



BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC
NĂM 2026

CHIẾN MÃ THẢO CƯỜNG



Tháng 1, 2026



LỜI MỞ ĐẦU

Nhìn lại năm 2025, thị trường chứng khoán Việt Nam đã cho thấy một sức bền đáng chú ý của dòng vốn nội, bất chấp những biến động địa chính trị phức tạp và áp lực bán ròng kỷ lục từ khối ngoại. Thị trường đã đi qua giai đoạn “tích lũy” và “thử thách” cần thiết. Bước sang năm 2026, Kafi cho rằng thị trường đang đứng trước một chu kỳ mới, với vị thế và nền tảng hoàn toàn khác biệt.

Chủ đề **"Chiến mã tháo cương"** được chúng tôi lựa chọn để mô tả sự chuyển dịch trọng yếu của năm nay: Sự giải phóng nguồn lực. Trong khi các biến số về tỷ giá và lạm phát vẫn là những yếu tố cần quan sát thận trọng, thì những "sợi dây cương" về thể chế và cơ chế lại đang được quyết liệt tháo gỡ. Nghị quyết 79 về kinh tế nhà nước, các luật sửa đổi về đầu tư và đất đai đi vào thực tiễn, cùng triển vọng nâng hạng thị trường theo chuẩn FTSE sẽ là những động lực "cởi trói", cho phép thị trường chứng khoán phản ánh đúng tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Trong bối cảnh FED đảo chiều chính sách, đồng thời kinh tế trong nước đặt mục tiêu tăng trưởng hai con số, “Chiến mã” VN-Index được kỳ vọng sẽ không chỉ dừng lại ở sự phục hồi, mà còn bứt tốc để hướng tới những vùng điểm số cao hơn. Dẫu vậy, dòng chảy của cơ hội năm nay sẽ mang nhiều sắc thái riêng. Chúng tôi tin rằng năm 2026 là một hành trình tái định giá thú vị, nơi dòng vốn sẽ ưu tiên tìm đến những nhóm ngành hội tụ cả nội lực tài chính lẫn sức bật từ sự cởi trói nguồn lực.

Kafi hân hạnh được cùng Quý nhà đầu tư nhận diện cơ hội và kiến tạo thành quả rực rỡ trên hành trình này.

MỤC LỤC

I. Bối cảnh đầu tư

Tổng quan thị trường – chu kỳ đầu tư

Động lực dẫn dắt năm 2026

II. Vĩ mô

Vĩ mô Thế giới

Vĩ mô Việt Nam

III. Thị trường

Nhận định xu hướng

Kịch bản

IV. Danh mục chiến lược

Chủ đề đầu tư

Tiêu điểm doanh nghiệp

ĐIỂM NHẤN CHÍNH

I. Bối cảnh đầu tư

Tổng kết hiệu suất của chỉ số chung VNIndex năm 2025 đạt mức 40.87%, tuy vậy hiệu suất đầu tư thực tế của các danh mục trên thị trường đa phần sẽ không đạt hiệu suất cao như trên, bởi chênh lệch tỷ trọng của nhóm cổ phiếu Vingroup. Trạng thái thị trường chậm lại trong nửa sau của năm 2025 đánh giá là “nhịp nghỉ” cần thiết để thị trường tái cấu trúc dòng tiền và dòng dẫn cho một pha tăng trưởng tiếp diễn.

Hướng đến năm 2026, bối cảnh đầu tư hưởng lợi nhờ (1) áp lực từ thế giới hạ nhiệt từ điều kiện chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng và quy mô ảnh hưởng từ rủi ro địa chính trị/địa kinh tế kỳ vọng giảm dần, (2) yếu tố trụ cột - tăng trưởng tiếp tục được hậu thuẫn bởi chính sách trong nước, tăng trưởng kinh tế phấn đấu cao, (3) về thị trường, quá trình nâng hạng TTCK và chính sách vĩ mô ổn định hỗ trợ cho động lượng thanh khoản duy trì cao, và đồng thuận tăng trưởng LNST toàn thị trường 2026F dự phóng đạt 17.3% YoY.

II. Vĩ mô

Từ thế giới, điều hướng chính sách tiền tệ duy trì nới lỏng nhưng mức độ điều hành phân hóa theo từng khu vực. Tuy vậy, điểm chung là dự phóng tăng trưởng ở các nền kinh tế phát triển sẽ cải thiện hơn trong năm 2026. Trong nước, điều hướng chính sách kích thích tăng trưởng vẫn tích cực; song góc nhìn quản trị được đề lên cao, chứng kiến lãi suất nền của hệ thống tăng dần, diễn biến này phù hợp với trạng thái tăng trưởng cao của nền kinh tế.

III. Thị trường

Kafi đánh giá xu hướng trung hạn duy trì tích cực, đà tăng của thị trường sẽ mang tính chọn lọc và cân bằng hơn ở độ rộng thị trường trong năm 2026. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi đánh giá VNIndex lập đỉnh cao mới, hướng dẫn tới vùng 2,001 điểm (+14.3% YTD); bên trong, các cơ hội đầu tư riêng lẻ kỳ vọng có hiệu suất vượt trội hơn.

IV. Danh mục

Kafi bảo lưu các chủ đề đầu tư tập trung theo chu kỳ tăng trưởng của kinh tế, ưu tiên phân bổ tỷ trọng danh mục cân bằng. Giai đoạn đầu năm 2026 chứng kiến đà tăng nóng của thị trường, chúng tôi cơ cấu danh mục với sự đánh giá thận trọng thêm về yếu tố định giá doanh nghiệp, đặc biệt với các vị thế mua mới. Danh mục chiến lược thêm vào: TCB, KDH, POW, PNJ, BIC; và loại ra: DGC, NLG, DGW.

Bối cảnh đầu tư

Bối cảnh đầu tư Yếu tố dẫn dắt năm 2026

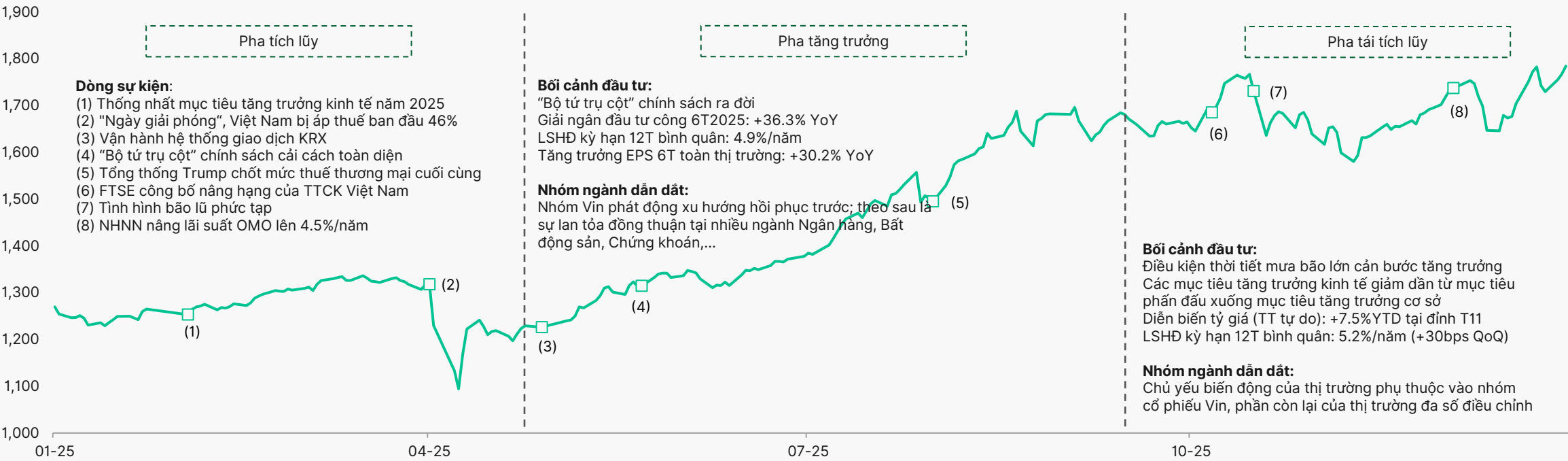


Nhìn lại năm 2025

Vượt thử thách thuế quan, thị trường vươn mình đạt hiệu suất cao

Diễn biến thị trường chứng khoán năm 2025

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Tổng quan

Điều kiện kinh tế Thế giới

Kafi kỳ vọng, bức tranh đầu tư toàn cầu năm 2026 cải thiện nhẹ so với năm trước. Điểm sáng chính đến từ triển vọng tăng trưởng GDP thế giới dựa trên môi trường lãi suất chính sách hạ nhiệt dần; dù dư địa hạ lãi suất từ các NHTW lớn không tốt như năm 2025, nhưng kỳ vọng tạo điều kiện thanh khoản hệ thống nói lỏng một cách ổn định.

Điểm trừ, cấu trúc của kinh tế thế giới dần phân cực rõ ràng hơn, kèm theo rủi ro chính sách bảo hộ, rủi ro chuỗi cung ứng hàng hóa còn hiện hữu. Kéo theo xu hướng xuất nhập khẩu toàn cầu chậm lại, tăng trưởng sản xuất nội địa (tự cung), cũng như chuyển dịch dòng vốn đầu tư vẫn có nhiều biến động trong năm 2026.

Khu vực	Cấu phần	Năm 2025	Năm 2026
Thế giới	Kinh tế	Tăng trưởng GDP toàn cầu 2025F đạt 2.3% YoY, WorldBank đánh giá. Điểm sáng, nền kinh tế Mỹ “hạ cánh mềm” sau chu kỳ nâng lãi suất này, giữ vai trò đầu tàu tăng trưởng ở nhóm kinh tế phát triển. Thương mại toàn cầu phục hồi không đồng đều, chịu ảnh hưởng từ phân mảnh chuỗi cung ứng và rào cản thương mại gia tăng.	Tăng trưởng GDP toàn cầu 2026F đạt 2.7% YoY, WorldBank đánh giá. Động lực tăng trưởng chuyển sang đầu tư công nghệ và công nghiệp chiến lược, thay vì kỳ vọng thị trường bất động sản hay tiêu dùng-bán lẻ sớm phục hồi. Nhóm kinh tế mới nổi (Châu Á, Trung Đông) kỳ vọng tăng trưởng cao.
	Tiền tệ	Các NHTW lớn (FED, ECB, BOE,...) cắt giảm lãi suất điều hành 1-1.5%. Nhật Bản bắt đầu nâng lãi suất điều hành (tăng thêm 0.75% trong năm 2025), ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư toàn cầu. Chênh lệch môi trường tiền tệ giữa các khu vực tạo nên biến động lớn trên thị trường FX, dòng vốn đầu tư.	Các NHTW lớn thận trọng hơn trong điều hướng cắt giảm lãi suất trong năm 2026, khi gia tăng đánh giá ở kiểm soát lạm phát. Trong khi, FED có định hướng tiến hành QE, mở rộng thanh khoản hệ thống. Ngoài ra, hội đồng FOMC có thể có nhiều biến động thành viên trong kỳ tái bổ nhiệm đầu năm 2026. USD vào xu hướng giảm trung hạn, hỗ trợ dòng vốn thị trường mới nổi.
	Sự kiện	Chính sách thuế quan đối ứng của tổng thống D. Trump đã tạo ra tình hình xáo trộn trên bình diện về thương mại quốc tế. Rủi ro vĩ mô hơn là châm ngòi cho căng thẳng địa kinh tế leo thang trong tương lai gần. Xung đột địa chính trị và xã hội: chiến sự lớn tại Nga – Ukraine dần hạ nhiệt; xung đột mới tại Nhật Bản – Trung Quốc, Mỹ - Venezuela, Thái Lan – Campuchia. Nhìn chung, bối cảnh chuyển từ “nóng” - ảnh hưởng lớn sang “âm ỷ” - ảnh hưởng thấp, kỳ vọng không đầy cao áp lực hay gây thiệt hại đến chuỗi cung ứng hàng hóa toàn cầu.	Bất định chính sách dưới thời chính quyền Trump 2.0 còn hiện hữu. Chính phủ Mỹ vẫn đang đối diện với tình hình nợ công cao. Chính sách bảo hộ công nghiệp và công nghệ tiếp tục mở rộng, làm sâu sắc hơn xu hướng phân mảnh kinh tế toàn cầu. Sự gia tăng cạnh tranh địa chính trị (BRICS, NATO,...) khiến hiệu quả kinh tế chậm so với chu kỳ quá khứ. Rủi ro bong bóng tài sản công nghệ/AI là chủ đề quản trị rủi ro của NHTW và các định chế tài chính, đặc biệt tại thị trường Mỹ. Rủi ro địa chính trị đánh giá âm ỷ, mức độ ảnh hưởng thấp.

Tổng quan

Điều kiện kinh tế Việt Nam

Vượt qua bối cảnh bất ổn định về địa chính trị và chính sách từ thế giới, từ phía Việt Nam, các điều hướng chính sách tiền tệ nới lỏng, cải cách thể chế lớn đã tạo môi trường đầu tư kinh doanh trong nước thuận lợi. Thị trường chứng khoán (chỉ số VNIndex) chứng kiến một sóng hồi phục thần kỳ (hơn 60%) sau nhịp điều chỉnh lớn của sự kiện thuế quan. Tuy vậy, sau quá trình dài chính sách tiền tệ trong nước nới lỏng “đi trước” thế giới đã tạo ra nhiều sức ép về điều hành ổn định vĩ mô và thanh khoản hệ thống ngân hàng, chứng kiến nhịp tăng lãi suất nhanh trong Q4/2025.

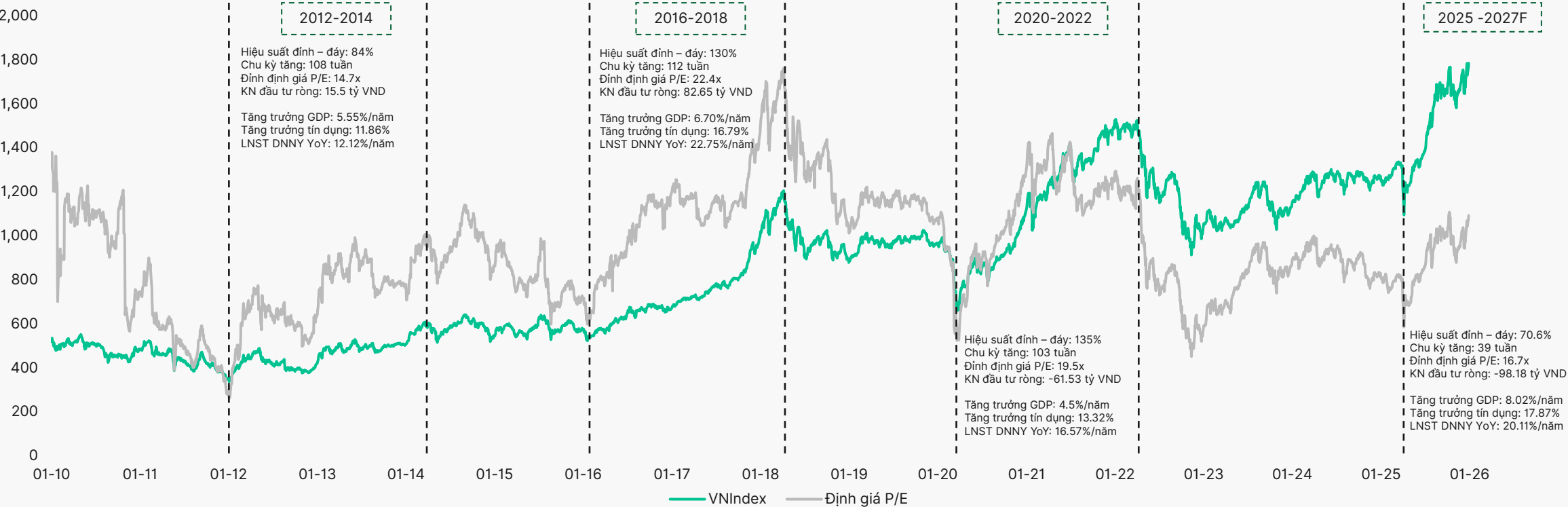
Năm 2026, Chính phủ Việt Nam vẫn giữ quan điểm điều hành quyết liệt với các định hướng mục tiêu tăng trưởng GDP phần đầu (trên 10%). Các động lực tăng trưởng xoay quanh chính sách tài khóa và cải cách pháp lý, tháo gỡ các tài sản/dự án quy mô lớn, trong khi điều hướng chính sách tiền tệ mở rộng trung lập và ưu tiên kiểm soát ổn định.

Khu vực	Cấu phần	Năm 2025	Năm 2026
Việt Nam	Kinh tế	Tăng trưởng GDP 2025F đạt 8.02% YoY. Giải ngân đầu tư công (cập nhật tại ngày 25/12 đạt 70% kế hoạch) vì nhiều yếu tố khách quan, như bão lũ và thay đổi điều hành chính quyền 2 cấp mới. Tương tự, cấu phần tiêu dùng tăng trưởng chậm so với kế hoạch đầu năm, đạt 9.2 %YoY. Động lực tăng trưởng cao đến từ cấu phần sản xuất +9.2% YoY (năm 2024 tăng 8.2%) và kim ngạch xuất nhập khẩu +18.3% YoY (năm 2024 tăng 15.4%).	Mục tiêu tăng trưởng GDP 10%. Tiếp tục đẩy mạnh chính sách tài khóa. Năm 2026 bắt đầu vận hành các dự án công trọng điểm, cũng như triển khai các siêu dự án mà khu vực tư nhân đầu tư. Việc đẩy mạnh xây dựng hạ tầng “đi đôi” với hiệu quả của dự án hay hiệu quả sử dụng vốn đầu tư. Xu hướng dòng vốn FDI đầu tư chậm lại ở nhóm kinh tế đang phát triển, dự kiến áp lực vẫn duy trì trong năm 2026.
	Tiền tệ	Duy trì chính sách tiền tệ “siêu nới lỏng”. Lãi suất huy động bình quân ở mức thấp kỷ lục, mức nền 4.5%-5.5%/năm. Yếu tố ổn định vĩ mô: Lạm phát ổn định trong tầm kiểm soát. Trong khi, tỷ giá tăng mạnh từ đầu năm tuy nhiên sức ép đã thu hẹp dần trong H2/2025, ghi nhận +3.4% YTD.	Chính sách tiền tệ ở trạng thái nới lỏng trung lập, cân đối với các yếu tố lạm phát, tỷ giá và cân đối thanh khoản hệ thống ngân hàng. Trọng tâm điều hành chuyển sang chất lượng tín dụng, kiểm soát rủi ro hệ thống, đặc biệt với bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp. Yếu tố ổn định vĩ mô: Lạm phát dự kiến tăng cao hơn trong năm 2026; trong khi tỷ giá dự kiến ổn định hơn trong năm 2026, nhờ nguồn cung ngoại tệ mở rộng.
	Sự kiện	Cải cách thể chế toàn diện, từ pháp lý, cơ chế hỗ trợ đến thuế quan. Ban hành “bộ tứ trụ cột” định hướng phát triển kinh tế trong kỷ nguyên mới. Đưa vào hoạt động trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam (IFC) Tình hình bão lũ năm nay kéo dài hơn các năm trước, yếu tố không diễn ra thường xuyên, ảnh hưởng làm giảm khoảng 0.8% GDP.	Ban hành Nghị quyết 79/NQ-TW về kinh tế nhà nước. Triển khai thực thi các Nghị quyết đã được ban hành. Mở rộng hệ thống pháp lý, hiệu quả giải ngân vốn đầu tư nước ngoài cả từ khu vực FDI và đầu tư thông qua thị trường vốn - chứng khoán. Vận hành trung tâm dữ liệu quốc gia (dân sự, doanh nghiệp, tài chính, đất đai, dịch vụ công) nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, vận hành.

Quan điểm chu kỳ

Điểm “dừng chân” để tiếp sức. Chu kỳ đầu tư 2025-2027F vẫn đang tiếp diễn

Diễn biến chỉ số VNIndex qua các chu kỳ đầu tư
| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Trong thập kỷ qua, TTCK Việt Nam thường bắt đầu pha tăng trưởng từ một nhịp chiết khấu giá mang tính chất hoảng loạn. Do đó, chúng tôi xét sóng tăng của chu kỳ này bắt đầu từ sự kiện thuế quan tại tháng 4/2025.

- Hiện tại, trạng thái thị trường đi ngang tại cuối năm 2025 chứng kiến nhiều cổ phiếu cơ bản đã điều chỉnh đáng kể. Chúng tôi đánh giá đây là điểm nghỉ cần thiết để tái cấu trúc dòng tiền, hấp thụ lượng cung sau một đà tăng giá nhanh trong thời gian ngắn vừa qua. Sức ép vẫn hiện hữu, nhưng kỳ vọng biên độ biến động của chỉ số chung sẽ ổn định khi nhiều cổ phiếu cơ bản đã quay về ngưỡng hỗ trợ cân bằng.
- Triển vọng: các mục tiêu vượt bậc về tăng trưởng kinh tế của Chính phủ kéo theo triển vọng về môi trường đầu tư và tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết (DNNY) tương đối cao hơn so với các chu kỳ trước, lần lượt tăng trưởng GDP 2025F đạt 8.02% YoY, tăng trưởng tín dụng 18% YTD và LNST toàn thị trường đạt 20.11% YoY.
- Chu kỳ tăng: 39 tuần, trung bình các nhịp tăng ở chu kỳ trước là 107 tuần. Ngoài ra, bởi vì pha điều chỉnh – tích lũy (năm 2022-2024) dài hơn các giai đoạn trước đây, dẫn đến kỳ vọng sóng tăng 2025-2027F có thời hạn lâu hơn.

Dẫn dắt năm 2026

Bên ngoài giảm áp lực
Bên trong, nội lực củng cố

Động lực tăng trưởng của thị trường chứng khoán năm 2026 dựa trên:

- (1) Áp lực từ bên ngoài hạ nhiệt, dòng vốn đầu tư quay trở lại tạo không gian chính sách tiền tệ trong nước,
- (2) Mục tiêu phát triển kinh tế tăng trưởng cao và các chính sách, cơ chế hỗ trợ quyết liệt của Chính phủ được duy trì,
- (3) Động lượng thanh khoản thị trường “dồi dào” trở lại từ cả dòng tiền nội và khối ngoại.

Từng yếu tố trên được vận hành thuận lợi sẽ sớm được thị trường phản ánh vào hiệu suất đầu tư trong năm sau. Điểm trừ, bức tranh tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp có sự phân hóa và điều hướng chính sách tiền tệ không mở rộng tốt như năm 2025. Kafi đánh giá xu hướng tăng của thị trường trong năm 2026 vẫn duy trì trong kênh “sideway-up” hướng lên nhưng dòng tiền sẽ có sự luân chuyển giữa các nhóm; mục tiêu điểm số đạt quanh ngưỡng 2,001 điểm.

Cấu phần	Yếu tố	Nội dung chính	Năm 2025	Triển vọng năm 2026
Thế giới	Chính sách tiền tệ của FED	Thay đổi nhân sự trong hội đồng FOMC, FED duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ, chủ động bơm thanh khoản hỗ trợ hệ thống		+
	Địa chính trị/Chính trị	Rủi ro địa chính trị vẫn âm ỷ nhưng ảnh hưởng thấp dần, kỳ vọng không đẩy cao áp lực hay gây thiệt hại đến chuỗi cung ứng hàng hóa toàn cầu.		
Chính sách	Cải cách thể chế	Luật, chính sách được sửa đổi một cách hệ thống. Mức độ thực thi, hiệu quả cải cách cao hơn trong năm 2026. Đặc biệt, nhóm chính sách liên quan đến DN tư nhân, Luật Đất đai, Đầu tư công.		+
	Chính sách đầu tư từ nhà nước và tư nhân	Kế hoạch giải ngân đầu tư công tăng 42% so với KH năm 2025. Tập trung phát triển hệ thống giao thông liên kết giữa các dự án trọng điểm. Giải phóng các dự án BĐS bị đóng băng, phát triển thành phố vệ tinh.		
	Chính sách tiền tệ	Điều hành chính sách tiền tệ trong nước trung lập, cân đối với yếu tố ổn định vĩ mô (Tỷ giá, lạm phát). Các vấn đề xoay quanh việc đảm bảo cân đối hệ thống	+	
Thị trường	Tăng trưởng EPS	Dự phóng tăng trưởng LNST 2026F của DN niêm yết đạt 17.3% YoY	+	
	Thanh khoản	Dòng vốn ngoại – Nâng hạng thị trường chứng khoán	-	
		Thanh khoản thị trường phục hồi		
Tổng kết	VNIndex	Kỳ vọng điểm số đạt đỉnh cao mới trong năm 2026	1,785 (+41%YTD)	2,001 (+14.3% YTD)

Chú thích: Mức độ đánh giá: Tiêu cực -> Tích cực



Kế hoạch đầu tư

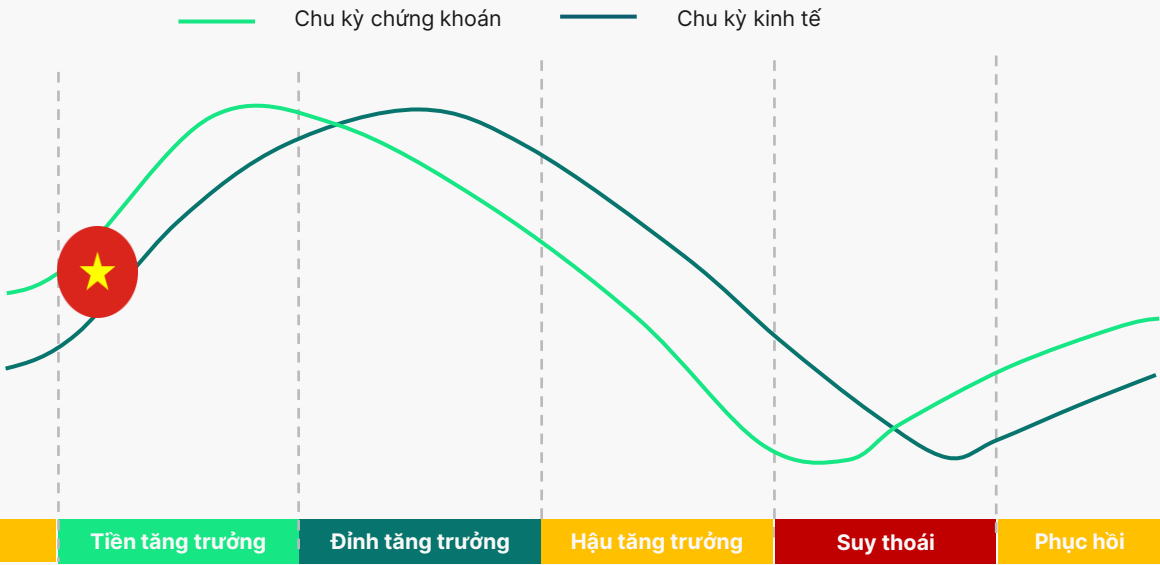
Chu kỳ và triển vọng thuận lợi, song rủi ro hiện hữu dẫn đến chiến lược đầu tư thận trọng
→ Cơ cấu danh mục CÂN BẰNG

Trung hòa với các yếu tố rủi ro/cơ hội từ vĩ mô đến thị trường, chúng tôi cho rằng việc xây dựng danh mục đầu tư năm 2026 không khó để đánh bại hiệu suất thị trường chung (VNIndex) trong năm 2026.

- Các rủi ro cần xem xét xoay quanh yếu tố về thị trường trong nước trong năm 2026: (1) tăng trưởng EPS của thị trường phân hóa cao, nhiều nhóm ngành chịu áp lực tăng trưởng lợi nhuận từ Q2/2026 (2) đánh giá về thanh khoản đầu tư của dòng vốn nội ở trạng thái mở rộng, nhưng không tốt như giai đoạn thị trường giữa năm 2025 vừa qua dưới áp lực của môi trường lãi suất ngân hàng đang tăng dần, hệ thống cần thời gian làm quen với nền lãi suất mới; (3) rủi ro điều chỉnh riêng lẻ ở nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn, định giá cao có thể làm vận động thị trường bị bóp méo.
- Chu kỳ đầu tư: Kafi đánh giá Việt Nam vẫn đang trong pha đầu của tăng trưởng trong chu kỳ kinh tế từ đó hướng đến phân bổ các ngành nghề phù hợp. Kafi xây dựng danh mục đầu tư xoay quanh chủ đề “kích thích đầu tư ở khu vực công và tư nhân”; phân bổ các nhóm ngành tham gia vào chuỗi giá trị xây dựng, phát triển hạ tầng, đầu tư nói chung; bên cạnh đó là bổ sung các cơ hội đầu tư còn định giá hấp dẫn và mang tính chất phòng thủ.
- Chiến lược đầu tư: Kafi đánh giá chỉ số VNIndex vận động trong kịch bản chỉ số tích lũy sideways-up. Tức hiệu suất thị trường cả năm kỳ vọng trung lập nhưng tần suất biến độ tăng/giảm nhiều trong năm 2026, từ đó Kafi xây dựng danh mục cân bằng, phòng ngừa rủi ro biến động cao.

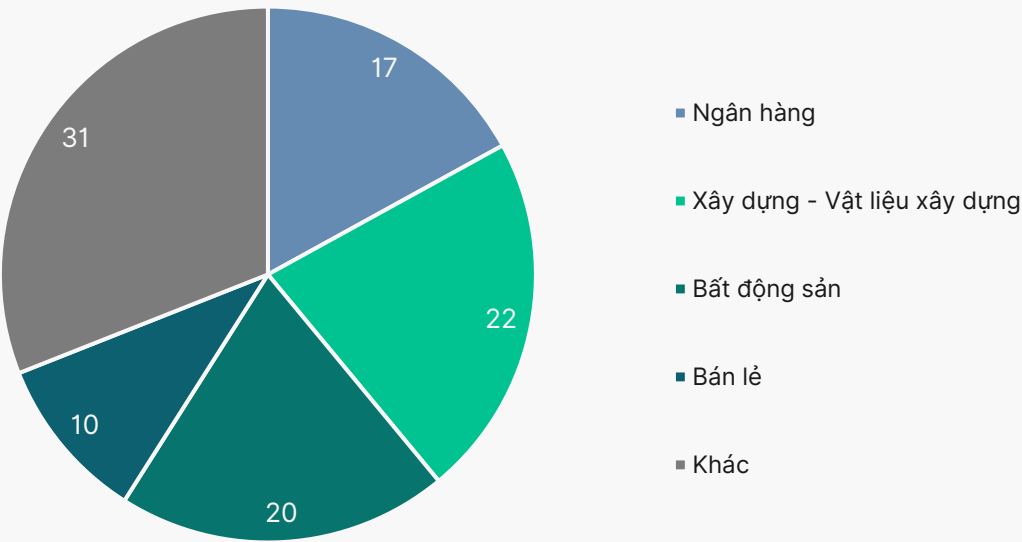
Chu kỳ đầu tư

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Phân bổ tỷ trọng ngành gợi ý theo DMCL Kafi

| Đơn vị: % - Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Chính sách tiền tệ của FED

Môi trường chính sách tiền tệ năm 2026 dần nói lỏng

Nền kinh tế Mỹ đang ở trong giai đoạn chuyển pha chính sách điều hành, từ việc cắt giảm lãi suất mang tính ứng phó ngắn hạn, đến nay điều hướng chính sách đã có mục tiêu rõ ràng dựa trên điều kiện vĩ mô đã ghi nhận dữ liệu thuận lợi.

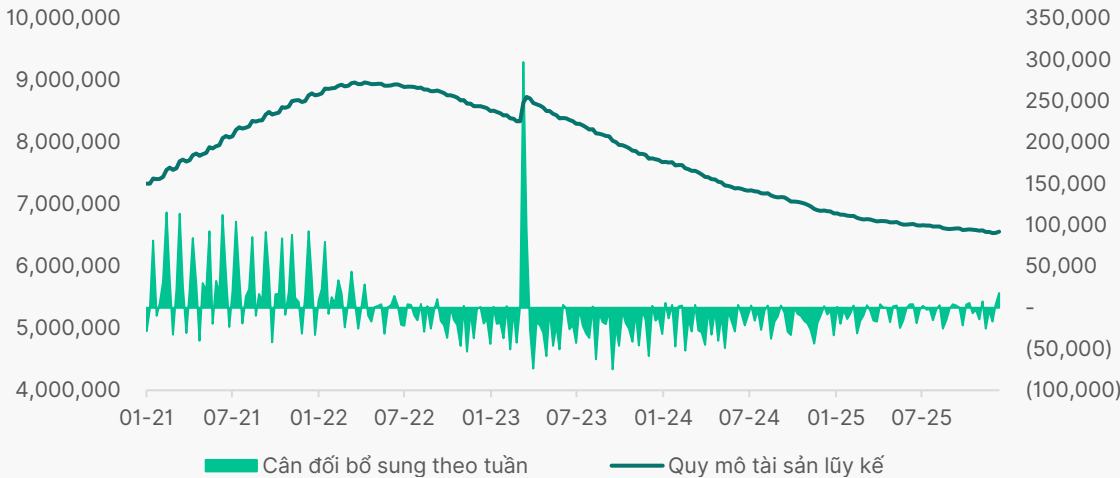
- FED bắt đầu tiến trình giảm lãi suất trở lại từ T9/2025, và đến nay đã hạ 75 điểm lãi suất cơ bản xuống 3.5-3.75%/năm. Bên cạnh đó, việc FED đã dừng hẳn quy trình thắt chặt định lượng (QT) và cam kết mua trái phiếu kho bạc (quy mô 40 tỷ USD/tháng); đây là động thái tích cực thể hiện quan điểm hỗ trợ thanh khoản chủ động và ổn định lãi suất ở mức nền điều chỉnh dần.
- Bối cảnh, (1) thị trường lao động đã suy yếu, tỷ lệ thất nghiệp T11/25 đạt 4.6%, (2) rủi ro lạm phát tiềm ẩn trước áp lực chi phí đẩy sau thuế quan không diễn ra, CPI T11/25 đạt 2.7% YoY, và (3) cơ cấu thành viên của hội đồng FOMC có những thay đổi quan trọng, quan điểm “bồ câu” trong điều hành chính sách dự kiến mở rộng hơn. Kafi nhận định FED tiếp tục hạ 75 bps lãi suất vào năm 2026 trong kịch bản tích cực.

Đánh giá tác động, chu kỳ nói lỏng chính sách rõ ràng dưới chính quyền tổng thống Trump là điều kiện thuận lợi để các tình hình vĩ mô của Việt Nam ổn định hơn.

- Áp lực chi phí vốn của nền kinh tế Mỹ hạ nhiệt, tạo nên bức tranh ổn định từ thế giới.
- Chênh lệch lợi suất giữa Mỹ - VN thu hẹp, làm giảm xu hướng dòng vốn đầu tư rút ròng khỏi thị trường mới nổi và tình trạng găm giữ ngoại tệ ở khối tổ chức; từ đó, giảm áp lực trên cân đối của hệ thống ngân hàng. Ngoài ra, nguồn cung ngoại tệ dự kiến ổn định, tạo điều kiện cho tỷ giá 2026F ổn định với dự phóng trượt giá +2.5%YTD.

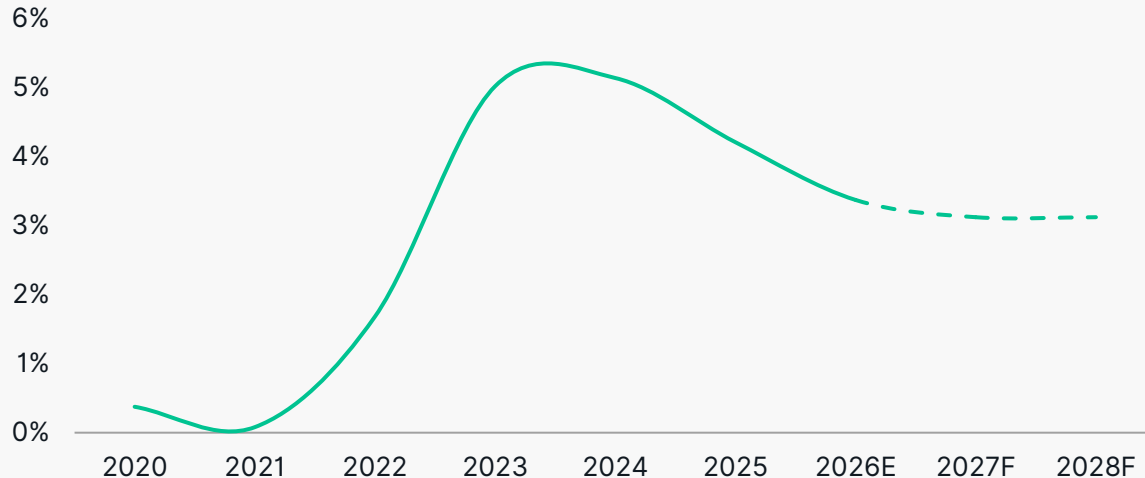
FED bắt đầu mua trái phiếu kho bạc, bổ sung thanh khoản hệ thống

Nguồn: FRED Data, Kafi Research tổng hợp



Lãi suất chính sách điều hành của FED

Nguồn: CMEGroup, Kafi Research tổng hợp



Biến động địa chính trị

Đánh giá rủi ro hiện hữu, nhưng kỳ vọng quy mô và ảnh hưởng của yếu tố bất định ở mức trung lập

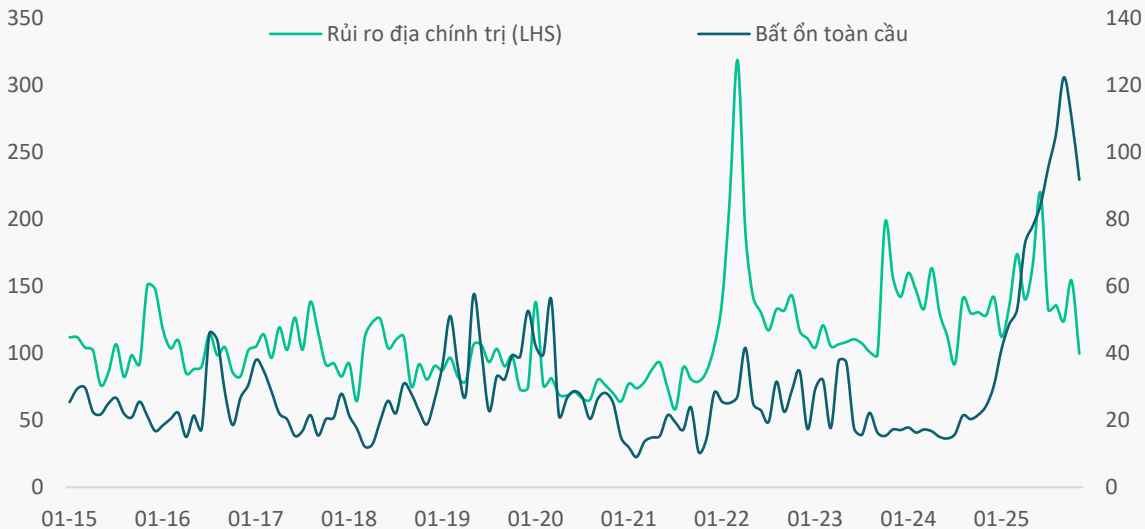
Xu hướng bất ổn chung đang có dấu hiệu hạ nhiệt vào cuối năm. Chỉ số Rủi ro địa chính trị (GPR) và Bất ổn toàn cầu (WUI) đã giảm lần lượt 120 điểm và 32 điểm so với đỉnh tại thời điểm thuế quan trong năm 2025.

- Các xung đột kéo dài ở Trung Đông, Nam Á, Đông Âu và căng thẳng thương mại đã đẩy các chỉ số bất ổn địa chính trị năm 2025 lập đỉnh cao trong thập kỷ qua. Các “mặt trận” lớn giữa Nga – Ukraine, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung trong xu hướng hạ nhiệt về áp lực từ giữa năm 2025, dự kiến tiếp diễn trong năm 2026.
- Về kinh tế, trạng thái Chính phủ đóng cửa từ 01/10/2025 (lâu nhất trong lịch sử) gây gián đoạn chính sách điều hành, dịch vụ công và ảnh hưởng đầu tư, tăng trưởng. Các ảnh hưởng trực tiếp như một vài định chế tài chính châu Âu đã hạ bậc tín nhiệm Chính phủ Mỹ, niềm tin với điều hành chính sách Mỹ bị lung lay, đẩy lợi suất trái phiếu Mỹ lên cao. Bên cạnh đó, trạng thái kinh tế phân mảnh bởi các nhóm địa kinh tế và chính sách bảo hộ nền sản xuất nội địa khiến cho áp lực bất định trên chính sách kinh tế toàn cầu duy trì trên mức 300 điểm, trên mức trung bình 10 năm.

Tổng quan, (1) các thỏa thuận hòa giải ở các mặt trận lớn đang dần có những chuyển biến tốt, tần suất các cuộc xung đột quy mô vừa-nhỏ (Mỹ la tinh, Châu Á - Thái Bình Dương,...) diễn ra nhiều hơn nhưng kỳ vọng mức độ ảnh hưởng không dẫn đến hệ quả quá tiêu cực gây gián đoạn vận hành kinh tế. Cùng với những diễn biến ổn định của lạm phát thời gian gần đây, chúng tôi kỳ vọng biến động về địa chính trị và cả chính sách kinh tế cũng sẽ trong tầm kiểm soát an toàn, có phần ôn hòa hơn so với năm 2025.

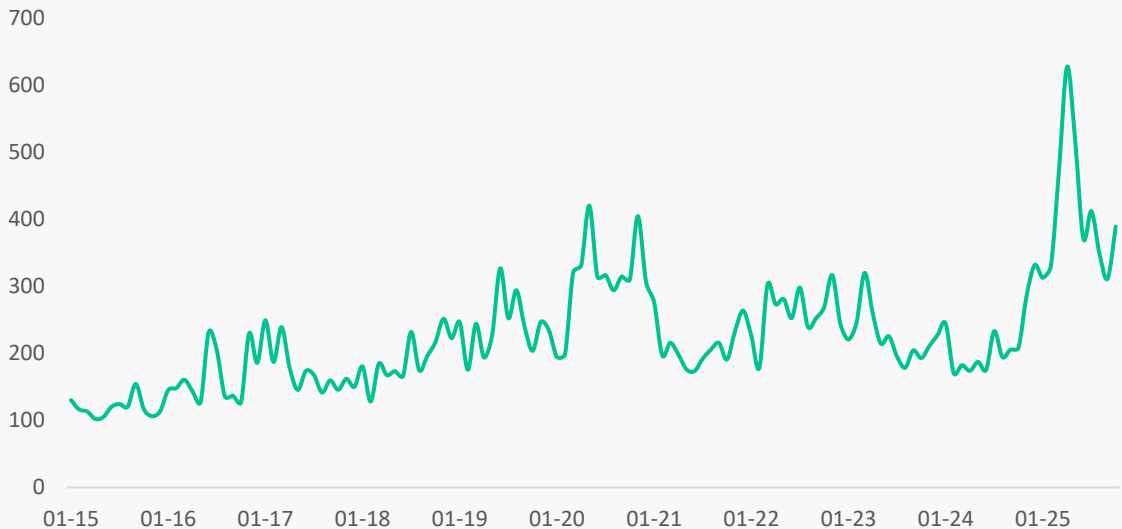
Rủi ro địa chính trị và Chỉ số bất ổn toàn cầu

| Nguồn: Caldara & Iacoviello; Ahir, Bloom & Furceri, Kafi Research



Bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu

| Nguồn: Baker, Bloom & David; Kafi Research



Cải cách thể chế/chính sách

Chuyển sang cải cách sâu, nâng chuẩn và giám sát hiệu quả thực thi

Chính sách tiêu biểu năm 2026:

- Thúc đẩy khối tư nhân tham gia đầu tư phát triển tại các dự án hạ tầng
- Nghị quyết 79/NQ-TW phát triển kinh tế nhà nước
- Làm rõ phân cấp phân quyền ở chính quyền 2 cấp, nâng cao hiệu quả vận hành
- Chính sách thuế hỗ trợ cho hộ kinh doanh, doanh nghiệp vừa và nhỏ

Mục tiêu, định hướng phát triển kinh tế - vĩ mô:

- Nghị quyết số 244/2025/QH15 – Kế hoạch phát triển kinh tế – xã hội 2026, nổi bật là mục tiêu tăng trưởng kinh tế phần đầu 10% trở lên cùng 15 chỉ tiêu tăng trưởng khác và nêu lên 11 giải pháp thực thi trọng tâm.
- Luật Kinh doanh Bất động sản & Luật Nhà ở sửa đổi (dự kiến áp dụng năm 2026) hướng đến minh bạch hóa thị trường bất động sản, tháo gỡ vướng mắc về pháp lý, đơn giản hóa thủ tục hành chính, tăng nguồn cung nhà ở, đặc biệt là nhà ở xã hội.
- Luật đầu tư sửa đổi (dự kiến áp dụng T3/2026) mở rộng các phương án đầu tư và lĩnh vực đầu tư cho doanh nghiệp đầu thầu, không giới hạn về vốn đầu tư tối thiểu, nâng mức vốn đầu tư của Nhà nước tại các dự án quy mô lớn. Các điều chỉnh hướng đến việc kích thích đầu tư ở khối tư nhân trong lĩnh vực phát triển hạ tầng, giảm rủi ro tài chính và nâng cao hiệu quả về tiến độ dự án.
- Nghị quyết 79/NQ-TW về phát triển kinh tế nhà nước, với các chủ trương lớn như bình đẳng về nguồn lực, pháp lý, tạo môi trường kinh doanh cạnh tranh minh bạch; cải cách trong điều hành, mở rộng hiệu quả hoạt động ở khối KTTN; hướng đến phát triển DNNN đủ quy mô, năng lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

Cải cách thể chế, và hành chính:

- Nghị quyết 66/NQ-CP về chương trình cắt giảm, đơn giản hóa thủ tục hành chính liên quan đến sản xuất – kinh doanh 2025–2026 (dự kiến áp dụng 01/07/2026). Nội dung chính: giảm 30% thủ tục hành chính, giảm 30% thời gian, chi phí tuân thủ.
- Luật tiếp cận thông tin sửa đổi (dự kiến trình 01/04/2026) mở rộng quyền tiếp cận thông tin công, loại bỏ thủ tục không cần thiết để lấy thông tin.
- Nghị định về phân cấp - ủy quyền tạm thời được vận hành tạm thời (đến hạn 01/03/2027) nhưng nhiều bộ luật về đất đai, đầu tư còn chồng chéo khiến cho quy trình thực tế trong năm 2025 còn chậm. Các Luật đất đai, Quy hoạch, Đầu tư,... vẫn đang được điều chỉnh làm rõ quyền hạn của chính quyền 2 cấp.

Hỗ trợ thuế, phí và tài chính:

- Luật thuế thu nhập cá nhân sửa đổi (dự kiến áp dụng 1/7/2026) với nội dung tăng mức giảm trừ cảnh tác động làm giảm tổng mức thuế TNCN đối với người lao động thu nhập thấp – trung cấp, mức thuế tăng ở nguồn thu nhập cao. Tổng quan, phần lớn người lao động tăng thu nhập, mở rộng sức cầu tiêu dùng.
- Nghị định 320/2025/NĐ-CP đưa ra mức thuế TNDN của từng đối tượng doanh nghiệp cụ thể, lần đầu luật hóa việc hỗ trợ thuế suất cho DN vừa và nhỏ SME (15-17%) không áp dụng với nhóm thuộc hệ sinh thái tập đoàn, hướng đến các lĩnh vực phát triển xanh, đổi mới sáng tạo.
- Gia hạn giảm 2% thuế giá trị gia tăng (VAT) và các chính sách hỗ trợ thuế, phí: Áp dụng trong năm 2025 và 2026 để kích thích tiêu dùng, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Nghị quyết 79-NQ/TW

Kinh tế nhà nước giữ vai trò trụ cột ổn định, tìm cơ hội vươn mình

Nghị quyết 79-NQ/TW về phát triển kinh tế nhà nước thể hiện bước điều chỉnh quan trọng trong định hướng chính sách, khi trọng tâm được chuyển từ vai trò chi phối về quy mô sang vai trò dẫn dắt về hiệu quả, chất lượng và ổn định vĩ mô. Trong đó, Kafi đánh giá một số điều tối quan trọng trong Nghị quyết có ảnh hưởng trực tiếp đến doanh nghiệp niêm yết:

- Thúc đẩy chiến lược phát triển kết cấu hạ tầng, khuyến khích mở rộng áp dụng Công - Tư: đầu tư công-quản trị tư & đầu tư tư- quản trị công; Bổ sung pháp lý để huy động nguồn lực ngoài nhà nước quản lý và khai thác hạ tầng công.
- Tập trung DNNN vào ngành chiến lược: Quốc phòng-an ninh, năng lượng, tài chính-ngân hàng, khoa học - công nghệ, điện tử - viễn thông, hạ tầng số, khai thác chế biến khoáng sản, hóa chất, xây dựng, hạ tầng-logistic,...
- DNNN có thể tăng vốn chủ động hơn: cho phép sử dụng toàn bộ nguồn thu từ cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước, tăng lợi nhuận giữ lại, đánh giá lại tài sản... để tăng vốn. Khuyến khích hợp nhất, sáp nhập, chuyển giao các doanh nghiệp nhằm phát huy lợi thế tổng thể của ngành kinh tế.

Trên nền tảng đó, việc đẩy nhanh quy trình thoái vốn nhà nước được xem là cơ chế “giải phóng nguồn lực”, hỗ trợ nguồn vốn cho các dự án đầu tư quy mô lớn – dài hạn, phát triển doanh nghiệp chiến lược thành tập đoàn nhà nước cấp quốc gia. Theo Quyết định 360/2022/QĐ-TTg, Chính phủ đạt mục tiêu tối thiểu 248 nghìn tỷ đồng từ hoạt động tái cơ cấu DNNN; các doanh nghiệp tiêu biểu như Bảo hiểm PVI (PVI), Ngân hàng Hàng hải Việt Nam (MSB), Cảng Sài Gòn (SGP), CTCP FPT, Nhiệt điện Hải Phòng, Nhiệt điện Phả Lại,... đã đăng ký hồ sơ thoái vốn.

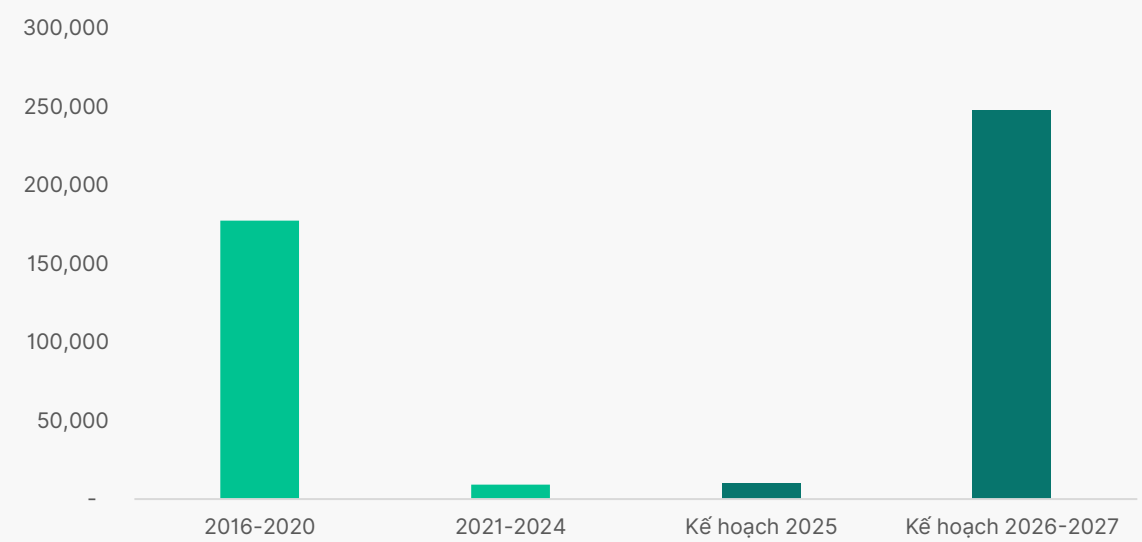
Điểm nhấn chính trong Nghị quyết 79-NQ/TW

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Nội dung/mục tiêu Nghị quyết	Đánh giá	DN hưởng lợi
Mở rộng phương án thực thi, vận hành, phát triển kết cấu hạ tầng	Tạo động lực cho DNTN tham gia dự án hạ tầng, giảm áp lực cân đối NSNN, tăng hiệu quả vận hành	VIC, CII, HHV, Masterise, Sovico,...
Đẩy mạnh đa ngành chiến lược	DNNN đóng vai trò dẫn dắt, thúc đẩy hiệu quả toàn ngành	PVN, EVN, FOX, ACV, HVN, KSV, GAS, VGI, SOBs, BVH,...
Mục tiêu có 3 tổ chức tín dụng nhà nước thuộc nhóm 100 Ngân hàng lớn khu vực châu Á	Nhóm Ngân hàng nhà nước dự kiến có cơ chế tăng vốn	VCB, BID, CTG, Agribank
Quản trị vận hành DNNN: xác định rõ quyền hạn và trách nhiệm của BLĐ. Cải cách tiền lương, thưởng theo hiệu quả, ESOP	Cơ chế thưởng trên hiệu quả, ESOP cho nhân viên... DNNN có xu hướng tăng trưởng lợi nhuận cao hơn	
Tái cơ cấu SCIC theo mô hình quỹ đầu tư quốc gia, không chỉ là đơn vị nắm giữ tài sản, cổ phần doanh nghiệp	Định hướng SCIC tập trung đầu tư vào lĩnh vực công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số, có tính chất quan trọng với nền kinh tế	

Dữ liệu DNNN thoái vốn kể từ năm 2016 đến nay

| Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: Bộ Tài Chính, Kafi Research



Thúc đẩy đầu tư

Đầu tư công – tư tiếp tục là động lực dẫn dắt tăng trưởng

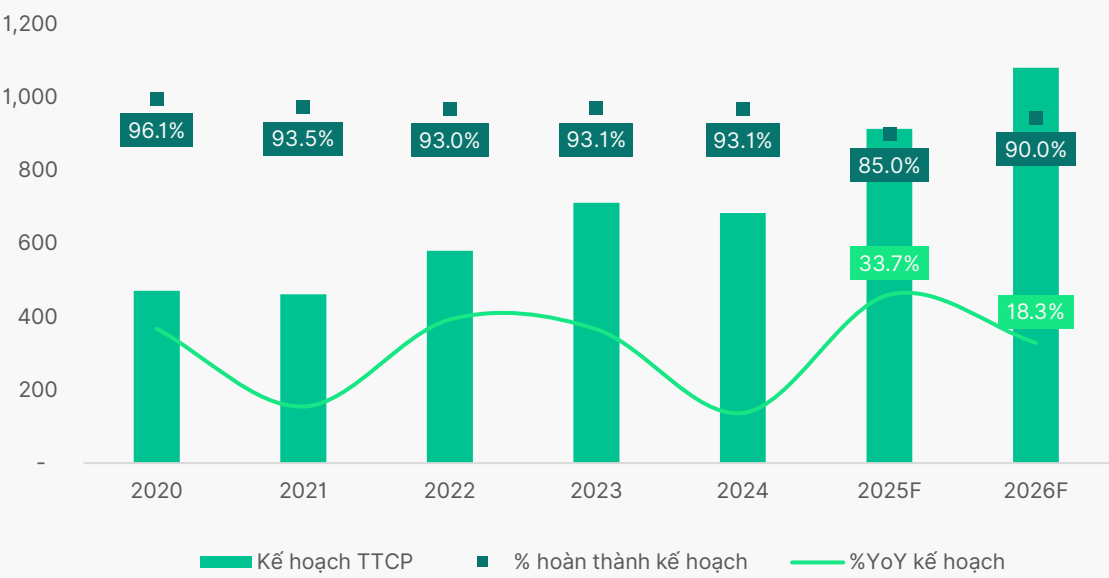
Mục tiêu tăng trưởng kinh tế phần đầu 10% với động lực chủ chốt từ phía chi tiêu công từ Chính phủ. Việc đẩy mạnh và nâng cao hiệu quả giải ngân đầu tư công không chỉ hướng đến mục tiêu phát triển hạ tầng mà còn được kỳ vọng phát huy vai trò dẫn dắt kích hoạt xu hướng đầu tư từ phía tư nhân.

- Theo kế hoạch ngân sách nhà nước (dự toán), tổng chi ngân sách năm 2026 lên tới 3.16 triệu tỷ đồng (+22.6% YoY), trong đó đầu tư phát triển dự kiến đạt khoảng 1.12 triệu tỷ (+41.7% YoY). Bội chi ngân sách năm 2026 dự kiến ở mức 605.8 nghìn tỷ (tương đương tỷ lệ 4.2%/GDP) phản ánh mức độ tài khóa mở rộng tích cực.

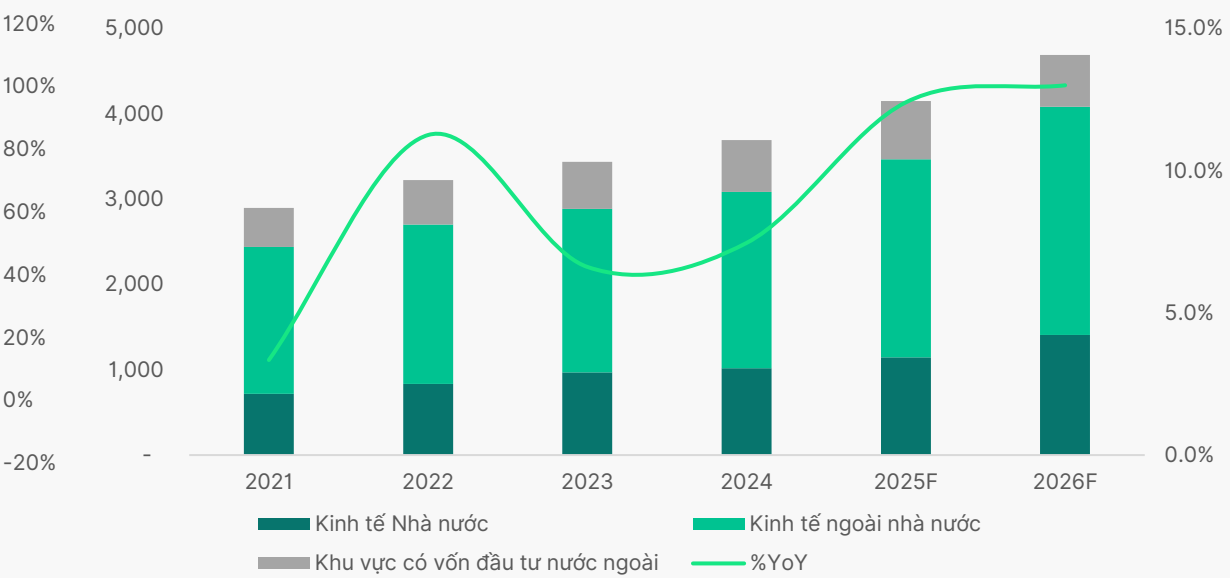
Điểm sáng nhất trong quy trình phát triển hạ tầng trong các năm tới đến từ vai trò khối doanh nghiệp tư nhân trong các dự án hạ tầng quy mô lớn được hỗ trợ qua Luật đầu tư (sửa đổi 2025), điển hình như việc mở rộng tỷ lệ vốn nhà nước, loại bỏ giới hạn vốn đầu tư tối thiểu, mở rộng các phương án – lĩnh vực hợp tác và quy trình đấu thầu công khai minh bạch. Điều này hướng đến tạo động lực cho khối doanh nghiệp tư nhân tham gia các dự án đầu tư hạ tầng nói chung khi “rào cản” về pháp lý – tài chính được thu hẹp.

- Các dự án hạ tầng dần có sự góp mặt của các tập đoàn tư nhân lớn: tuyến đường sắt đô thị Bến Thành – Cần Giờ (Vingroup), sân bay quốc tế Gia Bình (Masterise), sân bay quốc tế Phú Quốc (Sun Group),... Kafi đánh giá tổng vốn đầu tư xã hội của khối tư nhân lên kinh tế đạt tăng trưởng 15-20% trong năm 2026.

Kế hoạch giải ngân đầu tư công qua các năm
| Đơn vị: Nghìn tỷ - Nguồn: Bộ Tài Chính, Kafi Research



Giá trị đầu tư xã hội theo loại hình kinh tế
| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng - Nguồn: GSO, Kafi Research



Nâng hạng TTCK

Hưởng lợi tích cực

Việt Nam đã nhận tin vui khi chính thức được ghi vào danh sách nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp, một quá trình mà thị trường đã theo đuổi 10 năm qua. Tiếp tục hướng đến tiêu chuẩn thị trường quốc tế cao hơn (MSCI) năm 2030.

- Bước đầu quan trọng là việc mở cửa cho đơn vị môi giới quốc tế tạo cơ chế giao dịch thuận lợi hơn, là tiền đề cho việc giao dịch rổ cổ phiếu, sao chép chỉ số của các quỹ đầu tư thụ động. Đây cũng là điểm mà FTSE đánh giá cần cải thiện trong báo cáo đánh giá T10, để đảm bảo cơ chế giao dịch thông suốt, giảm thiểu rủi ro đối tác (counterparty-risk).
- Thông tư 121/2025/TT-BTC (sửa đổi ngày 18/12) hướng đến đơn giản hóa thủ tục, cho phép NĐTNN chỉ cần mở tài khoản lưu ký tại VSD sau đó chuyển giao dịch trực tiếp qua công ty chứng khoán nước ngoài liên kết. Điều chuyển này dường như đã gỡ rối nút thắt cuối cùng mà bên FTSE đã đề cập, từ đó Kafi đánh giá tích cực về việc được đánh giá thông qua trong kỳ đánh giá bổ sung vào T3/2026, và đứng tiến độ nâng hạng vào kỳ đánh giá T10/2026.

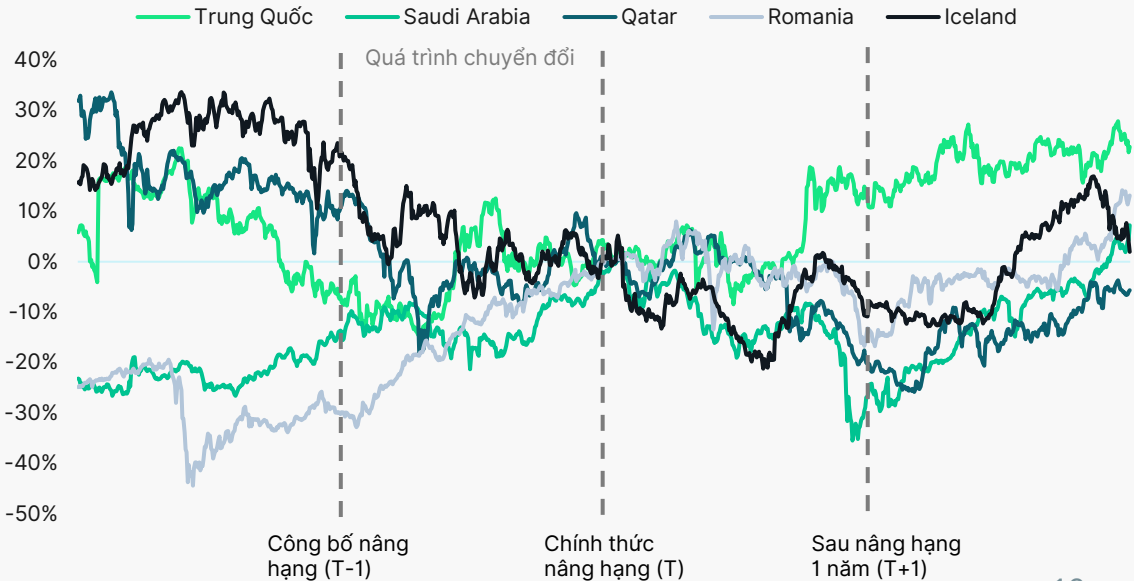
Tùy vào bối cảnh kinh tế - vĩ mô, quy trình và tiến độ nâng hạng của mỗi thị trường là khác nhau, tương tự với diễn biến của chỉ số chứng khoán trong chuỗi sự kiện nâng hạng.

- Trong quá trình chuyển đổi (thời gian chuẩn bị sau khi công bố chính thức, T-1 -> T), TTCK thế giới thường có diễn biến tăng/trung lập, chỉ ngoại trừ trong các bối cảnh chính sách tiền tệ thắt chặt như Qatar, Iceland. Do đó, Kafi kỳ vọng xu hướng dòng vốn đầu tư qua kênh đầu tư chứng khoán duy trì mở rộng trong quá trình chuyển đổi trong năm 2026, đặc biệt sự quay trở lại của dòng vốn đầu tư nước ngoài.

Định giá P/E của các thị trường khi được nâng hạng
|Nguồn: Kafi Research

Quốc gia	Tình trạng nền kinh tế	Công bố nâng hạng (T-1)	Chính thức nâng hạng (T)	Sau nâng hạng 1 năm (T+1)
Trung Quốc	Chiến tranh thương mại	16x	20x	12x
Iceland	Lạm phát cao	18x	15x	12x
Qatar	Ổn định	15x	17x	13x
Romania	Ổn định	8.5x	6.5x	12x
Saudi Arabia	Ổn định	16x	17x	20-25x

Diễn biến TTCK thế giới tại thời điểm nâng hạng
| Nguồn: LSEG, Investing, Kafi Research



Thị trường vốn phát triển

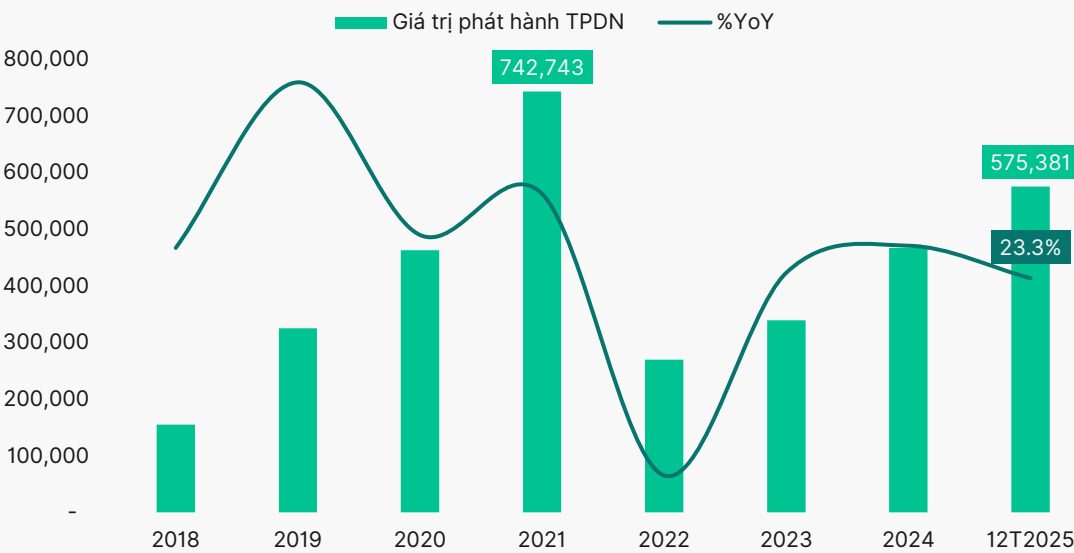
Kênh dẫn vốn từ thị trường chứng khoán và trái phiếu doanh nghiệp đóng vai trò lớn dần

Dòng chảy tín dụng trong năm 2025 ghi nhận tăng trưởng tích cực, Kafi dự phóng tăng trưởng đạt 18-19% so với đầu năm. Việc duy trì tăng trưởng tín dụng cao hơn GDP trong giai đoạn 2025-2026 là cần thiết để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng, song cũng làm gia tăng áp lực trung hạn lên ổn định kinh tế - vĩ mô trong dài hạn khi quy mô tín dụng đã “phình to” so với quy mô tăng trưởng của GDP.

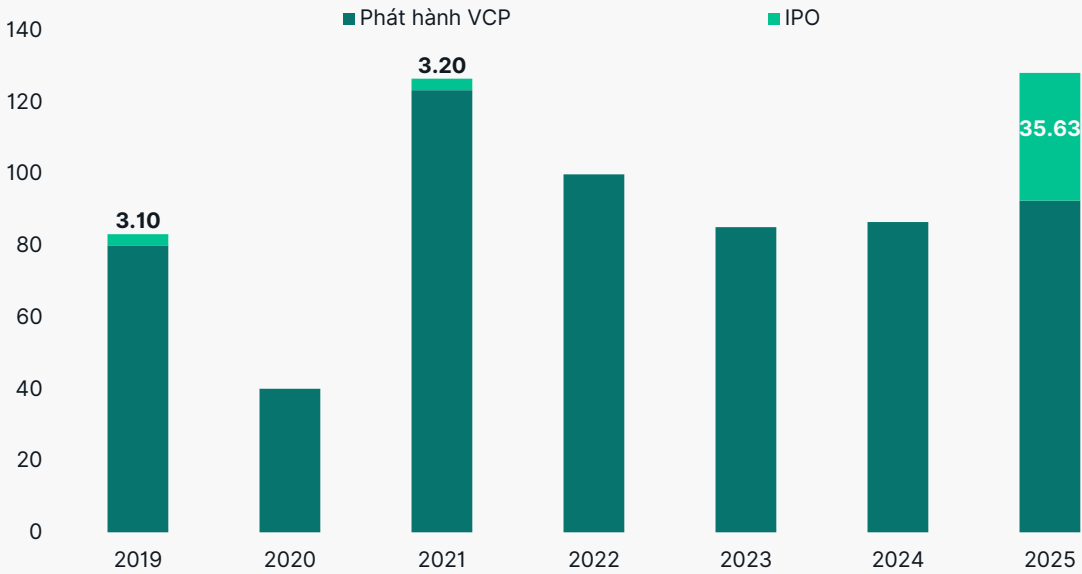
- Tính đến T12/2025, tỷ lệ dư nợ tín dụng trên GDP dự phóng đã đạt 148%, thuộc nhóm cao trong khu vực ASEAN, đây cũng là ngưỡng mà phía NHNN đã đưa ra những cảnh báo sơ bộ gần đây. Với dự phóng TTTD toàn nền kinh tế năm 2026F đạt khoảng 17-18% YTD (mục tiêu tăng trưởng của Chính phủ 15%YTD), dòng vốn tín dụng sẽ luôn chạm ngưỡng cảnh báo trong việc kiểm soát ổn định vĩ mô.
- Nhìn qua về trái phiếu doanh nghiệp, giá trị TPDN phát hành năm 2025 tăng trưởng 23.3% YoY, cơ cấu nhóm tổ chức phát hành, tập trung tại nhóm có nền tảng tài chính tốt, nhu cầu tài trợ dự án thực. Sau giai đoạn hoàn thiện pháp lý, kỳ vọng TPDN tiếp tục tăng trưởng, chia sẻ gánh nặng vốn với hệ thống ngân hàng trong trung - dài hạn.

Tổng quát, Kafi đánh giá kênh huy động vốn được mở rộng đa dạng hơn trong năm 2026, đại diện là thị trường vốn cổ phần và thị trường vốn nợ. Xu hướng này đồng thời đúng với định hướng phát triển thị trường chứng khoán trong dài hạn, mục tiêu vốn hóa TTCK đạt 120% quy mô GDP tại năm 2030. Một số thương vụ IPO đang trong kế hoạch niêm yết trong năm 2026: Điện máy xanh, Hạ tầng Gelex, Nông nghiệp Hòa Phát,...

Thị trường sơ cấp Trái phiếu doanh nghiệp
| Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: VBMA, Kafi Research



Huy động vốn trên TTCK
| Đơn vị: Nghìn tỷ VNĐ - Nguồn: Kafi Research



Tăng trưởng EPS

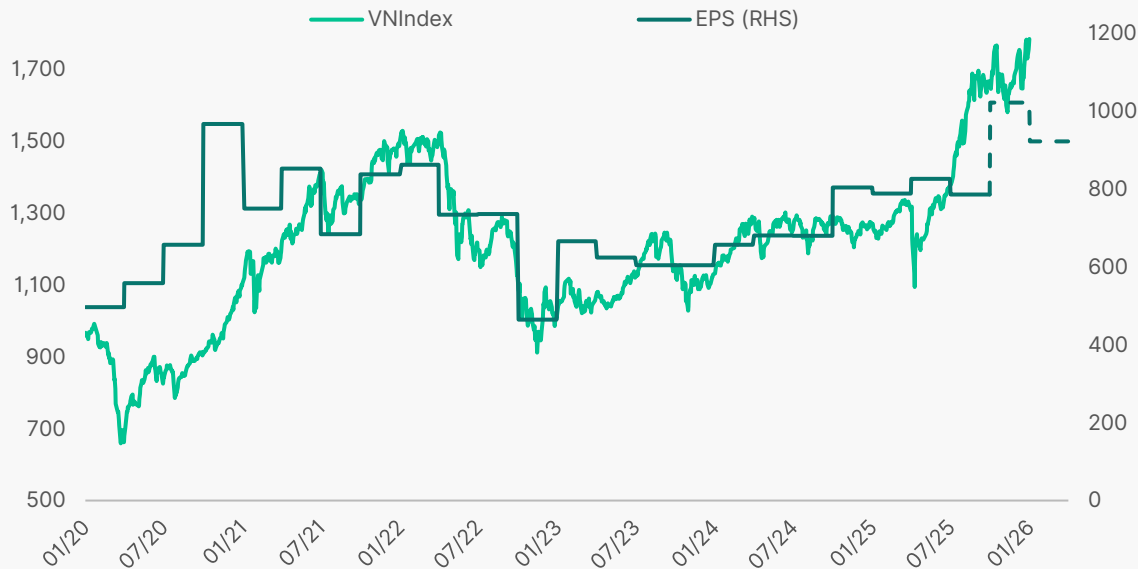
Dự phóng tăng trưởng toàn thị trường năm 2026 đạt 17.28% YoY

Năm 2025 ghi nhận sự phục hồi rõ nét của lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết, với tăng trưởng EPS toàn thị trường ước đạt khoảng 20.11%, vượt qua “vùng đáy” của chu kỳ lợi nhuận sau chu kỳ thắt chặt của năm 2023-2024. Đặc biệt, dựa trên hiệu ứng tăng trưởng trên mức nền thấp của năm trước, bức tranh tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 chứng kiến đà tăng trên diện rộng, đa phần các ngành đều tăng trưởng nhưng tăng trưởng từ hoạt động cốt lõi tập trung ở nhóm ngành ngân hàng, chứng khoán và xây dựng.

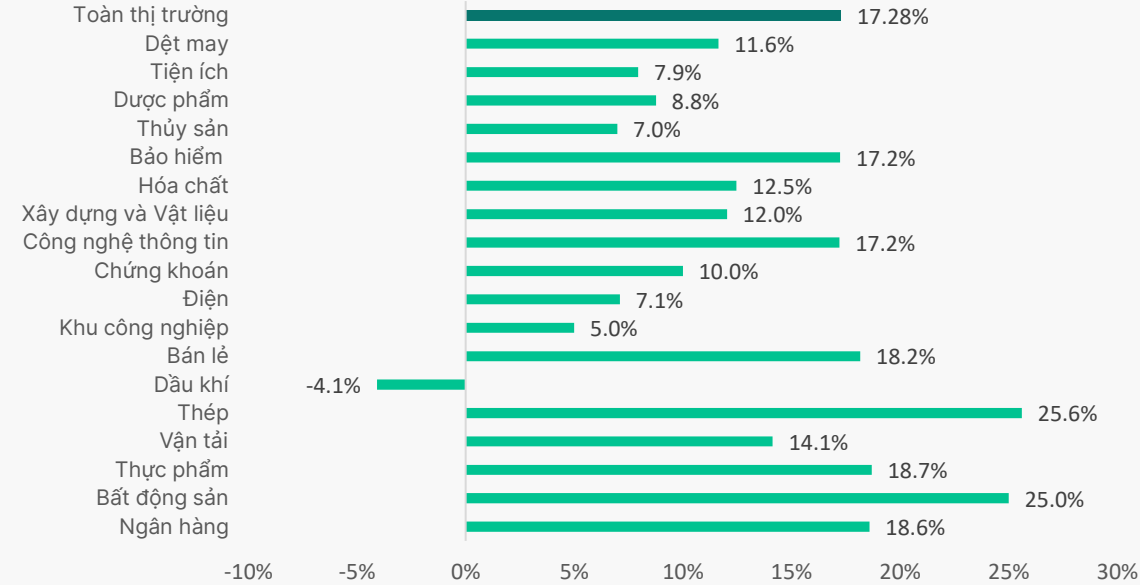
Năm 2026, Kafi đánh giá tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường duy trì đạt 17.3% svck, đây là nền tảng cơ bản giúp thị trường chứng khoán duy trì đà tăng trưởng 2 chữ số. Các nhóm ngành đã tăng trưởng lớn trong năm 2025 dự kiến chịu áp lực tăng trưởng chậm dần từ H2/2026. Trong đó, ngành Ngân hàng, Chứng khoán, Vận tải chịu áp lực trong việc duy trì đà tăng trưởng cao trong năm tới.

Ngược lại, một số nhóm ngành có mức độ tăng trưởng thấp/trung bình trong năm 2025 là “bộ đệm” kỹ thuật để có sự tăng trưởng bút phá trong năm tới như ngành Bất động sản, Thép, Bán lẻ, Bảo hiểm,...

Diễn biến thị trường và tăng trưởng EPS
| Đơn vị: %YoY - Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Tăng trưởng EPS từng nhóm ngành năm 2026 dự phóng
| Đơn vị: %YoY- Nguồn: Kafi Research tổng hợp



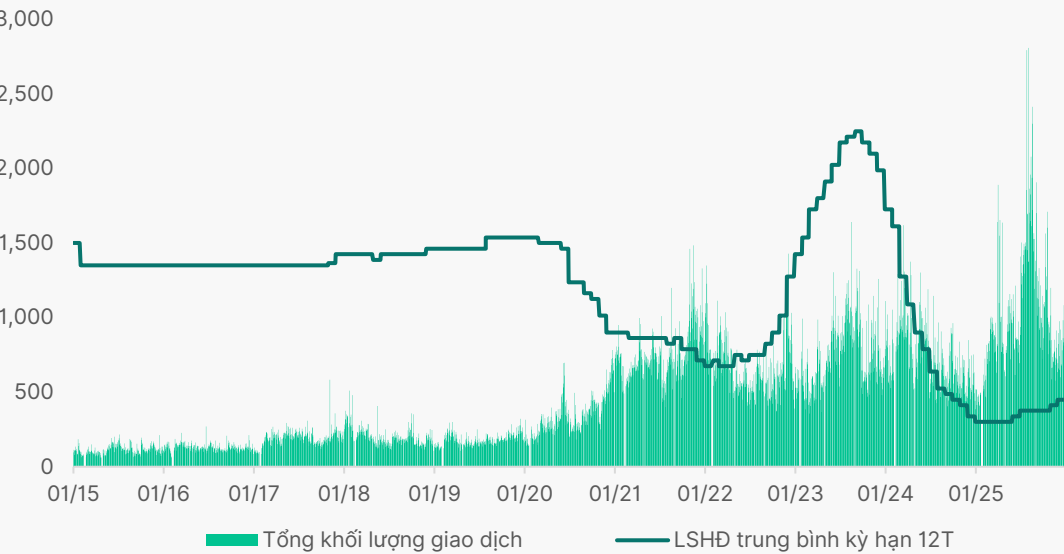
Thanh khoản thị trường

Thanh khoản giao dịch năm 2026 duy trì ở mức cao

Năm 2025 chứng kiến yếu tố thanh khoản giao dịch ghi nhận kỷ lục mới với thanh khoản giao dịch đạt đỉnh tại 83,000 tỷ đồng/phần, GTGD bình quân theo phần năm 2025 đạt 26,181 tỷ đồng (+42.1% YoY). Xu hướng dòng tiền đầu tư cải thiện phản ánh quá trình phục hồi đồng bộ của bối cảnh vĩ mô thuận lợi (lãi suất thấp, lạm phát được kiểm soát) và nền tảng doanh nghiệp (tăng trưởng EPS 2025F đạt 20.11% YoY).

- Sự phân hóa ở cơ cấu dòng tiền đặc biệt lớn trong năm 2025, dòng vốn trong nước đã đóng vai trò nâng đỡ then chốt giúp ổn định thanh khoản dưới áp lực bán ròng kỷ lục từ khối ngoại. Tuy vậy, chúng tôi nhận định rằng NĐT ngoại sẽ không còn giữ trạng thái “ghẻ lạnh” cực đoan và thậm chí đầu tư ròng trở lại đóng góp vào sự gia tăng thanh khoản trong năm sau bởi (1) chênh lệch lãi suất giữa các khu vực thu hẹp với Việt Nam, (2) nâng hạng thị trường theo chuẩn FTSE, (3) diễn biến tỷ giá ổn định trong năm 2026.
- Thời điểm cuối năm nay, áp lực cân đối thanh khoản hệ thống kéo theo diễn biến lãi suất nhích tăng. Kafi nhìn nhận đây chỉ là vấn đề thời gian mà hệ thống và nền kinh tế cần “làm quen” với mức nền lãi suất tăng nhẹ này nhưng nhấn mạnh đây vẫn là mức lãi suất “rẻ” trong lịch sử. Từ đó, chúng tôi đánh giá thanh khoản giao dịch duy trì ở mức cao.
- Cuối cùng, sự kiện đại hội Đảng năm 2026, sự kiện tối quan trọng đối với điều hành đất nước, kinh tế tại Việt Nam. Thông thường sau khi đã nhất quán về chủ trương của Đảng với bối cảnh vĩ mô thuận lợi, nền kinh tế và TTCK có diễn biến tích cực ở cả xu hướng và thanh khoản.

Thanh khoản giao dịch tương quan với Lãi suất huy động | Đơn vị: Triệu cổ phiếu - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Sự kiện đại hội Đảng | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research

Năm	%Thay đổi	Tăng trưởng thanh khoản	Lãi suất huy động kỳ hạn 12T	Note
2021	35.73%	131.33%	5.4% - 6.5%	Phục hồi hậu Covid, chính sách tiền tệ mở rộng, lượng mua ròng từ nđt cá nhân tăng ~944% bù đắp lượng bán ròng từ KN
2016	14.82%	11.76%	6.4% - 7.2%	Chính sách tiền tệ mở rộng, cải cách thị trường chứng khoán, thúc đẩy cổ phần hóa
2011	-27.47%	-38.14%	14%	Lạm phát kỷ lục (~18%), chính sách tiền tệ thắt chặt, kiểm soát bong bóng BĐS
2006	144.48%	1799.87%	8.4% - 9%	Gia nhập WTO, dòng vốn ngoại đổ vào nhờ mở cửa kinh tế, chính sách tiền tệ nới lỏng

Bối cảnh vĩ mô

Vĩ mô thế giới
Vĩ mô Việt Nam



Chu kỳ kinh tế

Năm 2025 là năm chuyển giao chính sách
Năm 2026 chậm, nhưng ổn định

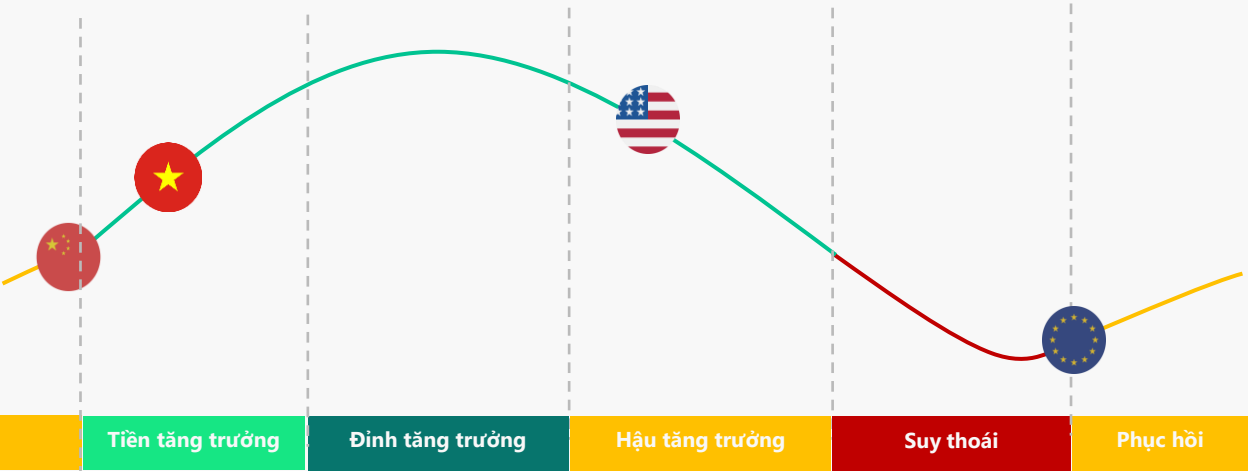
Trong năm 2025, tăng trưởng kinh tế toàn cầu ghi nhận dưới mức tăng trưởng trung bình dài hạn, nhưng lại tránh được kịch bản suy thoái sau nhích đỉnh của chu kỳ thắt chặt. Đặc biệt là trạng thái “hạ cánh mềm” của nền kinh tế Mỹ và phục hồi tích cực hơn trong H2/2025 tạo ra một bối cảnh sức cầu ổn định chung từ phía thế giới.

Các thành phần kinh tế ghi nhận sự chênh lệch tăng trưởng bởi yếu tố chu kỳ:

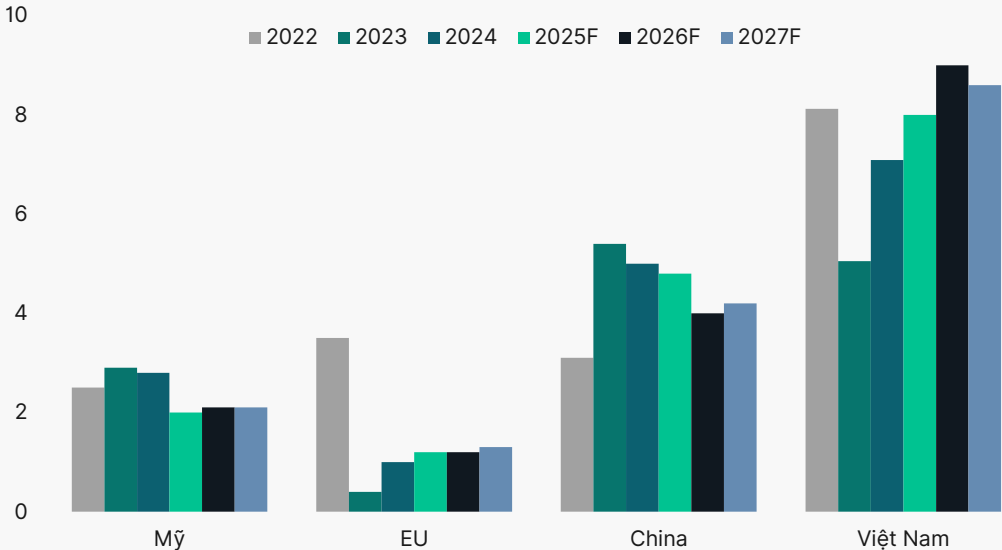
- Thành phần suy yếu: (1)ngành Bất động sản có cấu trúc đòn bẩy cao bị ảnh hưởng bởi chu kỳ thắt chặt kéo dài vừa qua, (2)ngành thương mại quốc tế ghi nhận tăng trưởng thu hẹp tác động bởi xu hướng bảo hộ sản xuất nội địa và chính sách thuế quan và phân chia nhóm đối tác chiến lược theo các nhóm kinh tế.
- Thành phần tăng trưởng: (1)tăng trưởng chọn lọc riêng lẻ từ nhóm ngành AI, bán dẫn theo yếu tố xu hướng phát triển công nghệ, (2)ngành năng lượng – hạ tầng, công nghiệp quốc phòng tăng trưởng nhờ chính sách công ở nhóm kinh tế phát triển, (3)cấu phần tiêu dùng – sản xuất – đầu tư tư nhân tổng quan ở xu hướng trung lập, tăng trưởng chậm.

Bước sang năm 2026, cấu trúc tăng trưởng chậm dự kiến không có sự thay đổi và vị thế đứng yên trên mô hình về chu kỳ kinh tế trong năm sau, nhưng yếu tố được cải thiện đến từ việc các quốc gia đang dần tái thiết cấu trúc tăng trưởng mới, ổn định hơn về tình hình địa chính trị và đặc biệt giải phóng dần tình hình chi phí nợ vay cao trong 2 năm vừa qua. Tổng quan, tạo nên bức tranh tăng trưởng chậm, nhưng ổn định.

Chu kỳ kinh tế các nền kinh tế lớn trong năm 2026
| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Tăng trưởng GDP các nền kinh tế lớn
| Đơn vị: %YoY - Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Điều kiện chính sách

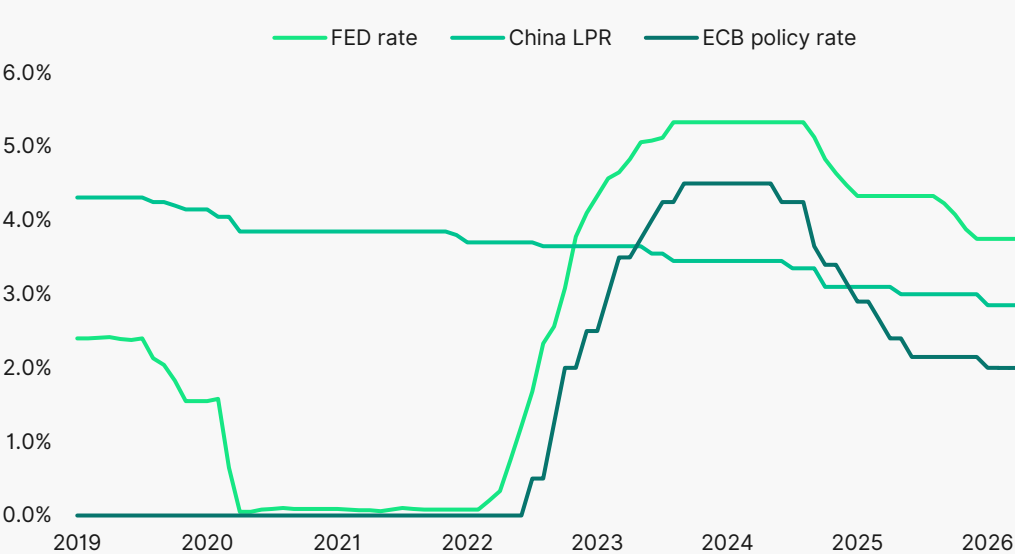
Chính sách tiền tệ nới lỏng một cách cân đối, ràng buộc bởi mục tiêu kiểm soát lạm phát

Bước sang năm 2026, chính sách tiền tệ của các NHTW lớn vẫn tiếp nối điều hướng nới lỏng hậu chu kỳ thắt chặt, nhưng với mức độ - định hướng điều hành khác nhau. Sự phân hóa này khiến môi trường tiền tệ toàn cầu năm 2026 thiếu tính đồng pha, qua đó làm suy giảm khả năng hình thành các chu kỳ bùng nổ dòng vốn và tăng trưởng kinh tế.

- Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) tiếp tục duy trì cách tiếp cận thận trọng, ưu tiên củng cố độ tin cậy trong kiểm soát lạm phát; Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) có xu hướng chủ động hơn trong việc giảm mức độ thắt chặt nhằm hỗ trợ phục hồi tăng trưởng; trong khi Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBOC) theo đuổi chiến lược nới lỏng có chọn lọc, tập trung ổn định hệ thống tài chính và hạn chế rủi ro giảm phát.
- Bối cảnh chung của tình hình lạm phát toàn cầu năm 2026 là việc các nhà điều hành đang dần chấp nhận “sống chung” với lạm phát, khó điều chỉnh lạm phát về mức thấp trong ngắn hạn. Điều này trở thành một ràng buộc cấu trúc đối với chính sách tiền tệ và tăng trưởng kinh tế, đối với các quốc gia phương tây như Châu Âu và Mỹ. Dù đã hạ nhiệt đáng kể so với giai đoạn đỉnh, lạm phát vẫn neo ở mức cao hơn lịch sử và phân hóa mạnh giữa các khu vực.

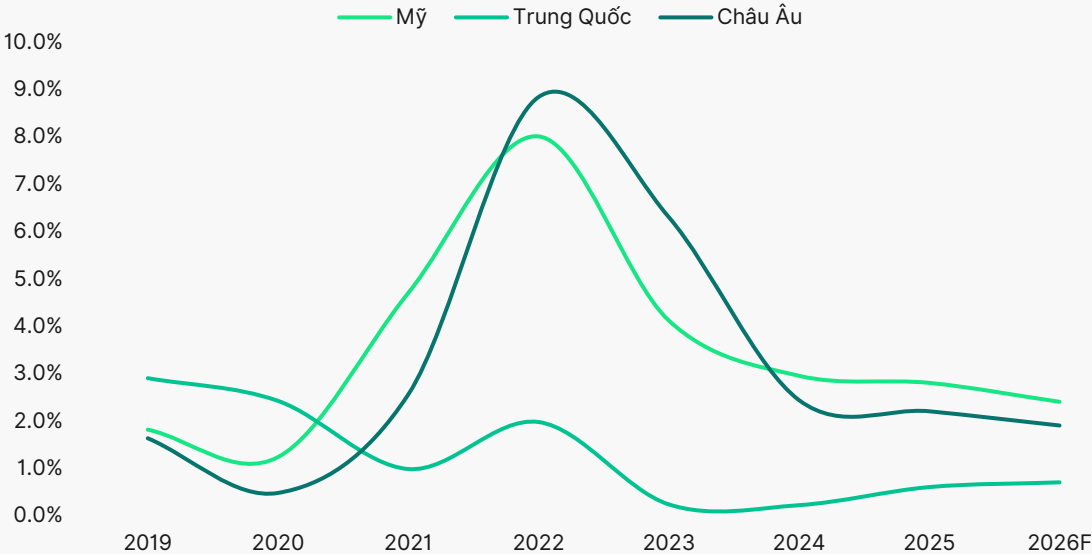
Diễn biến lãi suất điều hành

| Đơn vị: %/năm - Nguồn: Trading Economic, Kafi Research tổng hợp



Diễn biến lạm phát

| Đơn vị: %YoY - Nguồn: Trading Economic, Kafi Research tổng hợp



Môi trường đầu tư

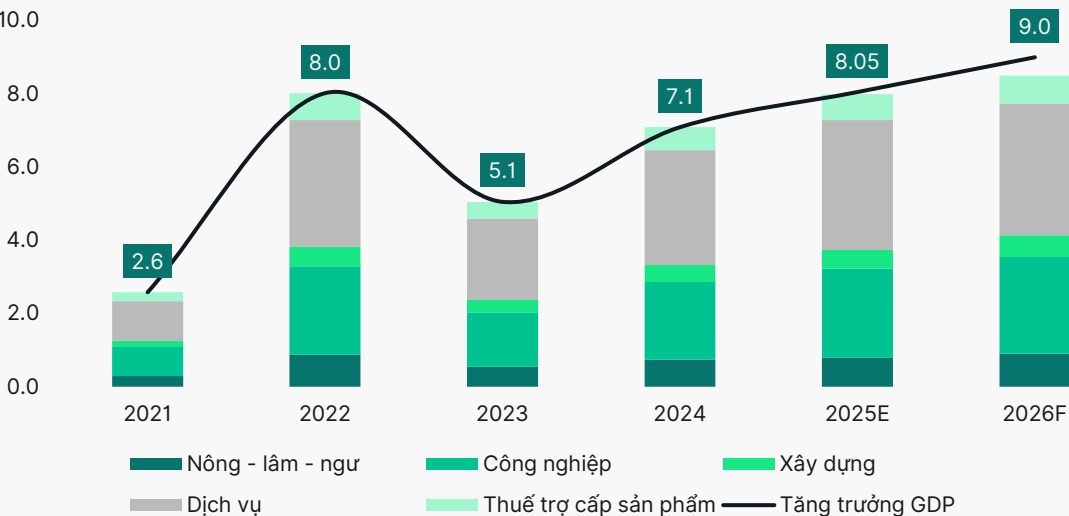
Hướng đến mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững, không tăng trưởng bằng mọi giá

Kết năm 2025, tăng trưởng GDP đạt 8.05% YoY, tạo nền tảng cho kế hoạch tăng trưởng 2 chữ số trong giai đoạn 2026-2030, đặc biệt khi hiệu quả của cải cách thể chế đi vào thực tế.

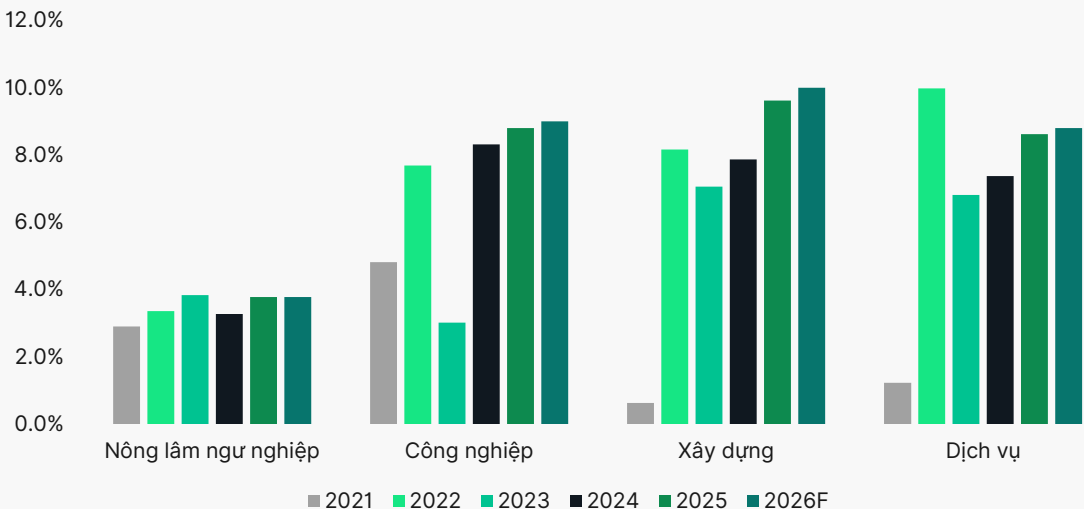
- Đóng góp tăng trưởng chính đến từ lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ, lần lượt đạt tăng trưởng 8.95% và 8.62% YoY, với điểm tựa là xu hướng ổn định của khu vực sản xuất FDI và kim ngạch xuất nhập khẩu. Ngoài ra, mục tiêu mở rộng năng suất tổng thể, trong đó, cấu phần năng suất lao động đã cải thiện rõ rệt đạt 6.8% YoY so với 5.8% năm ngoái.
- Ngược lại, ảnh hưởng từ điều kiện thời tiết phức tạp trong năm 2025, các cấu phần (1) mảng nông – lâm – ngư nghiệp tăng trưởng chậm do không có biện pháp ứng phó kịp thời; (2) tương tự tâm lý tiêu dùng chậm lại trong quý cuối năm, dữ liệu tiêu dùng cuối cùng tăng 7.95% YoY (so với năm 2024 tăng 6.5%) và tăng trưởng bán lẻ đạt 9.2% YoY (so với năm 2024 tăng 9%), nhưng đều không đạt so với kế hoạch đầu năm; (3)giải ngân đầu tư công đặc biệt chậm trong khoảng thời gian này, kỳ vọng tiến độ giải ngân bổ sung trong thời điểm cuối năm.

Bước sang năm 2026, Kafi nhận định động lực tăng trưởng từ nội lực (tài khóa) duy trì, đặc biệt là hiệu quả từ cải cách thể chế, chính sách đi vào thực tế là biến số mà chúng tôi đánh giá cao. Điểm trừ, dư địa hỗ trợ trên chính sách tiền tệ đã chạm giới hạn, điều tiết cung tiền ra nền kinh tế trên quan điểm quản trị cao hơn trong năm sau; từ đó, động lực thúc đẩy phát triển – đầu tư sẽ phân hóa cao theo ngành, chủ yếu đến từ hiệu quả cải cách chính sách. **Kafi nhận định mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2026 ổn định, đạt 8.5-9% YoY; mục tiêu phấn đấu 10% là tương đối thách thức.**

Tăng trưởng GDP và đóng góp của tăng trưởng GDP
| Đơn vị % - Nguồn: GSO, Kafi Research



Tăng trưởng theo từng cấu phần GDP
Nguồn: GSO, Kafi Research



Môi trường đầu tư

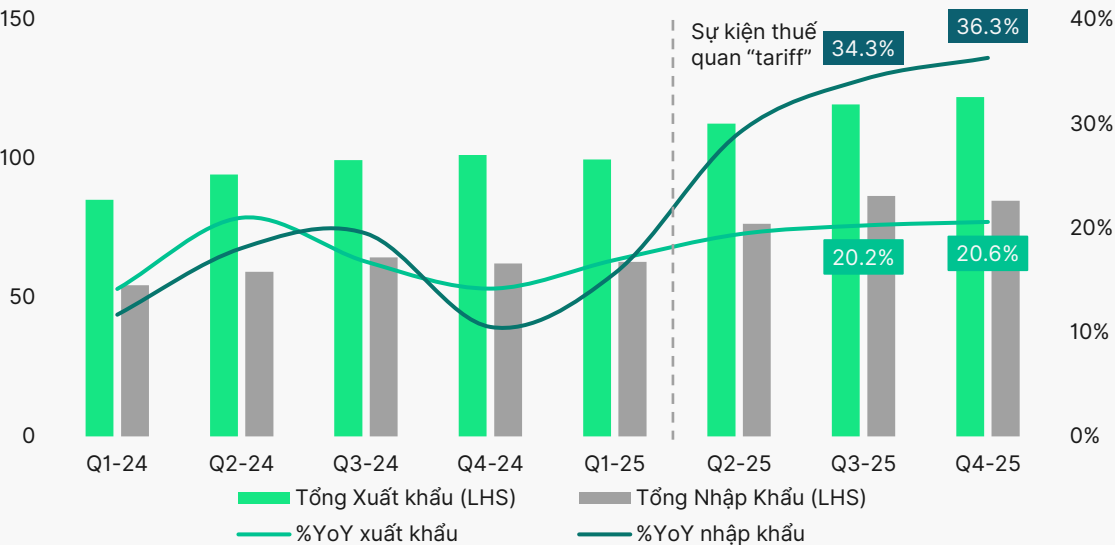
Khu vực xuất khẩu là cấu phần tăng trưởng lớn nhất

Kết năm, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 930.1 tỷ USD (+18.2 %YoY), trong đó, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt đạt 475 tỷ USD (+17% YoY) và 455 tỷ USD (+19.4 %YoY). Việt Nam tận dụng hiệu quả 17 hiệp định FTA đã ký kết, và tiếp tục hướng tới đa dạng hóa thị trường xuất khẩu mới như Trung Đông, Châu Phi, phần nào “pha loãng” rủi ro hệ thống cục bộ tại các nền kinh tế phát triển.

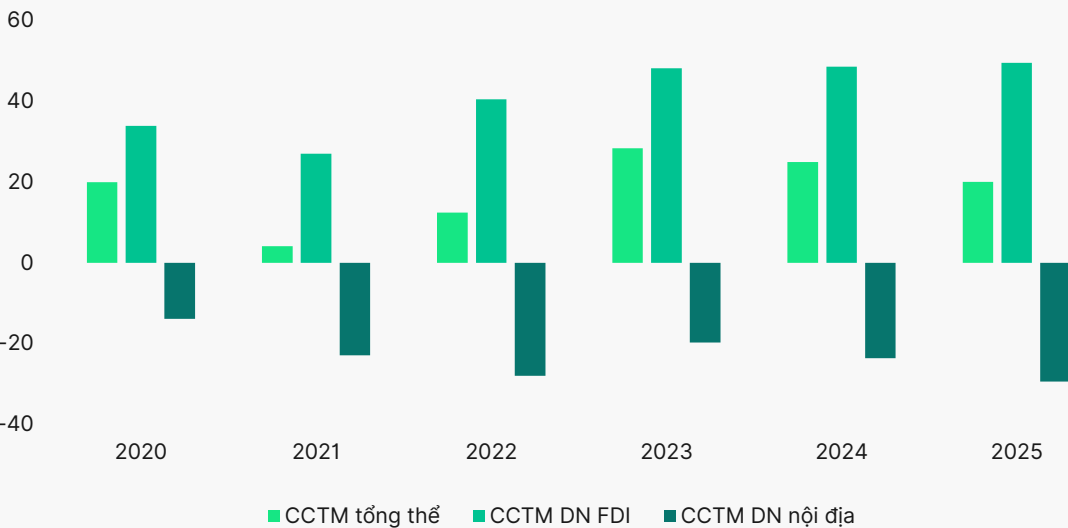
- Trong năm nay, chính sách thuế quan của tổng thống Trump (chính sách bảo hộ sản xuất, thương mại nội địa có phần cực đoan) đã đẩy rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng hàng hóa toàn cầu. Các doanh nghiệp quốc tế bổ sung tồn kho phòng thủ rủi ro thuế quan (hiệu ứng “front-loading”) trong Q2-Q3; sau giai đoạn này, xu hướng xuất khẩu của Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng đến cuối năm, bất chấp rủi ro về thuế trung gian 40%. Điều này cho vị thế của Việt Nam trong chuỗi cung ứng hàng hóa toàn cầu là không thể thay thế, đã tăng trưởng bền vững với việc liên kết có chiều sâu trong quan hệ đối tác thương mại.
- Điểm trừ, cán cân thương mại bị thâm hụt lớn ở nhóm doanh nghiệp sản xuất nội địa, ghi nhận nhập siêu 29.4 tỷ đồng (+24.6% YoY), xu hướng này tiếp tục gây áp lực đến cán cân thanh toán tổng thể của Nhà nước.

Kafi nhận định xu hướng giao thương hàng hóa quốc tế của Việt Nam mở rộng trung lập, tăng ~11% YoY trong năm 2026 đồng lực từ vị thế ổn định tại các ngành hàng chủ chốt như dệt may, vật liệu cơ bản, máy móc, điện tử và kỳ vọng bởi cảnh kinh tế thế giới tăng trưởng mở rộng trong năm sau; tuy vậy, “điểm nghẽn” vẫn đến từ xu hướng bảo hộ sản xuất nội địa vẫn còn nhiều biến động.

Cấu phần xuất nhập khẩu sau thuế quan
| Đơn vị Tỷ USD - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Cán cân thương mại
| Đơn vị Tỷ USD - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



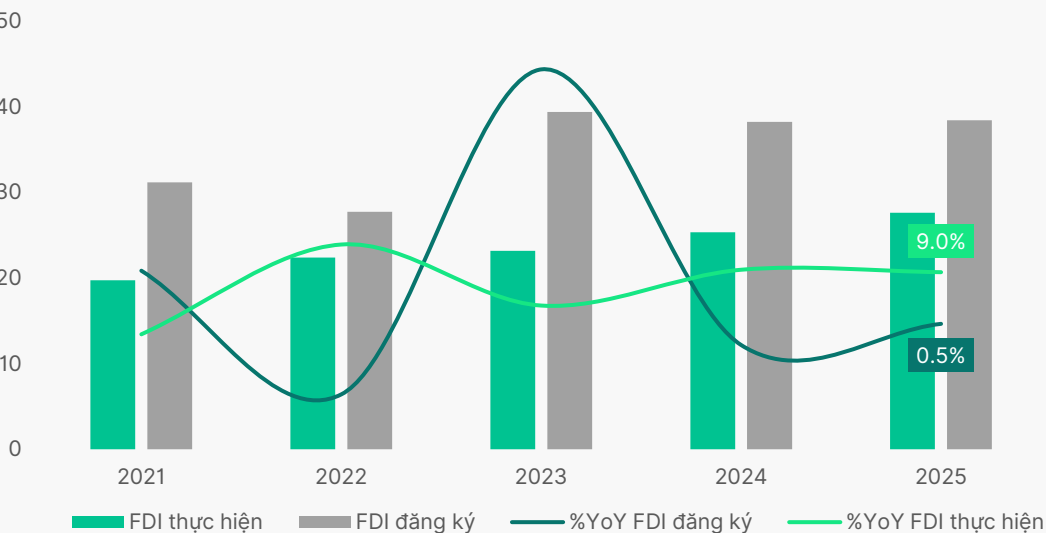
Môi trường đầu tư

Đánh giá khu vực sản xuất tăng trưởng trung lập, khó bứt phá

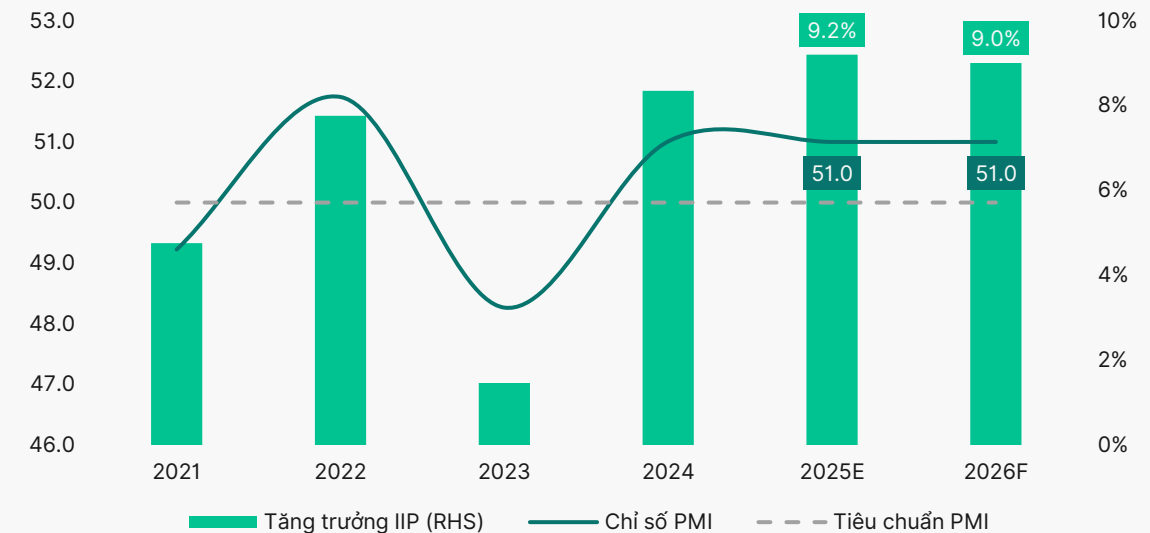
Bối cảnh chung, dưới chính quyền Trump 2.0, nền kinh tế toàn cầu chịu áp lực bởi biến động lớn trên điều hành chính sách; tuy vậy, Việt Nam có phần được hưởng lợi tương tự làn sóng “TQ+1” giai đoạn 2017-2018. Dữ liệu đơn hàng xuất khẩu của Việt Nam ghi nhận tăng trưởng, đặc biệt kim ngạch xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng 28 %YoY.

- Xu hướng đầu tư từ khối DN FDI, (1) góc nhìn chung vẫn là thận trọng với cấu trúc thương mại toàn cầu đang dần phân cực, và rủi ro khi Việt Nam bị đánh giá là trung gian sản xuất hàng hóa của Trung Quốc, (2) quốc gia phát triển đang chuyển dịch vốn đầu tư quay trở lại nước Mỹ. Từ đó, quy mô dòng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam liên tiếp thu hẹp kể từ sau sự kiện thuế, lũy kế cuối năm tăng trưởng chỉ đạt 0.5% YoY, tuy nhiên đây là khó khăn chung của toàn khu vực không riêng gì Việt Nam. Xu hướng này dự kiến tiếp diễn trong năm 2026, Kafi đánh giá dòng vốn FDI đăng ký và thực hiện tăng trưởng tương đương 6-8% YoY.
- Cấu phần sản xuất trong năm 2025 là điểm sáng đóng góp chính vào tăng trưởng kinh tế năm nay, với chỉ số sản xuất IIP tăng trưởng 9.2%YoY (so với 8.4% năm 2024), và PMI bình quân cả năm đạt 51 điểm, đặc biệt tăng trưởng mạnh của đơn hàng xuất khẩu mới nửa cuối năm.

Xu hướng dòng vốn FDI
| Đơn vị: Tỷ USD - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Chỉ số sản xuất công nghiệp
| Đơn vị: Tỷ USD - Nguồn: S&Pglobal, GSO, Kafi Research



Môi trường đầu tư

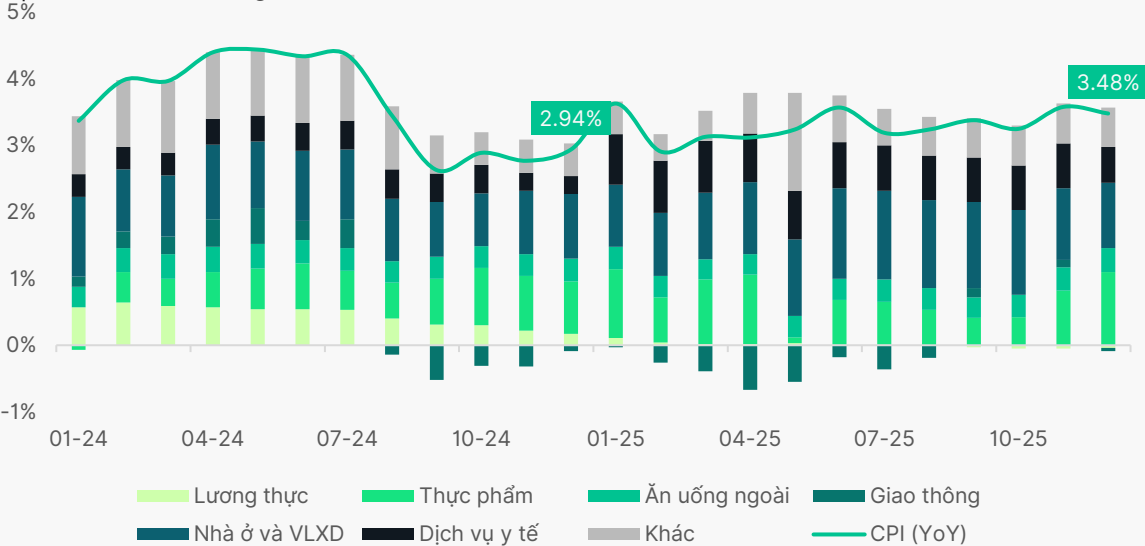
Chỉ số giá nhà vẫn khó kiểm soát

Chỉ số lạm phát trong năm 2025 biến động trong vùng kiểm soát của Chính phủ, ghi nhận CPI bình quân cả năm đạt 3.31 %YoY. Lạm phát được cân đối bởi đà tăng giá lệch pha thời gian trong năm của các cấu phần hàng hóa, chỉ số nhà ở – vật liệu xây dựng áp lực giữa năm (tín dụng mở rộng), trong khi giá thực phẩm lại tăng mạnh cuối năm dưới biến động nguồn cung (bão lũ) và mùa vụ cao điểm của bán lẻ – tiêu dùng.

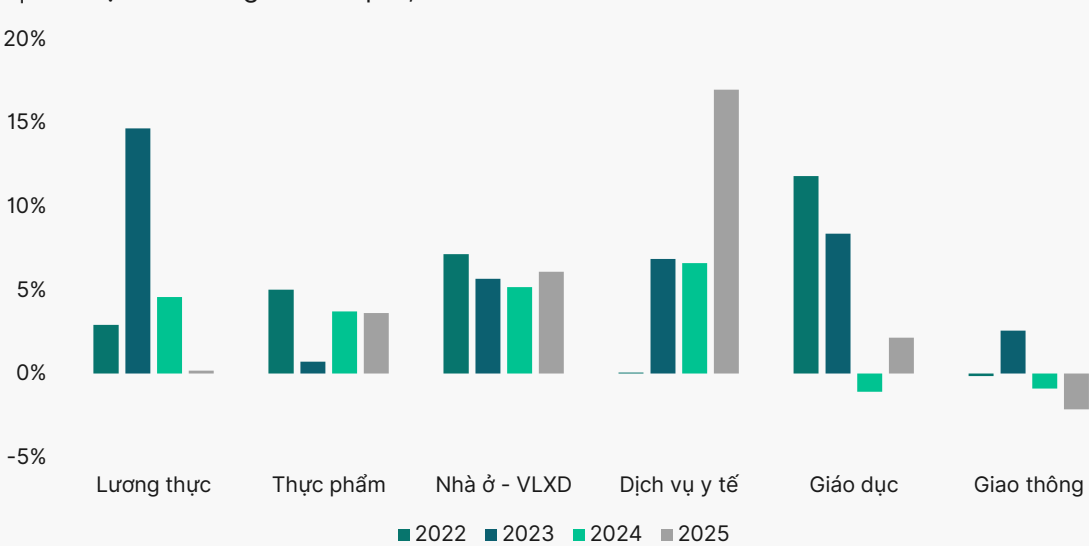
- Dù chủ trương điều hành chính sách tiền tệ thận trọng, song môi trường cung tiền mở rộng có kiểm soát; cùng thời điểm tiến độ giải phóng mặt bằng được đẩy mạnh kéo theo nhu cầu tái định cư vẫn sẽ tạo nên cơn sốt về giá bất động sản xuyên suốt trong năm 2026. Ngoài ra, biến động giá vàng tăng cao cũng là yếu tố khiến người dân chấp nhận giá bất động sản ở mức nền cao hơn.
- Ngược lại, (1) dư địa tăng giá ở cấu phần lương thực – thực phẩm không lớn bởi các chính sách điều chỉnh thuế giá trị gia tăng, (2) các điều chỉnh chính sách giá điện, dịch vụ y tế, giáo dục có lộ trình dàn trải.

Tổng hợp, chúng tôi đánh giá lạm phát tăng trưởng trung lập trong năm 2026, đạt 3.8% YoY, không vượt ngưỡng mục tiêu kiểm soát của Chính phủ. Đây là hệ quả tự nhiên của giai đoạn tăng tốc tăng trưởng kinh tế, thay vì dấu hiệu mất ổn định giá cả; trong đó áp lực chính từ biến động giá bất động sản thì đang có nhiều điều hành chính sách nhằm bình ổn mặt bằng giá cả như định danh tài sản, điều chỉnh hạn mức tín dụng kinh doanh bất động sản,...

Tăng trưởng CPI theo cấu phần đóng góp
Đơn vị: %YoY – Nguồn: FiinPro, Kafi Research



Tăng trưởng chỉ số các cấu phần lạm phát chính
Đơn vị: %YoY – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Môi trường đầu tư

Tỷ giá kỳ vọng trung lập, yếu tố dòng vốn ngoại “tháo chạy” dự kiến không còn diễn ra trong năm 2026

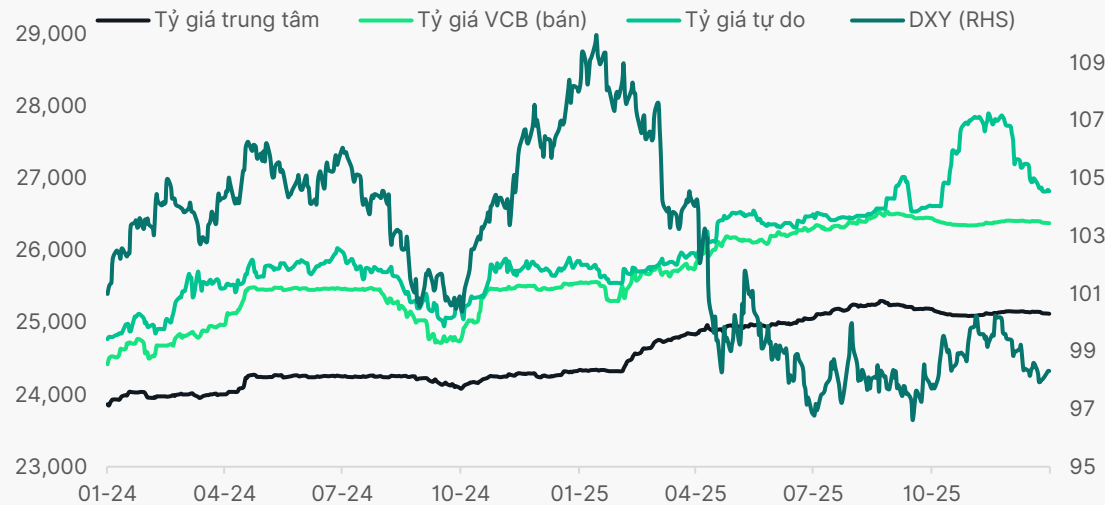
Tính đến cuối năm, tỷ giá USD/VND* đạt 26,377 (+3.2% YTD), nếu xét tỷ giá tự do thì đã mất giá 4.2% kể từ đầu năm (có thời điểm tăng 7.1% YTD, hiện đã hạ nhiệt). Xu hướng tỷ giá trong 3 tháng cuối năm đã có phần bớt căng thẳng sau khi NHNN bán ngoại tệ can thiệp và sau đó là nâng lãi suất OMO.

Từ thị trường quốc tế, chỉ số DXY trong xu hướng vận động ở vùng thấp điểm, đi cùng với định hướng nới lỏng chính sách của FED; FED đã hạ lãi suất 3 lần trong năm 2025 và dự kiến tiếp diễn 1 lần trong năm 2026.

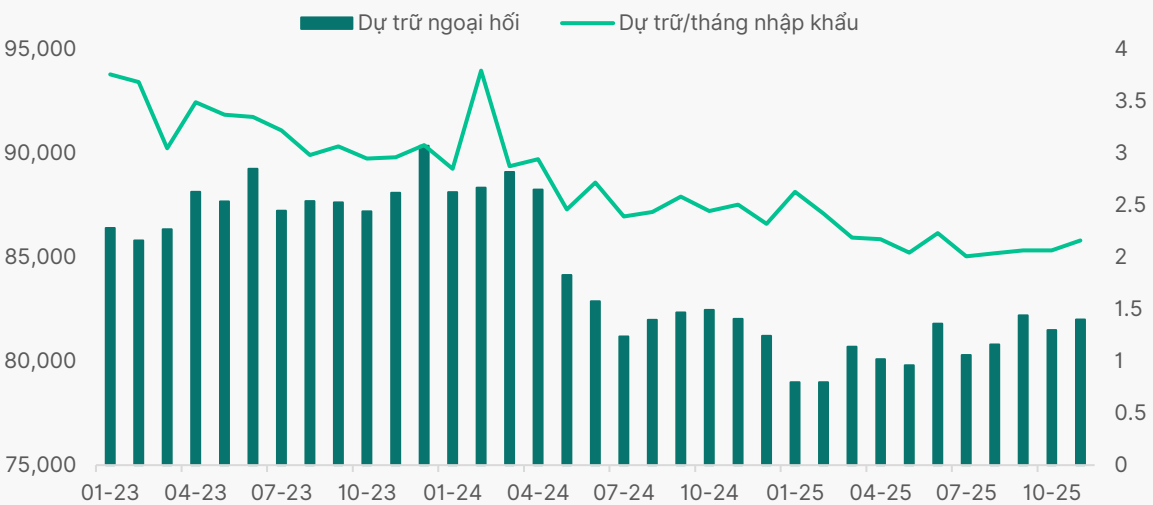
Kafi nhận định mức độ trượt giá của ngoại tệ không là yếu tố gây rủi ro, chỉ tăng nhẹ ở mức 2-2.5% YTD trong năm 2026. Nguồn cung ngoại tệ đánh giá mở rộng hơn, dựa trên điều kiện:

- 1. Chênh lệch lãi suất chính sách giữa Mỹ và Việt Nam thu hẹp, hạn chế dòng vốn đầu tư rút ròng kỹ thuật.
- 2. Thanh tra thị trường vàng được siết chặt (thông qua Nghị định 232) và mở cửa thị trường cạnh tranh đối với kinh doanh vàng giúp NHNN kiểm soát đầu ra/đầu vàng ngoại tệ ở mảng này.
- 3. Dòng vốn đầu tư từ Khối ngoại sau khi TTCK nâng hạng và trung tâm tài chính quốc tế (ẩn số), xu hướng xuất khẩu và FDI tăng trưởng trung lập ổn định đóng góp thặng dư ngoại tệ, hỗ trợ cho cán cân tổng thể trong năm sau.

Diễn biến tỷ giá trong nước và DXY
| Đơn vị: VND/USD – Nguồn: Investing, Kafi Research



Dự trữ ngoại hối
| Đơn vị: Triệu USD – Nguồn: Trading Economic, Kafi Research



*Tỷ giá USD/VND được sử dụng đánh giá trong báo cáo Kafi là tỷ giá ngoại tệ VCB bán

Dòng tiền đầu tư

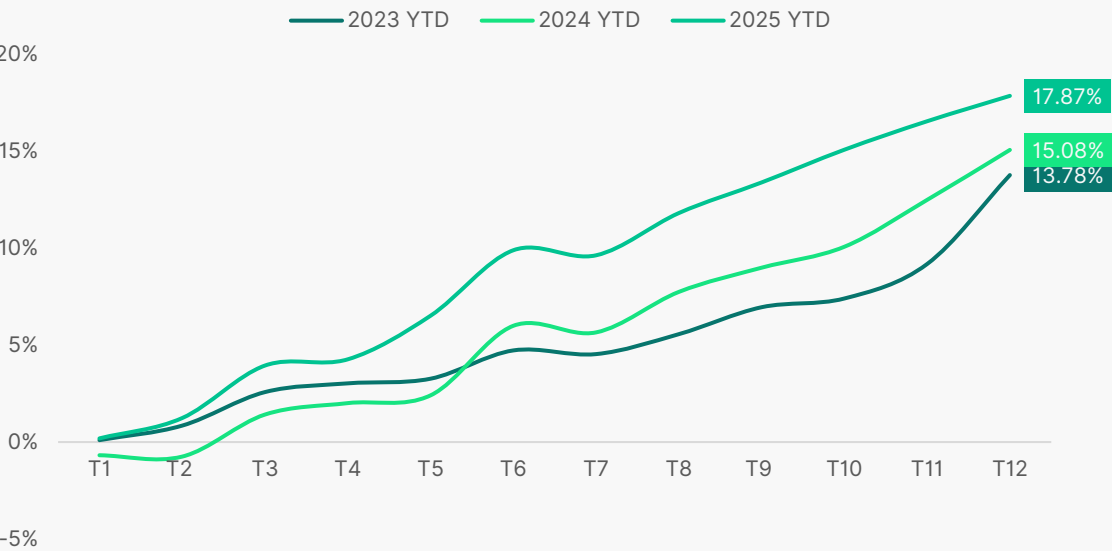
Tăng trưởng tín dụng dự kiến duy trì, nhưng hàm ý kiểm soát rủi ro

Cập nhật tại ngày 25/12, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế ước đạt 17.87% YTD, tương đương 18.3 triệu tỷ đồng được bơm vào nền kinh tế. Chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng được mở rộng so với kế hoạch đầu năm (+16% YTD); hiện theo dự toán của NHNN, tín dụng có thể đạt tăng trưởng 19% trong năm 2025.

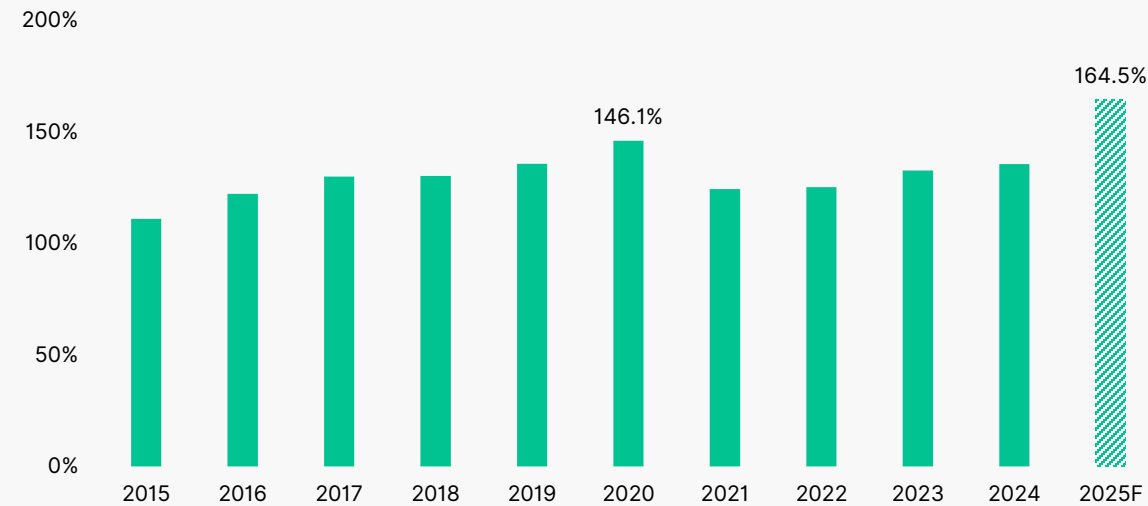
- Ngoài ra, định hướng bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng cho năm 2026, thay thế bằng khung chuẩn vận hành linh hoạt hơn, tăng hiệu quả và an toàn hệ thống ngân hàng.
- Bàn về tỷ lệ dư nợ/GDP đạt mức đỉnh 165% trong Q4/2025, cao hơn mức trung bình 80% của nhóm ASEAN- 6. đây là trạng thái “dễ hiểu” đối với nền kinh tế đang phát triển phụ thuộc vào dòng vốn tín dụng như Việt Nam. Kafi nhận định, việc thống đốc NHNN đề cập về tỷ lệ kiểm soát này hàm ý điều hành chính sách tiền tệ năm 2026 ưu tiên hơn đến kiểm soát chất lượng (đầu ra) tín dụng. Lãi suất nền của hệ thống được nâng lên hướng đến nhu cầu vốn thực, điểm đến tín dụng quy mô lớn như đầu tư công, sản xuất và khu vực tư nhân trong năm 2026.

Kafi ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2026 đạt 17-18%, giảm nhẹ so với mức 18-19% năm 2025 do năm 2026 ưu tiên tăng trưởng bền vững, nâng cao hiệu quả tín dụng hơn sau một năm 2025 tăng trưởng về lượng.

Tăng trưởng tín dụng qua các năm
| Đơn vị: %YTD – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Tỷ lệ dư nợ trên GDP (check lại về phương pháp tính)
| Nguồn: Kafi Research



Chi phí đầu tư

Mức nền lãi suất tăng mới, nhưng không phải thắt chặt

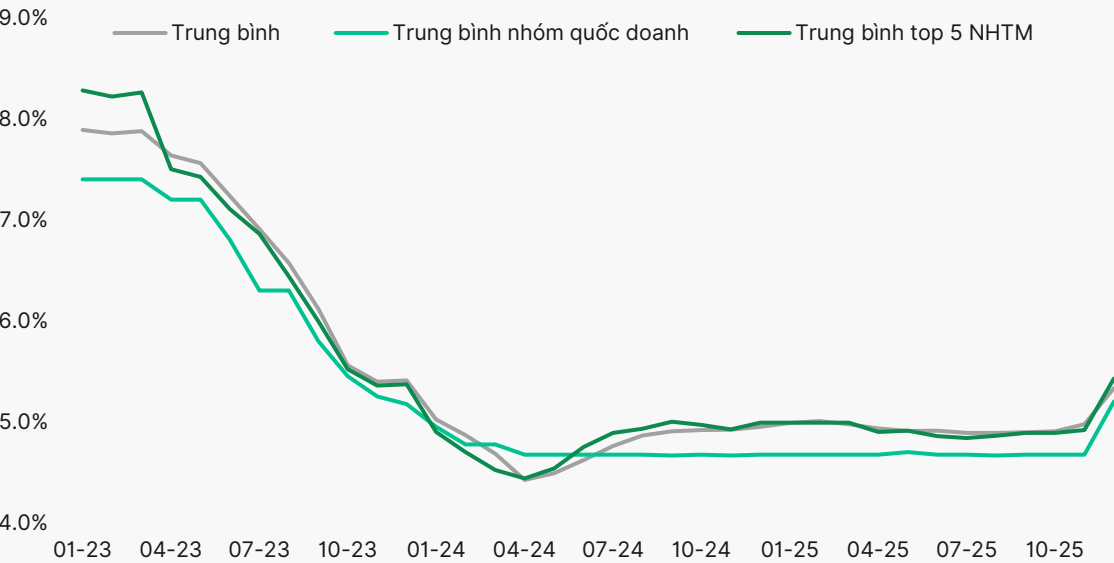
Lãi suất huy động cuối năm 2025 đã tăng nhanh đạt 5.33%/năm (+0.39% YTD,+0.36% MoM) đánh dấu chính sách tiền tệ chuyển pha từ “nới lỏng – kích thích phục hồi” sang “trung tính – cân bằng tăng trưởng”.

- Thanh khoản bơm ròng trên kênh thị trường mở, lũy kế tổng lượng OMO lưu hành đạt 404k tỷ đồng, quy mô kỷ lục trong lịch sử. Việc chủ động bơm thanh khoản đối ứng giúp cân bằng trạng thái chênh lệch tín dụng và huy động, song thời điểm nhu cầu tín dụng cao cuối năm cùng với áp lực cân đối huy động ở các NHTM, chênh lệch trên cấu trúc kỳ hạn tài sản – vốn trên hệ thống. Điển hình, tỷ lệ LDR (cho vay/huy động) trong Q3 đạt 110% (vượt ngưỡng quản trị 85%), phản ánh trạng thái mất cân đối trên.
- Bên cạnh đó, NHNN nỗ lực điều hướng chính sách cân bằng, bền vững cho chu kỳ kinh tế tăng trưởng nhanh hơn, cấu phần lạm phát và tỷ giá ổn định trong biên độ kiểm soát là mục tiêu tất yếu.

Kafi nhận định, mặt bằng lãi suất tiếp nổi trong năm 2026 được kỳ vọng duy trì ổn định, dư địa giảm lãi suất hay khả năng tăng mạnh không phải là kịch bản cơ sở. Dự báo mặt bằng lãi suất huy động của các NHTM tăng nhẹ, đạt bình quân 5.5-5.8%/năm trong năm 2026, tương tự với lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm đạt 5-6%/năm. Đây là mức tăng đáng kể sau giai đoạn nới lỏng kéo dài (2023-2025) nhưng lại trung lập với các chu kỳ trong quá khứ, chúng tôi cho rằng nền kinh tế sớm “làm quen” với chi phí vốn mới này.

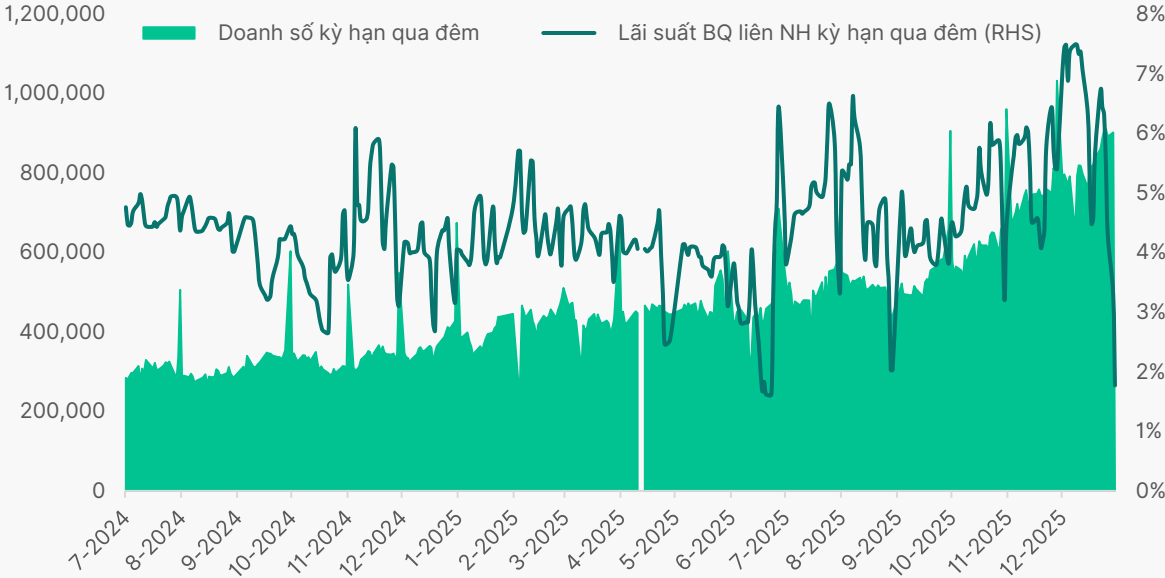
Lãi suất huy động

| Đơn vị %/năm - Nguồn: GSO, Kafi Research



Thị trường liên ngân hàng

| Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Chủ đề	Cấu phần	Đơn vị	2022	2023	2024	2025E	2026F
Môi trường đầu tư	Tăng trưởng GDP	%YoY	8.02%	5.05%	7.09%	8.02%	9%
	Sản xuất công nghiệp IIP	%YoY	0.19%	5.76%	8.84%	9.2%	10.5%
	Chỉ số quản trị mua hàng PMI (bình quân)	Điểm	51.7	48.3	51.0	50.6	>50
	FDI thực hiện	Tỷ USD	22.4	23.2	25.4	27.6	29.5
		%YoY	13.45%	3.51%	9.35%	9.0%	7.0%
	Kim ngạch xuất khẩu	Tỷ USD	371.3	354.7	405.9	475.0	527.3
		%YoY	10.41%	-4.47%	14.44%	17.0%	11%
	Kim ngạch nhập khẩu	Tỷ USD	358.9	326.4	381.0	455.0	505.5
		%YoY	8.03%	-9.07%	16.74%	19.4%	11%
	Cán cân thương mại	Tỷ USD	29.4	44.0	9.0	20.0	~22
	Tỷ giá	USD/VND	23,612	23,866	24,335	26,377	26,911
		%YTD	2.02%	1.08%	1.97%	3.23%	2%
	CPI	%YoY	4.55%	3.58%	2.94%	3.31%	~3.8%
Dòng tiền đầu tư	Tăng trưởng tín dụng	%YTD	14.17%	13.79%	15.09%	17.87%	17.5%
	Giải ngân đầu tư công	Nghìn tỷ VND	539	663	636	795	993
		%YoY	25.1%	22.9%	-4.1%	25.1%	22.3%
		%KH TTCP	92.9%	93.1%	93.1%	87.1%	92.0%
Chi phí đầu tư	Lãi suất huy động bình quân	%/năm	6.98%	6.84%	4.79%	4.97%	5.50%
	Lãi suất OMO	%/năm	6.00%	4.00%	4.00%	4.50%	4.50%

Thị trường

Tổng quan diễn biến thị trường Triển vọng và chiến lược giao dịch năm 2026



NHÌN LẠI 2025

VN-Index trong bối cảnh toàn cầu: Sự
trỗi dậy của nội lực

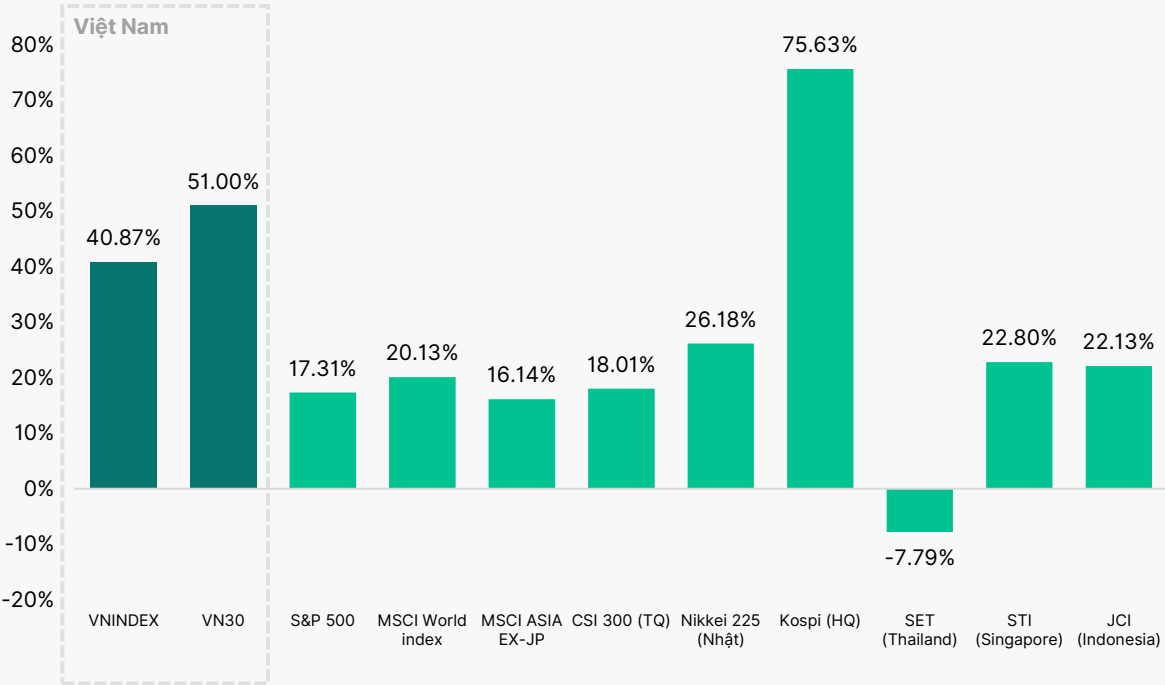
Năm 2025 là năm VN-Index chính thức vượt đỉnh lịch sử 1,500 điểm, hướng tới vùng 1.800 điểm với mức **tăng trưởng ấn tượng 40.87%**. Đây là mức hiệu suất thuộc nhóm dẫn đầu thế giới, vượt qua các chỉ số cùng khu vực như SET hay JCI.

Nhịp điều chỉnh sâu đầu quý II/2025 do ảnh hưởng từ chính sách thuế quan của Tổng thống Trump đã tạo ra một "phiên rũ bỏ" (shakeout) cần thiết, kiểm định sức chịu đựng của dòng tiền nội. Sự phục hồi nhanh chóng sau đó cho thấy sức đề kháng vĩ mô của Việt Nam đã cải thiện đáng kể.

Cấu trúc dòng tiền năm 2025 chứng kiến sự chuyển giao rõ nét khi **dòng vốn nội trở thành trụ đỡ độc tôn** cho chỉ số. Bất chấp áp lực bán ròng kỷ lục lên tới 125,300 tỷ đồng từ khối ngoại, thị trường vẫn duy trì đà tăng nhờ sự sôi động của nhóm nhà đầu tư cá nhân và sự gia tăng 51% dư nợ margin toàn thị trường. Thị trường chứng khoán Việt Nam không còn phụ thuộc quá mức vào dòng vốn ngoại mà đang vận động dựa trên sự dịch chuyển tài sản của nhà đầu tư trong nước.

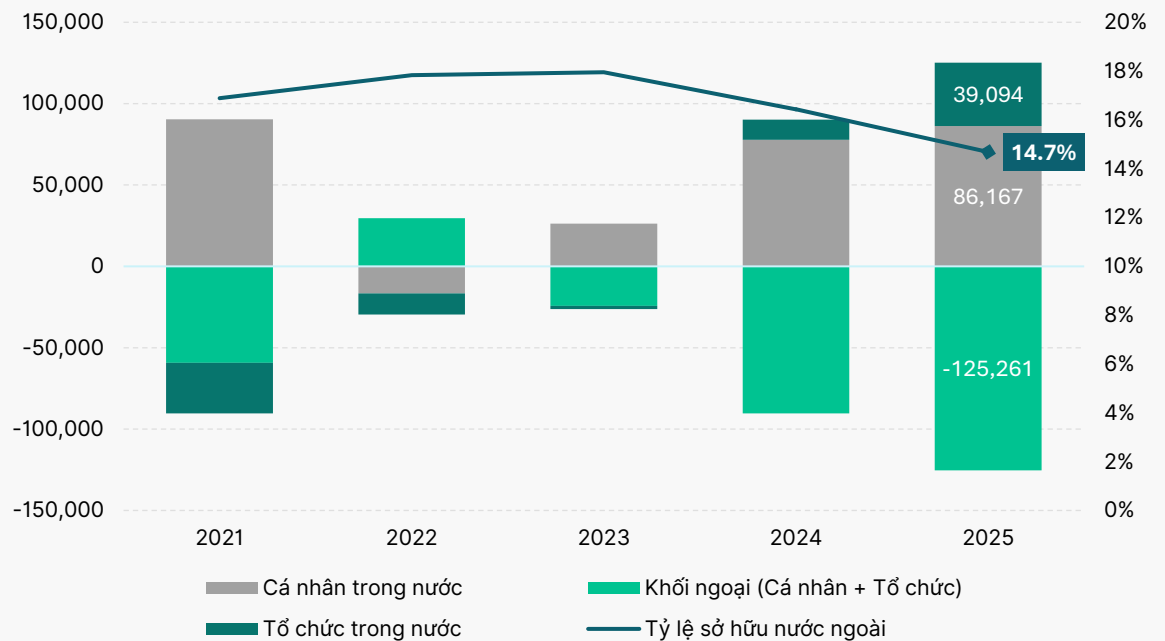
Hiệu suất của VN-Index so với các chỉ số chính trong khu vực và toàn cầu

| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Diễn biến dòng vốn ngoại theo thời gian và lũy kế năm 2025

| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



NHÌN LẠI 2025

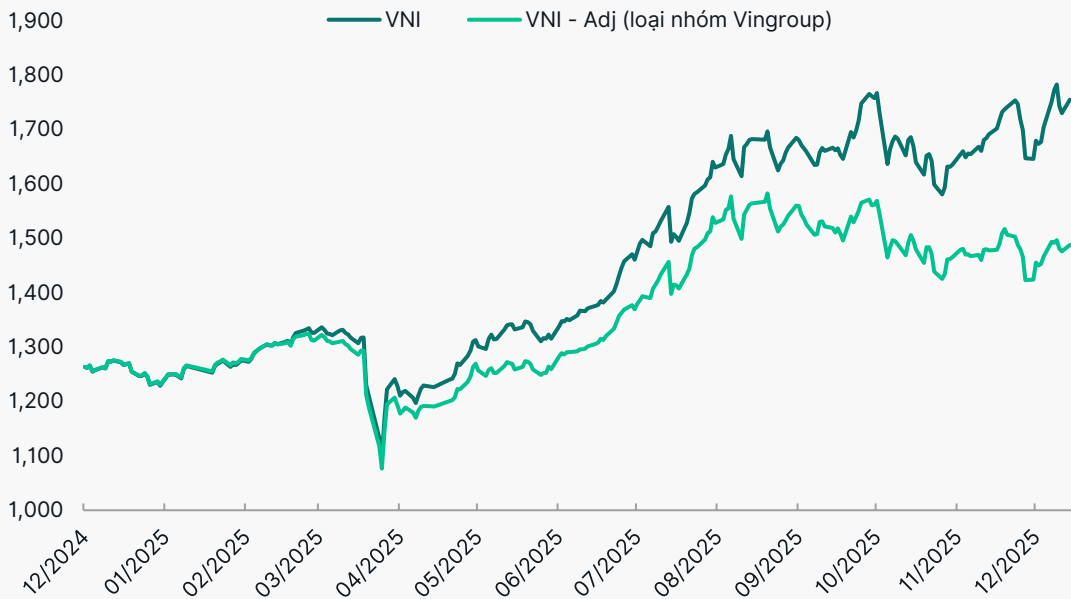
Khung chu kỳ và Diễn biến các nhóm cổ phiếu: Vai trò của "Sếu đầu đàn"

Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhóm vốn hóa lớn (VN30), trong đó các doanh nghiệp thuộc hệ sinh thái tư nhân đóng vai trò "sếu đầu đàn". Cụ thể, nhóm cổ phiếu họ Vingroup đã đóng góp tới 51% tổng mức tăng điểm của chỉ số, phản ánh định hướng ưu tiên khơi thông nguồn lực từ các tập đoàn kinh tế tư nhân lớn để dẫn dắt nền kinh tế. Sự tăng trưởng này không chỉ kéo theo điểm số mà còn tạo hiệu ứng giữ nhịp tâm lý trong những giai đoạn thị trường rung lắc.

Tuy nhiên, chất lượng tăng trưởng có sự lệch pha rõ rệt. Trong khi nhóm Bất động sản(chủ yếu ở nhóm VIC, VHM, VRE) và Ngân hàng tư nhân bứt phá, các nhóm sản xuất cơ bản như Thép hay Xây dựng lại ghi nhận mức tăng khiêm tốn.

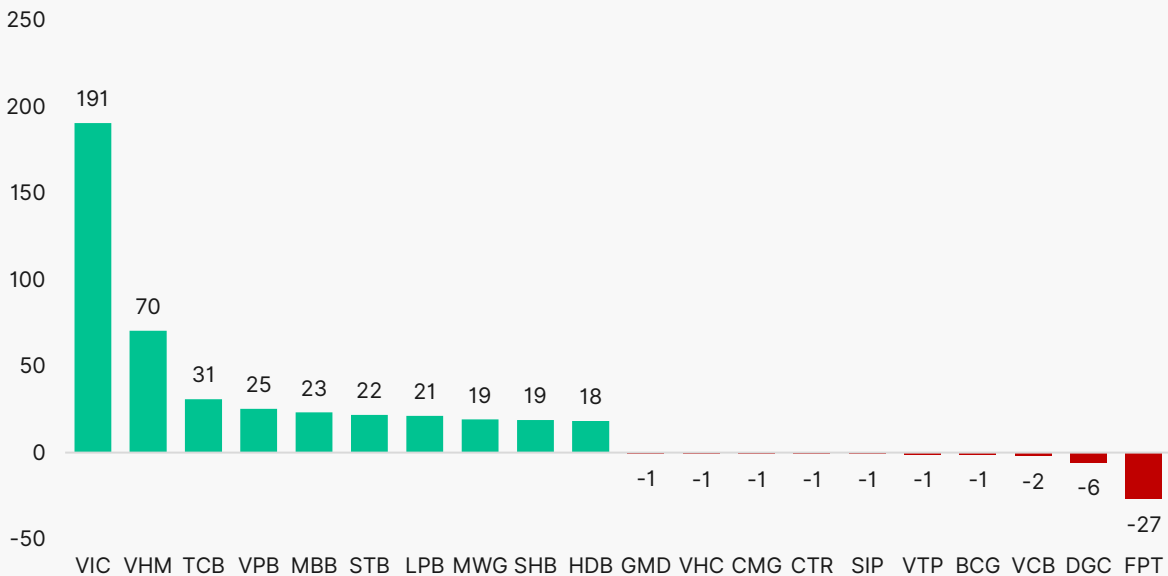
Diễn biến VN-Index và VN-Index ex-Vingroup trong năm 2025

| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Đóng góp điểm số của Top cổ phiếu ảnh hưởng chỉ số

| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



NHÌN LẠI 2025

Khung chu kỳ và Diễn biến các nhóm cổ phiếu: Cấu trúc phân hóa tăng dần

Sự tập trung dòng tiền ở nhóm vốn hóa lớn giúp VN-Index vượt đỉnh lịch sử, song cũng đồng thời khiến **độ rộng thị trường của những phiên tăng điểm bị thu hẹp**. Từ nửa cuối năm, đặc biệt là quý IV/2025, thị trường bước vào trạng thái **tách pha rõ rệt**: VN-Index và VN30 duy trì nền giá cao trong khi VNMID và VNSML điều chỉnh sâu hơn. Dưới áp lực lớn của điều hướng chính sách tiền tệ có phần thắt chặt hơn, động lượng thanh khoản trên thị trường bắt đầu có sự chững lại tại nhóm dẫn dắt, buộc thị trường bước vào pha phân bổ lại nguồn vốn và tái cấu trúc.

Tỷ trọng phân bổ dòng tiền tại các nhóm vốn hóa và nhóm ngành qua các tháng của năm 2025

| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research

	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 9	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12	YTD	% Thay đổi GTKL	
VN30	47.9%	46.0%	51.3%	56.4%	50.2%	46.0%	45.3%	51.0%	52.2%	55.8%	53.3%	58.2%	51.0%	65.7%	Dòng tiền tại nhóm vốn hóa lớn duy trì tăng
VNMID	36.9%	39.3%	37.7%	34.0%	37.4%	40.6%	42.4%	38.2%	38.8%	36.3%	38.7%	31.0%	16.6%	33.1%	
VNSML	11.4%	11.7%	8.8%	6.7%	8.1%	9.3%	8.7%	7.5%	6.1%	5.0%	5.5%	5.5%	1.7%	7.1%	
Ngân hàng	23.8%	22.4%	26.3%	27.1%	26.1%	23.3%	23.9%	28.6%	25.7%	24.8%	22.3%	25.2%	29.0%	55.0%	Dòng tiền dẫn dắt
Bất động sản	16.9%	13.3%	18.2%	18.6%	18.3%	17.9%	17.2%	15.9%	16.9%	20.9%	18.7%	19.7%	248.0%	37.5%	
Thực phẩm và đồ uống	8.3%	7.6%	6.8%	7.0%	7.5%	8.3%	6.6%	6.1%	5.9%	6.5%	7.3%	8.1%	14.8%	17.0%	
Du lịch và Giải trí	1.6%	1.0%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.0%	1.2%	1.9%	2.4%	3.9%	58.5%	89.6%	
Bán lẻ	3.7%	3.7%	2.9%	3.1%	3.1%	3.5%	2.8%	2.4%	2.6%	2.8%	2.9%	3.6%	38.1%	4.2%	
Dầu khí	2.0%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	3.3%	1.8%	2.4%	1.9%	1.5%	3.4%	2.4%	19.7%	100.9%	
Dịch vụ tài chính	10.8%	14.3%	16.2%	14.2%	12.8%	12.7%	18.7%	17.9%	17.2%	17.0%	16.1%	13.7%	28.6%	64.6%	Dòng tiền hồi phục
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	5.5%	6.3%	4.1%	5.4%	6.9%	6.0%	6.4%	5.0%	4.5%	6.3%	6.7%	5.7%	98.5%	61.6%	
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.8%	2.0%	1.4%	1.2%	1.2%	0.9%	1.2%	1.4%	13.4%	3.7%	
Bảo hiểm	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.6%	0.2%	15.4%	17.1%	
Y tế	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	10.1%	18.1%	
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.8%	2.0%	1.4%	1.2%	1.2%	0.9%	1.2%	1.4%	13.4%	3.7%	
Tài nguyên Cơ bản	4.6%	7.3%	5.6%	5.4%	4.5%	5.0%	5.6%	6.1%	8.6%	5.2%	4.8%	4.5%	16.4%	31.0%	Dòng tiền suy yếu
Xây dựng và Vật liệu	6.9%	6.8%	5.1%	4.6%	5.7%	5.5%	5.6%	6.0%	6.1%	5.5%	4.9%	4.4%	-17.4%	68.3%	
Công nghệ Thông tin	5.5%	4.7%	4.3%	4.7%	4.2%	3.6%	2.9%	2.6%	3.8%	3.3%	3.7%	2.4%	-24.6%	38.7%	
Hóa chất	3.8%	4.9%	3.7%	3.1%	3.5%	4.4%	3.5%	2.7%	1.8%	1.7%	2.7%	3.0%	-9.8%	-13.0%	
Hàng cá nhân & Gia dụng	1.7%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	-1.0%	-37.1%	
Viễn thông	1.0%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	
Truyền thông	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-20.3%	79.4%	

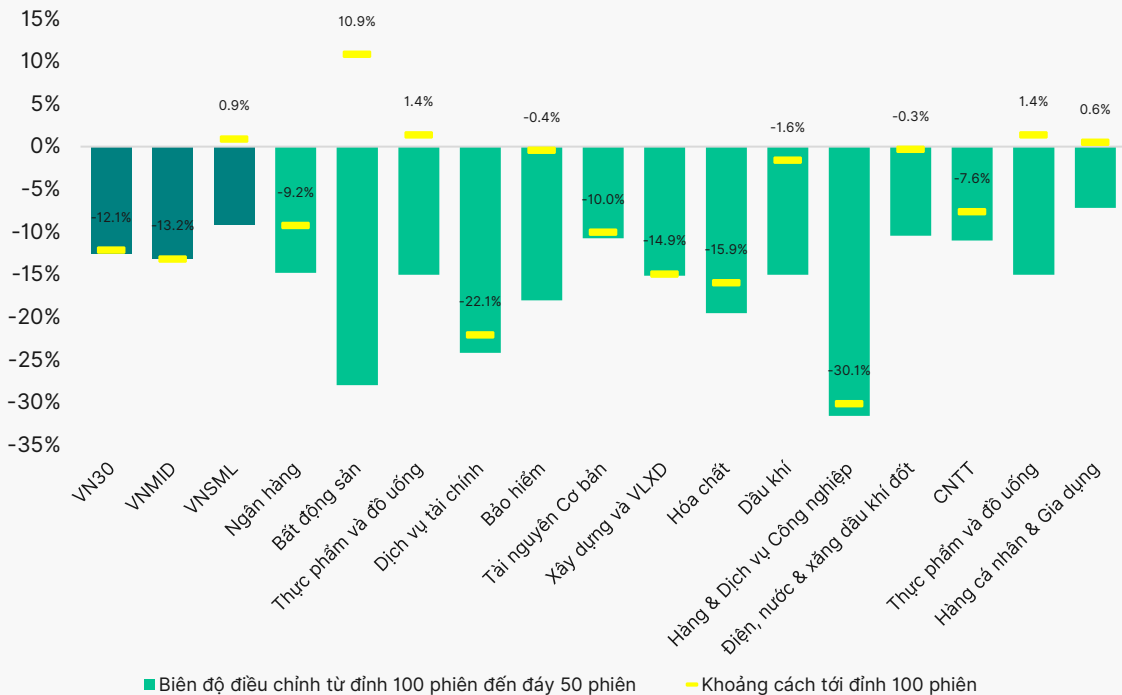
NHÌN LẠI 2025

Phân hóa là đặc điểm chu kỳ và mang tính tái tích lũy cho nhịp tăng mới

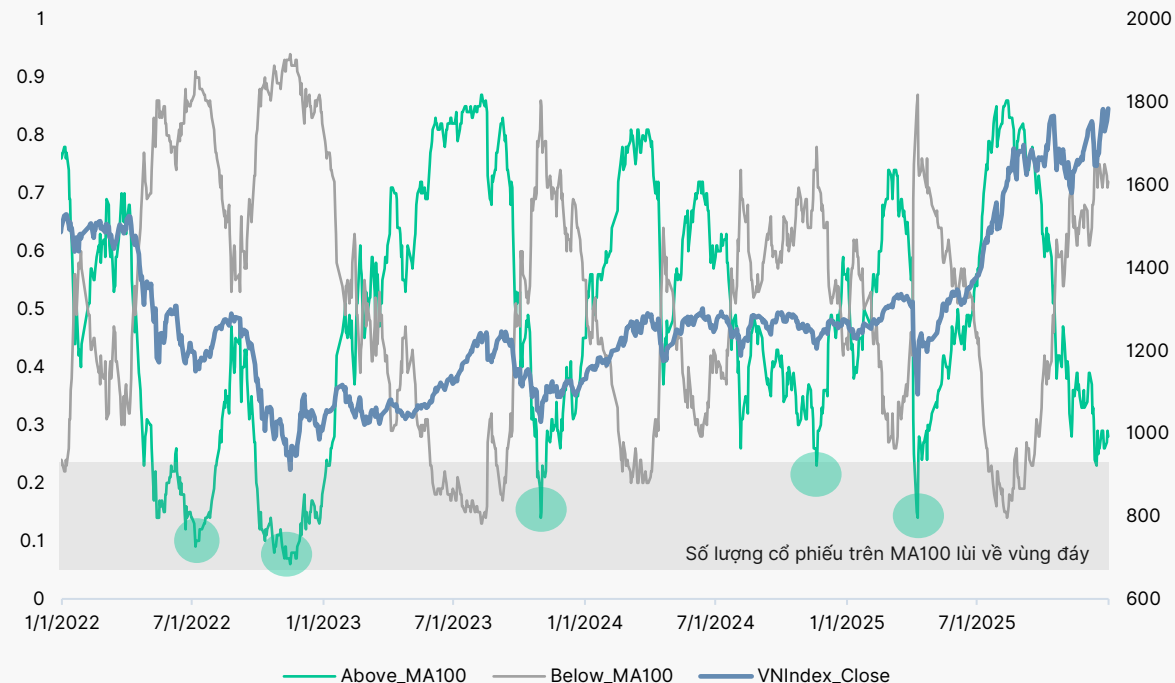
Giai đoạn cuối năm 2025 không xuất hiện các dấu hiệu phân phối đỉnh mà mang đặc điểm điển hình của một pha tái tích lũy (Re-accumulation). Việc VN-Index vận động đi ngang trong biên độ hẹp quanh vùng 1,700 – 1,800 điểm với thanh khoản co hẹp dần cho thấy áp lực bán đã được hấp thụ chủ động tại vùng giá cao. Các chỉ báo kỹ thuật dài hạn như MA200 ngày vẫn giữ hướng lên dốc, xác nhận cấu trúc xu hướng tăng trung hạn vẫn đang được bảo toàn và thị trường chỉ đang tạm nghỉ để xây dựng một mặt bằng định giá mới bền vững hơn.

Ở cấp độ cổ phiếu, nhiều nhóm ngành ngoài trụ dẫn dắt đã hoàn tất quá trình chiết khấu từ 30-40% so với đỉnh tháng 8/2025 và bắt đầu hình thành các nền giá đi ngang vững chắc. Việc mặt bằng giá cuối năm được thiết lập cao hơn đáng kể so với các chu kỳ trước là minh chứng cho việc thị trường đã thiết lập một nền tảng giá trị mới. Đây là tiền đề quan trọng để dòng tiền luân chuyển từ nhóm vốn hóa lớn sang các nhóm ngành vệ tinh tiềm năng, tạo ra dư địa bứt phá rộng hơn khi thị trường bước vào giai đoạn mở rộng xu hướng trong năm 2026.

Mức điều chỉnh (%) so với đỉnh 100 phiên theo nhóm ngành
| Nguồn: Kafi Research



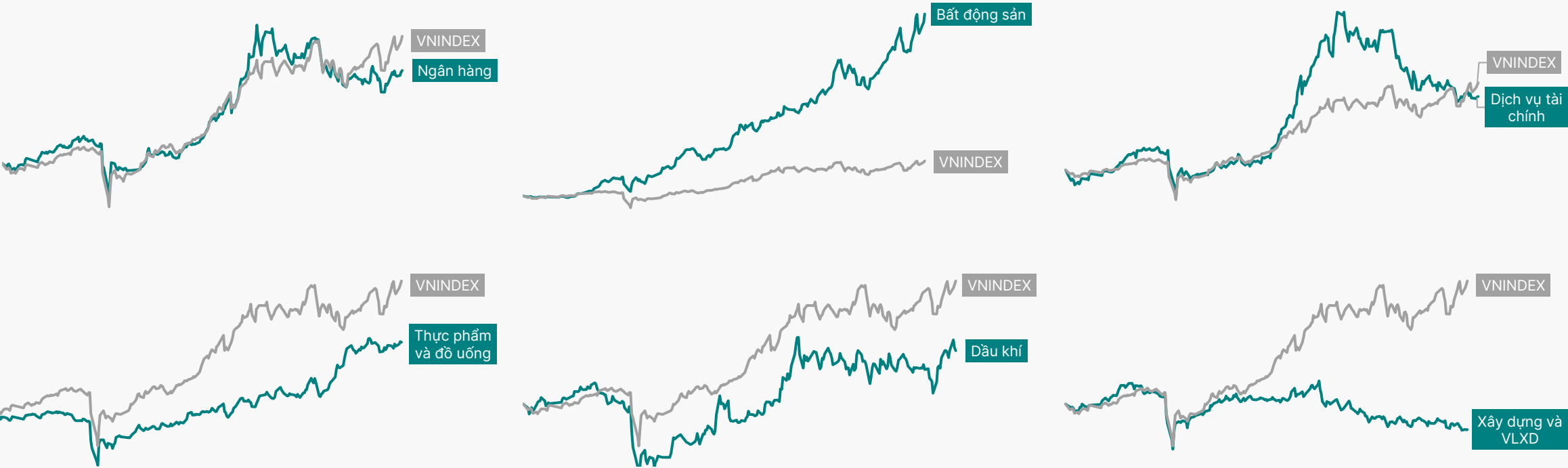
Số lượng cổ phiếu trên/dưới MA100
| Nguồn: Kafi Research



NHÌN LẠI 2025

Phân hóa là đặc điểm chu kỳ và mang tính tái tích lũy cho nhịp tăng mới (tiếp theo)

Biểu đồ giá các chỉ số ngành cấp 2
| Nguồn: Kafi Research



Ở cấp độ cổ phiếu, nhiều nhóm ngành ngoài trụ dẫn dắt đã hoàn tất quá trình chiết khấu từ 30-40% so với đỉnh tháng 8/2025 và bắt đầu hình thành các nền giá đi ngang vững chắc. Việc mặt bằng giá cuối năm được thiết lập cao hơn đáng kể so với các chu kỳ trước là minh chứng cho việc thị trường đã thiết lập một nền tảng giá trị mới.

Đây là tiền đề quan trọng để dòng tiền luân chuyển từ nhóm vốn hóa lớn sang các nhóm ngành vệ tinh tiềm năng, tạo ra dư địa bứt phá rộng hơn khi thị trường bước vào giai đoạn mở rộng xu hướng trong năm 2026.

Hàm ý chiến lược: Năm 2025 không phải là năm kết thúc xu hướng, mà là năm thiết lập nền giá mới cao hơn, đóng vai trò bản lề cho chu kỳ tiếp theo.

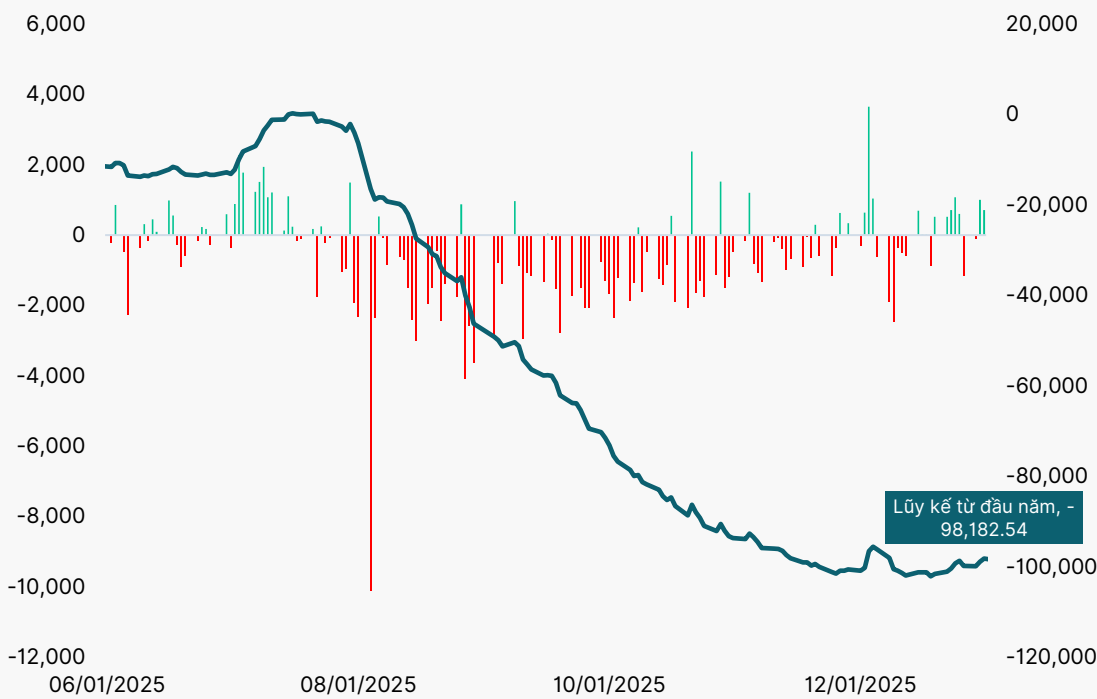
NHÌN LẠI 2025

Dòng vốn ngoại – Từ áp lực cung đến động lực tăng trưởng mới

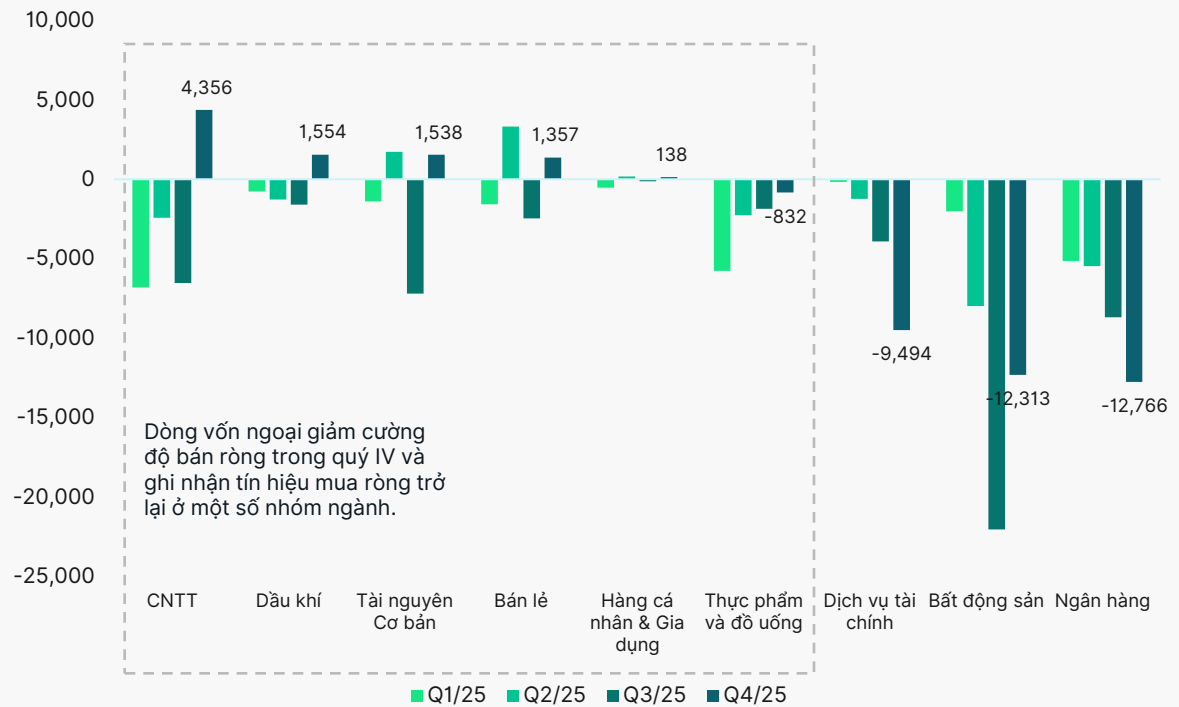
Đáng chú ý, áp lực từ phía dòng vốn ngoại, vốn là rào cản lớn nhất trong phần lớn thời gian của năm 2025, đã bắt đầu có dấu hiệu đảo chiều khả quan hơn. Sau khi chạm mức bán ròng kỷ lục vào cuối Quý 3, đà bán đã thu hẹp đáng kể trong Quý 4 và dần chuyển sang trạng thái mua ròng tại các mã cổ phiếu trụ cột.

Sự thay đổi trong hành vi của khối ngoại không chỉ giúp giảm bớt áp lực cung trên thị trường mà còn đóng vai trò là chất xúc tác tâm lý quan trọng, giúp chỉ số VN-Index giữ vững các ngưỡng hỗ trợ kỹ thuật và củng cố độ tin cậy cho cấu trúc tái tích lũy cuối năm. Khi áp lực bán ròng không còn là yếu tố chi phối, TTCK Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn mở rộng xu hướng dựa trên sự cộng hưởng của nội lực kinh tế tư nhân và sự quay trở lại của các quỹ ngoại lớn, tạo dư địa cho định giá P/E của toàn thị trường được nâng lên.

GTGD ròng của khối ngoại
| Nguồn: Kafi Research, Đơn vị: Tỷ VNĐ



GTGD ròng của khối ngoại tại các nhóm ngành
| Nguồn: Kafi Research, Đơn vị: Tỷ VNĐ



HƯỚNG TỚI 2026

Nền tích lũy 2025: Bệ phóng cho mục tiêu nâng hạng

Bước sang năm 2026, câu chuyện nâng hạng lên Thị trường mới nổi (Emerging Markets) sẽ chuyển từ "kỳ vọng" sang "thực thi". Với nền tích lũy chặt chẽ từ cuối 2025, VN-Index hội tụ đủ yếu tố để thu hút dòng vốn ngoại quay trở lại. Thị trường chứng khoán Việt Nam **được kỳ vọng duy trì xu hướng tích cực, dù mức độ phân hóa nhiều khả năng vẫn tiếp diễn**. Các nhóm cổ phiếu trụ, bao gồm cả những trụ ngoài hệ sinh thái Vingroup, đang cho thấy dấu hiệu ổn định hóa nền giá, biên độ dao động thu hẹp và thanh khoản cải thiện dần; đây là những đặc điểm thường xuất hiện trước các nhịp tăng mới trong chu kỳ.

Về định giá, P/E toàn thị trường có xu hướng nhích lên do tác động tập trung của nhóm cổ phiếu tăng mạnh, song khi loại trừ các yếu tố mang tính tập trung, định giá của nhiều ngành phi tài chính vẫn ở mức hợp lý, thậm chí thấp hơn trung bình lịch sử. Điều này cho thấy thị trường năm 2026 với dư địa mở rộng xu hướng còn tương đối, dù quá trình đi lên nhiều khả năng sẽ diễn ra theo dạng tịnh tiến, xen kẽ điều chỉnh và phân hóa cao hơn so với giai đoạn đầu chu kỳ.

Chỉ số P/E của VN-Index theo thời gian

Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



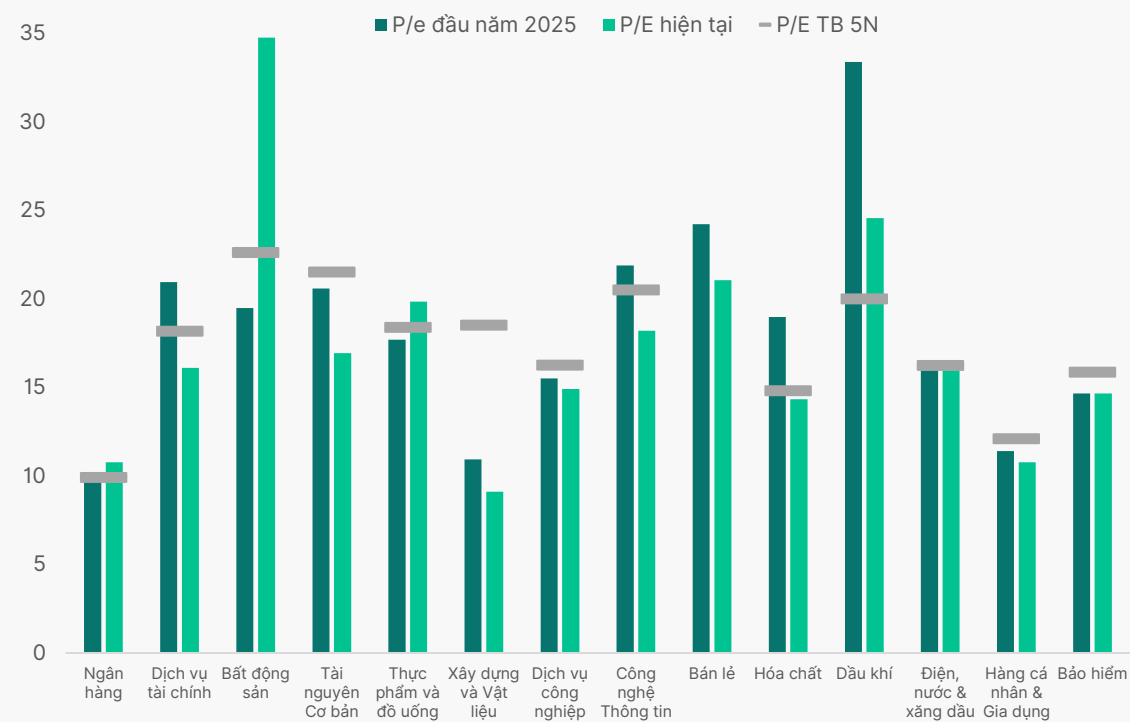
Biểu đồ tương quan VNIndex và EPS

Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Định giá theo từng nhóm ngành

Nguồn: Kafi Research tổng hợp



HƯỚNG TỚI 2026

Quan điểm kỹ thuật

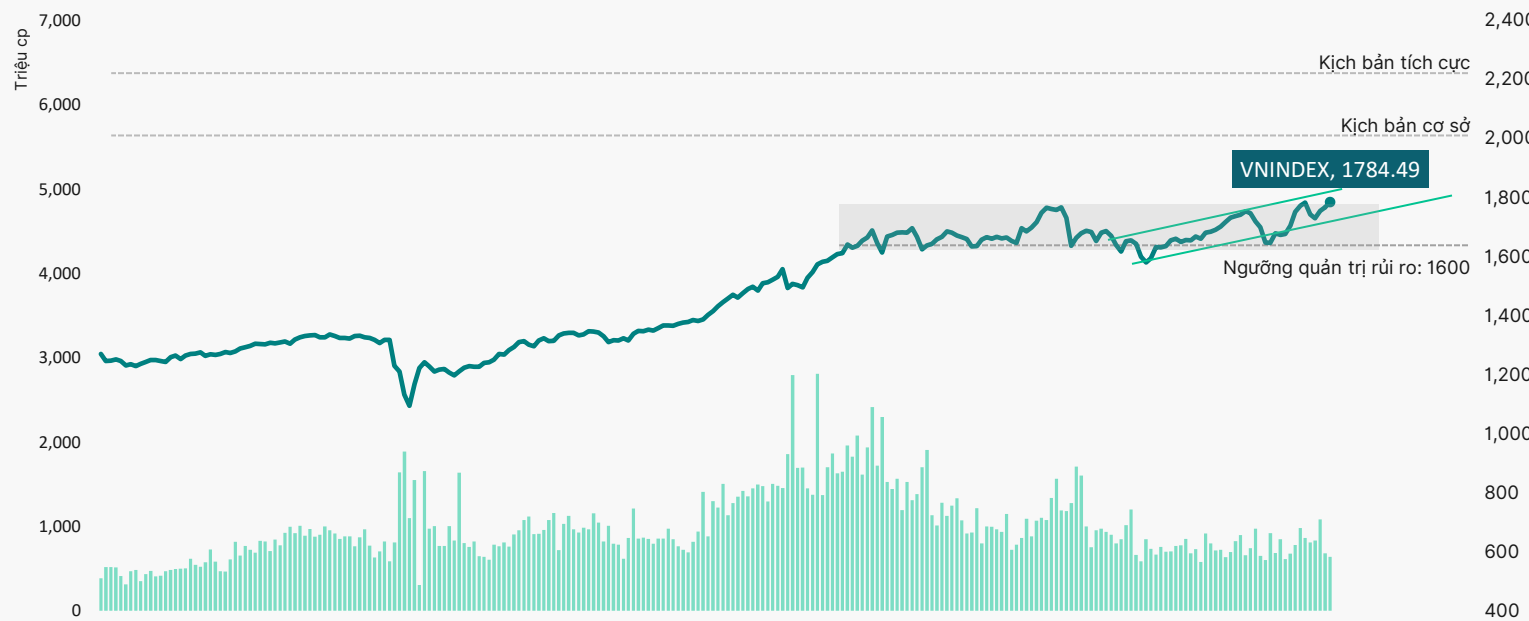
Xét trên phương diện phân tích kỹ thuật, VN-Index hình thành **cấu trúc tích lũy dưới kháng cự mạnh 1,800 điểm**. Sự ổn định của các nhóm cổ phiếu trụ và quá trình tạo nền giá mới sau điều chỉnh là bộ phận cho các kịch bản tăng trưởng:

- **Kịch bản Tích cực (Bull Case):** Bứt phá ngưỡng 1,800 điểm, hướng tới mục tiêu 2,000 – 2,200 điểm. Chỉ số bám theo kênh tăng dốc nhờ sự cộng hưởng của dòng vốn ngoại và luân chuyển dòng tiền tích cực giữa các nhóm ngành
- **Kịch bản cơ sở (Base Case):** Chỉ số tịnh tiến trong kênh giá lên (Ascending Channel) với mục tiêu 1,950 điểm. Thanh khoản duy trì mức cao (30,000 – 35,000 tỷ đồng/phần).

Vùng 1,600 điểm đóng vai trò mốc chặn xu hướng (Stop-loss) chiến lược. Nếu ngưỡng này bị xuyên thủng với thanh khoản lớn, cấu trúc tăng giá trung hạn sẽ bị vi phạm, buộc thị trường phải bước vào pha tái định giá sâu và mất nhiều thời gian để cân bằng lại.

Biểu đồ giá chỉ số VN-Index

| Nguồn: Kafi Research



HƯỚNG TỚI 2026

Đánh giá kịch bản

Tổng hợp các quan điểm về điều kiện vĩ mô và các yếu tố dẫn dắt thị trường năm 2026, Kafi đưa ra nhận định về điểm số mục tiêu (điểm cao nhất) có thể đạt ở ngưỡng 2,001 điểm, tương đương hiệu suất 14.3% kể từ đầu năm, dựa trên 2 phương pháp đánh giá với tỷ trọng đóng góp đồng đều. Hiệu suất của năm 2026 dự phóng tăng trưởng thấp hơn giai đoạn năm 2025, song chúng tôi kỳ vọng cơ hội đầu tư trên thị trường sẽ dần trải hơn, NĐT thuận lợi trong việc đánh bại hiệu suất của chỉ số chung trong năm 2026.

Chiến lược giao dịch: Yếu tố thị trường với sự phân hóa về tăng trưởng lợi nhuận của các nhóm ngành và điều kiện chính sách tiền tệ có phần thận trọng hơn so với năm 2025, chúng tôi cho rằng thị trường vận động trong mô hình tích lũy zigzag hướng lên, xung lực của dòng tiền không bứt phá nhưng bền bỉ. Chiến lược trọng tâm là bám sát xu hướng chủ đạo, ưu tiên quản trị tỷ trọng linh hoạt và tận dụng các nhịp điều chỉnh trong xu hướng tăng.

- **Giao dịch thuận xu hướng:** Tận dụng các nhịp điều chỉnh kỹ thuật hoặc kiểm tra lại (backtest) các vùng hỗ trợ mạnh để gia tăng tỷ trọng.
- **Kỷ luật vị thế:** Quyết liệt loại bỏ các mã yếu kém (lỗ >7% hoặc gãy nền). Tập trung nguồn vốn vào nhóm có sức mạnh tương quan (RS) cao hơn thị trường.
- **Kiểm soát tâm lý:** Hạn chế mua đuổi trong các nhịp hưng phấn quá đà (Climax Run) để bảo vệ giá vốn và hiệu suất tổng thể.

Kịch bản điểm số cao nhất trong năm 2026

| Nguồn: Kafi Research

Phương pháp đánh giá	Cơ sở	Tích cực	Tỷ trọng
Dự phóng trên tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường	2,052	2,118	50%
Phân tích kỹ thuật	1,950	2,200	50%
Tổng hợp điểm số	2,001	2,159	
Tăng trưởng YTD	14.3%	23.4%	

Danh mục chiến lược

Chủ đề đầu tư
Ngành – Doanh nghiệp



Hiệu suất đầu tư

Chênh lệch hiệu suất đầu tư từ nhóm cổ phiếu Vingroup

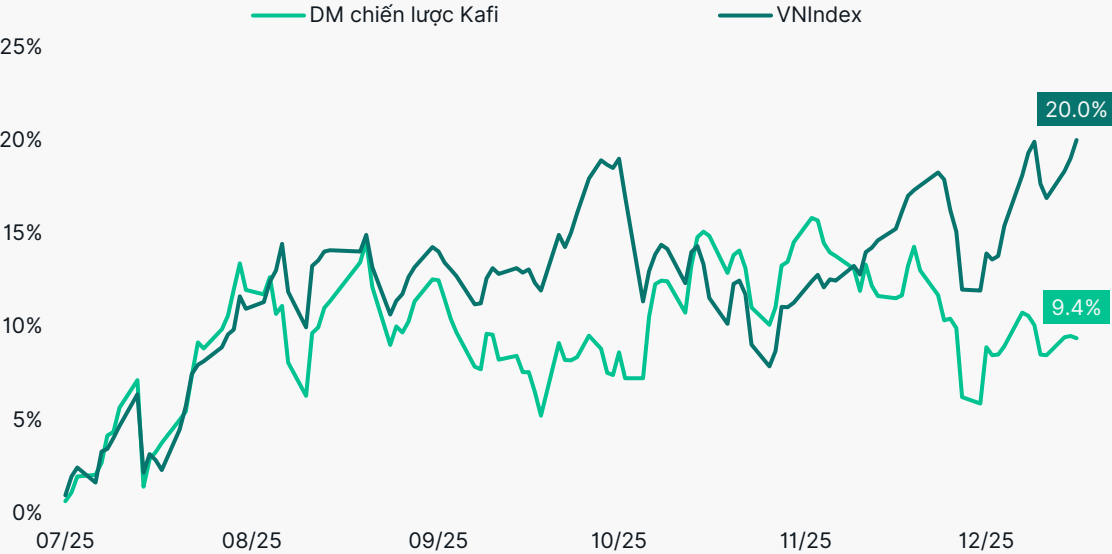
Danh mục chiến lược Kafi đạt hiệu suất 2.15% trong quý 4 năm 2025 (kể từ thời điểm công bố báo cáo ngày 20/10), và đạt tăng trưởng 9.4% kể từ thời điểm thành lập danh mục tại quý 2/2025.

- Đánh giá, hiệu suất đầu tư thấp hơn so với hiệu suất VNIndex bởi chênh lệch tỷ trọng tại nhóm cổ phiếu Vingroup. Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn này tiếp tục đẩy chỉ số chung đóng cửa cuối năm tại vùng điểm cao nhất, càng mở rộng độ phân hóa của VNIndex với các danh mục đầu tư trên thị trường.
- Chúng tôi bảo lưu việc cơ cấu danh mục trên triết lý đầu tư cân bằng. Hiệu suất DMCL chậm lại, kỳ vọng chỉ là trạng thái mang tính thời điểm. Xu hướng tăng với sự mất cân đối về cấu trúc thành phần bên trong đang tiềm ẩn rủi ro biến động cũng từ chính các cổ phiếu vốn hóa lớn này; do đó, **việc giải ngân vào các nhóm cổ phiếu cơ bản có định giá tốt là phương án an toàn, chấp nhận giảm độ tương quan (beta) với VNIndex trong khoảng 3-6 tháng tới.**

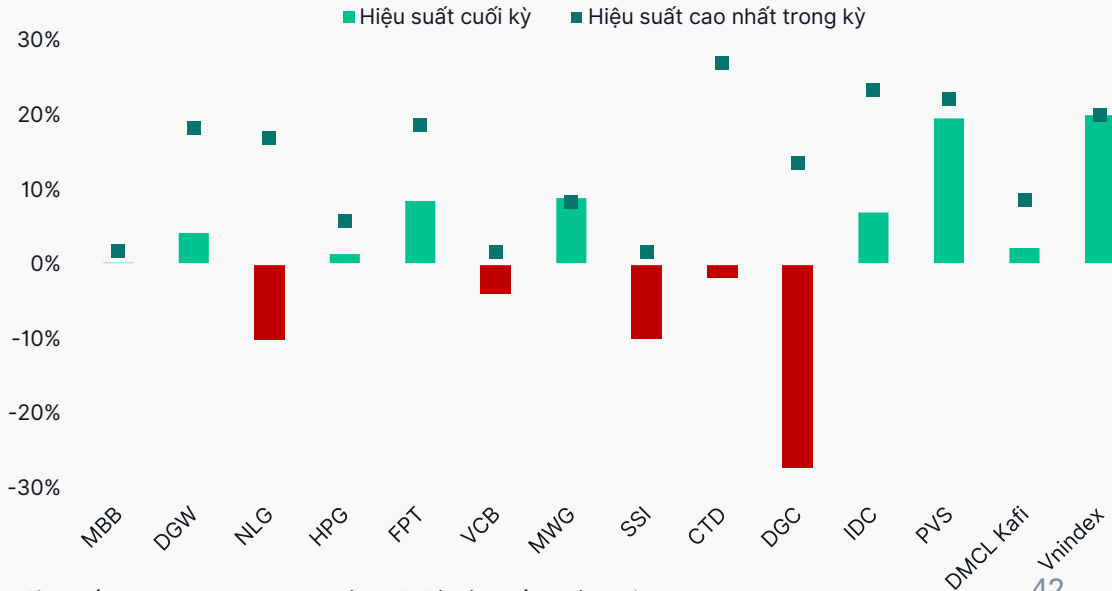
Mình bạch, công bố thông tin:

- Triết lý đầu tư của Danh mục chiến lược Kafi tập trung vào yếu tố tăng trưởng của doanh nghiệp (đánh giá cập nhật cho KQKD 12T tiếp theo).
- Phương pháp tính hiệu suất DMCL quý: Thời điểm công bố báo cáo là thời điểm mở vị thế, hiệu suất được tính đến ngày công bố BCCL tiếp theo. Do thời điểm công bố BCCL chỉ 1 lần vào cuối quý, do đó NĐT chủ động mua/bán theo các cơ hội đầu tư được khuyến nghị để có hiệu suất thực tế cao hơn DMCL Kafi chỉ được đánh giá cuối kỳ. Lưu ý, cổ phiếu được thêm vào DMCL nếu có mức điều chỉnh trên 10% -15%, NĐT cân nhắc hạ tỷ trọng 50%-100% vị thế cổ phiếu để quản trị danh mục đầu tư tổng thể.

Hiệu suất đầu tư của Danh mục chiến lược (DMCL) Kafi từ thời điểm thành lập
| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Tổng hợp hiệu suất doanh mục cổ phiếu riêng trong Q4/2025*
| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



*Hiệu suất BCCL năm 2025 được tính tại giá đóng cửa ngày 31/12

Cơ cấu danh mục

Phòng thủ danh mục cho chiến lược
cả năm 2026

Kế hoạch đầu tư trong H1/2026, Kafi nhận định xu hướng vĩ mô và chu kỳ thị trường chứng khoán vẫn đang ủng hộ cho vị thế nắm giữ cổ phiếu với vị thế khuyến nghị 80-100% danh mục. Chúng tôi đánh giá động lượng thị trường cởi mở hơn so với giai đoạn quý 4/2025, kỳ vọng xu hướng thị trường ổn định khi phần lớn doanh nghiệp đã điều chỉnh về hỗ trợ trung hạn (yếu tố bệ đỡ) và đòn bẩy từ chính sách điều hành đầu năm (yếu tố thúc đẩy).

- Điểm cần lưu ý với vị thế giao dịch mới: (1) phân hóa sức mạnh ở các nhóm cổ phiếu tương đối lớn, chọn cổ phiếu kỹ thuật tốt thì cân đối mua điều chỉnh/chọn cổ phiếu kỹ thuật yếu thì cân đối về tỷ trọng và thời gian đầu tư kỳ vọng dài hơn, (2) ngắn hạn, dòng tiền đầu tư có xu hướng đánh nhanh, biến động cao, nhưng quan điểm “mua đuổi, giá cao” đánh giá không phù hợp với môi trường lãi suất còn áp lực, (3) áp lực bán nếu có sẽ tập trung ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn riêng lẻ (nhóm Vingroup), (4) khuyến nghị phân bổ danh mục cân bằng.
- Cơ cấu DMCL Kafi: Chúng tôi thay thế vị thế tương đương cùng ngành nhưng triển vọng tăng trưởng cao hơn (KDH, PNJ), ngoài ra, bổ sung thêm cổ phiếu BIC, POW để tăng mức độ phòng thủ cho danh mục. Trường hợp cổ phiếu Đức Giang (DGC), chúng tôi loại cổ phiếu ra khỏi danh mục vì rủi ro quản trị, tiềm ẩn rủi ro đến hoạt động kinh doanh.

Cập nhật DMCL các kỳ
| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Kỳ đầu tư	Danh sách nắm giữ	Danh sách thêm vào/loại bỏ
Q1/2026	MBB, VCB, CTD, HPG, IDC, PVS, FPT, MWG, SSI	TCB, KDH, POW, PNJ, BIC DGW, NLG, DGC
Q4/2025	MBB, DGW, NLG, HPG, FPT	VCB, MWG, SSI, CTD, DGC, IDC, PVS VPB, VCG, BMP, CMG, VCI
Q3/2025	MBB, VPB, DGW, NLG, HPG, VCG, BMP, FPT, CMG, VCI	

Cổ phiếu	Tăng trưởng	Định giá	Động lượng kỹ thuật	Khuyến nghị hành động
MBB	+			Nắm giữ
TCB				Mua mới
VCB		+		Nắm giữ
MWG	+		+	Nắm giữ
PNJ				Mua mới
KDH		+		Mua mới
IDC		+		Nắm giữ
HPG	+			Nắm giữ
CTD	+	+		Nắm giữ
POW	+			Mua mới
PVS	+			Nắm giữ
SSI	+			Nắm giữ
FPT				Gia tăng
BIC	+	+		Mua mới

Để tạo “sức bền” cho danh mục trên một bối cảnh thị trường năm 2026 dự kiến có nhiều biến động, chúng tôi đề cao phân bổ cân bằng trong tỷ trọng danh mục, tương đương với các chủ đề đầu tư.

Chủ đề đầu tư

Ngành	Đánh giá	Luận điểm đầu tư	Kafi lựa chọn
<u>Ngân hàng</u>	Tích cực	Tăng trưởng tín dụng 2026 dự phóng đạt 17.5%YTD, giữ vai trò trụ cột trong việc cung cấp vốn đáp ứng mục tiêu về tăng trưởng kinh tế phần đầu 10% YoY. Nền lãi suất đã tạo đáy trong năm 2025, kỳ vọng biên lãi ròng (NIM) cải thiện ổn định. Chất lượng tài sản an toàn hơn theo đà phục hồi của nền kinh tế nói chung, tỷ lệ nợ xấu dự kiến trong xu hướng điều chỉnh trong năm 2026, đạt 1.57% so với mức 1.61% cuối năm 2025F. Mặt bằng định giá (P/B) ở mức tương đương trung bình 5 năm, dư địa tăng giá đánh giá khả quan.	MBB, TCB, VCB CTG, BID, ACB
<u>Chứng khoán</u>	Tích cực	Vai trò của thị trường vốn mở rộng trong năm 2026. Thanh khoản thị trường duy trì cao trên 25-30k tỷ/phiên, trên môi trường chính sách tiền tệ nới lỏng ổn định. Tiến độ nâng hạng thị trường thuận lợi, kỳ vọng dòng vốn ngoại quay trở lại.	SSI TCX, HCM, VCK
<u>Xây dựng</u>	Trung lập	Kế hoạch giải ngân đầu tư công mở rộng 18.3% so với năm 2025. Khởi thông “nút thắt” pháp lý tại thị trường bất động sản, song thay đổi chính sách về thuế sử dụng đất nói chung dẫn đến dự phóng tăng trưởng trung lập ở mảng BĐS dân dụng, chủ yếu phục hồi ở mảng NOXH. Doanh nghiệp xây dựng niêm yết đang có khối lượng Backlogs cao, tương đương 2-3 năm doanh thu. Định giá ở mức tương đương trung bình 5 năm, dư địa tăng giá đánh giá khả quan.	CTD CTR, HHV
<u>Thép</u>	Tích cực	Nhu cầu thép nội địa phục hồi theo chu kỳ đầu tư công và xây dựng hạ tầng, bù đắp cho rủi ro tại thị trường xuất khẩu do chính sách bảo hộ sản xuất toàn cầu. Nguồn cung hạn chế, kỳ vọng giá hàng hóa tăng giúp cải thiện biên gộp. Định giá ở mức tương đương trung bình 5 năm, dư địa tăng giá đánh giá khả quan.	HPG HSG
<u>Bất động sản</u> <u>- Khu công nghiệp</u>	Trung lập	Chính phủ lập các tổ công tác tháo gỡ pháp lý tại các dự án BĐS lâu năm, đặc biệt trong khu vực miền nam. Tín dụng ở lĩnh vực bất động sản kiểm soát chặt hơn trong năm 2026. Dòng vốn FDI thực hiện và đăng ký dự phóng khó bứt phá, tăng trưởng trung lập. Định giá ở vùng thấp trong lịch sử, dư địa KQKD tăng trưởng kỹ thuật cao bởi nền thấp năm 2025.	KDH, IDC VHM, NLG, SZC, KBC

Ngành	Đánh giá	Luận điểm đầu tư	Kafi lựa chọn
<u>Bán lẻ</u>	Tích cực	Bán lẻ ICT-CE hưởng lợi từ giảm thuế VAT 2% đến hết 2026 Nghị quyết 198/2025/QH15: Bỏ thuế khoán, chuyển sang thuế kê khai trên doanh thu, tạo điều kiện cho chuỗi bách hóa và được hiện đại mở rộng thị phần. Ngành trang sức vàng được hưởng lợi từ Nghị định 232/2025/NĐ-CP (hiệu lực 10/2025).	MWG, PNJ DGW
<u>Cảng biển</u>	Tích cực	Hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục đà tăng trưởng vượt lên kỳ vọng về vấn đề thuế quan. Giải ngân đầu tư công tăng trưởng ổn định tạo đà cho hoạt động xuất nhập khẩu từ khối FDI Các doanh nghiệp trong ngành tiếp đầu tư mạnh vào mở rộng năng lực khai thác tạo dư địa tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận.	GMD, HAH VSC
<u>Bảo hiểm</u>	Tích cực	Ngành bảo hiểm được kỳ vọng tăng trưởng trở lại, dẫn dắt bởi sự phục hồi của bảo hiểm nhân thọ và đà tăng ổn định của phi nhân thọ thông qua: (i) gia tăng các dự án đầu tư lớn; (ii) mở rộng các sản phẩm bảo hiểm bắt buộc. Thu nhập đầu tư được kỳ vọng cải thiện trong bối cảnh lãi suất duy trì xu hướng tăng trở lại từ 2026, trong khi tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm tại Việt Nam vẫn còn thấp so với khu vực.	BVH, BMI, MIG, BIC, PVI
<u>Dầu khí</u>	Tích cực	Các dự án thượng nguồn trong nước bước vào giai đoạn tăng tốc 2026–2027, tạo động lực cho nhóm dịch vụ kỹ thuật và EPCI. Xu hướng phát triển điện khí LNG mở ra dư địa tăng trưởng trung – dài hạn cho chuỗi khí. Ở mảng hạ nguồn, các doanh nghiệp hưởng lợi từ nâng cấp – mở rộng công suất và tối ưu biên lợi nhuận. Chính sách ngành tiếp tục theo hướng hỗ trợ đầu tư.	GAS, PVS, PVT
<u>Công nghệ</u>	Tích cực	Ngành công nghệ hưởng lợi từ xu hướng đầu tư toàn cầu vào chuyển đổi số, AI và hạ tầng dữ liệu. Trong nước, khu vực công và tư nhân tiếp tục được khuyến khích đầu tư cho khoa học – công nghệ, thể hiện qua Nghị quyết 57-NQ/TW, 68-NQ/TW và 79-NQ/TW. Nhờ đó, các doanh nghiệp công nghệ duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao hơn mặt bằng thị trường.	FPT, CMG
<u>Điện</u>	Tích cực	Nhu cầu điện dự báo duy trì tăng trưởng cao trong giai đoạn 2026–2030F, phù hợp với mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Quy hoạch điện VIII thúc đẩy làn sóng đầu tư mới, hỗ trợ cho tăng trưởng. Xu hướng thời tiết dịch chuyển sang trung tính rồi El Nino nửa sau năm 2026 làm gia tăng nhu cầu điện.	REE, POW, NT2
<u>Hóa chất</u>	Tích cực	Xu hướng mở rộng xuất khẩu Ure từ doanh nghiệp đầu ngành như DCM trong năm 2026 cộng với sự hỗ trợ từ Nghị định 79 về kinh tế tư nhân giúp cho mảng phân bón của ngành xâm nhập sâu hơn vào các thị trường lớn và khó tính. Ngoài ra, bất ổn địa chính trị kéo dài khiến giá hàng hóa, đặc biệt là các nhóm sản phẩm chiến lược như phân bón hay phốt pho tăng cao giúp cải thiện biên lợi gộp của ngành.	DCM

Ngành ngân hàng

Vững đà tăng trưởng

- Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực đối cổ phiếu ngành ngân hàng, nhờ các động lực như:
- 1. Bối cảnh vĩ mô hỗ trợ tăng trưởng, đồng thời khung pháp lý ngành ngân hàng được nâng cấp tiệm cận các chuẩn mực quốc tế.
 - 2. Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô.
 - 3. NIM ổn định, nhờ Chính sách tiền tệ được kỳ vọng điều hành thận trọng hơn, cùng sự gia tăng lãi suất tài sản và việc tháo gỡ dần room tín dụng.
 - 4. Chất lượng tài sản cải thiện nhờ vĩ mô thuận lợi, các dự án BĐS được tháo gỡ pháp lý, và thu nhập dân cư gia tăng.
 - 5. Tiềm năng được tái định giá cao hơn của các cổ phiếu ngân hàng.
 - 6. Cải cách pháp lý hướng đến hệ thống NH hoạt động hiệu quả, minh bạch, bền vững hơn, ủng hộ tăng trưởng dài hạn.

Rủi ro: 1. Kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại; 2. Nợ xấu tăng nhiều hơn kỳ vọng; 3. Rủi ro chu kỳ BĐS; 4. NIM chưa phục hồi như kỳ vọng; 5. Tăng chi phí hoạt động, chi phí tín dụng tại một số NH nhỏ dưới tác động của chính sách mới.

Tiêu chí lựa chọn doanh nghiệp: Những Ngân hàng có tiềm năng tăng trưởng tín dụng cao, khả năng cải thiện NIM tốt trong năm 2026F, năng lực quản trị rủi ro vượt trội, và định giá hấp dẫn.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	%YoY LNST		P/B		ROE
		2025F	2026F	2025	2026F	
VCB	Mua	5.4%	13.2%	2.1x	2.3x	16.7%
BID	Theo dõi	6.7%	13.6%	1.7x	1.6x	17.0%
CTG	Theo dõi	22.0%	17.4%	1.6x	1.6x	18.8%
MBB	Mua	14.1%	17.8%	1.6x	1.4x	19.8%
TCB	Mua	13.9%	18.7%	1.5x	1.4x	15.5%
ACB	Mua	13.3%	16.9%	1.4x	1.3x	20.5%

Triển vọng ngành 2026F

Nhận định triển vọng lạc quan của ngành ngân hàng năm 2026F

	2025F	2026F	Diễn giải
Tăng trưởng tín dụng	18-19%	17-18%	Tăng trưởng tín dụng hạ nhiệt so với năm 2025. Do năm 2026, các NH ưu tiên tăng trưởng bền vững hơn sau một năm 2025 tăng trưởng mạnh mẽ, nhưng ở mức cao, nhờ những động lực tăng trưởng kinh tế duy trì cùng chính sách tài khóa mở rộng.
NIM	3.67%	3.76%	Trong bối cảnh năm 2026, FED được kỳ vọng giảm lãi suất, Chính sách tiền tệ được kỳ vọng điều hành thận trọng hơn, kết hợp hợp lý với chính sách tài khóa, NIM sẽ tăng nhẹ 5-50 bps, nhờ cho vay bán lẻ tiếp tục đà phục hồi, hoạt động SME dần đi vào ổn định, các NH mở rộng cho vay dài hạn, và việc dần tháo gỡ room tín dụng giúp lãi suất cho vay được tái định giá.
Tăng trưởng Thu nhập ngoài lãi	18.1%	9%	Tăng chậm lại từ nền cao năm 2025, nhưng mở rộng tại các NH đẩy mạnh bán chéo thông qua hệ sinh thái đa dạng và cơ sở khách hàng lớn.
Tỷ lệ Nợ xấu (*)	1.61%	1.57%	Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện nhờ môi trường vĩ mô thuận lợi, pháp lý các dự án BĐS được tháo gỡ hỗ trợ xử lý nợ xấu, và gia tăng thu nhập dân cư.
Chi phí tín dụng	1.4%	1.4%	Chi phí tín dụng đi ngang khi tỷ lệ hình thành nợ xấu của ngành ngân hàng giảm và nợ xấu được xử lý nhanh hơn nhờ Nghị quyết 42 đã được luật hóa năm 2025.
Chi phí hoạt động%TOI (CIR)	31%	30.2%	CIR giảm nhờ NH duy trì kiểm soát chi phí hoạt động, đẩy mạnh chuyển đổi số, gia tăng hiệu suất hoạt động, và hưởng lợi từ lợi thế quy mô.
%YoY Lợi nhuận trước thuế	15.5%	18.6%	Lợi nhuận của các NH tăng trưởng khả quan hơn năm 2026F nhờ tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao, NIM cải thiện nhẹ, thu nhập ngoài lãi mở rộng và chất lượng tài sản được kiện toàn.

(*) Nguồn: Số liệu dự phóng của 10 NHTM trong danh mục của Kafi Research

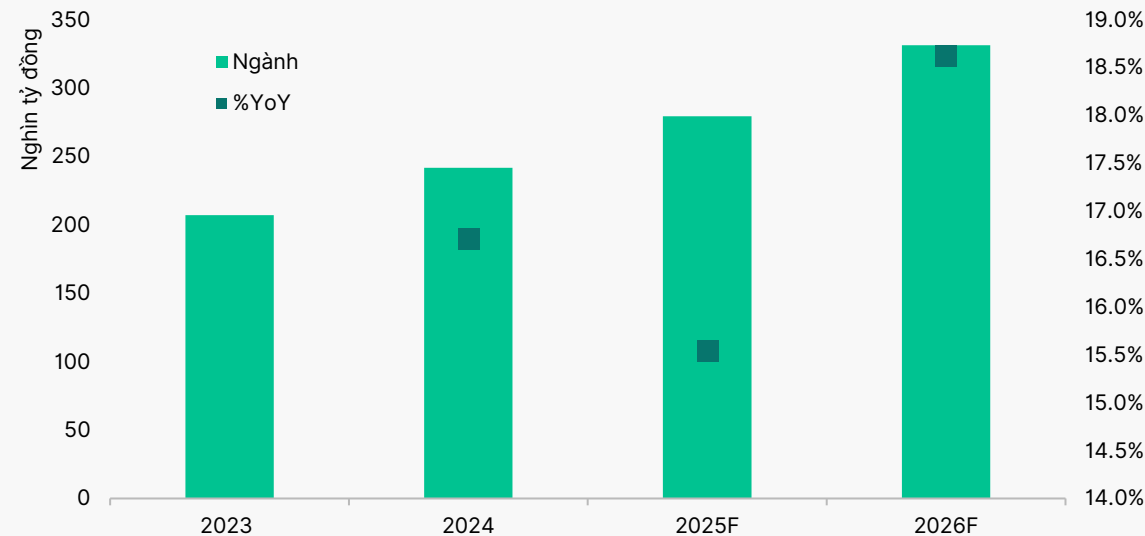
LNTT toàn ngành ước tính tăng 18.6% năm 2026

Tốc độ tăng trưởng LNTT tăng từ 15.5% năm 2025 lên 18.6% năm 2026.

- Lợi nhuận trước thuế (LNTT) của ngành NH năm 2026F sẽ tăng trưởng 18.6%, khả quan hơn năm 2025 (15.5%), nhờ:
- (1) Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao, NIM cải thiện nhẹ, qua đó thúc đẩy thu nhập lãi thuần tăng trưởng 21.5%YoY.
 - (2) Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 9% nhờ hoạt động xử lý nợ xấu được đẩy nhanh, hoạt động bancassurance đang bước vào chu kỳ phục hồi, hoạt động kinh doanh ngoại hối hưởng lợi từ sự biến động của tỷ giá, hoạt động thanh toán không dùng tiền mặt tăng trưởng nhanh.
 - (3) Chi phí hoạt động ước tăng 17%YoY khi các NH kiểm soát chi phí và thực hiện chuyển đổi số. Hiệu quả hoạt động toàn ngành cải thiện khi năng suất lao động gia tăng.
 - (4) Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự phóng tăng 20%YoY, nhờ chi phí tín dụng được duy trì khi mặt bằng rủi ro tín dụng giảm dần.

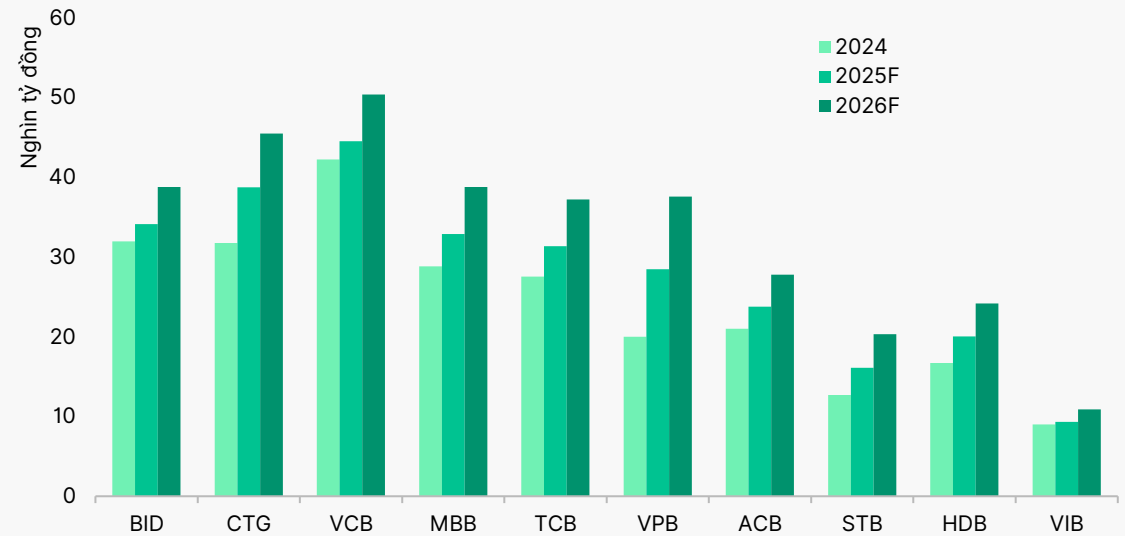
LNTT của ngành ngân hàng

| Nguồn: Số liệu dự phóng của 10 NHTM trong danh mục của Kafi Research



LNTT dự phóng của các NHTM

| Nguồn: Kafi Research



Chất lượng tài sản cải thiện

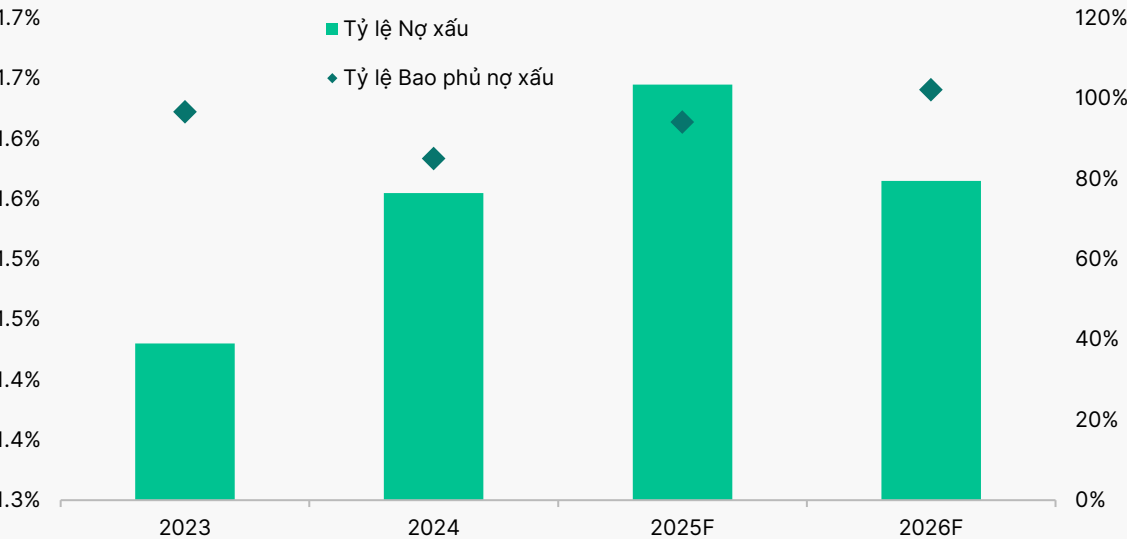
Kỳ vọng chất lượng tài sản ngành ngân hàng năm 2026 được củng cố

Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản ngành ngân hàng năm 2026 sẽ được củng cố, với tỷ lệ nợ xấu giảm còn 1.57%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên 102%, nhờ các yếu tố hỗ trợ sau:

- (1) Bối cảnh kinh tế khả quan, thu nhập người cải thiện, qua đó gia tăng khả năng trả nợ của nền kinh tế.
- (2) Nghị quyết 42 về xử lý nợ xấu được luật hóa năm 2025, sẽ được vận dụng rộng rãi và triệt để hơn trong năm 2026, khi các hướng dẫn thực hiện rõ ràng hơn. Qua đó, quá trình thu giữ nợ xấu diễn ra nhanh hơn, vừa giúp làm sạch bảng cân đối vừa tăng hiệu quả sử dụng vốn.
- (3) Các Ngân hàng hướng đến hoàn thiện chính sách quản trị rủi ro theo chuẩn Basel III, đáp ứng các quy định thông tư 14, giúp nâng cao chất lượng bảng cân đối, đảm bảo an toàn hệ thống.
- (4) Thị trường bất động sản ổn định, hỗ trợ quá trình xử lý nợ xấu, bảo toàn chất lượng bảng cân đối.

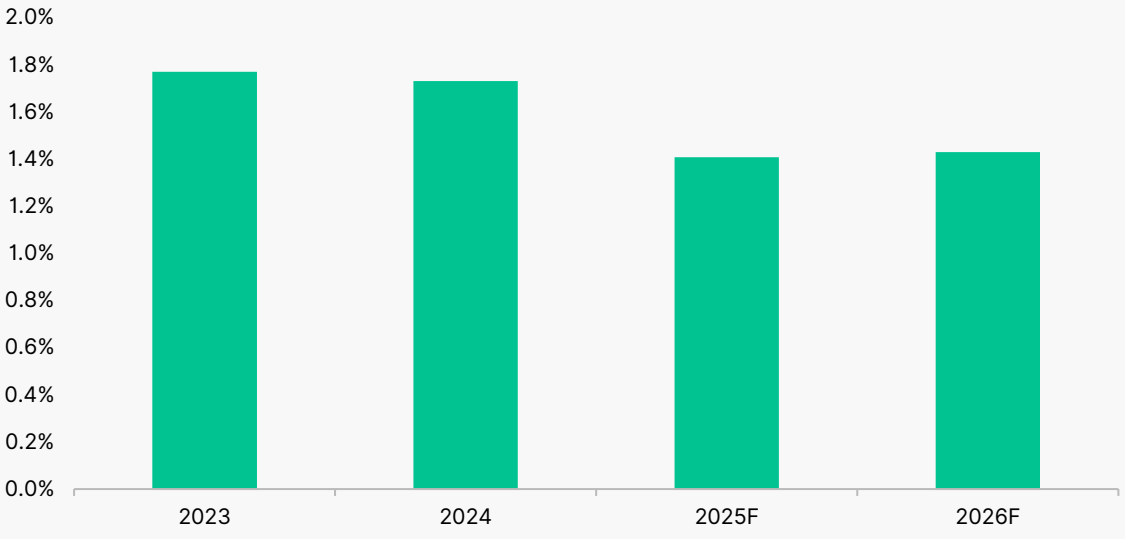
Chất lượng tài sản của ngành ngân hàng

| Nguồn: Số liệu dự phóng của 10 NHTM trong danh mục của Kafi Research



Chi phí tín dụng (*) của ngành ngân hàng

| Nguồn: Số liệu dự phóng của 10 NHTM trong danh mục của Kafi Research



| (*) Chi phí tín dụng = Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng % Dư nợ

Đổi mới pháp luật

Cải cách pháp lý tăng tiềm năng tăng trưởng trong trung dài hạn của ngành ngân hàng.

Chuỗi những cải cách pháp lý trong ngành ngân hàng đánh dấu bước chuyển mình quan trọng từ cơ chế điều hành tăng trưởng dựa trên hạn mức sang mô hình mang tính thị trường, minh bạch hơn, chú trọng quản trị rủi ro, đáp ứng các chuẩn mực quốc tế, và hỗ trợ kịp thời và hiệu quả các tổ chức tín dụng yếu kém, qua đó nâng cao chất lượng hoạt động của các NHTM.

Dù tăng chi phí tuân thủ của các NH trong ngắn hạn, các chính sách này sẽ nâng cao chất lượng bảng cân đối, cải thiện an toàn hệ thống, giúp thu hút nguồn vốn ngoại và tạo đà tăng trưởng trong trung dài hạn cho ngành ngân hàng.

Pháp lý	Nội dung	Tác động chính sách
Basel III – TT 14/2025	Nâng quy định về tỷ lệ an toàn vốn tiệm cận Basel III: Min CAR ≤ 8%, Min Tier 1 ratio ≤ 6%, Bổ sung bộ đệm bảo toàn vốn (CCB), Bộ đệm chu kỳ (CCyB) ~ 2.5%; CAR ~ 10-13%.	Yêu cầu về chất lượng vốn gia tăng sẽ đẩy nhanh nhu cầu tăng vốn của các NH, đảm bảo an toàn cho hệ thống tài chính. Phần lớn các NH đã đáp ứng các yêu cầu tối thiểu của Basel III, trong khi các NH quốc doanh nhiều khả năng sẽ tăng vốn tự có, tăng cho vay các ngành có hệ số rủi ro thấp. Thông tư mới sẽ định hướng dòng tín dụng vào những ngành lành mạnh, bền vững, theo định hướng phát triển kinh tế của đất nước. Đồng thời hỗ trợ cho quá trình chuyển đổi từ cơ chế quản lý tăng trưởng tín dụng dựa trên hạn mức sang giám sát dựa trên rủi ro.
Gỡ bỏ hạn mức tín dụng	Dần thay thế việc NHNN phân bổ “room” tín dụng cho các NHTM bằng tăng trưởng tín dụng dựa trên quản trị rủi ro.	Thể hiện bước ngoặt chính sách điều hành tín dụng của NHNN, giúp thị trường tín dụng phản ánh đúng rủi ro hệ thống. Do đó, chỉ những tổ chức tín dụng đủ năng lực về vốn và quản trị rủi ro mới có thể tăng trưởng tín dụng, tăng tính ổn định hệ thống và hiệu quả phân bổ vốn.
Thông tư số 21/2025/TT-NHNN	Chuẩn hóa khung xếp hạng CAMELS (Vốn, Chất lượng tài sản, quản trị, KQKD, thanh khoản, độ nhạy thị trường)	Là cơ sở để NHNN áp dụng các biện pháp quản lý và xử lý dựa trên xếp hạng, bước chuẩn bị cho bước ngoặt quản trị tăng trưởng tín dụng bằng rủi ro, giúp phát hiện sớm NH yếu kém, hạn chế rủi ro hệ thống. Các NH sẽ gia tăng tuân thủ kiểm toán nội bộ, quản trị rủi ro, dữ liệu báo cáo, qua đó tăng chi phí hoạt động nhưng đồng thời các NH có dữ liệu sạch và quản trị tốt sẽ hưởng lợi.
Nghị định 245/2025	Xóa quyền công ty đại chúng được đặt room ngoại dưới trần pháp lý	Do NH là nhóm cổ phiếu được các NĐT NN ưa chuộng, NĐ 245 tạo điều kiện thuận lợi cho dòng vốn ngoại từ các quỹ, ETF, quỹ chiến lược v.v. chảy vào cổ phiếu ngân hàng, qua đó tăng tính hấp dẫn của thị trường vốn Việt Nam, mở rộng thanh khoản, hỗ trợ gia tăng định giá ngành ngân hàng.

Đổi mới pháp luật (tt)

Cải cách pháp lý tăng tiềm năng tăng trưởng trong trung dài hạn của ngành ngân hàng.

Chuỗi những cải cách pháp lý trong ngành ngân hàng đánh dấu bước chuyển mình quan trọng từ cơ chế điều hành tăng trưởng dựa trên hạn mức sang mô hình mang tính thị trường, minh bạch hơn, chú trọng quản trị rủi ro, đáp ứng các chuẩn mực quốc tế, và hỗ trợ kịp thời và hiệu quả các tổ chức tín dụng yếu kém, qua đó nâng cao chất lượng hoạt động của các NHTM.

Dù tăng chi phí tuân thủ của các NH trong ngắn hạn, các chính sách này sẽ nâng cao chất lượng bảng cân đối, cải thiện an toàn hệ thống, giúp thu hút nguồn vốn ngoại và tạo đà tăng trưởng trong trung dài hạn cho ngành ngân hàng.

Pháp lý	Nội dung	Tác động chính sách
Nghị định 232/2025/NĐ-CP	Bãi bỏ cơ chế độc quyền trong sản xuất vàng miếng, xuất nhập khẩu nguyên liệu vàng miếng, chuyển sang cơ chế cấp phép cho doanh nghiệp và các NHTM đủ điều kiện	(1) Việc minh bạch dữ liệu giao dịch vàng hỗ trợ công tác giám sát rủi ro thanh khoản. (2) Thanh toán vàng qua tài khoản ngân hàng mang lại nguồn thu phí dịch vụ và tăng CASA; (3) NH đủ điều kiện tham gia chuỗi giá trị sản xuất vàng miếng, giúp đa dạng hóa nguồn thu; (4) Dòng tiền minh bạch hơn trong thị trường vàng, việc giảm lượng tiền mặt không chính thức sẽ tác động tích cực đến huy động tiền gửi.
Thông tư 31/2025/TT-NHNN	Siết hoạt động mua nợ và nắm giữ tài sản của công ty quản lý nợ	Việc giới hạn thời gian nắm giữ bất động sản là 5 năm buộc công ty quản lý nợ đẩy nhanh xử lý tài sản đảm bảo, qua đó thúc đẩy quá trình xử lý nợ xấu trong hệ thống ngân hàng. Quy định về trần tổng giá trị mua nợ không vượt quá vốn điều lệ công ty quản lý nợ tránh việc mua nợ vượt quá năng lực vốn, qua đó giảm rủi ro đối với NH mẹ. Việc cấm kinh doanh BĐS, và chỉ mua tài sản đảm bảo phục vụ thu hồi nợ giúp công ty quản lý nợ tập trung thu hồi nợ, tránh đầu cơ bất động sản.
Nghị định 69/2025	NH nhận chuyển giao bắt buộc NH yếu kém được nâng trần sở hữu tối đa lên 49%, siết chặt hơn cách tính room ngoại	Thu hút dòng vốn ngoại hỗ trợ tái cơ cấu ngân hàng yếu kém, tăng tính minh bạch trong cách tính sở hữu nước ngoài giúp ổn định hệ thống. Những NH như VCB, MBB, VPB, HDB nhiều khả năng sẽ hưởng lợi từ dòng vốn ngoại trong tương lai.
Thay đổi trong IFRS	Những thay đổi trong kế toán, ghi nhận rủi ro, chất lượng lợi nhuận, và độ minh bạch số liệu	Tăng tính minh bạch và so sánh quốc tế trong báo cáo tài chính, hỗ trợ tuân thủ Basel 3 và các quy định trong Thông tư 14/2025. Một số NH nhỏ sẽ phải đối mặt với các thách thức như đánh giá lại mô hình kinh doanh, cách tính dự phòng tổn thất tín dụng dự kiến thay vì chỉ dựa trên tổn thất đã phát sinh làm tăng chi phí dự phòng.

Định giá

Ngành ngân hàng sẽ được định giá cao hơn vào năm 2026F

Định giá P/B của ngành ngân hàng đã tăng 49% từ tháng 4/2025 cho đến tháng 8/2025, sau đó điều chỉnh về mức trung bình 5 năm (2020-2025) là 1.6x vào cuối năm 2025.

Sang năm 2026F, chúng tôi kỳ vọng ngành ngân hàng sẽ được tái định giá cao hơn nhờ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ dựa trên bối cảnh vĩ mô của Việt Nam. Thêm vào đó, khung pháp lý mới về quản trị rủi ro, quản trị doanh nghiệp và báo cáo tài chính được hoàn thiện theo chuẩn quốc tế sẽ gia tăng sức hút của cổ phiếu ngành ngân hàng đối với nhà đầu tư nước ngoài, khi thị trường được nâng hạng, các doanh nghiệp vốn hóa lớn sẽ là sự lựa chọn tiềm năng cho dòng vốn ngoại.

Chúng tôi cũng kỳ vọng hoạt động tăng vốn của ngành NH sẽ diễn ra sôi động trong năm 2026F, qua đó, nhờ nền tảng vốn vững vàng và khả năng chống chịu rủi ro gia tăng, ngành ngân hàng sẽ được định giá cao hơn.

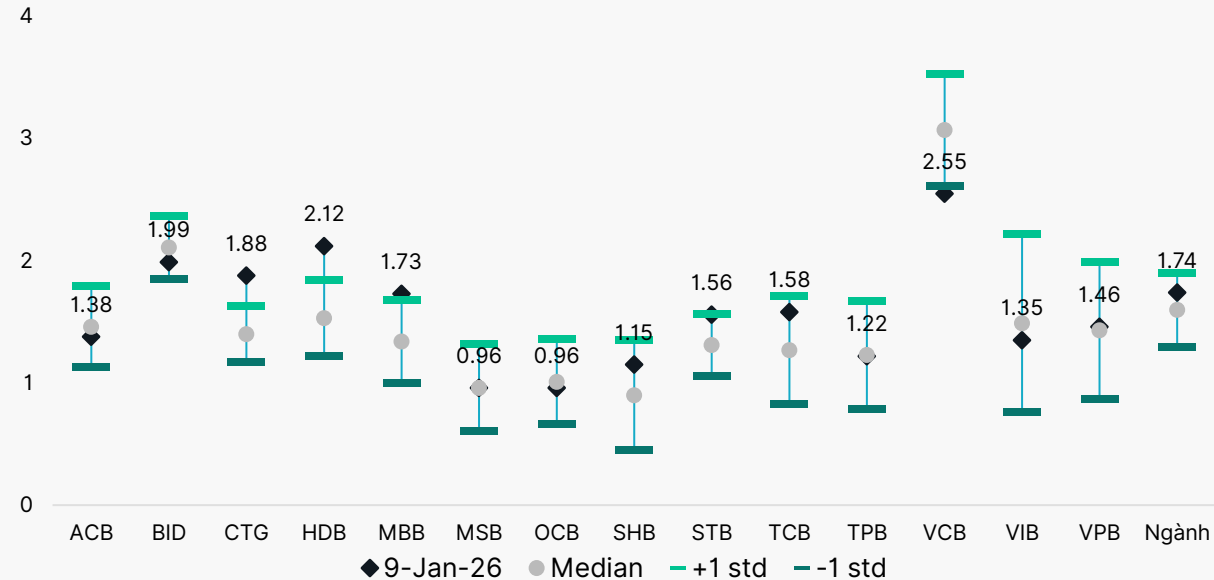
Định giá P/B của ngành ngân hàng

Nguồn: Finpro, Kafi Research



Định giá P/B ngày 09/01/2025 của các NHTM so với trung bình 5 năm

Nguồn: Finpro, Kafi Research



Phân tích SWOT

Chúng tôi nhận thấy điểm mạnh và cơ hội của ngành ngân hàng vượt lên trên những thách thức và điểm yếu.

Điểm mạnh (S)

- Những NH lớn sở hữu hệ sinh thái công ty con và cơ sở khách hàng lớn, giúp duy trì tăng trưởng và ổn định chi phí huy động vốn.
- Chuyển đổi số mạnh mẽ tăng hiệu quả hoạt động, trải nghiệm KH và thu hút CASA.
- Hoạt động nâng cấp hệ thống quản trị rủi ro lên chuẩn Basel III được đẩy mạnh.
- Công tác tăng vốn được đẩy mạnh, gia tăng sức chống chịu của các NH.

Điểm yếu (W)

- Tín dụng chảy vào BĐS lớn, trong khi dòng vốn cần tập trung nhiều hơn vào sản xuất - kinh doanh, và DN đổi mới sáng tạo
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đang ở mức thấp trong nhiều năm, đặc biệt nhóm NH nhỏ chịu áp lực tăng vốn và áp dụng Basel III
- NIM có khả năng chưa phục hồi như kỳ vọng khi nhu cầu huy động làm tăng chi phí huy động vốn.

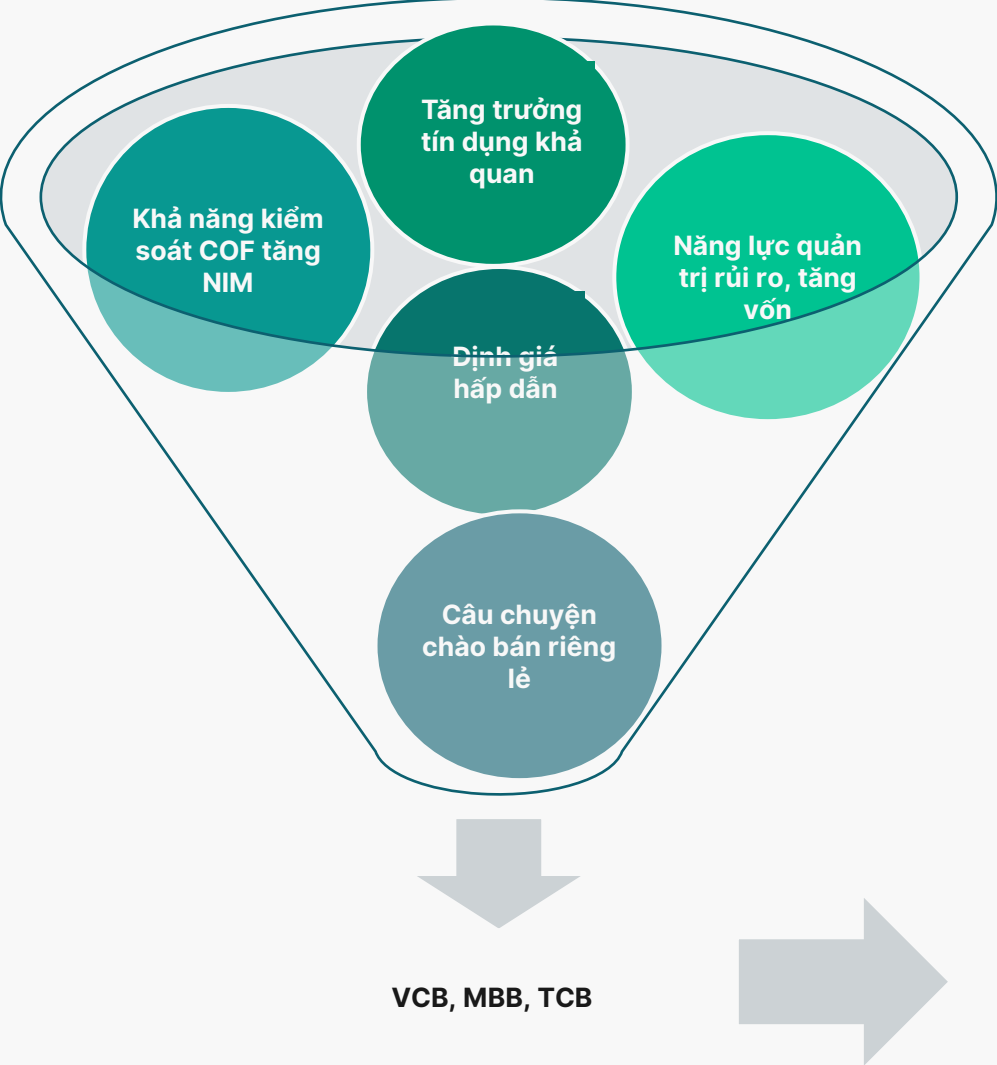
Cơ hội (O)

- Bức tranh vĩ mô thuận lợi ủng hộ tăng trưởng tín dụng cao nhưng bền vững hơn.
- Chính sách tiền tệ thận trọng cùng sự gia tăng lợi suất tài sản giúp ổn định NIM.
- Chuỗi các chính sách mới nâng cao khả năng chống chịu và giúp ổn định hệ thống.
- Tiềm năng được định giá cao hơn, câu chuyện chào bán riêng lẻ và bán vốn cho NĐTNN.

Thách thức (T)

- Tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới được dự báo chậm lại.
- Chính sách tiền tệ không còn nhiều dư địa buộc NHNN cân bằng giữa huy động nguồn lực cho nền kinh tế và mục tiêu an toàn vĩ mô.
- Việc tuân thủ các quy định mới yêu cầu ngân hàng gia tăng chi phí hoạt động và tăng vốn.

Chọn lựa cổ phiếu





(1) VCB là sự lựa chọn an toàn cho chiến lược đầu tư ít rủi ro, nhờ chất lượng tài sản dẫn đầu và mô hình kinh doanh bền vững. Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu 2026 lần lượt là 0.75% (-8 bps) và 201%.

(2) Định giá hiện tại ở mức hấp dẫn (LTM P/B thấp hơn trung bình 5 năm), với upside đáng kể (29%) trong dài hạn.

(3) Tiềm năng tái định giá: VCB dự kiến phát hành 6.5%VĐL cho NĐT chiến lược giữa 2026.



(1) MBB phát huy lợi thế tập khách hàng lớn và hệ sinh thái MB, giúp tăng trưởng tín dụng mạnh 24% (2026F); năng lực kiểm soát COF tốt giúp NIM đạt 4.3% .

(2) Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu giảm còn 1.6%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 108% nhờ năng lực quản trị rủi ro mạnh, tập KH chất lượng, và thị trường BĐS ổn định.

(3) Tiềm năng tái định giá khi thị trường được nâng hạng.



(1) Tăng trưởng tín dụng khả quan ước tính 21% (2026F), thuộc nhóm dẫn đầu.

(2) NIM cải thiện nhờ thị trường BDS ổn định, tỷ lệ CASA vượt trội, chính sách lãi vay linh hoạt kết thúc. Đa dạng hóa thu ngoài lãi giúp LNTT (2026F) tăng 18.7%.

(3) Bảng cân đối vững chắc, nhờ chính sách quản lý rủi ro nghiêm ngặt, cải cách pháp lý trên thị trường BDS và NH nâng chuẩn quản lý rủi ro và xử lý nợ xấu.

Tổng hợp định giá

Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực đối cổ phiếu ngành ngân hàng

- Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực đối cổ phiếu ngành ngân hàng, nhờ các động lực như:
- 1. Bối cảnh vĩ mô hỗ trợ tăng trưởng, đồng thời khung pháp lý ngành ngân hàng được nâng cấp tiệm cận các chuẩn mực quốc tế;
 - 2. Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao;
 - 3. NIM ổn định;
 - 4. Chất lượng tài sản cải thiện;
 - 5. Tiềm năng định giá lại, như đã đề cập ở trên.

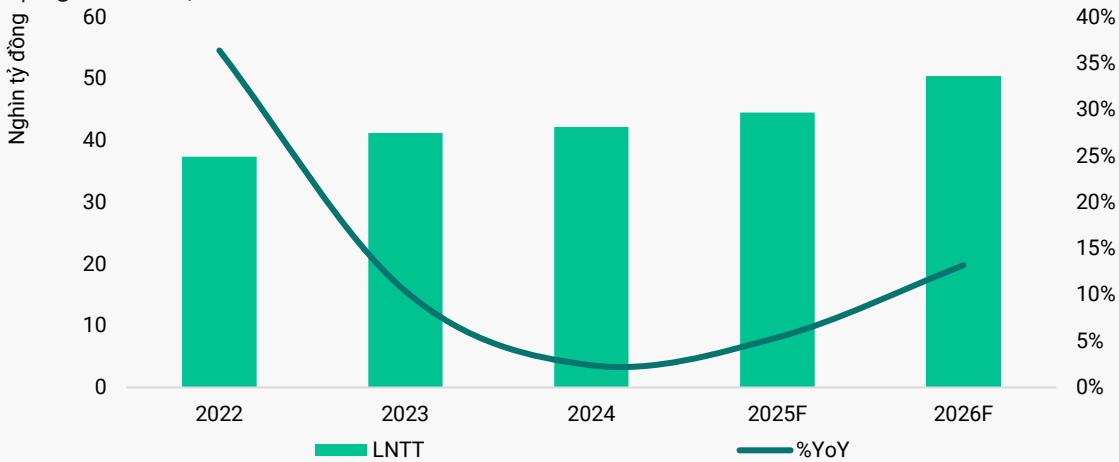
				Tăng trưởng LNTT			P/B			P/E			ROE		
	Giá hợp lý (VND/cp)	Upside	Khuyến Nghị	2024	2025F	2026F	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	2024	2025F	2026F
BID	46,600	1.19%	Mua	15.93%	6.7%	13.6%	1.9x	1.7x	1.6x	11.1x	10.2x	10.6x	19.1%	17.0%	16.4%
CTG	41,600	2.09%	Theo dõi	27.11%	22%	17.4%	1.5x	1.6x	1.6x	9.4x	8.2x	8.9x	18.6%	18.8%	18.4%
VCB	74,100	8.97%	Mua	2.20%	5%	13.2%	2.7x	2.1x	2.3x	14.8x	13.6x	8.5x	18.7%	16.7%	16.0%
MBB	32,100	17.58%	Mua	9.59%	14%	17.8%	1.3x	1.6x	1.4x	6.2x	8.4x	8.5x	21.5%	19.8%	19.9%
TCB	43,000	17.33%	Mua	20.32%	14%	18.7%	1.2x	1.5x	1.4x	7.7x	11.2x	10.2x	15.6%	15.5%	15.8%
VPB	37,000	30.97%	Mua	85.24%	42%	32.0%	1.1x	1.5x	1.4x	11.5x	11.3x	9.8x	11.1%	14.2%	16.2%
ACB	33,000	34.42%	Mua	4.67%	13%	16.9%	1.5x	1.4x	1.3x	7.1x	7.2x	7.6x	21.7%	20.5%	20%
STB (*)	68,240	31.74%	Mua	32.57%	27%	26.3%	1.4x	1.8x	1.7x	8.0x	9.0x	8.9x	20.0%	19.3%	20.2%
HDB	37,500	30.82%	Mua	28.53%	20%	20.7%	1.7x	2.1x	1.6x	6.8x	9.1x	7.5x	25.7%	24.2%	23.2%
VIB	20,200	12.53%	Theo dõi	-15.88%	4%	16.6%	1.5x	1.4x	1.2x	8.1x	8.1x	7.3x	18.1%	16.8%	17.3%

VCB

Giá mục tiêu: 74,100 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 4.56%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	477,109
SLCP lưu hành	8,355,675,132
Biên độ 52W	52,122 – 68,602
KLGD TB 3T	4,326,914
Beta	0.72
P/B hiện tại	2.15
P/B TB 5 năm	3.08
P/B ngành	1.6

LNTT dự phóng của VCB
| Nguồn: VCB, Kafi Research

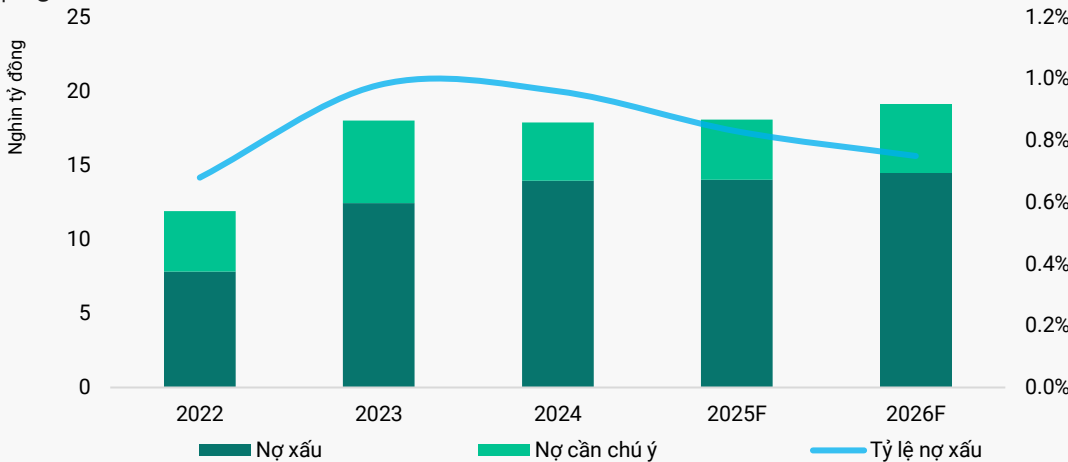


SẴN SÀNG CHO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Luận điểm đầu tư:

- **Lợi thế cạnh tranh tối ưu từ chi phí huy động vốn thấp nhất ngành.** VCB duy trì chi phí huy động vốn thấp nhất ngành trong dài hạn nhờ khả năng thu hút nguồn CASA lớn (34%) qua hoạt động thanh toán sôi động, năng lực thu hút tiền gửi có chi phí rất cạnh tranh nhờ chất lượng tài sản vững chắc, và nguồn vốn ưu đãi khi thực hiện vai trò dẫn truyền chính sách của NHNN. Kafi dự phóng NIM (2026) tăng lên 2.67% nhờ LS tăng và lợi thế chi phí vốn ổn đ
- **VCB sở hữu bảng cân đối vững chắc nhất hệ thống.** Chất lượng tài sản của VCB tiếp tục dẫn đầu hệ thống nhờ các động lực bền vững, do đó NH sẽ không tăng mạnh trích lập dự phòng, ổn định tăng trưởng LN trong những năm tới. VCB thu hút tập khách hàng chất lượng, dòng tiền ổn định, khả năng trả nợ tốt, như tập đoàn nhà nước, DN đầu ngành, khối FDI, v.v., giúp NH sở hữu danh mục tín dụng an toàn. Tỷ lệ nợ xấu <1.2%; tỷ lệ bao phủ nợ xấu >200% nhờ thi hành chính sách quản lý rủi ro thận trọng. Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu 2026 đạt 0.75% (-8 bps) và 201%.
- **Huyết mạch tài chính cho các động lực tăng trưởng cốt lõi của Việt Nam.** VCB khẳng định vai trò huyết mạch của nền kinh tế khi dẫn dắt LS cho vay về mức cạnh tranh nhất hệ thống (2.69%-9M/2025), dẫn đầu thị trường tài trợ thương mại (19.2% thị phần). VCB thúc đẩy tăng trưởng nhờ ưu tiên phân bổ tín dụng cho DN trung bình & lớn và FDI, trong các ngành thương mại (15% dư nợ) và sản xuất (30% dư nợ).
- **Động lực từ tái định giá:** tăng vốn, bán cho NĐTNN. VCB dự kiến phát hành 6.5%VĐL cho NĐTNN giữa 2026, giúp NH tăng năng lực tài chính, CAR, tăng dư địa tăng trưởng tín dụng.

Chất lượng tài sản của VCB
| Nguồn: Kafi Research



MBB

Giá mục tiêu: 32,100 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 17.58%

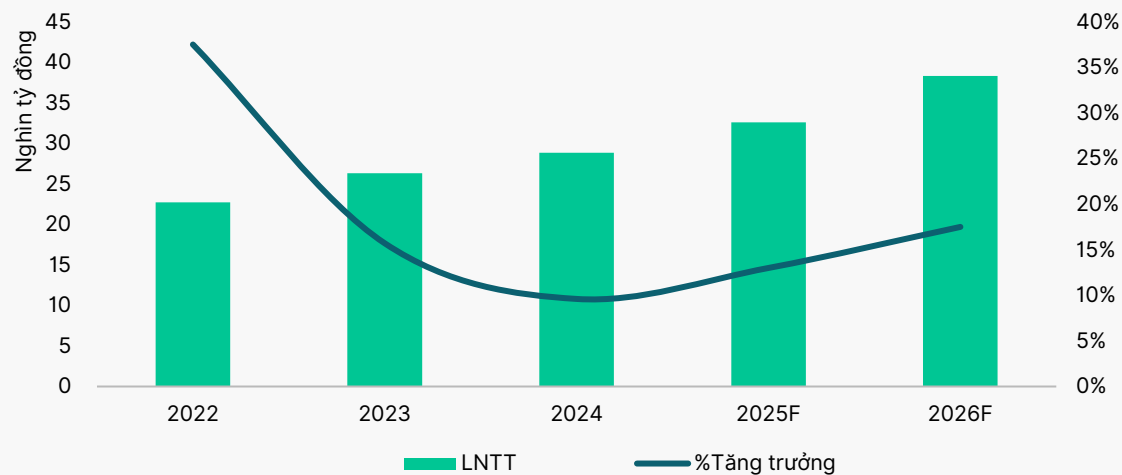
Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	201,375
SLCP lưu hành	8,054,999,957
Biên độ 52W	15,500 – 28,450
KLGD TB 3T	27,823,941
Beta	1.62
P/B hiện tại	1.58
P/B TB 5 năm	1.34
P/B ngành	1.6

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DUY TRÌ

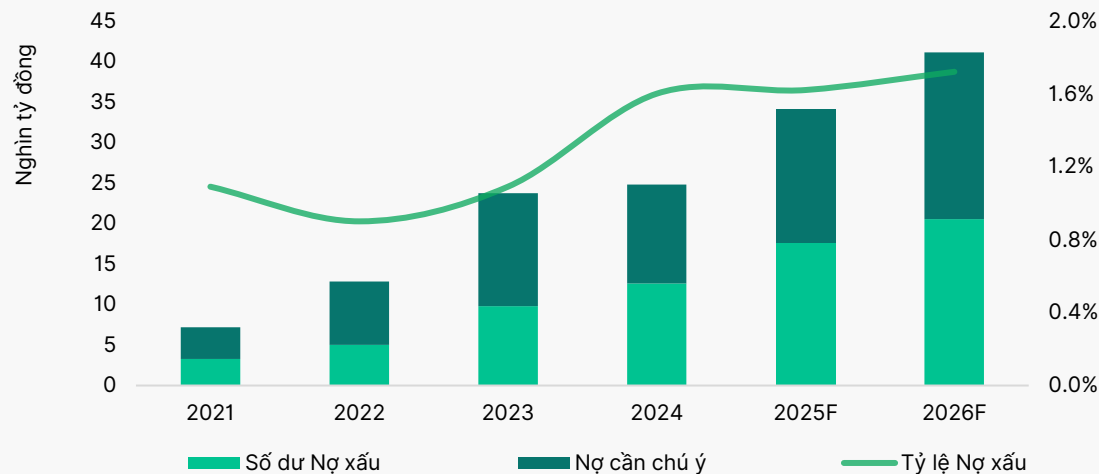
Luận điểm đầu tư:

- **Chất lượng tài sản dự kiến tiếp tục cải thiện trong năm 2026**, nhờ thị trường BDS ổn định và quá trình xử lý tài sản đảm bảo diễn ra nhanh hơn, khung quản trị rủi ro được kiện toàn. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu giảm 16bps còn 1.6%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu ước đạt 117%. Ngân hàng đẩy mạnh xử lý nợ xấu, giảm nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp, với các khoản nợ NVL và Trung Nam có tài sản đảm bảo gấp 2.5–3 lần dư nợ.
- **Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) vượt trội nhờ tăng trưởng tín dụng bền vững qua thời gian và chiến lược đa dạng hóa doanh thu.** Giai đoạn 2020-2024, ROE của MBB duy trì trên 20%, giữ vững hạng 4 toàn ngành từ 2021. Ngoài tín dụng, MBB khai thác bán chéo trong hệ sinh thái để đa dạng nguồn thu. Chúng tôi kỳ vọng MBB tiếp tục duy trì động lực tăng trưởng tín dụng và thu nhập ngoài lãi, LNTT ước tính tăng 17.8%YoY vào năm 2026 lên 38,770 nghìn tỷ đồng.
- **Hệ sinh thái đối tác và công ty con sâu, rộng và lớn nhất ngành tạo nên lợi thế chi phí huy động vốn thấp, hỗ trợ NIM.** Chúng tôi ước tính chi phí huy động vốn của MBB đạt 3.73% trong năm 2026F, NIM ước tăng lên 4.25%. MBB được hỗ trợ bởi cổ đông lớn trong hệ sinh thái, giúp huy động tiền gửi với chi phí tốt, đáp ứng cho nhu cầu tăng trưởng tín dụng. Hệ sinh thái toàn diện gồm chứng khoán, quản lý quỹ, ngân hàng, bảo hiểm, tài chính tiêu dùng giúp duy trì tỷ lệ CASA cao.

LNTT dự phóng của MBB
| Nguồn: MBB, Kafi Research



Chất lượng tài sản của MBB
| Nguồn: MBB, Kafi Research



TCB

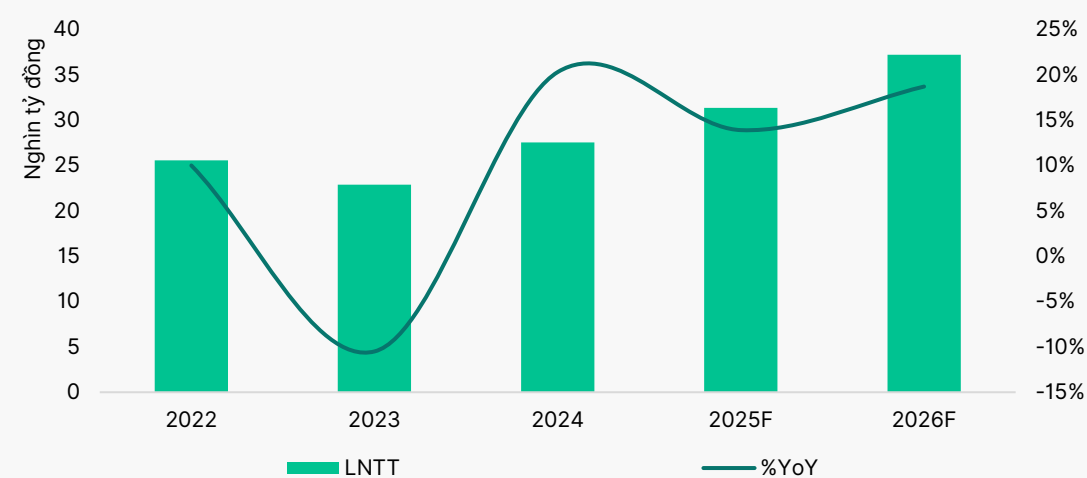
Giá mục tiêu: 43,000 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 17.33%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	240,932
SLCP lưu hành	7,066,631,495
Biên độ 52W	22,796 – 41,300
KLGD TB 3T	16,562,910
Beta	1.36
P/B hiện tại	1.48
P/B TB 5 năm	1.27
P/B ngành	1.6

LNTT dự phóng của TCB

| Nguồn: TCB, Kafi Research



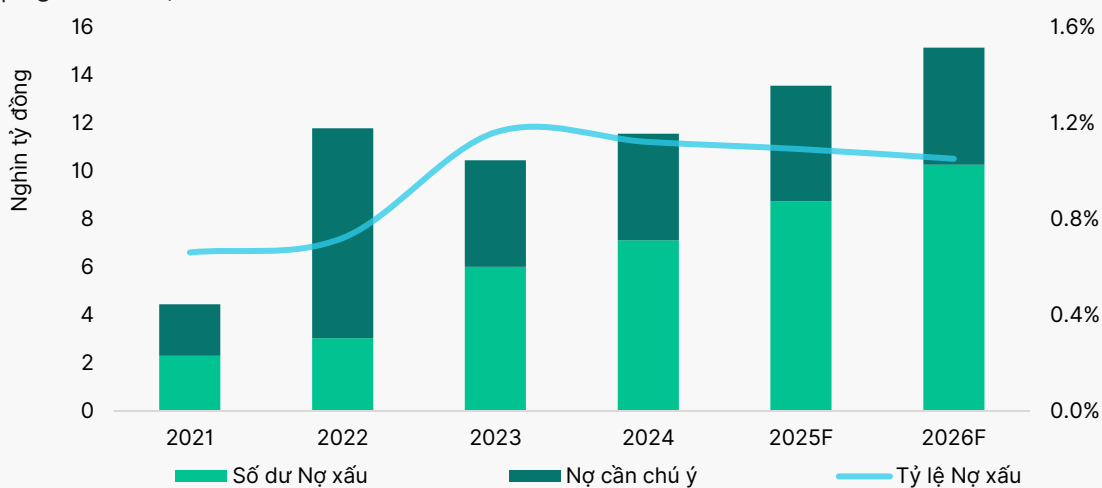
NGÂN HÀNG DỮ LIỆU DẪN ĐẦU TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG GIAI ĐOẠN TRUNG & DÀI HẠN

Luận điểm đầu tư:

- Năng lực vận hành và quản trị rủi ro:** TCB định vị là “ngân hàng dữ liệu”, tiên phong áp dụng AI để tối ưu vận hành và thấu hiểu khách hàng. Chúng tôi ước tính CIR giảm nhẹ còn 31% (2026F). Chất lượng tài sản tiếp tục thuộc nhóm tốt nhất năm 2026, nhờ chính sách quản trị rủi ro dựa trên ba trụ cột: dữ liệu, số hóa, nhân tài. Tỷ lệ nợ xấu (2026) giảm 4bps còn 1.05%
- Chuỗi giá trị tài chính:** Sự thành lập của 2 công ty bảo hiểm trong năm 2024 hoàn chỉnh chuỗi giá trị tài chính: huy động, cho vay, đầu tư, quản lý gia sản, bảo hiểm. Thu nhập ngoài lãi đóng vai trò quan trọng (25-30%TOI), tỷ trọng cao so với toàn ngành, đạt CAGR 7.4% từ 2021 – 2024. Do đó, chuỗi giá trị tài chính gia tăng giá trị bền vững của TCB trong dài hạn với ước tính thu nhập ngoài lãi của TCB tăng 8% trong năm 2026F nhờ mở rộng các hoạt động ngoài lãi.
- Số hóa toàn diện và hiệu quả hệ sinh thái bất động sản.** Trong trung và dài hạn, bất động sản là mảng kinh doanh chiến lược của TCB. Tín dụng và trái phiếu doanh nghiệp BĐS chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tín dụng (36%), cho vay mua nhà chiếm 30% dư nợ. Số hóa toàn diện và hiệu quả hệ sinh thái Vingroup và Masterise tạo nên lợi thế lớn trong mảng BĐS. Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản ổn định, cùng với việc chính sách lãi vay linh hoạt dần kết thúc, sẽ góp phần giúp NIM của TCB tăng 8 bps lên 3.77% vào năm 2026F, và thu nhập lãi thuần tăng 22.5%YoY.
- Chiến lược CASA:** Tính năng Sinh lời tự động 2.0 vượt trội so với tính năng tương tự của các NH khác. Tỷ lệ CASA duy trì vị thế dẫn đầu trong năm 2025F. Chúng tôi ước tính tỷ lệ CASA của TCB duy trì ở mức 40-41% năm 2026F, giúp ngân hàng kiểm soát chi phí huy động vốn.

Chất lượng tài sản của TCB

| Nguồn: TCB, Kafi Research



Ngành Chứng khoán

Duy trì tăng trưởng

Luận điểm đầu tư:

- 1. **Điều kiện kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ trong và ngoài nước ổn định:** Năm 2026, kế hoạch tăng trưởng kinh tế phần đầu của Chính phủ đạt 10%, từ thể giới kinh tế tăng trưởng đi ngang nhưng kỳ vọng trạng thái ổn định cao hơn.
- 2. **Thanh khoản thị trường tốt:** Giá trị giao dịch bình quân theo phiên trong năm 2025 đạt 26,181 tỷ đồng (+42.1% YoY). Mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao, môi trường lãi suất ổn định tạo điều kiện cho thanh khoản qua kênh đầu tư chứng khoán duy trì ở mức cao ([tham khảo slide 19](#)). Bên cạnh đó, dòng vốn ngoại kỳ vọng quay trở lại là chất xúc tác bổ sung cho động lượng thanh khoản trong năm sau.
- 3. **Vai trò của thị trường vốn mở rộng** ([tham khảo slide 17](#)): Thị trường vốn – nợ mở rộng vai trò mở rộng trong trung hạn khi điều kiện ổn định vĩ mô “chạm trần”, dòng chảy tín dụng bơm ra nền kinh tế trong điều hướng quản trị cao.
- 4. **Nâng hạng thị trường chứng khoán** ([tham khảo slide 16](#)): Chính sách thay đổi nhanh để kịp thích ứng với các tiêu chuẩn của FTSE, đánh giá quá trình nâng hạng đúng tiến độ. Dòng vốn ngoại dự kiến mua ròng trở lại 2-3 tỷ USD.

Rủi ro:

- Yếu tố ổn định vĩ mô mất cân đối kéo theo điều hướng chính sách tiền tệ thắt chặt “mạnh tay”.
- Bất ổn địa chính trị, địa kinh tế gây áp lực lên tăng trưởng kinh tế.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		9T2025	9T2025	2025	2025	2025
SSI	Mua	3,287	36.6%	2.33	15.75	13.06%
HCM	Mua	860	5.8%	2.21	16.32	10.46%
VCI	Theo dõi	899	29.9%	2.28	21.58	8.83%
VND	Theo dõi	1,680	14.5%	1.38	14.74	9.66%
TCX	Mua	4,050	30.5%	2.49	19.16	15.21%
VPX	Theo dõi	2,613	288.8%	2.62	15.12	15.86%
VCK	Mua	2,564	52.3%	5.32	18.73	27.09%

Lợi nhuận tăng trưởng

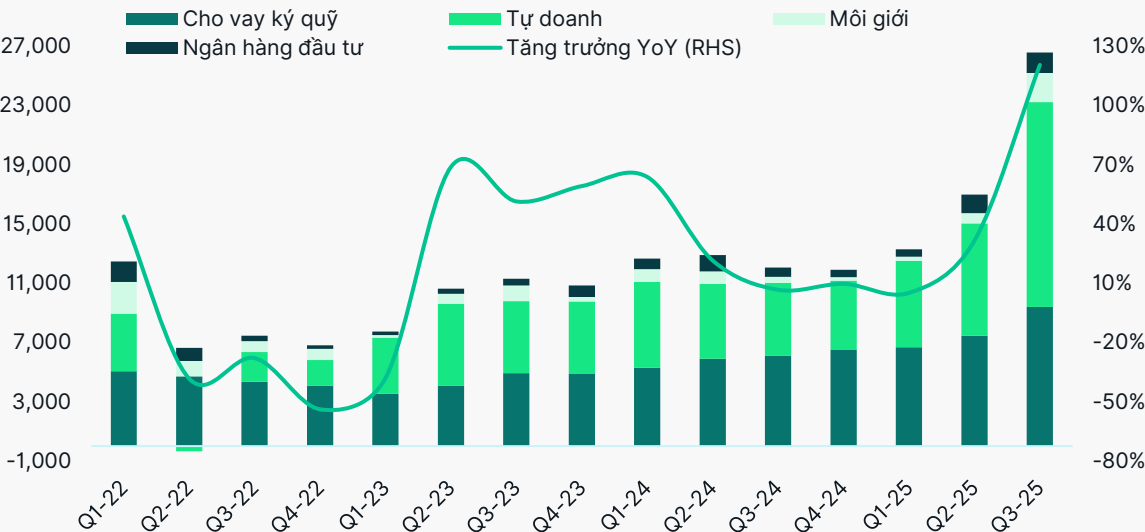
Các mảng tự doanh và cho vay
ký quỹ dẫn dắt đà tăng trưởng

Năm 2025 chứng kiến sự phục hồi ấn tượng của ngành chứng khoán khi lợi nhuận gộp của toàn ngành đến Q3/2025 đạt hơn 56 nghìn tỷ VND – tăng 51% svck.

- Nhìn chung, ngành chứng khoán đang được hưởng lợi lớn từ môi trường chính sách tiền tệ nới lỏng, xu hướng và thanh khoản của thị trường chứng khoán thiết lập đỉnh cao mới, kéo theo KQKD Q3/2025 ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đột biến. Trong đó, các mảng cho vay ký quỹ, tự doanh và môi giới lần lượt đạt YoY lần lượt 54%, 180% và 386%. Ngoài ra, mảng ngân hàng đầu tư (IB) cũng ghi nhận YoY 121% nhờ các hợp đồng tư vấn các thương vụ IPO tăng cao trong H2/2025.
- Cấu trúc lãi gộp của đa phần công ty trong ngành tương đối đồng nhất. Phần lớn lợi nhuận đến từ mảng cho vay ký quỹ và tự doanh. Cấu trúc này cho phép các CTCK tận dụng tốt đà tăng của VN – Index trong 2025 dẫn đến lợi nhuận kỷ lục vào 6 tháng gần đây. Tuy nhiên, mảng môi giới vẫn đang trong xu hướng thu hẹp đáng kể dưới sức ép cạnh tranh của thị trường. Ngoài các nghiệp vụ về môi giới và cho vay ký quỹ, các CTCK đang dần hướng đến đa dạng hóa mảng kinh doanh, đẩy mạnh nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và đầu tư trái phiếu.

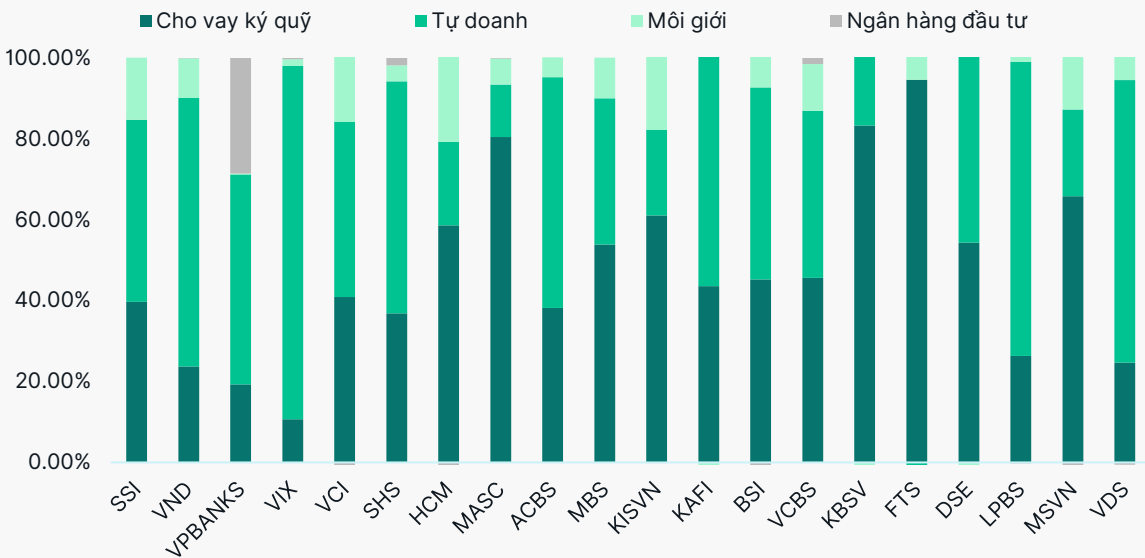
Lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán

| Đơn vị: Tỷ VND - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Cơ cấu lãi gộp của các mảng kinh doanh chính 9T2025

| Đơn vị: % - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



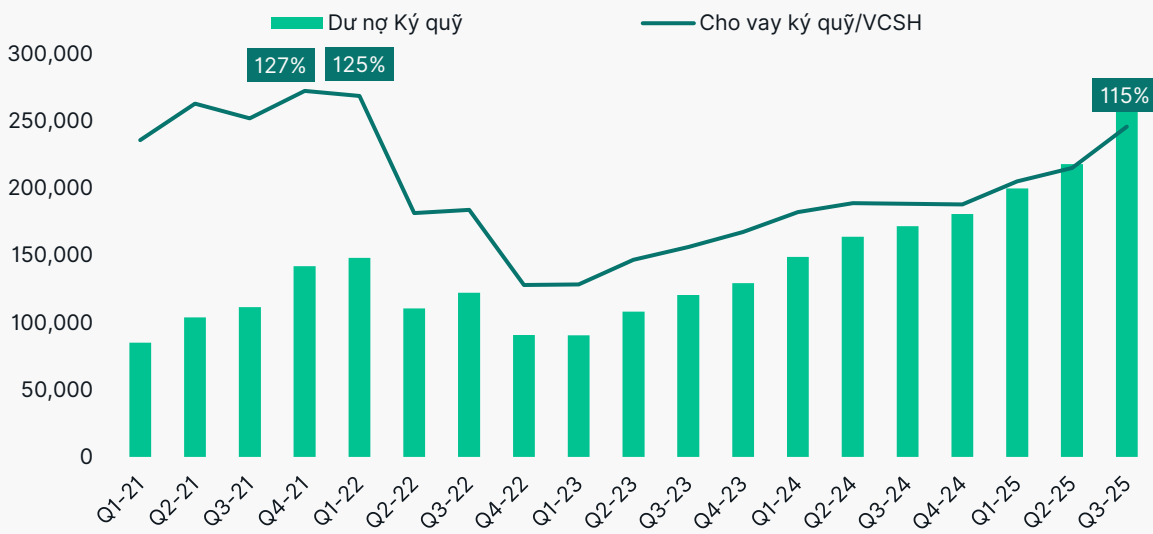
Dư địa cho vay ký quỹ

Tỷ lệ cho vay ký quỹ/VCSH gần chạm ngưỡng đỉnh năm 2022

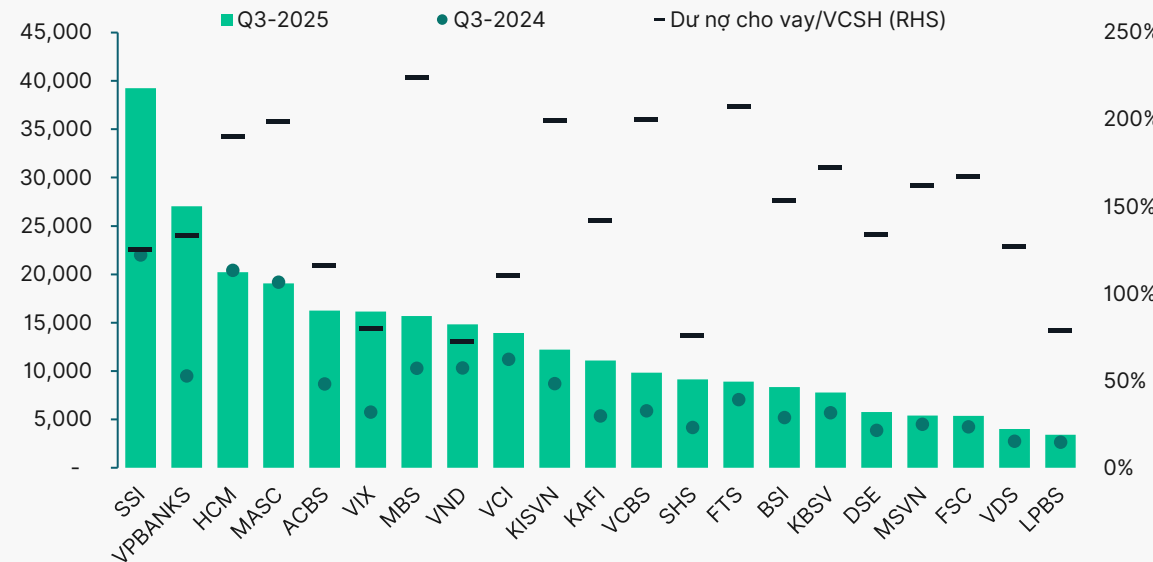
Dư nợ ký quỹ toàn ngành đạt 384,762 tỷ đồng (+26.3% QoQ), ghi nhận hơn 80k tỷ đồng margin được giải ngân bổ sung trong quý 3. Quy mô cho vay hiện tại vượt gấp đôi so với giai đoạn đỉnh năm 2022, nhưng tỷ lệ cho vay/VCSH chỉ ở mức 115%, thấp hơn so với mức đỉnh 127%.

- Kafi nhận định tỷ lệ cho vay ký quỹ/VCSH sẽ điều chỉnh nhẹ trong Q4/2025 bởi: (1)Thị trường chứng khoán Q4/2025 chịu nhiều áp lực bởi yếu tố biến động vĩ mô, thanh khoản giao dịch bình quân theo phiên sụt giảm 27.3% so với quý trước đó, kỳ vọng trạng thái “căng cứng” trên tỷ lệ đòn bẩy của NĐT đã hạ nhiệt; (2)loạt công ty chứng khoán (TCX, VPX, VCK) gọi vốn thành công khi niêm yết IPO, tức một phần lớn dòng tiền đang không sử dụng đòn bẩy.
- Lũy kế 9T đầu năm, lãi từ cho hoạt động vay ký quỹ đạt 9,392 tỷ (+54.2% YoY). Quy mô lợi nhuận ở mảng này dự kiến đi ngang theo quý, được bù đắp bởi xu hướng lãi suất cho vay phổ thông tiếp tục tăng nhẹ, dao động 8-14.5%/năm, kỳ vọng tiếp tục mang đến lợi nhuận mở rộng trong quý cuối năm 2025 và năm 2026. Với xu hướng lãi suất hiện tại, các doanh nghiệp kịp thời bổ sung vốn hoặc có kế hoạch tăng vốn sẽ duy trì đà tăng trưởng cao ở mảng cho vay ký quỹ này.

Tăng trưởng vốn và dư nợ ký quỹ
| Đơn vị: Tỷ VNĐ - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Dư nợ cho vay ký quỹ của các
| Đơn vị: Tỷ VNĐ - Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



SSI

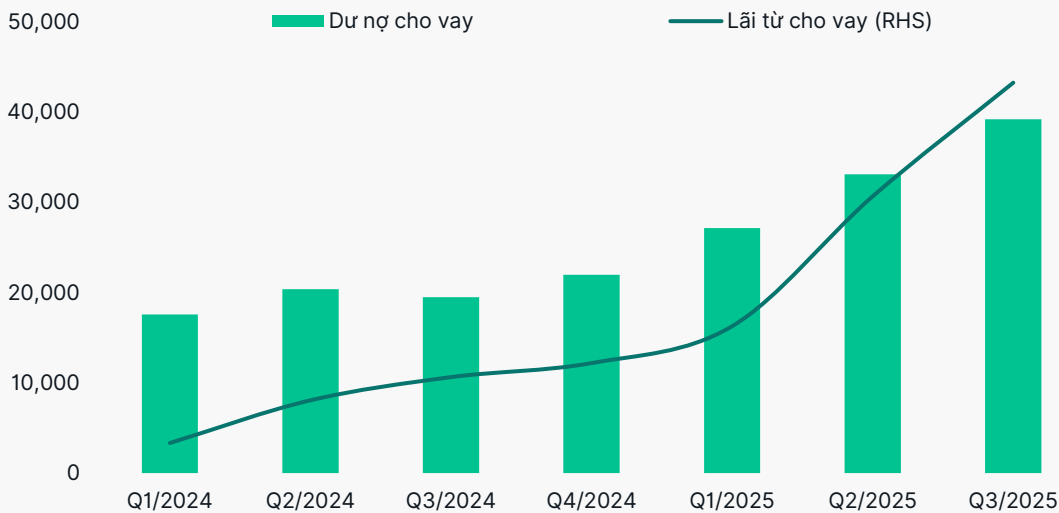
Giá mục tiêu: 42.000 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 38.3%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Chứng khoán
Vốn hóa	84,697 tỷ đồng
SLCP lưu hành	2,076 tr cp
Biên độ 52W	28,316 - 49,500
KLGD TB 3T	28,528,489 cp
Beta	1.45
P/B hiện tại	2.97
P/B TB 5 năm	2.25
P/B ngành	2.67

Dư nợ và lãi vay

Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: SSI, Kafi research



THỊ PHẦN – VỐN LỚN ĐÓN ĐẦU XU HƯỚNG NGÀNH

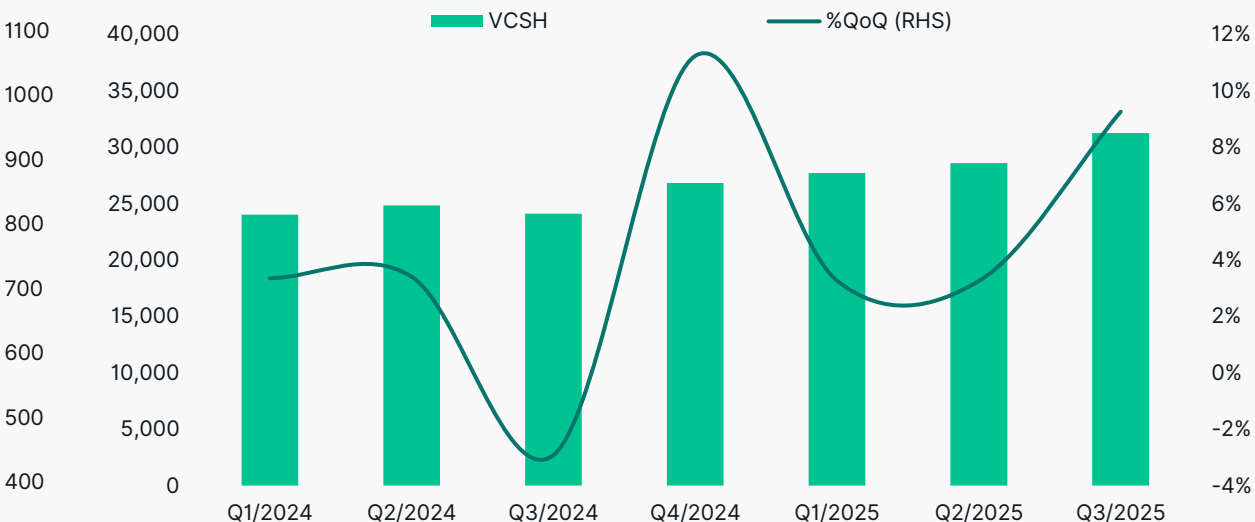
Luận điểm đầu tư:

- Bổ sung nguồn lực, nâng vốn chủ lên:** Cập nhật từ ĐHCĐ đã chấp thuận việc nâng vốn lên ~25k tỷ đồng được thông qua, điều này tiếp tục tạo lợi thế cho SSI trong việc mở rộng quy mô cho vay ký quỹ củng cố cho vị thế top đầu thị phần môi giới của doanh nghiệp. Lãi từ hoạt động cho vay margin đạt mức cao kỷ lục 1,006 tỷ (+83% YoY), dư nợ cho vay ký quỹ lên đến 39.2k tỷ đồng (chiếm 11.4% toàn thị trường) trong Q3/2025.
- Thị phần Khách hàng tổ chức lớn, đón đầu dòng vốn nâng hạng:** SSI là một trong những số ít doanh nghiệp đã ký kết với nhiều định chế tài chính lớn trên toàn cầu như VanEck, FTSE Russell, Nasdaq. Thị phần môi giới khách hàng tổ chức cao (~25% toàn thị trường) là điểm tựa để SSI tiếp tục nhân rộng thị phần này khi mà dòng tiền từ các quỹ lớn “thâm nhập” dần vào thị trường vốn Việt Nam trong tương lai gần.
- Thích nghi sớm với các sản phẩm tiêu chuẩn quốc tế:** SSI có lợi thế khi đã có hệ thống công nghệ, chuẩn bị sớm cho các xu thế thị trường về tài sản số, blockchain, fintech. Các quy định về pháp luật đang dần được thông qua có thể mở ra bước đi tiên phong của SSI ở lĩnh vực mới.

Rủi ro: Nền lãi suất tăng trở lại trước áp lực thanh khoản hệ thống và tỷ giá trượt quá vùng kiểm soát, gây biến động trên chính sách tiền tệ.

Vốn chủ sở hữu

Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: SSI, Kafi research



Ngành xây dựng

Động lực từ cả đầu tư công và bất động sản

Luận điểm đầu tư:

- **(1) Khối lượng căn hộ bán ra phục hồi trong 2025 sẽ hỗ trợ cho mảng xây dựng dân dụng.** Sự hồi phục của khối lượng căn hộ bán ra trong năm 2025 sẽ là cú hích trực tiếp cho mảng xây dựng dân dụng. Sau giai đoạn dài thất chặt về pháp lý và thanh khoản, các luật mới (Luật Đất đai, Luật Kinh doanh Bất động sản) đi vào thực thi được kỳ vọng sẽ khơi thông nguồn cung dự án. Khi các chủ đầu tư lớn bắt đầu chiến dịch mở bán và khởi công trở lại, các nhà thầu xây dựng sẽ ghi nhận sự bứt phá về giá trị hợp đồng ký mới (Backlog).
- **(2) Đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh với các dự án hạ tầng trọng điểm.** Đầu tư công tiếp tục đóng vai trò là "xương sống" nâng đỡ tăng trưởng cho nhóm xây dựng hạ tầng. Việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông, tập trung vào các dự án mang tính chiến lược như cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 2, sân bay Long Thành và các tuyến vành đai tại hai đầu cầu kinh tế lớn nhất nước không chỉ đảm bảo khối lượng công việc cho các doanh nghiệp hạ tầng mà còn tạo ra hiệu ứng lan tỏa, thúc đẩy kinh tế vùng và gia tăng giá trị cho các quỹ đất lân cận, hỗ trợ ngược lại nhóm bất động sản.

Rủi ro: (1) tiến độ giải ngân đầu tư công thường chậm trong đầu năm (2) ngành bất động sản đang đối mặt với sự thận trọng về tín dụng trong năm 2026

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		2025F	2025F	2025	2025	2025
CTD	Mua	731(*)	59.6%	0.8x	11.6x	7.4%
HHV	Theo dõi	652	34.5%	3.1x	3.5x	44.3%
CTR	Theo dõi	612	13.7%	2.5x	18.7x	29.3%

Khối lượng công việc tăng trưởng mạnh mẽ

Nguồn cung dự án Khu dân cư mở rộng và xu hướng đầu tư hạ tầng tăng tốc tạo công việc cho ngành xây dựng

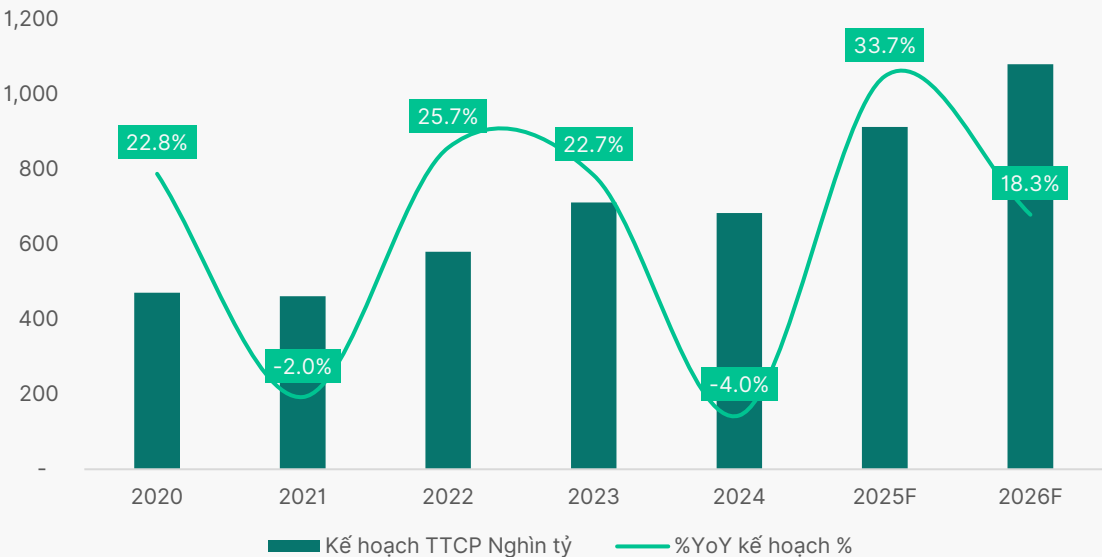
Lãi suất thấp và pháp lý thông thoáng đang khởi động lại chu kỳ cho bất động sản dân dụng, trong khi dòng vốn FDI và đầu tư công bền vững đảm bảo nhu cầu cho các phân khúc xây dựng công nghiệp và hạ tầng.

- Tăng trưởng ngành xây dựng trong năm 2025 được hỗ trợ bởi các dự án nhà ở thương mại và nhà ở xã hội đã được cấp phép và đang triển khai, đặc biệt tập trung trong nửa đầu năm 2025. Việc khơi thông pháp lý giúp khối lượng công việc dân dụng quay trở lại, tạo nền doanh thu ổn định sau giai đoạn suy giảm 2022–2024.
- Các dự án hạ tầng khởi công từ 19/12/2025 sẽ tạo bước nhảy vọt về backlog cho ngành kể từ năm 2026, trong bối cảnh chu kỳ giải ngân đầu tư công bước vào giai đoạn cao điểm.
- Các nhà thầu xây dựng truyền thống (điển hình CTD, VCG) đang mở rộng sang mảng hạ tầng, giúp đa dạng hóa nguồn công việc, giảm rủi ro chu kỳ nhà ở và cải thiện chất lượng backlog. Backlog hiện tại của một số doanh nghiệp tiêu biểu ở mức cao: CTD ~22–24 nghìn tỷ, VCG ~20–22 nghìn tỷ, HHV ~15–17 nghìn tỷ, C4G ~8–10 nghìn tỷ, đủ bao phủ 1,5–3 năm doanh thu.

Từ năm 2026, kỳ vọng ngành xây dựng sẽ bước vào pha hồi phục rõ nét với nền backlog dày và dòng tiền cải thiện, qua đó hỗ trợ tái định giá mặt bằng P/E – P/B, đặc biệt với các doanh nghiệp có vị thế tốt trong lĩnh vực hạ tầng.

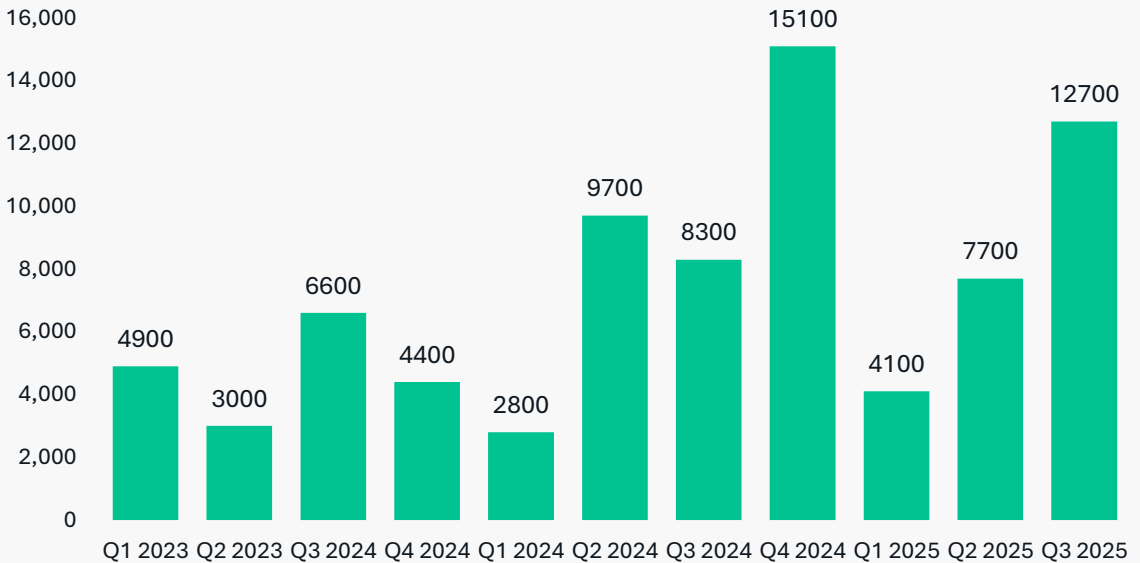
Kế hoạch giải ngân đầu tư công

| Nguồn: Bộ Xây dựng, Kafi Research



Ước tính nguồn cung căn hộ giai đoạn 2023 - 2025

| Đơn vị: dự án/ số căn - Nguồn: Bộ Xây dựng, Kafi Research



Thị trường bất động sản
phục hồi

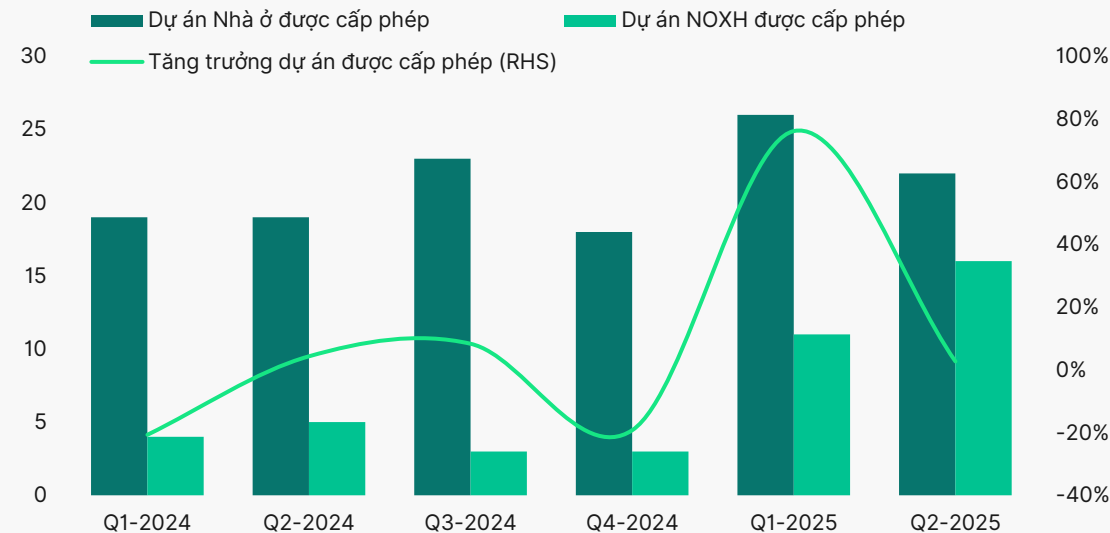
Bất động sản phục hồi tạo sóng tăng trưởng mới: Môi trường lãi suất thấp và các chính sách tháo gỡ pháp lý đang khởi đầu một chu kỳ tăng trưởng mới cho thị trường bất động sản, thúc đẩy mạnh mẽ nhu cầu xây dựng dân dụng.

- Đối với các dự án nhà ở xã hội, số lượng dự án được cấp phép có dấu hiệu tăng trở lại. Đây là kết quả của việc đẩy mạnh tiến độ hoàn thành của Đề án 01 triệu căn hộ nhà ở xã hội giai đoạn 2021-2030 từ Chính phủ. Theo báo cáo từ Bộ Xây dựng, tổng số lượng dự án đã hoàn thành, chấp thuận và khởi công xây dựng lũy kế đến cuối Q2 năm 2025 đạt 59.6% so với chỉ tiêu đã đặt ra của Đề án.

Tổng quan, Kafi đánh giá thị trường bất động sản dân dụng – thương mại đang trong xu hướng tăng trưởng bền vững với động lực chính sách hỗ trợ từ pháp lý đến kích thích sức mua bất động sản; từ đó, tạo nguồn công việc duy trì mở rộng của ngành xây dựng trong trung – dài hạn.

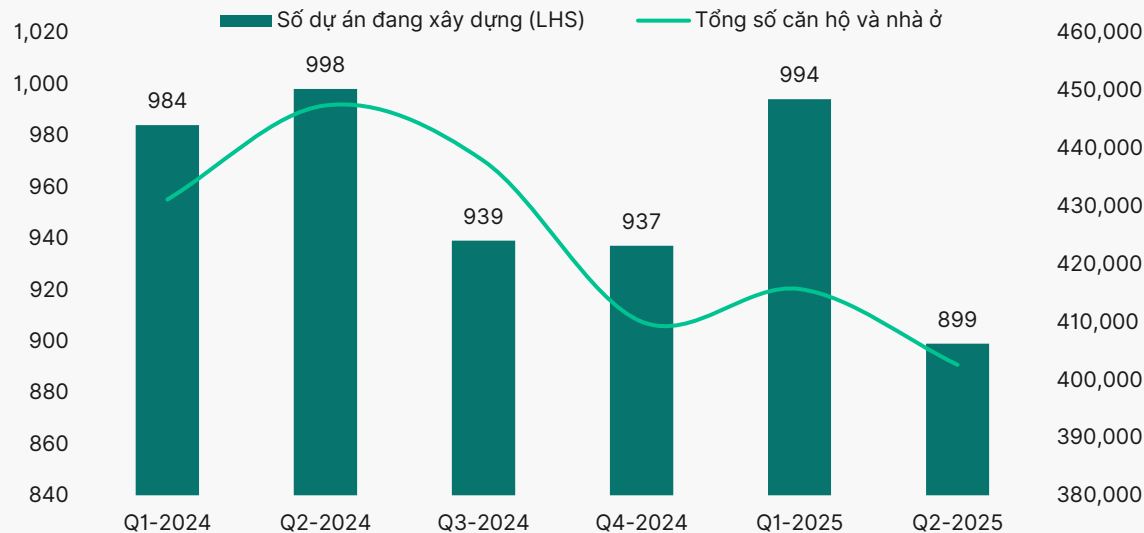
Dự án nhà ở thương mại và NOXH giai đoạn 2024-2025

| Nguồn: Bộ Xây dựng, Kafi Research



Quy mô Dự án nhà ở thương mại giai đoạn 2024-2025

| Đơn vị: dự án/ số căn - Nguồn: Bộ Xây dựng, Kafi Research



CTD

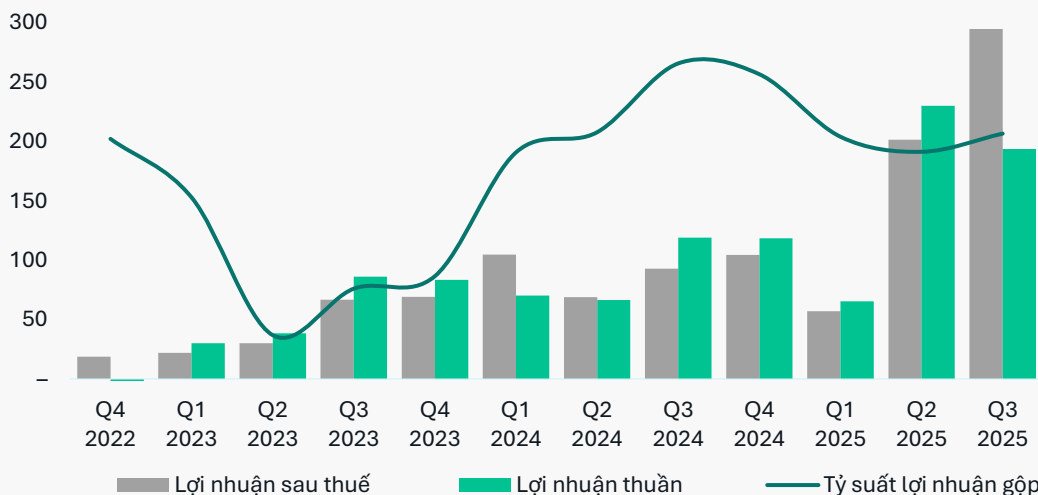
Giá mục tiêu: 109.000 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 50.55%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa	7,721.28 tỷ đồng
SLCP lưu hành	106.5 tr cp
Biên độ 52W	60,522– 97,419
KLGD TB 3T	1,011,789 cp
Beta	0.88
P/B hiện tại	0.83
P/B TB 5 năm	0.74
P/B ngành	1.36

Kết quả kinh doanh CTD

| Nguồn: Bộ Xây dựng, Kafi Research



ĐỊNH GIÁ THẤP TRONG BỐI CẢNH BACKLOGS CAO KỶ LỤC

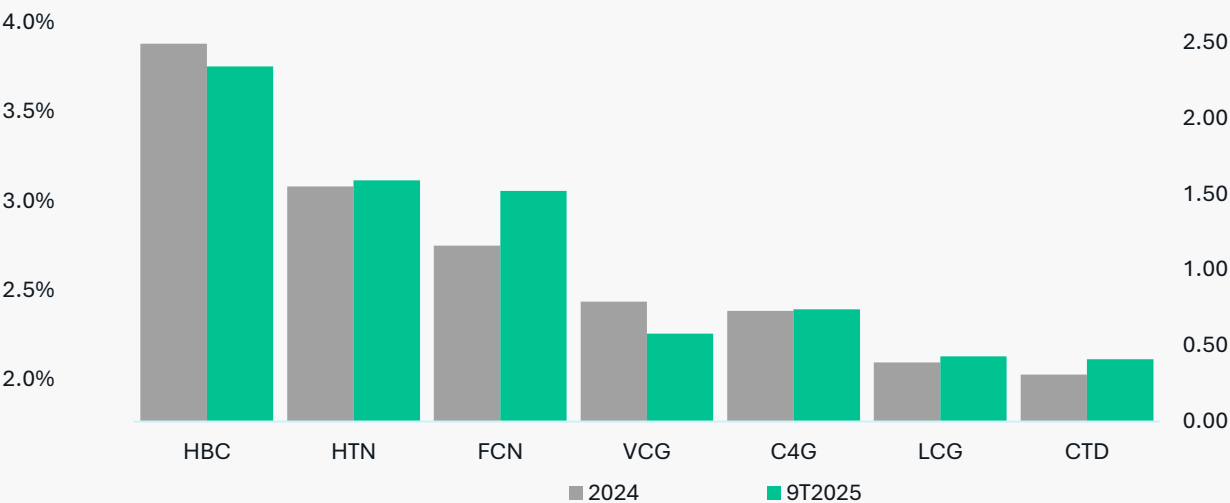
Luận điểm đầu tư:

- CTD sở hữu nền tảng tài chính mạnh, tạo lợi thế cạnh tranh rõ rệt trong đấu thầu các dự án quy mô lớn. Tại Q3/2025, doanh nghiệp duy trì hơn 4.493 tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn (+23% YTD), chiếm trên 15% tổng tài sản, trong khi nợ/vốn chủ sở hữu chỉ ~40%, thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành (~110%). Cấu trúc tài sản lành mạnh giúp CTD đáp ứng tốt tiêu chí năng lực tài chính và gia tăng xác suất trúng thầu.
- Chiến lược kinh doanh của CTD tập trung vào mô hình “repeat sales”, với hơn 75% giá trị hợp đồng mới đến từ khách hàng hiện hữu và tỷ lệ trúng thầu từ các chủ đầu tư truyền thống lên tới ~95%. Danh mục khách hàng lớn (Vinhomes, Masterise Homes, Sun Group, Ecopark...) củng cố vị thế của CTD trong phân khúc xây dựng bất động sản.
- Song song, CTD đang đa dạng hóa sang mảng hạ tầng, với các dự án trọng điểm như Nhà ga T2 Phú Quốc và Trung tâm Hội nghị APEC (tổng giá trị >5.000 tỷ đồng), mở rộng dư địa tăng trưởng 2025–2027. Trong trung hạn, biên lợi nhuận kỳ vọng cải thiện nhờ tối ưu chi phí theo quy mô backlog và tích hợp chuỗi giá trị thông qua M&A.

Quan điểm rủi ro: Việc giới hạn tăng trưởng tín dụng BĐS có thể ảnh hưởng đến việc triển khai các dự án mới, nên cần theo dõi sát tình hình chung của thị trường

CTD có cấu trúc tỷ lệ nợ vay thấp

| Đơn vị: dự án - Nguồn: Bộ Xây dựng, Kafi Research



Ngành thép

Bối cảnh ngành năm 2026
đầy hứa hẹn

Luận điểm đầu tư:

- **Tiếp tục lập trường nói lỏng chính sách tài khoá trong năm 2026:** Với mục tiêu tăng trưởng GDP trên 10% YoY, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ duy trì chính sách tài khoá mở rộng bằng việc giải ngân đầu tư công 2026 dự kiến tăng 29.5% so với cùng kỳ (lên mức 1,113 nghìn tỷ đồng).
- **Các biện pháp bảo hộ toàn diện đối với ngành thép:** Hai biện pháp chống bán phá giá AD19 (thép mạ) và AD20 (HRC) có hiệu lực 5 năm, cùng thuế tự vệ thép xây dựng, đã tạo lớp bảo vệ hiệu quả cho thị trường thép Việt Nam trước áp lực cạnh tranh từ thép Trung Quốc. Các biện pháp này hỗ trợ ổn định giá thép trong nước và tăng cường khả năng kinh doanh của các nhà sản xuất nội địa.
- **Mở rộng công suất, tối đa hóa thị phần:** Năm 2026, HPG dự kiến nâng công suất thép HRC lên hơn 6 triệu tấn/năm được đóng góp bởi dự án Dung Quất 2, trong khi NKG sẽ đưa nhà máy Nam Kim Phú Mỹ (công suất 1.2 triệu tấn/năm) vào hoạt động năm 2026. Những mở rộng này tạo tiền đề cho tăng trưởng năm 2026.
- **Giá thép dự báo sẽ tiếp tục cải thiện:** Chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ dần phục hồi từ mức thấp hiện tại, với tốc độ phục hồi chậm, qua đó sẽ dẫn dắt sắp tới sẽ hỗ trợ giá thép tại Việt Nam đi lên.

Rủi ro: (1) Kinh tế tăng trưởng được không như kỳ vọng, (2) Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến

Tiêu chí lựa chọn doanh nghiệp:

Doanh nghiệp đầu ngành có dự phóng lợi nhuận tăng trưởng trên 20% so với cùng kỳ

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		2025F	2025F	2025	2025	2025F
HPG	Mua	14,484	20.5%	1.7x	15.1x	11.3%
HSG	Theo dõi	722	25.2%	0.9x	13.5x	6.6%
NKG	Theo dõi	483	6.6%	0.9x	13.1x	4.3%

Giá thép Trung Quốc vẫn chạm đáy

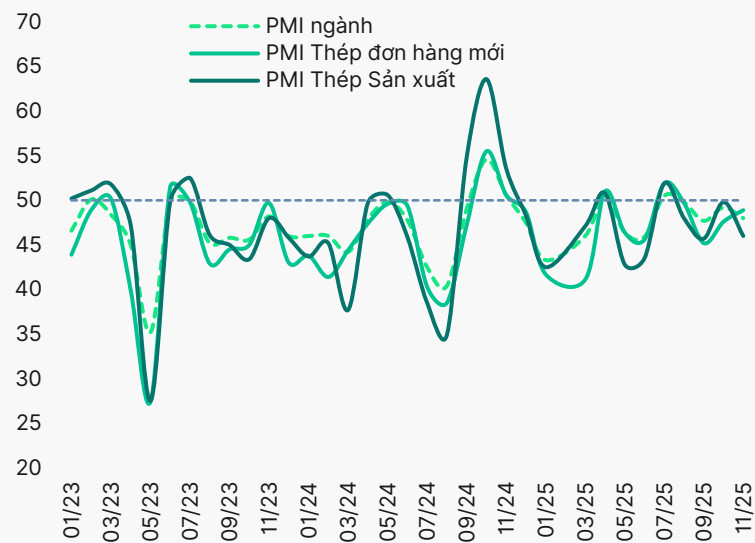
Giá thép Trung Quốc vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt, trong khi Việt Nam đã tăng nhẹ nhờ nhu cầu nội địa cải thiện và áp thuế CBPG

Doanh thu bán nhà lũy kế T11/25 ghi nhận tăng trưởng -7.8% so với cùng kỳ, mặc dù Chính phủ đã tung nhiều biện pháp kích thích nhưng chưa đủ mạnh, thị trường vẫn đối mặt với tình trạng dư cung. Đối mặt với tình hình này, các nhà sản xuất thép Trung Quốc đã chủ động cắt giảm sản lượng sản xuất (PMI<50), tuy nhiên chỉ số tồn kho sản phẩm thép vẫn duy trì mức cao đạt 46.1 (+4.06% YoY).

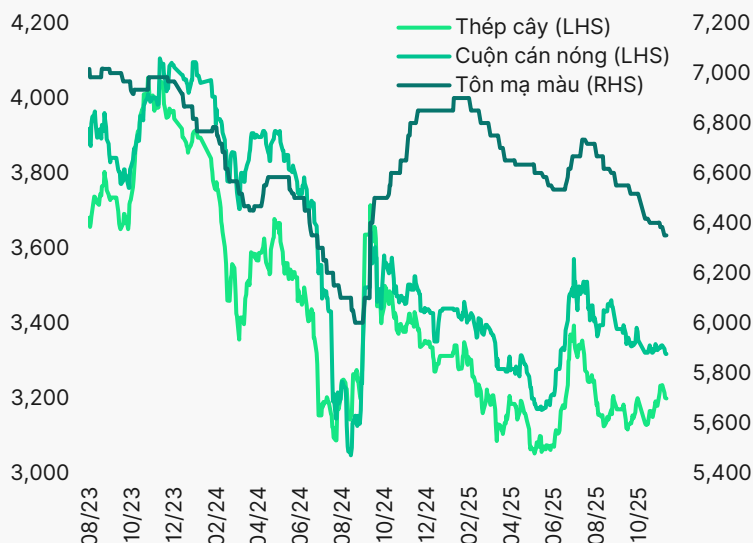
Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ phục hồi dần và có nhiều biến động, do các đợt cắt giảm công suất cần thời gian để thực thi, trong khi nhu cầu BĐS vẫn ở mức thấp.

Xét về mặt bằng giá thép nội địa Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục hưởng lợi hơn từ áp thuế CBPG và chi phí nguyên liệu đầu vào đã được mua ở mức giá thấp, qua đó hỗ trợ lợi nhuận và biên lợi nhuận.

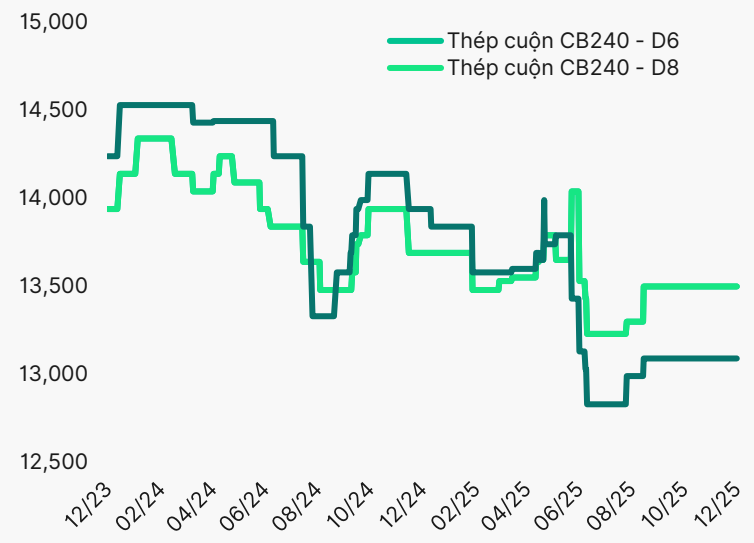
Thị trường Thép Trung Quốc vẫn duy trì mức yếu
| Nguồn: Bloomberg, Kafi Research



Giá thép Trung Quốc có tín hiệu phục hồi nhẹ từ T6/2025
| Nguồn: Bloomberg, Kafi Research



Giá thép Việt Nam cải thiện nhẹ từ T8/2025, đánh dấu triển vọng hồi phục trong 2026
| Nguồn: VSA, Kafi Research



Việt Nam cải thiện về sản lượng tiêu thụ

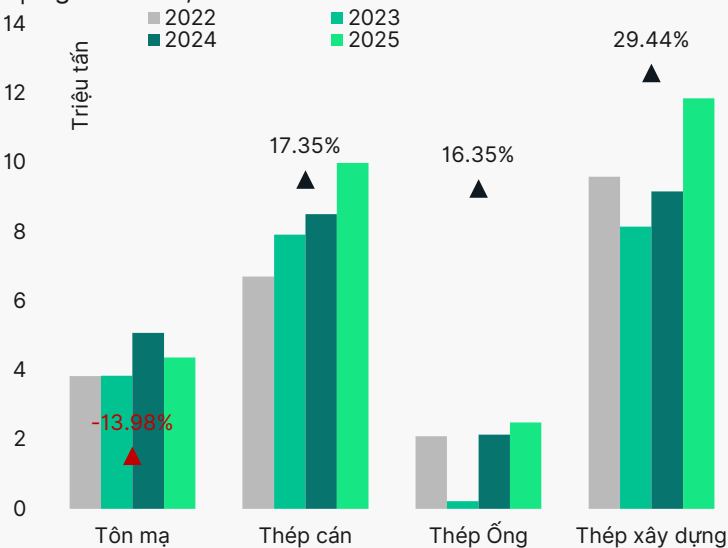
Thép xây dựng và HRC dẫn đầu đà tăng trưởng sản lượng

Nhờ hiệu quả của chính sách thuế CBPG được áp dụng từ ngày 8/3/2025, sản lượng tiêu thụ HRC các nhà kinh doanh thép nội địa đã +17.35% so với cùng kỳ. Đồng thời, với nhu cầu xây dựng các dự án được triển khai trọng điểm trong 2025 đã đẩy sản lượng thép xây dựng tăng lên mức 29.44% YoY.

Chúng tôi dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép 2025/26 lần lượt đạt 30.63 triệu tấn (+12.5% YoY) và 33.45 triệu tấn (+9.2% YoY), nhờ đóng góp bởi sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng và HRC.

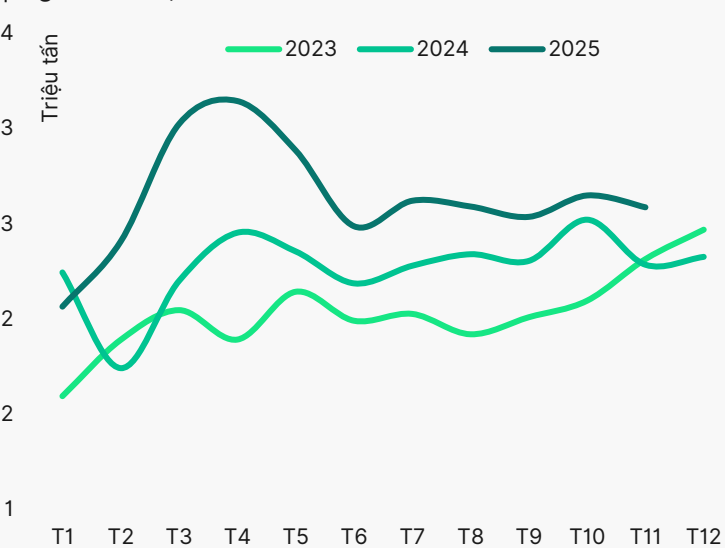
Sản lượng tiêu thụ thép lũy kế tháng 11, Thép Xây dựng dẫn đầu đà tăng trưởng

Nguồn: VSA, Kafi Research



Sản lượng tiêu thụ năm 2025 mở rộng so với các chu kỳ gần đây

Nguồn: VSA, Kafi Research



Tăng trưởng sản lượng so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025

Nguồn: VSA, Kafi Research

	HPG	HSG	NKG	Ngành
Tôn mạ	-9.75%	-19.84%	-12.47%	-13.98%
Thép cán	64.32%			17.35%
Thép Ống	17.01%	10.60%		16.35%
Thép xây dựng	4.14%			29.44%

Triển vọng 2026

Đẩy mạnh đầu tư công, phục hồi của thị trường bất động sản và tăng giá thép là các yếu tố hỗ trợ trọng yếu

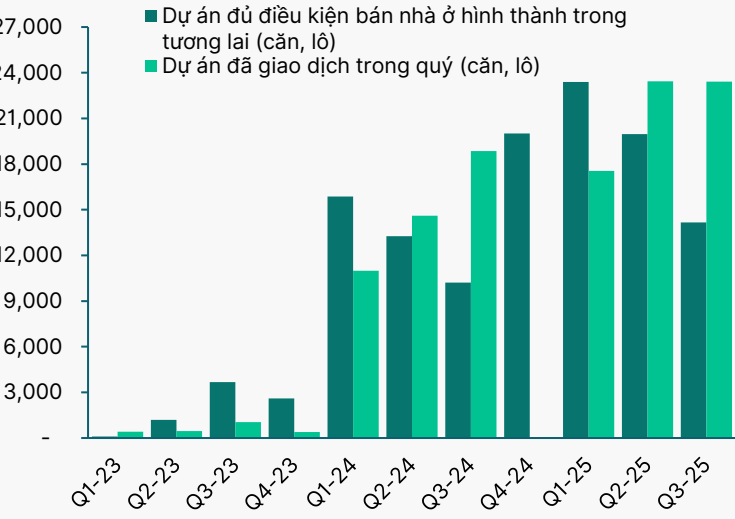
Nguồn cung căn hộ mở bán mới tại Hà Nội và TP.HCM (đại diện cho ngành BĐS) có sự tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt đạt 25.2% và gấp 1,800% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo tổng nguồn cung sẽ tiếp tục tăng 9.4% trong năm 2026 và 4% trong năm 2027.

Chúng tôi ước tính giải ngân đầu tư công 2026 dự kiến tăng 29.5% so với cùng kỳ (lên mức 1,113 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ dần phục hồi từ mức thấp hiện tại, với tốc độ phục hồi chậm, qua đó sẽ dẫn dắt sắp tới sẽ hỗ trợ giá thép tại Việt Nam đi lên.

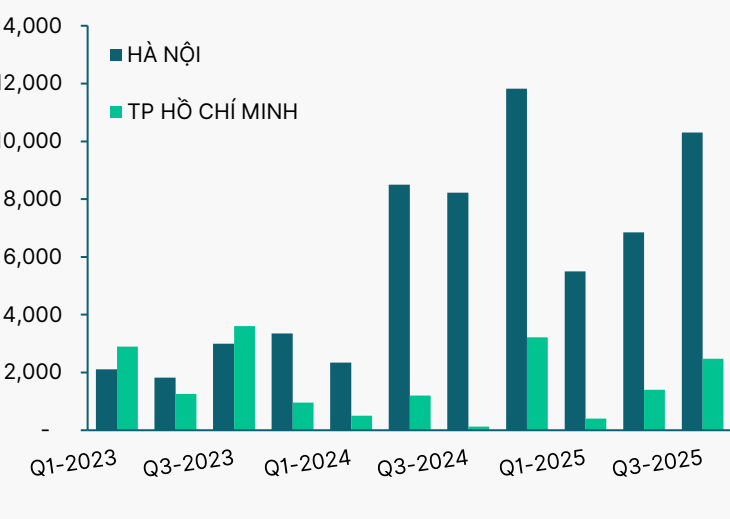
Đầu tư công Việt Nam, KAFI dự báo tăng trưởng 30.0%/29.5% trong 2025/26 | Nguồn: GSO, Kafi Research



Số lượng nhà đủ điều kiện chuyển nhượng tăng 38.75% so với cùng kỳ | Nguồn: Bộ Xây Dựng, Kafi Research



Nguồn cung căn hộ mở bán mới | Đơn vị: Căn - Nguồn: CBRE, Kafi Research



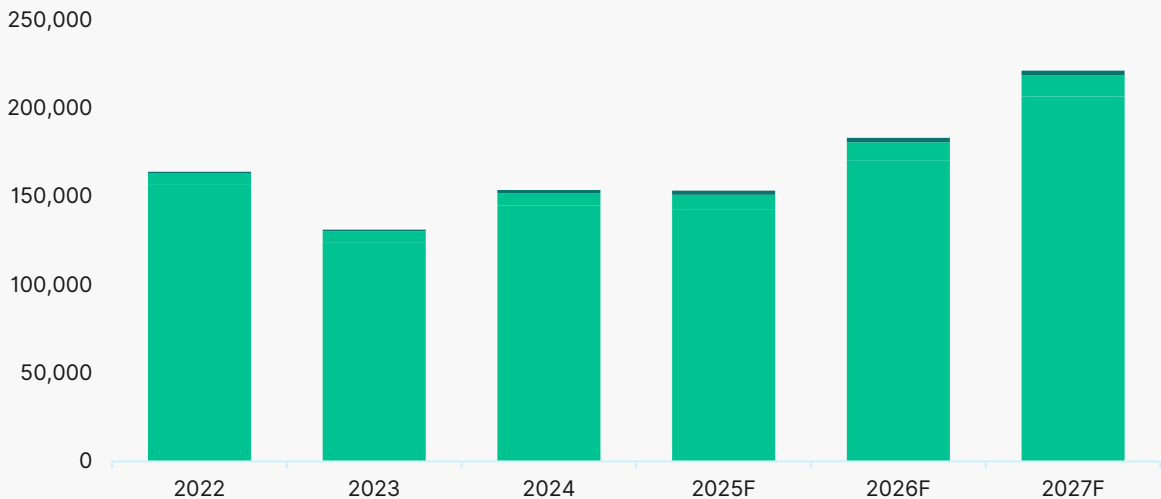
HPG

Giá mục tiêu: 34.300 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 31.11%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Thép
Vốn hóa	206,470 tỷ đồng
SLCP lưu hành	7,675 tr cp
Biên độ 52W	17,749 – 30,350
KLGD TB 3T	38,914,029 cp
Beta	0.90
P/E hiện tại	13.9x
P/E TB 5 năm	21x
P/E ngành	16x

Dự báo doanh thu của HPG
| Nguồn: Kafi Research

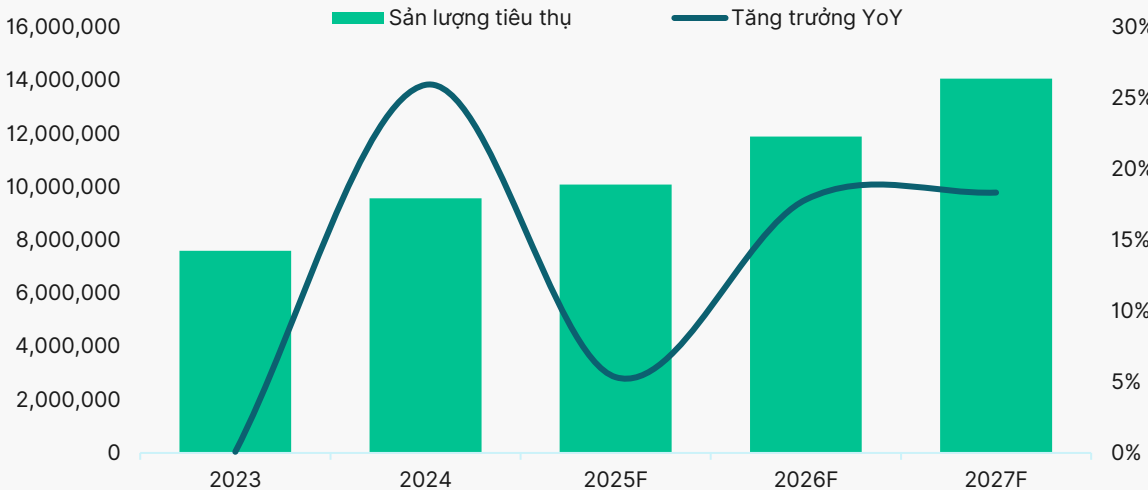


KỶ NGUYÊN MỚI CỦA ĐẾ CHẾ THÉP VIỆT

Luận điểm đầu tư:

- **Tiêu thụ thép được thúc đẩy bởi nhu cầu trong nước:** Thị trường thép Việt Nam 2026 dự báo tăng trưởng nhờ hai động lực: (1) Giải ngân đầu tư công vào hạ tầng chiến; (2) Cải cách bất động sản kích thích nhu cầu thép xây dựng. HPG sẽ tận dụng lợi thế công nghệ hiện đại và quy mô kinh tế để cung cấp cho các dự án hạ tầng trọng điểm.
- **HPG hưởng lợi lớn từ thuế chống bán phá giá thép HRC:** Thuế CBPG đối với thép HRC Trung Quốc và Ấn Độ tạo lợi thế cho HPG. Sản lượng HRC của HPG 11 tháng đầu 2025 tăng 64.32% YoY. Bên cạnh đó, Điều tra về hành vi lẫn tránh thuế CBPG AD20 đối với HRC khổ rộng từ Trung Quốc được khởi xướng cuối tháng 10 là diễn biến tích cực. Nếu áp dụng mức thuế mới, HPG sẽ hưởng lợi từ tăng sản lượng bán HRC và giá bán trung bình nhờ giảm áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu giá rẻ.
- **Dung Quất 2 đi vào hoạt động giúp HPG củng cố vị thế đầu ngành:** Dự án Dung Quất 2 sẽ nâng quy mô doanh thu và lợi nhuận HPG. Sau khi đi vào hoạt động (2026-2029), HPG đạt 100% hiệu suất năm 2027 nhờ ba yếu tố: (1) Vị thế tại thị trường nội địa; (2) Ưu thế xuất khẩu với công nghệ giảm phát thải; (3) Chi phí sản xuất DQ02 thấp hơn ~10% so với DQ1.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ thép của HPG
| Nguồn: Kafi Research



Ngành khu công nghiệp

Hiệu ứng thuế quan ổn định, dòng vốn FDI duy trì

Luận điểm đầu tư

- **Dòng vốn FDI duy trì chất lượng cao tiếp tục là động lực nền tảng cho nhu cầu KCN:** Chúng tôi nhận định dòng vốn FDI trong năm 2026 dù không tăng mạnh về quy mô nhưng tiếp tục cải thiện về chất lượng, tập trung vào các lĩnh vực sản xuất công nghệ cao, điện – điện tử, thiết bị công nghiệp và logistics. Trong bối cảnh chuỗi cung ứng toàn cầu tái cấu trúc, Việt Nam vẫn giữ lợi thế cạnh tranh về ổn định vĩ mô và chi phí, qua đó duy trì nhu cầu thuê đất KCN ổn định, đặc biệt tại các khu vực trọng điểm.
- **Nguồn cung KCN mới được tháo gỡ pháp lý tạo dư địa tăng trưởng trung hạn:** Giai đoạn 2025–2026 đánh dấu bước chuyển quan trọng khi các vướng mắc pháp lý liên quan đến quy hoạch và phê duyệt dự án KCN dần được tháo gỡ. Việc bổ sung quỹ đất sẵn sàng cho thuê từ năm 2026 giúp các doanh nghiệp KCN duy trì tăng trưởng doanh thu trong trung hạn, đồng thời thúc đẩy sự dịch chuyển sang mô hình phát triển có chọn lọc (chủ động trong việc chuyển đổi quỹ đất mới), ưu tiên hiệu quả triển khai và tỷ lệ lấp đầy.
- **Giá thuê và biên lợi nhuận duy trì ở mức cao nhờ cấu trúc cung – cầu thuận lợi:** Chúng tôi dự phóng giá thuê đất KCN trong năm 2026 nhiều khả năng duy trì ở mặt bằng cao, tăng nhẹ hoặc đi ngang, do nhu cầu thuê ổn định trong khi nguồn cung mới chưa bùng nổ. Các KCN sở hữu vị trí chiến lược gần hạ tầng logistics tiếp tục ghi nhận tỷ lệ lấp đầy và biên lợi nhuận tốt, qua đó hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận tương đối bền vững cho toàn ngành.

Rủi ro:

- Rủi ro thuế quan đối ứng vẫn còn hiện hữu, có thể gây cản trở việc dịch chuyển chuyển cung ứng
- Rủi ro địa chính trị, gây tắt nghẽn chuỗi cung ứng

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		2025F	2025F	2025	2025	2025
IDC	Mua	1,850	-8%	1.7x	6.8x	27%
KBC	Theo dõi	1,612	281%	1.6x	21.4x	7.5%
SZC	Theo dõi	353	17%	1.6x	15.7x	11.0%

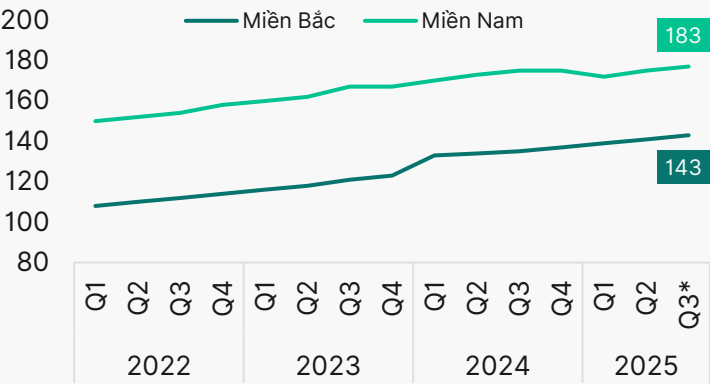
Tổng quan ngành khu công nghiệp trong năm 2025

Sức cầu thuê mới chứng lại khi áp lực thuế quan đè nặng

Nhận định chung cho cả năm 2025 là một năm bản lề của ngành BĐS Khu công nghiệp Việt Nam, đánh dấu bước chuyển mình mạnh mẽ sau những khó khăn từ các chính sách thuế quan của chính quyền Trump gây ảnh hưởng đến ngành:

- Thị trường đã chứng tỏ được sức hấp dẫn toàn cầu với dòng vốn FDI kỷ lục, khẳng định vị thế là một trung tâm sản xuất mới của thế giới;
- Năm 2025 chứng kiến sự lên ngôi của phân khúc nhà xưởng xây sẵn và sự phát triển của các KCN theo mô hình chuyên ngành, sinh thái, công nghệ cao. Đây là sự chuyển dịch từ phát triển theo chiều rộng sang chiều sâu;
- Thị trường đã chính thức bước vào một chu kỳ phát triển mới với sự dịch chuyển không gian từ các "thủ phủ" truyền thống sang các vành đai công nghiệp vệ tinh như Bà Rịa - Vũng Tàu (cũ), Tây Ninh (cũ) và Bình Phước (cũ)... mở ra dư địa phát triển cho 5 - 10 năm tới.

Diễn biến giá cho thuê đất công nghiệp
| Đơn vị: USD - Nguồn: CBRE, Kafi Research



Dữ liệu thị trường cho thuê đất KCN (cập nhật Q3/2025)
| Đơn vị: ha – USD/m2/tháng - Nguồn: CBRE, Kafi Research

Khu vực	DT đất công Nghiệp	DT hấp thụ mới	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê TB
Miền Bắc	11,430	260	80.4%	143
Miền Nam	26,381	55	89.0%	183

Dữ liệu thị trường cho thuê RBF/RBW (cập nhật Q3/2025)
| Đơn vị: m2/USD/m2/tháng - Nguồn: CBRE, Kafi Research

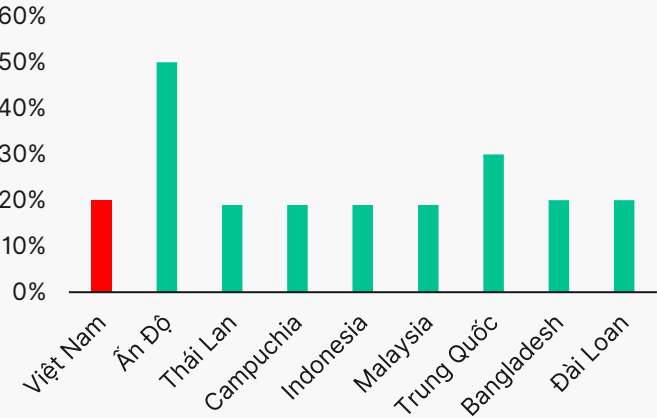
Khu vực	Diện tích hấp thụ	Tỷ lệ hấp thụ RBF	Tỷ lệ hấp thụ RBW	Giá thuê TB RBF	Giá thuê TB RBW
Miền Bắc	800.000	79.3%	88.4%	4.9	5
Miền Nam	970.000	96.0%	74.0%	5	5.2

Triển vọng ngành trong năm 2026

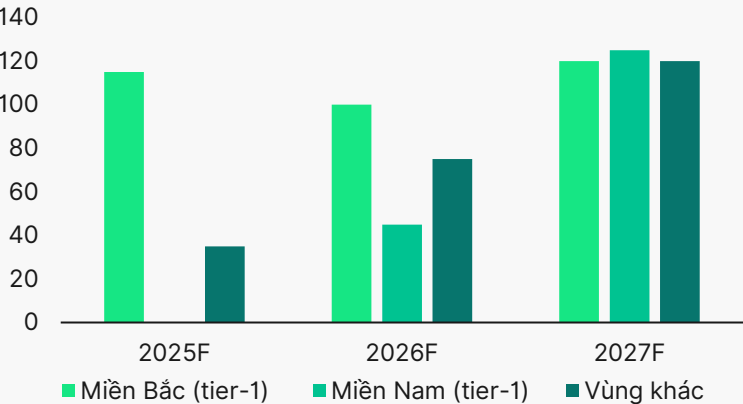
Thị trường bất động sản công nghiệp đang chuyển mình mạnh mẽ nhờ vào các động lực sau:

- Hiệu ứng thuế quan:** Sau khi Việt Nam đạt được thỏa thuận khung với mức thuế 20%, không chênh lệch so với mức 19% của các nước cạnh tranh về sản xuất trong khu vực, nhưng Việt Nam lại có lợi thế về chi phí lao động, cơ sở hạ tầng đang được cải thiện để làm chi phí logistic và chuỗi cung ứng ngày càng phát triển sẽ hỗ trợ cũng như lợi thế cho Việt Nam tiếp tục thu hút việc di dời sản xuất cũng như thu hút trở lại FDI sau sự cố thuế quan.
- Dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam:** Lũy kế cả năm 2025, tổng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đăng ký vào Việt Nam đạt 38,42 tỷ USD (+0.5% YoY). Trong đó, lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục dẫn đầu về vốn đăng ký cấp mới với tổng giá trị 9,80 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 56,5% trong tổng vốn cấp mới. Điều này cho thấy dòng vốn đang “đi thẳng” vào lĩnh vực sản xuất thực, kéo theo nhu cầu lớn cho không gian công nghiệp phụ trợ.
- Thị trường vì thế đã phản ứng bằng cách đa dạng hóa cơ cấu sản phẩm và hình thức đầu tư. Ngoài đất công nghiệp truyền thống, hàng loạt sản phẩm mới như nhà xưởng xây sẵn (RBF), nhà kho xây sẵn (RBW), kho hỗn hợp, mô hình xây theo yêu cầu (BTS) và kho lạnh đã xuất hiện để đáp ứng nhu cầu ngày càng chuyên biệt từ các doanh nghiệp sản xuất và logistics.
- Bứt tốc hạ tầng logistics:** Việt Nam đang đầu tư mạnh vào các dự án mang tính nền tảng, tiêu biểu là khoản 82.000 tỷ đồng phát triển cụm cảng Cái Mép - Thị Vải (Bà Rịa - Vũng Tàu cũ). Dự án hướng tới hình thành trung tâm trung chuyển quốc tế và siêu khu công nghiệp logistics. Điều này giúp các khu công nghiệp ven cảng được hưởng lợi lớn khi chi phí logistics giảm từ 10 - 15%, từ đó nâng sức cạnh tranh trong thu hút FDI.

Mức thuế quan đối ứng
| Nguồn: Bộ Tài chính Mỹ, Kafi Research



Triển vọng nguồn cung đất KCN trong 3 năm tới.
| Đơn vị: Ha - Nguồn: Kafi Research



Triển vọng nguồn cung mới RBF/RBW trong 3 năm tới.
| Đơn vị: m2 - Nguồn: Cushman&Wakefield, Kafi Research

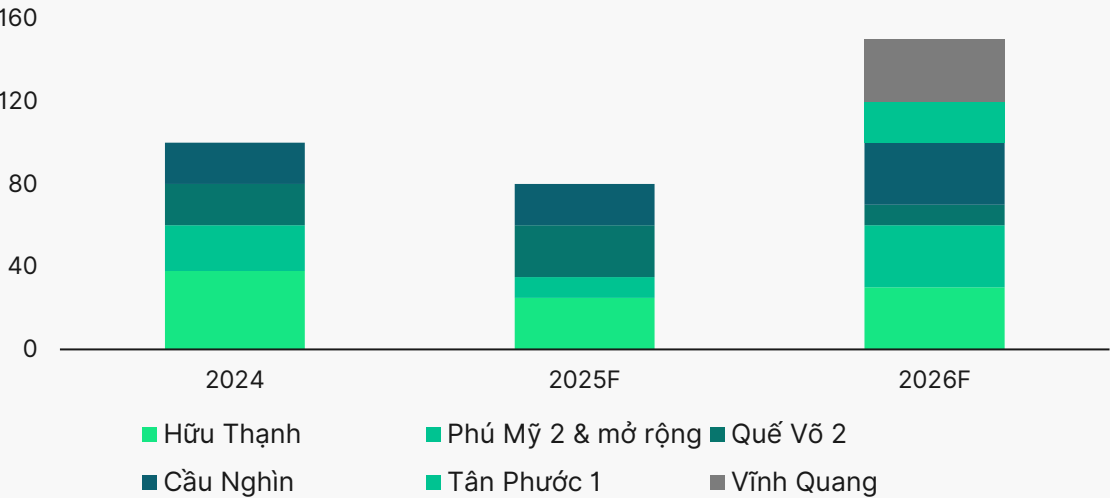
Khu vực	Nhà xưởng xây sẵn (RBF)	Nhà kho xây sẵn (RBW)	% tăng giá thuê (USD/m2/kỳ hạn)
Miền Bắc	900.000	800.000	3-5%
Miền Nam	1.000.000	1.200.000	3-5%

IDC

Giá mục tiêu: 46,300 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 19.02%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	BDS Khu công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	14,800.4
SLCP lưu hành (tr cp)	306.1
Biên độ 52W	28,700 – 46,400
KLGD TB 3T	1,667,965 cp
Beta	1.15
P/B hiện tại	2.25
P/B TB 5 năm	2.92
P/B ngành	3.47

Dự báo doanh cho thuê đất KCN
| Đơn vị: Ha - Nguồn: Kafi Research

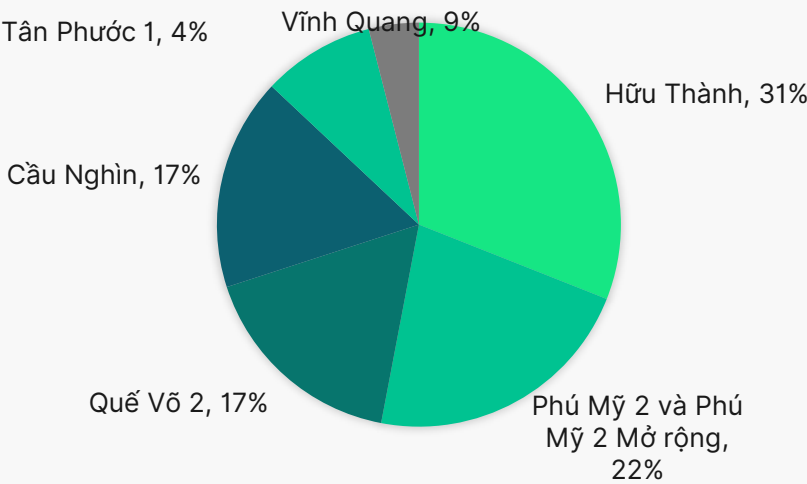


QUỸ ĐẤT CHIẾN LƯỢC ĐA DẠNG THÚC ĐẨY HỒI PHỤC MẢNG CHO THUÊ

Luận điểm đầu tư:

- Quỹ đất được phê duyệt mở rộng:** Từ năm 2024 đến nay, IDC được phê duyệt thêm 4 KCN mới gồm Tân Phước 1, Vĩnh Quang giai đoạn 1, Phú Long và Mỹ Xuân B1 mở rộng. Qua đó, quỹ đất KCN tăng thêm 1,200 ha, đây là nền tảng vững chắc cho tăng trưởng trung hạn của công ty.
- Doanh số cho thuê KCN phục hồi trong quý 4 và mở rộng trong năm 2026:** Theo thông tin từ công ty, các khách lớn từ Trung Quốc đã quay lại đàm phán thuê đất, một số hợp đồng lớn đã được ký kết trong T10/25, điều này được dự báo doanh số cho thuê đất KCN sẽ hồi phục 20ha trong quý 4 (so với 8ha trong quý 3). Trong năm 2026, dự kiến doanh số cho thuê đất tiếp tục được cải thiện lên mức 110 ha nhờ vào quỹ đất đã được phê duyệt trước đó và kế hoạch triển khai KCN mới của công ty. Ngoài ra với mảng cho thuê thuê nhà xưởng/nhà kho xây sẵn (RBF/RBW), công ty dự kiến sẽ phát triển thêm khoảng 47 ha trong trung hạn và giá cho thuê dự kiến tăng từ 3-5% sẽ đóng góp và doanh số của công ty.
- Dự báo lợi nhuận ròng** của IDC trong năm 2026 sẽ tăng 20% YoY và lợi nhuận sau thuế CĐ thiếu số công ty mẹ là 1.7 nghìn tỷ đồng dựa trên cơ sở: (1) doanh số cho thuê đất KCN dự kiến phục hồi và giá cho thuê giữ ở mức cao hoặc tăng từ 3-5%; (2) dự án khu dân cư Hữu Thành sẽ được mở bán.

Dự báo cơ cấu cho thuê đất KCN trong giai đoạn 2026 -2027
| Đơn vị: % - Nguồn: Kafi Research



Ngành BĐS Dân cư

Pháp lý được tháo gỡ, nguồn cung lớn dự kiến được đưa ra thị trường

Nhận định chung cho năm 2025 là một năm khởi sắc đối với ngành BĐS dân cư khi thị trường trải qua nhiều biến động như biến động rủi ro về thuế quan đầu năm, cải cách địa giới hành chính sáp nhập vào giữa năm và Chính phủ nỗ lực thúc đẩy cải cách pháp lý, hỗ trợ chính sách và đẩy mạnh phê duyệt quy hoạch để thúc đẩy ngành BĐS sau giai đoạn khó khăn vào cuối năm. Bước sang năm 2026, chúng tôi dự báo ngành BĐS dân cư sẽ có bước tiến mới, nhiều điểm sáng hơn trên cơ sở:

- (1) **Cơ sở hạ tầng** được đầu tư mạnh mẽ, thúc đẩy mở rộng nhu cầu và giá trị của các sản phẩm BĐS;
- (2) **Các chính sách** pháp lý hỗ trợ vướng mắc, tháo gỡ khó khăn sẽ được triển khai mạnh mẽ và quyết liệt;
- (3) **Dự kiến nguồn cung** sẽ cải thiện và đa dạng nhiều sản phẩm;
- (4) **Huy động trái phiếu** ảm dần, mở rộng kênh huy động cho doanh nghiệp;
- (5) **Lãi suất vay** mua nhà dự kiến sẽ tăng nhưng vẫn giữ ở mức phải chăng.

Rủi ro:

(1) lãi suất tăng, ảnh hưởng đến chi phí tài chính đầu vào của dự án và chi phí đầu ra của bên mua BĐS, (2) mức giá bán cao ảnh hưởng đến khả năng hấp thụ, (3) bảng giá đất mới sẽ tác động đến chi phí sử dụng đất

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		2025F	2025F	2025	2025	2025
KDH	Mua	1,416	75%	1.8x	31.3x	5.8%
NLG	Theo dõi	753	45%	1.2x	16.8x	5.0%
VHM	Theo dõi	39,200	23%	1.8x	11.2x	17.6%

Tổng quan ngành BĐS dân cư trong năm 2025

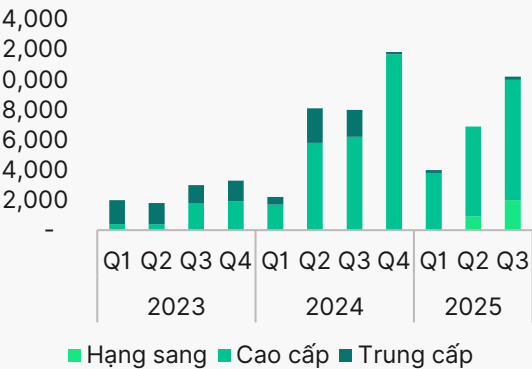
Nguồn cung cải thiện, giá bán tiếp tục lập đỉnh

Ở giai đoạn trước, thị trường BĐS nhà ở Việt Nam đã phải đối mặt với một cơn khát nguồn cung kéo dài. Tuy nhiên, bức tranh này đã hoàn toàn thay đổi khi bước sang năm 2025. Nhờ sự vào cuộc quyết liệt của Chính phủ, các bộ, ngành, địa phương cùng với nhiều điểm mới tích cực của 3 luật quan trọng (Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh bất động sản 2023), nhiều "nút thắt" pháp lý cổ hủ trên thị trường đã dần được tháo gỡ. Cùng với đó, doanh nghiệp bất động sản hứng khởi trở lại, hàng loạt dự án từng "đắp chiếu" tái khởi động, và nhiều dự án mới được triển khai giúp cho nguồn cung được cải thiện.

- Nguồn cung nhà ở:** trong 9 tháng đầu năm 2025, nguồn cung nhà ở đạt hơn 100,000 sản phẩm, tăng 22% so với cả năm 2024. Trong đó, có 86,000 sản phẩm mới, gấp 1.3 lần cùng kỳ. Riêng quý III/2025, thị trường ghi nhận khoảng 34,686 sản phẩm mới, cao nhất trong 5 năm trở lại đây và tăng tới 2,4 lần so với quý III/2024
- Xu hướng giá bán:** giá trung bình tại các dự án mới mở bán đã chạm mốc 78 triệu đồng/m2, trong đó, hơn 30% nguồn cung mới có mức giá từ 100 triệu đồng/m2 trở lên. Hà Nội, giá bán căn hộ sơ cấp đã đạt trung bình 95 triệu đồng/m2, trong đó, hơn 43% nguồn cung mới có giá trên 120 triệu đồng/m2. Tại TP.HCM, giá căn hộ sơ cấp trung bình đạt 91 triệu đồng/m2, với nhiều dự án khu vực trung tâm có giá từ 120 - 150 triệu đồng/m2.
- Tỷ lệ hấp thụ:** Theo thống kê của VARS, 9 tháng năm 2025, tỷ lệ hấp thụ trên nguồn cung mở bán mới đạt 68%, tương đương với hơn 58,000 giao dịch thành công, gấp đôi cùng kỳ năm 2024. Nhiều dự án ghi nhận tình trạng "cháy hàng" chỉ sau một thời gian ngắn mở bán. Dù nguồn cung tăng mạnh nhưng các dự án nhà ở vẫn được hấp thụ tốt. Tỷ lệ hấp thụ của các dự án mới đạt trên 60%, thậm chí nhiều dự án "cháy hàng" nhờ nhu cầu ở thực và nhu cầu đầu tư trung, dài hạn vẫn duy trì ở mức cao.

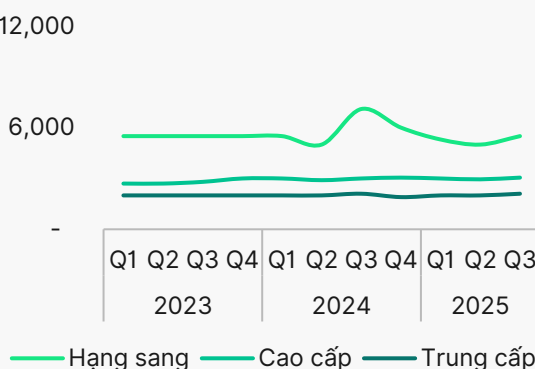
Nguồn cung mới, Căn hộ bán - Hà Nội (cập nhật Q3/2025)

Đơn vị: Nghìn căn - Nguồn: CBRE



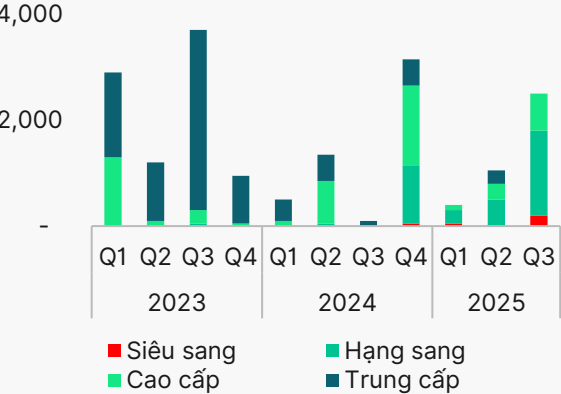
Giá sơ cấp bình quân căn hộ, Hà Nội (cập nhật Q3/2025)

Đơn vị: USD/m2 - Nguồn: CBRE



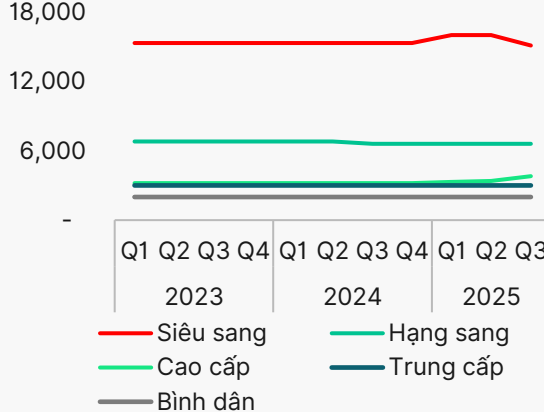
Nguồn cung mới, Căn hộ bán - TP.HCM (cập nhật Q3/2025)

Đơn vị: Nghìn căn - Nguồn: CBRE



Giá sơ cấp bình quân căn hộ, TP.HCM (cập nhật Q3/2025)

Đơn vị: USD/m2 - Nguồn: CBRE



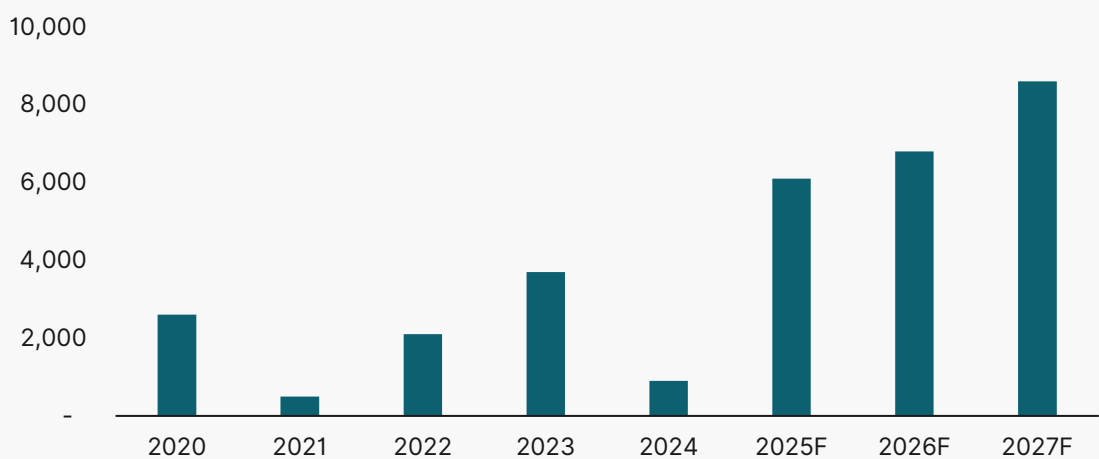
KDH

Giá mục tiêu: 43,500 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 48.46%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	BDS Dân cư
Vốn hóa	32,095.35 tỷ đồng
SLCP lưu hành	1,112 tr cp
Biên độ 52W	38,100 – 22.045
KLGD TB 3T	1,667,965 cp
Beta	1.24
P/B hiện tại	1.78
P/B TB 5 năm	3.17
P/B ngành	3.47

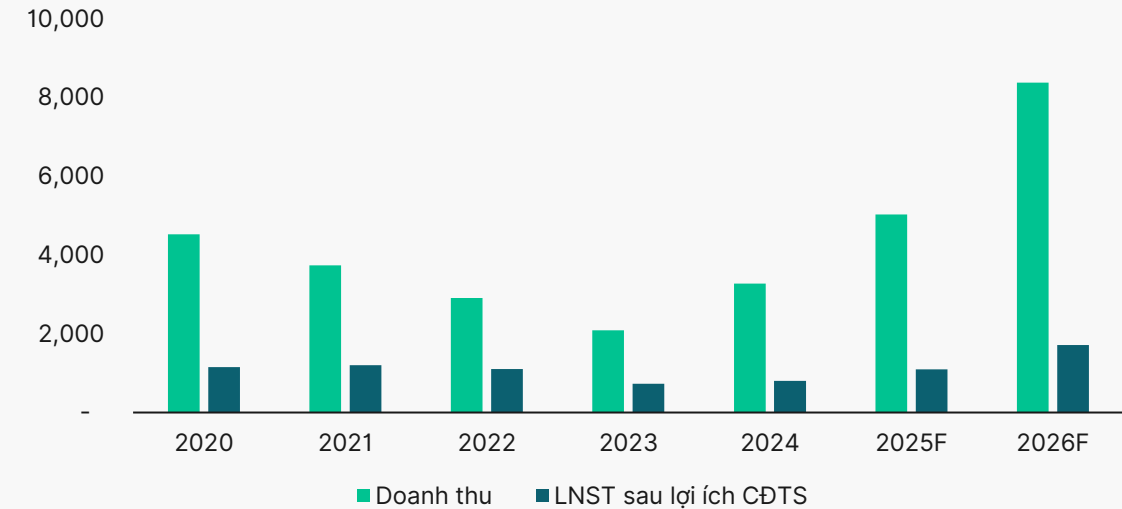
Dự báo doanh số bán hàng của KDH
| Đơn vị: Nghìn căn - Nguồn: Kafi Research



QUỸ
Luận điểm đầu tư:

- Việc mở bán dự án The Gladia by the Waters trong quý 4/2025 với các căn hộ thấp tầng là động lực tăng trưởng và ghi nhận lợi nhuận của KDH trong những tháng cuối năm 2025 và 2026. Dự án ghi nhận tỷ lệ hấp thụ rất tích cực trong đợt đầu mở bán khi có khoảng 100 căn được bán (ước tính doanh thu khoản 4.000 tỷ đồng).
- Trong giai đoạn 2026 -2027, KDH sẽ đồng loạt tiến hành xây dựng và mở bán một loạt các dự án như: Gladia (khu cao tầng), The Solina (500 căn hộ thấp tầng và 1.000 căn hộ cao tầng), đặc biệt là dự án KCN Lê Minh Xuân (110ha) sẽ là động lực chính của KDH trong tương lai. Điểm nổi bật của các dự án sắp triển khai của KDH là có vị trí gần trung tâm Tp.HCM, hưởng lợi từ việc phát triển cơ sở hạ tầng và giá bán tăng khi đã hoàn tất sát nhập tỉnh thành, ngoài ra do đã đóng đầy đủ tiền sử dụng đất trước đó nên sẽ ít ảnh hưởng mới bảng giá đất mới, có hiện lực từ ngày 01/01/2026.
- Dự án Tân Tạo (330ha) được kỳ vọng có tiến triển trong cơ chế thu hồi đất nhanh để triển khai dự án khi Quốc Hội đã thông qua Nghị quyết 254, trong đó có cơ chế mới trong việc thu hồi đất khi đã vượt 75% sự đồng thuận hay đền bù thu hồi đất.
- Dự báo lợi rỗng của KDH từ năm 2025-2027 sẽ tăng trưởng khoảng 40% nhờ vào các dự án đang triển khai xây dựng và mở bán mới trong thời gian sắp tới.

Dự báo doanh số bán hàng của KDH
| Đơn vị: Nghìn căn - Nguồn: Kafi Research



Ngành bán lẻ

Duy trì bút phá

Luận điểm đầu tư:

- **(1) Bán lẻ ICT-CE hưởng lợi từ giảm thuế VAT 2% đến hết 2026:** Nghị định 174/2025/NĐ-CP (30/6/2025) gia hạn giảm thuế GTGT từ 10% xuống 8% cho nhiều hàng hóa và dịch vụ, bao gồm công nghệ và điện máy, trong giai đoạn 7/2025–12/2026. Chính sách này dự kiến tác động tích cực đến bán lẻ bằng cách hạ giá sau thuế, kích thích tiêu dùng và cải thiện sức mua. Các chuỗi bán lẻ hiện đại, thương mại điện tử và nhóm hàng nhạy cảm giá (gia dụng, điện tử, thời trang, F&B) sẽ hưởng lợi nhiều nhất do khả năng chuyển mức giảm thuế vào giá bán và tận dụng quảng cáo khuyến mãi để thu hút khách hàng.
- **(2) Bỏ thuế khoán, chuyển sang thuế kê khai trên doanh thu:** Nghị quyết 198/2025/QH15 bỏ phương pháp khoán thuế từ 01/01/2026, bắt buộc hộ kinh doanh chuyển sang thuế kê khai trên doanh thu (áp dụng từ 6/2025 với hộ doanh thu trên 1 tỷ đồng/năm, từ 2026 mở rộng đến 200 triệu đồng/năm). Chính sách này dự kiến suy giảm lợi thế giá của bán lẻ truyền thống, tạo điều kiện cho chuỗi bách hóa và được hiện đại mở rộng thị phần.
- **(3) Ngành trang sức vàng được hưởng lợi từ Nghị định 232/2025/NĐ-CP (hiệu lực 10/2025):** dỡ bỏ độc quyền nhà nước trong lĩnh vực vàng, cho phép khối tư nhân sản xuất vàng miếng và nhập khẩu nguyên liệu vàng. Hạn ngạch nhập khẩu được phân bổ hàng năm (công bố trước 15/12) sẽ tạo cơ hội cho PNJ, DOJI, SJC và các ngân hàng lớn (VCB, CTG, BID, Agribank, VPB, TCB, ACB, MBB) mở rộng thị phần từ các bán lẻ nhỏ lẻ nhờ khả năng tiếp cận hạn ngạch cao hơn.

Rủi ro: (1) Sức mua phục hồi chậm hơn dự kiến (2) Lạm phát tăng cao

Tiêu chí lựa chọn doanh nghiệp:

Doanh nghiệp đầu ngành có triển vọng kinh doanh tích cực trong năm 2026 và đang có chiết khấu tốt

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		2025F	2025F	2025	2025	2025
MWG	Mua	6,354	70.2%	3.8x	18.9x	20.1%
DGW	Theo dõi	521	58.8%	3.1x	16.7x	18.4%
PNJ	Mua	2,342	10.9%	2.5x	14.0x	17.8%

Hồi phục

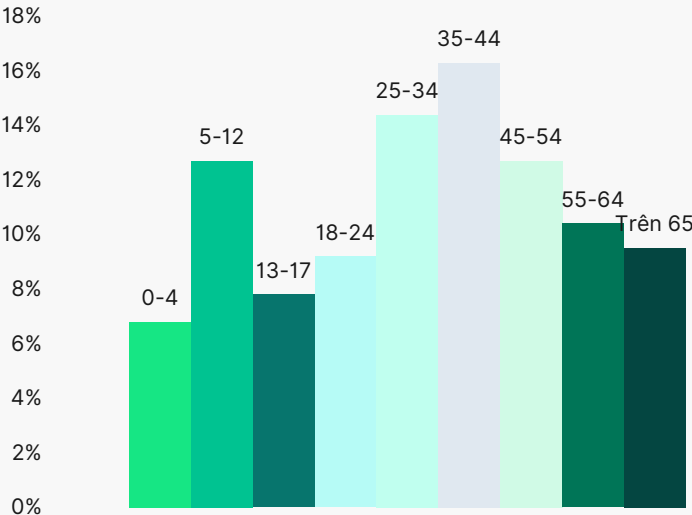
Cơ cấu dân số trẻ, tốc độ đô thị hóa ngày càng cao đang là yếu tố hỗ trợ cho tiêu dùng nội địa

Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 đạt khoảng 10%, với GDP bình quân đầu người 5,400–5,500 USD. Đi kèm với đó, ước tính World Bank cho thấy thu nhập bình quân đầu người tăng trưởng 7.1%/8% trong khi CPI là 3.4%/3.6% trong năm 2025-2026. Tốc độ tăng trưởng thu nhập cao hơn tỷ lệ lạm phát hằng năm, cho thấy môi trường tiêu dùng đang còn nhiều dư địa.

Tầng lớp trung lưu mở rộng nhanh và tốc độ đô thị hóa ngày càng cao đang tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng dài hạn của ngành bán lẻ, khi thu nhập và nhu cầu chi tiêu của người dân tiếp tục cải thiện.

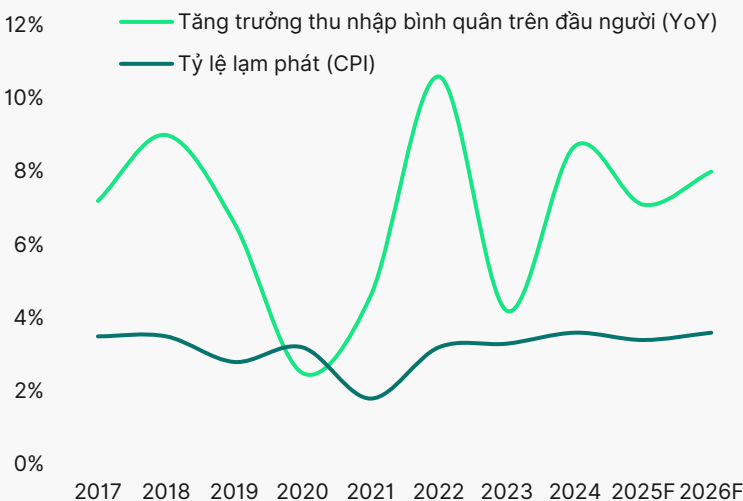
Cơ cấu dân số trẻ là động lực nền tảng cho tăng trưởng tiêu dùng

| Nguồn: datareportal, Kafi Research



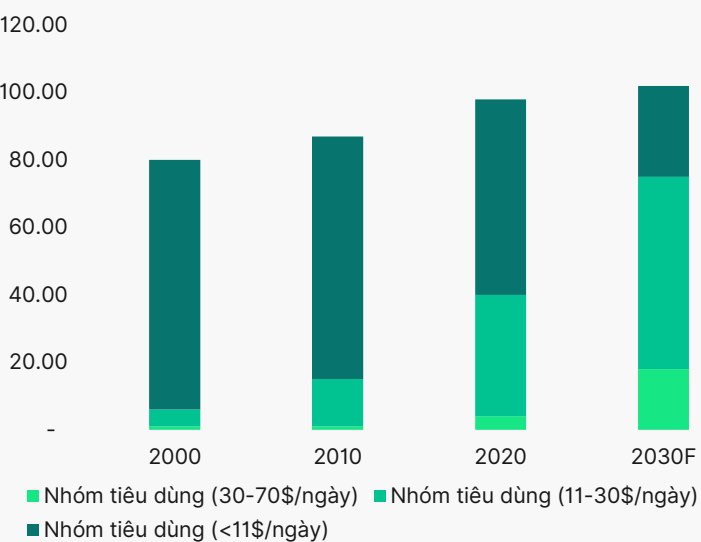
Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người và CPI

| Nguồn: Worldbank, GSO, Kafi Research



Tầng lớp tiêu dùng phân bố rộng hơn, mức chi tiêu gia tăng trong nửa thập kỷ tới

| Nguồn: Kafi Research



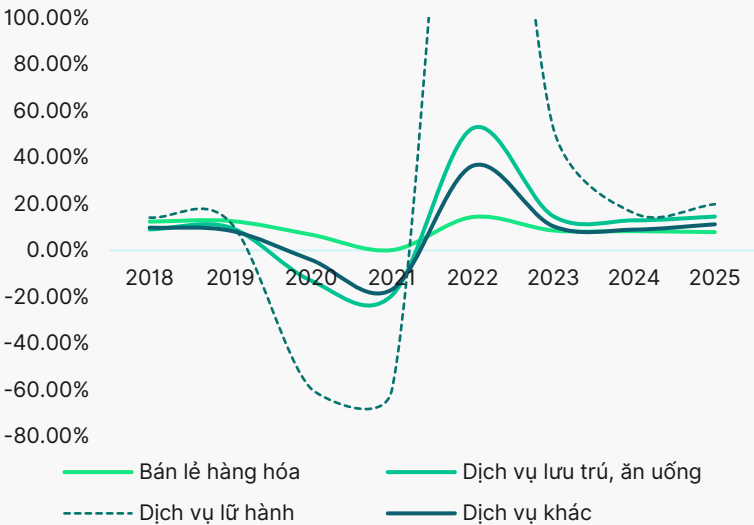
Hưởng lợi từ phục hồi sức mua và tăng trưởng kinh tế

Sức mua trong nền kinh tế tương tự với tăng trưởng bán lẻ hàng hoá và dịch vụ, có sự hồi phục tuy nhiên tốc độ tương đối chậm

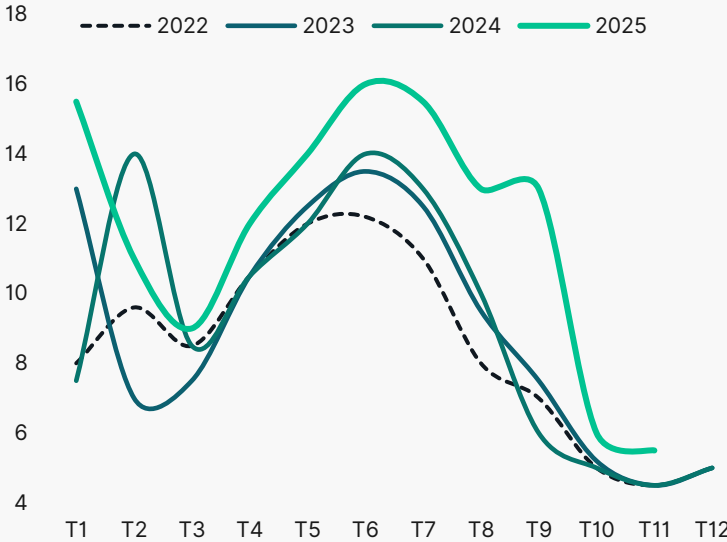
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng lũy kế 10T2025 tăng 9.3% YoY, cao hơn mức 8.8% cùng kỳ 2024, trong đó doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 8% YoY. Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 14.6% YoY và du lịch lữ hành tăng 19.8% YoY, cho thấy hiệu quả của các chính sách và chương trình xúc tiến du lịch được đẩy mạnh. Giai đoạn đến năm 2030, Chính phủ đặt mục tiêu tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng bình quân 11.0–11.5%/năm theo Quyết định số 2326/QĐ-TTg.

Chúng tôi nhận thấy tiêu dùng đã cải thiện từ đáy, triển vọng đến từ cơ cấu dân số trẻ và dư địa của tầng lớp trung lưu ngày càng mở rộng

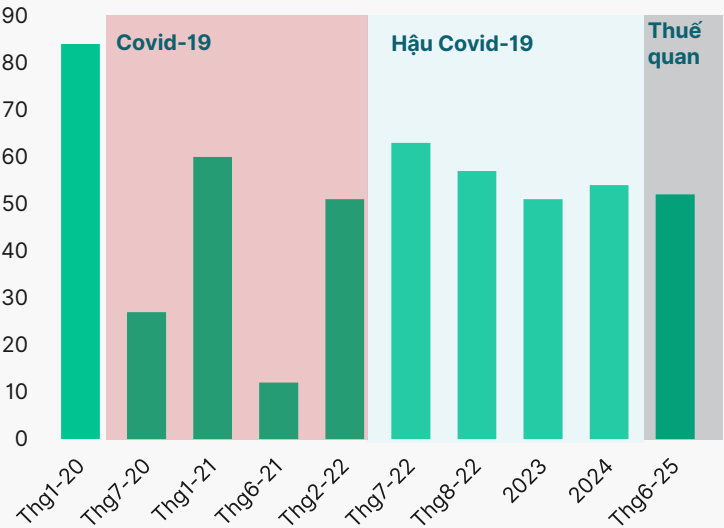
Tăng trưởng tổng mức bán lẻ theo ngành nghề
| Nguồn: Kafi Research



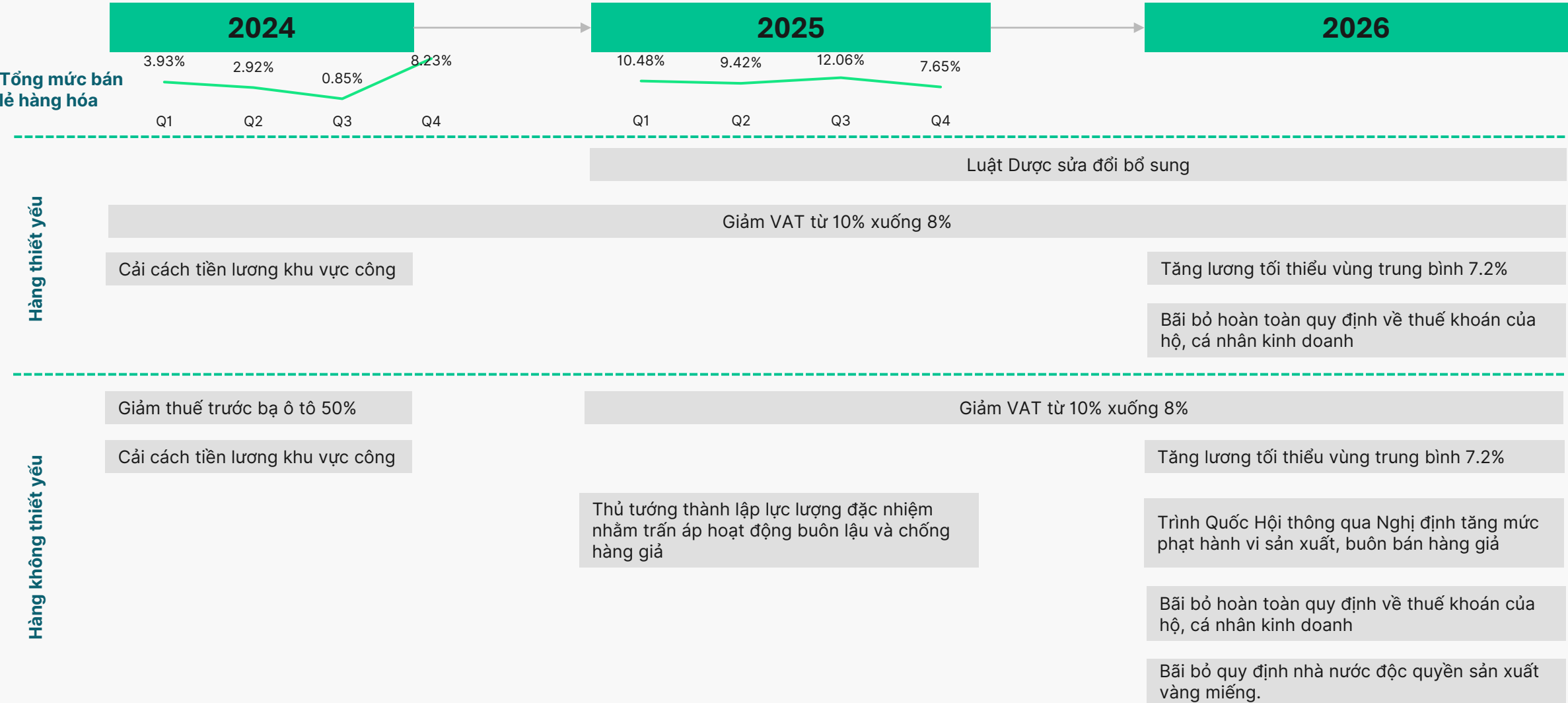
Khách du lịch nội địa lũy kế 11T2025 +24.29% YoY
| Đơn vị: triệu khách - Nguồn: Cục du lịch, Kafi Research



Tâm lý người tiêu dùng giảm nhẹ 2dpt do lo ngại lạm phát từ chiến tranh thương mại
| Nguồn: Infocus Mekong Research, Kafi Research



Các hỗ trợ của Chính phủ sẽ là nền tảng cho đà phục hồi trong giai đoạn 2025/26

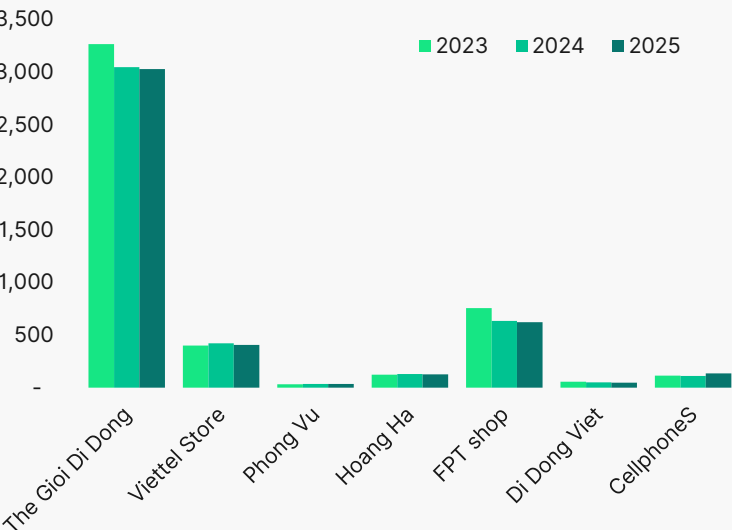


Hoạt động đóng cửa gần như kết thúc, lợi nhuận phục hồi tốt

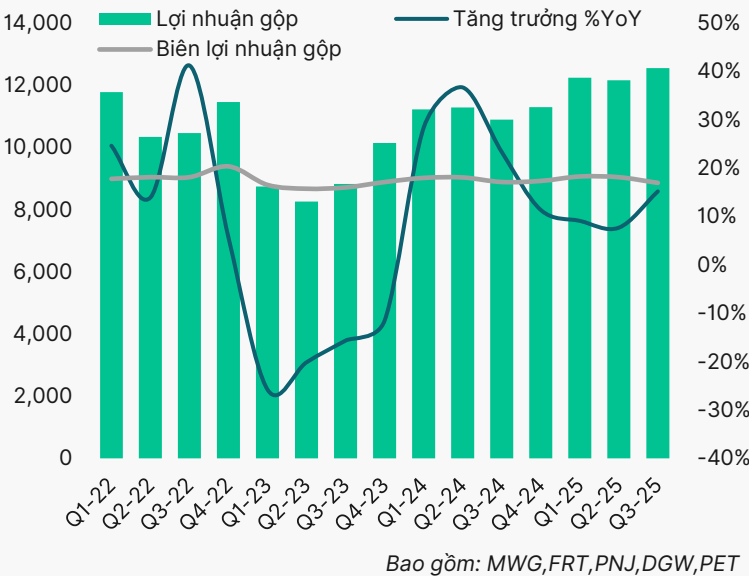
Do nhu cầu sản phẩm công nghệ chậm hồi phục, các nhà bán lẻ lớn tiếp tục đóng các cửa hàng hoạt động kém hiệu quả, phù hợp với chiến lược tái cấu trúc đã đề ra. Năm 2025, chuỗi TGDĐ/ĐMX của MWG đã đóng cửa 18 cửa hàng (-0.59% YoY), trong khi chuỗi FPT Shop của FRT đã đóng 110 cửa hàng (-1.58% YoY). Các công ty nhỏ hơn như Viettel Store và Di Động Việt cũng đã đóng cửa nhiều cửa hàng.

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về triển vọng lợi nhuận của ngành. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của MWG, FRT và DGW tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 27%, 54% và 16% nhờ giành thêm thị phần và vận hành hiệu quả hơn.

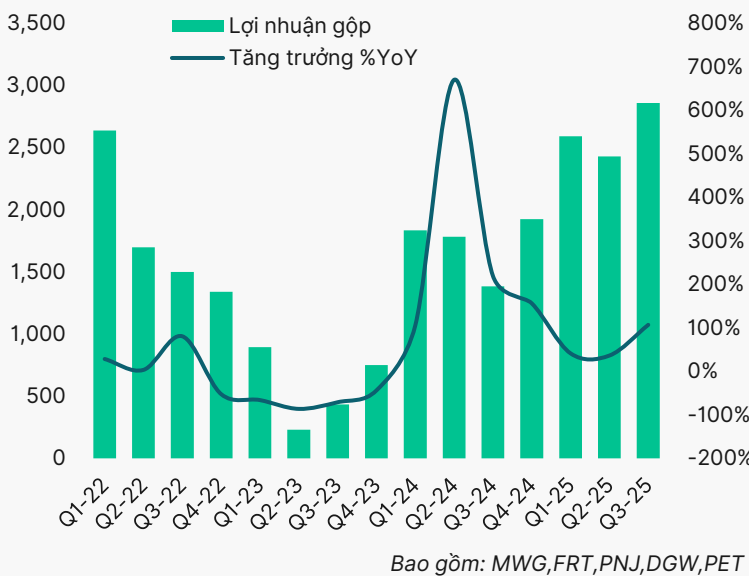
Số lượng cửa hàng vẫn đang giảm trong năm 2025 nhằm giảm lượng tăng chấ
| Nguồn: Kafi Research



Doanh thu nhóm doanh nghiệp bán lẻ không thiết yếu
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp bán lẻ không thiết yếu
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



MWG

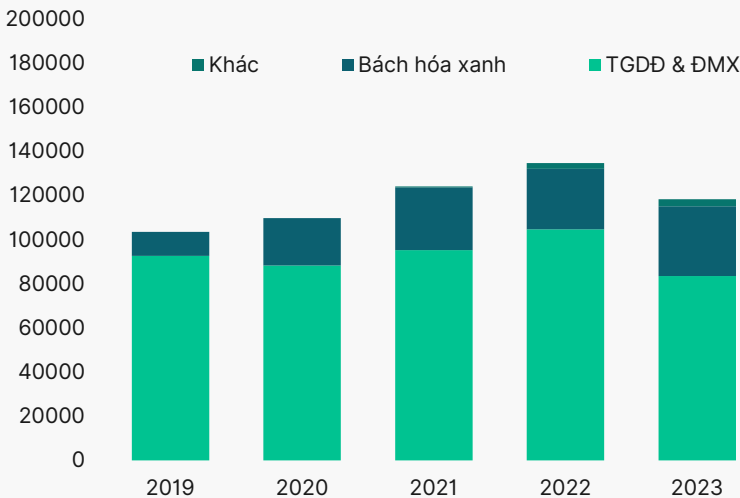
Giá mục tiêu: 105,527 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 22.71%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa	127,756 tỷ đồng
SLCP lưu hành	1,468 tr cp
Biên độ 52W	45,593 – 88,000
KLGD TB 3T	7,982,285 cp
Beta	1.14
P/E hiện tại	21.7x
P/E TB 5 năm	48.0x
P/E ngành	22.3x

Dự phóng doanh thu các mảng kinh doanh

| Nguồn: Kafi Research



BÁCH HÓA XANH ĐẨY MẠNH MỞ MỚI CỬA HÀNG, ICT/CE GIA TĂNG THỊ PHẦN

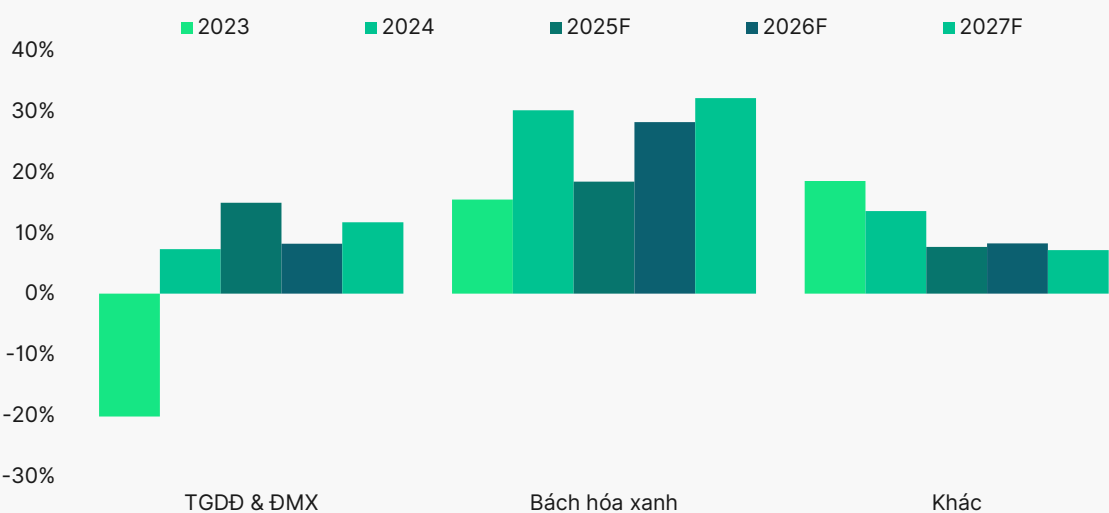
Luận điểm đầu tư:

- Vị thế dẫn đầu ngành điện tử:** MWG là một tập đoàn bán lẻ ICT-CE hàng đầu với hơn 3,000 cửa hàng, chiếm khoảng 60% thị phần ICT và 50% thị phần CE (điện tử tiêu dùng). Khi nhu cầu ICT-CE bắt đầu phục hồi, MWG sẽ có nhiều lợi thế nhờ vào vị trí dẫn đầu của mình. Thị phần đã gia tăng rõ rệt nhờ (1) Vận hành hiệu quả sau tinh gọn bộ máy (2) Các hệ thống bán lẻ cạnh tranh trong ngành đã đóng cửa sau cuộc chiến giá (3) Kích thích tiêu dùng nhờ giảm VAT 2% đối với sản phẩm điện tử.
- Chuỗi bách hóa xanh đã có lãi từ Q2/2024, và việc đẩy nhanh mở rộng mạng lưới cửa hàng từ năm 2025 sẽ đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn:** Chúng tôi cho rằng MWG có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ nhu cầu ngày càng tăng đối với kênh bán lẻ bách hóa hiện đại vì người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến chất lượng. Với vị thế vững chắc là chuỗi minimart hàng đầu tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng BHX có nền tảng để mở rộng quy mô trên toàn quốc và đạt tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhờ: (1) Việc mở mới 1,000 cửa hàng mới vào năm 2026-2030 sau giai đoạn tái cấu trúc cửa hàng được đẩy nhanh vào năm 2024 và (2) Biên lợi nhuận hoạt động dự kiến sẽ cải thiện +0.5 bsp YoY do các biện pháp kiểm soát chi phí hiệu quả.

Rủi ro: Chi tiêu không thiết yếu phục hồi chậm hơn dự kiến.

Dự phóng tăng trưởng doanh thu các mảng kinh doanh

| Nguồn: Kafi Research

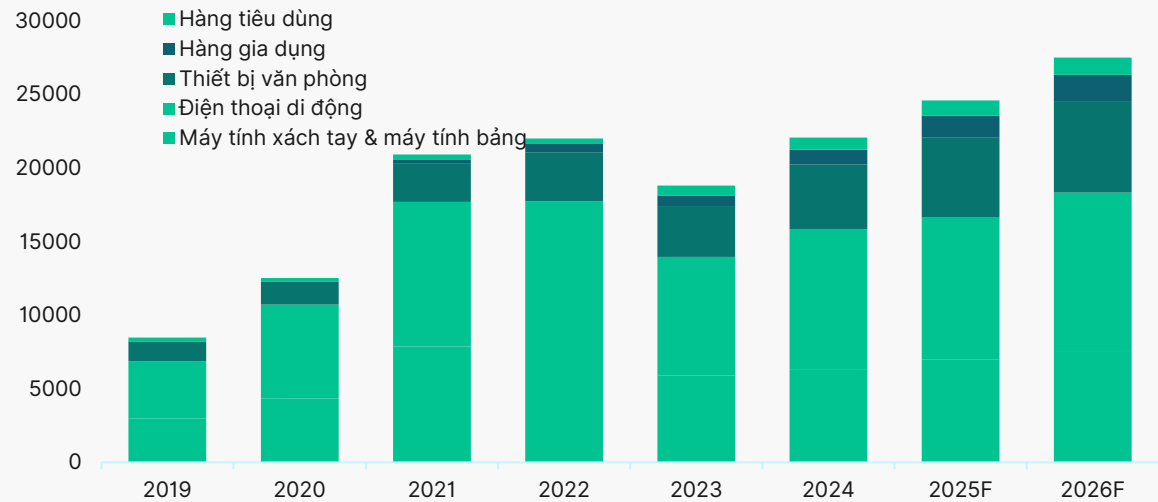


DGW

Giá mục tiêu: 54,100 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 28.91%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa	8,637 tỷ đồng
SLCP lưu hành	221 tr cp
Biên độ 52W	28,316 – 48,150
KLGD TB 3T	1,667,965 cp
Beta	1.00
P/E hiện tại	17.4x
P/E TB 5 năm	18.7x
P/E ngành	22.4x

Dự phóng doanh thu các mảng kinh doanh
| Nguồn: Kafi Research



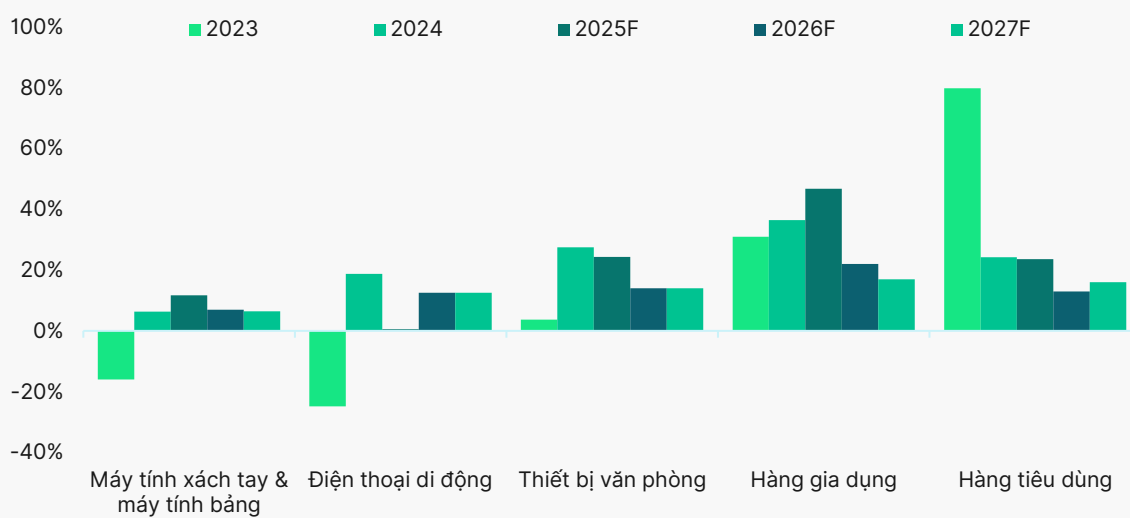
THẾ MẠNH TỪ NỀN TẢNG, CÚ HÍCH TỪ CHÍNH SÁCH

Luận điểm đầu tư:

- **DGW kỳ vọng được hưởng lợi trực tiếp từ chính sách trong năm 2026**, bao gồm: (1) giảm thuế VAT 2% cho các mặt hàng ICT-CE đến hết 2026; (2) Siết chặt hàng giả không rõ nguồn gốc quyết liệt; (3) Luật thương mại điện tử được Quốc hội thông qua.
- **Các ngành hàng chủ lực của DGW được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2025**. Mảng máy tính xách tay và máy tính bảng dự kiến đạt 6,861 tỷ đồng (+9.27% YoY), nhờ nhu cầu thiết bị AI, Microsoft ngừng hỗ trợ Windows 10 từ 14/10/2025, chu kỳ thay thế thiết bị và mùa tựu trường. Thiết bị gia dụng kỳ vọng đạt 1,354 tỷ đồng (+36.38% YoY), thúc đẩy bởi phục hồi bất động sản, sản phẩm mới như tủ lạnh và điều hòa Xiaomi. Hàng tiêu dùng, đặc biệt thực phẩm chức năng và gia vị, dự kiến tăng 19.94% so với cùng kỳ, trong khi điện thoại di động tăng trưởng ổn định 6.12%.

Rủi ro: Mảng hàng tiêu dùng đồ uống có đường hàm lượng trên 5g/100m chịu thuế tiêu thụ đặc biệt 8% từ 1/1/2027, và tăng lên 10% từ đầu năm 2028. Dự báo giá bán sẽ tăng trung bình khoảng 11-13% tăng sức mua giảm 3-6%.

Dự phóng tăng trưởng doanh thu các mảng kinh doanh
| Nguồn: Kafi Research



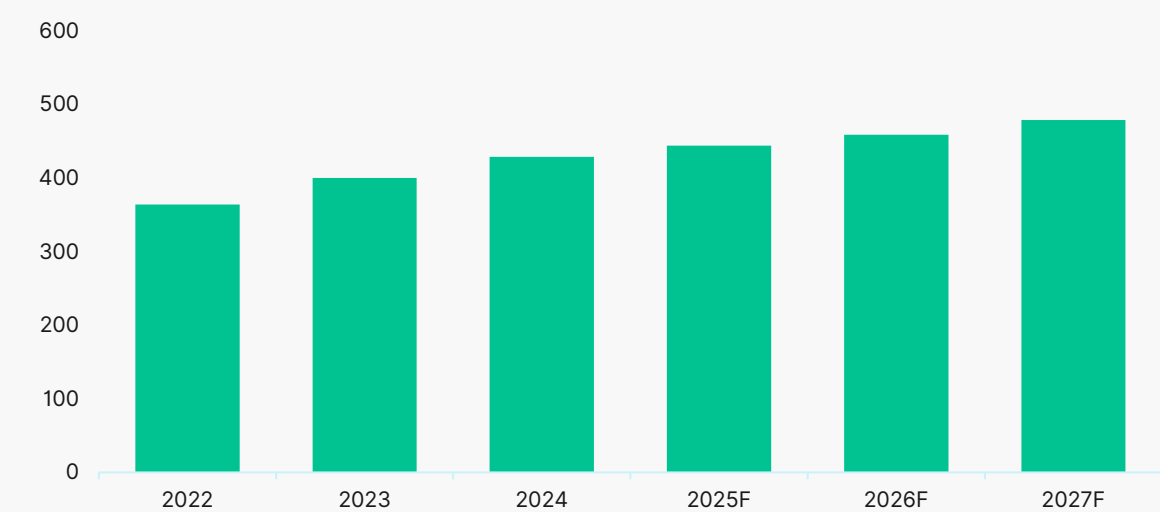
PNJ

Giá mục tiêu: 117,900 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 14.48%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa	32,716 tỷ đồng
SLCP lưu hành	341 tr cp
Biên độ 52W	61,783 – 97,389
KLGD TB 3T	694,674 cp
Beta	0.48
P/E hiện tại	14.9x
P/E TB 5 năm	16.4x
P/E ngành	10.4x

Số lượng cửa hàng dự báo
| Nguồn: Kafi Research



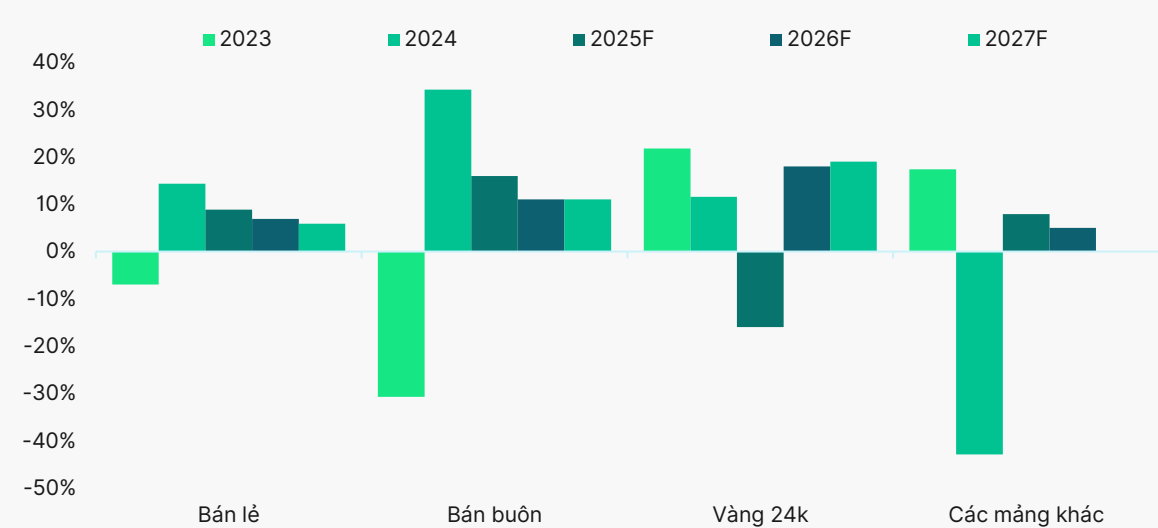
THỜI HOÀNG KIM CỦA NGÀNH KIM HOÀN

Luận điểm đầu tư:

- **PNJ tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh trong ngành bán lẻ trang sức:** Chúng tôi dự báo PNJ dự báo đạt doanh thu bán lẻ đạt 24 nghìn tỷ đồng (2025/26) và 25.7 nghìn tỷ đồng (2026/27), tăng lần lượt 8.8% và 6.9% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng nhờ phục hồi chi tiêu tầng lớp trung lưu và lợi thế vượt trội về mạng lưới cửa hàng, thiết kế sản xuất. Công ty tiếp tục mở mới 15 cửa hàng mỗi năm, dẫn đầu thị phần.
- **Biên lợi nhuận gộp duy trì đà cải thiện:** Lợi nhuận gộp dự báo đạt 6,651 tỷ đồng (2026) và 7,579 tỷ đồng (2027), nhờ cơ cấu sản phẩm tối ưu và điều chỉnh giá bán. Biên vàng 24k cải thiện do giá vàng tăng và khoảng cách giá vàng thế giới và trong nước mở rộng từ 5-7% lên 15-17%.
- **Nghị định 232 kỳ vọng lập lại trật tự thị trường vàng:** Nghị định 232/2025 cho phép PNJ và các doanh nghiệp khác sản xuất vàng miếng, thay thế độc quyền của Ngân hàng Nhà nước. PNJ sở hữu lợi thế cạnh tranh vượt trội để mở rộng thị phần sản xuất vàng miếng và duy trì lợi nhuận gộp lâu dài.

Rủi ro: (1) Sức mua hồi phục chậm hơn dự kiến đối với mảng bán lẻ trang sức. (2) Giá vàng tiếp tục đà tăng bởi rủi ro địa chính trị.

Dự phóng doanh thu các mảng kinh doanh
| Nguồn: Kafi Research



Ngành Logistics – Cảng biển

Tăng trưởng từ nội lực

Luận điểm đầu tư:

- **Không chịu ảnh hưởng quá nhiều từ vấn đề thuế quan của Mỹ.** Khác với các doanh nghiệp sản xuất trực tiếp chịu áp lực từ các chính sách bảo hộ, cảng biển đóng vai trò là hạ tầng thiết yếu phục vụ lưu thông. Dù thuế quan có thể làm thay đổi cấu trúc dòng hàng, xu hướng dịch chuyển sản xuất (China + 1) vẫn đang thúc đẩy hàng hóa đổ về các thị trường thay thế như Việt Nam.
- **Đầu tư mở rộng công suất mạnh từ các doanh nghiệp trong ngành.** Nội lực của ngành đang được củng cố mạnh mẽ bởi làn sóng đầu tư mở rộng công suất. Việc các doanh nghiệp đầu ngành (như GMD, VSC) liên tục rót vốn vào các cụm cảng nước sâu như Lạch Huyện hay Cái Mép - Thị Vải không chỉ đơn thuần là gia tăng diện tích, mà là chiến lược đón đầu xu hướng tàu siêu trường siêu trọng (Mega Ships).
- **Xu hướng giải ngân FDI vẫn đang tích cực hỗ trợ cho sản xuất và xuất khẩu trong tương lai.** Với hơn 70% kim ngạch xuất khẩu đến từ khu vực FDI, việc dòng vốn này tập trung vào lĩnh vực chế biến, chế tạo sẽ tạo ra nhu cầu vận tải khổng lồ cho cả hai chiều: nhập khẩu nguyên liệu sản xuất và xuất khẩu thành phẩm.

Rủi ro: (1) Biến động giá nhiên liệu (2) Xu hướng cạnh tranh từ các quốc gia mới nổi khác trong khu vực về trạm trung chuyển hàng hóa quốc tế

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		2025F	2025F	2025	2025	2025
GMD	Mua	2,085	8.4%	2.1x	16.9x	11.2%
HAH	Mua	1,520	133.0%	2.3x	9.4x	31.0%
VSC	Theo dõi	485	17.1%	1.4x	9.7x	9.2%

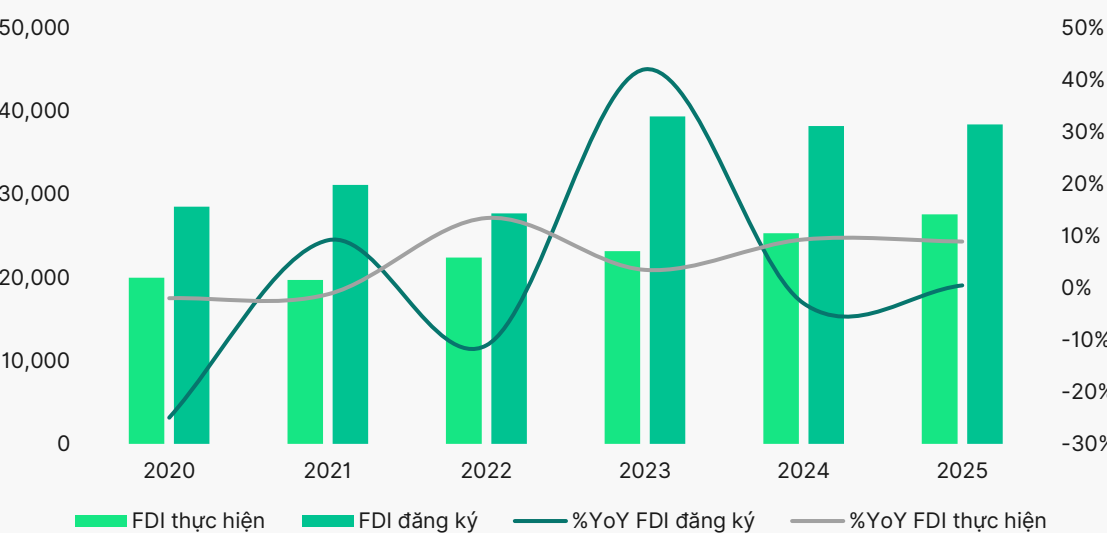
Tiếp tục tăng trưởng

Hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng bất chấp thuế quan nhờ việc giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ.

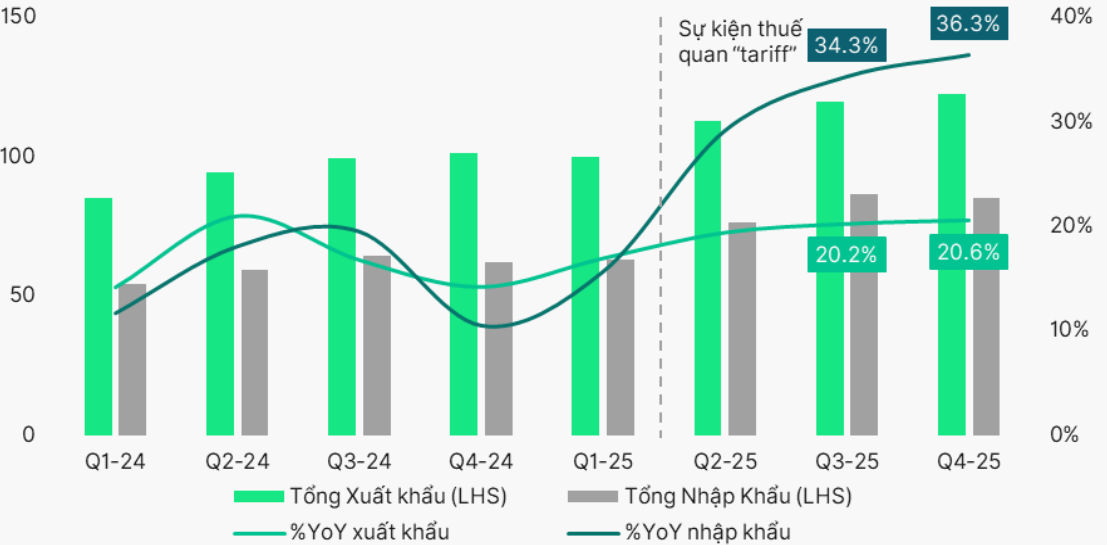
Ngành cảng biển được đánh giá tiếp tục duy trì triển vọng tăng trưởng tốt trong năm 2026, nhờ nền tảng vĩ mô thuận lợi, dòng chảy thương mại quốc tế duy trì ở mức cao và năng lực khai thác của doanh nghiệp trong nước được mở rộng.

- Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam tiếp tục thiết lập mức cao mới trong năm 2025, được thúc đẩy bởi dòng vốn FDI ổn định, xu hướng đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và sự dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu. Đây là yếu tố trực tiếp hỗ trợ sản lượng thông qua cảng (throughput) và hiệu suất khai thác trong năm 2026.
- FDI giải ngân duy trì đà tăng trưởng tiếp tục là trụ cột cho nhu cầu logistics và cảng biển trong các năm 2026–2027. Đồng thời, FDI đăng ký mới bắt đầu phục hồi từ tháng 9/2025 cho thấy triển vọng tích cực cho dòng vốn giải ngân trong tương lai, qua đó tạo nền cầu bền vững cho ngành.
- Giá nhiên liệu được kỳ vọng ổn định ở vùng thấp giúp giảm áp lực chi phí vận hành, đặc biệt với các doanh nghiệp có mảng vận tải và khai thác cảng tích hợp, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.
- Các doanh nghiệp trong ngành như GMD, HAH, VSC, MVN đang chủ động mở rộng công suất thông qua đầu tư mới và M&A, giúp gia tăng dư địa tăng trưởng sản lượng, cải thiện hiệu quả vận hành và củng cố lợi thế cạnh tranh trong chu kỳ tới.

Giai ngân FDI giai đoạn 2020-2025
| Đơn vị: Tỷ USD - Nguồn: GSO, Kafi Research



Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam
| Đơn vị: Tỷ USD - Nguồn: GSO, Kafi Research



GMD

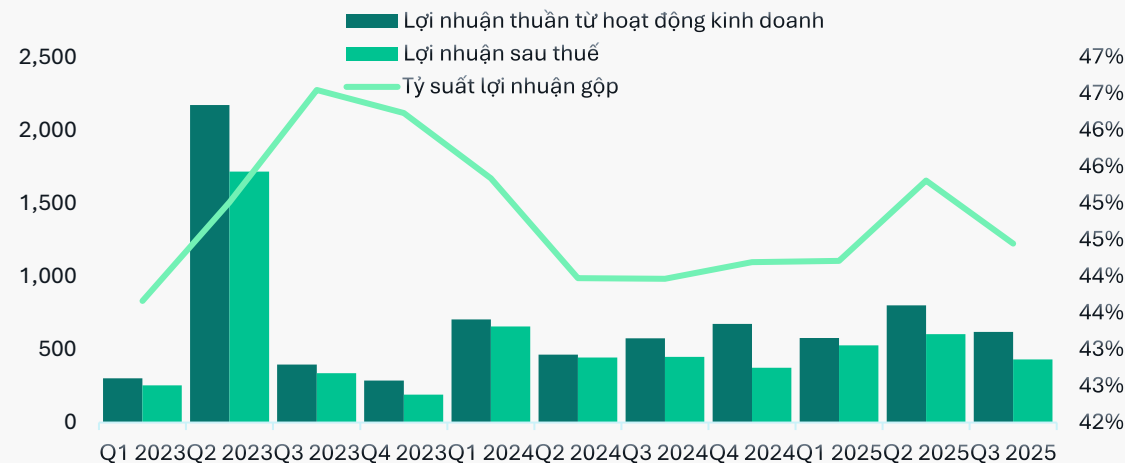
Giá mục tiêu: 72.300 VND
 Lợi nhuận kỳ vọng: 14.94%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Cảng biển
Vốn hóa	26,741.24 tỷ đồng
SLCP lưu hành	426.49 tr cp
Biên độ 52W	40,841 – 74,500
KLGD TB 3T	2,958,127 cp
Beta	0.79
P/B hiện tại	2.11
P/B TB 5 năm	2.35
P/B ngành	2.45

Kết quả kinh doanh GMD

| Nguồn: GMD, Kafi Research



SÓNG GIÓ ĐÃ QUA – CƠ HỘI ĐANG ĐẾN

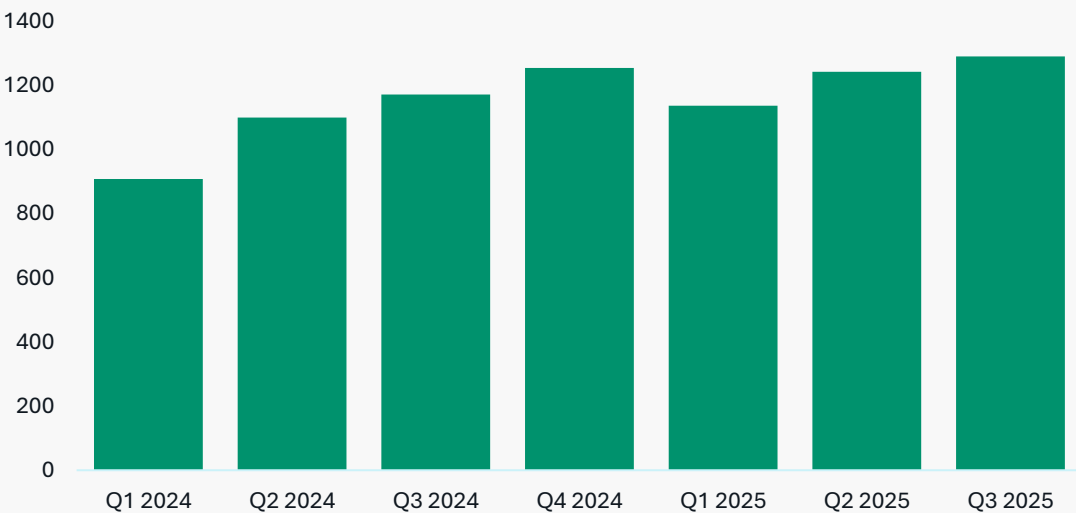
Luận điểm đầu tư:

- GMD được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng sản lượng qua cảng bền vững trong trung và dài hạn, với dự phóng +16% YoY năm 2025 và +6% YoY năm 2026, tương ứng CAGR khoảng 8%/năm đến 2030. Triển vọng này dựa trên ba trụ cột chính. Các chỉ báo vĩ mô cho thấy tác động của thuế đối ứng là không đáng kể trong ngắn hạn, trong khi hoạt động xuất nhập khẩu và dòng FDI vẫn duy trì tích cực. Nam Đình Vũ 3 (công suất ~650.000 TEU) đã vận hành thử từ 4Q2025, giúp mở rộng dư địa tăng trưởng sản lượng cho giai đoạn 2025–2027, đặc biệt tại khu vực miền Bắc. Gemalink 2A (công suất ~900.000 TEU) dự kiến khai thác từ cuối 2027, đóng vai trò là động lực tăng trưởng dài hạn.
- Về khu vực, miền Bắc được kỳ vọng tăng trưởng sản lượng 4–5%/năm giai đoạn 2025–2030, nhờ gia tăng tỷ trọng hàng siêu trường siêu trọng và nhu cầu logistics công nghiệp. Miền Nam, với Gemalink là hạt nhân, có dư địa tăng giá dịch vụ 6–10%/năm, nhờ lợi thế tiếp nhận tàu lớn trong bối cảnh các cảng lân cận đã tiệm cận công suất tối đa.
- Ngoài ra, kế hoạch thoái vốn mảng cao su nếu hoàn tất sẽ mang lại lợi nhuận bất thường, hỗ trợ kết quả kinh doanh và định giá cổ phiếu trong thời gian tới.

Rủi ro: (1) cạnh tranh từ các doanh nghiệp cùng ngành và (2) xu hướng thương mại thế giới vẫn chưa được định hình rõ sau câu chuyện thuế quan

Sản lượng bốc dỡ GMD qua các quý

| Đơn vị: nghìn TEU- Nguồn: GMD, Kafi Research



Ngành Bảo hiểm

Bước vào chu kỳ tăng trưởng mới

Luận điểm đầu tư:

- (1) **Bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số:** Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ 2025 dự kiến tăng trên 11.3% YoY, được hỗ trợ bởi các quy định bảo hiểm bắt buộc mới và nhu cầu bảo vệ tài sản gia tăng sau các đợt thiên tai lớn.
 - (2) **Nhân thọ tạo đáy và bước vào chu kỳ phục hồi:** Doanh thu nhân thọ dự kiến đi ngang trong năm 2025 và tăng trở lại từ 2026 khi kênh phân phối được chuẩn hóa, niềm tin người dân trở lại, số hợp đồng mới tăng nhanh hơn hợp đồng hủy/đáo hạn.
 - (3) **Thu nhập đầu tư được cải thiện nhờ xu hướng tăng lãi suất:** Thu nhập đầu tư tăng trong bối cảnh lãi suất đi lên, đặc biệt tích cực với các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, với danh mục đầu tư ngắn hạn hơn.
 - (4) **Dư địa tăng trưởng trung – dài hạn lớn:** Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm tại Việt Nam còn thấp so với khu vực và Thế giới, tạo không gian mở rộng quy mô bền vững trong giai đoạn 2026–2030.
- Rủi ro:** (1) Áp lực bồi thường tăng do thiên tai diễn biến khó lường; (2) Cạnh tranh gay gắt, đặc biệt khi nhiều doanh nghiệp bảo hiểm được hậu thuẫn bởi hệ sinh thái rộng lớn từ ngân hàng & Chi phí khai thác có thể tăng nếu kỷ luật bán hàng không được duy trì.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		2025F	2025F	2025	2025	2025
BVH	Mua	2,977	35.7%	1.7	14.7	11.3%
PVI	Theo dõi	1,572	78.7%	2.3	14.3	14.4%
BMI	Mua	322	35.5%	0.8	7.2	18.6%
MIG	Mua	353	47.8%	1.4	10.6	11.9%
BIC	Mua	569	14.3%	1.4	8.2	12.1%

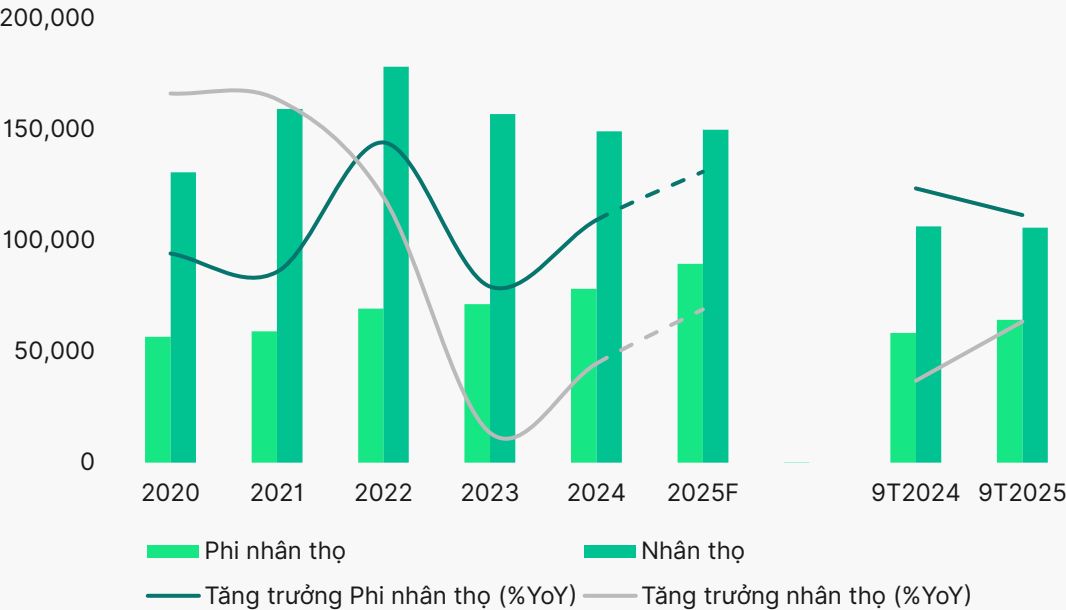
Doanh thu ngừng giảm
- Niềm tin trở lại

Doanh thu bảo hiểm nhân thọ dự báo đi ngang trong năm 2025, cải thiện so với giai đoạn tăng trưởng âm hai năm trước; trong khi mảng phi nhân thọ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định trên 11.3%.

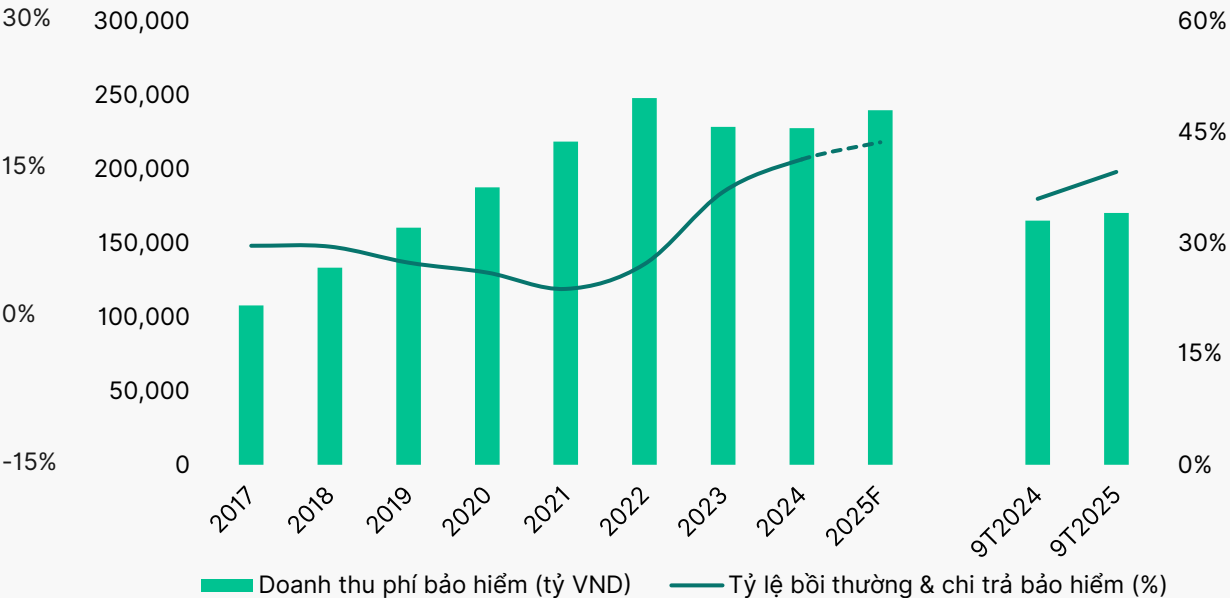
Thị trường bảo hiểm Việt Nam ghi nhận xu hướng tăng trưởng phân hóa trong 9T2025. Tổng doanh thu phí toàn ngành ước đạt khoảng 170,100 tỷ đồng, tăng 3.2% YoY. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ bảo hiểm phi nhân thọ, với doanh thu 64,300 tỷ đồng, tăng +10.1% YoY. Ở chiều ngược lại, bảo hiểm nhân thọ đạt 105,808 tỷ đồng, giảm nhẹ -0.65% YoY, phản ánh tác động kéo dài của việc siết chặt quy định bancassurance và niềm tin chưa cải thiện hoàn toàn. Tốc độ tăng trưởng kép doanh thu phí giai đoạn 2018-2025F ước đạt khoảng 9%/năm.

Về bồi thường và chi trả bảo hiểm, tổng giá trị ước đạt 67,359 tỷ đồng, tăng 13.6% YoY. Tỷ lệ bồi thường và chi trả bảo hiểm tiếp tục xu hướng tăng, từ 35.9% trong 9T2024 lên 39.6% tại 9T2025. Trong đó, bảo hiểm phi nhân thọ chi trả bồi thường 19,879 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ bồi thường 30.9%. Đối với bảo hiểm nhân thọ, chi trả bảo hiểm ước đạt 45,861 tỷ đồng, tăng 13.6% YoY và tương đương 43.3% doanh thu phí.

Doanh thu phí bảo hiểm
| ĐVT: tỷ đồng | Nguồn: IAV, MOF, Kafi Research



Doanh thu phí bảo hiểm và tỷ lệ bồi thường & chi trả bảo hiểm
| Nguồn: IAV, MOF, Kafi Research



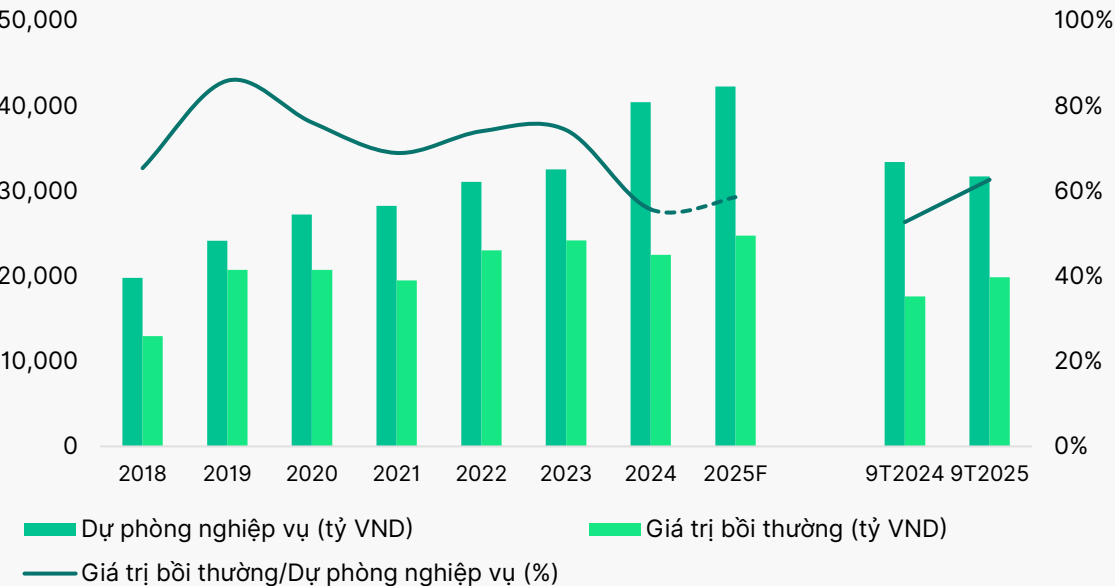
Tỷ lệ bồi thường và chi trả

Tỷ lệ bồi thường mảng phi nhân thọ tăng trong 2025 nhưng vẫn thấp hơn bình quân 2018-2024. Tỷ lệ hủy hợp đồng bảo hiểm nhân thọ giảm, giúp tỷ lệ chi trả bảo hiểm chung dự báo tăng nhẹ hơn giai đoạn 2022-2023

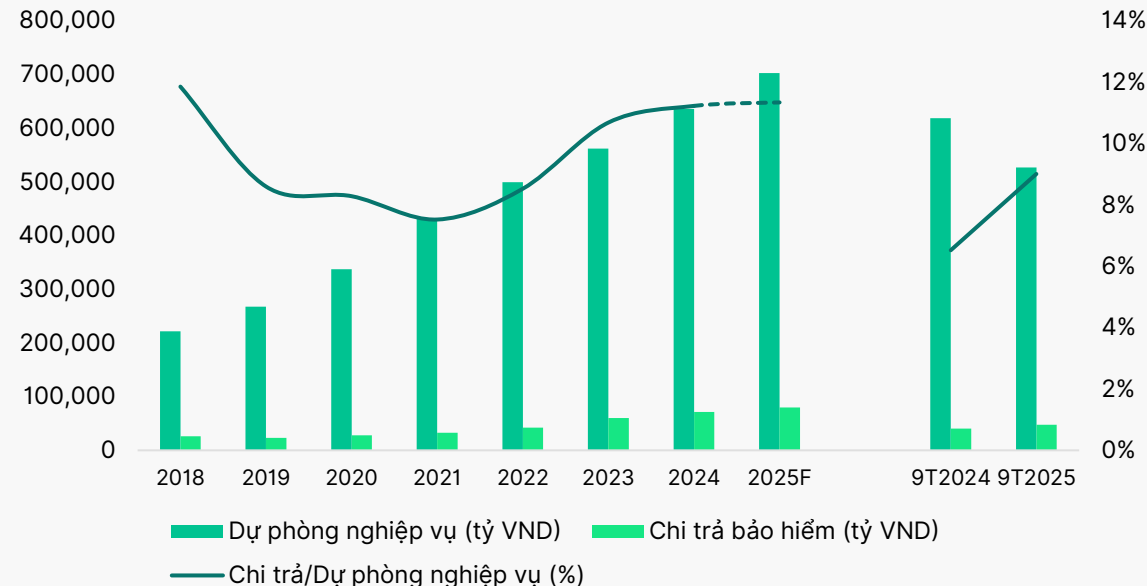
Trong 9T2025, tổng số tiền bồi thường bảo hiểm gốc của mảng phi nhân thọ đạt 19,879 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ 30.9%. Các nghiệp vụ có tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc ở mức cao gồm bảo hiểm hàng không (61.1%), bảo hiểm xe cơ giới tự nguyện (54.7%) và bảo hiểm cháy, nổ tự nguyện (60.5%). Nhìn chung, quy mô dự phòng bồi thường thiệt hại do ảnh hưởng của thiên tai phức tạp, cũng như tốc độ tăng trưởng cao hơn của doanh thu phí. Dự báo, quy mô bồi thường bảo hiểm gốc phi nhân thọ cả năm 2025 có thể đạt 27,023 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ bồi thường 31.4%, tăng so với mức 30.9% trong 9 tháng đầu năm, phản ánh sự gia tăng quy mô thiệt hại do thiên tai trong quý 4/2025.

Đối với mảng bảo hiểm nhân thọ, giá trị chi trả trong 9T2025 đạt 45,861 tỷ đồng (+13.6% YoY), tuy nhiên tốc độ tăng đã chậm lại so với giai đoạn trước. Diễn biến này được cho là phản ánh số lượng hợp đồng hủy bỏ tiếp tục giảm so với giai đoạn 2022-2023, cho thấy niềm tin của người tham gia bảo hiểm đang từng bước được cải thiện.

Tỷ lệ giá trị bồi thường so với giá trị dự phòng bảo hiểm Phi nhân thọ
| Nguồn: IAV, MOF, Kafi Research



Tỷ lệ chi trả bảo hiểm trên giá trị dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm Nhân thọ
| Nguồn: IAV, MOF, Kafi Research



Xu hướng lãi suất tăng tác động tích cực tới danh mục đầu tư

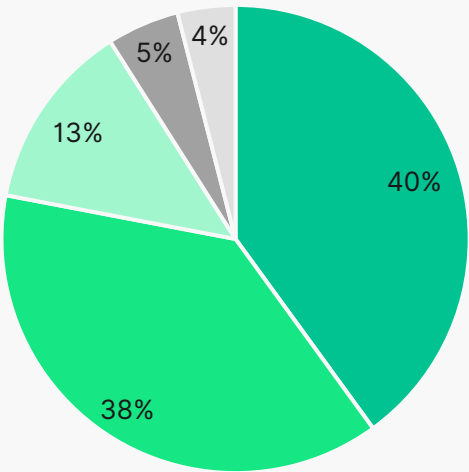
Các doanh nghiệp bảo hiểm có xu hướng phân bổ chủ yếu vào tiền gửi và trái phiếu Chính phủ, chiếm trên 80%.

Bảo hiểm phi nhân thọ duy trì danh mục đầu tư tập trung cao vào tiền gửi ngân hàng (trên 80%) nhằm bảo đảm thanh khoản cho nghĩa vụ bồi thường ngắn hạn, phần còn lại phân bổ vào trái phiếu, cổ phiếu và tài sản khác theo giới hạn pháp luật. Thu nhập đầu tư tiếp tục là nguồn đóng góp quan trọng cho lợi nhuận với biên bình quân trên 10% so với doanh thu phí thuần, cao hơn so với mức bình quân chỉ khoảng 6% từ mảng kinh doanh bảo hiểm.

Các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ có cơ cấu đầu tư đa dạng hơn, với tiền gửi ngân hàng và trái phiếu Chính phủ chiếm tỷ trọng gần tương đương, tổng khoảng gần 80-90% danh mục, phản ánh yêu cầu quản lý rủi ro dài hạn và bảo đảm nghĩa vụ chi trả. Phần lớn các hợp đồng bảo hiểm sinh kỳ, tử kỳ, hỗn hợp, liên kết chung...phân bổ đối ứng vào trái phiếu Chính phủ với kỳ hạn phù hợp nhằm đảm bảo yêu cầu dự phòng đối ứng trong tương lai.

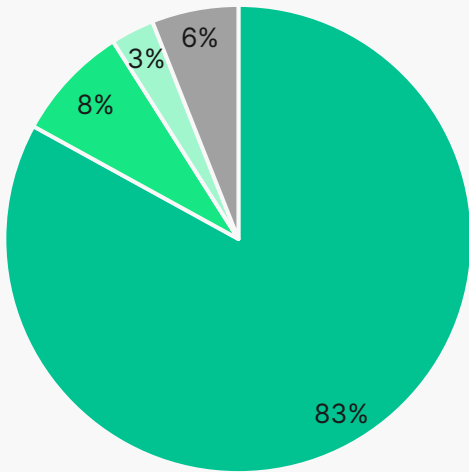
Lãi suất kỹ thuật được dùng để trích lập dự phòng toán học, cũng như để định giá sản phẩm bảo hiểm, được tham chiếu bởi lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn >= 10 năm. Do đó khi lợi suất TPCP tăng, giá trái phiếu giảm cân đối với tỷ lệ trích lập dự phòng đối ứng. Về tổng thể, khi xu hướng lãi suất huy động và lợi suất TPCP tăng sẽ có lợi cho bảo hiểm phi nhân thọ và giúp cải thiện hiệu suất đầu tư, giảm áp lực bảo đảm lãi suất cam kết với một số sản phẩm ngắn hạn của bảo hiểm nhân thọ.

Cơ cấu đầu tư bảo hiểm nhân thọ
| Nguồn: IAV, MOF, Kafi Research



■ Tiền gửi ■ Trái phiếu Chính phủ ■ Trái phiếu Doanh nghiệp ■ Cổ phiếu ■ Khác

Cơ cấu đầu tư bảo hiểm phi nhân thọ
| Nguồn: IAV, MOF, Kafi Research



■ Tiền gửi ■ Trái phiếu Chính phủ ■ Trái phiếu Doanh nghiệp ■ Khác

BVH

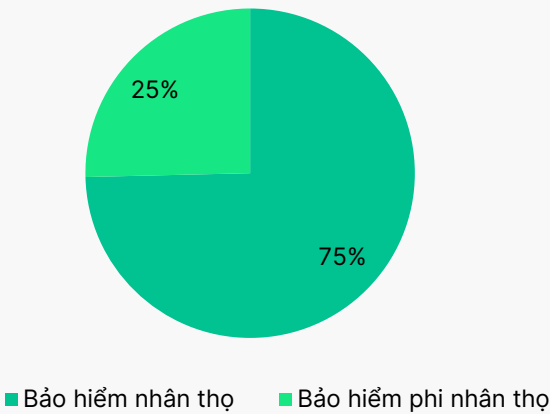
Giá mục tiêu: 83,525 VND/cp
Lợi nhuận kỳ vọng: +23.7%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa (tỷ đồng)	50,107
SLCP lưu hành (tr cp)	742
Biên độ 52W	38,300 – 67,500
KLGD TB 3T	629,690
Beta	0.96
P/B hiện tại	1.7x
P/B TB 5 năm	2.5x
P/B ngành	1.5x

Cơ cấu doanh thu phí bảo hiểm

| Nguồn: BVH, Kafi Research



THỊ PHẦN BẢO HIỂM NHÂN THỌ TĂNG TRƯỞNG TRONG BỐI CẢNH NGÀNH PHỤC HỒI

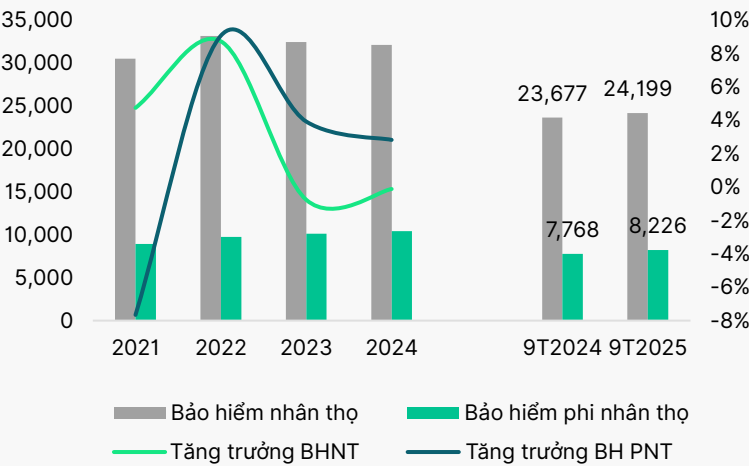
Tổng Công ty Bảo hiểm Bảo Việt (BVH) là doanh nghiệp bảo hiểm hàng đầu tại Việt Nam, hoạt động trong cả mảng bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ. BVH hiện giữ vị trí số 1 ở mảng nhân thọ với 23,1% thị phần và đứng thứ 2 ở mảng phi nhân thọ với thị phần 12,5%.

- (1) **Bảo hiểm nhân thọ:** Đây là trụ cột trong cơ cấu hoạt động của BVH, đóng góp khoảng 75% tổng doanh thu phí. Lũy kế 9T2025, doanh thu phí BHNT đạt 24,199 tỷ đồng (+3% YoY) và ước tính cả năm đạt 33,500 tỷ đồng. Đáng chú ý, BVH vẫn nằm trong nhóm dẫn đầu về doanh thu khai thác mới, với thị phần khoảng 16.5% cùng với tỷ lệ hủy hợp đồng thấp hơn so với các đối thủ cùng ngành, trong bối cảnh toàn ngành chịu áp lực từ nhu cầu bảo hiểm suy yếu và các vấn đề niềm tin thị trường giai đoạn hậu khủng hoảng bancassurance.
- (2) **Bảo hiểm phi nhân thọ:** Mảng tiếp tục ghi nhận tăng trưởng ổn định, với doanh thu phí 9T2025 đạt 8,226 tỷ đồng (+6% YoY), ước đạt 11,000 tỷ đồng năm 2025, tập trung vào các nghiệp vụ truyền thống như bảo hiểm trách nhiệm, tài sản, con người. Tuy nhiên, tỷ lệ bồi thường của mảng phi nhân thọ đang có xu hướng tăng trong 2 năm gần đây, kéo tỷ lệ bồi thường chung của BVH lên cao hơn so với trung bình ngành. Mặc dù vậy, tỷ lệ này đang có xu hướng tăng chậm lại, phản ánh khả năng quản trị rủi ro tốt hơn sau áp lực bồi thường gia tăng sau cơn bão Yagi (2024).

Về định giá, BVH hiện đang giao dịch ở mức P/B Fwd 1.7x, thấp hơn đáng kể so với trung bình 10 năm là 2.5x. Với vị thế doanh nghiệp đầu ngành, tăng trưởng doanh thu ổn định ở cả hai mảng kinh doanh cốt lõi và kỳ vọng phục hồi lợi nhuận từ hoạt động đầu tư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 83,525 VND/cp (tương ứng P/B 2.5x).

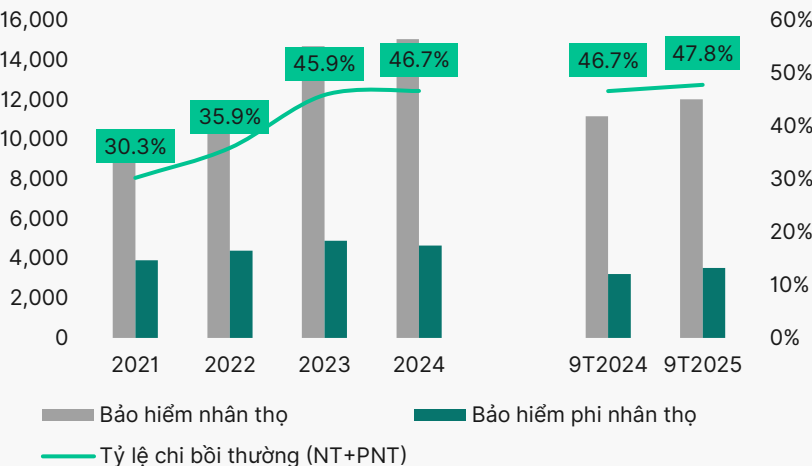
Doanh thu phí bảo hiểm

| Nguồn: BVH, Kafi Research



Chi bồi thường bảo hiểm & Chi trả đáo hạn

| Nguồn: BVH, Kafi Research



PVI

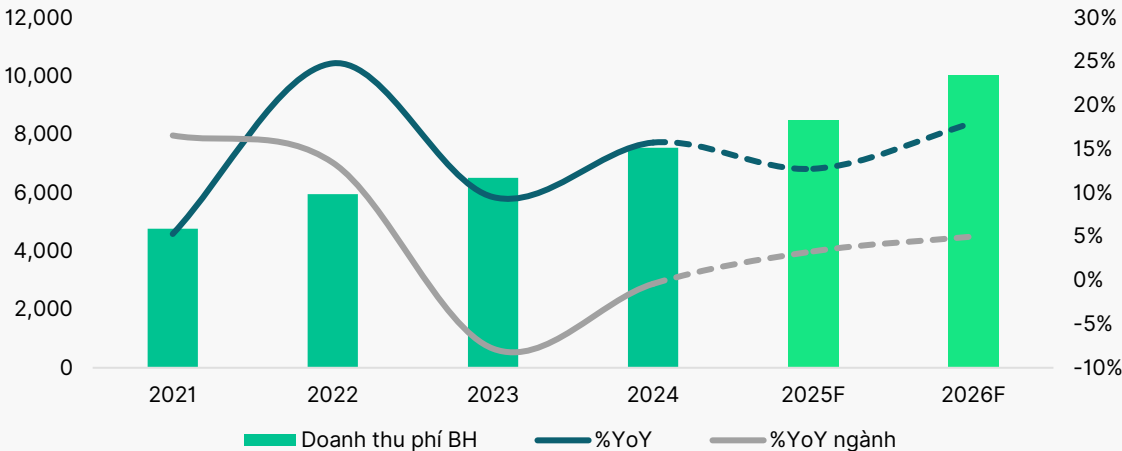
Theo dõi

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa (tỷ đồng)	21,902
SLCP lưu hành (tr cp)	234
Biên độ 52W	51,700 – 101,800
KLGD TB 3T	61,836
Beta	0.3
P/B hiện tại	2.3x
P/B TB 5 năm	1.8x
P/B ngành	1.5x

Doanh thu thuần từ HĐKD Bảo hiểm

| Nguồn: PVI, Kafi Research



DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG VƯỢT TRỘI

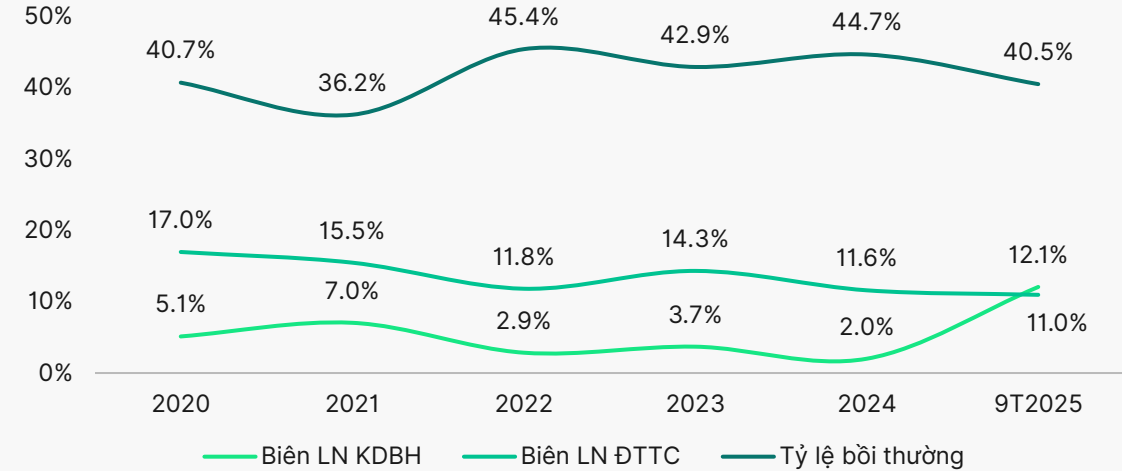
PVI Holdings (PVI Insurance, Hanoi RE, và PVIAM) là tập đoàn bảo hiểm phi nhân thọ và tái bảo hiểm hàng đầu tại Việt Nam, với thị phần 18.1%, đồng thời là doanh nghiệp trong nước duy nhất được AM Best xếp hạng tín nhiệm A-.

- (1) Doanh thu thuần từ HĐKD Bảo hiểm của PVI tăng trưởng liên tục trong giai đoạn 2020-2025F với CAGR 17.1%/năm, dự kiến đạt hơn 8,500 tỷ đồng vào cuối năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này tiếp tục được duy trì trong giai đoạn 2026F-2028F với CAGR doanh thu thuần 14.7%, đạt 12,800 tỷ đồng.
- (2) PVI ghi nhận lợi nhuận hoạt động tài chính 9T/2025 đạt 729 tỷ đồng (tăng 7% YoY), được hỗ trợ bởi quy mô danh mục đầu tư mở rộng lên hơn 17,699 tỷ đồng (tăng 19% YoY) phần lớn là tiền gửi và trái phiếu với tỷ suất sinh lời bình quân 5.5%, xu hướng tăng lãi suất đang hỗ trợ giúp hiệu suất đầu tư phục hồi trong năm 2026.
- (3) Biên lợi nhuận gộp kinh doanh bảo hiểm của PVI đã có sự phục hồi ấn tượng trong 9T2025 khi cải thiện nhờ vào tỉ lệ chi bồi thường giảm, cho thấy khả năng kiểm soát rủi ro hiệu quả hơn.
- (4) Cổ phiếu PVI hiện đang giao dịch ở mức P/B Fwd 2.3x, vượt xa đáng kể so với trung bình ngành (1.5x) và mức trung bình 5 năm của doanh nghiệp (1.8x). Điều này cho thấy thị trường đã phản ánh kỳ vọng vào sự tăng trưởng vượt trội của PVI và phản ánh khả năng thoái vốn của cổ đông lớn PVN.

Chúng tôi khuyến nghị đưa PVI vào danh mục theo dõi, đây là doanh nghiệp đầu ngành mảng bảo hiểm với tốc độ tăng trưởng doanh thu cao và duy trì được biên đầu tư khá cao so với ngành.

Khả năng sinh lời 9T đầu năm 2025 được cải thiện rõ rệt

| Nguồn: PVI, Kafi Research



BMI

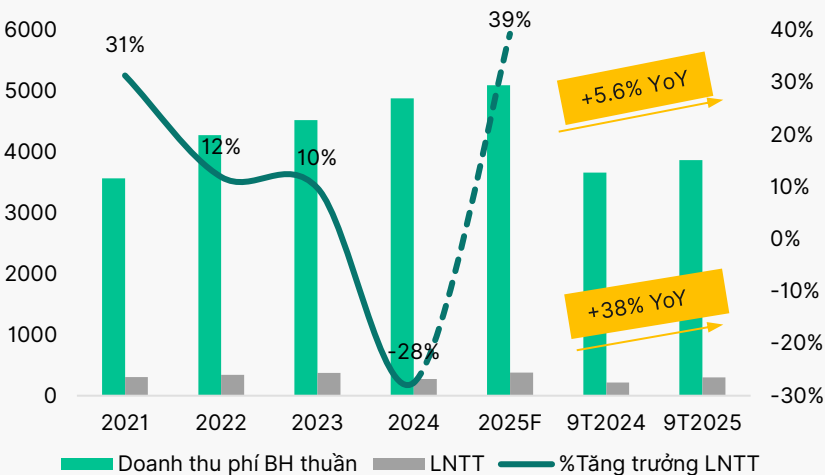
Giá mục tiêu: 30,500 VND/cp
Lợi nhuận kì vọng: + 67.6%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,740
SLCP lưu hành (tr cp)	150.5
Biên độ 52W	15,900 – 21,000
KLGD TB 3T	321,199
Beta	0.48
P/B foward	0.8x
P/B TB 5 năm	1.1x
P/B ngành	1.5x

Kết quả kinh doanh

| Nguồn: BMI, Kafi Research



Trung tâm phân tích KAFI

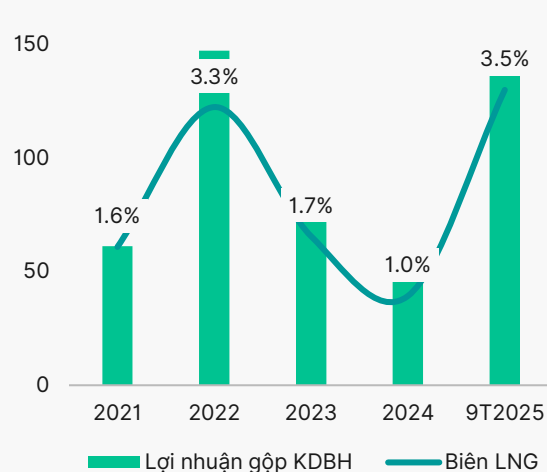
ĐỊNH GIÁ RẺ – TIỀM NĂNG TÁI ĐỊNH GIÁ LẠI

Tổng CTCP Bảo hiểm Bảo Minh (BMI) là một trong những doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ lâu đời tại Việt Nam, xếp thứ 3 toàn ngành về thị phần với 7.5%, đồng thời giữ vị thế dẫn đầu phân khúc bảo hiểm cháy nổ chiếm khoảng 17%.

- (1) Doanh thu phí thuần của doanh nghiệp duy trì đà tăng trưởng tích cực với CAGR đạt 7.3%/năm trong giai đoạn 2020–2025F. Triển vọng trung hạn tiếp tục khả quan với CAGR giai đoạn 2025F–2028F được kì vọng đạt 5.9%, được dẫn dắt bởi ba nghiệp vụ chính là bảo hiểm cháy nổ, bảo hiểm con người và bảo hiểm xe cơ giới.
- (2) BMI đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế (LNTT) năm 2025 tối thiểu 300 tỷ đồng. Chỉ tính riêng lũy kế 9T2025, doanh nghiệp đã đạt gần 302 tỷ đồng, vượt kế hoạch cả năm. Chúng tôi dự phóng LNTT cuối năm 2025 sẽ đạt khoảng 380 tỷ đồng, tăng trưởng ấn tượng 39% YoY nhờ vào nền thấp 2024.
- (3) Biên lợi nhuận gộp từ KDBH đã phục hồi mạnh mẽ từ mức 1% trong năm 2024 lên mức 3.5%. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ việc tỷ lệ chi bồi thường giảm từ 32.3% xuống còn khoảng 30% do cùng kỳ chi phí bồi thường tăng do ảnh hưởng của cơn bão Yagi. Mặc dù vậy, việc quản lý chi phí của BMI được đánh giá chưa tối ưu nên biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm của BMI vẫn ở mức thấp so với ngành.
- (4) Cổ phiếu BMI hiện đang giao dịch quanh mức P/B Fwd 0.8x, thấp hơn so với mặt bằng định giá lịch sử 5 năm của doanh nghiệp khoảng 1.1x và thuộc nhóm rẻ nhất ngành. Kỳ vọng giá cổ phiếu được định giá lại cùng với khả năng thoái vốn của SCIC, đưa mức P/B về mức quanh 1.5x lần, tương ứng giá 30,500 VND/cp.

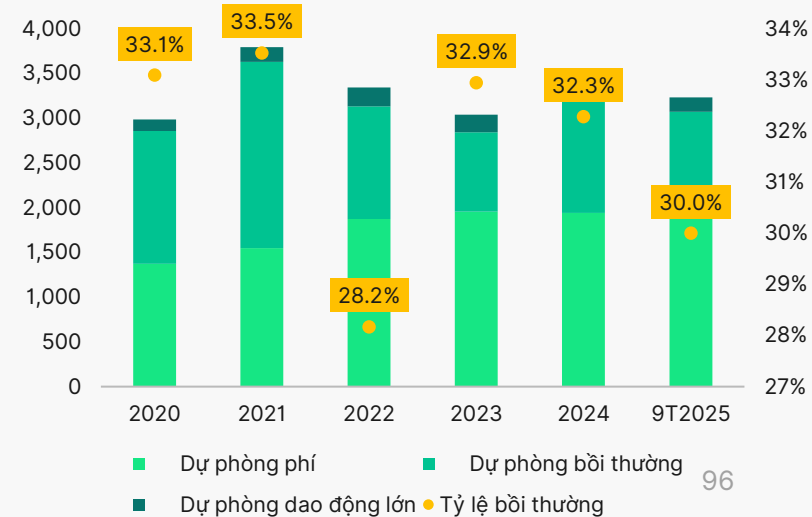
Biên lợi nhuận gộp KDBH

| Nguồn: BMI, Kafi Research



Dự phòng nghiệp vụ & Tỷ lệ chi bồi thường

| Nguồn: BMI, Kafi Research



MIG

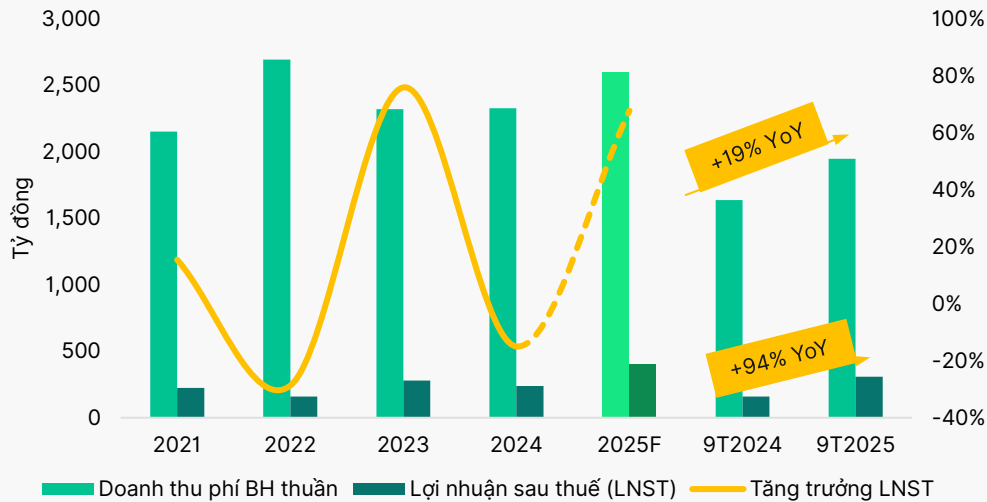
Giá mục tiêu: 21,550 VND/cp
Lợi nhuận kỳ vọng: +18.4%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,849
SLCP lưu hành (tr cp)	221.5
Biên độ 52W	13,300 – 18,800
KLGD TB 3T	305,793
Beta	0.54
P/B forward	1.4x
P/B TB 5 năm	1.5x
P/B ngành	1.5x

Kết quả kinh doanh

| Nguồn: MIG, Kafi Research



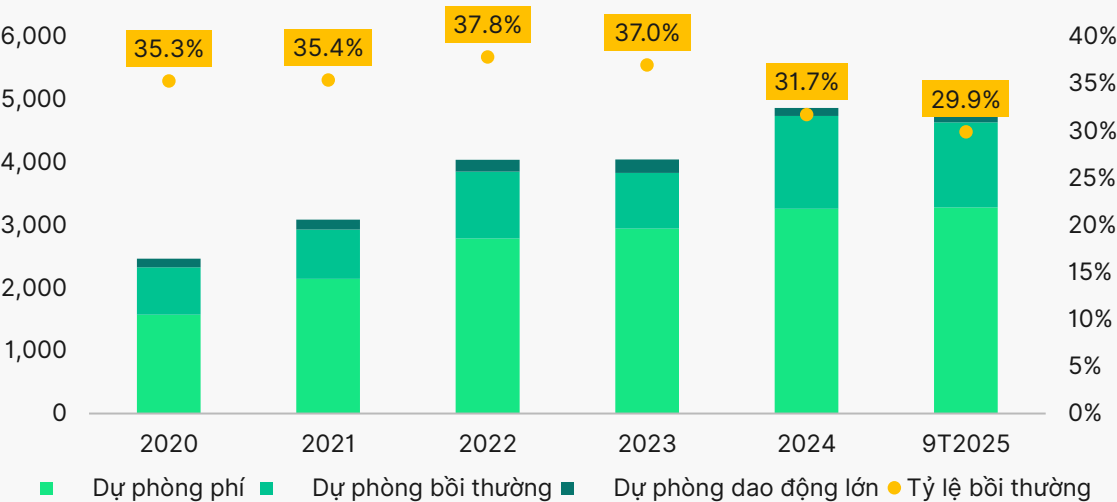
QUẢN LÝ TỐT TỶ LỆ BỒI THƯỜNG

Tổng CTCP Bảo hiểm Quân đội (MIG) là doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ thuộc hệ sinh thái tài chính của Ngân hàng TMCP Quân đội (MBBank), thị phần đứng thứ 4 toàn ngành với 6.1%.

- (1) Kết quả kinh doanh 2025F phục hồi mạnh mẽ so với nền nền thấp 2023-2024, LNST Q3/2025 tăng gần 5 lần so với cùng kỳ, đạt 123 tỷ đồng và lũy kế 9T2025 đạt gần 308 tỷ đồng (+94% YoY). Với tỉ lệ bồi thường giảm đáng kể còn 29.9% so với mức 31.7% năm 2024, chúng tôi kì vọng đà tăng trưởng ấn tượng này sẽ giúp MIG đạt LNST năm 2025 là 395 tỷ đồng (+65% YoY).
- (2) Thu nhập từ đầu tư tài chính ghi nhận diễn biến khả quan hơn trong năm nay với lũy kế 9T2025 đạt gần 258 tỷ đồng (+10% YoY), đóng vai trò bệ đỡ lợi nhuận giúp MIG bứt tốc trong tương lai. Với quy mô đầu tư tài chính đạt 4,738 tỷ đồng và xu hướng lãi suất dự kiến tăng 0.5-1% sẽ giúp cho lợi nhuận từ mảng này tăng thêm khoảng 30 tỷ đồng năm 2026, đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận chung năm sau.
- (3) Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/B Fwd 1.4x, thấp hơn mức bình quân ngành, trong khi HDKD đã bước vào chu kỳ phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng giá của cổ phiếu sẽ đi cùng với tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tới và cùng với sự định giá lại của ngành. Theo đó, giá mục tiêu kỳ vọng ở mức 21,550 VND/cp, với P/B trung bình ngành. Bên cạnh đó, chính sách chi trả cổ tức tiền mặt ổn định nhiều năm liên tiếp tục là yếu tố hỗ trợ sức hấp dẫn của MIG đối với nhà đầu tư trung – dài hạn.

Dự phòng nghiệp vụ & Tỷ lệ chi bồi thường

| Nguồn: MIG, Kafi Research



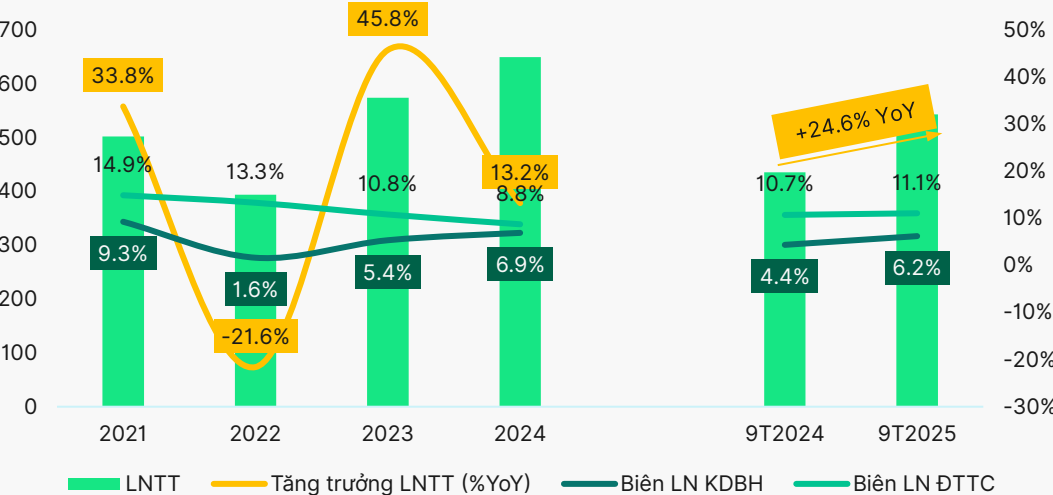
BIC

Giá mục tiêu: 29,750 VND/cp
Lợi nhuận kỳ vọng: +26.3%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,758
SLCP lưu hành (tr cp)	202.1
Biên độ 52W	17,700 – 31,600
KLGD TB 3T	137,391
Beta	0.52
P/B forward	1.4x
P/B TB 5 năm	1.5x
P/B ngành	1.5x

Kết quả kinh doanh

| Nguồn: BIC, Kafi Research



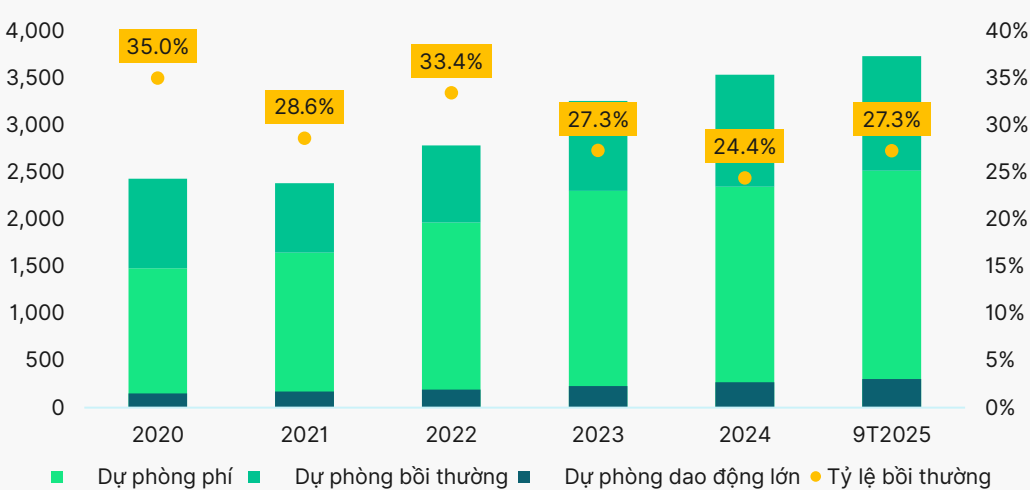
TIỀM NĂNG KHAI THÁC LỚN TỪ HỆ SINH THÁI NGÂN HÀNG

TCT Cổ phần Bảo hiểm Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIC) là doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ thuộc hệ sinh thái BIDV, hiện đứng thứ 5 toàn ngành về doanh thu bảo hiểm gốc, chiếm 5.7% thị phần.

- (1) **Kết quả kinh doanh bảo hiểm tăng trưởng ổn định.** Lũy kế 9T2025, BIC ghi nhận lợi nhuận kinh doanh bảo hiểm đạt 184 tỷ đồng, (+46% YoY, LNTT đạt 543.7 tỷ đồng (+24.6% YoY), được đóng góp bởi sự phục hồi của cả mảng KDBH và ĐTTTC, hoàn thành gần 77% kế hoạch năm. Doanh thu phí bảo hiểm thuần tăng trưởng tích cực với CAGR giai đoạn 2020–2025F đạt 20%/năm, là một trong số ít doanh nghiệp quy trì tốc độ tăng cao và đều trong các năm qua. Mặc dù doanh thu 9T2025 chỉ tăng 3% YoY, nhưng xét về dài hạn BIC đang có một lợi thế rất lớn khi khai thác hệ sinh thái ngân hàng mẹ với quy mô tài sản lớn nhất trong toàn hệ thống.
- (2) **Biên lợi nhuận gộp từ KDBH vượt trội nhờ kiểm soát tỷ lệ bồi thường hiệu quả.** BIC là công ty quy trì biên lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm cao nhất ngành, đạt trung bình 5.9% giai đoạn 2020–9T2025, cao hơn BMI (2.0%), PVI (5.5%), MIG (2.3%). Bên cạnh việc duy trì tốc độ tăng trưởng phí cao, thì BIC kiểm soát rất tốt tỷ lệ bồi thường, luôn ở mức trung bình thấp của ngành.
- (3) **Định giá hợp lý và chính sách cổ tức hấp dẫn.** Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu BIC là 29,750 VND/cp (tương đương với P/B Fwd 1.5x, ngang với ngành và trung bình lịch sử). Ngoài ra, việc duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn, năm 2026 cam kết mức cổ tức tiền mặt tối thiểu 10% cũng củng cố sức hấp dẫn cho BIC đối với nhà đầu tư trong trung – dài hạn.

Dự phòng nghiệp vụ & Tỷ lệ chi bồi thường

| Nguồn: BIC, Kafi Research



Ngành Dầu khí

Bước vào giai đoạn bùng nổ doanh thu

Luận điểm đầu tư:

- **Các dự án thượng nguồn trong nước đang trong giai đoạn tăng tốc năm 2026–2027:** Các dự án lớn như Lô B-Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng - 2B đang đẩy mạnh triển khai tạo động lực tăng trưởng doanh thu cho các doanh nghiệp dầu khí, đặc biệt các doanh nghiệp hoạt động ở mảng thượng nguồn (PVS, PVD, PVB)
- **Hoạt động khoan thăm dò duy trì ổn định với giá thuê tăng nhẹ và tỷ lệ Utilization rate ở mức cao:** Nhiều dự án khoan thăm dò trong nước đang được triển khai giúp cải thiện tỷ lệ sử dụng giàn (85-90%), bên cạnh đó thì xu hướng giá thuê giàn tăng nhẹ cũng đang hỗ trợ tích cực cho các doanh nghiệp hoạt động khoan (PVD, PVC).
- **Xu hướng phát triển điện khí LNG tạo thêm mảng kinh doanh mới cho các doanh nghiệp trong ngành:** Theo quy hoạch điện VIII, sẽ có nhiều dự án điện khí LNG được triển khai từ nay tới 2030, điều này hỗ trợ cho hoạt động của các doanh nghiệp xây lắp và cung ứng khí LNG (GAS, PVS).
- **Ở mảng hạ nguồn được hỗ trợ bởi quá trình nâng cấp – mở rộng công suất và tối ưu biên lợi nhuận:** BSR đang triển khai dự án nâng cấp mở rộng nhà máy Dung Quất, động lực tăng trưởng dài hạn. PLX hưởng lợi tiêu thụ xăng dầu nội địa ổn định, biên lợi nhuận tăng và lợi thế khi dịch chuyển qua khai thác hệ thống năng lượng mới.
- **Chính sách đang hỗ trợ cho ngành dầu khí:** PVN được giao thêm quyền trong việc quy hoạch tổng thể dự án phát triển mỏ, điều chỉnh dự án (<=10% tăng quy mô), và nhiều quyền khác. Hơn nữa, thủ tục trong lĩnh vực dầu khí cũng được rút ngắn rất nhiều, tạo điều kiện cho gia tăng sản lượng khai thác trong thời gian tới.

Rủi ro: Giá dầu được dự báo dao động quanh mức 65 USD/thùng (WTI) nhưng vẫn tiềm ẩn biến động do (1) Biến động địa chính trị khó dự báo; (2) Nhu cầu tăng trưởng chậm hơn dự báo do ảnh hưởng bởi triển vọng kinh tế chưa chắc chắn. Trong trường hợp giá dầu giảm sâu có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của một số doanh nghiệp trong ngành và triển vọng triển khai dự án tương lai.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		2025F	2025F	2025	2025	2025
GAS	Mua	12,221	15.4%	2.7	14.5	18.4%
PVS	Mua	1,265	0.8%	1.1	10.5	9.4%
PVB	Theo dõi	73	503.5%	1.8	17.3	16.5%
PVD	Theo dõi	897	28.6%	0.9	17.8	5.5%
PVT	Mua	1,404	-4.5%	1.1	9.7	12.2%
PLX	Theo dõi	3,239	24.1%	2.1	20.6	11.3%
BSR	Theo dõi	2,653	348.5%	1.7	47.7	4.7%

Kỳ vọng sản lượng dầu/khí
tăng trở lại khi nhiều dự án
mới được triển khai

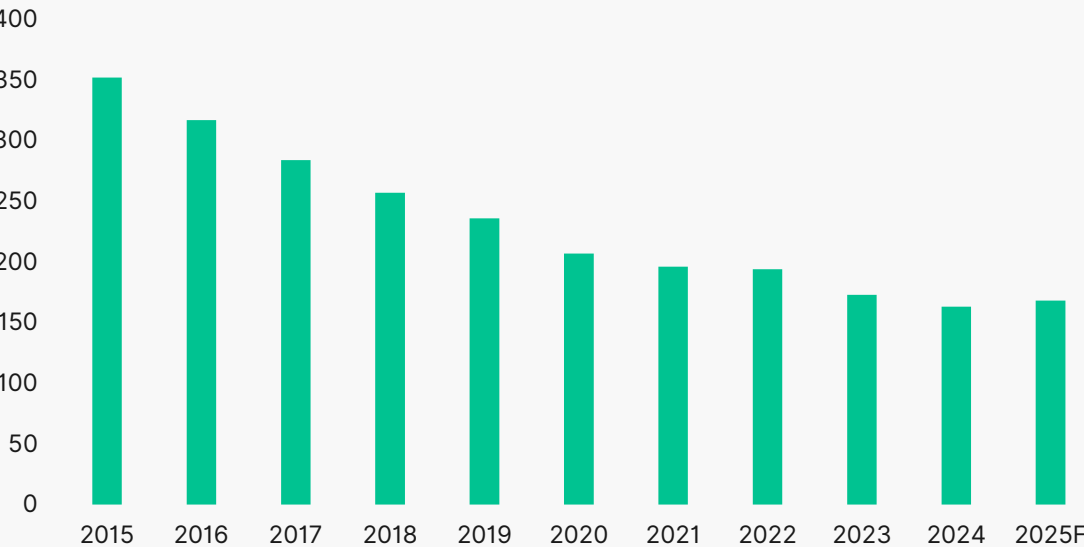
Hoạt động đầu tư mới trong giai đoạn 2015–2025 diễn ra chậm, khiến sản lượng khai thác bổ sung không đủ bù đắp phần suy giảm, tổng sản lượng dầu/khí giảm gần 50% trong cùng giai đoạn.

Sản lượng khai thác dầu thô của Việt Nam suy giảm mạnh trong giai đoạn 2015–2026, từ mức trên 350 nghìn thùng/ngày năm 2015 xuống còn khoảng 160 nghìn thùng/ngày trong giai đoạn 2024–2026. Nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ việc các mỏ dầu chủ lực tại bể Cửu Long như Bạch Hổ, Sư Tử Đen/Sư Tử Vàng, Tê Giác Trắng... đã bước vào chu kỳ suy giảm tự nhiên sau thời gian khai thác dài, khi vòng đời kinh tế của các mỏ này thường vào khoảng 25 năm (một số mỏ được gia hạn nhờ áp dụng công nghệ nâng cao thu hồi). Trong bối cảnh đó, PVN gần đây được trao thêm các cơ chế chính sách linh hoạt hơn, đặc biệt trong hoạt động thăm dò – khai thác, qua đó kỳ vọng thúc đẩy các dự án mới và cải thiện sản lượng trong các năm tới.

Đối với khí tự nhiên, xu hướng suy giảm diễn ra tương tự nhưng với tốc độ chậm hơn so với dầu, từ mức trên 10 tỷ m³ năm 2015 xuống khoảng 6-6.5 tỷ m³ trong giai đoạn 2024–2026. Dự kiến sản lượng khí nội địa có thể bắt đầu phục hồi sau năm 2027, khi một số dự án khí quy mô lớn như Lô B – Ô Môn, Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, Lạc Đà Vàng, được đưa vào khai thác. Bên cạnh đó, LNG nhập khẩu sẽ ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc bổ sung nguồn cung cho các dự án điện khí, với khối lượng tăng dần trong giai đoạn 2025–2030 và gia tăng mạnh hơn sau năm 2030, khi hệ thống hạ tầng LNG và các nhà máy điện khí hoàn tất đầu tư.

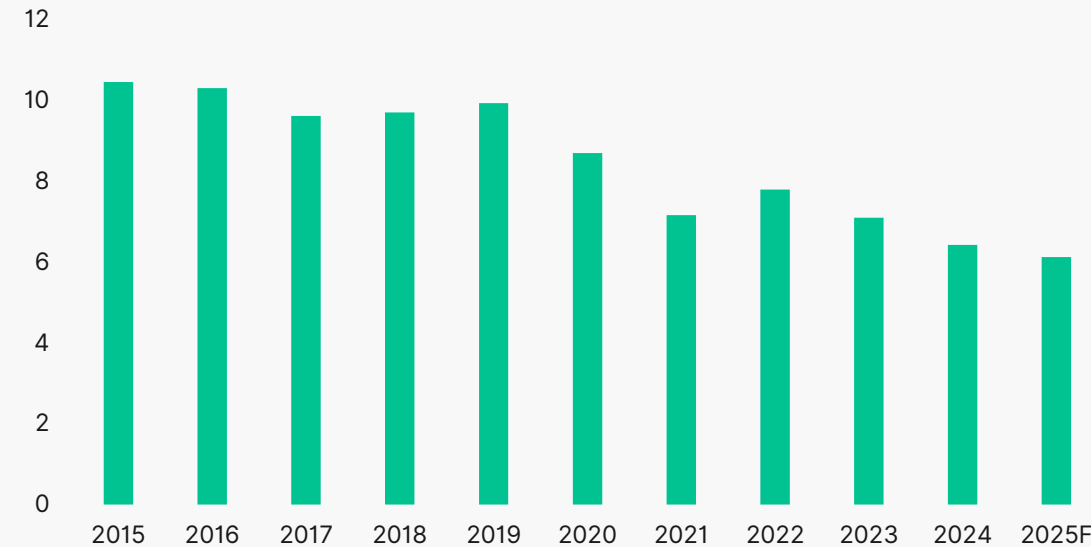
Sản lượng dầu trong nước

| ĐVT: Nghìn thùng/ngày – Nguồn: PVN, Kafi Research



Sản lượng khí trong nước

| ĐVT: Tỷ m³ - Nguồn: GAS, Kafi Research



Tiềm năng từ các dự án điện khí LNG

Các dự án dầu khí được đẩy mạnh triển khai trong giai đoạn 2025–2027 đóng vai trò hỗ trợ tăng trưởng ngắn và trung hạn, trong khi các dự án điện khí LNG tạo nền tảng cho tăng trưởng dài hạn của toàn ngành.

Ở mảng thượng nguồn, một số dự án dầu khí lớn đang được thúc đẩy triển khai, nổi bật là Lô B – Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B, Lạc Đà Vàng.... qua đó kỳ vọng làm chậm đà suy giảm sản lượng dầu/khí và từng bước phục hồi sản lượng khí nội địa sau năm 2027. Riêng dự án Cá Voi Xanh, Hải Sư Vàng-2X hay Kèn Bầu, vẫn là những dự án có tiềm năng triển khai với quy mô rất lớn, được xem là động lực dài hạn cho ngành sau 2028.

Đối với mảng điện khí LNG, Việt Nam đang triển khai đồng loạt nhiều dự án tại cả ba miền, với tổng công suất hàng chục GW và tổng mức đầu tư lên tới hàng chục tỷ USD. Các dự án trọng điểm như Hải Phòng 1&2, Sơn Mỹ 1&2, Bạc Liêu, Long An 1&2, Quảng Ninh... dự kiến có thể triển khai giai đoạn 2028-2030, vừa hỗ trợ cho mảng EPC nhà máy và kho chứa và lại vừa giúp gia tăng sản lượng LNG nhập khẩu, hỗ trợ cho các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này.

Nhìn chung, sự kết hợp giữa nguồn khí trong nước và LNG nhập khẩu sẽ giúp cân bằng cung – cầu khí trong trung hạn, cải thiện an ninh năng lượng và tạo nền tảng sự phát triển của toàn chuỗi dầu khí – điện khí trong giai đoạn sau 2030.

Các dự án điện LNG trong nước
| Nguồn: Kafi Research

STT	Dự án điện khí LNG	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư	Thời gian
1	Hải Phòng 1 & 2	4,800	6.7 tỷ USD	2028-2038
2	Sơn Mỹ 1 & 2	4,500	2.1 tỷ USD	2028-2030
3	Bạc Liêu	3,200	4 tỷ USD	2028-2035
4	Long An 1 & 2	3,000	3.13 tỷ USD	2028-2032
5	Quảng Ninh	1,500	2.2 tỷ USD	2028-2031
6	Hải Lăng	1,500	2.32 tỷ USD	2028-2033
7	Thái Bình	1,500	2.56 tỷ USD	2028-2034
8	Long Sơn	1,500	1.75 tỷ USD	2028-2036
9	Vũng Áng	1,500	2.4 tỷ USD	2028-2037
10	Nghi Sơn	1,500	2.45 tỷ USD	2028-2039

Dự án dầu/khí trong nước
| Nguồn: Kafi Research

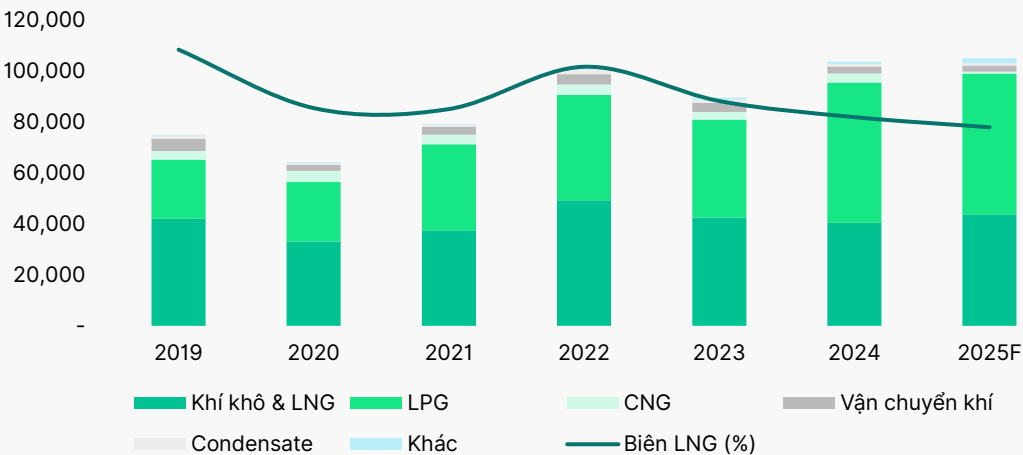
STT	Dự án	Tổng mức đầu tư	Thời gian
1	Lô B - Ô Môn	10-12 tỷ USD	2024-2027
2	Sư Tử Trắng 2B	1.3 tỷ USD	2024-2026
3	Lạc Đà Vàng	700 triệu USD	2024-2026
4	Thị Vải GĐ2	360 triệu USD	2028-2029
5	Cá Voi Xanh	>10 tỷ USD	2030-2032 (F)
6	Hải Sư Vàng-2X	N/a	2030 (F)
7	Kèn Bầu	N/a	2031-2035 (F)

GAS

Giá mục tiêu: 98,350 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: + 1.3%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	234,297
SLCP lưu hành (tr cp)	2.4
Biên độ 52W	47,900 – 97,100
KLGD TB 3T	1,061,050
Beta	0.47
P/E hiện tại	19.1x
P/E TB 10 năm	18.6x
P/E ngành	25.9x

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp
| Nguồn: GAS, Kafi Research



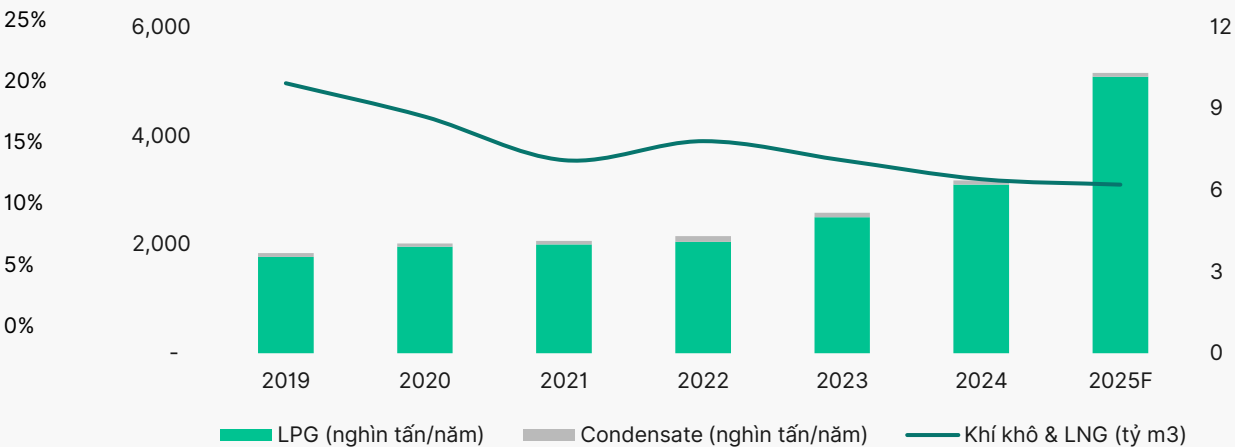
TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG TRỞ LẠI TỪ 2027

Luận điểm đầu tư:

- (1) **Doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trong chuỗi giá trị khí:** GAS giữ vai trò trung tâm trong hệ thống thu gom – vận chuyển – phân phối khí, đồng thời là doanh nghiệp dẫn dắt mảng LNG nhập khẩu. Theo Quy hoạch điện VIII, điện khí LNG được xác định là nguồn chuyển tiếp quan trọng, giúp GAS hưởng lợi từ sự mở rộng sử dụng khí và hạ tầng LNG.
- (2) **Sản lượng khí phân phối dự kiến phục hồi từ 2027:** Dù nắm giữ vị thế gần như độc quyền trong khâu xử lý và phân phối khí nội địa, sự suy giảm sản lượng khai thác trong nước đã ảnh hưởng đến doanh thu của GAS trong giai đoạn vừa qua. Dự kiến việc đưa Lô B – Ô Môn vào khai thác từ năm 2027, cùng với vận hành ổn định kho LNG Thị Vải, sẽ giúp doanh thu và sản lượng khí phân phối tăng trưởng trở lại từ năm 2027.
- (3) **Mảng LNG sẽ dần trở thành trụ cột tăng trưởng mới:** Sản lượng khí và LNG tiêu thụ được kỳ vọng tăng dần theo nhu cầu điện khí trong Quy hoạch điện VIII. Việc triển khai các dự án LNG quy mô lớn giúp bù đắp phần suy giảm của khí nội địa, qua đó hỗ trợ tăng trưởng sản lượng của GAS trong trung và dài hạn.
- (4) **Mặt bằng giá LNG giảm cải thiện sức cạnh tranh:** Dự báo giá LNG nhập khẩu giai đoạn sau 2026 giảm về khoảng ~14 USD/mn BTU, giúp nâng cao tính cạnh tranh của điện khí LNG, qua đó hỗ trợ sản lượng tiêu thụ khí và hiệu quả khai thác các dự án kho cảng LNG.
- (5) **Dòng tiền mạnh, khả năng chi trả cổ tức cao:** Mô hình kinh doanh ổn định, biên lợi nhuận tốt và dòng tiền dồi dào giúp GAS duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn, phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn và phòng thủ.

Rủi ro: Sự suy giảm nguồn khí nội địa có thể gây áp lực lên tăng trưởng sản lượng; trong khi biến động giá LNG nhập khẩu ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ, đồng thời tiến độ triển khai các dự án điện khí LNG cũng là yếu tố quyết định.

Sản lượng khí không đang xu hướng giảm
| Nguồn: GAS, Kafi Research



PVS

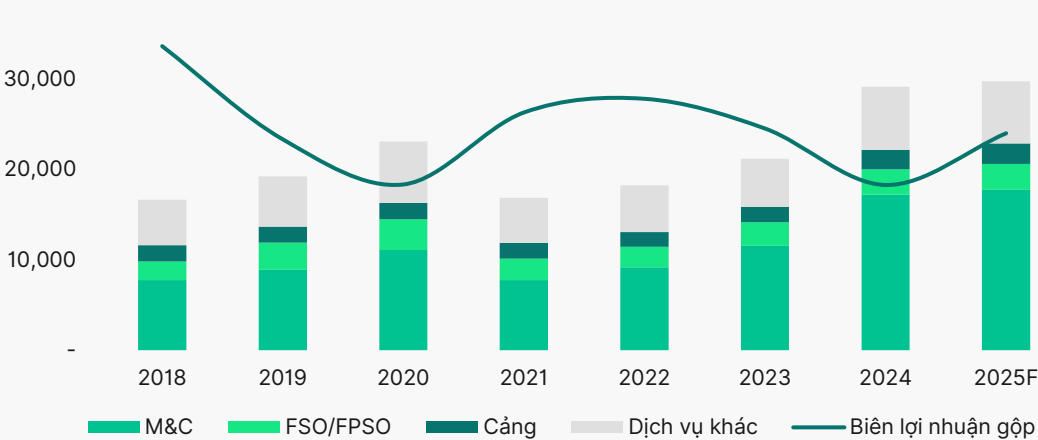
Giá mục tiêu: 42,000 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: +14.4%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	18,769
SLCP lưu hành (tr cp)	511.4
Biên độ 52W	20,000 – 37,200
KLGD TB 3T	5,248,654
Beta	1.02
P/E hiện tại	13.6x
P/E TB 10 năm	17.0x
P/E ngành	25.9x

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp

Nguồn: PVS, Kafi Research



BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG NHANH

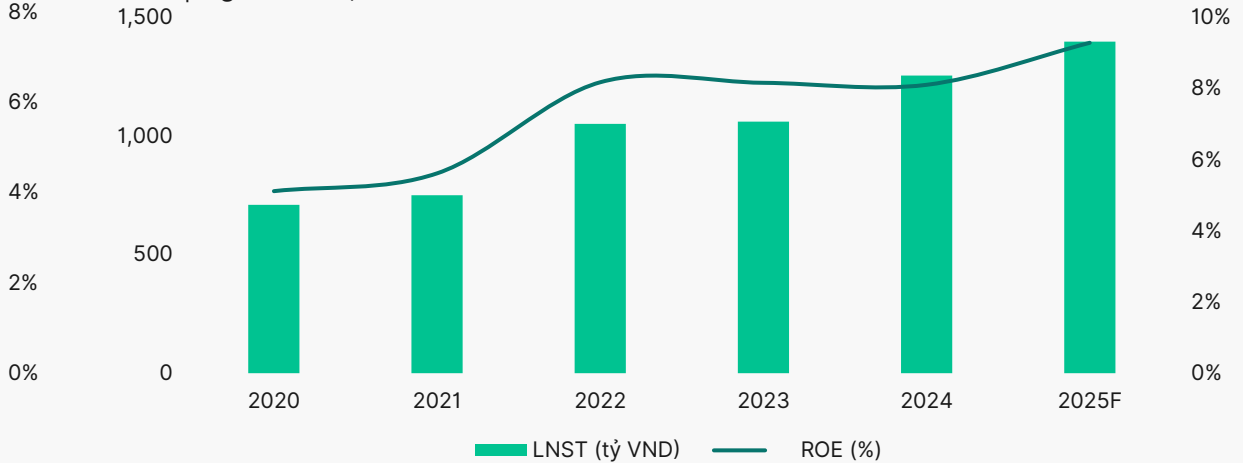
Luận điểm đầu tư:

- Doanh nghiệp hàng đầu mảng EPC/EPCI dầu khí và điện gió ngoài khơi:** PVS giữ vị thế hàng đầu trong các mảng EPCI, cơ khí dầu khí, FPSO/FSO và dịch vụ kỹ thuật, là nhà thầu chủ chốt tại phần lớn các dự án dầu khí và điện gió ngoài khơi trong nước, đồng thời từng bước mở rộng hoạt động ra thị trường quốc tế.
- Hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ đầu tư dầu khí giai đoạn 2025–2027:** Việc đẩy mạnh triển khai các dự án thượng nguồn như Lô B – Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B, Lạc Đà Vàng... giúp gia tăng backlog lên khoảng 3–5 tỷ USD trong giai đoạn 2025–2030, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong trung hạn.
- LNG mở rộng dự địa tăng trưởng dài hạn cho mảng EPC:** Làn sóng đầu tư điện khí LNG theo Quy hoạch điện VIII (Hải Phòng, Sơn Mỹ, Bạc Liêu, Long An...) tạo dư địa công việc lớn cho PVS từ sau năm 2028, góp phần kéo dài chu kỳ tăng trưởng khi các dự án dầu khí truyền thống dần hạ nhiệt.
- Điện gió ngoài khơi trở thành trụ cột tăng trưởng quan trọng:** Xu hướng đầu tư điện gió ngoài khơi trong và ngoài nước mở ra cơ hội mới cho PVS – doanh nghiệp sở hữu năng lực thi công, lắp đặt và quản lý dự án ngoài khơi, qua đó hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn.
- Nền tảng tài chính lành mạnh:** PVS duy trì vị thế tiền mặt rủng rỉnh, nợ vay thấp và kinh nghiệm triển khai các dự án quy mô lớn, tạo lợi thế cạnh tranh trong bối cảnh nhu cầu EPC gia tăng.

Rủi ro: Chậm trễ trong phê duyệt hoặc triển khai các dự án dầu khí, LNG và điện gió ngoài khơi có thể ảnh hưởng đến backlog và tiến độ ghi nhận doanh thu. Bên cạnh đó, các dự án EPC quy mô lớn tiềm ẩn rủi ro về chi phí, tiến độ và biên lợi nhuận, đặc biệt khi giá nguyên vật liệu và chi phí nhân công biến động.

Hiệu quả hoạt động

Nguồn: PVS, Kafi Research



Ngành Công nghệ

Xu hướng tương lai

Luận điểm đầu tư:

- (1) **Chi tiêu CNTT & chuyển đổi số duy trì tăng trưởng cao:** Khu vực doanh nghiệp và Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh số hóa, cloud, data center, an ninh mạng, hỗ trợ xu hướng tăng trưởng bền vững cho ngành CNTT.
- (2) **Xu hướng AI/Data Center/Bán dẫn trở thành trụ cột tăng trưởng mới:** Nhu cầu AI/Big Data và linh kiện bán dẫn tăng nhanh, thúc đẩy sự chuyển dịch hoạt động kinh doanh và tạo ra xu hướng tăng trưởng mới cho nhóm doanh nghiệp công nghệ.
- (3) **Kỳ vọng đơn hàng gia công quốc tế phục hồi trở lại 2026:** Sau giai đoạn tăng trưởng chậm vì xu hướng thắt chặt chi tiêu thì các thị trường Mỹ, Nhật, châu Âu đang có xu hướng mở rộng chi tiêu trở lại, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu mảng xuất khẩu phần mềm.
- (4) **Biên lợi nhuận cải thiện nhờ quy mô & giá trị gia tăng cao hơn:** Chuyển dịch sang các mảng có hàm lượng công nghệ cao (AI, cloud, platform) giúp cải thiện ROE và định giá dài hạn.

Quan điểm về rủi ro:

- (1) Cạnh tranh gay gắt trong mảng gia công phần mềm và phần cứng, cùng với xu hướng gia tăng chi phí nhân sự làm giảm lợi thế cạnh tranh ở mảng kinh doanh truyền thống;
- (2) Rủi ro suy giảm đầu tư công nghệ nếu kinh tế toàn cầu suy yếu.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		9T2025	9T2025	2025	2025	2025
FPT	Mua	8,237	18.9%	4.52	17.99	27.37%
FOX	Theo dõi	2,581	21.5%	4.50	14.33	32.37%
CMG	Theo dõi	333	42.7%	2.41	18.86	13.18%
ELC	Theo dõi	23	144.0%	2.09	19.07	11.60%

Xu hướng mở rộng đầu tư trung tâm dữ liệu

Đầu tư cho AI tăng mạnh kéo theo nhu cầu về hạ tầng dữ liệu

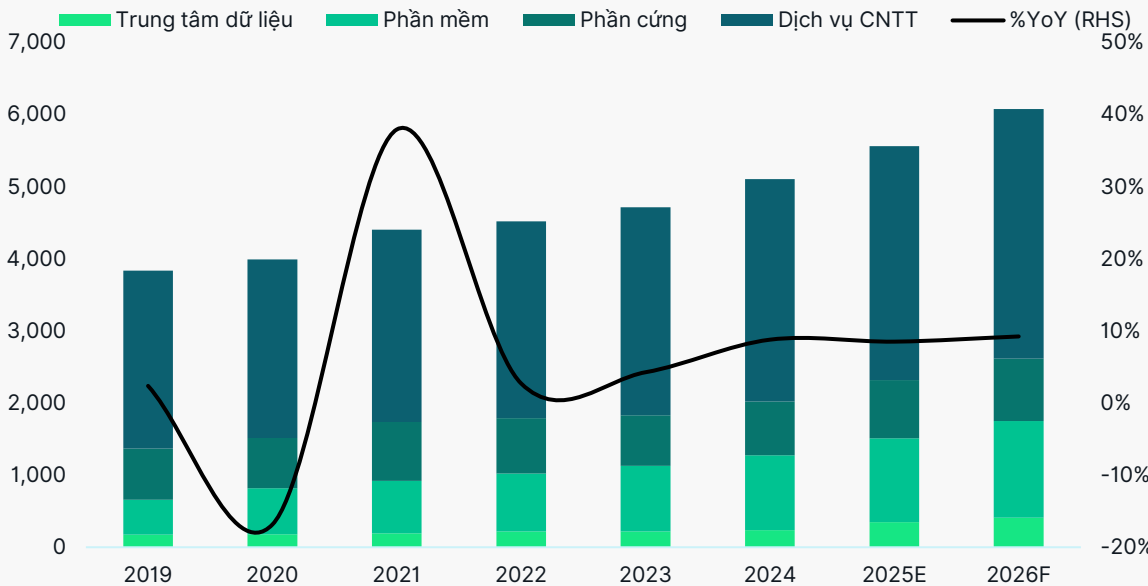
Trong bối cảnh thế giới đang chứng kiến sự phát triển vượt bậc về công nghệ trí tuệ nhân tạo, ngành CNTT đã có sự tăng trưởng đáng kể, đặc biệt trong lĩnh vực hạ tầng dữ liệu. Tổng chi tiêu ngành CNTT toàn cầu tăng từ 3.800 tỷ USD năm 2019 lên dự kiến 6.000 tỷ USD năm 2026, với tốc độ tăng trưởng trung bình 9% trong giai đoạn 2024-2026, chủ yếu nhờ xu hướng chuyển đổi số và công nghệ mới nổi.

- Sự bùng nổ đầu tư vào trí tuệ nhân tạo (AI) là động lực chính thúc đẩy nhu cầu hạ tầng dữ liệu, dẫn đến sự gia tăng đột biến trong chi tiêu cho trung tâm dữ liệu. Mặc dù Phần mềm và dịch vụ CNTT vẫn chiếm tỷ trọng đầu tư cao nhất khi đóng vai trò là xương sống của toàn ngành. Tuy nhiên, do AI yêu cầu sức mạnh tính toán và lưu trữ lớn, đầu tư vào trung tâm dữ liệu đã tăng vọt trong những năm gần đây và có xu hướng tiếp tục gia tăng trong tương lai.
- Ngoài ra, phần mềm doanh nghiệp và dịch vụ CNTT cũng thể hiện sự phát triển ổn định khi tăng trưởng đầu tư vào hai lĩnh vực này trong 5 năm gần đây ở mức trung bình 8%. Nhìn chung, sự phát triển của ngành ở quy mô toàn cầu tương đối đồng đều và bền vững

Tóm lại, xu hướng mở rộng đầu tư trung tâm dữ liệu được thúc đẩy bởi làn sóng AI sẽ tiếp tục định hình ngành IT toàn cầu trong những năm sắp tới. Đây là cơ hội cho ngành CNTT của Việt Nam có thể hội nhập với xu hướng chung của thế giới nhưng cũng tiềm ẩn thách thức về mặt hạ tầng và nhân lực.

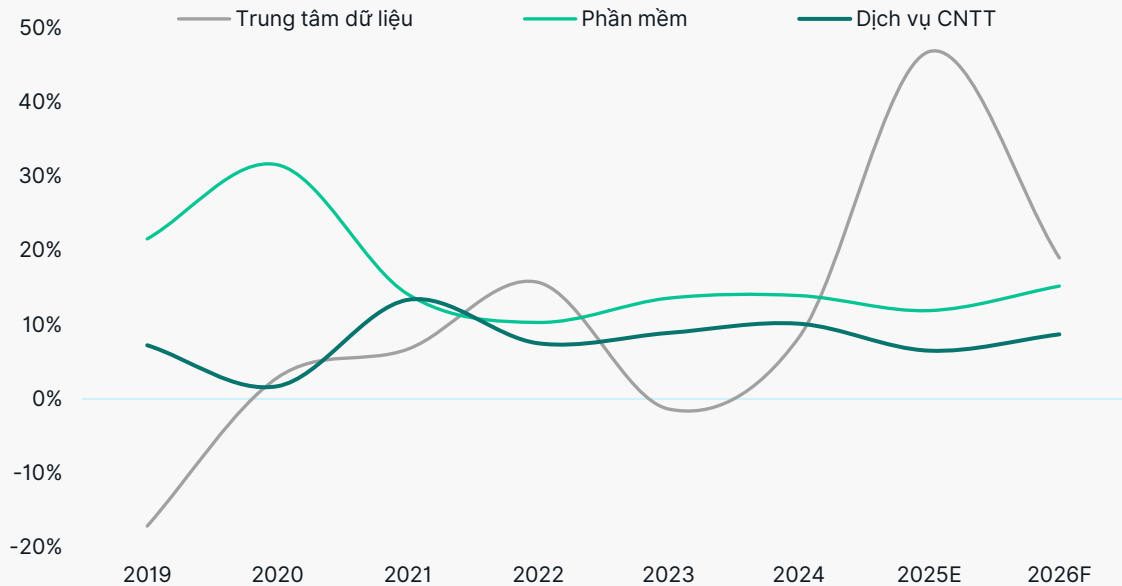
Mức chi tiêu cho các lĩnh vực của ngành CNTT toàn cầu

Đơn vị: Tỷ USD - Nguồn: Gartner, Kafi Research



Tăng trưởng YoY chi tiêu toàn cầu cho các lĩnh vực lõi

Đơn vị: % - Nguồn: Gartner, Kafi Research



Nhu cầu thị trường cao

Doanh thu toàn ngành 2026F dự phóng tăng trưởng 15%

Nghị quyết 57-NQ/TW về khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số thể hiện rõ tinh thần, chủ trương của Chính phủ trong việc nâng cao hiệu quả, hiện đại hóa nền kinh tế hướng đến mục tiêu tăng trưởng GDP phần đầu 10%. Hướng đến tăng năng suất lao động xã hội khoảng 8,5%, đóng góp mở rộng của năng suất nhân tố tổng hợp (TFP).

- Từ đó, ngành Công nghệ thông tin hình thành các “mũi nhọn” đầu tư phát triển hệ thống trong nước, điển hình như Lộ trình chuyển đổi số quốc gia, Phát triển hạ tầng trung tâm dữ liệu (Data Center). Theo kế hoạch của Thủ tướng Chính phủ, ngân sách nhà nước cho lĩnh vực khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số đạt ~95,000 tỷ đồng (+55% YoY) trong năm 2026.

Hoạt động gia công phần mềm toàn cầu dự kiến duy trì đà tăng trưởng kép 5 năm đạt 10.8% đến năm 2030, theo nhận định của Gartner. Bối cảnh chung, Việt Nam đang tận dụng tốt trở thành các đối tác phần mềm chiến lược của Nhật Bản, Hàn Quốc, châu Âu và Bắc Mỹ, Kafi nhận định doanh thu toàn ngành CNTT và xuất khẩu phần mềm lần đạt tăng trưởng 15% và 9.9% YoY trong năm sau.

- Lợi thế cạnh tranh bao gồm: (1) chi phí thấp (20-40 USD/giờ, thấp hơn Ấn Độ 15-30%), (2) nhân lực chất lượng cao, lực lượng lao động trẻ với hơn 560.000 lập trình viên và 55.000-60.000 sinh viên tốt nghiệp mỗi năm là nền tảng vững chắc (xếp hạng top 10 toàn cầu về lập trình viên) và (3) chính sách hỗ trợ chủ động từ chính phủ.

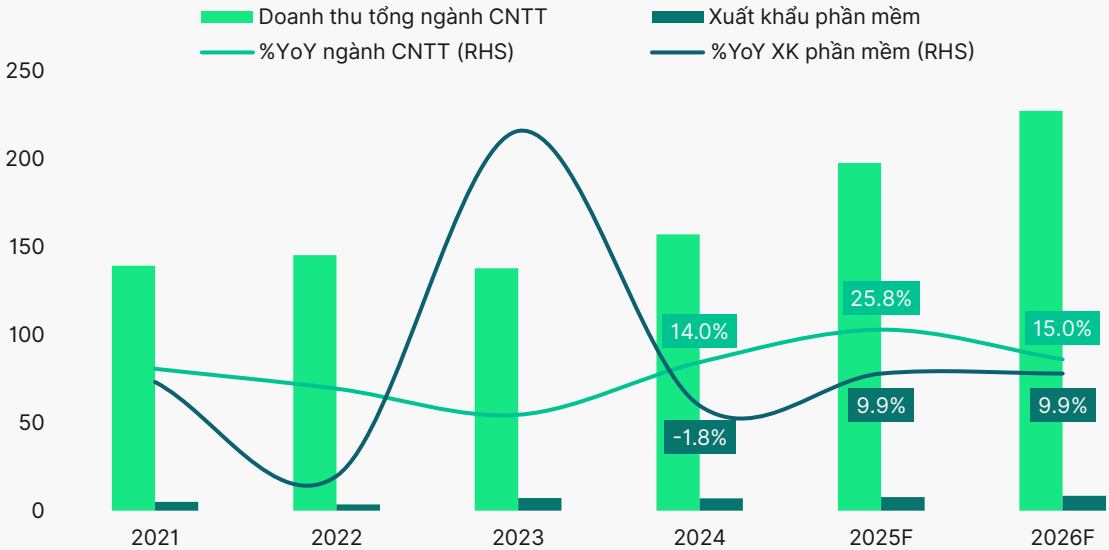
Lĩnh vực (đầu ra) của ngành CNTT trong nước

| Nguồn: Kafi Research

Xu hướng phát triển của ngành	Khu vực ứng dụng, ảnh hưởng
Lộ trình Chuyển đổi Số Quốc gia	Đa lĩnh vực, dịch vụ công, thuế, tài sản,...
Hợp đồng gia công phần mềm quốc tế	Thị trường xuất khẩu Nhật Bản, Hàn Quốc, Mỹ, EU,...
Phát triển hệ thống điện toán đám mây	Đa lĩnh vực, cả khu vực công và tư nhân
Phát triển hạ tầng trung tâm dữ liệu	Các trung tâm tài chính quốc tế IFC
Phát triển tài chính ứng dụng (Fintech)	Ngân hàng, Chứng khoán, Bảo hiểm, Sandbox thí điểm

Doanh thu xuất khẩu phần mềm của Việt Nam

| Đơn vị: Tỷ USD - Nguồn: Bộ Khoa học & Công nghệ (MIC), Kafi Research dự phóng

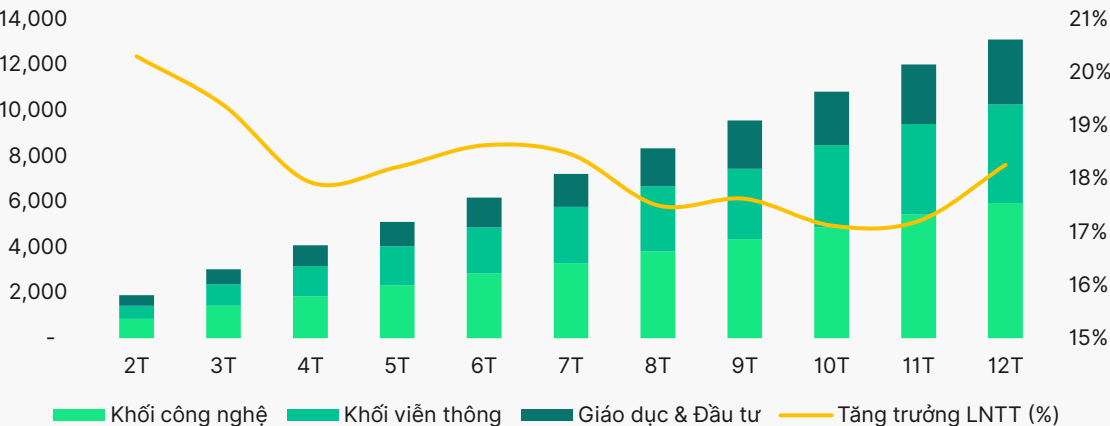


FPT

Giá mục tiêu: 130,000 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 31.85%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Công nghệ
Vốn hóa (tỷ đồng)	165.921.6
SLCP lưu hành (tr cp)	1,703.5
Biên độ 52W	83,454 – 133,116
KLGD TB 3T	10,206,497 cp
Beta	0.64
P/B Fwd	4.5x
P/B TB 5 năm	5.1x
P/B ngành	3.9x

Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế các mảng kinh doanh
| Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: FPT, Kafi Research



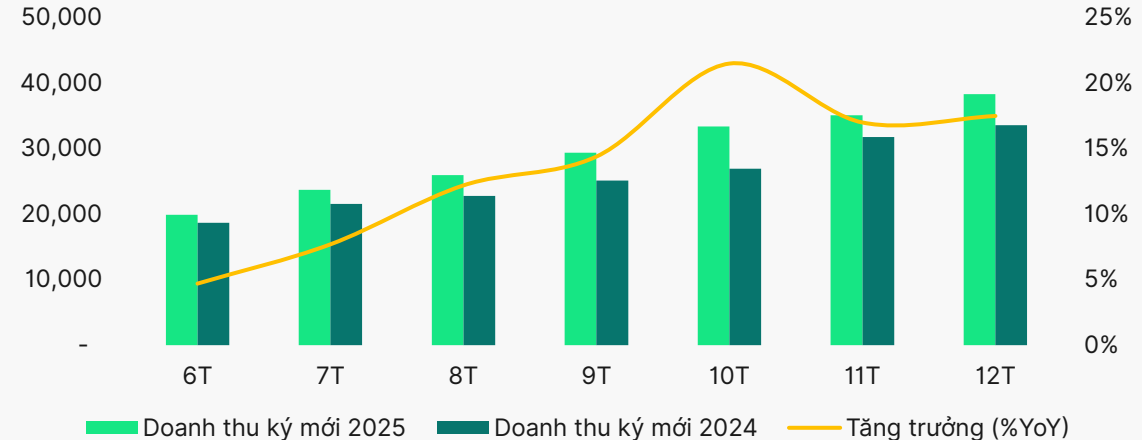
CỔ PHIẾU ĐỊNH VỊ TƯƠNG LAI

Luận điểm đầu tư:

- CNTT tiếp tục là trụ cột tăng trưởng dài hạn:** Nhu cầu toàn cầu đối với chuyển đổi số, AI, Cloud, Data Center tiếp tục mở rộng, tạo nền tảng tăng trưởng trung – dài hạn. Công ty đang đẩy mạnh các mảng AI, Cloud, chuyển đổi số và hạ tầng dữ liệu, qua đó nâng cao hàm lượng công nghệ và cải thiện biên lợi nhuận.
- Backlog quốc tế dồi dào, hỗ trợ tăng trưởng thời gian tới:** Giá trị backlog mảng công nghệ ước đạt 38–40 nghìn tỷ đồng vào cuối 2025, tương đương doanh thu thực hiện của khối CNTT năm 2025. Đa phục hồi đơn hàng rõ nét trong các tháng cuối năm cho thấy nhu cầu cải thiện, đặc biệt từ các thị trường Mỹ, Nhật và châu Âu.
- Doanh nghiệp tăng trưởng đều, thuộc ngành nghề ưu tiên phát triển:** CNTT là một trong số ít ngành duy trì tăng trưởng dương xuyên chu kỳ. FPT dự kiến ghi nhận tăng trưởng LNTT khoảng 17–18% năm 2025, tiếp tục duy trì vị thế doanh nghiệp công nghệ có tốc độ tăng trưởng cao và ổn định.
- Mô hình kinh doanh bền vững:** Hệ sinh thái CNTT – Viễn thông – Giáo dục & Đầu tư tạo nền tảng tăng trưởng khép kín, giúp FPT đa dạng hóa nguồn thu và hỗ trợ lẫn nhau.
- Tăng trưởng cao hơn 2026 hỗ trợ tăng giá:** Tốc độ tăng trưởng của FPT chậm lại trong giai đoạn trước do khách hàng thận trọng giải ngân mới dưới tác động của môi trường thuế quan và kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, tín hiệu phục hồi nhu cầu gần đây cho thấy tăng trưởng có thể tăng tốc trở lại từ 2026, qua đó hỗ trợ cho định giá cổ phiếu.

Rủi ro: Áp lực chi phí nhân sự có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận mảng outsourcing; đồng thời biến động chu kỳ chi tiêu CNTT toàn cầu có thể tác động đến triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn.

Doanh thu ký mới dự án
| Nguồn: FPT, Kafi Research



Ngành điện

Tăng trưởng nhanh phù hợp với tăng trưởng kinh tế

Luận điểm đầu tư:

- **Nhu cầu điện tăng trưởng cao và ổn định:** Tăng trưởng nhu cầu điện được dự báo sẽ đạt quanh 10% trong giai đoạn 2026-2030F để phù hợp với yêu cầu tăng trưởng kinh tế cùng giai đoạn. Bên cạnh đó, xu hướng phát triển các Data Center, công nghệ AI, xe điện... đòi hỏi nguồn cung điện cao và ổn định hơn.
- **Quy hoạch điện VIII thúc đẩy làn sóng đầu tư mới:** Điện khí LNG, điện gió, truyền tải và lưới điện được ưu tiên phát triển theo quy hoạch mới, mở ra dư địa tăng trưởng trung – dài hạn cho cả nhóm phát điện và nhóm hạ tầng điện, đồng thời hỗ trợ quá trình tái cơ cấu nguồn điện theo hướng bền vững hơn.
- **Xu hướng thời tiết sẽ dịch chuyển từ La Nina qua trung tính rồi chuyển qua El Nino:** Theo dự báo của các cơ quan khí tượng, thời tiết có xu hướng chuyển sang trạng thái trung tính trong giai đoạn 1H2026, trước khi dịch chuyển dần sang El Nino từ 2H2026. Xu hướng này có thể thúc đẩy nhu cầu sử dụng điện do nền nhiệt cao hơn.
- **Định giá ngành vẫn ở vùng hấp dẫn:** Định giá P/E và P/B của nhiều doanh nghiệp điện hiện vẫn thấp hơn mức trung bình 10 năm, trong khi dòng tiền ổn định, phù hợp với chiến lược nắm giữ trung – dài hạn.

Rủi ro: (1) Tiến độ phê duyệt và triển khai dự án chậm, ảnh hưởng tới kế hoạch đầu tư và mở rộng công suất của doanh nghiệp; (2) Biến động thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện và gây ra sự phân hóa về hiệu quả kinh doanh giữa các nhóm nguồn điện; (3) Rủi ro chính sách giá điện, bao gồm cơ chế điều chỉnh giá bán điện và hợp đồng mua bán điện (PPA), có thể tác động tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

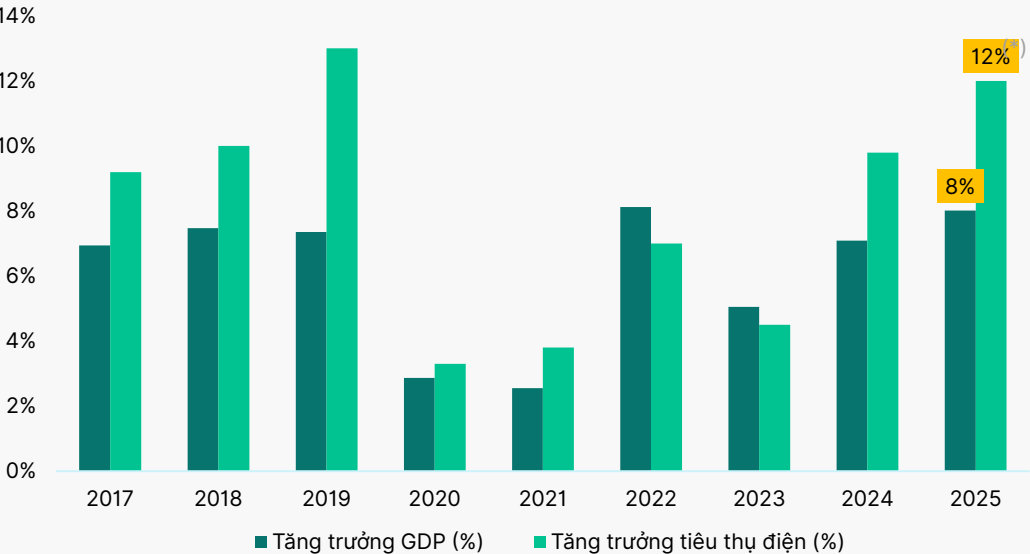
Cổ phiếu	Khuyến nghị	LNST	%YoY LNST	P/B	P/E	ROE
		(Tỷ đồng)				
		2025F	2025F	2025	2025	2025
REE	Mua	2,519	26.4%	1.6x	13.1x	11.7%
POW	Mua	2,293	80.0%	1.0x	16.6x	6.5%
NT2	Theo dõi	752	807.2%	1.5x	9.4x	16.7%

Nhu cầu điện ngày càng cao để đáp ứng cho tăng trưởng kinh tế

Nền kinh tế Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng GDP 8.02% trong năm 2025, phản ánh sức bật nội tại mạnh mẽ nhờ vào các động lực từ việc đẩy mạnh đầu tư công, chính sách tài khóa mở rộng, cùng với những nỗ lực tháo gỡ vướng mắc pháp lý trong lĩnh vực bất động sản và định hướng thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân. Mối tương quan lịch sử giữa tăng trưởng GDP và nhu cầu điện cho thấy, với kỳ vọng kinh tế tăng trưởng quanh 10% thì sản lượng điện tiêu thụ giai đoạn 2026-2030 phải tăng hai chữ số.

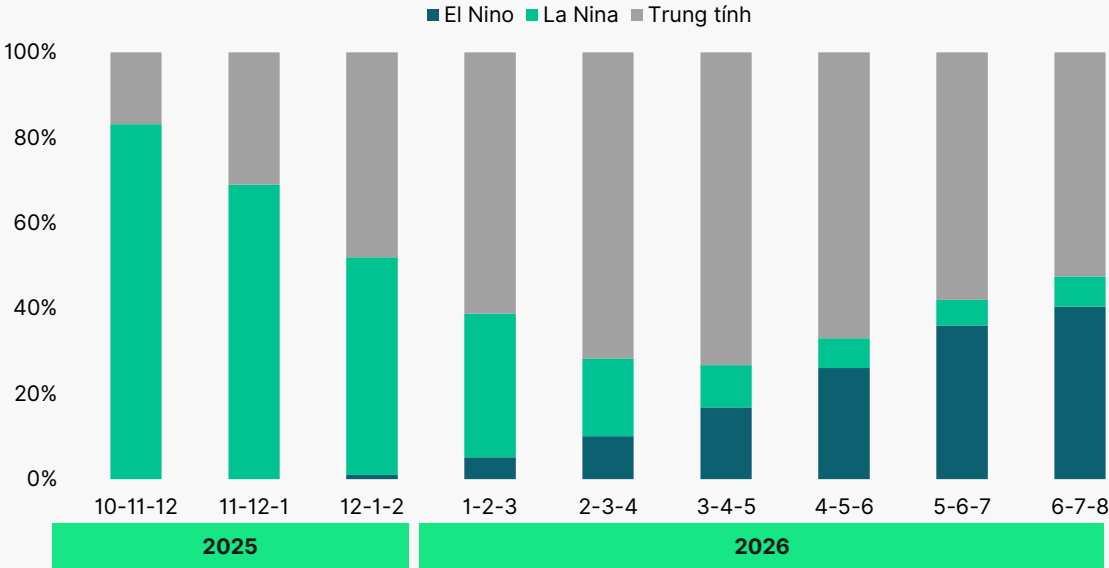
Về điều kiện khí hậu, NOAA dự báo ENSO có thể duy trì trạng thái trung tính đến giữa năm 2026, và chuyển dần từ La Niña qua El Niño vào nửa sau năm. Kịch bản này cho thấy nửa đầu năm 2026 vẫn là thời gian thuận lợi cho các loại hình phát điện như thủy điện và điện NLTT do chi phí thấp, nhưng nhu cầu điện cao hơn và điều kiện thời tiết nóng hơn nửa sau năm sẽ tạo điều kiện cho các loại hình như điện than, điện khí được huy động cao hơn.

Tăng trưởng nhu cầu điện tiêu thụ tương quan dương với tăng trưởng GDP
| Nguồn: MOIT, GSO, Kafi Research



(*) Tính cả sản lượng điện tự sản, tự tiêu của người dân và điện tự sản của các nhà máy công nghiệp lớn

Dự báo xác suất ENSO
| Nguồn: NOAA, Kafi Research



Điện khí LNG và điện tái tạo sẽ tiếp tục được ưu tiên phát triển

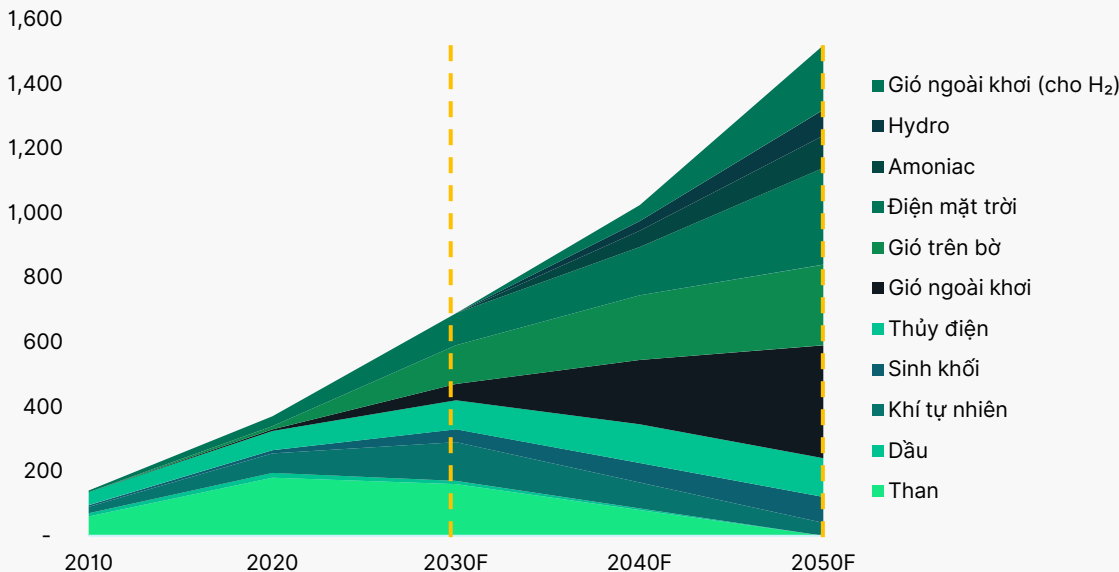
Quy hoạch Điện VIII (QHĐ VIII) định hướng tái cơ cấu mạnh mẽ hệ thống điện theo hướng giảm dần vai trò của nhiệt điện than, hạn chế phát triển các dự án mới và từng bước loại bỏ các nhà máy cũ sau năm 2035, đồng thời ưu tiên mở rộng điện khí (đặc biệt là LNG) và năng lượng tái tạo. Trong đó, điện mặt trời và điện gió (bao gồm cả trên bờ và ngoài khơi) được xác định là hai trụ cột chính trong chiến lược phát triển nguồn điện dài hạn.

Theo QHĐ VIII điều chỉnh, tỷ trọng công suất lắp đặt của nhóm năng lượng tái tạo trong hệ thống điện quốc gia được nâng lên 44% tổng công suất, tăng đáng kể so với mức 29% trước điều chỉnh. Điều này không chỉ khẳng định vai trò trung tâm của năng lượng tái tạo trong cơ cấu nguồn điện tương lai, mà còn mở ra dư địa tăng trưởng lớn cho các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này.

Đáng chú ý, điện gió ngoài khơi được kỳ vọng sẽ trở thành nguồn năng lượng chủ lực trong dài hạn, với công suất dự báo tăng tốc mạnh sau năm 2030 và vượt qua điện gió trên bờ cũng như điện mặt trời vào giai đoạn cuối kỳ quy hoạch. Song song đó, điện mặt trời và điện gió trên bờ vẫn duy trì đà tăng trưởng ổn định, phản ánh tiềm năng lớn của năng lượng tái tạo tại Việt Nam.

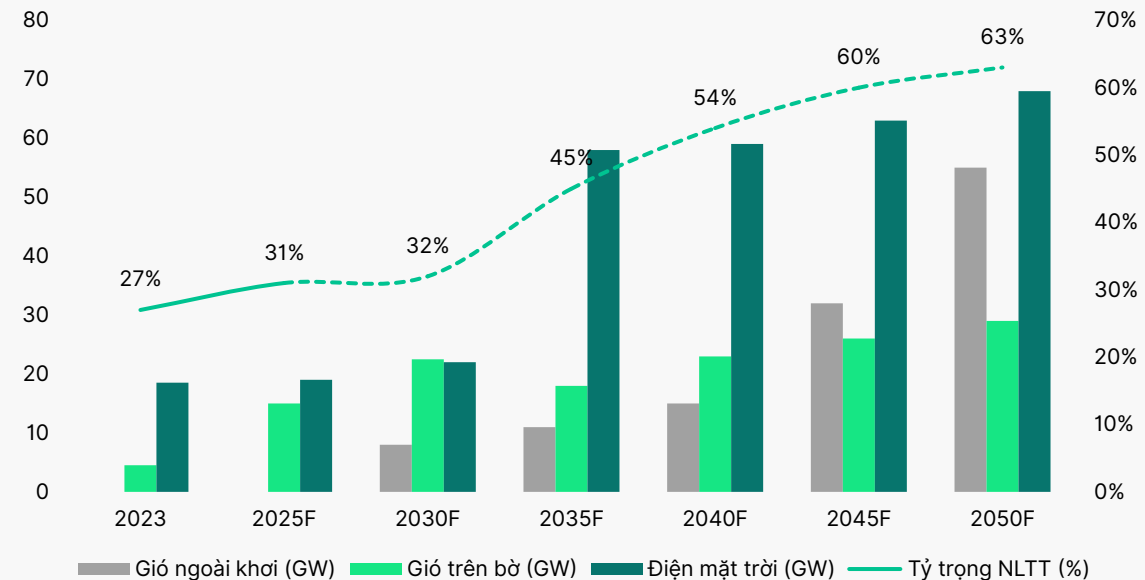
Dự phóng tỷ trọng phát điện đến năm 2050F theo QHĐ VIII

| ĐVT: TWh - Nguồn: IEA, MOIT, Kafi Research



Công suất nguồn điện tái tạo theo QHĐ VIII

| Nguồn: EVN, NSMO, GSO, Kafi Research



REE

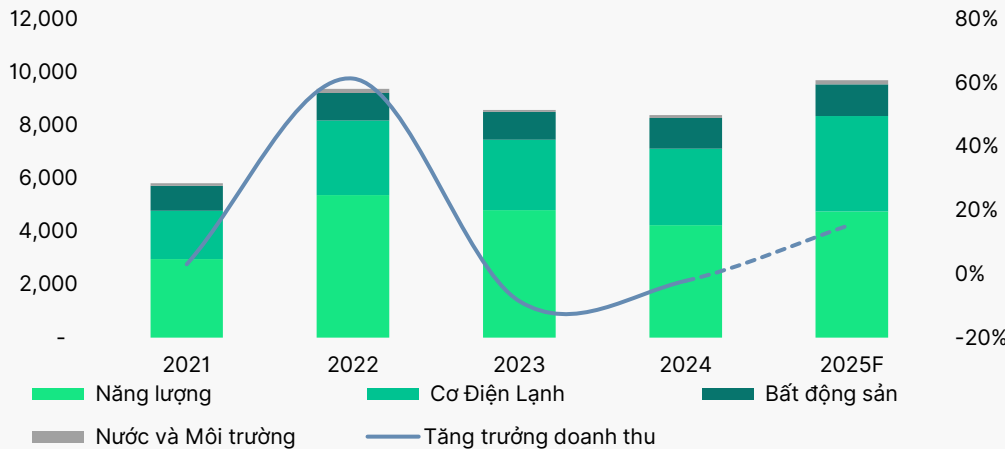
Giá mục tiêu: 67,450 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: + 10.6%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	33,041
SLCP lưu hành (tr cp)	541.7
Biên độ 52W	53,000 – 69,700
KLGD TB 3T	746,047
Beta	0.33
P/E hiện tại	13.1x
P/E TB 10 năm	10.1x
P/E ngành	14.0x

Doanh thu thuần các mảng kinh doanh

| Nguồn: REE, Kafi Research



TĂNG TRƯỞNG CÔNG SUẤT TỪ DỰ ÁN MỚI

Luận điểm đầu tư:

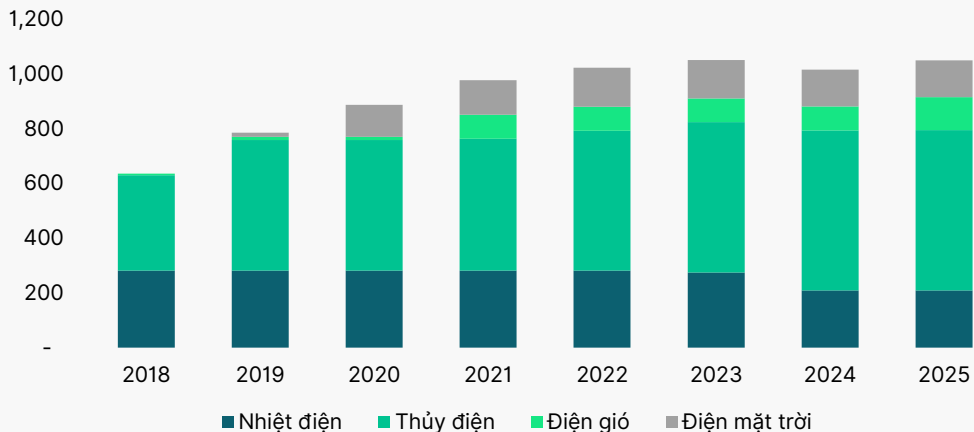
- KQKD 9 tháng đầu năm 2025 ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, với doanh thu thuần lũy kế đạt trên 7,100 tỷ đồng (+18% svck) và LNST riêng Q3 đạt hơn 674 tỷ đồng (+41% svck) với động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng năng lượng nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi. Ngoài ra, các hoạt động ngoài lõi cũng cho thấy dấu hiệu phục hồi. Mảng BĐS cải thiện đáng kể với tỷ lệ lấp đầy E-town 6 vượt 50%, trong khi mảng cơ điện lạnh (M&E) đang ghi nhận kết quả tích cực nhờ lượng backlog tích lũy lớn. Dự báo, doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2025 đạt lần lượt là 9,483 tỷ đồng (12.9% YoY), và 2,519 tỷ đồng (+26.4% YoY).
- Trong trung và dài hạn, REE được kỳ vọng hưởng lợi trực tiếp từ định hướng ưu tiên phát triển NLTT của Chính phủ theo Quy hoạch Điện VIII với hai dự án điện gió gần bờ V1-5 và V1-6 (tổng công suất 80 MW) tại Vĩnh Long với tổng mức đầu tư khoảng 3.8 nghìn tỷ đồng vừa được khởi công vào tháng 9, dự kiến đi vào vận hành từ Q4/2026. Đồng thời, REE đang tích cực tham gia đấu thầu dự án mới (250 MW) tại Trà Vinh và Quảng Trị, song song với các dự án đang triển khai như điện gió Duyên Hải (48 MW) và thủy điện Trà Khúc 2 (30 MW).

Rủi ro:

- Lợi nhuận mảng năng lượng phụ thuộc lớn vào điều kiện thời tiết và mức độ huy động thủy điện, có thể chịu áp lực trong các giai đoạn thủy văn kém thuận lợi hoặc dư cung điện.
- Chậm tiến độ thực hiện các dự án.

Công suất sở hữu mảng năng lượng của REE

| ĐVT: MW - Nguồn: REE, Kafi Research



POW

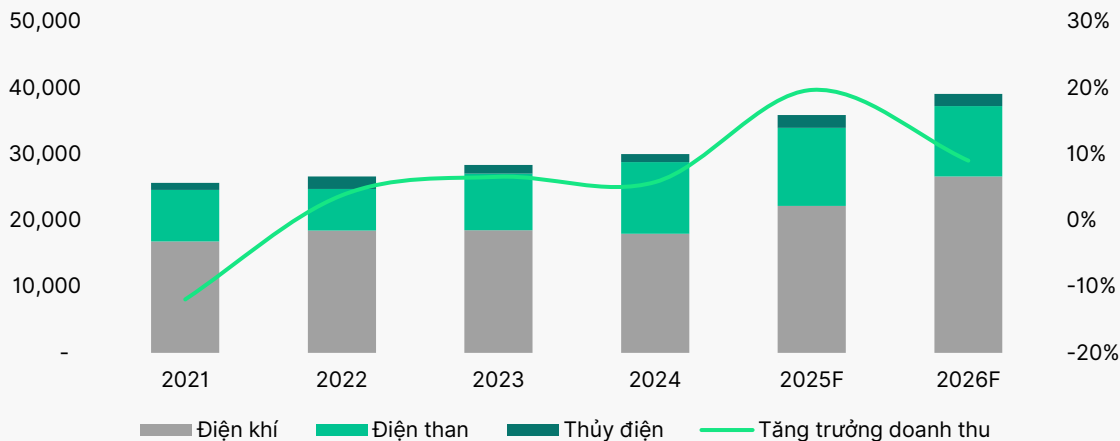
Giá mục tiêu: 16,650 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 15.6%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Điện
Vốn hóa	44,177 tỷ đồng
SLCP lưu hành	3,1 tr cp
Biên độ 52W	8,200 – 14,400
KLGD TB 3T	10,206,497 cp
Beta	0.83
P/E hiện tại	16.6x
P/E TB 10 năm	14.9x
P/E ngành	14.0x

Kết quả kinh doanh

| Nguồn: POW, FiinProX, Kafi Research



NHƠN TRẠCH 3&4 HOẠT ĐỘNG - THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG

Luận điểm đầu tư:

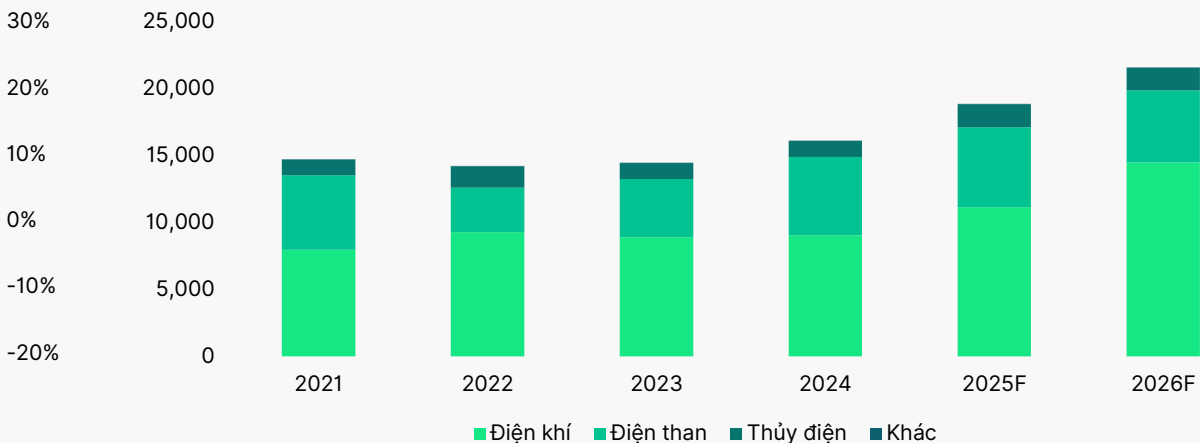
- Năm 2025, doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của POW ước đạt lần lượt 34,950 tỷ đồng (+15.2% yoy) và 1,995 tỷ đồng (+80% yoy), phản ánh sự cải thiện rõ rệt của sản lượng huy động (đạt 18.9 tỷ kWh, tăng 17% YoY) và giá bán điện. Đáng chú ý, tăng trưởng LNST vượt trội chủ yếu đến từ biên lợi nhuận gộp cải thiện, nhờ (i) tỷ lệ sản lượng hợp đồng (Qc) tại các nhà máy được nâng lên, qua đó cải thiện giá bán điện bình quân; và (ii) hiệu quả vận hành tại các nhà máy hiện hữu được tối ưu, giúp giảm chi phí và nâng cao hiệu suất phát điện.
- Sang năm 2026, chúng tôi ước tính doanh thu của POW tăng thêm 35–40% so với năm 2025, đạt xấp xỉ 45-50 nghìn tỷ đồng, nhờ sản lượng điện khoảng 15-20% khi nhà máy NT3&4 hoạt động với công suất cao hơn, cùng với mức cải thiện nhẹ của giá bán điện bình quân. Điện khí tiếp tục giữ vai trò trụ cột trong doanh thu và là động lực tăng trưởng trung – dài hạn của POW.
- Chúng tôi kỳ vọng trong dài hạn, dự án LNG Quảng Ninh sẽ tiếp tục được triển khai để nâng tổng công suất toàn hệ thống của POW lên mức 7,349 MW, tăng so với mức 5,849 MW hiện nay.

Rủi ro:

- Rủi ro chậm ký kết PPA dài hạn cho các nhà máy LNG mới.
- Chi phí khấu hao và lãi vay tăng trong giai đoạn đầu vận hành NT3 & NT4 có thể gây áp lực lên lợi nhuận ròng.

Dự phóng sản lượng điện thương phẩm

| ĐVT: Triệu kWh - Nguồn: POW, Kafi Research



Ngành Hóa chất

Hưởng lợi từ biến động giá hàng hóa toàn cầu

Luận điểm đầu tư:

- **Nhu cầu Xút xu hướng tăng trong dài hạn:** Định hướng phát triển bền vững của chính phủ thúc đẩy sản xuất giấy và các sản phẩm thân thiện môi trường, tạo cơ hội lớn cho các doanh nghiệp ngành hóa chất mở rộng sản xuất Xút. Ngoài ra, Chiến lược phát triển ngành hóa chất đến 2030 và Luật hóa chất sửa đổi 2025 sẽ giải quyết bài toán cân bằng Xút – Clo và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp gia tăng biên lợi nhuận.
- **Giá bán phốt pho vàng và phân bón chứa phốt pho dự kiến tiếp tục tăng** do nguồn cung toàn cầu bị hạn chế (Trung Quốc ngừng xuất khẩu), kết hợp với nhu cầu từ ngành bán dẫn và điện tử, cùng giá lưu huỳnh đạt đỉnh mới, giúp cải thiện biên lợi nhuận cho các sản phẩm liên quan.
- **Thị trường xuất khẩu phân Ure đang mở rộng** khi doanh nghiệp đầu ngành như DCM đang có động thái mở rộng thị phần tại thị trường chiến lược Cambodia hay mới đây nhất đã được cấp phép xuất khẩu Ure sang thị trường khó tính bậc nhất như Úc với chất lượng sản phẩm cao nhất. Điều này cho thấy cơ hội tương lai trong mảng phân bón của ngành hóa chất là rất lớn và kỳ vọng biên lợi nhuận mảng này sẽ tăng trưởng một cách bền vững.

Rủi ro: Rủi ro địa chính trị gần đây khiến giá đầu vào tăng bất thường. Với lưu huỳnh, khí đốt, điện công nghiệp tăng 131%, 54%, 9% tạo áp lực lên chi phí sản xuất. Ngoài ra, rủi ro Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu phân bón dù không nhiều cũng là yếu tố đáng kể khi tác động của nó đến giá bán trong khu vực là rất lớn.

Tiêu chí lựa chọn doanh nghiệp: Chúng tôi lựa chọn những doanh nghiệp được hưởng lợi lớn từ các yếu tố liên quan đến giá bán và mở rộng thị trường phân Ure. Ngoài ra, các doanh nghiệp đang triển khai hoặc mở rộng chuỗi giá trị sang ngành Xút cũng được ưu tiên theo dõi.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	%YoY LNST		P/E		ROE
		2025F	2026F	2025F	2026F	
DCM	Mua	46.4%	37.0%	9.07	8.00	18.3%
DGC	Theo dõi	-3.5%	-12%	N/A	N/A	21.8%
CSV	Theo dõi	3.1%	-2.1%	14.01	16.00	14.8%
DDV	Theo dõi	239.1%	20.7%	6.54	7.00	28.7%
DPM	Theo dõi	30.8%	44.1%	18.44	15.00	7.4%

Tiềm năng phát triển

Dư địa lớn ở mảng Xút và chính sách phát triển ngành của Chính phủ

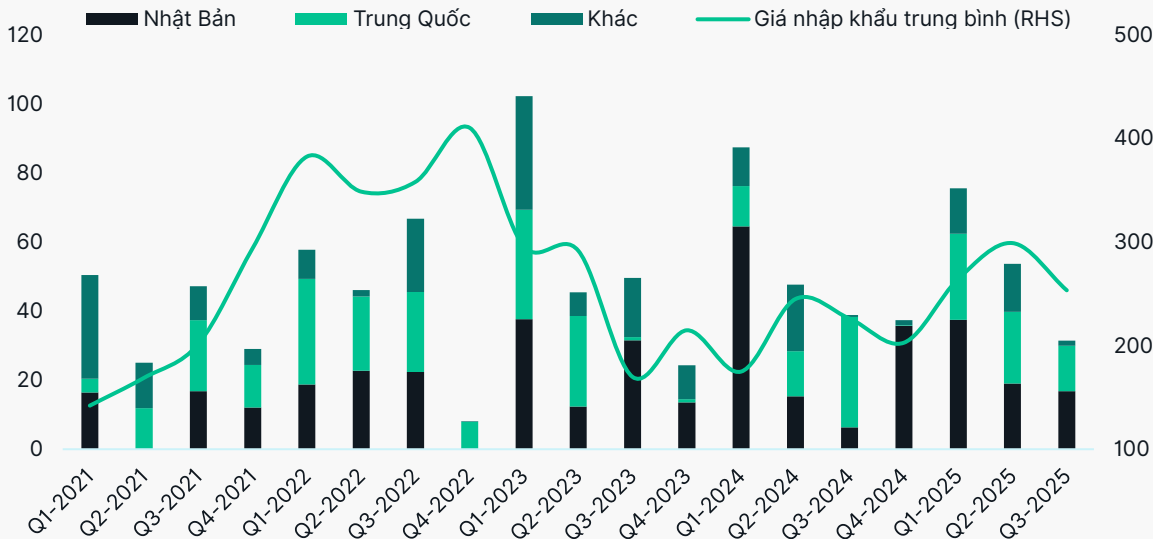
Mặc dù là một trong những ngành công nghiệp cơ bản của quốc gia, ngành hóa chất vẫn có quy mô và năng lực sản xuất khá nhỏ so với mặt bằng chung của thế giới. Tính đến hiện tại, ngành hóa chất chỉ đáp ứng 50% nhu cầu Xút trong nước do chưa thể giải quyết bài toán cân bằng Xút – Clo.

- Chỉ riêng Xút lỏng từ Q1 – 2021 đến Q3 – 2025, hai nước được Việt Nam nhập khẩu lớn nhất là Nhật (40%) và Trung Quốc (37%). Định hướng phát triển TMĐT của chính phủ ngoài các mục tiêu tăng trưởng còn có yếu tố bền vững như giảm tỷ lệ bao bì nhựa còn tối đa 45%, nâng tỷ lệ bao bì tái chế lên 50%. Do đó, nhu cầu Xút để sản xuất giấy trong dài hạn là cực kỳ lớn và việc phụ thuộc hai nguồn cung bên ngoài này sẽ cản trở các mục tiêu phát triển kinh tế trong tương lai.
- Với mảng phân bón, đặc biệt là phân Ure, ngành hóa chất đã đáp ứng được phần lớn nhu cầu trong nước và có thị trường xuất khẩu ổn định tại Cambodia, Úc, Hàn Quốc, Ấn Độ.

Kafi cho rằng các doanh nghiệp có xu hướng mở rộng sản xuất sang mảng Xút trong thời gian tới sẽ hưởng lợi rất lớn do nhu cầu Xút tăng cao. Ngoài ra, Chiến lược phát triển ngành hóa chất đến 2030 và Luật hóa chất sửa đổi 2025 sẽ giúp giải quyết phần nào bài toán Xút – Clo giúp cho biên gộp của các doanh nghiệp này tăng lên nhanh chóng.

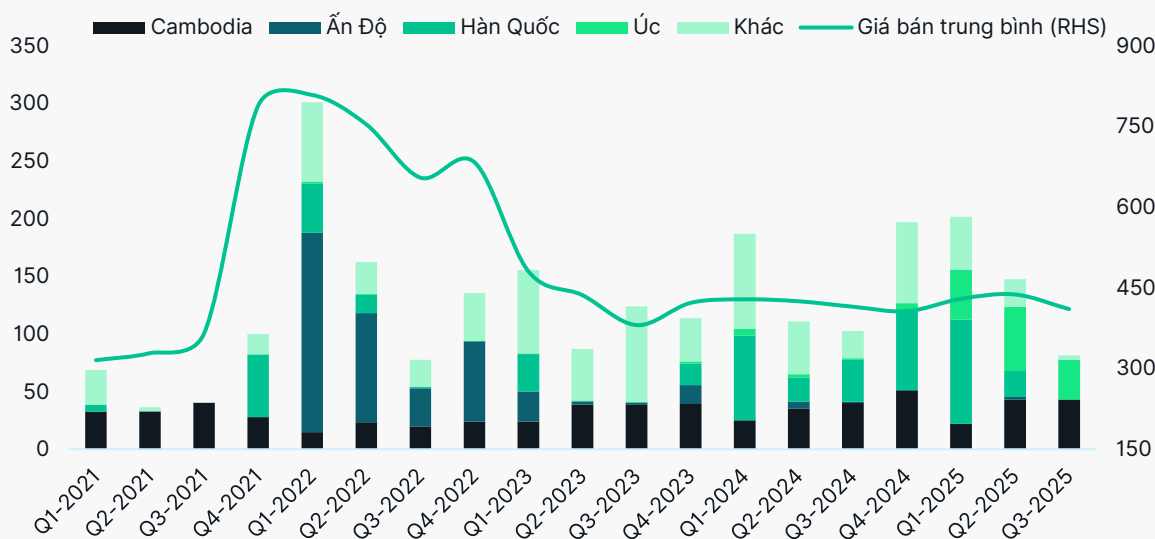
Lượng nhập khẩu Xút (lỏng) của Việt Nam theo quốc gia và giá bán trung bình

| Đơn vị: USD/tấn & Nghìn tấn - Nguồn: ITC, Kafi Research



Sản lượng xuất khẩu phân Ure theo thị trường và giá bán trung bình

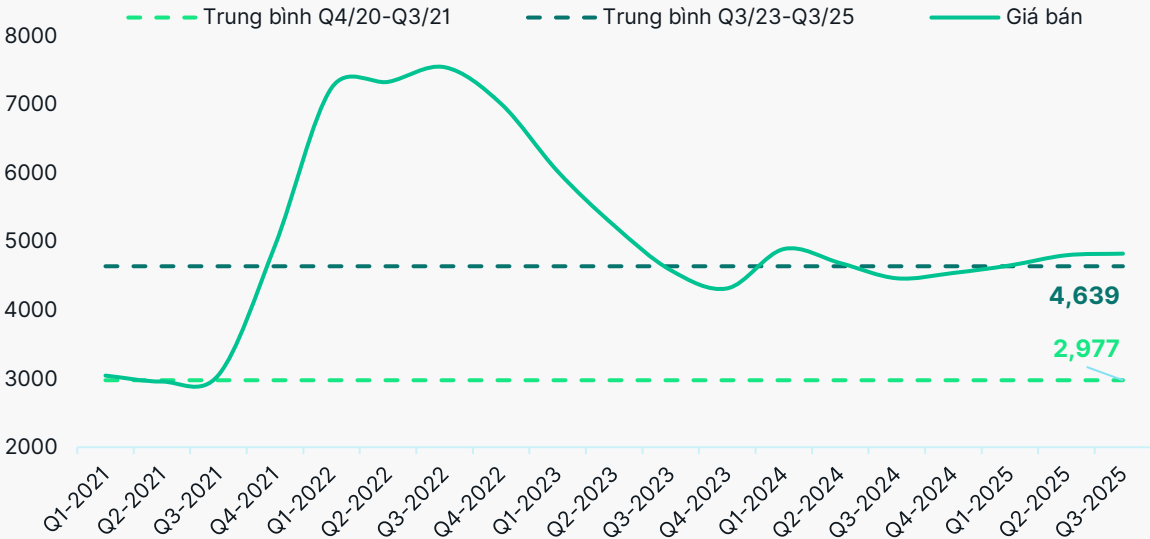
| Đơn vị: USD/tấn & Nghìn tấn - Nguồn: ITC, Kafi Research



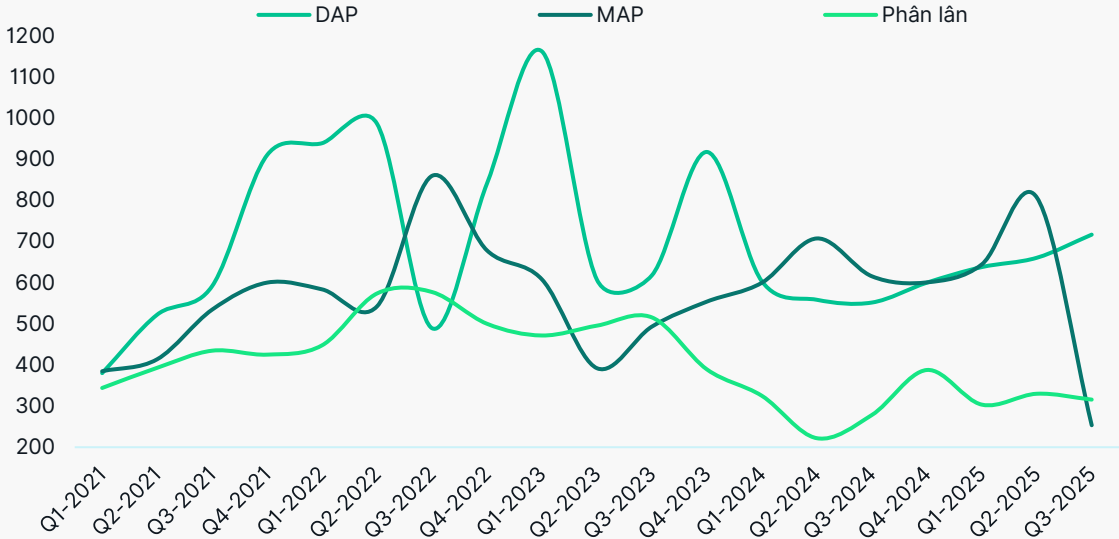
Hưởng lợi từ giá phân bón tăng cao

- Một trong những yếu tố thuận lợi cho ngành hóa chất trong tương lai là giá bán:
- Năm 2025 chứng kiến sự tăng giá mạnh của phân bón DAP và MAP. Nhưng xu hướng này đang yếu dần vào cuối năm. Đặc biệt, giá MAP đã giảm sâu trong Q3 – 2025 trong khi phân lân bắt đầu ổn định và DAP vẫn tăng nhẹ. Nguyên nhân là do nhu cầu phân bón toàn cầu tăng cao khi chuỗi cung ứng và nguồn cung gián đoạn do xung đột tại Trung Đông. Tuy nhiên, xu hướng giá phân bón của Việt Nam vào cuối năm lại hạ nhiệt do nguồn cung trong nước tương đối ổn định và chính sách điều tiết hợp lý.
 - Giá bán phốt pho vàng kể từ giai đoạn tăng giá kỷ lục 2021-2022 đã giảm mạnh và ổn định. Dù vậy, giá bán trung bình hiện tại đã cao hơn so với trung bình giai đoạn trước đỉnh ~ 1.600 USD/tấn. Trung Quốc ngừng xuất khẩu phốt pho khiến giá bán luôn duy trì mức cao. Ngoài ra, xu thế mở rộng của ngành bán dẫn, điện tử thế giới hiện tại có thể khiến giá mặt hàng này tiếp tục tăng cao trong thời gian tới.
- Dự kiến, giá phân bón chứa phốt pho và phốt pho vàng trong năm tới sẽ tiếp tục tăng do các yếu tố liên quan đến giá nguyên vật liệu. Đặc biệt, giá lưu huỳnh trong năm 2025 đã đạt đỉnh mới và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt đáng kể.

Trung bình giá bán phốt pho vàng của Việt Nam
| Đơn vị: USD/tấn & Nghìn tấn - Nguồn: ITC, Kafi Research



Trung bình giá bán phân bón của Việt Nam
| Đơn vị: USD/tấn & Nghìn tấn - Nguồn: ITC, Kafi Research



Rủi ro nguyên liệu đầu vào

Giá nguyên liệu đầu vào của ngành bất ổn có thể cản trở sự phát triển trong ngắn hạn.

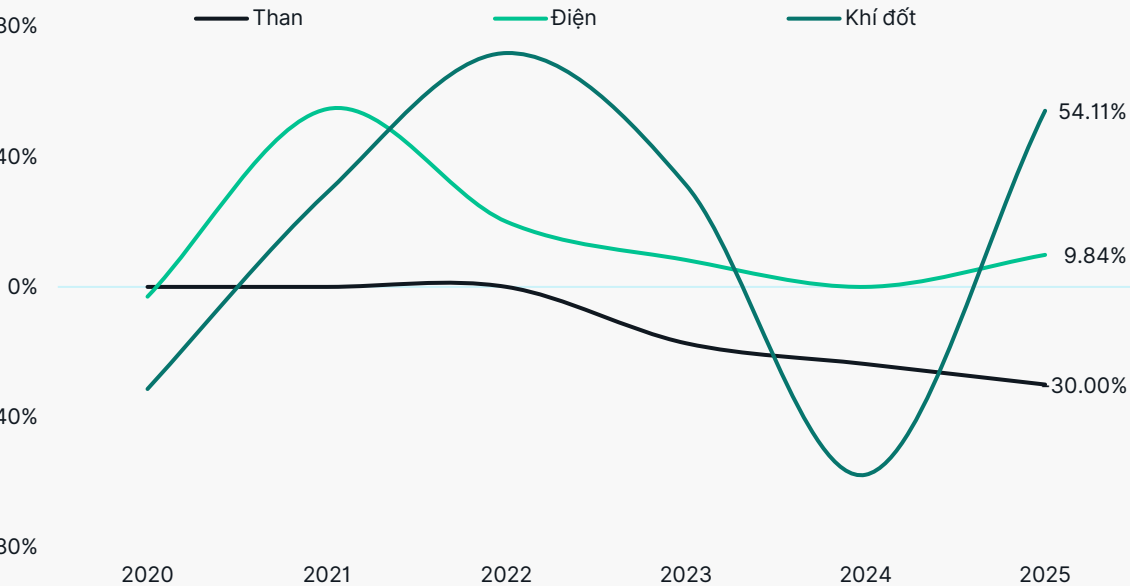
Năm 2025 đã chứng kiến sự tăng giá bất thường của các yếu tố đầu vào ngành Hóa chất. Cá biệt, giá lưu huỳnh kể từ Q2 – 2025 đã tăng vọt và tạo đỉnh vào cuối năm nay – cao nhất trong 5 năm lịch sử.

- Giá điện công nghiệp – vốn chiếm 60 – 70% giá vốn của phốt pho đã tăng 9.84% trong năm. Mặc dù giá điện Việt Nam vẫn thuộc hàng rẻ nhất thế giới nhưng điều này vẫn gây ra không ít khó khăn cho các doanh nghiệp có sản phẩm chủ lực là phốt pho như DGC. Ngoài ra, giá lưu huỳnh và khí đốt cũng đồng loạt tăng lần lượt 131.58% và 54.11% trong năm 2025.
- Nguồn cung lưu huỳnh trên thị trường toàn cầu chủ yếu từ Kazakhstan và Turkmenistan. Mỏ dầu Kashagan với trữ lượng lưu huỳnh lớn nhất thế giới đang vướng vào tranh chấp pháp lý giữa đơn vị vận hành và chính quyền. Ngoài ra, các khó khăn về logistic tại khu vực Biển Đen, Biển Baltic và cảng Bandar Abbas của Iran do căng thẳng địa chính trị khiến sản lượng xuất khẩu từ hai nước giảm mạnh
- Mặc dù giá lưu huỳnh đã có giảm nhẹ trong những ngày gần đây nhưng Kafi cho rằng điều này chỉ mang tính tức thời do yếu tố mùa vụ trong nhu cầu phân bón và lượng xuất khẩu lưu huỳnh bù đắp từ MENA (Trung Đông, Bắc Phi)

Chúng tôi dự phóng giá lưu huỳnh khó có khả năng ổn định trong năm tới vì nhu cầu phân bón gốc phốt pho tăng khi Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu kéo theo giai đoạn tái cấu trúc thị trường phân bón và lưu huỳnh đang diễn ra.

Mức tăng trung bình năm của giá nguyên vật liệu chính cho ngành hóa chất

| Nguồn: ITC, Trading Economics, Kafi Research



Giá lưu huỳnh lịch sử

| Đơn vị: USD/Tấn - Nguồn: ITC, Kafi Research



DCM

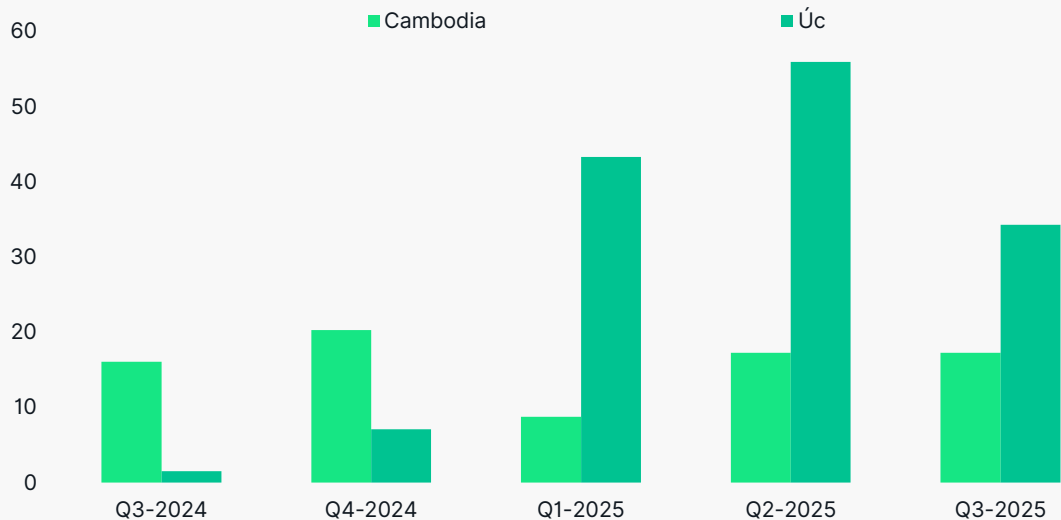
Giá mục tiêu: 41.000 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 18.33%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Hóa chất – Phân bón
Vốn hóa	17,073 tỷ đồng
SLCP lưu hành	529,4 tr cp
Biên độ 52W	25,200 – 43,350
KLGD TB 3T	2,218,419 cp
Beta	0.5
P/E hiện tại	8.92
P/E TB 5 năm	10.12
P/E ngành	10.29

Sản lượng xuất khẩu Ure tại Úc và Cambodia

Nguồn: ITC, Kafi Research



ĐỘNG LỰC TỪ XUẤT KHẨU URE TẠI ÚC VÀ GIÁ NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO ỔN ĐỊNH

Luận điểm đầu tư:

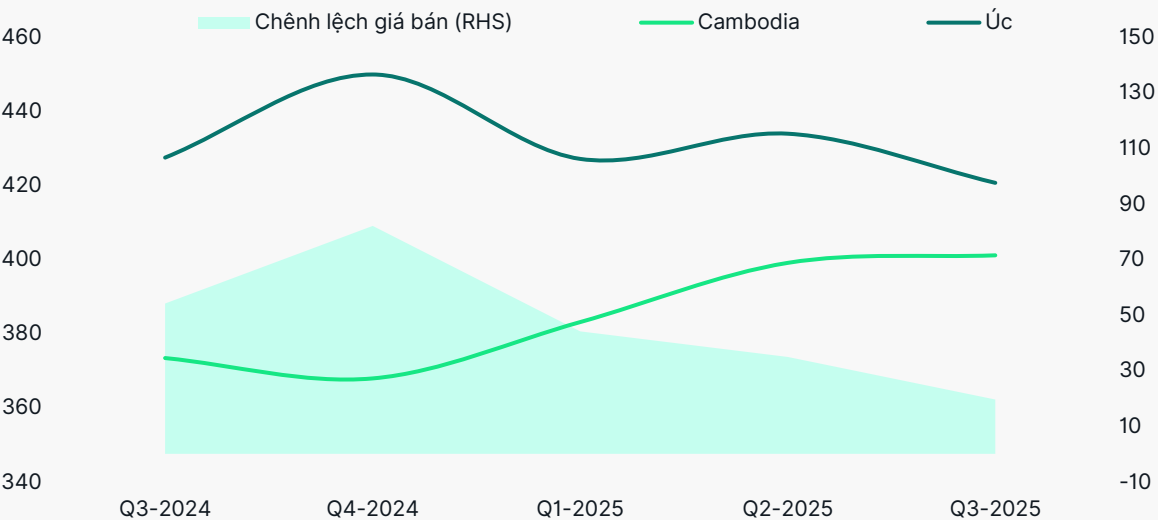
- Hiện tại, DCM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân bón duy nhất tại Việt Nam đạt chứng chỉ “Cấp 1” từ Q1/25 – Q1/28. Do đó, hàng hóa của DCM được miễn kiểm tra tại cảng đến của Úc giúp tiết kiệm chi phí vận chuyển. Hơn nữa, sản phẩm Ure Cà Mau còn được đưa vào nhóm đạt tiêu chuẩn cao nhất, cho phép bán với giá cao nhất trên thị trường Úc và đẩy nhanh quy trình thông quan. Thực tế cho thấy giá bán tại Úc cao hơn 80-20 USD/tấn so với thị trường Cambodia. Điều này giúp tăng biên gộp mảng Ure của DCM trong năm tới.
- Dù giá điện và khí đốt đang có xu hướng tăng cao, DCM vẫn chịu ảnh hưởng thấp. Nguyên nhân bởi nhà máy Ure của DCM là một phần tổ hợp Khí – Điện – Đạm nên có thể lấy nguồn điện trực tiếp từ tổ hợp. Ngoài ra, gần 50% lượng khí đầu vào được mua từ PVC theo hợp đồng mua bán khí, do đó không chịu ảnh hưởng từ xu hướng chung của thị trường.

Rủi ro: Trung Quốc mở cửa xuất khẩu phân bón trở lại

Định giá, khuyến nghị: Với những luận điểm trên, chúng tôi kỳ vọng LNST của DCM trong năm 2026 sẽ tăng ~30% và đạt mức giá mục tiêu 41.000 VND (Upside 27.33%). Ngoài ra, chúng tôi thêm CSV vào mục theo dõi vì có kinh nghiệm sản xuất mảng Xút – Clo, có thể hưởng lợi từ chính sách phát triển ngành hóa chất, biên lợi nhuận tốt và đang có kế hoạch đầu tư nhà máy mới tại Đồng Nai.

Giá bán trung bình tại hai thị trường

Đơn vị: USD/tấn - Nguồn: ITC, Kafi Research



Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.