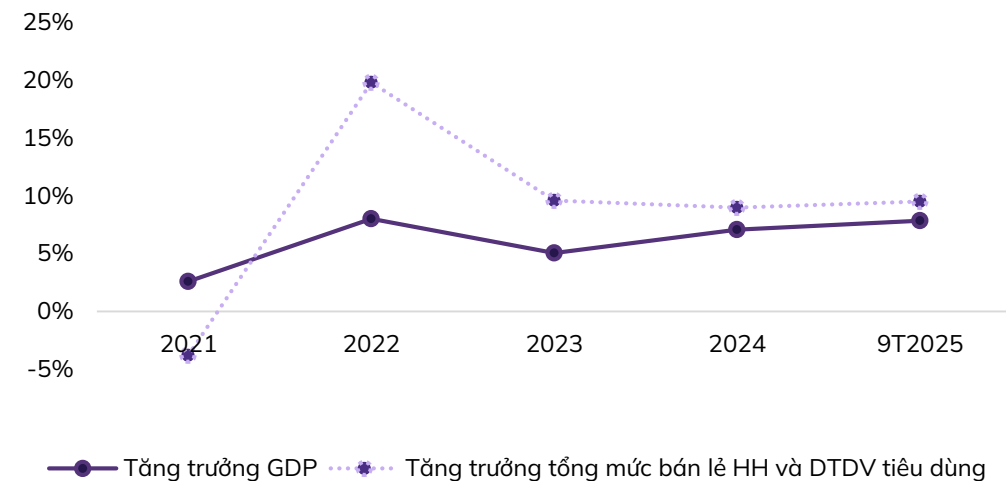
➤ Mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2026 ở mức 2 con số:

- Theo Nghị quyết về kế hoạch phát triển kinh tế – xã hội, mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2026 ở mức từ 10% trở lên. Điều này thể hiện quyết tâm lớn của Chính phủ. Nếu đạt được, mức tăng này sẽ đưa Việt Nam trở thành một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất khu vực, qua đó tạo ra môi trường thuận lợi để tiêu dùng nội địa bứt phá.
- Thu nhập bình quân đầu người cũng được đặt mục tiêu tăng lên 5.400 – 5.500 USD, tạo ra tầng lớp trung lưu đông đảo hơn, giúp chi tiêu cho các nhóm hàng không thiết yếu và thiết yếu đều tăng trưởng. Theo Vietnam Briefing (2025), tầng lớp trung lưu ở Việt Nam được dự báo chiếm 26% dân số vào năm 2026, tăng từ khoảng 13% vào năm 2023. Theo Khảo sát Mức sống Hộ gia đình năm 2024 của Tổng cục Thống kê (GSO), thu nhập của người dân Việt Nam đang đạt mức tăng trưởng tốt. Thu nhập bình quân đầu người theo tháng đạt 5,4 triệu đồng (204,41 USD), tăng 9,1% so với năm 2023, vượt mức tăng 6,2% của giai đoạn 2022–2023.

Tổng mức bán lẻ HH & DTDV tiêu dùng



Tăng trưởng GDP và tổng mức bán lẻ (%)



Nguồn: GSO, ABS Research

QUYẾT ĐỊNH SỐ 2326/QĐ-TTG CỦA THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ PHÊ DUYỆT CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2030, TẦM NHÌN ĐẾN NĂM 2050 VỚI MỤC TIÊU ĐẨY MẠNH TĂNG TRƯỞNG THỊ TRƯỜNG VÀ THÚC ĐẨY THƯƠNG MẠI ĐIỆN TỬ SẼ LÀ KIM CHỈ NAM CHO PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ TRONG THỜI GIAN TỚI.

- **Mục tiêu tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng bình quân 11%-11,5%.** Đây là mục tiêu tham vọng với tăng trưởng cao hơn hẳn giai đoạn 2020-2025 (ngoại trừ năm 2022 tăng trưởng từ mức nền thấp của năm 2021). Tốc độ tăng trưởng cao là yếu tố then chốt cho việc mở rộng toàn bộ chuỗi giá trị bán lẻ. Các doanh nghiệp bán lẻ hiện đại sẽ có dư địa lớn để mở thêm điểm bán, tối ưu mô hình đa kênh và đầu tư mạnh vào công nghệ nhằm tăng hiệu quả vận hành. Nhu cầu tiêu dùng tăng cũng tạo điều kiện cho các nhà sản xuất mở rộng danh mục sản phẩm, tập trung vào các phân khúc có biên lợi nhuận tốt hơn như hàng tiêu dùng cao cấp, thực phẩm chế biến, chăm sóc sức khỏe và mỹ phẩm. Năm 2025, thị trường bán lẻ Việt Nam tiếp tục ghi dấu những diễn biến khả quan. Trong 10 tháng đầu năm, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 5.772,9 nghìn tỷ đồng, tăng 9,3% so với cùng kỳ – mức tăng trưởng vượt trội so với năm 2024. Kết quả này tạo nền tảng vững chắc để ngành bán lẻ bước vào giai đoạn cao điểm cuối năm và là động lực cho tăng trưởng ngành trong năm tiếp theo.
- **Đẩy mạnh chuyển đổi số và thương mại điện tử.** Mục tiêu đến năm 2030, doanh số thương mại điện tử tăng bình quân 15%-20%/năm, chiếm 15 - 20% tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng cả nước vào năm 2030 mở ra cơ hội cho các nhà bán lẻ áp dụng số hóa, tiếp tục thúc đẩy phân phối sản phẩm qua kênh Omni-Channel và các kênh online. Chuyển đổi số được dự báo tiếp tục là yếu tố tạo lực đẩy mạnh mẽ cho tăng trưởng bán lẻ trong năm 2026, khi doanh nghiệp bán lẻ ngày càng ứng dụng công nghệ sâu vào vận hành – từ quản lý kho vận, tối ưu chuỗi cung ứng đến cá nhân hóa trải nghiệm mua sắm. Hành vi tiêu dùng cũng đã dịch chuyển mạnh sang môi trường số, với tỷ lệ mua sắm online trong tổng tiêu dùng bán lẻ ngày càng tăng. Sự kết hợp giữa trực tuyến và ngoại tuyến (OMO/Omni-channel) giúp doanh nghiệp mở rộng độ phủ khách hàng, từ đó nâng cao hiệu quả kinh doanh và tạo thêm động lực mở rộng thị trường. Ngoài ra, khi thu nhập cải thiện, người dân có xu hướng chuyển từ kênh mua sắm truyền thống sang các kênh bán lẻ hiện đại để ưu tiên chất lượng, trải nghiệm và tính an toàn. Điều này không chỉ thúc đẩy doanh thu của các siêu thị, trung tâm thương mại và cửa hàng tiện lợi mà còn mở ra cơ hội cho các chuỗi bán lẻ mở rộng thị phần.
- **Đổi mới loại hình kinh doanh bán lẻ:** Đa dạng hóa các loại hình kinh doanh bán lẻ, chuyển dịch hệ thống phân phối bán lẻ sang các loại hình phân phối hiện đại như siêu thị, trung tâm thương mại, cửa hàng tiện lợi, cửa hàng chuyên doanh.

Trong năm 2025, Chính phủ đã đưa ra một loạt các chính sách có tác dụng kích cầu tiêu dùng:

- **Tiếp tục gia hạn giảm thuế VAT và mở rộng thêm ngành hàng được áp dụng.** Nghị định 174/2025/NĐ-CP ngày 30/6/2025 gia hạn giảm thuế GTGT từ 10% xuống 8% cho đa số hàng hóa, dịch vụ, bao gồm thêm sản phẩm công nghệ & điện máy, trong giai đoạn 01/7/2025–31/12/2026 được kỳ vọng mang lại tác động tích cực rõ rệt cho ngành bán lẻ khi góp phần tiếp tục hạ giá bán sau thuế, qua đó kích thích tiêu dùng và cải thiện sức mua. Các chuỗi bán lẻ hiện đại, thương mại điện tử và nhóm hàng có độ nhạy giá cao như đồ gia dụng, điện tử, thời trang, F&B được hưởng lợi nhiều nhất nhờ khả năng chuyển mức giảm thuế vào giá bán và tận dụng truyền thông khuyến mãi để thu hút khách.
- **Mặt hàng điều hòa có công suất từ 24.000 BTU trở xuống được bỏ áp thuế tiêu thụ đặc biệt đồng thời được giảm thuế VAT 2%.** Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt số 66/2025/QH15 có hiệu lực từ 1/1/2026 bỏ quy định áp thuế tiêu thụ đặc biệt đối với điều hòa có công suất từ 24.000 BTU trở xuống, giúp giảm chi phí sản xuất, nhập khẩu, đồng thời giúp hạ giá thành và tăng năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp trong nước. Thêm vào đó sản phẩm điều hòa sẽ được giảm 2% VAT trong giai đoạn 01/01/2026–31/12/2026 theo nghị định 174/2025/NĐ-CP dự kiến sẽ khiến doanh thu mảng này tăng trưởng tốt trong năm 2026.
- **Luật Thuế thu nhập cá nhân (TNCN) sửa đổi nếu được thông qua sẽ giảm gánh nặng thuế cho người lao động:**
 - **Giảm nghĩa vụ thuế cho hầu hết người nộp thuế:** Rút gọn biểu thuế lũy tiến từ 7 bậc xuống 5 bậc, mở rộng khoảng cách các bậc và điều chỉnh thuế suất theo hướng giảm nghĩa vụ thuế cho hầu hết người nộp thuế so với Biểu thuế hiện hành.
 - **Bổ sung giảm trừ chi phí y tế, giáo dục:** bên cạnh các khoản giảm trừ gia cảnh hiện hành, luật thuế TNCN sửa đổi bổ sung thêm các khoản giảm trừ trước khi tính thuế đối với khoản chi phí cho y tế, giáo dục. Chính sách này khuyến khích cá nhân đầu tư vào học tập, nâng cao trình độ, về dài hạn sẽ giúp người lao động cải thiện trình độ và nâng cao thu nhập trong tương lai, đồng thời giảm gánh nặng tài chính hiện tại cho người lao động.
 - **Tăng ngưỡng giảm trừ gia cảnh:** dự thảo sửa đổi nguyên tắc để điều chỉnh mức giảm trừ gia cảnh theo Nghị quyết số 110/2025/UBTVQH15. Ngày 17/10/2025, UBTVQH đã ban hành Nghị quyết số 110/2025/UBTVQH15 có hiệu lực thi hành từ ngày 01 tháng 01 năm 2026 và áp dụng từ kỳ tính thuế năm 2026, điều chỉnh mức giảm trừ gia cảnh của thuế thu nhập cá nhân, theo đó, điều chỉnh mức giảm trừ cho bản thân người nộp thuế từ 11 triệu đồng/tháng lên 15,5 triệu đồng/tháng, điều chỉnh mức giảm trừ cho mỗi người phụ thuộc từ 4,4 triệu đồng/tháng lên 6,2 triệu đồng/tháng. Việc nâng ngưỡng giảm trừ giúp phần lớn người lao động được giảm số thuế phải nộp hoặc thậm chí không còn phải nộp thuế ở các mức thu nhập thấp và trung bình. Nhờ đó, thu nhập khả dụng của người dân tăng đáng kể, cải thiện sức mua và tạo dư địa cho chi tiêu tiêu dùng, qua đó hỗ trợ tăng trưởng thị trường bán lẻ và dịch vụ trong giai đoạn tới.

CHÍNH SÁCH CHUẨN HÓA HOẠT ĐỘNG CỦA HỆ KINH DOANH, TĂNG SỰ MINH BẠCH TRONG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ KÊ KHAI THUẾ:

Chúng tôi cho rằng các quy định này sẽ giúp minh bạch thị trường, tạo cơ hội cho các nhà bán lẻ lớn có lợi thế về quy mô mở rộng thị phần.

➤ Bỏ thuế khoán, chuyển sang thuế kê khai trên doanh thu.

- Nghị quyết 198/2025/QH15 quy định từ ngày 01/01/2026, tất cả hệ kinh doanh, cá nhân kinh doanh không áp dụng phương pháp khoán thuế, chuyển sang thuế kê khai.
- Quyết định 3389/QĐ-BTC ban ngày 06/10/2025 quy định các hệ kinh doanh có doanh thu từ 200 triệu đồng/tháng sẽ phải nộp thuế GTGT và TNCN tính trên doanh thu.

➤ Quy định về sử dụng hóa đơn điện tử:

- Nghị định 70/2025/NĐ-CP quy định kể từ ngày 01/06/2025, hệ kinh doanh có doanh thu hàng năm từ 01 tỷ đồng trở lên phải sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền.

CHÍNH SÁCH SIẾT CHẶT QUẢN LÝ THUẾ VÀ TĂNG CHI PHÍ TRÊN NỀN TẢNG TMĐT

Chúng tôi cho rằng các chính sách này sẽ giảm áp lực cạnh tranh cho các cửa hàng truyền thống vì chi phí bán hàng trực tuyến tương đối thấp

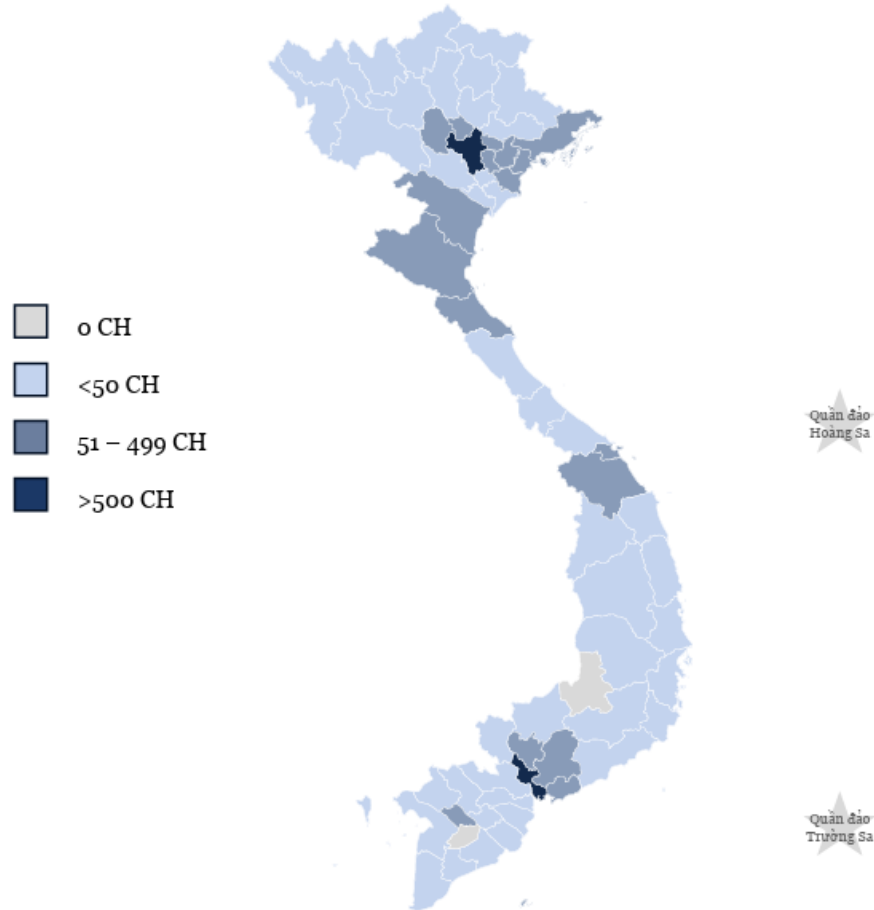
- **Tổ chức quản lý nền tảng TMĐT thực hiện khấu trừ, khai, nộp thuế GTGT, thuế TNCN thay cho hộ, cá nhân có hoạt động kinh doanh trên nền tảng TMĐT.** Nghị định 117/2025/NĐ-CP (hiệu lực từ ngày 01/07/2025) quy định tổ chức quản lý nền tảng TMĐT thực hiện khấu trừ số thuế GTGT, số thuế TNCN phải nộp đối với mỗi giao dịch cung cấp hàng hóa, dịch vụ phát sinh doanh thu trên nền tảng thương mại điện tử thuộc phạm vi quản lý ngay khi xác nhận giao dịch thành công và chấp nhận thanh toán đối với giao dịch bán hàng hóa, dịch vụ trên nền tảng thương mại điện tử cho hộ, cá nhân. Số thuế giá trị gia tăng, số thuế thu nhập cá nhân phải thực hiện khấu trừ được xác định theo tỉ lệ phần trăm (%) trên doanh thu của mỗi giao dịch bán hàng hóa, cung cấp dịch vụ; tỉ lệ % tính thuế GTGT, thuế TNCN thực hiện theo Luật Thuế TNCN, Luật Thuế GTGT (tại Nghị định có quy định cụ thể tỉ lệ % để thuận lợi trong việc thực hiện).
- **Bãi bỏ chính sách miễn thuế giá trị gia tăng (VAT) đối với hàng hóa nhập khẩu có giá trị dưới 1 triệu đồng/mỗi đơn khi vận chuyển qua dịch vụ chuyển phát nhanh.** Quyết định số 01/2025/QĐ-TTg (hiệu lực từ ngày 18/02/2025) quy định: từ ngày 01/8/2025, hàng hóa nhập khẩu dưới 1 triệu đồng gửi qua dịch vụ chuyển phát nhanh sẽ bị thu thuế giá trị gia tăng tự động theo hệ thống.
- **Tăng phí hoa hồng trên các nền tảng lớn như Shopee và TikTok.** Từ ngày 27/10/2025, TikTok Shop chính thức thu phí xử lý đơn hàng 3.000 đồng cho mỗi đơn giao thành công, bất kể giá trị hay số lượng sản phẩm. Khoản phí này đã bao gồm thuế, không được hoàn lại ngay cả khi người mua trả hàng hoặc hoàn tiền. Theo thông báo, phí mới dùng để nâng cấp kho vận, phát triển tính năng trí tuệ nhân tạo (AI) hỗ trợ người bán và cải thiện trải nghiệm người tiêu dùng.

➤ PHÂN KHÚC BÁN LẺ THỰC PHẨM - TĂNG TRƯỞNG MẠNH

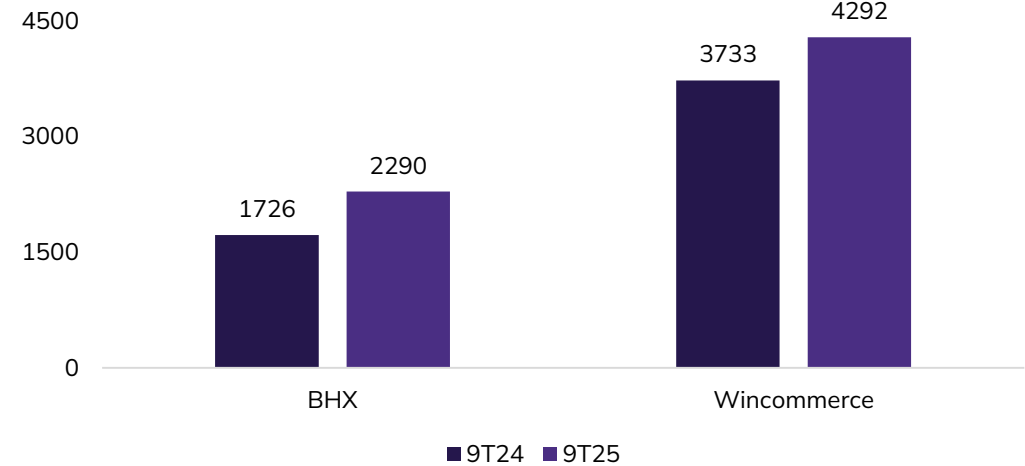
CHÚNG TÔI CHO RẰNG TRIỂN VỌNG CỦA CÁC CHUỖI BÁN LẺ THỰC PHẨM TRONG NĂM 2026 LÀ RẤT KHẢ QUAN KHI THƯƠNG MẠI HIỆN ĐẠI ĐANG LÀ XU THẾ, ĐỒNG THỜI DƯ ĐỊA PHÁT TRIỂN Ở CÁC VÙNG NÔNG THÔN VẪN CÒN RẤT LỚN.

- Xu hướng dịch chuyển từ chợ truyền thống sang các siêu thị bán lẻ hiện đại ngày càng rõ nét khi người tiêu dùng ưu tiên các sản phẩm đạt tiêu chuẩn vệ sinh, an toàn, truy xuất được nguồn gốc; đồng thời chú trọng hơn đến trải nghiệm mua sắm. Tuy nhiên tỷ trọng kênh hiện đại hiện nay vẫn còn thấp và vẫn còn nhiều dư địa phát triển. Theo Insight Asia, tỷ trọng kênh bán lẻ hiện đại hiện chiếm khoảng 27% và dự kiến sẽ tăng lên 35% vào năm 2030, mở ra cơ hội rất lớn cho các chuỗi bán lẻ tăng trưởng thị phần.
- Thương mại điện tử phát triển nhanh chóng phục vụ nhu cầu tiêu dùng thuận tiện. Mô hình Omni-channel không chỉ được áp dụng với các ngành hàng điện tử, điện máy mà còn được mở rộng sang bán lẻ thực phẩm. Việc kết hợp các phương thức mua sắm online và offline giúp các chuỗi tăng khả năng và tốc độ phục vụ, đáp ứng nhu cầu mua nhanh giao nhanh của khách hàng, nhờ đó thúc đẩy doanh thu toàn hệ thống.
- Mở rộng độ phủ bán lẻ thực phẩm ra ngoài các đô thị cấp 1: Các nhà bán lẻ ngày càng hướng sự chú ý ra ngoài Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh, xác định những quận/huyện còn thiếu dịch vụ, nơi mức lương đang tăng và các tuyến cao tốc mới giúp rút ngắn thời gian vận chuyển trong chuỗi cung ứng. WinCommerce cho biết ba phần tư số cửa hàng WinMart+ mới mở tại các xã nông thôn đã có lãi trong vòng 12 tháng, củng cố luận điểm rằng thương mại hiện đại có nhiều dư địa tăng trưởng ở khu vực nông thôn.
- Các chuỗi bán lẻ lớn liên tục mở thêm nhiều cửa hàng trong năm 2025 và đặt kế hoạch tham vọng cho năm 2026.
- Chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX): mở thêm 520 cửa hàng sau 9T2025, nâng tổng số cửa hàng lên 2.290 cửa hàng trên toàn quốc, vượt xa mục tiêu ban đầu mở 400 cửa hàng trong năm 2025. BHX đặt mục tiêu mở thêm 1.000 cửa hàng trong năm 2026 và bắt đầu tiến ra miền Bắc.
- Chuỗi WinCommerce (WCM): 9T2025, WCM đã mở mới tổng cộng 464 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng hiện có lên 4.292 cửa hàng. WCM dự kiến mở thêm 1.000-1.500 cửa hàng trong năm tới.

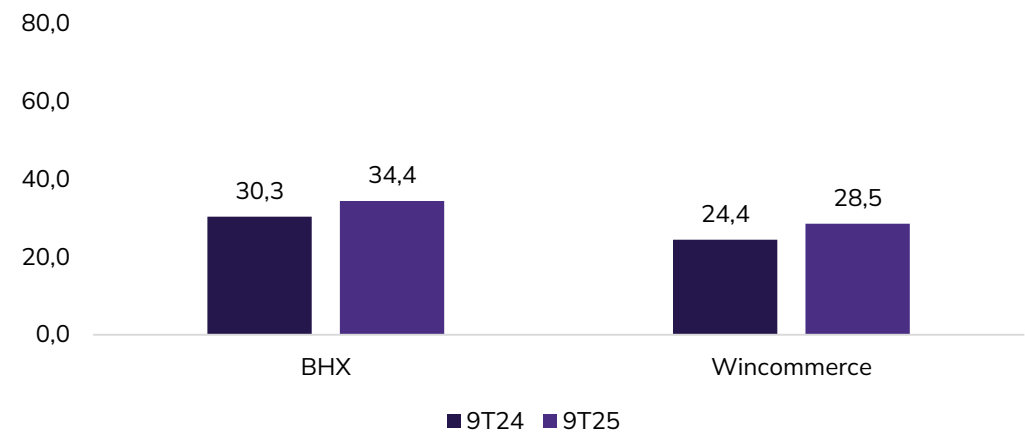
Bản đồ cửa hàng WCM¹



Số lượng cửa hàng hoạt động



Doanh thu 9T2024 và 9T2025 (nghìn tỷ)



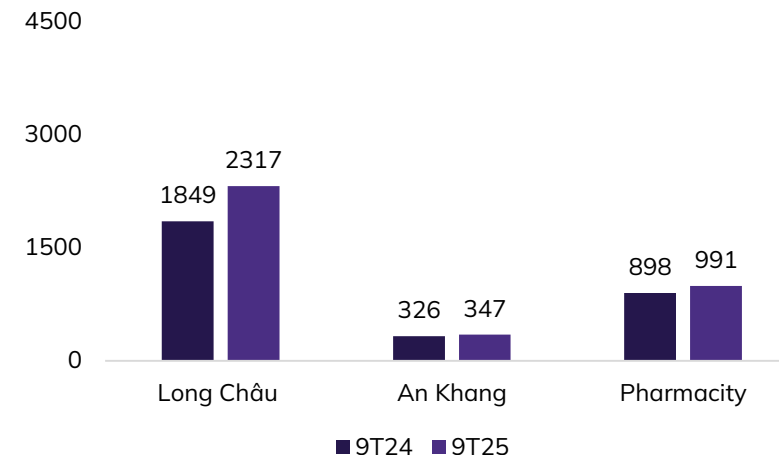
Nguồn: MWG, MSN, ABS Research

PHÂN KHÚC BÁN LẺ DƯỢC PHẨM – CHUỖI LỚN TIẾP TỤC HƯỞNG LỢI

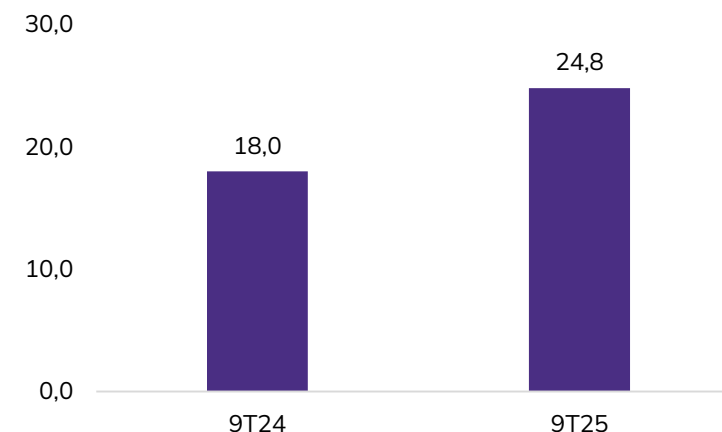
CHÚNG TÔI CHO RẰNG CÁC CHUỖI BÁN LẺ DƯỢC PHẨM SẼ TIẾP TỤC MỞ RỘNG VÀ CHIẾM THỊ PHẦN CỦA CÁC NHÀ THUỐC NHỎ LẺ DO NHU CẦU DƯỢC PHẨM GIA TĂNG NHƯNG HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC NHÀ THUỐC NHỎ LẺ BỊ ẢNH HƯỞNG BỞI CÁC QUY ĐỊNH VỀ MINH BẠCH HÓA ĐƠN, NÂNG CAO KIỂM SOÁT THUẾ

- Theo IMARC Group, thị trường bán lẻ dược phẩm Việt Nam được dự báo tăng trưởng trung bình 6,7% mỗi năm, chạm 16,8 tỷ USD vào năm 2033. Các động lực tăng trưởng bao gồm:
 - **Nhu cầu chăm sóc sức khỏe gia tăng khi dân số già hóa và bệnh mãn tính tăng.** Theo tổng cục thống kê, chỉ số già hóa của nước ta cuối năm 2024 là 60,2%, tăng 11,4 điểm % so với năm 2019 và 16,9 điểm % so với năm 2014. Số người già từ 60 tuổi trở lên ở mức 14,2 triệu người (gấp 1,25 lần so với năm 2019). Dự báo đến năm 2030, số người từ 60 tuổi trở lên sẽ xấp xỉ 18 triệu người, tăng gần 4 triệu người so với năm 2024, dự kiến nhu cầu về các sản phẩm thuốc điều trị bệnh mãn tính tăng mạnh và nhu cầu được tư vấn kỹ lưỡng cũng gia tăng.
 - **Độ phủ của các chuỗi vẫn tiếp tục gia tăng.** Tốc độ mở mới nhà thuốc của các chuỗi duy trì ở mức cao khi thị trường vẫn còn nhiều dư địa. Việc chuẩn hóa mô hình cửa hàng và quy trình vận hành, quản lý hàng tồn kho khiến các chuỗi có thể mở rộng quy mô mà vẫn đảm bảo vận hành hiệu quả. Trong 9T2025, chuỗi nhà thuốc Long Châu mở mới 374 nhà thuốc và 77 trung tâm tiêm chủng, nâng tổng số cơ sở lên 2.317 nhà thuốc và 203 trung tâm tiêm chủng; An Khang mở mới 21 nhà thuốc trong 9T2025 sau một thời gian thu hẹp hoạt động và đóng cửa các nhà thuốc; Pharmacy cũng mở mới khoảng 80 nhà thuốc trong 9T2025 sau giai đoạn đóng cửa và tái cấu trúc.
- **Các quy định mới về minh bạch hóa đơn và tăng cường kiểm soát thuế tạo ra áp lực đối với các nhà thuốc nhỏ lẻ.** Các nhà thuốc phải chuyển từ mô hình bán hàng truyền thống sang một hệ thống quản lý chặt chẽ, đầy đủ chứng từ và hóa đơn điện tử. Việc phải phát hành hóa đơn theo từng giao dịch, kê khai thuế thường xuyên và kết nối dữ liệu với cơ quan quản lý khiến nhiều nhà thuốc phát sinh thêm chi phí vận hành như đầu tư phần mềm, máy POS, kế toán hoặc dịch vụ tư vấn thuế. Các nhà thuốc vốn quen với việc bán hàng linh hoạt, không xuất hóa đơn cho từng món nhỏ lẻ gặp khó khăn do quy trình phức tạp hơn và biên lợi nhuận có thể bị thu hẹp khi không còn “khoảng trống” kê khai như trước.

Số lượng cửa hàng hoạt động



Doanh thu Long Châu (nghìn tỷ)



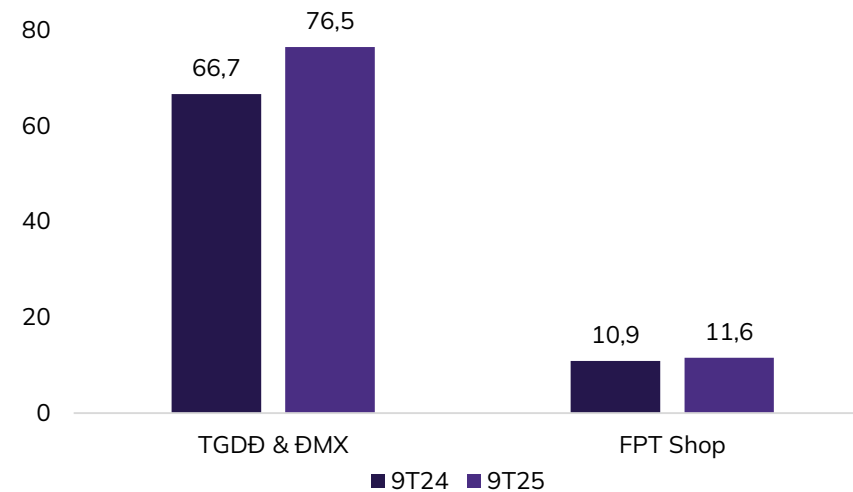
Nguồn: MWG, FRT, Pharmacy, ABS Research

PHÂN KHÚC BÁN LẺ HÀNG ĐIỆN TỬ – XU THẾ TÍCH HỢP AI

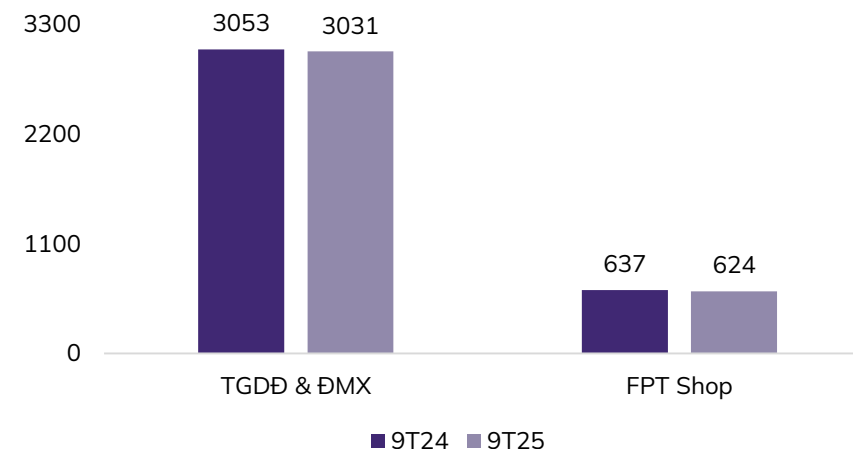
CHÚNG TÔI CHO RẰNG TĂNG TRƯỞNG PHÂN KHÚC BÁN LẺ HÀNG ĐIỆN TỬ SẼ PHỤ THUỘC VÀO XU THẾ SỬ DỤNG CÁC SẢN PHẨM TÍCH HỢP AI ĐỒNG THỜI HƯỞNG LỢI BỞI CHÍNH SÁCH GIẢM THUẾ VAT HỖ TRỢ TIÊU DÙNG.

- Nhu cầu thay thế máy tính và laptop dự kiến vẫn tăng trưởng nhờ nhu cầu máy tính tích hợp AI. Theo nghiên cứu của Context, xu hướng của người tiêu dùng hiện nay đang chuyển sang các sản phẩm tích hợp AI. Hiện 39-40% doanh thu máy tính và máy tính bảng ở Châu Âu thuộc về các sản phẩm tích hợp AI. Trong khi đó, theo dự báo của Gartner, số lượng AI PC năm 2025 sẽ đạt hơn 114 triệu chiếc, chiếm 43% tổng số máy tính cá nhân xuất xưởng toàn cầu. Trong đó, laptop AI chiếm phần lớn với hơn 102 triệu thiết bị, tương đương 51% tổng số laptop bán ra. Gartner cũng dự đoán rằng đến năm 2026, laptop AI sẽ trở thành lựa chọn duy nhất của các doanh nghiệp lớn, thay thế hoàn toàn dòng laptop không tích hợp AI. Các chuyên gia dự báo, Việt Nam cũng sẽ đi theo xu hướng này với độ trễ khoảng 1-2 năm.
- Tăng trưởng phân khúc bán lẻ hàng điện tử được hỗ trợ bởi chính sách thuế giúp hạ giá bán lẻ thực tế đến tay người tiêu dùng. Theo đó, các sản phẩm công nghệ & điện máy, trong giai đoạn 01/7/2025–31/12/2026 được giảm thuế GTGT từ 10% xuống 8% theo Nghị định 174/2025/NĐ-CP ngày 30/6/2025; và các sản phẩm điều hòa có công suất từ 24.000 BTU trở xuống được bỏ áp thuế tiêu thụ đặc biệt theo Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt số 66/2025/QH15 có hiệu lực từ 1/1/2026 đồng thời được giảm 2% VAT trong giai đoạn 01/01/2026–31/12/2026 theo nghị định 174/2025/NĐ-CP. Chính sách này được kỳ vọng sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm công nghệ và điện máy trong năm 2026.
- Mạng bán buôn hàng điện tử ngày càng cạnh tranh khi các nhà bán lẻ đã đủ lớn để trực tiếp ký hợp đồng phân phối với nhà sản xuất thay vì thông qua kênh bán buôn. Đầu năm 2025, Thế Giới Di Động đã ký kết hợp tác chiến lược với Xiaomi để mở rộng phân phối sang mảng điện máy và thiết bị IoT, không còn thông qua các nhà bán buôn như PET hay DGW.

Doanh thu 9T2024 và 9T2025 (nghìn tỷ)



Số lượng cửa hàng hoạt động



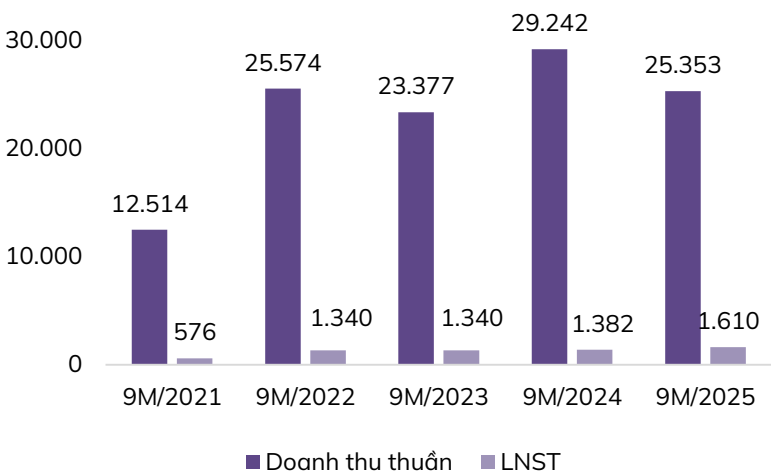
PHÂN KHÚC BÁN LẺ TRANG SỨC – CỞI TRÓI NGUYÊN VẬT LIỆU NHƯNG CHỊU SỨC ÉP GIÁ



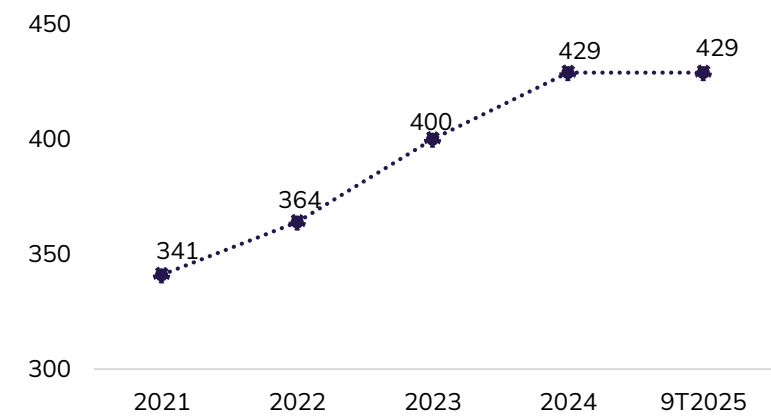
CHÚNG TÔI CHO RẰNG PHÂN KHÚC BÁN LẺ TRANG SỨC SẼ KHÓ TĂNG TRƯỞNG MẠNH TRONG NĂM 2026 DÙ ĐƯỢC CỞI TRÓI NGUYÊN VẬT LIỆU DO GIÁ VÀNG NEO CAO SẼ GÂY SỨC ÉP LÊN CHI PHÍ ĐẦU VÀO.

- Nghị định 232/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng đã được chính phủ ban hành và có hiệu lực từ 10/10/2025. Theo đó bãi bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng và xuất, nhập khẩu vàng nguyên liệu; đồng thời cho phép doanh nghiệp và ngân hàng thương mại đủ điều kiện được sản xuất vàng miếng và tham gia xuất nhập khẩu theo hạn mức Ngân hàng Nhà nước cấp hằng năm. Chúng tôi cho rằng quy định này sẽ giúp nguồn cung vàng bột khan hiếm khi các doanh nghiệp đủ tiềm lực tài chính có thể nhập khẩu vàng nguyên liệu để kinh doanh khi được cấp phép. Đặc biệt các doanh nghiệp kinh doanh vàng lớn như PNJ, Doji, SJC và các ngân hàng lớn sẽ có được sự chủ động trong hoạt động kinh doanh vàng và giành thị phần từ các đơn vị nhỏ lẻ nếu xin được giấy phép nhập khẩu từ Ngân hàng Nhà nước.
- Giá vàng tăng mạnh gây sức ép lên thị trường bán lẻ trang sức. Tính đến cuối tháng 11, giá vàng miếng trong nước đã tăng đến 80% do những bất ổn của môi trường địa – kinh tế và đồng USD suy yếu, khiến nhu cầu vàng miếng lên cao, nguyên liệu vàng càng trở nên khan hiếm và chi phí đầu vào của vàng trang sức trở nên đắt đỏ. Trong khi đó, nhiều định chế tài chính thế giới nâng mức dự báo giá vàng năm 2026 lên sát 4.800 USD/ounce, vượt mức đỉnh của tháng 10.2025 có thể sẽ khiến mảng vàng trang sức tiếp tục đối mặt với khó khăn về chi phí đầu vào.
- Nhà bán lẻ trang sức PNJ mở mới 10 cửa hàng và đóng cửa 10 cửa hàng trong 9T2025. Doanh thu thuần 9T2025 của PNJ đạt 25.353 tỷ đồng (-13,3% svck), LNST đạt 1.610 tỷ đồng (+16,5% svck). Tuy nhiên chúng tôi cho rằng việc PNJ trong tháng 11 thay đổi chính sách mua lại dựa trên giá tại thời điểm mua thay vì % hóa đơn như trước đây sẽ làm tăng chi phí đầu vào. Đồng thời, nếu PNJ phải sử dụng vàng nguyên liệu với giá cao để sản xuất vàng trang sức sẽ khiến biên lợi gộp suy giảm và khó giữ được tăng trưởng lợi nhuận nếu giá vàng vẫn neo cao trong năm 2026.

Doanh thu và LNST của PNJ 9T2021-2025 (tỷ đồng)



Số lượng cửa hàng PNJ



Nguồn: PNJ, ABS Research

➤ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ - MWG, FRT, DGW, MSN

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu trên các tiêu chí

- Doanh nghiệp lớn đầu ngành, có tiềm năng tăng trưởng.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp DCF, P/E.

Chỉ tiêu	MWG			FRT			DGW			MSN		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu	134.341	156.993	184.041	40.104	49.348	53.595	22.079	25.341	29.433	83.178	81.281	92.812
%YoY	13,6%	16,9%	17,2%	25,9%	23,1%	8,6%	17,3%	14,8%	16,1%	6,3%	-2,3%	15,5%
LNG	27.499	30.651	36.795	7.583	9.647	10.665	2.055	2.222	2.737	24.656	25.522	29.656
Biên LNG (%)	20,5%	19,5%	20,0%	18,9%	19,5%	19,9%	9,3%	8,7%	9,3%	29,6%	31,4%	31,6%
LNST Công ty mẹ	3.722	6.684	7.372	318	668	827	444	529	639	1.999	3.594	4.692
%YoY	2.120%	79,6%	10,3%	NA	110%	23,8%	25,3%	19,1%	20,9%	377,4%	79,8%	30,5%
EPS (đ/cp)	2.546	4.585	5.056	2.331	3.921	4.856	2.024	2.388	2.886	1.321	2.364	3.086
BVPS (đ/cp)	18.983	22.374	26.249	14.032	14.507	19.362	15.005	15.504	17.390	19.989	21.853	24.429
Nợ/VCSH (lần)	0,97	0,88	0,72	4,15	2,91	1,80	0,83	0,96	0,85	1,61	1,41	1,35
ROA (%)	5,7%	8,9%	8,9%	2,8%	5,2%	6,2%	5,6%	5,9%	6,7%	1,4%	2,6%	3,3%
ROE (%)	14,6%	22,1%	20,6%	21,3%	33,8%	30,8%	15,9%	16,4%	17,5%	7,0%	11,8%	13,5%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG - HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 28/11/2025: 79.900 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 86.600 VNĐ/cp (UPSIDE +8,4%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD9T2025 tăng trưởng rất mạnh. Doanh thu thuần đạt 113.607 tỷ đồng (+13,9% svck), ghi nhận tăng trưởng tích cực ở tất cả các chuỗi. Trong đó, doanh thu chuỗi TGDĐ & ĐMX đạt 76,5 nghìn tỷ (+15% svck); doanh thu chuỗi BHX đạt 34,4 nghìn tỷ (+14% svck); doanh thu tháng chuỗi An Khang ghi nhận 540 triệu đồng/ tháng, duy trì đà tăng trưởng 3 tháng liên tiếp; chuỗi AvaKids ghi nhận tăng trưởng doanh thu hai chữ số trong 9 tháng đầu năm; chuỗi EraBlue tăng trưởng doanh thu hơn 70% trong 9T2025. Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ đạt 4.965 tỷ đồng (+72,7% svck).
- Chuỗi siêu thị thực phẩm được hưởng lợi khi các cửa hàng thực phẩm nhỏ lẻ bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế mới. BHX tận dụng cơ hội để tiếp tục mở mới cửa hàng và dự kiến sẽ triển khai ra thị trường miền Bắc. Các siêu thị của BHX vừa có lợi thế cạnh tranh về địa điểm khi đặt cạnh các chợ truyền thống, vừa có lợi thế cạnh tranh về giá khi các sản phẩm không chênh nhiều so với chợ truyền thống và thường xuyên chạy các chương trình khuyến mại, tích hợp thẻ hội viên. Đồng thời hiện nay các sản phẩm có thương hiệu được ưa chuộng trong bối cảnh dịch bệnh trên gia súc gia cầm diễn biến phức tạp.
- Chuỗi Thế Giới Di Động & Điện Máy Xanh tăng trưởng tốt nhờ vận hành hiệu quả, tiết giảm chi phí. Đồng thời việc kết hợp với các đối tác thanh toán, đẩy mạnh bán hàng trả chậm sẽ thu hút khách hàng và kích cầu tiêu dùng cho doanh nghiệp.
- Chuỗi EraBlue hiện đạt mức tăng trưởng rất cao 70% svck, tiếp tục mở rộng cửa hàng để chiếm thị phần, đồng thời vẫn có lãi ở cấp độ công ty.
- Chính sách giảm 2% thuế VAT mở rộng sang nhóm hàng điện tử tiêu dùng sẽ hỗ trợ nhu cầu cho các sản phẩm công nghệ và điện máy.

RỦI RO

- Chuỗi BHX mở rộng quá nhanh khiến doanh thu không đủ đạt điểm hòa vốn.
- Chuỗi TGDĐ & ĐMX không hoạt động hiệu quả như dự kiến.

CÔNG TY CỔ PHẦN BÁN LẺ KỸ THUẬT SỐ FPT (FRT - HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 147.000 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 169.600 VNĐ/cp (UPSIDE +15,4%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T2025 tăng trưởng ấn tượng với động lực tiếp tục đến từ Long Châu. Doanh thu thuần 9T2025 của FRT đạt 36.170 tỷ đồng (+26% svck). Trong đó, doanh thu chuỗi Long Châu đạt 24.804 tỷ đồng (+38% svck); doanh thu chuỗi FPT Shop đạt 11.551 tỷ đồng (+6% svck). Mạng lưới nhà thuốc tiếp tục được mở rộng với 374 nhà thuốc và 77 trung tâm tiêm chủng mở mới kể từ đầu năm; trong khi đó chuỗi FPT Shop tiếp tục thu gọn, giảm 10 cửa hàng kể từ đầu năm. LNST cổ đông công ty mẹ đạt 505 tỷ đồng (+144,8% svck).
- Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính. Chuỗi mở rộng mạnh mẽ nhưng vẫn duy trì được doanh thu trung bình tháng/ cửa hàng ở mức 1,2 tỷ đồng. Thêm vào đó, Long Châu luôn đánh giá sát sao hiệu quả của việc mở rộng nhà thuốc và chỉ mở thêm khi nhà thuốc mở mới đạt hiệu quả. Long Châu nâng cao chất lượng và mở rộng sản phẩm phục vụ bằng cách tích cực hợp tác với các đối tác như Pfizer để nâng cao năng lực đội ngũ tiêm chủng, Ombron để mang đến những giải pháp chăm sóc sức khỏe hiện đại, và Novo Nordis để đưa thuốc trị béo phì, tiểu đường về Việt Nam. Tiềm năng của mảng Vaccine là tích cực khi Long Châu có lợi thế từ tệp khách hàng hiện hữu của chuỗi nhà thuốc. Long Châu được hưởng lợi từ việc nhà nước siết chặt quản lý thuốc giả và thuốc không rõ nguồn gốc xuất xứ.
- FPT Shop đang dần tìm được phương thức vận hành hiệu quả để mang lại lợi nhuận. Kết quả kinh doanh cho thấy tăng trưởng doanh thu chuỗi dù không được cao như đối thủ nhưng vẫn giữ được mức tăng trưởng tốt, đồng thời mang lại lợi nhuận ròng dương cho FRT. Thêm vào đó, chính sách giảm 2% thuế VAT mở rộng sang nhóm hàng điện tử tiêu dùng sẽ hỗ trợ nhu cầu cho các sản phẩm công nghệ và điện máy.

RỦI RO

- Vay nợ ở mức cao tiềm ẩn rủi ro về mặt tài chính. Tổng nợ vay ở mức 8.919 tỷ đồng (+1,4% sv đầu năm), toàn bộ là nợ vay ngắn hạn. Tỷ lệ D/E đã giảm từ 4,15 lần xuống 2,45 lần, tuy nhiên vẫn ở mức rủi ro.
- Chuỗi FPT Shop không vận hành hiệu quả như kỳ vọng.

CÔNG TY CỔ PHẦN THẾ GIỚI SỐ (DGW - HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 43.700 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 50.500 VNĐ/cp (UPSIDE +15,6%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T2025 rất khả quan. Doanh thu thuần đạt 18.641 tỷ đồng (+14,9% svck). Nhóm máy tính xách tay và máy tính bảng tiếp tục đứng đầu trong cơ cấu doanh thu với 43% tổng doanh thu, điện thoại di động chiếm 26% tổng doanh thu, tiếp đến là thiết bị văn phòng chiếm 22% tổng doanh thu; thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng chiếm lần lượt 6% và 3% tổng doanh thu. LNST cổ đông công ty mẹ đạt 388 tỷ đồng (+26,7% svck).
- Xu hướng cao cấp hóa sản phẩm và tích hợp AI sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng máy tính xách tay và máy tính bảng.
- Bất động sản dân cư phục hồi với hàng loạt dự án mở bán sẽ là động lực cho tăng trưởng mảng thiết bị gia dụng.
- Chính sách siết chặt quản lý thị trường và chính sách thuế kiểm soát hóa đơn đầu ra đầu vào sẽ hạn chế các sản phẩm không rõ nguồn gốc xuất xứ, khách hàng sẽ chuyển sang sử dụng các sản phẩm chính hãng có nguồn gốc rõ ràng.
- Sự phát triển của các khu công nghiệp, các văn phòng mới mở nhờ nguồn vốn FDI đổ vào nước ta sẽ thúc đẩy tăng trưởng mảng thiết bị văn phòng.
- Chính sách giảm 2% thuế VAT mở rộng sang nhóm hàng điện tử tiêu dùng sẽ hỗ trợ nhu cầu cho các sản phẩm công nghệ và điện máy.

RỦI RO

- Tiêu dùng không khả quan như kỳ vọng.

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN MASAN (MSN - HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 77.400 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 96.800 VNĐ/cp (UPSIDE +25,1%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T2025 doanh thu giảm nhẹ nhưng lợi nhuận tăng trưởng vượt trội. Doanh thu thuần 9T2025 đạt 58.376 tỷ đồng (-3,5% svck), nếu loại trừ ảnh hưởng của việc thoái vốn H.C.Stark, doanh thu tăng trưởng 8% svck. Trong đó, doanh thu WinCommerce (WCM) đạt 28.459 tỷ đồng (+16,6% svck); doanh thu Masan Consumer (MCH) đạt 21.281 tỷ đồng (-3,1% svck); doanh thu Masan MEATLife (MML) đạt 6.794 tỷ đồng (+24,7% svck); doanh thu Phúc Long (PLH) đạt 1.373 tỷ đồng (+14,1% svck); doanh thu Masan High-Tech Materials (MHT) đạt 5.048 tỷ đồng (+25,1% svck). LNST cổ đông công ty mẹ đạt 2.634 tỷ đồng (+101,4% svck).
- WCM: khu vực nông thôn trở thành động lực tăng trưởng khi doanh thu khu trung bình ngày của chuỗi siêu thị mini tại nông thôn đã đạt 90% mức đô thị. WCM vẫn tích cực mở mới tại khu vực này và dự kiến sẽ mở mới tổng cộng 1.200 – 1.500 cửa hàng trong năm 2026.
- MCH: dự kiến mô hình phân phối trực tiếp của MCH sẽ ổn định trong năm 2026 và phát huy hiệu quả tăng trưởng. Kênh bán hàng hiện đại của MCH dự kiến tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ tác động của chính sách quản lý thuế và hóa đơn điện tử tới các nhà bán lẻ truyền thống.
- MML: giá lợn hơi dự kiến neo ở mức cao trong năm 2026 sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng chăn nuôi của MML. Trong khi đó, đổi mới sản phẩm tiếp tục là động lực tăng trưởng của mảng thịt chế biến và chiến lược tăng cường hợp tác tích hợp với WCM là nền tảng tăng trưởng mảng thịt mát và doanh thu thịt chế biến.
- PLH: chiến dịch tái định vị thương hiệu trong Q3/2025 phát huy hiệu quả, đồng thời các cửa hàng mới tiếp tục được mở cuối năm 2025 sẽ đóng góp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của PLH trong năm 2026.
- MHT: tiếp tục hưởng lợi từ căng thẳng thương mại toàn cầu khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu khiến giá các loại kim loại chiến lược tăng cao.
- TCB: ngành ngân hàng dự kiến được hưởng lợi từ mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao sẽ đi kèm tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2026.

RỦI RO

- Tiêu dùng yếu hơn kỳ vọng.

NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN

Nỗ lực trong khó khăn

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**

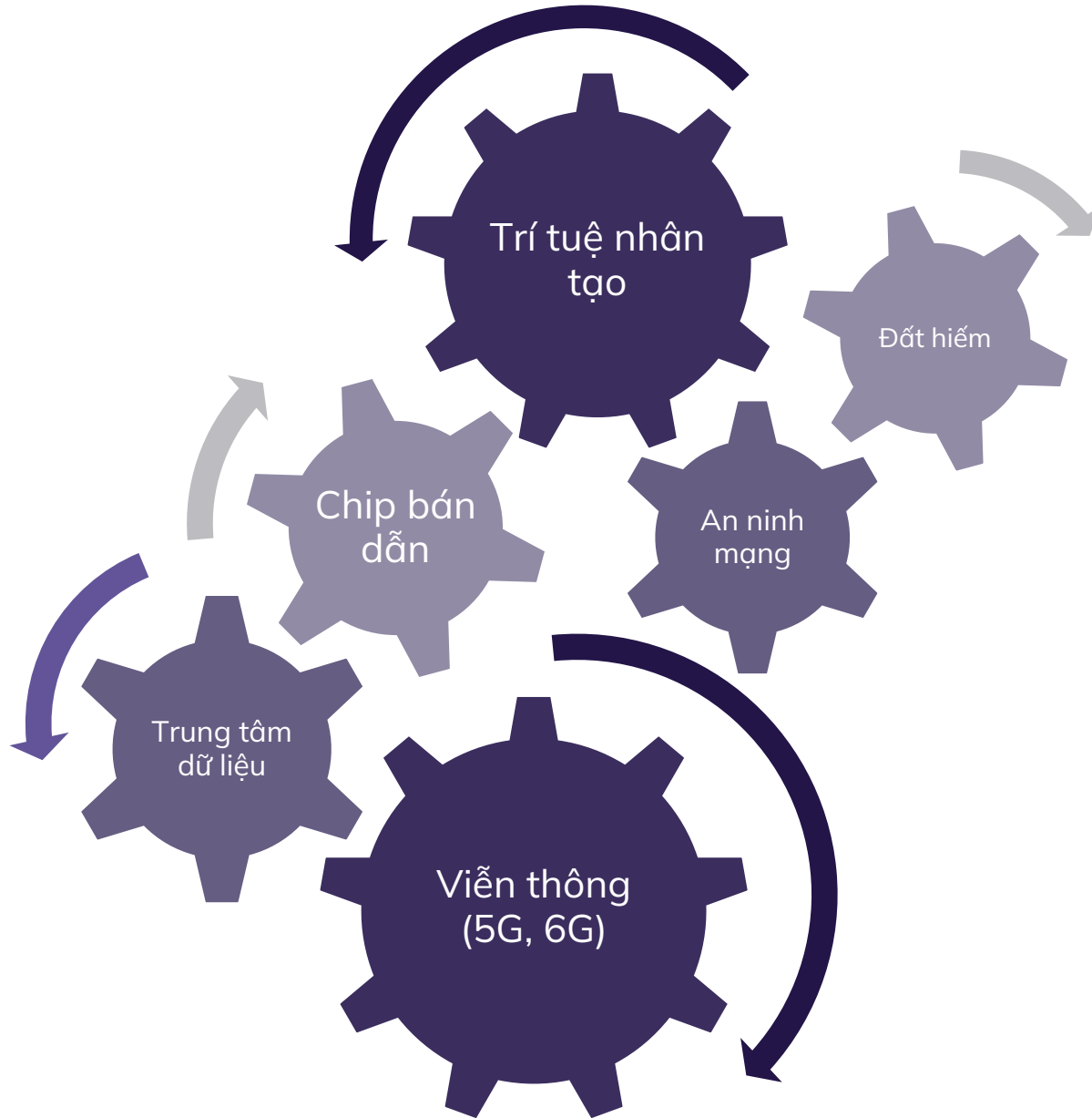


Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading





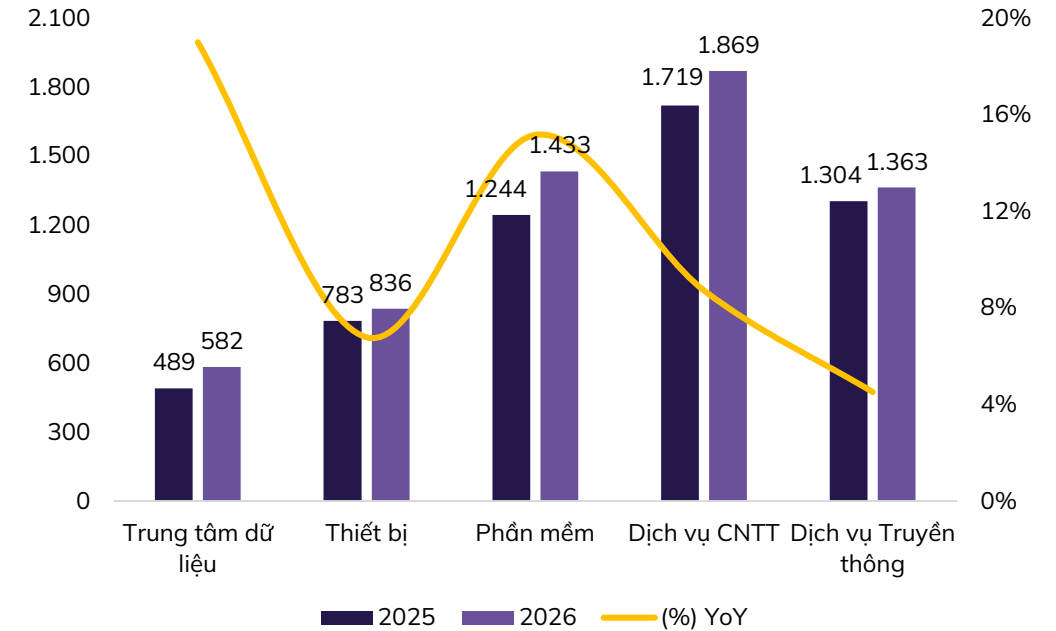
QUYẾT LIỆT THỰC HIỆN CHUYỂN ĐỔI SỐ CỦA CHÍNH PHỦ

- Thực hiện Nghị quyết số 57-NQ/TW của Bộ Chính trị về khoa học công nghệ và đổi mới sáng tạo, ngày 12/6/2025, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 1131/QĐ-TTg công bố danh mục 11 nhóm công nghệ và 35 nhóm sản phẩm công nghệ chiến lược, trong đó gồm các nhóm trí tuệ nhân tạo, trung tâm dữ liệu, chip bán dẫn, mạng di động thế hệ sau (5G, 6G), đất hiếm.... Đây đều là những sản phẩm, dịch vụ công nghệ số mũi nhọn của Việt Nam được chính phủ thúc đẩy và hỗ trợ nhằm hướng đến chuyển đổi số quốc gia và hơn hết là làm chủ công nghệ lõi, tăng cường năng lực cạnh tranh.
- Bên cạnh đó, để hỗ trợ các ngành mũi nhọn kể trên, chính phủ cũng đã và đang xây dựng, hoàn thiện thể chế, chính sách, tạo hành lang pháp lý thông qua các bộ luật như dự án Luật Trí tuệ nhân tạo (AI) (dự kiến ban hành cuối năm 2025, hiệu lực 2026), Luật Công nghiệp Công nghệ số (hiệu lực 01/01/2026), Luật Dữ liệu (hiệu lực 01/07/2025), Luật Chuyển đổi số (dự kiến ban hành 2026),...
- Chúng tôi nhận định những chính sách cùng hành động hoàn thiện thể chế pháp lý của Chính phủ là tiền đề giúp quốc gia nhanh chóng thực hiện mục tiêu chuyển đổi số.

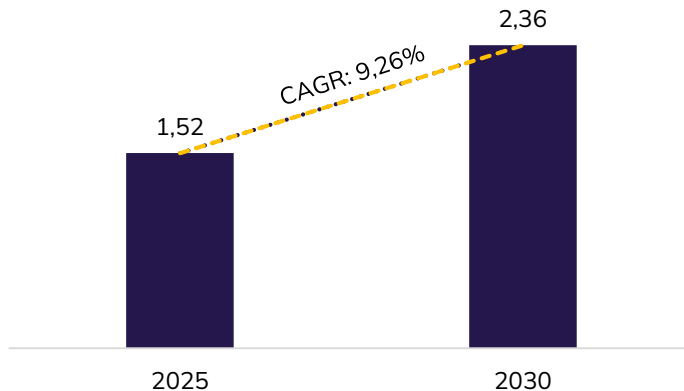
➤ NHU CẦU CHI TIÊU CNTT TOÀN CẦU ĐƯỢC THÚC ĐẨY BỞI TRÍ TUỆ NHÂN TẠO

- Theo dữ liệu từ Gartner (T10/2025), tăng trưởng chi tiêu toàn cầu cho CNTT năm 2025 đã được nâng từ mức 7,9% lên 10%, đạt 5.540 tỷ USD, sang năm 2026 con số tăng trưởng được dự báo là 9,8% svck, đạt 6.084 tỷ USD. Mức tăng này chủ yếu đến từ nhu cầu chi tiêu cho AI gồm xây dựng cơ sở hạ tầng, chi phí phần mềm phục vụ cho GenAI. Mặc dù nhu cầu bị kìm hãm bởi chính sách thuế đối ứng từ thị trường Mỹ tuy nhiên chỉ ảnh hưởng trong ngắn hạn. Với lợi thế chi phí rẻ, các công ty tại Việt Nam như FPT, CMG sẽ có kết quả tốt hơn so với ngành chung.
- Trí tuệ nhân tạo vẫn đang là chủ đề được nhiều quốc gia quan tâm đặc biệt trong bối cảnh chuyển đổi số diễn ra mạnh mẽ. Gartner dự báo chi tiêu cho AI trên toàn cầu sẽ đạt 1.478 tỷ USD trong năm 2025 (+49,6% svck) và mức này sẽ tăng 36,7% vào năm 2026 là 2.022 tỷ USD. Đặc biệt đối với AI tạo sinh (GenAI), mức chi tiêu dự báo sẽ tăng 76,4% trong năm 2025.
- Tại Việt Nam, dự án Luật Trí tuệ nhân tạo (AI) đang được Ủy ban Thường vụ Quốc hội thảo luận và xây dựng. Đây là bước quan trọng, thúc đẩy hoạt động nghiên cứu, phát triển, triển khai và ứng dụng AI tại Việt Nam. Hiện tại ở Việt Nam, sau Nvidia, Qualcomm cũng đã ra mắt Trung tâm Nghiên cứu & Phát triển Trí tuệ Nhân tạo (AI R&D) vào ngày 10/06/2025 (trung tâm lớn thứ 3 toàn cầu của tập đoàn, sau Hoa Kỳ và Ấn Độ).

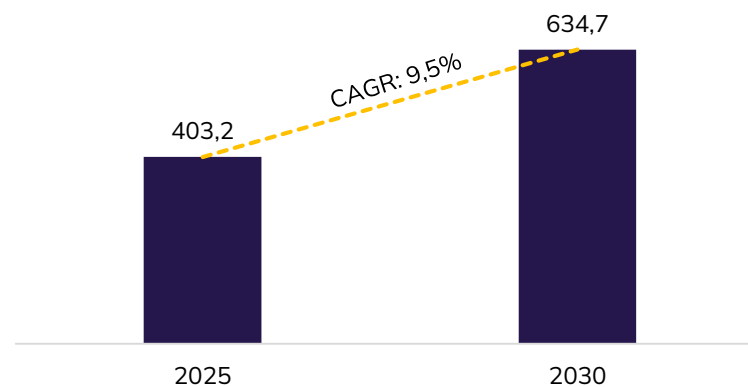
Dự báo chi tiêu CNTT toàn cầu 2025 - 2026 (Tỷ USD)



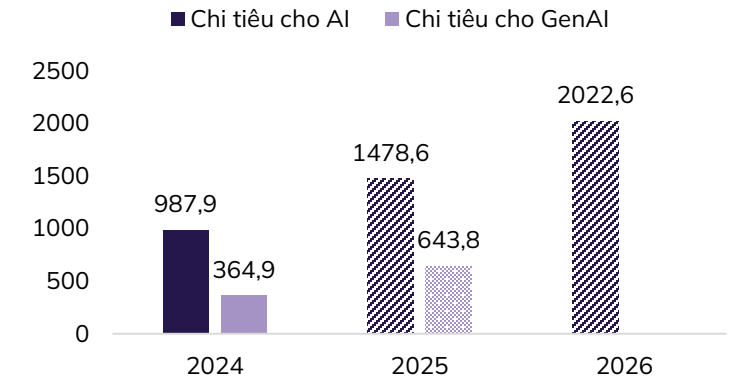
Quy mô thị trường dịch vụ CNTT toàn cầu (Nghìn tỷ USD)



Quy mô thị trường dịch vụ CNTT tại APAC (Tỷ USD)

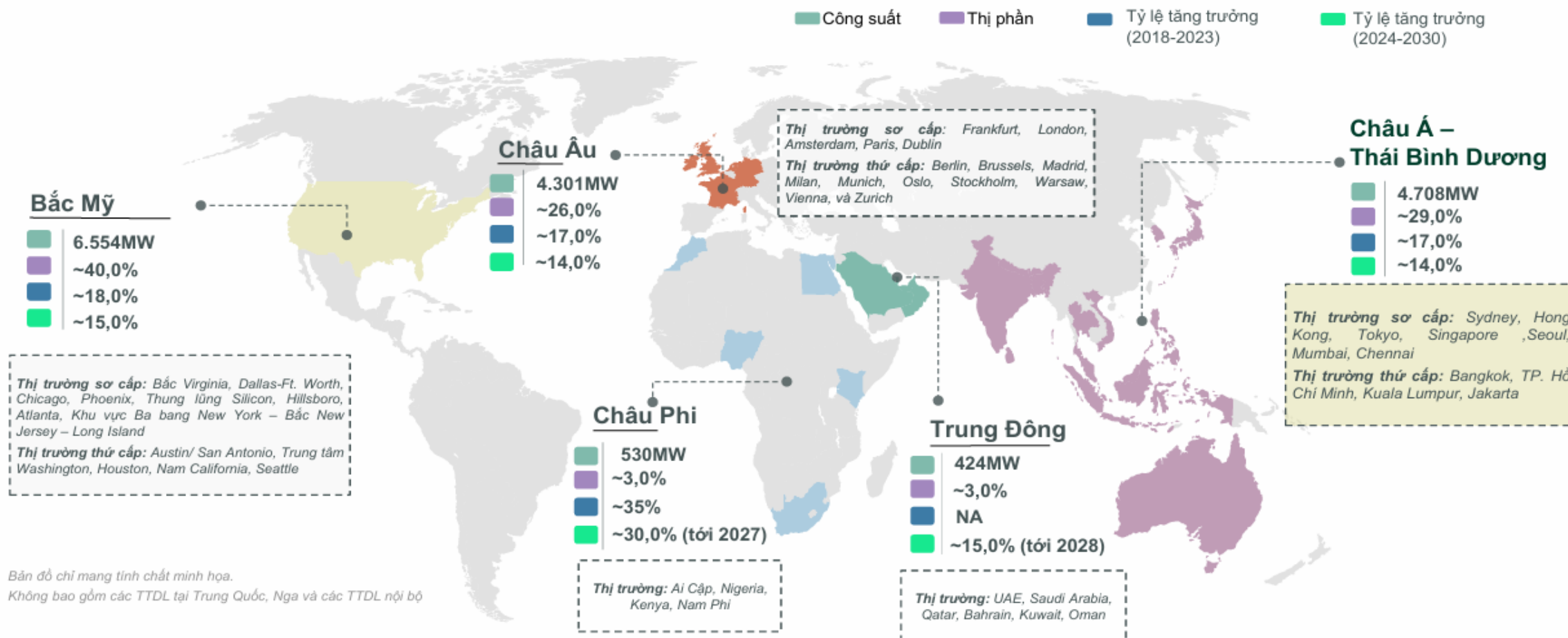


Chi tiêu cho AI trên toàn cầu (Tỷ USD)



THỊ TRƯỜNG TRUNG TÂM DỮ LIỆU APAC – TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG LỚN

- Tính đến 2023, công suất trung tâm dữ liệu (TTDL) trên toàn cầu đạt khoảng 16.400MW, dự kiến sẽ đạt 32.500MW tới năm 2030, tỷ lệ tăng trưởng 2023 – 2030 đạt khoảng 15%.
- Châu Á – Thái Bình Dương (APAC) có thị phần đứng thứ 2 về công suất TTDL trên toàn cầu (sau Bắc Mỹ) trong đó mô hình Colocation (TTDL nhiều người dùng, được vận hành bởi nhà cung cấp bên thứ 3, phục vụ nhiều khách thuê) chiếm 85% tổng công suất vận hành trong khu vực so với 60% tại Châu Mỹ và 75% tại Châu Âu, Trung Đông và Châu Phi cho thấy tiềm năng đầu tư mạnh mẽ đối với TTDL.

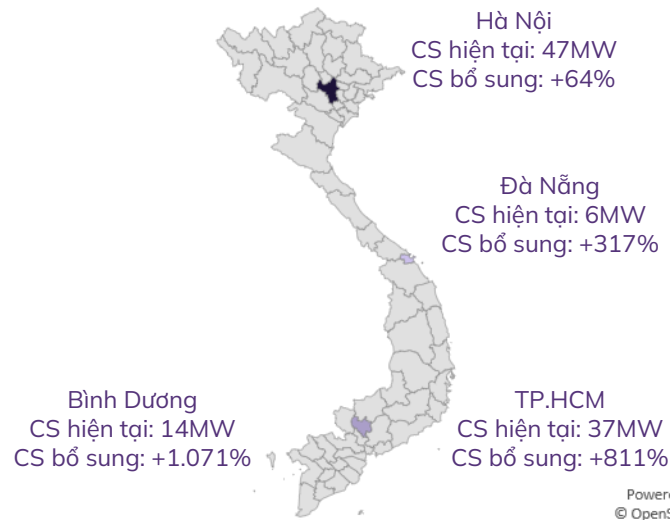


➤ DỰ ĐỊA MỞ RỘNG TRUNG TÂM DỮ LIỆU TẠI VIỆT NAM VẪN CÒN NHIỀU

TRÍ TUỆ NHÂN TẠO (AI), ĐIỆN TOÁN ĐÁM MÂY, INTERNET VẠN VẬT (IOT),...LÀ ĐỘNG LỰC THÚC ĐẨY LÀN SÓNG TĂNG TRƯỞNG TRUNG TÂM DỮ LIỆU

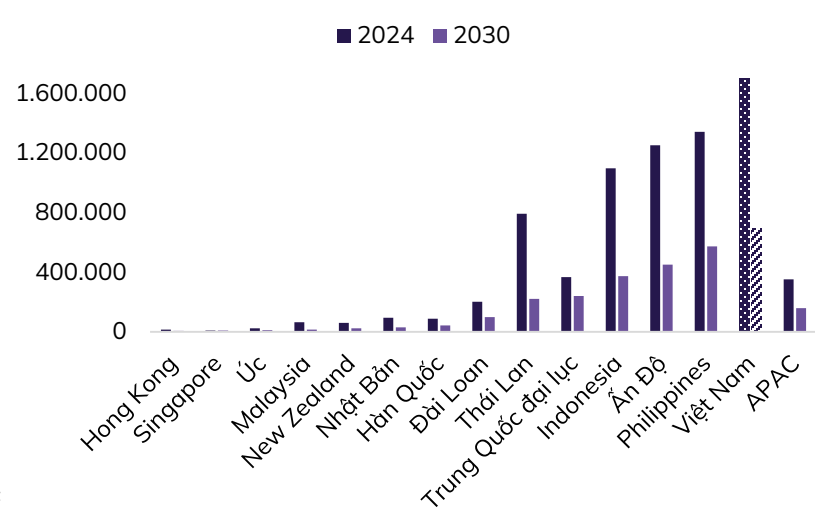
- **Dự địa phát triển TTDL tại Việt Nam khá lớn.** Báo cáo TTDL tại APAC của Cushman & Wakefield, Việt Nam hiện thuộc 1 trong 4 quốc gia đang ở giai đoạn đầu phát triển trung tâm dữ liệu (TTDL) khi tỷ lệ dân số trên mỗi MW là 1,7 triệu người/MW, cao nhất so với 14 nước thuộc APAC cho thấy dự địa mở rộng hạ tầng TTDL khá lớn trong khi đó Việt Nam có lợi thế cạnh tranh về chi phí xây dựng so với các quốc gia khác khi hiệu suất đầu tư trên chi phí dao động trong khoảng 17,5% - 18,8% (đứng thứ 2 chỉ sau Singapore).
- **Nhu cầu TTDL trên toàn cầu, đặc biệt tại APAC khá lớn.** Theo McKinsey&Company, từ năm 2023 – 2030, nhu cầu TTDL toàn cầu sẽ tăng trưởng với tốc độ kép hàng năm (CAGR) từ 19% - 22%, trong đó khoảng 70% khối lượng xử lý sẽ liên quan đến AI. Với tốc độ tăng trưởng số hóa vượt trội, khu vực APAC được dự báo sẽ chiếm 45 – 55GW nhu cầu TTDL toàn cầu năm 2028.
- Tổng công suất TTDL colocation tại các thị trường trọng điểm APAC tính đến cuối năm 2024 là 6.514MW, trong đó công suất của Việt Nam chỉ khoảng 104MW. Theo CBRE, tính đến tháng 10/2025 Việt Nam đang có 25 TTDL, tổng diện tích sàn máy chủ là 144.587 m2, số lượng tủ rack là 16.361. Dự kiến đến năm 2030, công suất sẽ đạt 589MW, tăng gấp 5,6 lần chủ yếu tập trung tại TP.Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đà Nẵng. Hiện tại, quy mô công suất còn khiêm tốn nhưng không phản ánh hết tiềm năng trong tương lai, trong đó dự án Trung tâm Dữ liệu Viettel tại Khu công nghiệp Tân Phú Trung với công suất 140MW là dự án TTDL siêu lớn đầu tiên tại Việt Nam (Hyperscale) dự kiến được đưa vào hoạt động trong Q1/2026. Nếu đi đúng hướng, Việt Nam có thể trở thành trung tâm mới của các dịch vụ Hyperscale tại Đông Nam Á trong thập kỷ tới.

Tình trạng TTDL tại Việt Nam tính đến T10/2025



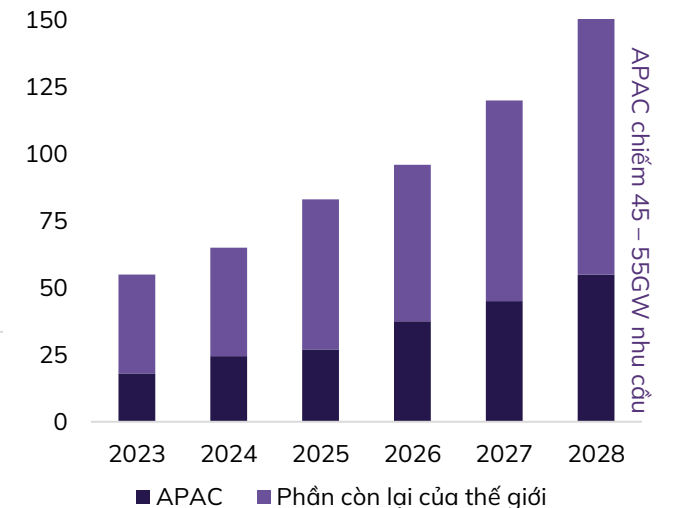
Nguồn: CBRE

Mật độ dân số trên MW công suất TTDL (Colocation)

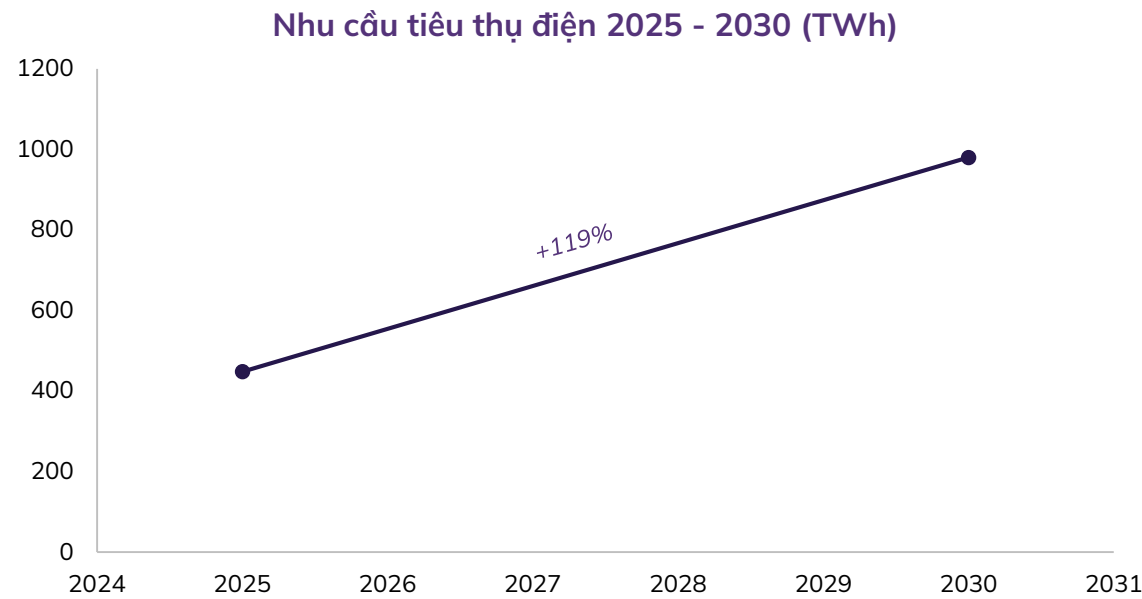


Nguồn: Cushman & Wakefield

Nhu cầu công suất TTDL toàn cầu



Nguồn: CBRE



Thị phần công suất TTDL của các đơn vị lớn tại Việt Nam

Đơn vị	Công suất (MW)	Diện tích sàn máy chủ (m2)	Số lượng tủ rack hiện tại	Thị phần (%)
Viettel IDC	42	47500	6408	41%
VNPT	25	52200	4319	24%
CMC Telecom	13	17750	2800	12%
FPT Telecom	12	8837	1740	11%
VNG	10	7800	410	9%

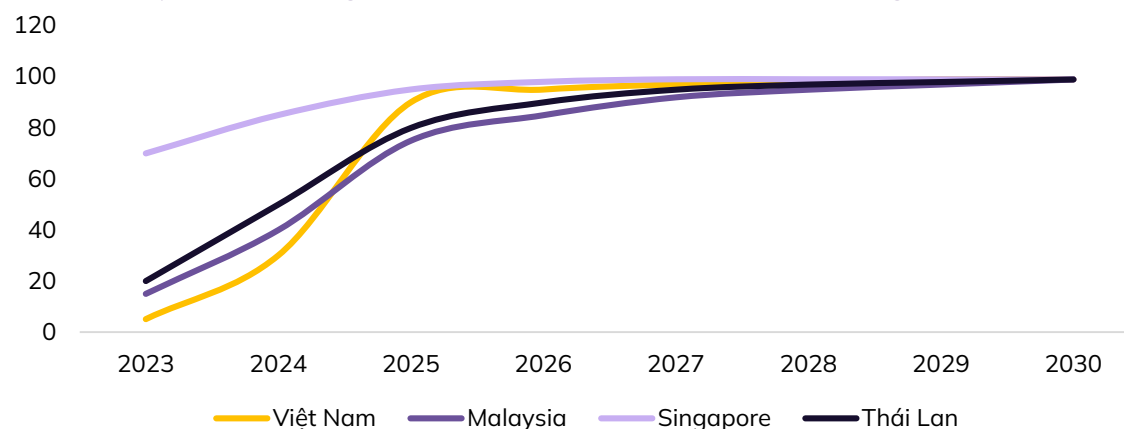
HẠ TẦNG TRUYỀN TẢI ĐIỆN CHO TTDL CHƯA ĐÁP ỨNG TỐT NHU CẦU NGUỒN CUNG CẦN CÓ

- Sự phát triển vượt trội về TTDL đi kèm với tiêu chí về nguồn cung điện, nguồn cung đất và môi trường pháp lý, trong đó điện được đánh giá quan trọng nhất do nguồn cung khá hạn chế trong khi nhu cầu sử dụng lại vượt quá mức cho phép, đặc biệt trong giai đoạn phát triển bùng nổ của AI, chuyển đổi số khiến tình trạng thiếu hụt điện đáng lo ngại. Năm 2025, dự kiến TTDL sử dụng cho AI chiếm 21% tổng mức sử dụng điện và 64% nhu cầu điện gia tăng vào năm 2030.
- Theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), điện tiêu thụ của các trung tâm dữ liệu dự kiến tăng gấp đôi lên hơn 945 TWh vào năm 2030, chiếm gần 1/10 tăng trưởng điện toàn cầu. Trong đó Gartner cũng dự báo nhu cầu điện cho các TTDL trên toàn thế giới sẽ đạt 448TWh, tăng 16% vào năm 2025 và tăng gấp đôi vào năm 2030 với 980TWh. Hiện tại, gần 50% nguồn cung năng lượng của Việt Nam đến từ than đá – nguồn cung kém bền vững, điều này buộc các tập đoàn công nghệ tái cấu trúc chuỗi cung ứng điện sang “điện sạch” như nguồn tái tạo, địa nhiệt, khí tự nhiên, hạt nhân. Chính phủ cũng đã cam kết loại bỏ than đá vào năm 2050 nhằm giảm phát thải carbon và hướng tới tăng trưởng bền vững. Các tập đoàn như Google, Microsoft, Amazon đã ký hàng loạt thỏa thuận mua điện tái tạo dài hạn, đồng thời đầu tư công nghệ lưu trữ để duy trì nguồn 24/7.
- Thị trường TTDL tại Việt Nam hiện do 5 đơn vị lớn chi phối, với 2 doanh nghiệp nhà nước chiếm thị phần lớn nhất gồm Viettel IDC (41%), VNPT (thị phần đứng thứ 2 với 24%) cùng các nhà mạng viễn thông khác như CMC Telecom, FPT Telecom và VNG.

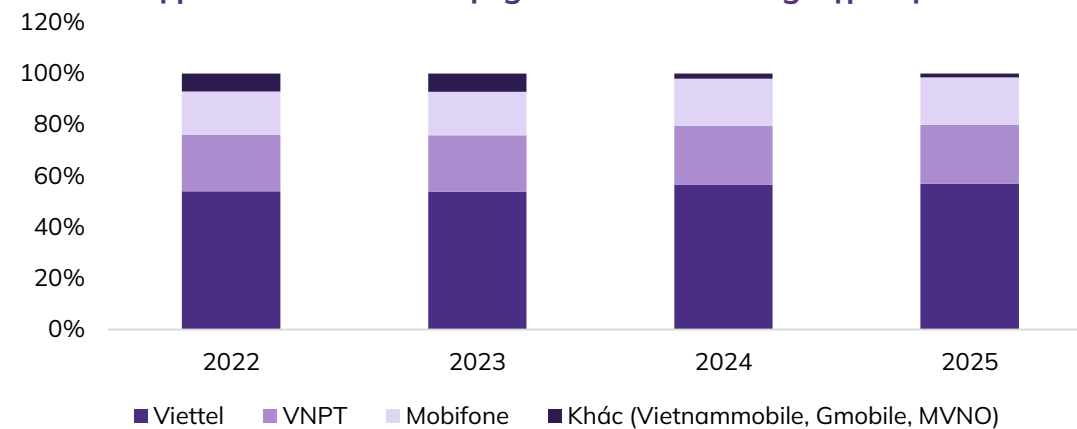
DỮ LIỆU DI ĐỘNG 5G, 6G THUỘC NHÓM 11 SẢN PHẨM CHIẾN LƯỢC QUỐC GIA, GÓP PHẦN TẠO NỀN TẢNG VỮNG CHẮC CHO PHÁT TRIỂN KINH TẾ SỐ

- **Dịch vụ viễn thông được đẩy mạnh nhờ sự phát triển của 5G.** Theo GlobalData, doanh thu từ dịch vụ viễn thông Việt Nam dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 2,6% từ năm 2024 – 2029 nhờ hai mảng băng thông rộng cố định (BTRCĐ) và dữ liệu di động. Mảng BTRCĐ bảo hòa do tỷ lệ bao phủ gần đạt 100%, tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024 – 2029 là 1,8% trong khi đó xu hướng sử dụng dữ liệu di động được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ hơn với CAGR khoảng 9,7% nhờ vào sự gia tăng thuê bao Internet di động, thuê bao 4G và dự kiến sự gia tăng áp dụng các dịch vụ 5G. Thị phần thuê bao di động của các doanh nghiệp Việt Nam (bao gồm dữ liệu di động) tính đến cuối năm 2024 với Viettel đứng đầu thị trường là 56,6% khi là doanh nghiệp dẫn đầu trong việc triển khai 5G, tiếp đến là VNPT 22,8% với lợi thế đứng đầu về mảng thoại cố định và BTRCĐ và Mobifone là 18,5%, 2% còn lại thuộc các nhà mạng di động ảo như Gmobile, Vietnammobile,...
- **Chính phủ ban hành các Nghị quyết, Thông tư hỗ trợ mở rộng phủ sóng 5G.** Theo Bộ Khoa học và Công nghệ, tính đến tháng 10/2025, cả nước đã có 16.737 trạm 5G, phủ sóng 39,52% dân số; Chính phủ đang hỗ trợ các doanh nghiệp chủ lực xây dựng hạ tầng viễn thông thông qua NQ 193/2025/QH15 - Quốc hội quy định hỗ trợ tài chính cho doanh nghiệp triển khai nhanh 5G, với mục tiêu đến hết năm 2025 đạt 68.457 trạm 5G, tương đương 57,5% số trạm 4G, phủ sóng khoảng 90% dân số, mục tiêu năm 2030 là 99% dân số; Nghị định 115/2025/NĐ-CP – Quản lý kho số và tài nguyên Internet và Thông tư 09/2025/TT-BKHCN – Chuyển mạng giữ số giúp minh bạch và là lợi thế với các doanh nghiệp lớn để sở hữu kho số đẹp, tạo động lực nâng cao chất lượng dịch vụ và giá trị thương hiệu.
- Ngoài ra, Chính phủ đang phối hợp với các bộ ngành để triển khai dự án Starlink – Internet vệ tinh trong năm 2026 (phần đầu đạt 500.000 thuê bao) với lợi thế về độ phủ sóng rộng, tập trung tại các thị trường ngách như vùng sâu vùng xa, sử dụng trên máy bay hay các trường hợp thiên tai, dịch bệnh. Nhu cầu triển khai lắp đặt Starlink sẽ là cơ hội cho CTR khi đây là thế mạnh của doanh nghiệp.

Tỷ lệ phủ sóng 5G của Việt Nam và các nước trong khu vực



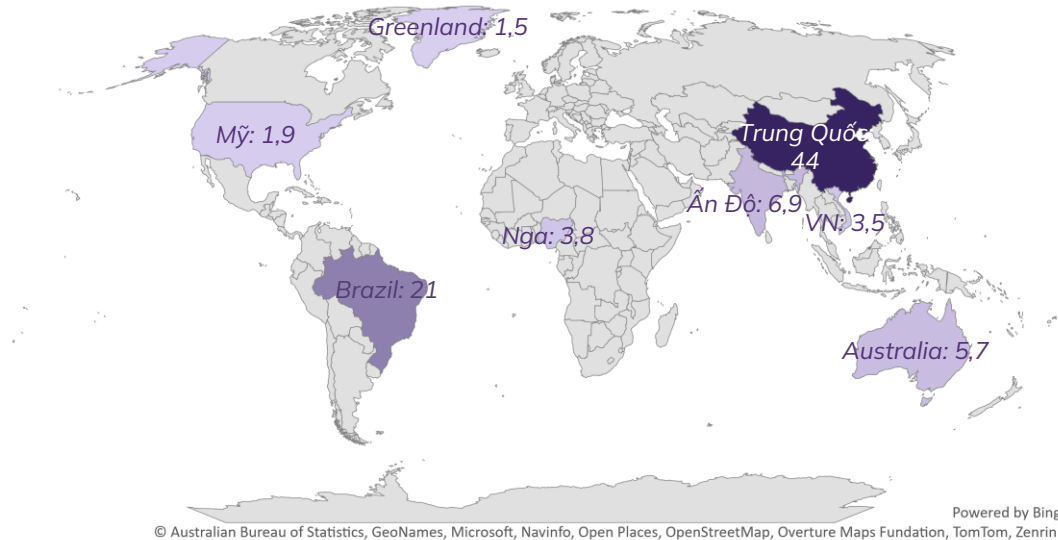
Thị phần thuê bao di động của các doanh nghiệp Việt Nam



- Chủ tịch Hội đồng Cố vấn Khu vực Hiệp hội Bán dẫn Đông Nam Á (ĐNÁ) nhận định trong bối cảnh thế giới đầy biến động, triển vọng ngành bán dẫn tại khu vực ĐNÁ vẫn vô cùng tươi sáng với quy mô ngành năm 2024 đạt 600 tỷ USD, dự kiến đến năm 2030, con số này sẽ tăng lên 1.000 tỷ USD. Việt Nam nổi lên như một địa điểm đầy triển vọng của ngành này tại ĐNÁ với dự báo tăng trưởng bình quân hơn 11%/năm trong giai đoạn 2023–2027, đạt quy mô hơn 21 tỷ USD vào năm 2027. **Chúng tôi nhận định Việt Nam có những lợi thế phát triển ngành bán dẫn nhờ những yếu tố sau:**
- **Hỗ trợ từ phía Chính phủ** từ Quyết định 1018/QĐ-TTg về Chiến lược phát triển công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn 2050 (3 giai đoạn) được ban hành năm 2024 cùng với danh mục 11 công nghệ chiến lược và sản phẩm công nghệ chiến lược, trong đó chip bán dẫn thuộc sản phẩm chiến lược quốc gia;
 - **Sự gia nhập mạnh mẽ của các tập đoàn công nghệ hàng đầu** như Samsung, Nvidia, Qorvo, Qualcomm, Intel, Amkor,... với hàng loạt dự án đầu tư quy mô lớn, từ việc xây dựng nhà máy đến mở rộng sản xuất, lắp ráp, trung tâm nghiên cứu và phát triển (R&D) với tổng giá trị lên tới hàng tỷ USD;
 - **Hỗ trợ về thuế và thuế đất.** Luật Công nghiệp Công nghệ số được Quốc hội khóa XV thông qua ngày 14/6/2025 và sẽ có hiệu lực từ 1/1/2026 với những chính sách ưu đãi dành cho các doanh nghiệp đầu tư vào lĩnh vực chip bán dẫn, trí tuệ nhân tạo (AI) và trung tâm dữ liệu, trong đó, đối với doanh nghiệp bán dẫn, miễn thuế TNDN tối đa 4 năm đầu, sau đó áp mức 10% trong 15 năm, miễn thuế cho hoạt động R&D,...Đối với thuế đất, miễn hoặc giảm tiền thuê đất, thời gian thuê đất kéo dài đến 70 năm tại một số khu công nghệ cao,...

Lộ trình phát triển	Giai đoạn 1 (2024 – 2030)	Giai đoạn 2 (2030 – 2040)	Giai đoạn 3 (2040 – 2050)
Mục tiêu	Thu hút FDI	Phát triển kết hợp tự cường & FDI	Quốc gia đi đầu về công nghiệp bán dẫn
Doanh nghiệp thiết kế	100	200	300
Nhà máy chip bán dẫn	1	2	3
Nhà máy đóng gói, kiểm thử	10	15	20
Quy mô doanh thu	>25 tỷ USD	>50 tỷ USD	>100 tỷ USD
Giá trị gia tăng	10-15%	15-20%	20-25%
Nguồn nhân lực	50,000	100,000	Đáp ứng nhu cầu

- **Việt Nam có trữ lượng đất hiếm đứng thứ 6** top các quốc gia có trữ lượng đất hiếm lớn nhất thế giới (Dữ liệu T2/2025) (Triệu tấn)



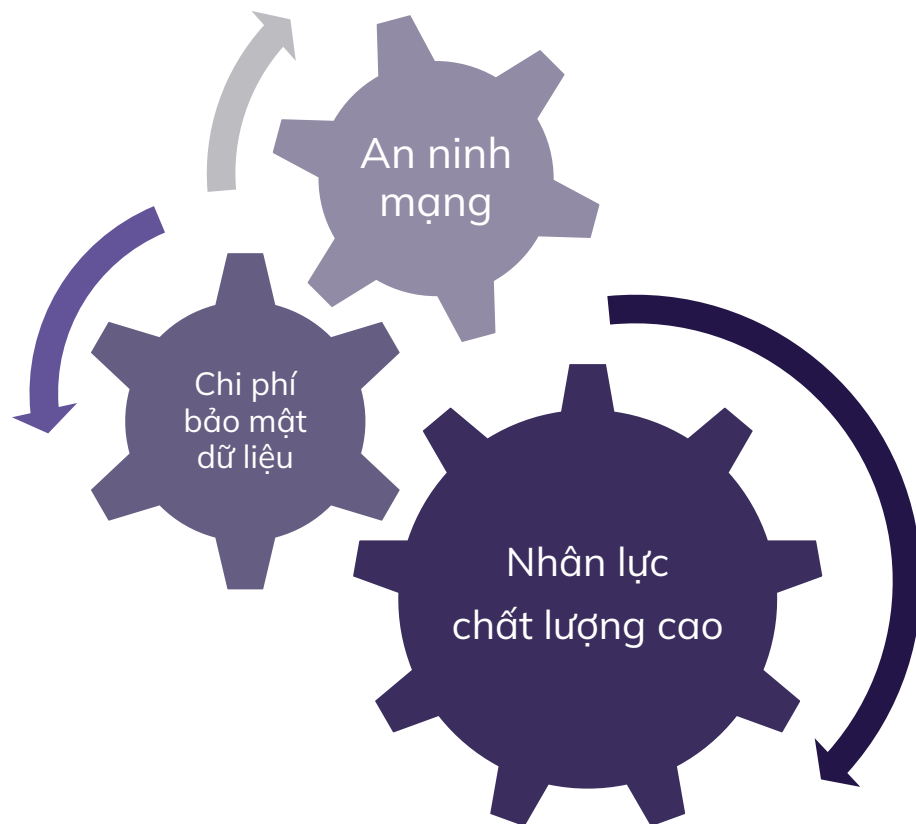
- Thị trường bán dẫn tại Việt Nam được Hiệp hội bán dẫn toàn cầu (SEMI) dự báo quy mô ngành sẽ đạt 7,01 tỷ USD vào năm 2028, mục tiêu quy mô doanh thu công nghiệp bán dẫn tại Việt Nam đạt trên 25 tỷ USD/năm (giai đoạn 2024 – 2030) trong đó mạch tích hợp – mảng quan trọng nhất của công nghiệp bán dẫn – sẽ tăng trưởng 2 chữ số. Việt Nam hiện là điểm đến mới thu hút FDI nhờ sự ổn định chính trị và chính sách thu hút công nghệ cao. Theo Bộ Khoa học và Công nghệ, tính đến tháng 11/2025, Việt Nam có hơn 170 dự án đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực bán dẫn với tổng vốn gần 11,6 tỷ USD, tập trung ở hai công đoạn chính là thiết kế chip và đóng gói, kiểm thử (OSAT). Khoảng 60 doanh nghiệp thiết kế, 8 dự án đóng gói - kiểm thử và hơn 20 doanh nghiệp sản xuất, cung ứng vật liệu, thiết bị đã hiện diện tại Việt Nam, trong đó có các dự án quy mô lớn như Intel (4,1 tỷ USD), Amkor (1,6 tỷ USD) và Hana Micron (673 triệu USD).
- **Hạn chế về nhân lực bán dẫn chất lượng cao.** Tuy nhiên xét về bức tranh chung trên bản đồ bán dẫn, Việt Nam có những hạn chế so với các quốc gia ASEAN khác khi cạnh tranh quyết liệt về hạ tầng, nhân lực chất lượng cao, thể chế. Hiện tại, Việt Nam đang tham gia 2 công đoạn thiết kế và đóng gói – kiểm thử trong khi các công đoạn cao hơn như đóng gói tiên tiến (advanced packaging) hay chế tạo wafer lại cần nguồn nhân lực lớn và sâu về kỹ năng, điều này khiến Việt Nam phải cạnh tranh với 2 quốc gia cùng khu vực như Malaysia và Singapore (hai quốc gia này có lợi thế về hệ sinh thái OSAT hoàn chỉnh lớn nhất khu vực và nhân lực chất lượng cao, năng lực thu hút các hãng fabless cũng như nhà máy chế tạo tiên tiến).

Ứng dụng tấm wafer trong thiết kế chip bán dẫn



Nguồn: Vietnamwafer

- Để khắc phục yếu điểm đó, vào T3/2025, Dự án Nhà máy sản xuất wafer đầu tiên của Việt Nam đã được Chính phủ phê duyệt với tổng nguồn vốn 12.800 tỷ đồng (khoảng 500 triệu USD), kế hoạch hoàn thành vào trước năm 2030. Wafer là tấm bán dẫn silicon, thành phần quan trọng trong sản xuất chip bán dẫn. Không chỉ giảm tiêu thụ năng lượng và khí thải nhờ sử dụng năng lượng mặt trời, nhà máy sản xuất wafer còn thúc đẩy ứng dụng công nghệ xanh từ giao thông đến năng lượng – yếu tố quan trọng được các nước phát triển chú trọng tới.
- Ngoài ra, chính phủ cũng triển khai các chính sách để thu hút, đào tạo, phát triển nguồn nhân lực cho ngành bán dẫn thông qua Chương trình "Phát triển nguồn nhân lực ngành công nghiệp bán dẫn đến năm 2030, định hướng đến năm 2050":
 - Đặt mục tiêu đào tạo đến năm 2030 là 42.000 kỹ sư, 7.500 thạc sĩ, 500 nghiên cứu sinh và 5.000 chuyên gia AI phục vụ ngành bán dẫn;
 - Chính sách ưu đãi học phí, cấp học bổng, trợ phí sinh hoạt, phí đầu tư phòng thí nghiệm
 - Liên kết với các trường đại học, tập đoàn công nghệ lớn (NVIDIA, Samsung, Intel) để đào tạo nhân lực theo chuẩn quốc tế.



- **Sự phát triển trí tuệ nhân tạo kéo theo sự gia tăng tấn công mạng và rò rỉ bảo mật dữ liệu.** Theo SEMI, Việt Nam nằm trong nhóm quốc gia có nguy cơ bị tấn công mạng cao với hơn 659.000 vụ tấn công mạng xảy ra trong năm 2024. Khoảng 46,15% cơ quan và doanh nghiệp tại Việt Nam bị tấn công mạng ít nhất một lần. Sự bùng nổ của các thiết bị Internet vạn vật (IoT) hay điện toán điện tử (sử dụng trong mã hóa và tiền điện tử nhằm bảo vệ dữ liệu) có thể tạo lỗ hổng cho kẻ tấn công lợi dụng và xâm nhập vào. Đặc biệt hơn, với sự hỗ trợ của AI, các tội phạm mạng có thể tự động hóa các cuộc tấn công lừa đảo (phishing) hoặc tìm kiếm các lỗ hổng chưa được công bố (lỗ hổng bảo mật Zero-day) khiến người dùng khó phát hiện.
- **Rủi ro an ninh mạng khiến chi phí bảo mật leo thang.** Theo Dự thảo Luật an ninh mạng 2025 quy định tối thiểu 10% ngân sách CNTT phải dành cho an ninh mạng, áp dụng cho cơ quan nhà nước và các doanh nghiệp có thông tin quan trọng. Ngoài ra, áp lực chi phí còn đến từ quy định pháp lý từ Luật Bảo vệ Dữ liệu cá nhân 2025 được thông qua ngày 26/06/2025 (có hiệu lực từ ngày 01/01/2026). Điều này khiến chi phí bảo mật leo thang, gây khó khăn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
- **Nguồn nhân lực chất lượng cao còn thiếu hụt.** Theo Báo cáo Thị trường công nghệ thông tin Việt Nam, hiện tại Việt Nam có khoảng 500 – 530 nghìn nhân lực, thiếu hụt 200 nghìn người có trình độ và kỹ năng cho ngành CNTT, đặc biệt đối với các lĩnh vực mang tính đổi mới liên tục như AI, Big Data, an ninh mạng, bán dẫn,... Tính đến năm 2030, Việt Nam sẽ cần khoảng 2,5 – 3 triệu nhân sự CNTT để thực hiện chuyển đổi số.

- Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dựa trên các tiêu chí
- Các doanh nghiệp đều được hưởng lợi nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ về mảng AI, bán dẫn, trung tâm dữ liệu, dữ liệu 5G. FPT đứng đầu về doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực AI, CTR là doanh nghiệp chủ lực trong hạ tầng số với TowerCo số 1 Việt Nam.
 - Các doanh nghiệp có sức khỏe tài chính khá ổn định, rủi ro về nợ vay ở mức an toàn (D/E ở dưới 1), dòng tiền CFO luôn dương qua các năm
 - Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp P/E và P/B

Chỉ tiêu	FPT			CTR		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu	62.849	68.375	74.871	12.609	13.897	15.287
%YoY	19,4%	8,8%	9,5%	10,8%	10,2%	11%
LNG	23.698	25.857	28.526	884	930	1.018
Biên LNG (%)	37,7%	37,8%	38,1%	7,01%	6,69%	6,66%
LNST Công ty mẹ	7.856	9.455	10.116	538	608	656
%YoY	21,5%	20,3%	7,0%	2,6%	13%	8,0%
EPS (đ/cp)	5.341	5.550	5.939	3.543	5.315	5.741
BVPS (đ/cp)	20.252	19.589	21.939	16.305	17.772	21.563
Nợ/VCSH (lần)	1,02	1,28	1,14	2,81	2,46	2,28
ROA (%)	11,8%	12,4%	12,6%	7,6%	8,18%	8,11%
ROE (%)	28,7%	28,3%	27,1%	27,9%	28,3%	26,6%

CTCP FPT (FPT – HOSE) – KHẢ QUAN

Giá TẠI 28/11/2024: 97.100 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 106.800 VNĐ/cp (+10%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD 9T2025 của FPT ghi nhận doanh thu và LNTT lần lượt đạt 49.887 tỷ đồng (+10,2% svck) và 9.540 tỷ đồng (+17,6% svck), công ty tiếp tục tạo KQKD với con số kỷ lục tuy nhiên đà tăng đã chậm lại so với mức tăng kỳ trước. Động lực tăng trưởng của công ty phần lớn đến từ mảng dịch vụ CNTT nước ngoài khi chiếm 51,2% tổng doanh thu, đạt 25.574 tỷ đồng (+12,8% svck) nhờ thị trường chủ lực là Nhật Bản tăng 26,3%. Mặc dù bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan biến động phức tạp khiến nhu cầu chi tiêu cho CNTT bị trì hoãn, tuy nhiên chúng tôi nhận định triển vọng của FPT trong năm 2026 khả quan nhờ các yếu tố sau:

- **Mảng dịch vụ CNTT nước ngoài là động lực tăng trưởng chính cho khối công nghệ.** Trong đó tiềm năng lớn đến từ thị trường Nhật Bản với những yếu tố giúp thúc đẩy tăng trưởng: **(i)** Xu hướng chuyển đổi số đang diễn ra mạnh mẽ khi tỷ lệ doanh nghiệp phụ thuộc vào hệ thống cũ còn rất cao; **(ii)** Tính đến năm 2030, dân số già hóa khiến đất nước này sẽ thiếu hụt khoảng 789 nghìn nhân lực CNTT, điều này tạo cơ hội cho nhân lực FPT khi buộc Nhật bản phải sử dụng nhân lực thuê ngoài (outsourcing); **(iii)** Nhà máy AI Factory cải thiện nhu cầu trong năm tiếp theo do công suất hiện tại đang dưới 10%, mục tiêu doanh thu đạt 100 triệu USD. Tuy nhiên nhu cầu chi tiêu cho AI vẫn còn rất mạnh mẽ nhờ sự quyết liệt của Chính phủ trong việc chuyển đổi số thông qua xây dựng hạ tầng, trung tâm dữ liệu,...
- **Mảng Viễn thông tăng trưởng ổn định nhờ đầu tư vào các TTDL.** Tính đến tháng 11/2025, FPT đang có 4 TTDL gồm FPT Data Center Hà Nội (HN01, HN02 với tổng 2.140 racks, 3.273m²), Fornix HCM01 (770 racks, 2.520m²) và TTDL mới nhất là Fornix HCM02 (3.600 racks, 10.000m²). Việc đầu tư này sẽ nâng thị phần của FPT lên đứng thứ 2 (sau Viettel) và đem lại doanh thu lớn hơn cho mảng Viễn thông. Ngoài ra, FPT cũng sẽ tập trung vào mảng số với các nội dung cung cấp bản quyền (PayTV) và nội dung số cho cộng đồng;
- **Sức khỏe tài chính của doanh nghiệp khá lành mạnh** với lượng tiền và tiền gửi dồi dào, chiếm 45% TTS, nợ vay chủ yếu là vay ngắn hạn từ ngân hàng nhằm bổ sung vốn phục vụ hoạt động sản xuất, chiếm 23,6% tổng nguồn vốn tuy nhiên tỷ lệ D/E ở mức an toàn là 0,46 lần. Dòng tiền CFO luôn dương qua các năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Nhu cầu chi tiêu cho CNTT ảnh hưởng bởi chính sách thuế đối ứng.
- Cạnh tranh thị trường nội địa bên cạnh VNPT và Viettel về mảng viễn thông.
- Rủi ro tỷ giá USD và JPY tăng cao ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

TỔNG CTCP CÔNG TRÌNH VIETTEL (CTR – HOSE) – MUA

Giá TẠI 28/11/2024: 86.400 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 100.400 VNĐ/cp (+16,2%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận 9T2025 lần đầu vượt mức 400 tỷ đồng. CTR ghi nhận doanh thu đạt 9.940 tỷ đồng (+9,1% svck) và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 436 tỷ đồng (+12,4% svck). Lợi nhuận tăng trưởng tốt nhờ mảng Xây dựng (chiếm 34% DT) tăng +17% svck, mảng Giải pháp tích hợp (chiếm 14,2% DT) và Hạ tầng cho thuê (chiếm 6,3% DT) lần lượt tăng 13% và 41% svck. Tuy nhiên mức tăng của doanh thu đã chậm lại trong 4 năm trở lại đây do mảng đóng góp chính là Vận hành khai thác tăng trưởng chậm lại +0,4% trong 9T2025 bởi thị trường băng thông rộng dần bão hòa. Năm 2026, chúng tôi ưa thích CTR nhờ các yếu tố sau:

- **Xu hướng chuyển dịch vốn FDI và các dự án đầu tư công thúc đẩy tăng trưởng lĩnh vực Xây dựng.** Là mảng có mức doanh thu cao thứ 2 với dư địa phát triển lớn khi Chính phủ quyết tâm thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội đạt mục tiêu tăng trưởng 8% trong năm 2025 và mục tiêu năm 2026 là từ 10% trở lên. Trong đó các dự án lớn của quốc gia như sân bay, cầu, cảng hay đường sắt cao tốc dự kiến là cơ hội cho CTR trong thời gian tới.
- **Câu chuyện 5G kéo dài tăng trưởng cho mảng hạ tầng cho thuê.** Chính phủ đặt mục tiêu phủ sóng 5G tới 90% dân số trên cả nước vào năm 2025 và 99% dân số vào năm 2030. CTR với vai trò là doanh nghiệp chủ lực trong hạ tầng số - tiếp tục triển khai lắp đặt các trạm BTS nhằm tăng độ phủ sóng 5G trên toàn quốc với 2 dự án hạ tầng BTS cho thuê tổng 7.000 nhà trạm, tổng mức đầu tư là 1.996 tỷ đồng, dự kiến đưa vào hoạt động trong năm 2026 và 2027. Tính đến T10/2025, doanh nghiệp vẫn giữ vị trí TowerCo số 1 Việt Nam với 11.550 trạm BTS, 405 trạm BTS có lớn hơn 2 nhà mạng thuê vị trí, tỷ lệ dùng chung đạt 1,03.
- **Giải pháp năng lượng mặt trời (NLMT) và dự án điện gió mới kéo dài tăng trưởng cho mảng Giải pháp tích hợp.** Mặc dù mảng này chỉ chiếm 14% DT tuy nhiên chúng tôi đánh giá các yếu tố sẽ góp phần tăng trưởng doanh thu, bao gồm: **(i)** Chính phủ khuyến khích phát triển điện NLMT mái nhà tự sản xuất tại mỗi hộ gia đình thông qua NĐ 135/2025/NĐ-CP với mục tiêu 50% hộ dân lắp đặt đến năm 2030; **(ii)** Mở rộng dự án điện gió Lệ Thủy 4 với 4 nhà máy, công suất 198MW, tổng mức đầu tư là 317 triệu USD, dự kiến thực hiện từ năm 2026 – 2028.
- **Sức khỏe tài chính lành mạnh** với lượng tiền mặt dồi dào, chiếm 35,6% TTS, nợ vay chiếm 22,5% nguồn vốn chủ yếu là vay ngắn hạn nhằm tài trợ vốn lưu động, phần vay dài hạn tài trợ cho các dự án NLMT và dự án xây dựng trạm BTS cho thuê. Tỷ lệ D/E ở mức an toàn là 0,81 lần. Dòng tiền CFO luôn dương qua các năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Tiến độ giải ngân đầu tư công bị chậm, khách hàng chậm thanh toán ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp.
- Nhu cầu trạm BTS thấp hơn kỳ vọng.

NGÀNH CẢNG – VẬN TẢI BIỂN

Củng cố nền tảng

Triển vọng: **Trung lập**

Khuyến nghị: **Nắm giữ**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading

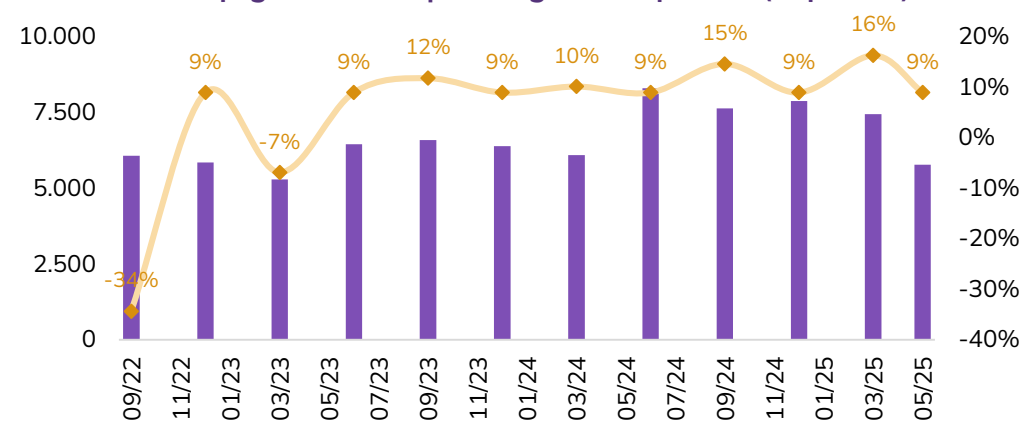


NGÀNH CẢNG BIỂN TRONG NĂM 2026 CÓ THỂ DUY TRÌ TÍCH CỰC

Chúng tôi cho rằng sản lượng hàng hóa qua các cảng biển Việt Nam có khả năng duy trì xu hướng tích cực nhờ các động lực mang tính cấu trúc, hỗ trợ ngành cảng biển tăng trưởng trong năm 2026

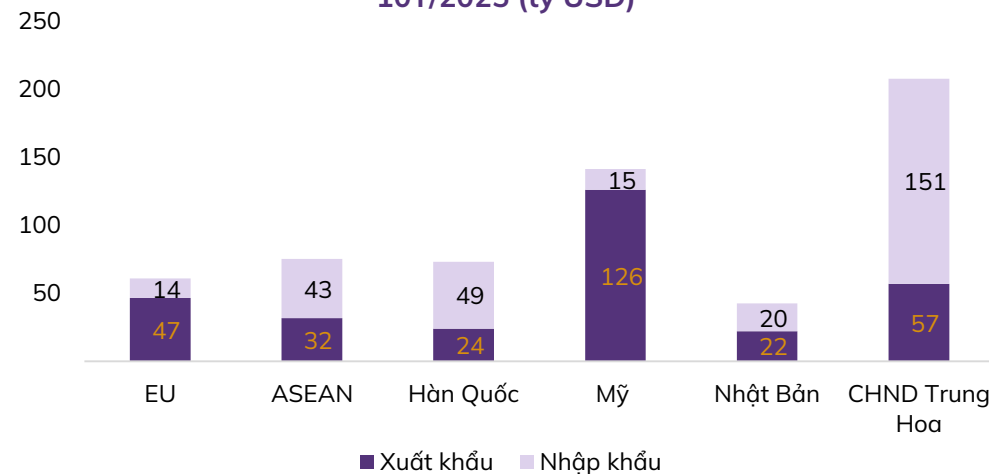
- Mặc dù bị ảnh hưởng bởi thuế quan, sản lượng hàng hóa thông cảng trong năm 2025 vẫn tăng trưởng tích cực. Theo Cục hàng hải Việt Nam, kết thúc quý 3/2025, tổng khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển cả nước đạt hơn 863 triệu tấn, tăng hơn 10% so với cùng kỳ năm 2024. Sản lượng hàng hóa tiếp tục được hỗ trợ bởi các yếu tố:
 - Xuất nhập khẩu giữ đà tăng trưởng. Theo Tổng cục Hải quan, lũy kế 10T/2025, tổng giá trị xuất khẩu cả nước đạt 762,4 tỷ USD (+17,4% svck), trong đó, trị giá xuất khẩu đạt 349 tỷ USD (+16,0% svck) và trị giá nhập khẩu tăng mạnh đạt 332 tỷ USD (+18,8% svck). Sản lượng xuất khẩu đóng góp từ các doanh nghiệp FDI giữ đà tăng trưởng. Số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan cũng cho thấy, tính đến tháng 10/2025, tổng trị giá xuất khẩu hàng hóa của nhóm các doanh nghiệp FDI đạt 296 tỷ USD, tăng 22,8% so với cùng kỳ, chiếm 75,9% tổng trị giá xuất khẩu của cả nước.
 - Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng tiếp tục tập trung vào nhóm hàng máy tính, linh kiện điện tử – mặt hàng chủ lực đóng góp quan trọng vào tăng trưởng thương mại hai chiều của Việt Nam. Trong 9 tháng đầu năm 2025, xuất khẩu nhóm hàng này đạt khoảng 77,5 tỷ USD (+45,9% svck), trong khi nhập khẩu lên tới 118,1 tỷ USD. Thị trường xuất khẩu trọng điểm vẫn là Mỹ, trong khi Trung Quốc tiếp tục giữ vai trò là thị trường nhập khẩu lớn nhất.
- Chúng tôi cho rằng trong năm 2026, sản lượng hàng hóa thông cảng vẫn sẽ tăng trưởng tích cực theo đà tăng trưởng xuất nhập khẩu. Các tổ chức và chuyên gia tại Vietnam Investment Forum 2026 dự báo tổng kim ngạch xuất nhập khẩu năm 2026 của Việt Nam có thể đạt khoảng 800 – 850 tỷ USD, phản ánh mức độ hội nhập sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu.

Sản lượng container qua cảng biển Việt Nam (triệu TEU)



Nguồn: Cục hàng hải, ABS Research

Xuất nhập khẩu của Việt Nam với một số thị trường chính 10T/2025 (tỷ USD)



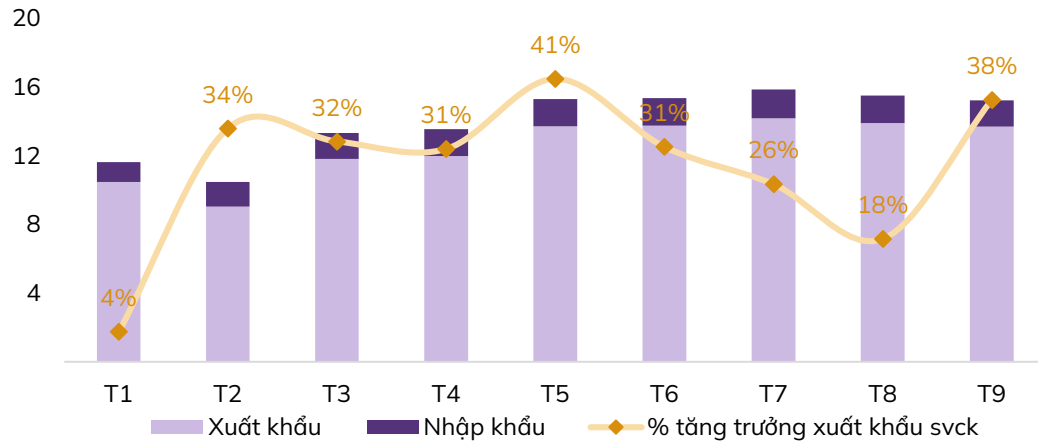
Nguồn: GSO, ABS Research

➤ TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ QUAN - CHƯA ẢNH HƯỞNG ĐÁNG KỂ

Chúng tôi cho rằng thuế đối ứng của Hoa Kỳ có thể phần nào gây sức ép đối sản lượng hàng hóa thông cảng, tuy nhiên đến hiện tại chưa ghi nhận ảnh hưởng đáng kể

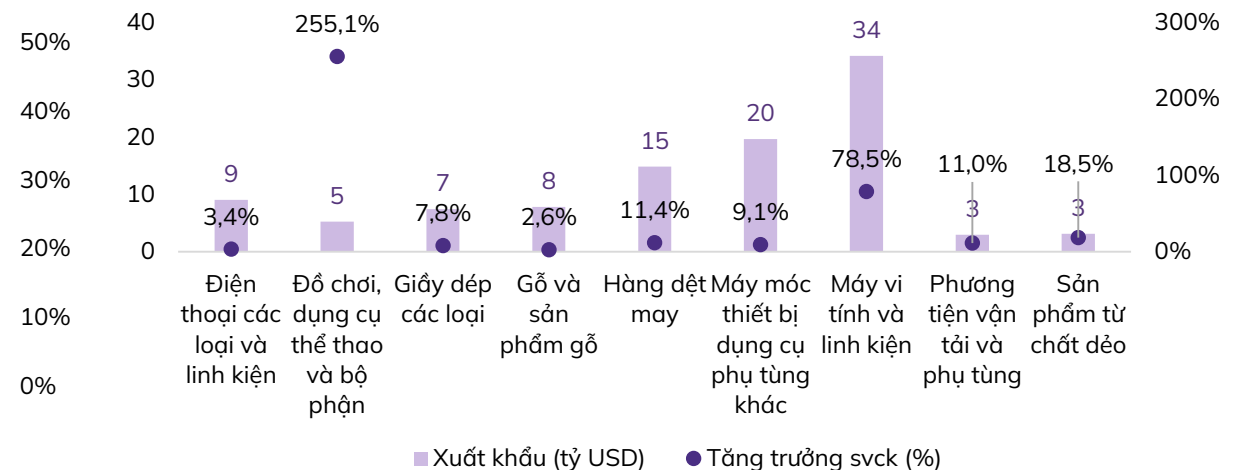
- Trên thực tế, sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu giữa Việt Nam và Hoa Kỳ tiếp tục duy trì xu hướng tăng trưởng trong 10T/2025 đạt hơn 126 tỷ USD (+28% svck), một phần nhờ hiệu ứng tích trữ hàng hóa để đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp.
- Theo thông tin được công bố ngày 26/10/2025, Hoa Kỳ sẽ áp mức thuế 20% đối với hầu hết hàng hóa có xuất xứ Việt Nam. Bên cạnh đó, một số nhóm mặt hàng đặc thù hoặc Mỹ đang thiếu hụt/không tự sản xuất được được liệt kê trong “Annex III” của Executive Order 14346 sẽ được hưởng thuế suất 0%, với điều kiện đáp ứng đầy đủ tiêu chí về xuất xứ và các yêu cầu liên quan. Ở chiều ngược lại, Việt Nam sẽ đẩy mạnh nhập khẩu hàng hóa từ Hoa Kỳ thông qua việc dỡ bỏ dần các rào cản phi thuế quan trong các lĩnh vực như ô tô, thiết bị y tế, dược phẩm và hàng hóa tái sản xuất.
- Theo chuyên gia từ World Bank trong diễn đàn Vietnam Investment Forum ngày 10/11/2025, mức thuế suất trung bình cho hàng hóa Việt Nam đến Mỹ được tính toán ở mức 15,3%. Theo đó, hàng hóa từ Việt Nam vẫn có thể duy trì lợi thế cạnh tranh tương đối khi xuất khẩu sang thị trường Mỹ, đặc biệt so với hàng hóa Trung Quốc. Đồng thời, xu hướng dịch chuyển China+1 tiếp tục củng cố vai trò của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu sang thị trường Mỹ, hỗ trợ nhu cầu vận chuyển container ổn định. Tuy nhiên, triển vọng này cũng đi kèm với yêu cầu khắt khe hơn trong việc kiểm soát xuất xứ (rules of origin), khi các doanh nghiệp Việt Nam cần tuân thủ nghiêm ngặt tiêu chí chứng minh nguồn gốc, tránh nguy cơ bị áp thuế cao hơn do bị nghi ngờ chuyển tải.

Kim ngạch xuất nhập khẩu sang thị trường Mỹ năm 2025 (tỷ USD)



Nguồn: GSO, ABS Research

Top các mặt hàng xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ 10T/2025



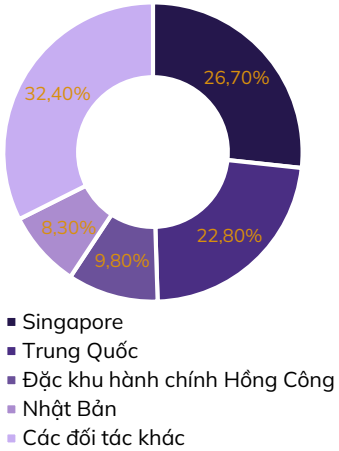
Nguồn: GSO, ABS Research

➤ NGUỒN VỐN FDI LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG TỪ HÀNG HÓA

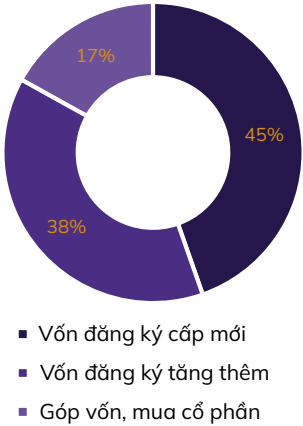
Theo quan điểm của chúng tôi, nguồn vốn FDI nhiều khả năng sẽ vẫn giữ vai trò động lực chính hỗ trợ xu hướng tăng sản lượng hàng hóa.

- Dòng vốn FDI trong năm 2025 duy trì xu hướng tăng dựa trên nền giải ngân cao và mở rộng công suất các FDI hiện hữu. Cụ thể, lũy kế 10 tháng, vốn đăng ký cấp mới, vốn đăng ký điều chỉnh và giá trị góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt 31,52 tỷ USD, tăng 15,6% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, dòng vốn điều chỉnh là động lực tăng trưởng chính với tổng giá trị đạt 12,11 tỷ USD, tăng vọt 45,0% svck. Vốn đăng ký cấp mới và góp vốn mua cổ phần lần lượt đạt 14,07 tỷ USD (-7,6% svck) và 5.34 tỷ USD (+45,1% svck). FDI đã giải ngân được khoảng 21,3 tỷ USD, tăng 8,8% so với cùng kỳ và là con số cao nhất của 10 tháng trong vòng 5 năm qua.
- Động lực duy trì triển vọng tích cực trong năm 2026 bao gồm:
 - Xu hướng “China+1” – giảm phụ thuộc vào Trung Quốc vẫn rõ rệt. Nguồn vốn FDI vào điện tử, bán dẫn, năng lượng tái tạo, logistics tăng đều trong 2024 - 2025 và được kỳ vọng tạo thêm năng lực xuất khẩu từ 2026. Các tập đoàn công nghệ lớn (Apple, Samsung, Foxconn, LG...) tiếp tục mở rộng nhà máy tại Việt Nam, củng cố triển vọng tăng nhu cầu xuất nhập khẩu hàng điện tử, linh kiện và hàng giá trị cao qua hệ thống cảng biển.
 - Việt Nam nổi bật trong khu vực nhờ tham gia số lượng hiệp định thương mại tự do nhiều và đa dạng hơn so với phần lớn các quốc gia khác, trong đó các FTA thế hệ mới như CPTPP và EVFTA giúp mở rộng mạnh không gian thị trường và củng cố vị thế điểm đến FDI dài hạn.
 - Cải cách pháp lý bao gồm các luật định mới nhằm tạo môi trường kinh doanh ổn định, minh bạch hơn.

Cơ cấu vốn trực tiếp nước ngoài theo đối tác 10T/2025



Cơ cấu tổng vốn đầu tư nước ngoài 10T/2025



Nguồn: Fiinpro, ABS Research

So sánh tham gia vào các hiệp định thương mại quốc tế

Hiệp định	Việt Nam	Malaysia	Thái Lan	Philippines	In-đô-nê-xia	Campuchia	Trung Quốc
ASEAN	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
ASEAN-Trung Quốc	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ấn Độ	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Hàn Quốc	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Nhật Bản	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
CPTPP	✓	✓			○		
EU	✓	○	○	○	○	○	
EAEU	✓	○	○			○	○
UK	✓	✓					
RCEP	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
VIFTA (Israel)	✓						○
UAE	○ (đã ký)	✓	○	○	✓	✓	○
EFTA	○	○	○	✓	✓		
ASEAN-Canada	○	○			○		

Chú thích: ✓ đang có hiệu lực; ○ đang đàm phán

Nguồn: KPMG, ABS Research

Chúng tôi cho rằng các kế hoạch đầu tư mở rộng hạ tầng cảng biển và logistics sẽ nâng cao đáng kể năng lực khai thác và hiệu quả vận hành, qua đó củng cố đà tăng trưởng của ngành cảng biển trong dài hạn

- Quy hoạch hệ thống cảng biển đến năm 2030, định hướng đến năm 2050 theo Quyết định 140/QĐ-TTg (ban hành tháng 7/2025) được xây dựng nhằm cụ thể hóa quan điểm phát triển hệ thống cảng biển đã nêu trong Quyết định 1579/QĐ-TTg và Quyết định 442/QĐ-TTg. Theo đó, mục tiêu của hạ tầng hệ thống cảng biển Việt Nam đến năm 2030 nhằm đáp ứng nhu cầu 1) hàng hóa xuất nhập khẩu hàng hóa, giao thương giữa các vùng, miền trong cả nước và 2) hàng trung chuyển, quá cảnh cho các nước trong khu vực; 3) vận tải hành khách nội địa và quốc tế. Đến năm 2030, toàn hệ thống cảng biển Việt Nam dự kiến khai thác 1.249 – 1.494 triệu tấn hàng hóa, trong đó bao gồm 46,3 – 54,3 triệu TEU container chưa bao gồm hàng trung chuyển quốc tế.
- Vốn đầu tư hệ thống cảng biển đến năm 2030 khoảng 351.500 tỷ đồng gồm vốn đầu tư cho hạ tầng hàng hải công cộng khoảng 72.800 tỷ đồng và nhu cầu vốn đầu tư cho bến cảng khoảng 278.700 tỷ đồng (chỉ bao gồm các bến cảng kinh doanh dịch vụ xếp dỡ hàng hóa).
- Nguồn vốn đầu tư là từ nguồn ngoài ngân sách nhà nước, vốn doanh nghiệp và các nguồn vốn hợp pháp khác.

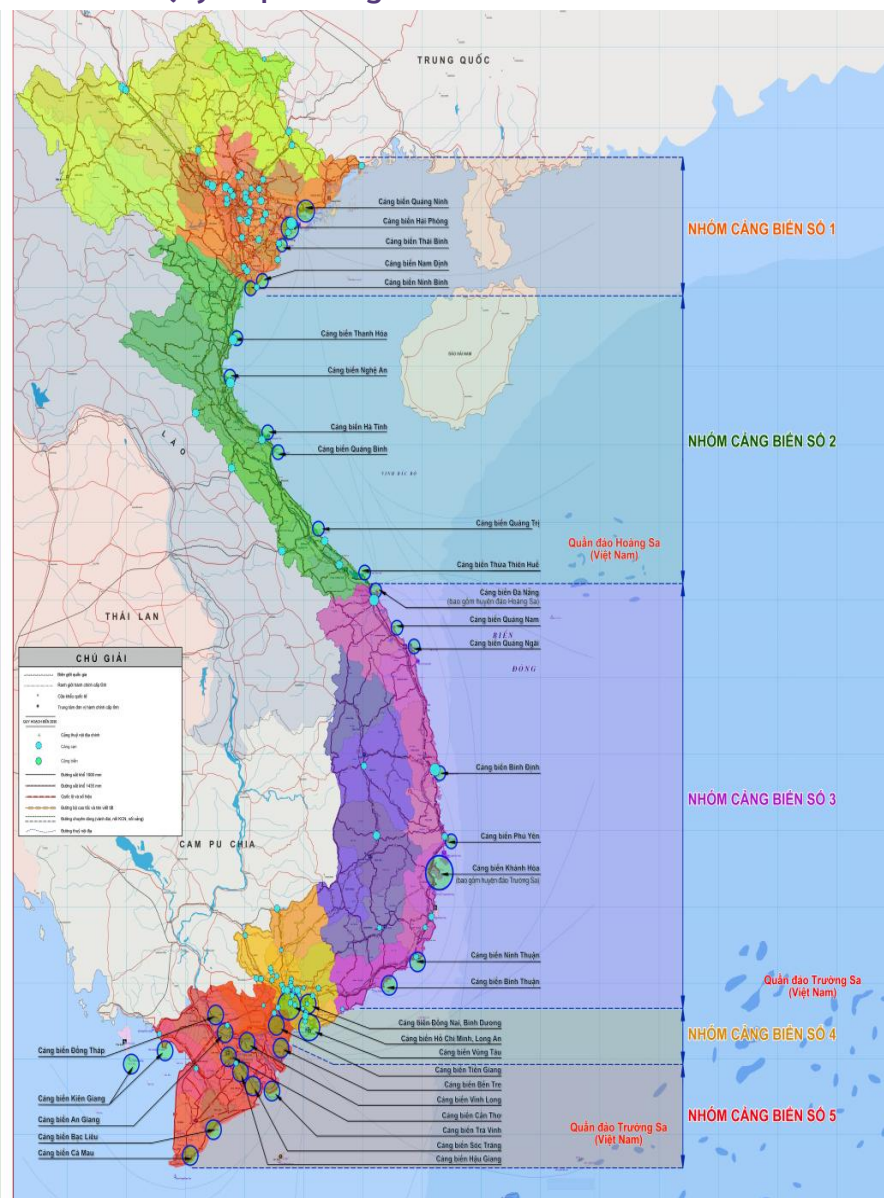
Mục tiêu quy hoạch chung toàn hệ thống cảng biển đến năm 2030

Nội dung	Mục tiêu
Sản lượng hàng hóa thông quan	1.249 – 1.494 triệu tấn
Hàng container	46,3 – 54,3 triệu TEU, chưa bao gồm hàng trung chuyển quốc tế.
Hành khách	17,4 – 18,8 triệu lượt khách
Tổng nhu cầu sử dụng đất	33.800 ha (khu phát triển cảng biển, khu bến Cần Giẽ, KCN – logistics gần cảng); 17.300 ha (bến, kho bãi, hậu phương cảng).
Tổng nhu cầu sử dụng mặt nước	606.000 ha cho bố trí công trình hàng hải.
Tổng nhu cầu vốn đầu tư hệ thống cảng biển	351.500 tỷ đồng (trong đó 72.800 tỷ đồng cho hạ tầng hàng hải công cộng và 278.700 tỷ đồng cho bến cảng kinh doanh xếp dỡ hàng hóa)

Các dự án quy hoạch ưu tiên đến năm 2030

Nhóm cảng	Các dự án đầu tư chính
Nhóm 1 – Hải Phòng	▪ Khai thác bến số 3 đến số 8 tại Lạch Huyện ▪ Xây dựng Cảng Nam Đồ Sơn
Nhóm 2 – Bắc Trung Bộ & Trung Trung Bộ	▪ Cảng Liên Chiểu (Đà Nẵng) – cảng cửa ngõ quốc tế ▪ Đầu tư các cảng khách du lịch & tàu khách quốc tế gần với du lịch biển
Nhóm 3 – Nam Trung Bộ	▪ Cảng Vân Phong – dự án trung chuyển quốc tế ▪ Cảng chuyên dùng phục vụ trung tâm năng lượng, luyện kim, hóa dầu ven biển
Nhóm 4 – Đông Nam Bộ	▪ Mở rộng các bến khu vực Cái Mép – Thị Vải ▪ Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giẽ (TP.HCM)
Nhóm 5 – ĐB sông Cửu Long	▪ Khu bến Trần Đề (Sóc Trăng)

Quy hoạch cảng biển đến năm 2030



Nguồn: Cục Hàng hải và Đường thủy

So với hiện tại, quy hoạch mới thể hiện rõ bước tiến đáng kể về quy mô thông quan, phân bố không gian cảng, vai trò trung chuyển, cũng như mức độ gắn kết với hạ tầng logistics.

- **Quy mô và công năng tăng trưởng rõ rệt.** Quy hoạch đến 2030 đặt mục tiêu nâng lên 1.249–1.494 triệu tấn và 46,3–54,3 triệu TEU container, tăng lần lượt gấp 1,5 -1,8 lượng hàng hóa thông cảng năm 2024. Quy hoạch hướng tới giảm số lượng bến bãi, nhưng tăng quy mô và công năng, tức là chuyển từ hệ thống nhiều bến cảng nhỏ, phân tán sang mô hình ít bến cảng hơn nhưng quy mô lớn và tập trung.
- **Phân chia 5 nhóm cảng biển trong quy hoạch nhằm đáp ứng từng vai trò chiến lược.** Quy hoạch mới phân chia lại chức năng của từng vùng, tổ chức hệ thống cảng biển thành 5 nhóm với vai trò chiến lược rõ ràng. Cụ thể, Nhóm 1 và Nhóm 4 được định vị là các cửa ngõ xuất nhập khẩu quốc tế chủ lực; Nhóm 2 và Nhóm 3 tập trung phát triển các trung tâm cảng ven biển miền Trung nhằm mở rộng năng lực phân phối hàng hoá trên phạm vi vùng; còn Nhóm 5 tận dụng lợi thế hệ thống thủy nội địa để tăng cường dịch vụ logistics và nâng cao năng lực vận tải cho Đồng bằng sông Cửu Long.
- **Cảng trung chuyển quốc tế - một thay đổi lớn.** Hiện nay, Việt Nam chưa có cảng trung chuyển quốc tế theo đúng nghĩa trừ cảng Cái Mép - Thị Vải nhưng tỷ trọng trung chuyển vẫn còn thấp. Quy hoạch chỉ rõ 2 mũi trung chuyển chính: Lạch Huyện là cảng trung chuyển phía Bắc và Cần Giỏi là cảng trung chuyển phía Nam. Đây là bước nhảy chiến lược chưa từng có, đem lại lợi ích chiến lược: i) Tách khỏi phụ thuộc trung chuyển Singapore/Malaysia; ii) Thu hút tuyến tàu mẹ, nâng năng lực cạnh tranh logistics quốc gia; iii) Tăng vai trò Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu; iv) Tạo hiệu ứng lan tỏa lớn cho cả công nghiệp – thương mại – logistics.
- **Về cỡ tàu tiếp nhận, quy hoạch đặt mục tiêu Lạch Huyện tiếp nhận đến 18.000 TEU, Cái Mép – Thị Vải và cảng Cần Giỏi tiếp nhận đến 24.000 TEU.** Việc tăng cỡ tàu tiếp nhận giúp thu hút thêm tuyến dịch vụ trực tiếp đi châu Âu – Bắc Mỹ và tăng năng lực cạnh tranh của hệ thống cảng biển Việt Nam.
- **Logistics và hạ tầng giao thông - trọng tâm xây dựng hệ sinh thái logistics đồng bộ.** Việc gắn các cảng biển với cao tốc, đường sắt, đường thủy nội địa và các khu công nghiệp – kho bãi chuyên dụng tạo nền tảng để giảm chi phí logistics toàn chuỗi, rút ngắn thời gian lưu thông hàng hóa và nâng cao hiệu quả khai thác công suất cảng trong dài hạn.

BẢNG: TÓM TẮT QUY HOẠCH CHI TIẾT NHÓM CẢNG BIỂN, BẾN CẢNG VÀ KẾT NỐI LOGISTICS THỜI KỲ 2021 – 2030, TẦM NHÌN ĐẾN 2050

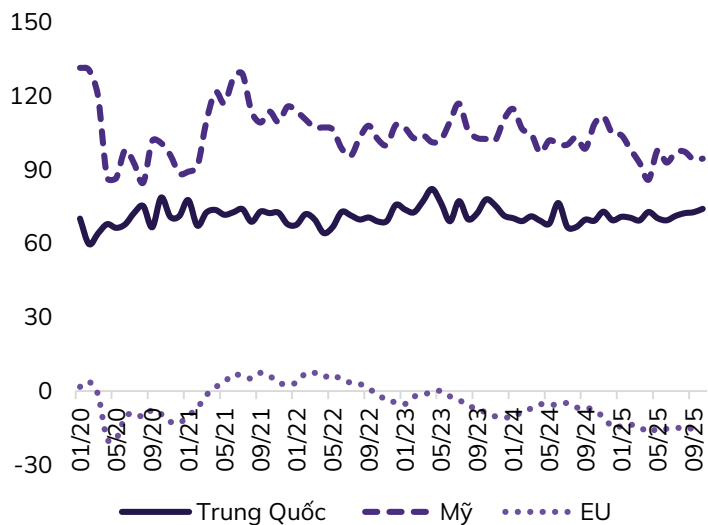
Chỉ tiêu / Nhóm cảng	Nhóm 1	Nhóm 2	Nhóm 3	Nhóm 4	Nhóm 5
Hàng hóa đến 2030 (triệu tấn)	322 – 384	182 – 251	160 – 187	500 – 564	86 – 108
Sản lượng container đến 2030 (triệu TEU không gồm trung chuyển quốc tế)	13 – 16	0,4 – 0,6	2,5 – 3,1	29 – 33	1,3 – 1,8
Hành khách đến 2030 (triệu lượt/năm)	0,281 – 0,302	0,374 – 0,401	3,4 – 3,9	2,8 – 3,1	10,5 – 11,2
Số bến cảng 2030 (bến)	111 – 120	69 – 82	80 – 83	146 – 152	85
Tăng trưởng hàng hóa đến 2050/năm	≈ 5,0 – 5,3%	≈ 3,6 – 4,5%	≈ 4,5 – 5,5%	≈ 3,5 – 3,8%	≈ 5,5 – 6,1%
Tăng trưởng hành khách đến 2050/năm	≈ 1,5 – 1,6%	≈ 0,4 – 0,5%	≈ 1,7 – 1,8%	≈ 0,9 – 1,0%	≈ 1,1 – 1,25%
Đường bộ kết nối	Cầu Tân Vũ; tuyến đường sau cảng Lạch Huyện; tuyến đường sau bến Văn Úc	Tỉnh lộ 513 đến khu bến Nam và Bắc Nghi Sơn; quốc lộ 12C kết nối đến khu bến Vũng Áng, Sơn Dương	Tuyến kết nối khu bến Liên Chiểu; tuyến kết nối ĐT651 vào khu bến Bắc Vân Phong	Đường liên cảng Cát Lái – Phú Hữu; đường vành đai 3 và kép kín vành đai 2; đường Nguyễn Duy Trinh; nút giao Mỹ Thủy; các tuyến đường liên cảng; cap tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	Đường sau cảng Trần Đề; đường Nam Sông Hậu; các tuyến giao thống kết nối khu bến Định An – Trà Vinh
Đường thủy nội địa kết nối	Cầu Đuống – tuyến Hành lang đường thủy số 1	Tuyến đường thủy nội địa sông Mã, sông Lam, sông Gianh, sông Hiếu		Hành lang logistics Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ đến TP HCM; tuyến vận tải quốc tế Campuchia	Đường thủy nội địa kết nối Tây Nam Bộ và TP HCM; giữa sông Tiền và sông Hậu; các tuyến ven biển
Đường sắt kết nối	Khai thác tuyến Yên Viên – Phả Lại – Hạ Long – Cái Lân; Xây dựng tuyến Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng song song với cao tốc Hà Nội Hải Phòng	Đầu tư tuyến Vũng Áng, Tân Ấp – Mụ Giạ	Tuyến Tây Nguyên – Đà Nẵng; đường sắt Bắc Nam về cảng Liên Chiểu – Khánh Hòa	Đường sắt Biên Hòa – Vũng tàu; đường sắt Sài Gòn – Lộc Ninh	

Nguồn: Thông tin Chính phủ, ABS Research

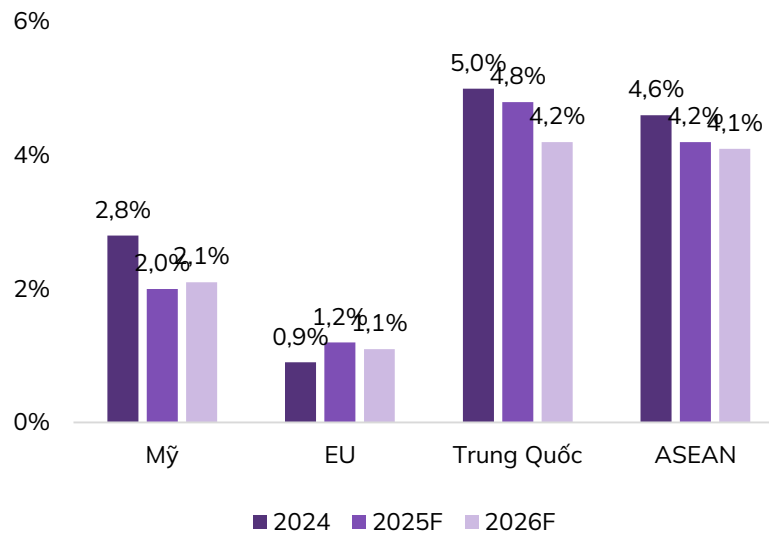
Dù có các động lực nội lực hỗ trợ tăng trưởng, sản lượng hàng hóa có thể bị ảnh hưởng nhất định bởi những biến động vĩ mô toàn cầu.

- **Kinh tế toàn cầu có xu hướng tăng trưởng chậm lại làm ảnh hưởng đến sản lượng hàng hóa.** IMF hiện dự báo tăng trưởng GDP thực toàn cầu trong năm 2026 đạt 3,2%. Trong đó, tăng trưởng GDP của Mỹ được dự báo tăng 2,1% trong năm 2026, trong khi khu vực Eurozone được dự đoán mức tăng trưởng 1,1%. Trung Quốc được dự đoán tăng trưởng khoảng 4,2% do xuất khẩu chịu sức ép từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu và các rào cản thương mại gia tăng.
- **Nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ và EU – hai thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam – đang chững lại.** Nguyên nhân do thị trường lao động hạ nhiệt, lãi suất duy trì ở mức cao và áp lực giá cả vẫn lớn. Riêng tại Mỹ, sức mua còn chịu tác động tiêu cực từ các biện pháp thuế quan làm tăng chi phí hàng hóa nhập khẩu, khiến giá bán lẻ nhiều mặt hàng cao hơn và người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu.
- **Căng thẳng địa chính trị và rủi ro chi phí logistics mặc dù đã suy giảm nhưng vẫn tiềm tàng.** Trong năm 2025, rủi ro và gián đoạn liên quan đến khủng hoảng Biển Đỏ đã hạ nhiệt khi hoạt động tấn công tàu suy giảm đáng kể và các hãng tàu từng bước khôi phục lịch trình tuyến Á – Âu. Tuy nhiên, các rủi ro địa chính trị lớn vẫn hiện hữu, đặc biệt là căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc, xung đột Nga – Ukraine, cùng với nguy cơ bất ổn cục bộ tại các điểm nóng hàng hải khác. Những yếu tố này tiếp tục gây ra mức độ bất ổn nhất định đối với luồng thương mại, sản lượng hàng hóa và chi phí logistics.

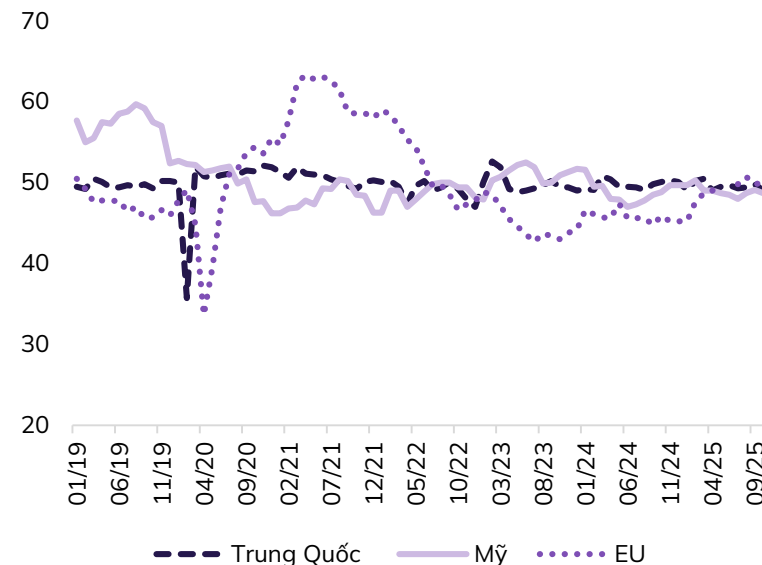
Chỉ số niềm tin tiêu dùng đến 10/2025



Dự báo tăng trưởng GDP tại các thị trường chính



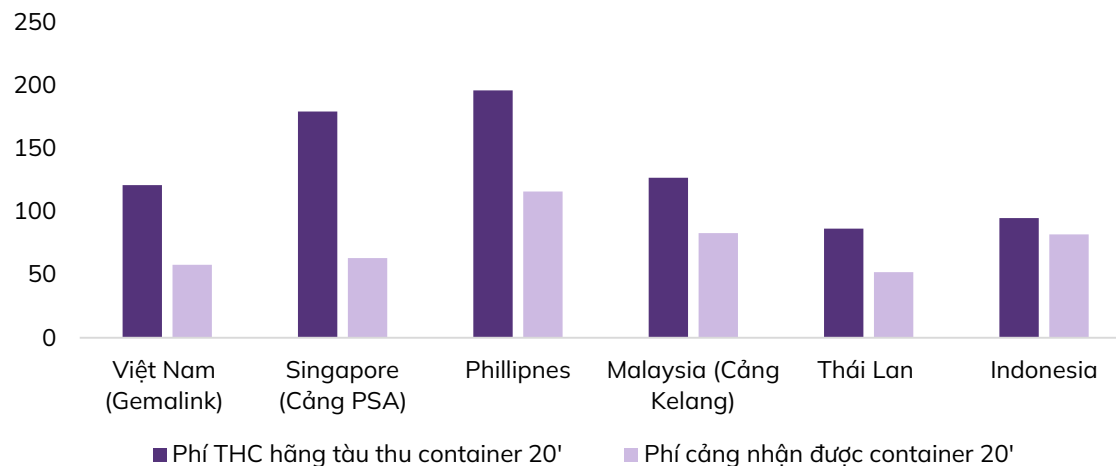
Chỉ số quản lý thu mua PMI đến 10/2025



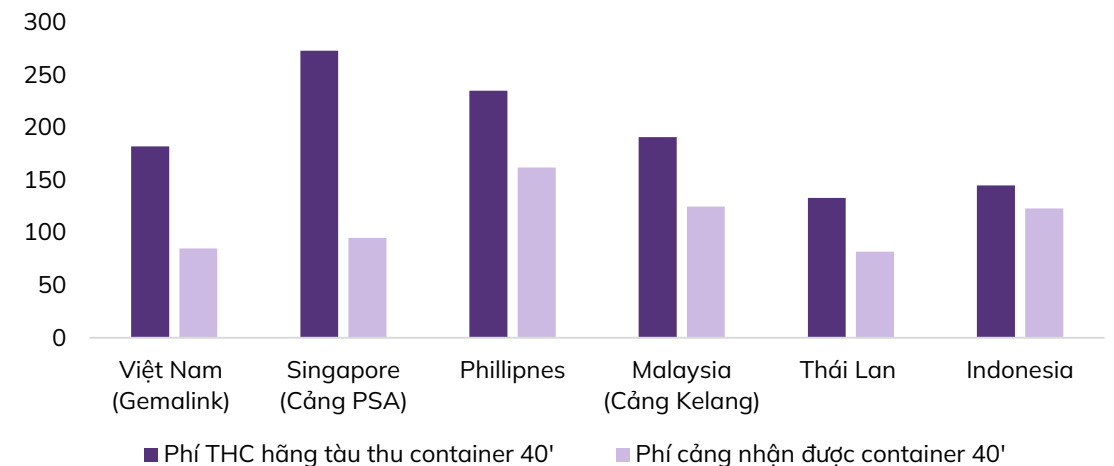
Từ đầu năm 2025, giá dịch vụ bốc dỡ của hầu hết các công ty cảng biển đều đi ngang so với cùng kỳ. Sang năm 2026, chúng tôi cho rằng khả năng điều chỉnh tăng giá dịch vụ bốc dỡ tại các cảng nước sâu là hiện hữu do các yếu tố:

- **Việc điều chỉnh tăng giá bốc dỡ tại các cảng nước sâu vẫn còn dư địa.** Hiện nay, mức giá bốc dỡ đang không phản ánh đúng giá trị dịch vụ của các cảng nước sâu tại Việt Nam. Mặc dù phụ phí THC mà các hãng tàu thu từ chủ hàng đã tiệm cận, thậm chí vượt một số quốc gia trong khu vực, doanh nghiệp cảng chỉ nhận khoảng một nửa giá trị này. Điều này cho thấy chuỗi phân bổ giá trị logistics đang bất cân xứng, khi phần lớn lợi ích rơi vào hãng tàu trong khi cảng phải gánh chi phí đầu tư lớn và tiêu chuẩn vận hành cao. Do đó, việc điều chỉnh tăng giá bốc dỡ tại cảng là cần thiết và còn dư địa để đảm bảo khả năng phát triển bền vững của ngành, nhằm: 1) tránh thất thoát giá trị và nguồn thu quốc gia; 2) mở rộng khả năng tái đầu tư cho cảng biển, đặc biệt khi chi phí đầu tư cho cầu bến, thiết bị xếp dỡ, tự động hóa và các tiêu chuẩn môi trường (cảng xanh – cảng thông minh) đang ngày càng tăng cao.
- Trong bối cảnh này, trong năm 2025, Cục Hàng hải và Đường thủy Việt Nam đã gửi công văn đề nghị các hiệp hội ngành nghề phối hợp xây dựng và hoàn thiện phương án xác định giá dịch vụ bốc dỡ container tại khu vực cảng nước sâu Lạch Huyện và Cái Mép – Thị Vải. Một số doanh nghiệp đầu ngành như Gemadept cũng đã bày tỏ kỳ vọng mức điều chỉnh trong giai đoạn 2025–2026 có thể đạt 10–15%, qua đó tạo thêm nguồn lực tài chính để tái đầu tư hạ tầng, nâng cấp thiết bị, và nâng cao năng lực cạnh tranh dài hạn.

Giá bốc dỡ container 20 feet



Giá bốc dỡ container 40 feet



ÁP LỰC CẠNH TRANH GIA TĂNG TẠI CÁC KHU VỰC CẢNG CHÍNH

Chúng tôi cho rằng các hoạt động mở rộng công suất và hạ tầng sẽ tiếp tục gia tăng cường độ cạnh tranh trong ngành.

- **Khu vực cảng Hải Phòng:** Cạnh tranh tại khu vực cảng Hải Phòng được dự báo sẽ duy trì ở mức rất cao trong giai đoạn tới khi dự án Lạch Huyện 3,4,5,6 và Nam Đình Vũ 3 đi vào khai thác, qua đó bổ sung đáng kể công suất xếp dỡ container cho toàn khu vực và tạo áp lực lớn lên hệ số sử dụng cầu bến của các cảng còn lại. Đồng thời, vào ngày 08/07/2025, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định 1497/QĐ-TTg chấp thuận chủ trương đầu tư Dự án xây dựng bến cảng số 9, 10, 11, 12 với vốn đầu tư 24.846 tỷ đồng, dự kiến hoàn thành đến năm 2035, cho thấy định hướng mở rộng dài hạn của Chính phủ đối với cảng nước sâu phía Bắc, nhưng cũng đồng nghĩa rủi ro dư cung và phân hóa nội ngành sẽ ngày càng rõ nét
- **Khu vực TP Hồ Chí Minh:** Khu vực Cái Mép – Thị Vải (TP. Hồ Chí Minh) quy tụ nhiều cảng nước sâu trọng điểm như Gemalink, CMIT, SSIT, TCIT, TCCT và SP-PSA. Trong bối cảnh mặt bằng giá dịch vụ đã tiệm cận mức trần, các doanh nghiệp buộc phải chuyển trọng tâm cạnh tranh sang chất lượng dịch vụ, công nghệ và quy mô khai thác. Với sự hiện diện của hầu hết các hãng tàu lớn trên thế giới, cuộc cạnh tranh cốt lõi hiện nay nằm ở khả năng thu hút tàu mẹ, mở thêm tuyến dịch vụ xa đi Mỹ – châu Âu, đồng thời nâng cao năng suất xếp dỡ để rút ngắn thời gian quay vòng tàu. Về dài hạn, lợi thế bền vững sẽ nghiêng về những cảng sở hữu kết nối thượng nguồn tối ưu với khu vực TP.HCM mở rộng, được liên thông trực tiếp với mạng lưới cao tốc và tuyến thủy nội địa.

Các cảng nước sâu tại Hải Phòng

Tên dự án	Công ty	Thời gian hoạt động/Dự kiến khai thác	Công suất (triệu TEU/năm)	Cỡ tàu tiếp nhận (DWT)
Lạch Huyện 1,2	HICT	Từ năm 2018	1,1	100.000
Lạch Huyện 3,4	PHP	Q2/2025	1,1	100.000
Lạch Huyện 5,6	Hateco	Q1/2025	1,8	200.000
Nam Đình Vũ	GMD	Q2/2025	1,75	48000 – 70.000
Lạch Huyện 7,8	SNP	Q2/2026	1,5	160.000
Lạch Huyện 9,10	N/A	2026 -2030	N/A	12.000 – 18.000 (TEU)
Lạch Huyện 11,12	N/A	2030 - 2035	N/A	12.000 – 18.000 (TEU)

Các cảng nước sâu tại TP. Hồ Chí Minh

Tên cảng	Công ty	Hãng tàu/liên minh hợp tác	Công suất (triệu TEU/năm)	Cỡ tàu tiếp nhận (DWT)
CMIT	VIMC	Maersk – Gemini Cooperation	1,3 – 1,5	160.000 - 200.000
TCIT + TCTT	SNP	The Premier	2,4	140.000 - 160.000
SSIT	VIMC	SSA Holdings Intl., MSC	1,0	160.000 – 200.000
Gemalink GD1	GMD	CMA-CGM	1,5 – 2,0	200.000 – 230.000
SP-PSA	VIMC	MSC	0,6 – 0,8	80.000 – 120.000

➤ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ - GMD, HAH

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu trên các tiêu chí

- Doanh nghiệp có công suất và thị phần lớn, vị trí địa lý thuận lợi và hệ sinh thái logistics hoàn thiện.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh, rủi ro vay nợ ở mức an toàn.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và so sánh P/E; P/B.

Chỉ tiêu	GMD			HAH		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu	4.832	6.307	6.640	3.992	5.087	5.094
%YoY	25,6%	24,9%	10,0%	52,8%	27,4%	0,1%
LNG	2.135	2.700	2.976	1.267	1.898	1.812
Biên LNG (%)	44,2%	44,7%	44,8%	31,7%	37,3%	35,6%
LNST Công ty mẹ	1.455	1.508	1.643	650	1.137	1.111
%YoY	-24,1%	3,7%	8,9%	16,5%	74,9%	-2,3%
EPS (đ/cp)	3.295	3.366	3.665	5.055	6.352	6.206
BVPS (đ/cp)	33.267	35.385	38.244	27.005	27.801	33.231
Nợ/VCSH (lần)	0,16	0,17	0,16	0,38	0,30	0,23
ROA (%)	8,1%	7,5%	7,6%	8,9%	12,7%	11,0%
ROE (%)	10,6%	10,1%	10,2%	16,4%	20,1%	15,0%

CÔNG TY CỔ PHẦN GEMADEPT (GMD - HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 28/11/2025: 62.300 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 69.400 VNĐ/cp (+10,0%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **KQKD 9T/2025 tăng trưởng tích cực:** Lũy kế 9 tháng, Công ty đạt 4.331 tỷ đồng doanh thu (+26,6% svck), lợi nhuận gộp đạt 1.950 tỷ đồng (+27,2% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 45%, tăng nhẹ svck. LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 1.163 tỷ đồng (-5,0% svck).
- ✓ Công ty có tình hình tài chính lành mạnh với đòn bẩy tài chính thấp. Tỷ lệ nợ vay/VCSH tại thời điểm 9T/2025 đạt 0,17 lần.
- ✓ Sản lượng thông qua cảng trong năm 2026 dự báo tăng trưởng ổn định nhờ: 1) Mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2026 dự kiến trên 10% và xuất nhập khẩu dự báo tiếp tục khả quan; 2) Động lực tăng trưởng trong năm 2026 là dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 3 mới đưa vào vận hành, giúp nâng công suất, mở rộng khả năng tiếp nhận hàng hóa, nâng cao năng lực và vị thế của GMD tại khu vực. Việc giai đoạn 3 của Cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động sẽ bổ sung công suất thiết kế (CSTK) thêm 650.000 TEU/năm, qua đó nâng tổng công suất toàn cụm cảng lên hơn 2 triệu TEU/năm (+54,2% svck).
- ✓ Động lực tăng trưởng dài hạn của GMD đến từ kế hoạch mở rộng Gemalink 2A và 2B. Gemalink giai đoạn 2A có CSTK 950.000 TEU/năm, dự kiến khởi công từ cuối năm 2025 và đưa vào khai thác năm 2027. Giai đoạn 2B sẽ được triển khai sau khi 2A đạt khoảng 85% công suất. Việc hoàn thiện hai giai đoạn mở rộng này sẽ giúp Gemalink nâng tổng công suất đáng kể và củng cố vai trò là cảng nước sâu chiến lược của GMD tại khu vực Cái Mép – Thị Vải.
- ✓ Ngoài ra, công ty dự kiến hoàn tất và ghi nhận việc thoái vốn mảng cao su cuối năm 2025 hoặc đầu năm 2026

RỦI RO

- ✓ Sản lượng thông cảng kém hơn dự báo do tình hình kinh tế và ảnh hưởng của thuế quan
- ✓ Cạnh tranh gay gắt ở khu vực cảng Hải Phòng khi có thêm sự tham gia của các dự án Lạch Huyện 3,4 (PHP) và Lạch Huyện 5,6 (Hateco)
- ✓ Chi phí gia tăng làm giảm biên lợi nhuận gộp.

CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HAH - HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 28/11/2025: 60.900 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 66.100 VNĐ/cp (+8,5%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **KQKD 9T/2025 tăng vượt trội nhờ mở rộng đội tàu và giá cước vận tải tăng cao.** Lũy kế 9T/2025, doanh thu đạt 3.791 tỷ đồng (+36,3% svck), lợi nhuận gộp đạt 1.447 tỷ đồng (+93,4% svck), biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên 38,2% (+11,3 điểm phần trăm svck). LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 899 tỷ đồng (+142,7% svck). KQKD tích cực là nhờ: (i) Thêm 02 tàu là Haian Gama và Haian Zeta vào khai thác giúp tăng sản lượng vận tải; (ii) Giá cước vận tải tăng svck; (iii) Kết quả kinh doanh các công ty con, công ty liên kết đều tăng svck. Mới đây, trong tài liệu ĐHĐCĐ bất thường năm 2025, công ty đã điều chỉnh doanh thu kế hoạch năm 2025 lên 5.057 tỷ đồng (+26,7% svck), LNST hợp nhất là 1.140 tỷ đồng (+42,5% svck), cho thấy kết quả kinh doanh trong năm 2025 tích cực.
- ✓ Sản lượng khai thác trong năm 2026 dự báo tăng trưởng ổn định nhờ: 1) Triển vọng xuất nhập khẩu tăng trưởng ổn định hỗ trợ sản lượng vận chuyển; 2) Công ty tích cực mở rộng các tuyến vận tải nội địa và quốc tế, tăng độ cạnh tranh và nhận diện của Công ty trong lĩnh vực logistics khu vực Nội Á. Tính đến nay, công ty đã mở được 6 tuyến vận tải nội Á, trực tiếp kết nối hàng hóa giữa Việt Nam với các nước trong khu vực như Hong Kong, Trung Quốc, Singapore, Malaysia, Ấn Độ và Campuchia;
- ✓ Trong dài hạn, chiến lược mở rộng đội tàu và hội nhập hệ sinh thái logistics đang trở thành bộ phận tăng trưởng cho HAH. Công ty đặt trọng tâm vào chiến lược mở rộng đội tàu với việc đầu tư đóng mới các tàu container cỡ lớn (từ 2.300 đến 3.000 TEU), gia tăng năng lực vận tải quốc tế. Đồng thời, việc hợp tác với Viconship để thành lập Hải An Green Shipping Lines và đầu tư vào đóng mới tàu 7.000 TEU cho phép HAH chủ động nguồn cung tàu hiện đại, nắm bắt cơ hội dịch chuyển đơn hàng trong bối cảnh thị trường vận tải toàn cầu biến động.
- ✓ Việc nằm trong hệ sinh thái logistics của VSC giúp HAH kết nối chặt chẽ giữa khai thác cảng, dịch vụ lưu kho và vận tải biển – tạo lợi thế cạnh tranh về dịch vụ trọn gói. Điều này không chỉ gia tăng sản lượng tự khai thác mà còn nâng cao khả năng tối ưu hóa đội tàu.

RỦI RO

- ✓ Giá cước vận tải biển bao gồm cước giao ngay và định hạn có nguy cơ suy giảm từ cuối năm 2025 do bình ổn tuyến đường qua Biển Đỏ và dư cung đội tàu
- ✓ Sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu phụ thuộc vào tình hình thuế quan.
- ✓ Rủi ro pha loãng quyền lợi cổ đông hiện hữu từ trái phiếu chuyển đổi.

NGÀNH HÀNG KHÔNG

Tiếp đà tăng trưởng

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



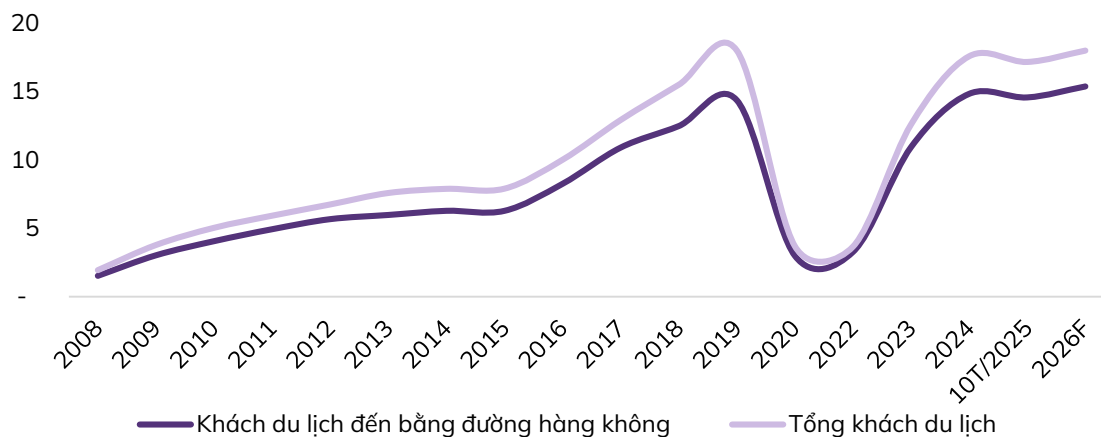
❖ NGÀNH HÀNG KHÔNG DỰ KIẾN TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Chúng tôi cho rằng ngành hàng không sẽ tăng trưởng tích cực trong năm 2026 với sự phục hồi của du lịch quốc tế và nội địa

- Ngành hàng không trong các tháng đầu năm 2025 đạt được kết quả ấn tượng. Cụ thể, trong 11 tháng đầu năm 2025, ngành hàng không phục vụ tổng thị trường hành khách đạt hơn 69 triệu khách (+11% svck) và hơn 1 triệu tấn hàng hóa (+18% svck). Trong đó, vận chuyển quốc tế ghi nhận kết quả rất khả quan với hơn 38 triệu khách (+13% svck) và hơn 1 triệu tấn hàng hóa (+23% svck). Vận chuyển nội địa đạt gần 31 triệu khách (+7% svck) và gần 187 ngàn tấn hàng hóa, tương ứng năm ngoái. Kết quả tích cực đạt được là nhờ lượng khách du lịch, đặc biệt là khách quốc tế hồi phục rõ rệt. Dự kiến cả năm 2025, thị trường vận tải hàng không của Việt Nam sẽ đạt khoảng 84 triệu khách và 1,4 triệu tấn hàng hoá, tương ứng tăng 11,4% về hành khách và 18% về hàng hoá so với năm 2024.
- Chúng tôi cho rằng trong năm 2026 sẽ là năm ngành hàng không tiếp đà tăng trưởng. Cụ thể, Việt Nam đã được Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA) đánh giá là một trong những thị trường vận tải hàng không tăng trưởng ấn tượng nhất tại Đông Nam Á. Theo dự báo của Cục Hàng không Việt Nam, sản lượng vận chuyển toàn ngành có thể đạt 95 triệu lượt hành khách, tương ứng tăng khoảng 13% so với năm 2025. Các động lực tăng trưởng bao gồm:

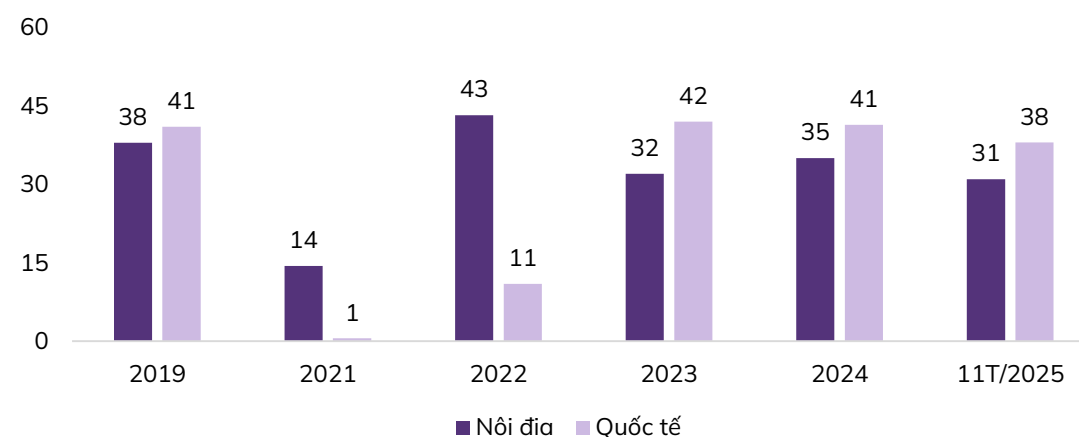
- 1) Du lịch dự kiến tiếp tục khả quan
- 2) Các văn bản pháp lý hỗ trợ tích cực cho thị trường vận tải hàng không phát triển
- 3) Các dự án hạ tầng chiến lược được đưa vào khai thác hoặc được thúc đẩy triển khai tạo cơ sở vật chất để nâng cao năng lực khai thác
- 4) Xu hướng mở rộng đội tàu bay của các DN hàng không

Tổng lượt khách du lịch quốc tế đến Việt Nam (triệu lượt người)



Nguồn: Cục Du lịch, ABS Research

Thị trường hành khách đường hàng không (triệu khách)

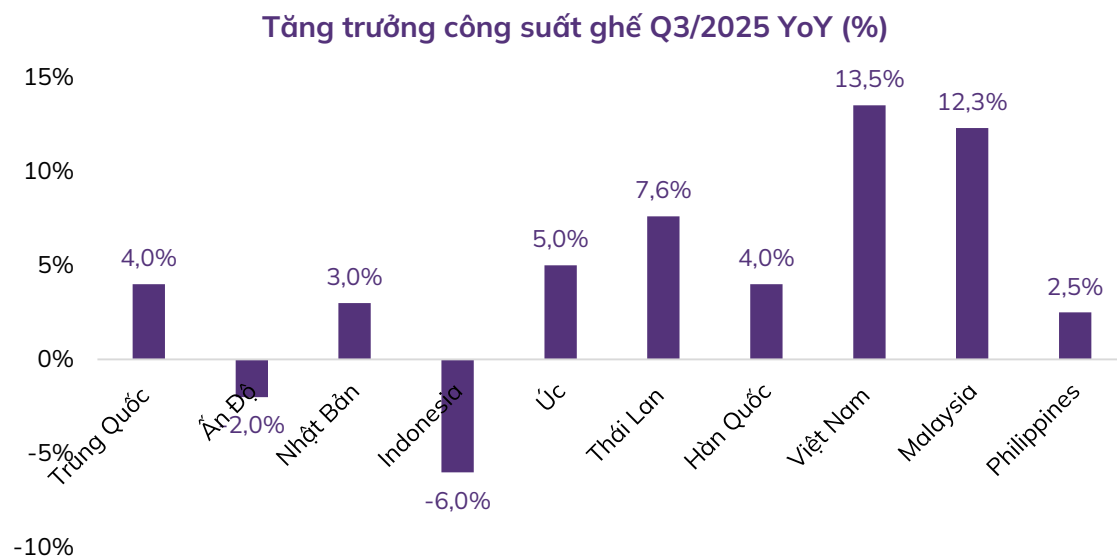


Nguồn: Cục hàng không, ABS Research

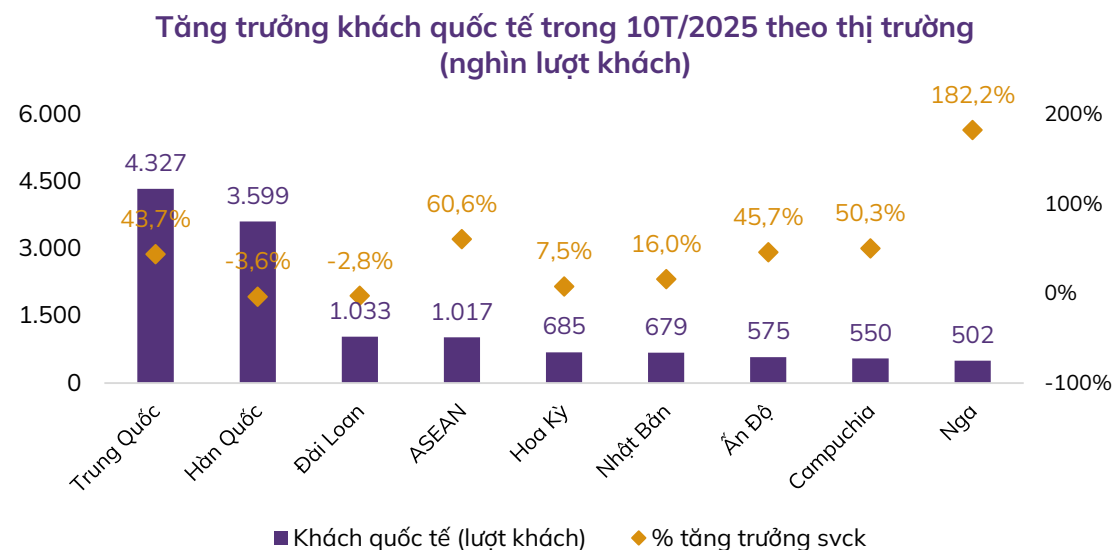
DU LỊCH QUỐC TẾ TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ

Sản lượng khách du lịch quốc tế dự kiến gia tăng mạnh mẽ, là động lực tăng trưởng chính của ngành hàng không

- Theo Quyết định 509/QĐ-TTg ngày 13/06/2024 về Quy hoạch hệ thống du lịch thời kỳ 2021-2030, mục tiêu đến năm 2030, Việt Nam đặt mục tiêu 35 triệu lượt khách quốc tế, tăng trưởng 13 - 15%/năm, đón 160 triệu lượt khách nội địa, tốc độ tăng trưởng khách nội địa từ 4 – 5%/năm; đóng góp 13-14% trong GDP.
- Chúng tôi cho rằng, sản lượng vận tải hành khách quốc tế trong năm 2026 sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ các yếu tố:
 - Việt Nam hiện đang đứng thứ 7 thế giới về tốc độ tăng trưởng lượng tìm kiếm theo Google Destination Insights, cho thấy xu hướng là điểm đến du lịch được yêu thích toàn cầu nhờ sự đa dạng của các sản phẩm văn hóa – du lịch và tình hình an ninh trật tự ổn định.
 - Nghị quyết 44/NQ-CP ngày 07/03/2025 quy định miễn thị thực 45 ngày cho công dân 12 quốc gia, qua đó vừa kích thích nhu cầu du lịch vừa nâng cao năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong khu vực. Đồng thời, Chính phủ tiếp tục chỉ đạo mở rộng phạm vi miễn thị thực, cải cách thủ tục hành chính và nâng cấp hệ thống thị thực điện tử nhằm tạo thuận lợi thu hút khách quốc tế.
 - Các hãng hàng không Việt Nam đang xúc tiến mở thêm đường bay thẳng đến Úc, Ấn Độ, Trung Đông và Đông Bắc Á, đồng thời tăng tần suất ở các đường bay du lịch trọng điểm như Nhật Bản, Hàn Quốc và Thái Lan, sau khi nhu cầu tăng trở lại rõ rệt.



Nguồn: IATA, ABS Research



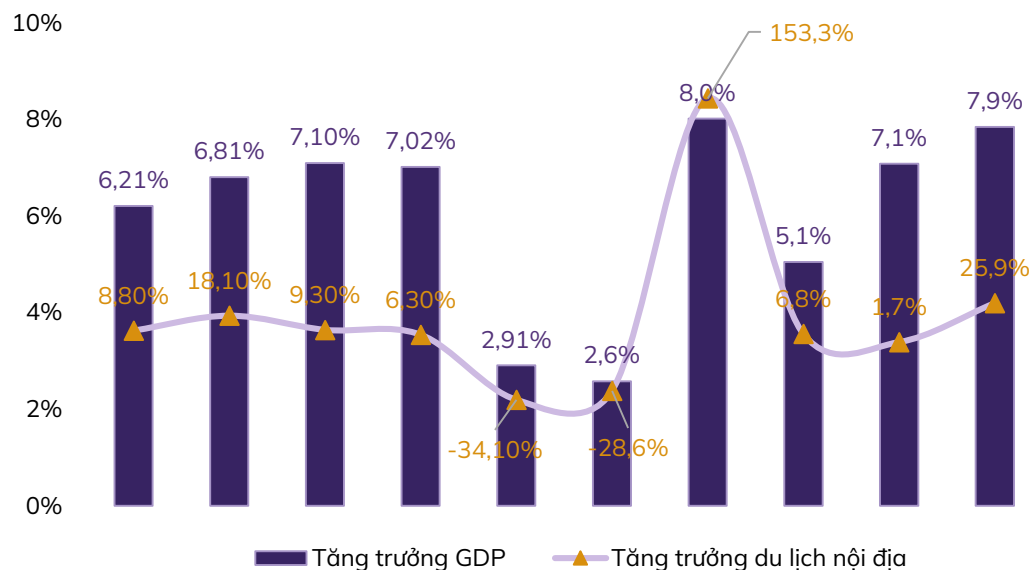
Nguồn: Cục Du lịch, ABS Research

DU LỊCH NỘI ĐỊA DỰ KIẾN KHẢ QUAN

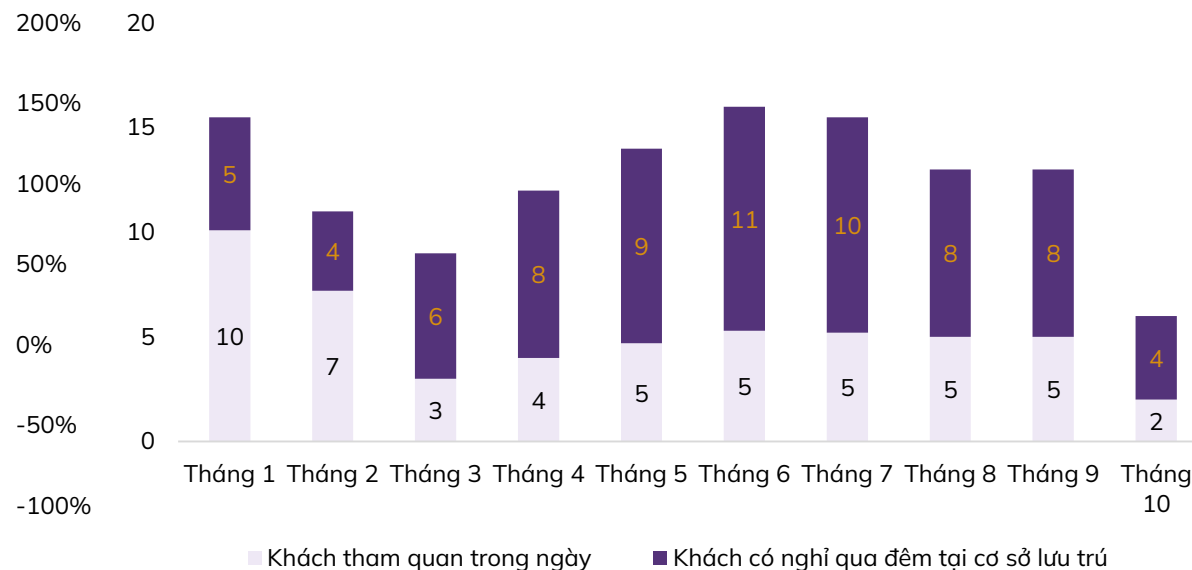
Sản lượng khách du lịch nội địa tăng trưởng ổn định, nâng đỡ ngành hàng không

- Trong khi đó, du lịch nội địa bằng đường hàng không cũng sẽ phục hồi tích cực nhờ các yếu tố:
 - Kinh tế dự kiến tăng trưởng 2 con số trong năm tới & thu nhập người dân cải thiện là yếu tố thúc đẩy chi tiêu cho du lịch, nghỉ dưỡng và đi lại trong nước.
 - Xu hướng quay trở lại du lịch trong nước. Theo báo cáo Xu hướng du lịch 2026 từ Agoda, dữ liệu cho thấy sự chuyển dịch rõ rệt trong tâm lý du khách khi 50% người Việt được hỏi khẳng định ưu tiên các kế hoạch du lịch nội địa trong năm 2026 thay vì ra nước ngoài.
 - Cơ sở hạ tầng và sản phẩm du lịch được nâng cấp, với nhiều điểm đến mới, xu hướng các chuyến đi ngắn lan rộng, cùng các chương trình kích cầu của địa phương và doanh nghiệp du lịch.
- Tuy nhiên, sản lượng khách du lịch nội địa có thể bị ảnh hưởng khi 1) chi phí giá vé máy bay liên tục neo cao; 2) xu hướng thắt chặt chi tiêu do tình hình kinh tế vẫn còn bất ổn.

Tăng trưởng GDP và tăng trưởng lượt khách du lịch nội địa (%)



Cơ cấu khách du lịch nội địa 10T/2025 (triệu lượt)

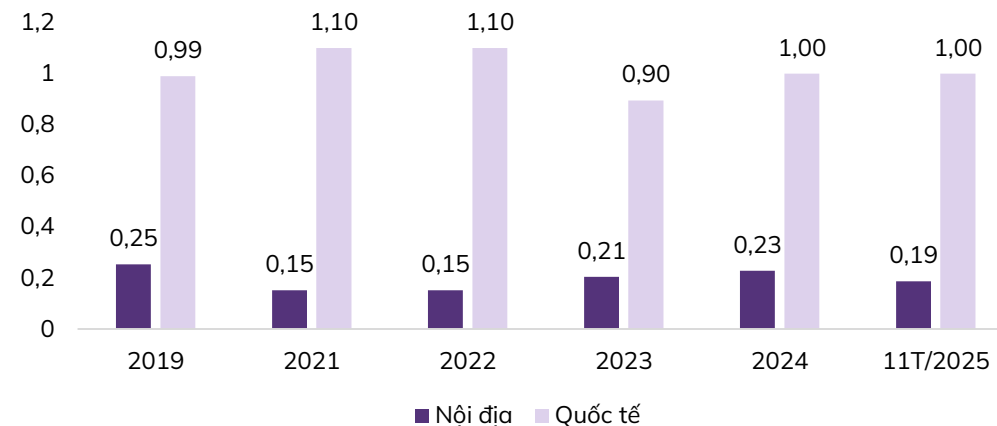


❖ SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA VẬN CHUYỂN TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

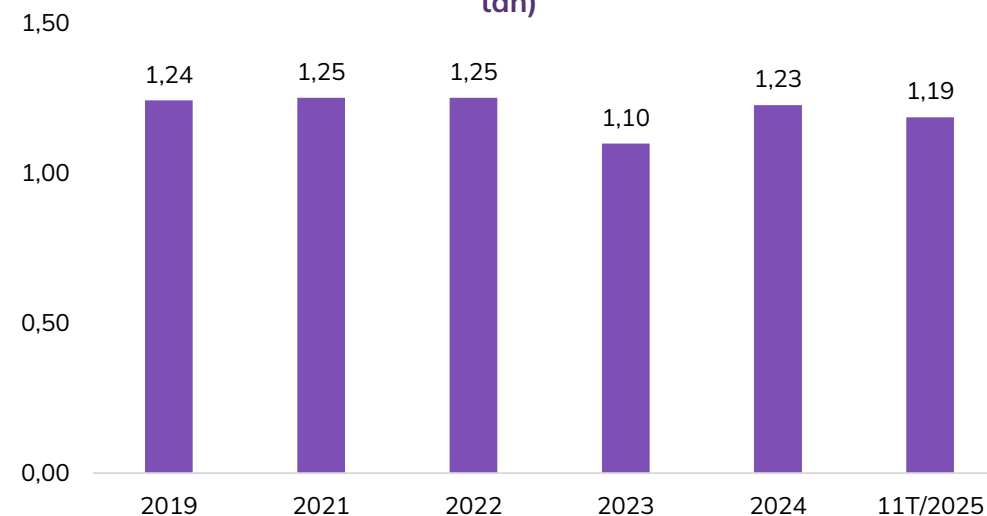
Sản lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không tiếp tục gia tăng trong năm 2026, hỗ trợ mục tiêu trở thành trung tâm logistics trong khu vực

- Trong năm 2026, Cục hàng không dự báo thị trường sẽ có thể phục vụ 1,6 triệu tấn hàng hóa (+15% svck).
- Sản lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không Việt Nam sẽ tăng trưởng nhờ các yếu tố:
 - Xuất khẩu hàng giá trị cao tiếp tục là động lực chính. Việt Nam hiện là một điểm sản xuất – xuất khẩu quan trọng của Đông Nam Á, đặc biệt ở các mặt hàng giá trị cao như điện tử, linh kiện, dệt may, da giày... vốn cần vận chuyển nhanh và an toàn. Điều này tạo ra nhu cầu vận tải hàng không cao và mở ra khả năng thu hút dòng hàng trung chuyển quốc tế, không chỉ dừng lại ở xuất – nhập khẩu trực tiếp.
 - Thương mại điện tử xuyên biên giới và dịch vụ logistics hàng không tiếp tục xu hướng tăng trưởng. Theo báo cáo của IATA cuối tháng 11, các hãng hàng không châu Á – Thái Bình Dương ghi nhận nhu cầu hàng hóa vận chuyển hàng không (air-cargo) trong tháng 10 tăng 8,3% YoY, trong khi công suất chuyên chở tăng 7,3%, đánh dấu nhiều tháng tăng trưởng liên tiếp, phản ánh nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường không đang phục hồi rõ rệt.
 - Chiến lược phát triển đội bay chở hàng hóa chuyên dụng của các hãng trong nước được đẩy mạnh. Vietnam Airlines dự kiến đưa 2 – 5 tàu chở hàng chuyên dụng vào khai thác trong giai đoạn 2026 – 2030, khởi đầu bằng việc khai thác 2 tàu bay hàng hóa ngay trong quý IV/2025 với định hướng coi vận tải hàng hóa là một trụ cột tăng trưởng dài hạn.
 - Việc nâng cấp, mở rộng các nhà ga hàng hóa và trung tâm logistics tại Nội Bài, Tân Sơn Nhất và đặc biệt là sân bay Long Thành giai đoạn 1 sẽ giúp tăng đáng kể năng lực thông quan hàng không, qua đó tạo dư địa cho sản lượng hàng hóa tiếp tục đi lên trong năm 2026,

Cơ cấu vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không (triệu tấn)



Thị trường vận chuyển hàng hóa đường hàng không (triệu tấn)



- Các Dự thảo sửa đổi, bổ sung văn bản pháp lý, quy định luật hàng không cho thấy định hướng nâng cao hiệu quả quản lý nhà nước, thúc đẩy phát triển hạ tầng – dịch vụ và tạo hành lang pháp lý đồng bộ hơn để đáp ứng yêu cầu tăng trưởng của ngành hàng không trong giai đoạn mới.
- Cùng với Dự thảo Luật Hàng không dân dụng Việt Nam (sửa đổi) đang được Quốc hội xem xét, cho ý kiến, Cục Hàng không Việt Nam được giao rà soát, sửa đổi đồng bộ các Nghị định, Thông tư trong lĩnh vực hàng không nhằm hoàn thiện thể chế minh bạch, hiện đại, phù hợp chuẩn của Tổ chức Hàng không dân dụng Quốc tế (ICAO).
 - Việc sửa đổi đồng bộ hệ thống văn bản chuyên ngành hàng không giúp: 1) Khắc phục chồng chéo, bất cập trong quản lý; 2) Chuẩn hóa quy trình, đơn giản hóa thủ tục, giảm chi phí tuân thủ cho doanh nghiệp; 3) Nâng cao hiệu lực giám sát an toàn bay, tạo động lực mới cho phát triển bền vững ngành hàng không.
 - Phạm vi điều chỉnh là toàn diện hoạt động hàng không dân dụng (hạ tầng, tàu bay, nhân lực, an toàn – an ninh).

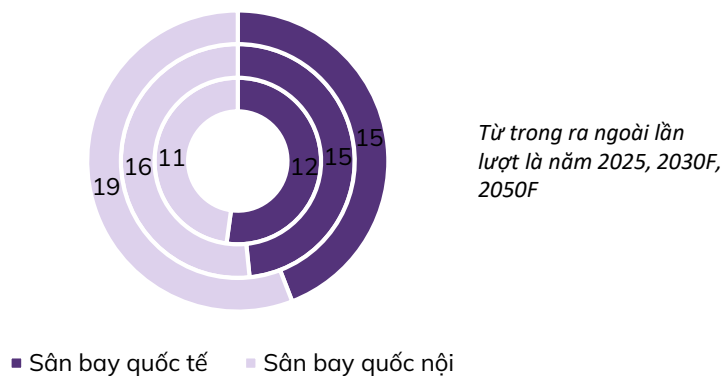
Một số nội dung sửa đổi, điều chỉnh chính Luật Hàng không Dân dụng

Nhóm nội dung	Phân loại	Nội dung chính	Mục tiêu – tác động
1. Thể chế quản lý nhà nước về hàng không	Sửa đổi	Quy định về Nhà chức trách hàng không và Nhà chức trách an ninh hàng không, phân định rõ thẩm quyền	Nâng cao năng lực quản lý, giám sát
	Bổ sung	Áp dụng pháp luật đối với hoạt động hàng không dân dụng của lực lượng vũ trang và cơ quan nhà nước	Hoàn thiện hành lang pháp lý cho hoạt động bay chuyên dụng
	Bổ sung	Chính sách quản lý vận tải hàng không tầm thấp (UAV và phương tiện bay mới)	Quản lý xu hướng vận tải mới, phù hợp thông lệ quốc tế
2. Quản lý hoạt động bay và đội tàu bay	Sửa đổi	Quy định về quản lý, khai thác tàu bay; xuất khẩu tàu bay; tổ chức, sử dụng và khai thác vùng trời, quản lý hoạt động bay; hoạt động hàng không chung, hàng không chuyên dùng và vận chuyển hàng không thương mại; nhân viên hàng không	Phù hợp với quy định sử dụng, bảo vệ vùng trời, bảo đảm quốc phòng và an ninh quốc gia; bảo vệ quyền lợi khách hàng, nâng chất lượng dịch vụ; tạo điều kiện phát triển hàng không chung
	Bổ sung	Quản lý đội tàu bay của các hãng hàng không Việt Nam phù hợp năng lực giám sát an toàn	Kiểm soát tăng trưởng đội tàu bay bền vững
	Bổ sung	Quy định về quyền lợi quốc tế đối với tàu bay trong hệ thống đăng ký quốc tế	Giảm tranh chấp tài sản, phù hợp ICAO và thông lệ quốc tế
3. Quy hoạch, đầu tư xây dựng và khai thác cảng hàng không	Sửa đổi	Quy định về quy hoạch, đầu tư xây dựng và khai thác cảng hàng không, công trình tại cảng hàng không	Nâng cao năng lực trung chuyển hành khách, huy động đa dạng nguồn vốn và phương thức đầu tư
4. Phí, lệ phí và giá dịch vụ hàng không	Bổ sung	Danh mục phí, lệ phí và giá thuộc lĩnh vực hàng không	Đảm bảo cạnh tranh lành mạnh, nâng cao chất lượng dịch vụ
6. Công nghệ, dữ liệu và công nghiệp hàng không	Bổ sung	Cơ sở dữ liệu ngành hàng không dân dụng; chuyển đổi số, ứng dụng khoa học công nghệ	Hiện đại hóa quản lý nhà nước, tối ưu cơ sở dữ liệu quốc gia
	Bổ sung	Phát triển công nghiệp hàng không, tăng năng lực sản xuất trong nước	Chủ động về công nghệ và chuỗi cung ứng
	Bổ sung	Ứng dụng công nghệ mới, phương tiện/loại hình vận tải mới, vật liệu tiên tiến	Bắt kịp xu thế phát triển hàng không hiện đại toàn cầu

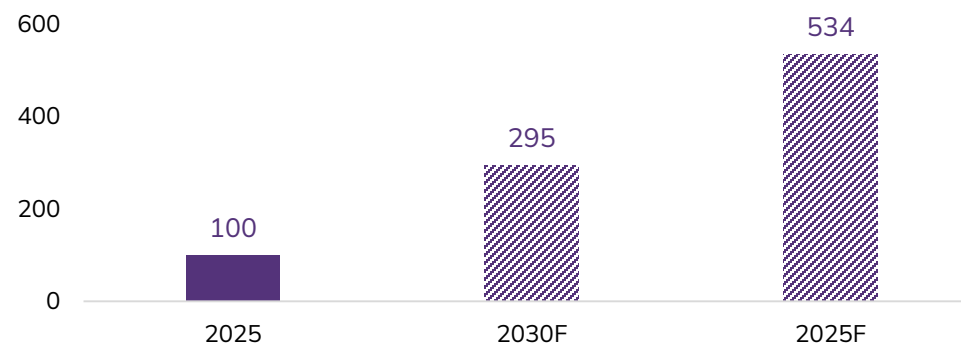
Chúng tôi cho rằng các dự án hạ tầng được đưa vào khai thác hoặc thúc đẩy triển khai sẽ tạo nền móng phát triển dài hạn cho ngành hàng không.

- Việt Nam hiện có 22 cảng hàng không, trong đó có 12 sân bay quốc tế và 11 sân bay nội địa.
- Theo quy hoạch điều chỉnh đến năm 2030, định hướng 2050, Việt Nam đặt mục tiêu mở rộng mạnh mẽ mạng lưới cảng hàng không nhằm đáp ứng nhu cầu tăng trưởng vận tải và hỗ trợ phát triển vùng. Từ nền tảng hiện có, hệ thống dự kiến tăng lên đạt 31 sân bay vào năm 2030 (+41% svck), nâng tổng công suất toàn mạng lưới lên khoảng 295 triệu hành khách mỗi năm vào năm 2030 (+193,3% so với năm 2025) và 534 triệu lượt hành khách trong năm 2050 (+431,4% so với năm 2025).
- Định hướng mở rộng này nhằm giải quyết tình trạng quá tải tại nhiều sân bay lớn, tăng khả năng tiếp cận giao thông hàng không của người dân, thúc đẩy phát triển kinh tế – xã hội ở các vùng còn hạn chế hạ tầng, đồng thời nâng cao năng lực cạnh tranh quốc tế của ngành hàng không Việt Nam trong bối cảnh hội nhập sâu rộng.
- Miền Bắc: Tập trung vào các sân bay phục vụ kết nối vùng và phát triển du lịch vùng núi Tây Bắc (Sapa, Lai Châu, Nà Sản). Ngoài ra, sân bay quốc tế Gia Bình nằm ở khu vực sông Hồng đóng góp vai trò chiến lược mở rộng hạ tầng kết nối du lịch và kinh tế với thủ đô Hà Nội.
- Miền Trung: Chiến lược phát triển sân bay hướng tới mở rộng kết nối du lịch biển – cao nguyên, đồng thời hình thành các trung tâm logistics mới. Trong đó, sân bay Vân Phong được kỳ vọng trở thành đầu mối logistics biển – hàng không đa phương thức, phục vụ vận chuyển hàng hóa quốc tế.
- Miền Nam: Sân bay Quốc tế Long Thành định hướng trở thành trung tâm trung chuyển hành khách và hàng hóa quốc tế, trong khi sân bay Biên Hòa phục vụ thương mại và vận tải nội địa. Sự phân công này giúp giảm áp lực cho Tân Sơn Nhất, đồng thời nâng cao năng lực kết nối cả nước với thị trường quốc tế.

Thống kê số lượng cảng hàng không Việt Nam

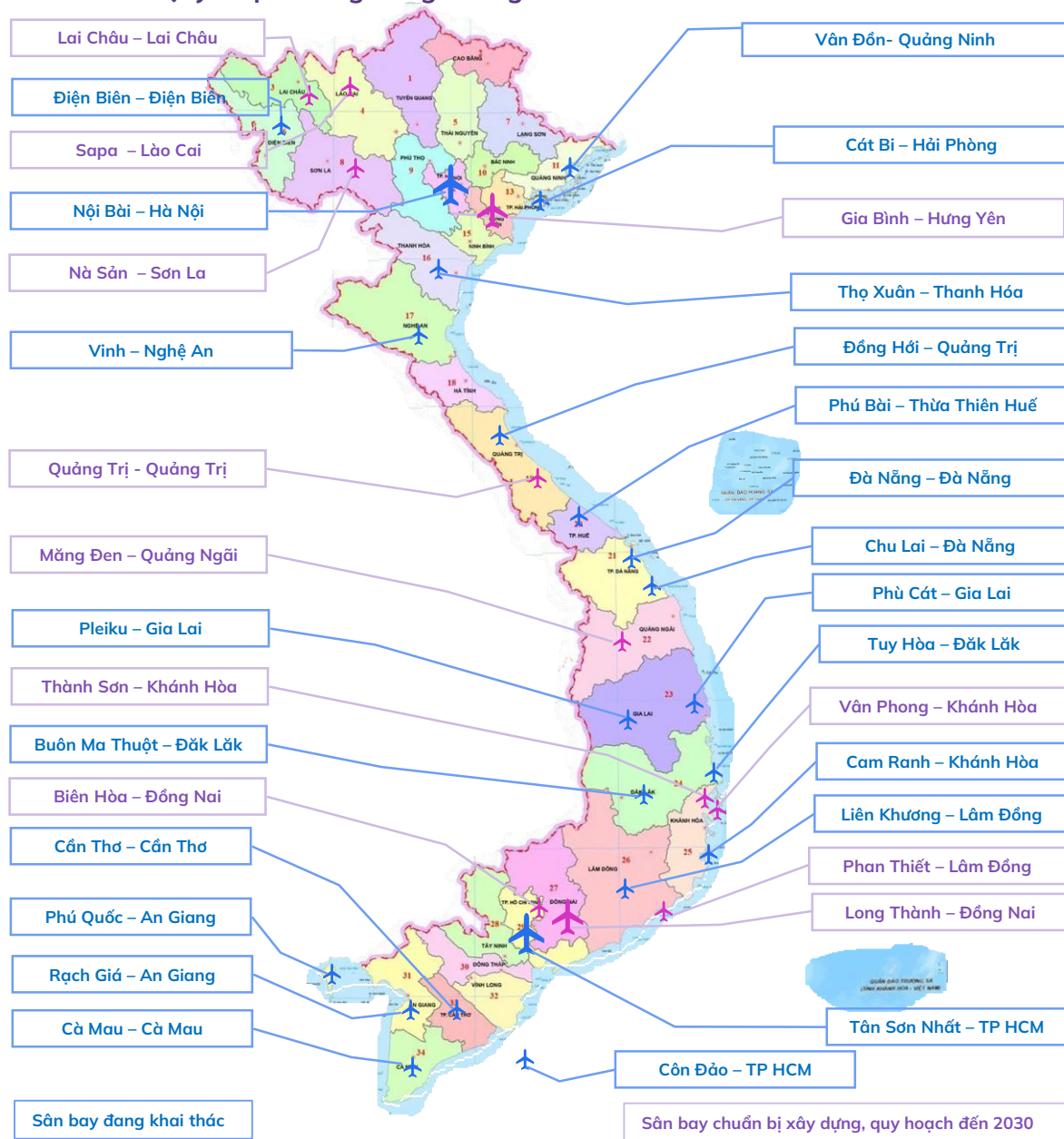


Công suất thiết kế các cảng hàng không Việt nam (triệu lượt khách/năm)

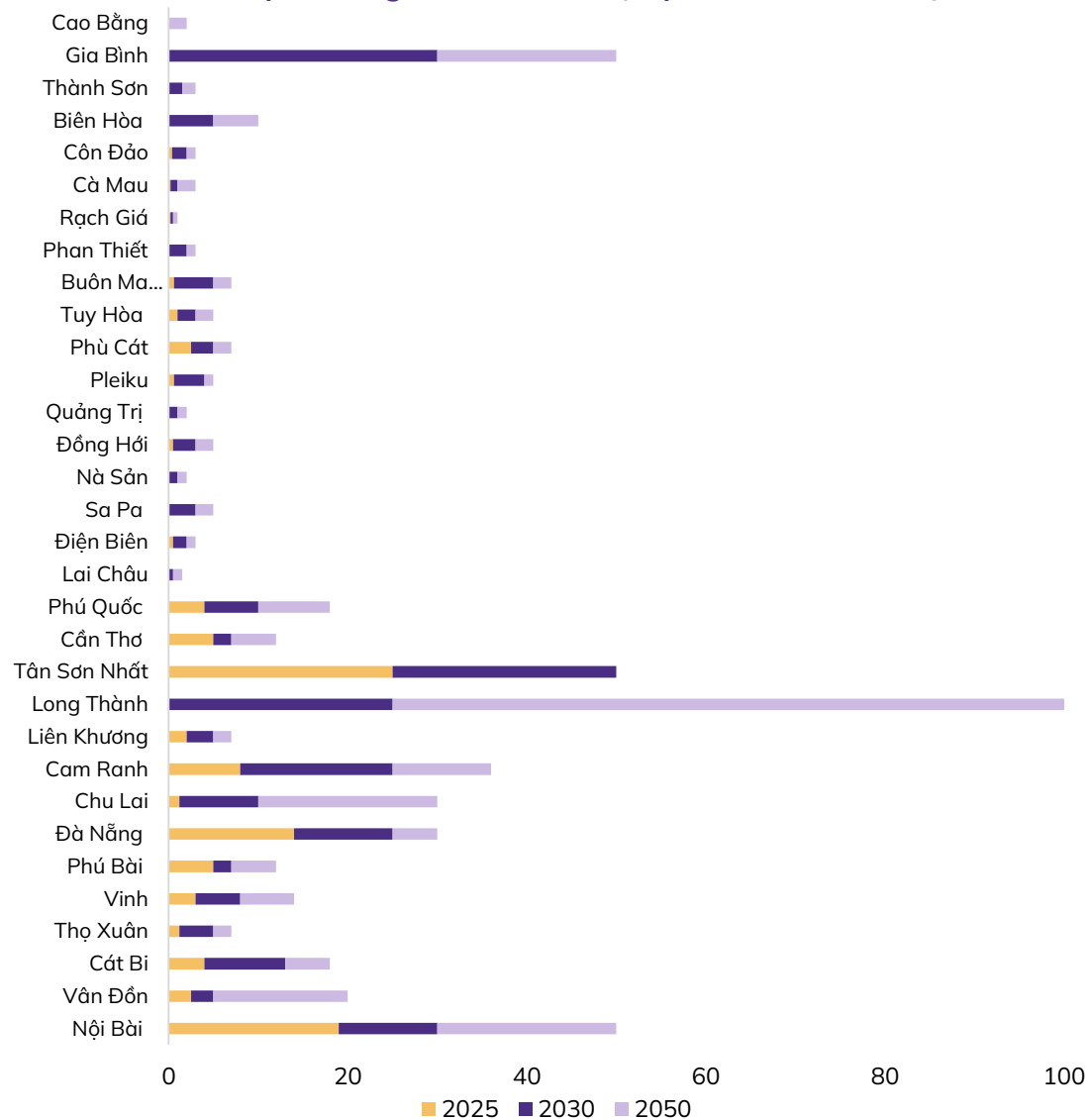


Nguồn: Bộ Xây dựng, ABS Research

Quy hoạch cảng hàng không đến năm 2030



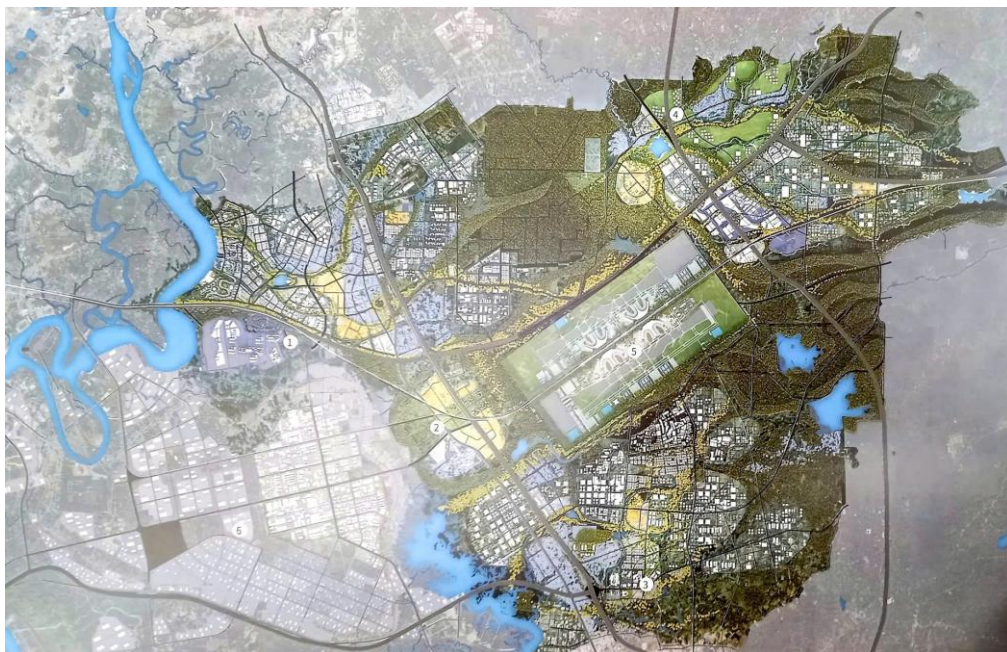
Quy hoạch công suất thiết kế các cảng hàng không đến năm 2030, định hướng đến năm 2050 (triệu hành khách/năm)



➤ SÂN BAY LONG THÀNH – TRUNG TÂM TRUNG CHUYỂN QUỐC TẾ CỦA CẢ NƯỚC

- Sân bay quốc tế Long Thành được xây dựng với mục tiêu trở thành cảng hàng không quốc tế cửa ngõ lớn nhất cả nước, đảm nhận vai trò trung chuyển khu vực, giảm tải cho Tân Sơn Nhất và tạo dư địa phát triển dài hạn cho toàn vùng Đông Nam Bộ. Chủ đầu tư chính là Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (HOSE - ACV).
- Sân bay tọa lạc tại huyện Long Thành, tỉnh Đồng Nai, với tổng diện tích sử dụng đất khoảng 5.000 ha. Tổng mức đầu tư cho dự án là 336.630 tỷ đồng cho ba giai đoạn thực hiện, trong đó giai đoạn một cần khoảng 109.000 tỷ đồng. Cảng hàng không quốc tế Long Thành được xây dựng đạt tiêu chuẩn 4F, hướng tới năng lực phục vụ 25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa mỗi năm vào năm 2026–2030; đến năm 2050, công suất sẽ nâng lên 100 triệu hành khách và 5 triệu tấn hàng hóa thường niên.
- Sân bay Long Thành dự kiến khai thác chuyển bay kỹ thuật đầu tiên vào ngày 19/12/2025, tiếp tục hoàn thiện, khai thác thử để bảo đảm khai thác thương mại vào đầu năm 2026. Khi đi vào hoạt động, một phần sản lượng hàng hóa hiện đang tập trung tại sân bay Tân Sơn Nhất nhiều khả năng sẽ được phân bổ sang sân bay Long Thành. Đây không chỉ là cơ hội để nâng cao hiệu quả khai thác mà còn định hình lại phân bố vận tải hàng hóa trong khu vực.

Mặt bằng tổng thể đô thị sân bay Long Thành



Nguồn: Sở Xây dựng Đồng Nai

Phối cảnh sân bay Long Thành sau khi hoàn thành

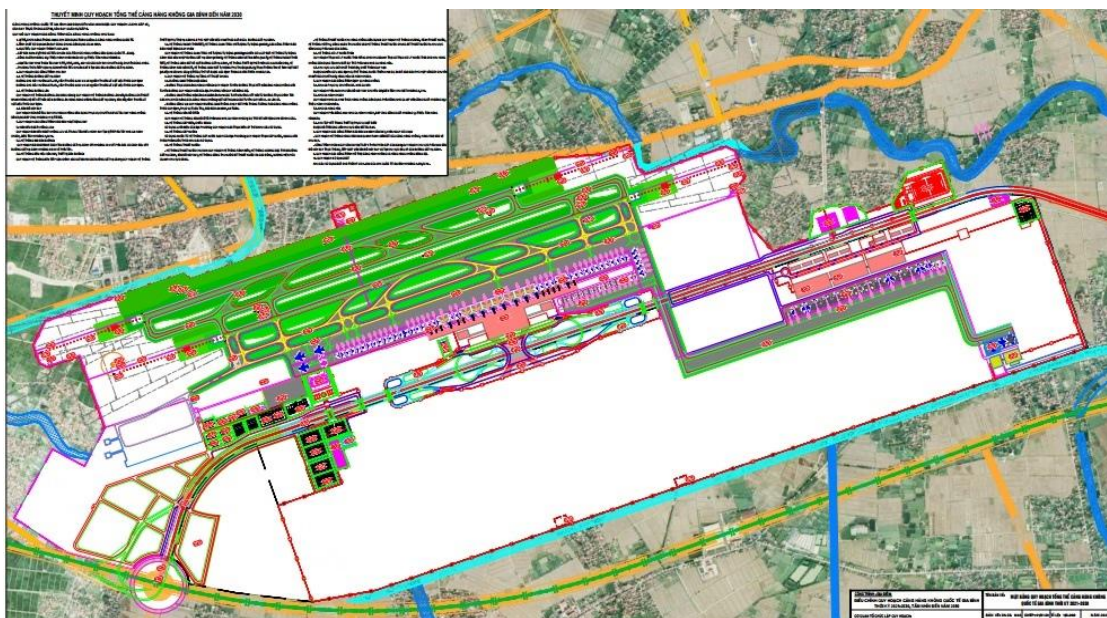


Nguồn: Báo Điện tử Chính phủ

➤ SÂN BAY GIA BÌNH – CỬA NGÕ HÀNG KHÔNG CỦA MIỀN BẮC

- Sân bay quốc tế Gia Bình được xây dựng nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế - xã hội, phục vụ khai thác lưỡng dụng, bảo đảm hoạt động an ninh - quốc phòng và các sự kiện đối ngoại quan trọng, trong đó có Hội nghị Cấp cao APEC năm 2027. Chủ đầu tư chính của sân bay Gia Bình là Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (HOSE - ACV).
- Sân bay quốc tế Gia Bình được định vị là một hạ tầng chiến lược mới, khai thác hàng không và logistics của miền Bắc. Các vai trò của sân bay Gia Bình bao gồm: 1) tăng năng lực hàng hóa và giảm tải cho sân bay Nội Bài; thúc đẩy chuỗi cung ứng – sản xuất tại vùng kinh tế trọng điểm Bắc Bộ; 3) thúc đẩy mô hình trung tâm logistics “logistics hub” ở miền Bắc; thu hút các hoạt động trung chuyển quốc tế và dịch vụ tích hợp quanh sân bay.
- Dự án đã được Quốc hội thông qua chủ trương đầu tư vào ngày 11/12/2025. Tổng mức đầu tư dự án là 196.378 tỷ đồng, được chia thành hai giai đoạn. Giai đoạn 1 là từ nay đến 2027 để phục vụ Hội nghị Cấp cao APEC, đến 2030 khai thác và đáp ứng công suất 30 triệu hành khách/năm và 1,6 triệu tấn hàng hóa/năm. Giai đoạn 2 là từ 2031 đến 2050, đáp ứng công suất 50 triệu hành khách/năm và 2.5 triệu tấn hàng hóa/năm.

Mặt bằng quy hoạch cảng hàng không quốc tế Gia Bình



Nguồn: Quy hoạch quốc gia

Phối cảnh sân bay Gia Bình sau khi hoàn thành



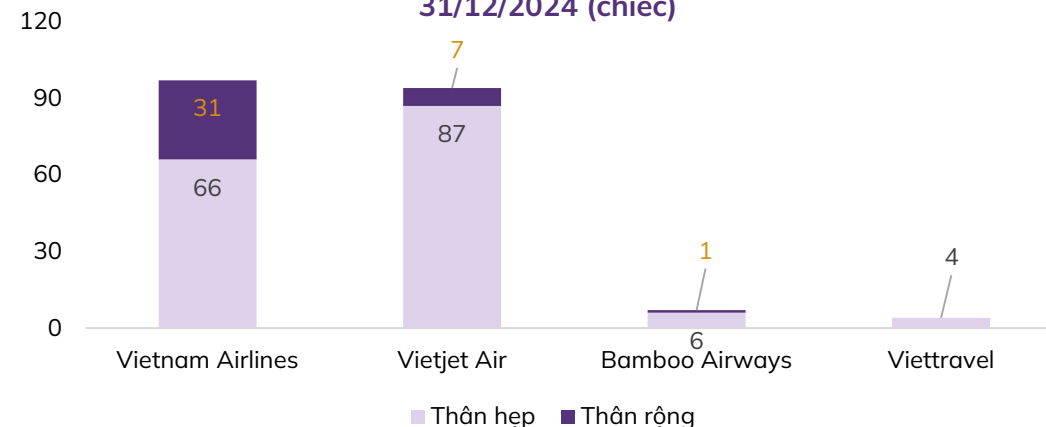
Nguồn: Báo Điện tử Chính phủ 205

➤ XU HƯỚNG MỞ RỘNG ĐỘI TÀU BAY

Kế hoạch mở rộng đội tàu bay sẽ là động lực tăng trưởng chính của các hãng hàng không Việt Nam trong thời gian tới

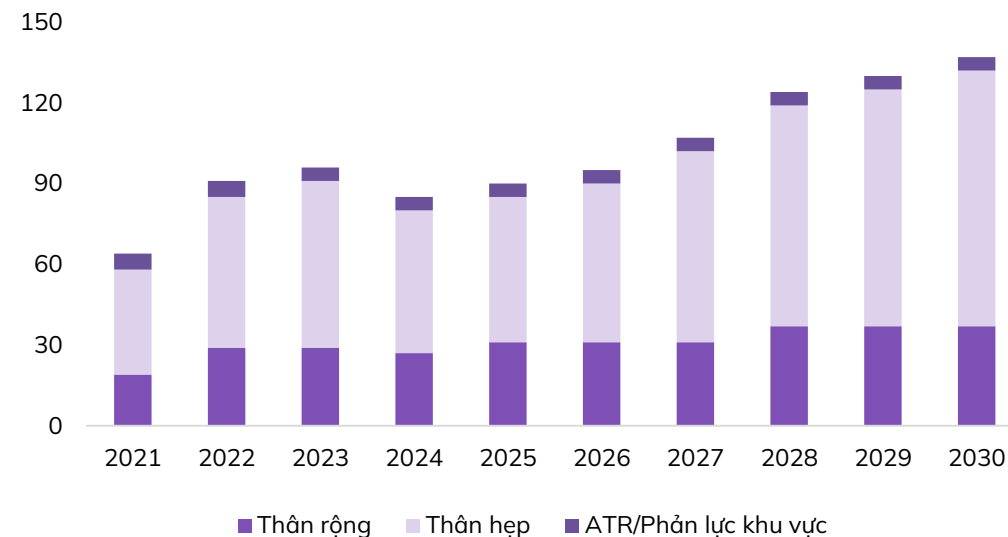
- Hiện nay, đội tàu bay của Vietnam Airlines và Vietjet tiếp tục là hai lực lượng thống trị ngành hàng không Việt Nam. Trong khi đang HVN sở hữu 66 chiếc thân hẹp và 31 chiếc thân rộng với cấu trúc đội bay đa dạng, thì VJC lại tập trung vào dòng thân hẹp, nhằm tối ưu chi phí và mở rộng nhanh mạng quốc tế tầm trung.
- Trong năm 2026, đội tàu bay của các hãng hàng không tiếp tục được mở rộng theo các kế hoạch được công bố trước đó. Cụ thể, Vietnam Airlines đã công bố dự kiến mua hoặc thuê thêm 30 máy bay thân rộng Airbus A350-900 hoặc Boeing 787-9 với tổng giá trị đầu tư có thể lên tới hơn 10 tỷ USD, thời gian giao hàng từ 2028–2032. Song song, Vietnam Airlines cũng đã được Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư 50 máy bay thân hẹp với tổng vốn gần 3,7 tỷ USD, nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng mạng bay trong giai đoạn phục hồi. Cùng lúc đó, Vietjet Air đã ký thỏa thuận trị giá 300 triệu USD với AV AirFinance để mở rộng đội tàu với Boeing. Công ty tiếp tục mở rộng đội bay, trong đó có nhận thêm máy bay thân rộng nhằm đa dạng hóa đội bay.
- Theo báo cáo Commercial Aviation Fleet & MRO của Bộ Thương mại Hoa Kỳ, đội tàu bay của Việt Nam được dự báo tăng lên 521 chiếc vào năm 2030, tương đương CAGR 9,6%/năm – cao hơn so với mức 3,4% của trung bình châu Á–Thái Bình Dương.
- Việc mở rộng đội tàu bay là động lực tăng trưởng trong dài hạn cho các hãng hàng không, giúp: (1) đáp ứng nhu cầu tăng trưởng hành khách và hàng hóa; (2) củng cố sự hiện diện trên các tuyến hiện hữu; (3) nâng cao hiệu quả chi phí.

Phân bố cấu trúc đội tàu của các hãng hàng không tại 31/12/2024 (chiếc)



Nguồn: ABS Research

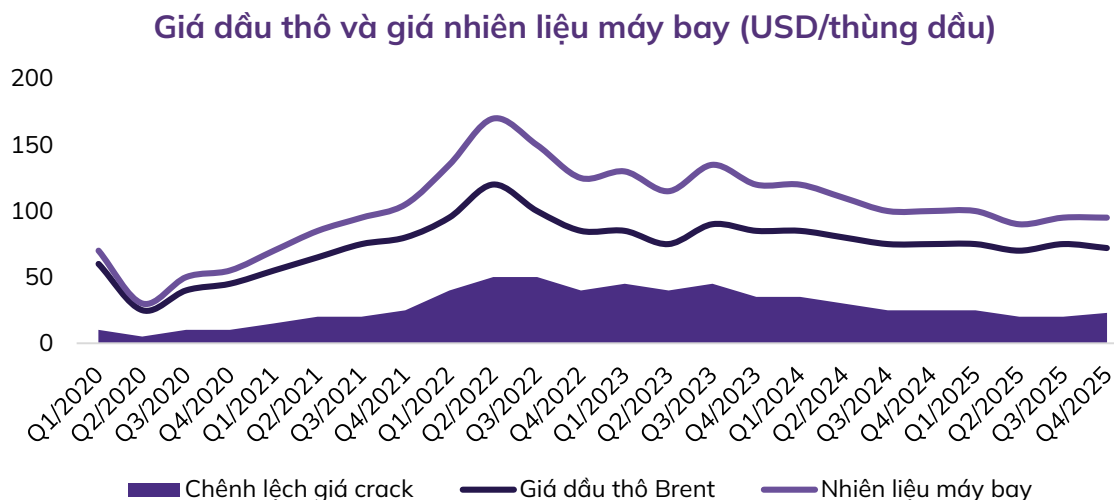
Kế hoạch phát triển đội bay của HVN (chiếc)



Nguồn: HVN, ABS Research

GIÁ VÉ MÁY BAY DỰ KIẾN VẪN NEO CAO

- Theo Thông tư 44/2024/TT-BGTVT có hiệu lực từ ngày 1/1/2025, mức giá tối đa theo các nhóm cự ly đường bay, trong đó mức cao nhất được điều chỉnh lên tới 4 triệu đồng/vé/chiều đối với các chặng trên 1.280 km.
- Chúng tôi cho rằng giá vé máy bay trong năm 2026 nhiều khả năng vẫn duy trì ở vùng giá cao do các yếu tố sau:
 - Mặt bằng chi phí vận tải hàng không vẫn cao hơn đáng kể so với giai đoạn 2016–2019. Mặc dù giá dầu thô Brent đã giảm so với mức đỉnh năm 2022, giá nhiên liệu bay vẫn duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước Covid.
 - Tác động từ các cơ chế giảm phát thải bắt đầu xuất hiện từ 2026. Cục Hàng không Việt Nam thông báo Việt Nam chính thức đăng ký tham gia cơ chế toàn cầu về giảm và bù đắp phát thải carbon (CORSIA) cho các chuyến bay quốc tế từ 01/01/2026. Giai đoạn 2026–2027 thuộc giai đoạn tự nguyện, do đó mức độ tuân thủ và nghĩa vụ mua tín chỉ carbon vẫn ở mức linh hoạt, tuy nhiên các hãng sẽ phải chuẩn bị cho giai đoạn bắt buộc từ 2027 – 2035. Theo tính toán sơ bộ của Cục hàng không Việt Nam, chi phí mua tín chỉ carbon trong giai đoạn tự nguyện 2024–2026 cho các hãng hàng không Việt Nam dao động từ 13 triệu USD (giá ~6 USD/tín chỉ) đến hơn 92 triệu USD (giá ~40 USD/tín chỉ), theo đó gia tăng chi phí vận hành đáng kể cho các hãng hàng không Việt Nam.
 - Nhu cầu đi lại bằng đường hàng không dự kiến vẫn duy trì ở mức cao, nhất là tại các thị trường du lịch và các tuyến trọng điểm.
 - Nguồn cung tàu bay có tăng trưởng nhưng chậm hơn tốc độ tăng trưởng nhu cầu vận tải.



Nguồn: IATA, ABS Research

Quy định khung trần giá vé máy bay kể từ ngày 01/01/2025

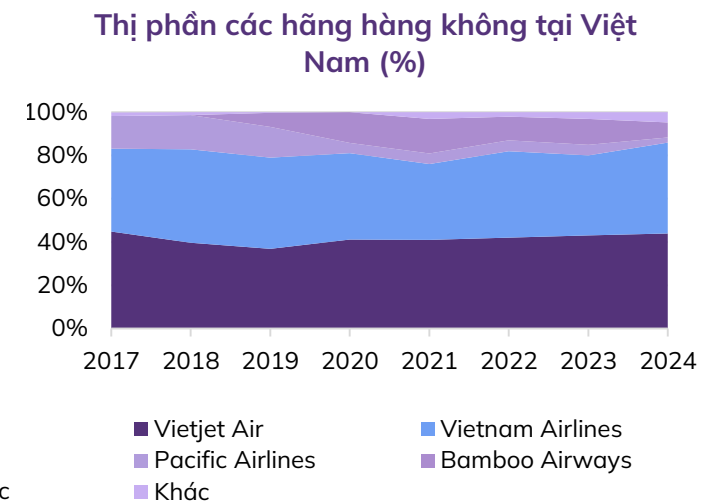
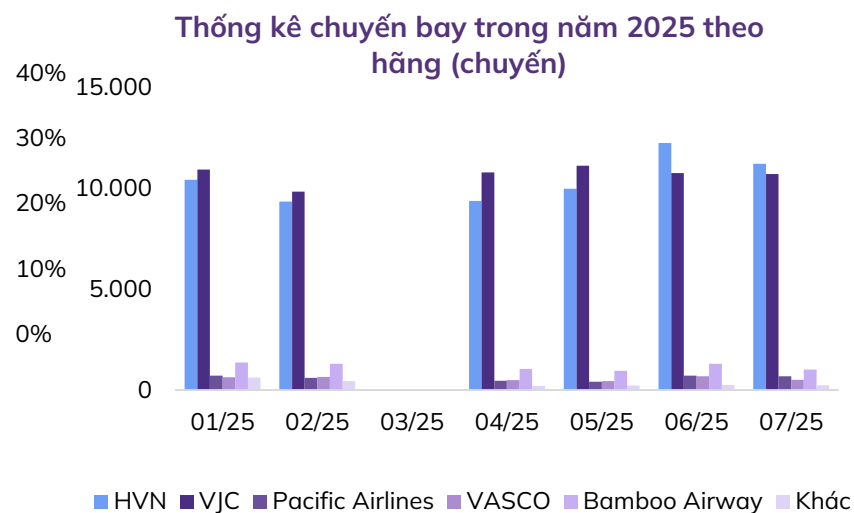
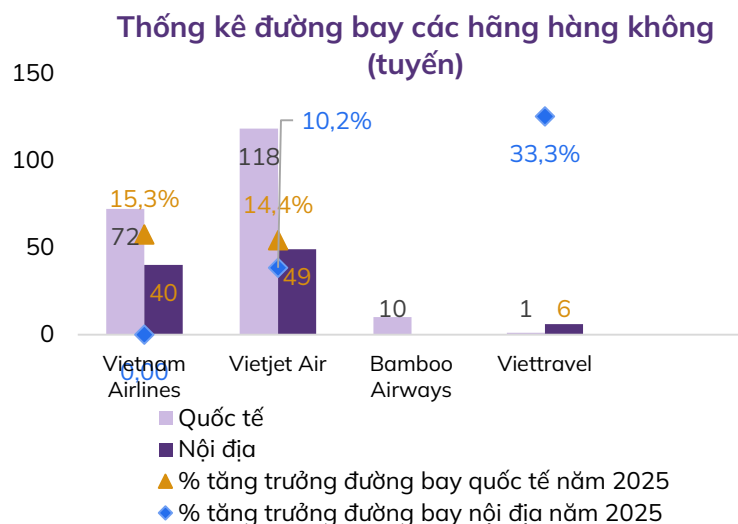
Nhóm cự ly đường bay	Giá vé tối đa (VND/vé/chiều)
Dưới 500 km – nhóm phát triển KT-XH	1.600.000
Dưới 500 km – nhóm khác	1.700.000
Từ 500 km đến dưới 850 km	2.250.000
Từ 850 km đến dưới 1.000 km	2.890.000
Từ 1.000 km đến dưới 1.280 km	3.400.000
Từ 1.280 km trở lên	4.000.000

Nguồn: Bộ GTVT, ABS Research

❖ CẠNH TRANH TRONG NGÀNH HÀNG KHÔNG NGÀY MỘT GIA TĂNG

Cạnh tranh trong ngành hàng không Việt Nam đang leo thang mạnh mẽ, xuất phát từ cả hoạt động mở rộng đội bay – mạng bay của các hãng hiện hữu và sự gia nhập thị trường của nhiều hãng hàng không mới

- Hiện nay, thị trường hàng không nội địa chủ yếu do Vietnam Airlines và Vietjet Air chi phối, với tổng thị phần hơn 86%, trong khi các hãng như Bamboo Airways, Pacific Airlines và Vietravel Airlines vẫn hiện diện trên thị trường nhưng chủ yếu phục vụ các tuyến quốc nội hoặc các tuyến bay quốc tế ngách.
- Cạnh tranh gia tăng trong ngành hàng không chủ yếu là do các yếu tố:
 - Các hãng đồng loạt tích cực mở rộng tuyến bay, tập trung vào tuyến quốc tế. Trong năm 2025, Vietnam Airlines đã khôi phục và mở mới 16 tuyến quốc tế; trong khi con số này của Vietjet Air là 12 tuyến quốc tế và 4 tuyến nội địa.
 - Các hãng tích cực mở rộng đội tàu
 - Sự tham gia mới từ Sun PhuQuoc Airways do Sun Group đầu tư. Công ty đã được phê duyệt thành lập và khai thác từ tháng 11/2025, theo mô hình “hàng không nghỉ dưỡng” lấy Phú Quốc làm trung tâm. Hãng trước mắt tập trung các đường bay nội địa đến Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng và các điểm du lịch lớn; trung-dài hạn mở rộng quốc tế sang Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan, Hong Kong, Thái Lan...
- Cạnh tranh gia tăng sẽ tạo áp lực phân chia lại thị phần, buộc các hãng phải cạnh tranh quyết liệt hơn về giá vé, chất lượng dịch vụ và trải nghiệm khách hàng.



Nguồn: Cục hàng không, VJC, ABS Research

CHÚNG TÔI CHO RẰNG CÁC NHÓM NGÀNH PHỤ TRỢ SẼ ĐƯỢC HƯỞNG LỢI GIÁN TIẾP TỪ NHU CẦU ĐI LẠI VÀ VẬN CHUYỂN HÀNG HÓA GIA TĂNG

- Ngành phụ trợ sân bay phát triển theo chuỗi với ngành hàng không và cảng hàng không, bao dịch vụ mặt đất, phục vụ suất ăn và vận chuyển hàng hóa tại sân bay. Nhóm ngành này dự kiến tăng trưởng ổn định nhờ số lượng hành khách, chuyến bay và vận tải hàng hóa phục hồi mạnh, đồng thời hưởng lợi trực tiếp từ việc mở rộng và nâng cấp hạ tầng sân bay.
- Tuy nhiên, kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố:
 - Phụ thuộc vào số lượng chuyến bay và hành khách;
 - Phụ thuộc vào hợp đồng với một số hãng hàng không lớn, chi phí cố định cao cho cơ sở hạ tầng và nhân sự, cùng với rủi ro cạnh tranh gay gắt tại các sân bay trọng điểm.
 - Các quyết định về chính sách, phí dịch vụ và hạ tầng sân bay

Bảng: Một số doanh nghiệp phụ trợ ngành hàng không trên sàn chứng khoán

Mảng phụ trợ	Tên doanh nghiệp	Sân bay / Địa bàn chính
Dịch vụ mặt đất	CTCP Dịch vụ Phục vụ Mặt đất Sài Gòn (HOSE-SGN)	Sân bay Tân Sơn Nhất
Vận chuyển hàng hóa tại sân bay	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (HOSE- NCT)	Sân bay Nội Bài
	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HOSE-SCS)	Sân bay Tân Sơn Nhất
Suất ăn hàng không / dịch vụ nhà ga, bán lẻ, tiện ích sân bay	CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (HOSE-AST)	Sân bay Nội Bài, Tân Sơn Nhất
	CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài (HOSE-NCS)	Sân bay Nội Bài
Dịch vụ sân bay – các cảng phụ trợ / dịch vụ tổng hợp sân bay	Công ty Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng (HNX-MAS)	Sân bay Đà Nẵng

➤ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ - ACV, HVN

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu trên các tiêu chí

- Công ty có vị thế đứng đầu ngành hoặc khai thác độc quyền, hưởng lợi trực tiếp từ phục hồi nhu cầu vận tải hàng không và các kế hoạch đầu tư mở rộng đội tàu bay.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh, rủi ro vay nợ ở mức an toàn.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp so sánh chiết khấu dòng tiền DCF và so sánh EV/EBITDA.

Chỉ tiêu	HVN			ACV		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu	106.912	116.645	126.370	22.597	25.813	27.841
%YoY	15,9%	9,1%	8,3%	14,2%	13,7%	7,9%
LNG	13.902	19.246	20.472	13.873	16.503	17.780
Biên LNG (%)	13,0%	16,5%	16,2%	61,4%	63,9%	63,9%
LNST Công ty mẹ	7.564	8.722	9.181	10.421	10.587	11.288
%YoY	n/a	15,3%	5,3%	44,3%	1,6%	6,6%
EPS (đ/cp)	3.416	2.803	2.951	4.787	2.955	3.150
BVPS (đ/cp)	n/a	2.467	5.418	27.577	20.177	23.817
Nợ/VCSH (lần)	1,31	0,41	0,19	0,16	0,59	0,89
ROA (%)	13,7%	14,7%	13,8%	13,5%	10,3%	7,9%
ROE (%)	n/a	99,1%	49,7%	17,4%	16,9%	15,3%

TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN HÀNG KHÔNG VIỆT NAM VIETNAM AIRLINES (HVN - HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 28.900 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 38.750 VNĐ/cp (+34,1,%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **KQKD 9T/2025 hồi phục tích cực.** Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, KQKD tích cực với doanh thu ghi nhận đạt 89 nghìn tỷ đồng (+11,5% svck), lợi nhuận gộp tăng mạnh đạt 14.995 tỷ đồng (+58,7% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 16,7% (+4,9 điểm phần trăm svck). LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 6.874 tỷ đồng (+15,3% svck).
- ✓ Động lực tăng trưởng chính trong năm 2026 từ mảng khai thác vận tải hành khách, chủ yếu nhờ tăng trưởng khách du lịch quốc tế;
- ✓ HVN tăng cường mở rộng các đường bay quốc tế đường dài, đặc biệt sang Ấn Độ và châu Âu, giúp đa dạng hóa thị trường và tăng cự ly chặng bay trung bình, qua đó tăng RPK trên mỗi chuyến, tối ưu doanh thu và biên lợi nhuận so với chỉ tập trung vào đường bay ngắn.
- ✓ Kế hoạch đầu tư mở rộng đội tàu bay, gia tăng năng lực khai thác. Hãng công bố dự kiến mua hoặc thuê thêm 30 máy bay thân rộng Airbus A350-900 hoặc Boeing 787-9 với tổng giá trị đầu tư có thể lên tới hơn 10 tỷ USD, thời gian giao hàng từ 2028–2032. Song song, Vietnam Airlines cũng đã được Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư 50 máy bay thân hẹp với tổng vốn gần 3,7 tỷ USD, nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng mạng bay trong giai đoạn phục hồi.
- ✓ Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp được hỗ trợ cải thiện trong năm 2026 nhờ các yếu tố: 1) Giá nhiên liệu hạ nhiệt, giảm chi phí ;2) Chuẩn hóa chính sách khấu hao.
- ✓ Báo cáo chi tiết cổ phiếu HVN: [Link](#)

RỦI RO

- ✓ Cạnh tranh từ các hãng hàng không nội địa gây áp lực lên sản lượng vận chuyển và giá vé.
- ✓ Việc thoái vốn Skypec có thể bổ sung một khoản thu tiền mặt trong điều kiện được định giá tốt, giúp công ty có thể tập trung vào mảng hoạt động cốt lõi. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại công ty sẽ mất đi một khoản lợi nhuận tương đối ổn định ở mảng này.

TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (ACV - UPCOM) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 52.700 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 68.300 VNĐ/cp (+30,0%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- ✓ **KQKD 9T/2025 vẫn tích cực mặc dù bị ảnh hưởng bởi tỷ giá:** Lũy kế 9 tháng, Công ty ghi nhận doanh thu đạt 19.166 tỷ đồng (+13,9% svck), lợi nhuận gộp đạt 12.226 tỷ đồng (+12,5% svck), biên lợi nhuận gộp tương đương cùng kỳ đạt 64,0% . Tuy nhiên, hoạt động tài chính lỗ ròng so với mức dương đáng kể cùng kỳ do các yếu tố: (i) Suy giảm lãi tiền gửi chỉ còn 467 tỷ đồng trong kỳ (-46,3% svck); (ii) Ảnh hưởng tiêu cực từ biến động tỷ giá khi hoạt động này làm lỗ ròng tăng mạnh lên 756 tỷ đồng đánh giá chênh lệch tỷ giá cuối kỳ so với số lỗ 254 tỷ đồng cùng kỳ. LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 7.692 tỷ đồng (+3,0% svck). Công ty đã hoàn thành 86% doanh thu và 105% lợi nhuận kế hoạch năm.
- ✓ Công ty có triển vọng tích cực trong năm 2026 nhờ vị thế khai thác độc quyền lĩnh vực hàng không ở Việt Nam. Hiện nay, ACV đang trực tiếp quản lý, đầu tư và khai thác hệ thống 22 cảng hàng không trên cả nước và đang thực hiện mở rộng lên 33 cảng hàng không theo định hướng đến năm 2030.
- ✓ Hưởng lợi tích cực từ sự phục hồi của ngành hàng không và du lịch, với động lực chính là khách du lịch quốc tế
- ✓ Lợi nhuận từ công ty liên danh, liên kết dự kiến tăng trưởng theo đà phục hồi chung. Các công ty liên doanh, liên kết của ACV hoạt động trong các lĩnh vực phục vụ mặt đất, bảo dưỡng kỹ thuật và vận tải hàng không kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026 hưởng lợi từ đà phục hồi của ngành hàng không.
- ✓ Các dự án mở rộng công suất, trong đó trọng tâm là sân bay quốc tế Long Thành giúp ACV gia tăng số lượng hành khách phục vụ, củng cố tiềm năng trong dài hạn.

RỦI RO

- ✓ Nợ vay của ACV dự báo có thể gia tăng thời gian tới do nhu cầu vốn đầu tư lớn
- ✓ Thu nhập tài chính bị ảnh hưởng mạnh bởi tỷ giá

NGÀNH CHĂN NUÔI

Mở rộng tập trung

Triển vọng: **Trung lập**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



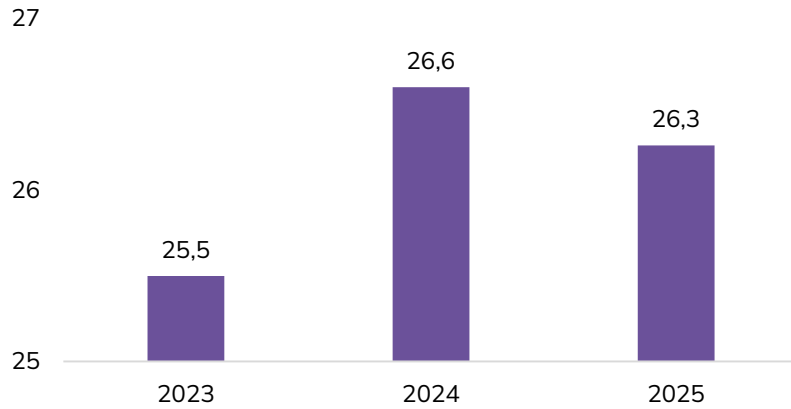
DỊCH TẢ LỢN CHÂU PHI BÙNG PHÁT KHIẾN ĐÀN LỢN CỦA CÁC HỘ CHĂN NUÔI NHỎ LẺ SUY GIẢM MẠNH

➤ Tổng đàn giảm do dịch bệnh.

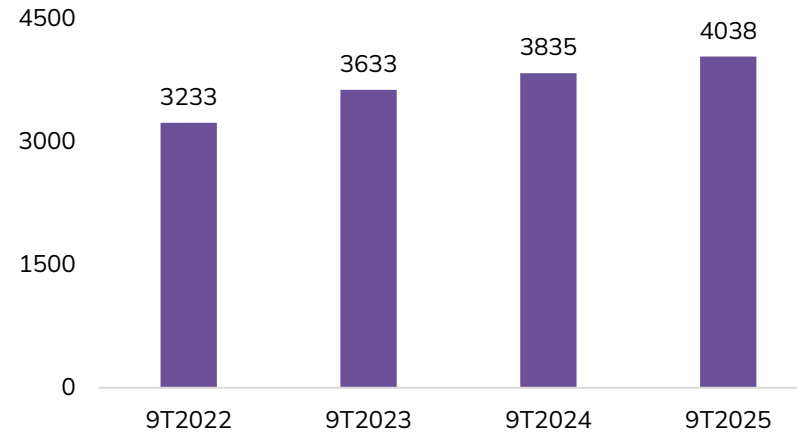
- **Tình hình tổng đàn lợn 9T2025 giảm.** Theo Cục Chăn nuôi & Thú y, trong 9 tháng đầu năm 2025, nhiều tỉnh ghi nhận tổng đàn lợn giảm so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu đến từ dịch bệnh khiến số lợn chết và phải tiêu hủy lớn, đồng thời nhiều hộ chăn nuôi nhỏ lẻ không đủ điều kiện an toàn sinh học để tái đàn. Tác động của dịch bệnh tập trung chủ yếu vào nhóm hộ nuôi nhỏ, trong khi các doanh nghiệp và trang trại chăn nuôi theo chuỗi liên kết vẫn duy trì sản xuất tương đối ổn định nhờ quy trình an toàn sinh học tốt. Tính đến cuối tháng 9/2025, tổng đàn lợn cả nước ước khoảng 26,26 triệu con, giảm nhẹ 0,6% so với cùng kỳ.
 - **Sản lượng thịt dự báo giảm.** Theo tổng cục thống kê, sản lượng thịt lợn hơi xuất chuồng trong 9T2025 đạt 4.038 nghìn tấn (+5,3% svck). Tuy nhiên, Agromonitor dự báo sản lượng thịt lợn năm 2025 (quy đổi thịt xẻ) có thể giảm khoảng 8% so với năm 2024 do dịch tả heo châu Phi (ASF) bùng phát mạnh ở miền Bắc trong quý 2 và 3/2025, làm đàn lợn nái và lợn thịt tại khu vực này giảm sâu hơn so với mặt bằng chung cả nước.
- **Rủi ro dịch tả lợn châu phi vẫn hiện hữu khiến các hộ chăn nuôi e ngại tái đàn.** Dịch tả lợn Châu Phi đang diễn biến rất phức tạp. Theo Bộ Nông nghiệp và Môi trường, lũy kế 11T2025, số lợn tiêu hủy do dịch lên đến 1,23 triệu con, là mức lớn nhất kể từ đại dịch tả heo năm 2019. Theo Cục chăn nuôi và thú y, hiện có 03 loại vắc xin thương mại phòng bệnh ASF được cấp phép lưu hành trên thị trường gồm: Vắc xin NAVET-ASFVAC của Công ty Cổ phần thuốc thú y Trung ương NAVETCO (Công ty Navetco), vắc xin AVAC ASF LIVE của Công ty Cổ phần AVAC Việt Nam và vắc xin Dacovet-ASF2 của Công ty CP tập đoàn Dabaco. Cả 3 vắc xin này chỉ có tác dụng phòng bệnh do vi rút ASF thuộc kiểu gen II (genotype II) gây ra và không có tác dụng phòng bệnh do vi rút ASF có kiểu gen khác gây ra, do vậy nguy cơ bùng phát dịch vẫn lớn. Các chuyên gia dự báo, tình hình dịch bệnh có thể ổn định hơn trong năm 2026 khi mật độ nuôi giảm ở hầu hết các vùng sau giai đoạn chịu thiệt hại nặng 2024-2025. Tuy nhiên, sự xuất hiện của các chủng tái tổ hợp khiến việc phát hiện dịch khó khăn hơn, dẫn tới tỷ lệ loại thải cao, thậm chí nhiều trại buộc phải tạm ngừng thả nuôi do dịch tái phát liên tục.
- **Cơ cấu ngành tiếp tục dịch chuyển sang chăn nuôi tập trung.** Chăn nuôi quy mô nhỏ đang sụt giảm mạnh về đàn nái, trong khi các trang trại quy mô vừa và lớn, cũng như doanh nghiệp, chỉ ghi nhận mức giảm nhẹ. Ngành chăn nuôi Việt Nam tiếp tục chuyển đổi mạnh mẽ từ mô hình nông hộ truyền thống sang chăn nuôi công nghiệp quy mô lớn. Chúng tôi đánh giá quy mô đàn lợn cả nước nói chung trong thời gian tới có thể suy giảm, nhưng sự suy giảm tập trung ở nông hộ nhỏ lẻ sẽ mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp chăn nuôi quy mô lớn.

- **Giá lợn hơi dự kiến tăng trở lại do nguồn cung suy giảm, dự kiến giá lợn hơi sẽ vượt mức trung bình của năm 2025.**
 - Giá lợn hơi tại thời điểm 03/12/2025 đang ở mức khoảng 56.500 đồng/kg, tương đương mức tăng 17% so với mức đáy hồi giữa tháng 11/2025 và có khả năng sẽ tiếp tục đi lên do nhu cầu tăng dịp cuối năm và tết Nguyên Đán. Với lượng heo bị tiêu hủy do dịch bệnh lên đến hơn 1,2 triệu con, đồng thời tâm lý e ngại tái đàn của người dân, khả năng nguồn cung heo sẽ thiếu hụt trong thời gian tới, đẩy giá bán lên cao.
 - Lượng thịt heo nhập khẩu giá rẻ tăng nhanh. Theo Cục Hải quan, trong 10 tháng năm 2025, nhập khẩu thịt lợn tươi ướp lạnh hoặc đông lạnh của Việt Nam đạt 159,4 nghìn tấn, trị giá 358,3 triệu USD, tăng 95,7% về lượng, tăng 90,8% về trị giá so với cùng kỳ năm 2024; giá nhập khẩu trung bình ở mức 2.240 USD/tấn, giảm 2,7% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thịt heo nhập khẩu sẽ khó thay thế được thịt tươi do thói quen tiêu thụ của người dân và thực tế lượng heo nhập khẩu chỉ chiếm phần rất nhỏ so với heo trong nước (tỷ lệ năm 2023 là 2,1%), do đó khó có khả năng tác động mạnh tới giá heo trong nước.
- **Nhu cầu thịt lợn dự kiến vẫn tăng trưởng.** USDA dự báo, nhu cầu thịt lợn của Việt Nam sẽ đạt 3,9 triệu tấn năm 2025, tăng 3,3% so với cùng kỳ. Dự kiến nhu cầu thịt lợn sẽ đạt 4,7 triệu tấn năm 2030, tương đương mức tăng trưởng hàng năm đạt 3,1%. Nhu cầu thịt lợn tăng trưởng nhờ (1) giá cả hợp lý so với các loại thịt khác và (2) thói quen tiêu dùng của người dân.
- **Giá TACN trong nước dự kiến duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ do nguồn cung nguyên liệu dồi dào.**
 - Giá ngô chịu áp lực giảm. Theo USDA dự báo, năm 2025/26 tổng sản lượng ngô toàn cầu sẽ đạt mức kỷ lục 1.299 triệu tấn nhờ sản lượng tại Mỹ đạt mức kỷ lục mới xấp xỉ 16,8 tỷ bushels, tăng trưởng ấn tượng 12% so với niên vụ trước; sản lượng tại Brazil và Argentina cũng tăng trưởng nhờ thời tiết thuận lợi. Trong khi đó, nhu cầu về ngô được dự báo sẽ chỉ đáp ứng được một nửa sản lượng cung tăng, tạo áp lực lên giá.
 - Dự báo giá đậu nành và bã đậu nành ổn định. Sản lượng đậu nành toàn cầu niên vụ 2025/26 có khả năng đạt mức kỷ lục 425,8 triệu tấn. Trong đó, Brazil – nhà cung cấp lớn nhất thế giới - dự báo sản lượng đạt 175 triệu tấn, tăng 6 triệu tấn so với niên vụ trước.

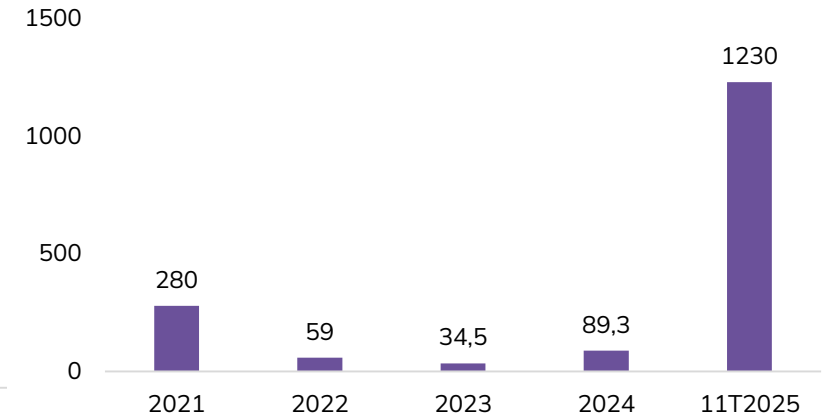
Tổng đàn lợn (triệu con)



Sản lượng thịt hơi xuất chuồng (nghìn tấn)



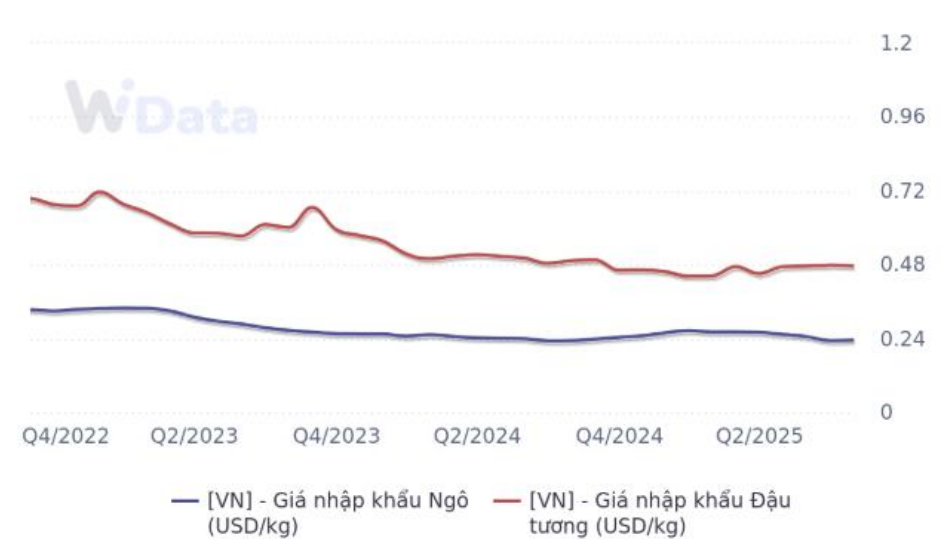
Số lợn bị tiêu hủy do ASF (nghìn con)



Giá heo hơi trong nước



Giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi



➤ CHĂN NUÔI TẬP TRUNG TIẾP TỤC MỞ RỘNG

CÁC DOANH NGHIỆP CHĂN NUÔI LỚN TIẾP TỤC ĐẦU TƯ MẠNH MẼ MỞ RỘNG QUY MÔ TRANG TRẠI ĐỂ CHIẾM LĨNH THỊ PHẦN

▪ CTCP BAF Việt Nam:

- ✓ 9 tháng đầu năm 2025, BAF đưa vào vận hành 9 trang trại công nghệ cao, chủ yếu tại khu vực Tây Nguyên và Thanh Hóa. Nâng tổng số trang trại đang vận hành lên 34 trang trại. Trong đó, 14 trang trại thuộc sở hữu của BAF và các công ty con với quy mô 216.000 heo thịt, 20.000 heo nái, 2.400 heo bố mẹ, 5.000 heo ông bà và 1.200 heo cũi kỵ; 20 trang trại thuê sử dụng với quy mô 239.900 heo thịt, 20.000 heo nái, 16.000 heo bố mẹ và 26.000 heo cai sữa.
- ✓ BAF tiếp tục đầu tư xây dựng 15 dự án trang trại trên cả nước, hướng tới mục tiêu 10 triệu heo thương phẩm, cùng 450,000 heo nái vào năm 2030.

STT	Tên trang trại	Địa chỉ	Quy mô	STT	Tên trang trại	Địa chỉ	Quy mô
1	Trang trại Sông Hình	Đắk Lắk	30.000 heo thịt	9	Trang trại Phát Tài	Gia Lai	2.400 nái
2	Trang trại Tây An Khánh	Tây Ninh	30.000 heo thịt	10	Cụm trang trại Quảng Trị	Quảng Trị	108.000 heo thịt + 7.200 nái
3	Cụm trang trại Thiên Phú Sơn	Đồng Nai	30.000 heo thịt	11	Trang trại Rừng Xanh	Đắk Lắk	320.000 heo thịt + 28.000 nái
4	Trang trại Giai Xuân	Nghệ An	5.000 heo nái + 60.000 heo thịt	12	Trang trại Khôi Dương	Lâm Đồng	36.000 heo thịt
5	Trang trại Lộc Phú	Lâm Đồng	18.000 heo thịt + 22.000 heo cai sữa	13	Trang trại Khuyên Nam Tiến	Đắk Lắk	30.000 heo thịt + 2.500 nái
6	Trang trại Thiên Phú	Gia Lai	30.000 heo thịt + 2.500 nái	14	Trang trại chăn nuôi công nghệ cao Gia Hân	Quảng Trị	15.000 heo nái và 450.000 heo thịt
7	Trang trại Trường Lộc	Thanh Hóa	60.000 heo thịt	15	Dự án chăn nuôi công nghệ cao nhà cao tầng	Tây Ninh	64.000 heo nái, 1,6 triệu heo thịt
8	Trang trại Thành Đạt	Gia Lai	60.000 heo thịt + 5.000 nái				

- **CTCP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát:** xây dựng 2 dự án khu chăn nuôi lợn tập trung công nghệ cao an toàn sinh học tại huyện Phú Riềng, tỉnh Bình Phước, mục tiêu nâng quy mô đàn lợn lên khoảng 900 nghìn con vào năm 2030.
- **CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam:** Kế hoạch xây dựng 6 trang trại mới với quy mô từ 2.800 - 6.200 lợn nái và 35.000 - 45.000 lợn thịt trong giai đoạn 2025 - 2030. Mục tiêu nâng tổng đàn nái lên 80.000 con vào năm 2027.

➤ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ - DBC

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu trên các tiêu chí

- Doanh nghiệp lớn đầu ngành, có lợi thế cạnh tranh.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh, rủi ro vay nợ ở mức an toàn.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp DCF.

Chỉ tiêu	DBC		
	2024	2025F	2026F
Doanh thu	13.574	15.751	17.285
%YoY	22,2%	16,0%	9,7%
LNG	1.932	2.721	3.058
Biên LNG (%)	14,2%	17,3%	17,7%
LNST Công ty mẹ	769	1.469	1.616
%YoY	2.975%	91%	10%
EPS (đ/cp)	2.667	4.083	4.199
BVPS (đ/cp)	20.214	20.766	23.557
Nợ/VCSH (lần)	0,84	0,73	0,58
ROA (%)	5,7%	9,9%	10,2%
ROE (%)	13,5%	19,9%	18,9%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN DABACO VIỆT NAM (DBC - HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 28/11/2025: 26.650 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 30.900VNĐ/cp (UPSIDE: +15,9%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T2025 tăng trưởng mạnh mẽ. Doanh thu thuần đạt 12.271 tỷ đồng (+23,2% svck). Lợi nhuận gộp đạt 2.294 tỷ đồng (+63,5% svck), biên LNG tăng mạnh 4,6 điểm % lên 18,7% nhờ giá lợn tăng cao trong nửa đầu năm. LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.358 tỷ đồng (+156% svck). Nợ vay tăng nhẹ 2%, lên 5.811 tỷ đồng, tỷ lệ D/E giảm từ 0,84 lần đầu năm xuống còn 0,73 lần tại cuối Q3/2025, vẫn ở mức an toàn.
- Giá heo chạm đáy 48.000 đồng/kg vào giữa tháng 11/2025 và đang tăng trở lại. Giá heo dự kiến sẽ tăng và giữ ở mức cao trong ít nhất nửa đầu năm 2026 do nguồn cung thiếu hụt. Trong khi đó, Giá đầu vào TACN dự kiến ổn định hoặc giảm nhẹ.
- Sau dịch bệnh, người dân có xu hướng lựa chọn thực phẩm có nguồn gốc rõ ràng, các sản phẩm có thương hiệu như thịt của DBC sẽ được ưa chuộng.
- Vaccine ASF của Dabaco đã được thương mại hóa và bán ra thị trường. Trong lúc dịch bệnh diễn biến phức tạp, dự kiến doanh thu vaccine sẽ tăng trưởng.
- Nhà máy ép dầu giai đoạn 2 công suất 1.000 tấn hạt đậu nành/ngày dự kiến được đưa vào hoạt động vào cuối năm 2025 sẽ nâng tổng công suất của nhà máy ép dầu lên gấp 3 lần hiện tại. Ngoài việc sản xuất dầu đóng chai, nhà máy sẽ cung cấp các sản phẩm khô đậu nành, dầu nành thô và lecithin cho nhà máy sản xuất TACN của DBC và bán ra thị trường.
- Dabaco mở rộng quy mô chăn nuôi với việc đã và đang triển khai loạt dự án trại chăn nuôi tại nhiều tỉnh: Thanh Hóa (3.600 heo nái), Quảng Ninh (3.000 heo nái, 40.000 heo thịt), Lào Cai (7.200 heo nái, 80.000 heo thịt, khởi công tháng 10/2025), Quảng Trị (dự kiến tháng 12/2025) và Thái Nguyên (dự kiến khởi công trong quý 1&2/2026). Ngoài ra, Dabaco đang lên kế hoạch đầu tư một trại quy mô lớn tại Thanh Hóa (12.000 heo nái, 250.000 heo thịt) vào cuối năm 2026.
- Dabaco cũng triển khai các dự án bất động sản trong thời gian tới: dự án Khu đô thị Dabaco Vạn An, dự án đầu tư xây dựng toà nhà trung tâm thương mại dịch vụ, văn phòng và chung cư cao cấp tại Dabaco Lý Thái Tổ, cụm công nghiệp và Khu đô thị Lạc Vệ.

RỦI RO

- Rủi ro dịch tả lợn Châu Phi ảnh hưởng đến đàn lợn của Dabaco.

NGÀNH THỦY SẢN

Thách thức phía trước

Triển vọng: **Trung lập**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



➤ NGÀNH THỦY SẢN 2026 ĐỐI MẶT NHIỀU THÁCH THỨC

Chúng tôi cho rằng ngành thủy sản 2026 nói chung sẽ gặp nhiều khó khăn, tăng trưởng ngành sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng đa dạng hóa thị trường của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, vẫn có cơ hội cho các doanh nghiệp ở từng phân khúc thủy sản nếu mở rộng được thị trường và tận dụng được các lợi thế cạnh tranh với các đối thủ chịu ngưỡng thuế bất lợi hơn.

- **2025 tăng trưởng mạnh:** Tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam 10 tháng đầu năm 2025 đạt 9,5 tỷ USD, tăng 16% so với cùng kỳ. Trong đó hai mặt hàng chủ lực là tôm và cá tra vẫn tăng trưởng svck, tuy nhiên xuất khẩu cá ngừ cho thấy sự suy giảm. Xuất khẩu tôm đạt kim ngạch 3,9 tỷ USD (+22% svck); xuất khẩu cá tra đạt 1,8 tỷ USD (+9% svck); xuất khẩu cá ngừ đạt 791 triệu USD (-4% svck).

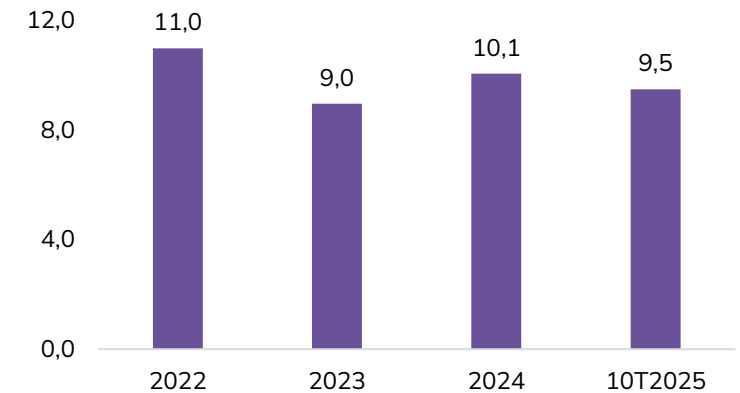
Xét theo thị trường, 4 thị trường chủ lực bao gồm Trung Quốc & Hồng Kông, Mỹ, Nhật Bản và EU đều chứng kiến sự tăng trưởng:

- Kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang thị trường Trung Quốc đạt 2 tỷ USD (+33% svck).
- Kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang thị trường Mỹ đạt 1,7 tỷ USD (+9% svck).
- Kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang thị trường Nhật Bản đạt 1,4 tỷ USD (+15% svck).
- Kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang thị trường EU đạt 985 triệu USD (+13% svck).

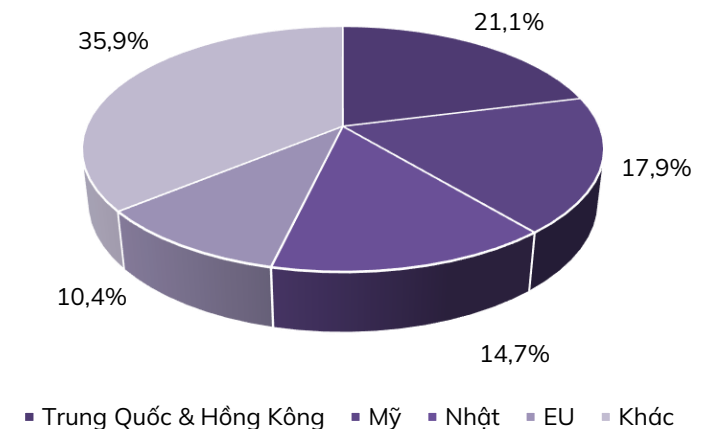
➤ Ngành thủy sản Việt Nam được dự báo gặp nhiều thách thức trong năm 2026:

- Thuế đối ứng 20% tại thị trường Mỹ khiến hàng Việt Nam kém cạnh tranh hơn so với đối thủ Indonesia (19%) hay Ecuador (15%).
- Ngành tôm đứng trước nguy cơ bị áp thuế chống bán phá giá cao trong đợt rà soát POR19.
- Rào cản vào thị trường Mỹ gia tăng khi Mỹ siết chặt nhập khẩu: Cục Quản lý Đại dương và Khí quyển quốc gia Mỹ (NOAA) dựa theo Đạo luật Bảo vệ động vật biển có vú (MMPA) đã thông báo có 240 nghề cá của 46 quốc gia bị từ chối công nhận tương đương, đồng nghĩa sản phẩm từ các nghề cá này sẽ không được phép nhập khẩu vào Mỹ kể từ ngày 1/1/2026, trong đó Việt Nam có 12 nghề cá “không tương đương” (bao gồm cá mú, cua ghe, tôm hùm, cá ngừ, cá nục... đánh bắt bằng lưới rê, lưới kéo). Động thái này có thể tác động đáng kể tới xuất khẩu thủy sản Việt Nam, khi Mỹ từng là thị trường lớn nhất.

Kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam (tỷ USD)



Cơ cấu xuất khẩu thủy sản Việt Nam theo thị trường 10T2025



Nguồn: Vasep, ABS Research

➤ GIÁ CÁ TRA GIỐNG VÀ NGUYÊN LIỆU ĐỀU ĐANG TĂNG.

- Giá cá tra giống và giá cá tra nguyên liệu đã tăng trở lại kể từ tháng 7/2025. Chúng tôi cho rằng năm 2026 cả giá cá tra giống và giá cá tra nguyên liệu sẽ vẫn duy trì ở mức cao. Nguồn cung giống hạn chế, chi phí nuôi tăng, thời tiết bất lợi và nhu cầu xuất khẩu phục hồi là các động lực giữ giá. Điều này sẽ tạo sức ép lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp chế biến, nhất là các đơn vị phụ thuộc nhiều vào nguồn cá mua ngoài.

➤ GIÁ TÔM NGUYÊN LIỆU 2026 SẼ PHỤ THUỘC NHIỀU VÀO KẾT QUẢ THUẾ QUAN

- Nguồn cung tôm giống hạn chế do thời tiết bất lợi, chất lượng tôm giống không đồng đều và tỷ lệ hao hụt cao khiến giá tôm giống duy trì ở mức cao, kéo theo chi phí nuôi tăng, từ đó khiến mặt bằng giá tôm nguyên liệu cao. Đặc biệt, giá tôm nguyên liệu năm 2026 còn phụ thuộc kết quả rà soát POR 19. Nếu thuận lợi, nhu cầu nhập khẩu của thị trường Mỹ bật tăng và đẩy giá tôm nguyên liệu tăng mạnh. Còn ngược lại, giá tôm nguyên liệu sẽ chịu áp lực giảm.

➤ GIÁ THỨC ĂN THỦY SẢN ỔN ĐỊNH DO GIÁ CÁC NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO ĐƯỢC DỰ BÁO DUY TRÌ Ở MỨC HIỆN TẠI HOẶC GIẢM NHẸ

- Giá ngô, lúa mì và đậu nành có khả năng chịu áp lực giảm. Theo USDA và FAO, sản lượng ngô, lúa mì và đậu nành đều có khả năng tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ thời tiết thuận lợi khiến sản lượng thu hoạch đạt kỷ lục mới. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ dự kiến tăng trưởng chậm hơn sản lượng, tạo áp lực lên giá.
- Tuy nhiên, trên thị trường quốc tế, giá nông sản có khả năng đi lên do dòng tiền đầu cơ chuyển hướng sang các sản phẩm hàng hóa khi đầu tư chứng khoán trở nên kém hấp dẫn. Việc dòng tiền đầu cơ tham gia mạnh có thể khiến giá nông sản biến động bất thường, không còn phản ánh sát cung-cầu thực tế, từ đó làm gia tăng rủi ro cho các doanh nghiệp trong khâu mua hàng.
- Theo OECD, giá bột cá danh nghĩa được dự báo tăng do lạm phát. Trong khi đó IFFO nhận định hiệu suất đánh bắt của ngành cá hiện ổn định và phù hợp với các ước tính trước đây, đánh giá triển vọng là tích cực.

➤ GIÁ CƯỚC VẬN CHUYỂN CÓ KHẢ NĂNG GIẢM

- Theo Xeneta Ocean, dự báo giá cước ngắn và dài hạn năm 2026 sẽ tiếp tục giảm do tình trạng dư thừa công suất kéo dài. Dự kiến đội tàu container toàn cầu sẽ tăng thêm 3,6% trong khi nhu cầu vận tải chỉ tăng 3%, buộc các hãng tàu phải tiếp tục đưa ra ưu đãi để đảm bảo khối lượng hàng hóa vận chuyển. Chi phí logistics thường chiếm trên 50% chi phí bán hàng của các đơn vị xuất khẩu thủy sản, giá cước vận chuyển giảm sẽ giúp các doanh nghiệp giảm chi phí và tăng biên lợi nhuận.

CHI PHÍ BIẾN ĐỘNG TRÁI CHIỀU (TIẾP)

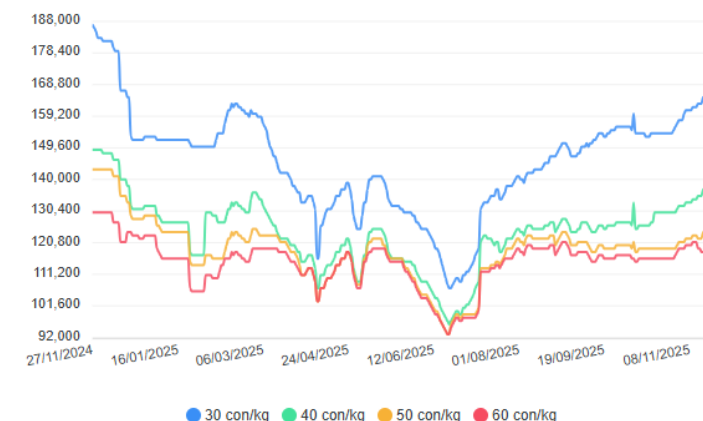
Giá cá tra nguyên liệu size 800gr-1,1kg/con



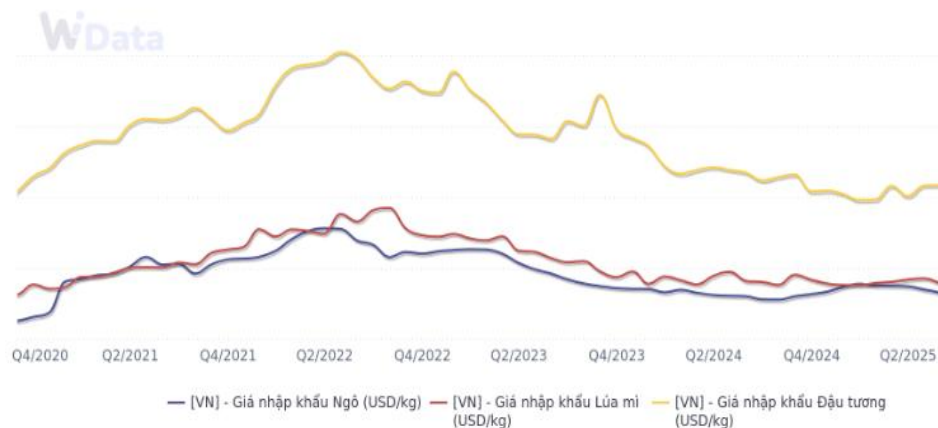
Giá cá tra giống mẫu 30 con/kg



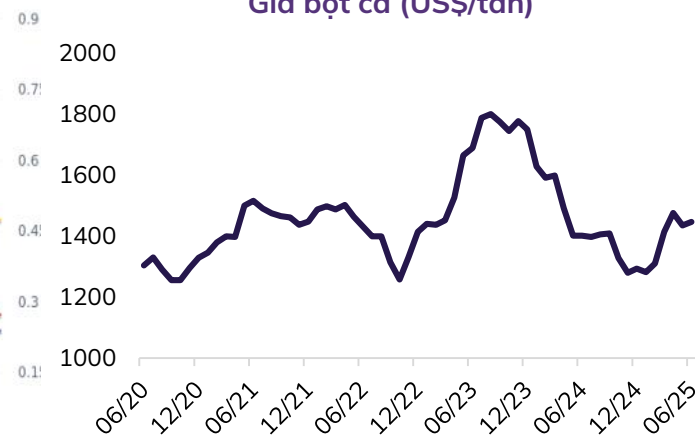
Xu hướng giá tôm



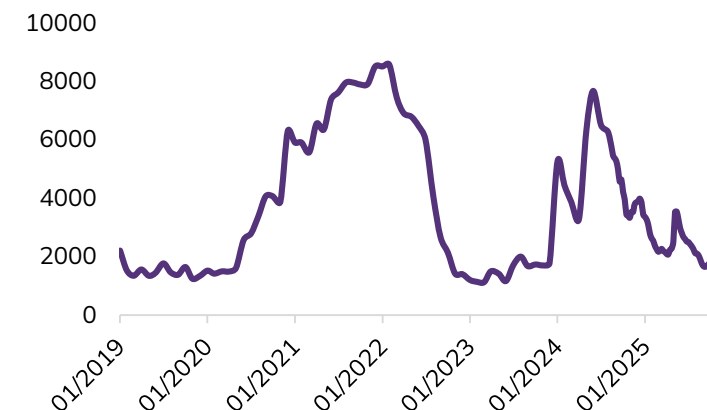
Giá nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi



Giá bột cá (US\$/tấn)



Giá cước container 40ft



NGÀNH CÁ TRA VÀ CÁ RÔ PHI TRONG NĂM 2026 CÓ KHẢ NĂNG TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG TỐT DO LÀ NGUỒN CÁ THỊT TRẮNG THAY THẾ KHI CÁ MINH THÁI VÀ CÁ TUYẾT ĐANG SUY GIẢM, ĐỒNG THỜI CÓ ĐƯỢC LỢI THẾ NHẤT ĐỊNH TẠI THỊ TRƯỜNG MỸ VÀ BRAZIL

➤ NGUỒN CUNG CÁ THỊT TRẮNG SUY GIẢM TẠO CƠ HỘI LỚN CHO CÁ TRA VÀ CÁ RÔ PHI

- Theo Diễn đàn Cá thịt trắng tổ chức tại Tokyo (10/2025), nguồn cung cá thịt trắng toàn cầu được dự báo giảm 5% trong năm 2026, kéo theo nguy cơ giá tăng lên mức kỷ lục. Hai loài chủ lực là cá tuyết và cá minh thái đang chịu sức ép lớn do khai thác quá mức và khả năng phục hồi đàn cá thấp. Hạn ngạch cá tuyết Đại Tây Dương năm 2026 dự kiến giảm 10% xuống còn 640.000 tấn; riêng vùng biển Barents ghi nhận mức giảm mạnh nhất, lên tới 22%.
- Nguồn cung cá minh thái cũng thắt chặt khi Mỹ cắt giảm 100.000 tấn hạn ngạch cá minh thái Alaska, còn 1,3 triệu tấn trong năm 2026. Trong khi hạn ngạch của Nga giữ ổn định, sản phẩm nước này lại chịu lệnh trừng phạt từ EU, với mức thuế 13,7% đối với cá minh thái nhập từ Nga. Điều này mở ra lợi thế rõ rệt cho cá tra Việt Nam, vốn đang được hưởng thuế suất 0% theo EVFTA khi vào EU.
- Trong bối cảnh nguồn cung cá đánh bắt thiếu hụt, diễn đàn dự báo sản lượng các loại cá thịt trắng nuôi, đặc biệt là cá tra và cá rô phi, sẽ tăng để bù đắp thiếu hụt; riêng sản lượng cá tra Việt Nam có thể tăng thêm 40.000 tấn. Trong khi đó, FAO dự báo sản lượng cá rô phi toàn cầu có thể đạt 7,3 triệu tấn (+4,3% svck), đến năm 2030 có thể đạt 9 triệu tấn. Theo VASEP, Việt Nam cũng đang nổi lên như một nguồn cung cá rô phi ngày càng quan trọng trong chuỗi giá trị toàn cầu. 8 tháng đầu năm 2025, xuất khẩu cá rô phi (trong đó bao gồm cả cá điêu hồng) đạt hơn 63 triệu USD, tăng 174% so với cùng kỳ năm ngoái, vượt qua kim ngạch xuất khẩu cá rô phi của Việt Nam trong suốt 5 năm trở lại đây. Trong đó, Mỹ là thị trường nhập khẩu nhiều nhất cá rô phi Việt Nam, chiếm đến 62% tỷ trọng trong tổng giá trị cá rô phi Việt Nam xuất khẩu sang các thị trường nước ngoài. Trước đó, Trung Quốc dẫn đầu kim ngạch nhập khẩu cá rô phi vào thị trường Mỹ nhưng ảnh hưởng của thuế đối ứng đã khiến thị phần của nước này giảm xuống. Việc tận dụng tốt biến động thị trường, mở rộng vùng nuôi và cải thiện chất lượng sản phẩm đã giúp cá rô phi Việt Nam khẳng định vị thế, nhất là trong bối cảnh nhu cầu quốc tế tiếp tục gia tăng.
- Chúng tôi cho rằng nhu cầu với cá tra và cá rô phi tăng lên như một sản phẩm thay thế sẽ khiến giá bán của hai loại cá này tăng lên trong năm 2026.

➤ CƠ HỘI CHO CÁ TRA VIỆT NAM TẠI THỊ TRƯỜNG MỸ

- Cá tra Việt Nam gặp thuận lợi tại thị trường Mỹ nhờ thuế đối ứng chỉ ở mức 20%, thấp hơn nhiều so với mức 45% đối với Trung Quốc và 50% đối với Brazil. Điều này mở ra cơ hội lớn để Việt Nam tranh thủ mở rộng thị phần tại thị trường Mỹ.
- Theo kết quả đợt rà soát hành chính lần thứ 20 (POR20), 7 doanh nghiệp Việt Nam có kết quả được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0% khi xuất khẩu cá tra vào thị trường Mỹ, bao gồm CTCP Nam Việt, CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cần Thơ, Công ty TNHH Đại Thành, Công ty TNHH MTV Thủy sản Đông Á, CTCP Hùng Cá 6, CTCP Thủy sản NTSF và Công ty TNHH Hải sản Biển Đông (trước đó CTCP Vĩnh Hoàn đã được loại khỏi danh sách chịu thuế chống bán phá giá). Đây là kết quả rất khả quan và thuận lợi cho cá tra Việt Nam.

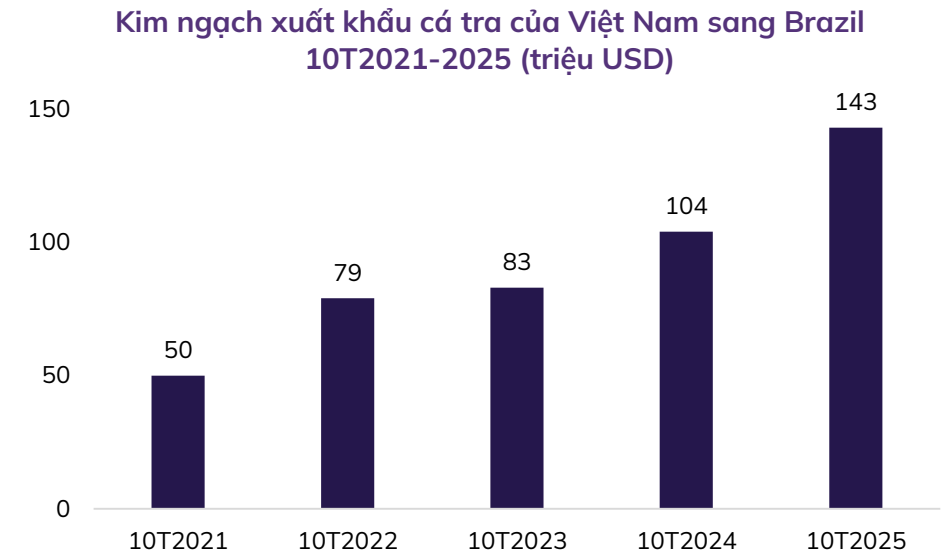
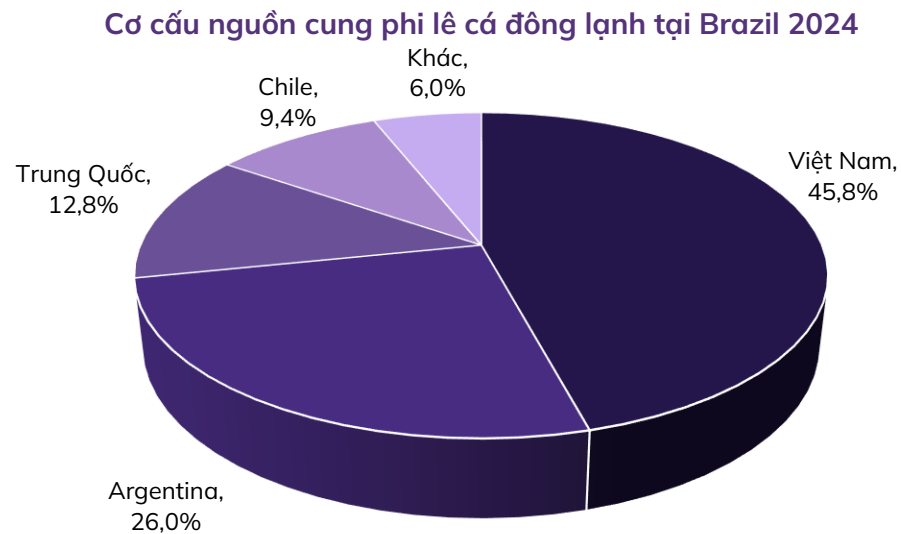
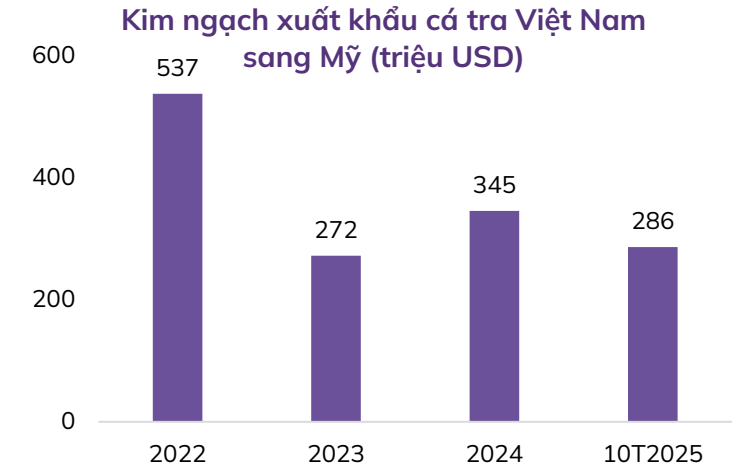
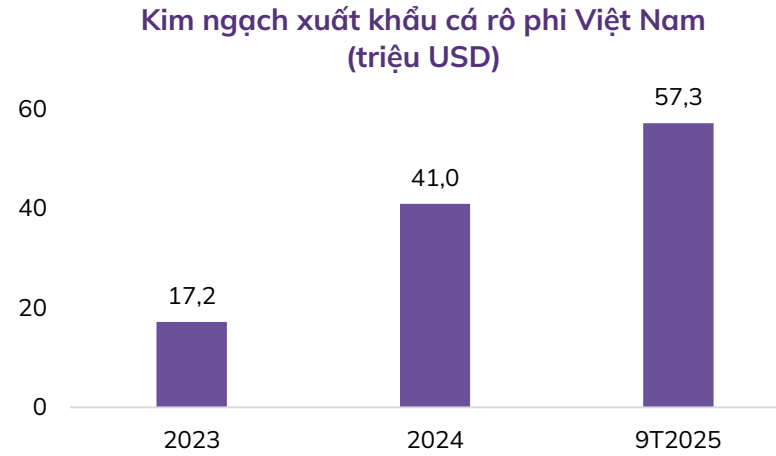
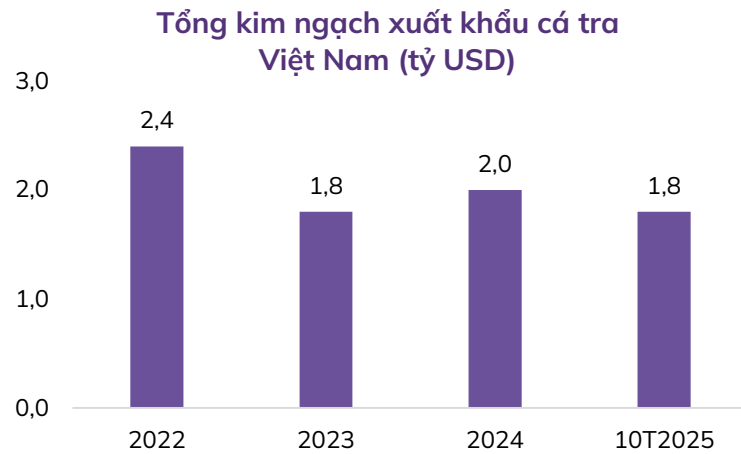
➤ CƠ HỘI CHO CÁ TRA VIỆT NAM TẠI THỊ TRƯỜNG BRAZIL

- Thỏa thuận thương mại Việt Nam – Brazil đang mở rộng cơ hội cho cá tra Việt Nam xâm nhập thị trường Brazil. Kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Brazil tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây, đặc biệt năm 2025. Theo World Bank, Việt Nam dẫn đầu xuất khẩu fillet cá đông lạnh vào Brazil với trị giá gần 145 triệu USD năm 2024, chiếm 45,7% thị phần, chủ yếu là cá tra. VASEP cho biết 10 tháng đầu năm 2025, xuất khẩu cá tra sang Brazil đạt 143 triệu USD, tăng 38% so với cùng kỳ, đưa Brazil trở thành một trong những thị trường hàng đầu của cá tra Việt Nam.
- Brazil cam kết thực hiện các đánh giá kỹ thuật để thúc đẩy nhập khẩu cá tra. Trong tương lai, Brazil cũng hỗ trợ Việt Nam hướng tới thỏa thuận thương mại tự do với Mercosur (Brazil, Argentina, Paraguay, Uruguay), mở ra tiềm năng tích cực cho cá tra tại khu vực này.

➤ CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC CHO CÁ RÔ PHI VIỆT NAM TẠI THỊ TRƯỜNG BRAZIL

- Đầu năm 2025, Brazil dỡ bỏ lệnh cấm nhập khẩu cá rô phi từ Việt Nam. Nhờ đó, Việt Nam đã nhanh chóng tận dụng cơ hội, xuất khẩu cá rô phi sang Brazil. Navico đã giao lô hàng 24 tấn đầu tiên trong tổng đơn hàng 700 tấn từ tập đoàn JBS, dự kiến phân phối tại các siêu thị và chuỗi HORECA tại Brazil, mở đường cho sự thâm nhập của cá rô phi Việt Nam.
- Tuy nhiên, thách thức vẫn còn. Sản lượng cá rô phi Brazil xuất sang Mỹ giảm 32% do thuế quan, dẫn đến dư thừa nguồn cung trong nước. Đồng thời, giá cá rô phi Việt Nam hiện rẻ hơn cá trong nước Brazil, gây lo ngại cho người nuôi địa phương. Chúng tôi nhận định việc thâm nhập thị trường Brazil là bước tiến quan trọng, nhưng nếu Mỹ không gỡ bỏ mức thuế đối ứng cao cho Brazil, cá rô phi Việt Nam sẽ khó tăng trưởng mạnh tại thị trường này trong thời gian tới.

➤ NGÀNH CÁ TRA & CÁ RÔ PHI: THUẬN LỢI (TIẾP)



CHÚNG TÔI CHO RẰNG NGÀNH TÔM VIỆT NAM SẼ ĐỐI MẶT VỚI NHIỀU THÁCH THỨC KHI CHỊU ÁP LỰC THUẾ QUAN TẠI THỊ TRƯỜNG MỸ VÀ SỰ CẠNH TRANH GAY GẮT CỦA CÁC ĐỐI THỦ, CẦN TẬN DỤNG LỢI THẾ TẠI THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC.

NHỮNG THUẬN LỢI TẠI THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC

- Một hàng tôm tươi sống ngày càng được người tiêu dùng Trung Quốc ưa chuộng. Theo Market Publishers, thu nhập khả dụng tăng mạnh đang thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp, trong đó người tiêu dùng ưu tiên lựa chọn tôm tươi, ngon và đảm bảo an toàn. Bên cạnh đó, xu hướng sống khỏe của giới trẻ Trung Quốc đang khiến họ chuyển dịch sang sử dụng nhiều hơn các sản phẩm thủy hải sản thay cho thịt đỏ. Nhờ vậy, nhu cầu tôm – đặc biệt là tôm tươi sống thay vì sản phẩm đông lạnh – tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ.
- Theo VASEP, trong 10 tháng đầu năm 2025, xuất khẩu tôm Việt Nam sang Trung Quốc đạt 1,1 tỷ USD, tăng 64% so với cùng kỳ. Riêng tôm hùm đạt 702 triệu USD, tăng tới 135% svck và chiếm khoảng 70% tổng kim ngạch tôm xuất khẩu sang thị trường này. Động lực tăng trưởng đến từ ba yếu tố chính:
 - Lợi thế thuế quan: Việt Nam không chịu các mức thuế trả đũa từ phía Trung Quốc như Canada và Mỹ, giúp giá tôm Việt Nam, đặc biệt là tôm hùm trở nên cạnh tranh hơn đáng kể so với tôm từ hai thị trường này.
 - Lợi thế địa lý: Vị trí gần Trung Quốc tạo điều kiện thuận lợi cho vận chuyển các mặt hàng sống, đặc biệt là tôm hùm xanh.
 - Lợi thế về sản lượng: Sự phục hồi mạnh của các vùng nuôi trong nước giúp Việt Nam đáp ứng hiệu quả nhu cầu tăng nhanh từ phía Trung Quốc. Tuy nhiên, ảnh hưởng của cơn bão số 13 có khả năng khiến nguồn cung tôm hùm đầu năm 2026 suy giảm nghiêm trọng khi các lồng nuôi tôm tại Phú Yên bị chết hàng loạt do sốc nước ngọt.
- Tuy nhiên, Trung Quốc cảnh báo sẽ siết chặt kiểm nghiệm, truy xuất nguồn gốc hàng nhập khẩu trong thời gian tới. Nếu việc kiểm tra kéo dài và chi phí tuân thủ tăng cao, khả năng xuất khẩu tôm hùm sẽ bị ảnh hưởng.

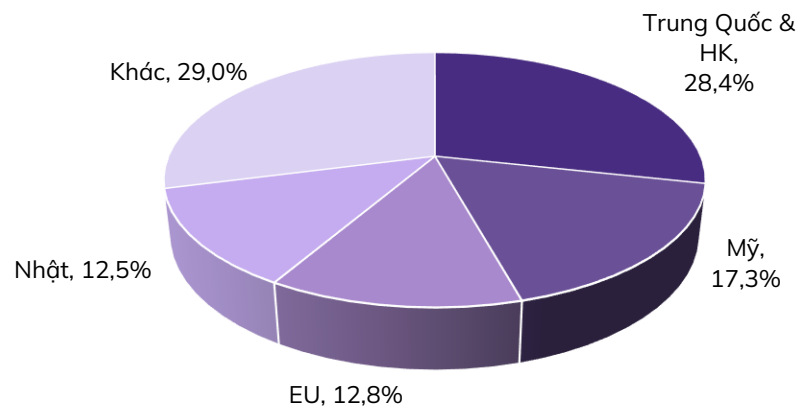
ÁP LỰC THUẾ QUAN TẠI THỊ TRƯỜNG MỸ.

- Hiện nay tôm Việt Nam đang chịu 3 loại thuế tại thị trường Mỹ: thuế đối ứng 20%, thuế chống trợ cấp 2,84% và thuế chống bán phá giá (CBPG) xem xét hàng năm.
- Theo kết luận sơ bộ của đợt rà soát hành chính lần thứ 19 (POR19) thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với mặt hàng tôm nước ấm đông lạnh của Việt Nam xuất khẩu sang Hoa Kỳ trong giai đoạn từ 02/01/23 đến 01/31/24, 23 doanh nghiệp xuất khẩu tôm của Việt Nam bị nhận mức thuế lên đến 35,29%. Tương lai xuất khẩu tôm Việt Nam sang Mỹ phụ thuộc rất nhiều vào quyết định cuối cùng của Bộ Thương mại Hoa Kỳ dự kiến công bố trong tháng 12/2025 này.
- Nếu mức thuế này được giữ nguyên, cùng với 20% thuế đối ứng, 2,84% thuế chống trợ cấp, tổng thuế mà doanh nghiệp tôm Việt Nam phải chịu khi xuất khẩu vào thị trường này lên đến 58,13%. Mức thuế này sẽ khiến Việt Nam mất hoàn toàn lợi thế trước Ecuador và Indonesia.
- Nếu Việt Nam khiếu nại thành công và mức thuế được giảm về 0%, Việt Nam sẽ nhận mức thuế tổng cộng 22,84%, gần bằng mức mà Indonesia phải nhận, cao hơn mức thuế của Ecuador khoảng hơn 3%. Tôm Việt Nam sẽ vẫn có cơ hội cạnh tranh thị phần với hai đối thủ này tại thị trường Mỹ, đồng thời được hưởng lợi từ việc Ấn Độ phải chịu thuế lên đến 58,26% tại Mỹ.

CẠNH TRANH VỚI CÁC ĐỐI THỦ LỚN TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG NGOÀI MỸ:

- **Ấn Độ:** Theo India Times, sau khi chịu mức thuế cao tại Mỹ, Ấn Độ đang đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường khác. Chỉ trong 5 tháng từ tháng 4 – 9/2025, xuất khẩu tôm của Ấn Độ sang các thị trường ngoài Mỹ tăng 30% so với cùng kỳ, đạt 1,38 tỷ USD, nâng thị phần tôm Ấn Độ tại các thị trường này lên 57% (tăng từ 51%). Các thị trường chính ngoài Mỹ bao gồm Trung Quốc, Nhật Bản và EU. Ấn Độ không chỉ cạnh tranh với tôm Việt Nam ở phân khúc tôm chân trắng giá rẻ mà còn đang tái cơ cấu sang nuôi tôm sú giá cao. Nông dân Ấn Độ đã áp dụng mô hình nuôi 2 vụ/năm thay vì 1 vụ để đáp ứng nhu cầu tại châu Á, Nhật Bản và Hàn Quốc, tăng giá trị xuất khẩu.
- **Ecuador:** Ecuador duy trì vị thế nhà cung cấp lớn nhờ quy mô nuôi lớn, chi phí thấp và khả năng vượt qua hàng rào kỹ thuật tại EU. Trong 8 tháng đầu năm 2025, sản lượng tôm Việt Nam xuất sang EU đạt 35.004 tấn, tăng 14% so với cùng kỳ, trong khi Ecuador đạt 160.139 tấn, tăng 36%, thể hiện khoảng cách lớn tại thị trường khó tính này. Bên cạnh đó, tháng 9/2025, Ecuador ký Hiệp định Hợp tác Kinh tế Chiến lược với Hàn Quốc, theo đó 98,8% sản phẩm tôm xuất khẩu được miễn thuế, đồng thời nước này cũng ký biên bản ghi nhớ với Nhật Bản để thúc đẩy thương mại song phương, tạo lợi thế cạnh tranh rõ rệt trước tôm Việt Nam tại hai thị trường này.

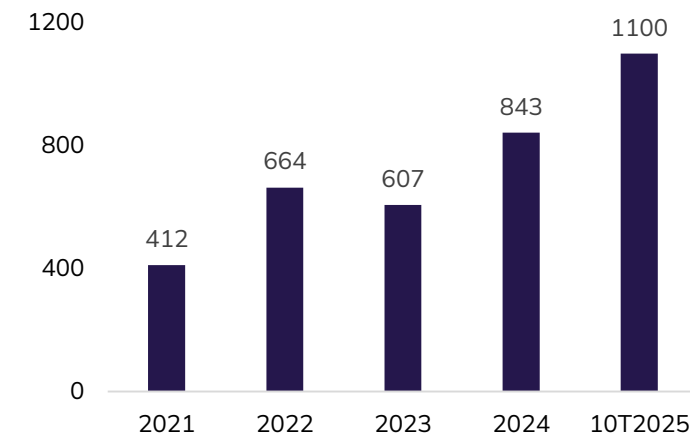
Cơ cấu xuất khẩu tôm Việt Nam theo thị trường 9T2025



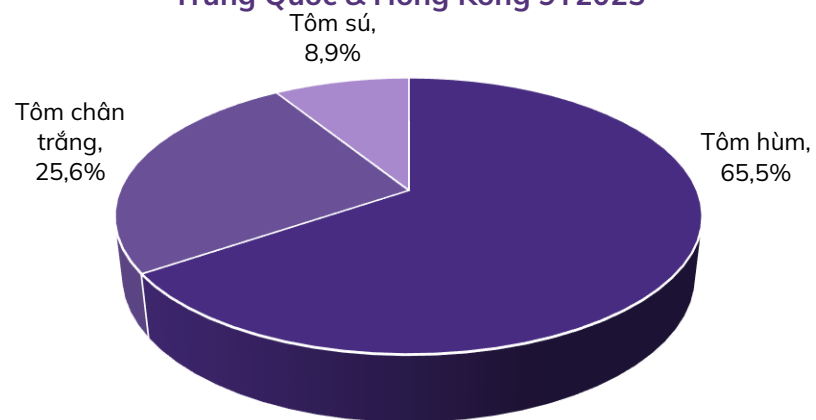
Các loại thuế áp vào tôm nhập khẩu tại thị trường Mỹ

	Thuế đối ứng	Thuế chống trợ cấp	Thuế chống bán phá giá (POR19)	Tổng thuế
Ấn Độ	50%	5,77%	2,49%	58,26%
Ecuador	15%	3,78%	0%	18,78%
Indonesia	19%	0%	3,9%	22,9%
Việt Nam	20%	2,84%	35,29%	58,13%

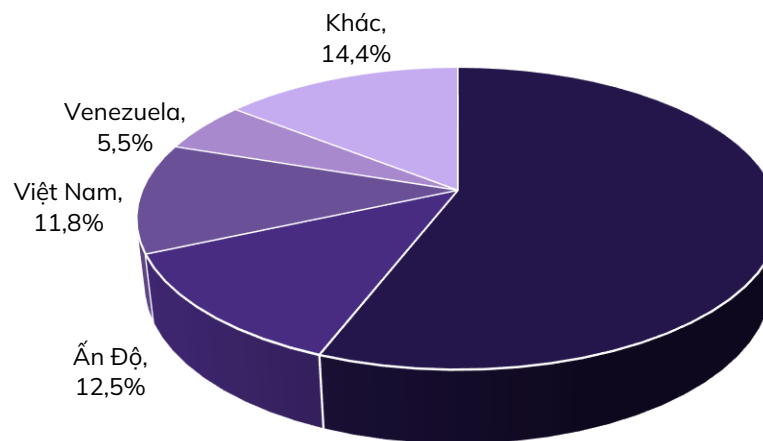
Kim ngạch xuất khẩu tôm Việt Nam sang Trung Quốc (triệu USD)



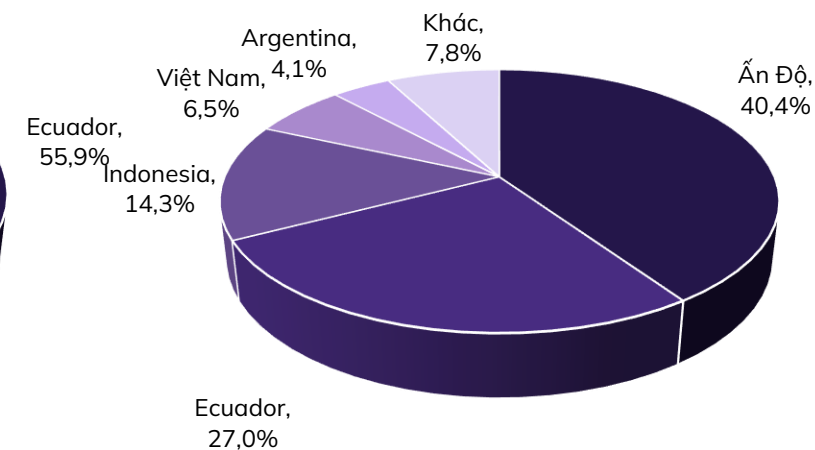
Cơ cấu xuất khẩu tôm Việt Nam tại thị trường Trung Quốc & Hồng Kông 9T2025



Cơ cấu nguồn cung tôm tại thị trường EU 6T2025



Cơ cấu nguồn cung tôm tại thị trường Mỹ năm 2024



Nguồn: Vasep, WITS, ABS Research

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu trên các tiêu chí

- Doanh nghiệp có tiềm năng mở rộng thị phần.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh, rủi ro vay nợ ở mức an toàn.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp so sánh P/E.

Chỉ tiêu	ANV		
	2024	2025F	2026F
Doanh thu	4.911	6.633	7.428
%YoY	10,6%	35,1%	12,0%
LNG	560,4	1.639	1.820
Biên LNG (%)	11,4%	24,7%	24,5%
LNST Công ty mẹ	47,8	998	1.047
%YoY	32,8%	1.988%	7,4%
EPS (đ/cp)	180	3.747	3.932
BVPS (đ/cp)	10.505	13.202	16.006
Nợ/VCSH (lần)	0,62	0,40	0,35
ROA (%)	1,0%	17,0%	15,6%
ROE (%)	1,7%	31,7%	27,0%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

CÔNG TY CỔ PHẦN NAM VIỆT (ANV - HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 28/11/2025: 29.250 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 33.500 VNĐ/cp (UPSIDE +14,5%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Xuất khẩu cá tra của Nam Việt tăng trưởng tại thị trường Mỹ và Nam Việt có định hướng thâm nhập sâu hơn vào thị trường Mỹ. Năng lực sản xuất của ANV đạt tiêu chuẩn cao đồng thời ANV được miễn thuế chống bán phá giá theo kết quả của kỳ rà soát POR20, đủ sức cạnh tranh với VHC tại thị trường này. Việc đẩy mạnh doanh thu sang thị trường Mỹ sẽ cải thiện biên lợi nhuận cho ANV do giá bán ở thị trường này cao hơn so với thị trường Trung Quốc (vốn là thị trường chiếm tỷ trọng lớn của ANV trước đây).
- ANV là doanh nghiệp duy nhất xuất cá rô phi vào thị trường Brazil. Với đơn hàng 700 tấn cá, ANV mới xuất 24 tấn, doanh nghiệp vẫn còn đơn đặt hàng để sản xuất và ghi nhận doanh thu trong thời gian tới.
- ANV đã chuyển đổi 70% vùng nuôi 600 ha tại Bình Phú sang cá rô phi để tăng năng suất và tận dụng lợi thế cạnh tranh của loại cá này.
- ANV có khả năng tự chủ 100% thức ăn nuôi trồng và nguyên liệu cá tra, không bị phụ thuộc vào các biến động nguồn cung bên ngoài.

RỦI RO

- Thị trường Brazil dư thừa cá nội địa khi không xuất được vào Mỹ sẽ khiến giá cá và nhu cầu nhập khẩu vào nước này giảm mạnh.
- Rủi ro thuế chống bán phá giá của Mỹ trong đợt rà soát tiếp theo.

NGÀNH DỆT MAY

Vươn lên trong thách thức

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Nắm giữ**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading

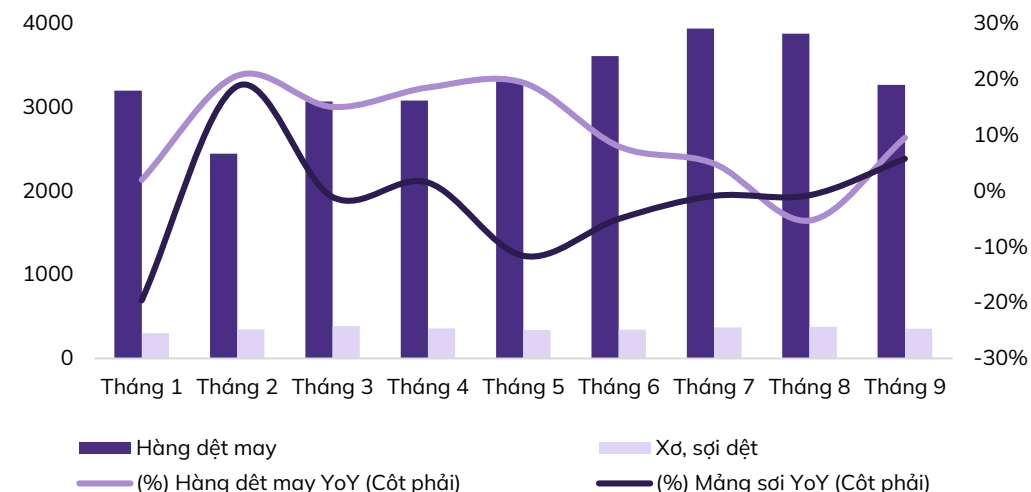


THUẾ ĐỐI ỨNG – THỊ TRƯỜNG MỸ LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH

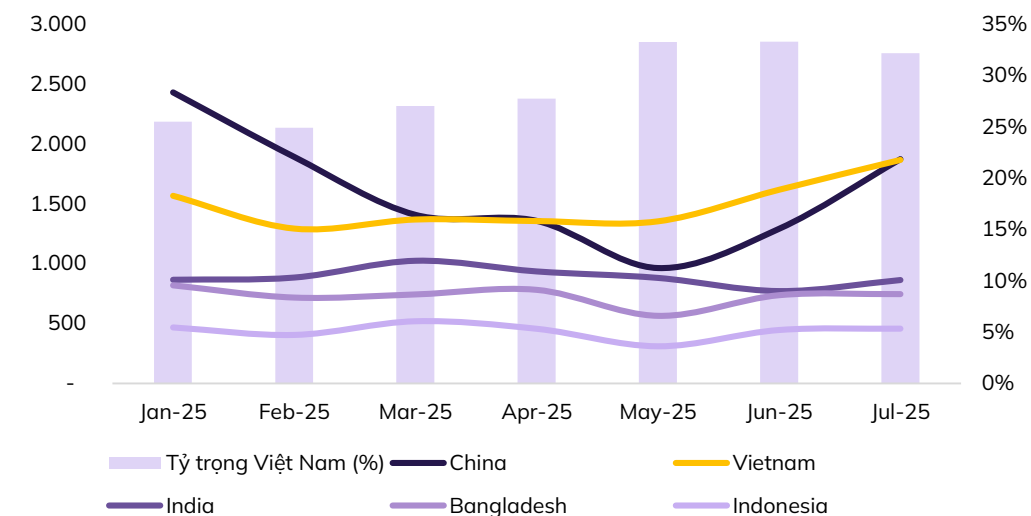
HÀNG DỆT MAY VIỆT NAM TÍCH CỰC TẠI THỊ TRƯỜNG MỸ.

- **Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may tiếp tục tăng trưởng dù bị ảnh hưởng bởi mức thuế đối ứng từ thị trường chính.** Theo số liệu từ Tổng cục thống kê, tổng kim ngạch xuất khẩu của ngành Dệt may trong 9T2025 đạt 35,3 tỷ USD (+7,5% svck) trong đó hàng dệt may (chiếm 84% tỷ trọng XK ngành) đạt mức 29,7 tỷ USD (+8,7% svck). Trước tình hình Mỹ áp thuế đối ứng lên các quốc gia xuất khẩu, đặc biệt đối với thị trường Việt Nam, hàng dệt may của Việt Nam vẫn tiếp tục tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm do được hưởng lợi từ đơn hàng chuyển dịch từ Trung Quốc và mức thuế xuất khẩu sang Mỹ cạnh tranh so với các đối thủ khác trên thế giới như Ấn Độ (50%), Trung Quốc (thuế bổ sung thêm 30%), Bangladesh và Indonesia cùng chịu mức thuế 20% (tuy nhiên giá trị xuất khẩu của các thị trường này sang Mỹ thấp hơn Việt Nam) khiến kim ngạch xuất khẩu của ngành tăng trưởng tốt, đặc biệt xuất khẩu hàng dệt may sang thị trường Mỹ (chiếm 45% tỷ trọng) tăng 12,3% svck, đạt 13,4 tỷ USD.
- **Nhu cầu sử dụng hàng dệt may của Việt Nam vẫn được ưa chuộng tại Mỹ khi Việt Nam giữ thị phần thứ 2 về giá trị nhập khẩu tại thị trường này.** Theo số liệu từ ITA, trong 7 tháng đầu năm 2025 Việt Nam suýt soát đuổi kịp vị trí số 1 về xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ của Trung Quốc, với giá trị xuất khẩu ở VN trong tháng 5 và tháng 6 tăng lần lượt 40,4% và 25% so với giá trị của Trung Quốc. Lũy kế 7T2025, giá trị xuất khẩu của thị trường Trung Quốc đạt 11,2 tỷ USD, Việt Nam đứng thứ 2 với 10,4 tỷ USD, tiếp đến là Ấn Độ, Bangladesh và Indonesia lần lượt đạt 6,2 tỷ USD, 5,1 tỷ USD và 3 tỷ USD. Thị phần của Việt Nam luôn ở mức trên 27% trong 7T2025, đứng thứ 2 sau Trung Quốc cho thấy Việt Nam vẫn là lựa chọn hàng đầu của thị trường Mỹ về hàng dệt may, qua đó cho thấy vị thế cạnh tranh của Việt Nam so với các nước khác là khá lớn khi năng lực sản xuất hàng hóa đa dạng và hướng tới xu hướng thời trang bền vững (ESG).

Kim ngạch xuất khẩu Hàng dệt may và măng Sợi 9T2025 (Triệu USD)



Giá trị nhập khẩu hàng dệt may tại Mỹ (Triệu USD)



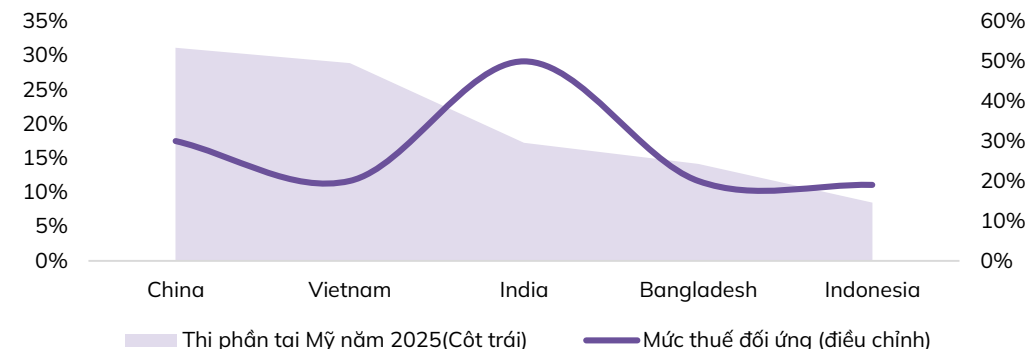
THUẾ ĐỐI ỨNG – THỊ TRƯỜNG MỸ LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH (TIẾP)

➤ **Căng thẳng thương mại** khiến các doanh nghiệp dệt may quốc tế chuyển dịch đơn hàng sang các quốc gia Đông Nam Á (ĐNÁ), đặc biệt tại Việt Nam. Theo báo cáo ngành dệt may toàn cầu năm 2026 từ McKinsey & Company, ngành dệt may thế giới dự kiến đạt mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) khoảng 4,5–5,5% từ năm 2023 – 2026, đặc biệt xuất khẩu dệt may Việt Nam sẽ tăng trưởng từ 7–10% mỗi năm trong khoảng thời gian này. Trong đó đối thủ của Việt Nam là Bangladesh đang gặp áp lực lớn do các đơn hàng quốc tế dần dịch chuyển khỏi đất nước này vì lo ngại về bất ổn chính trị và tình trạng thiếu hụt khí đốt và điện năng nghiêm trọng.

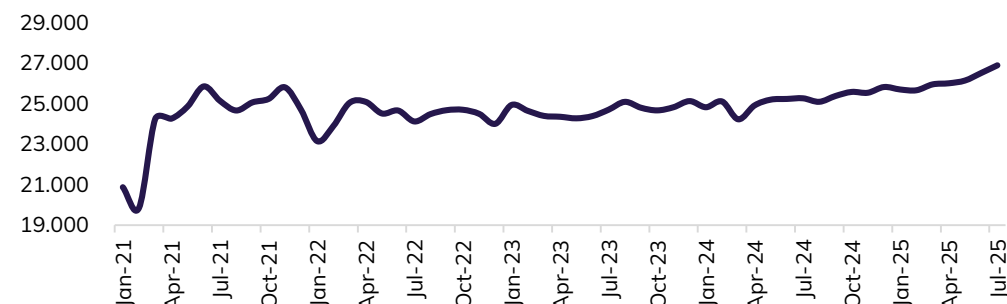
➤ **Nhu cầu mua sắm tại Mỹ gia tăng** khi doanh thu bán lẻ quần áo tiếp tục tìm đỉnh mới. Dữ liệu từ Fred cũng cho thấy nhu cầu mua sắm tại thị trường Mỹ đang gia tăng khi doanh thu bán lẻ quần áo đạt mức 26,9 nghìn tỷ USD trong tháng 7/2025, tăng 6,4% svck và là mức cao nhất từ trước đến nay, trong khi đó mức tồn kho giảm liên tục từ đầu năm đến nay. Thông thường hàng tồn kho có xu hướng tăng về cuối năm để phục vụ nhu cầu mua sắm lễ hội, điều này làm dấy lên sự lo ngại về chính sách thuế quan của Mỹ khiến các doanh nghiệp hạn chế nhập kho. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng trong năm 2026, các đơn hàng sẽ được nhập để bù lại cho phần thiếu hụt này.

➤ **Triển vọng ngành tích cực trong năm 2026:** Mức thuế đối ứng 20% của Mỹ sẽ tác động đến ngành dệt may Việt Nam trong ngắn hạn, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng Mỹ sẽ đem lại cơ hội tăng trưởng cho năm 2026 với những yếu tố sau: **(i)** Việt Nam nắm giữ thị phần xuất khẩu đứng thứ 2 tại Mỹ (thị phần tăng lên 29% từ mức 20% năm 2024) chỉ sau Trung Quốc; **(ii)** mức thuế đối ứng “hấp dẫn” (20%) trong 5 quốc gia có giá trị xuất khẩu hàng dệt may cao sang Mỹ; **(iii)** có các thể mạnh riêng khi so sánh lợi thế cạnh tranh với các đối thủ khác như Bangladesh và Ấn Độ; **(iv)** Việt Nam hiện đang theo đuổi xu hướng bền vững, mục tiêu về kinh tế tuần hoàn – đang được các thị trường hàng đầu trên thế giới chú trọng.

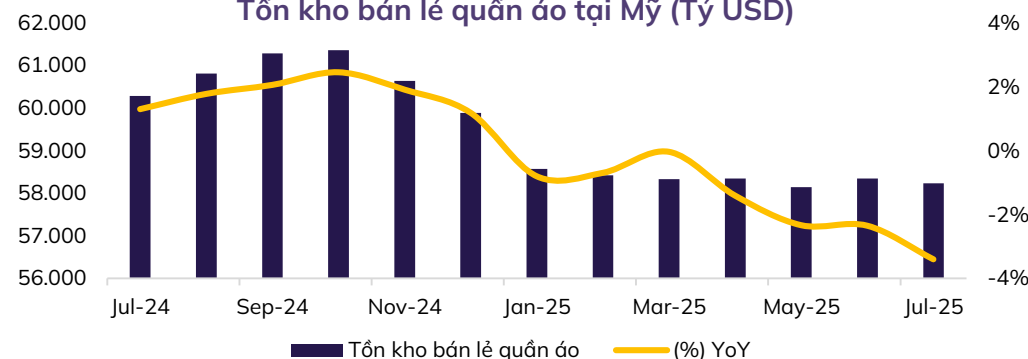
Lợi thế cạnh tranh của thị trường Việt Nam đối với các nước khác



Doanh thu bán lẻ quần áo tại Mỹ (Tỷ USD)



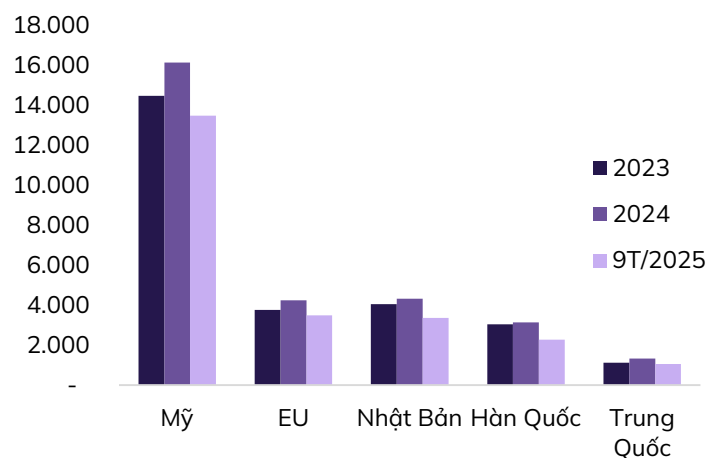
Tồn kho bán lẻ quần áo tại Mỹ (Tỷ USD)



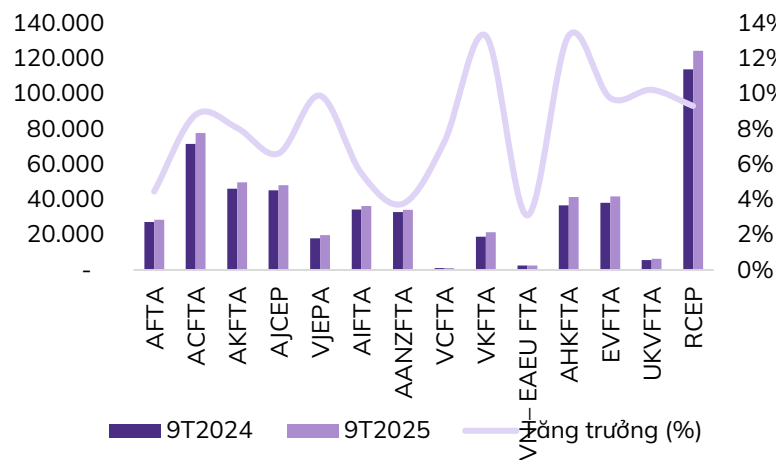
➤ MỞ RỘNG THỊ TRƯỜNG TẠI CÁC NƯỚC THUỘC CPTPP, FTA

- **Lợi thế từ các hiệp định thương mại tự do đem lại cho ngành dệt may Việt Nam trong dài hạn.** Ngoài thị trường xuất khẩu chủ lực là Mỹ, Việt Nam cũng ghi nhận các nước có triển vọng xuất khẩu tốt như EU, Nhật Bản, Hàn Quốc với kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may 9T2025 đạt lần lượt 3,5 tỷ USD (+13,5% svck), 3,3 tỷ USD (+7,6% svck) và 2,2 tỷ USD (-4,8% svck). Trước chính sách thuế quan của Mỹ, Việt Nam có lợi thế tận dụng mở rộng chuỗi cung ứng khi thuộc khối các hiệp định thương mại (HĐTM) tự do CPTPP, FTA, trong đó ghi nhận hiệp định RCEP (cho phép giảm 90% thuế nội khối ASEAN) và hiệp định thương mại tự do EVFTA (miễn 94% thuế quan EU) là 2 hiệp định quan trọng thúc đẩy tăng trưởng ngành dệt may trong dài hạn. RCEP có giá trị xuất khẩu cao nhất trong các HĐTM trong 9T2025, đạt 124,4 tỷ USD (+9,3% svck), còn với thị trường EU ghi nhận đứng thứ 2 về giá trị xuất khẩu hàng dệt may tại Việt Nam.
- **Việt Nam tận dụng các lợi thế sẵn có để mở rộng thị trường xuất khẩu.** Bộ công thương cho biết, hiện tại Việt Nam đang bước sang năm thứ 6 thực thi hiệp định EVFTA, đến hết năm thứ 7 thực thi, EU sẽ xóa bỏ gần như toàn bộ thuế quan đối với hàng hóa Việt Nam. Ngoài ra, thị trường Nhật Bản (đứng thứ 3 trong xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam) đang được hưởng ưu đãi thuế quan lên đến 50% trên tổng kim ngạch dựa trên tỷ lệ cấp giấy chứng nhận xuất xứ (C/O) với 4 hiệp định tham gia chung với Việt Nam gồm ASEAN – Nhật Bản (AJCEP) (C/O khoảng 25%), Việt Nam – Nhật Bản (VJEPA) (C/O khoảng 20%), RCEP (C/O khoảng 5%), CPTPP (C/O khoảng 3-5%). Với những ưu đãi mà các hiệp định thương mại mang lại, đây là tín hiệu tích cực cho ngành dệt may Việt Nam trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp trong ngành sẽ tận dụng các hiệp định để nâng cao tỷ trọng xuất khẩu ở các quốc gia này. Bên cạnh đó, chi phí logistics cũng ghi nhận giảm do giá dầu suy yếu cũng khiến các doanh nghiệp dệt may tiếp kiệm chi phí vận chuyển. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý mức hàng trung chuyển khi tỷ lệ nội địa hóa thấp có thể khiến các thị trường bị đánh thuế cao như nhau và tỷ lệ cạnh tranh gia tăng do các quốc gia cùng tham gia hiệp định đều được hưởng các lợi thế trên.

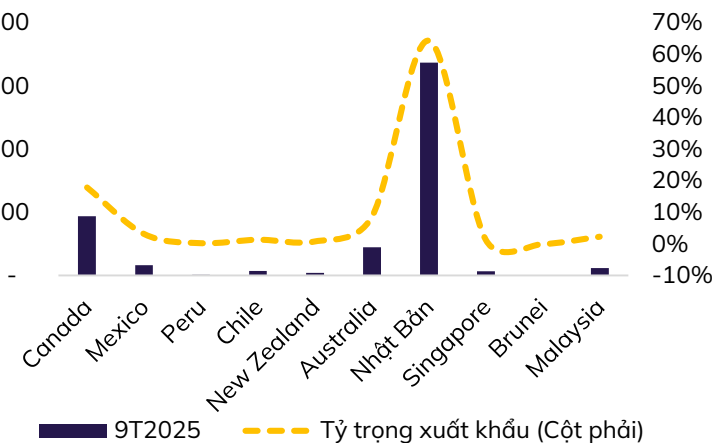
Trị giá xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam ở các thị trường lớn (Triệu USD)



Xuất khẩu theo Hiệp định thương mại đều tăng trưởng trong 9T2025 (Triệu USD)



Trị giá xuất khẩu hàng dệt may tại 11 nước thuộc CPTPP

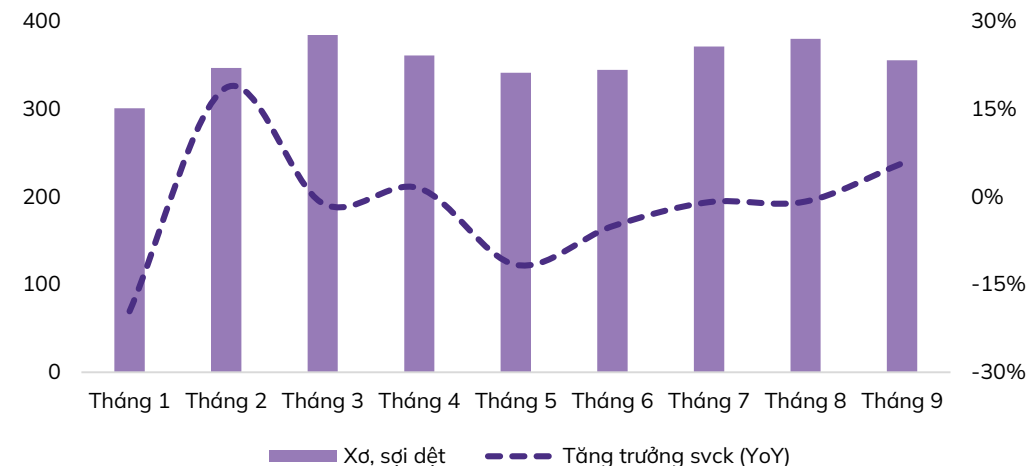


➤ XUẤT KHẨU XƠ, SỢI DỆT BIẾN ĐỘNG NGƯỢC CHIỀU VỚI MẢNG MAY MẶC

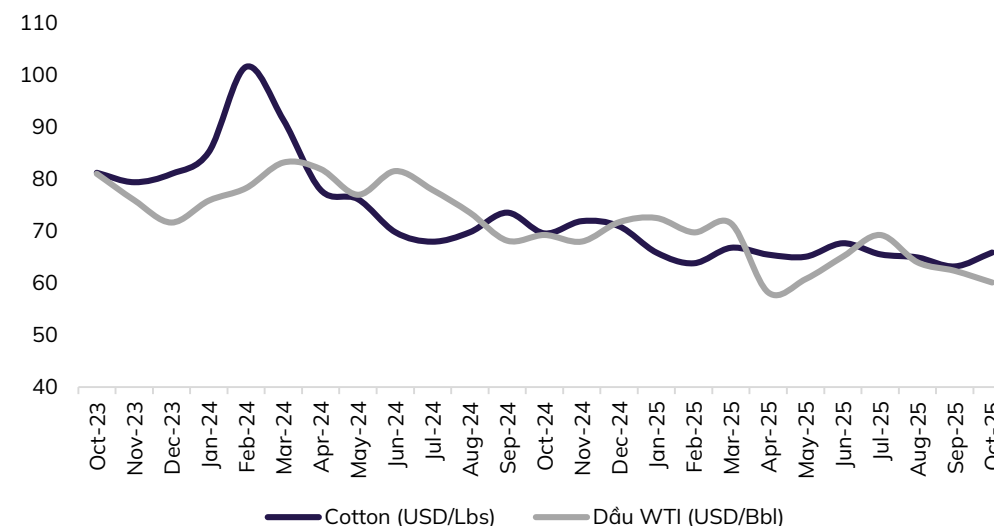
NHU CẦU GIẢM LẤN SỨC ÉP TỪ XU HƯỚNG CHUYỂN DỊCH GÂY ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ SỢI XUẤT KHẨU

- Đối ngược với Hàng dệt may, mảng sợi biến động ngược chiều với tỷ trọng xuất khẩu chiếm 9% tỷ trọng ngành, đạt gần 3,2 tỷ USD (-2,08% svck) trong 9T2025. Hầu hết các tháng trong năm đều ghi nhận giá trị giảm svck do đơn hàng may mặc tại thị trường xuất khẩu sợi chính của Việt Nam là Trung Quốc ghi nhận giảm đã kéo theo nhu cầu tiêu thụ sợi giảm theo. Bên cạnh đó, tình hình ngành chung còn gặp nhiều khó khăn do biến động giá nguyên vật liệu đầu vào trên thế giới cũng khiến giá sợi xuất khẩu giảm.
- Theo dữ liệu từ Vietnam Exports Tracker, giá sợi xuất khẩu bình quân trong nửa đầu năm 2025 đạt khoảng 2.237 USD/tấn (-8% svck), giá bông thế giới ở T10/2025 giao dịch ở mức 65,9USD/Lbs (-5,3% svck). Đà giảm giá xuất phát từ tình trạng dư cung toàn cầu trong khi xu hướng chuyển dịch sang sử dụng sợi nhân tạo được thúc đẩy bởi chi phí rẻ và hiệu năng được cải tiến đã gây sức ép lên nhu cầu bông tự nhiên.
- Chúng tôi nhận định triển vọng đối với mảng sợi xuất khẩu trong năm 2026 sẽ tiêu cực do tiêu thụ tại Trung Quốc suy giảm bởi tình hình thuế quan tại Mỹ phức tạp. Tuy nhiên mảng sợi tự nhiên và sợi nhân tạo sẽ có diễn biến ngược chiều. Đối với sợi tự nhiên (xuất khẩu chính sang Trung Quốc) mức tiêu thụ nội địa không đủ bù đắp cho lượng hàng thiếu hụt ở Trung Quốc do thị trường nội địa còn quá nhỏ trong khi với sức cạnh tranh từ chi phí rẻ và hiệu năng sử dụng lớn, sợi nhân tạo có triển vọng tốt hơn.

Kim ngạch xuất khẩu xơ, sợi dệt 9T2025 (Triệu USD)



Nguyên vật liệu đầu vào sản xuất sợi giảm svck

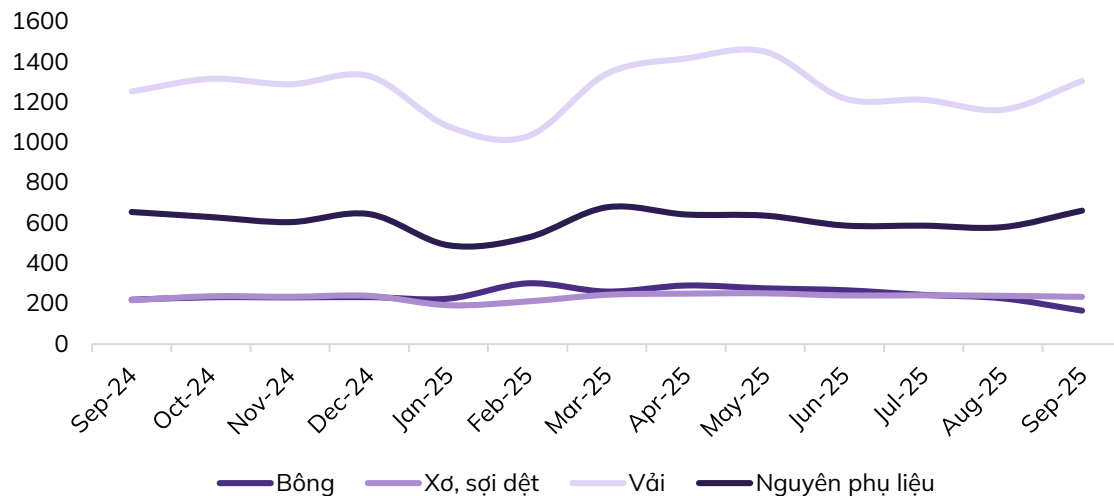


Nguồn: GSO, Investing, ABS Research

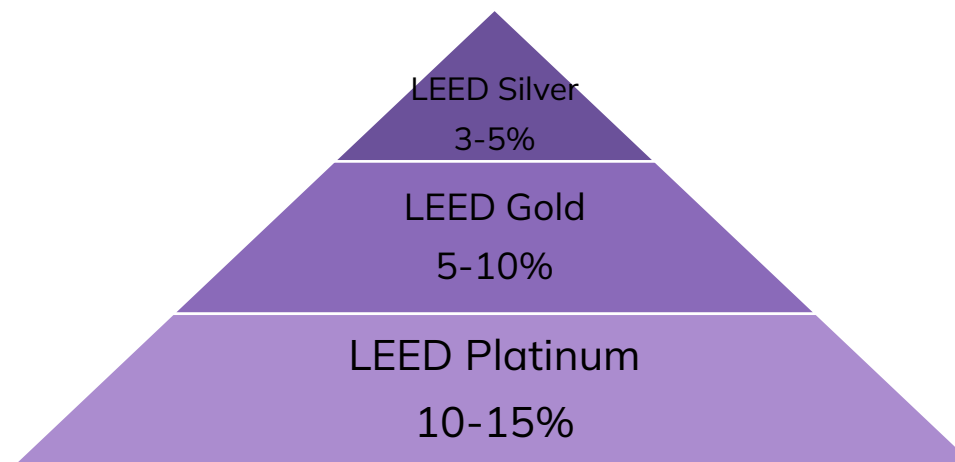
- **Việt Nam phụ thuộc vào nguyên phụ liệu nhập khẩu chính từ trung quốc.** Trong 9T2025, tổng giá trị nhập khẩu nguyên vật liệu của Việt Nam đạt 20,9 tỷ USD (+2,7% svck), tỷ trọng nhập khẩu các nguyên phụ liệu (NPL) đều tăng nhẹ so với cùng kỳ trong đó nhập khẩu tại Trung Quốc chiếm hơn 70% với giá trị nhập khẩu xơ sợi dệt là 1,4 tỷ USD (+11,3% svck), vải là 7,6 tỷ USD (+4,7% svck) và NPL là 3,2 tỷ USD (+13,5% svck). Việc phụ thuộc lớn vào nguyên vật liệu của Trung Quốc sẽ là rào cản lớn cho các cơ hội hiện có của ngành dệt may khi Việt Nam là quốc gia có lợi thế về các HĐTM tự do và có vị thế cạnh tranh tốt so với các quốc gia xuất khẩu sang Mỹ. Theo báo cáo ngành dệt may của CTCP Dệt Trần Hiệp Thành, tỷ lệ nội địa hóa nguyên liệu của Việt Nam hiện tại chỉ đạt khoảng 36%, thấp hơn rất nhiều so với mục tiêu 50% vào năm 2030. Tuy nhiên so với đầu năm 2025, giá trị nhập khẩu của bông đang giảm, xơ sợi dệt đi ngang, vải và NPL tăng nhẹ cho thấy tình hình phụ thuộc NPL vào Trung Quốc đang có dấu hiệu giảm.
- **Vướng mắc trong việc đầu tư công nghệ, quy tắc xuất xứ nghiêm ngặt.** Việc đáp ứng quy tắc xuất xứ của các FTA “từ sợi trở đi” hoặc “từ vải trở đi” để được hưởng thuế quan không thể thực hiện trong ngắn hạn do phần lớn các doanh nghiệp còn phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu (tỷ lệ lên đến 50 - 60%), trong khi yêu cầu đầu tư vào công nghệ và hạ tầng sản xuất là rất lớn. Theo ICC Consultancy – công ty có kinh nghiệm tư vấn, thiết kế nhiều dự án nhà xưởng dệt may, quy mô dây chuyền khép kín từ sợi, dệt, nhuộm,...cần tối thiểu 100 triệu USD, đặc biệt nếu đạt yêu cầu tiêu chuẩn xanh (Leed Certificated) thì chi phí có thể tăng thêm 5-15%. Đây là thách thức lớn nhất đối với ngành dệt may Việt Nam. Tuy nhiên về dài hạn, đáp ứng được tỷ lệ nội địa hóa sẽ giúp nâng cao giá trị hàng dệt may Việt Nam ra nước ngoài, đặc biệt tại các thị trường thuộc hiệp định thương mại tự do như EU (EVFTA), Nhật Bản (RCEP, AJCEP, VJEPa) và CPTPP khi các nước đều yêu cầu khắt khe về tỷ lệ này. Vào tháng 7/2025, 3 hiệp hội gồm Hiệp hội Da giày - Túi xách Việt Nam, Hiệp hội Dệt may và Hiệp hội Gỗ đã đề xuất xây dựng một trung tâm đổi mới sáng tạo, nghiên cứu - phát triển và giao dịch nguyên phụ liệu phục vụ ngành thời trang, với mục tiêu tự chủ nguồn cung NPL trong nước và xa hơn là cung cấp NPL cho các nước trong khu vực như Indonesia, Campuchia, Bangladesh,...Mô hình này còn khá mới mẻ, tuy nhiên nếu dự án này được thông qua, thị trường Việt Nam sẽ có cơ hội thu hút thêm nhiều đơn hàng, hình thành chuỗi cung ứng nội địa, giải quyết được vấn đề tỷ lệ nội địa hóa.
- **Chi phí nhân công Việt Nam cao.** Đây là yếu tố quan trọng thứ 2 sau nguyên vật liệu, ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp cũng như tính cạnh tranh so với các quốc gia khác. Theo đó Bangladesh và Ấn Độ đều có lợi thế về chi phí nhân công rẻ, Malaysia và Indonesia chuyển sang phân khúc kỹ thuật cao, lương tăng nhằm giữ chân lao động chất lượng, Trung Quốc có lợi thế về sản phẩm tự động hóa và năng suất cao vượt trội. Điều này tạo áp lực cạnh tranh lên các doanh nghiệp Việt Nam. Ngoài ra, thời gian gần đây chứng kiến các trận bão lũ gây ảnh hưởng đến tình hình hoạt động của các nhà máy sản xuất do mất điện, nước, hư hỏng các thiết bị do ngập sâu, đặc biệt với trận bão Yagi khiến các doanh nghiệp như VGT, STK,...bị ảnh hưởng nặng nề.

THÁCH THỨC CỦA NGÀNH DỆT MAY (TIẾP)

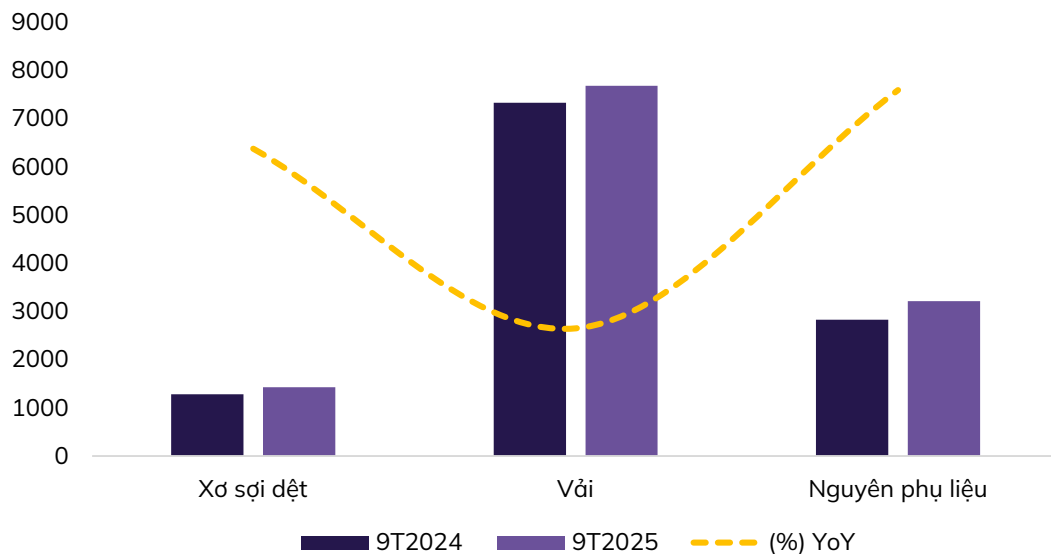
Tình hình nhập khẩu NPL của Việt Nam (Triệu USD)



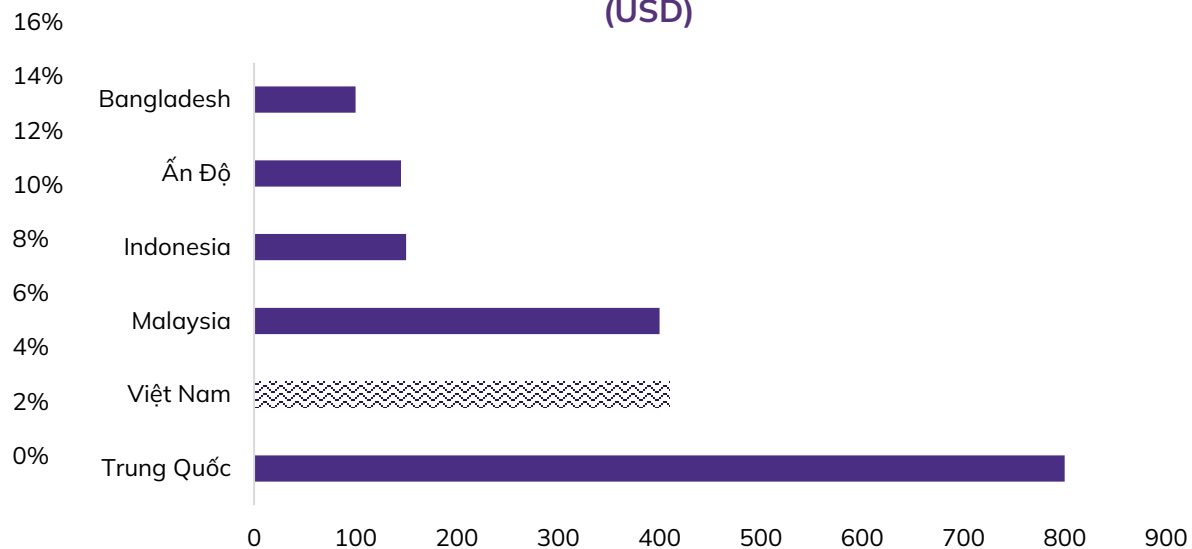
Mức chênh lệch chi phí làm nhà máy bình thường so với nhà máy xanh đạt tiêu chuẩn LEED Certificated



Tỷ trọng nhập khẩu tại Trung Quốc (Triệu USD)



Chi phí nhân công của Việt Nam và các quốc gia khác (USD)



Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dựa trên các tiêu chí

- Các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu cao sang các thị trường chủ đạo như Mỹ và EU với biên lợi nhuận gộp thuộc mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành
- Doanh nghiệp có tệp khách hàng chất lượng, chú trọng đầu tư thêm vào nhà máy mở rộng công suất, đồng thời tận dụng hiệp định thương mại FTA, CPTPP mở rộng quy mô sản xuất.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp P/E và P/B.

Chỉ tiêu	MSH			TNG		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu	5.280	5676	6.141	7.656	8.591	9.450
%YoY	16,3%	7,5%	8,2%	7,9%	12,2%	10%
LNG	830	1.078	982	1.182	1.259	1.445
Biên LNG (%)	15,7%	18,9%	16%	15,4%	14,6%	15,3%
LNST Công ty mẹ	413	507	583	315	345	367
%YoY	68,7%	23%	15%	44,6%	9,5%	6,3%
EPS (đ/cp)	4.983	4.508	5.185	2.045	2.629	2.852
BVPS (đ/cp)	23.943	19.137	20.589	15.436	16.330	18.182
Nợ/VCSH (lần)	0,69	0,56	0,47	1,43	1,64	1,54
ROA (%)	10,3%	10,7%	11,7%	5,7%	5,6%	5,8%
ROE (%)	23,9%	23,6%	25,2%	17,4%	16,1%	15,7%

CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH - HOSE) – TRUNG LẬP

Giá TẠİ 28/11/2025: 40.100 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 41.400 VNĐ/cp (+3,2%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Doanh nghiệp xoay chuyển linh hoạt, KQKD 9T2025 đạt kết quả ấn tượng.** Với doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 4.149 tỷ đồng (+7,7% svck) và 426,5 tỷ đồng (+64,3% svck). Về cơ cấu doanh thu, mảng FOB đạt 2.639 tỷ đồng (-19,3% svck), mảng CMT tăng 2,6 lần svck, đạt 1.510 tỷ đồng. Trước tình hình thuế quan biến động phức tạp, công ty đã linh hoạt đón nhận các đơn hàng dịch chuyển khiến mảng gia công tăng mạnh svck trong khi doanh thu mảng FOB đã được khách hàng đẩy nhanh tiến độ giao đơn hàng trong 2 quý đầu năm nên con số có sự sụt giảm rõ rệt. Tuy nhiên LNST vẫn tăng trưởng mạnh trong 9T2025 nhờ hoạt động kinh doanh chính của MSH. Sức khỏe tài chính của MSH khá lành mạnh với tiền mặt dồi dào, dòng tiền CFO duy trì dương qua các năm, tỷ lệ D/E vẫn ở mức an toàn là 0,53 lần. Là một công ty lớn trong ngành dệt may Việt Nam, MSH có các đối tác là nhà sản xuất và chuỗi bán lẻ lớn lớn như Columbia Sportswear, Haddad Brands, GIII, Walmart, Bugatti,...
- Chúng tôi đánh giá triển vọng của MSH trong năm 2026 khả quan do tính linh hoạt và mềm dẻo của doanh nghiệp trước làn sóng thuế quan biến động phức tạp, công ty biết tận dụng các đơn hàng dịch chuyển từ phía Trung Quốc để bù đắp cho sự thiếu hụt từ mảng FOB (trước đó mảng này thường chiếm khoảng 75-80% cơ cấu doanh thu), đặc biệt đối với thị trường chính của MSH là Mỹ, hiện tại Việt Nam đứng thứ 2 về thị trường xuất khẩu hàng dệt may tại thị trường này với mức thuế “hấp dẫn” hơn so với các đối thủ cùng ngành như Ấn Độ, Bangladesh, Indonesia,...
- Biên lợi nhuận gộp của MSH (dao động khoảng 16-17%) cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành là từ 13-14%. Ngoài ra, MSH chủ động đến 60% tổng số lượng nguyên liệu, giúp công ty kiểm soát đầu vào dễ dàng và linh hoạt hơn;
- Chúng tôi dự kiến nhà máy May Xuân Trường đưa vào hoạt động sẽ nâng công suất tăng 12,2% trong năm 2025 và tăng thêm 10,8% khi nhà máy hoạt động hết công suất (dự kiến vào năm 2027).

RỦI RO

- Mác hàng trung chuyển khi các nước tìm nguồn thay thế để xuất khẩu sang thị trường Mỹ;
- Rủi ro cạnh tranh với các thị trường đối thủ như Bangladesh, Ấn Độ và các nước Đông Nam Á nếu mức thuế đối ứng điều chỉnh tại các thị trường này thấp hơn.
- Công ty có khoản nợ vay bằng đồng USD với tỷ lệ nợ vay bằng USD trên tổng nợ vay khoảng hơn 50%. Tỷ giá USD/VND tăng trở lại gây ảnh hưởng lớn đến chi phí lãi vay của MSH;

CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (TNG - HNX) – KHẢ QUAN

Giá TẠI 11/11/2025: 19.000 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 21.000 VNĐ/cp (+10,5%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD tăng trưởng ổn định.** TNG có 6 quý liên tiếp tăng trưởng lợi nhuận tuy nhiên đà tăng đã chậm lại từ Q3/2025 do các đơn hàng đã được xuất nhanh trong 2 quý đầu năm bởi lo ngại về tình hình thuế đối ứng tại Mỹ. Lũy kế 9T2025, doanh thu thuần đạt 6.671 tỷ đồng (+13,3% svck) và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 280 tỷ đồng (+16,3% svck).
- Công ty có lợi thế về tệp khách hàng khá đa dạng, tập trung ở các thị trường lớn như Mỹ, EU trong đó doanh thu từ các thị trường này chiếm lần lượt 50% và 40% cơ cấu doanh thu. Ngoài ra, công ty có khả năng đáp ứng các đơn hàng khó và phức tạp, nâng giá trị mảng FOB (chiếm gần 90% cơ cấu doanh thu) có mức biên lợi nhuận gộp tốt hơn, khoảng 14-15%;
- Tận dụng hiệp định thương mại FTA và CPTPP để được hưởng lợi thuế quan, có cơ hội mở rộng sản xuất sang các nước tiềm năng khác như Nhật Bản, Canada,... Ngoài ra, công ty có lợi thế khi đáp ứng được các yếu tố về ESG nên sẽ thu hút các đơn hàng khó với giá trị cao hơn;

RỦI RO

- Cạnh tranh với các thị trường cùng tìm nguồn xuất khẩu thay thế thị trường Mỹ tại EU;
- Chi phí nhân công tăng cao ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp;
- Tỷ lệ nội địa hóa thấp, chủ yếu dựa vào nguồn nguyên liệu từ Trung Quốc;
- Rủi ro gánh nặng chi phí lãi vay cao do sử dụng đòn bẩy cao với D/E là 1,63 lần, nợ vay chiếm 47,5% tổng nguồn vốn.

NGÀNH PHÂN BÓN

Triển vọng tăng trưởng vẫn khả quan

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading

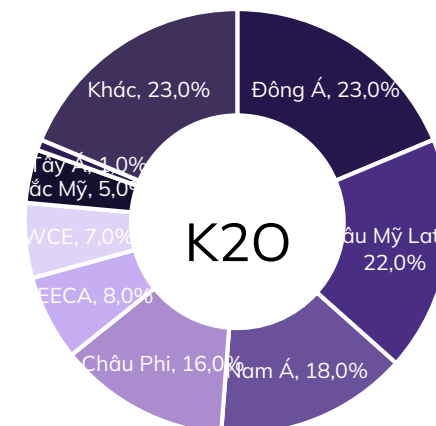
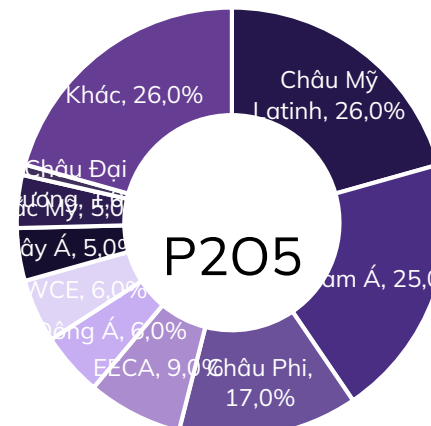
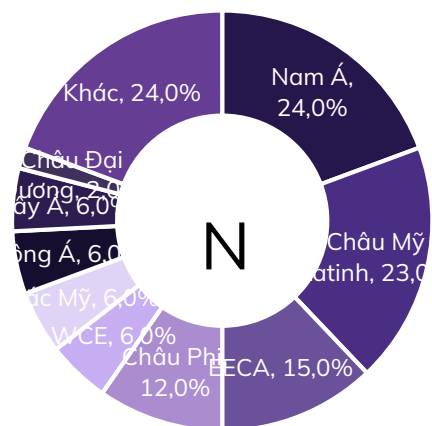


➤ NHU CẦU PHÂN BÓN THẾ GIỚI DỰ KIẾN TĂNG NHẸ

Nhu cầu phân bón trên thế giới đang tăng lên khi loạt quốc gia sản xuất nông nghiệp lớn như Brazil và Ấn Độ phục hồi và mở rộng sản xuất, cùng với đó khu vực châu Phi đang thúc đẩy canh tác nông nghiệp. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng có thể giảm dần qua thời gian.

- Quy mô thị trường phân bón toàn cầu được định giá ở mức 182,3 tỷ USD vào năm 2024 và dự kiến sẽ đạt 246,6 tỷ USD vào năm 2033, với tốc độ tăng trưởng (CAGR) là 3,07% từ năm 2025 đến năm 2033.
- Năm 2024, theo Fetercon & Mosaic, nhu cầu tiêu thụ phân Ure ước đạt 189 triệu tấn, DAP là khoảng 73-76 triệu tấn, đều tăng nhẹ svck, còn phân Kali ước đạt 68-72 triệu tấn, cải thiện mạnh svck. Nhu cầu tiêu thụ phân Ure thế giới (loại phân bón được sử dụng phổ biến nhất) năm 2025 dự kiến tăng 2-3% nhờ sự hồi phục trong ngành nông nghiệp ở các nước đang phát triển trong bối cảnh giá nông sản chính có dấu hiệu khởi sắc hơn, giúp nông dân cải thiện khả năng chi trả phân bón và vật tư đầu vào tốt hơn.
- Hiệp hội phân bón thế giới (IFA) dự báo trong trung hạn (2024-2028), việc sử dụng phân bón toàn cầu sẽ tiếp tục mở rộng nhưng tốc độ giảm từ 2,2% (2025) xuống còn 1,5% (2028) do tốc độ tăng trưởng dân số chậm lại làm chậm tốc độ tăng trưởng sản xuất lương thực và hiệu quả chất dinh dưỡng cũng được cải thiện hơn. Trong đó, tăng trưởng tiêu thụ P2O5 dự báo là 10%, K2O là 8% và N là 6%. Châu Mỹ Latinh và Nam Á dự kiến sẽ là động lực chính của tăng trưởng toàn cầu trong trung hạn, mỗi khu vực sẽ bổ sung từ 3 đến 4 triệu tấn chất dinh dưỡng trong giai đoạn 2024-2028.

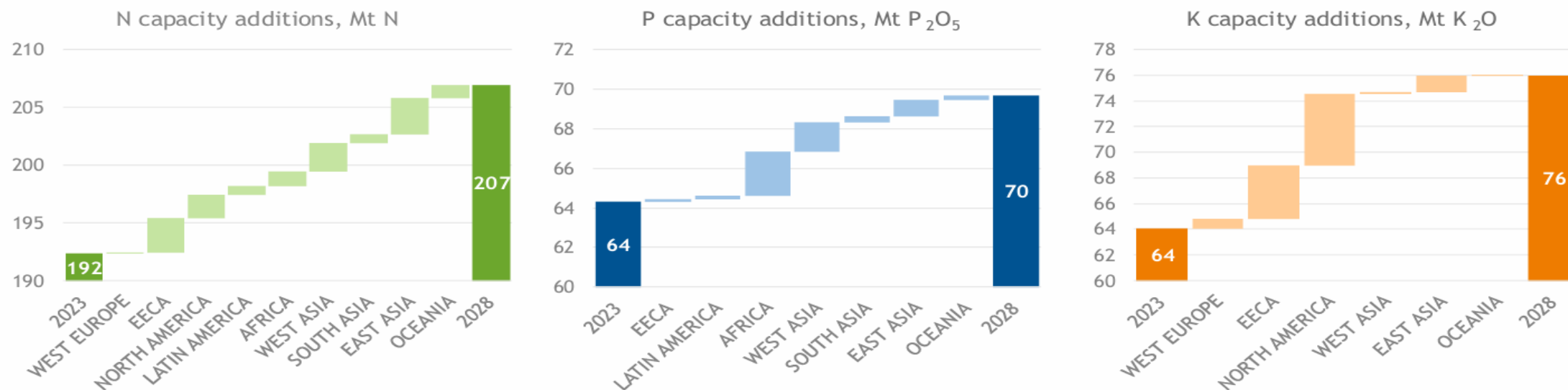
Dự báo tiêu thụ phân bón thế giới của IFA trong giai đoạn 2024-2028



Nguồn cung phân bón dự kiến ổn định:

- Theo IFA, nguồn cung phân bón tăng trên diện rộng vào năm 2023 ở các mức độ khác nhau. Điều này là do chu kỳ đầu tư vào công suất mới tại một số quốc gia lớn như Trung Quốc, Ấn Độ, Châu Phi, Mỹ & Nga.
- Năng lực sản xuất amoniac toàn cầu dự kiến sẽ tăng 8% từ 192 triệu tấn N lên 207 triệu tấn N trong giai đoạn 2023-2028. Việc đầu tư vào năng lực sản xuất N vẫn được thúc đẩy bởi việc tiếp cận nguồn nguyên liệu và vị thế cạnh tranh của chúng, trong 5 năm tới phần lớn các khoản đầu tư sẽ đến từ các khu vực có chi phí thấp với nguồn tài nguyên khí đốt tự nhiên dồi dào như Nga và ở các quốc gia ủng hộ mạnh mẽ các hoạt động khử cacbon, như Hoa Kỳ.
- Công suất axit photphoric dự kiến sẽ tăng 10% trong giai đoạn 2023-2028, đạt 70,6 triệu tấn P₂O₅ trong 5 năm tới.
- Công suất kali dự kiến sẽ tăng 19% lên 76 triệu tấn K₂O vào năm 2028 so với năm 2023. Cả Lào và Nga đều được dự báo sẽ là những nước đóng góp chính cho sự tăng trưởng này cho đến năm 2026. Một làn sóng công suất mới thứ hai dự kiến sẽ diễn ra từ năm 2027, với các khoản đầu tư vào mở mới dự kiến sẽ bắt đầu sản xuất tại Canada, Nga và Belarus.

Công suất bổ sung N-P-K dự báo đạt 35 triệu tấn trong 5 năm tới - IFA

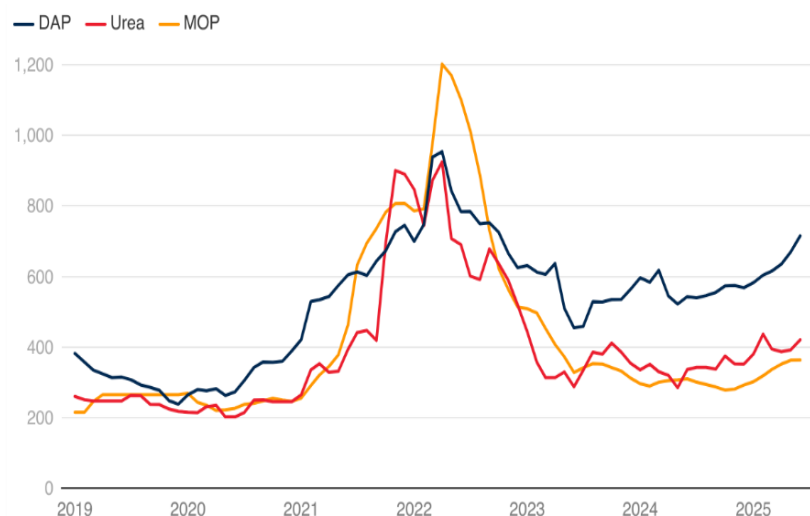


GIÁ PHÂN BÓN THẾ GIỚI NĂM 2026 TIẾP TỤC ĐƯỢC HỖ TRỢ

Giá phân bón thế giới năm 2026 dự báo tiếp tục được hỗ trợ do: 1) Nhu cầu đang phục hồi mạnh từ Khu vực Đông Nam Á, Nam Á, Châu Phi; 2) Nguồn cung khí tự nhiên (nguyên liệu chính cho sản xuất Ure) vẫn khan hiếm; 3) Chính sách hạn chế xuất khẩu của một số quốc gia sản xuất lớn:

- Nhu cầu phân bón thế giới năm 2026 dự báo vẫn tăng nhẹ trong khi nguồn cung tương đối ổn định do các nước tăng công suất sản xuất phân bón. Tuy nhiên, nguồn cung phân bón thế giới có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách hạn chế xuất khẩu từ một số quốc gia sản xuất chủ chốt như Trung Quốc, Nga, Ai Cập...
- Trung Quốc - quốc gia chiếm khoảng 30% tổng lượng xuất khẩu Ure toàn cầu - tiếp tục hạn chế xuất khẩu phân bón khiến sản lượng xuất khẩu DAP và Ure từ nước này giảm mạnh từ năm 2024.
- Ai Cập - nước sản xuất Ure lớn thứ 6 thế giới quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất phân Ure.
- Trong khi đó Nga - nhà sản xuất phân bón lớn thứ 2 thế giới không gia hạn hạn ngạch xuất khẩu phân bón kể từ tháng 05/2025 sau khi EU tăng mạnh thuế nhập khẩu phân bón từ Nga. Thuế nhập khẩu của EU đối với phân bón Nga đã được áp dụng từ tháng 7/2025. Các mức thuế này đang đẩy giá tăng lên, và người mua đã bắt đầu chuyển sang các nhà cung cấp khác để đảm bảo nguồn hàng. Giá các loại phân bón trên thế giới dự báo tăng từ nay tới nửa đầu năm 2026, sau đó giá sẽ dần hạ nhiệt vào nửa cuối năm 2026.

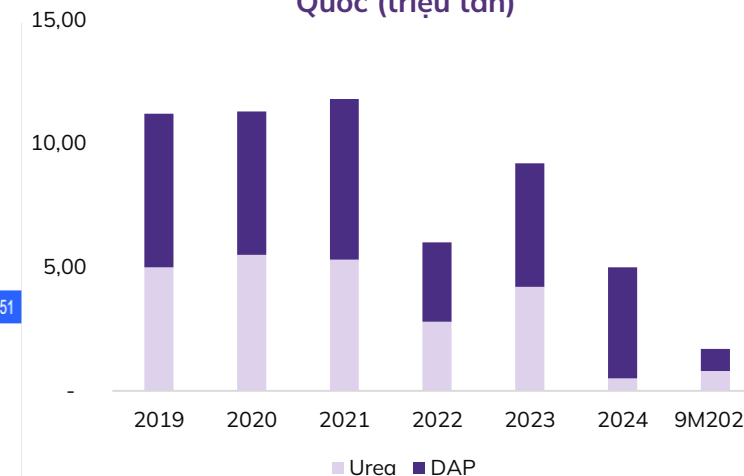
Diễn biến giá một số loại phân bón (USD/ tấn)



Diễn biến giá khí tự nhiên (USD/mmBTU)



Xuất khẩu phân Ure & phân DAP của Trung Quốc (triệu tấn)



Thị trường phân bón trong nước năm 2026 dự báo tiếp tục tăng trưởng ổn định do được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ cao:

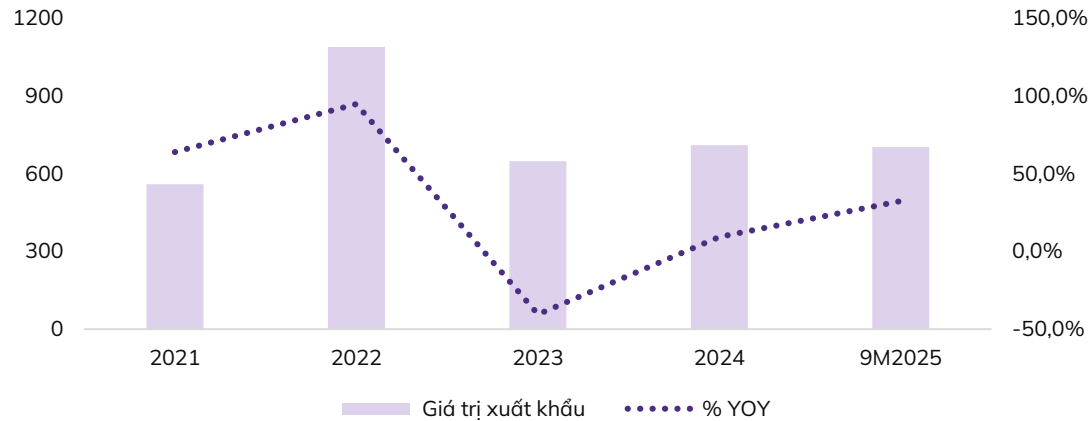
- Nhu cầu sử dụng phân bón của Việt Nam về cơ bản được đánh giá ở mức ổn định/tăng nhẹ từ 11-12 triệu tấn/năm do giá nông sản chính như lúa gạo, cafe, cây ăn trái... thuận lợi trong thời gian gần đây, nhất là kim ngạch xuất khẩu nông sản của Việt Nam duy trì đà tăng trưởng tốt nhằm tận dụng lợi thế từ các hiệp định thương mại song phương và đa phương đem lại. Ngoài nhu cầu nông nghiệp tăng, các yếu tố như chính sách hỗ trợ từ Chính phủ và các chính sách thúc đẩy nông nghiệp, khuyến khích chuyển đổi cây trồng và áp dụng canh tác bền vững cũng hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ phân bón.
- Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ phân bón nội địa năm 2026 còn được hỗ trợ bởi quá trình tái thiết sản xuất sau bão lũ. Giá phân bón trong nước dự báo biến động cùng chiều giá phân bón thế giới. Theo đánh giá của nhiều chuyên gia, tốc độ tăng trưởng của ngành phân bón Việt Nam giai đoạn 2025-2033 tăng trưởng ước đạt 5%/năm. Theo Mordor Intelligence, quy mô thị trường phân bón Việt Nam ước tính đạt 3,44 tỷ USD vào năm 2024 và dự kiến sẽ đạt 4,20 tỷ USD vào năm 2030, tăng trưởng với tốc độ CAGR là 3,38% trong giai đoạn dự báo (2024-2030).

DN phân bón trong nước tiếp tục hướng tới xuất khẩu:

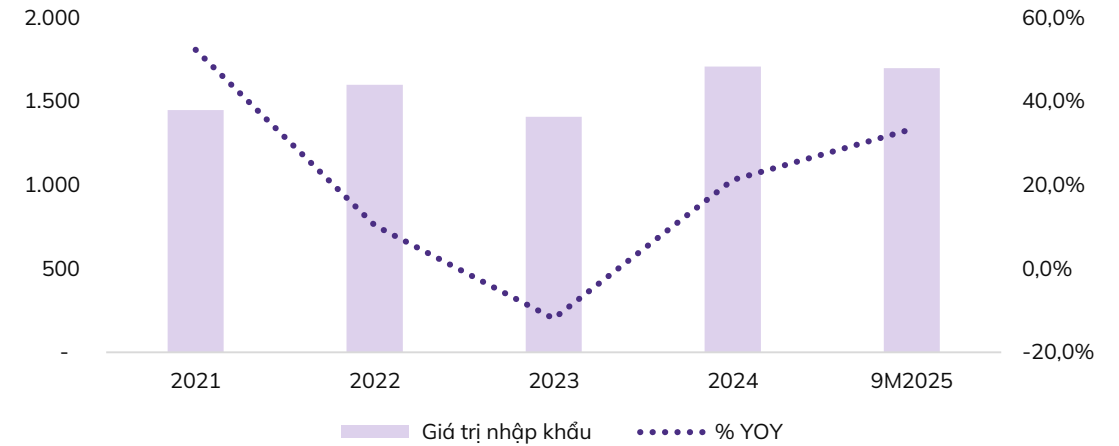
- Trong bối cảnh giá phân bón phục hồi và một số quốc gia sản xuất phân bón chủ chốt hạn chế xuất khẩu, các DN sản xuất phân bón trong nước đã tận dụng cơ hội để tăng cường xuất khẩu, trong đó chủ yếu xuất khẩu sang các thị trường Campuchia, Hàn quốc, Malaysia... Chúng tôi cho rằng xu thế này sẽ vẫn tiếp diễn trong năm 2026 khi các quốc gia sản xuất phân bón lớn trên thế giới vẫn tiếp tục chính sách hạn chế xuất khẩu.
- Năm 2024, giá trị xuất khẩu phân bón của VN đạt 709,9 triệu USD (+9,4% svck). Xuất khẩu phân bón sang hầu hết các thị trường trong 9T/2025 đều tăng cả lượng và kim ngạch svck. Lũy kế 9T/2025, xuất khẩu phân bón đạt gần 1,67 triệu tấn, trị giá 703,34 triệu USD, giá trung bình 422,4 USD/tấn, tăng 28,8% về lượng, tăng 2,9% về giá svck và tăng 32,5% về kim ngạch.
- Theo Hiệp hội Phân bón Việt Nam, hiện sản lượng phân bón trong nước đạt khoảng 8 triệu tấn/năm, trong khi nhu cầu tiêu thụ nội địa ước tính trên 11 triệu tấn, bao gồm cả phân bón vô cơ và hữu cơ. Điều này cho thấy sự mất cân đối trong cơ cấu sản xuất, dẫn đến tình trạng dư thừa một số loại phân bón nhưng thiếu hụt ở các loại khác, do đó vẫn phải nhập khẩu. Kim ngạch nhập khẩu phân bón năm 2024 của nước ta đạt 1,71 tỷ USD (+21,3% svck). Lũy kế 9T/2025, nhập khẩu phân bón đạt gần 4,82 triệu tấn, trị giá trên 1,7 tỷ USD, giá trung bình 353,5 USD/tấn, tăng 25,4% về lượng, tăng 6,4% về giá và tăng 33,4% về kim ngạch.

Tình hình thị trường phân bón Việt Nam 9T/2025

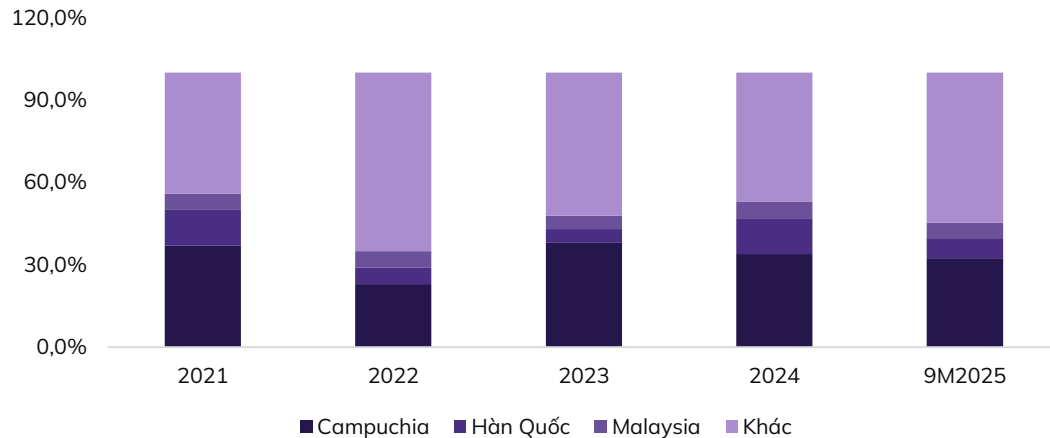
Giá trị xuất khẩu phân bón (triệu USD)



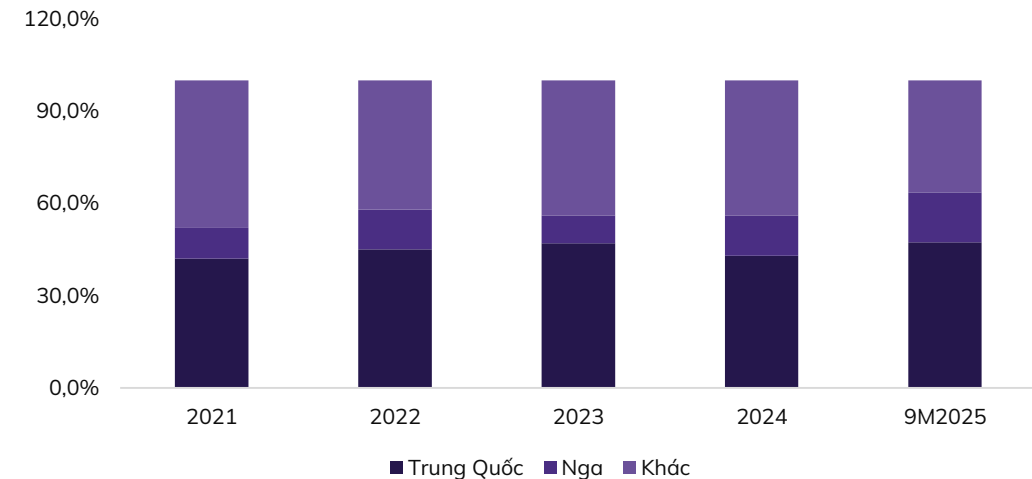
Giá trị nhập khẩu phân bón (triệu USD)



Cơ cấu thị trường xuất khẩu (%)

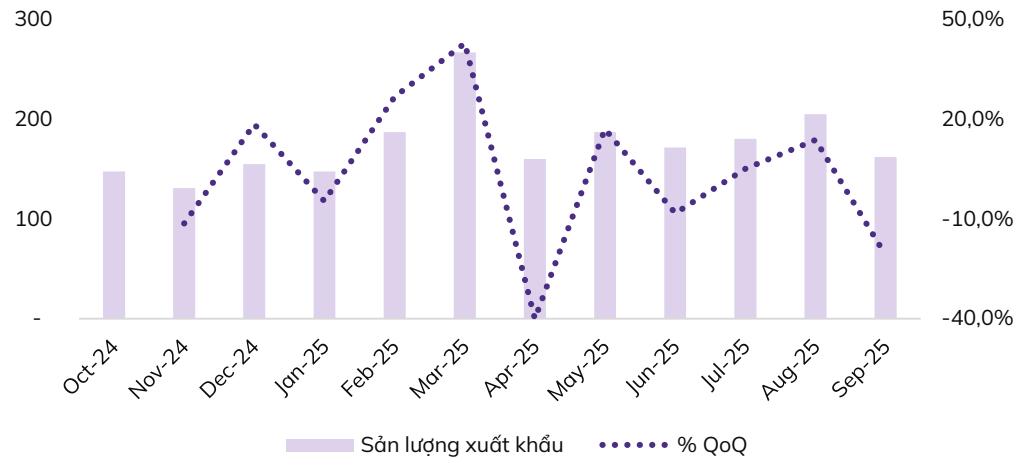


Cơ cấu thị trường nhập khẩu (%)

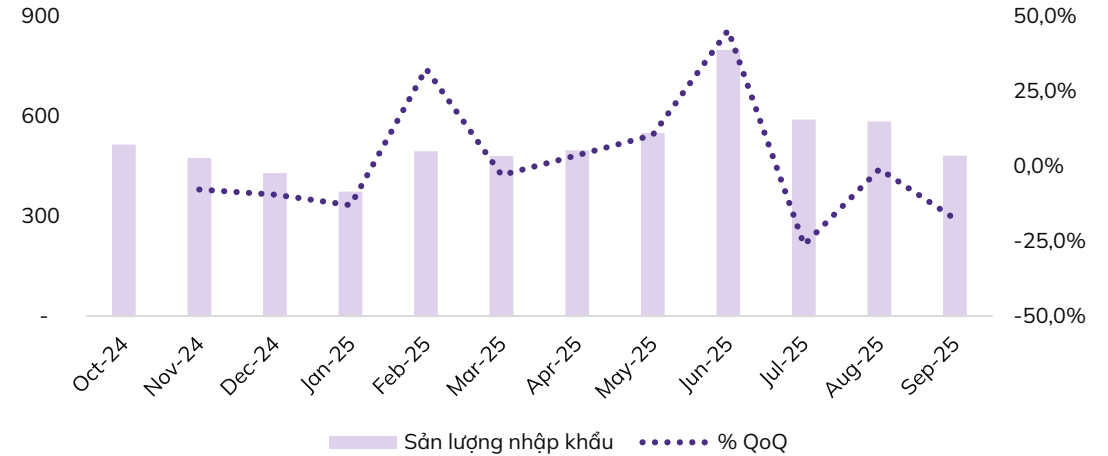


Tình hình thị trường phân bón Việt Nam 9T/2025

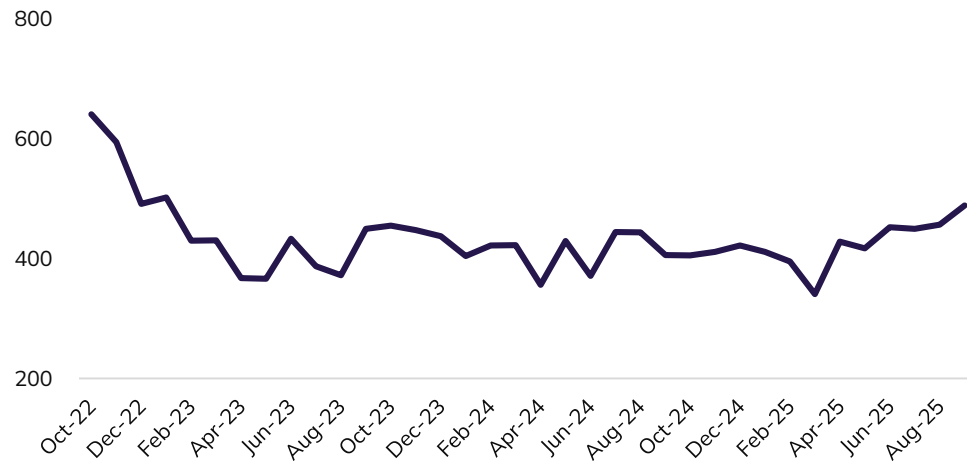
Sản lượng xuất khẩu phân bón (nghìn tấn)



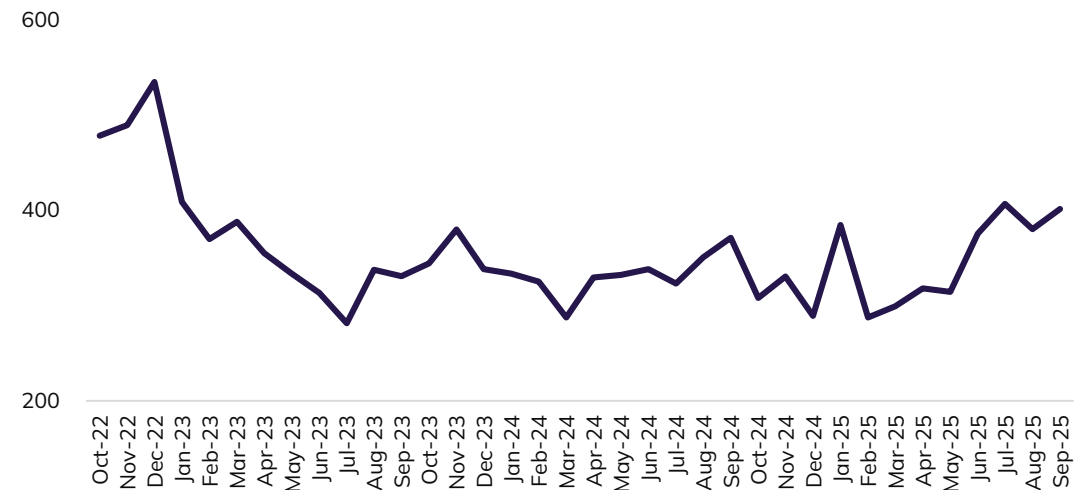
Sản lượng nhập khẩu phân bón (nghìn tấn)



Giá xuất khẩu phân bón bình quân theo tháng (USD/tấn)



Giá nhập khẩu phân bón bình quân theo tháng (USD/tấn)

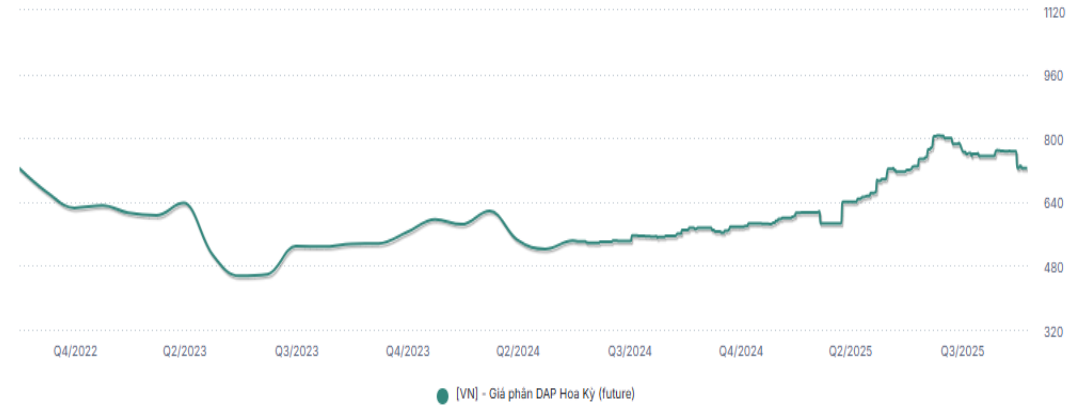


Diễn biến giá phân bón

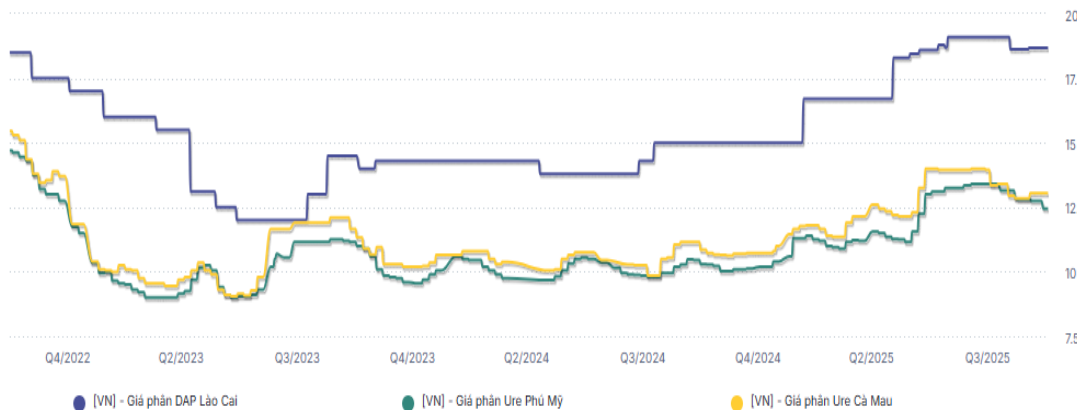
Diễn biến giá phân Ure thế giới (USD/tấn)



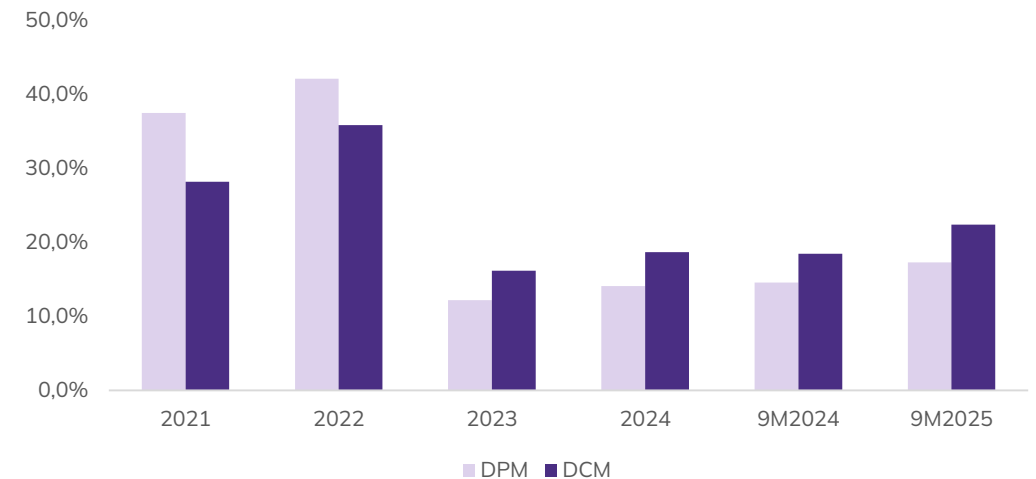
Diễn biến giá phân DAP thế giới (USD/tấn)



Diễn biến giá một số loại phân bón trong nước (ngàn đồng/kg)



Biên lợi nhuận gộp của một số DN phân bón trong nước



➤ TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN NĂM 2026 CÁC DN PHÂN BÓN DỰ BÁO VẪN KHẢ QUAN

- Chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận năm 2026 của các DN ngành phân bón tiếp tục khả quan do:
 - ✓ Giá phân bón dự báo vẫn tăng (như phân tích ở các trang trước);
 - ✓ Giá nguyên liệu đầu vào dự báo vẫn duy trì ở mức thấp, giúp các DN cải thiện biên lợi nhuận gộp, đặc biệt là các DN sản xuất phân Ure như DPM và DCM. Giá khí đầu vào của DPM và DCM được “neo” theo giá dầu FO tại thị trường Singapore, mà giá dầu FO biến động khá cùng chiều với giá dầu Brent. Chúng tôi cho rằng triển vọng giá dầu năm 2026 dự báo sẽ vẫn suy yếu khi cung có dấu hiệu vượt cầu trong bối cảnh OPEC+ tăng sản lượng & nhu cầu tiêu thụ dầu vẫn yếu;
 - ✓ Hưởng lợi từ Luật thuế VAT sửa đổi. Theo đó kể từ ngày 1/7/2025, phân bón chính thức trở thành mặt hàng chịu thuế VAT đầu ra với thuế suất 5%. Chúng tôi cho rằng việc áp dụng thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón sẽ cho phép các doanh nghiệp được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, từ đó hỗ trợ lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước. Tuy nhiên, mức độ tác động tới các DN sản xuất phân bón khác nhau sẽ khác nhau. Trong đó, các DN sản xuất phân Ure và DAP sẽ có lợi hơn vì những doanh nghiệp này sản xuất phân bón từ nguyên liệu tự nhiên khí đốt tự nhiên, than, quặng photphát. Các nguyên liệu đầu vào này đang phải chịu mức thuế suất thuế giá trị gia tăng từ 5% - 10%.
 - ✓ Trong các DN sản xuất phân bón, chúng tôi ưa thích cổ phiếu DPM và DCM vì đây là các DN đầu ngành trong sản xuất phân Ure. Tình hình tài chính các DN này cũng khá tốt với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp, cổ tức bằng tiền khá cao và đều đặn.

- Đối với mảng hóa chất, chúng tôi ưa thích cổ phiếu DGC do: 1) Triển vọng mảng Photpho vàng (P4) dự báo tiếp tục lạc quan nhằm đáp ứng cho nhu cầu thị trường phân bón tăng cao & phục vụ cho ngành bán dẫn, sản xuất chip; 2) Dự án Nhà máy cồn đã đi vào vận hành trong khi Dự án Chlor – Alkali – Vinyl Nghi Sơn vẫn đang được triển khai và dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2026, là động lực tăng trưởng mới cho DN; 3) Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.

Diễn biến giá P4 (CNY/tấn)



Nguồn: Wichart, ABS Research

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu DCM, DPM, DGC dựa trên tiêu chí:

- DCM & DPM là các DN đầu ngành trong sản xuất phân Ure tại VN. Trong khi đó, DGC là đơn vị đứng đầu về sản xuất P4 tại Việt Nam với công suất thiết kế đạt 69.800 tấn/năm (chiếm 49% tổng công suất thiết kế toàn quốc).
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền rất dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp, cổ tức bằng tiền cao và đều đặn.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp FCFE và P/B & P/E.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	DCM			DPM			DGC		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	13,456	16,545	17,616	13,496	16,319	17,744	9,865	11,479	13,316
%YoY	7.00%	22.96%	6.47%	-0.54%	20.91%	8.73%	1.20%	16.36%	16.00%
Biên LNG (%)	18.70%	23.24%	24.98%	14.06%	17.70%	18.05%	35.00%	32.72%	34.70%
LNST cổ đông Công ty mẹ	1,420	2,063	2,389	538	1,046	1,189	2,987	3,193	3,675
% YoY	28.60%	45.34%	15.80%	3.52%	94.51%	13.66%	-6.40%	6.89%	15.11%
EPS (đ/cp)	2,394	3,897	4,513	1,374	1,591	1,748	7,392	8,407	9,677
BVPS (đ/cp)	19,162	21,014	23,482	28,110	16,392	17,126	35,173	41,021	47,527
Nợ/VCSH	0.13	0.17	0.13	0.31	0.41	0.39	0.06	0.12	0.15
ROA (%)	2.20%	3.32%	3.83%	4.10%	4.27%	4.18%	0.60%	3.12%	3.28%
ROE (%)	3.30%	5.21%	6.01%	8.90%	9.88%	9.62%	0.90%	4.50%	4.67%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (DCM-HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 33.900 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU : 42.100 VNĐ (UPSIDE: +24,2%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2025 khả quan với DTT đạt 12.432 tỷ đồng (+34,5% svck), lợi nhuận gộp đạt 2.783 tỷ đồng (+63,2% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 22,4% (+3,9 điểm phần trăm). LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.525 tỷ đồng (+45,1% svck).
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào tại 30/9/2025 là 6.893 tỷ đồng (chiếm 42% cơ cấu TTS) và đòn bẩy tài chính thấp với hệ số D/E quanh 0,18 lần.
- Triển vọng thị trường phân bón năm 2026 dự báo ổn định do được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ vẫn cao trong khi một số quốc gia chủ chốt về sản xuất phân bón vẫn tiếp tục chính sách hạn chế xuất khẩu. DCM đang dần mở rộng thị trường xuất khẩu sang các thị trường khó tính như Úc & New Zealand...
- Biên lợi nhuận gộp dự báo có thể cải thiện do: 1) Giá Ure đang trong xu hướng tăng trở lại; 2) Giá khí đầu vào năm 2026 kỳ vọng có thể giảm svck do triển vọng giá dầu dự báo vẫn suy yếu.
- Mảng NPK – triển vọng dài hạn đến từ việc tăng năng lực sản xuất nhờ đầu tư KVF. Sau khi đầu tư KVF, năng lực sản xuất của DCM đã tăng lên 660 nghìn tấn/năm (+120% công suất).
- Liên tục cải tiến kỹ thuật nhằm nâng cao hiệu suất vận hành & giảm chi phí sản xuất. Công suất thiết kế của Nhà máy Đạm Cà Mau đã được nâng từ 100% lên 115% thông qua việc xử lý các điểm nghẽn công nghệ và áp dụng các giải pháp đổi mới. Trong giai đoạn tới, Công ty tiếp tục đặt mục tiêu nâng công suất lên 118%, tiến tới 125%.
- Hưởng lợi từ Luật VAT sửa đổi. Việc đưa phân bón từ diện không chịu thuế VAT sang diện chịu thuế VAT 5% có thể giúp DCM được hoàn thuế VAT đầu vào và giảm chi phí so với các năm trước. Chúng tôi ước tính việc khấu trừ thuế VAT này có thể giúp DCM tiết kiệm 380-450 tỷ đồng/năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá phân bón có thể sụt giảm do động thái tăng xuất khẩu của các quốc gia lớn & rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào có thể tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi.

TCT PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ – CTCP (DPM-HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 23.100 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU : 25.300 VNĐ (UPSIDE: +9,5%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2025 khả quan với DTT đạt 13.150 tỷ đồng (+27,3% svck), lợi nhuận gộp đạt 2.270 tỷ đồng (+50,8% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 17,3% (+2,7 điểm phần trăm). LNST cổ đông công ty mẹ đạt 844,2 tỷ đồng (+51,4% svck).
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào tại 30/9/2025 là 10.500 tỷ đồng (chiếm 55,8% cơ cấu TTS) và đòn bẩy tài chính thấp với hệ số D/E quanh 0,41 lần.
- Triển vọng thị trường phân bón năm 2026 dự báo ổn định do được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ vẫn cao trong khi một số quốc gia chủ chốt về sản xuất phân bón vẫn tiếp tục chính sách hạn chế xuất khẩu.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo có thể cải thiện do: 1) Giá Ure đang trong xu hướng tăng trở lại; 2) Giá khí đầu vào năm 2026 kỳ vọng có thể giảm svck do triển vọng giá dầu dự báo vẫn suy yếu.
- Hưởng lợi từ Luật VAT sửa đổi. Việc đưa phân bón từ diện không chịu thuế VAT sang diện chịu thuế VAT 5% có thể giúp DPM được hoàn thuế VAT đầu vào và giảm chi phí so với các năm trước. Chúng tôi ước tính việc khấu trừ thuế VAT này có thể giúp DPM tiết kiệm 320 tỷ đồng/năm.
- Tuy nhiên, KQKD Q4/2025 của DPM có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố sau: 1) Trong Q4/2025, DPM sẽ tiến hành bảo dưỡng tổng thể nhà máy trong vòng 45 ngày. Điều này có thể phần nào ảnh hưởng tới doanh thu, lợi nhuận của DN. Tuy nhiên, đây là cơ sở để sản lượng năm 2026 phục hồi mạnh sau bảo dưỡng; 2) Vấn đề tỷ giá: Trong năm 2025, tỷ giá được dự báo tăng 3-5%. Điều này có thể làm chi phí của DPM năm 2025 tăng thêm 150-300 tỷ đồng, từ đó phần nào ảnh hưởng tới lợi nhuận DN.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá phân bón có thể sụt giảm do động thái tăng xuất khẩu của các quốc gia lớn & rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào có thể tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi.

CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (DGC-HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (28/11/2025): 94.300 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU : 123.100 VNĐ (UPSIDE: +30,5%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Triển vọng mảng Phốt pho vàng (P4) dự báo vẫn lạc quan: i) Cả sản lượng tiêu thụ & giá bán P4 dự báo sẽ tiếp tục phục hồi khi nhu cầu P4 trên thế giới sẽ tăng cao nhằm đáp ứng cho nhu cầu thị trường phân bón tăng cao & phục vụ cho ngành bán dẫn, sản xuất chip; ii) DGC sẽ hưởng lợi từ việc thuế xuất khẩu P4 sang Nhật Bản sẽ được giảm từ 5% xuống 0% bắt đầu từ năm 2026 (theo thỏa thuận CPTPP). Nhật Bản không phải là thị trường xuất khẩu P4 lớn nhất của DGC hiện nay, nhưng đang tăng trưởng ổn định nhờ nhu cầu công nghiệp hóa chất, điện tử, và pin. Chính sách thuế này dự kiến giúp DGC có thể cải thiện biên lợi nhuận và mở rộng thị phần ở thị trường Nhật Bản; iii) Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những chính sách thuế mà Mỹ áp dụng lên xe điện, chất bán dẫn của Trung Quốc cũng như các nước khác có thể sẽ ảnh hưởng tới việc tiêu thụ P4. Bên cạnh đó, DGC sẽ bị ảnh hưởng bởi Nghị định mới số 199/2025/NĐ-CP, theo đó, thuế xuất khẩu P4 sẽ tăng từ mức hiện tại là 5% lên 10% vào năm 2026 và tiếp tục tăng lên 15% vào năm 2027. Với nghị định mới ban hành, sản phẩm P4 - chủ lực của DGC sẽ bị hạn chế xuất khẩu. Việc điều chỉnh này dự kiến sẽ làm giảm sức cạnh tranh của P4 Việt Nam và sản lượng xuất khẩu của DGC có thể bị ảnh hưởng.
- Biên lợi nhuận của DGC thời gian tới dự kiến có thể cải thiện hơn do DGC có kế hoạch nâng cấp, mở rộng thêm 11ha tại Khai trường 25 (Lào Cai), dự kiến đi vào sản xuất năm 2026 (chậm hơn kế hoạch là Q4/2025), góp phần tăng tính chủ động về nguồn nguyên vật liệu chính là quặng Apatit từ 80% (hiện tại) lên 90%, thậm chí 100% vào năm 2026.
- Mảng phân bón và phụ gia TACN dự kiến vẫn ổn định trong khi nhu cầu phân bón dự báo vẫn cao. Ngoài ra, Tổ hợp công trình công cộng, trường học và nhà ở Đức Giang do DGC triển khai thực hiện qua Công ty con mới được chấp thuận chủ trương đầu tư và phê duyệt vào 12/11/2025, hứa hẹn sẽ hỗ trợ doanh thu, lợi nhuận cho DGC thời gian tới.
- Động lực tăng trưởng mới đến từ Dự án Chlor – Alkali – Vinyl Nghi Sơn. Dự án có tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 là 2.400 tỷ, đã khởi công từ tháng 02/2025, công suất thiết kế 50.000 tấn NaOH/năm, dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2026. Dự án này khi đi vào khai thác dự kiến mang lại 2.500 tỷ đồng doanh thu/năm nếu hoạt động 100% công suất. Dự án Alumin tại Đắk Nông hứa hẹn triển vọng dài hạn nếu được triển khai. Dự án có quy mô khai thác dự kiến khoảng 14,4 triệu tấn quặng bô-xít/năm, và 3 nhà máy tuyển quặng sẽ được xây dựng với công suất 5,8 triệu tấn quặng tinh/năm. Hiện, DGC cũng đang theo đuổi để sớm có Giấy phép cho dự án trong bối cảnh UBND tỉnh Lâm Đồng đang nỗ lực gỡ vướng để triển khai các dự án bô-xít trên địa bàn tỉnh.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Ngành bán dẫn và xe điện không phục hồi mạnh, giá P4 và các dẫn xuất phốt pho sụt giảm. Giá đầu vào như than, điện tăng giá. Dự án Nghi Sơn không đi vào vận hành đúng như dự phóng của chúng tôi.

NGÀNH DƯỢC

Tăng trưởng bền vững

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Nắm giữ**



Trải nghiệm ngay ứng dụng
ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading



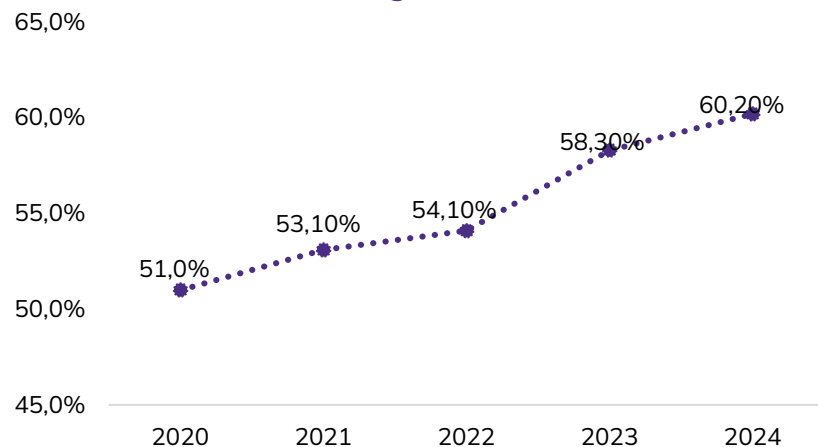
TRONG NĂM 2026, NHU CẦU DƯỢC PHẨM ĐƯỢC DỰ BÁO TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC DO XU HƯỚNG GIÀ HÓA DÂN SỐ, THU NHẬP BÌNH QUÂN TĂNG NHANH, TỶ LỆ BAO PHỦ BHYT Ở MỨC CAO VÀ CHI TIÊU CHĂM SÓC SỨC KHỎE TĂNG.

Theo IQVIA, thị trường dược phẩm Việt Nam được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm CAGR ở mức 10%-13% trong giai đoạn 2024-2028 nhờ các yếu tố sau:

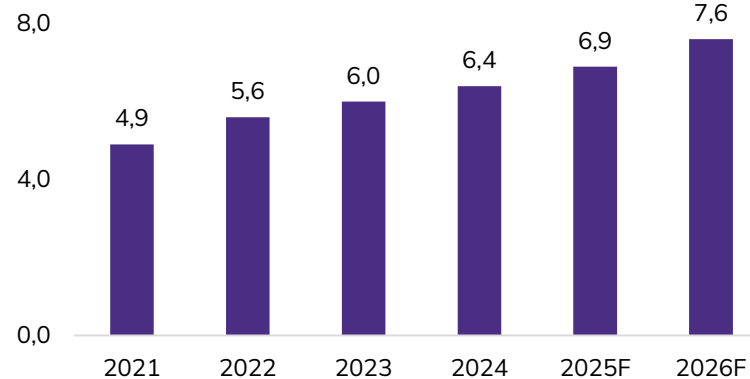
- **Già hóa dân số:** dân số Việt Nam đang bước vào giai đoạn già hóa với tốc độ nhanh hơn dự báo. Theo Tổng cục Thống kê, Chỉ số già hóa năm 2024 là 60,2% với số lượng người già từ 60 tuổi trở lên là 14,2 triệu người, tương ứng tỷ lệ 14,5% dân số. Dự báo đến 2038, tỷ lệ này có thể vượt 20%, chính thức đưa Việt Nam vào nhóm “quốc gia có dân số già”, đây là tốc độ già hóa nhanh hơn phần lớn các quốc gia trong khu vực. Việc dân số già hóa làm thay đổi cơ cấu bệnh tật, kéo theo nhu cầu chăm sóc sức khỏe và sử dụng thuốc tăng mạnh, đặc biệt là thuốc điều trị bệnh mạn tính.
- **Thu nhập đầu người tăng.** Thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam liên tục tăng trong những năm gần đây, từ 3.552 USD lên khoảng 5.000 USD giai đoạn 2020-2025, phản ánh sự cải thiện về mức sống và mở rộng của tầng lớp trung lưu. Khi thu nhập tăng, người dân có xu hướng chi nhiều hơn cho chăm sóc sức khỏe, phòng bệnh và sử dụng các dịch vụ y tế chất lượng cao. Điều này tạo động lực lớn cho ngành dược, đặc biệt ở phân khúc thuốc biệt dược, thuốc công nghệ cao và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe chủ động. Nhu cầu về thuốc điều trị bệnh mạn tính, thuốc nhập khẩu chất lượng cao và các sản phẩm hỗ trợ sức khỏe cũng tăng theo.
- **Tỷ lệ bao phủ BHYT cao.** Theo BHXH Việt Nam, hiện số người tham gia BHYT là hơn 95,5 triệu người, đạt tỷ lệ 94,2% dân số. Khoảng 40 triệu dân thường xuyên đi khám BHYT, tương ứng số lượt khám 186 triệu lượt. Tỷ lệ bao phủ BHYT cao góp phần dịch chuyển hành vi tiêu dùng thuốc từ tự điều trị sang sử dụng thuốc kê đơn theo phác đồ, làm tăng tỷ trọng thuốc điều trị tại bệnh viện có giá trị cao, tạo động lực cho các doanh nghiệp dược mở rộng đầu tư và nâng cao năng lực cạnh tranh.
- **Chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe tăng.** Theo BMI Fitch Solutions, chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe của Việt Nam dự kiến tăng mạnh từ 24,7 tỷ USD năm 2024 lên 51,1 tỷ USD năm 2029, tương ứng tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm lên tới 18,3%, gần gấp đôi mức tăng trưởng giai đoạn 2019-2024. Trong đó, xu hướng sử dụng các dịch vụ tư nhân sẽ tăng mạnh hơn dịch vụ công.

➤ NHU CẦU DƯỢC PHẨM DỰ KIẾN TIẾP TỤC GIA TĂNG (TIẾP)

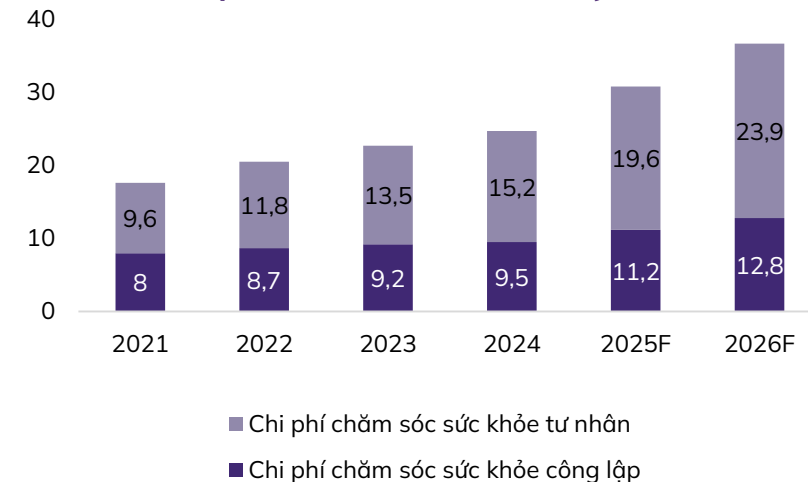
Chỉ số già hóa (%)



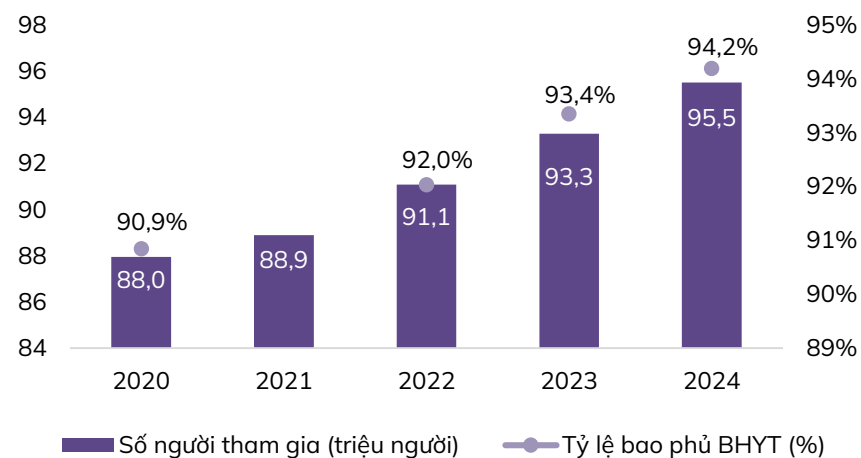
Doanh thu thị trường dược Việt Nam (tỷ USD)



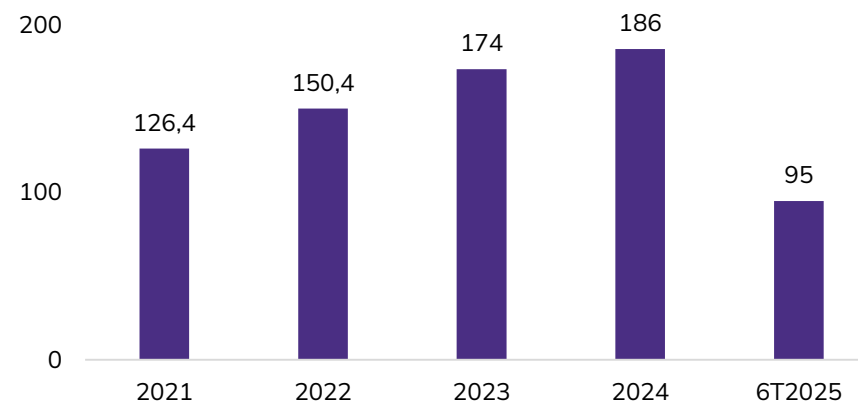
Chi phí chăm sóc sức khỏe (tỷ USD)



Tỷ lệ bao phủ BHYT



Số lượt khám chữa bệnh bằng BHYT (triệu lượt)



Nguồn: BMI Fitch Solutions, MOH, GSO, ABS Research

CÁC DOANH NGHIỆP DƯỢC SẢN XUẤT NỘI ĐỊA PHẢI CẠNH TRANH THỊ PHẦN VỚI CÁC HÃNG THUỐC NGOẠI, ĐỒNG THỜI CHỊU RỦI RO KHI PHỤ THUỘC PHẦN LỚN VÀO NGUYÊN VẬT LIỆU NHẬP KHẨU.

➤ Cạnh tranh với thuốc nhập khẩu

- Theo Cục Quản lý dược (Bộ Y tế), hiện thuốc trong nước chiếm 70% số lượng sử dụng, nhưng chỉ đạt khoảng 45 - 50% về giá trị. Theo số liệu của tổng cục thống kê, kim ngạch nhập khẩu dược phẩm 10T2025 của nước ta ở mức 3.561 triệu USD, tương đương cùng kỳ. Trong đó, kim ngạch nhập khẩu dược phẩm từ Châu Âu 10T2025 đạt 1.951 triệu USD (+3% svck), chiếm 55% tổng kim ngạch, kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ đạt 446 tỷ đồng, chiếm 12,5% tổng kim ngạch.
- Hiệp định EVFTA ký kết giữa Việt Nam và EU năm 2020 đã mang lại lợi thế lớn cho các công ty dược châu Âu, nhờ ưu đãi thuế quan và tiêu chuẩn chất lượng cao, giúp các doanh nghiệp EU mở rộng thị phần, tiếp cận sâu hơn vào hệ thống bệnh viện công – nguồn doanh thu chủ lực của ngành dược Việt Nam. Bên cạnh đó, tâm lý chuộng hàng ngoại của người tiêu dùng cũng tạo thêm lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp nước ngoài. Thực tế cho thấy trị giá nhập khẩu dược phẩm từ EU đã tăng từ 1.633 triệu USD năm 2019 lên 2.292 triệu USD năm 2024, tương đương CAGR đạt 7%/năm, cho thấy xu hướng nhập khẩu thuốc cao cấp và chất lượng tại thị trường này đang ngày càng gia tăng.

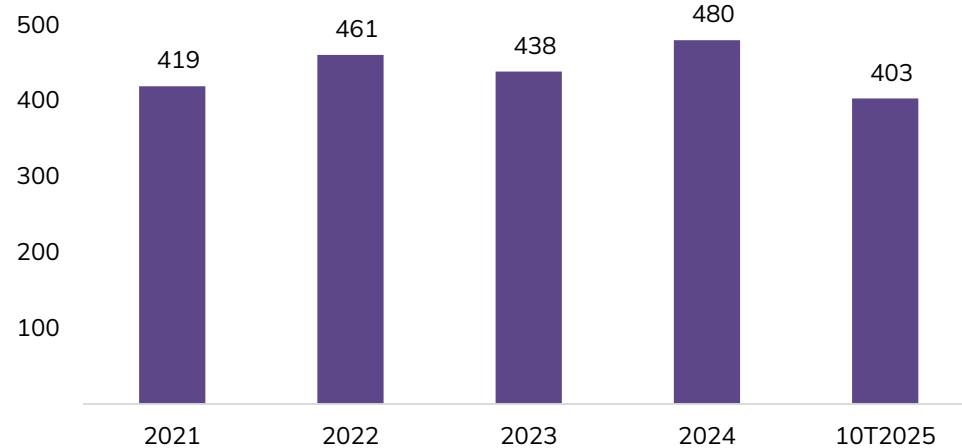
➤ Tỷ lệ nhập khẩu các yếu tố đầu vào vẫn còn cao khiến ngành phải đối mặt với áp lực lớn từ biến động tỷ giá và sự bất ổn trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

- Theo thông tin từ cục quản lý dược, hiện 90% nguyên liệu cho sản xuất thuốc tân dược đều phải nhập khẩu. Theo số liệu thống kê sơ bộ của Tổng cục Hải quan, kim ngạch nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm 10T2025 ở mức 403 triệu USD (+3,9% svck). Trong đó, tỷ lệ nhập khẩu từ thị trường Trung Quốc lên đến 75,5%, thị trường Ấn Độ chiếm 14,5%, thị trường EU chiếm 4,1%.

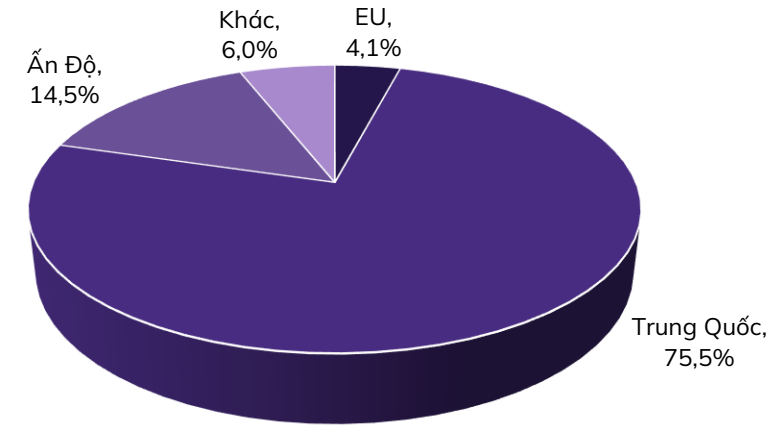
Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp dược nội địa sở hữu các dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn cao vẫn có khả năng cạnh tranh và gia tăng thị phần nhờ tiếp tục được hỗ trợ bởi chính sách ưu tiên dược sản xuất trong nước theo quy định trong luật đấu thầu 2023 và giá nguyên vật liệu dự kiến ổn định:

- Đối với thuốc có ít nhất 03 hãng trong nước sản xuất đáp ứng về tiêu chí kỹ thuật theo quy định của Bộ Y tế và về chất lượng, giá thì chủ đầu tư quyết định việc yêu cầu nhà thầu chào thuốc xuất xứ trong nước đối với mặt hàng này.
- Chỉ chào thầu thuốc xuất xứ trong nước đối với thuốc được Bộ Y tế công bố có ít nhất 03 hãng trong nước sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc đáp ứng nguyên tắc, tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP và đáp ứng tiêu chí kỹ thuật theo quy định của Bộ Y tế và về chất lượng, giá, khả năng cung cấp.
- Nguồn cung và giá nguyên liệu dược phẩm dự báo ổn định do Trung Quốc giảm xuất khẩu sang Mỹ và điều này có thể dẫn tới chuyển hướng tăng xuất khẩu sang nước ta.

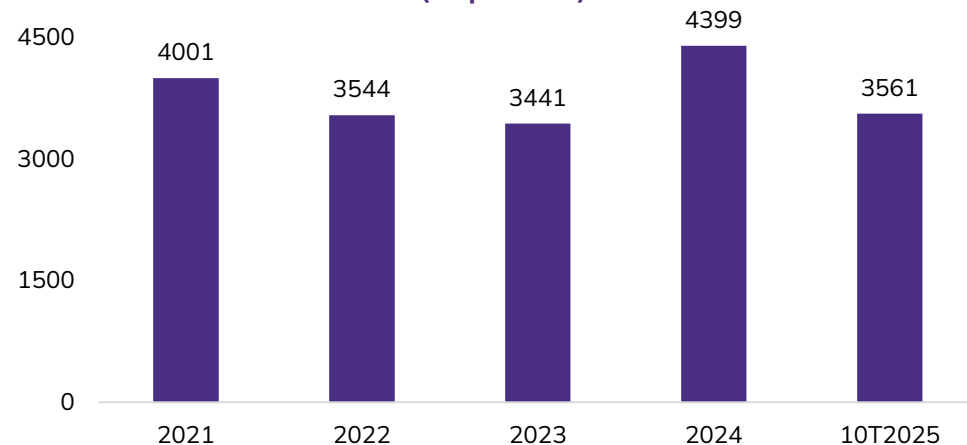
Kim ngạch nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm
2021-10T2025 (triệu USD)



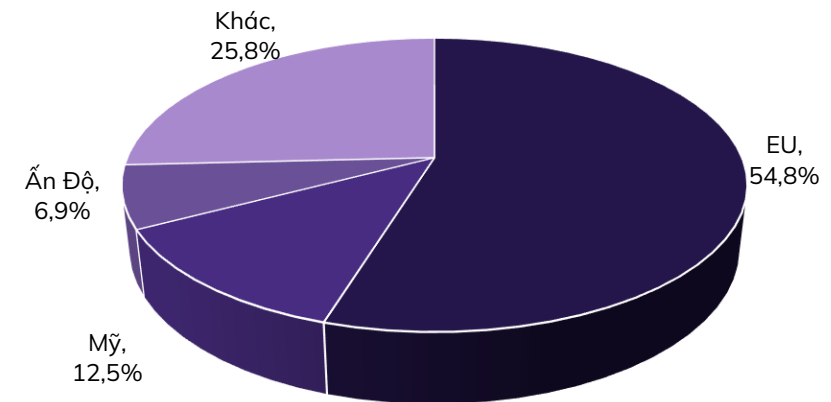
Cơ cấu nguồn nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm 10T2025



Kim ngạch nhập khẩu dược phẩm 2021-10T2025
(triệu USD)



Cơ cấu nguồn nhập khẩu dược phẩm 10T2025



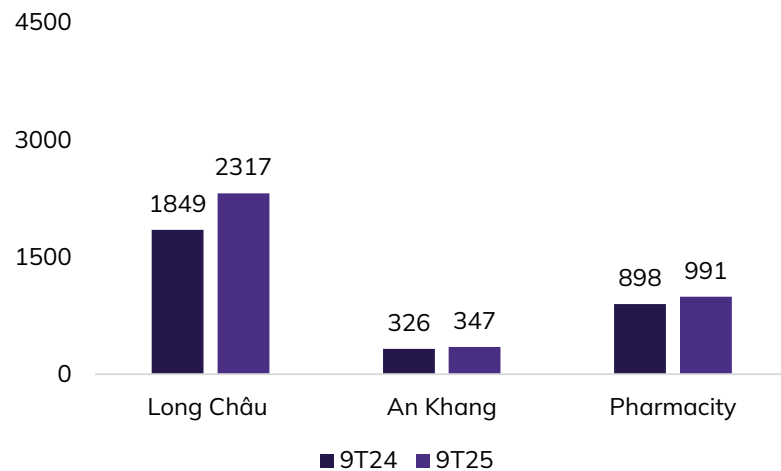
MÔI TRƯỜNG CHÍNH SÁCH NGÀY Càng THUẬN LỢI CHO HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT DƯỢC PHẨM, TẠO ĐIỀU KIỆN ĐỂ DOANH NGHIỆP MỞ RỘNG ĐẦU TƯ, NÂNG CAO NĂNG LỰC CẠNH TRANH VÀ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG.

- **Luật Bảo hiểm y tế (BHYT) sửa đổi năm 2024**, chính thức có hiệu lực từ 1/7/2025 tác động tích cực tới nhu cầu khám chữa bệnh của người dân, từ đó tác động tới nhu cầu dược phẩm, đặc biệt các thuốc điều trị phổ biến như kháng sinh, thuốc bệnh mãn tính...
- Mở rộng phạm vi chi trả BHYT: các trường hợp khám bệnh, chữa bệnh từ xa, khám bệnh, chữa bệnh tại nhà cũng được chi trả BHYT.
- Quy định rõ các nhóm đối tượng được hưởng 100% chi phí khám, chữa bệnh Bảo hiểm y tế. Đặc biệt mở rộng quyền lợi cho người dân, nhất là những người yếu thế và người có công với cách mạng. Luật cũng mở rộng một số phạm vi quyền lợi cho người có thẻ BHYT, trong đó có điều trị lác, tật khúc xạ của mắt cho người dưới 18 tuổi
- Quy định mức hưởng BHYT khi thực hiện thông cấp khám bệnh, chữa bệnh BHYT theo hướng không phân biệt địa giới hành chính theo tỉnh. Theo đó, người tham gia BHYT được hưởng 100% mức hưởng khi khám bệnh, chữa bệnh tại cơ sở khám bệnh, chữa bệnh BHYT cấp ban đầu trong toàn quốc. Điều này mang lại sự thuận tiện cho người dân khi khám chữa bệnh.
- Người bệnh được lên thẳng cơ sở khám, chữa bệnh cấp chuyên sâu trong một số trường hợp bệnh hiếm, bệnh hiếm nghèo.
- **Quy định về kê đơn thuốc điện tử** có khả năng làm giảm nhu cầu về thuốc trong ngắn hạn nhưng sẽ gia tăng sự minh bạch và hiệu quả trong dài hạn. Thông tư 26/2025/TT-BYT quy định các cơ sở khám bệnh, chữa bệnh có hình thức tổ chức là bệnh viện phải thực hiện việc kê đơn thuốc bằng hình thức điện tử trước ngày 01 tháng 10 năm 2025; cơ sở khám bệnh, chữa bệnh khác phải thực hiện việc kê đơn thuốc bằng hình thức điện tử trước ngày 01 tháng 01 năm 2026. Điều này sẽ làm giảm nhu cầu về thuốc đối với các cơ sở trước đây lạm dụng kê đơn thuốc không cần thiết. Tuy nhiên, sự minh bạch trong kê đơn thuốc sẽ giúp loại bỏ thuốc giả, thuốc không có nguồn gốc xuất sứ rõ ràng. Điều này có lợi cho các doanh nghiệp dược làm đúng luật và cung cấp thuốc chất lượng, giúp ổn định thị trường và tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh.

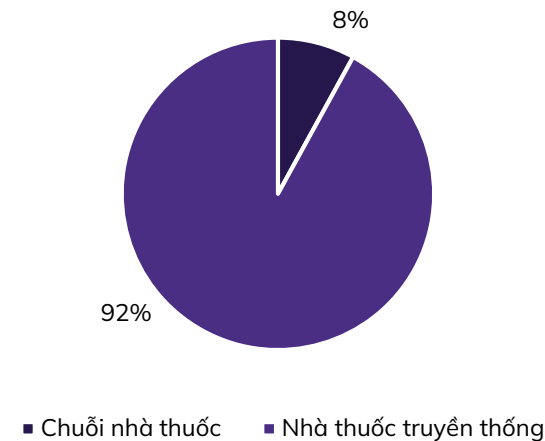
- **Dự thảo Thông tư Ban hành Danh mục thuốc hóa dược, sinh phẩm, thuốc phóng xạ, chất đánh dấu thuộc phạm vi BHYT thanh toán.** Dự thảo đề xuất bổ sung 76 hoạt chất và thuốc mới thuộc 8 nhóm, chủ yếu là thuốc điều trị ung thư - miễn dịch - nhóm được bổ sung nhiều nhất và có chi phí cao (28 thuốc, trong đó 22 thuốc đích); tiếp đến là nhóm ký sinh trùng - chống nhiễm khuẩn (9 thuốc), tim mạch (7 thuốc) và một số thuốc điều trị đái tháo đường, tăng huyết áp, thần kinh, hô hấp, tiêu hóa.
- Việc bổ sung các thuốc này vào danh mục BHYT làm tăng mạnh khả năng được sử dụng tại bệnh viện, từ đó tạo ra nhu cầu lớn hơn cho thuốc. Các bệnh nhân được BHYT thanh toán có xu hướng ưu tiên dùng thuốc được chi trả, đồng thời các bác sĩ cũng dễ kê đơn hơn vì phù hợp với quy định thanh toán. Thị trường thuốc theo kênh bệnh viện hiện chiếm khoảng 70% doanh thu ngành dược, việc bổ sung thêm các thuốc được BHYT chi trả sẽ tăng cơ hội trúng thầu bệnh viện cho các cơ sở dược sản xuất trong nước. Khi danh mục thuốc BHYT mở rộng, nhiều thuốc của các doanh nghiệp dược nội địa sẽ được đưa vào hồ sơ thầu. Với chính sách đấu thầu ưu tiên sử dụng thuốc nội như hiện nay, tỷ lệ sử dụng thuốc sản xuất trong nước sẽ tăng đáng kể. Điều này mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp nội địa sản xuất thuốc generic hoặc thuốc tương đương điều trị, giúp họ mở rộng thị phần và tăng trưởng doanh thu.
 - Chính sách mở rộng danh mục thuốc được BHYT chi trả tạo động lực thúc đẩy hoạt động R&D. Khi một hoạt chất có khả năng được BHYT thanh toán, doanh nghiệp sẽ tự tin hơn trong việc nghiên cứu công thức mới, đăng ký lưu hành, mở rộng sản xuất và nâng chuẩn GMP vì đầu ra đã được đảm bảo phần nào, đặc biệt với các nhóm thuốc chi phí cao như thuốc điều trị ung thư, tiểu đường, tim mạch hay miễn dịch. Nhờ đó, doanh nghiệp có động lực mạnh mẽ để đầu tư dài hạn, nâng cấp năng lực sản xuất và đẩy nhanh quá trình đưa các thuốc chất lượng cao ra thị trường.
 - Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp trên sàn được hưởng lợi bao gồm:
 - (1) Bidiphar có lợi thế trong sản xuất thuốc điều trị ung thư. Paclitaxel là một hoạt chất nằm trong danh mục bổ sung mà Bidiphar đã bào chế được.
 - (2) Imexpharm và dược Hậu Giang với thế mạnh về thuốc kháng sinh.

- **Các chính sách siết chặt quản lý thuế và quy định về đơn thuốc điện tử khiến các nhà thuốc nhỏ lẻ e ngại.** Các quy định mới về minh bạch hoá hoạt động kinh doanh, đặc biệt là siết chặt quản lý thuế và bắt buộc sử dụng đơn thuốc điện tử, đang tạo ra áp lực lên nhà thuốc nhỏ lẻ. Việc phải đầu tư thêm vào hạ tầng công nghệ, phần mềm quản lý, máy tính tiền kết nối hóa đơn điện tử, cùng với yêu cầu tuân thủ quy trình kê đơn – bán thuốc chặt chẽ hơn khiến chi phí vận hành tăng. Đồng thời, các biện pháp kiểm soát thuế sát sao khiến hoạt động kinh doanh theo hình thức truyền thống – vốn linh hoạt nhưng thiếu minh bạch – không còn phù hợp. Điều này làm nhiều nhà thuốc nhỏ cân nhắc thu hẹp quy mô, chuyển đổi mô hình, hoặc thậm chí rời thị trường, qua đó tạo cơ hội cho các chuỗi nhà thuốc lớn vốn có lợi thế về hệ thống quản trị và khả năng đáp ứng quy định nhanh chóng.
- **Các chuỗi nhà thuốc liên tục mở rộng số cửa hàng,** tuy nhiên thị phần vẫn còn rất khiêm tốn và còn rất nhiều dư địa cạnh tranh. Trong 9T2025, chuỗi nhà thuốc Long Châu mở mới 374 nhà thuốc và 77 trung tâm tiêm chủng, nâng tổng số cơ sở lên 2.317 nhà thuốc và 203 trung tâm tiêm chủng; An Khang mở mới 21 nhà thuốc; Pharmacity cũng mở mới khoảng 80 nhà thuốc. Tổng số lượng nhà thuốc của các chuỗi lớn như Long Châu, An Khang, Pharmacity và Trung Sơn vào cuối Q3/2025 khoảng gần 4.000 nhà thuốc, chỉ chiếm khoảng 7%-8% tổng số nhà thuốc trên toàn quốc.

Số lượng cửa hàng hoạt động



Cơ cấu thị trường bán lẻ dược phẩm



Nguồn: FRT, MWG, Pharmacity, ABS Research

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu trên các tiêu chí

- Doanh nghiệp đầu ngành, có lợi thế cạnh tranh và có tiềm năng mở rộng thị phần.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh, rủi ro vay nợ ở mức an toàn.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp so sánh P/E.

Chỉ tiêu	IMP		
	2024	2025F	2026F
Doanh thu	2.205	2.575	2.961
%YoY	10,6%	16,8%	15,2%
LNG	856	1.025	1.201
Biên LNG (%)	38,8%	39,8%	40,5%
LNST Công ty mẹ	321	358	415
%YoY	7,1%	11,5%	15,9%
EPS (đ/cp)	1.791	2.371	2.669
BVPS (đ/cp)	14.712	15.081	17.183
Nợ/VCSH (lần)	0,04	0,18	0,30
ROA (%)	13,1%	12,2%	11,8%
ROE (%)	15,0%	16,0%	16,4%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (IMP - HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 28/11/2025: 47.600 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 52.800VNĐ/cp (UPSIDE: +10,9%)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T2025 tăng trưởng khả quan. Doanh thu thuần đạt 1.800 tỷ đồng (+15,9% svck). Trong đó, tăng trưởng kênh ETC đạt 21% svck và tăng trưởng kênh OTC đạt 19% svck. Lợi nhuận gộp đạt 715 tỷ đồng (+21,2% svck), biên LNG tăng 1,7 điểm % nhờ khả năng quản lý hàng tồn kho, sản xuất dựa trên các chiến dịch kinh doanh và tối ưu hóa chi phí. LNST đạt 241,7 tỷ đồng (+20,7% svck).
- Năng lực sản xuất của IMP dẫn đầu toàn ngành khi sở hữu 12 dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP tại 3 cụm nhà máy (chiếm 40% trong tổng số 30 cơ sở sản xuất đạt chuẩn EU-GMP của toàn ngành dược Việt Nam. Trong quý 3/2025, Imexpharm đã đưa vào vận hành dây chuyền thuốc bột đông khô cuối cùng tại nhà máy IMP4 đạt chuẩn EU-GMP.
- IMP là một trong số ít các công ty dược sở hữu dây truyền sản xuất thuốc kháng sinh tiêm – dòng sản phẩm đòi hỏi trình độ cao và tiêu chuẩn chất lượng khắt khe.
- IMP chủ động đẩy mạnh và chuyển hướng sản xuất sang các dây chuyền sản xuất hàng có giá trị cao để đẩy mạnh tăng trưởng giá trị, nâng cao biên lợi nhuận.
- Chiến lược mở rộng kênh OTC tại miền bắc đang cho kết quả rất khả quan khi tăng trưởng doanh thu OTC 10T2025 tại thị trường miền bắc lên đến 57%.
- Nhà máy IMP5 dự kiến triển khai xây dựng trong năm 2026 tập trung sản xuất các loại thuốc điều trị tim mạch, đái tháo đường và tiêu hóa sẽ giúp mở rộng thị phần của IMP sang lĩnh vực ngoài kháng sinh.

RỦI RO

- Rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào tăng so với kỳ vọng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thùy Linh
Giám đốc Trung tâm Phân tích
linh.ngthithuy@abs.vn

NĂNG LƯỢNG & HÓA CHẤT

Lê Thị Kim Huê
Phó Giám đốc Phòng Phân tích
hue.lethikim@abs.vn

HÀNG CÔNG NGHIỆP

Nguyễn Thị Kỳ Duyên
Chuyên viên phân tích
duyen.nguyenthiky@abs.vn

VĨ MÔ & TÀI CHÍNH

Nguyễn Xuân Hải
Chuyên viên phân tích
hai.nguyenxuan@abs.vn

HÀNG XUẤT KHẨU & CNTT

Bùi Minh Anh
Chuyên viên phân tích
anh.buiminhh@abs.vn

BẤT ĐỘNG SẢN, VLXD & XÂY LẮP

Phạm Hồng Trường
Chuyên viên phân tích
truong.phamhong@abs.vn

PTKT & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Đặng Xuân Lưu
Giám đốc Phân tích
luu.dangxuan@abs.vn

BÁN LẺ & HÀNG TIÊU DÙNG

Kiều Thị Thanh Thư
Chuyên viên phân tích
thu.kieuthithanh@abs.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Để được hỗ trợ tư vấn và nhận các thông tin khuyến nghị, báo cáo thường xuyên, kịp thời, tải ABS Invest ngay tại



Trải nghiệm ngay
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá
ABS Web Trading

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Nhóm thực hiện

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 35624626 Số máy lẻ: 135

www.abs.vn



Thank you!