

Triển vọng Đầu tư năm 2026

# “Vươn Tầm Cao Mới”



Trung tâm Phân tích – Chứng khoán Shinhan Việt Nam

☎ (84-28) 6299-8000

✉ [support@shinhan.com](mailto:support@shinhan.com)

# Triển vọng Đầu tư năm 2026

## Lời mở đầu

Năm 2025 ghi dấu một giai đoạn đầy thách thức đối với nền kinh tế Việt Nam trước những biến động của thương mại toàn cầu. Đáng chú ý là việc Mỹ áp dụng chính sách thuế đối ứng từ tháng 4/2025 nhằm vào các quốc gia xuất siêu, trong đó Việt Nam chịu tác động trực tiếp. Kể từ tháng 8/2025, mức thuế 20% với hàng nhập khẩu và 40% với hàng trung chuyển chính thức có hiệu lực, tạo áp lực lớn lên hoạt động xuất khẩu. Tuy nhiên, nhờ các chính sách hỗ trợ và kích cầu kịp thời của Chính phủ, nền kinh tế đã thể hiện sức chống chịu mạnh mẽ. Kết quả tăng trưởng ấn tượng sau 11 tháng không chỉ khẳng định sự chuyển dịch sang mô hình phát triển bền vững, tự chủ mà còn tạo đà vững chắc cho giai đoạn sau.

Đứng vững giữa những biến động toàn cầu, kinh tế Việt Nam đang tự tin hướng tới mức tăng trưởng cao trong năm 2026. Để đạt được mục tiêu tăng trưởng này, đòi hỏi sự phối hợp đồng bộ, hành động linh hoạt từ Chính phủ, doanh nghiệp đến từng cá nhân.

Nhóm Phân tích  
Shinhan Securities Vietnam  
09/12/2025



## Triển vọng kinh tế vĩ mô

Quốc hội Việt Nam thông qua mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 từ 10% trở lên bất chấp những thách thức hiện tại mà nền kinh tế đang đối mặt. Chúng tôi tin rằng với quyết tâm của Chính Phủ, chỉ tiêu tăng trưởng 2 chữ số trong giai đoạn 2026-2030 có thể được thực hiện. Để đạt được mục tiêu tăng trưởng bền vững, trong dài hạn, Việt Nam cần phải cải thiện năng suất lao động của toàn nền kinh tế. Trong ngắn hạn năm 2026, kỳ vọng đặt vào sự chuyển biến của thị trường vốn, cải cách chính sách và đầu tư hạ tầng sẽ tạo lực đẩy cho nền kinh tế. Lạm phát sẽ duy trì quanh mức 3.6% dù mục tiêu đề ra là dưới 4.5%. Tỷ giá sẽ tăng 3% so với năm 2025.



## Triển vọng thị trường chứng khoán

Năm 2025 đánh dấu một thời điểm then chốt cho lịch sử phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam với việc FTSE Russell nâng hạng Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi thứ cấp. Việc nâng hạng chính thức có hiệu lực vào tháng 9/2026, Việt Nam có thể thu hút thêm dòng vốn từ các quỹ đầu tư toàn cầu, tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực đến thanh khoản, định giá và quy mô thị trường.

Thị trường chứng khoán sẽ được thúc đẩy bởi sức mạnh nội tại của nền kinh tế, với ước tính tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết đạt gần 18.5% trong năm 2026, P/E mục tiêu 14.5x – 15x, tương ứng với vùng hợp lý của VNIndex là 1,930 – 2,000. Trong kịch bản tích cực, chúng tôi kỳ vọng VNIndex sẽ vượt 2,100 điểm, với P/E mục tiêu 16x.



## Nhóm ngành tiềm năng

Chúng tôi nhận định một số ngành và doanh nghiệp có tiềm năng thu hút dòng tiền mạnh mẽ từ thị trường trong năm 2026 như (1) ngành ngân hàng và dịch vụ tài chính, (2) nhóm ngành hưởng lợi từ FDI và đầu tư công, (3) ngành bán lẻ và (4) nhóm doanh nghiệp tham gia vào các dự án trọng điểm quốc gia.



## -Mục lục-

|    |                                                                                     |     |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1  | Triển vọng Kinh tế Vĩ mô: <b>Tăng trưởng trong thách thức</b> .....                 | 04  |
| 2  | Triển vọng Thị trường Chứng khoán: <b>Tăng tốc</b> .....                            | 20  |
| 3  | Ngân hàng: <b>Chiết khấu mở ra cơ hội đầu tư</b> .....                              | 33  |
| 4  | Bất động sản: <b>Triển vọng tăng trưởng rõ ràng</b> .....                           | 56  |
| 5  | Bất động sản khu công nghiệp: <b>Phục hồi mạnh mẽ sau biến động thuế quan</b> ..... | 84  |
| 6  | Thép: <b>Đón gió xuôi</b> .....                                                     | 103 |
| 7  | Xây dựng: <b>Vào sóng tăng trưởng</b> .....                                         | 120 |
| 8  | Xuất nhập khẩu: <b>Tái cơ cấu toàn diện</b> .....                                   | 130 |
| 9  | Công nghệ thông tin: <b>Vượt qua trở ngại</b> .....                                 | 169 |
| 10 | Bán lẻ: <b>Xu hướng hiện đại hóa</b> .....                                          | 175 |
| 11 | Thực phẩm & Đồ uống: <b>Động lực tăng trưởng từ làn sóng kích cầu</b> .....         | 190 |
| 12 | Điện: <b>Chính sách “kéo” tăng trưởng</b> .....                                     | 221 |

Kinh tế vĩ mô

# Tăng trưởng trong thách thức



Niên Nguyễn

☎ (84-28) 6299-7009

✉ nien.nh@shinhan.com

## Kinh tế vĩ mô: Tăng trưởng trong thách thức

Ngày 13/11/2025, Quốc hội Việt Nam thông qua mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 từ 10% trở lên bất chấp những thách thức hiện tại mà nền kinh tế đang đối mặt. Thuế đối ứng của Mỹ trong năm 2025 làm tăng mức độ rủi ro trong các quan hệ thương mại toàn cầu. Tỷ giá trong nước tăng cao gây ra những áp lực lên lãi suất trong nước. Trong phần này, 3 nội dung chính sẽ được đề cập:

### 1. Hướng đi của tăng trưởng

Để đạt được mục tiêu tăng trưởng bền vững, trong dài hạn, Việt Nam cần phải cải thiện năng suất lao động của toàn nền kinh tế. Trong ngắn hạn năm 2026, kỳ vọng đặt vào sự chuyển biến của thị trường vốn, cải cách chính sách và đầu tư hạ tầng sẽ tạo lực đẩy cho nền kinh tế.

### 2. Những thách thức lớn

Có hai thách thức lớn mà nền kinh tế đang đối mặt: biến động từ thuế đối ứng và tỷ giá tăng cao. Những thách thức tiềm tàng từ thuế đối ứng làm nổi rõ những vấn đề hiện hữu mà một số ngành và các doanh nghiệp đang gặp phải. Điều này có thể ảnh hưởng tới đà tăng trưởng chung. Ngoài ra, những thách thức từ thuế đối ứng yêu cầu một thị trường tài chính vững mạnh đối chọi với những biến động bất ngờ. Thêm vào đó, tỷ giá tăng cao liên tục sẽ gây áp lực lên lãi suất, khiến cho dư địa hỗ trợ của các chính sách tiền tệ cho nền kinh tế trở nên hẹp hơn.

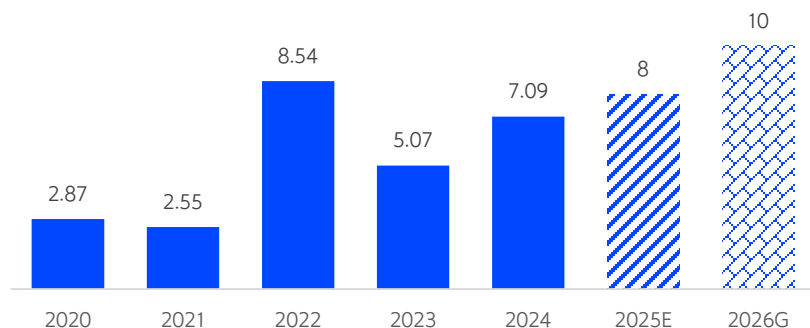
### 3. Dự phóng và Yếu tố cần theo dõi

Từ góc nhìn phân tích vĩ mô top-down, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của các ngành ngân hàng, chứng khoán và các doanh nghiệp tham gia vào các dự án trọng điểm quốc gia.

## Giữ lửa tăng trưởng giữa những cơn gió ngược

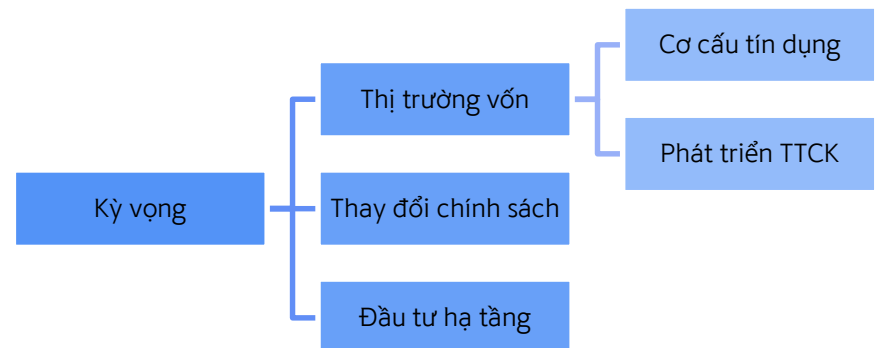
- Năm 2025 ghi dấu một giai đoạn đầy thách thức đối với nền kinh tế Việt Nam. Tháng 4/2025, Mỹ áp thuế đối ứng nhằm vào các quốc gia có xuất siêu lớn với Mỹ, và Việt Nam nằm trong nhóm bị ảnh hưởng trực tiếp. Động thái này không chỉ làm gia tăng rủi ro trong quan hệ thương mại song phương mà còn phản ánh sự thay đổi sâu sắc trong cấu trúc thương mại toàn cầu – vốn ngày càng khó đoán và tiềm ẩn nhiều bất ổn. Cùng thời điểm, tỷ giá trong nước gặp áp lực lớn. Tính đến cuối tháng 10/2025, tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do đã tăng 7.8%.
- Tuy nhiên, ngày 13/11/2025, Quốc hội Việt Nam thông qua Nghị quyết về phát triển kinh tế xã hội 2026. Tiếp tục giữ lửa tăng trưởng cao, với mục tiêu trở thành nền kinh tế hiện đại, thu nhập cao vào năm 2045, mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 được Quốc hội giao là từ 10% trở lên bất chấp những biến động bên ngoài.
- Để đạt được mục tiêu, nâng cao năng suất lao động của quốc gia trong dài hạn là vấn đề then chốt. Trong ngắn hạn, riêng năm 2026, những thay đổi lớn cụ thể được kỳ vọng hiện thực hoá: (1) Sự chuyển biến mạnh mẽ của thị trường vốn, bao gồm thay đổi cơ cấu tín dụng và tốc độ phát triển thị trường chứng khoán, (2) Thay đổi chính sách và (3) Ảnh hưởng tích cực từ phát triển hạ tầng. Đây cũng là những ý tưởng đầu tư từ góc nhìn top-down cho năm 2026.

Tăng trưởng GDP qua các năm (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Những thay đổi kỳ vọng trong năm 2026

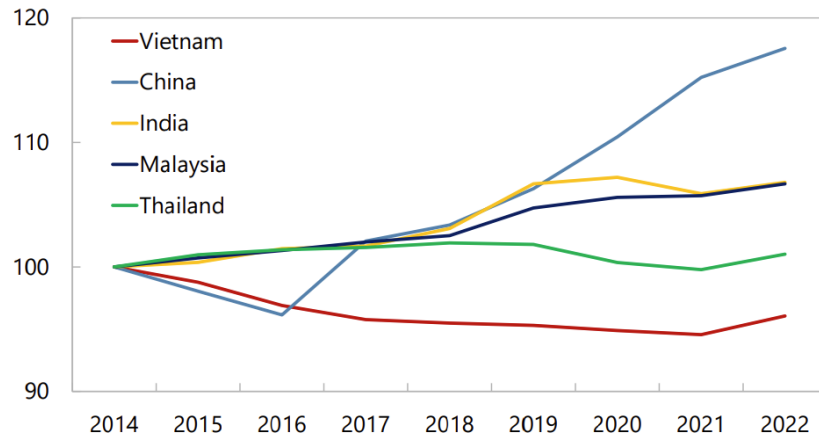


Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

## Cải thiện năng suất lao động

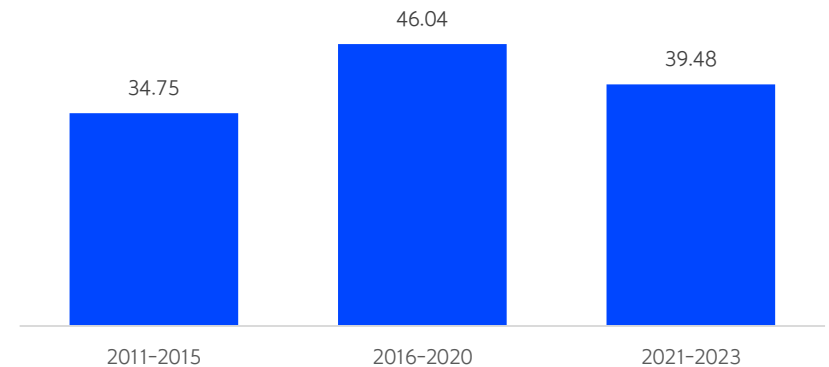
- Ở báo cáo chiến lược năm 2025, chúng tôi đã từng đề cập để [nâng cao năng suất lao động là chìa khoá chính](#) để nền kinh tế Việt Nam đạt được tăng trưởng theo chiều sâu trong dài hạn. Năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) là thước đo hiệu quả để đánh giá năng suất lao động.
- TFP của Việt Nam có xu hướng giảm dần từ năm 2015 và tụt lại so với các nước trong khu vực Châu Á. Tỷ trọng đóng góp của TFP vào tốc độ tăng trưởng chung của Việt Nam trong giai đoạn từ 2016 đến 2020 đạt 46.04%, còn trong giai đoạn 2021-2023 tỷ trọng giảm xuống còn 39.48%.
- Báo cáo Quốc gia của IMF về Việt Nam số 25/284 trong năm 2025 (Country Report No. 25/284) đề cập đến các nguyên nhân khiến cho TFP của Việt Nam thấp cùng với các khuyến nghị cải thiện. Một trong những nguyên nhân lớn cản trở tăng trưởng TFP của Việt Nam là sự kém hiệu quả của thị trường lao động và vốn của Việt Nam. Giải pháp sẽ đến từ các cải cách chính sách có thể giúp các doanh nghiệp sử dụng nguồn lực và mở rộng tốt hơn với năng suất và tăng trưởng vượt bậc.

TFP của các nước trong giai đoạn 2014 – 2022 (thang đo logarit, 2014 = 100)



Nguồn: IMF, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng đóng góp của TFP vào tốc độ tăng trưởng chung (%)



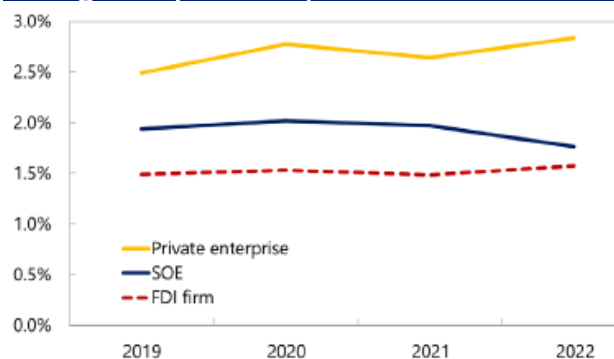
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam



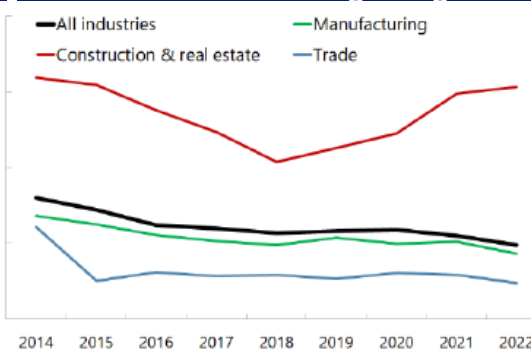
## Thay đổi cơ cấu tín dụng

- Phân bổ nguồn vốn bắt đầu không hiệu quả từ đại dịch Covid 2020. Đã có những bất ổn và biến dạng của các thị trường vốn, đặc biệt từ thị trường tín dụng. Tình trạng phân bổ tín dụng kém hiệu quả thể hiện rõ (1) giữa các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và công ty tư nhân và (2) giữa các ngành với nhau. Sự chênh lệch về chi phí vốn vay giữa các nhóm doanh nghiệp (DN) – DNNN, FDI và khối tư nhân – đã tạo ra lợi thế cạnh tranh không dựa trên năng suất. Các DNNN thường tiếp cận được nguồn vốn với chi phí thấp hơn, qua đó duy trì thị phần, nhưng lại hoạt động kém hiệu quả hơn khu vực tư nhân. Điều này làm giảm hiệu quả sử dụng vốn trong toàn nền kinh tế.
- Bên cạnh đó, dòng tín dụng chảy mạnh vào các lĩnh vực có năng suất lao động thấp như bất động sản và xây dựng (BDS & XD) cũng góp phần kìm hãm tăng trưởng TFP. Nợ trên doanh thu của nhóm ngành BDS & XD cao hơn rất nhiều so với các ngành khác nhưng tăng trưởng TFP của BDS & XD chỉ tương đương với các ngành khác. Việc ưu tiên các ngành này trong phân bổ vốn không chỉ làm méo mó cấu trúc kinh tế mà còn làm giảm hiệu quả đầu tư xã hội.
- Các vấn đề này đã được Chính Phủ Việt Nam để ý đến. Bộ Tài Chính đã công bố các Thông tư liên quan đến cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước tiếp tục có hiệu lực vào ngày 11/11/2025. Việc cổ phần hoá DNNN có thể làm tăng năng suất lao động của nhóm này. Thêm vào đó, trong Nghị quyết phát triển kinh tế xã hội 2026 đã nhấn mạnh: Dòng vốn tín dụng cần hướng vào các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, kiểm soát tín dụng đối với các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro. Chúng tôi cho rằng sẽ có sự thay đổi cơ cấu tín dụng giữa các ngành nghề của nền kinh tế trong năm 2026.

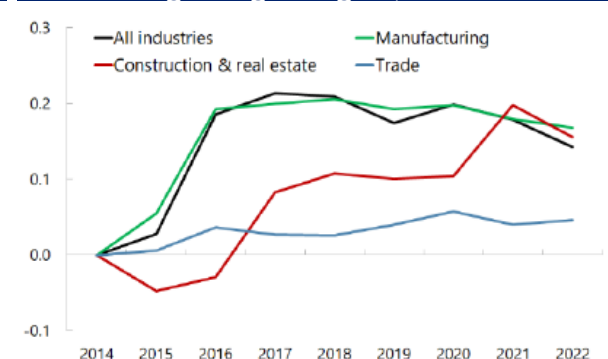
Trung vị chi phí vốn vay theo loại hình DN



Nợ trên doanh thu theo ngành nghề (%)



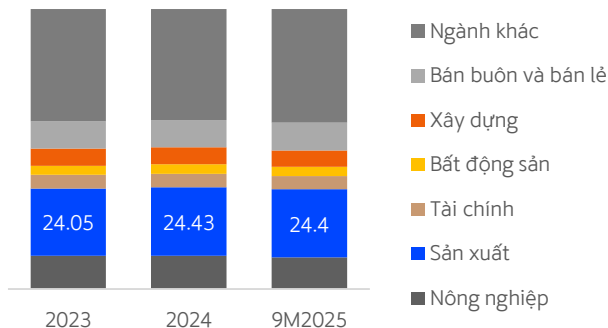
TFP theo ngành nghề (logarit, 2014 = 0)



## Sản xuất là mũi nhọn chính cho tăng trưởng

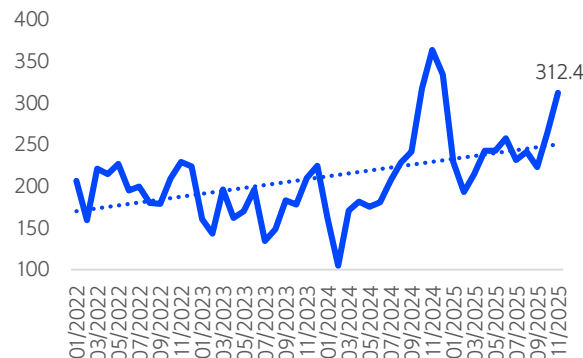
- Cơ cấu tín dụng tập trung vào nhóm ngành sản xuất là phù hợp với định hướng phát triển kinh tế bền vững trong dài hạn. Phân theo ngành nghề kinh tế, nhóm công nghiệp chế biến, chế tạo luôn là nhóm lớn nhất trong cơ cấu GDP. Trong 9T2025, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo chiếm 24.40% trong cơ cấu GDP. Các ngành như xây dựng chỉ chiếm 5.77%; hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm chiếm 4.64%; và hoạt động kinh doanh bất động sản chiếm 3.34%.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp trong 2 năm gần đây (2024-2025) đã có những mức tăng ấn tượng qua các tháng. Một số nhóm sản xuất có mức tăng rất ấn tượng trong 2 năm gần đây, ví dụ như là nhóm sản xuất xe có động cơ. Đây là nhóm có mức tăng YoY cao nhất trong các nhóm sản xuất tính đến cuối tháng 10/2025, lũy kế 10 tháng đạt 23.5% YoY. Nhóm sản xuất xe có động cơ trong nước phát triển mạnh là một tín hiệu đáng mừng về việc Việt Nam sẽ phát triển củng cố nội lực sản xuất trong nước, chia sẻ đóng góp vào ngành sản xuất chung bên cạnh các công ty FDI chỉ phục vụ cho mục đích xuất khẩu.
- PMI cũng đang cho thấy ngành sản xuất đang dần phục hồi sau giai đoạn khó khăn sau 2022. Năm 2023, PMI liên tục nằm dưới mức 50 điểm trong nhiều tháng liền, cho thấy sản xuất bị thu hẹp đáng kể. Năm 2024, chỉ số PMI hồi phục trở lại được một giai đoạn trước khi tổng thống Trump đắc cử. Những quan ngại về thuế quan đã ảnh hưởng từ tháng 9/2024. Sau những nỗ lực đàm phán của Việt Nam và Mỹ, từ tháng 6/2025, chỉ số PMI đã liên tục duy trì được trên 50 điểm, cho thấy sản xuất trong nước đã dần hồi phục.

Cơ cấu GDP theo giá hiện hành phân theo phân ngành kinh tế (%)



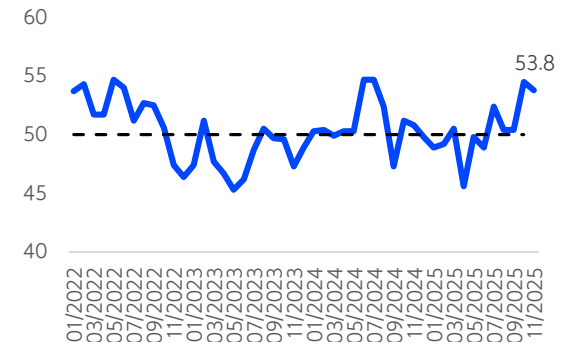
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

IIP của sản xuất xe có động cơ hàng tháng (phân ngành cấp 4) so với năm gốc 2015



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

PMI từ 2022 đến 10/2025



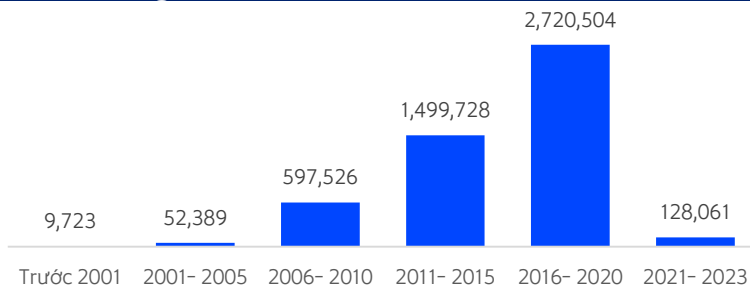
Nguồn: S&P Global, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư năm 2026 |

### Nâng hạng thị trường đẩy nhanh cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước và các thương vụ IPO lớn

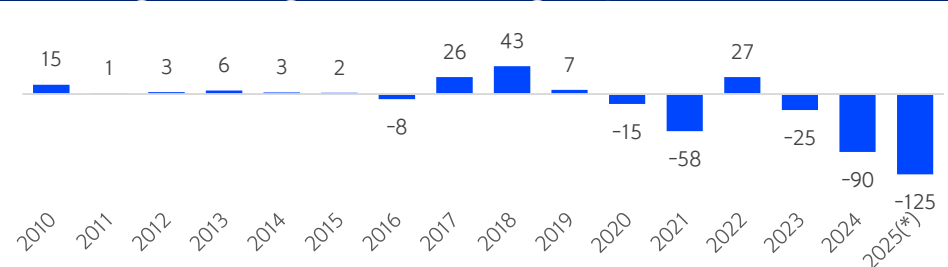
- Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước (CPH DNNN) tại các lĩnh vực không thiết yếu – không liên quan đến quốc phòng, an ninh – được xem là một trong những giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn lực và cải thiện năng suất toàn nền kinh tế. Giai đoạn 2016–2020 là dấu mốc lớn trong quá trình CPH DNNN với giá trị trung bình của DNNN được CPH đạt 2,721 tỷ VND. Đồng thời, đây cũng là giai đoạn thị trường chứng khoán Việt Nam ghi nhận dòng vốn ngoại đổ vào mạnh mẽ, với tổng giá trị mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài đạt 53.6 nghìn tỷ đồng. Năm 2017 và 2018 là 2 năm khối ngoại có mức mua ròng cao nhất tính trong giai đoạn 2010–2025.
- Các thương vụ tiêu biểu của khối DNNN có thể kể đến là niêm yết thành công các công ty lớn như Vietnam Airlines (HVN), Petrolimex (PLX) hay bán vốn thành công Sabeco cho ThaiBev. Năm 2017 là một năm thành công không chỉ với việc CPH các DNNN mà còn chứng kiến các thương vụ lớn ở khối các doanh nghiệp tư nhân. Ở khối doanh nghiệp tư nhân, các thương vụ lớn trong năm 2017 có thể kể đến như niêm yết thành công VPBank (VPB), Vincom Retail (VRE)... hay KKR đầu tư vào MSN.
- Năm 2025 đánh dấu một thời điểm then chốt cho lịch sử phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam với việc FTSE Russell nâng hạng Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi thứ cấp. Việc nâng hạng chính thức có hiệu lực vào tháng 9/2026, Việt Nam có thể thu hút thêm dòng vốn từ các quỹ đầu tư toàn cầu, tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực đến thanh khoản, định giá và quy mô thị trường. Những thương vụ IPO từ các công ty tư nhân lớn và việc CPH DNNN được kỳ vọng sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn. Dòng vốn ngoại cũng được kỳ vọng quay trở lại thị trường Việt Nam trong năm 2026.

Giá trị trung bình của DNNN được CPH (triệu VND)



Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

Mua bán ròng của khối ngoại qua các năm (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam, (\*) số liệu 2025 cập nhật đến hết tháng 11/2025

Nâng hạng – Lộ trình phía trước

- Việt Nam được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng thị trường từ tháng 9/2018 bởi FTSE. Sau 7 năm bần bĩ, việc nâng hạng đã được hiện thực hóa. Trong suốt thời gian đó, Chính phủ nỗ lực liên tục hoàn thiện thị trường thông qua các cơ chế pháp lý. Các thông tư số 68/2024/TT-BTC (TT68) và thông tư số 18/2025/TT-BTC về triển khai giải pháp non-prefunding được ban hành. Vào ngày 8/10/2025, FTSE Russell thông báo Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp.
- Tuy nhiên, FTSE Russell chỉ rõ trong thông báo của mình: việc thị trường Việt Nam sẽ được phân loại là thị trường mới nổi thứ cấp có hiệu lực vào thứ 2, ngày 21/9/2026 dựa vào kết quả đánh giá giữa kỳ vào tháng 3/2026. FTSE sẽ đánh giá về khả năng mở cửa cho các nhà “môi giới quốc tế” trong kỳ đánh giá tháng 3/2026. Theo FTSE, việc mở cửa cho các nhà “môi giới quốc tế” sẽ hỗ trợ các tổ chức đầu tư nước ngoài có các đối tác giao dịch (counterparty) đáng tin cậy để có thể sao chép và giao dịch các chỉ số chứng khoán của FTSE. Việt Nam sẽ cần nỗ lực để hoàn thiện khung pháp lý cho phép các công ty môi giới quốc tế có thể hoạt động tại Việt Nam cho kỳ đánh giá sắp tới.

| Những cột mốc nâng hạng |                                                                                                 |         |                                                                                     | Top 10 cổ phiếu được thêm vào chỉ số FTSE Emerging Index dựa vào số liệu ngày 28/11/2025 |                                             |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|
|                         |                                                                                                 |         |                                                                                     | Mã CK                                                                                    | Vốn hóa theo điều chỉnh free-float (tỷ VND) |
| 9/2018                  | Việt Nam được vào Danh sách theo dõi để nâng hạng từ Thị trường cận biên lên Thị trường mới nổi | 10/2025 | FTSE Russell nâng hạng Việt Nam thành thị trường mới nổi thứ cấp                    | VIC                                                                                      | 281,949.2                                   |
| 9/2024                  | Thông tư 68 gỡ “pre-funding” & công bố thông tin song ngữ (Anh – Việt)                          | 3/2026  | FTSE Russell đánh giá giữa kỳ về vấn đề liên quan đến “mở cửa cho môi giới quốc tế” | VPB                                                                                      | 211,890.3                                   |
| 11/2024                 | Tạo cơ chế thành lập công ty CCP                                                                | 9/2026  | Việc nâng hạng chính thức có hiệu lực nếu đánh giá giữa kỳ đạt.                     | TCB                                                                                      | 185,011.1                                   |
|                         |                                                                                                 |         |                                                                                     | FPT                                                                                      | 151,666.3                                   |
|                         |                                                                                                 |         |                                                                                     | LPB                                                                                      | 133,255.8                                   |
|                         |                                                                                                 |         |                                                                                     | MBB                                                                                      | 130,057.7                                   |
|                         |                                                                                                 |         |                                                                                     | VCB                                                                                      | 121,891.8                                   |
|                         |                                                                                                 |         |                                                                                     | HPG                                                                                      | 121,784.2                                   |
|                         |                                                                                                 |         |                                                                                     | ACB                                                                                      | 115,621.8                                   |
|                         |                                                                                                 |         |                                                                                     | VHM                                                                                      | 111,538.9                                   |

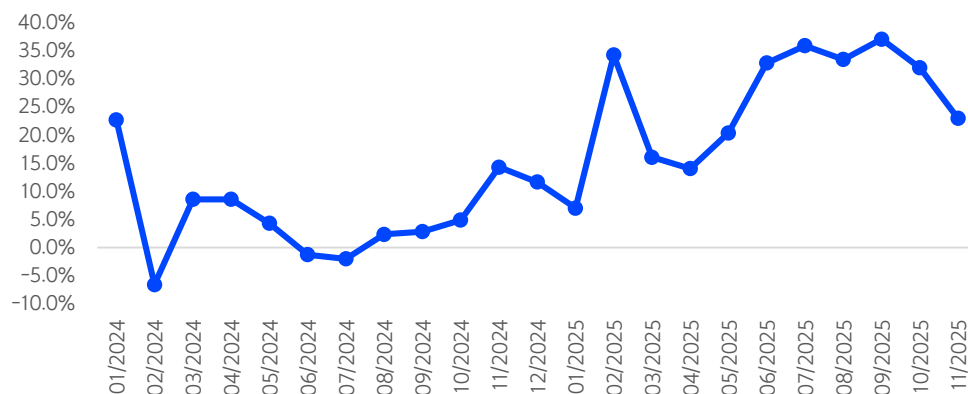
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Đầu tư công đóng vai trò đòn bẩy. Cải cách chính sách tạo tiền đề cho sự phát triển bền vững.

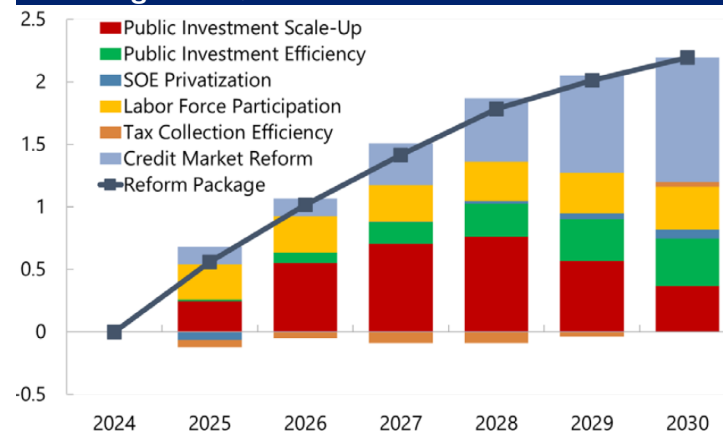
- Tốc độ tăng trưởng đầu tư công trong năm 2025 tăng nhanh sau khi sáp nhập tính vào cuối tháng 6/2025. Các dự án trọng điểm được Chính Phủ quan tâm và tiếp tục thúc đẩy để kết nối hạ tầng giữa các tỉnh và định hướng quy hoạch đô thị. Các dự án như: Đường sắt tốc độ cao Bắc Nam, đường sắt tuyến Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng kết nối các cảng quan trọng miền Bắc với cửa khẩu Trung Quốc; các tuyến metro mở rộng ở 2 thành phố lớn Hà Nội và Hồ Chí Minh; sân bay quốc tế Long Thành và dự án điện hạt nhân Ninh Thuận (1&2) là những dự án trọng điểm của Việt Nam trong giai đoạn 5 năm sắp tới.
- Những cải cách chính sách toàn diện sẽ góp phần vào tăng trưởng GDP. Tại kỳ họp thứ 9, Quốc Hội khóa XV, năm 2025, 34 Luật và 34 Nghị Quyết đã được thông qua, trong số đó có luật Các tổ chức tín dụng (sửa đổi) sẽ góp phần rất lớn trong việc cải thiện sức khỏe ngành tài chính của Việt Nam trong tương lai. Luật quy định các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, tổ chức mua bán, xử lý nợ được quyền thu giữ tài sản bảo đảm nếu đáp ứng đầy đủ các điều kiện.
- Theo IMF, việc đẩy mạnh đầu tư công trong giai đoạn 2025–2030 có thể đóng góp 0.8 điểm tăng cho GDP vào năm 2027 trong khi việc thực hiện luật Các tổ chức tín dụng (sửa đổi) sẽ đóng góp lên đến 1 điểm tăng cho GDP vào các năm 2029–2030.

Tăng trưởng YoY đầu tư công theo tháng từ năm 2024



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Đóng góp tăng trưởng GDP từ những đổi mới (% thay đổi từ năm gốc 2024)



Nguồn: IMF, Shinhan Securities Vietnam

Những chính sách nổi bật

- Cuối năm 2024 và 2025, bốn nghị quyết quan trọng (57, 59, 66, 68-NQ/TW) thường được gọi là “bộ tứ” trụ cột được ban hành tạo tiền đề và khung cho sự phát triển của đất nước. Trong kỳ họp thứ 9, Quốc hội khóa XV đã thông qua 34 Luật và 34 Nghị quyết. Nhiều luật và nghị quyết đóng vai trò quan trọng, tạo động lực thúc đẩy kinh tế trực tiếp trong ngắn hạn.

| Một số luật, nghị quyết được thông qua trong kỳ họp thứ 9 |                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                               |                |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| Văn bản                                                   | Nội dung                                                                                                                      | Một số điểm chính                                                                                                                                                                                                                             | Ngày thông qua |
| Nghị quyết 198/2025/QH15                                  | Cơ chế, chính sách đặc biệt phát triển kinh tế tư nhân (bổ sung nghị quyết 68)                                                | Quy định nhiều ưu đãi khuyến khích cho doanh nghiệp vừa và nhỏ (thuế ưu đãi, thuế khoán, phí môn bài), hỗ trợ doanh nghiệp khởi nghiệp (tiền thuê đất, thuế TNDN, TNCN)...                                                                    | 17/5/2025      |
| Luật 95/2025/QH15                                         | Luật đường sắt                                                                                                                | - Tháo gỡ những điểm nghẽn trong phát triển hệ thống đường sắt (quy hoạch, huy động vốn, rút gọn thủ tục đầu tư...)<br>- Quy định các sân bay lớn (trên 30 triệu khách/năm), cảng biển lớn và cảng cạn lớn phải có đường sắt kết nối vào cảng | 27/6/2025      |
| Luật 96/2025/QH15                                         | Luật Các tổ chức tín dụng (sửa đổi)                                                                                           | - Quy định rõ quyền thu giữ tài sản bảo đảm, xử lý tài sản đang bị kê biên và hoàn trả vật chứng<br>- NHNN có quyền quyết định cho vay đặc biệt với lãi suất 0%/năm                                                                           | 27/6/2025      |
| Luật sửa 8 luật 90/2025/QH15                              | Sửa đổi các luật Đấu thầu, PPP, Hải quan, Thuế GTGT, Thuế Xuất Nhập Khẩu, Đầu tư, Đầu tư công, Quản lý & sử dụng tài sản công | Thể hiện rõ tinh thần tăng cường phân cấp (khác với ủy quyền trước đây), đẩy mạnh đầu tư công, hỗ trợ đổi mới sáng tạo và thúc đẩy kinh tế số                                                                                                 | 25/6/2025      |
| Luật 76/2025/QH15                                         | Luật Doanh nghiệp (sửa đổi)                                                                                                   | - Sửa lại định nghĩa cổ tức, giá thị trường<br>- Điều chỉnh, bổ sung quy định về chào bán trái phiếu riêng lẻ                                                                                                                                 | 17/6/2025      |
| Luật 93/2025/QH15                                         | Luật Khoa học, công nghệ và đổi mới sáng tạo 2025                                                                             | - Tạo khung pháp lý cho hoạt động “đổi mới sáng tạo”<br>- Khung pháp lý cho các hoạt động nghiên cứu AI                                                                                                                                       | 27/6/2025      |
| Nghị quyết 201/2025/QH15                                  | Thí điểm về cơ chế, chính sách đặc thù phát triển nhà ở xã hội                                                                | Thành lập Quỹ Nhà ở Quốc gia, Giao chủ đầu tư không qua đấu thầu, ưu đãi về bồi thường, tái định cư và hạ tầng                                                                                                                                | 29/5/2025      |
| Nghị quyết 222/2025/QH15                                  | Trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam                                                                                      | Đưa ra mục tiêu phát triển, nguyên tắc thành lập và hoạt động của Trung tâm tài chính Quốc tế                                                                                                                                                 | 27/6/2025      |

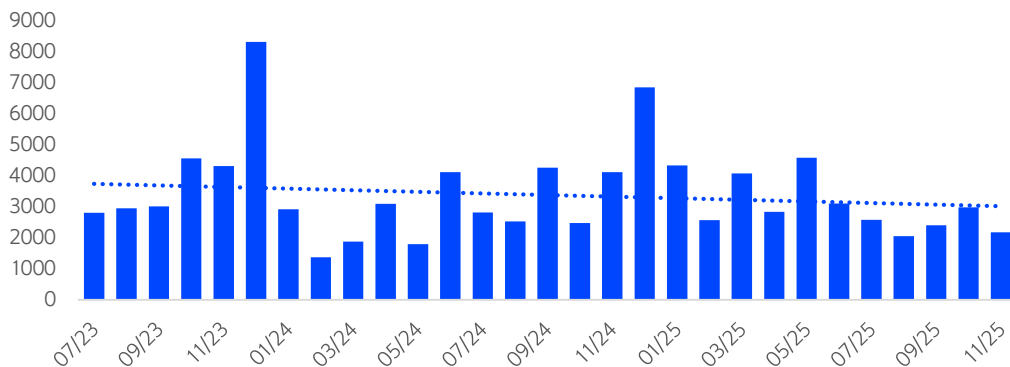
Nguồn: Quốc Hội, Luật Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam



### Biến động từ thương mại toàn cầu đẩy lên những quan ngại về sự thích ứng của các ngành xuất khẩu và sự phát triển hệ thống ngân hàng

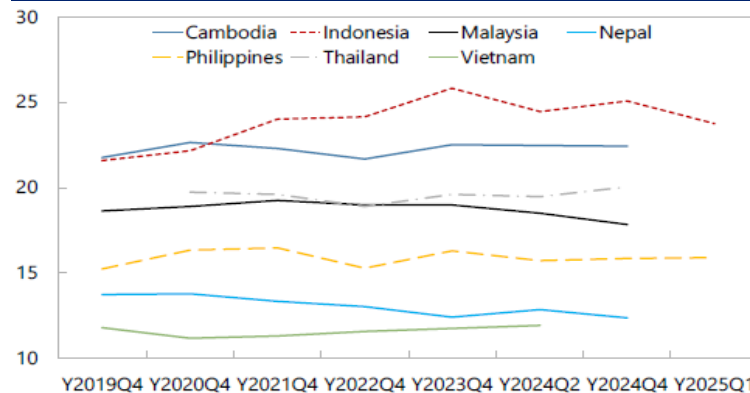
- Chính sách thuế quan của Mỹ và những biến động trong dòng chảy thương mại toàn cầu đặt ra những thách thức đáng kể đối với triển vọng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Một số ngành xuất khẩu chủ lực sang thị trường Mỹ có thể chịu ảnh hưởng trực tiếp, và dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) cũng có nguy cơ bị gián đoạn do sự dịch chuyển chuỗi cung ứng và thay đổi trong chiến lược đầu tư toàn cầu. Thuế quan làm rõ lên các vấn đề của một số ngành nghề và công ty trong nước như (1) phụ thuộc nhiều vào một thị trường xuất khẩu và nhập khẩu duy nhất, (2) hạn chế về năng lực công nghệ, khiến doanh nghiệp khó thích ứng nhanh với các tiêu chuẩn khắt khe từ các thị trường thay thế, và (3) giá trị gia tăng trong chuỗi sản xuất còn thấp, làm giảm sức cạnh tranh trong bối cảnh thương mại toàn cầu phân hóa mạnh mẽ.
- Nhu cầu xây dựng một thị trường tài chính vững mạnh trở nên cấp thiết hơn bao giờ hết. Hệ thống ngân hàng cần được củng cố để có thể chống chịu tốt hơn trước các cú sốc bên ngoài. Mặc dù, tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng Việt Nam dù đang được cải thiện qua các năm nhưng vẫn còn thấp hơn so với các ngân hàng trong khu vực. Việc cải thiện chất lượng tài sản của toàn ngành sẽ cần tiếp tục được cải thiện trong năm 2026 với nền tảng dựa vào các luật sửa đổi cùng với việc đảm bảo tăng trưởng tín dụng không làm xói mòn đi chất lượng tài sản ngân hàng.

FDI đăng ký hàng tháng (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR, đơn vị %) của các nước Châu Á



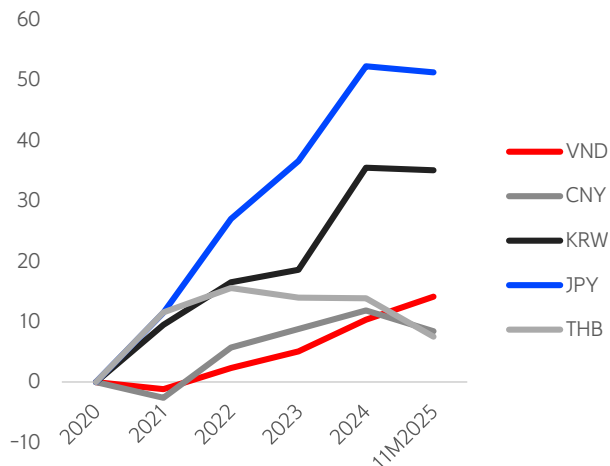
Nguồn: IMF, Shinhan Securities Vietnam



## Áp lực từ tỷ giá

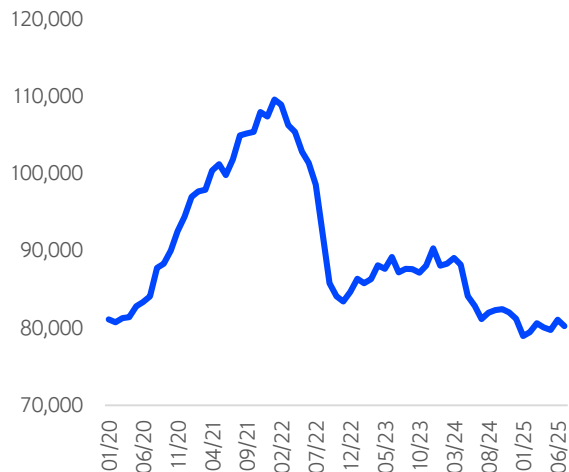
- Tính đến cuối tháng 10/2025, theo số liệu từ Bloomberg, đồng VND đã mất giá 3.3% so với USD. Năm 2024, đồng VND mất giá 5.0% so với USD. Tuy nhiên, nếu xét trong giai đoạn từ 2020-2025, đồng VND vẫn mạnh hơn một số đồng của các nước khác trong khu vực Châu Á. Mức độ mất giá của VND so với USD chỉ mạnh hơn so với các đồng tiền khác trong khu vực bắt đầu vào năm 2025.
- Áp lực lên tỷ giá chủ yếu đến từ nhu cầu USD trong nước gia tăng phục vụ nhập khẩu, trong khi dòng vốn ngoại tệ có xu hướng rút ròng. Ngân hàng Nhà Nước (NHNN) đã nhiều lần bán ngoại tệ kỳ hạn để can thiệp thị trường. Hiệu quả của biện pháp này vẫn còn hạn chế, trong khi dự trữ ngoại tệ ngày càng thu hẹp do dự trữ ngoại hối suy giảm. Sau khi lập đỉnh vào đầu năm 2022, dự trữ ngoại hối của Việt Nam trong 3 năm gần đây đang có xu hướng giảm dần. Mức giảm YTD của các năm 2024 và tháng 7/2025 lần lượt là 9.1 tỷ USD và 0.9 tỷ USD. Sự suy giảm dự trữ ngoại hối phản ánh một phần hệ quả của chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và Hoa Kỳ từ năm 2023.

Thay đổi tỷ giá VND USD so với các đồng khác trong Châu Á (2020 = 0, đơn vị: %)



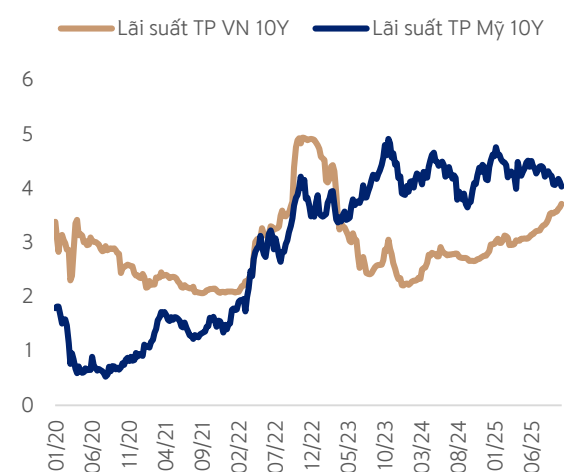
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Dự trữ ngoại hối hàng tháng (triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất trái phiếu 10Y Việt Nam và Mỹ (%)

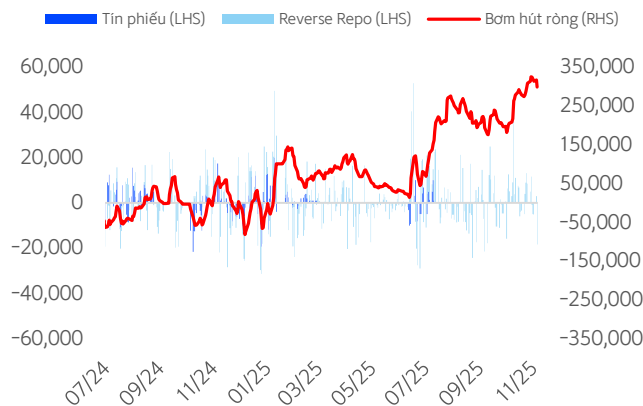


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

## Lãi suất nhích cao dần vào những tháng cuối năm

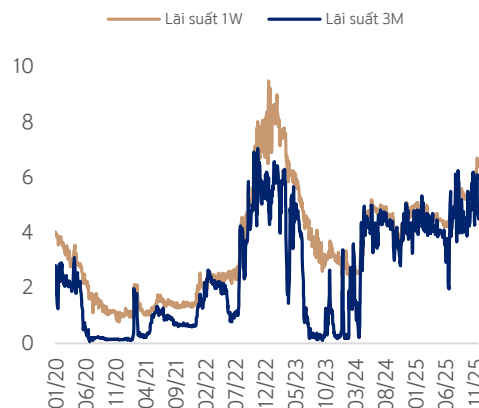
- NHNN đã tích cực hỗ trợ thanh khoản cho nền kinh tế trong giai đoạn 2024-2025 thông qua các hoạt động trên thị trường mở. Trong 10T2025, NHNN đã bơm hơn 198 nghìn tỷ VND. Việc duy trì lãi suất thấp để chờ đợi các đợt cắt giảm từ FED cũng như hỗ trợ nền kinh tế đã giúp các tăng trưởng GDP ấn tượng trong giai đoạn 2024-2025.
- Tuy nhiên, việc VND liên tục bị sức ép mất giá, mặt bằng lãi suất đang có xu hướng tăng trở lại vào cuối năm 2025, thu hẹp chênh lệch lãi suất của Việt nam và Mỹ. Chênh lệch lãi suất 10Y của Việt Nam và Mỹ tại các thời điểm cuối năm 2022, 2023, 2024 và 9/2025 lần lượt là 0.9%, -1.6%, -1.7% và -0.6%. Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1W và 3M trung bình năm 2025 (tính đến hết tháng 10/2025) tăng 0.77% và 0.91% so với trung bình cả năm 2024.
- Lãi suất tiền gửi và cho vay của các tổ chức tín dụng cũng nhích cao dần. Trong tháng 10/2025, lãi suất tiền gửi bằng VND bình quân của ngân hàng thương mại (NHTM) trong nước ở mức 4.6-5.5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến 12 tháng (4.4-5.3%/năm trong tháng 1/2025). Lãi suất cho vay bình quân của NHTM trong nước đối với các khoản cho vay mới và cũ còn dư nợ ở mức 6.5-9.0%/năm trong tháng 10/2025 (6.7-9.0%/ năm trong tháng 1).

### Thị trường mở (nghìn tỷ VND)



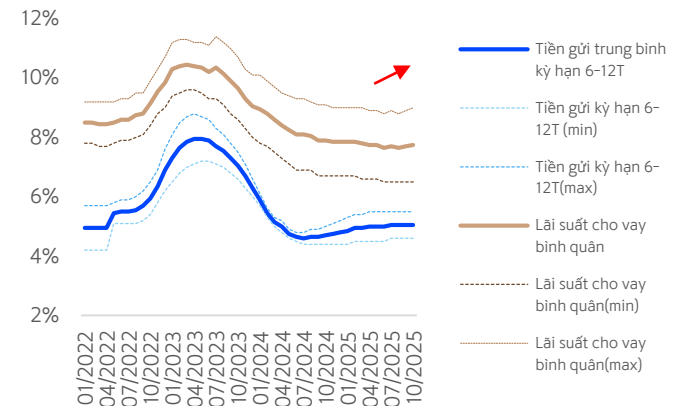
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### Lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Lãi suất tiền gửi và cho vay

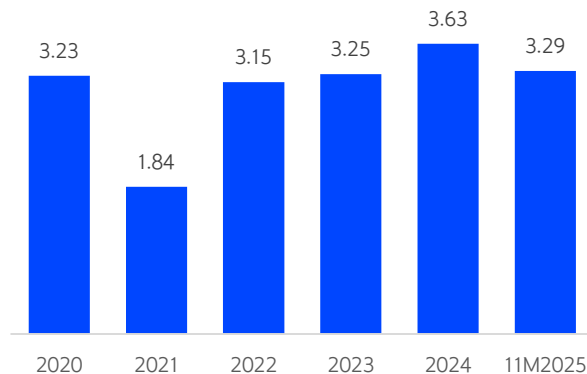


Nguồn: SBV, Shinhan Securities Vietnam

## Lạm phát – Yếu tố cần theo dõi sát sao

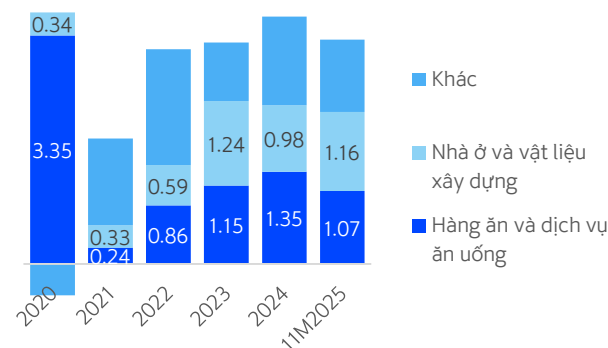
- Các đợt điều chỉnh giá của các mặt hàng cơ bản như điện, dịch vụ y tế đã phần nào ảnh hưởng đến CPI trong giai đoạn 2024-2025. Lạm phát được kiểm soát ổn định trong giai đoạn 2024-2025 trong bối cảnh tỷ giá tăng mạnh cùng với thúc đẩy tăng trưởng tiêu dùng trong nước là một thành tựu lớn.
- Tuy nhiên, trong cấu thành có 2 nhóm lớn ảnh hưởng đến CPI chung là (1) nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống và (2) nhóm nhà ở, điện nước và vật liệu xây dựng (VLXD). Mức tăng của 2 nhóm này thường đóng góp hơn 50% tổng mức tăng của lạm phát chung. Nhóm (2) sẽ gặp áp lực lớn trong tương lai khi giá nguyên vật liệu xây dựng có thể sẽ tăng cao do chủ trương thúc đẩy đầu tư công của Chính Phủ. Ngoài ra, nếu giá thị trường bất động sản tiếp tục tăng cao sẽ gián tiếp ảnh hưởng đến nhóm này. Chi phí thuê nhà và nhu cầu sửa chữa thường tăng theo giá bất động sản. Những chi phí này cũng sẽ gián tiếp đẩy lạm phát của nhóm dịch vụ ăn uống lên do chi phí thuê mặt bằng cao hơn.
- Việc thành lập Quỹ nhà ở xã hội (NOXH) Quốc gia với mục tiêu tạo lập nhà ở, nhà ở xã hội. Điều này sẽ tạo ra một mặt bằng giá cho phân khúc NOXH – phân khúc giá bình dân với kỳ vọng tăng cung cho thị trường, góp phần kiểm soát hợp lý giá bất động sản trong tương lai.

Lạm phát chung YoY qua các năm (%)



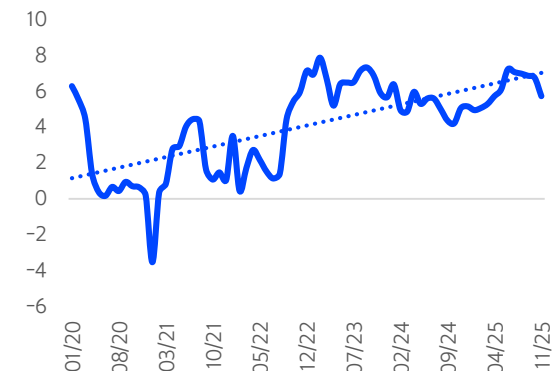
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Đóng góp của các nhóm trong CPI (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam ước tính

CPI (YoY, đơn vị: %) theo tháng của nhóm nhà ở và VLXD



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

## Những yếu tố cần theo dõi

- Trong bối cảnh nền kinh tế đối mặt với nhiều thách thức, việc đặt mục tiêu tăng trưởng đòi hỏi sự đồng bộ về chính sách và hiệu quả thực thi. Để duy trì đà phục hồi vĩ mô, các chỉ số sản xuất như IIP và PMI cần tiếp tục giữ xu hướng tích cực, đồng thời cơ cấu tín dụng giữa các ngành nghề phải có sự điều chỉnh phù hợp với định hướng phát triển mới. Tốc độ giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ duy trì động lực từ cuối năm 2025, đóng vai trò là lực đẩy quan trọng cho tăng trưởng. Quan trọng hơn cả, lạm phát cần được kiểm soát chặt chẽ trong bối cảnh tỷ giá tiếp tục chịu áp lực, nhằm đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô và niềm tin thị trường.
- Dựa trên các kỳ vọng tăng trưởng và phân tích rủi ro vĩ mô cho năm 2026, chúng tôi nhận định rằng một số ngành và doanh nghiệp có tiềm năng thu hút dòng tiền mạnh mẽ từ thị trường, cụ thể như sau:
  - Ngành ngân hàng – Là xương sống của nền kinh tế, ngân hàng sẽ tiếp tục có nhiều cơ hội tăng trưởng trong năm 2026. Tuy nhiên, không phải tất cả các ngân hàng đều được hưởng lợi như nhau. Chúng tôi đánh giá cao các ngân hàng có khả năng thích ứng với sự thay đổi trong cơ cấu tín dụng của nền kinh tế, đặc biệt là những ngân hàng chủ động tái định vị danh mục cho vay theo hướng hiệu quả và bền vững. Ngoài ra, một số ngân hàng có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến từ hoạt động thu hồi tài sản đảm bảo, qua đó cải thiện đáng kể chất lượng tài sản.
  - Ngành chứng khoán – Sự phát triển của thị trường vốn trong giai đoạn sắp tới sẽ mở ra cơ hội lớn cho nhóm chứng khoán. Trong năm 2026, những công ty đón đầu được làn sóng IPO và dòng vốn ngoại quay trở lại thị trường nhờ nâng hạng có thể sẽ có kết quả kinh doanh ấn tượng.
  - Các công ty tham gia vào các dự án trọng điểm quốc gia – Không chỉ giới hạn ở các nhà thầu xây dựng hạ tầng truyền thống, chúng tôi đặc biệt lưu ý đến các doanh nghiệp có vai trò cụ thể trong chuỗi giá trị của các dự án trọng điểm quốc gia, bao gồm các công ty: (1) tham gia vào một phần trong chuỗi công việc xây dựng các dự án trọng điểm như thiết kế các nhà máy điện, hay (2) cung cấp nguyên vật liệu cho các dự án hay (3) là chủ đầu tư khai thác các dự án sẽ thu hút được dòng tiền của thị trường hoặc nguồn vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài.

## Dự phóng

- Chúng tôi tin rằng với quyết tâm của Chính Phủ, chỉ tiêu tăng trưởng 2 chữ số trong giai đoạn 2026-2030 có thể được thực hiện. Để làm được điều đó, sản xuất trong nước cần đóng vai trò đầu tàu dẫn dắt nền kinh tế. Với tăng trưởng 10% trong năm 2026, chỉ số sản xuất công nghiệp sẽ tăng 14% trong năm 2026. Lạm phát sẽ duy trì quanh mức 3.6% dù mục tiêu đề ra là dưới 4.5%. Tỷ giá sẽ tăng 3% so với năm 2025. Đầu tư công sẽ có mức tăng lớn trong năm 2026 khi đạt 1,060 nghìn tỷ VND.

| Bảng dự phóng                 |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ báo vĩ mô                 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
| Tăng trưởng GDP (% YoY)       | 8.5    | 5.1    | 7.1    | 8.0    | 10.0   |
| CPI (% YoY)                   | 3.15   | 3.25   | 3.63   | 3.40   | 3.60   |
| IIP (% YoY)                   | 7.4    | 1.3    | 8.2    | 9.5    | 14.0   |
| Doanh số bán lẻ (% YoY)       | 21.4   | 10.4   | 9.0    | 9.6    | 12.0   |
| Tăng trưởng xuất khẩu (% YoY) | 10.6   | -4.6   | 14.4   | 16.0   | 12.5   |
| Tăng trưởng nhập khẩu (% YoY) | 8.1    | -9.2   | 16.7   | 18.0   | 14.0   |
| Vốn FDI thực hiện (tỷ USD)    | 22.4   | 23.2   | 25.35  | 25.70  | 27.76  |
| Đầu tư công (nghìn tỷ VND)    | 512    | 625    | 661    | 883    | 1060   |
| Tăng trưởng tín dụng (% YoY)  | 14.2   | 13.8   | 15.1   | 16.0   | 16.0   |
| Lãi suất tái cấp vốn NHNN (%) | 6.00   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   |
| Tỷ giá trên thị trường tự do  | 23,715 | 24,720 | 25,750 | 27,230 | 28,050 |

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng thị trường chứng  
khoán năm 2026

**Tăng tốc**



## Sự kiện chi phối thị trường chứng khoán trong năm 2025



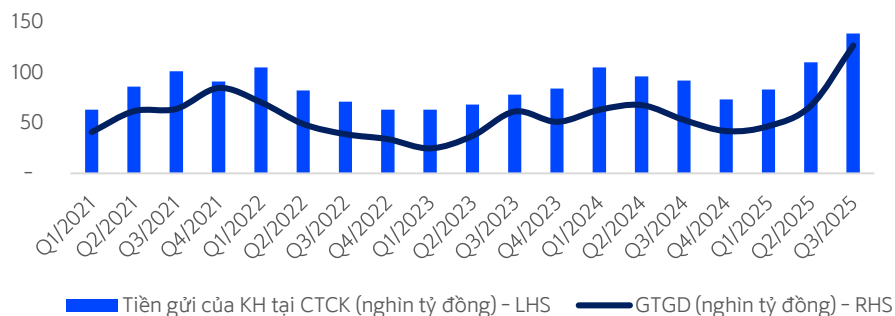
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities VietNam  
Cập nhật đến 14/11/2025



# Thị trường chứng khoán| Nhìn lại thị trường trong năm 2025

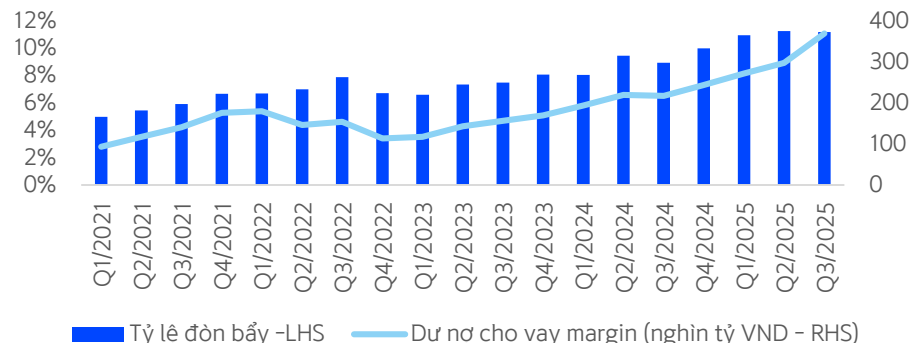
## Thị trường bùng nổ kéo theo nhiều chỉ số kỉ lục

### Tiền gửi KH và GTGD lập kỉ lục



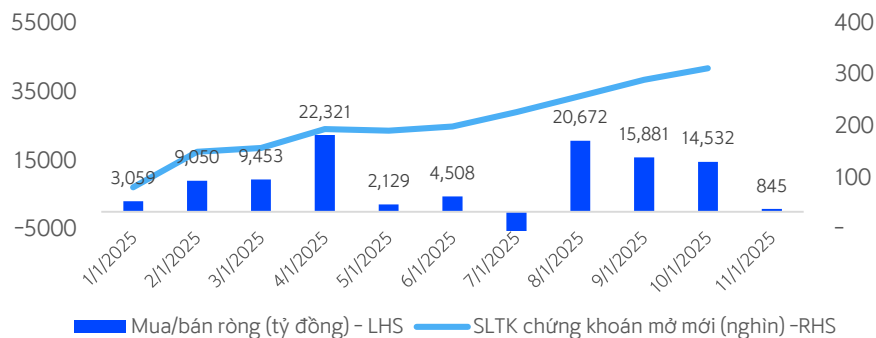
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu cập nhật đến Q3/2025

### Dư nợ cho vay margin và tỷ lệ đòn bẩy liên tục lập kỉ lục



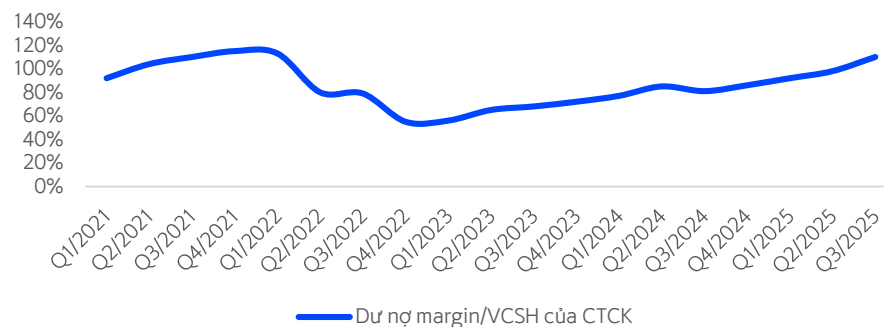
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam; Tỷ lệ đòn bẩy = Dư nợ vay margin/Tổng giá trị vốn hóa theo Freefloat trên HOSE và HNX

### NDT cá nhân mua ròng và số lượng tài khoản chứng khoán mở mới kỉ lục



Nguồn: Fiinpro, VSD, Shinhan Securities Vietnam; Dữ liệu cập nhật đến ngày 24/11/2025

### Dư địa cho vay margin của các CTCK vẫn còn



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Khối ngoại bán ròng kỉ lục trong năm 2025

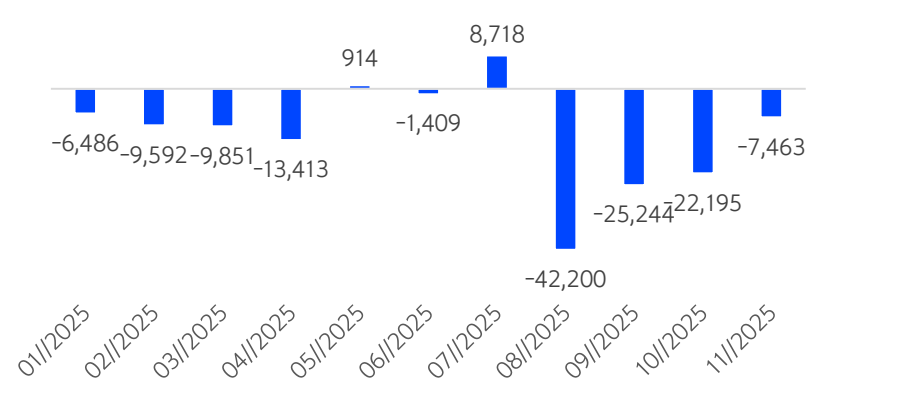
Mua bán ròng theo nhóm ngành và các nhà đầu tư từ đầu năm (tỷ VND)

| Ngành ICB cấp 2              | Tự doanh (tỷ VND) | Nước ngoài (tỷ VND) | Cá nhân trong nước (tỷ VND) | Tổ chức trong nước (tỷ VND) |
|------------------------------|-------------------|---------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Bất động sản                 | -1,238            | -37,603             | 25,397                      | 12,206                      |
| Tài nguyên Cơ bản            | 587               | -6,253              | 1,643                       | 4,610                       |
| Truyền thông                 | 0                 | 102                 | -218                        | 115                         |
| Hàng & Dịch vụ Công nghiệp   | -705              | -1,884              | -939                        | 2,823                       |
| Y tế                         | 73                | 291                 | -210                        | -80                         |
| Hóa chất                     | 1                 | -4,320              | 2,965                       | 1,355                       |
| Dịch vụ tài chính            | 3,015             | -16,318             | 9,391                       | 6,927                       |
| Du lịch và Giải trí          | -58               | -2,370              | 4,616                       | -2,246                      |
| Ngân hàng                    | -5,419            | -34,317             | 33,893                      | 424                         |
| Xây dựng và Vật liệu         | -270              | -1,094              | 1,213                       | -119                        |
| Thực phẩm và đồ uống         | -566              | -8,946              | 4,328                       | 4,618                       |
| Bán lẻ                       | 247               | -1,167              | -271                        | 1,437                       |
| Điện, nước & xăng dầu khí đĩ | 186               | -2,468              | 1,706                       | 762                         |
| Hàng cá nhân & Gia dụng      | -253              | -406                | 871                         | -465                        |
| Công nghệ Thông tin          | -259              | -11,984             | 12,145                      | -161                        |
| Ô tô và phụ tùng             | 29                | 358                 | -514                        | 156                         |
| Bảo hiểm                     | -37               | -122                | -348                        | 470                         |
| Dầu khí                      | -742              | -1,450              | 1,503                       | -53                         |
| Tổng                         | -5,410            | -129,952            | 97,173                      | 32,779                      |

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Không bao gồm giá trị giao dịch thỏa thuận

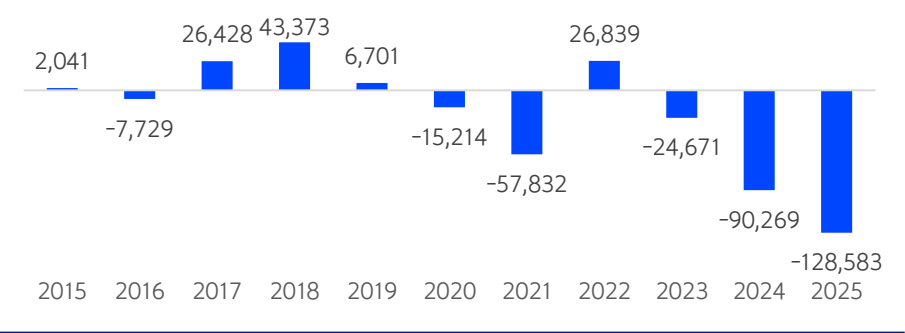
Dữ liệu cập nhật đến ngày 25/11/2025

Hoạt động mua/bán ròng của khối ngoại từ đầu năm (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu cập nhật đến ngày 25/11/2025

Hoạt động mua/bán ròng của khối ngoại theo năm (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu cập nhật đến ngày 25/11/2025

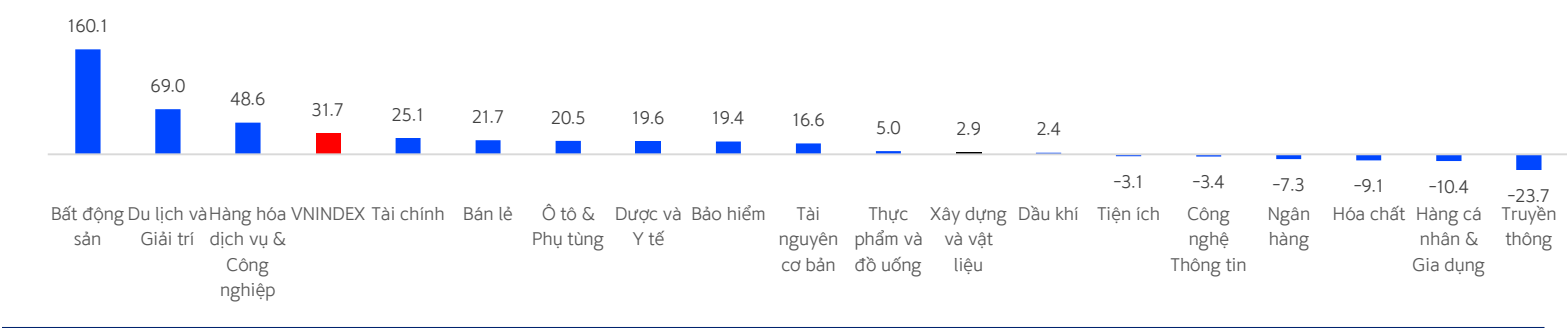
# Thị trường chứng khoán| Nhìn lại thị trường trong năm 2025

## Thanh khoản đạt đỉnh vào tháng 8 và giảm dần về hiện tại – Nhóm bất động sản bùng nổ

| Giá trị giao dịch trung bình/phiên theo tháng trong năm 2025 (tỷ đồng) |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |
|------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                                                                        | 1     | 2     | 3     | 4     | 5     | 6     | 7     | 8      | 9     | 10    | 11    |
| Ngân hàng                                                              | 2,410 | 3,278 | 4,508 | 6,022 | 5,358 | 4,437 | 8,128 | 14,178 | 8,195 | 8,329 | 4,708 |
| Bất động sản                                                           | 1,368 | 1,944 | 3,313 | 3,813 | 3,741 | 3,364 | 5,221 | 6,715  | 5,186 | 6,212 | 3,602 |
| Tài chính                                                              | 1,068 | 2,068 | 3,060 | 2,949 | 2,526 | 2,383 | 5,886 | 7,735  | 4,895 | 4,949 | 3,206 |
| Thực phẩm và đồ uống                                                   | 729   | 1,077 | 1,255 | 1,536 | 1,233 | 1,557 | 2,383 | 2,862  | 2,019 | 1,992 | 1,469 |
| Tài nguyên cơ bản                                                      | 496   | 1,034 | 1,052 | 1,177 | 922   | 1,024 | 1,942 | 3,124  | 2,984 | 1,721 | 1,137 |
| Hóa chất                                                               | 398   | 721   | 692   | 659   | 663   | 848   | 1,136 | 1,243  | 557   | 494   | 639   |
| Bán lẻ                                                                 | 386   | 520   | 545   | 731   | 659   | 718   | 873   | 1,179  | 848   | 926   | 673   |
| Công nghệ Thông tin                                                    | 576   | 753   | 920   | 1,094 | 872   | 631   | 1,025 | 1,348  | 1,230 | 1,062 | 813   |
| Xây dựng và vật liệu                                                   | 719   | 997   | 928   | 965   | 1,175 | 1,061 | 1,857 | 2,907  | 2,000 | 1,821 | 1,087 |
| Hàng hóa dịch vụ & Công nghiệp                                         | 565   | 895   | 800   | 1,200 | 1,334 | 1,233 | 2,155 | 2,500  | 1,371 | 2,076 | 1,220 |
| Điện, nước & xăng dầu khí đốt                                          | 138   | 176   | 188   | 225   | 240   | 177   | 235   | 222    | 138   | 142   | 115   |
| Hàng cá nhân & Gia dụng                                                | 107   | 169   | 239   | 260   | 305   | 286   | 389   | 508    | 332   | 190   | 200   |
| Dầu khí                                                                | 190   | 213   | 214   | 192   | 209   | 371   | 372   | 865    | 508   | 366   | 479   |
| Du lịch và Giải trí                                                    | 120   | 140   | 140   | 211   | 203   | 202   | 302   | 435    | 384   | 502   | 433   |
| Dược và Y tế                                                           | 58    | 69    | 65    | 45    | 56    | 58    | 40    | 39     | 40    | 44    | 48    |
| Ô tô & Phụ tùng                                                        | 41    | 86    | 82    | 109   | 170   | 157   | 234   | 272    | 146   | 153   | 54    |
| Bảo hiểm                                                               | 41    | 63    | 41    | 45    | 37    | 30    | 44    | 119    | 50    | 33    | 51    |
| Truyền thông                                                           | 76    | 40    | 46    | 36    | 49    | 52    | 67    | 93     | 42    | 24    | 14    |

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, cập nhật đến ngày 25/11/2025

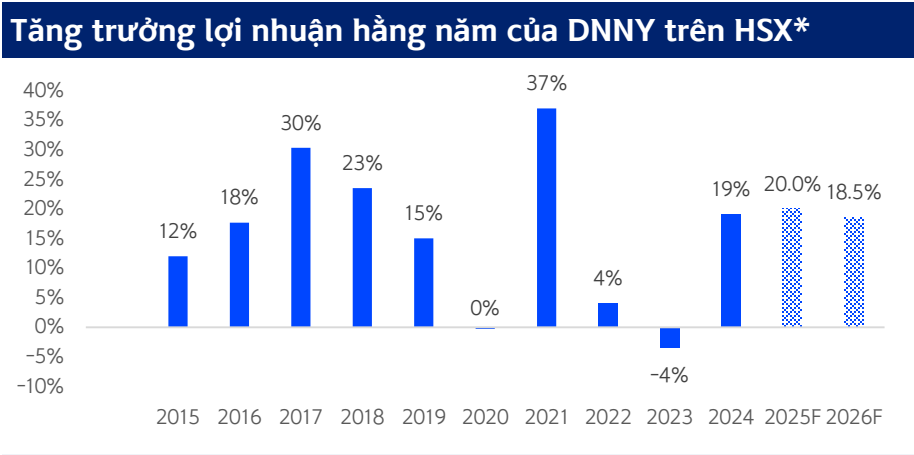
## Tỷ suất đầu tư theo nhóm ngành YTD (%)



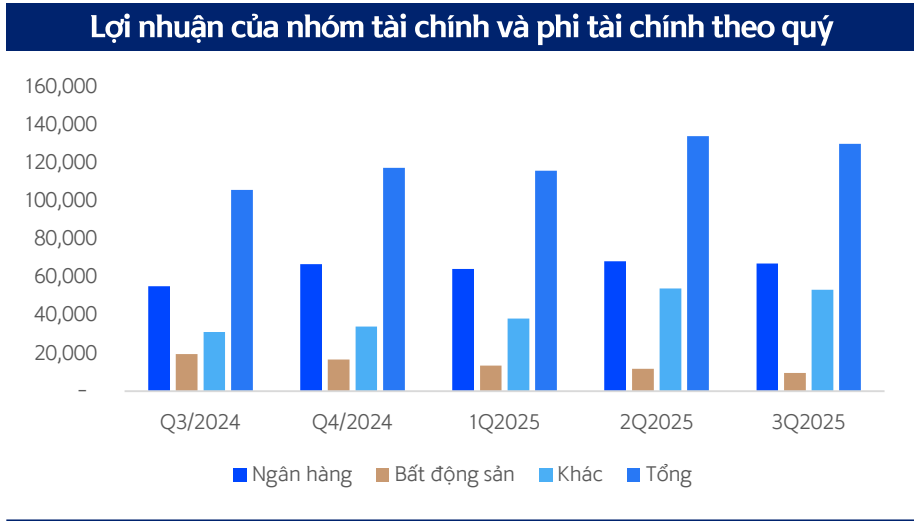
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, dữ liệu đến ngày 25/11/2025

# Thị trường chứng khoán| Nhìn lại thị trường trong năm 2025

## Lợi nhuận 9T2025 của hầu hết các nhóm ngành đều tăng trưởng



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam,, \*tính toán dựa trên VN100 đại diện thị trường bởi SSV và Bloomberg consensus, chưa bao gồm các DN mới niêm yết mới trong năm 2025 và dự kiến niêm yết trong thời gian tới.



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

**Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành (QoQ)**

|                               | Q3/2024 | Q4/2024 | 1Q2025 | 2Q2025 | 3Q2025 |  |
|-------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--|
| Ngân hàng                     | -7%     | 21%     | -4%    | 6%     | -2%    |  |
| Bất động sản                  | 350%    | -14%    | -19%   | -13%   | -18%   |  |
| Thực phẩm và đồ uống          | 2%      | -6%     | -20%   | 66%    | -2%    |  |
| Điện, nước & xăng dầu khí đốt | 15%     | -28%    | 35%    | 62%    | -27%   |  |
| Hóa chất                      | -24%    | 53%     | -14%   | 25%    | 5%     |  |
| Tài nguyên Cơ bản             | -22%    | 2%      | 26%    | 24%    | -14%   |  |
| Dịch vụ tài chính             | -10%    | -23%    | 38%    | 28%    | 82%    |  |
| Công nghệ Thông tin           | 7%      | 12%     | 9%     | -9%    | 7%     |  |
| Hàng & Dịch vụ Công nghiệp    | -30%    | 25%     | -19%   | 46%    | 29%    |  |
| Du lịch và Giải trí           | -15%    | 20%     | 135%   | -10%   | -64%   |  |
| Xây dựng và Vật liệu          | -7%     | 33%     | -18%   | 41%    | 127%   |  |
| Bán lẻ                        | -16%    | 3%      | 60%    | 5%     | 18%    |  |
| Dầu khí                       | -158%   | -140%   | 15%    | 316%   | -31%   |  |
| Hàng cá nhân & Gia dụng       | -22%    | 53%     | -4%    | -5%    | -2%    |  |
| Bảo hiểm                      | -11%    | 21%     | 22%    | 4%     | 3%     |  |
| Y tế                          | -21%    | 39%     | -9%    | -5%    | -12%   |  |
| Ô tô và phụ tùng              | -64%    | 52%     | 3%     | 2263%  | -88%   |  |
| Truyền thông                  | 11%     | 246%    | -73%   | 40%    | -66%   |  |
| VNINDEX                       | 5%      | 11%     | -1%    | 16%    | -3%    |  |

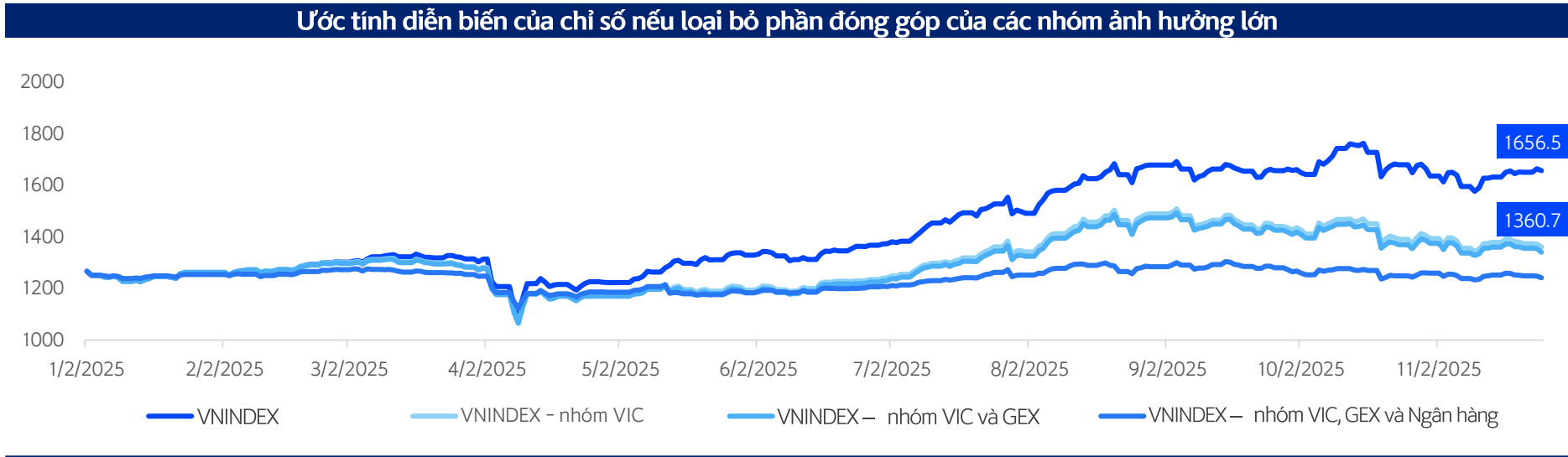
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

**Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành (YoY)**

|                               | Q4/2024 | Q1/2025 | Q2/2025 | Q3/2025 | 9T2025 |  |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|--|
| Ngân hàng                     | 27%     | 13%     | 16%     | 22%     | 17%    |  |
| Bất động sản                  | 97%     | 26%     | 171%    | -51%    | 1%     |  |
| Thực phẩm và đồ uống          | 48%     | 4%      | 28%     | 23%     | 20%    |  |
| Điện, nước & xăng dầu khí đốt | -16%    | 65%     | 82%     | 15%     | 51%    |  |
| Hóa chất                      | 19%     | 38%     | 24%     | 72%     | 43%    |  |
| Tài nguyên Cơ bản             | 9%      | 5%      | 24%     | 38%     | 21%    |  |
| Dịch vụ tài chính             | 21%     | -1%     | 21%     | 147%    | 53%    |  |
| Công nghệ Thông tin           | 29%     | 41%     | 18%     | 19%     | 25%    |  |
| Hàng & Dịch vụ Công nghiệp    | 53%     | 24%     | 5%      | 91%     | 36%    |  |
| Du lịch và Giải trí           | 203%    | 41%     | -114%   | 8%      | -10%   |  |
| Xây dựng và Vật liệu          | 9%      | -10%    | 42%     | 248%    | 86%    |  |
| Bán lẻ                        | 608%    | 71%     | 46%     | 104%    | 72%    |  |
| Dầu khí                       | -45%    | -76%    | 11%     | -233%   | 39%    |  |
| Hàng cá nhân & Gia dụng       | 8%      | -4%     | 9%      | 36%     | 11%    |  |
| Bảo hiểm                      | 23%     | 16%     | 36%     | 58%     | 35%    |  |
| Y tế                          | 0%      | -3%     | -5%     | 6%      | -1%    |  |
| Ô tô và phụ tùng              | -59%    | -42%    | 1234%   | 337%    | 562%   |  |
| Truyền thông                  | 172%    | 47%     | 46%     | -55%    | 6%     |  |
| VNINDEX                       | 36%     | 10%     | 33%     | 23%     | 22%    |  |

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Nhóm VIN và ngân hàng đóng góp đáng kể vào đà tăng của VNINDEX trong năm 2025



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, nhóm VIC bao gồm: VIC, VHM, VRE, VPL; nhóm GEX bao gồm: GEE, GEX; nhóm ngân hàng: bao gồm các ngân hàng niêm yết trên HOSE

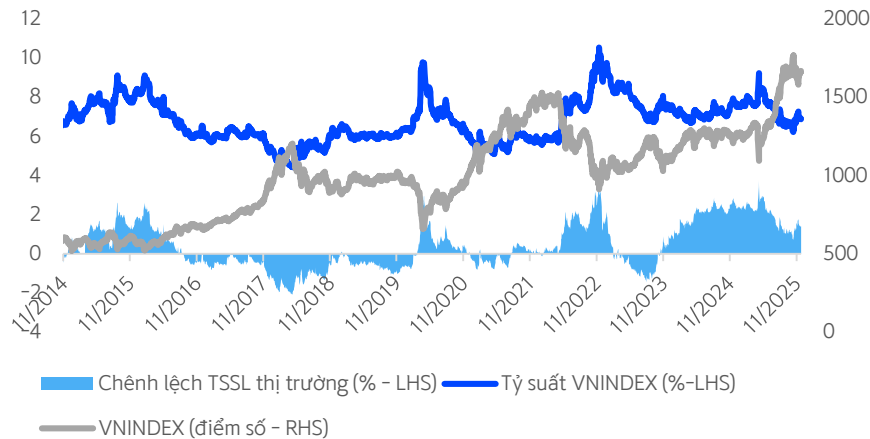
|                | Đóng góp vào tỷ suất VNINDEX (%) | Đóng góp vào tỷ suất VNINDEX (điểm số) | Tỷ trọng đóng góp vào đà tăng của VNINDEX (%) |
|----------------|----------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------|
| Nhóm VIC       | 19.5                             | 232.1                                  | 59                                            |
| Nhóm GEX       | 1.6                              | 19.1                                   | 5                                             |
| Nhóm Ngân hàng | 8.3                              | 98.9                                   | 25                                            |

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, dữ liệu tại ngày 25/11/2025

|                                         | Định giá P/E TTM |
|-----------------------------------------|------------------|
| VNINDEX                                 | 15x              |
| VNINDEX loại nhóm VIC                   | 12.6             |
| VNINDEX loại nhóm VIC và GEX            | 12.5             |
| VNINDEX loại nhóm VIC, GEX và Ngân hàng | 17.0             |

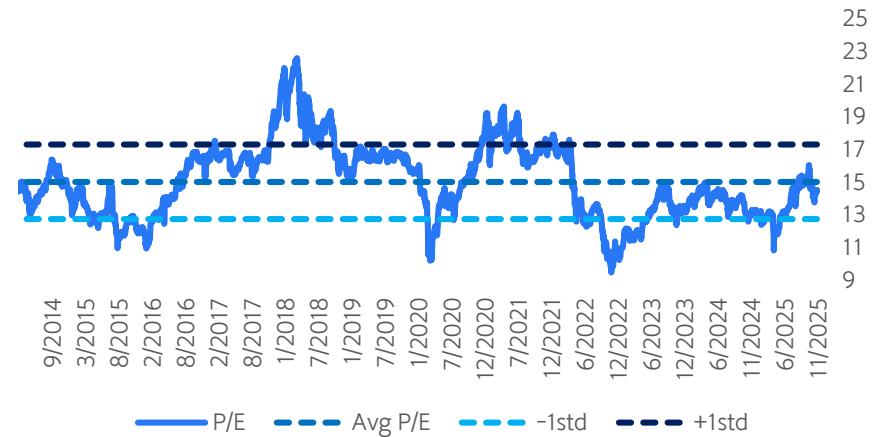
## VNINDEX đã quay lại mức định giá hợp lý hơn

### Chênh lệch TSSL thị trường đã thu hẹp so với đầu năm



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam  
Chênh lệch tỷ suất sinh lời (TSSL) = Tỷ suất sinh lời (E/P) của VNINDEX – Lãi suất huy động tiền gửi 6T-12T cao nhất  
Cập nhật đến 25/11/2025

### Thị trường hiện đang giao dịch tại mức P/E 15x – tương đương với mức trung bình 10 năm



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Cập nhật đến 25/11/2025

Thị trường đã quay lại mức định giá hợp lý hơn sau giai đoạn tăng nóng từ tháng 4. Chênh lệch TSSL thị trường so với lãi suất huy động tiền gửi cũng đã thu hẹp cho thấy mức độ hấp dẫn của thị trường đã giảm. Tuy nhiên, vùng điểm này mới tương ứng với mức P/E trung bình 10 năm của thị trường, cho thấy dư địa tăng vẫn có thể tiếp tục khi nhìn vào các chu kỳ tăng giá trong quá khứ như 2016-2018 và 2020-2022.

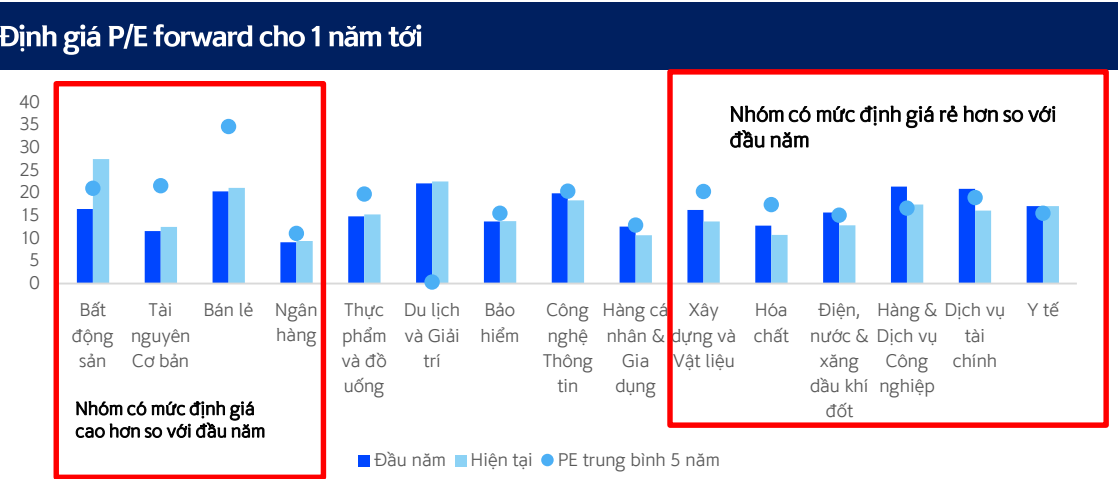
## So sánh các chu kỳ tăng điểm trước đó với hiện tại của VNINDEX

|                                  | 2016-2018                                                                                                                                                                                                                                                    | 2020-2022                                                                                                                                                                                                                                                   | 2025-2027F                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tăng trưởng GDP                  | 2016: 6.21%<br>2017: 6.81%<br>2018: 7.08%                                                                                                                                                                                                                    | 2020: 2.91%<br>2021: 2.58%<br>2022: 8.02%                                                                                                                                                                                                                   | 2025F: 8%<br>2026F: 10%                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Tăng trưởng LNST DNNY HOSE       | 2016: 18%<br>2017: 30%<br>2018: 23%                                                                                                                                                                                                                          | 2020: 0%<br>2021: 37%<br>2022: 4%                                                                                                                                                                                                                           | 2025F: 20.0%<br>2026F: 18.5%                                                                                                                                                                                                                                                             |
| P/E                              | Trung bình: 16.7x<br>Cao nhất: 22.6x<br>Thấp nhất: 10.9x                                                                                                                                                                                                     | Trung bình: 15x<br>Cao nhất: 19.6x<br>Thấp nhất: 10.2x                                                                                                                                                                                                      | Hiện tại: 15x                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| % tăng điểm từ đáy               | 130%                                                                                                                                                                                                                                                         | 130%                                                                                                                                                                                                                                                        | 50%*                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Động lực cho chu kỳ tăng         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Nền tảng vĩ mô vững chắc</li> <li>Dòng vốn ngoại mua ròng kỉ lục trong 2017</li> <li>Hàng loạt các thương vụ bán vốn tỷ USD (TCB, VHM, BSR,...)</li> <li>Lần đầu vào danh sách theo dõi nâng hạng của FTSE</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Chu kỳ tiền rẻ kích thích tăng trưởng giai đoạn Covid</li> <li>Dòng tiền mới từ NĐT cá nhân (FO) tham gia mạnh mẽ khi khối ngoại bán ròng</li> <li>CSTT nói lỏng toàn cầu</li> <li>Tăng trưởng LN mạnh mẽ</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>CSTT nói lỏng, FED dự kiến hạ lãi suất</li> <li>Mục tiêu tăng trưởng GDP 2 chữ số, thúc đẩy đầu tư công.</li> <li>Chính thức được nâng hạng thị trường bởi FTSE</li> <li>Các thương vụ IPO đang diễn ra vô cùng sôi nổi (VPL, TCX,...)</li> </ul> |
| Nguyên nhân kết thúc chu kỳ tăng | <ul style="list-style-type: none"> <li>Định giá cao</li> <li>Chiến tranh thương mại Mỹ Trung lần 1</li> <li>FED tăng lãi suất 4 lần trong 2018 (từ tháng 3) do lo ngại lạm phát</li> </ul>                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Lạm phát toàn cầu tăng cao, FED và các NHTW bắt đầu tăng lãi suất.</li> <li>Khủng hoảng TPDN, hệ thống ngân hàng.</li> <li>Nhiều vụ bắt bớ liên quan đến thao túng cổ phiếu</li> </ul>                               | <b>Rủi ro có thể kết thúc chu kỳ tăng:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Lạm phát, áp lực tỷ giá tăng cao dẫn đến thắt chặt CSTT</li> <li>Chiến tranh thương mại Mỹ Trung lần 2 tiếp tục leo thang</li> <li>Rủi ro bất ngờ từ thị trường toàn cầu</li> </ul>                    |

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp, \*Tính từ đáy tháng 4/2025 đến 24/11/2025



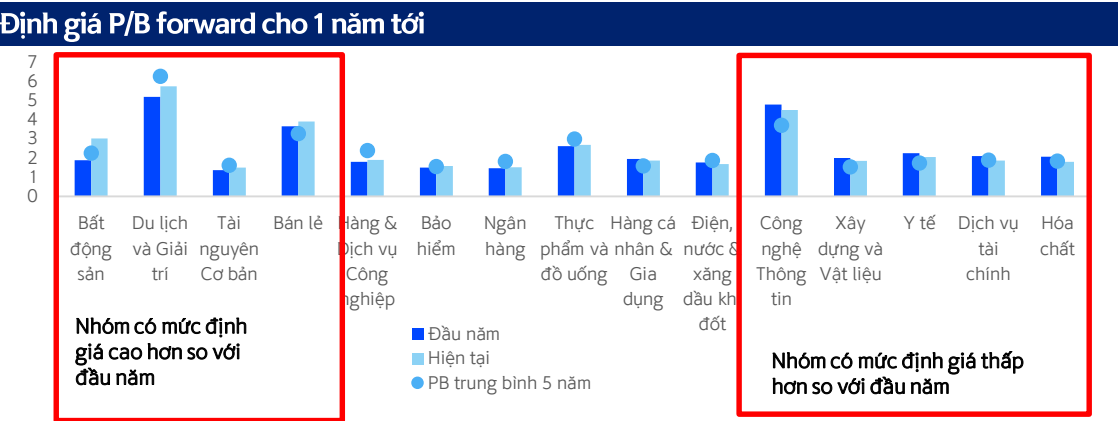
Định giá thay đổi theo nhóm ngành sau nhịp tăng mạnh mẽ của VNINDEX



Ước phóng LNST cty mẹ theo nhóm ngành\*

|                               | YoY 25F | YoY 26F |
|-------------------------------|---------|---------|
| Ngân hàng                     | 17%     | 19%     |
| Bất động sản                  | 13%     | 19%     |
| Thực phẩm và đồ uống          | 16%     | 10%     |
| Điện, nước & xăng dầu khí đốt | 52%     | 6%      |
| Hóa chất                      | 40%     | 16%     |
| Tài nguyên Cơ bản             | 36%     | 34%     |
| Dịch vụ tài chính             | 21%     | 33%     |
| Công nghệ Thông tin           | 18%     | 16%     |
| Hàng & Dịch vụ Công nghiệp    | 13%     | 8%      |
| Du lịch và Giải trí           | 49%     | 79%     |
| Xây dựng và Vật liệu          | 66%     | -9%     |
| Bán lẻ                        | 53%     | 24%     |
| Dầu khí                       | 4%      | 22%     |
| Hàng cá nhân & Gia dụng       | 18%     | 15%     |
| Bảo hiểm                      | 30%     | 28%     |
| Y tế                          | 8%      | 17%     |
| Ô tô và phụ tùng              | -46%    | 75%     |
| VN100                         | 20.0%   | 18.5%   |

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu cập nhật đến 25/11/2025, ước phóng Bloomberg consensus của VN100



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, \*tính toán dựa trên VN100 đại diện thị trường bởi SSV và Bloomberg consensus, chưa bao gồm các mã mới niêm yết mới trong năm 2025 và dự kiến sẽ niêm yết trong thời gian tới

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam, dữ liệu cập nhật đến 25/11/2025, ước phóng Bloomberg consensus của VN100

## Lựa chọn mức P/E phù hợp và ước phóng chỉ số VNINDEX

P/E theo chênh lệch tỷ suất sinh lời (E/P) và lãi suất huy động 6T-12T cao nhất

Chênh lệch tỷ suất sinh lời (E/P) và Lãi suất huy động 6T-12T

| Lãi suất huy động 6T-12T cao nhất | 0.8% | 1.0% | 1.2% | 1.5% |
|-----------------------------------|------|------|------|------|
| 5.0%                              | 17.2 | 16.7 | 16.1 | 15.4 |
| 5.20%                             | 16.7 | 16.1 | 15.6 | 14.9 |
| 5.5%                              | 15.9 | 15.4 | 14.9 | 14.3 |
| 5.8%                              | 15.2 | 14.7 | 14.3 | 13.7 |
| 6.1%                              | 14.5 | 14.1 | 13.7 | 13.2 |

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

VNINDEX theo P/E và tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết

Dự phóng tăng trưởng EPS 26F

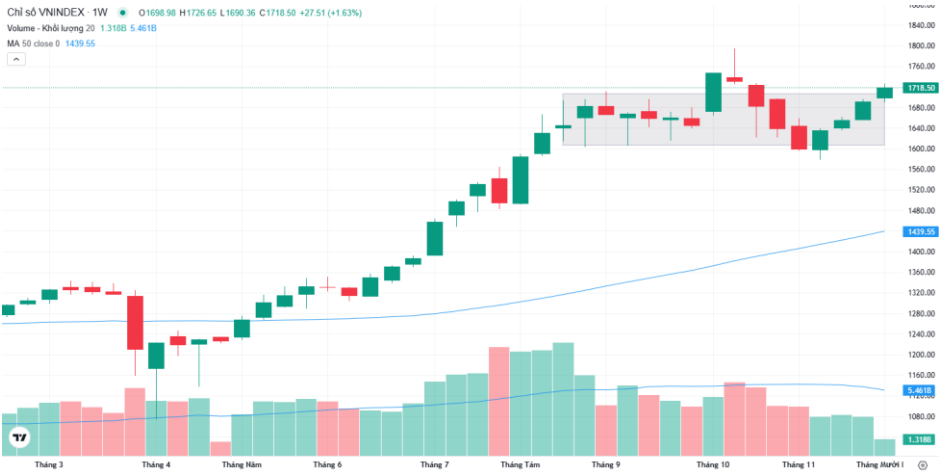
| Tỷ suất (E/P) | P/E  | 14.5% | 16.5% | 18.5% | 20.5% | 22.5% |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 8.7%          | 13.0 | 1,679 | 1,708 | 1,738 | 1,767 | 1,796 |
| 8.0%          | 13.5 | 1,744 | 1,774 | 1,805 | 1,835 | 1,865 |
| 7.4%          | 14.0 | 1,808 | 1,840 | 1,871 | 1,903 | 1,935 |
| 6.9%          | 14.5 | 1,873 | 1,905 | 1,938 | 1,971 | 2,004 |
| 6.7%          | 15.0 | 1,937 | 1,971 | 2,005 | 2,039 | 2,073 |
| 6.5%          | 15.5 | 2,002 | 2,037 | 2,072 | 2,107 | 2,142 |
| 6.3%          | 16.0 | 2,067 | 2,103 | 2,139 | 2,175 | 2,211 |
| 6.1%          | 16.5 | 2,131 | 2,168 | 2,206 | 2,243 | 2,280 |

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật kịch bản thị trường chứng khoán cho năm 2026

| KỊCH BẢN ĐIỂM SỐ VNINDEX TƯƠNG ỨNG VỚI MỨC TĂNG KÌ VỌNG CỦA TỪNG NHÓM NGÀNH |               |          |          |
|-----------------------------------------------------------------------------|---------------|----------|----------|
| Nhóm ngành tiêu biểu                                                        | Cơ sở         | Tích cực | Tiêu cực |
| Tài nguyên Cơ bản                                                           | 24%           | 34%      | 17%      |
| Dịch vụ tài chính                                                           | 33%           | 43%      | 26%      |
| Bất động sản                                                                | 12%           | 22%      | 5%       |
| Ngân hàng                                                                   | 20%           | 30%      | 13%      |
| Khác                                                                        | 13%           | 23%      | 6%       |
| VNINDEX (%)*                                                                | 17%           | 27%      | 10%      |
| VNINDEX target                                                              | 1,930 – 2,000 | > 2,100  | ~1,800   |
| P/E mục tiêu                                                                | 14.5 – 15.0   | 16x      | 13.5x    |
| EPS tăng trưởng (%)                                                         | 18.5%         | 18.5%    | 18.5%    |

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, \*dữ liệu tại ngày 25/11/2025 VNINDEX đạt 1,660.36



Góc nhìn kĩ thuật và Chiến lược giao dịch:

- Thị trường sau khi tăng mạnh từ tháng 4/2025, hiện đang giao dịch tại vùng 1,600 – 1,700 điểm. Sau kết quả nâng hạng thị trường, chỉ số đã bứt phá gần chạm vào mốc 1,800 điểm nhưng đã nhanh chóng giảm mạnh về lại vùng giao dịch 1,600 – 1,700 điểm. Nhóm VIC góp phần khiến thị trường giảm mạnh, song khi phục hồi dòng tiền vẫn chưa lan tỏa tới các nhóm khác.
- Với kịch bản cơ sở**, VNINDEX có khả năng cao sẽ bứt phá và hướng tới vùng điểm **1,930 – 2,000** với kì vọng đà lan tỏa tốt hơn diễn ra ở các nhóm cổ phiếu khác sau quá trình dịch chuyển dòng tiền từ nhóm VIC. **Về kĩ thuật**, thị trường cần xuất hiện những phiên tăng điểm với thanh khoản vượt trội so với trung bình 20 phiên, lan tỏa tốt qua các nhóm ngành và vượt thoát khỏi vùng 1,720 điểm để xác nhận kịch bản này. Chúng tôi kì vọng vùng 1,600 là đáy trung hạn cho đợt tăng điểm sắp tới khi chưa thấy bất cứ rủi ro nào đáng kể cũng như thị trường liên tục bật tăng khi chạm vùng điểm này; bên cạnh đó, nhóm VIC thậm chí đã quay lại đà tăng tiếp
- Với kịch bản tích cực**, nếu dòng tiền mới từ khối ngoại sau khi nâng hạng tham gia mạnh mẽ, nhóm bất động sản vẫn sẽ giữ được mức tăng tốt, cùng với đà lan tỏa ở nhiều nhóm ngành khác có thể khiến thị trường vượt **2,100 điểm**.
- Kịch bản tiêu cực có thể xảy ra khi các yếu tố vĩ mô khó lường khiến thị trường rơi vào tình trạng bán hoảng loạn. **Dù vậy, chúng tôi cho rằng xác suất xảy ra kịch bản này không cao.** Thậm chí với kì vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc, thị trường vẫn có thể tiến tới vùng **1,800** với mức tăng khoảng 10%.

## Lựa chọn cổ phiếu của SSV cho 1H2026

| STT | Mã  | Ngành ICB level 2            | Giá hiện tại* | Giá mục tiêu | Upside | PE fw 26F | PB fw 26F |
|-----|-----|------------------------------|---------------|--------------|--------|-----------|-----------|
| 1   | BCM | Bất động sản (KCN)           | 66,700        | 79,100       | 19%    | 19.3      | 3.3       |
| 2   | IDC | Bất động sản (KCN)           | 39,800        | 54,100       | 36%    | 8.7       | 2.5       |
| 3   | KDH | Bất động sản (Dân dụng)      | 34,500        | 45,300       | 31%    | 38.4      | 1.9       |
| 4   | KBC | Bất động sản (KCN)           | 35,600        | 41,000       | 15%    | 18.7      | 1.4       |
| 5   | TCB | Ngân hàng                    | 33,450        | 42,600       | 27%    | 8.1       | 1.2       |
| 6   | CTG | Ngân hàng                    | 48,150        | 60,000       | 25%    | 8.7       | 1.5       |
| 7   | MWG | Bán lẻ                       | 78,500        | 94,500       | 20%    | 15.8      | 2.9       |
| 8   | PNJ | Bán lẻ                       | 91,000        | 110,000      | 21%    | 14.5      | 2.9       |
| 9   | HPG | Tài nguyên cơ bản            | 26,900        | 34,100       | 27%    | 12.5      | 1.4       |
| 10  | CTD | Xây dựng và vật liệu         | 86,900        | 108,900      | 25%    | 11        | 0.9       |
| 11  | VNM | Thực phẩm và đồ uống         | 61,900        | 71,600       | 16%    | 17        | 3.5       |
| 12  | POW | Điện nước & Xăng dầu khí đốt | 14,800        | 18,100       | 22%    | 20.7      | 1.1       |
| 13  | FPT | Công nghệ thông tin          | 99,700        | 117,000      | 17%    | 18.3      | 4.3       |

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, dữ liệu tại ngày 25/11/2025

# Ngành Ngân Hàng

## Chiết khấu mở ra cơ hội đầu tư



Phuong Nguyễn

 (84-28) 6299-9004

 [phuong.nd@shinhan.com](mailto:phuong.nd@shinhan.com)

## **Ngành Ngân hàng – Chiết khấu mở ra cơ hội đầu tư**

### **1. Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết**

#### **1.1 Tín dụng khả quan, NIM mỏng đi**

Tín dụng toàn hệ thống ngân hàng Việt Nam đạt mức 15% sau 10 tháng năm 2025. So với cùng kỳ năm 2024, con số này chỉ đạt mức 11.85%.

Lãi suất tiền gửi có xu hướng tăng trong Q3 và Q4/2025. Chi phí vốn theo đó sẽ gặp áp lực tăng từ mức nền thấp.

Mảng bancassurance có dấu hiệu phục hồi tích cực tại nhiều ngân hàng.

Nợ quá hạn (2-5) tiếp tục cho xu hướng tích cực khi giảm dần từ khi đạt đỉnh năm 2023. Số dư nợ nhóm 2 giảm 5% so với cuối 2024

#### **1.2 Chất lượng tài sản nhìn chung tiếp tục cải thiện**

Tỷ lệ nợ xấu cuối Q3/2025 đạt 1.9%. Chúng tôi nhận thấy ngân hàng đang tích cực xóa nợ xấu, xử lý tài sản đảm bảo hoặc bán nợ để đưa nợ xấu ra khỏi nội bảng. Tuy vậy, một số ngân hàng có cho thấy chất lượng tài sản suy giảm trong Q3/2025.

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cải thiện sau nhiều quý giảm

Hoạt động xử lý nợ xấu tốt giúp chi phí trích lập dự phòng của ngành ít biến động.

Lợi nhuận 9T/2025 các ngân hàng trên HOSE hoàn thành 74% mục tiêu năm

### **2. Triển vọng cho giai đoạn 2025-2026**

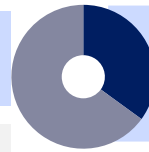
Lợi nhuận 9T/2025 của ngân hàng trên HOSE tích cực, phù hợp với dự báo tăng trưởng 16% của chúng tôi trong báo cáo gần nhất. Chúng tôi thận trọng dự báo NIM đi ngang trong 2026, với mức tăng trưởng tín dụng quanh 16-18%/năm. Tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm nhẹ về mức 1.7% trong năm 2026. Số liệu 9T/2025 bám sát với dự báo của chúng tôi.

### **3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngân hàng**

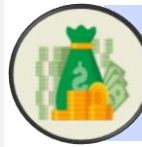
ACB, CTG, TCB

## Tổng quan các ngân hàng niêm yết trên HOSE

19 ngân hàng niêm yết trên sàn giao dịch HOSE



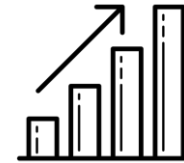
Tổng vốn hóa ngành  
~40% vốn hóa thị trường



Giá trị giao dịch  
~26% GTGD toàn thị trường



Khối lượng giao dịch  
~35% KLGD toàn thị trường

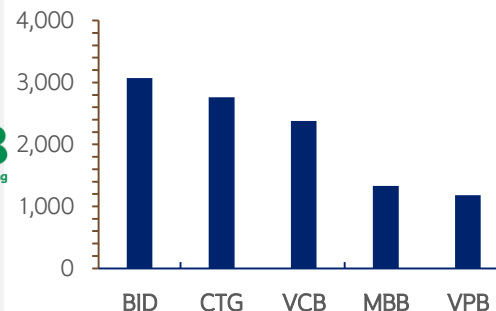


Tổng tài sản 30/09/2025  
~16.25 triệu tỷ đồng



Tổng vốn chủ sở hữu  
30/09/2025  
~1.43 triệu tỷ đồng

Top 5 ngân hàng có tài sản lớn nhất (nghìn tỷ)

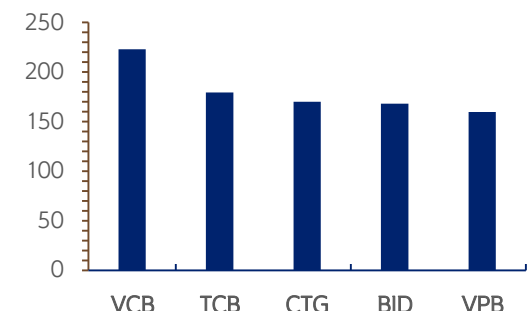


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại Ngày 30/09/2025

Top 5 ngân hàng có vốn chủ sở hữu lớn nhất (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam



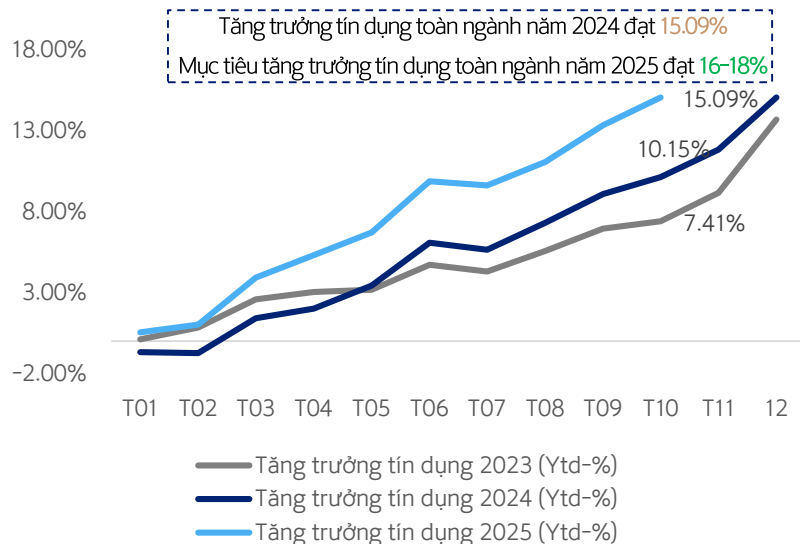
### Tự tin về mức tăng trưởng tín dụng, khả quan trong xử lý nợ xấu nhưng NIM tiếp tục gặp áp lực

#### Tóm tắt các ý chính

- Phần lớn các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi đều cho thấy mức tăng trưởng tín dụng ngang hoặc vượt trung bình ngành. Mảng doanh nghiệp dẫn dắt tăng trưởng trong H1/2025 với dấu hiệu tích cực từ mảng cá nhân (cho vay mua nhà) trong Q3/2025. Các ngân hàng đều chia sẻ kỳ vọng mảng cá nhân sẽ tiếp tục đà tăng trưởng khi nguồn cung bất động sản tiếp tục cải thiện trong các quý tiếp theo. Mảng sản xuất cũng cho thấy dấu hiệu phục hồi tích cực, cùng pha với số liệu IIP từ Tổng Cục Thống Kê và khảo sát PMI trong 8-10/2025.
- Các ngân hàng cho biết lãi suất liên ngân hàng và lãi suất tiền gửi tăng phản ánh phần nào áp lực huy động vốn cho nhu cầu tín dụng cuối năm. VCB cho biết tiền giải ngân từ Kho Bạc Nhà Nước và tiền outflow nhẹ trong hệ thống là một trong những lý do ảnh hưởng đến thanh khoản hệ thống. Với diễn biến đó, ban lãnh đạo các ngân hàng đồng nhất quan điểm rằng chi phí vốn của hệ thống sẽ tăng nhẹ trong thời gian tới và do đó NIM của hệ thống có thể gặp áp lực.
- Chi phí trích lập dự phòng giảm ở nhiều ngân hàng, tăng tốc hoạt động thu hồi nợ trong bối cảnh giao dịch bất động sản ấm trở lại.
- Về thanh tra liên quan tới trái phiếu, ACB và OCB cho biết không nhận quyết định phạt hành chính nào liên quan, khẳng định các lô trái phiếu đều được thanh toán đúng hạn và đầy đủ cho nhà đầu tư. Đồng thời cho biết các ngân hàng sẽ rút kinh nghiệm cho các lô trái phiếu sau này.
- Lợi nhuận các ngân hàng 9T/2025 hầu hết nằm trong khoảng lợi nhuận kỳ vọng năm.
- Các ngân hàng tích cực chuẩn bị cho hoạt động tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược/bán vốn để cải thiện hệ số an toàn vốn. Các ngân hàng như HDB và VIB cho biết đang tích cực trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược. Trong khi đó, VCB hay BID đang thực hiện phát hành riêng lẻ (private placement) để cải thiện hệ số CAR cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo
- Về tình hình thực hiện Thông tư 14/2025/TT-NHNN, VPB, TPB và ACB thông báo đã nộp và đăng ký lộ trình triển khai IRB. Trong khi đó nhiều ngân hàng khác cũng đang trong quá trình chuẩn bị lộ trình để thực hiện trong thời gian tới khi Thông tư 14 sẽ có hiệu lực toàn bộ vào năm 2030.

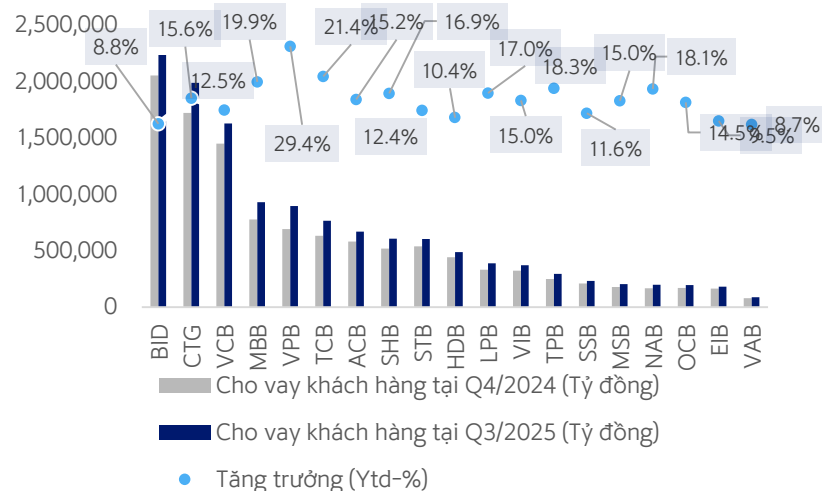
## Tăng trưởng tín dụng tương đối đồng đều trong 9T/2025

### Tín dụng toàn hệ thống ngân hàng năm 2025



Nguồn: Fiinpro, SBV, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng cho vay khách hàng các ngân hàng trên HOSE đạt mức tăng trưởng 15%, tương đương với toàn hệ thống



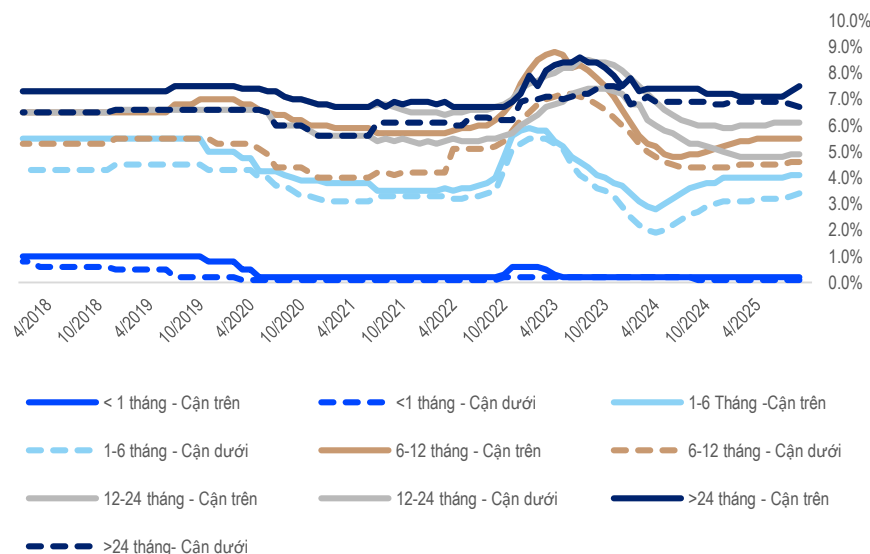
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

\* lưu ý tăng trưởng này chưa tính phần bán nợ cho các ngân hàng yếu kém tại VCB MBB VPB và HDB

- Nhìn chung, nhóm ngân hàng quốc doanh duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng thận trọng hơn so với khối tư nhân. Ngoại lệ đáng chú ý là CTG với mức tăng +15% YTD, trong khi BID và VCB ghi nhận tăng trưởng lần lượt 9% và 12.5% trong 9T/2025. Ở nhóm ngân hàng tư nhân, VPB nổi bật với mức tăng mạnh 29.4%. Trong khi đó, các ngân hàng định hướng bán lẻ như ACB, VIB và TPB cho thấy tỷ trọng cho vay bán lẻ có xu hướng giảm, phản ánh nhu cầu tín dụng phân khúc này chưa thực sự phục hồi rõ nét. Cùng xu hướng, STB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng tương đối khiêm tốn, đạt +12.4% YTD.
- HDB tăng trưởng thấp hơn trung bình ngành (+10.4%), một phần vì bán nợ cho Vikki bank (nếu tính cả khoản bán này thì HDB thông báo tăng trưởng 22.5%). Ban lãnh đạo tự tin vẫn sẽ đạt tăng trưởng tín dụng ở mức tốt và nhu cầu giải ngân sẽ mạnh hơn vào Q4.
- TCB, MBB tăng tốc giải ngân trong Q3/2025. Theo số liệu công bố, hai ngân hàng cho mức tăng trưởng đồng đều ở phân khúc doanh nghiệp và bán lẻ. Ngoài ra, TCB cho biết định hướng trong các năm tới sẽ giảm tỷ trọng cho vay bất động sản.

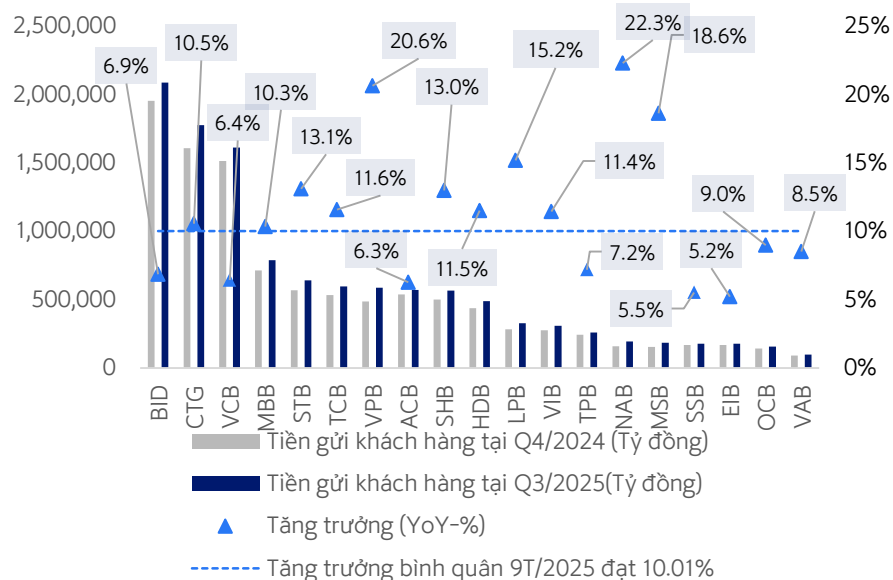
## Huy động tiền gửi khách hàng tiếp tục không theo kịp tăng trưởng cho vay

Lãi suất huy động trung bình của toàn ngành



Nguồn: SBV, Shinhan Securities Vietnam; Số liệu chi tiết được cập nhật chính thức trên website NHNN tới tháng 10/2025

Tăng trưởng tiền gửi khách hàng tại ngân hàng trên HOSE (%)

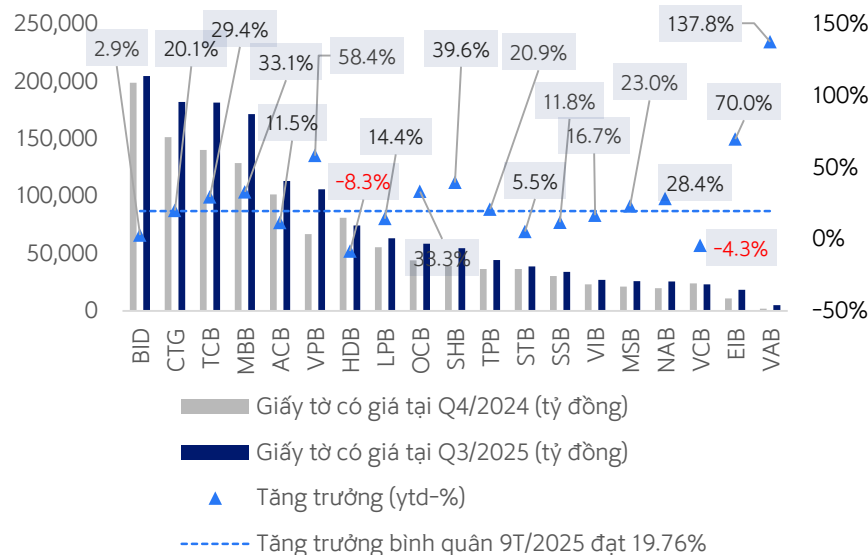


Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

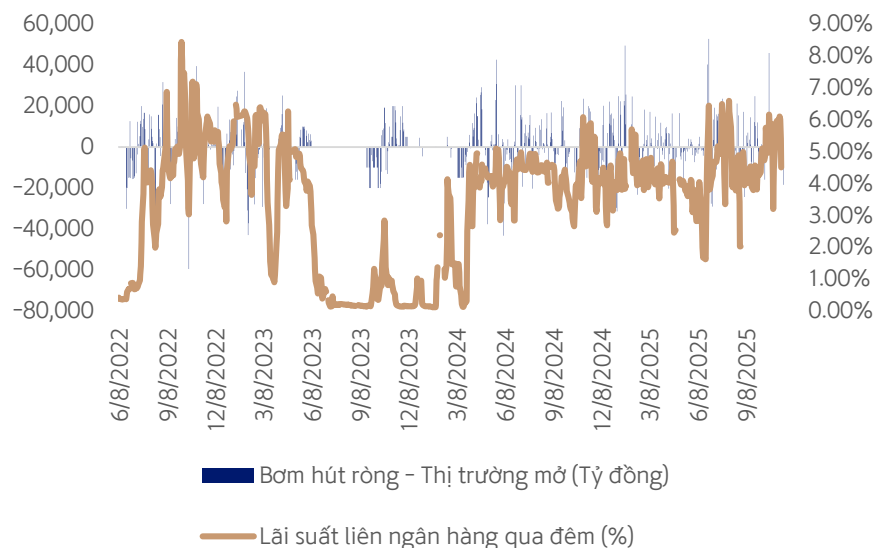
- Tăng trưởng tiền gửi khách hàng của nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE đạt mức tăng 10.0% cuối Q3/2025. Trong bối cảnh lãi suất huy động quanh mức thấp lịch sử, các ngân hàng huy động tiền gửi khách hàng chậm hơn mức tăng trưởng về cho vay (10% so với 15%).
- Lãi suất tiền gửi tại các ngân hàng ngoài big4 đã tăng nhẹ từ Q3/2025. Tính từng giữa năm tới nay, lãi suất huy động các ngân hàng TMCP kỳ hạn 6-12 tháng tăng quanh mức 20-30bps, trong khi đó nhóm ngân hàng quốc doanh giữ ổn định mức lãi suất như nửa đầu 2025.
- Các ngân hàng cho biết đây là xu hướng hợp lý trong bối cảnh nhu cầu cho vay cải thiện, dư nợ cho vay khách hàng tăng nhanh hơn dư nợ huy động tiền gửi khách hàng tại toàn ngành.

## Kênh huy động giấy tờ có giá đóng vai trò quan trọng, lãi suất liên ngân hàng tăng cao tại một số thời điểm

### Đẩy mạnh huy động giấy tờ có giá



### Hoạt động thị trường mở hoạt động mạnh mẽ vào cuối Q3



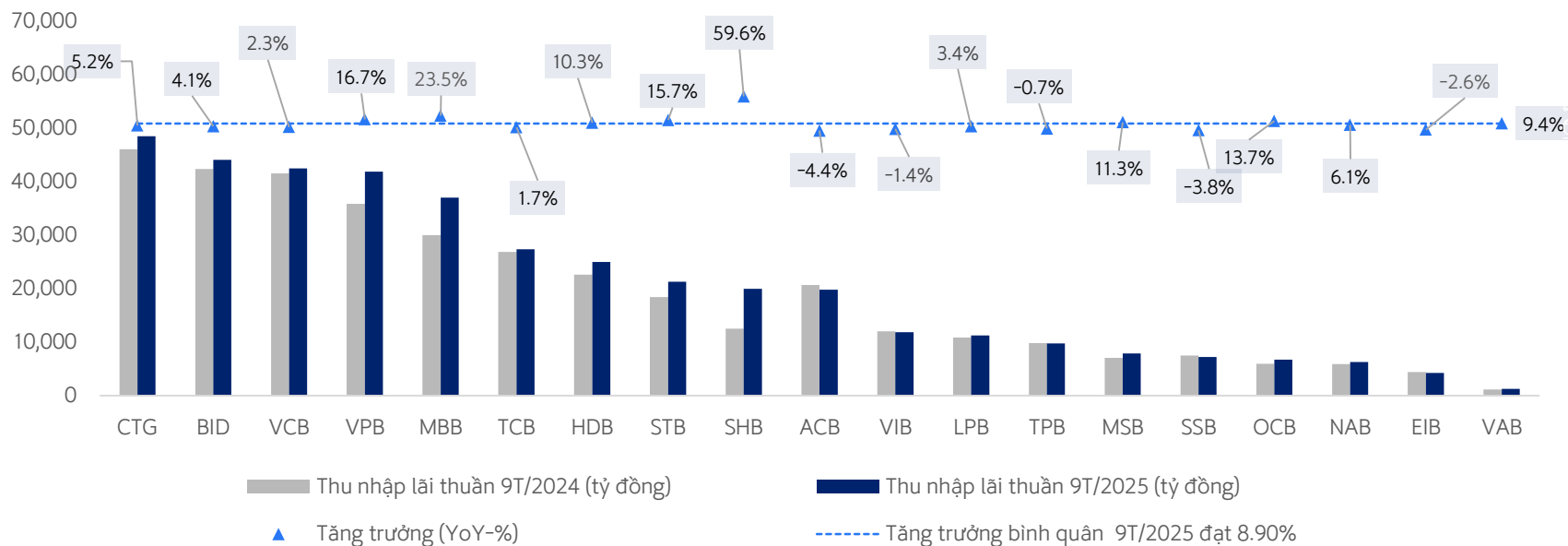
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Giấy tờ có giá (CDs và Trái phiếu) là kênh huy động quan trọng của ngành ngân hàng trong các năm gần đây khi huy động tiền gửi khách hàng thấp hơn đáng kể so với tăng trưởng cho vay toàn hệ thống. Tính tới Q3/2025, huy động qua kênh này tăng 19.76%.
- Về thị trường 2, lãi suất liên ngân hàng một số thời điểm tăng vọt lên 6%, thanh khoản thị trường liên ngân hàng gặp áp lực cục bộ tại một vài thời điểm. Theo ban lãnh đạo của VCB, tiền gửi Kho Bạc Nhà Nước với giải ngân đầu tư công chậm là một trong những lý do quan trọng gây áp lực lên thị trường liên ngân hàng. Lãi suất tăng đã tác động lên chi phí vốn của các ngân hàng trong Q3/2025. Với diễn biến như vậy, NHNN đã rất tích cực điều tiết thị trường thông qua nghiệp vụ mở. Tính tới thời điểm tháng 11/2025, tổng lượng lưu hành trên OMO gần hơn 250,000-300,000 tỷ đồng. Thêm vào đó, NHNN cũng đã sử dụng kỳ hạn dài 105 ngày vào những phiên ngày 11 -12 tháng 11/2025 để đảm bảo thanh khoản cho hệ thống cho vài tháng tới.

## NIM mỏng đi, thu nhập lãi toàn ngành nhìn chung đi ngang trong 9T/2025

Thu nhập lãi thuần của các ngân hàng niêm yết trên HOSE Q3/2025

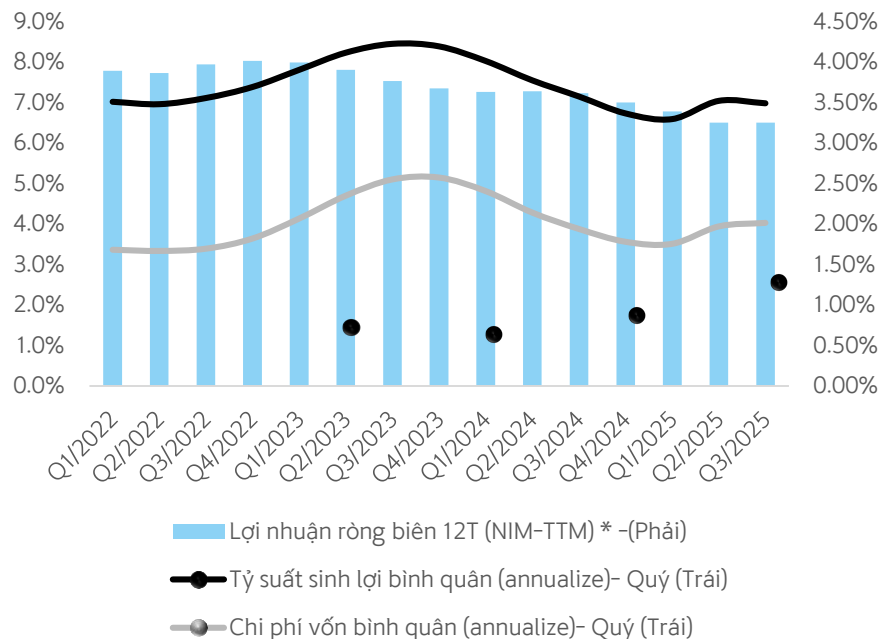


Nguồn: Finpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Cơ cấu cho vay tập trung tăng trưởng từ mảng doanh nghiệp, các ngân hàng cũng đẩy mạnh hỗ trợ lãi suất để tìm kiếm tăng trưởng cho vay, trong bối cảnh mảng cá nhân phục hồi chậm. Theo quan sát của chúng tôi, Q3 và Q4/2025, chi phí vốn tại nhiều ngân hàng nhích nhẹ lên từ nền lãi suất thấp ở cả thị trường 2 và thị trường 1.
- Xét về danh mục chứng khoán đầu tư cải thiện yield nhờ vào lợi suất trái phiếu chính phủ cải thiện mạnh trong năm 2025.
- Với định hướng hỗ trợ lãi suất thấp cho nền kinh tế, chúng tôi cho rằng NIM của ngân hàng khó có thể cải thiện mạnh trong năm 2026 và nhiều khả năng sẽ đi ngang ổn định tại mức thấp hiện tại.

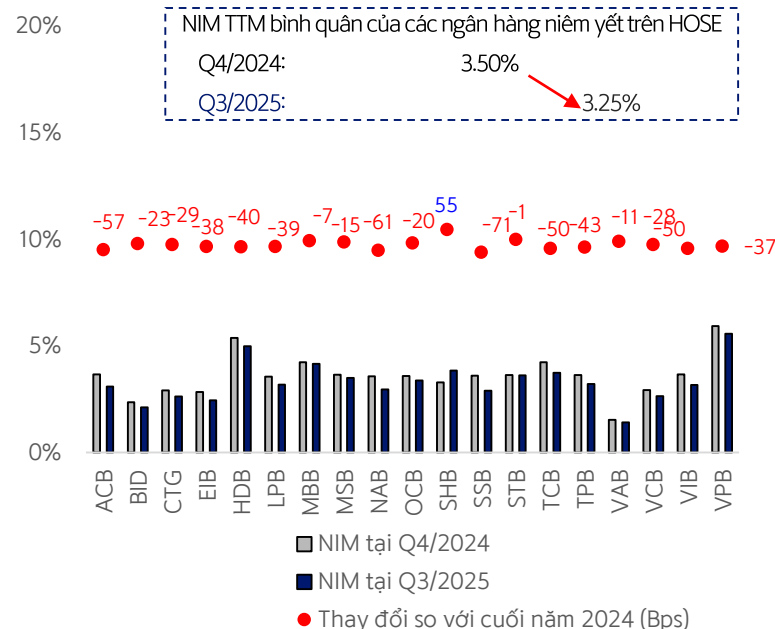
## Chênh lệch lãi suất (interest spread) co lại trước áp lực cạnh tranh

Tỷ lệ sinh lãi bình quân (IAE), Chi phí vốn bình quân (COF), Lợi nhuận ròng biên (NIM) của các ngân hàng trên HOSE 2022-2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận ròng biên (NIM) – TTM

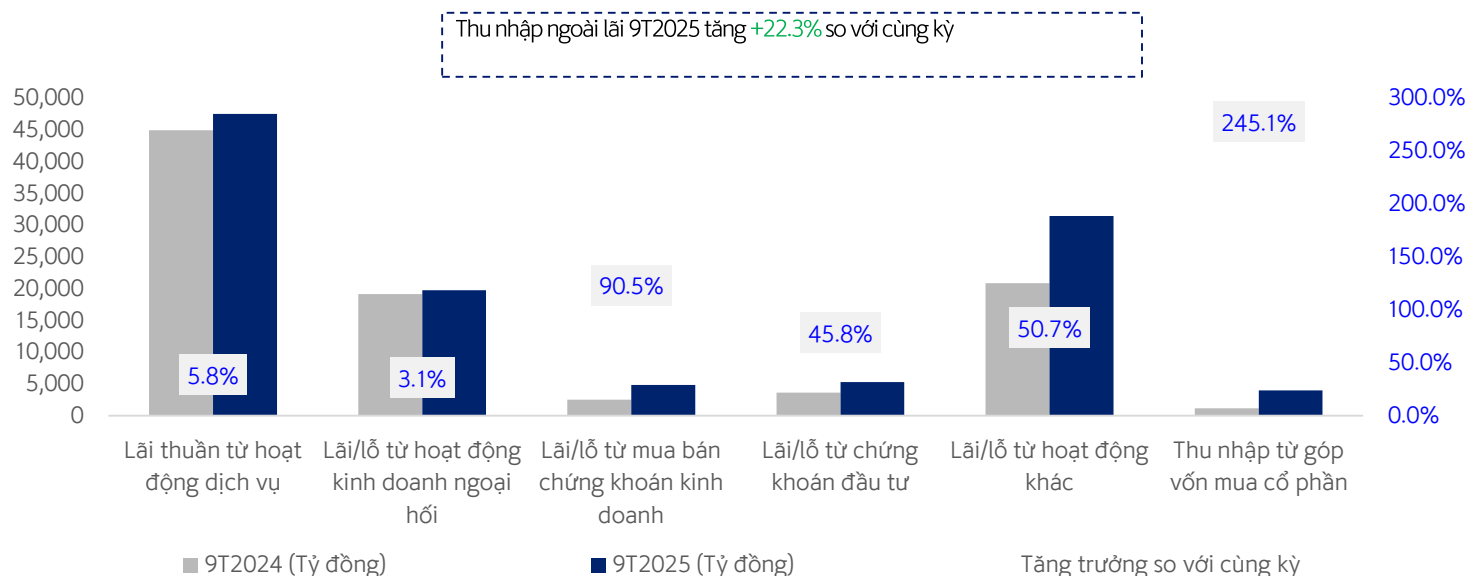


Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Tới cuối Q3/2025, NIM của các ngân hàng trên HOSE ở mức 3.25%, ổn định so với quý trước và giảm nhẹ 15bps so với cuối 2024. Hầu hết các ngân hàng đều cho thấy mức NIM thu hẹp so với cuối 2024 (ngoại trừ SHB tăng 55bps).
- Lợi suất tài sản bình quân của ngân hàng có sự cải thiện của lợi suất trái phiếu chính phủ qua đó giữ NIM Q2 và Q3/2025 không giảm mạnh ở các ngân hàng.
- Lợi suất trái phiếu chính phủ tăng đáng kể từ mức 3.1% cuối 2024 lên mức hơn 4.0% vào tháng 11/2025. Tính đến tháng 10/2025, đã có 283,429 tỷ đồng TPCP được phát hành thành công (thấp hơn lượng huy động thành công trong cùng kỳ 2024). Với góc nhìn lãi suất khó có thể giảm thêm, các lô trái phiếu chính phủ đã buộc phải tăng lãi suất mới hy vọng phát hành thành công.

## Hoạt động thu hồi nợ xấu chuyển biến tích cực dù luật hóa Nghị quyết 42 chưa có hiệu lực

### Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng tốt trong Q3/2025



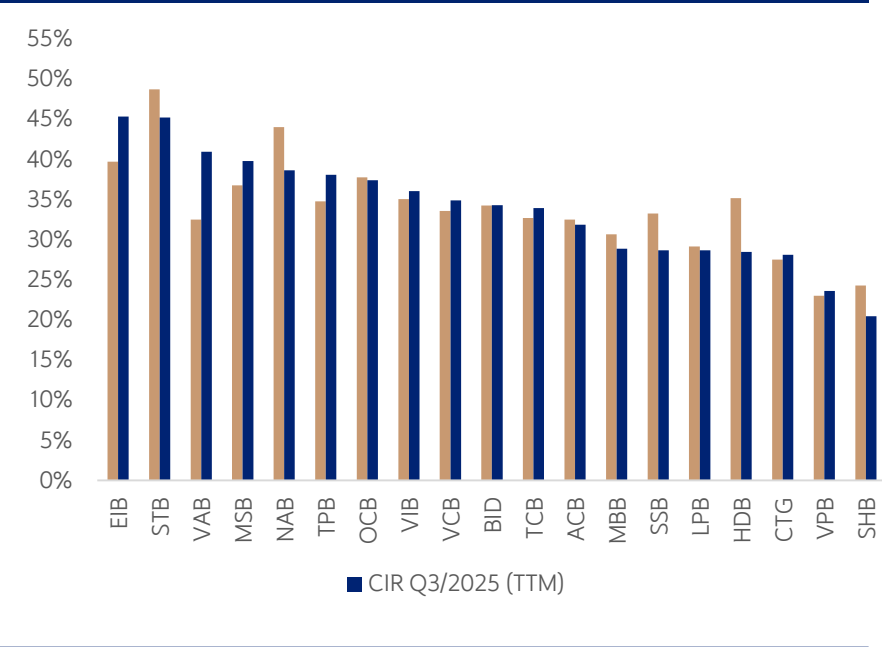
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng hơn 22.3% trong 9T/2025, đà tăng này được thúc đẩy bởi thu nhập hoạt động khác (chủ yếu từ xử lý tài sản đảm bảo) và thu nhập từ góp vốn mua cổ phần. Sau khi xóa (write off) nợ xấu ra khỏi nội bảng, thị trường bất động sản ấm lên trong thời gian qua đã giúp ngân hàng gia tăng thu nhập khác (+50.7% YoY).
- Thu nhập phí dịch vụ 9T/2025 tăng nhẹ 5.8% YoY. Điểm tích cực trong 9T đến từ sự phục hồi của thu từ hoạt động bảo hiểm. Các ngân hàng cho thấy sự phục hồi tốt có thể kể đến như MBB (+10%), VPB (+46%), TCB (+49%), VIB (+39%).
- Ban lãnh đạo ACB trong tháng 10/2025 đã cho biết về kế hoạch lập công ty con trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ và kỳ vọng mảng này. Xu hướng mở rộng này cũng được thấy ở ngân hàng TCB với công ty hai công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ; trong khi đó VPB cũng có kế hoạch góp vốn thành lập công ty con (đã được thông qua tại ĐHCĐ 2025) trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ với mức vốn 2,000 tỷ đồng. Xu hướng này thể hiện góc nhìn lạc quan của ngân hàng về mảng bảo hiểm trong các năm tới.



ROE có sự phân hóa dù nhìn chung vẫn ở mức thấp so với giai đoạn 2020–2022

CIR duy trì ổn định trong năm 2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

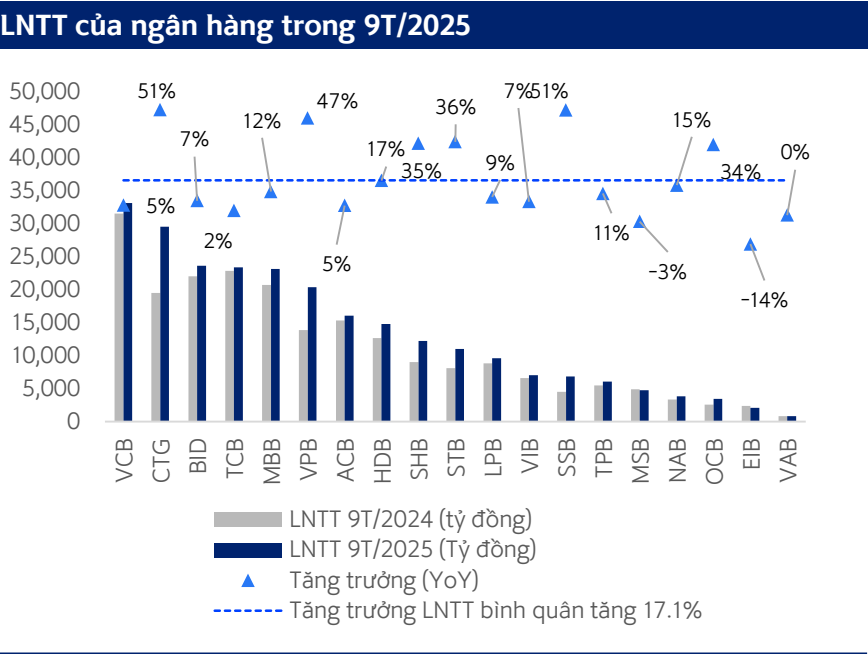
Hiệu quả hoạt động có sự phân hóa trong năm 2025

| MCK      | ROE TTM<br>cuối Q4/2024 (%) | ROE TTM<br>cuối Q3/2025 (%) | Thay đổi (bps) |
|----------|-----------------------------|-----------------------------|----------------|
| ACB      | 21.75%                      | 20.42%                      | -132           |
| BID      | 18.45%                      | 16.89%                      | -156           |
| CTG      | 18.38%                      | 21.44%                      | 307            |
| EIB      | 13.99%                      | 12.01%                      | -199           |
| HDB      | 24.77%                      | 23.79%                      | -98            |
| LPB      | 25.10%                      | 24.63%                      | -47            |
| MBB      | 21.18%                      | 19.99%                      | -118           |
| MSB      | 16.21%                      | 14.23%                      | -197           |
| NAB      | 20.89%                      | 20.00%                      | -89            |
| OCB      | 10.54%                      | 12.32%                      | 178            |
| SHB      | 17.06%                      | 19.24%                      | 219            |
| SSB      | 14.75%                      | 18.09%                      | 334            |
| STB      | 20.03%                      | 21.56%                      | 153            |
| TCB      | 15.40%                      | 13.58%                      | -182           |
| TPB      | 17.27%                      | 17.15%                      | -12            |
| VCB      | 18.59%                      | 17.00%                      | -159           |
| VIB      | 18.06%                      | 17.74%                      | -31            |
| VPB      | 10.99%                      | 13.69%                      | 270            |
| VAB      | 9.98%                       | 8.90%                       | -108           |
| Trung vị | 18.06%                      | 17.74%                      | -31            |

Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Xu hướng kiểm soát chặt chẽ CIR, tình giảm nhân sự được các ngân hàng thực hiện mạnh mẽ trong thời điểm cuối 2024 đầu 2025. Ngân hàng có tỷ lệ chi phí/ thu nhập (CIR) cao như STB cho biết xu hướng cắt giảm nhân sự sẽ tiếp tục diễn ra trong các năm tiếp theo. CIR của STB bước đầu có thay đổi tích cực khi giảm từ mức 49% về mức 45%. Ở xu hướng ngược lại, tỷ lệ CIR ở nhóm ngân hàng như EIB, VAB, MSB hay TPB tăng so với cuối 2024.
- Hiệu quả hoạt động ngân hàng phân hóa trong 9T/2025. CTG cải thiện ROE nhờ tăng trưởng tín dụng tích cực và đồng thời giảm chi phí dự phòng và thu hồi nợ tốt; OCB và STB cũng ghi nhận tích cực từ giảm trích lập. VPB cải thiện đồng đều các mảng kinh doanh (các công ty con như VPBankS và FE Credit đều cho thấy tăng trưởng khả quan), giúp ROE phục hồi từ đáy 2023–2024. Trong khi đó, SSB hưởng lợi từ hoàn tất chuyển nhượng PTF cho AEON Financial Services.

Lợi nhuận 9T/2025 phù hợp với kế hoạch mục tiêu



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

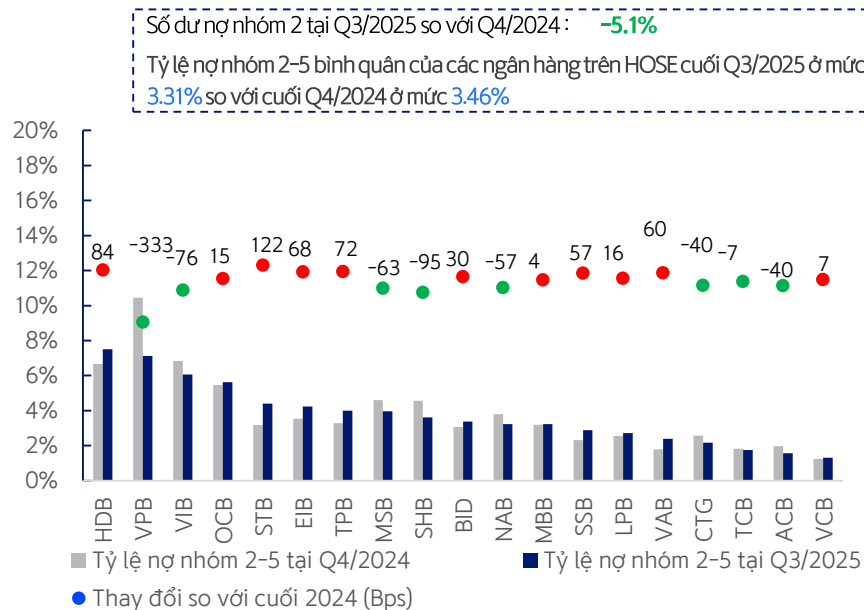
| LNTT so với kế hoạch mục tiêu của các ngân hàng trong năm 2025 |                       |                              |               |
|----------------------------------------------------------------|-----------------------|------------------------------|---------------|
| MCK                                                            | LNTT 9T2025 (Tỷ đồng) | LNTT kế hoạch 2025 (Tỷ đồng) | Thực hiện (%) |
| ACB                                                            | 16,072                | 23,106                       | 70%           |
| BID*                                                           | 23,632                | 34,224                       | 69%           |
| CTG*                                                           | 29,535                | 33,987                       | 87%           |
| EIB                                                            | 2,049                 | 5,185                        | 40%           |
| HDB                                                            | 14,803                | 21,247                       | 70%           |
| LPB                                                            | 9,612                 | 14,870                       | 65%           |
| MBB                                                            | 23,139                | 31,712                       | 73%           |
| MSB                                                            | 4,760                 | 8,008                        | 59%           |
| NAB                                                            | 3,811                 | 5,000                        | 76%           |
| OCB                                                            | 3,431                 | 5,328                        | 64%           |
| SHB                                                            | 12,201                | 14,462                       | 84%           |
| SSB                                                            | 6,812                 | 6,462                        | 105%          |
| STB                                                            | 10,988                | 14,628                       | 75%           |
| TCB                                                            | 23,385                | 31,504                       | 74%           |
| TPB                                                            | 6,048                 | 8,968                        | 67%           |
| VCB                                                            | 33,133                | 43,714                       | 76%           |
| VIB                                                            | 7,046                 | 10,985                       | 64%           |
| VPB                                                            | 20,396                | 26,817                       | 76%           |
| VAB                                                            | 789                   | 1,306                        | 60%           |
| Tổng                                                           | 251,641               | 341,515                      | 74%           |

Nguồn: Tổng hợp từ ĐHCĐ 2025, \* tính bình quân từ mục tiêu tăng trưởng 5-10%

- Xét trong 9T/2025, lợi nhuận các ngân hàng trên HOSE tăng trưởng 17.1%, hoàn thành tổng ở mức 74% so với kế hoạch được ĐHCĐ thông qua. Trong đó, SSB đã đạt kế hoạch lợi nhuận trong 9T 2025 đóng góp không nhỏ từ hoạt động bán vốn công ty con. SHB cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ kinh doanh lãi – thu nhập lãi khi tích cực cả tăng trưởng cho vay và cải thiện NIM. CTG cũng là ngân hàng có tỷ lệ thực hiện kế hoạch khả quan nhờ giảm mạnh chi phí trích lập dự phòng và tăng trưởng cho vay trên trung bình ngành.
- Một số ngân hàng quy mô vừa và nhỏ thực hiện chưa tốt như theo kế hoạch lợi nhuận mục tiêu, như EIB (40%), OCB (64%), MSB (59%), VAB (60%).
- Nhìn tổng thể, các ngân hàng trên HOSE thực hiện tương đối phù hợp với kế hoạch mục tiêu, đạt tổng ở mức 74%.

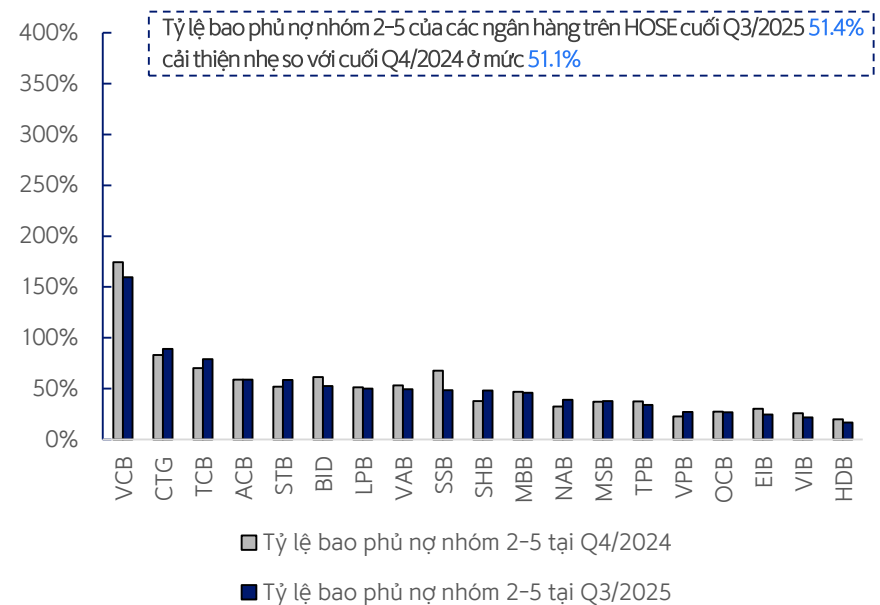
## Nợ nhóm 2 duy trì xu hướng giảm so với cuối 2024 dù có tăng nhẹ trong Q3/2025

Tỷ lệ nợ nhóm 2-5 tại các ngân hàng trên HOSE cuối Q3/2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 ngân hàng trên HOSE cuối Q3/2025

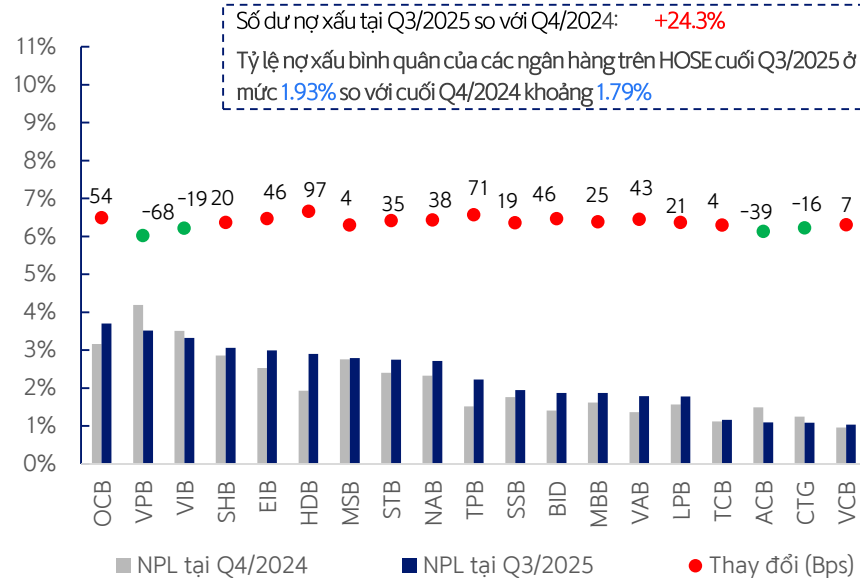


Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Nhìn chung tuy có tăng nhẹ trong Q3/2025, nhìn tổng thể nợ nhóm 2 của các ngân hàng niêm yết trên HOSE cho thấy xu hướng giảm (-5.1% ytd). Nợ nhóm 2-5 cũng cho thấy mức cải thiện từ mức 3.46% cuối Q4/2024 xuống mức 3.31% cuối Q3/2025. VPB cho thấy sự cải thiện đáng kể nhất ngành khi giảm mạnh nợ quá hạn từ hơn 10% xuống 7.13%, trong khi đó BID, HDB, TPB, STB hay EIB chịu áp lực tăng.
- Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 cải thiện nhẹ từ mức 51.1% cuối Q4/2024 lên mức 51.4% cuối Q3/2025. Xu hướng đến từ giảm tỷ lệ hình thành nợ xấu và hoạt động thu hồi nợ cải thiện trong 9T/2025.

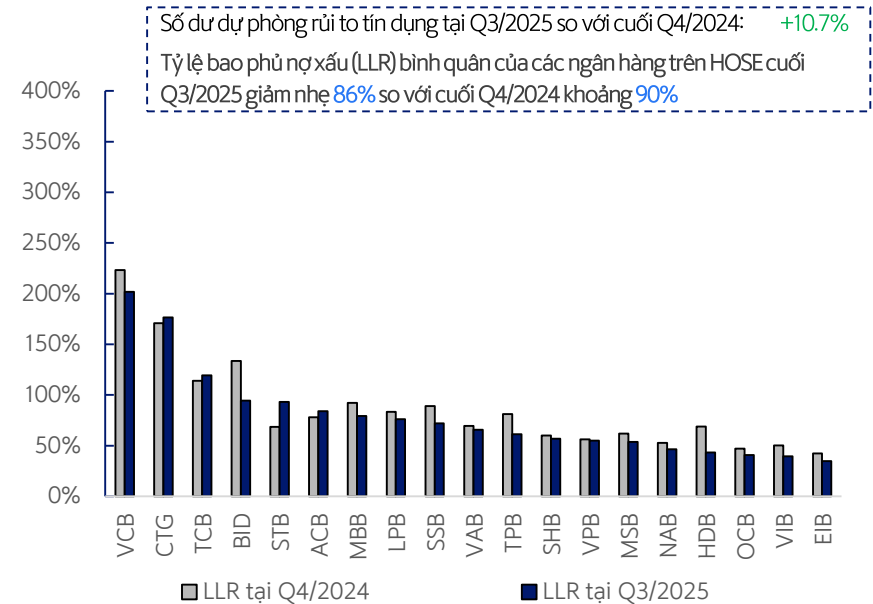
## Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ, phù hợp với dự báo của chúng tôi

### Nợ xấu ngân hàng trên HOSE cuối Q3/2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

### Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ngân hàng trên HOSE cuối Q3/2025

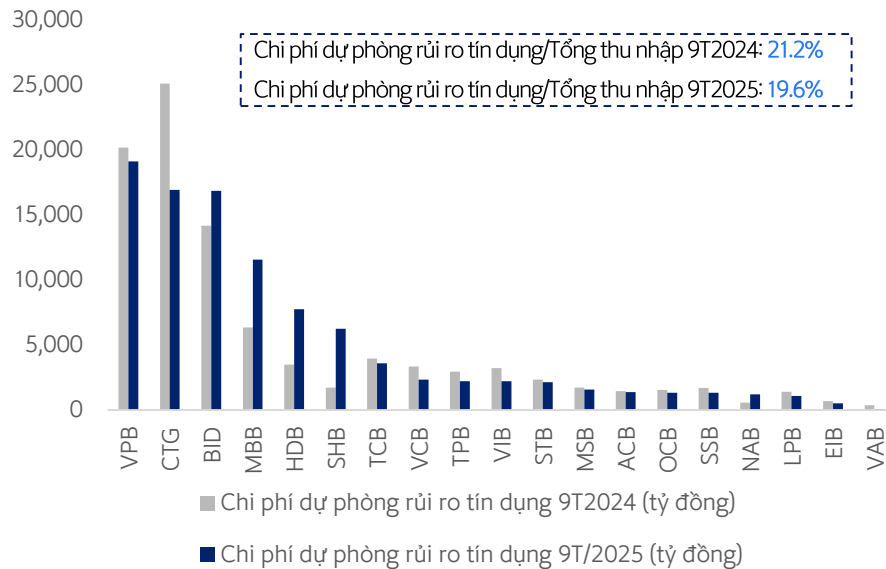


Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Số dư nợ xấu cuối Q3/2025 tăng 24.3% so với cuối năm 2024. Tỷ lệ nợ xấu cuối Q2/2025 tăng nhẹ lên 1.93%. Tuy vậy, xu hướng nợ xấu tăng nhẹ trong khi nợ quá hạn (nhóm 2-5) giảm hàm ý chất lượng tài sản của các ngân hàng nhìn chung vẫn đang được kiểm soát trong hiện tại và tương lai sẽ dần bớt áp lực tăng nợ xấu (khi mà nợ nhóm 2 nhìn chung vẫn duy trì xu hướng giảm)
- Một số ngân hàng cho thấy sự cải thiện tốt có thể kể đến là VPB, ACB và CTG khi đều ghi nhận giảm tỷ lệ nợ xấu sau 9T/2025.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ổn định hiện đang ở mức 86% cuối Q3/2025 (cải thiện so với mức 77% cuối Q2/2025). Nhóm ngân hàng quốc doanh VCB, CTG hay BID vẫn là nhóm cho thấy tỷ lệ bao phủ nợ xấu tốt hơn toàn ngành, dù BID đã suy giảm đáng kể tỷ lệ này trong Q3/2025.

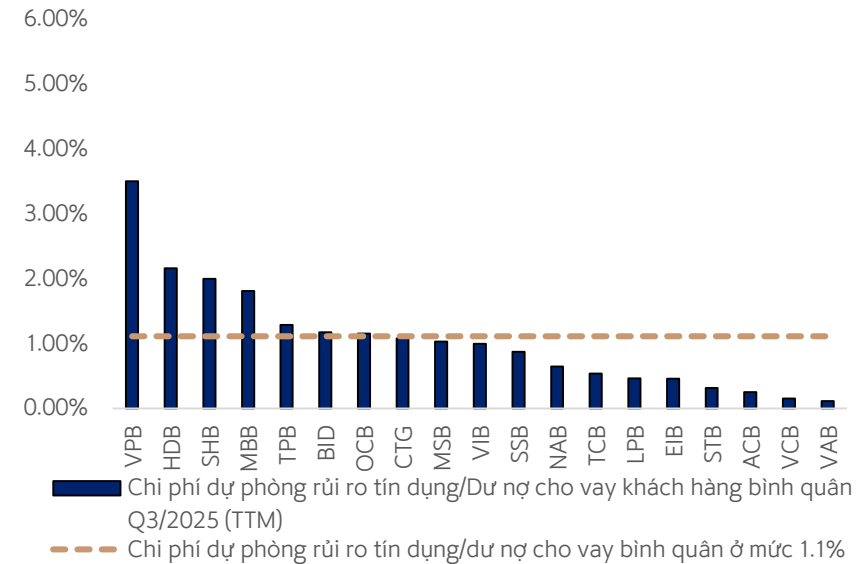
## Thị trường bất động sản ấm lên giúp chi phí trích lập dự phòng giảm tại một số ngân hàng

### Chi phí trích lập dự phòng của ngân hàng trong 9T/2025



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

### Chi phí trích lập dự phòng/dư nợ cho vay bình quân (%)

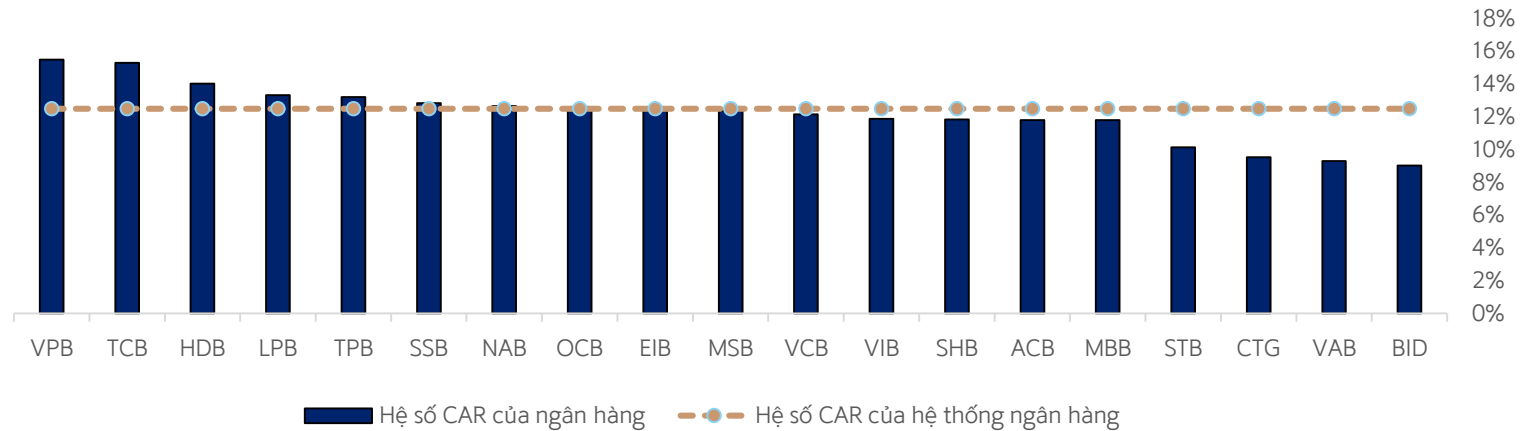


Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Chi phí rủi ro tín dụng bình quân (TTM) của các ngân hàng HOSE đang ở mức 1.1%, giảm so với mức 1.31% cùng kỳ 2024. Điều này cho thấy hoạt động thu hồi nợ đã cho thấy sự hiệu quả. Ban lãnh đạo các ngân hàng phần lớn đều cho biết việc kinh tế phục hồi và thị trường bất động sản ấm lên đã giúp cho ngân hàng giảm ghi nhận trích lập dự phòng trong kỳ.
- Nghị quyết 42 chính thức được luật hóa và có hiệu lực kỳ vọng sẽ là yếu tố quan trọng giúp chi phí tín dụng của ngân hàng được giữ ở mức thấp. Tuy vậy, một số chính sách như dự thảo không thu giữ tài sản thế chấp là nhà ở duy nhất, hay những biến động về thời gian xử lý hồ sơ trong thời gian đầu sáp nhập đơn vị hành chính có thể khiến hoạt động thu hồi nợ của ngân hàng chậm hơn so với dự báo.

## Hệ số CAR của hệ thống ở mức 12.5%

### Hệ số CAR của ngân hàng cuối 2024 (%)



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Các thương vụ bán vốn kỳ vọng sẽ giúp các ngân hàng cải thiện hệ số CAR trong thời gian tới.
- Một số thương vụ đang trong quá trình thực hiện:

**Nhóm ngân hàng quốc doanh:** VCB (tối đa 6.5% số cổ phiếu lưu hành) và BID (3.84% vốn cổ phiếu lưu hành) với thương vụ phát hành riêng lẻ/công chúng, khả năng thực hiện vào 2026.

#### Nhóm ngân hàng tư nhân:

- HDB và VIB đang trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược. Ban lãnh đạo của hai ngân hàng này chia sẻ định hướng tìm kiếm nhà đầu tư có thể mạnh trong mảng bán lẻ.
- SHB dự kiến phát hành 4.35% cổ phiếu lưu hành cho nhà đầu tư chuyên nghiệp và thực hiện song song chào bán cho cổ đông hiện hữu

Ngoài ra, trong năm 2026, một số ngân hàng nhỏ lên kế hoạch niêm yết trên HOSE bao gồm: KienlongBank, VietBank, BVBank và SaigonBank. Việc niêm yết có thể mở cơ hội huy động vốn cho các ngân hàng này trong các năm tới.

## Tổ chức kinh tế vẫn dự báo tăng trưởng GDP cho Việt Nam thận trọng

### Dự phóng đồng thuận một số nền kinh tế trên thế giới cho giai đoạn 2025-2027

| Chỉ số         | Tăng trưởng GDP |              |              | CPI          |              |              | Tỷ lệ thất nghiệp |              |              |
|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|
| Quốc gia/Năm   | 2025            | 2026         | 2027         | 2025         | 2026         | 2027         | 2025              | 2026         | 2027         |
| <b>Vietnam</b> | <b>7.2 %</b>    | <b>6.8 %</b> | <b>6.4 %</b> | <b>3.4 %</b> | <b>3.5 %</b> | <b>3.5 %</b> | <b>2.3 %</b>      | <b>2.3 %</b> | <b>2.2 %</b> |
| China          | 4.9 %           | 4.3 %        | 4.1 %        | 0.0 %        | 0.8 %        | 1.0 %        | 5.2 %             | 5.1 %        | 5.1 %        |
| Hong Kong      | 2.8 %           | 2.2 %        | 2.3 %        | 1.6 %        | 1.9 %        | 1.9 %        | 3.4 %             | 3.3 %        | 3.4 %        |
| India          | 6.4 %           | 6.7 %        | 6.5 %        | 4.6 %        | 2.4 %        | 4.2 %        |                   |              |              |
| Indonesia      | 4.9 %           | 4.9 %        | 5.0 %        | 1.9 %        | 2.5 %        | 2.6 %        | 5.0 %             | 5.0 %        | 4.9 %        |
| South Korea    | 1.0 %           | 1.9 %        | 1.9 %        | 2.0 %        | 1.9 %        | 1.9 %        | 2.8 %             | 2.9 %        | 2.8 %        |
| Malaysia       | 4.3 %           | 4.3 %        | 4.3 %        | 1.8 %        | 2.1 %        | 2.0 %        | 3.1 %             | 3.2 %        | 3.2 %        |
| Phillipines    | 5.4 %           | 5.7 %        | 6.0 %        | 1.8 %        | 2.8 %        | 3.0 %        | 4.1 %             | 4.2 %        | 4.1 %        |
| Singapore      | 3.0 %           | 1.9 %        | 2.5 %        | 0.9 %        | 1.5 %        | 1.7 %        | 2.1 %             | 2.2 %        | 2.1 %        |
| Taiwan         | 5.2 %           | 2.5 %        | 2.7 %        | 1.7 %        | 1.6 %        | 1.7 %        | 3.4 %             | 3.5 %        | 3.4 %        |
| Thailand       | 2.1 %           | 1.8 %        | 2.5 %        | 0.2 %        | 0.8 %        | 1.1 %        | 1.0 %             | 1.1 %        | 1.1 %        |
| USA            | 1.9 %           | 1.8 %        | 2.0 %        | 2.8 %        | 2.9 %        | 2.5 %        | 4.2 %             | 4.4 %        | 4.3 %        |
| Japan          | 1.1 %           | 0.7 %        | 0.8 %        | 3.0 %        | 1.8 %        | 1.9 %        | 2.5 %             | 2.4 %        | 2.3 %        |
| Euro           | 1.3 %           | 1.1 %        | 1.5 %        | 2.1 %        | 1.8 %        | 2.0 %        | 6.3 %             | 6.3 %        | 6.2 %        |
| United Kingdom | 1.4 %           | 1.2 %        | 1.4 %        | 3.4 %        | 2.5 %        | 2.1 %        | 4.7 %             | 4.8 %        | 4.6 %        |
| Canada         | 1.2 %           | 1.1 %        | 1.9 %        | 2.1 %        | 2.0 %        | 2.0 %        | 6.9 %             | 6.8 %        | 6.3 %        |
| Australia      | 1.7 %           | 2.2 %        | 2.3 %        | 2.6 %        | 2.7 %        | 2.5 %        | 4.2 %             | 4.4 %        | 4.3 %        |
| Sweden         | 1.2 %           | 2.1 %        | 2.2 %        | 0.8 %        | 1.1 %        | 1.9 %        | 8.7 %             | 8.4 %        | 7.8 %        |
| New Zealand    | 0.3 %           | 2.3 %        | 2.6 %        | 2.7 %        | 2.1 %        | 2.1 %        | 5.2 %             | 4.9 %        | 4.5 %        |
| Switzerland    | 1.1 %           | 1.2 %        | 1.6 %        | 0.2 %        | 0.6 %        | 0.8 %        | 2.9 %             | 3.2 %        | 3.0 %        |
| Denmark        | 1.8 %           | 2.0 %        | 2.0 %        | 1.9 %        | 1.8 %        | 2.0 %        | 6.2 %             | 6.3 %        |              |
| Norway         | 1.9 %           | 1.6 %        | 1.7 %        | 2.9 %        | 2.3 %        | 2.2 %        | 4.5 %             | 3.9 %        | 3.6 %        |
| Germany        | 0.3 %           | 1.0 %        | 1.5 %        | 2.2 %        | 2.0 %        | 2.1 %        | 6.3 %             | 6.3 %        | 6.0 %        |
| France         | 0.7 %           | 0.9 %        | 1.2 %        | 1.0 %        | 1.5 %        | 1.8 %        | 7.5 %             | 7.6 %        | 7.6 %        |
| Italy          | 0.5 %           | 0.8 %        | 0.9 %        | 1.7 %        | 1.6 %        | 1.9 %        | 6.2 %             | 6.2 %        | 6.0 %        |

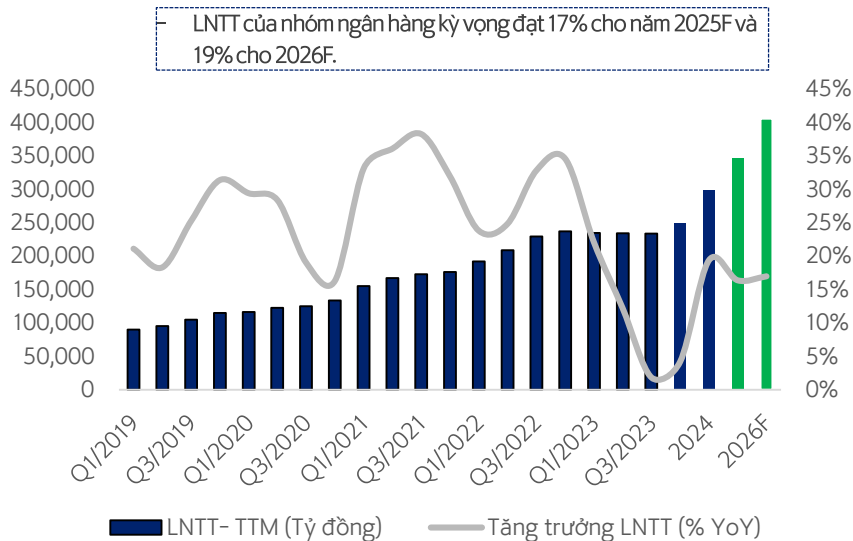
Nguồn: Bloomberg Consensus, Shinhan Securities Vietnam

- Ngày 13/11/2025, Quốc hội thông qua quyết định tăng trưởng kinh tế năm sau phấn đấu từ 10% trở lên, GDP bình quân đầu người đạt 5,400-5,500 USD. Lạm phát kiểm soát ở mức khoảng 4.5%. Về đầu tư công, Quốc hội yêu cầu khắc phục các điểm nghẽn, đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn ngay từ đầu 2026, nhất là với dự án quan trọng, chương trình mục tiêu quốc gia.
- Các tổ chức độc lập trong khi đó đưa một góc nhìn thận trọng hơn cho 2026 khi tăng trưởng GDP toàn cầu dự kiến sẽ chậm lại, trong đó có Việt Nam (2025: 7.2%, 2026: 6.8%).
- Trong bối cảnh đặt mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ, Fitch Rating có đưa ra cảnh báo về tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh tại Việt Nam (nhanh hơn tăng trưởng GDP), dự kiến cuối 2025 tín dụng/GDP tăng lên mức 145%. Tuy vậy, Fitch cũng cho rằng điểm mạnh của Việt Nam bao gồm triển vọng tăng trưởng trung hạn vững chắc, mức nợ thấp hơn các nước cùng xếp hạng, và cấu trúc nợ nước ngoài thuận lợi.



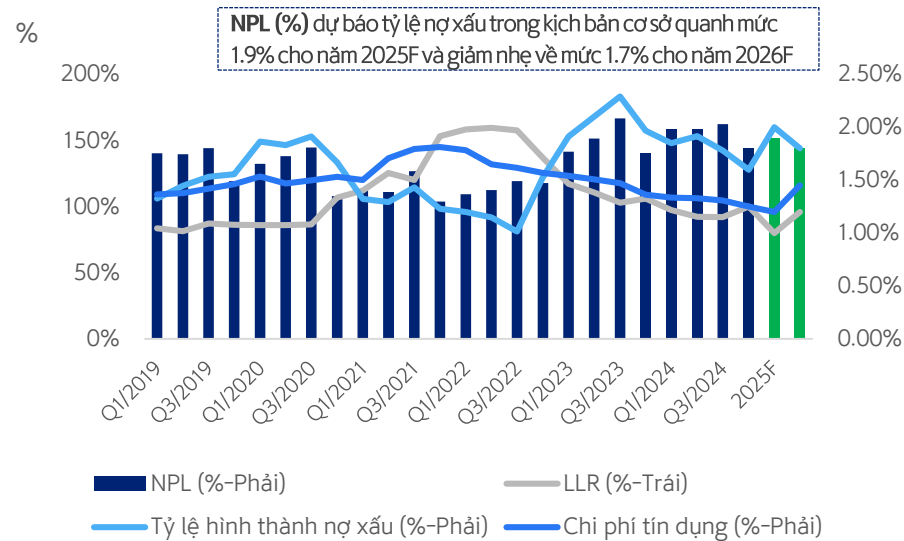
## Chúng tôi dự báo lợi nhuận ngân hàng tăng 17% cho 2025 và cải thiện lên 19% cho 2026

### Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### Dự phóng tỷ lệ nợ xấu (NPL)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### – Giả định chính cho LNTT của 18 ngân hàng niêm yết trên HOSE:

- NIM năm **2025F** chịu áp lực giảm nhẹ do nhu cầu đi vay nhóm bán lẻ có thể không phục hồi như kỳ vọng. Lãi suất cạnh tranh mạnh mẽ cũng là yếu tố khiến cho lãi suất đầu ra chịu áp lực. Chúng tôi giảm NIM dự phóng năm **2025F** về mức **3.2% (từ mức 3.4% trong báo cáo gần nhất)**. Trong năm **2026**, với tình hình chi phí vốn gặp áp lực gia tăng, trong khi khó tăng lãi suất cho vay đầu ra mạnh, chúng tôi dự báo NIM 2026F sẽ đi ngang quanh 3.2%.
- Tăng trưởng tín dụng chúng tôi giữ nguyên mức tăng 16-17% cho năm **2025-2026**.
- Tỷ lệ nợ xấu thận trọng giả định quanh **1.9%** cho năm **2025F** và giảm về **1.7%** cho **2026**. Chi phí tín dụng giả định **1.1%** cho **2025-2026**.
- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng kỳ vọng ở mức **trên 20%** cho giai đoạn **2025-2026**.
- Lợi nhuận trước thuế của ngân hàng năm 2025 ở kịch bản cơ sở ở mức **17% và tăng 19%** cho **2026F**.

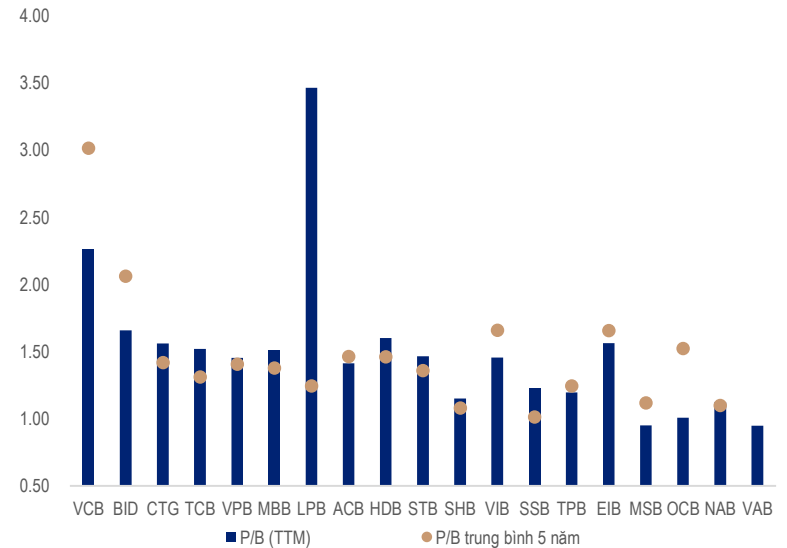
## Định giá đã về lại mức phù hợp

### Định giá của các ngân hàng trên HOSE (P/B)



Nguồn: Bloomberg 25/08/2025, Shinhan Securities Vietnam

### P/B của nhóm cổ phiếu ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Định giá P/B của ngân hàng sau khi vượt mức trung bình 5 năm (đặc biệt là nhóm ngân hàng tư nhân có câu chuyện IPO) đã chiết khấu đáng kể (khoảng 20% từ đỉnh). Tính tới thời điểm hiện tại, P/B của toàn ngành ở mức 1.6x (trung bình 5 năm quanh 1.7x), mức định giá theo chúng tôi là phù hợp và phản ánh tăng trưởng đã thực hiện của năm 2025.
- Với nhiều câu chuyện tích cực về dòng vốn nước ngoài sau khi Việt Nam nâng hạng lên thị trường mới nổi. Một số ngân hàng có câu chuyện về tham gia sàn vàng, sản tài sản số và nhiều thương vụ bán vốn trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng định giá của ngân hàng có thể cải thiện. Trong bối cảnh lợi nhuận nhóm này được dự báo tăng trưởng 19% cho 2026 (tương đương mức tăng 22% cho VCSH), P/B forward của toàn ngành 2026F ở quanh mức 1.4x – thấp hơn đáng kể mức bình quân P/B của ngành.

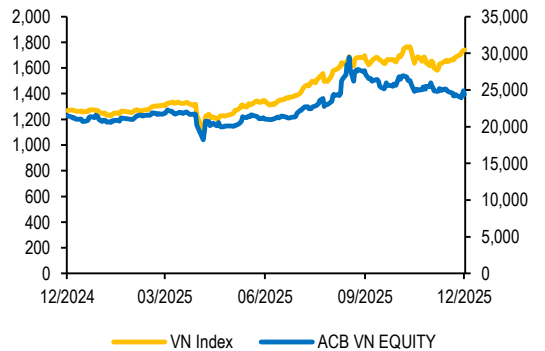
## Ngành ngân hàng| Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngân hàng

| Mã         | Vốn hóa thị trường<br>(tỷ đồng) | Giá hiện tại<br>(VND) | Giá mục tiêu<br>(VND) | Upside (%) | Tăng trưởng LNTT 9T/2025<br>(% YoY) | Tăng trưởng LNTT 2026F<br>(% YoY) | Tài sản/Vốn CSH (x) | NIM (TTM) | NPL (%) | LLR (%) | CIR (TTM) | ROE (TTM) | P/B (TTM) | PB 2026F |
|------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------------|------------|-------------------------------------|-----------------------------------|---------------------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|----------|
| <b>VCB</b> | 479,616                         | 57,400                | 72,000                | 25.4%      | 5%                                  | 12.3%                             | 10.35               | 2.7%      | 1.0%    | 201.9%  | 34.9%     | 17.0%     | 2.26      | 2.13     |
| <b>BID</b> | 260,493                         | 37,100                | 45,000                | 21.3%      | 7%                                  | 17%                               | 19.04               | 2.1%      | 1.9%    | 94.5%   | 34.3%     | 16.9%     | 1.66      | 1.61     |
| <b>CTG</b> | 263,130                         | 49,000                | 60,000                | 22.4%      | 51%                                 | 16%                               | 16.06               | 2.6%      | 1.1%    | 176.5%  | 28.1%     | 21.4%     | 1.56      | 1.51     |
| <b>TCB</b> | 239,161                         | 33,750                | 42,600                | 26.2%      | 2%                                  | 20%                               | 9.55                | 3.7%      | 1.2%    | 119.2%  | 34.0%     | 13.6%     | 1.52      | 1.48     |
| <b>VPB</b> | 232,067                         | 29,250                | 36,000                | 23.1%      | 47%                                 | 26%                               | 12.31               | 5.6%      | 3.5%    | 55.1%   | 23.6%     | 13.7%     | 1.46      | 1.46     |
| <b>MBB</b> | 187,279                         | 23,250                | 30,700                | 32.0%      | 12%                                 | 15%                               | 11.73               | 4.2%      | 1.9%    | 79.2%   | 28.9%     | 20.0%     | 1.50      | 1.32     |
| <b>LPB</b> | 145,182                         | 48,600                | 27,150                | -44.1%     | 9%                                  |                                   | 9.64                | 3.2%      | 1.8%    | 76.1%   | 28.7%     | 24.6%     | 3.43      |          |
| <b>ACB</b> | 124,564                         | 24,250                | 34,000                | 40.2%      | 5%                                  | 16%                               | 8.70                | 3.1%      | 1.1%    | 84.0%   | 31.9%     | 20.4%     | 1.42      | 1.31     |
| <b>HDB</b> | 123,501                         | 32,000                | 38,000                | 18.8%      | 17%                                 | 22%                               | 12.71               | 5.0%      | 2.9%    | 43.4%   | 28.5%     | 23.8%     | 1.60      | 1.79     |
| <b>STB</b> | 91,621                          | 48,600                | 56,000 *              | 15.2%      | 36%                                 | 34%                               | 8.73                | 3.6%      | 2.7%    | 93.3%   | 45.2%     | 21.6%     | 1.46      | 1.44     |
| <b>SHB</b> | 77,174                          | 16,800                |                       |            | 35%                                 |                                   | 12.87               | 3.8%      | 3.1%    | 56.9%   | 20.5%     | 19.2%     | 1.15      |          |
| <b>VIB</b> | 62,974                          | 18,500                | 23,300                | 25.9%      | 7%                                  | 17%                               | 9.30                | 3.2%      | 3.3%    | 39.4%   | 36.1%     | 17.7%     | 1.46      | 1.32     |
| <b>SSB</b> | 49,219                          | 17,300                |                       |            | 51%                                 |                                   | 13.61               | 2.9%      | 2.0%    | 71.9%   | 28.7%     | 18.1%     | 1.22      |          |
| <b>TPB</b> | 47,991                          | 17,300                | 19,714*               | 14.0%      | 11%                                 | 16%                               | 6.62                | 3.2%      | 2.2%    | 61.2%   | 38.1%     | 17.1%     | 1.21      | 1.16     |
| <b>EIB</b> | 40,980                          | 22,000                | 23,200*               | 5.5%       | -14%                                |                                   | 11.12               | 2.5%      | 3.0%    | 34.7%   | 45.4%     | 12.0%     | 1.57      | 1.44     |
| <b>MSB</b> | 41,028                          | 13,150                | 15,700 *              | 19.4%      | -3%                                 |                                   | 10.63               | 3.5%      | 2.8%    | 53.7%   | 39.8%     | 14.2%     | 0.95      | 0.88     |
| <b>OCB</b> | 32,756                          | 12,300                | 15,438*               | 25.5%      | 34%                                 | 22%                               | 11.78               | 3.4%      | 3.7%    | 40.6%   | 37.4%     | 12.3%     | 1.01      | 0.92     |
| <b>NAB</b> | 24,534                          | 14,300                | 17,200 *              | 20.3%      | 15%                                 |                                   | 6.27                | 3.0%      | 2.7%    | 46.4%   | 38.6%     | 20.0%     | 1.12      |          |
| <b>VAB</b> | 8,858                           | 10,850                |                       |            |                                     |                                   | 13.53               | 1.4%      | 1.8%    | 65.5%   | 41.0%     | 8.9%      | 0.95      |          |



|                                   |                       |
|-----------------------------------|-----------------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | VND 34,000            |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | VND 24,200            |
| Suất sinh lời (%)                 | 40.2%                 |
| VNINDEX                           | 1,690                 |
| PE thị trường                     | 13.9                  |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 125,078               |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 5,137                 |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 4,748                 |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 26,500/<br>18,043     |
| KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP) | 15.98                 |
| GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)   | 337                   |
| Sở hữu nước ngoài (%)             | 29.01                 |
| Cổ đông lớn (%)                   | Sather Gate<br>4.99   |
|                                   | Tran Hung Huy<br>3.94 |

| Biến động giá     | 3M    | 6M    | 12M   |
|-------------------|-------|-------|-------|
| Tuyệt đối (%)     | -10.3 | 16.0  | 9.0   |
| So với VNIndex(%) | -14.8 | -13.8 | -28.4 |



Chất lượng tài sản ổn định, kỳ vọng tăng trưởng ngoài lãi nhờ bancassurance và kinh doanh vàng

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB) định hướng chiến lược trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Đây cũng là một ngân hàng có chiến lược phát triển thận trọng, không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Trong năm 2024, ACB có đẩy mạnh tăng trưởng hơn mảng khách hàng doanh nghiệp để đa dạng hóa danh mục cho vay của mình và cũng như hỗ trợ tăng trưởng bền vững hơn trong tương lai. Về chất lượng tài sản, đây là một trong những ngân hàng tiên phong đáp ứng các tiêu chuẩn BASEL III. ACB có tín dụng tăng trưởng tốt và đang ngày càng hoàn thiện mô hình kinh doanh. Với giả định tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2028 bình quân trên 15% và kết quả kinh doanh ổn định trong năm 2024-2025. Mục tiêu của ACB cho năm 2026 là 34,000 VND/cổ phiếu.

Kết quả kinh doanh 9T/2025

- Kết thúc 9T/2025, ACB tăng trưởng tín dụng gần 15.2% ytd. Danh mục cho vay bán lẻ tăng 10.9%: trong đó cho vay mua nhà tăng trưởng 17%, cho vay kinh doanh chỉ tăng 5% Ytd do những thay đổi về chính sách trong thời gian gần đây và nhu cầu nội địa chưa phục hồi mạnh trong 9T/2025. Danh mục cho vay KHDN lại cho thấy một bức tranh khác khi tăng 19.9%.
- NIM TTM cuối Q3/2025 giảm về mức 3.1%, từ mức 3.68% cuối Q4/2024. Ngoài sự cạnh tranh về lãi suất giữa các ngân hàng, việc danh mục KHDN dẫn dắt tăng trưởng cũng là yếu tố góp phần giảm NIM của ngân hàng (KHDN có mức NIM thường thấp hơn nhóm bán lẻ)
- ACB ghi nhận thu nhập phí đi ngang trong 9T/2025. Hoạt động kinh doanh ngoại hối, hoạt động đầu tư từ danh mục chứng khoán kinh doanh, đầu tư và thu nhập khác (phần lớn từ thu hồi nợ) đã giúp cho tổng thu nhập ngoài lãi đạt hơn 5,779 tỷ đồng (+36% YoY)
- Chất lượng tài sản cho thấy sự cải thiện về cả tỷ lệ nợ xấu (giảm về mức 1.09% cuối Q3/2025) và chi phí trích lập dự phòng giảm 5% YoY. Nhờ xu hướng giảm tỷ lệ nợ xấu, ACB đã cải thiện được tỷ lệ bao phủ nợ xấu; tăng từ 78% cuối Q4/2024 lên mức 84% cuối Q3/2024
- Chi phí hoạt động được giữ gần như đi ngang trong 9T/2025. Kết thúc 9T/2025, ACB đạt mức lợi nhuận trước thuế 16,071 tỷ đồng (+4.8% YoY), đạt 70% kế hoạch năm

Quan điểm đầu tư và dự phóng 2025-2026

- ACB có mức nợ xấu nằm trong nhóm tốt nhất ngành. Kiên trì theo đuổi mô hình cho vay bền vững, danh mục khách hàng bán lẻ.
- ACB dự kiến sẽ sản xuất vàng và bắt đầu bán vàng mang thương hiệu của mình từ tháng 11/2025. Trong quá khứ, trước 2012, ACB đã có kinh nghiệm trong kinh doanh mảng này. Với việc được tham gia mảng kinh doanh này, chúng tôi kỳ vọng mảng thu nhập ngoài lãi của ACB sẽ có mức tăng trưởng tốt hơn. Ngoài ra, ACB cũng đã có kế hoạch sẽ phát triển công ty bảo hiểm phi nhân thọ trước Q2/2026, củng cố thêm dự phóng phục hồi thu nhập phí của ACB
- ACB định hướng chiến lược 5 năm bao gồm ROE (>20%), CASA (>30%), Thu nhập ngoài lãi (>20% tổng thu nhập). Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng lợi nhuận 15%/năm trong giai đoạn tới khi nhu cầu vay của danh mục bán lẻ phục hồi là mục tiêu có thể đạt được
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ACB 2025 sẽ tăng trưởng 4.7% YoY, và cải thiện hơn trong 2026 với mức tăng trưởng mục tiêu 16%

Rủi ro: (1) Áp lực nợ xấu tăng từ danh mục cho vay hộ kinh doanh, cá nhân ; (2) Danh mục cho vay bán lẻ tăng trưởng chậm hơn dự báo

| Năm                                              | 2022     | 2023     | 2024     | 2025F    | 2026F    |
|--------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)                     | 23,534   | 24,960   | 27,795   | 30,068   | 35,442   |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)                     | 5,257    | 7,787    | 5,720    | 6,913    | 8,296    |
| Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)                | 28,790   | 32,747   | 33,515   | 36,981   | 43,737   |
| Chi phí hoạt động và trích lập dự phòng(tỷ đồng) | (11,676) | (12,679) | (12,509) | (14,979) | (18,197) |
| Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)                   | 17,114   | 20,068   | 21,006   | 22,002   | 25,540   |
| Tăng trưởng tín dụng (%)                         | 14.31%   | 17.86%   | 18.4%    | 17.00%   | 17.00%   |
| NIM (%)                                          | 4.26%    | 3.93%    | 3.68%    | 3.3%     | 3.4%     |
| ROE (%)                                          | 26.49%   | 24.39%   | 21.75%   | 19.45%   | 19.33%   |



Giá mục tiêu (12 tháng)

Giá hiện tại (28/11/25)

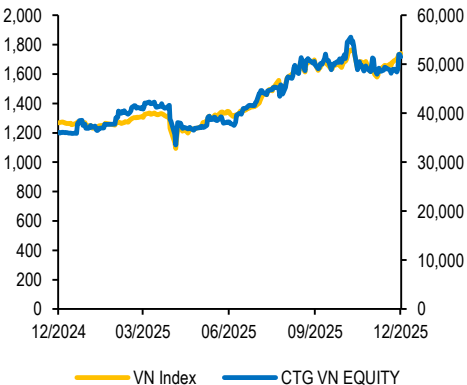
Suất sinh lời (%)

VNINDEX  
PE thị trường  
Vốn hóa (tỷ VND)  
SLCP lưu hành (triệu CP)  
Tỷ do giao dịch (triệu CP)

52-tuần cao/thấp (VND)  
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)  
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)  
Sở hữu nước ngoài (%)

SBV  
Cổ đông lớn (%)

| Biến động giá     | 3M   | 6M   | 12M  |
|-------------------|------|------|------|
| Tuyệt đối (%)     | 2.4  | 33.6 | 41.5 |
| So với VNIndex(%) | -2.1 | 3.8  | 4.1  |



Kỳ vọng cải thiện mặt bằng định giá

VND 60,000

VND 49,000

22.4%

1,690

13.9

276,555

5,370

1,908

56,500/  
33,800

10.58

460

25.58

64.49

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG) là một trong bốn NHTMCP Nhà nước tại Việt Nam, ngân hàng đang đẩy mạnh chuyển dịch danh mục cho vay theo hướng cân bằng hơn giữa khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân, đa dạng hóa danh mục cho vay. Trong 5 năm qua, CTG thể hiện năng lực quản trị rủi ro tín dụng hiệu quả, duy trì tỷ lệ NPL ổn định với tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức cao trong ngành bất chấp biến động của nền kinh tế. Chúng tôi đánh giá khả năng chủ động xử lý nợ và quản trị chất lượng tài sản là một điểm mạnh của CTG trong giai đoạn này. Trong bối cảnh môi trường tín dụng thuận lợi (đẩy mạnh đầu tư công, bất động sản phục hồi), chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ tiếp tục mở rộng quy mô tín dụng và qua đó đạt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận 20%/năm trong 2025-2026. CTG hiện cũng đang có định giá thấp hơn so với các NHTMCP Nhà nước khác như BID và VCB. Với những lý do trên, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG với mức giá mục tiêu 60,000 đồng/cổ phiếu

Kết quả kinh doanh 9T/2025

- Kết thúc 9T/2025, CTG đạt mức tăng trưởng tín dụng 15.6% (quota năm 2025 của CTG ở mức 17%). Cho vay bán lẻ chiếm 40% dư nợ tăng 16% Ytd, được dẫn dắt bởi cho vay mua nhà +18.2% Ytd. Danh mục doanh nghiệp lớn, SMEs và FDI tăng trưởng lần lượt 13.2%, 14.2% và 21% Ytd.
- NIM cuối Q3/2025 giảm về mức 2.6%. Thu nhập lãi thuần 9T/2025 theo đó dù có tăng trưởng cho vay khả quan chỉ tăng nhẹ hơn 5% YoY.
- CASA tiếp tục cải thiện lên mức 25.1% cuối Q3/2025 (tăng đều đặn từ mức 20% năm 2020)
- Thu nhập ngoài lãi của CTG tăng nhẹ 5.81% YoY.
- Thu hồi nợ xấu 9T/2025 đạt 6.8 nghìn tỷ đồng (+13% YoY), ngân hàng đặt mục tiêu 8-10 nghìn tỷ cho năm 2025. Trong Q3/2025, CTG thu hồi chủ yếu liên quan tới một số dự án BOT.
- Tỷ lệ nợ xấu giảm về mức 1.1% cuối Q3/2025 (giảm từ mức 1.25% cuối Q4/2024).
- Lợi nhuận trước thuế của CTG 9T/2025 đạt 29,534.7 tỷ đồng (+51% YoY), hoàn thành gần 90% kế hoạch năm.

Quan điểm đầu tư

- Tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp. Ngân hàng kỳ vọng sẽ trích lập chi phí dự phòng năm 2026 bằng với 2025, qua đó cải thiện chi phí tín dụng
- CTG có thị phần cho vay doanh nghiệp đứng đầu hệ thống và thị phần cho vay bán lẻ đứng thứ 3
- CTG kỳ vọng sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận khả quan cho 2026.

Dự phóng 2025-2026

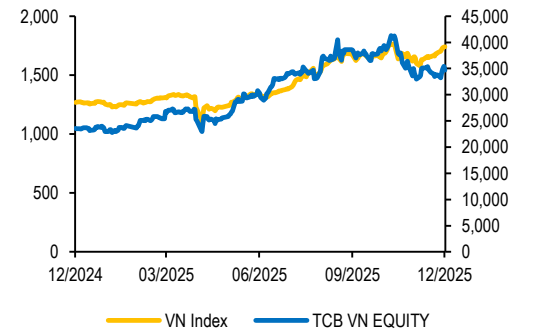
- Chúng tôi giả định CTG sẽ đạt mức tăng trưởng tín dụng 16% cho giai đoạn 2025-2026. Với diễn biến hiện tại của chi phí vốn, chúng tôi cho rằng NIM của CTG 2026 sẽ đi ngang thay vì cải thiện. Thu nhập phí tăng trưởng trên 20%. Tỷ lệ nợ xấu quanh mức 1-1.3%, chi phí tín dụng kiểm soát quanh mức 0.5%. Theo đó, lợi nhuận của CTG đạt mức tăng trưởng bình quân hơn 20% cho giai đoạn 2025-2026. Với kết quả 9T/2025, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng CTG có thể vượt dự báo lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi; với năm 2026 chúng tôi giả định tăng trưởng 17%.

Rủi ro: (1) Áp lực giữ lãi suất cho vay mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng khi lãi suất tiền gửi tăng trở lại để hút thêm vốn (2) Nợ xấu tăng nhanh gây áp lực lên chi phí trích lập dự phòng rủi ro

| Năm                                              | 2022     | 2023     | 2024     | 2025F    | 2026F    |
|--------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)                     | 47,792   | 53,083   | 62,403   | 69,296   | 81,054   |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)                     | 16,325   | 17,575   | 19,506   | 20,595   | 24,631   |
| Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)                | 64,117   | 70,659   | 81,909   | 89,891   | 105,684  |
| Chi phí hoạt động và trích lập dự phòng(tỷ đồng) | (43,171) | (45,559) | (50,151) | (50,075) | (59,241) |
| Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)                   | 20,946   | 25,100   | 31,758   | 39,816   | 46,444   |
| Tăng trưởng tín dụng (%)                         | 12.16%   | 15.50%   | 16.78%   | 17.96%   | 16%      |
| NIM (%)                                          | 2.93     | 2.91     | 2.92     | 2.74     | 2.79     |
| ROE (%)                                          | 16.7     | 17.1     | 18.4     | 19.2     | 18.6     |

|                                                                                   |                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
|  |                   |
| TECHCOMBANK                                                                       |                   |
| Giá mục tiêu (12 tháng)                                                           | VND 42,600        |
| Giá hiện tại (5/11/25)                                                            | VND 33,750        |
| Suất sinh lời (%)                                                                 | 26.2%             |
| VNINDEX                                                                           | 1,690             |
| PE thị trường                                                                     | 13.9              |
| Vốn hóa (tỷ VND)                                                                  | 245,893           |
| SLCP lưu hành (triệu CP)                                                          | 7,086             |
| Tự do giao dịch (triệu CP)                                                        | 5,482             |
| 52-tuần cao/thấp (VND)                                                            | 42,500/<br>22,300 |
| KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)                                                 | 20.40             |
| GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)                                                   | 601               |
| Sở hữu nước ngoài (%)                                                             | 22.52             |
|                                                                                   | Masan             |
| Cổ đông lớn (%)                                                                   | 14.84             |

|                   |       |       |      |
|-------------------|-------|-------|------|
| Biến động giá     | 3M    | 6M    | 12M  |
| Tuyệt đối (%)     | -12.2 | 11.6  | 43.4 |
| So với VNIndex(%) | -16.6 | -18.2 | 6.0  |



Chiết khấu mở ra cơ hội đầu tư

Techcombank là một trong những ngân hàng cổ phần lớn nhất ở Việt Nam với những thành công đáng kể. TCB luôn chú trọng phát triển công nghệ để dẫn đầu trong hành trình số hóa của ngành tài chính giúp nâng tầm trải nghiệm và thu hút khách hàng mới. TCB tập trung phát triển ở phân khúc cho vay phát triển bất động sản và vay mua nhà, chúng tôi đánh giá về tương lai đây là phân khúc còn nhiều tiềm năng phát triển. Sau khi giảm 19% từ mức đỉnh, điều chỉnh diễn ra trong bối cảnh IPO TCBS thành công và thị trường được nâng hàng như kỳ vọng của nhà đầu tư. Với mức chiết khấu hiện tại, cổ phiếu TCB đã có đủ upside để đầu tư với mức giá mục tiêu 42,600 VND/cổ phiếu – dựa trên phương pháp thu nhập thẳng dư (RI) và phương pháp so sánh dựa trên chỉ số P/B.

Kết quả kinh doanh 9T/2025

- Tăng trưởng tín dụng 9T/2025 của TCB đạt 16.8% Ytd (cho vay kỳ hạn ngắn tăng 36%), chia đều cho khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp.
- Danh mục bán lẻ được dẫn dắt bởi cho vay kỳ quỹ từ TCBS (+61% Ytd) và cho vay mua nhà (+14% Ytd). NIM (TTM) cuối Q3/2025 ở mức 3.7% (giảm từ mức 4.3% cuối Q4/2024 nhưng giữ ổn định trong 2 quý gần nhất). Thu nhập lãi thuần 9T/2025 đạt 27,367 tỷ đồng (+1.7% YoY).
- Thu nhập ngoài lãi tăng nhẹ (+6.6% YoY). Ảnh hưởng chủ yếu từ thu nhập phí (mảng thẻ và mảng LC Upass do thay đổi chính sách, kỹ thuật và cách ghi nhận doanh thu). Điểm tích cực trong Q3/2025 là sự phục hồi mạnh mẽ của bancassurance khi đạt mức tăng trưởng 39% YoY. Ngoài ra thu nhập khác từ xử lý tài sản đảm bảo cũng cho thấy sự khởi sắc.
- Tỷ lệ nợ xấu của TCB cuối Q3/2025 tiếp tục cải thiện và ổn định ở mức 1.16%. Chi phí tín dụng giảm đáng kể từ mức 0.8% cuối Q4/2024 về mức 0.6% cuối Q3/2025.

- Lợi nhuận trước thuế đạt 23,385 tỷ đồng (+2.4% YoY), hoàn thành 75% kế hoạch lợi nhuận năm

- Quan điểm đầu tư

- TCB hưởng lợi từ cho vay bất động sản, kỳ vọng nhu cầu đi vay mua nhà sẽ tăng tốc trong các quý tới. TCB có thể có upside cho NIM từ danh mục dự án áp dụng Flexible Pricing
- TCB đẩy mạnh mảng insurance với hai công ty con nhân thọ và phi nhân thọ. Bước đầu, TCB đã cho thấy tăng trưởng tích cực từ dịch vụ bảo hiểm.
- Tỷ lệ nợ xấu kiểm soát quanh 1%.

Dự phóng 2025-2026

- Chúng tôi giữ nguyên các giả định như trong báo cáo gần nhất: Dự báo TCB đạt mức tăng trưởng tín dụng 19-20% cho năm 2025-2026. NIM kỳ vọng ổn định quanh vùng 3.8% cho 2025- 2026 (giảm so với mức dự báo cũ khoảng 4%). Nợ xấu ở mức 1.2% và chi phí rủi ro tín dụng dưới 1% cho năm 2025. Lợi nhuận trước thuế năm 2025 đạt 30,593 tỷ đồng (+11% YoY). Lợi nhuận năm 2026 kỳ vọng đạt 36,809 tỷ đồng (+20.3% YoY). Chúng tôi kỳ vọng trong 2 năm tới 2026- 2028, TCB có thể ghi nhận tiềm năng cải thiện NIM từ danh mục dự án áp dụng Flexible Pricing. Tuy vậy chúng tôi chưa lượng hóa phần tăng này vào mô hình định giá do không đủ thông tin chi tiết.

- Rủi ro: (1) Tín dụng bán lẻ phục hồi chậm; (2) Nợ xấu tiếp tục neo cao và hoạt động xử lý nợ xấu không hiệu quả

| Năm                                               | 2022     | 2023     | 2024     | 2025F    | 2026F    |
|---------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)                      | 30,290   | 27,691   | 35,508   | 39,269   | 47,383   |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)                      | 10,612   | 12,370   | 11,482   | 13,790   | 17,732   |
| Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)                 | 40,902   | 40,061   | 46,990   | 53,059   | 65,115   |
| Chi phí hoạt động và trích lập dự phòng (tỷ đồng) | (15,334) | (17,173) | (19,452) | (22,467) | (28,305) |
| Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)                    | 25,568   | 22,888   | 27,538   | 30,593   | 36,809   |
| Tăng trưởng tín dụng (%)                          | 12.53%   | 21.58%   | 20.8%    | 20.0%    | 20.0%    |
| NIM (%)                                           | 5.2%     | 3.9%     | 4.2%     | 3.8%     | 3.8%     |
| ROE (%)                                           | 19.52%   | 14.85%   | 15.57%   | 15.53%   | 16.45%   |



# Ngành Bất Động Sản

## Triển vọng tăng trưởng rõ ràng



Kiên Trần



(84-28) 6299-9004



kien.tt@shinhan.com

## **Ngành Bất động sản – Triển vọng tăng trưởng rõ ràng**

### **1. Cập nhật ngành bất động sản**

Bối cảnh ngành Bất động sản trong năm 2025 hồi phục với tính lan tỏa tích cực ở các khu vực có nhu cầu thực ở cùng các yếu tố hỗ trợ: (1) nền lãi suất duy trì thấp kích thích nhu cầu của các DN phát triển BĐS và nhu cầu của người mua nhà, dẫn đến tín dụng ngành BĐS tăng trưởng tích cực; (2) đẩy mạnh nguồn vốn đầu tư công phát triển cơ sở hạ tầng và nguồn FDI vào lĩnh vực BĐS tăng trưởng mạnh mẽ; (3) nhu cầu nhà ở lớn khi nguồn cung vẫn tiếp tục thiếu hụt, đặc biệt là phân khúc vừa túi tiền. Bên cạnh đó, ngành BĐS cũng đối diện với các thách thức: (1) các thay đổi bất ngờ về thể chế và (2) hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản kém sôi nổi, và lượng lớn trái phiếu ngành BĐS sẽ đến hạn trong 2026.

### **2. Cập nhật tình hình các doanh BĐS niêm yết**

Các chính sách và cơ chế hỗ trợ tháo gỡ các nút thắt pháp lý của cơ quan quản lý diễn ra quyết liệt giúp tiến độ thực hiện dự án của các doanh nghiệp BĐS lớn diễn ra thuận lợi nhờ đó hoàn thành kế hoạch trong 2025. Tính đến cuối Q3/2025 SSV đánh giá các kế hoạch đặt ra của doanh nghiệp khả thi trong bối cảnh ngành BĐS có nhiều yếu tố hỗ trợ tích cực và nhu cầu lớn của người mua nhà.

### **3. Triển vọng đầu tư ngành bất động sản**

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan thị trường bất động sản sẽ kéo dài đà hồi phục trong năm 2026, đặc biệt khi: (1) nhu cầu lớn của người mua nhà, đặc biệt ở các thành phố lớn; (2) lãi suất ở mức hấp dẫn thúc đẩy nhu cầu phát triển dự án và nhu cầu của người mua nhà; (3) các nút thắt pháp lý được tháo gỡ giúp thúc đẩy nguồn cung

### **4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu bất động sản**

KDH & NLG

### **5. Phụ lục**



Lãi suất – Mặt bằng chung lãi suất cho vay mua nhà vẫn được duy trì ở mức hấp dẫn

Theo Batdongsan.com.vn, trong 10 tháng đầu năm 2025, bên cạnh phần lớn các ngân hàng tiếp tục duy trì mức lãi suất thấp đã có một số ít ngân hàng thực hiện tăng nhẹ lãi suất để thu hút tiền gửi những tháng cuối năm, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mặt bằng chung lãi suất ưu đãi cho vay mua nhà hiện tại vẫn đang ở mức hấp dẫn kích thích nhu cầu của người mua nhà và doanh nghiệp phát triển bất động sản.

Các khoản vay mua nhà vẫn tiếp tục cấu trúc phổ biến theo hai mức lãi suất: (1) lãi suất vay ưu đãi và (2) lãi suất sau ưu đãi, biên độ điều chỉnh giữa 2 lãi suất đang trong khoảng **2.0%-4.0%**. Cụ thể, lãi suất ưu đãi khi vay mua nhà ở thương mại tại các ngân hàng dao động từ **5.5%-8.0%/năm**, hết thời gian ưu đãi, lãi suất rơi vào khoảng **7.5%-12.0%/năm**.

Thay đổi lãi suất vay mua nhà thương mại tại một số ngân hàng lớn

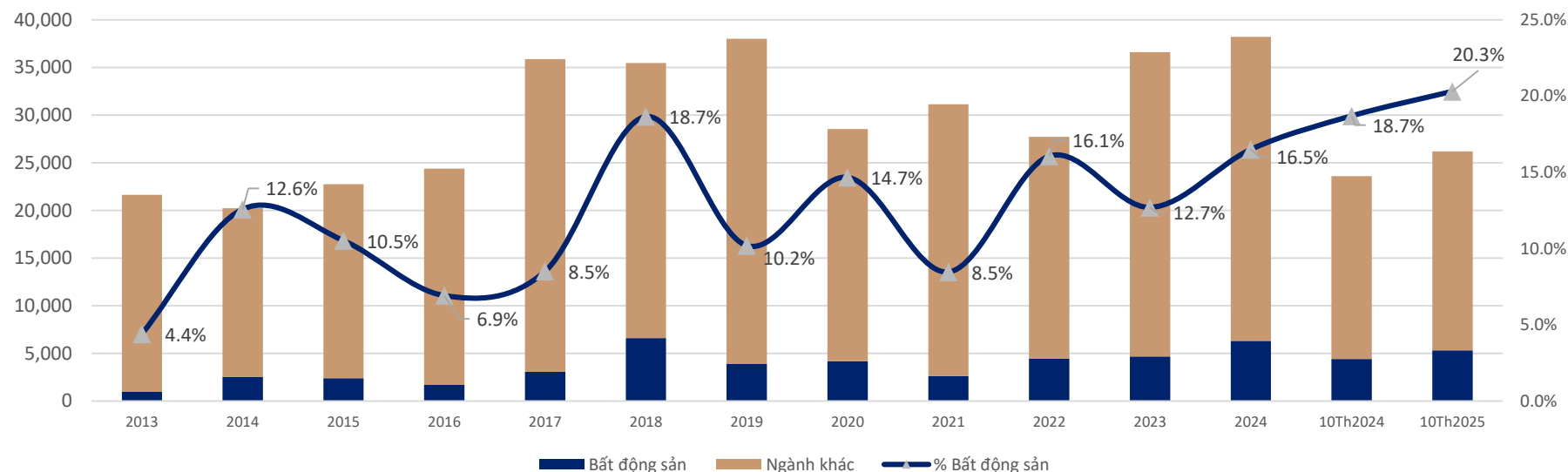
| Ngân hàng    | 01/2024                 |                          |                         | 12/2024                 |                          |                         | 10/2025                 |                          |                         |
|--------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|
|              | Lãi suất ưu đãi (%/năm) | Tỷ lệ cho vay tối đa (%) | Kỳ hạn vay tối đa (năm) | Lãi suất ưu đãi (%/năm) | Tỷ lệ cho vay tối đa (%) | Kỳ hạn vay tối đa (năm) | Lãi suất ưu đãi (%/năm) | Tỷ lệ cho vay tối đa (%) | Kỳ hạn vay tối đa (năm) |
| Vietcombank  | 6.7                     | 70                       | 20                      | 5.5                     | 70                       | 20                      | 5.7                     | 70                       | 20                      |
| Shinhan bank | 6.6                     | 70                       | 30                      | 7.0                     | 70                       | 30                      | 6.6                     | 70                       | 50                      |
| Techcombank  | 10.5                    | 70                       | 35                      | 6.7                     | 80                       | 35                      | 6.5                     | 70                       | 25                      |

Nguồn: Batdongsan.com.vn, Shinhan Securities Vietnam

## FDI - Ngành BĐS tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI

Hoạt động FDI ngành Bất động sản tiếp tục duy trì vị thế thứ 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài FDI, tuy nhiên đã gia tăng tỷ trọng đáng kể lên tới **20.3%** cao nhất trong hơn 10 năm trở lại đây. Xét lũy kế 10 tháng đầu năm 2025, tổng vốn đầu tư ngành Bất động sản đạt **5.32 triệu USD (+20.6% YoY)**, tương ứng với **20.3%** tổng vốn đầu tư FDI đăng ký của các ngành và chỉ xếp sau ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt **16.37 triệu USD**, chiếm **62.5%**.

### Bất động sản tiếp tục giữ vị thế top 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài (Triệu USD)



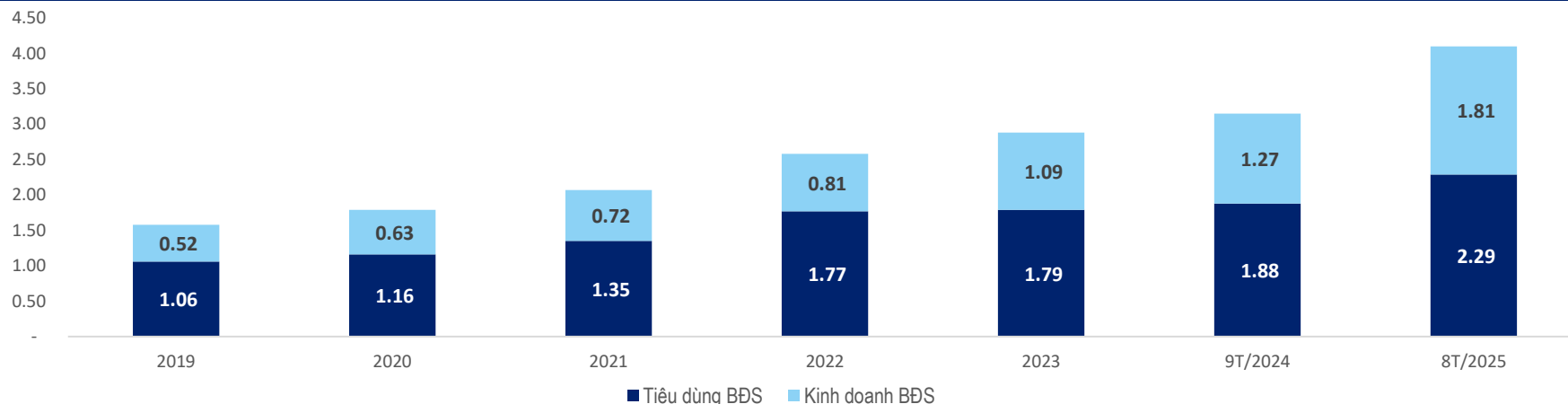
Nguồn: GSO, FinPro, Shinhan Securities Vietnam

## Tín dụng – Dự nợ tín dụng cho lĩnh vực bất động sản duy trì xu hướng tăng

Dự nợ tín dụng cho lĩnh vực bất động sản tính đến cuối năm 2024 đạt **3.45 triệu tỷ VND (+19.0% YoY)** mức tăng trưởng ấn tượng cho năm đầu tiên hồi phục của thị trường sau giai đoạn khó khăn 2022-2023 do các biện pháp siết chặt thị trường của cơ quan quản lý. Dựa vào số liệu ước tính từ Thống đốc NHNN, dự nợ tín dụng bất động sản vào thời điểm cuối tháng 8 năm 2025 ở mức **4.1 triệu tỷ VND (+19%YoY)**, có thể thấy xu hướng tăng vẫn tiếp tục diễn ra tích cực, và tăng nhanh hơn mức tăng dự nợ tín dụng toàn nền kinh tế tính đến cuối tháng 8/2025 đạt **17.46 triệu tỷ VND (+11.78% YTD)**

Theo mục đích sử dụng trong 8T/2025, tín dụng cho kinh doanh bất động sản đạt **1.81 triệu tỷ VND (tăng 42.5% sv. 9T/2024)** trong khi đó tín dụng cho tiêu dùng bất động sản tăng nhẹ hơn đạt **2.29 triệu tỷ VND (tăng 21.8% sv. 9T/2024)**.

### Tín dụng cho Bất động sản vẫn duy trì xu hướng tăng trưởng ấn tượng (triệu tỷ VND)



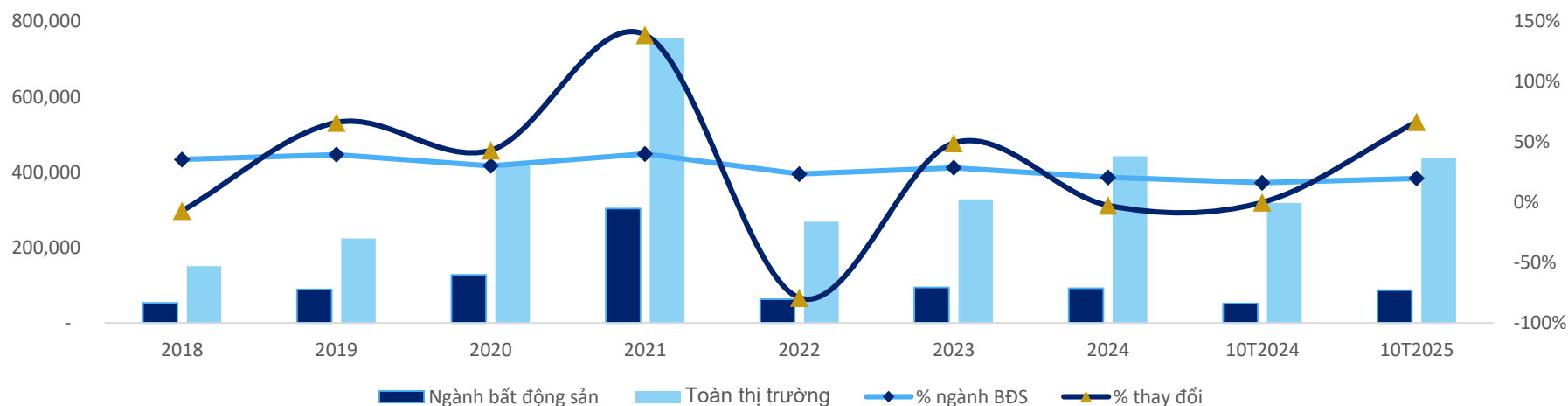
Nguồn: FiinPro, Bộ Xây dựng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

## Trái phiếu – Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp BĐS có sự phục hồi trở lại dù chưa mạnh mẽ

Kênh phát hành vốn trái phiếu doanh nghiệp trên toàn thị trường và ngành bất động sản trong 10T/2025 tiếp tục hồi phục. Cụ thể, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành lũy kế 10T/2025 đạt **436,465 tỷ VND (+37% YoY)**. Thể hiện sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường sau khi đoạn khó khăn 2022–2023 do siết kênh vốn trái phiếu do những sai phạm mục đích sử dụng trước đó. Giá trị trái phiếu phát hành toàn thị trường trong 10T/2025 đã bằng **57.8%** so với giá trị cả năm 2021 (năm giá trị phát hành trái phiếu toàn thị trường cao nhất lịch sử).

Trong đó giá trị phát hành trái phiếu ngành bất động sản trong 10T/2025 đạt **86,717 tỷ đồng (+66.8% YoY)**. Tuy nhiên giá trị phát hành chỉ bằng **28.5%** so với đỉnh điểm phát hành trái phiếu của ngành BĐS vào năm 2021 đạt 303,979 tỷ đồng, chính sách tài khóa nới lỏng và mặt bằng lãi suất thấp dẫn đến các DN BĐS tìm đến kênh vay ngân hàng thay vì kênh phát hành trái phiếu.

### Thị trường trái phiếu ngành BĐS ghi nhận sự hồi phục, tuy nhiên chưa mạnh mẽ so với các ngành khác (tỷ VND)

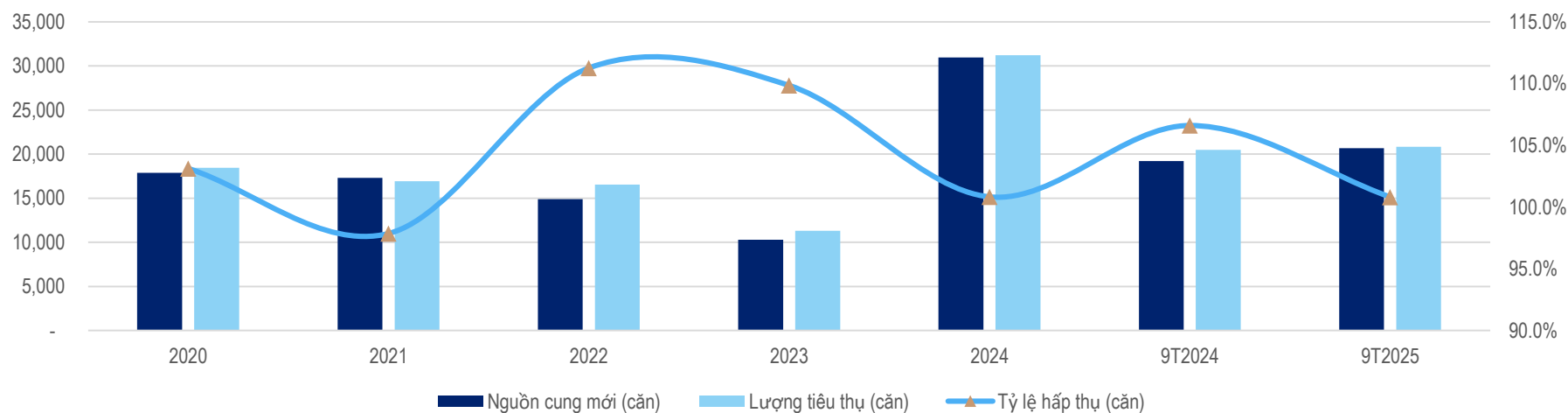


Nguồn: HNX, Shinhan Securities Vietnam

## Nguồn cung mới thị trường nhà ở tại Hà Nội tăng trưởng mạnh

Tại Hà Nội, nguồn cung mới nhà ở tiếp tục ghi nhận sự hồi phục ấn tượng trong Q3/2025 đạt khoảng **9,800 căn (tăng 19.6% YoY)**. Lũy kế trong 9T/2025 nguồn cung đạt khoảng **20,700 căn, tăng 7.6% YoY**, so với giai đoạn thị trường khó khăn 2022–2023 nguồn cung tiếp tục thể hiện sự hồi phục ấn tượng. Mức độ hấp thụ của thị trường vẫn tốt với mức độ tiêu thụ lần lượt đạt khoảng **10,800 căn** trong Q3/2025 (**+36.0% YoY**) và trong 9T/2025 đạt khoảng **20,800 căn (+1.8% YoY)**. Điều này cho thấy tâm lý tích cực của người mua nhà đối với triển vọng thị trường bất động sản trong bối cảnh thị trường đang duy trì đà phục hồi và tăng trưởng tích cực.

### Thị trường BĐS tại Hà Nội tiếp tục thể hiện sự hồi phục tích cực trong 9 tháng 2025 (căn)

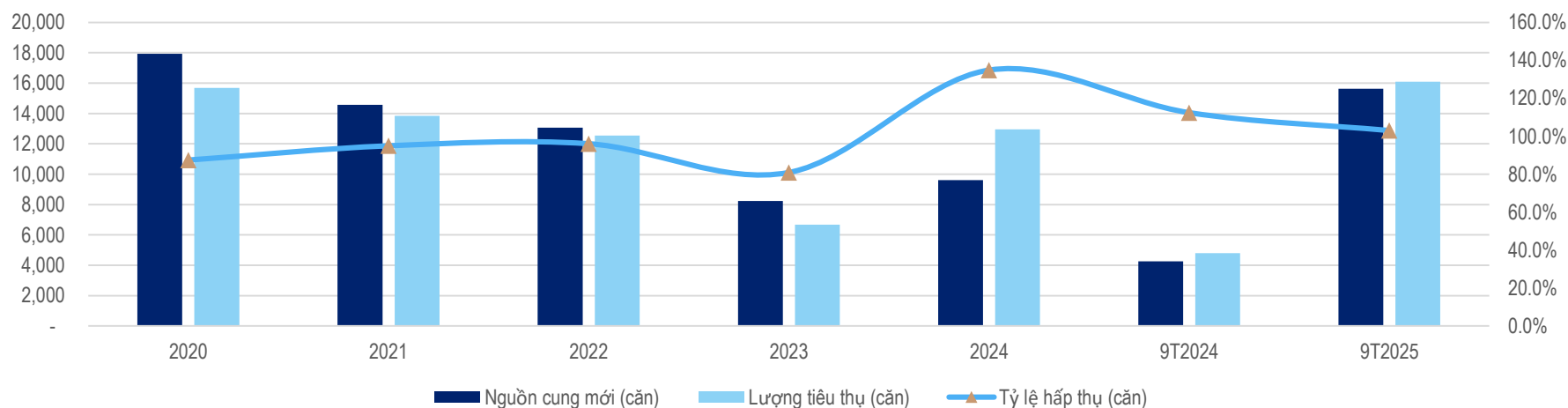


Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

### Thị trường nhà ở tại TP.HCM có sự hồi phục mạnh

So với thị trường Hà Nội, trong năm 2024, thị trường TP.HCM ghi nhận sự hồi phục chậm hơn do công tác tháo gỡ pháp lý các dự án BĐS tại TP.HCM không thực hiện hiệu quả bằng so với khu vực Hà Nội. Tuy nhiên, qua 9T/2025 thị trường BĐS TP.HCM ghi nhận sự hồi phục mạnh hơn so với cùng kỳ. Nguồn cung trong 9T/2025 tại TP.HCM đạt **khoảng 15,600 căn (+250% YoY)**, đồng thời tỷ lệ hấp thụ tại TP.HCM tiếp tục đạt mức cao trên 100%, số sản phẩm đã bán ra tại TP.HCM đạt **khoảng 16,100 căn (+230% YoY)**. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ hấp thụ tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM tiếp tục duy trì cao nhờ nhu cầu lớn của người mua nhà và điều kiện thị trường thuận lợi.

#### Nguồn cung mới tại thị trường Hồ Chí Minh thể hiện sự hồi phục rõ nét trong 9T/2025 (căn)



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả kinh doanh Q3/2025 và 9T/2025 của các DN bất động sản có sự hồi phục ấn tượng

Trong Q3/2025 và 9T/2025, các doanh nghiệp BĐS đã ghi nhận KQKD tăng trưởng so với giai đoạn 9T/2024 khi thị trường đang trong quá trình hồi phục và tăng trưởng với nhiều yếu tố hỗ trợ của chính sách vĩ mô. Cụ thể cập nhật KQKD 9T/2025 của các DN bất động sản:

| Doanh nghiệp | Doanh thu (Tỷ VND) | Tăng/(giảm) YoY (%) | LNST (Tỷ VND) | Tăng/(giảm) YoY (%) | Chú thích                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------|--------------------|---------------------|---------------|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| VHM          | 51,092             | -26.9               | 14,381        | -26.8               | <div>- Doanh thu VHM trong 9T/2025 sụt giảm 26.9% YoY còn 51.1 nghìn tỷ đồng được đóng góp từ bàn giao dự án Royal Island, Ocean Park 2&amp;3, dự án Golden City và đóng góp của mảng xây dựng. Lợi nhuận thuần của VHM trong 9T/2025 giảm 26.8% YoY còn 14.4 nghìn tỷ đồng.</div> <div>- Doanh số ký bán BĐS của VHM đạt mức đỉnh cao mới, chủ yếu nhờ doanh số ký bán sỉ tại dự án Vinhomes Green Paradise trong Q3/2025 đạt mức 95 nghìn tỷ đồng với các đối tác trong nước. Phần doanh số ký bán này của dự án Vinhomes Green Paradise sẽ được ghi nhận vào lợi nhuận quý 4/2025 của VHM.</div> |
| KDH          | 2,857              | 132.1               | 557           | 35.1                | <div>- Trong 9T/2025 doanh thu KDH đạt 2,857 tỷ đồng tăng 132.1% YoY, lợi nhuận thuần đạt 557 tỷ đồng tăng 35.1% YoY được đóng góp từ phần còn lại của dự án chung cư The Privia và phần lớn được đóng góp bởi dự án biệt thự Gladia By The Waters.</div>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| NLG          | 3,941              | 376.2               | 354           | 2184.6              | <div>- Doanh thu 9T/2025 tăng trưởng vượt trội so với cùng kỳ đạt 3,941 tỷ đồng, tăng 376.2% YoY và lợi nhuận thuần đạt 354 tỷ đồng tăng gấp 22 lần YoY. Vì doanh thu trong năm 2024 của NLG tập trung chủ yếu vào quý 4 của năm.</div> <div>- Phần lớn doanh thu trong 9T/2025 của NLG đến từ dự án Cần Thơ (chiếm 40% gồm phân khu EhomeS và đất nền), dự án Southgate (chiếm 25% gồm phân khu Ehome và Valora) và dự án chung cư Akari (chiếm 25%).</div>                                                                                                                                        |
| DXG          | 2,727              | -14.9               | 223           | 134.5               | <div>- Doanh thu 9T/2025 DXG đạt 2,727 tỷ đồng sụt giảm 14.9% YoY, tuy nhiên nhờ đóng góp lớn của mảng môi giới BĐS (chiếm 49.5% doanh thu, so với 9T/2024 chỉ đóng góp 25.9% trên tổng doanh thu) có biên lợi nhuận cao, giúp lợi nhuận thuần DXG có sự tăng trưởng ấn tượng đạt 223 tỷ đồng tăng 134.5% YoY. Trong khi đó mảng BĐS đóng góp ít lại trong tỷ trọng doanh thu 2025. Dự phóng mảng BĐS sẽ đóng góp nhiều trở lại vào tổng doanh thu trong năm 2026-2028 với dự án The Privé và Gem Sky World.</div>                                                                                  |

Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam



Các doanh nghiệp bất động sản đặt kế hoạch 2025 đầy tham vọng

Kế hoạch kinh doanh năm 2025 của các doanh nghiệp bất động sản đang đặt ra với mục tiêu kinh doanh tích cực phù hợp với diễn biến và điều kiện thị trường. Ngoài ra, về khía cạnh doanh số ký bán cũng được các doanh nghiệp đánh giá sẽ tăng trưởng mạnh, dựa trên bối cảnh vĩ mô thuận lợi, công tác tháo gỡ các nút thắt pháp lý được đẩy mạnh và mặt bằng lãi suất duy trì thấp. Cụ thể về kế hoạch kinh doanh 2025 của một số doanh nghiệp bất động sản:

| Doanh nghiệp | Doanh thu (Tỷ VND) | Tăng/giảm YoY (%) | Lợi nhuận thuần (Tỷ VND) | Tăng/giảm YoY (%) | Chú thích                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------|--------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| VHM          | 180,000            | 76.5              | 42,000                   | 19.8              | <div>- Kế hoạch doanh thu đạt 150,000 tỷ đồng – 200,000 tỷ đồng đến từ việc mở bán Wonder City – Đan Phượng (Đã mở bán Q1/2025), dự án Vinhomes Green City (Hậu Nghĩa, Tây Ninh) và dự án Vinhomes Green Paradise (Cần Giờ, TP.HCM).</div> <div>- Cơ cấu lợi nhuận sau thuế 2025: phần lớn lợi nhuận từ bàn giao BĐS của Vinhomes sẽ được ghi nhận trong quý 4/2025. Trong quý 3/2025, VHM đã ký bán 95 nghìn tỷ đồng dự án Vinhomes Green Paradise và sẽ được khi nhận doanh thu trong quý 4/2025.</div>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| NLG          | 6,794              | -6.0              | 701                      | 35.0              | <div>- Doanh số bán hàng trong năm 2025 kỳ vọng đạt 14,645 tỷ đồng (gấp 2.8 lần cùng kỳ) chủ yếu đến từ các dự án trọng điểm như Southgate, Mizuki, Cần Thơ 43ha và Paragon Đại Phước. Lũy kế 9T/2025, doanh số ký bán đạt 5,004 tỷ đồng phần lớn đến từ dự án Southgate (hoàn thành 35% kế hoạch năm 2025).</div> <div>- Nguồn thu và lợi nhuận chính trong năm sẽ đến từ việc bàn giao các sản phẩm tại các dự án: Southgate, Cần Thơ 43ha, Cần Thơ EhomeS, Akari City giai đoạn 2, Izumi City...</div> <div>- Nam Long thông qua kế hoạch phát hành hơn 100 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá 25,000 đồng/cp. Mục đích sử dụng vốn gồm: (1) Đầu tư vào Nam Long Land và Nam Long Commercial; (2) đầu tư vào các dự án hiện hữu của công ty và (3) trả nợ vay. Đợt phát hành vẫn đang được thực hiện, dự kiến sẽ hoàn thành trong tháng 12/2025.</div> |

Các doanh nghiệp bất động sản đặt kế hoạch 2025 đầy tham vọng

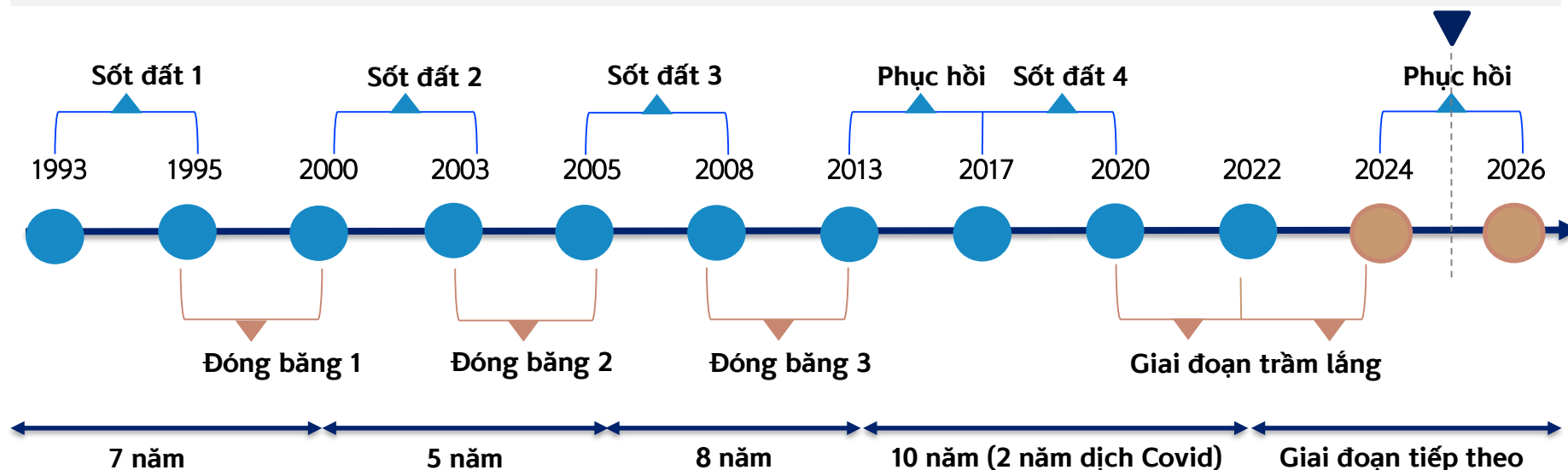
| Doanh nghiệp | Doanh thu (Tỷ VND) | Tăng/giảm YoY (%) | Lợi nhuận thuần (Tỷ VND) | Tăng/giảm YoY (%) | Chú thích                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------|--------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| DXG          | 7,000              | 62.0              | 368                      | 45.7              | <p>- DXG đặt kế hoạch kinh doanh 2025 doanh thu đạt 7,000 tỷ đồng (+162% YoY) và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 368 tỷ đồng (+144% YoY) nhờ bàn giao các sản phẩm còn lại đã bán trước đó của dự án Gem Sky World và doanh thu từ công ty môi giới BĐS (DXS).</p> <p>- DXS đã hoàn thành kế hoạch phát hành hơn 148 triệu cổ phiếu nâng vốn điều lệ lên hơn 10,206 tỷ.</p> <p>- Công ty con Đất Xanh Services (HOSE: DXS): Kế hoạch doanh thu đạt 5,156 tỷ đồng (+112% YoY) và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 412 tỷ đồng (+194% YoY).</p> <p>- Dự án The Privé: đã hoàn thành xây dựng phần tầng hầm của 12 block và mở bán 2 giai đoạn của dự án (8 trên 12 block).</p> <p>- Dự án The Privé sẽ là nguồn đóng góp chính cho doanh thu của DXG trong giai đoạn 2027-2028. Dự án Gem Sky World là nguồn doanh thu đóng góp chính cho DXG trong giai đoạn 2025-2026 khi các dự án khác đang được xây dựng và triển khai pháp lý.</p> |
| KDH          | 3,800              | 15.3              | 1,000                    | 24.5              | <p>- KDH đặt kế hoạch kinh doanh 2025 doanh thu đạt 3,800 tỷ đồng (+15.3% YoY) và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 1,000 tỷ đồng (+23.4% YoY).</p> <p>- Dự án Gladia By The Waters (Dự án quy mô gần 12ha hợp tác với Keppel với hơn 200 sản phẩm thấp tầng và 600 sản phẩm cao tầng) sẽ là dự án đóng góp doanh thu chính cho KDH trong năm 2025 cùng với một phần còn lại của dự án The Privia. Dự án Gladia By The Waters đã mở bán và ghi nhận doanh thu từ quý 3/2025, dự kiến dự án sẽ đóng góp doanh thu chính cho KDH trong giai đoạn 2025-2027.</p> <p>- KDH chưa có kế hoạch mở rộng quỹ đất ở các tỉnh lân cận TP.HCM, thay vào đó sẽ tiếp tục phát triển quỹ đất hiện có của doanh nghiệp.</p>                                                                                                                                                                                                                                   |

Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

## Chúng tôi duy trì quan điểm ngành BĐS đã bước vào pha hồi phục từ đầu năm 2024

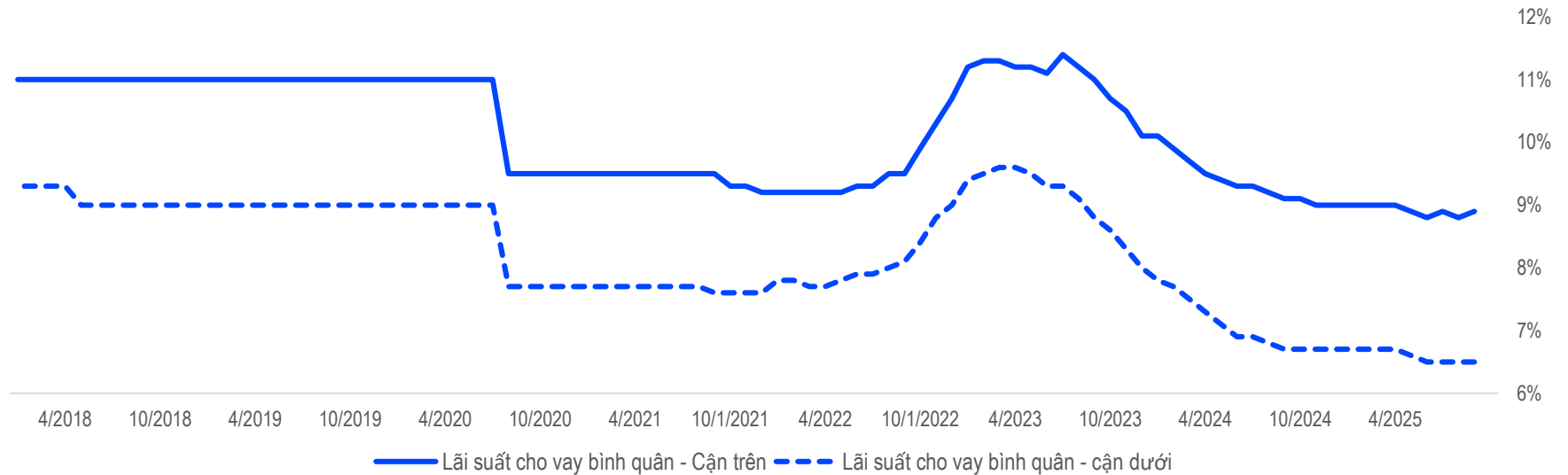
Thị trường bất động sản đã trải qua giai đoạn khó khăn 2022-2023 khi các doanh nghiệp hoạt động lĩnh vực Bất động sản có các sai phạm pháp lý, mục đích sử dụng đất, mục phát hành trái phiếu và các sai phạm khác. Dẫn đến các cơ quan quản lý đã đưa ra các biện pháp kiểm soát và siết chặt thị trường đưa thị trường rơi vào giai đoạn khó khăn. Hiện tại, giai đoạn khó khăn của thị trường đã qua, thị trường bước vào giai đoạn phục hồi từ đầu 2024 với hàng loạt yếu tố vĩ mô hỗ trợ:

- (1) Nội tại ngành: Pháp lý hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung bất động sản & Nhu cầu thị trường tích cực.
- (2) Môi trường thuận lợi: Lãi suất vẫn tiếp tục ở mức hấp dẫn & Làn sóng đầu tư công phát triển hạ tầng được đẩy mạnh.



## Môi trường lãi suất tiếp tục thuận lợi

**Lãi suất cho vay duy trì mức thấp và có thể tăng nhẹ trong cuối 2025 và trong 2026 nhưng không có ảnh hưởng đáng kể đến thị trường BĐS (%)**



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

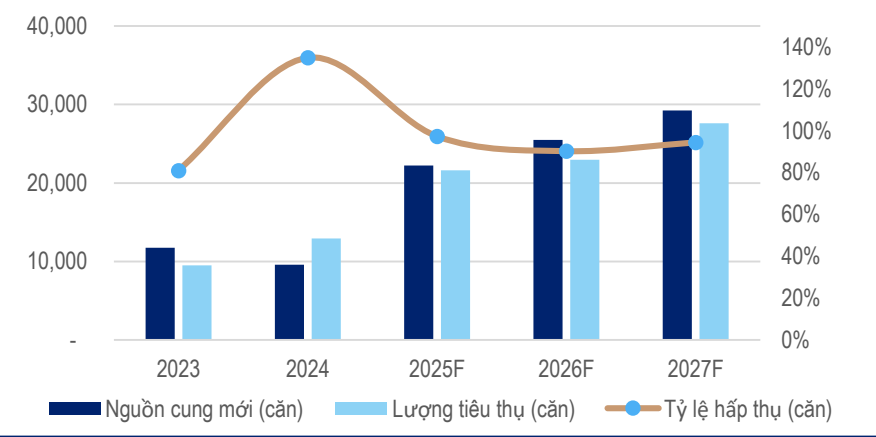
Với kỳ vọng: (1) Tăng trưởng tín dụng có thể đạt mức +19% đến +20% YoY, được dẫn dắt bởi nhóm tín dụng bán lẻ; (2) Mức lãi suất cho vay bình quân sẽ tăng nhẹ so với mức thấp hiện tại; và (3) Kỳ vọng về chính sách hỗ trợ thúc đẩy kinh tế trong nước và đẩy mạnh giải ngân đầu tư công. Chúng tôi cho rằng năm 2026 sẽ tiếp tục là một năm có môi trường lãi suất thuận lợi, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng bất động sản với nhiều yếu tố cơ bản hỗ trợ như: (1) sự hoàn thiện của các luật bất động sản điều chỉnh giúp rút ngắn thời gian hoàn thành thủ tục pháp lý của các dự án giúp cải thiện nguồn cung toàn thị trường và giảm bớt áp lực tài chính cho các doanh nghiệp phát triển bất động sản; (2) nguồn cung thị trường kỳ vọng sôi động trở lại; và (3) tâm lý tích cực trên thị trường. Chúng tôi cho rằng trong năm 2026 lãi suất sẽ có thể tăng nhẹ nhưng không gây ảnh hưởng đáng kể đến thị trường bất động sản và đà hồi phục của thị trường sẽ tiếp tục được duy trì.

Pháp lý được hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Chúng tôi kì vọng việc tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý giúp tháo gỡ các nút thắt nguồn cung, đồng thời các cơ quan quản lý ban hành các Nghị quyết đặc thù sẽ góp phần tháo gỡ vướng mắc, tăng cung cho thị trường BĐS. Trong đó có hàng loạt Nghị quyết, Thông tư hướng dẫn thi hành các Luật bất động sản đã được ban hành, nhờ đó tạo cơ sở để đưa Luật vào thực tiễn và khơi thông nguồn cung cho toàn thị trường.

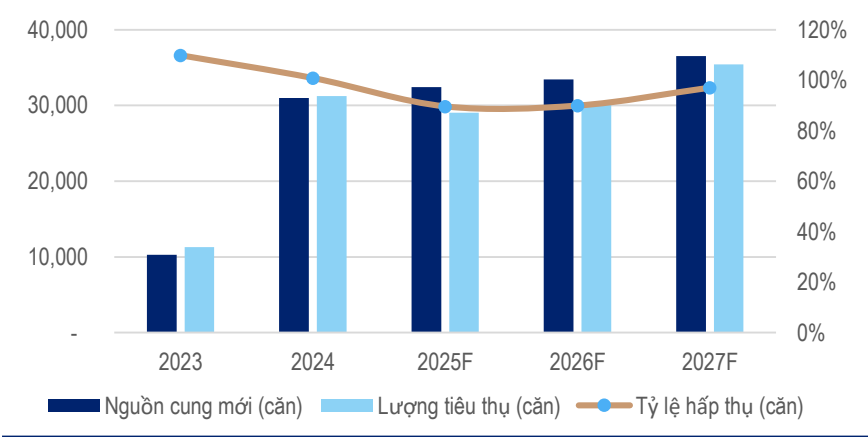
Nghị quyết số 171/2024/QH15 của Quốc hội về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất có hiệu lực từ ngày 1/4/2025 đã thể hiện được tác động tới nguồn cung toàn thị trường. Trước đó, Nghị định 75/2025/NĐ-CP và Nghị định 76/2025/NĐ-CP nhằm quy định chi tiết các Nghị quyết số 171 và Nghị quyết số 170, giúp thúc đẩy tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho hàng trăm dự án bất động sản trì trệ tại nhiều địa phương như Hà Nội, TP.HCM, ... đã cho thấy một bước tiến hơn nữa về mặt hoàn thiện hành lang pháp lý và giúp nguồn cung hồi phục trên toàn thị trường.

Cung căn hộ mới tại TP.HCM dự kiến bức tốc (căn)



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

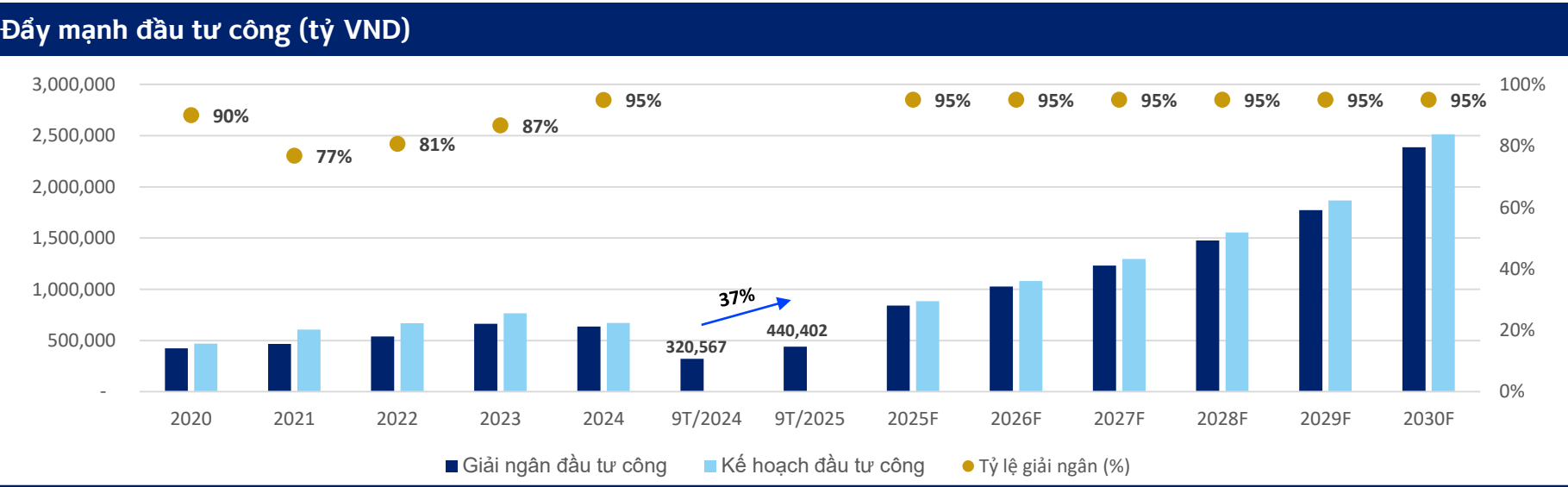
Cung mới căn hộ Hà Nội được dự báo tiếp tục bức tốc (căn)



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Đẩy mạnh đầu tư công vào cơ sở hạ tầng là yếu tố then chốt giúp thúc đẩy sự tăng trưởng

Chính phủ sẽ tiếp tục đặt mục tiêu giải ngân đầu tư công tăng mạnh qua các năm trong giai đoạn tới cho thấy làn sóng đầu tư công, phát triển hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh là yếu tố then chốt góp phần củng cố sự hồi phục và tăng trưởng của thị trường bất động sản nhà ở trong giai đoạn tới. Trong giai đoạn 5 năm tới 2026-2030, Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân 8.3 triệu tỷ đồng gấp 2.5 lần so với 5 năm giai đoạn 2021-2025 vừa qua. Đồng thời thực hiện thực tế giải ngân vốn đầu tư công đã thể hiện sự cải thiện rõ rệt những năm gần đây. Trong năm 2024 hoàn thành 95% kế hoạch cho thấy sự quyết tâm của cơ quan quản lý trong việc thúc đẩy phát triển hạ tầng nhằm tăng tính kết nối các khu vực, nhờ đó tác động tích cực đến tâm lý thị trường bất động sản. Trong 9T/2025 giá trị giải ngân đạt hơn **440 ngàn tỷ đồng (+37% YoY)**, chúng tôi kỳ vọng hiệu quả giải ngân tiếp tục đạt mục tiêu trong các năm tới.



Nguồn: Bộ tài chính, Shinhan Securities Vietnam

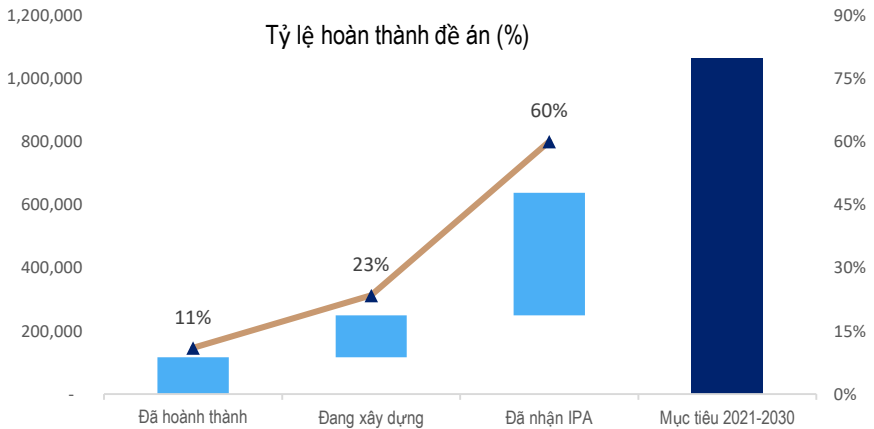
Mục tiêu tăng nguồn cung BĐS vừa túi tiền, nhà ở xã hội và kiểm soát giá nhà nhằm tăng tỷ lệ tiếp cận của người mua nhà

Phân khúc nhà ở xã hội (NOXH) và nhà vừa túi tiền tiếp tục được cơ quan quản lý tạo các cơ chế thuận lợi để có thể tăng nguồn cung nhà vừa túi tiền với mục đích cân đối các phân khúc BĐS trên thị trường, khi nguồn cung mới ở các thành phố lớn gần như vắng bóng phân khúc nhà ở vừa túi tiền và trung cấp trong các năm gần đây. Trong đề án Chính phủ hoàn thành hơn 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội giai đoạn 2021-2030 đến cuối Q3/2025, theo tổng số lượng dự án đã hoàn thành, dự án đang xây dựng và dự án đã nhận chấp thuận chủ trương đầu tư (IPA) đã đạt 60% so với chỉ tiêu đã đặt ra tại Đề án 1,062,200 căn NOXH.

Vừa qua, Chính phủ vừa ban hành Nghị định số 302/2025/NĐ-CP ngày 19/11/2025 quy định chi tiết về Quỹ nhà ở quốc gia và biện pháp thi hành Nghị quyết số 201/2025/QH15 ngày 29/5/2025 của Quốc hội thí điểm về một số cơ chế, chính sách đặc thù phát triển nhà ở xã hội. Đây là động thái tích cực cho thấy Nhà nước tăng cường vai trò trong chiến lược phát triển nhà ở xã hội nhằm đảm bảo minh bạch và cân đối trên toàn thị trường.

Đồng thời cơ quan quản lý đang nghiên cứu về chính sách thuế bất động sản nhằm ổn định mặt bằng giá toàn thị trường, giúp hạn chế các hoạt động đầu cơ làm nhiễu loạn thị trường làm cho người có nhu cầu thực ở không có khả năng tiếp cận nhà ở, điều này có thể dẫn đến thị trường BĐS chịu biến động vì thay đổi chính sách thuế, so với mức áp thuế hiện tại chỉ 2% trên giá trị chuyển nhượng. Bên cạnh đó, cơ quan quản lý cũng tiếp tục đẩy mạnh công tác số hóa thị trường bất động sản nhằm thúc đẩy tính minh bạch trên thị trường và tăng cường tính quản lý của Nhà nước trong lĩnh vực BĐS.

Tiến độ thực hiện đề án phát triển NOXH đến cuối Q3/2025 (căn)



Nguồn: Bộ Xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Các dự án nhà ở xã hội tiêu biểu đang được phát triển (căn)

| DN  | Vị trí dự án            | Số căn | Hiện trạng dự án        |
|-----|-------------------------|--------|-------------------------|
| VHM | Tràng Cát, Hải Phòng    | 3,804  | Đang xây dựng           |
|     | Hạc Thành, Thanh Hóa    | 2,824  | Đang xây dựng           |
|     | Bắc Cam Ranh, Khánh Hòa | 4,140  | Đang xây dựng           |
|     | Dương Kinh, Hải Phòng   | 8,000  | Đang triển khai pháp lý |
|     | Tây Ninh                | 2,300  | Đang triển khai pháp lý |
|     | Hưng Yên                | 5,500  | Đang triển khai pháp lý |
|     | TP.HCM                  | 33,000 | Đang triển khai pháp lý |
| NLG | EhomeS, Cần Thơ         | 1,601  | Đang mở bán             |
| HQC | Khánh An, Cà Mau        | 996    | Đang triển khai pháp lý |
| KBC | Đông Anh, Hà Nội        | 3,100  | Đang triển khai pháp lý |
| BCM | Thuận Giao, TP.HCM      | 4,200  | Đang xây dựng           |

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp



Các doanh nghiệp bất động sản niêm yết

| Thông tin chung |     |                  | Giá cổ phiếu  |               |            | Dự phóng          |                          |                          |                                 | Chỉ số tài chính (**) |                 |         |         | Định giá (26F) |         |
|-----------------|-----|------------------|---------------|---------------|------------|-------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------|---------|---------|----------------|---------|
| TT              | Mã  | Vốn hóa (tỷ VND) | Thị giá (VND) | Giá MT* (VND) | Upside (%) | Dự phóng DT 2026F | Tăng trưởng DT 2026F (%) | Dự phóng lợi nhuận 2026F | Tăng trưởng lợi nhuận 2026F (%) | Biên LN gộp trượt (%) | Nợ / VCSH (lần) | ROA (%) | ROE (%) | P/B (x)        | P/E (x) |
| 1               | VHM | 422,653          | 102,900       | 125,400       | 21.8       | 123,190           | 18.9                     | 38,489                   | 18.7                            | 29.4                  | 2.27            | 4.17    | 12.66   | 1.8            | 14.8    |
| 2               | KDH | 39,278           | 35,000        | 45,300        | 29.4       | 6,041             | 1.5                      | 1,151                    | 11.1                            | 48.8                  | 0.62            | 3.05    | 5.41    | 1.8            | 37.6    |
| 3               | NLG | 17,322           | 35,950        | 49,100        | 36.6       | 5,761             | 16.3                     | 675                      | 2.9                             | 41.6                  | 0.98            | 2.96    | 8.79    | 1.7            | 26.6    |
| 4               | DXG | 19,155           | 18,800        | 24,200        | 28.7       | 6,062             | 12.1                     | 498                      | 42.3                            | 54.8                  | 0.86            | 1.18    | 3.22    | 1.1            | 29.2    |
| 5               | DXS | 5,739            | 10,000        | 12,500        | 25.0       | 4,302             | 13.7                     | 519                      | 28.5                            | 55.7                  | 0.96            | 2.35    | 6.01    | 1.0            | 12.8    |

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

\*\* Số liệu 12 tháng tính tới Q3/2025

Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 28/11/2025



**Giá mục tiêu (12 tháng)** VND 49,100

**Giá hiện tại (28/11/25)** VND 35,950

**Suất sinh lời (%)** 36.6%

VNINDEX 1,691

Market P/E F (x) 13.9

Vốn hóa (tỷ VND) 17,322

SLCP lưu hành (triệu CP) 385

Tỷ lệ giao dịch (triệu CP) 215

52-tuần cao/thấp (VND) 44,400/25,750

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 1.62

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 58

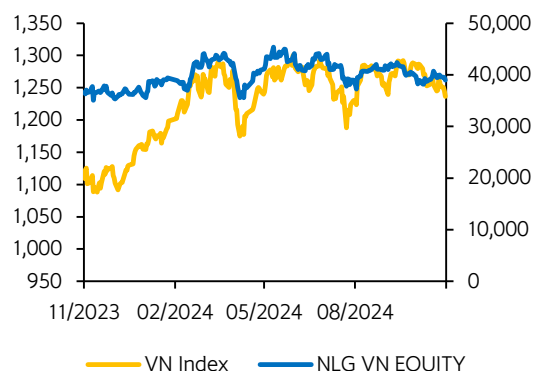
Cổ đông lớn (%) HĐQT và bên liên quan 21.0

Cổ đông lớn (%) Ibbeworth Pte.Ltd 7.6

**Biến động giá** 3T 6T 12T

Tuyệt đối (%) -11.2 -24.3 -4.3

So với VNIndex(%) -2.0 -1 0.3



## Triển vọng tăng trưởng tích cực

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG) là một trong những chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn tại Việt Nam (hơn 684ha). Đồng thời cũng là nhà phát triển bất động sản (BDS) hàng đầu trong phân khúc vừa túi tiền. Chúng tôi lạc quan triển vọng dài hạn của NLG nhờ (1) sở hữu quỹ đất lớn với pháp lý rõ ràng sẵn sàng để triển khai trong trung và dài hạn, (2) thị trường bất động sản tại các tỉnh lân cận Tp.HCM khởi sắc và với sự ủng hộ của dòng tiền. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA NLG với giá mục tiêu 49,100 đồng/cp.

### Quan điểm đầu tư

- NLG là doanh nghiệp phát triển BĐS uy tín, có cấu trúc tài chính vững chắc, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn. Quỹ đất của NLG cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng phù hợp với người mua nhà đảm bảo công ty phát triển được dự án liên tục trong 5 năm tới. Đây là lợi thế lớn của NLG trong bối cảnh các quỹ đất sạch quanh TPHCM ngày càng khan hiếm và giá đất tăng cao, đồng thời trong giai đoạn hiện tại các cơ quan quản lý đang đẩy mạnh tháo gỡ những khó khăn của ngành giúp tâm lý thị trường trở nên tích cực hơn.

- Dự phóng doanh thu của NLG năm 2025 đạt 4,955 tỷ đồng (-31.1% YoY) và LN ròng ở mức 656 tỷ đồng (+26.6% YoY) chủ yếu đến từ bàn giao dự án Akari giai đoạn 2, dự án Southgate, dự án Cần Thơ và ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng 15% cổ phần dự án Izumi.

### Cập nhật

- KQKD 9T/2025: Doanh thu thuần NLG đạt 3,941 tỷ đồng (+376.2%YoY), LN ròng đạt 354 tỷ đồng (so với cùng kỳ chỉ lãi 15 tỷ đồng).

- Định giá: Điều chỉnh theo (1) Số liệu tài chính Q3/2025 và (2) duy trì mức chiết khấu 10% với các rủi ro về sự hồi phục chậm của thị trường BĐS tỉnh và tỷ lệ hấp thụ của các dự án thấp hơn kỳ vọng, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu NLG là 49,100 VND/cp.

### Triển vọng

Chúng tôi đánh giá triển vọng của NLG trong 2026 và các năm tới sẽ phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của thị trường BĐS ở các tỉnh lân cận TPHCM và chiến lược phát triển dự án phù hợp với tình hình thị trường để tối ưu hiệu quả sử dụng vốn của NLG. Đồng thời việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng kết nối giữa các khu vực sẽ là động lực tăng trưởng đối với thị trường BĐS. Dự phóng doanh thu của NLG năm 2025/2026 lần lượt đạt 4,955/5,761 tỷ đồng (-31.1%/+16.3% YoY) và LN ròng công ty mẹ đạt 656/675 tỷ đồng (+26.6%/+2.9% YoY).

**Rủi ro:** (1) Chậm trễ tiến độ pháp lý, (2) Tỷ lệ hấp thụ thấp.

| Năm                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 4,339 | 3,181 | 7,196 | 4,955 | 5,761 |
| LN HKKD (tỷ VND)         | 829   | 582   | 1,664 | 1,155 | 1,484 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND)  | 556   | 484   | 518   | 656   | 675   |
| EPS (đồng)               | 1,345 | 1,187 | 1,285 | 1,704 | 1,755 |
| OPM                      | 19.1  | 18.3  | 23.1  | 23.3  | 25.8  |
| NPM                      | 19.9  | 25.2  | 19.3  | 22.5  | 19.8  |
| ROE (%)                  | 6.2   | 5.3   | 5.4   | 6.7   | 6.8   |
| P/E (x)                  | 27.3  | 27.2  | 20.5  | 27.4  | 26.6  |
| P/B (x)                  | 1.7   | 1.4   | 1.1   | 1.7   | 1.7   |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư năm 2026| 73

# CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)



|                                            |               |
|--------------------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)                    | VND 45,300    |
| Giá hiện tại (28/11/25)                    | VND 35,000    |
| Suất sinh lời (%)                          | 29.4%         |
| VNINDEX                                    | 1,691         |
| Market P/E (x)                             | 13.9          |
| Vốn hóa (tỷ VND)                           | 39,278        |
| SLCP lưu hành (triệu CP)                   | 385           |
| Tự do giao dịch (triệu CP)                 | 215           |
| 52-tuần cao/thấp (VND)                     | 44,400/25,750 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)          | 1.62          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)            | 58            |
| CTCP Đầu tư Tiên Lộc                       | 21.0          |
| Cổ đông lớn (%) Công ty TNHH Đầu tư Gam Ma | 7.6           |
| CTCP Đầu tư Thương mại Á Châu              | 7.6           |

|                    |      |      |      |
|--------------------|------|------|------|
| Biến động giá      | 3T   | 6T   | 12T  |
| Tuyệt đối (%)      | -4.5 | 27.3 | 13.4 |
| So với VNIndex (%) | -2.0 | -1   | 0.3  |



## Duy trì tăng trưởng

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH) là doanh nghiệp hiếm hoi sở hữu quỹ đất lớn ngay tại khu đô thị TP.HCM (hơn 600ha). Đồng thời, đây cũng là doanh nghiệp thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và là doanh nghiệp niêm yết hàng đầu về phát triển nhà ở phân khúc trung và cao cấp. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA KDH với giá mục tiêu ở mức 45,300 đồng.

### Quan điểm đầu tư

- KDH thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM với tiềm năng khai thác dài hạn. KDH luôn thuộc top chủ đầu tư uy tín với khả năng triển khai và bàn giao đúng hạn cho khách hàng. Đồng thời, KDH là doanh nghiệp hiếm hoi sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM (hơn 600ha) với phần lớn quỹ đất đã hoàn thành giải phóng mặt bằng phần lớn diện tích các dự án. Điều này đem lại lợi thế cho KDH khi quỹ đất lớn tại TP.HCM ngày càng khan hiếm và giá đất ngày càng cao. Quỹ đất lớn cho phép doanh nghiệp triển khai dự án quy mô lớn và bài bản hơn. Chúng tôi dự phóng quỹ đất hiện tại của KDH đủ để phát triển dự án trong 10 năm tiếp theo.

- Dự phóng doanh thu của KDH năm 2025 đạt 6,131 tỷ đồng (+87.0%YoY) và LN ròng ở mức 1,036 tỷ đồng (+27.9%YoY) chủ yếu đến từ việc bàn giao dự án phần còn lại dự án The Privia và bàn giao mới dự án The Gladia (phân khúc biệt thự thấp tầng).

### Cập nhật

- KQKD 9T2025: Doanh thu thuần KDH đạt 2,869 tỷ đồng (+132.9%YoY), LN ròng đạt 557 tỷ đồng (+35.0%YoY).

- Định giá: Điều chỉnh theo số liệu tài chính và kinh doanh Q3/2025, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu KDH là 45,300 VND/cp.

### Triển vọng

Chúng tôi đánh giá triển vọng của KDH vững chắc trong trung và dài hạn nhờ nhu cầu nhà ở lớn của người mua nhà, đặc biệt nhu cầu nhà ở tại các thành phố lớn như TP.HCM. KDH sở hữu quỹ đất lớn quy mô hơn 610 ha tập trung tại TP.HCM với pháp lý rõ ràng và KDH có năng lực triển khai dự án mạnh mẽ. Với sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường BĐS sau giai đoạn khó khăn chung 2022-2023, thị trường hiện tại được hỗ trợ bởi hàng loạt yếu tố vĩ mô tích cực bao gồm nền lãi suất thấp, hỗ trợ tháo gỡ pháp lý BĐS, đẩy mạnh đầu tư công. Đây là các yếu tố quan trọng thúc đẩy triển vọng đối với KDH. Dự phóng doanh thu của KDH năm 2025/2026 lần lượt đạt 6,131/6,041 tỷ đồng (+87.0%/-1.5% YoY) và LN ròng công ty mẹ đạt 975/993 tỷ đồng (+21.7%/+1.8% YoY).

Rủi ro: (1) Chậm trễ về pháp lý, (2) Tỷ lệ hấp thụ thấp, (3) Chi phí đất tăng cao gây ra áp lực chi phí đầu vào.

| Năm                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 2,912 | 2,088 | 3,279 | 6,131 | 6,041 |
| LN HKKD (tỷ VND)         | 1,066 | 1,220 | 1,310 | 2,477 | 2,620 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND)  | 1,103 | 716   | 810   | 1,036 | 1,151 |
| EPS (đồng)               | 1,539 | 895   | 801   | 975   | 993   |
| OPM                      | 36.6  | 58.4  | 40.0  | 40.4  | 42.3  |
| NPM                      | 37.2  | 34.9  | 24.5  | 29.7  | 27.3  |
| ROE (%)                  | 9.8   | 5.3   | 6.2   | 8.8   | 8.6   |
| P/E (x)                  | 20.2  | 36.8  | 41.5  | 38.4  | 37.6  |
| P/B (x)                  | 1.9   | 2.0   | 1.9   | 1.9   | 1.8   |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam



## Giá mục tiêu (12 tháng)

VND 24,200

Giá hiện tại (28/11/25)

VND 18,800

## Suất sinh lời (%)

28.7%

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| VNINDEX                           | 1,691         |
| Market P/E (x)                    | 13.9          |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 19,155        |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 1,019         |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 754           |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 24,200/10,510 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 23.5          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 157           |
| BLĐ và bên liên quan              | 174           |
| Cổ đông lớn (%)                   | 2.5           |
| VN Enterprise Investments Ltd     |               |
| CTCP Đầu tư NAV                   | 4.5           |

| Biến động giá      | 3T    | 6T   | 12T  |
|--------------------|-------|------|------|
| Tuyệt đối (%)      | -12.0 | 23.3 | 30.6 |
| So với VNIndex (%) | -2.0  | -1   | 0.3  |



## Mảng môi giới bất động sản khởi sắc

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) là doanh nghiệp bất động sản (BDS) niêm yết lớn trong phân khúc trung cấp và cao cấp. DXG đồng thời có mảng môi giới BDS là CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) chiếm thị phần môi giới sơ cấp đứng đầu cả nước (33%) với kết quả kinh doanh đang hồi phục mạnh mẽ đóng góp lớn vào lợi nhuận DXG. DXG hưởng lợi lớn từ chính sách sáp nhập Bình Dương vào Tp.HCM, nơi mà DXG đang sở hữu quỹ đất quy mô hơn 100ha sau quá trình phát triển quỹ đất trong các năm trước. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA DXG với giá mục tiêu 24,200 đồng.

## Quan điểm đầu tư

- Hai dự án trọng điểm giai đoạn 2025-2028 đều có chuyển biến tích cực: 1) dự án The Privé của DXG nhận được lượt booking ấn tượng, hơn 4,200 lượt booking dù dự án chỉ cung cấp 3,175 sản phẩm đến cuối Q3/2025 đã mở bán 2 giai đoạn đầu (8 trên tổng 12 block); 2) dự án Gem Sky World hưởng lợi lớn từ tiến độ triển khai sân bay Quốc tế Long Thành sẽ đưa vào khía thác thương mại trong 2026.

- Mảng môi giới (DXS) hồi phục mạnh mẽ nhờ giao dịch BDS toàn thị trường tăng trưởng mạnh, đồng thời DXS tham gia làm chủ đầu tư phát triển BDS gồm dự án Regal Legend, Regal Maison, Regal Victoria, Cara River Park, ... sẽ mang lại nguồn thu lớn cho DXG trong các năm tới.

## Cập nhật

- KQKD 9T2025: Doanh thu thuần DXG đạt 3,941 tỷ đồng (-14.9% YoY), LN ròng đạt 223 tỷ đồng (+134.5% YoY).

- Định giá: Điều chỉnh theo số liệu tài chính và kinh doanh Q3/2025 chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu DXG là 24,200 VND/cp.

## Triển vọng

Dự phóng doanh thu của DXG năm 2025/2026 đạt 5,406/6,062 tỷ VND (+14.2%/+12.1% YoY) và LN ròng đạt 350/498 tỷ VND (+38.3%/+42.3% YoY) nhờ (1) mảng môi giới tiếp tục có sự tăng trưởng rõ ràng của công ty con DXS dự kiến sẽ đóng góp doanh thu chính tron giai đoạn 2025-2026; (2) bàn giao các sản phẩm đã bán trước đó của dự án Gem Sky World và dự án The Privé đã hoàn thành xây dựng hầm, dự phóng sẽ ghi nhận doanh từ 2027.

Rủi ro: (1) Chậm trễ tiến độ pháp lý; (2) tỷ lệ hấp thụ thấp tại dự án GSW do thị trường BĐS Đồng Nai phục hồi chậm hơn kỳ vọng.

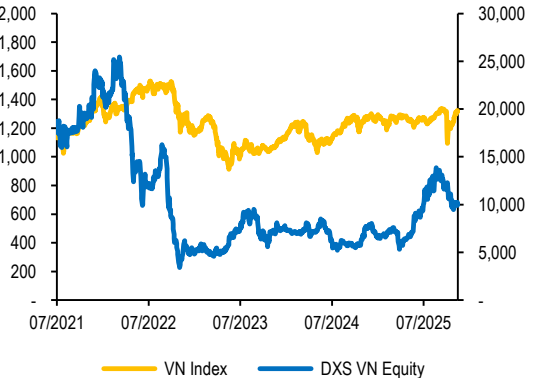
| Năm                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 5,512 | 3,725 | 4,733 | 5,406 | 6,062 |
| LN HĐKD (tỷ VND)         | 830   | 734   | 1,153 | 1,139 | 1,373 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND)  | 215   | 172   | 253   | 350   | 498   |
| EPS (đồng)               | 359   | 273   | 359   | 401   | 571   |
| OPM                      | 15.1  | 19.7  | 24.3  | 21.1  | 22.6  |
| NPM                      | 9.7   | 4.1   | 9.6   | 11.7  | 14.0  |
| ROE (%)                  | 2.4   | 1.8   | 2.5   | 3.0   | 3.9   |
| P/E (x)                  | 53.4  | 54.3  | 47.0  | 41.6  | 29.2  |
| P/B (x)                  | 1.2   | 1.0   | 1.1   | 1.2   | 1.1   |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam



|                                   |              |
|-----------------------------------|--------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | VND 12,500   |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | VND 10,000   |
| Suất sinh lời (%)                 | 25.0%        |
| VNINDEX                           | 1,691        |
| Market P/E F (x)                  | 13.9         |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 5,739        |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 579          |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 203          |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 14,350/5,320 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 2.7          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 11           |
| Cổ đông lớn (%) Đất Xanh Group    | 55.4         |
| Victory Holding Investment        | 8.0          |

|                    |       |      |      |
|--------------------|-------|------|------|
| Biến động giá      | 3T    | 6T   | 12T  |
| Tuyệt đối (%)      | -22.0 | 40.1 | 41.8 |
| So với VNIndex (%) | -2.0  | -1   | 0.3  |



Triển vọng tươi sáng

CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) là doanh nghiệp môi giới bất động sản (BDS) có thị phần môi giới sơ cấp lớn nhất cả nước (chiếm 33% trong năm 2024). Chúng tôi lạc quan vào tăng trưởng dài hạn của DXS nhờ: (1) DXS là doanh nghiệp môi giới BDS hàng đầu với đại lý phân phối BDS trải dài khắp Việt Nam; (2) lượng giao dịch BDS trên toàn thị trường khởi sắc với sự hỗ trợ tích cực của chính sách vĩ mô; và (3) các dự án của công ty mẹ DXG mở bán thúc đẩy nguồn sản phẩm đầu vào lớn cho DXS. Dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA DXS với giá mục tiêu ở mức 12,500 đồng.

Quan điểm đầu tư

- **Giao dịch toàn thị trường tăng trưởng mạnh do nhu cầu nhà ở lớn** nhờ các chính sách vĩ mô thuận lợi bao gồm nới lỏng chính sách tiền tệ, mặt bằng lãi suất hấp dẫn, nhu cầu của người mua nhà được duy trì cao ở các thành phố lớn và chiến lược đẩy mạnh đầu tư công tăng cường kết nối các khu vực giúp tâm lý thị trường tích cực hơn nhờ đó giúp mảng môi giới bất động sản được hưởng lợi.
- **DXS tham gia sâu hơn vào mảng phát triển BDS sẽ mang lại nguồn thu tốt trong giai đoạn tới.** DXS tham gia làm chủ đầu tư phát triển BDS gồm dự án Regal Legend, Regal Maison, Regal Victoria, Cara River Park, ... sẽ mang lại nguồn thu lớn từ các dự án đang phát triển.

Cập nhật

- **KQKD 9T2025:** Doanh thu thuần DXS đạt 2,342 tỷ đồng (+28.8% YoY), LN ròng đạt 334 tỷ đồng (+220.4% YoY). Như vậy, trong 9T2025, DXS đã thực hiện được 61.9% dự phóng doanh thu và 82.7% dự phóng lợi nhuận của chúng tôi.
- **Định giá:** Điều chỉnh theo số liệu tài chính và kinh doanh Q3/2025 chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu DXS là **12,500 VND/cp.**

Triển vọng

Dự phóng doanh thu của DXS năm 2025/2026 lần lượt đạt 3,782/4,302 tỷ đồng (+55.1%/+13.7% YoY) và LN ròng công ty mẹ đạt 404/519 tỷ đồng (+186.5%/+28.5% YoY) nhờ (1) mảng môi giới tiếp tục có sự tăng trưởng rõ ràng nhờ giao dịch toàn thị trường tăng trưởng mạnh; (2) nguồn thu tới từ mở bán các dự án của công ty mẹ DXG; và (3) DXS tham gia làm chủ đầu tư phát triển các dự án BDS.

**Rủi ro:** (1) Thay đổi chính sách gây ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường; (2) cạnh tranh gay gắt ảnh hưởng đến thị phần.

| Năm                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 4,096 | 1,997 | 2,438 | 3,782 | 4,302 |
| LN HĐKD (tỷ VND)         | 729   | 106   | 445   | 985   | 1,163 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND)  | 345   | (168) | 141   | 404   | 519   |
| EPS (đồng)               | 760   | (293) | 243   | 697   | 897   |
| OPM                      | 17.8  | 5.3   | 18.2  | 26.0  | 27.0  |
| NPM                      | 12.9  | (8.0) | 11.9  | 17.8  | 18.8  |
| ROE (%)                  | 5.9   | (2.8) | 2.4   | 6.5   | 7.8   |
| P/E (x)                  | 9.7   | N/A   | 42.8  | 16.5  | 12.8  |
| P/B (x)                  | 0.6   | 0.7   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam



Giá mục tiêu (12 tháng)

VND 125,400

Giá hiện tại (28/11/25)

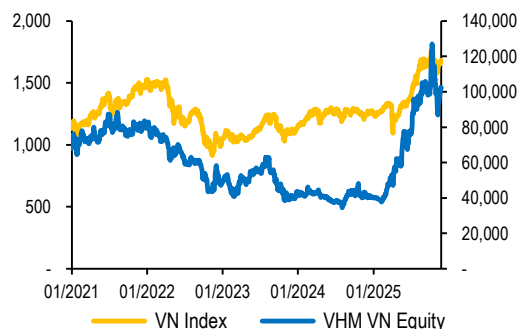
VND 102,900

Suất sinh lời (%)

21.8%

|                                   |                |
|-----------------------------------|----------------|
| VNINDEX                           | 1,691          |
| Market P/E (x)                    | 13.9           |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 422,453        |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 4,107          |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 576            |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 131,500/37,800 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 5.9            |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 321            |
| Cổ đông lớn (%)                   |                |
| Tập đoàn Vingroup                 | 73.5           |
| Chính phủ Singapore               | 4.9            |
| Viking Asia Holding II Pte        | 4.6            |

| Biến động giá      | 3T   | 6T   | 12T   |
|--------------------|------|------|-------|
| Tuyệt đối (%)      | -3.0 | 33.3 | 149.6 |
| So với VNIndex (%) | -2.0 | -1   | 0.3   |



## Tăng trưởng vững chắc

Vinhomes là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Vinhomes sở hữu nhiều lợi thế áp đảo như: (1) Quỹ đất lớn, chất lượng và liên tục tăng trưởng (2) Hồ sơ năng lực nổi bật với nhiều dự án đầu tư hiệu quả và (3) Thương hiệu giá trị cao – uy tín trên thị trường.

### Quan điểm đầu tư

– **Quỹ đất lớn, sạch và liên tục được mở rộng là cơ sở cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn.** Hiện VHM đang là một trong những doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn và có vị trí đặc địa nhất trên thị trường, một số dự án mang động lực tăng trưởng dài hạn cho Vinhomes có thể kể đến như Vinhomes Green Paradise, Vinhomes Green City, Vinhomes Cam Ranh...

– **Vinhomes là đơn vị đón đầu hưởng lợi giai đoạn mới của thị trường bất động sản.** Sở hữu tiềm lực tài chính mạnh, chuyên môn pháp lý vượt bậc, cùng hồ sơ năng lực dự án chất lượng cao giúp Vinhomes hưởng lợi rất lợi từ môi trường vĩ mô thuận lợi của ngành BĐS hiện tại.

### Cập nhật

– **KQKD 9T/2025:** Doanh thu thuần VHM đạt 51,093 tỷ đồng (-26.9% YoY), LN ròng đạt 14,381 tỷ đồng (-26.9% YoY) từ bàn giao dự án Royal Island, Ocean Park 2&3, Golden City và đóng góp của mảng xây dựng. Như vậy, trong 9T2025, VHM đã thực hiện được 49.3% dự phóng doanh thu và 44.4% dự phóng lợi nhuận của chúng tôi. Phần lớn lợi nhuận của VHM sẽ được ghi nhận trong Q4/2025

– **Định giá:** Điều chỉnh theo số liệu tài chính và kinh doanh Q3/2025 chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu VHM là **125,400 VND/cp.**

### Triển vọng

**Chúng tôi dự phóng doanh thu của VHM năm 2025/2026 đạt 103,585/123,190 tỷ VND (+1.2%/+18.9% YoY)** nhờ bàn giao phần lớn các sản phẩm mới mở bán tại Vinhomes Royal Island, Ocean Park 2&3, Green City và Green Paradise. **Lợi nhuận ròng theo đó kỳ vọng đạt: 32,426/38,489 tỷ VND (+2.0%/+18.7% YoY).**

**Rủi ro:** (1) Ách tắc pháp lý, (2) Rủi ro lãi suất tăng, (3) Rủi ro đảo chiều chính sách và các chính sách thuế mới.

| Năm                      | 2022   | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|--------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 62,393 | 103,557 | 102,323 | 103,585 | 123,190 |
| LN HKKD (tỷ VND)         | 37,973 | 44,045  | 40,943  | 35,781  | 39,021  |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND)  | 28,831 | 33,371  | 31,801  | 32,426  | 38,489  |
| EPS (đồng)               | 6,621  | 7,240   | 7,742   | 7,895   | 9,371   |
| OPM                      | 49.2%  | 34.5%   | 32.2%   | 37.7%   | 42.7%   |
| NPM                      | 46.7%  | 32.4%   | 34.3%   | 31.6%   | 32.5%   |
| ROE (%)                  | 21.4%  | 20.6%   | 16.7%   | 14.8%   | 15.0%   |
| P/E (x)                  | 6.3    | 5.5     | 13.2    | 12.8    | 14.8    |
| P/B (x)                  | 1.3    | 1.0     | 2.1     | 1.7     | 1.8     |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam



Ngành bất động sản| Phụ lục 1 – Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

| STT | Văn bản                     | Nội dung                                                                                                                                                 | Ngày ban hành | Ngày có hiệu lực |
|-----|-----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|------------------|
| 1   | Nghị định số 302/2025/NĐ-CP | Quy định về thành lập, hoạt động của Quỹ nhà ở quốc gia, nhà ở xã hội.                                                                                   | 19/11/2025    | 19/11/2025       |
| 2   | Nghị định 266/2025/NĐ-CP    | Sửa đổi, bổ sung các Nghị định hướng dẫn Luật Đất đai về bồi thường, hỗ trợ, tái định cư.                                                                | 16/8/2025     | 16/8/2025        |
| 3   | Nghị định 151/2025/NĐ-CP    | Quy định về bãi bỏ một thủ tục hành chính về đất đai                                                                                                     | 12/6/2025     | 12/6/2025        |
| 4   | Nghị quyết số 201/2025/QH15 | Quốc hội thi điểm về một số cơ chế, chính sách đặc thù phát triển nhà ở xã hội.                                                                          | 29/5/2025     | 29/5/2025        |
| 5   | Nghị định 76/2025/NĐ-CP     | Quy định chi tiết thi hành Nghị quyết số 170/2024/QH15                                                                                                   | 1/4/2025      | 1/4/2025         |
| 6   | Nghị định 75/2025/NĐ-CP     | Quy định chi tiết thi hành Nghị quyết số 171/2024/QH15                                                                                                   | 1/4/2025      | 1/4/2025         |
| 7   | Nghị định 123/2024/NĐ-CP    | Quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực đất đai                                                                                            | 4/10/2024     | 4/10/2024        |
| 8   | Nghị định 112/2024/NĐ-CP    | Hướng dẫn về đất trồng lúa                                                                                                                               | 11/9/2024     | 11/9/2024        |
| 9   | Nghị định 104/2024/NĐ-CP    | Quy định về Quỹ phát triển đất                                                                                                                           | 31/7/2024     | 01/8/2024        |
| 10  | Nghị định 103/2024/NĐ-CP    | Quy định về tiền sử dụng đất, tiền thuê đất                                                                                                              | 30/7/2024     | 01/8/2024        |
| 11  | Nghị định 101/2024/NĐ-CP    | Quy định về điều tra cơ bản đất đai; đăng ký, cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất và hệ thống thông tin đất đai | 29/7/2024     | 01/8/2024        |
| 12  | Nghị định 88/2024/NĐ-CP     | Quy định về bồi thường, hỗ trợ, tái định cư khi Nhà nước thu hồi đất                                                                                     | 15/7/2024     | 01/8/2024        |
| 13  | Nghị định 71/2024/NĐ-CP     | Quy định về giá đất                                                                                                                                      | 27/6/2024     | 01/8/2024        |
| 14  | Thông tư 12/2024/TT-BTNMT   | Hướng dẫn đào tạo, bồi dưỡng, cập nhật kiến thức cho cá nhân hành nghề tư vấn định giá đất; khung chương trình đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ về giá đất   | 31/7/2024     | 01/8/2024        |
| 15  | Thông tư 08/2024/TT-BTNMT   | Quy định về thống kê, kiểm kê đất đai và lập bản đồ hiện trạng sử dụng đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành                             | 31/7/2024     | 01/8/2024        |

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

## Ngành bất động sản| Phụ lục 1 – Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

| STT | Văn bản                   | Nội dung                                                                                                                                                                                                                    | Ngày ban hành | Ngày có hiệu lực |
|-----|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|------------------|
| 16  | Thông tư 09/2024/TT-BTNMT | Quy định về nội dung, cấu trúc, kiểu thông tin cơ sở dữ liệu quốc gia về đất đai và yêu cầu kỹ thuật đối với phần mềm ứng dụng của Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành | 31/7/2024     | 01/8/2024        |
| 17  | Thông tư 10/2024/TT-BTNMT | Quy định về hồ sơ địa chính, Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành                                                                     | 31/7/2024     | 01/8/2024        |
| 18  | Thông tư 11/2024/TT-BTNMT | Quy định kỹ thuật điều tra, đánh giá đất đai; kỹ thuật bảo vệ, cải tạo, phục hồi đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành                                                                                      | 31/7/2024     | 01/8/2024        |
| 19  | Thông tư 56/2024/TT-BTC   | Quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý, sử dụng phí khai thác và sử dụng tài liệu đất đai từ Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành                                                  | 31/7/2024     | 01/8/2024        |
| 20  | Nghị định 94/2024/NĐ-CP   | Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản về xây dựng và quản lý hệ thống thông tin, cơ sở dữ liệu về nhà ở và thị trường bất động sản                                                                                         | 24/7/2024     | 01/8/2024        |
| 21  | Nghị định 96/2024/NĐ-CP   | Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản                                                                                                                                                                                      | 24/7/2024     | 01/8/2024        |
| 22  | Thông tư 04/2024/TT-BXD   | Hướng dẫn về chương trình khung đào tạo, bồi dưỡng kiến thức hành nghề môi giới bất động sản, điều hành sàn giao dịch bất động sản                                                                                          | 30/7/2024     | 01/8/2024        |
| 23  | Thông tư 49/2024/TT-NHNN  | Sửa đổi Thông tư 11/2022/TT-NHNN ngày 30/9/2022 quy định về bảo lãnh ngân hàng (Hiệu lực: 10/12/2024)                                                                                                                       | 25/10/2024    | 10/12/2024       |
| 24  | Nghị định 95/2024/NĐ-CP   | Hướng dẫn Luật Nhà ở                                                                                                                                                                                                        | 24/7/2024     | 01/8/2024        |
| 25  | Nghị định 98/2024/NĐ-CP   | Hướng dẫn Luật Nhà ở về cải tạo, xây dựng lại nhà chung cư                                                                                                                                                                  | 25/7/2024     | 01/8/2024        |
| 26  | Nghị định 100/2024/NĐ-CP  | Hướng dẫn Luật nhà ở về phát triển và quản lý nhà ở xã hội                                                                                                                                                                  | 26/07/2024    | 01/8/2024        |
| 27  | Thông tư 05/2024/TT-BXD   | Hướng dẫn Luật Nhà ở do Bộ trưởng Bộ Xây dựng ban hành                                                                                                                                                                      | 31/7/2024     | 01/8/2024        |

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam



### Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Nghị quyết số 171/2024/QH15 và Nghị quyết số 161/2024/QH15 là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Cụ thể:

#### Ba Luật Bất động sản



**Đất làm dự án NOTM phải có đất ở** (Luật Đất đai sửa đổi).



**Đất làm dự án được mở rộng** sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.



Thí điểm tại **khu vực đô thị hoặc khu vực được quy hoạch phát triển đô thị trên toàn quốc.**



**Tổng diện tích đất ở trong các dự án thí điểm [...] không vượt quá 30%** của phần diện tích đất ở tăng thêm trong kỳ quy hoạch...



Nghị quyết này có hiệu lực thi hành **từ ngày 01 tháng 4 năm 2025** và được thực hiện trong **05 năm.**

Theo báo cáo của bộ TN-MT, trong giai đoạn 2014–2023, có khoảng **189 dự án tại Hà Nội** và **126 dự án tại TPHCM** bị vướng mắc liên quan đến quy định phải có “đất ở”. Do đó, chúng tôi kì vọng việc thí điểm cho phép đất khác làm NOTM có thể tháo gỡ **một phần** các dự án bị đứng pháp lý nhiều năm qua. Vì vậy, việc thông qua Nghị định số 76/2025/NĐ-CP của Chính phủ: Quy định chi tiết Nghị quyết số 170/2024/QH15 là tiến triển đáng kể trong việc tháo gỡ khó khăn.

### Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

#### Ba Luật Bất động sản



Chưa có quy định giải quyết cho dự án, đất đai vướng mắc trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án.

#### Nghị quyết số 161/2024/QH15



Có phương án giải quyết phù hợp, **xử lý dứt điểm các dự án bất động sản gặp khó khăn, vướng mắc pháp lý, đình trệ** do quá trình triển khai thực hiện kéo dài và pháp luật qua các thời kỳ có sự thay đổi.



Có giải pháp cụ thể và hướng dẫn các Bộ, ngành, địa phương **tháo gỡ vướng mắc liên quan đến quản lý, sử dụng đất trong quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước**, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp [...].



Khẩn trương ban hành đầy đủ các văn bản quy định chi tiết và tổ chức thi hành có hiệu quả [...] Nghị quyết về cơ chế, chính sách đặc thù để **tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với các dự án, đất đai trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án** tại Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Đà Nẵng và tỉnh Khánh Hòa;

Hàng loạt các vướng mắc đã được nêu ra trong NQ cùng quyết tâm tháo gỡ những điểm nghẽn đã tồn tại qua nhiều năm. Lấy ví dụ tại Đà Nẵng, TP này hiện đang phải thực hiện 4 kết luận của Thanh tra Chính phủ (3 bản án của tòa án các cấp đã tuyên) với cả ngàn dự án bị “mắc kẹt”. Trong đó, có những vụ việc xảy ra cách đây gần 20 năm được thanh tra kết luận năm 2013 và hiện Đà Nẵng vẫn đang thực hiện. Nghị định số 76/2025/NĐ-CP của Chính phủ được ban hành vào 01/04/2025 đã quy định chi tiết hơn về việc tháo gỡ khó khăn, từ đó kỳ vọng sớm đem tác động tích cực của Nghị quyết 161 đến thị trường bất động sản.

Chúng tôi đánh giá tác động của một số chính sách lớn lên thị trường BĐS như:

| Văn bản                            | Nội dung                                                                                                                                                                      | Tác động                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Luật Đất đai                       | Thay thế khung giá đất 5 năm thành bảng giá đất hàng năm, tiệm cận với thị trường.                                                                                            | Bảng giá đất sử dụng cho việc đền bù, GPMB. Do đó, việc sử dụng bảng giá đất mới tiệm cận giá thị trường có thể <b>thúc đẩy việc GPMB, nhưng cũng vừa gia tăng chi phí đền bù của DN.</b>                                                                                                                                                                   |
| Luật Kinh doanh BĐS                | Luật hóa quy định vốn chủ tối thiểu/tổng vốn đầu tư cho các dự án có quỹ đất dưới 20ha là 20% và từ 15% cho dự án có quỹ đất trên 20ha.                                       | Trước đây tỷ lệ VCSH tối thiểu này được đặt ra trong ND 02/2022/ND-CP, nhưng việc luật hóa cho thấy <b>VCSH đang được yêu cầu nghiêm ngặt hơn.</b>                                                                                                                                                                                                          |
|                                    | Công khai thông tin BĐS đưa vào kinh doanh .                                                                                                                                  | Góp phần minh <b>bạch thị trường BĐS và bảo vệ người mua nhà.</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Nghị định số 302/2025/ND-CP        | Quy định về thành lập, hoạt động của Quỹ nhà ở quốc gia về một số cơ chế, chính sách đặc thù phát triển nhà ở xã hội.                                                         | Quy định thành lập Quỹ nhà ở quốc gia hoạt động không vì lợi nhuận, bao gồm Quỹ trung ương (thuộc Bộ Xây dựng) và Quỹ địa phương (thuộc UBND cấp tỉnh). Mục tiêu huy động vốn từ nhiều nguồn (ngân sách, tiền bán tài sản công, quỹ đất) <b>để đầu tư xây dựng, tạo lập, quản lý và cho thuê nhà ở xã hội và nhà ở cho cán bộ, công chức, viên chức.</b>    |
| Nghị định 71/2024/ND-CP về giá đất | Bổ sung nhiều chi phí được tính vào chi phí phát triển thửa đất như chi phí dự phòng cho trượt giá, lãi vay, chi phí tư vấn đầu tư xây dựng, quản lý dự án,...                | Chúng tôi kì vọng việc bổ sung nhiều chi phí phát sinh trong quá trình phát triển dự án vào chi phí phát triển thửa đất khi tính tiền sử dụng đất góp phần <b>hợp lý hóa tiền sử dụng đất cho doanh nghiệp, từ đó ổn định thị trường bất động sản.</b>                                                                                                      |
| Nghị quyết số 171/2024/QH15        | Đất làm dự án được mở rộng sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất. | Các Nghị quyết đặc thù là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Chúng tôi kì vọng <b>các NQ này cùng với các Luật Bất động sản góp phần tháo gỡ vướng mắc cho các dự án đang bị “mắc kẹt”. Từ đó thúc đẩy nguồn cung của thị trường từ năm 2025.</b> |
| Nghị quyết số 161/2024/QH15        | Đề cập đến việc ban hành các chính sách để tháo gỡ vướng mắc cho thị trường BĐS do quá trình cổ phần hóa, do thay đổi môi trường pháp luật,...                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

# Bất động sản khu công nghiệp **Phục hồi mạnh mẽ sau biến động thuế quan**



Tiến Lê



(84-28) 6299-8029



tien.ld@shinhan.com

## **Ngành bất động sản khu công nghiệp – Phục hồi mạnh mẽ sau biến động thuế quan**

### **1. Cập nhật tình hình bất động sản KCN**

Trước những biến động khó lường của tình hình thuế quan, hoạt động cho thuê đất KCN sụt giảm trong 9T/2025, đặc biệt giai đoạn Q2 – Q3/2025 ở cả khu vực miền Bắc và khu vực miền Nam. Qua đó tỷ lệ lấp đầy của các KCN đã giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên giá đất cho thuê KCN vẫn duy trì tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ.

Hoạt động cho thuê NXXS và NKXS ở cả hai miền ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong 9T2025 với giá cho thuê tăng trưởng nhẹ.

### **2. Tiềm năng phát triển bất động sản KCN**

Dòng vốn FDI tăng trưởng kỷ lục cùng những nỗ lực của Chính phủ trong việc hợp tác với Mỹ, qua đó giảm mức thuế đối ứng, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài. Với ngân sách chi đầu tư công bùng nổ trong giai đoạn 2026 – 2030, Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục thu hút hiệu quả nguồn vốn FDI qua đó gia tăng nhu cầu cho thuê đất KCN.

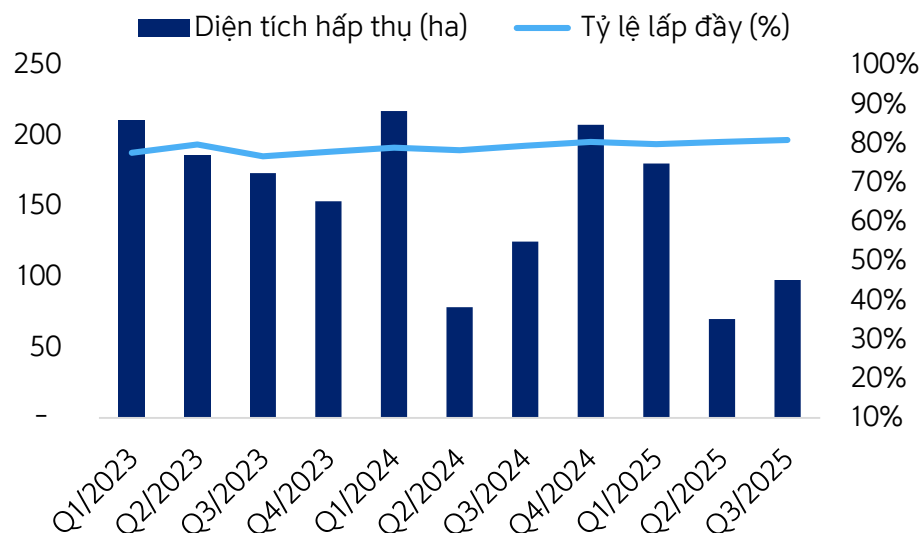
### **3. Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN**

Mặc dù chịu ảnh hưởng tiêu cực trước những biến động của thuế quan, các doanh nghiệp vẫn duy trì được mức tăng trưởng trong 9T2025. Các doanh nghiệp với quỹ đất KCN được mở rộng, nằm tại các tỉnh thành trọng điểm được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025F và 2026F.

Khuyến nghị: BCM, KBC, IDC, và SZC.

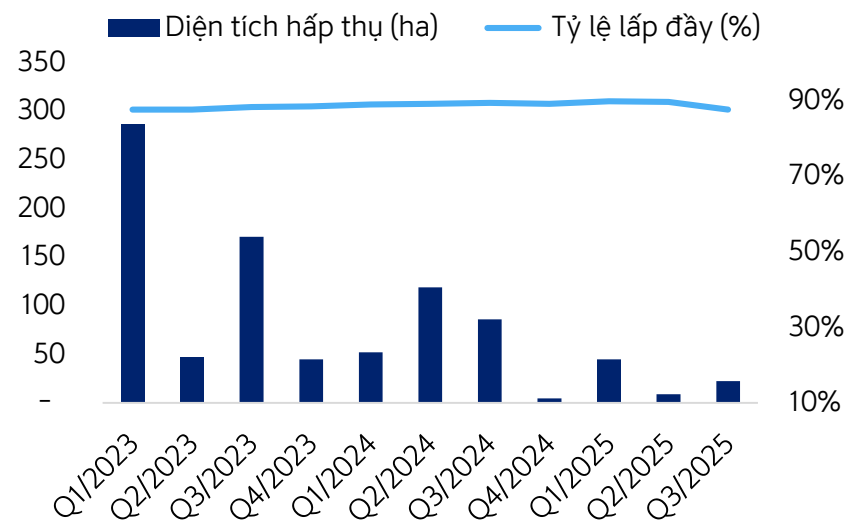
## Diện tích hấp thụ tại các KCN trong 9T2025 có sụt giảm trước bất ổn thuế quan toàn cầu

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Khu Công Nghiệp từ Q1/2023 – Q3/2025 tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Khu Công Nghiệp từ Q1/2023 – Q3/2025 tại miền Nam



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 9T/2025, khu vực miền Bắc và miền Nam ghi nhận diện tích hấp thụ sụt giảm, trước những bất ổn liên quan đến tình hình thuế quan, với phần lớn diện tích hấp thụ tập trung ở Q1/2025. Nhu cầu thuê đất KCN dần cải thiện trong Q3/2025 khi Mỹ chính thức công bố mức thuế đối ứng cho các quốc gia, qua đó tình hình chiến tranh thương mại toàn cầu dần ổn định trở lại. Khu vực miền Bắc ghi nhận diện tích hấp thụ ở các tỉnh cấp 1\* đạt khoảng 350 ha, sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ. Khu vực miền Nam ghi nhận diện tích hấp thụ ở các tỉnh cấp 1\*\* đạt 80 ha, giảm khoảng 70% so với năm trước. Tỷ lệ lấp đầy ở cả hai miền ghi nhận mức sụt giảm nhẹ trong Q3/2025. Giá thuê trung bình khu vực miền Bắc đạt USD 142/m<sup>2</sup>/chu kỳ (+4.1% YoY), giá thuê trung bình khu vực miền Nam đạt USD 183/m<sup>2</sup>/chu kỳ (+5.1% YoY).

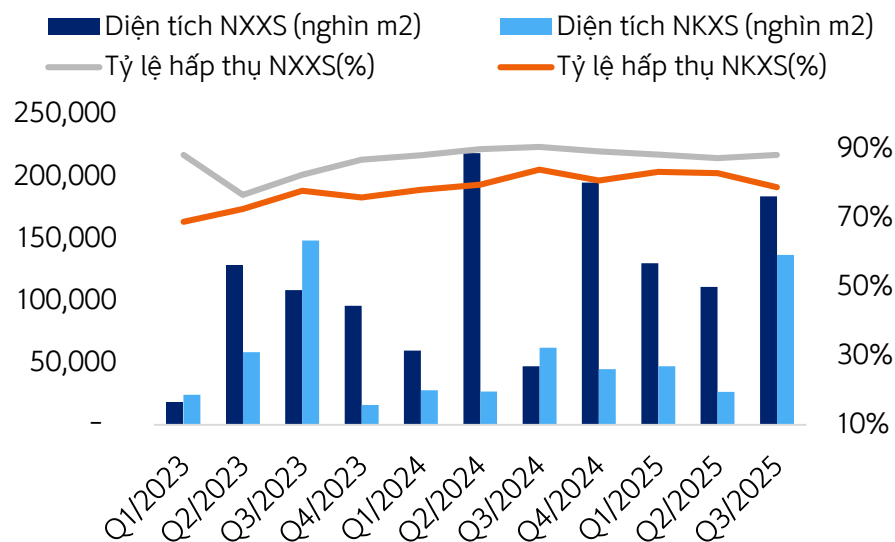
\* Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên, và Bắc Ninh

\*\* Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, và Long An



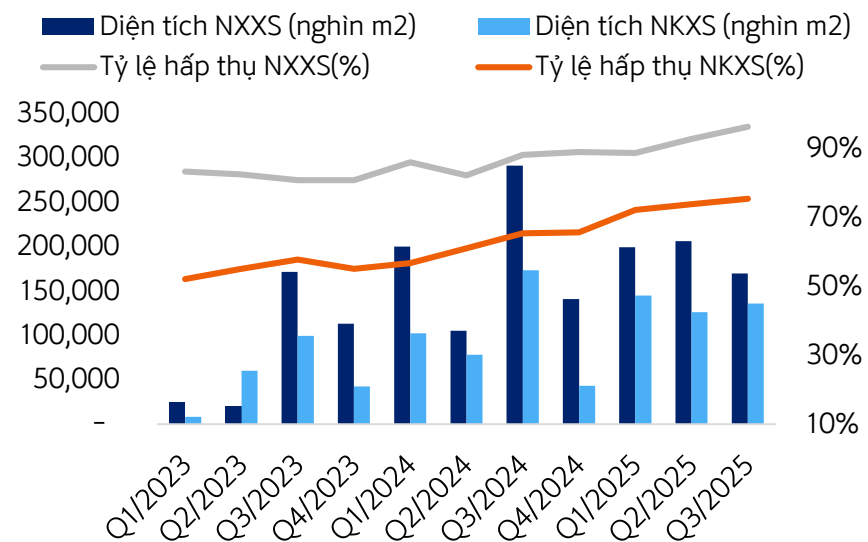
## Nhu cầu thuê NKXS/NXSS duy trì tăng trưởng ổn định bất chấp tình hình thuế quan

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy NKXS/ NXSS từ Q1/2023 – Q3/2025 tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy NKXS/ NXSS từ Q1/2023 – Q3/2025 tại miền Nam



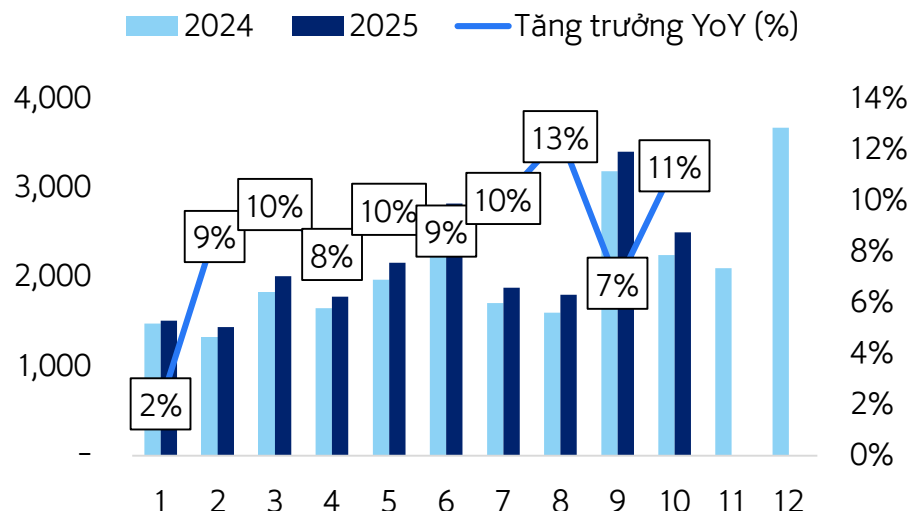
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Khu vực miền Bắc ghi nhận diện tích hấp thụ tăng trưởng tốt trong 9T/2025 bất chấp những biến động về tình hình thuế quan của Mỹ. Tỷ lệ hấp thụ đạt 88.4% đối với nhà xưởng xây sẵn (NXSS) và 79.3% đối với nhà kho xây sẵn (NKXS), tỷ lệ hấp thụ có phần sụt giảm so với năm trước do nguồn cung gia tăng tại thị trường miền Bắc. Diện tích hấp thụ NXSS và NKXS tại miền Nam ghi nhận mức sụt giảm nhẹ đối với NXSS và duy trì tăng trưởng tốt với nhà NKXS, với tỷ lệ hấp thụ đạt 96% đối NXSS và 74% với NKXS.
- Giá thuê NXSS và NKXS có sự gia tăng so với cùng kỳ, đối với khu vực miền Bắc, giá NXSS và NKXS lần lượt đạt USD 5.0/m2 (+2.5% YoY) và USD 4.9/m2 (+6.4% YoY), trong khi đó, khu vực miền Nam ghi nhận giá NXSS và NKXS lần lượt đạt USD 5.2/m2 (+1.6% YoY) và USD 5.0/m2 (+2.2% YoY).



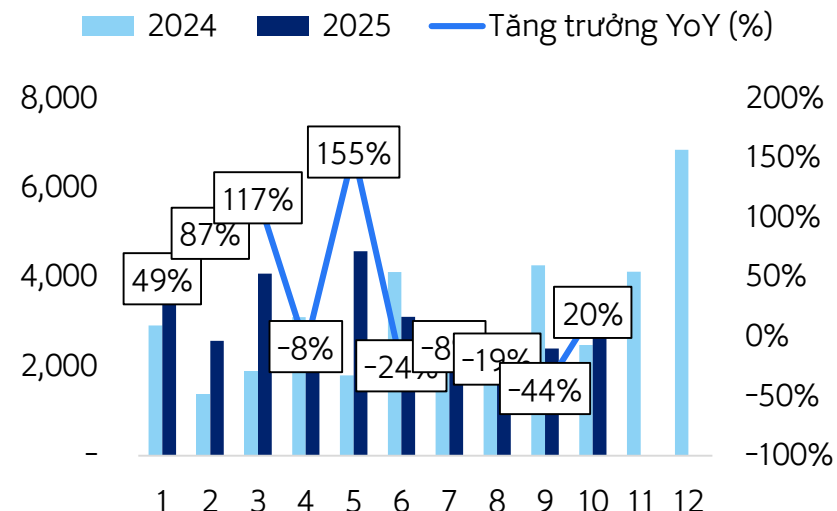
## Dòng vốn FDI tiếp tục duy trì sự tích cực trong mười tháng đầu năm 2025

Vốn FDI giải ngân năm 2024 và 10T2025 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Vốn FDI đăng ký 2024 và 10T2025 (triệu USD)

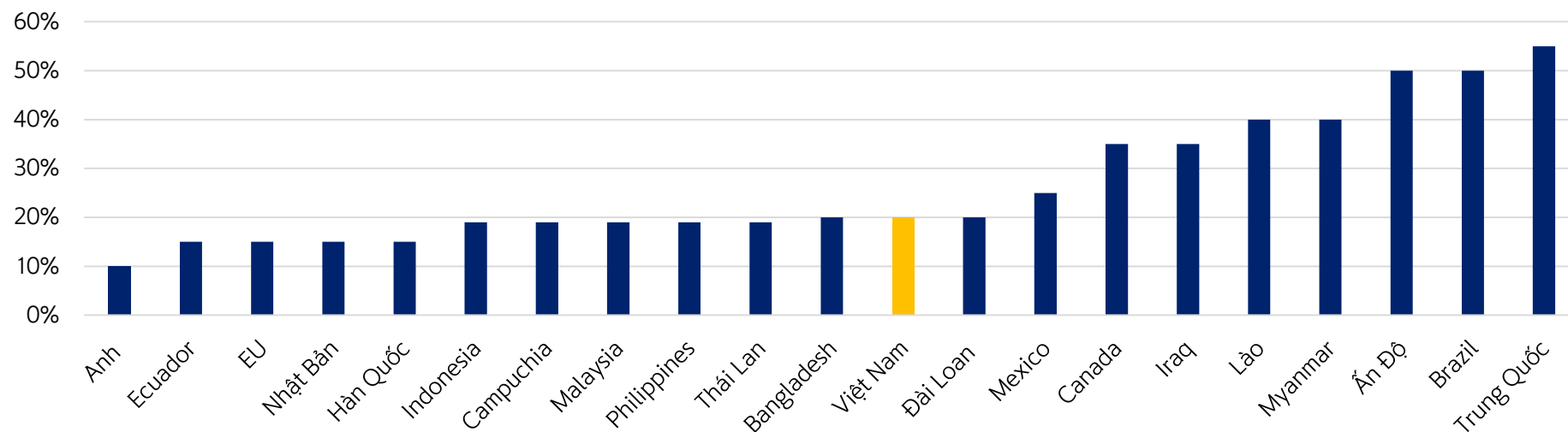


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trong 10 tháng đầu năm 2025 đạt USD 21.3 tỷ, tăng 8.8% so với cùng kỳ và đánh dấu mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Bên cạnh đó, tổng vốn đăng ký đầu tư mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần đạt hơn USD 31.52 tỷ, tăng mạnh 15.6% so với cùng kỳ năm trước.
- Lượng vốn FDI giải ngân và đăng ký đạt mức kỷ lục cho thấy Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, trước những biến động về thuế quan, vốn FDI đăng ký đã giảm trong giai đoạn từ tháng 06–09/2025. Sau khi tình hình thuế quan dần ổn định và Mỹ chính thức công bố chính sách thuế đối với các quốc gia, nguồn vốn FDI đăng ký đã ghi nhận tăng trưởng vào tháng 10/2025. Ngoài ra, vào ngày 26/10, Mỹ và Việt Nam đã đạt được khuôn khổ thỏa thuận thương mại mới, điều này được kỳ vọng thúc đẩy nguồn vốn FDI tiếp tục tăng trưởng trong tương lai.

## Mức thuế cạnh tranh gia tăng việc thu hút nguồn vốn FDI

Mức thuế mà Mỹ áp dụng lên các quốc gia (%)



Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam, Whitehouse.gov cập nhật đến ngày 01/08/2025

- Hiện tại, hàng hóa có xuất xứ trực tiếp từ Việt Nam đang chịu mức thuế 20%, trong khi các đơn hàng theo hình thức “transshipment” (trung chuyển từ quốc gia khác) bị áp thuế 40%. Chính phủ tiếp tục duy trì các nỗ lực đàm phán với phía Mỹ nhằm hướng tới các thỏa thuận hợp tác mới, qua đó tạo cơ sở cho việc giảm dần các mức thuế đối ứng mà Mỹ đang áp lên hàng hóa Việt Nam.
- So với mặt bằng chung, mức thuế mà Việt Nam phải đối diện được xem là tương đối cạnh tranh trong khu vực và không tạo ra sức ép quá lớn đối với các doanh nghiệp xuất khẩu. Đáng chú ý, một số quốc gia đang cạnh tranh trực tiếp với Việt Nam trong việc thu hút dòng vốn FDI như Ấn Độ và Brazil đang phải chịu mức thuế cao hơn, lên đến 50%. Điều này giúp Việt Nam duy trì lợi thế tương đối, đồng thời tạo thêm động lực để các tập đoàn quốc tế cân nhắc lựa chọn Việt Nam như một điểm đến sản xuất thay thế.

## Nỗ lực của Chính phủ trong việc đàm phán nhằm hạ mức thuế đối ứng của Mỹ



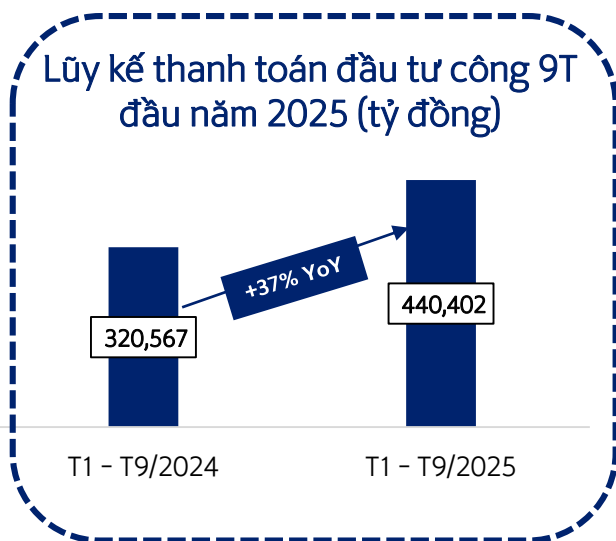
Thủ tướng Chính phủ Phạm Minh Chính có cuộc tiếp xúc ngắn Tổng thống Donald Trump bên lề Hội nghị Cấp cao ASEAN - Hoa Kỳ vào ngày 26/10/2025



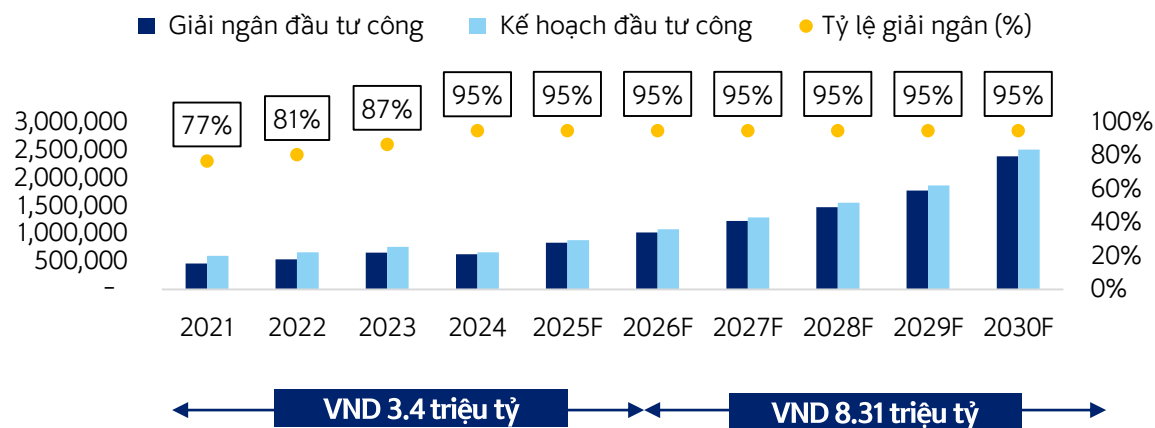
Bộ trưởng Bộ Công Thương Nguyễn Hồng Diên trong đợt đàm phán thuế tại Washington từ ngày 12 – 14/11/2025

- Ngày 26/10/2025, Việt Nam và Hoa Kỳ đã công bố Tuyên bố chung về Khuôn khổ Hiệp định thương mại đối ứng. Theo nội dung thỏa thuận mới, thuế nhập khẩu đối với hàng hóa xuất khẩu từ Việt Nam sẽ được áp dụng trong biên độ 0–20%, trong đó một số nhóm sản phẩm trọng yếu có thể được hưởng mức thuế ưu đãi 0%.
- Việt Nam tiếp tục duy trì tiến trình đàm phán với Hoa Kỳ nhằm tối ưu hóa các điều khoản mang tính song phương. Trong giai đoạn 12–14/11/2025, hai nước đã tiến hành vòng đàm phán trực tiếp lần thứ 5 về Hiệp định Thương mại đối ứng tại Washington D.C. Trong ba ngày làm việc, đoàn đàm phán đã đạt được tiến triển đáng kể tại nhiều nhóm nội dung, bao gồm dịch vụ, thương mại số, nông nghiệp, hàng rào kỹ thuật trong thương mại (TBT) và tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm (SPS), đồng thời thu hẹp khác biệt ở các vấn đề còn tồn tại.

## Đầu tư công mạnh mẽ góp phần thúc đẩy hạ tầng phát triển



### Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2018 – 2030F (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

- Báo cáo của Bộ Tài chính cho biết, ước tính giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 30/09/2025 khoảng VND 440,402 tỷ (+37% YoY), đạt 50% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Tỷ lệ giải ngân trong 9T2025 có sự cải thiện so với 9T2024 khi tăng từ 47.3% lên mức 50%.
- Theo ước tính của Bộ Tài chính, tổng mức vốn cân đối chi đầu tư phát triển từ nguồn ngân sách nhà nước năm 2026 dự kiến đạt khoảng VND 1.12 triệu tỷ, bao gồm: Chi đầu tư công ước đạt VND 1.08 triệu tỷ, Chi đầu tư phát triển khác khoảng VND 40 nghìn tỷ. Như vậy, tổng mức vốn đầu tư công năm 2026 được dự báo tăng khoảng 22% so với năm 2025, phản ánh xu hướng mở rộng đầu tư công mạnh mẽ của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và đẩy mạnh phát triển các dự án hạ tầng trọng điểm.

Tình hình giải ngân các dự án đầu tư công quan trọng trong năm 2025

| Tên dự án                                          | Kế hoạch giải ngân trong năm 2025 (tỷ đồng) | Lũy kế giải ngân đến 30/09/2025 (tỷ đồng) | Tỷ lệ giải ngân (%) |
|----------------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------|
| Dự án đường bộ                                     |                                             |                                           |                     |
| Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2                      | 30,956                                      | 12,992                                    | 42.0%               |
| Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuật giai đoạn 1      | 6,589                                       | 3,327                                     | 50.5%               |
| Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu giai đoạn 1            | 3,977                                       | 1,757                                     | 44.2%               |
| Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng giai đoạn 1 | 10,737                                      | 4,596                                     | 42.8%               |
| Vành đai 4 – Hà Nội                                | 12,722                                      | 2,017                                     | 15.9%               |
| Vành đai 3 – Tp Hồ Chí Minh                        | 14,524                                      | 2,767                                     | 19.1%               |
| Đường Hồ Chí Minh                                  | 4,293                                       | 1,662                                     | 38.7%               |
| ...                                                |                                             |                                           |                     |
| Tổng cộng dự án đường bộ                           | 170,522                                     | 51,771                                    | 30.4%               |
|                                                    |                                             |                                           |                     |
| Dự án hàng không                                   |                                             |                                           |                     |
| Cảng hàng không quốc tế Long Thành                 | 254                                         | 101                                       | 39.9%               |
| Tổng cộng dự án hàng không                         | 254                                         | 101                                       | 39.9%               |
|                                                    |                                             |                                           |                     |
| Dự án đường sắt                                    |                                             |                                           |                     |
| Đường sắt tốc độ cao trên trục Bắc - Nam           | 150                                         | 30                                        | 20.0%               |
| Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng             | 3,486                                       | 365                                       | 10.5%               |
| Đường sắt đô thị TP. Hà Nội                        | 2,070                                       | 890                                       | 43.0%               |
| Đường sắt đô thị TP. Hồ Chí Minh                   | 2,813                                       | 1,270                                     | 45.2%               |
| Tổng cộng dự án đường sắt                          | 8,518                                       | 2,556                                     | 30.0%               |
| ...                                                |                                             |                                           |                     |
| Tổng cộng                                          | 179,294                                     | 54,428                                    | 30.4%               |

Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

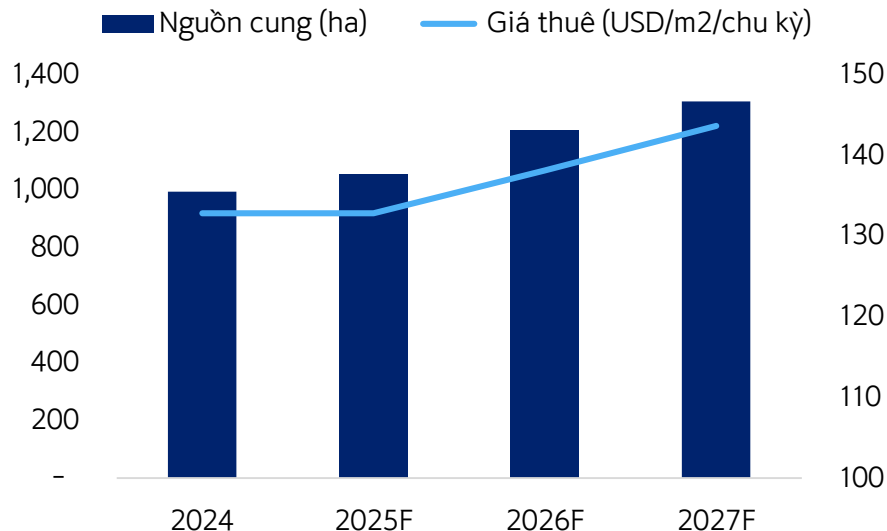
## Kế hoạch đầu tư công gia tăng đáng kể trong giai đoạn 2026 – 2030

| Giai đoạn                                  | 2021 – 2025       | 2026 – 2030                               |
|--------------------------------------------|-------------------|-------------------------------------------|
| Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình          | 6.3% (ước tính)   | 10%                                       |
| Thu ngân sách nhà nước                     | VND 9.6 triệu tỷ  | VND 16.1 triệu tỷ                         |
| Chi ngân sách nhà nước                     | VND 10.9 triệu tỷ | VND 20.9 triệu tỷ                         |
| Tổng mức chi đầu tư công                   | VND 3.4 triệu tỷ  | VND 8.31 triệu tỷ                         |
| Bội chi ngân sách                          | 3.1–3.2% GDP      | 5% GDP                                    |
| Tổng mức nợ vay chính phủ cho cả giai đoạn | VND 2.5 triệu tỷ  | Dự kiến huy động khoảng VND 6.55 triệu tỷ |
| Tỷ lệ nợ công/ GDP                         | 35–36% GDP        | 41–42% GDP                                |

- Theo định hướng của Chính phủ giai đoạn 2026 – 2030, mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân đạt từ 10%/năm trở lên được xác định là trọng tâm trong chiến lược phát triển kinh tế. Để hiện thực hóa mục tiêu này, Bộ Tài chính dự kiến tổng chi đầu tư phát triển đạt khoảng VND 8.51 triệu tỷ, tương đương 40% tổng chi ngân sách nhà nước, trong đó: Vốn đầu tư công trung hạn ước đạt VND 8.31 triệu tỷ, tăng 144% so với giai đoạn 2021 – 2025.
- Nhằm đáp ứng nhu cầu vốn gia tăng mạnh, Chính phủ dự kiến nâng tổng thu ngân sách nhà nước lên mức VND 16.1 triệu tỷ thông qua việc đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng kinh tế, qua đó thu ngân sách dự kiến chiếm 18% GDP. Đồng thời, mức bội chi ngân sách được định hướng tăng từ 3.1% lên 5% GDP, kéo theo nợ vay của Chính phủ dự kiến tăng từ VND 2.5 triệu tỷ lên VND 6.55 triệu tỷ, tương đương mức tăng 2.62 lần so với giai đoạn trước. Tỷ lệ nợ công/GDP mục tiêu nâng được nâng từ 35–36% lên khoảng 41–42%. Chúng tôi đánh giá, với tỷ lệ nợ công/GDP quanh ngưỡng 40%, Việt Nam vẫn duy trì được mức an toàn tài chính, đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, đáp ứng được mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số và đẩy mạnh phát triển hạ tầng trong trung hạn.

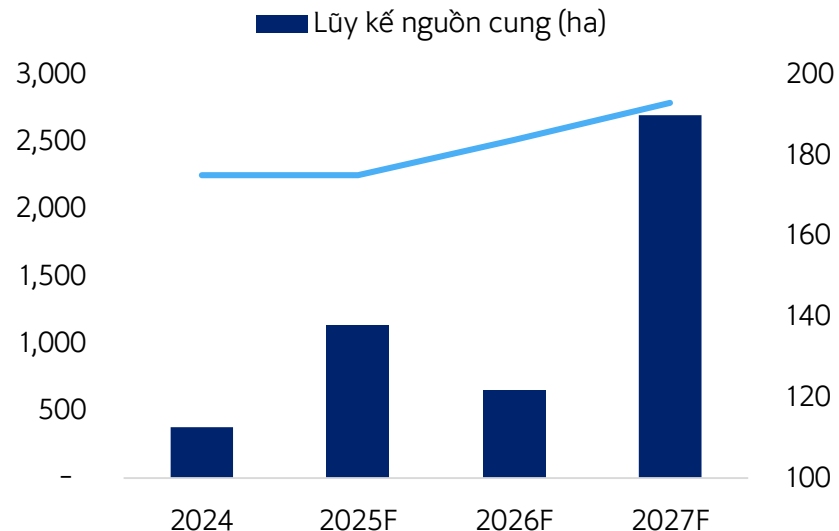
## Triển vọng bất động sản KCN tiếp tục duy trì mức tăng ổn định trong tương lai

Dự phóng diện tích lũy kế và giá thuê đất KCN từ 2024 – 2027F tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng diện tích lũy kế và giá thuê đất KCN từ 2024 – 2027F tại miền Nam



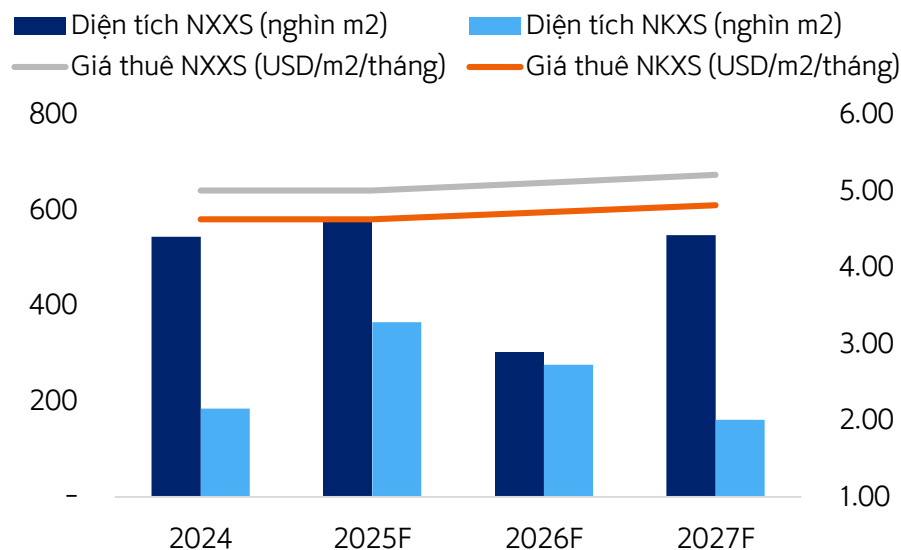
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Chúng tôi ước tính nguồn cung bất động sản KCN trong năm 2025 tại hai vùng phía Bắc và phía Nam tăng trưởng lần lượt đạt khoảng 1,000 ha và 1,100 ha. Trong đó, nguồn cung tại khu vực miền Bắc chủ yếu tập trung tại các tỉnh như Hải Phòng, Vĩnh Phúc, Hưng Yên. Đối với khu vực miền Nam nguồn cung chủ yếu sẽ nằm tại các tỉnh Bình Dương, Đồng Nai, Long An.
- Giá đất KCN được dự phóng sẽ đi ngang trong năm 2025 do những bất ổn về tình hình chiến tranh thương mại có thể khiến nhu cầu tăng trưởng chậm. Tỷ lệ lấp đầy dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao với 83% tại khu vực miền Bắc và 90% tại khu vực miền Nam.



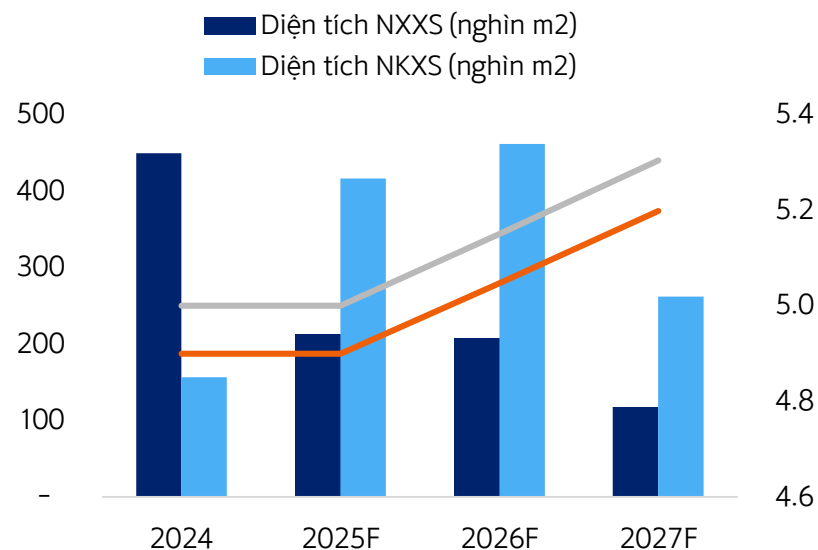
## Nguồn cung NXXS và NKXS tiếp tục tăng trưởng theo nhu cầu của thị trường

Dự phóng diện tích hấp thụ và giá NXXS/NKXS 2024 – 2027F tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng diện tích hấp thụ và giá NXXS/NKXS 2024 – 2027F tại miền Nam

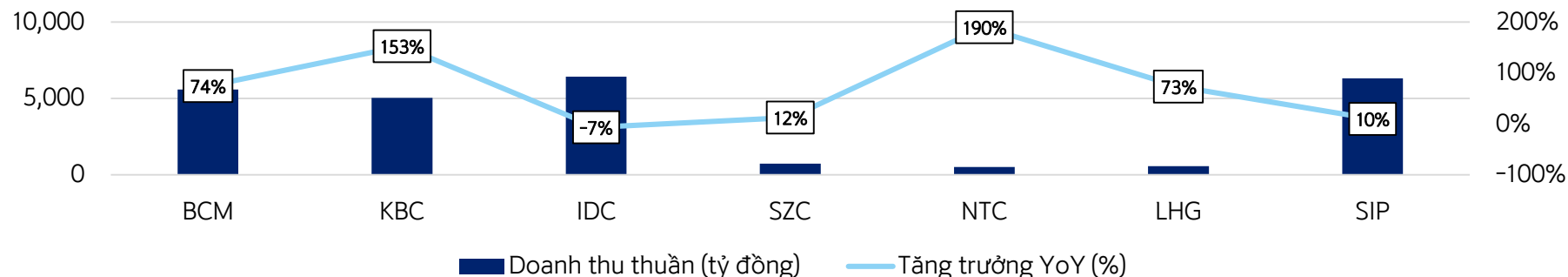


Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Theo dự báo của CBRE cho giai đoạn 2025F – 2027F, nguồn cung NXXS dự kiến sẽ quanh mức 500 nghìn m2 đối với khu vực miền Bắc trong khi đó ở khu vực miền Nam dự kiến sẽ quanh mức 200 nghìn m2. Mặc khác, nguồn cung NKXS ở khu vực miền Bắc sẽ ở khoảng 300 nghìn m2, trong khi đó tại khu vực miền Nam ghi nhận quanh mức 400 nghìn m2.
- Giá thuê và tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ đi ngang trong năm 2025 do những bất ổn liên quan đến tình hình chiến tranh thương mại. Tuy nhiên bước sang năm 2026F, chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ tăng trưởng trở lại quanh mức 2% – 3%/ năm.

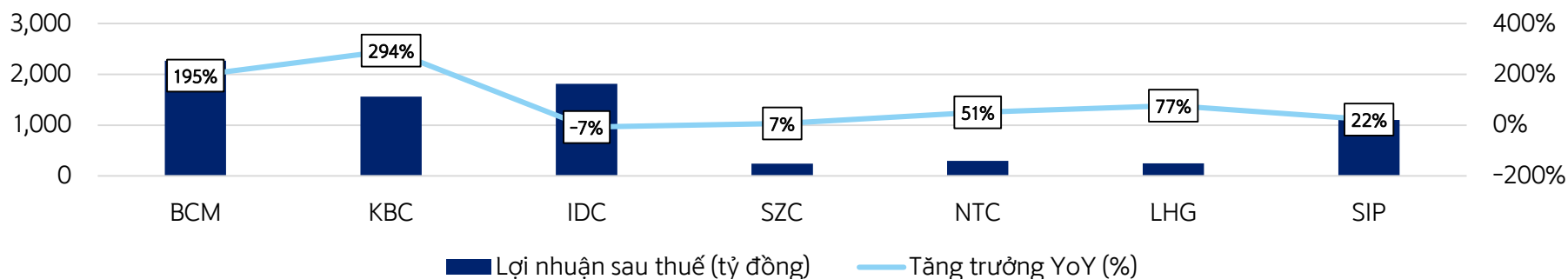
## Cập nhật tình hình kinh doanh một số cổ phiếu nổi bật

### Doanh thu 9T2025 của các doanh nghiệp bất động sản KCN



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### Lợi nhuận sau thuế 9T2025 của các doanh nghiệp bất động sản KCN



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Trong 9T/2025, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp KCN có sự tăng trưởng tích cực. Mặc dù một số doanh nghiệp ghi nhận sự sụt giảm về kết quả kinh doanh trong Q2 – Q3/2025 (giai đoạn bất ổn thuế quan), tuy nhiên tính chung 9 tháng, ngành KCN vẫn ghi nhận kết quả bùng nổ, đặc biệt đối với những doanh nghiệp có quỹ đất rộng lớn. Chúng tôi nhận thấy vẫn có một vài doanh nghiệp như IDC có kết quả kinh doanh đi lùi, nguyên nhân chủ yếu do quỹ đất của doanh nghiệp và giá trị hợp đồng MOU sụt giảm so với cùng kỳ. Tuy nhiên IDC đã chủ động mở rộng quỹ đất lên gấp đôi trong năm 2025, bên cạnh đó doanh nghiệp cũng ghi nhận sự phục hồi ấn tượng trong Q3/2025 với doanh thu tăng hơn 60% và lợi nhuận tăng gấp đôi so với Q1 và Q2/2025.

## Ngành bất động sản khu công nghiệp| Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

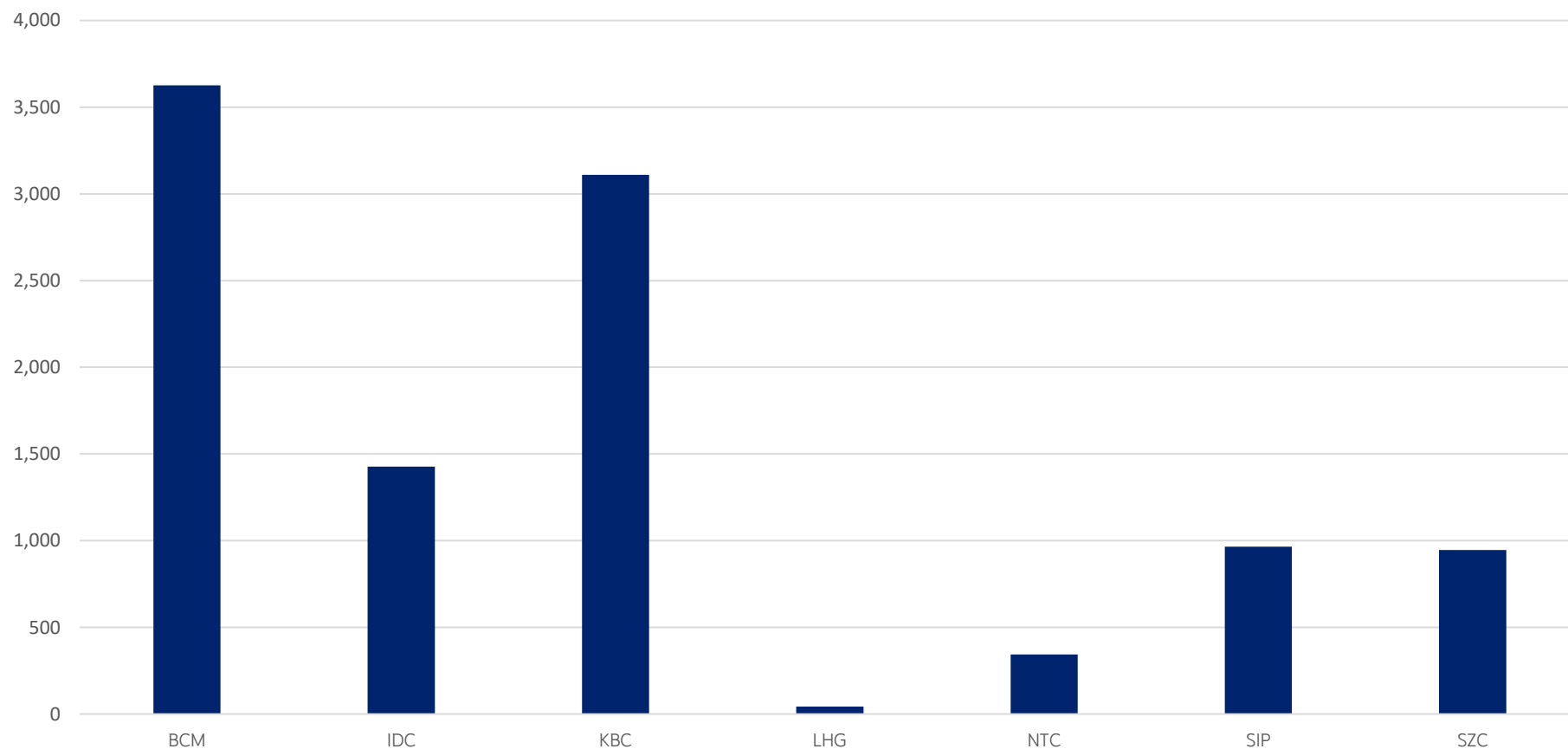
| Mã        | Thị giá (VND) | Giá MT* (VND) | Upside (%) | Vốn hoá (tỷ đồng) | Dự phóng DT 2026 (tỷ đồng) | Tăng trưởng DT (% YoY) | Dự phóng LNST 2026F (tỷ đồng) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | ROA - TTM (%) | ROE - TTM (%) | Chỉ số thanh toán nhanh | D/E | P/E - TTM | P/B - TTM |
|-----------|---------------|---------------|------------|-------------------|----------------------------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|---------------|---------------|-------------------------|-----|-----------|-----------|
| BCM       | 66,600        | 79,100        | 19%        | 68,931            | 7,890                      | 10%                    | 2,703                         | 3%                       | 6%            | 18%           | 0.5                     | 1.0 | 19.3      | 3.3       |
| KBC       | 35,300        | 41,000        | 16%        | 33,244            | 14,090                     | 96%                    | 3,585                         | 110%                     | 3%            | 7%            | 2.3                     | 1.0 | 18.7      | 1.4       |
| IDC       | 40,300        | 54,100        | 34%        | 15,294            | 10,855                     | 24%                    | 2,273                         | 20%                      | 9%            | 31%           | 0.6                     | 0.5 | 8.7       | 2.5       |
| SZC       | 30,900        | 45,400        | 47%        | 5,562             | 1,156                      | 32%                    | 396                           | 33%                      | 4%            | 10%           | 0.3                     | 0.7 | 18.5      | 1.9       |
| NTC       | 158,200       | 226,700       | 43%        | 3,797             | 792                        | 9%                     | 457                           | 10%                      | 6%            | 32%           | 0.3                     | 0.1 | 9.9       | 3.1       |
| LHG       | 29,550        | 40,000        | 35%        | 1,478             | 917                        | 15%                    | 386                           | 15%                      | 9%            | 17%           | 0.7                     | 0.1 | 5.3       | 0.9       |
| SIP       | 56,600        | 73,500        | 30%        | 13,704            | 9,342                      | 13%                    | 1,597                         | 10%                      | 5%            | 28%           | 1.6                     | 0.8 | 11.1      | 2.9       |
| Tổng cộng |               |               |            |                   | 45,043                     | 33%                    | 11,397                        | 30%                      |               |               |                         |     |           |           |

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: SSV Research, Bloomberg, Fiipro, Báo cáo công ty  
Dữ liệu tại ngày 28/11/2025

- Triển vọng 2026 dự kiến sẽ khởi sắc hơn khi các doanh nghiệp FDI đẩy mạnh nhu cầu thuê đất sau khi tình hình thuế quan ổn định. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ đạt được những thỏa thuận thương mại, qua đó nâng cao lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút nguồn vốn FDI. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi các cổ phiếu BCM, KBC, IDC và SZC, dựa trên (1) lợi thế vị trí chiến lược, (2) quỹ đất thương phẩm dồi dào, (3) tiềm năng phát triển dự án dân cư bổ trợ, và (4) nền tảng tài chính lành mạnh, tạo dư địa tăng trưởng và ổn định trong dài hạn.

Diện tích đất sẵn sàng cho thuê của một số doanh nghiệp bất động sản KCN (ha)

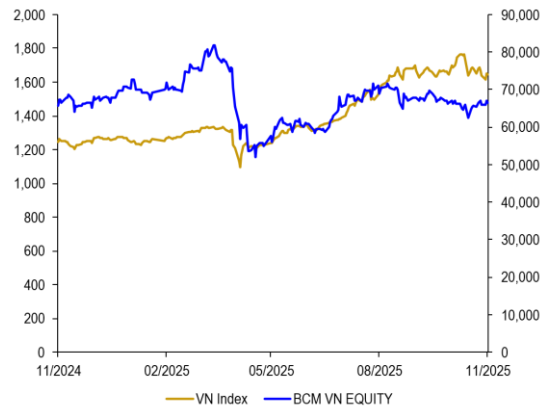


Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam



|                                   |                             |
|-----------------------------------|-----------------------------|
| Giá mục tiêu (năm 2026)           | VND 79,100                  |
| Giá hiện tại (28/11/2025)         | VND 66,600                  |
| Suất sinh lời (%)                 | 19%                         |
| VNINDEX                           | 1,690                       |
| PE thị trường (26F)               | 13.9                        |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 68,931                      |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 1,035                       |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 35                          |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 82,400/ 49,800              |
| KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP) | 0.48                        |
| GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)   | 26                          |
| Sở hữu nước ngoài (%)             | 0.32                        |
| Cổ đông lớn                       | UBND tỉnh Bình Dương 95.44% |
|                                   | Nguyễn Văn Hùng 0.60%       |

|                   |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|
| Biến động giá     | 3M    | 6M    | 12M   |
| Tuyệt đối (%)     | -3.6  | 15.5  | 0.9   |
| So với VNIndex(%) | -10.1 | -17.4 | -31.3 |



Nền tảng tăng trưởng vững chắc từ quỹ đất mở rộng

Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp – Became IDC (HoSE : BCM) thành lập năm 1976, là một trong những doanh nghiệp phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. Becamex là thương hiệu uy tín với kinh nghiệm phát triển các khu công nghiệp tại tỉnh Bình Dương. Trong suốt quá trình hoạt động Becamex đã thu hút hơn 500 doanh nghiệp đến từ 30 quốc gia khác nhau. Becamex hiện tại đang sở hữu 6 khu công nghiệp với diện tích hơn 4,000 ha. Ngoài ra BCM còn tham gia liên doanh với doanh nghiệp Singapore để phát triển khung công nghiệp VSIP (BCM sở hữu 49%). VSIP là nhà phát triển khu công nghiệp và đô thị tích hợp hàng đầu Việt Nam bao gồm 12 dự án trên cả nước với tổng diện tích hơn 10,000 ha.

Kết quả kinh doanh 9T/2025

Kết thúc Q3/2025, BCM ghi nhận doanh thu đạt VND 828 tỷ (-33% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 422 tỷ (+16% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm doanh thu đạt VND 5,575 tỷ (+74% YoY). Trong đó doanh thu mại cho thuê đất KCN đạt VND 4,374 tỷ (+120% YoY), chủ yếu tập trung tại KCN Bàu Bàng mở rộng. Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết ghi nhận mức tăng trưởng tốt, đạt VND 1,344 tỷ, với sự đóng góp quan trọng của nhóm KCN VSIP. Lợi nhuận sau thuế đạt VND 2,268 tỷ (+194% YoY).

Quan điểm đầu tư

BCM sở hữu tiềm năng tăng trưởng dài hạn với diện tích đất sẵn sàng cho thuê khoảng 944 ha với sự đóng góp chủ yếu từ KCN Bàu Bàng mở rộng (241 ha) và KCN Cây Trường (490 ha). Ngoài ra BCM cũng sở hữu hơn 2,500 ha đất KCN tại các công ty con và công ty liên kết. Với quỹ đất dân cư và tái định cư lên tới khoảng 1,200 ha, mảng bất động sản dân dụng cũng được kỳ vọng sẽ gia tăng đáng kể nhờ việc sát nhập tỉnh Bình Dương vào Thành phố Hồ Chí Minh.

Dự phóng 2025F và 2026F

Với diện tích đất KCN rộng lớn từ KCN Bàu Bàng, KCN Cây Trường và nhóm KCN VSIP, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2025 đạt VND 7,173 tỷ đồng (+37% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt VND 2,625 tỷ (+20% YoY). Doanh thu năm 2026 dự kiến đạt VND 7,890 tỷ đồng (+10% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 2,703 tỷ (+3% YoY).

Rủi ro: (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ở mức cao; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

| Năm                                  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần mại cốt lõi (tỷ VND) | 6,506 | 7,883 | 5,239 | 7,173 | 7,890 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)                  | 1,437 | 2,783 | 1,785 | 2,648 | 2,630 |
| Biên LN HĐKD (%)                     | 22.1  | 35.3  | 34.1  | 36.9  | 33.3  |
| LNST của công ty mẹ (tỷ VND)         | 1,685 | 2,423 | 2,187 | 2,625 | 2,703 |
| Biên LNR (%)                         | 25.9  | 30.7  | 41.7  | 36.6  | 34.3  |
| EPS (VND)                            | 1,482 | 2,341 | 2,113 | 2,536 | 2,612 |
| ROE (%)                              | 9.3   | 12.2  | 12.0  | 13.5  | 12.9  |
| P/E (x)                              | 54.4  | 29.5  | 34.9  | 27.1  | 26.3  |
| P/B (x)                              | 4.9   | 3.6   | 3.6   | 3.2   | 3.0   |



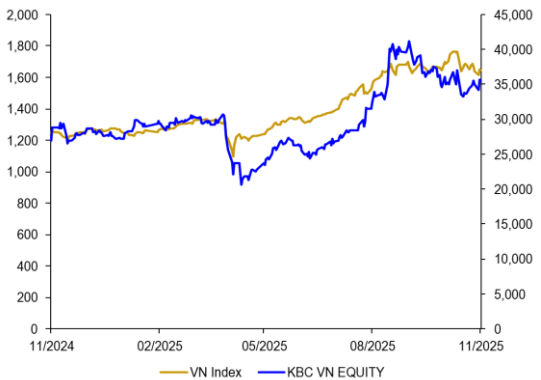
Giá mục tiêu (năm 2026) VND 41,000  
Giá hiện tại (28/11/2025) VND 35,300

Suất sinh lời (%) 16%

|                                   |                |
|-----------------------------------|----------------|
| VNINDEX                           | 1,690          |
| PE thị trường (26F)               | 13.9           |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 33,244         |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 942            |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 660            |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 43,100/ 20,500 |
| KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP) | 8.54           |
| GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)   | 329            |
| Sở hữu nước ngoài (%)             | 9.41           |

|                 |                                |       |
|-----------------|--------------------------------|-------|
| Cổ đông lớn (%) | CTCP Đầu tư và Phát triển DTT  | 9.19% |
|                 | CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc | 6.61% |

| Biến động giá     | 3M  | 6M   | 12M  |
|-------------------|-----|------|------|
| Tuyệt đối (%)     | 9.4 | 50.1 | 31.5 |
| So với VNIndex(%) | 2.9 | 17.3 | -0.8 |



Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ ở cả hai mảng khu công nghiệp và bất động sản dân dụng

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HoSE: KBC) thành lập năm 2002 là một trong những doanh nghiệp phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. KBC có kinh nghiệm làm việc và thu hút các tập đoàn FDI hàng đầu tại Việt Nam. Hơn 90% khách hàng tại khu công nghiệp của KBC là các tập đoàn nước ngoài, đến từ các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc với các tên tuổi lớn như Canon, Foxconn, LG...

Kết quả kinh doanh 9T/2025

Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần Q3/2025 đạt VND 1,347 tỷ (+42% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 312 tỷ (+55% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm doanh thu đạt VND 5,039 tỷ (+153% YoY). Trong đó doanh thu mảng cho thuê đất KCN đạt VND 3,680 tỷ (+229% YoY). Lợi nhuận sau thuế đạt VND 1,563 tỷ (+294% YoY). Diện tích đất KCN cho thuê được trong 9T/2025 ước tính đạt khoảng 110 ha, chủ yếu đến từ các hợp đồng đã ký kết ở KCN Nam Sơn Hạp Linh, Trảng Duệ 3 và Cụm công nghiệp Hưng Yên.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi kỳ vọng: (1) Diện tích đất cho thuê KCN sẽ đạt khoảng 158 ha trong năm 2025 và 197 ha trong năm 2026 với sự đóng góp chủ yếu của các KCN Nam Sơn Hạp Linh, Trảng Duệ 3, các KCN tại Long An và hàng loạt dự án mới được chấp thuận trong năm 2025, (2) Mảng bất động sản KĐT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 nhờ dự án Nhà ở Xã hội Nénh và KĐT Trảng Duệ, đồng thời kiến sẽ bùng nổ trong năm 2026 khi dự KĐT Trảng Cát bắt đầu ghi nhận doanh thu.

Dự phóng 2025F và 2026F

Chúng tôi ước tính doanh thu KBC sẽ đạt khoảng VND 7,200 tỷ (+159% YoY) trong năm 2025 và VND 14,090 tỷ (+96% YoY) trong năm 2026, lợi nhuận sau thuế dự kiến lần lượt đạt VND 1,710 tỷ đồng (+301% YoY) và 3,585 tỷ đồng (+110% YoY) trong năm 2026.

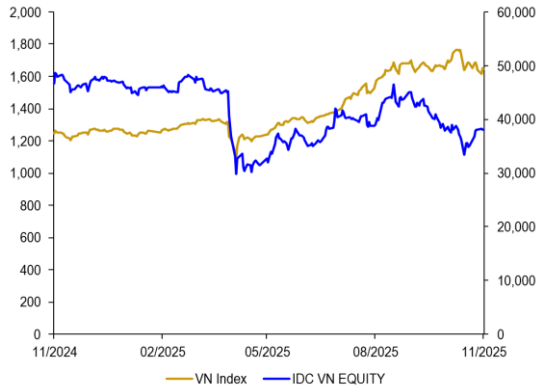
Rủi ro: (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ở mức cao; (3) Dòng vốn FDI suy yếu; (4) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

| Năm                                   | 2022   | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F  |
|---------------------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND) | 950    | 5,618 | 2,776 | 7,200 | 14,090 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)                   | -245   | 2,883 | 657   | 3,147 | 6,483  |
| Biên LNHDKD (%)                       | (25.7) | 51.3  | 23.7  | 43.7  | 46.0   |
| LNST của công ty mẹ (tỷ VND)          | 1,526  | 2,031 | 426   | 1,710 | 3,585  |
| Biên LNR (%)                          | 160.6  | 36.1  | 15.4  | 23.7  | 25.4   |
| EPS (VND)                             | 1,993  | 2,646 | 555   | 1,816 | 3,806  |
| ROE (%)                               | 10.1   | 11.9  | 2.3   | 7.3   | 13.6   |
| P/E (x)                               | 12.14  | 12.00 | 49.01 | 19.63 | 9.37   |
| P/B (x)                               | 1.16   | 1.34  | 1.12  | 1.44  | 1.27   |



|                                   |                                     |
|-----------------------------------|-------------------------------------|
| Giá mục tiêu (năm 2026)           | VND 54,100                          |
| Giá hiện tại (28/11/2025)         | VND 40,300                          |
| Suất sinh lời (%)                 | 34%                                 |
| VNINDEX                           | 1,690                               |
| PE thị trường (26F)               | 13.9                                |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 15,294                              |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 379                                 |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 248                                 |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 51,391/ 27,304                      |
| KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP) | 2.78                                |
| GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)   | 107                                 |
| Sở hữu nước ngoài (%)             | 8.5                                 |
| Cổ đông lớn (%)                   | Công ty Cổ phần Tập đoàn SSG 22.50% |
|                                   | Công ty TNHH SX TM Bách Việt 11.93% |

|                      |           |           |            |
|----------------------|-----------|-----------|------------|
| <b>Biến động giá</b> | <b>3M</b> | <b>6M</b> | <b>12M</b> |
| Tuyệt đối (%)        | -2.7      | 16.5      | -21.3      |
| So với VNIndex(%)    | -9.2      | -16.3     | -53.5      |



Nền tảng tăng trưởng vững chắc từ quỹ đất mở rộng

Tổng Công ty IDICO (HoSE: IDC) thành lập năm 2000, tiền thân là tiền thân là tổng Công ty Đầu tư phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam. IDC hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực khu công nghiệp (chiếm 44%), lĩnh vực kinh doanh điện (chiếm 38%) và mảng thu phí BOT (chiếm 5%). IDC đang đầu tư và quản lý 13 KCN tại Việt Nam với tổng diện tích gần 4,073 ha. Trong đó, có 8 KCN ở phía Nam, 5 KCN ở phía Bắc trải dài tại các tỉnh Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Long An, Vĩnh Phúc, Bắc Ninh, Thái Bình. Đối với mảng điện, IDC sở hữu 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất lên đến 114 MW, và hệ thống 2 trạm biến áp đóng góp trên 80% tổng doanh thu mảng điện tại IDC, góp phần đem lại nguồn doanh thu ổn định cho IDC.

Kết quả kinh doanh 9T/2025

Kết thúc Q3/2025, doanh thu thuần Q3/2025 đạt VND 2,871 tỷ (+26% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 981 tỷ (+70% YoY). Lũy kế 9T2025 doanh thu đạt VND 6,428 tỷ (-7% YoY). Trong đó doanh thu mảng kinh doanh điện đạt VND 2,786 tỷ (+18% YoY), mảng cho thuê đất KCN đạt VND 2,236 tỷ (-26% YoY). Lợi nhuận sau thuế đạt VND 1,814 tỷ (-7% YoY). Diện tích đất KCN cho thuê sụt giảm trong Q1 – Q2/2025 trước bất ổn thuế quan toàn cầu. Tuy nhiên, nhu cầu thuê đất nhanh chóng hồi phục trong Q3/2025 khi tình hình dần ổn định.

Quan điểm đầu tư

Trong năm 2025, IDC đã đẩy mạnh mở rộng hơn 700 ha đất KCN tại các KCN: Tân Phước 1 (Tiền Giang), Mỹ Xuân B1 MR (Bà Rịa - Vũng Tàu), Vinh Quang (Hải Phòng), Phú Long (Ninh Bình) nâng tổng diện tích đất KCN sẵn sàng cho thuê lên hơn 1,400 ha, góp phần tạo tổng lực tăng trưởng dài hạn cho IDC.

Dự phóng 2025F và 2026F

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2025 dự kiến đạt 8,744 tỷ đồng (-1.15% YoY), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 1,902 tỷ đồng (-4.7% YoY), IDC dự kiến cho thuê khoảng 110 ha đất KCN trong năm 2025. Bước sang năm 2026, kết quả kinh doanh của IDC dự kiến tăng trưởng tốt nhờ việc đưa vào cho thuê quỹ đất KCN mở rộng, qua đó chúng tôi ước tính doanh thu năm 2026 dự kiến đạt VND 10,855 tỷ (+24% YoY), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt VND 2,273 tỷ (+19% YoY).

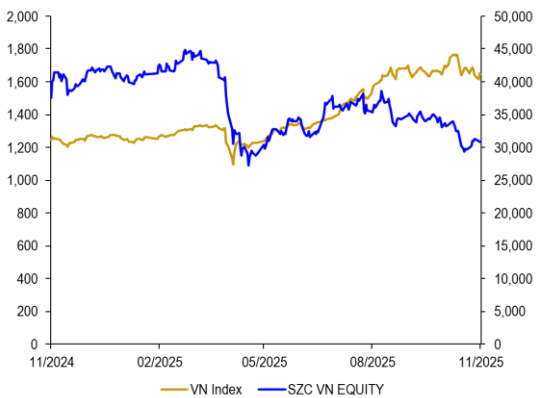
Rủi ro: (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Dòng vốn FDI suy yếu; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

| Năm                                   | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F  |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND) | 4,301 | 7,485 | 8,846 | 8,744 | 10,855 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)                   | 477   | 2,726 | 2,939 | 2,813 | 3,419  |
| Biên LNHDKD (%)                       | 11.1  | 36.4  | 33.2  | 32.2  | 31     |
| LNST của công ty mẹ (tỷ VND)          | 454   | 1,768 | 1,996 | 1,902 | 2,273  |
| Biên LNR (%)                          | 10.6  | 23.6  | 22.6  | 21.8  | 21     |
| EPS (VND)                             | 1,376 | 5,356 | 5,976 | 5,013 | 5,989  |
| ROE (%)                               | 11.2  | 40.0  | 37.3  | 29.3  | 31     |
| P/E (x)                               | 48.0  | 5.9   | 9.3   | 7.7   | 6      |
| P/B (x)                               | 5.6   | 2.1   | 3.3   | 2.3   | 2      |





|                                   |                                                 |                |       |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------|----------------|-------|
| Giá mục tiêu (năm 2026)           |                                                 | VND 45,400     |       |
| Giá hiện tại (28/11/2025)         |                                                 | VND 30,900     |       |
| Suất sinh lời (%)                 |                                                 | 47%            |       |
| VNINDEX                           |                                                 | 1,690          |       |
| PE thị trường (26F)               |                                                 | 13.9           |       |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  |                                                 | 5,562          |       |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          |                                                 | 180            |       |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        |                                                 | 76             |       |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            |                                                 | 47,200/ 27,700 |       |
| KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP) |                                                 | 2.07           |       |
| GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)   |                                                 | 55             |       |
| Sở hữu nước ngoài (%)             |                                                 | 3.17           |       |
| Cổ đông lớn (%)                   | Tổng Công ty Cổ phần phát triển khu Công nghiệp | 46.84%         |       |
|                                   | Công ty cổ phần Sonadezi Long Thành             | 10.08%         |       |
| Biến động giá                     |                                                 |                |       |
|                                   | 3M                                              | 6M             | 12M   |
| Tuyệt đối (%)                     | -14.5                                           | -0.5           | -19.6 |
| So với VNIndex(%)                 | -20.9                                           | -33.3          | -51.8 |



Nền tảng tăng trưởng vững chắc từ quỹ đất mở rộng

CTCP Sonadezi Châu Đức (HoSE: SZC) thành lập ngày 26/06/2007, tiền thân là Công ty Cổ phần phát triển Hạ tầng Sonadezi, SZC hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực cho thuê đất KCN, kinh doanh bất động sản và đầu tư các dự án BOT. Trong đó mảng bất động sản khu công nghiệp của SZC chiếm hơn 80% trên tổng cơ cấu doanh thu. SZC sở hữu diện tích đất rộng lớn lên đến 2,287 ha tại huyện Châu Đức, tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu, trong đó đất KCN chiếm 1,556 ha, còn lại chủ yếu dành cho khu đô thị và sân golf.

Kết quả kinh doanh 9T/2025

Kết quả doanh thu Q3/2025 của SZC đạt VND 86 tỷ (-46% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 20 tỷ đồng (-65% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm doanh thu đạt VND 718 tỷ (+12% YoY). Trong đó doanh thu mảng cho thuê đất KCN đạt VND 568 tỷ (+4% YoY). Lợi nhuận sau thuế đạt VND 242 tỷ (+6% YoY). Hoạt động cho thuê đất của SZC bị chững lại trong Q2 – Q3/2025 trước những bất ổn liên quan đến tình hình thuế quan trên toàn cầu từ tháng 04/2025 – 08/2025.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của SZC sẽ cải thiện từ Q4/2025 sau khi tình hình thuế quan dần ổn định. Ngoài ra Việt Nam đã đạt được những khuôn khổ thỏa thuận mới về thuế quan vào ngày 26/10 sẽ mở ra cơ hội trong việc thu hút nguồn vốn FDI. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản hồi phục được kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh thu bất động sản dân dụng từ việc bán nhà ở liên kế và 210 căn nhà ở xã hội tại dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước.

Dự phóng 2025F và 2026F

Chúng tôi dự kiến doanh thu 2025 đạt VND 879 tỷ (+1% YoY), với diện tích cho thuê đất KCN đạt 35 ha, lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt VND 297 tỷ (-2% YoY). Ước tính doanh thu và lợi nhuận năm 2026 lần lượt đạt VND 1,156 tỷ (+31% YoY) và VND 396 tỷ (+33% YoY).

Rủi ro: (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Dòng vốn FDI suy yếu; (3) Vấn đề pháp lý và chi phí đền bù khu công nghiệp Châu Đức; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

| Năm                                   | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND) | 859   | 818   | 871   | 879   | 1,156 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)                   | 260   | 295   | 369   | 357   | 479   |
| Biên LN HĐKD (%)                      | 30    | 36    | 42    | 40.6  | 41.4  |
| LNST của công ty mẹ (tỷ VND)          | 197   | 219   | 302   | 297   | 396   |
| Biên LNR (%)                          | 23    | 27    | 35    | 33.7  | 34.2  |
| EPS (VND)                             | 1,197 | 1,410 | 1,616 | 1,649 | 2,199 |
| ROE (%)                               | 12    | 13    | 11    | 9.0   | 10.9  |
| P/E (x)                               | 15    | 26    | 26    | 18.4  | 13.8  |
| P/B (x)                               | 2     | 3     | 2     | 1.6   | 1.5   |

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

# Ngành Thép

## Đón gió xuôi



## Ngành Thép – Đón gió xuôi

### 1. Thị trường thép thế giới

Ngành thép thế giới đã bước qua giai đoạn đầy thách thức trong 9T/2025 với nhiều yếu tố rào cản: (1) Chủ nghĩa bảo hộ thương mại trên toàn cầu; (2) Áp lực bởi làn sóng thép giá rẻ từ Trung Quốc và tình trạng mất cân bằng cung – cầu dai dẳng tại nước này. Tuy nhiên, chính phủ Trung Quốc đã đưa ra chính sách siết cung và chống cạnh tranh tiêu cực trong Q2/2025, kỳ vọng sẽ có hiệu quả lên thị trường thép nước này trong năm 2026. Ngoài ra, diễn biến giá nguyên vật liệu bao gồm quặng sắt và than cốc neo ở mức thấp là yếu tố hỗ trợ ngành thép đứng vững trước giai đoạn bất ổn của thị trường thế giới.

### 2. Thị trường thép Việt Nam

Trong 9T/2025, thị trường nội địa là động lực chính của ngành thép, trong khi thị trường xuất khẩu gặp khó do bất ổn thuế quan trên toàn cầu. Chính phủ Việt Nam cũng đã áp dụng các biện pháp chống bán phá giá với thép ngoại nhập để bảo vệ ngành sản xuất thép trong nước.

### 3. Triển vọng ngành Thép 2026

Trong năm 2026, những động lực cho đà hồi phục của ngành thép bao gồm: (1) Bất động sản bắt đầu sôi động nhờ môi trường lãi suất thuận lợi, pháp lý được khơi thông; (2) Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm; (3) Biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu neo ở mức thấp; (4) Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng làn sóng thuế quan trên toàn cầu có thể làm thu hẹp sản lượng xuất khẩu của toàn ngành.

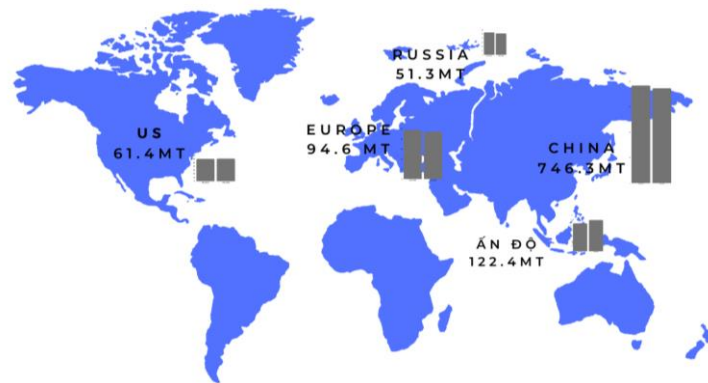
### 4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu thép

HPG

### Sản lượng thép tại các thị trường trọng yếu sụt giảm trong 9T/2025

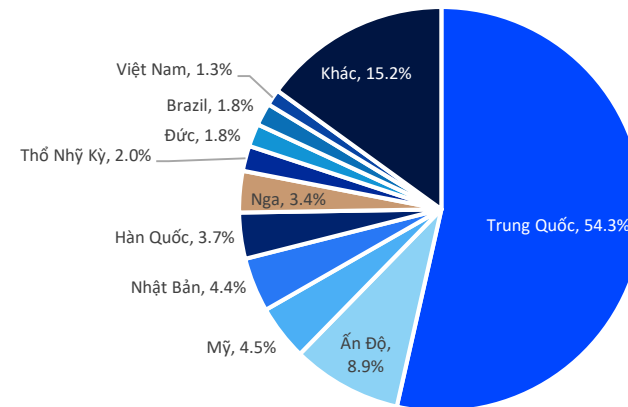
- Trong 9 tháng đầu năm 2025, sản lượng thép thô toàn cầu đã đạt 1,373 triệu tấn, giảm 1.6% YoY. Trong đó, Trung Quốc - nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới ghi nhận sản lượng 746 triệu tấn, giảm 2.9% YoY. Ngoài ra, Ấn Độ tiếp tục là điểm sáng khi ghi nhận tăng trưởng (122 triệu tấn, +10.5% YoY) nhờ đẩy mạnh đầu tư hạ tầng và công nghiệp. Hiện tại, Việt Nam đang đứng thứ 12 trên thế giới về sản lượng sản xuất thép (17.98 triệu tấn, +10% YoY).
- Nhìn chung, số liệu sản lượng thép cho thấy nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu vẫn yếu khi kinh tế phục hồi không đồng đều giữa các khu vực, nhiều nhà máy buộc phải cắt giảm sản lượng trong bối cảnh các biện pháp bảo hộ được đẩy mạnh trên phạm vi toàn cầu.
- Tuy nhiên, WSA nhận định nhu cầu thép toàn cầu sẽ chạm đáy trong năm 2025 và sẽ tăng nhẹ 1.3% YoY, có thể đạt 1.77 tỷ tấn trong năm 2026 với sự hỗ trợ của đầu tư cơ sở hạ tầng và chính sách tiền tệ nới lỏng của các nước lớn.

### Sản lượng sản xuất Thép tại các quốc gia chủ lực 9T/2025 so với cùng kỳ



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

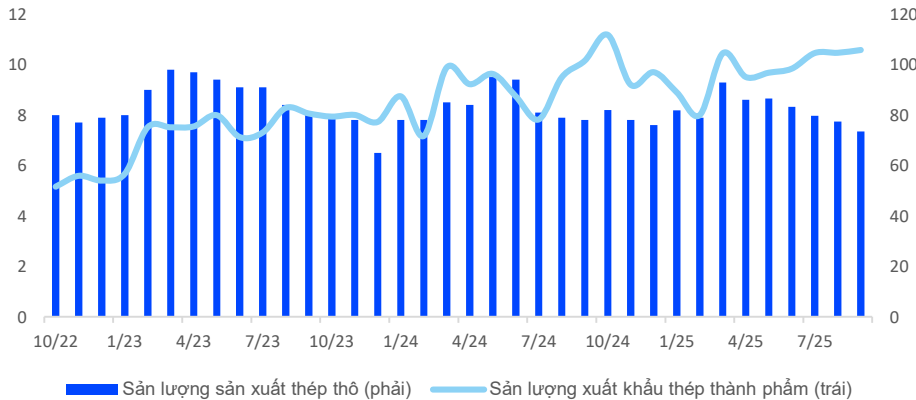
### Sản xuất thép theo khu vực 9T/2025



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

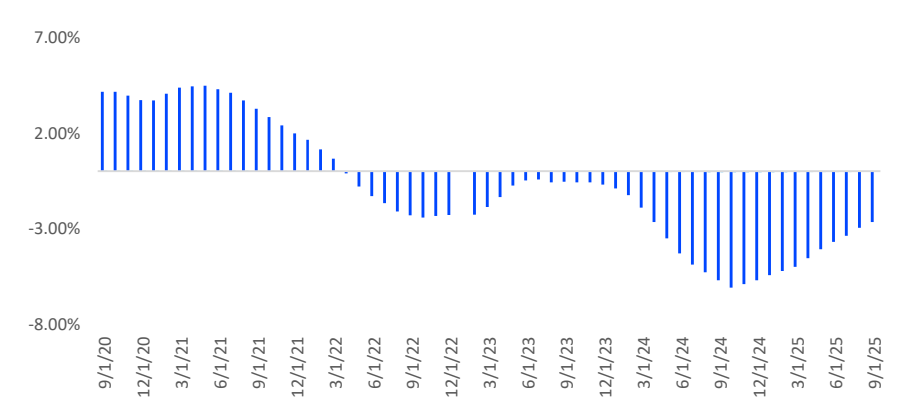
## Thị trường Bất động sản Trung Quốc: dự báo hồi phục chậm

### Sản lượng thép Trung Quốc theo tháng (triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng giá nhà Trung Quốc (YoY)



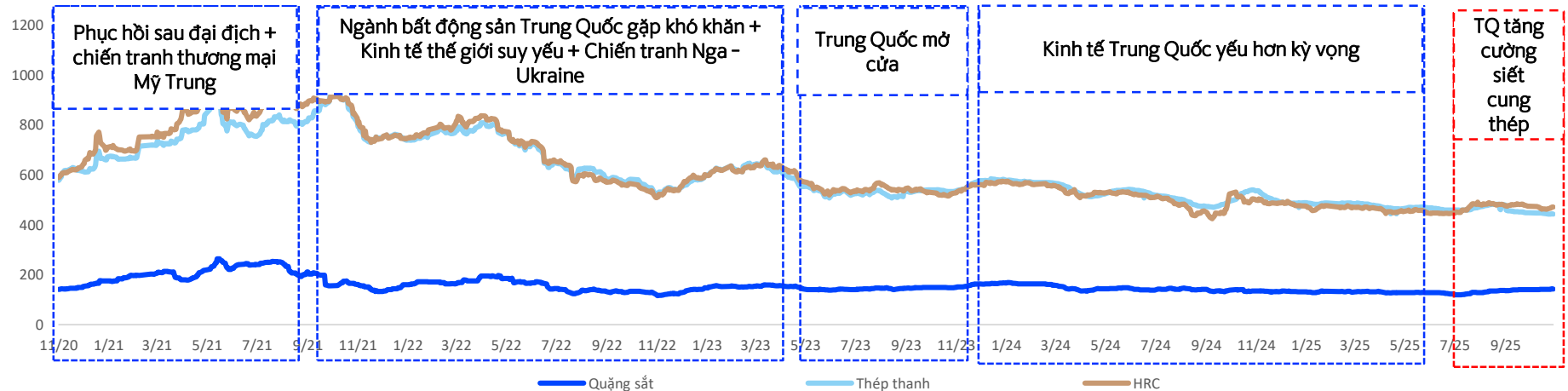
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng sản xuất thép thô Trung Quốc sụt giảm trong 9T/2025, đạt 746.25 triệu tấn, giảm 2.9% YoY do nhu cầu yếu và chính sách siết cung của Chính phủ nhằm cân bằng cung cầu và nâng cao chất lượng thép. Đáng chú ý, giá nhà Trung Quốc tiếp tục giảm trong 9T/2025, song đà giảm có xu hướng thu hẹp dần theo từng quý.
- Xuất khẩu thép Trung Quốc ghi nhận tăng trong 9T/2025, đạt 87.96 triệu tấn (+9.2% YoY) bất chấp các biện pháp bảo hộ gia tăng. Nguyên nhân là do (1) đồng CNY yếu đi khiến giá thép Trung Quốc trở nên cạnh tranh hơn; (2) nhu cầu thép Trung Quốc tiếp tục suy yếu trong 9T/2025 khiến các doanh nghiệp thép phải đẩy mạnh xuất khẩu với mức giá cạnh tranh để giải phóng hàng tồn kho. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong Q4/2025 và năm 2026, xuất khẩu thép Trung Quốc sẽ suy giảm do các biện pháp bảo hộ sẽ được thi hành quyết liệt hơn tại nhiều quốc gia.

## Giá thép Trung Quốc: kỳ vọng chính sách siết cung phát huy hiệu quả trong năm 2026

### Giá quặng sắt và than cốc thế giới (USD/Tấn)

USD/tấn

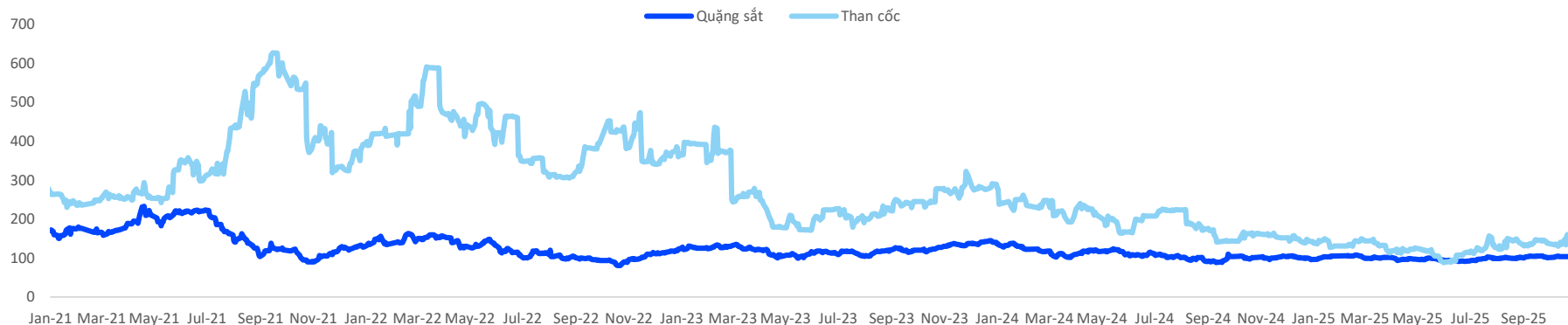


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Giá thép HRC và thép thanh tại Trung Quốc giảm lần lượt 9.4% YoY và 9.3% YoY trong Q3/2025. Nguyên nhân là do nhu cầu nội địa tiếp tục suy yếu, thị trường Bất động sản chưa có dấu hiệu hồi phục khi doanh số bán nhà mới sụt giảm 2.6%YoY trong T9/2025 và giá nhà tăng trưởng âm 3 năm liên tiếp.
- Chúng tôi dự báo nhu cầu thép Trung Quốc sẽ thu hẹp đà giảm trong năm 2026, giảm 1% YoY và nguồn cung thép Trung Quốc sẽ giảm 5% YoY. Theo đó, giá thép HRC và thép thanh kỳ vọng bước vào pha phục hồi nhờ dư cung hạ nhiệt khi các nhà máy Trung Quốc tham gia cắt giảm nguồn cung theo chính sách của chính phủ.

## Giá nguyên liệu đầu vào tăng nhẹ trong Q3/2025

### Giá quặng sắt và than cốc thế giới (USD/Tấn)



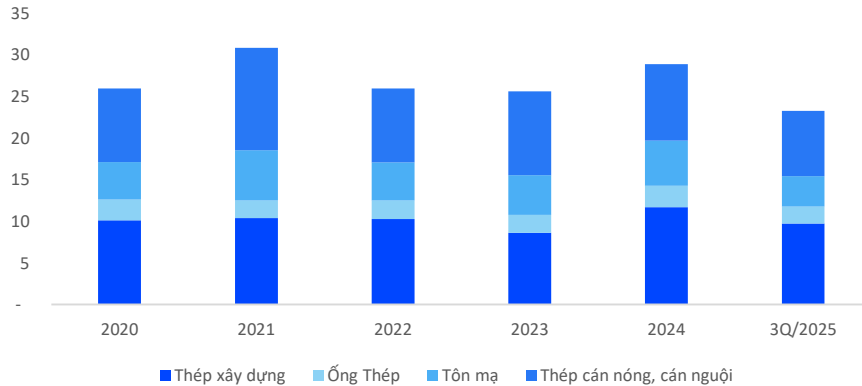
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Giá nguyên vật liệu đầu vào tăng nhẹ so với quý trước nhưng giảm so với cùng kỳ. Cụ thể, giá than luyện cốc đạt 187 USD/tấn (+2% QoQ, -22% YoY) do thị trường Trung Quốc cắt giảm sản lượng than trong bối cảnh siết chặt hoạt động sản xuất thép. Giá quặng sắt đạt 100 USD/tấn (+5% QoQ, -9% YoY) do kỳ vọng về các biện pháp kích thích kinh tế của chính phủ Trung Quốc.
- Dù ghi nhận đà tăng nhẹ trong Q3/2025, chúng tôi cho rằng giá than cốc và quặng sắt sẽ tiếp tục giảm dần đến năm 2026, lần lượt đạt 185 USD và 90 USD với kỳ vọng (1) Trung Quốc tiếp tục đẩy mạnh cắt giảm sản lượng thép để giải quyết tình trạng dư cung, khiến nhu cầu sử dụng quặng sắt và than cốc sụt giảm; (2) Các mỏ quặng sắt mới từ Canada, Ấn Độ, Châu Phi làm gia tăng nguồn cung.

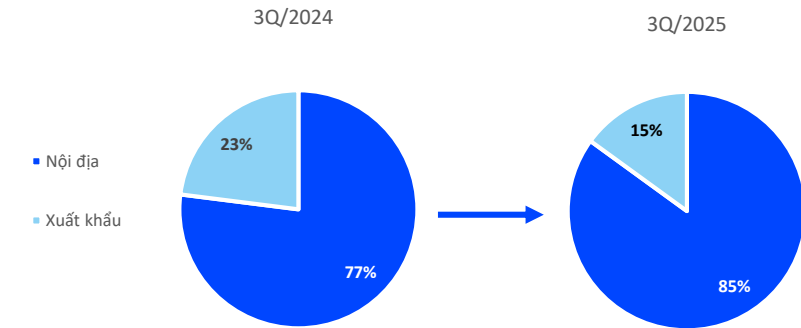


## Sản lượng thép hồi phục, thị trường nội địa tiếp tục là điểm sáng

Sản lượng bán hàng thép thành phẩm theo sản phẩm (triệu tấn)



Tỷ trọng bán hàng thép thành phẩm theo thị trường



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

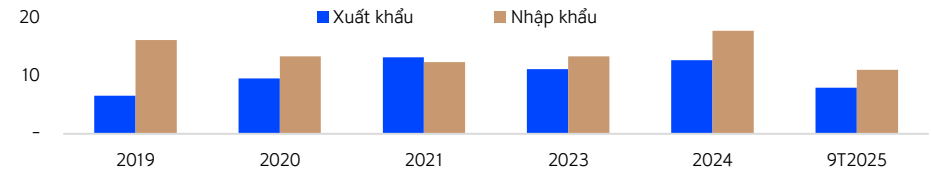
Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm trong nước ghi nhận phục hồi trong 9T/2025 (23.25 triệu tấn, +7% YoY) với động lực chính từ thị trường nội địa. Trong đó: (1) Thép xây dựng là nhóm sản phẩm có mức tiêu thụ ổn định nhất (9.73 triệu tấn, +12% YoY) nhờ nhu cầu từ hoạt động xây dựng và hạ tầng trong nước phục hồi, (2) thép HRC tiêu thụ đạt 5.91 triệu tấn (+16% YoY) là kết quả tích cực của việc áp thuế CBPG chính thức lên thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ, khiến các doanh nghiệp tôn mạ chuyển sang tiêu thụ HRC sản xuất trong nước, (3) Tôn mạ (3.66 triệu tấn, -11% YoY) do sản lượng xuất khẩu qua Mỹ và Châu Âu giảm mạnh, ống thép (2.04 triệu tấn, +11% YoY) phản ánh sự phục hồi của nhu cầu nội địa tại lĩnh vực dân dụng và cơ khí.
- Tỷ trọng bán hàng thép thành phẩm trong 9T/2025 có sự dịch chuyển, hướng nhiều về kênh nội địa (85% tổng sản lượng). Chúng tôi đánh giá năm 2026 tiếp tục là một năm ngành thép Việt Nam hoạt động tập trung ở thị trường nội địa do vẫn chịu ảnh hưởng bởi rào cản thể quan tại kênh xuất khẩu. Chúng tôi lưu ý biên lợi nhuận gộp mảng thép bán ra ở kênh nội địa (~15%) cao hơn xuất khẩu (~9%).

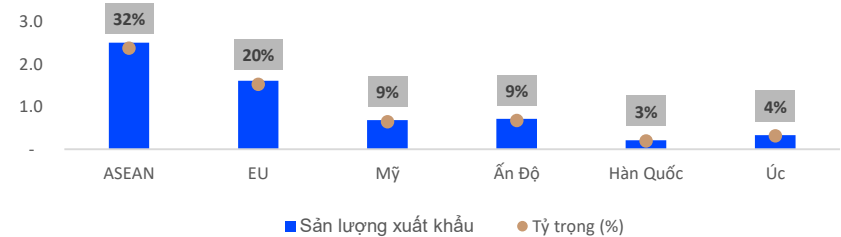
## Xuất khẩu thép sụt giảm so với cùng kỳ

- Trong 9 tháng đầu năm 2025, tổng sản lượng xuất khẩu thép Việt Nam sụt giảm, đạt 7.9 triệu tấn, -80% YoY do ảnh hưởng của rào cản thuế quan tại các thị trường trọng điểm. Trong khi đó, nhập khẩu thép vào Việt Nam tăng mạnh, đạt 11.19 triệu tấn, +20% YoY.
- Xét về thị trường xuất khẩu 9T2025, khu vực ASEAN là thị trường tiêu thụ nhiều nhất các loại sắt thép của Việt Nam, chiếm 32% tổng kim ngạch. Đứng thứ 2 là thị trường EU, chiếm 20% tổng kim ngạch, tiếp đến là thị trường Hoa Kỳ với 9%.
- Xét về thị trường nhập khẩu 9T2025, Trung Quốc tiếp tục là nhà cung cấp lớn nhất (59% tổng sản lượng) nhưng đã ghi nhận sụt giảm 22% YoY. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam sẽ tiếp đà giảm trong năm 2026 do tác động của thuế CBPG chính thức đối với HRC và tôn mạ nhập khẩu.

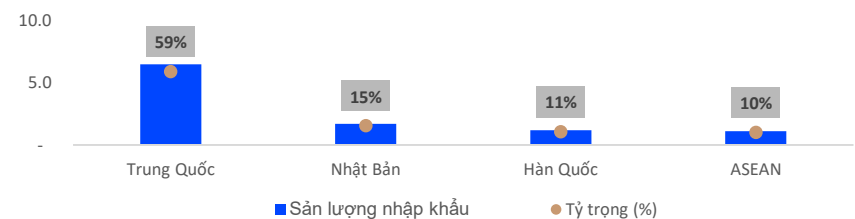
### Xuất nhập khẩu thép Việt Nam 2019–9T/2025 (triệu tấn)



### Xuất khẩu thép Việt Nam theo quốc gia 9T/2025 (triệu tấn)



### Nhập khẩu thép Việt Nam theo quốc gia 9T/2025 (triệu tấn)

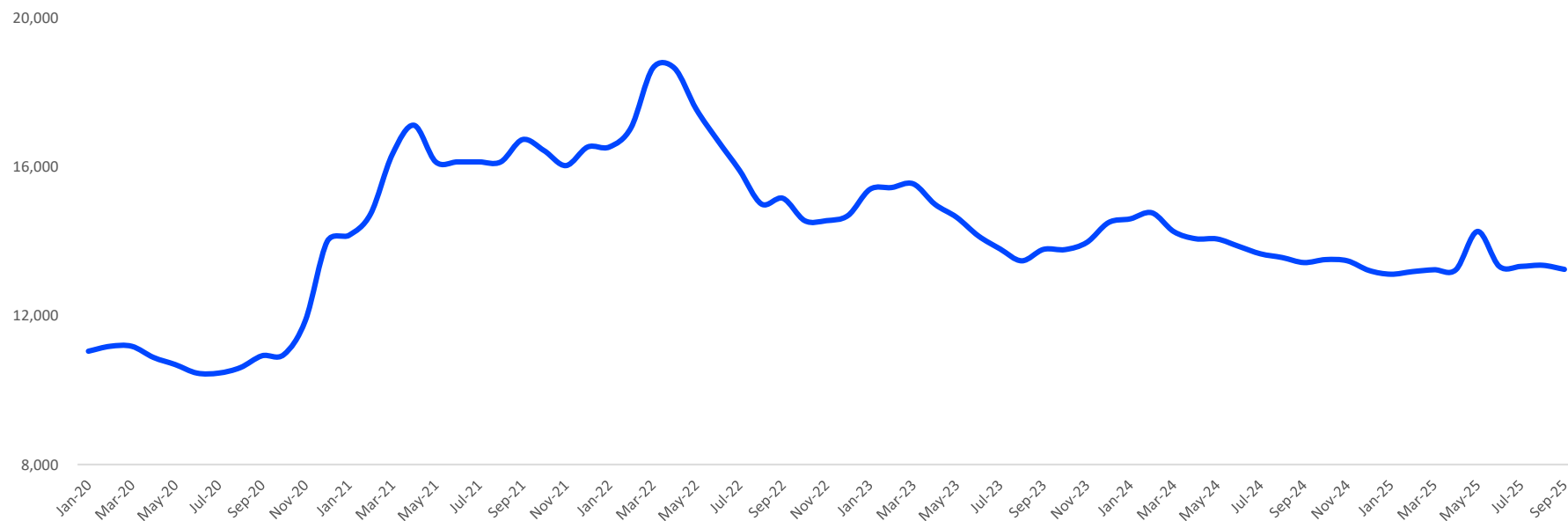


Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

\* Số liệu xuất nhập khẩu thép trên bao gồm thép bán thành phẩm và thép thành phẩm.

## Giá thép nội địa lành xình ở vùng đáy 4 năm

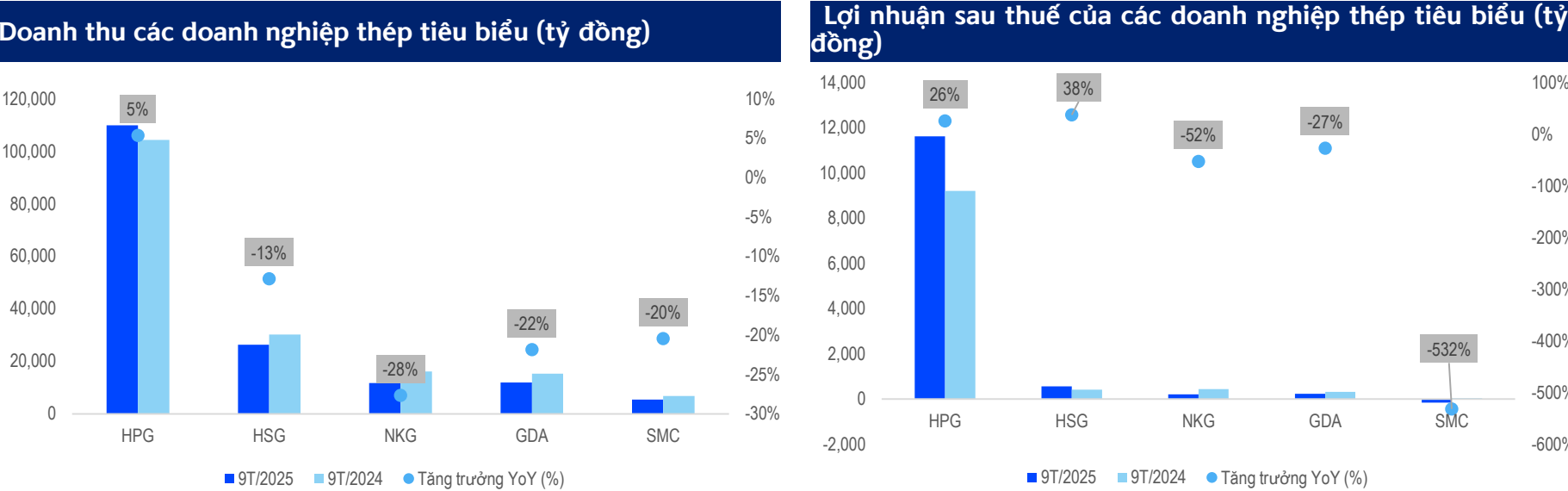
Diễn biến giá thép nội địa (VND/KG)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Giá thép nội địa tiếp tục lành xình ở vùng đáy 4 năm trong 9T/2025, neo quanh mức 13,000 – 13,500 VND/kg do ảnh hưởng từ đà giảm của giá thép Trung Quốc. Chúng tôi dự phóng giá thép nội địa tăng 10% YoY trong năm 2026, nhờ động lực chính từ (1) thuế CBPG chính thức HRC nhập khẩu được ban hành; (2) giá thép Trung Quốc bước vào pha phục hồi; (3) hoạt động xây dựng dân dụng và hạ tầng trong nước tiếp tục cải thiện.

Bức tranh kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thép



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

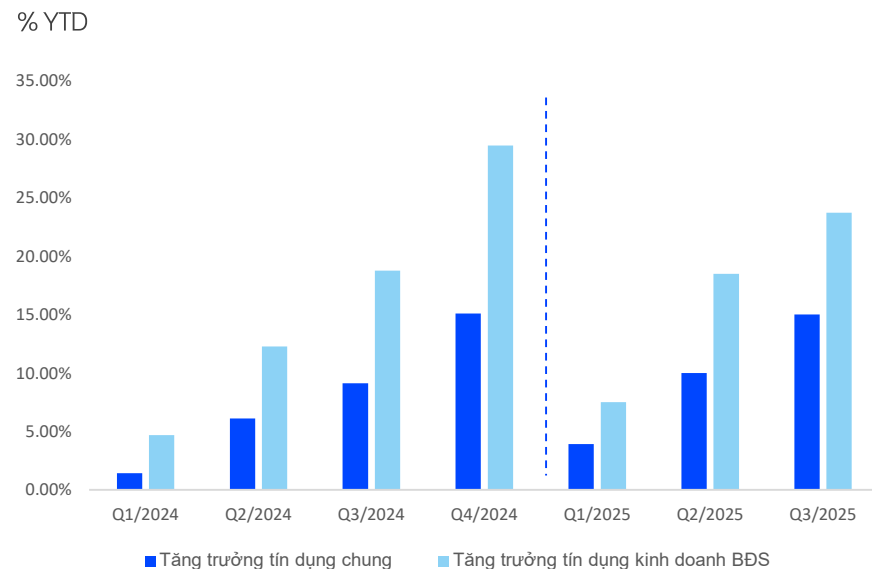
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Bức tranh ngành thép 9T/2025 có sự phân hóa giữa doanh nghiệp sản xuất thép và tôn mạ

- Doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng và HRC duy nhất trên sàn là HPG ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực trong 9T/2025 với doanh thu đạt 109,939 tỷ đồng (+5.3% YoY) và LNST đạt 11,626 tỷ đồng (+26% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ nội địa tăng trưởng tốt (đặc biệt là sản phẩm HRC) và giá nguyên vật liệu đầu vào bao gồm than cốc và quặng sắt duy trì đà giảm.
- Ngược lại, doanh nghiệp sản xuất tôn mạ trên sàn như NKG, GDA, SMC,... ghi nhận sụt giảm về cả doanh thu và lợi nhuận trong 9T/2025 (ngoại trừ HSG ghi nhận lãi bất thường từ chênh lệch tỷ giá và bán tài sản cố định). Nguyên nhân là do (1) sản lượng xuất khẩu giảm mạnh bởi những bất ổn thuế quan, (2) tình trạng cạnh tranh trong nước ngày càng gắt gao khi lượng đơn hàng không xuất khẩu được phải quay trở về bán trong thị trường nội địa.

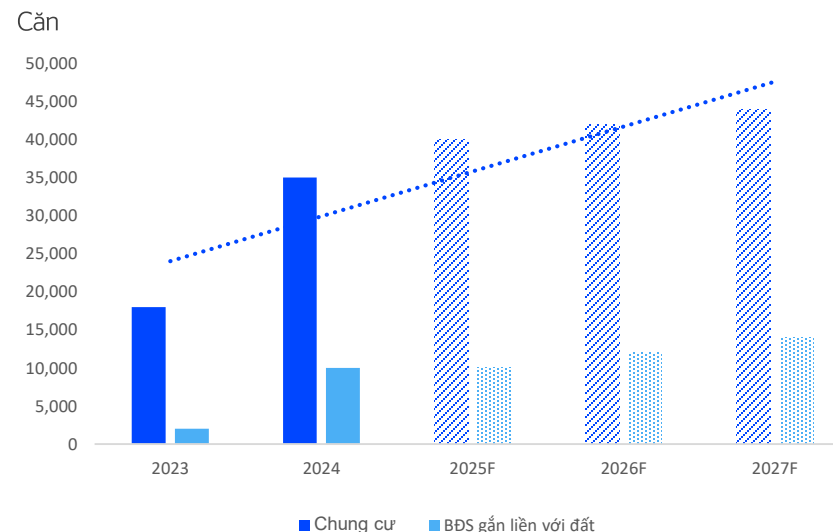
## Bất động sản dân dụng: khởi đầu chu kỳ mới

### Lãi suất cho vay mua nhà ưu đãi năm đầu của các ngân hàng



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

### Dự phóng nguồn cung bất động sản ở 2 thành phố lớn (\*)



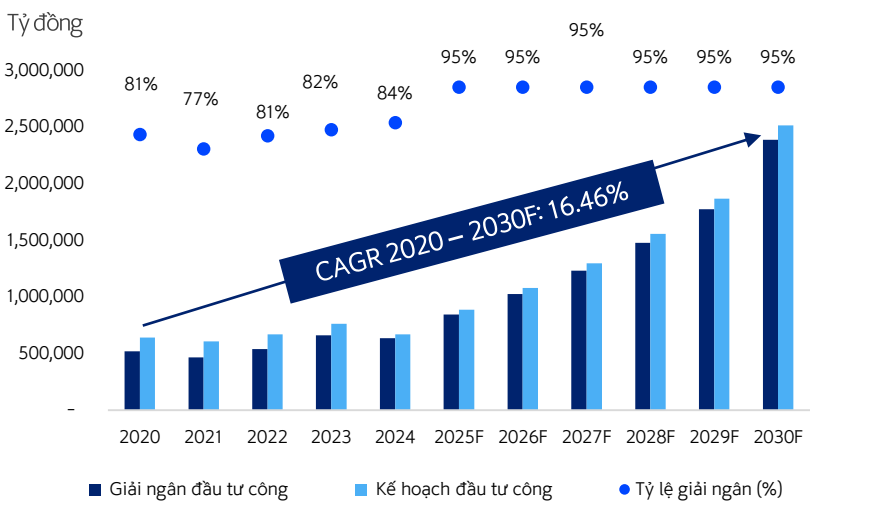
(\*) Dự phóng tổng nguồn cung Bất động sản thương mại ở Hà Nội và TP.HCM

Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- **Nguồn vốn tín dụng chảy mạnh vào lĩnh vực Bất động sản:** Trong 9T/2025, dư nợ tín dụng BĐS ước tính tăng 19% YTD, trong đó tín dụng kinh doanh BĐS tăng 23.78% YTD (so với mức 15% cùng kỳ). **Nguồn cung BĐS cải thiện, đặc biệt tại phân khúc căn hộ chung cư.** Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội tiếp tục duy trì mức cao trong 9T/2025 (hơn 21,000 căn, +11% YoY) và nguồn cung tại TP.HCM bắt đầu hồi phục (4,300 căn, +135% YoY); cho thấy các chính sách tháo gỡ pháp lý của Chính phủ bắt đầu có hiệu lực.
- Năm 2026 sẽ là năm khởi đầu chu kỳ mới của thị trường Bất động sản dân dụng. Tuy còn nhiều rủi ro về thanh khoản thị trường, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung BĐS sẽ tiếp tục tăng mạnh khi các chủ đầu tư đang rất tích cực trong các hoạt động ra mắt dự án để mở bán trong các tháng cuối năm 2025 và năm 2026. Từ đó, ngành thép kỳ vọng sẽ được hưởng lợi nhờ nhu cầu nguyên vật liệu cho hoạt động xây dựng dân dụng phục hồi.

Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm

Giải ngân đầu tư công qua các năm (% YoY)



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Các dự án hạ tầng trọng điểm

| Dự án                     | Mức đầu tư (Nghìn tỷ) | Tiến độ                   | Thời gian xây dựng     |
|---------------------------|-----------------------|---------------------------|------------------------|
| Sân bay Long Thành        | 336                   | Đang xây dựng giai đoạn 1 | 2021- 2026             |
| Cao tốc Bắc Nam (GĐ 3)    | 152                   | Đang xây dựng giai đoạn 3 | 2026-2030              |
| Đường vành đai 4 (Hà Nội) | 86                    | Đang xây dựng             | 2023-2026              |
| Cảng quốc tế Cần Giờ      | 113                   | Chưa triển khai           | Khởi công vào năm 2026 |
| Đường sắt cao tốc Bắc Nam | 1,714                 | Được thông qua            | 2027 -2035 (dự kiến)   |

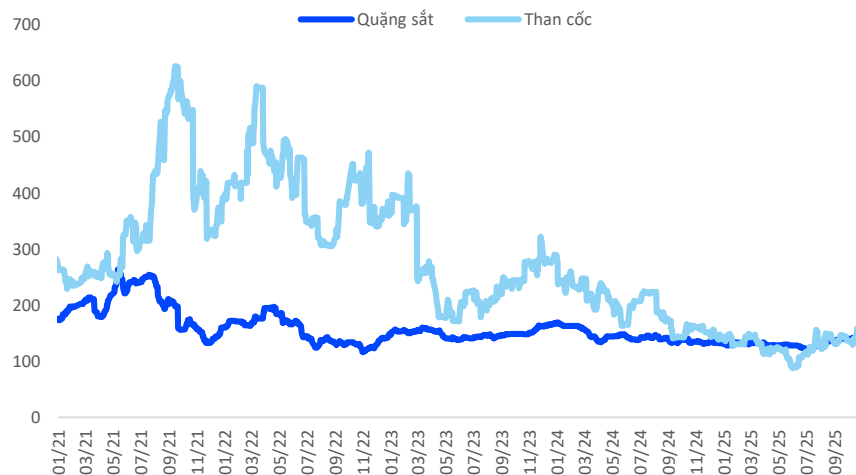
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

**Áp lực đẩy nhanh tiến độ đầu tư công là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp thép**

- Theo Bộ Tài chính, giải ngân đầu tư công 9T/2025 đạt 440.4 nghìn tỷ đồng (+43% YoY), hoàn thành 50% mục tiêu Thủ tướng và 55% kế hoạch ban đầu. Chúng tôi kỳ vọng cả năm 2025, giải ngân đầu tư công có thể đạt 90% kế hoạch. Năm 2026, kế hoạch đầu tư công ước đạt 1.08 triệu tỷ đồng (+12% YoY), qua đó thể hiện quyết tâm thúc đẩy hạ tầng và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Với các dự án trọng điểm trong năm 2026 như :Sân bay Long Thành, Cảng quốc tế Cần Giờ, Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê, Cao tốc Bắc Nam,... Áp lực giải ngân lớn sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp thép gia tăng sản lượng tiêu thụ.
- Ngoài ra, trong giai đoạn 2026-2030, Chính phủ đặt mục tiêu tham vọng với tổng vốn đầu tư công kế hoạch đạt 8.3 triệu tỷ đồng (+158% so với kế hoạch giai đoạn 2021-2025). Qua đó, chúng tôi đánh giá ngành thép sẽ tiếp tục hưởng lợi từ làn sóng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong 5 năm tới.

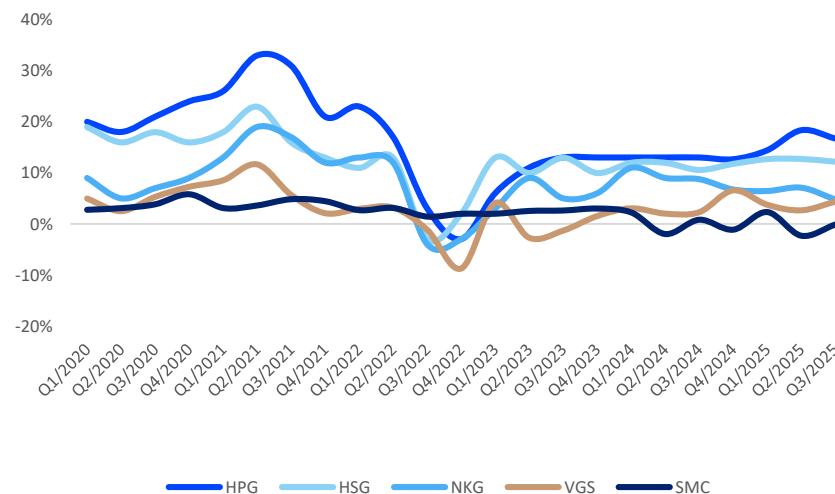
## Biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện

### Giá than, quặng sắt (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp ngành thép (%)



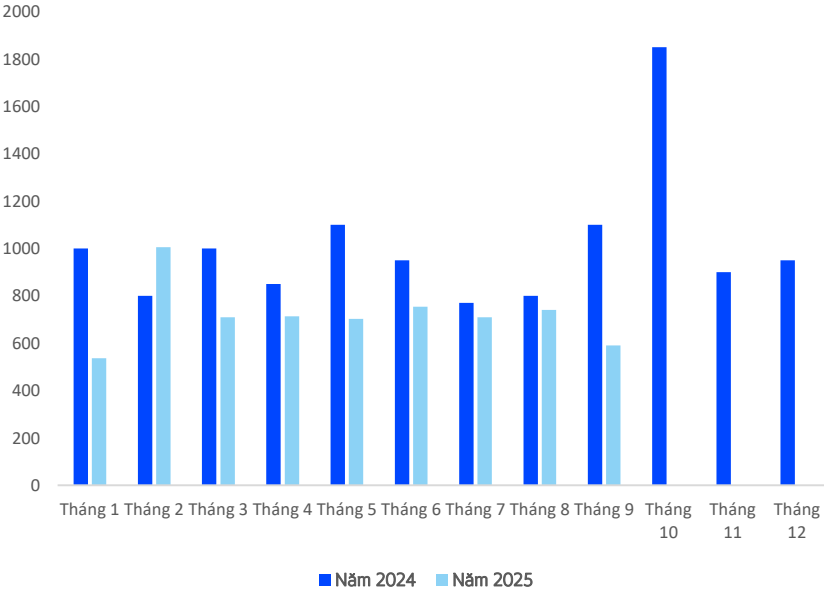
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Trong Q3/2025, giá quặng sắt và than cốc đã giảm lần lượt 9%YoY và 22% YoY, đã giúp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sản xuất thép là HPG cải thiện từ 13.93% lên 16.72% YoY.
- Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng kịch bản giá thép HRC nội địa sẽ tăng 10% YoY nhờ (1) chi tiêu cơ sở hạ tầng và thị trường Bất động sản dân dụng phục hồi; (2) thuế CBPG đối với sản phẩm HRC và tồn mại nhập khẩu và (3) giá thép Trung Quốc tạo đáy đi lên nhờ chính sách siết cung và chống cạnh tranh tiêu cực. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá dư địa tăng giá của HRC cao hơn so với tồn mại do cạnh tranh gia tăng tại thị trường trong nước (vốn đã dư cung), đặc biệt là trong bối cảnh chuyển hướng thị trường xuất khẩu. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng giá than cốc và quặng sắt sẽ giao động ở mức thấp do nhu cầu quặng sắt vẫn tương đối yếu ở Trung Quốc và nguồn cung than cốc gia tăng tại thị trường Châu Phi và Úc. Từ đó, biên lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất thép sẽ được cải thiện.



Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập

Sản lượng thép Việt Nam nhập khẩu từ Trung Quốc (Nghìn tấn)



Nguồn: Tổng cục hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Thuế chống bán phá giá của Việt Nam đối với thép nước ngoài

| Quốc gia                       | Năm           | Sản phẩm                                |
|--------------------------------|---------------|-----------------------------------------|
| Trung Quốc, Hàn Quốc           | 2024-2029     | Tôn mạ màu (AD04)                       |
| Ấn Độ, Trung Quốc              | 2025-2030     | Thép cuộn cán nóng (AD20)               |
| Hàn Quốc, Trung Quốc           | 2025-2030     | Tôn mạ (AD19)                           |
| Trung Quốc                     | Đang rà soát  | Thép hình H (AD03)                      |
| Malaysia                       | Đang điều tra | Thép hình chữ H (AD12)                  |
| Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan | Đang điều tra | Cán thép dự ứng lực (AD17)              |
| Ấn Độ, Trung Quốc              | Đang điều tra | Thép cuộn cán nóng phổ rộng (>1,880 mm) |

Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Thuế chống bán phá giá chính thức của Việt Nam đối với HRC và thép mạ sẽ gỡ bỏ áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập.

- Theo Tổng cục Hải quan, trong 9T/2025, nhập khẩu thép từ Trung Quốc đạt 6.4 triệu tấn, giảm 23% YoY; tỷ trọng giảm từ 68% xuống 59%. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh hiệu quả của các biện pháp phòng vệ thương mại đối với HRC và tôn mạ từ Trung Quốc, qua đó hỗ trợ sản lượng tiêu thụ của doanh nghiệp thép nội địa trong 9T/2025.
- Trong 9T đầu năm, Việt Nam đã ban hành nhiều chính sách thuế CBPG đối với thép ngoại nhập nhằm bảo vệ ngành thép trong nước như: thuế CBPG chính thức AD19 với thép mạ và AD20 với thép HRC; thuế tự vệ với thép xây dựng... Việc áp dụng biện pháp bảo hộ giúp bảo vệ các nhà sản xuất trong nước trước làn sóng nhập khẩu, từ đó góp phần gia tăng sản lượng thép nội địa, củng cố cho đà phục hồi của ngành thép vào năm 2026.

Xuất khẩu: rủi ro sụt giảm sản lượng do ảnh hưởng của thuế quan

| Thuế CBPG của nước ngoài đối với thép Việt Nam |                  |                                |                           |                                                 |                                  |
|------------------------------------------------|------------------|--------------------------------|---------------------------|-------------------------------------------------|----------------------------------|
| Mã vụ việc                                     | Quốc gia áp thuế | Quốc gia bị áp thuế            | Thời gian áp thuế         | Mức thuế áp                                     | Cổ phiếu ảnh hưởng               |
| Tôn kẽm                                        | Malaysia         | Việt Nam                       | Đã áp thuế tạm thời       | 11.41%- 57.90%                                  | HSG, NKG, HPG, GDA               |
| Thép cacbon cán nguội                          | Thái Lan         | Việt Nam, Trung Quốc, Đài Loan | Đang điều tra             | 4.22% - 20.11%                                  | HPG, GDA, TNS, VGS               |
| Thép và nhôm nhập khẩu                         | Mỹ               | Thế giới                       | Đã áp thuế                | 50%                                             | HSG, NKG, GDA, HPG, TIS, TVN,... |
| Thép chống ăn mòn                              | Mỹ               | Việt Nam, Úc, Brazil,...       | Đã áp thuế                | 88.98% - 110.21%                                |                                  |
| Thép cuộn cán nóng                             | EU               | Việt Nam, Ai Cập, Nhật Bản     | Đã áp thuế chính thức     | 0-12.1% (12.1% đối với Formosa; 0% đối với HPG) | HPG, GDA, TNS, VGS               |
| Thép hợp kim, không hợp kim                    | Ấn Độ            | Thế giới                       | Đã áp thuế tạm thời       | 20%                                             | HSG, NKG, HPG, GDA, TIS, TVN,... |
| Ống thép                                       | Thái Lan         | Việt Nam                       | 02/2020- kết thúc rà soát | 6.97%-51.61%                                    | HSG, HPG                         |
| Tôn mạ                                         | Mỹ               | Việt Nam                       | 4/4-10/2025 (sơ bộ)       | 39.84%-88.12%                                   | HSG, NKG, GDA, HPG               |

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

**Chủ nghĩa bảo hộ trên toàn cầu tạo ra rào cản cho ngành thép Việt Nam trong năm 2026**

Trong 9T/2025, nhiều biện pháp phòng vệ thương mại được siết chặt hơn, đặc biệt từ các đối tác lớn như Mỹ (thuế 50% theo Mục 232) và EU (giảm hạn ngạch xuất khẩu 15% và dự kiến nâng thuế lên 50%)..., đã tác động tiêu cực lên hoạt động xuất khẩu thép của Việt Nam. Chúng tôi đánh giá làn sóng thuế CBPG trên toàn cầu sẽ tiếp tục tạo ra nhiều thách thức cho các doanh nghiệp xuất khẩu thép Việt nam trong năm 2026. Các doanh nghiệp xuất khẩu thép có thể phải (1) hy sinh một phần biên lợi nhuận để giữ giá thép cạnh tranh khi xuất khẩu qua khu vực áp thuế cao; (2) chuyển hướng sang các thị trường thay thế nhưng cần thời gian để thích nghi.

Các doanh nghiệp thép niêm yết

| Thông tin chung |     |                  | Giá cổ phiếu  |               |            | Dự phóng          |                      |                          |                             | Chỉ số tài chính (**) |             |         |           | Định giá (26F) |         |
|-----------------|-----|------------------|---------------|---------------|------------|-------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------------|-----------------------|-------------|---------|-----------|----------------|---------|
| No.             | Mã  | Vốn hóa (tỷ VND) | Thị giá (VND) | Giá MT* (VND) | Upside (%) | Dự phóng DT 2026F | Tăng trưởng DT 2026F | Dự phóng lợi nhuận 2026F | Tăng trưởng lợi nhuận 2026F | Biên LNG TTM          | Nợ/VCSH TTM | ROA TTM | ROE TTM   | P/B (x)        | P/E (x) |
| 1               | HPG | 206,470          | 26,900        | 34,100        | 26.7%      | 215,904           | 29%                  | 23,465                   | 46.3%                       | 15.5%                 | 0.76        | 6.12%   | 12.02%    | 1.4            | 9.2     |
| 2               | HSG | 10,587           | 16,700        | 18,500        | 10.7%      | 38,643            | 6%                   | 1,040                    | 42%                         | 12.36%                | 0.39        | 3.80%   | 6.68%     | 0.80           | 10.8    |
| 3               | NKG | 7,631            | 16,200        | 17,000        | 4.9%       | 18,307            | 7%                   | 547                      | 49%                         | 6.2%                  | 0.91        | 1.48%   | 3.15%     | 0.9            | 19.1    |
| 4               | TVN | 5,279            | 7,700         | -             | -          | -                 | -                    | -                        | -                           | 4.3%                  | 0.93        | 2.53%   | 7.76%     | -              | -       |
| 5               | DTL | 873              | 12,400        | -             | -          | -                 | -                    | -                        | -                           | -2.6%                 | 1.44        | -4.73%  | -13.49%   | -              | -       |
| 6               | POM | 724              | 3,300         | -             | -          | -                 | -                    | -                        | -                           | 5.0%                  | -31.84      | -7.37%  | -1262.10% | -              | -       |
| Tổng            |     |                  |               |               |            | 272,854           | 22%                  | 25,052                   | 46%                         |                       |             |         |           |                |         |

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

\*\* Số liệu 12 tháng tính tới Q3/2025

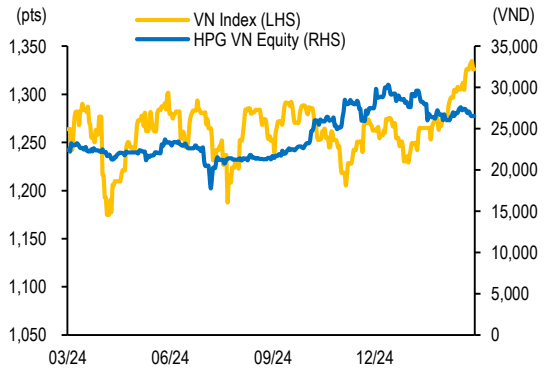
Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 28/11/2025



|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | 34,100 VND    |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | 26,900 VND    |
| Suất sinh lời (%)                 | 26.7%         |
| VNINDEX                           | 1,691         |
| Market P/E (x)                    | 14.1          |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 203,784       |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 7,675         |
| Tỷ do giao dịch (triệu CP)        | 4,527         |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 30,850/17,750 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 60.70         |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 1,464         |
| Trần Đình Long                    | 25.80         |
| Cổ đông lớn (%)                   |               |
| Vũ Thị Hiền                       | 6.88          |

|                    |      |      |       |
|--------------------|------|------|-------|
| Biến động giá      | 3T   | 6T   | 12T   |
| Tuyệt đối (%)      | -2.0 | 24.5 | 20.7  |
| So với VNIndex (%) | -2.6 | -1.6 | -15.5 |



Thiên thời, địa lợi

**CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HoSE: HPG)** được thành lập từ tháng 8/1992, khởi đầu là công ty buôn bán máy xây dựng sau đó lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như ống thép, thép xây dựng, nội thất, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Các sản phẩm thép chính của Hòa Phát bao gồm: thép xây dựng, thép cuộn cán nóng – HRC, phôi thép, ống thép và tôn mạ, trong đó thép xây dựng hiện đóng góp 59% tỷ trọng tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại. Hòa Phát nắm giữ thị phần lớn nhất trong mảng thép xây dựng (38%) và ống thép (27%).

**Kết quả kinh doanh:** Doanh thu 9T/2025 đạt 109,940 tỷ đồng (+5% YoY), LNST đạt 11,589 tỷ đồng (+30% YoY), hoàn thành 78% kế hoạch lợi nhuận năm 2025. Tổng sản lượng HPG đạt 7.4 triệu tấn (+22% YoY) nhờ thép HRC tăng mạnh (51% YoY) nhờ đóng góp từ Dung Quất 2 và thuế CBPG chính thức với HRC ngoại nhập (AD20), thép xây dựng cải thiện (+6% YoY) nhờ nhu cầu xây dựng phục hồi. Biên lợi nhuận gộp cải thiện 3 điểm % lên 16.5% nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm nhanh hơn giá bán thành phẩm.

**Triển vọng năm 2026:** Chúng tôi cho rằng (1) Nhu cầu xây dựng phục hồi ở phân khúc nhà ở và cơ sở hạ tầng, (2) Giai đoạn 2 của nhà máy DQ2 đóng góp vào KQKD Q4/2025; (3) Giá thép kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ chính sách siết cung và chống cạnh tranh tiêu cực của Trung Quốc. Chúng tôi quan sát thấy nguồn cung và tồn kho thép Trung Quốc đã có xu hướng giảm trong Q2 và Q3/2025, giá nhà Trung Quốc tiếp tục thu hẹp đà giảm trong tháng 9/2025. Từ đó, doanh thu 2026 ước tính đạt 215,904 tỷ đồng (+29% YoY), LNST 2026 ước tính đạt 23,465 tỷ đồng (+46% YoY). **Về dài hạn**, dự án trọng điểm Dung Quất 2 sẽ nâng tầm doanh nghiệp khi đẩy công suất HRC lên 9 triệu tấn/năm.

**Yếu tố cần theo dõi:** (1) Diễn biến thuế bảo hộ đối với thép Việt Nam; (2) Giá thép Trung Quốc; (3) Giá nguyên vật liệu đầu vào bao gồm than cốc và quặng sắt.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ thép và kéo giá thép đi xuống; (2) Rủi ro cạnh tranh với sản phẩm thép cán nóng Trung Quốc và Ấn Độ.

| Năm                          | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND)     | 118,953 | 138,855 | 166,795 | 215,904 | 239,842 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)          | 7,651   | 13,267  | 17,641  | 25,878  | 30,020  |
| Biên LN HĐKD (%)             | 6.4     | 9.5     | 10.5    | 11.9    | 12.5    |
| LNST của công ty mẹ (tỷ VND) | 6,800   | 12,020  | 16,034  | 23,465  | 27,072  |
| Biên LNR (%)                 | 5.7     | 8.7     | 9.6     | 10.9    | 11.3    |
| EPS (VND)                    | 1,117   | 1,566   | 2,083   | 2,773   | 2,910   |
| ROE (%)                      | 6.6     | 10.5    | 12.1    | 15.1    | 14.9    |
| P/E (x)                      | 23.8    | 16.4    | 12.3    | 9.2     | 8.8     |
| P/B (x)                      | 1.6     | 1.4     | 1.5     | 1.4     | 1.3     |

# Ngành Xây dựng

## Vào “sóng” tăng trưởng



## **Ngành Xây dựng – Vào “sóng” tăng trưởng**

### **1. Bức tranh ngành xây dựng**

Ngành xây dựng ghi nhận tăng trưởng tích cực trong 9T/2025, với mức tăng 9.33% YoY – cao nhất từ năm 2011 với động lực đến từ (1) Đẩy mạnh xây dựng hạ tầng; (2) Nguồn cung Bất động sản gia tăng. Chỉ số giá nhà ở và vật liệu xây dựng – đại diện cho biến động chi phí đầu vào ngành xây dựng duy trì mức ổn định, giao động quanh 0-1.5% MoM trong năm 2025, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp xây dựng hoạch định ngân sách và ký hợp đồng trọn gói.

### **2. Tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng 9T/2025**

Trong 9T/2025, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn cho thấy sự khởi sắc với tổng doanh thu tăng 26% YoY và LNST tăng 422% YoY, với sự hỗ trợ của nguồn việc (backlogs) phục hồi và sức khỏe tài chính cải thiện.

### **3. Triển vọng ngành xây dựng 2026**

Trong năm 2026, những động lực cho đà hồi phục của ngành xây dựng bao gồm: (1) Bất động sản bắt đầu sôi động nhờ môi trường lãi suất thuận lợi, pháp lý được khơi thông; (2) Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm; (3) Dư địa phát triển khu công nghiệp còn lại. Chúng tôi đánh giá ngành xây dựng đang trên đà khởi sắc, sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng trong giai đoạn 2026-2028.

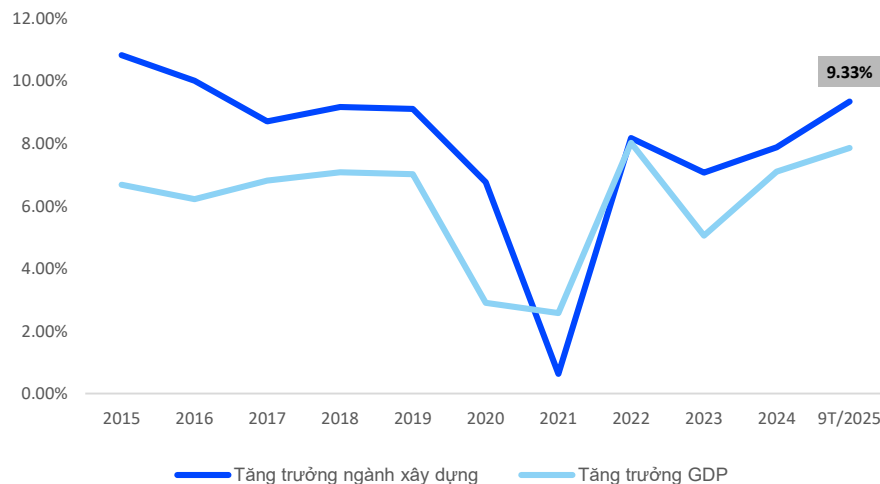
### **4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu xây dựng**

CTD

## Ngành xây dựng đang trên đà khởi sắc

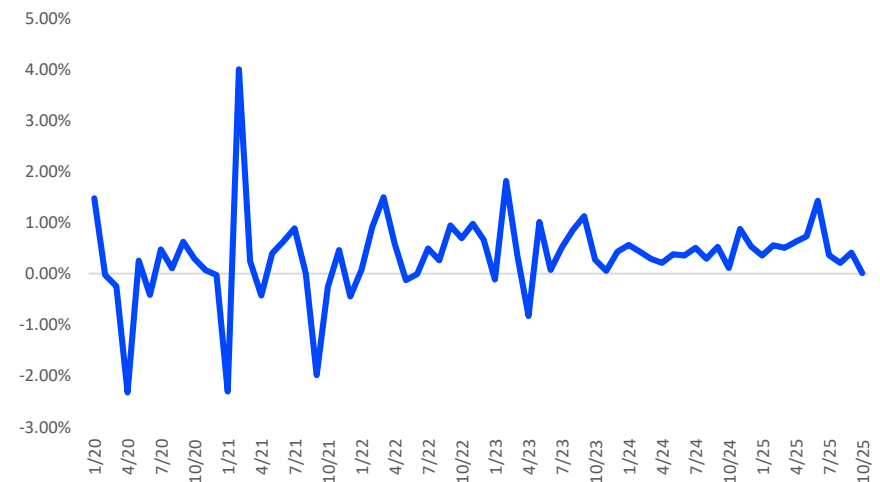
- Trong 9T/2025, ngành xây dựng ghi nhận tăng trưởng tích cực (+9.33% YoY, +0.33 đpt so với mục tiêu chính phủ đặt ra cho cả năm 2025), đồng thời là mức tăng trưởng 9 tháng cao nhất từ năm 2011. Ngoài ra, ngành xây dựng đóng góp lớn (7.99%) vào tăng trưởng GDP Việt Nam trong 9T/2025. Do vậy, với mục tiêu tăng trưởng GDP trên 10% trong giai đoạn 2026 -2030, ngành xây dựng kỳ vọng sẽ tiếp tục khởi sắc nhờ làn sóng đẩy mạnh đầu tư công, thị trường BĐS dân dụng phục hồi và dự án xây dựng công nghiệp lớn.
- Chỉ số giá nhà ở và vật liệu xây dựng – đại diện cho biến động chi phí đầu vào ngành xây dựng duy trì mức ổn định, giao động quanh 0-1.5% MoM trong năm 2025, không còn biến động mạnh như trong giai đoạn 2021-2023, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp xây dựng hoạch định ngân sách và ký hợp đồng trọn gói.

### Tăng trưởng GDP và ngành xây dựng 2015- 9T/2025 (%YoY)



Nguồn: Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

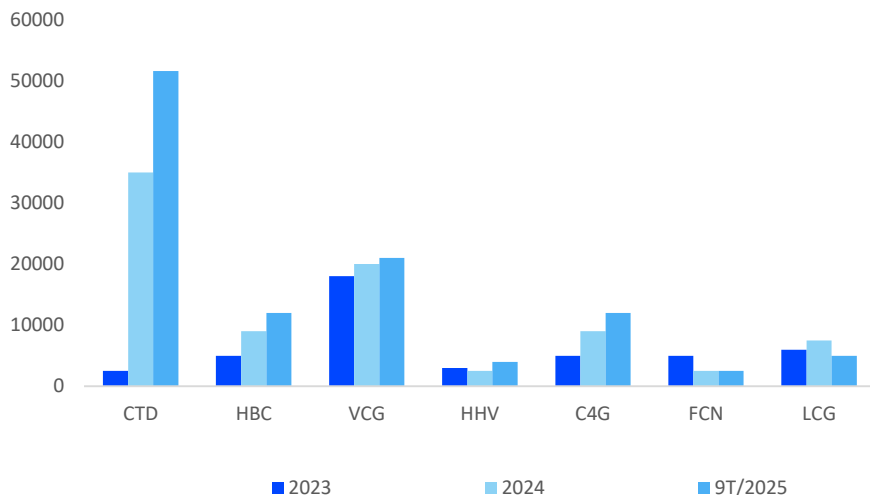
### Chỉ số giá nhà ở và VLXD (% MoM)



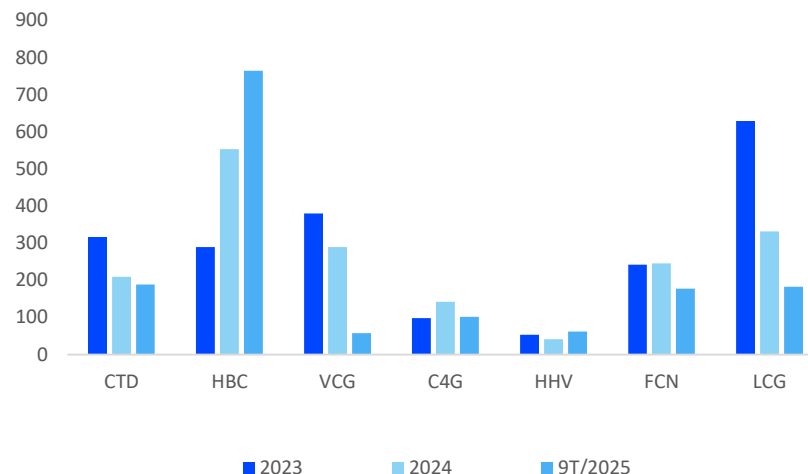
Nguồn: Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

## Nguồn việc (Backlogs) gia tăng, sức khỏe tài chính dần cải thiện

Giá trị backlogs của các doanh nghiệp xây dựng (tỷ đồng)



Số ngày phải thu của các doanh nghiệp xây dựng (ngày)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

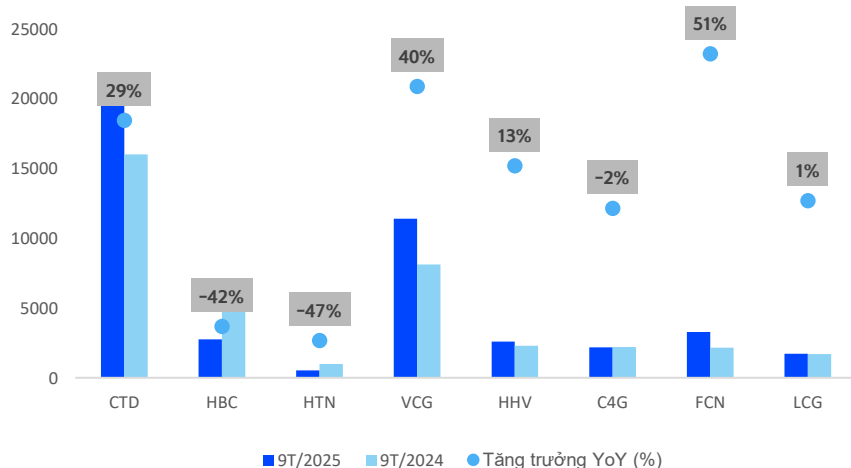
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

- Giá trị hợp đồng ký mới nhưng chưa ghi nhận doanh thu (backlogs) tăng trưởng tích cực (+26% YTD) trong 9T/2025. Trong đó, các nhà thầu xây dựng tiêu biểu như CTD, HBC, HHV, C4G,... ghi nhận giá trị backlogs tăng từ 30-60% YTD, đảm bảo nguồn công việc dồi dào trong vòng 2-3 năm tới.
- Khả năng thanh toán của chủ đầu tư đóng vai trò quan trọng đến dòng tiền của các nhà thầu xây dựng. Trong giai đoạn 2023- 9T/2025, một số doanh nghiệp sở hữu tệp khách hàng có tiềm lực tài chính vững vàng như CTD, VCG, C4G, LCG,... ghi nhận số ngày phải thu giảm dần. Chúng tôi kỳ vọng sức khỏe tài chính của các nhà thầu xây dựng sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026 trong bối cảnh đầu tư công được đẩy mạnh và thị trường BĐS ấm lên sẽ tác động tích cực tới tình hình tài chính của các chủ đầu tư.

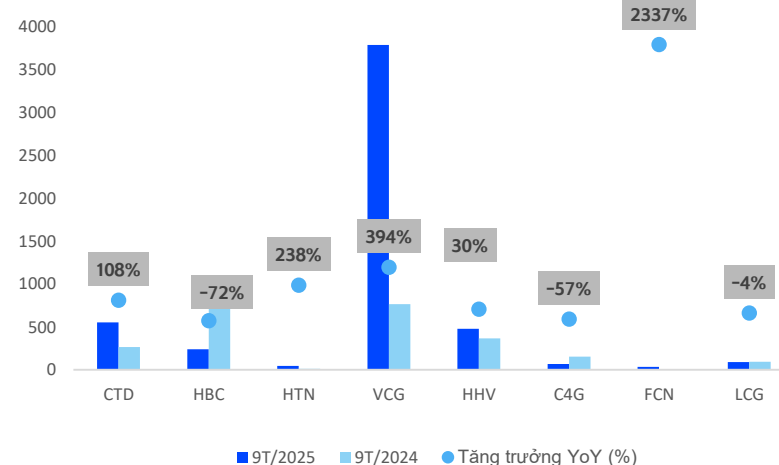


## Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng

Doanh thu các doanh nghiệp xây dựng tiêu biểu (tỷ đồng)



LNST các doanh nghiệp xây dựng tiêu biểu (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

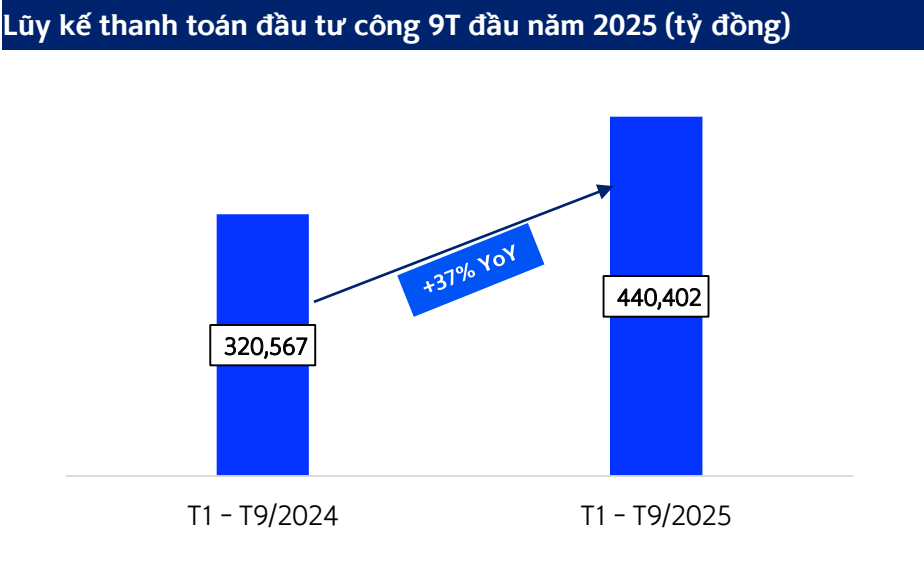
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn cho thấy sự khởi sắc với tổng doanh thu tăng 26% YoY và LNST tăng 422% YoY trong 9 tháng đầu năm 2025. Mức tăng mạnh về LNST chủ yếu nhờ lợi nhuận cao của các doanh nghiệp đầu ngành, trong đó có đóng góp lớn của VCG với LNST đạt 3,782 tỷ đồng (+394% YoY), chiếm tới 63% tổng lợi nhuận toàn ngành nhờ thoái vốn khỏi dự án bất động sản nghỉ dưỡng Cát Bà Amatina. Nếu loại trừ phần lợi nhuận bất thường này, LNST toàn ngành ghi nhận tăng trưởng 78% YoY.
- Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có tăng trưởng LNST tốt nhờ hoạt động kinh doanh chính bao gồm: CTD (LNST 553 tỷ đồng, +108% YoY), HTN (LNST 45 tỷ đồng, +238% YoY), HHV (LNST 476 tỷ đồng, +30% YoY), FCN ( LNST 23 tỷ đồng, +2,337% YoY).

Xây dựng hạ tầng: Bứt tốc đầu tư công giai đoạn 2026–2030 nhờ nguồn vốn trung hạn lớn

| Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 |                    |                                            |
|--------------------------------------------|--------------------|--------------------------------------------|
| Giai đoạn                                  | 2021 – 2025        | 2026 – 2030                                |
| Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình          | 6.3% (ước tính)    | 10%                                        |
| Thu ngân sách nhà nước                     | 9.6 triệu tỷ đồng  | 16.1 triệu tỷ đồng                         |
| Chi ngân sách nhà nước                     | 10.9 triệu tỷ đồng | 20.9 triệu tỷ đồng                         |
| Tổng mức chi đầu tư công                   | 3.4 triệu tỷ đồng  | 8.31 triệu tỷ đồng                         |
| Bội chi ngân sách                          | 3.1-3.2% GDP       | 5% GDP                                     |
| Tổng mức nợ vay chính phủ cho cả giai đoạn | 2.5 triệu tỷ đồng  | Dự kiến huy động khoảng 6.55 triệu tỷ đồng |
| Tỷ lệ nợ công/ GDP                         | 35-36% GDP         | 41-42% GDP                                 |

Nguồn: Bộ Xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

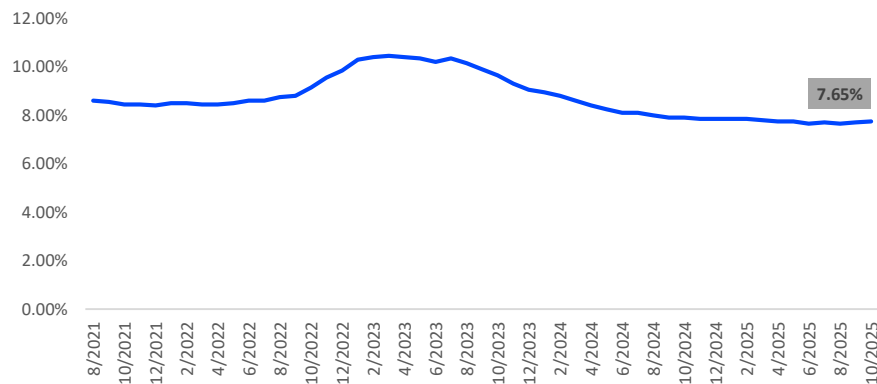


Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 9T/2025, ước tính giải ngân đầu tư công đạt 440,420 tỷ đồng (+37% YoY), đạt 50% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Năm 2026, bộ Tài chính ước tính tổng vốn chi đầu tư công đạt 1.08 triệu tỷ (+22% YoY), phản ánh xu hướng đầu tư mạnh mẽ của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và đẩy mạnh phát triển các dự án hạ tầng trọng điểm.
- Theo định hướng của chính phủ giai đoạn 2026–2030, mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân đạt từ 10%/năm trở lên là trọng tâm trong chiến lược phát triển kinh tế. Để hiện thực hóa mục tiêu này, Bộ Tài chính dự kiến tổng chi đầu tư công đạt 8.31 triệu tỷ đồng (+144% so với giai đoạn 2021 – 2025). Qua đó, lĩnh vực xây dựng hạ tầng kỳ vọng sẽ gia tăng nguồn việc, đặc biệt tại các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia.

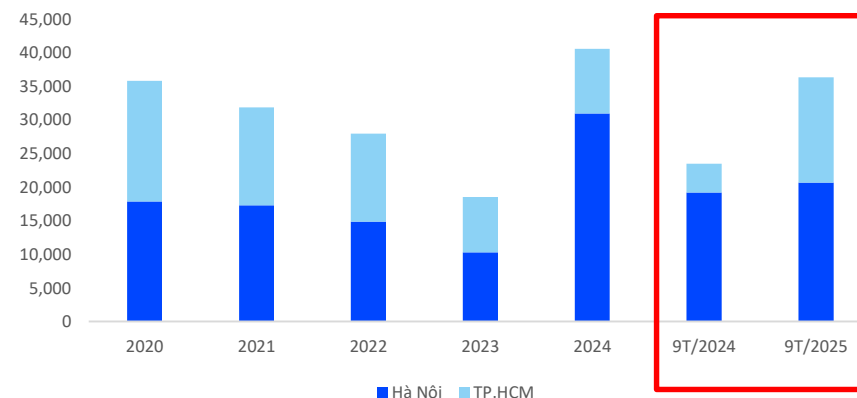
## Xây dựng dân dụng: Tín hiệu phục hồi rõ ràng

Lãi suất trung bình cho vay trung và dài hạn tại các NHTM theo tháng



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM

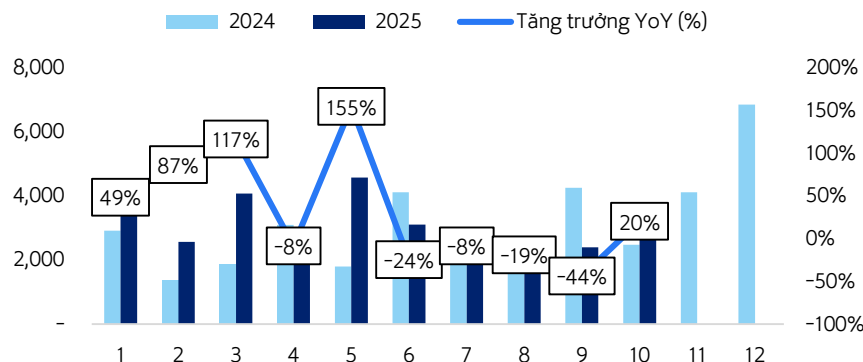


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- **Môi trường lãi suất thuận lợi:** lãi suất trung bình cho vay trung và dài hạn đang ở mức 7.75%/năm (tính đến tháng 10/2025) – là mức thấp trong vòng 4 năm qua. Chúng tôi cho rằng năm 2026, lãi suất có thể tăng nhẹ nhưng vẫn giữ ở mức thuận lợi, tạo nền tảng giúp các nhà phát triển Bất động sản vay vốn thực hiện dự án mới.
- **Pháp lý khơi thông:** Các chính sách của Chính phủ nhằm tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho thị trường Bất động sản như Nghị quyết 171/2024/QH15, Nghị định 76/2025,... đang từng bước có hiệu quả. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP.HCM trong 9T/2025 đã đạt 36,305 căn, +54% YoY. Tổng nguồn cung căn hộ dự kiến sẽ đạt ~40,000 căn tính đến cuối năm 2025.
- Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan thị trường BĐS sẽ kéo dài đà hồi phục trong năm 2026, từ đó sẽ gia tăng lượng backlogs cho các doanh nghiệp xây dựng trong lĩnh vực dân dụng.

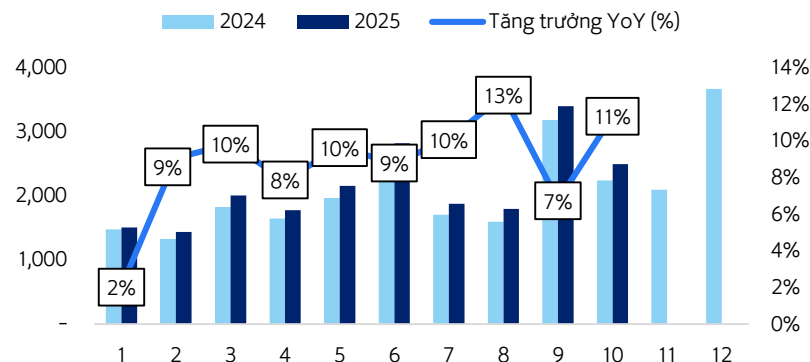
## Xây dựng công nghiệp: Dư địa phát triển khu công nghiệp còn lớn

### Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê, Shinhan Securities Vietnam

### Vốn FDI giải ngân vào Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê, Shinhan Securities Vietnam

- Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trong 10 tháng đầu năm 2025 đạt USD 21.3 tỷ, tăng 8.8% so với cùng kỳ và đánh dấu mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Bên cạnh đó, tổng vốn đăng ký đầu tư mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần đạt hơn USD 31.52 tỷ, tăng mạnh 15.6% so với cùng kỳ năm trước.
- Chúng tôi đánh giá nguồn vốn FDI sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2026 (đặc biệt trong bối cảnh Fed hạ lãi suất) nhờ những động lực: (1) Vị trí chiến lược quan trọng; (2) Lợi thế về chi phí sản xuất; (3) Chính sách ngoại giao linh hoạt và ổn định và (4) Chính phủ nỗ lực cải thiện môi trường đầu tư thông qua việc giảm thuế phí và mở rộng ưu đãi đối với doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài.
- Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2025-2030, chúng tôi cho rằng xu hướng phát triển công nghiệp xanh sẽ được đẩy mạnh, đi kèm với các yêu cầu xây dựng ngày càng nghiêm ngặt. Điều này sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp xây dựng có kinh nghiệm triển khai công trình đáp ứng tiêu chuẩn xanh của quốc tế như LEDGE, LOTUS,...

Một số doanh nghiệp xây dựng niêm yết

| Thông tin chung |     |                  | Giá cổ phiếu  |               |            | Chỉ số tài chính (**) |                 |         |         | Định giá (26F) |         |
|-----------------|-----|------------------|---------------|---------------|------------|-----------------------|-----------------|---------|---------|----------------|---------|
| No.             | Mã  | Vốn hóa (tỷ VND) | Thị giá (VND) | Giá MT* (VND) | Upside (%) | Biên LN gộp TTM       | Nợ trên vốn TTM | ROA TTM | ROE TTM | P/B (x)        | P/E (x) |
| 1               | CTD | 8,672            | 85,500        | 108,900       | 27.3%      | 15.5%                 | 0.76            | 6.12%   | 12.02%  | 1.4            | 9.2     |
| 3               | VCG | 15,353           | 23,750        | 30,000        | 26.3%      | 10%                   | 0.76            | 6%      | 12%     | 1.5            | 12.2    |
| 4               | HHV | 5,279            | 14,250        | 18,200        | 27.7%      | 17%                   | 1.55            | 1%      | 5%      | 0.7            | 12      |
| 6               | LCG | 2,097            | 10,150        | 14,000        | 37.9%      | 4%                    | 0.43            | 2%      | 5%      | 0.9            | 17.6    |

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

\*\* Số liệu 12 tháng tính tới Q3/2025

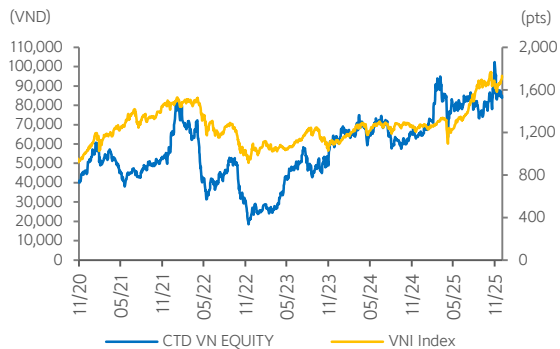
Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 28/11/2025



|                                   |                                                  |       |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------|-------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | 108,900 VND                                      |       |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | 85,500 VND                                       |       |
| Suất sinh lời (%)                 | 27.3%                                            |       |
| VNINDEX                           | 1,691                                            |       |
| Market P/E (x)                    | 14.1                                             |       |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 8,611                                            |       |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 101                                              |       |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 57                                               |       |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 103,500/64,300                                   |       |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 1.08                                             |       |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 93                                               |       |
| Kustoshem Pte., Ltd               | 17.89                                            |       |
| Cổ đông lớn (%)                   | Công ty TNHH MTV Kinh doanh và Đầu tư Thành Công | 14.40 |

|                   |     |       |       |
|-------------------|-----|-------|-------|
| Biến động giá     | 3T  | 6T    | 12T   |
| Tuyệt đối (%)     | 8.4 | 4.4   | 27.7  |
| So với VNIndex(%) | 6.4 | -24.2 | -11.8 |



Cú vươn mình rực rỡ

**Công ty CP Xây dựng Coteccons (HoSE: CTD)** tiền thân là Bộ phận Khối Xây lắp thuộc Công ty Kỹ thuật xây dựng và Vật liệu xây dựng – Tổng Công ty Vật liệu xây dựng số 1 – thuộc Bộ Xây dựng. Công ty được chính thức được thành lập ngày 24/08/2004. Với kinh nghiệm và năng lực thi công các dự án lớn, CTD được đánh giá là nhà thầu xây dựng hàng đầu theo báo cáo của Viet Nam Report năm 2024.

**Kết quả kinh doanh Q1/2026 (NĐTC: 01/07/2025-30/06/2026):** doanh thu thuần 7,452 tỷ VND (+57% YoY) và LNST 295 tỷ VND (+217% YoY). Trong đó CTD ghi nhận khoản thu nhập khác đạt 193 tỷ VND, chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng dự án Emerald 68 với giá hơn 188 tỷ. BLNG gia tăng từ mức 2.6% trong Q4/2025 lên mức 4.3% trong Q1/2026. Tổng giá trị backlog của CTD đạt 51,600 tỷ, mức cao nhất trong lịch sử. Danh mục dự án liên tục được mở rộng với các dự án trọng điểm của các chủ đầu tư lớn như Sun Group, Masterise Homes, Vinhomes, Ecopark và TTC Land. Một số dự án tiêu biểu gồm: Sun Urban City Hà Nam, Sun Urban City Hà Nam, Star City Thanh Hóa, The Gallery Giảng Võ, The Global City...Bên cạnh đó CTD cũng tham gia vào các dự án hạ tầng quan trọng của quốc gia như Nhà ga hành khách T2 (thuộc Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc) và Trung tâm Hội nghị APEC (S2, S3, S4) – với tổng giá trị gói thầu trên 5,000 tỷ đồng

**Triển vọng năm 2026:** (1) Sự phục hồi của thị trường Bất động sản dân dụng nhờ môi trường lãi suất thấp và những quyết liệt trong tháo gỡ vướng mắc pháp lý của chính phủ; (2) Đẩy mạnh đầu tư công; (3) Dư địa phát triển Khu công nghiệp còn lớn. Từ đó, chúng tôi cho rằng CTD sẽ đón đầu làn sóng phục hồi của ngành xây dựng trong giai đoạn 2026-2028 nhờ năng lực thiết kế và thi công dày dặn, đáp ứng tiêu chuẩn của chủ đầu tư ở nhiều lĩnh vực. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2026 đạt 30,112 tỷ đồng (+21.0% YoY) và LNST đạt 794 tỷ đồng (+73.7 % YoY).

**Rủi ro:** (1) Rủi ro thị trường Bất động sản phục hồi chậm; (2) Rủi ro giá nguyên vật liệu xây dựng tăng; (3) Rủi ro chi phí nhân công tăng; (4) Rủi ro cạnh tranh.

| Năm                          | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND)     | 16,528 | 21,045 | 24,885 | 30,112 | 33,609 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)          | 28     | 132    | 542    | 739    | 1,041  |
| Biên LN HĐKD (%)             | 0.2    | 0.6    | 2.2    | 2.5    | 3.1    |
| LNST của công ty mẹ (tỷ VND) | 188    | 310    | 457    | 794    | 916    |
| Biên LNR (%)                 | 1.1    | 1.5    | 1.8    | 2.6    | 2.7    |
| EPS (VND)                    | 686    | 3,111  | 4,379  | 7,664  | 8,836  |
| ROE (%)                      | 2.3    | 3.7    | 5.1    | 8.4    | 9.0    |
| P/E (x)                      | 75.3   | 22.5   | 22.6   | 12.9   | 11.2   |
| P/B (x)                      | 0.6    | 0.8    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |

# Xuất nhập khẩu Tái cơ cấu toàn diện



**Thảo Nguyễn**

☎ (84-28) 6299-8004

✉ thao.np@shinhan.com

**Trang Phạm**

☎ (84-28) 6299-7000

✉ trang.pq@shinhan.com

## **Xuất nhập khẩu – Tái cơ cấu toàn diện**

### **1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam 9T/2025**

Trong 9T/2025, tổng kim ngạch XNK Việt Nam đạt 680.6 tỷ USD (+17% YoY). Một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực như dệt may, giày dép, máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện,... duy trì tốc độ tăng trưởng hai con số. Chúng tôi cho rằng đã tăng được củng cố bởi nhu cầu gia tăng và hiệu ứng “front-loading” trong 1H/2025.

### **2. Triển vọng năm 2026 và cơ hội**

Mùa cao điểm cuối năm 2025 dường như đã đi qua, phần lớn do các nhà bán lẻ đẩy nhanh việc nhập khẩu trước khi thuế quan có hiệu lực. Tăng trưởng hàng hóa thế giới được dự báo sẽ chậm lại từ 2.8% của năm 2024, xuống còn 2.4% vào năm 2025 và 0.5% cho năm 2026. Điều này cho thấy tác động thuế quan sẽ chuyển dịch sang năm 2026, và cần thời gian hơn để đánh giá sức mua và khả năng chấp nhận mặt bằng giá mới.

Xuất khẩu năm 2026 được dự báo tăng trưởng chậm hơn so với năm 2025, mặt hàng công nghiệp tiếp tục là điểm tựa trong khi mặt hàng lâu bền như dệt may, da giày có thể chậm lại. Bên cạnh đó, một số mặt hàng nông nghiệp có lợi thế cạnh tranh cao cũng sẽ đóng vai trò quan trọng.

Để xuất nhập khẩu tăng trưởng bền vững hơn, chúng tôi đánh giá Việt Nam cần tái cơ cấu toàn diện, khai phá thị trường mới, mặt hàng mới và nâng cao sản phẩm giá trị gia tăng.

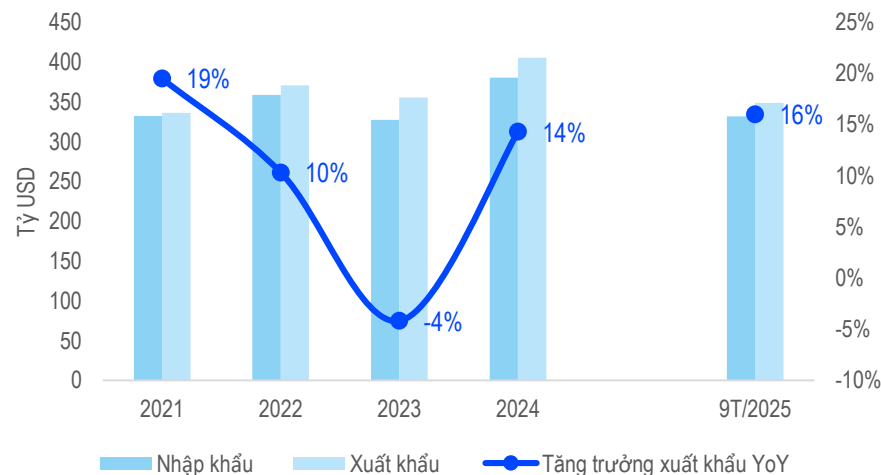
### **3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu Xuất nhập khẩu**

Chúng tôi ưu tiên lựa chọn những cổ phiếu có câu chuyện tăng trưởng riêng cũng như có những lợi thế cạnh tranh nhất định: GMD, HAH, ANV



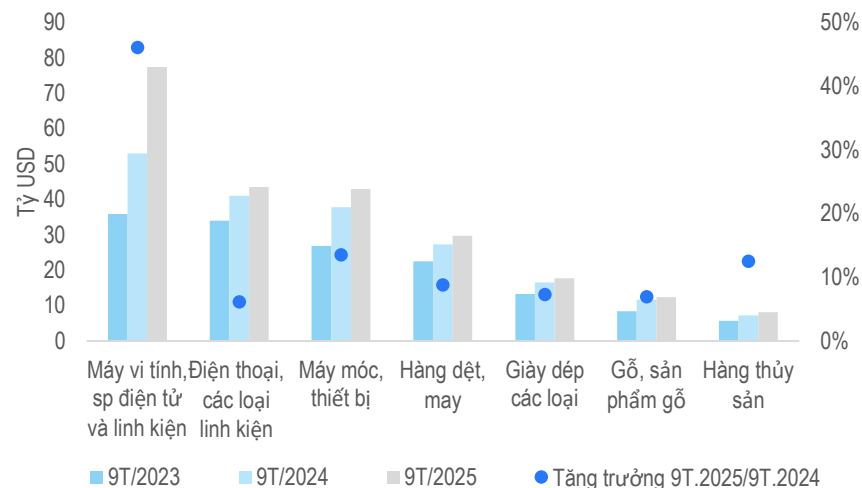
## Xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng nhờ các mặt hàng chủ lực

### Tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng của một số nhóm hàng xuất khẩu 9T/2025

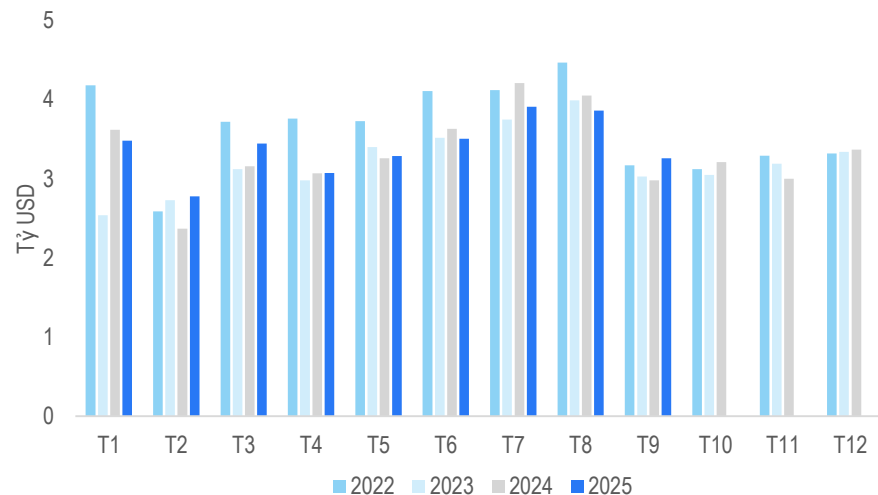


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Trong 9T/2025, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa đạt 680.6 tỷ USD, tăng 17.3% so với cùng kỳ năm trước, trong đó xuất khẩu tăng 16%; nhập khẩu tăng 18%, cán cân thương mại tiếp tục xuất siêu trên 16 tỷ USD. Tuy nhiên, trong tháng 9 trở lại đây, kim ngạch xuất khẩu đạt 42.6 tỷ USD, giảm 1.7% so với cùng kỳ tháng trước, chững lại sau giai đoạn tích trữ hàng hóa trong nửa đầu năm 2025.
- ❑ Các mặt hàng công nghiệp xuất khẩu chủ lực vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tốt: hàng máy vi tính sản phẩm điện tử và linh kiện đạt 77 tỷ USD (+46% YoY), hàng điện thoại linh kiện đạt 43.5 tỷ USD (+6.1% YoY), hàng máy móc thiết bị đạt 42.9 tỷ USD (+13.5% YoY),...

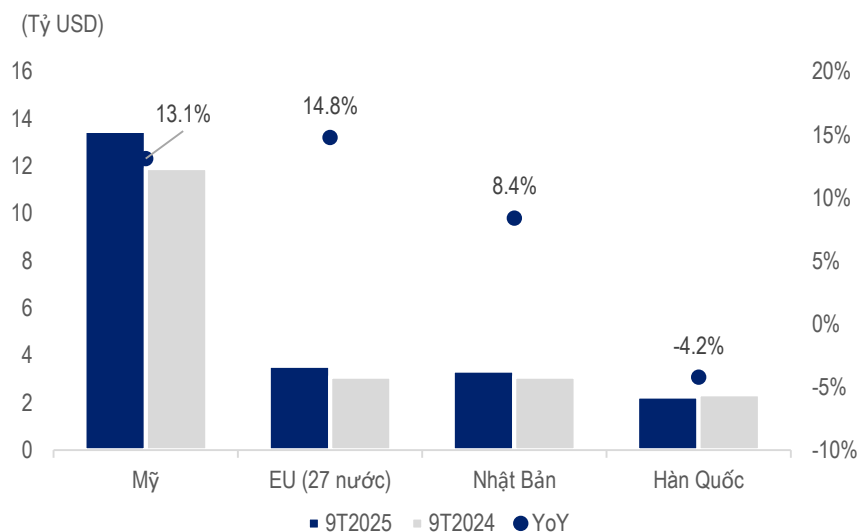
## Xuất khẩu dệt may tăng trưởng nhẹ được củng cố bởi xu hướng đa dạng hóa thị trường xuất khẩu

Giá trị xuất khẩu hàng dệt may trong 9T/2025



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu dệt may đến các thị trường chủ lực

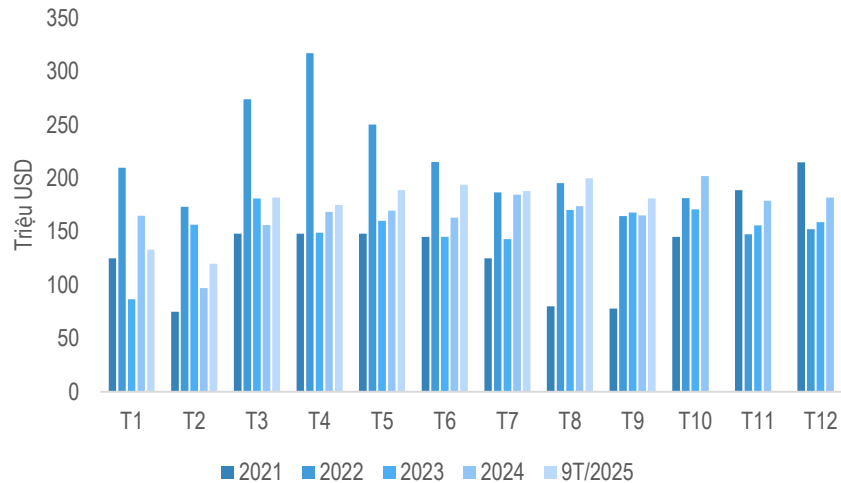


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may 9T/2025 ước đạt 29.7 tỷ USD (+8.6% YoY). Đây là kết quả khả quan trong bối cảnh thị trường thế giới đầy biến động.
- Đa số các thị trường xuất khẩu chủ lực đều tăng trưởng: EU tăng ấn tượng 14.8% YoY được hỗ trợ bởi xu hướng lạm phát giảm; Mỹ ghi nhận tăng 13.2% YoY nhờ tăng cường tích trữ hàng tồn kho và Nhật Bản đạt mức tăng 8.4% YoY nhờ thu nhập người dân cải thiện. Trong khi đó, thị trường Hàn Quốc ghi nhận sự sụt giảm nhẹ do cạnh tranh gay gắt với hàng giá rẻ từ Trung Quốc.
- Kết quả khả quan trên chủ yếu đến từ các yếu tố: (1) Đẩy mạnh xuất khẩu sang EU và các thị trường mới như Trung Đông, Châu Phi nhờ tận dụng ưu đãi thuế quan từ Hiệp định thương mại tự do EVFTA,...; (2) Tăng cường xuất khẩu các mặt hàng ở phân khúc trung và cao cấp; (3) Xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc ngày càng mạnh mẽ.

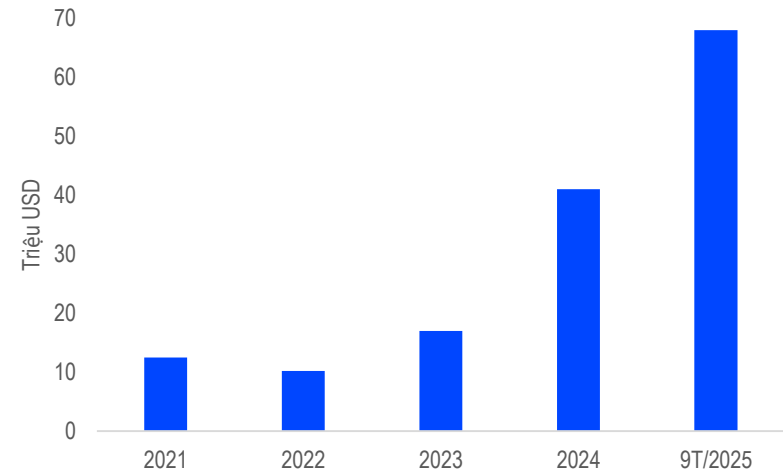
### Xuất khẩu cá tra bứt phá nhờ frontloading, trong khi cá rô phi đạt mức tăng trưởng kỷ lục do thay thế nguồn cung từ Trung Quốc

#### Xuất khẩu cá tra trong 9T/2025



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

#### Xuất khẩu cá rô phi trong 9T/2025

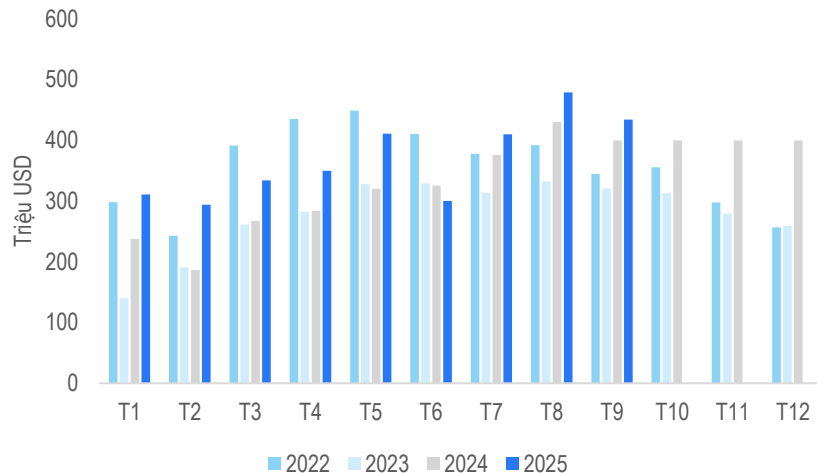


Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Lũy kế xuất khẩu cá tra 9T/2025 đạt 1.6 tỷ USD (+11% YoY) – mức tăng trưởng ấn tượng từ nền cao 2024 nhờ đẩy mạnh frontloading trước thời hạn áp thuế và đa dạng hóa thị trường: Trung Quốc tiếp tục là thị trường dẫn đầu tuy nhiên ghi nhận mức sụt giảm nhẹ, đạt 410 triệu USD (– 2% YoY), Mỹ đạt 257 triệu USD (+1% YoY), EU đạt 134 triệu USD (+5% YoY). Đặc biệt, các thị trường CPTPP và Brazil tăng trưởng ấn tượng, đạt lần lượt 217 triệu USD (+35% YoY) và 128 triệu USD (+45% YoY).
- ❑ Thị trường cá rô phi ghi nhận mức tăng trưởng kỷ lục với lũy kế xuất khẩu 9T/2025 đạt 68 triệu USD (+200% YoY), trong đó thị trường Mỹ chiếm đến 70%. Kết quả này nhờ Việt Nam nhanh chóng tận dụng khoảng trống nguồn cung từ Trung Quốc khi nước này chịu mức thuế đối ứng cao.

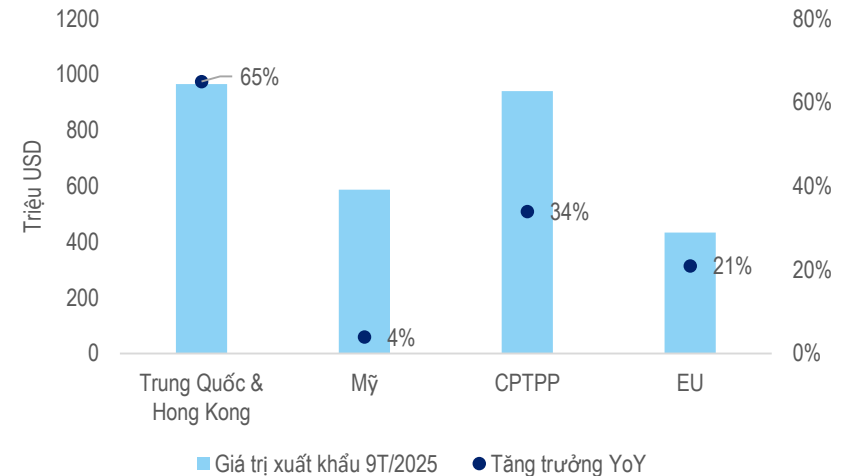
## Xuất khẩu tôm tăng trưởng ổn định bất chấp những rào cản thương mại

### Xuất khẩu tôm trong 9T/2025



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

### Giá trị xuất khẩu tôm đến các thị trường chủ lực

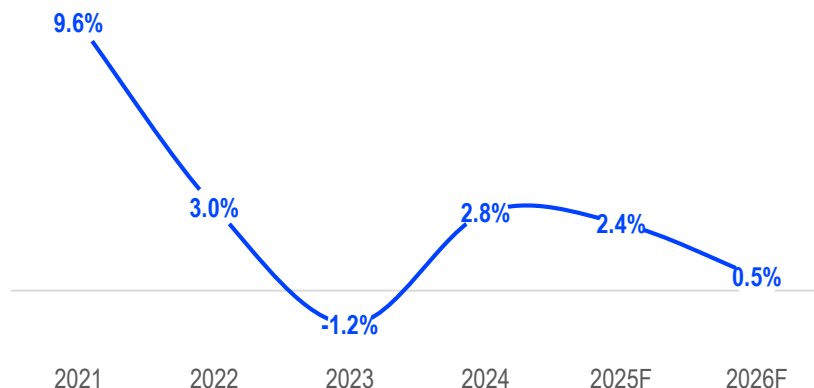


Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Xuất khẩu tôm Việt Nam trong 9T/2025 đạt 3.38 tỷ USD (+20.3% YoY). Động lực tăng trưởng ngành hàng chủ yếu đến từ nhu cầu ổn định ở Mỹ, Nhật Bản, EU và sự gia tăng đơn hàng tại các thị trường khu vực.
- Thị trường Trung Quốc và Hồng Kong ghi nhận tăng trưởng mạnh nhất 65% YoY đạt 966 triệu USD trong 9T/2025. Nhu cầu tập trung vào các sản phẩm tươi sống và phân khúc cao cấp như tôm hùm, tôm sú size lớn giúp doanh nghiệp Việt Nam tận dụng được lợi thế khác biệt so với Ecuador hay Ấn Độ. Tuy nhiên, tồn kho nhập khẩu Trung Quốc đang có xu hướng tăng và giá bán chững lại, cho thấy khả năng điều chỉnh ngắn hạn
  - Mặc dù các chính sách thương mại đang đặt ra thách thức không nhỏ cho ngành tôm Việt Nam, thị trường Mỹ vẫn ghi nhận 587 triệu USD doanh thu, tăng 4% YoY.

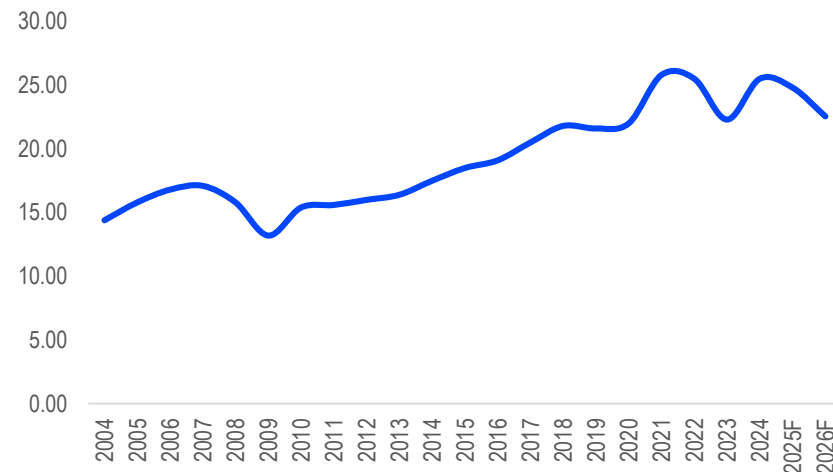
## Tăng trưởng hàng hóa thế giới được dự báo sẽ chậm lại

### Tăng trưởng hàng hóa thế giới



Nguồn: WTO, Shinhan Securities Vietnam

### Giá trị nhập khẩu của thị trường Mỹ 2004-2025 (triệu TEU)

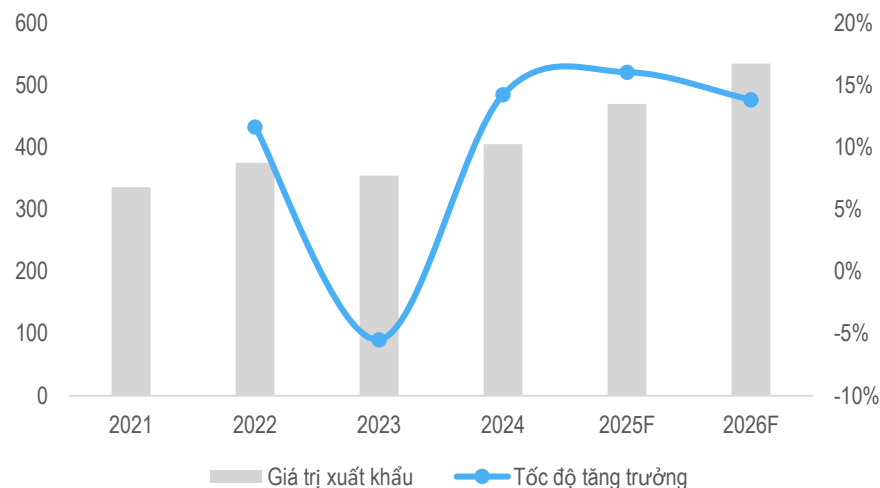


Nguồn: NRF, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Mùa cao điểm cuối năm 2025 dường như đã đi qua, phần lớn do các nhà bán lẻ đẩy nhanh việc nhập khẩu trước khi thuế quan có hiệu lực. Các cảng của Mỹ đã xử lý 2.32 triệu TEU trong tháng 8, giảm 2.9% so với mức cao nhất trong năm là 2.39 triệu TEU vào tháng 7 cùng kỳ. Khối lượng hàng hóa trong tháng 10 dự kiến đạt 1.97 triệu TEU, giảm 12.3% so với cùng kỳ năm trước; tháng 11 đạt 1.75 triệu TEU, giảm 19.2%; và tháng 12 dự kiến đạt 1.72 triệu TEU, giảm 19.4%, sẽ là tháng thấp nhất kể từ tháng 3/2023 với 1.62 triệu TEU.
- ❑ Tăng trưởng hàng hóa thế giới được dự báo sẽ chậm lại từ 2.8% của năm 2024, xuống còn 2.4% vào năm 2025 và 0.5% cho năm 2026. Điều này cho thấy tác động thuế quan sẽ chuyển dịch sang năm 2026, và cần thời gian hơn để đánh giá sức mua và khả năng chấp nhận mặt bằng giá mới.

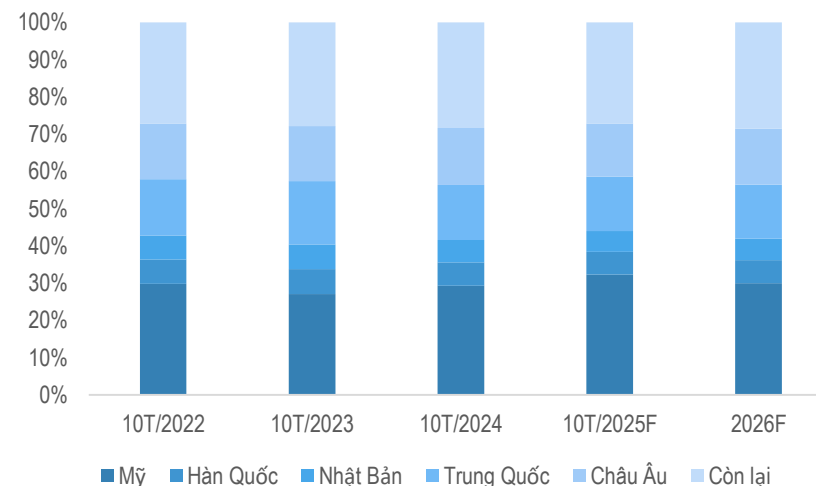
## Xuất khẩu hàng hóa Việt Nam năm 2026 dự báo tăng chậm hơn so với 2025

### Xuất khẩu hàng hóa Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Xuất khẩu hàng hóa phân theo thị trường



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Xuất khẩu Việt Nam chuyển dần từ giai đoạn tăng trưởng tốc độ cao sang giai đoạn tăng trưởng bền vững hơn. Xuất khẩu năm 2026 được dự báo tăng trưởng chậm hơn so với năm 2025, trong đó thị trường Mỹ duy trì vị thế đối tác lớn nhất, đồng thời mở rộng sang các thị trường mới.

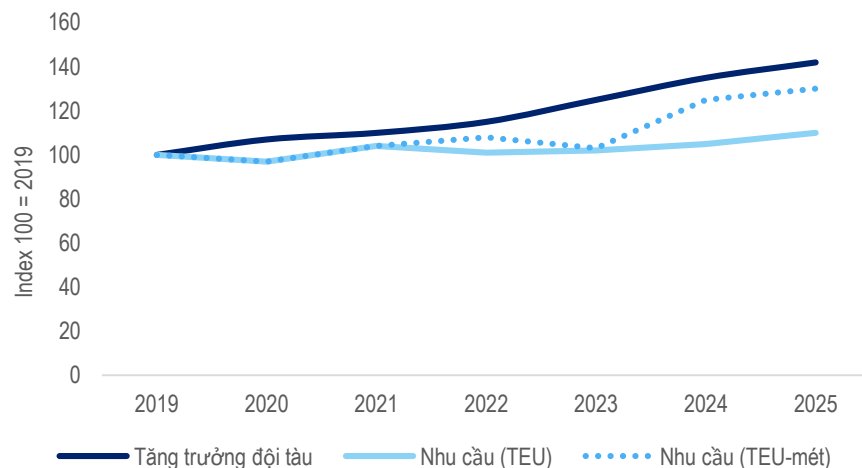
- Đối với thị trường Mỹ: Chúng tôi nhận định đơn hàng xuất khẩu có thể bắt đầu chững lại trong nửa đầu năm 2026 do các doanh nghiệp Mỹ đã hoàn tất việc đặt hàng để né thuế và sức mua người tiêu dùng suy giảm dưới áp lực tăng giá. Tuy nhiên, nhờ tiến trình đàm phán thương mại tích cực và kỳ vọng về nhiều mặt hàng được hưởng thuế đối ứng 0%, thị trường Mỹ được dự kiến sẽ hồi phục mạnh mẽ từ nửa cuối năm 2026
- Đối với thị trường châu Âu, CPTPP: tận dụng hiệp định thương mại FTA để mở rộng quy mô

Hàng hóa Việt Nam chống chịu tốt giữa cơn bão thuế đối ứng khi vào thị trường Mỹ

| Mặt hàng                                                                 | Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ | Cập nhật thuế đối ứng mới nhất                                                                                                                                                                                                                | Dự báo Ngành hàng Xuất khẩu sang Mỹ năm 2026 | Đánh giá                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Công nghiệp: linh kiện điện tử, thiết bị máy móc, điện thoại, laptop,... | 49.8%                      | 20%                                                                                                                                                                                                                                           | Trung lập                                    | Việc Trung Quốc hạn chế xuất khẩu đất hiếm vào các thị trường phát triển sẽ làm thiếu hụt lượng lớn đất hiếm là nguyên liệu đầu vào để sản xuất hàng điện tử công nghệ cao. Việt Nam có thể hưởng lợi gián tiếp, các quốc gia sẽ tìm nguồn cung thay thế và hợp tác với nước có tiềm năng đất hiếm như Việt Nam                                                                                                                                           |
| Dệt may, giày dép                                                        | 15.7%                      | 20%                                                                                                                                                                                                                                           | Trung lập                                    | Dệt may, giày dép là các mặt hàng được kỳ vọng hưởng thuế đối ứng 0% trong Hiệp định thương mại Việt – Mỹ đang đàm phán. Nếu kết quả tích cực, hàng hóa Việt Nam sẽ gia tăng lợi thế cạnh tranh về giá so với các đối thủ khác. Tuy nhiên, các tác động chung của thuế quan và dư địa hàng tồn kho từ đợt front-loading sẽ có khả năng làm giảm nhu cầu tại thị trường Mỹ và gây sức ép cạnh tranh lớn tại các thị trường khác như Hàn Quốc, Nhật Bản,... |
| Gỗ, sản phẩm gỗ                                                          | 9.7%                       | Áp thuế 10% đối với gỗ nguyên khối và gỗ xẻ, 25% đối với tủ bếp, tủ chậu rửa phòng tắm và đồ nội thất gỗ bọc đệm. Các mức thuế này sẽ tăng lần lượt lên 30% và 50% từ đầu năm 2026 đối với các đối tác chưa đạt thỏa thuận thương mại với Mỹ. | Tiêu cực                                     | Mức thuế này tác động tiêu cực đến ngành gỗ, tủ bếp và nội thất bọc chiếm khoảng 35% tổng kim ngạch xuất khẩu đồ gỗ sang Mỹ.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Hàng thủy sản                                                            | 1.2%                       | 20%                                                                                                                                                                                                                                           | Trung lập                                    | Mức thuế đối ứng của Mỹ dự kiến tạo ra mức độ ảnh hưởng khác nhau giữa các ngành: Tôm là mặt hàng chủ lực, nhưng dự kiến sẽ chậm lại do phải chịu đồng thời cả thuế đối ứng, thuế chống bán phá giá, và thuế chống trợ cấp. Cá tra dự báo duy trì ổn định nhờ lợi thế giá cạnh tranh so với cá trắng khác. Cá rô phi (dù mới đóng góp ~1%) nhưng là điểm sáng năm 2026, hưởng lợi từ việc thay thế nguồn cung Trung Quốc tại Mỹ.                          |
| Hàng thực phẩm, rau củ                                                   | 6.1%                       | Một số mặt hàng miễn thuế đối ứng như cà phê, trà, trái cây nhiệt đới, chuối, cam, ...                                                                                                                                                        | Tích cực                                     | Việc Mỹ miễn thuế đối ứng với nhóm hàng rau quả sẽ tạo thêm cơ hội cho hàng hóa Việt Nam                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

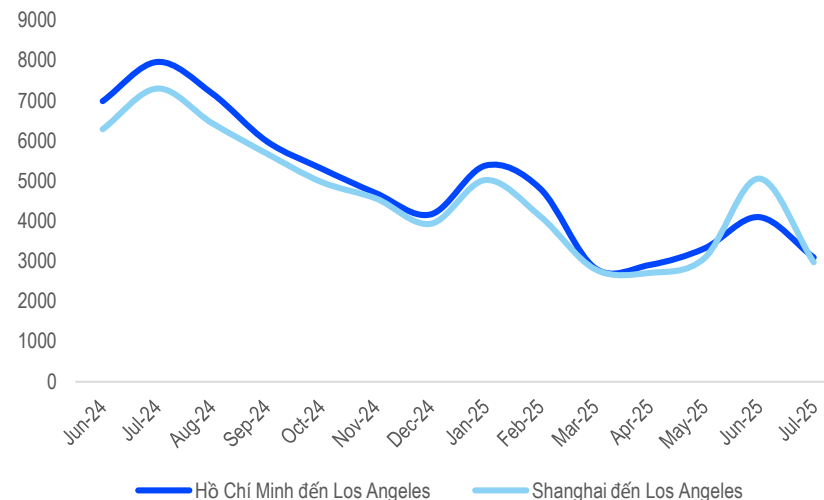
## Giá cước giao ngay dự báo giảm do nhu cầu thấp sau giai đoạn frontloading

### Tăng trưởng đội tàu và nhu cầu thế giới



Nguồn: WTO, Shinhan Securities Vietnam

### Giá cước giao ngay trung bình của các tuyến chính (USD/FEU)



Nguồn: NRF, Shinhan Securities Vietnam

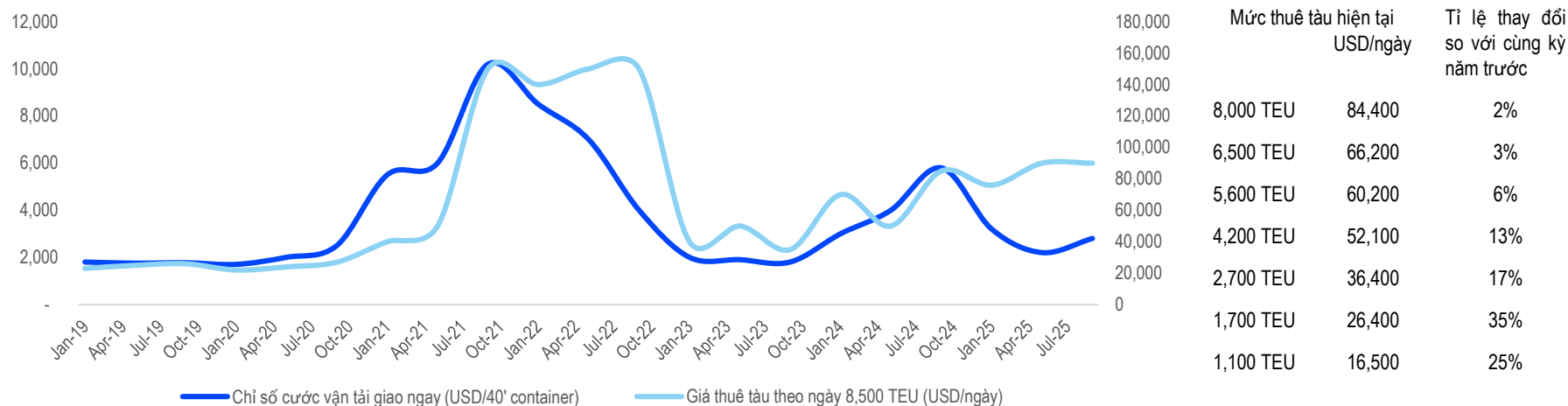
**Giá cước giao ngay vận tải biển toàn cầu tiếp tục xu hướng giảm.** Các mức thuế quan mới của Mỹ được dự đoán sẽ không kích hoạt một đợt vận chuyển hàng hóa ồ ạt trong nửa cuối 2025 như những gì đã xảy ra hồi đầu năm. Giá cước giao ngay trung bình trên các tuyến chính từ Viễn Đông đến Mỹ đã giảm mạnh và hiện ở mức thấp nhất kể từ tháng 12 năm 2023.

Ngoài ra, trong bối cảnh không có dấu hiệu nào cho thấy một mùa cao điểm theo truyền thống sẽ đẩy giá cước giao ngay tăng lên trong quý 3/2025, các hãng tàu sẽ phải đối mặt với tình trạng dư thừa công suất đáng kể của đội tàu. Drewry dự báo giá cước giao ngay dự kiến sẽ giảm 16% trong năm 2026, nguyên nhân là do đà tăng trưởng thương mại yếu đi cùng với sự gia tăng của năng lực vận chuyển tàu.



## Thị trường thuê tàu định hạn dự báo vẫn duy trì ở mức tốt bất chấp giá cước giao ngay giảm trong 2026

### Giá thuê tàu định hạn



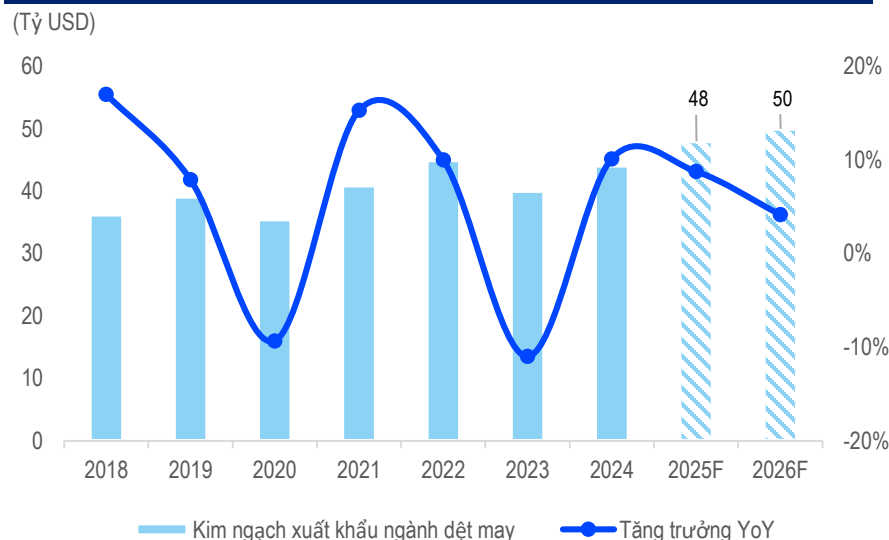
Nguồn: WTO, Shinhan Securities Vietnam

Giá thuê định hạn vẫn giữ đà tăng ổn định trong năm 2025 và cao hơn 200% so với 2019, trong khi giá cước giao ngay đã gần về tiệm cận mức giá 2019. Việc hai thị trường đi theo hướng khác nhau trong khoảng một thời gian được lý giải như sau: giá cước giao ngay dễ bị ảnh hưởng bởi biến động thị trường, trong khi giá thuê định hạn thường đi sau do các hợp đồng thuê tàu thường kéo dài nhiều tháng, hoặc thậm chí vài năm.

Theo dự báo từ Drewry, công ty tư vấn hàng hải hàng đầu, cho rằng điều này sẽ tiếp diễn trong năm 2026, nhưng sau đó sẽ có một sự điều chỉnh. Drewry dự báo giá thuê tàu định hạn sẽ cải thiện gia tăng so với cùng kỳ trong khi giá cước giao ngay sẽ giảm khoảng 16%. Các quy định môi trường từ tổ chức IMO và EU FTS ảnh hưởng tới việc lựa chọn tàu. Sự hạn chế về số tàu sử dụng nhiên liệu kép và tàu tiết kiệm nhiên liệu, đẩy giá thuê định hạn ở mức cao

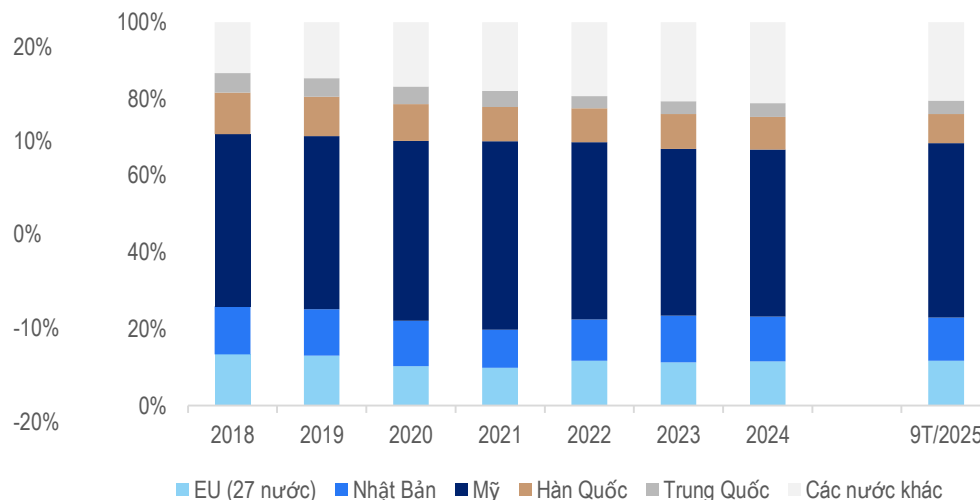
## Xuất khẩu dệt may – Dự báo tăng trưởng chậm lại trong 2026

### Giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Cơ cấu thị trường xuất khẩu của hàng dệt may Việt Nam



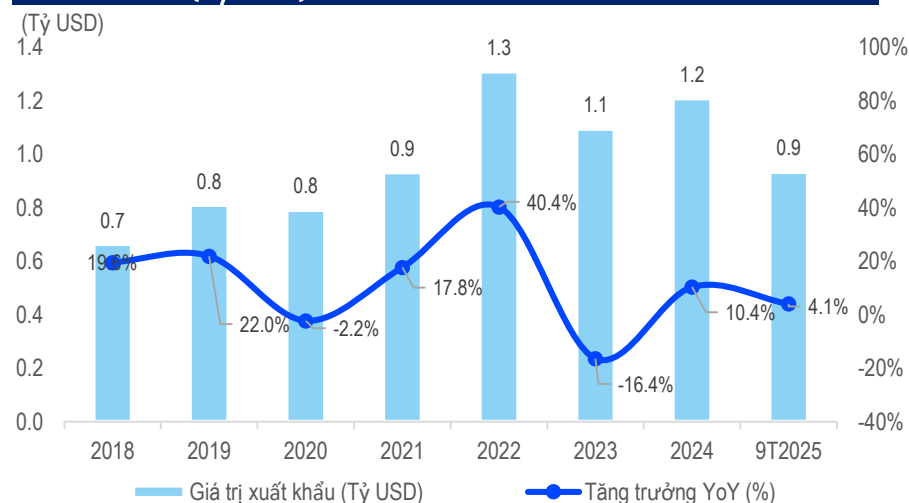
Nguồn: TCM, Shinhan Securities Vietnam

❑ Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu được dự báo chậm lại và xu hướng gia tăng rào cản thương mại tại các thị trường xuất khẩu chủ lực, chúng tôi thận trọng dự phóng giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam trong năm 2026 tăng nhẹ khoảng 6% YoY, chủ yếu đến từ các yếu tố:

- Mở rộng thị trường xuất khẩu nhờ khai thác lợi thế từ các Hiệp định thương mại tự do thế hệ mới (FTA): Việt Nam đã ký kết và đưa vào thực thi 17 FTA, dự kiến sẽ nâng con số này lên 22 FTA trong giai đoạn 2025 – 2026 theo kế hoạch của Bộ Công thương. Điều này không chỉ giúp các doanh nghiệp trong nước đa dạng hóa cơ cấu thị trường xuất khẩu mà còn thu hút dòng vốn FDI tham gia vào chuỗi cung ứng của Việt Nam.
- Tiếp tục tận dụng cơ hội từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc ở EU, Mỹ,... nhờ lợi thế cạnh tranh vốn có như mặt hàng đa dạng, lao động có trình độ kỹ thuật cao, tốc độ giao hàng nhanh chóng, tình hình chính trị ổn định,...

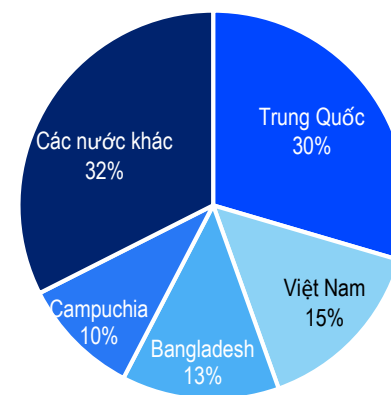
## Xuất khẩu dệt may – Khai thác thị trường CPTPP

Giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang Canada từ 2019-9T2025 (Tỷ USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần nhập khẩu hàng dệt may vào Canada theo giá trị năm 2024



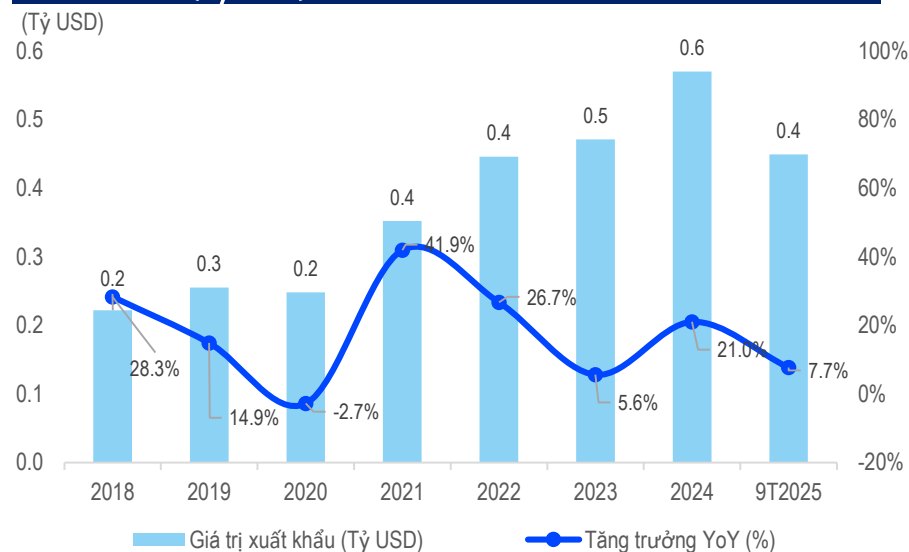
Nguồn: ITC Trade map, Shinhan Securities Vietnam

❑ Việt Nam hiện đang là quốc gia xuất khẩu dệt may lớn thứ hai vào Canada (sau Trung Quốc), với giá trị xuất khẩu tăng qua các năm, từ 665 triệu USD năm 2018 lên 1,200 triệu USD năm 2024. Chúng tôi đánh giá Canada là một trong những thị trường xuất khẩu còn dư địa mở rộng thị phần cho doanh nghiệp Việt Nam nhờ:

- Sức tiêu thụ các sản phẩm dệt may lớn, khoảng từ 13 tỷ đến 15 tỷ USD mỗi năm.
- Nhu cầu hàng dệt may dự kiến tiếp tục gia tăng khi thu nhập người dân cải thiện.
- Lợi thế thuế suất 0% từ Hiệp định thương mại tự do CPTPP, thấp hơn nhiều so với các đối thủ khác như Trung Quốc (18%), Bangladesh (16%) giúp tăng khả năng cạnh tranh về giá bán.
- Là cửa ngõ quan trọng giúp doanh nghiệp Việt tiếp cận sâu hơn vào chuỗi cung ứng khu vực Bắc Mỹ nhờ sự kết nối chặt chẽ với khối USMCA (Mỹ-Mexico-Canada) và hạ tầng logistics tiên tiến bậc nhất.

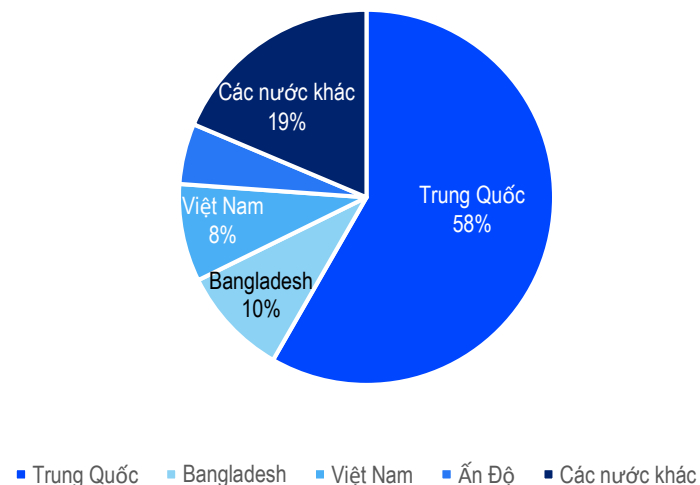
## Xuất khẩu dệt may – Khai thác thị trường CPTPP

Giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang Úc từ 2019-9T2025 (Tỷ USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần nhập khẩu hàng dệt may vào Úc theo giá trị năm 2024



Nguồn: ITC Trade map, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Úc là một trong những thị trường có sức mua lớn, nhu cầu cao đối với hàng dệt may, nổi bật với xu hướng tiêu dùng ưa thích những sản phẩm đa dạng, chất lượng và bền vững. Tuy nhiên giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang nước này còn khá khiêm tốn do các quy định nghiêm ngặt về tính bền vững, nguồn gốc xuất xứ và sự cạnh tranh gay gắt đến từ các đối thủ như Trung Quốc, Bangladesh,... Chúng tôi kỳ vọng với diễn biến thị phần của Trung Quốc tại Úc đang có dấu hiệu sụt giảm do tác động của xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc, dệt may Việt Nam có cơ hội mở rộng thị phần tại quốc gia này.
- ❑ Đồng thời, với nỗ lực đẩy mạnh sản xuất sản phẩm theo hướng xanh, bền vững và nâng cao tỷ lệ nội địa hóa của các doanh nghiệp trong nước, chúng tôi kỳ vọng hàng dệt may của Việt Nam có thể đáp ứng các tiêu chuẩn của Australia và tận dụng hiệu quả ưu đãi miễn thuế của Hiệp định thương mại tự do CPTPP, RCEP; từ đó gia tăng giá trị xuất khẩu tại Úc.

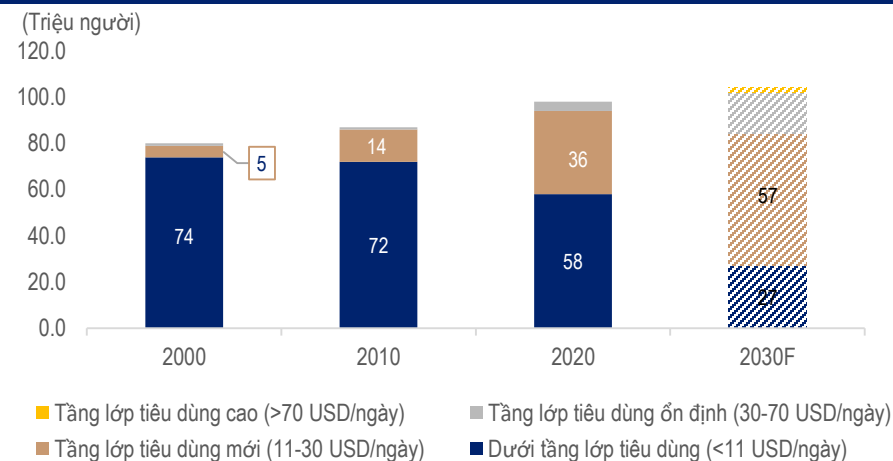
## Xuất khẩu dệt may – Khai thác thị trường nội địa

### Tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng dệt may tại Việt Nam



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Cơ cấu dân số theo thu nhập tại Việt Nam



Nguồn: McKinsey, Shinhan Securities Vietnam

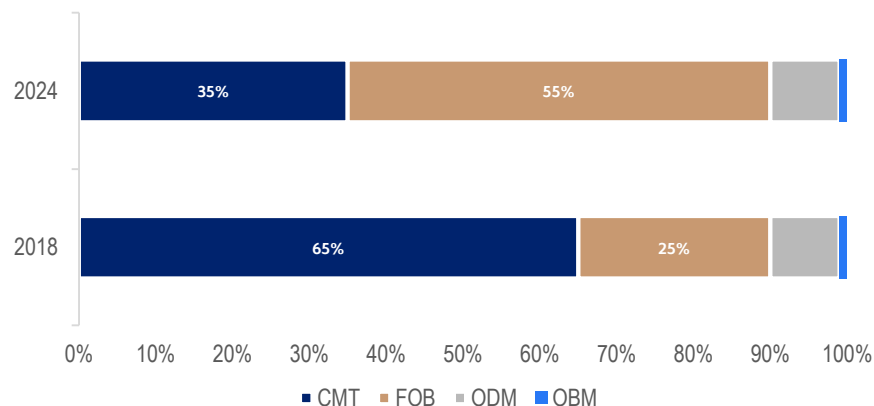
❑ **Thị trường nội địa không chỉ là “vùng đệm” trong các giai đoạn suy giảm xuất khẩu mà còn là hướng đi bền vững trong dài hạn nhờ:**

- **Sức mua nội địa và khả năng hấp thụ hàng hóa phân khúc trung và cao cấp ở mức cao:** Theo Hiệp hội dệt may Vitas, quy mô tiêu thụ hàng thời trang tại thị trường trong nước ước đạt 5-5.5 tỷ USD/năm (2024). Đồng thời, theo nghiên cứu của NielsenIQ, chi tiêu cho thời trang tại Việt Nam tăng bình quân 10-12%/năm trong giai đoạn 2020-2024. Điều này cho thấy thị trường thời trang Việt Nam đang sở hữu nội lực vững vàng về sức mua, mở ra dư địa khai thác cho doanh nghiệp trong nước.
- **Nhu cầu hàng may mặc ngày càng tăng nhờ sự mở rộng của tầng lớp trung lưu:** Theo World Bank, dự kiến đến năm 2035, 50% dân số Việt Nam sẽ thuộc tầng lớp trung lưu – nhóm dân cư thuộc tầng lớp tiêu dùng mới với xu hướng chú trọng các sản phẩm chất lượng. Sự mở rộng của tầng lớp này dự kiến sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng trong nước, đặc biệt ở phân khúc hàng thời trang trung và cao cấp.

Mặc dù vẫn đang còn một số thách thức phải đối mặt như cạnh tranh với hàng giá rẻ từ Trung Quốc, doanh nghiệp Việt chưa chú trọng thị trường nội địa nhưng chúng tôi cho rằng với xu hướng người Việt dùng hàng Việt ngày càng tăng và hoạt động xuất khẩu dự kiến diễn ra chậm lại, thị trường nội địa sẽ là một thị trường tiềm năng, hỗ trợ giúp ngành dệt may Việt Nam giảm phụ thuộc vào thị trường đơn lẻ và phát triển bền vững.

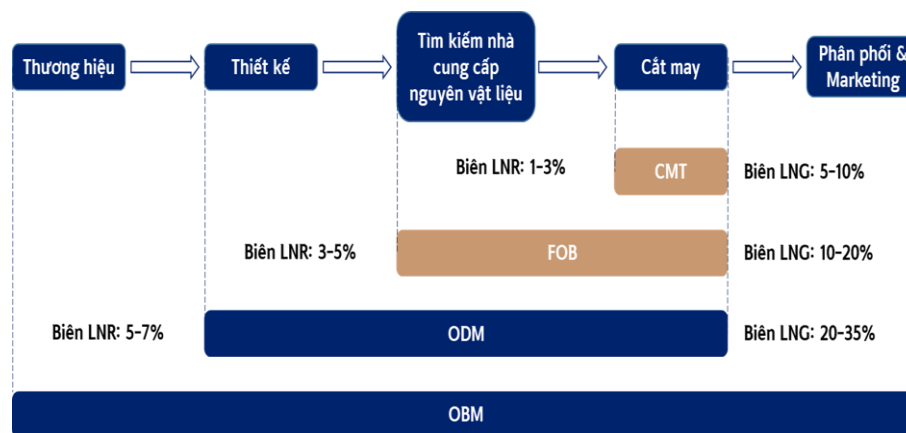
## Xuất khẩu dệt may – Chuyển đổi sang mô hình sản xuất có giá trị gia tăng cao

Tỷ trọng sử dụng phương thức sản xuất của các doanh nghiệp VN



Nguồn: Báo cáo công ty, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Các phương thức sản xuất hàng may mặc

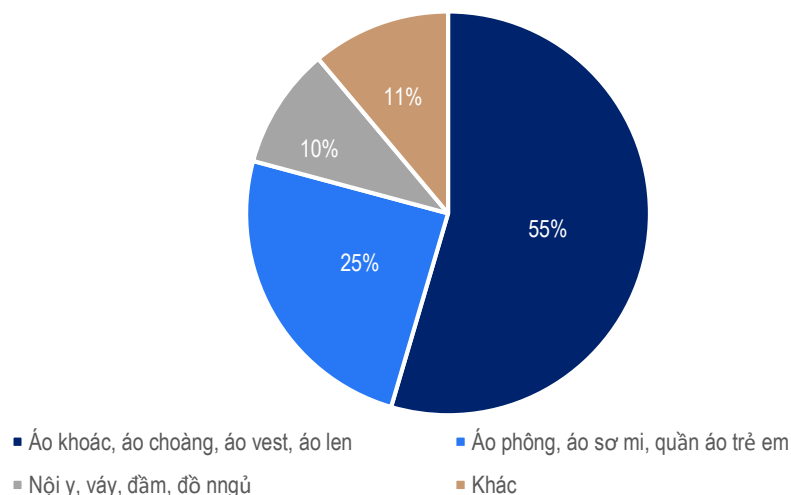


Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

- Mặc dù sở hữu vị thế là quốc gia có kim ngạch xuất khẩu dệt may lớn thứ hai thế giới, song phần giá trị thực tế mà doanh nghiệp Việt Nam nhận được còn khá thấp. Nguyên nhân là do các doanh nghiệp nhỏ, vừa tham gia chủ yếu ở khâu gia công, nhập khẩu phần lớn nguyên liệu và thiếu năng lực thiết kế, tự chủ chuỗi cung ứng. Điều này làm giảm khả năng đàm phán về giá bán và biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Trong bối cảnh các tập đoàn thời trang lớn trên thế giới ngày càng ưu tiên nhà cung cấp có chuỗi cung ứng toàn diện và đóng vai trò đối tác chiến lược thay vì gia công thuần túy, chuyển đổi sang mô hình có giá trị gia tăng cao như FOB, ODM, OBM là điều cần thiết để doanh nghiệp Việt nâng cao vị thế cạnh tranh và gia tăng biên lợi nhuận gộp.
- Các mô hình FOB, ODM, OBM đem lại giá trị gia tăng cao cho doanh nghiệp nhờ: (1) Đàm phán giá bán cao hơn do đảm nhận thêm các công đoạn có hàm lượng chất xám và giá trị sáng tạo; (2) Chủ động nguồn nguyên liệu giúp giảm chi phí trung gian, tối ưu chi phí sản xuất; (3) Quy trình sản xuất chặt chẽ giúp tăng khả năng kiểm soát chất lượng và nâng cao uy tín thương hiệu.
- Bên cạnh đó, vào phiên họp Hội nghị Thủ tướng Chính phủ vừa qua, Hiệp hội Dệt may và Da giày Việt Nam đã có đề xuất xây dựng Trung tâm đổi mới sáng tạo, nghiên cứu – phát triển và giao dịch nguyên phụ liệu dệt may. Việc hình thành trung tâm sẽ giúp đa dạng hóa nguồn cung nguyên phụ liệu, thúc đẩy đổi mới sáng tạo trong thiết kế, mô hình kinh doanh và tăng tính liên kết chuỗi cung ứng sản xuất. Chúng tôi kỳ vọng, đây sẽ là động lực để ngành dệt may Việt Nam chuyển đổi mạnh mẽ sang mô hình sản xuất có giá trị gia tăng cao trong thời gian tới.

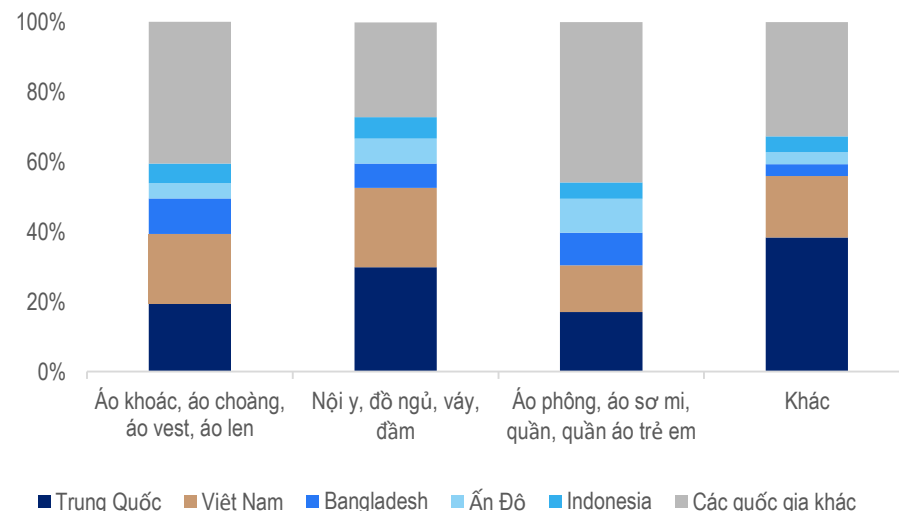
## Xuất khẩu dệt may – Tập trung sản xuất sản phẩm ở phân khúc có độ phức tạp cao

Cơ cấu mặt hàng dệt may nhập khẩu của Mỹ năm 2024



Nguồn: ITC Trade map, Shinhan Securities Vietnam ước tính

Cơ cấu quốc gia xuất khẩu theo mặt hàng vào Mỹ năm 2024



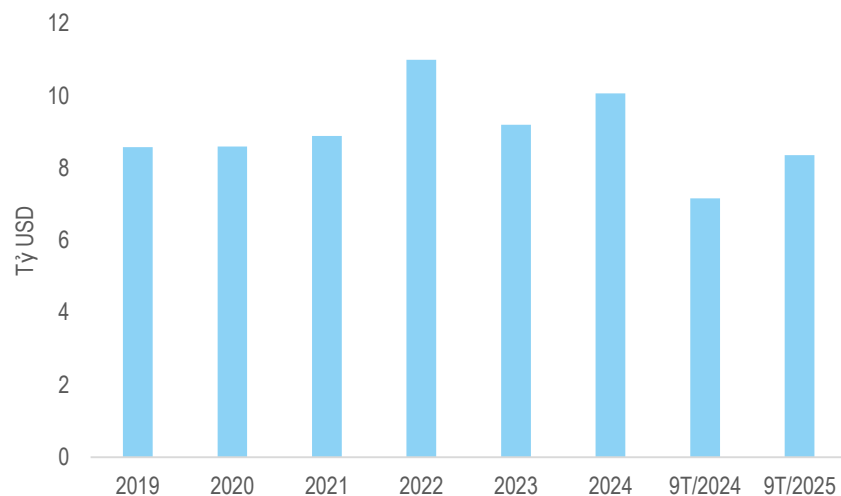
Nguồn: ITC Trade map, Shinhan Securities Vietnam ước tính

- ❑ Thị trường Mỹ nhập khẩu chủ yếu các mặt hàng như áo khoác, áo vest, áo len, nội y, váy,... với tỷ trọng khoảng 55% tổng giá trị nhập khẩu hàng may mặc. Đây là các sản phẩm đòi hỏi kỹ thuật cao do yêu cầu quy trình sản xuất phức tạp, tay nghề lao động cao và tiêu chuẩn kiểm soát chất lượng nghiêm ngặt.
- ❑ Trong khi đó, Việt Nam với lợi thế sở hữu nguồn nhân lực chất lượng cao, khả năng đáp ứng tốt các tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe, tốc độ giao hàng nhanh chóng và tình hình chính trị ổn định đang là một trong hai nhà xuất khẩu lớn nhất ở phân khúc hàng kỹ thuật cao với thị phần khoảng 20%.
- ❑ Chúng tôi cho rằng dư địa gia tăng thị phần ở phân khúc sản phẩm có độ phức tạp cao tại Mỹ của Việt Nam đang mở rộng khi đối thủ cạnh tranh duy nhất ở phân khúc này – Trung Quốc mất dần thị phần do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại và các quốc gia khác như Bangladesh, Ấn Độ, Indonesia chưa đạt được trình độ kỹ thuật tương đương.

Việc tập trung phát triển sản phẩm ở phân khúc có độ phức tạp cao không chỉ giúp doanh nghiệp Việt tận dụng khoảng trống thị phần tại Mỹ, mà còn là hướng đi chiến lược nhằm nâng cao giá trị gia tăng, củng cố thương hiệu và duy trì năng lực cạnh tranh trong bối cảnh chi phí đầu vào tăng cùng xu hướng tiêu dùng toàn cầu đang dần chuyển dịch sang nhóm sản phẩm chất lượng cao.

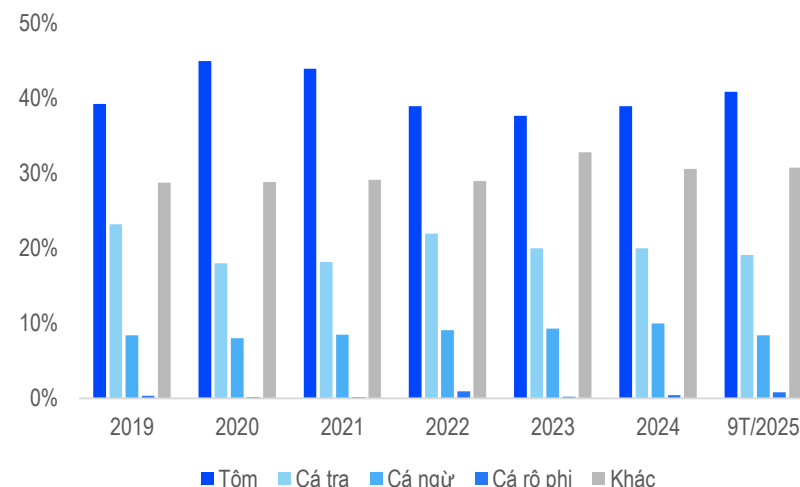
## Xuất khẩu thủy sản – Thách thức đan xen cơ hội trong năm 2026

### Kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

### Cơ cấu xuất khẩu thủy sản Việt Nam theo sản phẩm



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

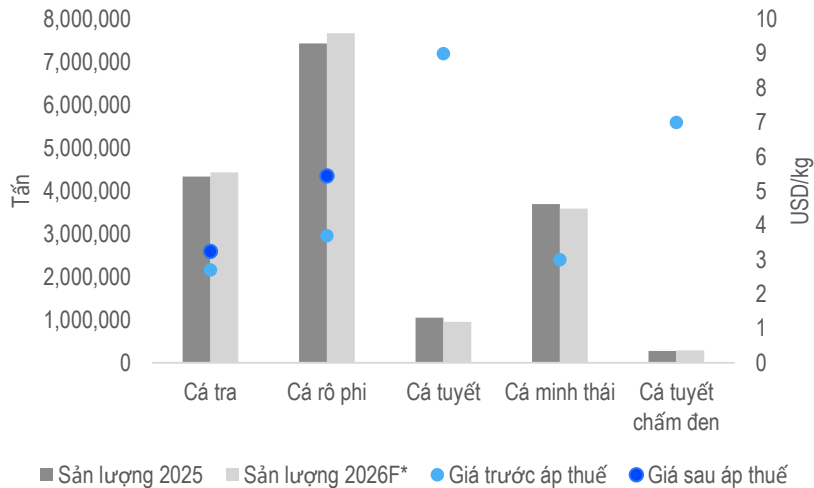
❑ Bức tranh xuất khẩu ngành thủy sản Việt Nam năm 2026 dự báo sẽ đối mặt với nhiều thách thức khi mức thuế đối ứng 20% của Mỹ bắt đầu có hiệu lực từ ngày 7/8/2025, tuy nhiên sẽ phân hóa giữa các nhóm ngành. Tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản dự kiến tăng trưởng nhẹ nhờ nỗ lực chuyển đổi sang các sản phẩm giá trị gia tăng và đa dạng hóa sang các thị trường CPTPP, Nam Mỹ và châu Á:

- Mảng tôm dự kiến sẽ chậm lại do ảnh hưởng từ nhiều loại thuế: thuế chống bán phá giá, thuế chống trợ cấp và thuế đối ứng từ thị trường Mỹ. Mức thuế cao, cùng với việc giá thành sản cao hơn các nước khác làm giảm đáng kể sức cạnh tranh của tôm Việt Nam.
- Mảng cá tra tiếp tục tăng trưởng ổn định nhờ lợi thế vững chắc về giá thành và nguồn cung ổn định trong bối cảnh nguồn cung cá trắng tiếp tục thiếu hụt trầm trọng vào 2026 và giá các loại cá khác tăng cao mức lịch sử.
- Mảng cá rô phi dù chỉ mới chiếm ~1% tổng cơ cấu xuất khẩu, tuy nhiên đây sẽ là trụ cột tăng trưởng mới cho ngành thủy sản Việt Nam nhờ tận dụng khoảng trống cá rô phi Trung Quốc bị áp thuế cao tại Mỹ.



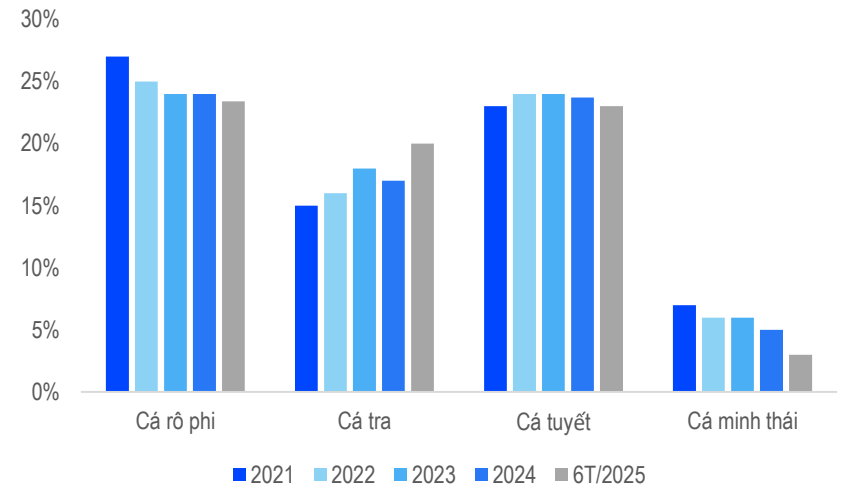
## Xuất khẩu cá tra - Phát huy tối đa lợi thế chi phí và nguồn cung ổn định tại thị trường Mỹ

Giá & sản lượng các loại cá trắng nhập khẩu chính tại Mỹ



Nguồn: VASEP, AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần nhập khẩu cá trắng của Mỹ qua các năm theo sản lượng



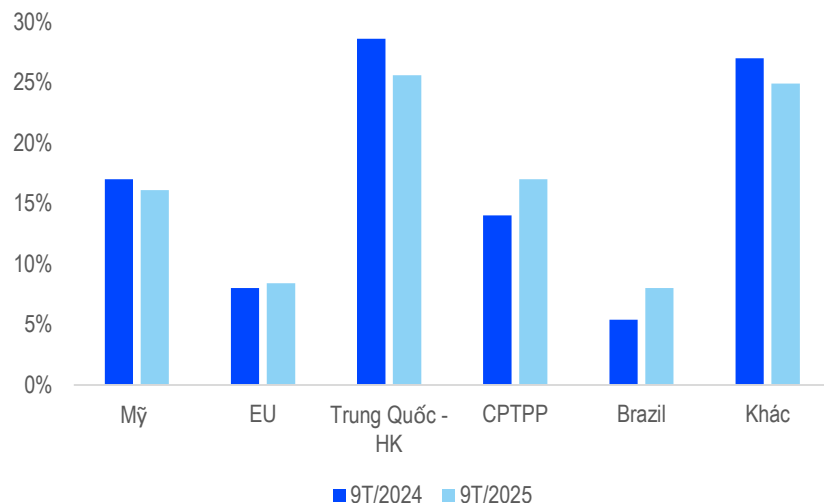
Nguồn: NOAA, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Với vai trò là nhà cung cấp cá tra gần như độc quyền trên toàn cầu, Việt Nam có triển vọng tích cực trong năm 2026, đặc biệt khi nguồn cung cá trắng toàn cầu được dự báo sẽ suy giảm 2.2% YoY (khoảng 145,000 tấn)
- ❑ Cá rô phi Trung Quốc bị áp thuế 47% (và có thể tăng ba chữ số nếu đàm phán thương mại thất bại vào tháng 11/2025). Cá rô phi Brazil cũng bị áp mức thuế lên đến 50%, khiến giá đội cao đáng kể.
  - Cá tuyết Na Uy đạt giá kỷ lục 9.2 USD/kg (+23% YoY) do cắt giảm 25% hạn ngạch năm 2025 và khả năng giảm thêm 21% năm 2026.
  - Cá tuyết chấm đen (Nga - Trung Quốc) bị cấm nhập khẩu vào Mỹ theo Đạo luật Bảo vệ động vật có vú biển (MMPA) từ 2026.
  - Cá minh thái có mức giá phải chăng nhất tuy nhiên hạn ngạch cũng bị cắt giảm đáng kể trong 2026.

**Việt Nam đã củng cố vị thế trung tâm trong chuỗi cung ứng cá trắng của Mỹ, nổi lên như nguồn cung ổn định và cạnh tranh nhất trong bối cảnh thiếu hụt toàn cầu và chi phí leo thang.**

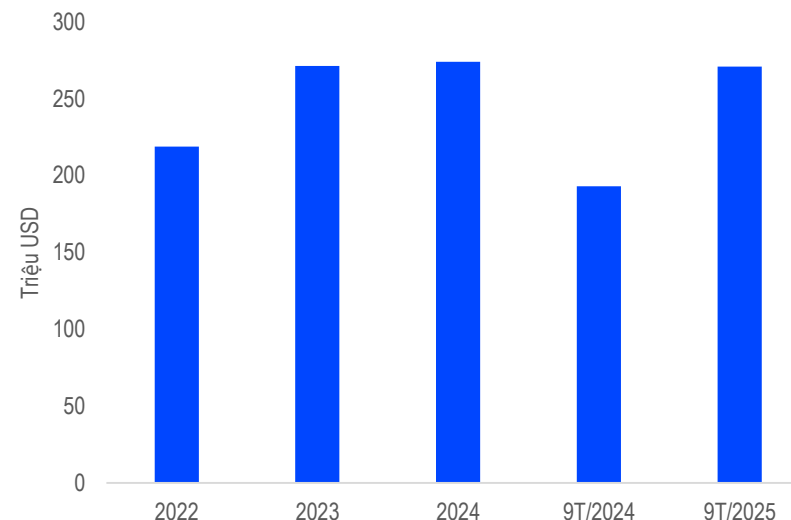
## Xuất khẩu cá tra - Chiến lược cơ cấu thị trường: Hướng đi chiến lược và bền vững

### Tỷ trọng thay đổi thị trường xuất khẩu cá tra của Việt Nam



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

### Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam sang CPTPP

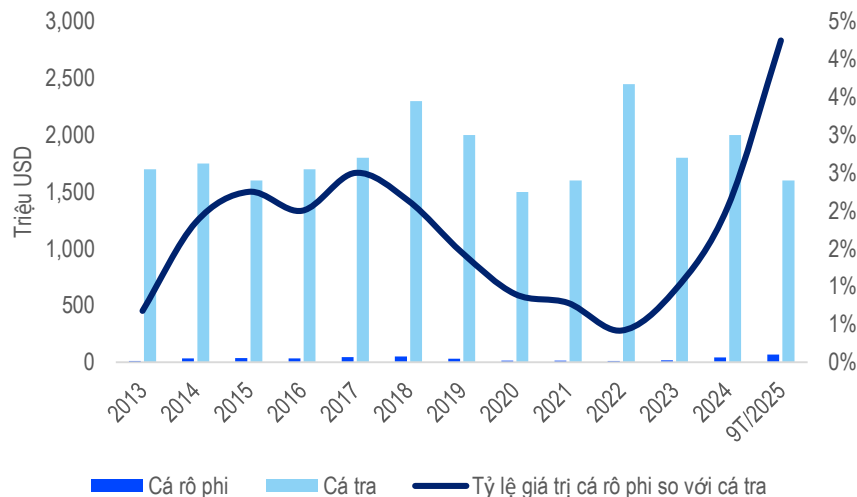


Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Trước sự biến động của thị trường Mỹ, các doanh nghiệp cá tra Việt Nam đã linh hoạt tái cấu trúc chiến lược: (1) Duy trì Mỹ là thị trường trụ cột có biên lợi nhuận cao; (2) Đẩy mạnh mở rộng sang EU, CPTPP và Nam Mỹ, những khu vực còn nhiều dư địa tăng trưởng.
- ❑ Chiến lược này đã chứng minh hiệu quả rõ rệt trong 2025 và được kỳ vọng tiếp tục củng cố đà mở rộng trong 2026. Chúng tôi đánh giá thị trường CPTPP sẽ là thị trường tăng trưởng mạnh nhất trong 2026, đặc biệt tại các thị trường Nhật Bản, Anh nhờ: (1) Tận dụng thuế suất 0% từ ưu đãi FTA và (2) Nhu cầu chuyển dịch sang nguồn cá trắng nuôi bền vững.

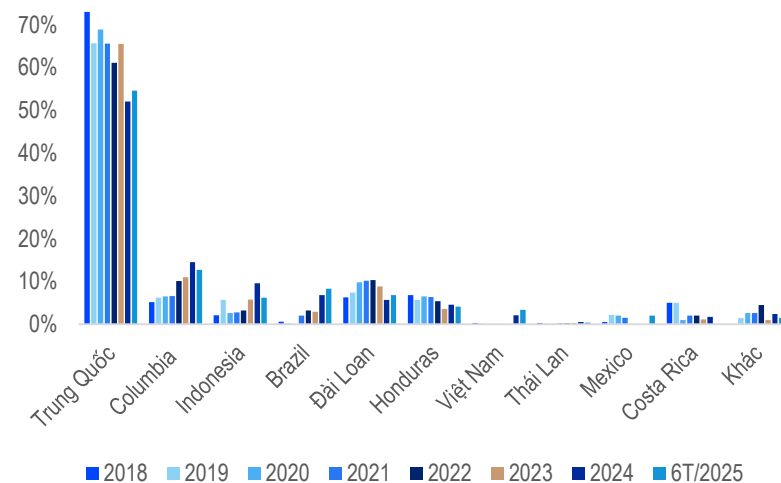
## Xuất khẩu cá rô phi – Năm 2025: Bước ngoặt cho ngành cá rô phi Việt Nam

Kim ngạch xuất khẩu cá tra và cá rô phi



Nguồn: VASEP, AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng nhập khẩu cá rô phi của các nước vào Mỹ



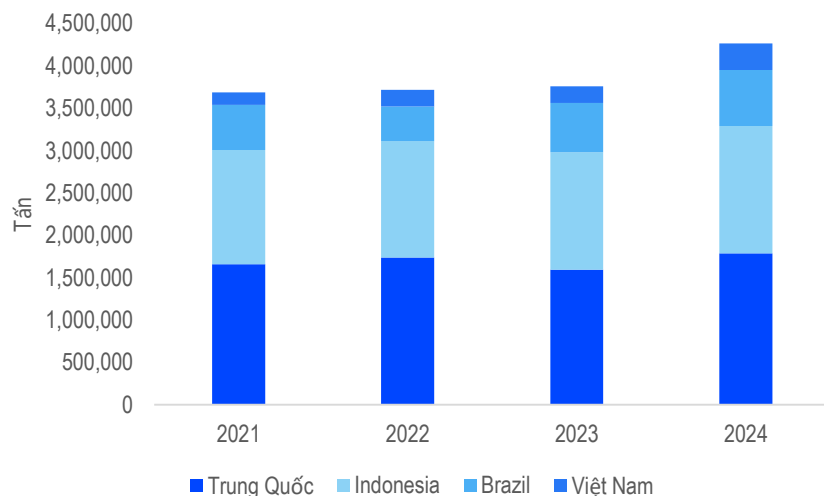
Nguồn: NOAA, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Sau nhiều năm “lép vế” so với cá tra, 2025 đánh dấu bước chuyển mình rõ nét của ngành cá rô phi. Trong bối cảnh nguồn cung cá rô phi từ Trung Quốc gặp khó khăn lớn (do chịu mức thuế đối ứng cao và nhiều biến động) và cá tra Việt Nam phải đối mặt với mức thuế 20%, các doanh nghiệp đã chủ động mở rộng danh mục sản phẩm – và cá rô phi trở lại vị thế chiến lược.
- ❑ Kể từ khi Mỹ áp thuế 25% (Section 301) lên cá rô phi Trung Quốc, tỷ trọng nhập khẩu từ Trung Quốc giảm 10% trong giai đoạn 2018–2025, trong khi Việt Nam tăng từ mức gần như 0% lên 3.4%, Columbia, Brazil và Indonesia cũng ghi nhận mức tăng đáng kể.

**Diễn biến này phản ánh nỗ lực đa dạng hóa nguồn cung của các nhà nhập khẩu Mỹ để (1) giảm phụ thuộc Trung Quốc và (2) tìm kiếm nguồn cung chi phí cạnh tranh hơn. Xu hướng này mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn cho Việt Nam, ngay cả khi Trung Quốc được nói thuế trong tương lai.**

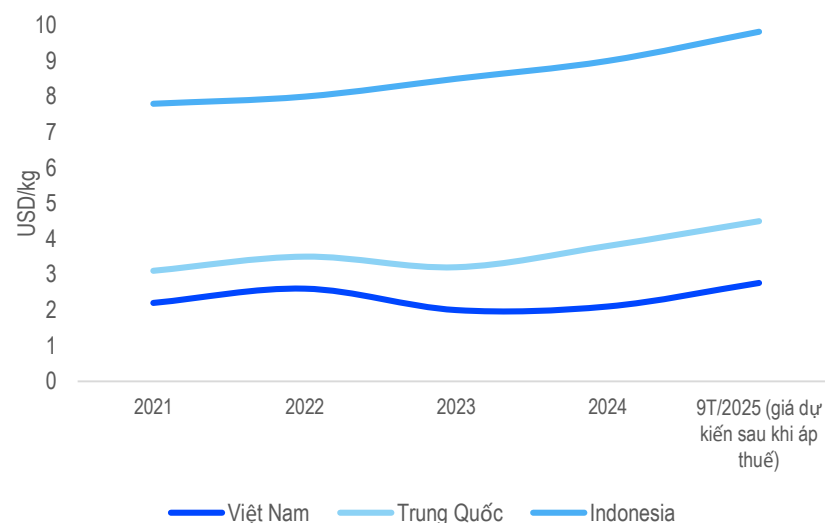
## Xuất khẩu cá rô phi – Việt Nam: Ứng viên sáng giá trong chuỗi cung ứng cá rô phi toàn cầu

Sản lượng sản xuất cá rô phi của các nước



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

So sánh giá cá rô phi Việt Nam với Trung Quốc và Indonesia

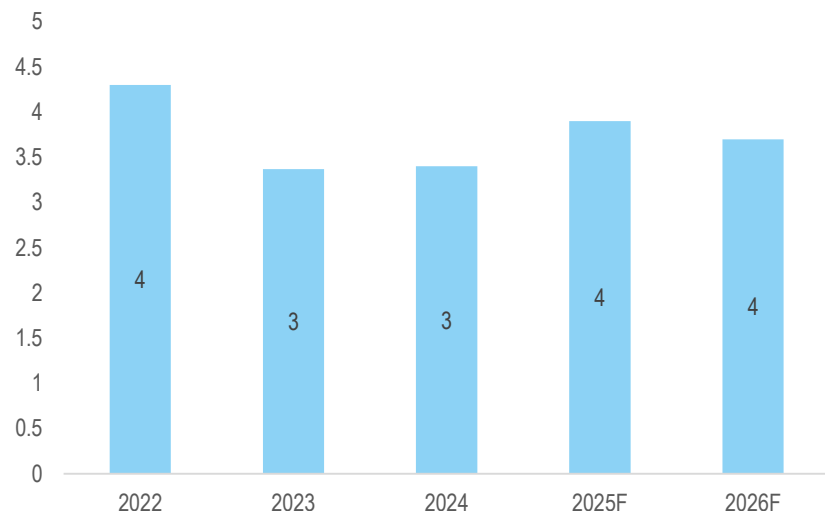


Nguồn: AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Việt Nam hiện là nhà sản xuất cá rô phi lớn thứ 3 châu Á, sau Trung Quốc và Brazil, với sản lượng 300,000 tấn/năm (2024) và dự kiến tăng mạnh nhờ chủ động được nguồn giống chất lượng cao. Sản lượng giống năm 2024 đạt 1.09 tỷ con (+81% từ 2020), đáp ứng hoàn toàn nhu cầu nuôi trồng trong nước – một bước tiến đáng kể về tự chủ đầu vào.
- ❑ Việt Nam sở hữu lợi thế cạnh tranh vượt trội với: (1) Chi phí sản xuất thấp; (2) Sản phẩm đông lạnh phù hợp khẩu vị Mỹ, đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế; (3) Chất lượng sản phẩm cao nhờ vị trí địa lý cung cấp nguồn nước sạch và dồi dào. Do đó, khi so sánh với các đối thủ chính: (1) Các nước Mỹ-Latinh: chủ yếu xuất cá tươi, ít cạnh tranh trực tiếp; và (2) Trung Quốc, Indonesia: đối thủ chính, nhưng Việt Nam vượt trội về chi phí và chất lượng sản phẩm.

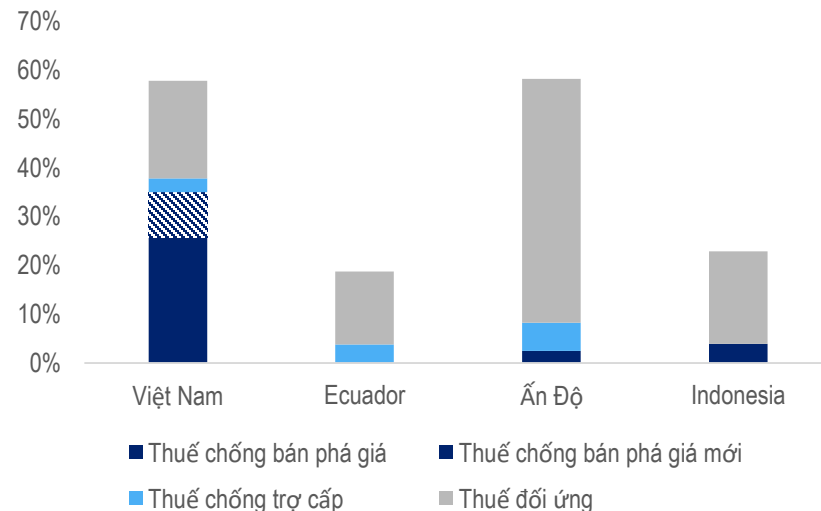
## Xuất khẩu tôm – Bức tranh ngành tôm có thể sẽ chứng lại trong 2026

Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Các loại thuế khi xuất khẩu tôm vào thị trường Mỹ



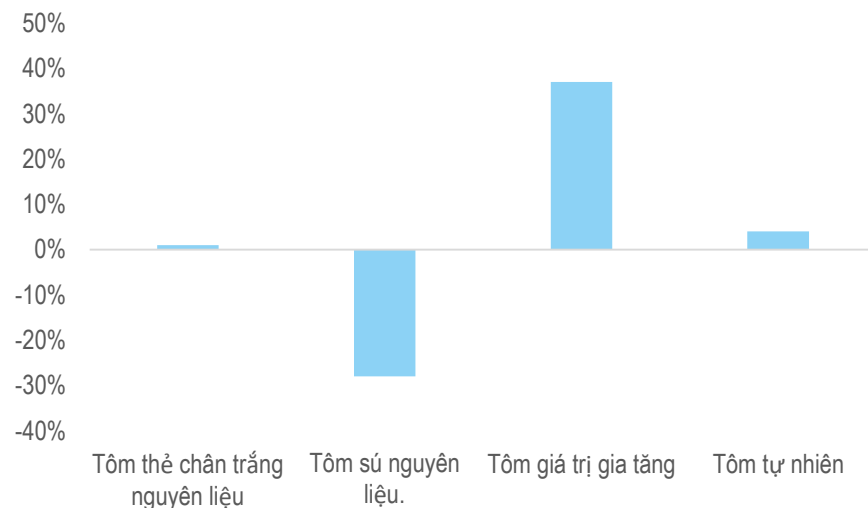
Nguồn: Trendeconomy, Shinhan Securities Vietnam

Xuất khẩu tôm năm 2025 được dự báo sẽ đạt ở mức 3.8-4 tỷ USD, động lực chủ yếu đến từ nhu cầu ổn định của Mỹ, Nhật Bản, EU và sự gia tăng đơn hàng các thị trường khu vực. Theo các doanh nghiệp, xuất khẩu thị trường Mỹ dự kiến sẽ kết thúc sau ngày 15/10/2025 để tránh rủi ro về thuế. Ngày 9/12 tới đây Bộ thương mại Mỹ sẽ công bố thuế chống bán phá giá AD cho tôm Việt Nam. Dù mức thuế sơ bộ ở mức cao, nhưng vẫn có những phân khúc sản phẩm không bị thuế chống bán phá giá như: tôm chiên, tôm bao bột,...

Năm 2026, nhìn chung bức tranh của ngành tôm sẽ chứng lại, phụ thuộc nhiều vào kết quả AD sắp tới. Nếu mức thuế AD cao hơn thì bên cạnh việc bị truy thu thuế AD cho các lô hàng xuất khẩu năm 2023 và khi xuất khẩu vào Mỹ sau ngày 9/12/2025, doanh nghiệp buộc phải đóng ký quỹ bằng mức thuế AD được công bố.

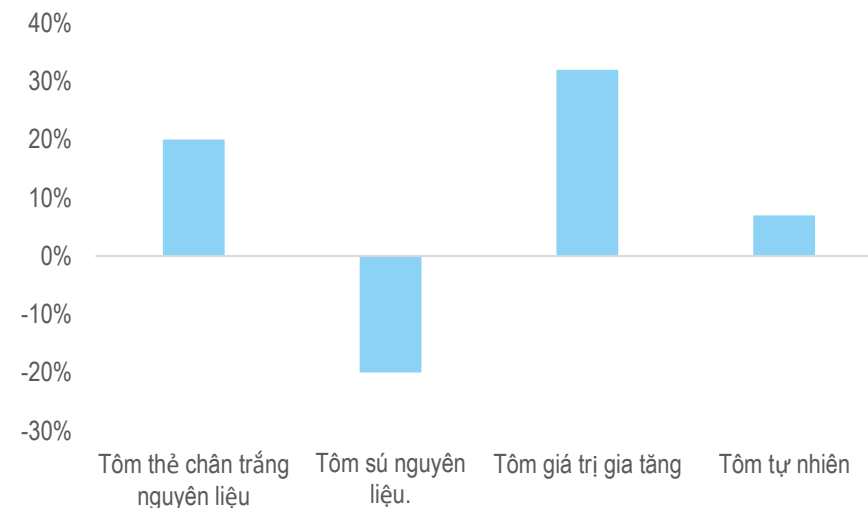
### Xuất khẩu tôm – Sự dịch chuyển mạnh mẽ sang các dòng sản phẩm giá trị gia tăng

**Tăng trưởng giá trị xuất khẩu tôm của Ấn Độ phân theo sản phẩm trong 1H/2025 YoY**



Nguồn: NOAA, Shinhan Securities Vietnam

**Tăng trưởng giá trị xuất khẩu tôm của Indonesia phân theo sản phẩm 7T/2025 YoY**



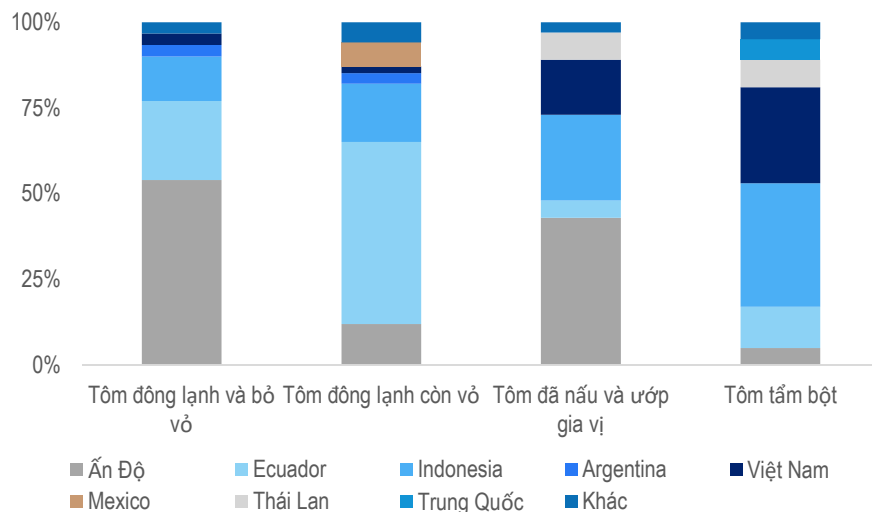
Nguồn: EUMOFA, Shinhan Securities Vietnam

☐ Theo VASEP, thị trường tôm toàn cầu đang chứng kiến sự chuyển dịch mạnh mẽ từ sản phẩm nguyên liệu thô sang các dòng sản phẩm giá trị gia tăng. Phân khúc này không chỉ có biên lợi nhuận cao hơn mà còn ít bị ảnh hưởng bởi quy định kiểm định khắt khe áp dụng với hàng tươi nguyên liệu.

- Ấn Độ: xuất khẩu tôm thẻ chân trắng gần như đi ngang so với năm trước, ngược lại, tôm sú tiếp tục lao dốc. Điểm sáng lớn nhất đến từ các sản phẩm giá trị gia tăng như tôm nấu chín, tôm tẩm ướp hay tẩm bột, tăng trưởng tới 37% YoY. Đây là minh chứng cho năng lực cạnh tranh mới của Ấn Độ trong lĩnh vực chế biến sâu, khi nước này tìm cách nâng biên lợi nhuận thay vì phụ thuộc hoàn toàn vào nguyên liệu thô.

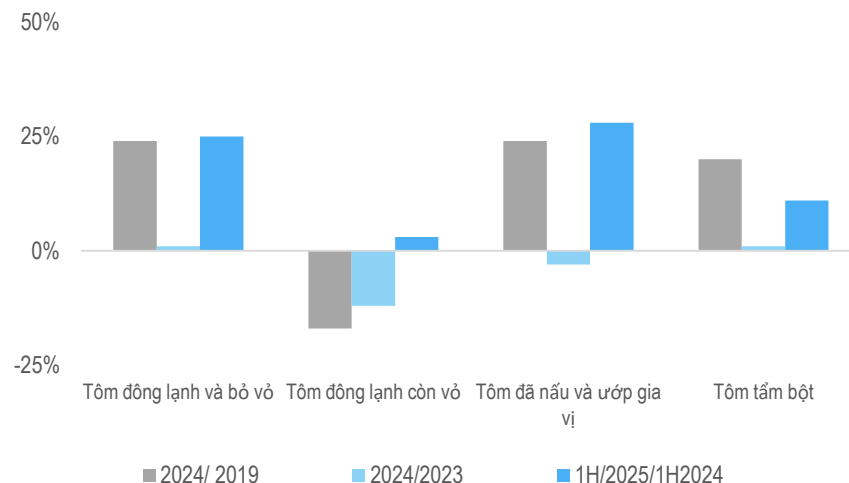
## Xuất khẩu tôm – Sản phẩm giá trị gia tăng tạo lợi thế cạnh tranh cho Việt Nam

Thị phần nhà cung cấp tôm của Mỹ theo danh mục sản phẩm chính năm 2024



Nguồn: NOAA, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng giá trị nhập khẩu tôm của Mỹ theo danh mục sản phẩm

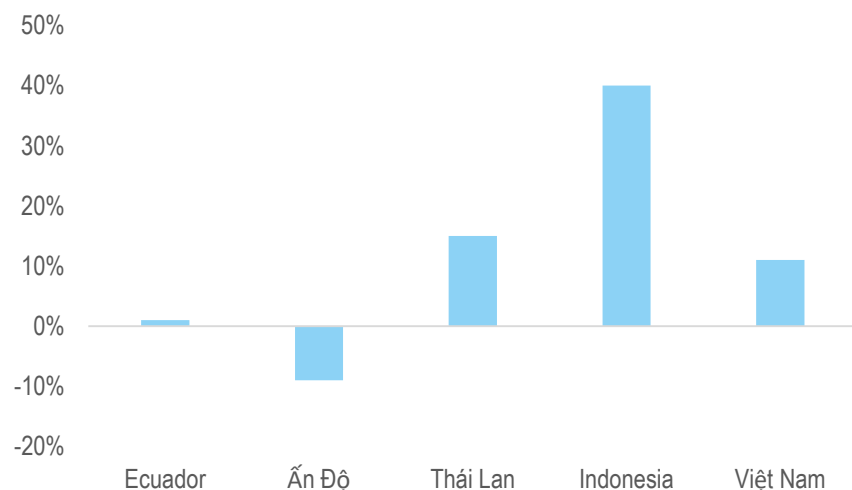


Nguồn: EUMOFA, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Ngành tôm Việt Nam đang đối mặt với nhiều khó khăn, đặc biệt là từ thuế chống bán phá giá, thuế chống trợ cấp và thuế đối ứng từ thị trường Mỹ. Mức thuế cao, cùng với việc giá thành sản phẩm cao hơn các nước khác, đang gây áp lực lớn lên các doanh nghiệp tôm trong ngắn hạn.
- ❑ Mặc dù tôm Việt Nam phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ tôm giá rẻ của Ecuador và Ấn Độ, nhưng vẫn giữ được vị thế nhờ vào chất lượng sản phẩm, khả năng chế biến đa dạng và thị trường ngách.
- ❑ Thị trường Mỹ hiện nay có nhu cầu rất lớn về dòng sản phẩm giá trị gia tăng, trong khi các nước cạnh tranh như Ấn Độ, Ecuador chưa có năng lực chế biến đủ sâu. Doanh nghiệp Việt Nam đang tập trung vào sản phẩm chế biến sâu, tôm hữu cơ, các dòng tôm đặc thù cho kênh bán lẻ, nhà hàng cao cấp

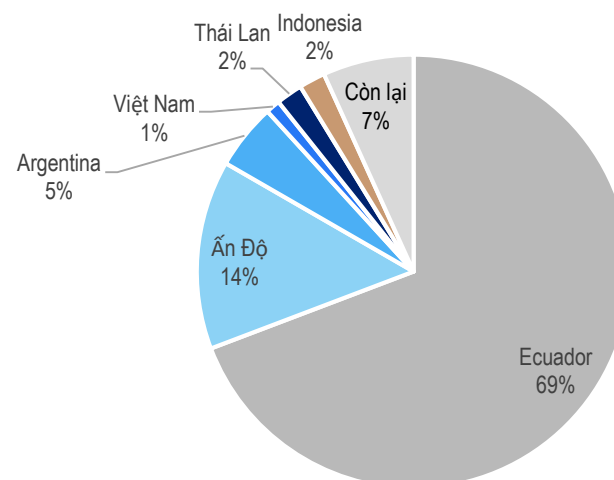
## Xuất khẩu tôm – Cơ cấu lại thị trường xuất khẩu

Tăng trưởng nhập khẩu tôm Trung Quốc trong 8T/2025 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần nhập khẩu tôm của TQ theo khối lượng năm 2024



Nguồn: EUMOFA, Shinhan Securities Vietnam

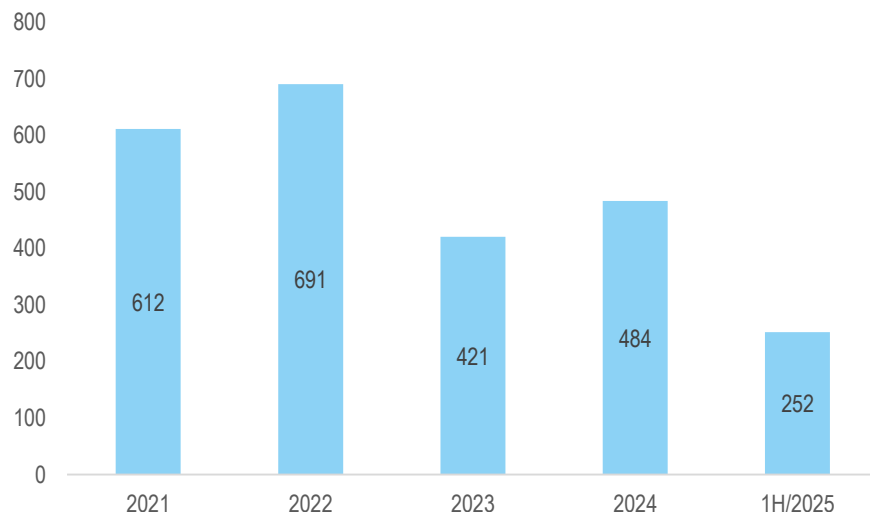
Ở thị trường Trung Quốc, Ecuador hiện nắm giữ ưu thế vượt trội nhờ nguồn cung dồi dào, giá thành cạnh tranh và sản phẩm phù hợp thị hiếu, đặc biệt ở dòng tôm nguyên đầu đông lạnh. Ấn Độ là nhà cung cấp lớn thứ hai nhưng đang mất dần thị phần, do gặp khó về kiểm soát chất lượng và chi phí, đồng thời bị phân tán nguồn cung khi phải đáp ứng nhiều thị trường cùng lúc.

Nếu như Ecuador và Ấn Độ chiếm ưu thế về giá và sản lượng, thì Việt Nam lại được ưa chuộng ở các sản phẩm chất lượng cao, tôm sú size lớn, tôm hùm sống và các sản phẩm chế biến có giá trị gia tăng. Lợi thế này giúp tôm Việt Nam tránh được cạnh tranh trực diện với Ecuador ở phân khúc phổ thông và mở ra cơ hội khai thác thị trường ngách nhiều tiềm năng tại Trung Quốc, nơi nhu cầu cao cấp hóa đang ngày càng rõ rệt.



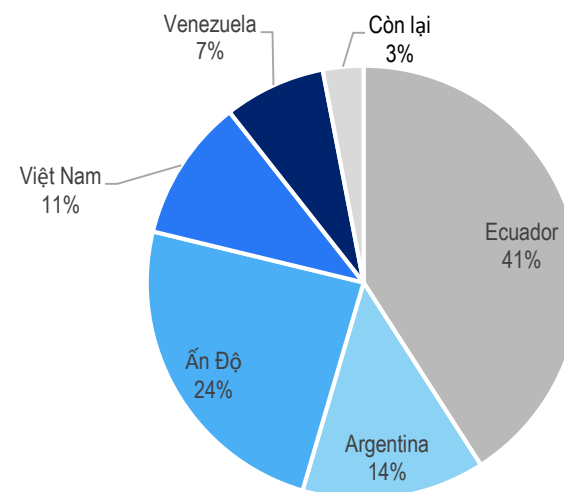
## Xuất khẩu tôm – Cơ cấu lại thị trường xuất khẩu

Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam sang EU từ 2021–1H/2025 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần nhập khẩu tôm của EU theo giá trị năm 2024



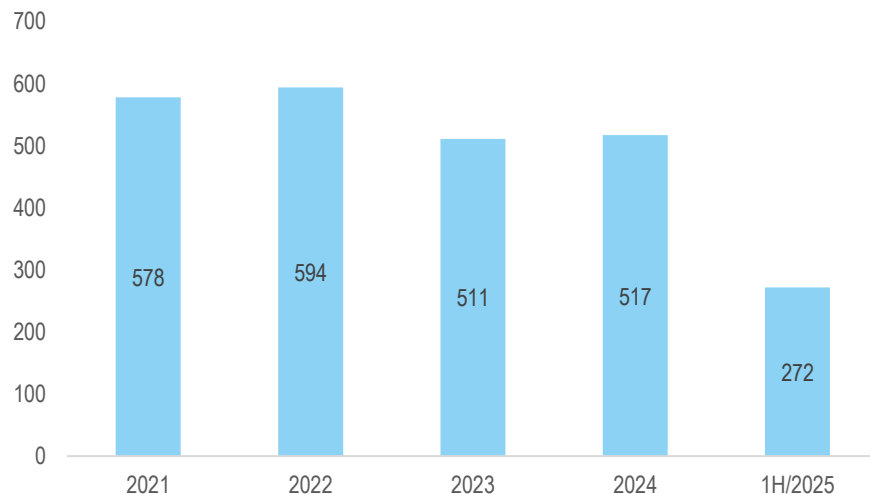
Nguồn: EUMOFA, Shinhan Securities Vietnam

Mặc dù EU là thị trường tiêu thụ thủy sản hàng đầu thế giới, nhưng thị phần của Việt Nam tại đây khá nhỏ do những tiêu chuẩn khắt khe về chất lượng và cạnh tranh gay gắt giữa các nguồn cung khác. Chúng tôi kỳ vọng rằng việc liên tục cải thiện chất lượng sản phẩm và khai thác hiệu quả Hiệp định EVFTA, EU sẽ là một thị trường đầy hứa hẹn cho tôm xuất khẩu của Việt Nam.

EVFTA tạo ra lợi thế cạnh tranh đáng kể cho thủy sản Việt Nam thông qua ưu đãi thuế quan, giúp giá cả cạnh tranh hơn so với các nguồn cung khác. Điển hình, năm 2024 chứng kiến nhiều dòng tôm Việt Nam được hưởng thuế suất 0% khi nhập khẩu vào EU. Trong khi đó, các đối thủ cạnh tranh chính như Thái Lan (chịu thuế cơ bản 12% do không có GSP (hệ thống ưu đãi chung) và FTA), Ấn Độ, Indonesia (cùng chịu thuế GSP 4.2% do không có FTA), và Ecuador (chịu thuế cơ bản 12%) đang gặp bất lợi về thuế.

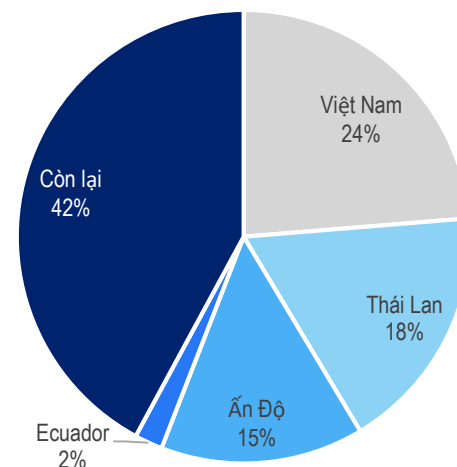
## Xuất khẩu tôm – Cơ cấu lại thị trường xuất khẩu

**Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam sang Nhật Bản từ 2021–1H/2025 (triệu USD)**



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

**Ước tính thị phần nhập khẩu tôm của Nhật Bản theo giá trị năm 2024**



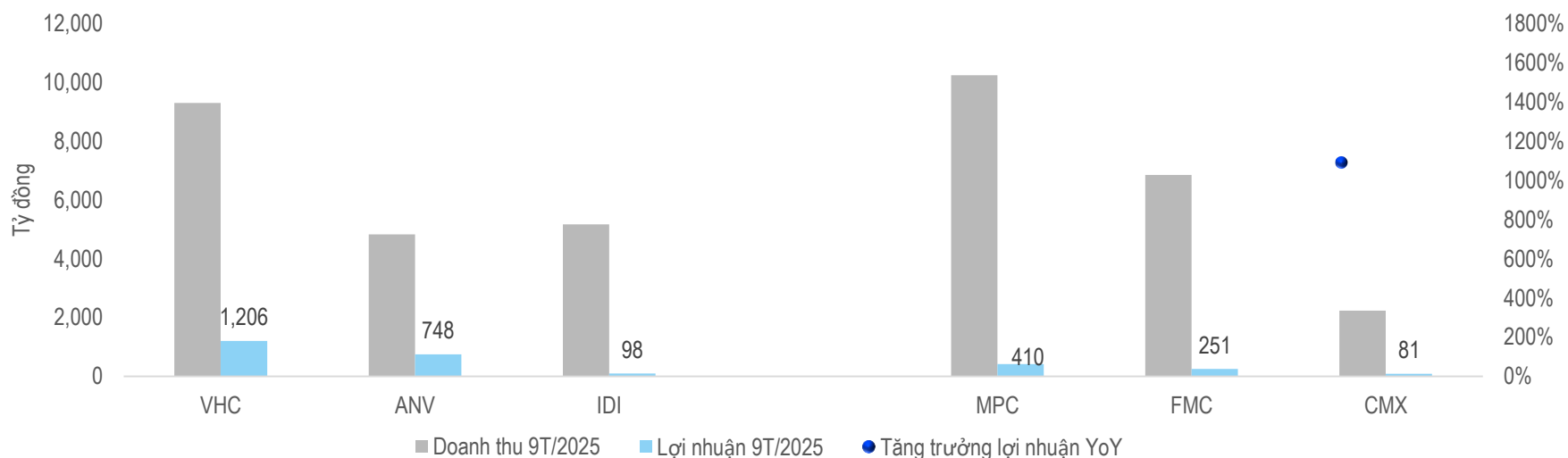
Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Nhật Bản được đánh giá là thị trường mục tiêu đầy tiềm năng và phù hợp cho ngành tôm Việt Nam, giúp giảm sự phụ thuộc vào các thị trường truyền thống như Mỹ. Các sản phẩm tôm chế biến sâu của Việt Nam, bao gồm tôm bao bột, tôm chiên, tôm sushi..., vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh đáng kể tại thị trường Nhật Bản.

- (1) Trong khi, tôm sơ chế giá thấp từ Ấn Độ và Ecuador đang được ưa chuộng tại các thị trường Mỹ và EU, thì Việt Nam lại có năng lực chế biến cầu kỳ, tỉ mỉ, phù hợp với nhu cầu tại thị trường Nhật Bản.
- (2) Đồng thời, chi phí logistics tới Nhật Bản cũng thấp hơn so với các tuyến vận chuyển xa như Mỹ, EU, qua đó không làm tăng cao giá bán, nhờ đó việc tiêu thụ thuận lợi hơn.
- (3) Ngoài ra, Nhật Bản không áp thuế chống trợ cấp (CVD) đối với tôm như Mỹ.

## KQKD DN thủy sản – Đồng loạt tăng trưởng

### Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp lớn trong ngành thủy sản

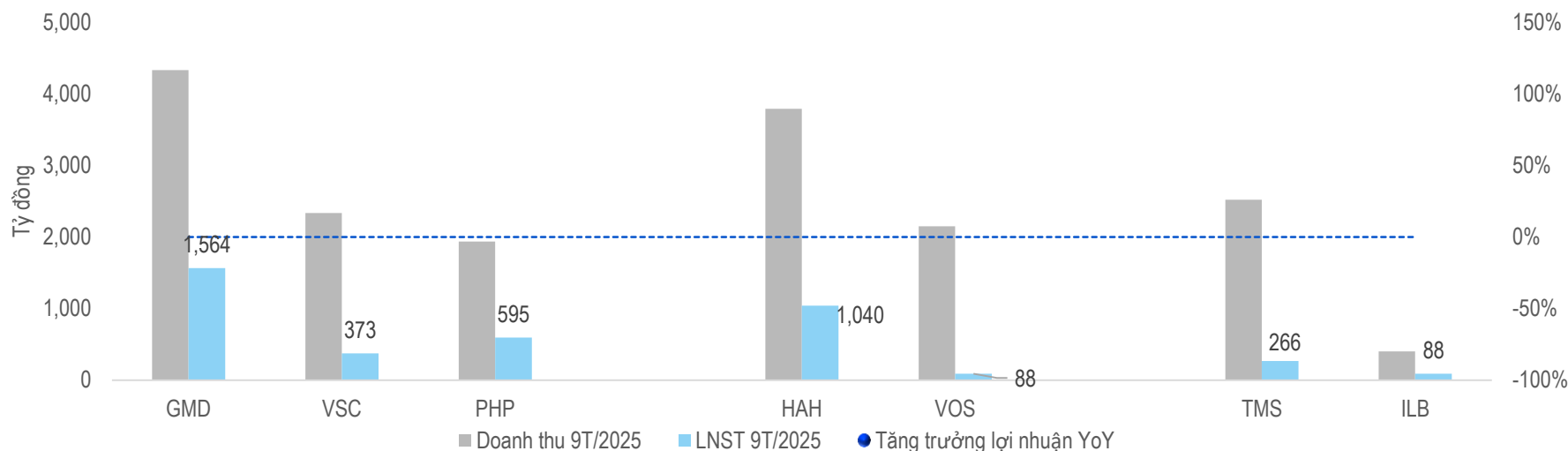


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Doanh nghiệp xuất khẩu cá tra: Trong 9T/2025, lợi nhuận của công ty xuất khẩu cá tra tăng mạnh so với cùng kỳ. Kết quả kinh doanh tích cực chủ yếu nhờ đẩy mạnh đơn hàng (frontloading) trước thời hạn áp thuế chính thức, giá vốn bán hàng cụ thể là giá bã đậu nành giảm sâu, trong khi tỷ giá ngoại tệ và giá bán tăng. ANV ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội nhất nhờ đóng góp từ mảng cá rô phi, mở rộng sang thị trường Brazil và chủ động tích trữ bã đậu nành giá rẻ. Lợi nhuận của VHC và IDI chủ yếu đến từ hoàn nhập các khoản đầu tư, chi phí lãi vay giảm, hưởng lợi từ tỷ giá và một phần đến từ chi phí đầu vào giảm.
- ❑ Doanh nghiệp xuất khẩu tôm: Trong 9T/2025, lợi nhuận của công ty xuất khẩu tôm diễn biến thuận lợi, FMC tăng trưởng nhờ khả năng thích ứng linh hoạt trước thuế đối ứng, trong khi MPC đẩy mạnh sản xuất các sản phẩm giá trị gia tăng.

## KQKD Ngành logistics 9T2025 – Đa số tăng trưởng tốt

### Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp lớn trong ngành logistics

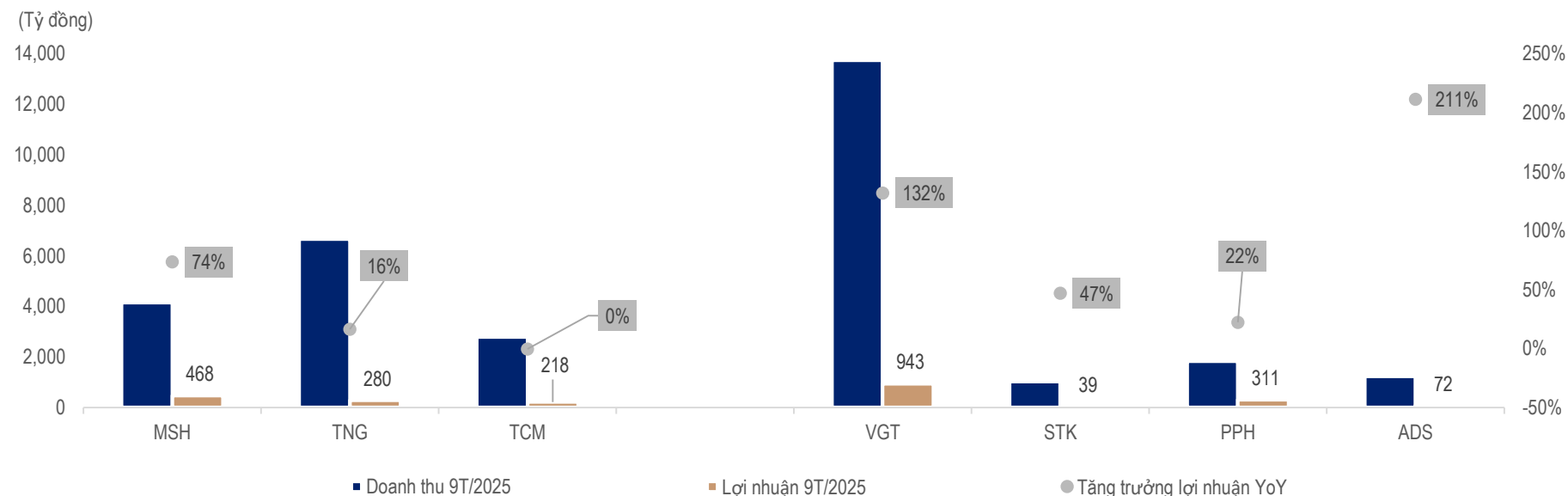


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Doanh nghiệp cảng biển: Trong 9T/2025, nhóm cảng biển ghi nhận kết quả kinh doanh khởi sắc. Nếu loại trừ khoản thoái vốn đột biến, mảng kinh doanh cốt lõi của GMD ước tính tăng trưởng 20% YoY. VSC tăng trưởng bất phá sau khi mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ của GMD và thoái vốn khỏi khoản đầu tư ngoài ngành.
- ❑ Doanh nghiệp vận tải: Nhờ hoạt động vận tải biển sôi nổi và giá cước vận tải neo ở mức cao, nhóm vận tải biển đã đạt kết quả kinh doanh tích cực. HAH còn có sự đóng góp từ các tàu mới từ cuối năm 2023 đến giữa năm 2024, mang lại nguồn thu lớn cho công ty. Ngoài ra, trong quý 3, HAH bắt tay với VSC lập liên doanh đóng tàu nghìn tỷ.
- ❑ Doanh nghiệp kho vận: Lợi nhuận TMS tăng trưởng tốt nhờ lãi công ty liên doanh liên kết cải thiện

## KQKD Ngành dệt may 9T2025 - Lợi nhuận tăng trưởng chiếm ưu thế

### Kết quả kinh doanh 9T2025 của một số doanh nghiệp lớn trong ngành Dệt may



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ **Doanh nghiệp may:** Trong 9T/2025, doanh nghiệp may đa phần ghi nhận KQKD tích cực nhờ tận dụng hiệu quả xu hướng chuyển dịch đơn hàng ra khỏi Trung Quốc và quản lý chi phí sản xuất hiệu quả. MSH mở rộng biên lợi nhuận mảng gia công nhờ đàm phán được các đơn hàng có giá trị gia tăng cao và thu nhập từ khoản đầu tư trái phiếu cải thiện. TNG gia tăng đơn hàng từ khách hàng lớn Decathlon và nhu cầu thị trường EU ổn định. Ngược lại, TCM chịu tác động bởi đơn hàng giảm và nhà máy chưa chạy hết công suất làm cho chi phí giá thành sản phẩm tăng.
- ❑ **Doanh nghiệp sợi:** Trong 9T/2025, doanh nghiệp sợi ghi nhận đà tăng trưởng nhờ khai thác tốt hơn thị trường nội địa, xuất khẩu tại chỗ cho doanh nghiệp FDI. VGT đẩy mạnh kinh doanh các mặt hàng có biên lợi nhuận tốt, đơn hàng từ thị trường nội địa gia tăng và siết chặt chi phí sản xuất. STK và PPH cải thiện về giá bán nhưng vẫn chịu áp lực từ lỗ tỷ giá. ADS tăng đột biến nhờ doanh thu từ mảng cho thuê bất động sản khu công nghiệp.

Xuất nhập khẩu| Cơ hội đầu tư cổ phiếu Xuất nhập khẩu

| Bảng tổng hợp công ty XNK niêm yết có vốn hóa vừa và lớn |     |              |                  |               |                  |            |                  |               |               |                             |                               |                     |                          |              |         |
|----------------------------------------------------------|-----|--------------|------------------|---------------|------------------|------------|------------------|---------------|---------------|-----------------------------|-------------------------------|---------------------|--------------------------|--------------|---------|
| Thông tin chung                                          |     |              |                  | Giá cổ phiếu  |                  |            | Chỉ số tài chính |               |               | Kết quả kinh doanh dự phóng |                               |                     |                          | Định giá 26F |         |
| No.                                                      | Mã  | Ngành        | Vốn hóa (tỷ VND) | Thị giá (VND) | Giá MT (*) (VND) | Upside (%) | NPM 2026F (%)    | ROA 2026F (%) | ROE 2026F (%) | Doanh thu 2026F             | T.Trg doanh thu 2026F (% YoY) | LNST.2026F (tỷ VND) | T.Trg LNST 2026F (% YoY) | P/E (x)      | P/B (x) |
| 1                                                        | GMD | Dịch vụ cảng | 27,296           | 64,000        | 79,100           | 23.6       | 37.1             | 10.7          | 13.9          | 5,987                       | 18.5                          | 2,218               | 16.9                     | 12.5         | 1.5     |
| 2                                                        | HAH | Dịch vụ cảng | 10,284           | 60,900        | 71,400           | 17.2       | 24.7             | 12.0          | 19.2          | 5,146                       | 6.2                           | 1,273               | 0.3                      | 10.6         | 2.1     |
| 3                                                        | VSC | Dịch vụ cảng | 8,236            | 22,000        | 25,500           | 15.9       | 15.2             | 5.3           | 8.1           | 3,608                       | 12.1                          | 700                 | -0.1                     | 15.9         | 2.4     |
| 4                                                        | VHC | Thủy sản     | 12,929           | 57,600        | 67,400           | 17.0       | 11.9             | 9.8           | 12.4          | 12,707                      | 2.1                           | 1,504               | 5.5                      | 11,9         | 1.5     |
| 5                                                        | ANV | Thủy sản     | 7,788            | 29,250        | 35,700           | 22.1       | 15.0             | 15.8          | 21.8          | 6,906                       | 8.8                           | 1,039               | 11                       | 8.3          | 1.8     |
| 6                                                        | FMC | Thủy sản     | 2,367            | 36,200        | 40,100           | 10.8       | 5.0              | 6.6           | 13.3          | 7,458                       | -6.6                          | 361                 | 13.6                     | 11.8         | 1.3     |
| 7                                                        | MSH | Dệt may      | 4,512            | 40,100        | 42,600           | 11.4       | 12.7             | 12.4          | 22.1          | 5,406                       | -3.0                          | 686                 | 3.2                      | 6.3          | 1.4     |
| 8                                                        | TCM | Dệt may      | 3,159            | 28,200        | 31,800           | 12.8       | 7.9              | 6.5           | 11.0          | 4,364                       | 9.0                           | 346                 | 13.0                     | 10.4         | 1.3     |
| 9                                                        | TNG | Dệt may      | 2,485            | 19,300        | 24,000           | 24.4       | 4.5              | 6.9           | 18.5          | 8,505                       | 6.3                           | 386                 | 11.5                     | 7.7          | 1.2     |
| 10                                                       | STK | Dệt may      | 2,368            | 16,900        | 18,196           | 7.7        | 13.1             | 6.0           | 14.0          | 1,345                       | 5.0                           | 76                  | 49.6                     | 7.9          | 1.5     |
| Tổng                                                     |     |              |                  |               |                  |            |                  |               |               | 61,432                      | 4.5                           | 8,589               | 8.8                      |              |         |

(\*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới  
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu tại ngày 28/11/2025

# CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)



|                                   |                    |       |       |
|-----------------------------------|--------------------|-------|-------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | VND 42,600         |       |       |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | VND 40,100         |       |       |
| Suất sinh lời (%)                 | 11%                |       |       |
| VNINDEX                           | 1,691              |       |       |
| HNXINDEX                          | 260                |       |       |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 4,512              |       |       |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 113                |       |       |
| SLCP tự do giao dịch (triệu)      | 55                 |       |       |
| 52 tuần cao/thấp (VND)            | 41,867/25,167      |       |       |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 0.43               |       |       |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 13                 |       |       |
| Beta (12T)                        | 0.8                |       |       |
|                                   | Bùi Đức Thịnh      | 23.9  |       |
| Cổ đông lớn (%)                   | CP Chứng khoán FPT | 10.7  |       |
| Biến động giá                     | 3T                 | 6T    | 12T   |
| Tuyệt đối (%)                     | 7.8                | 5.7   | 14.8  |
| Tg đối với VN-Index (%)           | 7.2                | -20.3 | -21.3 |



## Tăng trưởng chậm lại

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) là một trong những doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc xuất khẩu và chăn ga gối đệm hàng đầu Việt Nam. Với kim ngạch xuất khẩu gần 300 triệu USD/năm, MSH hiện đang nằm trong top 10 doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất Việt Nam. Mỹ là thị trường xuất khẩu chủ lực của MSH, chiếm khoảng 80% doanh thu xuất khẩu với khách hàng chính là các hãng thời trang lớn như Columbia Sportswear, Haddad Brands, G-III,.. Bên cạnh đó, MSH còn sở hữu tiềm lực lớn về năng lực sản xuất với 102 triệu sản phẩm/năm (chưa bao gồm nhà máy Xuân Trường II).

## Luận điểm đầu tư:

- Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu tại thị trường Mỹ của MSH sẽ tăng trưởng chậm lại. Nguyên nhân là do tác động của thuế quan sẽ chuyển dịch sang năm 2026 và thị trường cần thêm thời gian để kiểm chứng sức mua thực tế cũng như mức độ chấp nhận mặt bằng giá mới.
- Đồng thời, do đặc thù là nhóm tiêu dùng lâu bền, sản phẩm dệt may thường có tốc độ tiêu thụ hàng tồn kho chậm hơn các mặt hàng khác như thủy sản, khiến chu kỳ đặt hàng mới kéo dài.
- Trong bối cảnh tồn kho ở mức cao và chi phí logistic còn biến động, các nhà nhập khẩu Mỹ có xu hướng thận trọng hơn trong kế hoạch nhập hàng.

## Triển vọng năm 2026:

Tổng kết 9T2025, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 4,149 tỷ VND (+8% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 468 tỷ VND (+74% YoY), hoàn thành lần lượt 75% và 95% kế hoạch cả năm. Đặc biệt Q3/2025 ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế theo quý cao nhất trong lịch sử hoạt động của công ty nhờ đàm phán được các đơn hàng CMT có giá trị gia tăng cao và thu nhập tài chính tăng. Q4/2025 được dự báo sẽ tiếp tục ổn định nhờ mùa cao điểm nhập khẩu để chuẩn bị cho dịp lễ hội cuối năm.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 của MSH đạt 5,406 tỷ đồng (-3% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sau thuế sẽ diễn biến ngược chiều với doanh thu, dự kiến đạt 686 tỷ đồng, tăng nhẹ 3% YoY nhờ: (1) Năng lực kiểm soát chi phí sản xuất hiệu quả; (2) Giá nguyên vật liệu đầu vào không biến động nhiều và (3) Thu nhập tài chính từ khoản đầu tư trái phiếu tiếp tục gia tăng.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may của Mỹ sụt giảm; (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào; (3) Rủi ro giá bán giảm, (4) Rủi ro tỷ giá tăng và (5) Rủi ro khách hàng phá sản.

| Năm                            | 2022         | 2023         | 2024         | 2025F        | 2026F        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu (tỷ VND)</b>      | <b>5,521</b> | <b>4,542</b> | <b>5,280</b> | <b>5,574</b> | <b>5,406</b> |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)            | 359          | 187          | 441          | 612          | 651          |
| <b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b> | <b>338</b>   | <b>245</b>   | <b>440</b>   | <b>664</b>   | <b>686</b>   |
| EPS (VND)                      | 4,998        | 3,260        | 5,465        | 5,904        | 6,095        |
| BPS (VND)                      | 21,452       | 21,948       | 23,908       | 24,214       | 27,487       |
| OPM (%)                        | 6.5          | 4.1          | 8.4          | 11.0         | 12.0         |
| NPM (%)                        | 6.1          | 5.4          | 8.3          | 11.9         | 12.7         |
| <b>ROE (%)</b>                 | <b>19.6</b>  | <b>13.6</b>  | <b>21.4</b>  | <b>22.8</b>  | <b>22.1</b>  |
| PER (x)                        | 5.7          | 11.1         | 9.5          | 6.6          | 6.3          |
| PBR (x)                        | 1.4          | 1.5          | 1.9          | 3.9          | 1.4          |
| EV/EBITDA (x)                  | 4.7          | 6.7          | 6.5          | 4.6          | 4.5          |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư năm 2026| 161

# CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HOSE: TCM)



## Giá mục tiêu (12 tháng)

VND 31,800

Giá hiện tại (28/11/25)

VND 28,200

## Suất sinh lời (%)

13%

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| VNINDEX                           | 1,691         |
| HNINDEX                           | 260           |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 3,159         |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 112           |
| SLCP tự do giao dịch (triệu)      | 48            |
| 52 tuần cao/thấp (VND)            | 45,045/24,545 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 1.72          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 43            |
| Beta (12T)                        | 0.8           |

|                 |                                         |      |
|-----------------|-----------------------------------------|------|
| Cổ đông lớn (%) | E-Land Asia Holdings Pte.,Ltd Singapore | 47.0 |
|                 | Nguyễn Văn Nghĩa                        | 10.0 |

| Biến động giá           | 3T   | 6T    | 12T   |
|-------------------------|------|-------|-------|
| Tuyệt đối (%)           | -6.2 | -10.3 | -34.1 |
| Tg đối với VN-Index (%) | -6.8 | -36.4 | -70.2 |



## Khai thác thị trường CPTPP và nội địa

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HOSE: TCM) là một trong những doanh nghiệp dệt may hàng đầu Việt Nam với chuỗi sản xuất khép kín từ sợi-dệt/đan-nhuộm-may-phân phối. Mức độ liên kết các khâu trong chuỗi giá trị ở mức cao giúp TCM tự chủ được nguồn cung sợi và vải, tốc độ cung ứng sản phẩm ở mức cao và hưởng lợi trực tiếp từ các ưu đãi của hai Hiệp định thương mại tự do CPTPP và EVFTA. Thị trường Châu Á (Hàn Quốc, Nhật Bản) là thị trường chủ lực chiếm tỷ trọng lên tới hơn 40% doanh thu xuất khẩu của TCM. Với công suất thiết kế lên đến 35 triệu sản phẩm/năm, TCM nằm trong top những doanh nghiệp có năng lực sản xuất hàng dệt may lớn nhất Việt Nam.

### Luận điểm đầu tư

Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng TCM sẽ tập trung vào chiến lược đa dạng hóa thị trường, mở rộng xuất khẩu sang Canada và khai thác tiềm năng thị trường nội địa.

- Về thị trường Canada, đây là thị trường ngách với sức tiêu thụ sản phẩm lớn, nhu cầu tiêu thụ hàng may mặc tiếp tục gia tăng khi thu nhập của người dân cải thiện và được hưởng ưu đãi miễn thuế trong khi các đối thủ cạnh tranh khác phải chịu mức thuế cao hơn (Trung Quốc - 18%, Bangladesh - 16%).
- Về thị trường nội địa, chúng tôi cho rằng với vị thế là một trong số ít các doanh nghiệp Việt sản xuất được vải đạt tiêu chuẩn, mẫu mã của TCM sẽ được hưởng lợi khi xu hướng nâng cao tỷ lệ nội địa hóa tại Việt Nam ngày càng tăng. Đồng thời, nhà máy SY Vina chưa hoạt động hết công suất sẽ mở ra dư địa tăng công suất trong thời gian tới, giúp TCM đáp ứng được lượng đơn hàng lớn khi nhu cầu vải cải thiện.

Dự án bất động sản TC Tower dự kiến đem lại 2,800 tỷ đồng doanh thu và 1,100 tỷ đồng lợi nhuận cho TCM trong trường hợp điều kiện thị trường thuận lợi và triển khai đúng tiến độ.

**Triển vọng năm 2026:** Trong 9T2025, TCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,786 tỷ đồng (-3% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 218 tỷ đồng (-0.4% YoY), hoàn thành lần lượt 62% và 78% mục tiêu cả năm. Doanh thu giảm do hàng tồn kho tại các thị trường chủ lực ở mức cao và tâm lý thận trọng, ưu tiên các đơn hàng nhỏ lẻ của khách hàng. Lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi đơn hàng giảm và nhà máy chưa chạy hết công suất làm cho chi phí giá thành sản phẩm tăng.

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của TCM 2026 lần lượt đạt 4,364 tỷ đồng (+9% YoY) và 346 tỷ đồng (+13% YoY) nhờ (1) Mở rộng thị trường xuất khẩu sang các nước thuộc CPTPP, RCEP; (2) Nhu cầu vải trong nước cải thiện, (3) Chuỗi sản xuất khép kín đem lại lợi thế cạnh tranh vượt trội.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro nhu cầu sụt giảm; (2) Rủi ro HĐKD của khách hàng lớn Eland kém khả quan; (3) Rủi ro tỷ giá tăng

| Năm                            | 2022         | 2023         | 2024         | 2025F        | 2026F        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu (tỷ VND)</b>      | <b>4,337</b> | <b>3,325</b> | <b>3,810</b> | <b>3,993</b> | <b>4,364</b> |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)            | 346          | 185          | 339          | 352          | 406          |
| <b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b> | <b>281</b>   | <b>134</b>   | <b>278</b>   | <b>306</b>   | <b>346</b>   |
| EPS (VND)                      | 2,898        | 1,211        | 2,708        | 2,713        | 3,068        |
| BPS (VND)                      | 24,002       | 21,576       | 22,177       | 23,988       | 25,346       |
| OPM (%)                        | 8.0          | 5.6          | 8.9          | 9            | 9            |
| NPM (%)                        | 6.5          | 4.0          | 7.3          | 8            | 8            |
| <b>ROE (%)</b>                 | <b>12.9</b>  | <b>5.6</b>   | <b>12.2</b>  | <b>11.3</b>  | <b>11.0</b>  |
| PER (x)                        | 14.7         | 25.9         | 16.9         | 11.7         | 10.4         |
| PBR (x)                        | 2.2          | 1.9          | 2.2          | 1.3          | 1.3          |
| EV/EBITDA (x)                  | 9.6          | 11.3         | 10.3         | 6.3          | 5.8          |





**Giá mục tiêu (12 tháng)** **67,400 VND**

**Giá hiện tại (28/11/25)** **57,600 VND**

**Suất sinh lời (%)** **17%**

VNINDEX 1,691

HNXINDEX 260

Vốn hóa (tỷ VND) 12,929

SLCP lưu hành (triệu CP) 224

Tự do giao dịch (triệu CP) 124

52-tuần cao/thấp (VND) 75,300/43,750

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 1.67

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 86

Cổ đông lớn (%) 42.3

Mitsubishi Corporation 6.42

| <b>Biến động giá</b> | <b>3T</b> | <b>6T</b> | <b>12M</b> |
|----------------------|-----------|-----------|------------|
| Tuyệt đối (%)        | 0.2       | 1.2       | -19.4      |
| So với VNIndex (%)   | -0.4      | -24.8     | -55.6      |



## Giữ vững phong độ

CTCP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC) là doanh nghiệp dẫn đầu ngành xuất khẩu cá tra Việt Nam, chiếm khoảng 14% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra cả nước. VHC sở hữu chuỗi giá trị khép kín, quy mô sản xuất lớn và đạt chuẩn nhiều tiêu chuẩn quốc tế.

### Quan điểm đầu tư

- Lợi thế chi phí và nguồn cung ổn định phát huy tối đa tác dụng trong năm 2026, trong bối cảnh nguồn cung cá trắng toàn cầu suy giảm trầm trọng và giá cá tăng cao đáng kể do thuế đối ứng.
- Chiến lược đa dạng hóa thị trường đã cho thấy hiệu quả trong 9T/2025 và kỳ vọng củng cố đà mở rộng trong 2026. Trong đó, EU và CPTPP dự kiến tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ tận dụng ưu đãi FTA, nhu cầu thực phẩm giá rẻ và lợi thế dẫn đầu của VHC về chất lượng.
- Cơ cấu doanh thu đa dạng giúp VHC tăng trưởng bền vững và giảm rủi ro phụ thuộc cá tra, với mảng phụ phẩm và Sa Giang dự kiến tăng trưởng hai chữ số trong 2026.

### Dự phóng 2026

- Trong 9T/2025, VHC ghi nhận doanh thu 9.3 nghìn tỷ đồng (-0.2% YoY) và lợi nhuận sau thuế tăng 39% YoY, hoàn thành 87% kế hoạch lợi nhuận theo kịch bản cao (1,300 tỷ đồng). Doanh thu giảm nhẹ so với cùng kỳ chủ yếu do mảng cá tra (1) sụt giảm mạnh tại thị trường Trung Quốc do cạnh tranh với cá nội địa và (2) so với mức nền cao 2024. LNST tăng mạnh nhờ hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính, trong khi lợi nhuận cốt lõi tăng 22% nhờ chi phí đầu vào giảm.
  - Chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận của VHC sẽ được mở rộng vào cuối năm 2025 nhờ: (1) Giá cá xuất khẩu tăng (ước tính 10-15%) do bước vào mùa tiêu thụ cao điểm và giá cá giống tăng mạnh vì ảnh hưởng của mưa bão; trong khi (2) chi phí đầu vào được giữ ổn định nhờ khả năng tự chủ nguồn cung.
  - Năm 2026, chúng tôi dự báo mảng cá tra duy trì đà tăng trưởng ổn định tại các thị trường trọng điểm:
    - Thị trường Mỹ: Cá tra tiếp tục phát huy tối đa lợi thế giá cạnh tranh và nguồn cung ổn định so với các loại cá trắng khác khi (1) Cá rô phi bị áp mức thuế cao (47% với Trung Quốc và 50% với Brazil) tạo cơ hội cho cá tra thay thế; (2) Cá tuyết Na Uy hiện đang có giá cao kỷ lục 9.2 USD/kg (+23% YoY) và dự kiến sẽ tiếp tục tăng vào năm 2026 do hạn ngạch tiếp tục cắt giảm.
    - Thị trường EU và CPTPP: hai thị trường trụ cột được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhất nhờ tận dụng ưu đãi FTAs, nhu cầu thực phẩm giá rẻ và lợi thế dẫn đầu của VHC.
  - Mảng phụ phẩm và Sa Giang kỳ vọng tăng trưởng hai chữ số (+15-20% YoY), đóng góp khoảng 20% doanh thu, giúp giảm phụ thuộc vào biến động của mảng cá tra phi lê.
- Rủi ro:** (1) Rào cản thương mại; (2) Cạnh tranh từ Ấn Độ, Bangladesh; (3) Biến đổi khí hậu & dịch bệnh; (4) Chi phí logistics tăng

| <b>Năm</b>               | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025F</b> | <b>2026F</b> |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 13,231      | 10,033      | 12,535      | 12,445       | 12,707       |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)      | 2,254       | 969         | 1,253       | 1,403        | 1,521        |
| LNST (tỷ VND)            | 2,013       | 974         | 1,311       | 1,425        | 1,523        |
| EPS (đồng)               | 10,771      | 4,914       | 5,496       | 5,977        | 6,387        |
| OPM (%)                  | 17.0        | 9.7         | 10          | 11.3         | 12           |
| NPM (%)                  | 15.2        | 9.7         | 10.5        | 11.5         | 12.          |
| ROE (%)                  | 29.6        | 11.3        | 14.6        | 13.6         | 12.6         |
| P/E (x)                  | 6.5         | 15.3        | 13.6        | 12.5         | 11.7         |
| P/B (x)                  | 1.7         | 1.7         | 1.9         | 1.7          | 1.4          |



**Giá mục tiêu (12 tháng)** **35,700 VND**

**Giá hiện tại (28/11/25)** **29,250 VND**

**Suất sinh lời (%)** **22%**

VNINDEX 1,691

HNXINDEX 260

Vốn hóa (tỷ VND) 7,788

SLCP lưu hành (triệu CP) 266

Tự do giao dịch (triệu CP) 90

52-tuần cao/thấp (VND) 34,500/12,400

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 4.00

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 91

Doãn Tới 53.95

Cổ đông lớn (%)

Doãn Chí Thanh 13

**Biến động giá** **3T** **6T** **12M**

Tuyệt đối (%) 4.5 85.7 63.4

So với VNIndex (%) 3.9 59.7 27.3



## Tiên phong đón đầu xu thế mới

CTCP Nam Việt (HOSE: ANV) là doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản hàng đầu Việt Nam, với sản phẩm chủ lực là cá tra. Sau khi mở rộng sang mảng cá rô phi từ năm 2014, năm 2025 đánh dấu giai đoạn bứt phá của mảng này, mở ra tiềm năng tăng trưởng mới trong tương lai.

### Quan điểm đầu tư

- Chuỗi giá trị khép kín: ANV là doanh nghiệp duy nhất trong ngành tự chủ toàn bộ chuỗi giá trị, từ sản xuất giống, vùng nuôi công nghệ cao, đến sản xuất thức ăn và chế biến xuất khẩu. Do đó, ANV kiểm soát tối đa chi phí đầu vào, giúp đạt mức biên lợi nhuận cao nhất ngành.

- Thị trường cá rô phi đạt thời điểm chín muồi để bứt phá, trong khi ANV là doanh nghiệp tiên phong của Việt Nam với hơn 10 năm đầu tư công nghệ và hoàn thiện chuỗi giá trị. Do đó, cá rô phi ANV có chất lượng vượt trội và công suất tối đa có thể cung ứng đến 45% nhu cầu nhập khẩu của Mỹ.

- Mảng cá tra duy trì tăng trưởng nhờ tận dụng lợi thế giá rẻ, nguồn cung ổn định và chiến lược đa dạng hóa thị trường đã được tiên phong triển khai từ 2019. Ngoài Mỹ, các thị trường Brazil, Thái Lan, Nga và nội địa của ANV tăng trưởng tích cực, với dư địa mở rộng còn rất lớn.

### Dự phóng 2026

9T/2025, ANV ghi nhận doanh thu 4,832 tỷ đồng (+36% YoY) và lợi nhuận sau thuế 748 tỷ đồng (+167% YoY) - mức tăng trưởng kỷ lục nhờ: (i) Đẩy nhanh xuất khẩu cá tra trước thời hạn áp thuế đối ứng; (ii) Tận dụng cơ hội thay thế nguồn cung cá rô phi Trung Quốc do bị áp thuế cao; (iii) Doanh thu tại Brazil tăng mạnh nhờ các thỏa thuận thương mại song phương; và (iv) Giá bã đậu nành giảm sâu đã giúp cắt giảm chi phí thức ăn chăn nuôi, góp phần mở rộng biên lợi nhuận gộp đáng kể.

Bước sang năm 2026, ANV được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng cao nhờ ba động lực chính:

(1) Lợi thế cạnh tranh vượt trội nhờ tiên phong trong mảng cá rô phi: ANV là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất đã hoàn thiện chuỗi giá trị cá rô phi và có thể cung ứng đến 45% tổng lượng nhập khẩu cá rô phi trung bình của Mỹ - vốn đang tìm nguồn thay thế Trung Quốc. Dự kiến mảng cá rô phi sẽ đóng góp 25-30% doanh thu 2026 và là động lực tăng trưởng mới của doanh nghiệp.

(2) Nguồn cung cá trắng toàn cầu thiếu hụt trầm trọng khi hạn ngạch cá tuyết Barents có khả năng tiếp tục bị cắt giảm 21% trong 2026 (sau mức giảm 25% trong 2025), thủy sản Nga - Trung Quốc bị cấm vận khiến nhu cầu nhập khẩu cá tra và cá rô phi tăng mạnh.

(3) Chi phí đầu vào tiếp tục giảm: nhờ nguồn cung bã đậu nành dồi dào từ Mỹ và Nam Mỹ và khả năng tự chủ 100% nguồn thức ăn, chi phí thức ăn dự kiến giảm 5-10% trong 2026, giúp biên lợi nhuận duy trì đà mở rộng.

**Rủi ro:** (1) Rào cản thương mại; (2) Biến động giá nguyên liệu; (3) Quy định chất lượng; (4) Chi phí logistics tăng

| Năm                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 4,897 | 4,439 | 4,911 | 6,350 | 6,906 |
| LN từ HKKD (tỷ VND)      | 863   | 183   | 194   | 1,130 | 1,205 |
| LNST (tỷ VND)            | 674   | 39    | 48    | 936   | 1,039 |
| EPS (đồng)               | 5,300 | 293   | 179   | 3,511 | 3,897 |
| OPM (%)                  | 17.6  | 4.1   | 4.0   | 17.8  | 17.4  |
| NPM (%)                  | 13.8  | 0.9   | 1.0   | 14.7  | 15.0  |
| ROE (%)                  | 23.4  | 1.4   | 1.7   | 25.1  | 21.8  |
| P/E (x)                  | 6.1   | 110.4 | 180.7 | 9.2   | 8.3   |
| P/B (x)                  | 1.4   | 1.5   | 3.1   | 2.3   | 1.8   |



|                                   |                                 |
|-----------------------------------|---------------------------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | 40,100 VND                      |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | 38,200 VND                      |
| Suất sinh lời (%)                 | 11%                             |
| VNINDEX                           | 1,691                           |
| HNXINDEX                          | 260                             |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 2,367                           |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 65                              |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 15                              |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 50,200/32,400                   |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 0.09                            |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 2                               |
| CTCP Tập đoàn PAN                 | 37.75                           |
| Cổ đông lớn (%)                   | CTCP Chăn nuôi CP Việt Nam 24.9 |

|                    |      |       |       |
|--------------------|------|-------|-------|
| Biến động giá      | 3T   | 6T    | 12M   |
| Tuyệt đối (%)      | -2.6 | -4.7  | -22.6 |
| So với VNIndex (%) | -3.2 | -30.8 | -58.8 |



Vượt vòng vây các loại thuế

CTCP Thực phẩm Sao ta (HoSE: FMC) là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm hàng đầu Việt Nam khi vẫn luôn giữ vững vị trí trong top 5 nhà xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam. FMC hiện tự chủ được 30% tôm nguyên liệu cùng với vùng nuôi rộng 505ha.

Quan điểm đầu tư

- Chế biến sâu giúp FMC duy trì hiệu quả kinh doanh, nâng cao giá trị sản phẩm tôm xuất khẩu trên thế giới, qua đó, duy trì được thị phần tại Nhật Bản (thị trường đòi hỏi kỹ thuật chế biến tỉ mỉ) và Mỹ (trước sức ép tôm sơ chế của Ecuador, Ấn Độ, Indonesia).
- “Sản xuất xanh” và áp dụng công nghệ trong nuôi tôm. Vùng nuôi 200 ha của FMC có chứng nhận ASC (Hội đồng Quản lý Nuôi trồng thủy sản) sẽ thuận lợi thâm nhập thị trường Tây Âu. Bên cạnh đó, áp dụng công nghệ để nâng tỷ lệ nuôi thành công và giảm giá thành chi phí sản xuất, qua đó nâng cao sức cạnh tranh so với tôm của Ecuador, Ấn Độ.
- Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu: nhờ lợi thế vùng nuôi đạt chuẩn, FMC sẽ tiếp tục đẩy mạnh các thị trường mới như Canada, và thị trường Úc

Dự phóng 2026

- Trong 9T/2025, doanh thu đạt 6,856 tỷ đồng (+23% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 251 tỷ đồng (+6.8% YoY). Lợi nhuận trước thuế tăng khiêm tốn so với đà tăng doanh thu do chi phí bán hàng tăng gần gấp 2 lần, lên tới hơn 511 tỷ đồng. Trong đó, khoản chi lớn nhất là thuế đối ứng gần 193 tỷ đồng - khoản phát sinh mới trong năm nay. Sản lượng tôm thành phẩm đạt 19,554 tấn (+18% YoY), giá bán ước tính tăng (+10% YoY), động lực chủ yếu đến từ nhu cầu ổn định của Mỹ, Nhật Bản và sự gia tăng đơn hàng các thị trường khu vực
- Chúng tôi lưu ý mức thuế CBPG sơ bộ của đợt rà soát lần thứ 19 là 35.29%. Nếu mức thuế này được giữ nguyên, FMC sẽ không được hoàn nhập khoản thuế 42 tỷ đồng và ước tính sẽ phải nộp thêm 300 tỷ đồng. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của công ty.
- Năm 2026, tình hình ngành tôm dự kiến sẽ chững lại, phụ thuộc nhiều vào kết quả của đợt rà soát thuế chống bán phá giá (AD) sắp tới. Nếu mức thuế AD được công bố là cao, các doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với việc bị truy thu thuế AD cho các lô hàng xuất khẩu trong năm 2023 và, khi xuất khẩu sang Mỹ sau ngày 9/12/2025, họ buộc phải đóng một khoản ký quỹ bằng đúng mức thuế AD đó.
- Rủi ro: (1) Rủi ro cạnh tranh, (2) Rủi ro dịch bệnh, điều kiện thời tiết không thuận lợi cho nuôi trồng, (3) Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào, (4) Rủi ro chi phí vận chuyển tăng cao

| Năm                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 5,702 | 5,087 | 6,913 | 7,982 | 7,458 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)      | 307   | 292   | 363   | 233   | 229   |
| LNST (tỷ VND)            | 321   | 302   | 423   | 317   | 361   |
| EPS (đồng)               | 4,605 | 4,221 | 4,675 | 3,511 | 3,989 |
| OPM (%)                  | 5.4   | 5.7   | 5.3   | 2.9   | 3.1   |
| NPM (%)                  | 5.6   | 5.9   | 6.1   | 4.0   | 4.8   |
| ROE (%)                  | 15.7  | 13.9  | 17.1  | 11.1  | 10.8  |
| P/E (x)                  | 7.0   | 7.6   | 8.8   | 12.6  | 11.1  |
| P/B (x)                  | 1.0   | 0.9   | 1.2   | 1.2   | 1.0   |



**Giá mục tiêu (12 tháng)** **79,100 VND**

**Giá hiện tại (28/11/25)** **64,000 VND**

**Suất sinh lời (%)** **24%**

VNINDEX 1,691

HNXINDEX 260

Vốn hóa (tỷ VND) 27,296

SLCP lưu hành (triệu CP) 426

Tự do giao dịch (triệu CP) 391

52-tuần cao/thấp (VND) 74,500/42,200

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 2.93

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 171

VII FUND II,LP 13.81

Cổ đông lớn (%) SSJ Consulting VN 7.17

**Biến động giá** **3T** **6T** **12M**

Tuyệt đối (%) -7.1 5.1 -1.1

So với VNIndex(%) -7.7 -20.9 -37.2



## Nền tảng vững chắc

CTCP Gemadept là một trong những công ty logistic hàng đầu Việt Nam, có mạng lưới Cảng và Logistics, hệ thống hiện đại bậc nhất. Các hoạt động kinh doanh chính: Khai thác cảng; Logistic. Gemadept sở hữu tổng cộng 7 cảng biển với công suất hàng năm lên đến 5 triệu TEUs và 5 triệu tấn hàng rời.

### Quan điểm đầu tư

- Lợi nhuận cốt lõi tiếp tục tăng trưởng nhờ giá dịch vụ cảng kì vọng duy trì đà tăng từ 5-8%/năm và sản lượng tăng. Ngoài ra, Gemalink đang liên tục kí kết hợp tác với các hãng tàu, bổ sung thêm nhiều tuyến tàu mới và đa dạng hóa thị trường như châu Âu, châu Phi, Canada,...
- Dự án giai đoạn 3 của cảng Nam Đình Vũ chính thức khai thác từ quý 4/2025 và Gemalink 2A dự kiến sẽ bổ sung công suất từ 2027, qua đó giúp nâng công suất tăng lần lượt 10% và 24% so với hiện tại. Giai đoạn 3 còn có khu vực dành cho hàng siêu trường, siêu trọng, tạo ra lợi thế đặc biệt cho GMD ở khu Hải Phòng. Ngoài ra, cảng Nam Đình Vũ nằm trong quy hoạch khu thương mại tự do Hải Phòng, mở ra nhiều tiềm năng trong thời gian tới
- Đẩy nhanh các dự án biển trọng điểm để chuẩn bị cho giai đoạn tăng trưởng sắp tới. Ban lãnh đạo cho biết kế hoạch 5 năm tới, GMD sẽ duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận kép tối thiểu như giai đoạn 2021-2025 với dự án cảng nước sâu là chìa khóa trong thời gian tới. Công ty lên kế hoạch đầu tư vào các dự án trọng điểm quốc gia như cảng nước sâu Cái Mép Hạ, Nam Đồ Sơn, Liên Chiểu,... và sẽ tính toán mức độ hiệu quả theo từng dự án.

### Dự phóng 2026

- Trong 9T/2025, lợi nhuận trước thuế cốt lõi tăng trưởng 30% YoY, sản lượng ước tính tăng 32% YoY trong bối cảnh xuất nhập khẩu sôi động. Kết quả kinh doanh quý 4 được kỳ vọng sẽ đạt ở mức tốt nhờ vào mùa cao điểm tiêu thụ hàng hóa dịp lễ giáng sinh và tết.
- Năm 2026, kết quả kinh doanh của GMD được kỳ vọng sẽ tăng trưởng nhờ vào 1) các tuyến dịch vụ quốc tế mới tại Gemalink và đẩy mạnh các tuyến nội Á, (2) khai thác được ít nhất 50% công suất của giai đoạn 3 cảng Nam Đình Vũ và (3) việc thoái vốn khỏi mảng cao su sẽ hoàn tất

Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới và (2) Sức mua suy giảm.

| Năm                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 3,916 | 3,846 | 4,832 | 5,054 | 5,987 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)      | 1,104 | 1,116 | 1,345 | 1,357 | 1,559 |
| LNST (tỷ VND)            | 1,157 | 1,061 | 1,594 | 1,896 | 2,218 |
| EPS (đồng)               | 3,054 | 2,366 | 3,483 | 4,715 | 5,450 |
| OPM (%)                  | 28.2  | 29.0  | 27.8  | 26.8  | 26.0  |
| NPM (%)                  | 25.4  | 27.6  | 33.0  | 37.5  | 37.1  |
| ROE (%)                  | 15.0  | 10.1  | 10.7  | 13.3  | 13.9  |
| P/E (x)                  | 20.6  | 26.6  | 22.7  | 14.4  | 12.5  |
| P/B (x)                  | 2.6   | 2.2   | 2.6   | 1.7   | 1.5   |



|                                   |                                    |
|-----------------------------------|------------------------------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | 71,400 VND                         |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | 60,900 VND                         |
| Suất sinh lời (%)                 | 17%                                |
| VNINDEX                           | 1,691                              |
| HNXINDEX                          | 260                                |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 10,284                             |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 169                                |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 127                                |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 69,231/34,654                      |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 3.31                               |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 140                                |
| Cổ đông lớn (%)                   | CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà 15.7 |
|                                   | CTCP Container Việt Nam 12.6       |
| Biến động giá                     | 3T6T12M                            |
| Tuyệt đối (%)                     | 6.3-1.766.1                        |
| So với VNIndex (%)                | 5.7-27.730.0                       |



Đầu tư cho tương lai

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An là một trong những doanh nghiệp vận tải biển hàng đầu Việt Nam. Hải An là một trong số ít công ty có chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong ngành vận tải biển. Hải An cung cấp dịch vụ đầy đủ mảng vận tải biển bao gồm các dịch vụ vận tải hàng hóa (cho các tuyến Bắc Nam và các tuyến hàng hải quốc tế), đại lý hàng hải (hợp tác với các hãng tàu quốc tế trong việc cung cấp dịch vụ vận tải), dịch vụ cảng biển (cung cấp dịch vụ cảng như đón tàu, bốc dỡ hàng hóa), dịch vụ kho bãi và dịch vụ logistic. Chuỗi giá trị hoàn chỉnh giúp Hải An hoạt động hiệu quả, góp phần tối ưu hóa chi phí.

Quan điểm đầu tư

- Mở rộng đội tàu giúp gia tăng công suất. Trong tháng 10/2025, HAH đã nhận thêm 1 tàu mới với công suất 1,100 TEU, nâng đội tàu lên 18 chiếc với tổng sức chứa 29,300 TEU (+4% công suất so với hiện tại).
- VSC hợp tác HAH thành lập liên doanh Hải An Green Shipping Line, trong đó HAH góp vốn 40%, đầu tư đóng mới các tàu vận tải cỡ lớn, trước mắt là 02 tàu container có tải trọng 7,000 TEU, tương đương khoảng 4,700 tỷ đồng. Thời gian bàn giao tàu theo kế hoạch là ngày 30/06/2028 và 30/09/2028. Đây được xem là bước đi chiến lược nhằm mở rộng đội tàu, hướng tới tàu trọng tải lớn, phục vụ tuyến tàu đi dài như châu Âu, châu Mỹ,...
- Thị trường thuê tàu định hạn dự báo vẫn duy trì ở mức tốt bất chấp giá cước giao ngay giảm trong 2026. Theo dự báo từ Drewry, công ty tư vấn hàng hải hàng đầu, cho rằng điều này sẽ tiếp diễn trong năm tới, nhưng sau đó sẽ có một sự điều chỉnh. Drewry dự báo giá thuê tàu định hạn sẽ cải thiện gia tăng so với cùng kỳ trong khi giá cước giao ngay sẽ giảm khoảng 16%.

Dự phóng 2026

- Trong 9T2025, với sự sôi động của nhu cầu thương mại, HAH đã đạt doanh thu 3,791 tỷ đồng (+36.3% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 1,040 tỷ đồng (+130% YoY).
- Chúng tôi giữ quan điểm tích cực cho tình hình kinh doanh của HAH trong quý 4/2025 và năm 2026 nhờ vào (1) các hợp đồng thuê tàu đã ký kết với mức giá tốt trong năm 2024 cùng với việc bổ sung 2 tàu mới trong 2025, (2) giá cước thuê định hạn được dự báo duy trì ở mức tốt và (3) sự hợp tác với VSC giúp HAH tiếp cận và khai thác hiệu quả cơ sở hạ tầng cảng lớn của VSC, qua đó giúp tăng sản lượng khai thác.

Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới, (2) Sức mua suy giảm và (3) Chi phí nhiên liệu tăng.

| Năm                      | 2022   | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 3,206  | 2,613 | 3,844 | 4,847 | 5,146 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)      | 1,308  | 447   | 807   | 1,583 | 1,588 |
| LNST (tỷ VND)            | 1,041  | 358   | 637   | 1,269 | 1,273 |
| EPS (đồng)               | 11,699 | 3,648 | 4,727 | 6,683 | 6,702 |
| OPM (%)                  | 40.8   | 17.1  | 21.0  | 32.7  | 30.9  |
| NPM (%)                  | 32.5   | 13.7  | 16.6  | 26.2  | 24.7  |
| ROE (%)                  | 36.1   | 11.2  | 15.8  | 24.4  | 19.2  |
| P/E (x)                  | 4.2    | 13.6  | 11.7  | 10.7  | 10.6  |
| P/B (x)                  | 1.5    | 2.0   | 2.1   | 2.8   | 2.1   |



# Ngành Công nghệ **Vượt qua trở ngại**



Phuong Nguyễn

 (84-28) 6299-9004

 [phuong.nd@shinhan.com](mailto:phuong.nd@shinhan.com)

## Ngành Công nghệ – Vượt qua trở ngại

### 1. Cập nhật xu hướng CNTT toàn cầu

Trong năm 2025, trung tâm dữ liệu và thiết bị CNTT phục hồi tốt hơn so với mảng phần mềm và dịch vụ CNTT. Gartner kỳ vọng tăng trưởng chi tiêu toàn cầu đạt mức 10% và 9.8% cho 2025 và 2026

### 2. Ngành CNTT ở Việt Nam

Tổng doanh thu của ngành ICT vào năm 2025 ước đạt 160 tỷ USD (+11.4% YoY). Tăng trưởng kỳ vọng duy trì khi Chính phủ xác định CNTT là một trong những ngành kinh tế trọng điểm quốc gia.

Thị trường ICT Việt Nam được Mordor Intelligence và IMARC dự báo sẽ tăng 10-14% cho giai đoạn 2025-2030.

### 3. Cổ phiếu tiêu biểu ngành CNTT

FPT

Xu hướng chi tiêu cho CNTT toàn cầu được dự báo tăng trưởng tốt cho giai đoạn 2026-2027

| Chi tiêu toàn cầu cho CNTT giai đoạn 2025-2026 (Triệu USD) |               |                      |                |                       |                |                       |
|------------------------------------------------------------|---------------|----------------------|----------------|-----------------------|----------------|-----------------------|
|                                                            | Chi tiêu 2024 | 2024 Tăng trưởng (%) | Chi tiêu 2025F | 2025F Tăng trưởng (%) | Chi tiêu 2026F | 2026F Tăng trưởng (%) |
| Trung tâm dữ liệu                                          | 333,372       | 40.3                 | 489,451        | 46.8                  | 582,446        | 19                    |
| Thiết bị CNTT                                              | 720,681       | 4.6                  | 783,157        | 8.4                   | 836,275        | 6.8                   |
| Phần mềm                                                   | 1,114,604     | 11.9                 | 1,244,308      | 11.9                  | 1,433,037      | 15.2                  |
| Dịch vụ CNTT                                               | 1,614 756     | 4.8                  | 1,719,340      | 6.5                   | 1,869,269      | 8.7                   |
| Dịch vụ Thông tin liên lạc                                 | 1,256,287     | 2.2                  | 1,304,165      | 3.8                   | 1,363,058      | 4.5                   |
| Tổng chi tiêu                                              | 5,039,699     | 7.4                  | 5,540,421      | 10                    | 6,084,085      | 9.8                   |

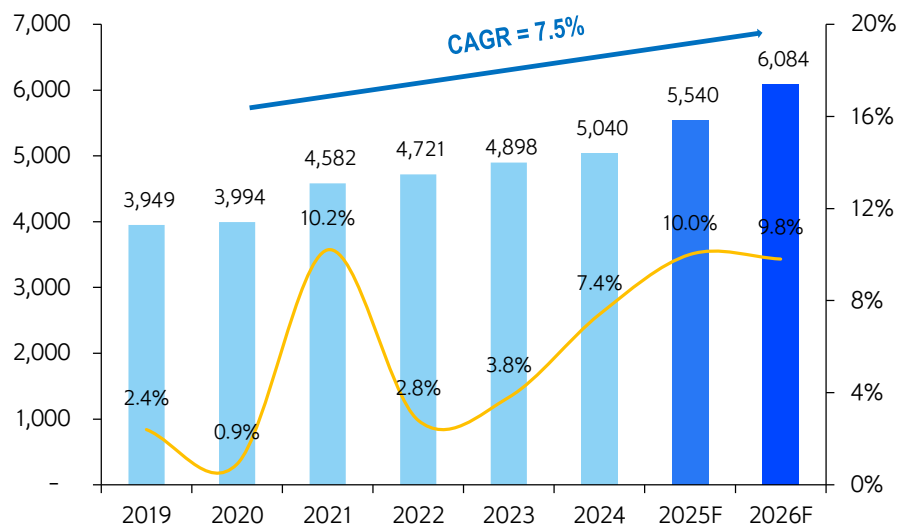
Nguồn: Gartner(10/2025), Shinhan Securities Vietnam

- Gartner đã có một lần cắt giảm dự phóng tăng trưởng chi tiêu CNTT vào giữa năm 2025 do những lo ngại về tác động từ thuế quan. Tuy vậy, Gartner đã thấy nhu cầu khả quan hơn vào Q3 và kỳ vọng chi tiêu cho CNTT sẽ mạnh hơn vào cuối năm. **Gartner kỳ vọng tăng trưởng chi tiêu toàn cầu đạt mức 10% và 9.8% cho 2025 và 2026**
- Trong năm 2025, **trung tâm dữ liệu phục và thiết bị CNTT phục hồi tốt hơn so với mảng phần mềm và dịch vụ CNTT**. Thiết bị hỗ trợ AI và nhu cầu smartphone mạnh sẽ đẩy chi tiêu thiết bị toàn cầu lên 783 tỷ USD năm 2025, trong khi đầu tư hạ tầng AI tiếp tục tăng dù nguồn cung máy chủ còn hạn chế.
- Dịch vụ công nghệ kỳ vọng tăng trưởng 8.7% ( tăng tốc so với mức tăng trưởng 6.5% năm 2025) – Mảng kinh doanh chủ đạo của FPT



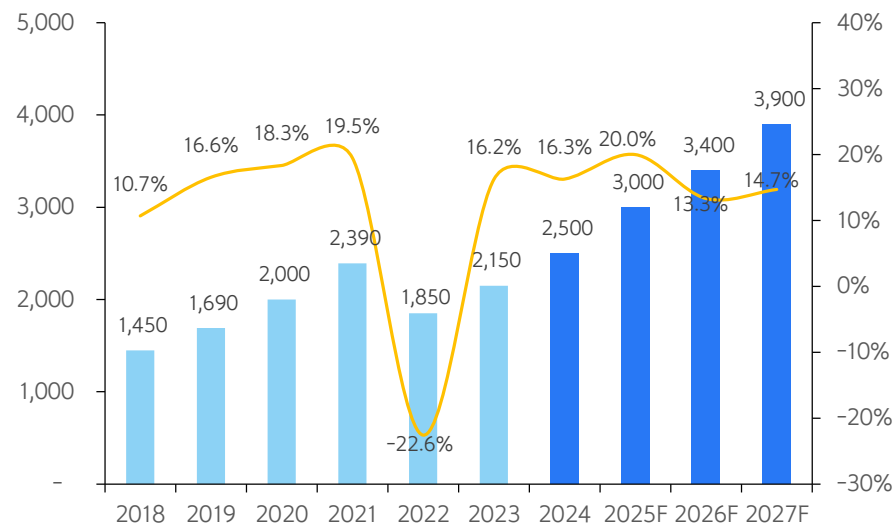
## Chuyển đổi số tiếp tục đóng vai trò trụ cột với GenAI là động lực tăng trưởng quan trọng

### Chi tiêu cho ngành CNTT (IT) trên toàn cầu (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Gartner (10/2024), Shinhan Securities Vietnam

### Chi tiêu toàn cầu cho hoạt động DX (tỷ USD)

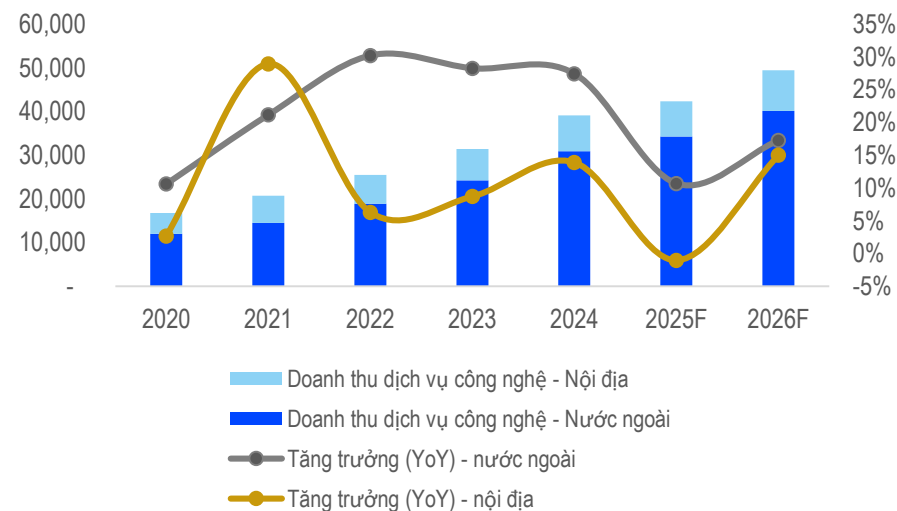


Nguồn: IDC (2024), Shinhan Securities Vietnam

- Mức tăng chi tiêu ngành CNTT giai đoạn 2019-2024 đạt mức 7.2%/năm. Chi tiêu công nghệ thông tin 2026 được Gartner dự báo tăng trưởng 9.8%. **Sự phục hồi sẽ xuất hiện ở mảng phần mềm, dịch vụ công nghệ thông tin**; trong khi mảng trung tâm dữ liệu tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng trong năm tới.
- Xu hướng Chuyển đổi số (DX) vẫn sẽ được duy trì đặc biệt. Các khoản đầu tư chuyển đổi số tiếp tục giữ vai trò trụ cột, thúc đẩy nhiều công nghệ từ thiết bị cá nhân, kết nối, IoT đến điện toán đám mây và AI. IDC cho biết GenAI hiện là động lực tăng trưởng mạnh nhất, với CAGR gấp bốn lần tốc độ chung của thị trường số hóa. Điều này cho thấy dù có sự bùng nổ của các công nghệ mới, **chuyển đổi số vẫn là định hướng chiến lược cốt lõi cho doanh nghiệp trong việc tái cấu trúc mô hình vận hành và kinh doanh**. IDC (International Data Corp.) kỳ vọng chi tiêu DX toàn cầu sẽ đạt 3.9 nghìn tỷ USD vào năm 2027, tương ứng mức **CAGR 16.1% giai đoạn 2023-2027**. Đối với thị trường EMEA (Europe, Middle East, and Africa), chi tiêu cho DX được dự phóng đạt 1,201 tỷ đô vào năm 2028, tương ứng với **CAGR 15.8% cho giai đoạn 2024-2028**.

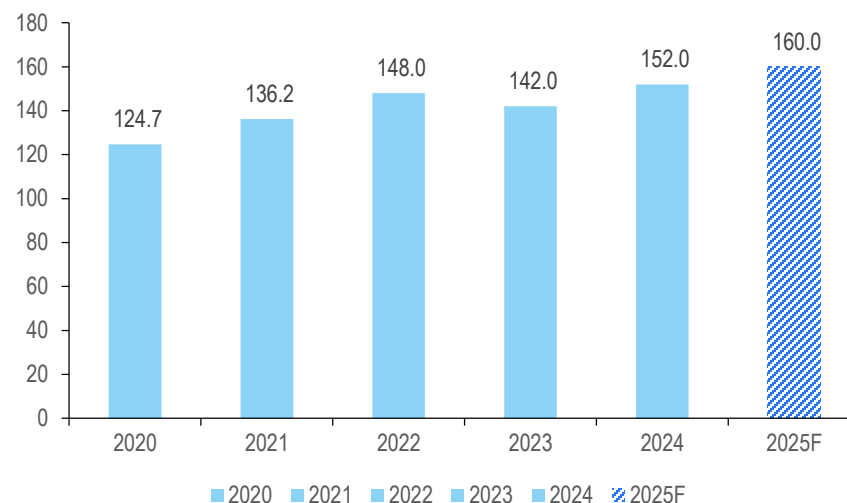
## Tăng trưởng chậm lại ngắn hạn, xu hướng dài hạn khả quan

Doanh thu mảng dịch vụ CNTT của FPT (tỷ đồng)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Doanh thu ngành ICT Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: Bộ Thông tin và Truyền thông, Shinhan Securities Vietnam

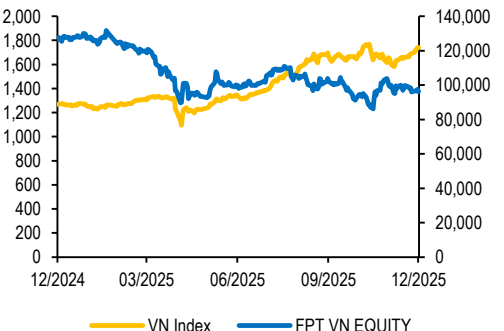
- Thị trường ICT Việt Nam được Mordor Intelligence và IMARC dự báo sẽ tăng 10-14% cho giai đoạn 2025-2030.
- Việt Nam có định hướng sẽ tăng giá trị nội địa hóa lên 50% (hiện chỉ khoảng 32%) vào 2030. CNTT Việt Nam mục tiêu giảm bớt vai trò chỉ đơn thuần là đơn vị gia công, vốn có giá trị gia tăng thấp cùng chi phí rẻ.
- Mục tiêu phủ sóng 5G toàn quốc, chuẩn bị nền tảng cho 6G và đầu tư mạnh trung tâm dữ liệu, điện toán đám mây.
- Về nhân sự, Việt Nam sẽ theo Đề án đào tạo nguồn nhân lực phục vụ phát triển công nghệ cao giai đoạn 2025 - 2035 và định hướng tới năm 2045. Chính phủ ngoài ra cũng đẩy mạnh chuyển đổi số quốc gia, hoàn thiện cơ sở dữ liệu quốc gia.
- Tổng doanh thu của ngành ICT vào năm 2025 ước đạt 160 tỷ USD (+11.4% YoY). Tăng trưởng kỳ vọng duy trì khi Chính phủ xác định CNTT là một trong những ngành kinh tế trọng điểm quốc gia.



|                                   |                |
|-----------------------------------|----------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | VND 117,254    |
| Giá hiện tại (28/11/2025)         | VND 96,100     |
| Suất sinh lời (%)                 | 22.1%          |
| VNINDEX                           | 1,690          |
| PE thị trường                     | 13.9           |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 163,877        |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 1,704          |
| SLCP tự do giao dịch (triệu)      | 1,524          |
| 52 tuần cao/thấp (VND)            | 135,652/85,043 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 10.15          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 957            |
| Beta (12T)                        | 0.8            |

|                 |                 |      |
|-----------------|-----------------|------|
| Cổ đông lớn (%) | Trương Gia Bình | 6.99 |
|                 | SCIC            | 5.75 |

|                         |       |       |       |
|-------------------------|-------|-------|-------|
| Biến động giá           | 3T    | 6T    | 12T   |
| Tuyệt đối (%)           | -7.0  | -5.3  | -25.5 |
| Tg đối với VN-Index (%) | -11.4 | -35.0 | -62.9 |



Những dấu hiệu tích cực quay lại từ các dự án ký mới

Luận điểm đầu tư

Công ty Cổ phần FPT (HSX: FPT) là doanh nghiệp hàng đầu về công nghệ ở Việt Nam với ba mảng kinh doanh chính: Công nghệ; Viễn thông; Giáo dục. FPT đóng vai trò trụ cột về công nghệ và tư vấn chuyển đổi số cho nhiều doanh nghiệp trong nước và quốc tế. Với năng lực công nghệ mạnh mẽ, sức khỏe tài chính ổn định, và chính sách cổ tức đều đặn giúp FPT không chỉ là công ty công nghệ hàng đầu Việt Nam mà còn là khoản đầu tư xứng đáng nắm giữ trong dài hạn.

**Cập nhật KQKD 9T2025:** Doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 56,404 tỷ đồng (+19.5% YoY) và 10,239 tỷ đồng (+19.8 YoY), hoàn thành 91.2% và 94.2% mục tiêu năm 2024. Cụ thể:

- **Mảng công nghệ:** Doanh thu đạt 30,949 tỷ đồng (+11% YoY), đóng góp 62% doanh thu hợp nhất. Trong đó, doanh thu từ thị trường nước ngoài đạt 25,574 tỷ đồng (+12.8% YoY); thị trường trong nước ghi nhận 5,376 tỷ đồng (+1.5% YoY).

\* **Nước ngoài:** FPT đã ghi nhận sự phục hồi tốt từ các hợp đồng ký mới trong Q3/2025 (tăng 14% YoY, cải thiện mạnh so với mức tăng chỉ 5% vào Q2/2025). Thị trường Nhật Bản tiếp tục là thị trường dẫn dắt tăng trưởng cho FPT trong năm 2025.

\* **Nội địa:** FPT ghi nhận tín hiệu tích cực từ các cơ quan nhà nước trong Q3/2025 và kỳ vọng hưởng lợi từ việc sáp nhập đơn vị hành chính. Công ty dự kiến chốt thêm hợp đồng mới và đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu hai chữ số cho mảng nội địa này trong 2026.

- **Mảng viễn thông:** Doanh thu ghi nhận 14,287 tỷ đồng (+12% YoY), chiếm 29% doanh thu hợp nhất. FPT kỳ vọng mảng viễn thông sẽ tăng trưởng khoảng 10% YoY trong năm 2026, chủ yếu nhờ mảng Internet băng rộng tiếp tục mở rộng thị phần. Trung tâm dữ liệu HCM02 tại Khu Công nghệ cao TP.HCM đã hoàn tất vận hành giai đoạn 1; giai đoạn 2 được lên kế hoạch khai thác từ Quý 2/2026

- **Mảng giáo dục, đầu tư, khác:** Doanh thu đạt 5,534 tỷ đồng (+14.1% YoY). Tuyển sinh mới năm 2025 nhìn chung đi ngang so với cùng kỳ, trong đó khối đại học và hệ đào tạo nghề hầu như giữ nguyên, còn khối phổ thông liên cấp ghi nhận mức tăng nhẹ.

**Triển vọng năm 2025-2026:** Chúng tôi dự phóng doanh thu FPT cho 2025 tăng trưởng ở mức 9.4% (và phục hồi về mức 15% cho 2026), thấp hơn dự báo do nhu cầu yếu từ mảng dịch vụ công nghệ.

Điều tích cực, chúng tôi nhận thấy các hợp đồng ký mới của FPT đã xuất hiện trở lại với các hợp đồng lớn như hợp đồng kỷ lục 250 triệu USD với tập đoàn năng lượng Châu Á và 100 triệu USD với công ty Mỹ. Do vậy chúng tôi giả định tăng trưởng doanh thu mảng dịch vụ CNTT sẽ quay về mức 18% cho 2026. Mảng viễn thông vẫn cho thấy mức tăng trưởng đều đặn nhờ dịch vụ internet băng thông rộng và quảng cáo, chúng tôi đang giả định mức tăng trưởng trên 10% cho 2025-2026. Chúng tôi giả định doanh thu mảng giáo dục 2026 sẽ đi ngang.

Trong bối cảnh mảng dịch vụ CNTT suy giảm trong 2025, lợi nhuận tập đoàn vẫn được đảm bảo nhờ mảng viễn thông và giáo dục. Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNTT 2025 của FPT ở mức 16%, và duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận 2026 ở mức 20% (nhưng sẽ có sự đóng góp nhiều hơn từ mảng dịch vụ CNTT)

**Rủi ro:** (1) Rủi ro nhu cầu mảng dịch vụ CNTT phục hồi chậm; (2) Rủi ro từ công nghệ AI có thể làm giảm giá bình quân đầu thầu dự án qua đó ảnh hưởng lên biên lợi nhuận của FPT; (3) Sự thay đổi về cơ cấu sở hữu tại FPT Telecom và chiến lược kinh doanh mới

| Năm                       | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ VND)        | 44,401 | 52,618 | 62,849 | 68,755 | 79,058 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)       | 7,589  | 9,112  | 11,025 | 13,003 | 15,600 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND)   | 6,491  | 7,788  | 9,427  | 11,074 | 13,264 |
| GPM (%)                   | 39.0   | 38.6   | 37.7   | 37.3   | 37.7   |
| NPM (%)                   | 14.7   | 14.8   | 15.0   | 16.1   | 16.8   |
| ROE (%)                   | 27.8   | 28.2   | 28.7   | 28.1   | 29.2   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 23.4   | 19.6   | 19.4   | 9.4    | 15.0   |
| Tăng trưởng lợi nhuận (%) | 21.3   | 20.0   | 21.0   | 17.5   | 19.8   |

# Ngành Bán lẻ

## Xu hướng hiện đại hóa



## **Ngành Bán lẻ – Xu hướng hiện đại hóa**

### **1. Cập nhật Ngành bán lẻ trong 9T2025**

Năm 2025, ngành bán lẻ Việt Nam vẫn duy trì mức tăng trưởng ổn định so với năm 2024. Lũy kế 9 tháng năm 2025, doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ theo giá hiện hành đạt 5,176 nghìn tỷ đồng (+9.5% YoY). Nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng thực tế ước khoảng 7.2%.

### **2. Triển vọng ngành bán lẻ Việt Nam năm 2026**

Tăng trưởng ngành bán lẻ kỳ vọng đạt 12%YoY cho cả năm 2026 nhờ vào:

- (1) Kỳ vọng tăng trưởng tích cực của nền kinh tế
- (2) Sự tăng cường hiện diện của bán lẻ hiện đại cùng với sự phát triển của thương mại điện tử
- (3) Niềm tin tiêu dùng được củng cố nhờ thu nhập tăng và chính sách hỗ trợ

### **3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu Bán lẻ:**

MWG và FRT

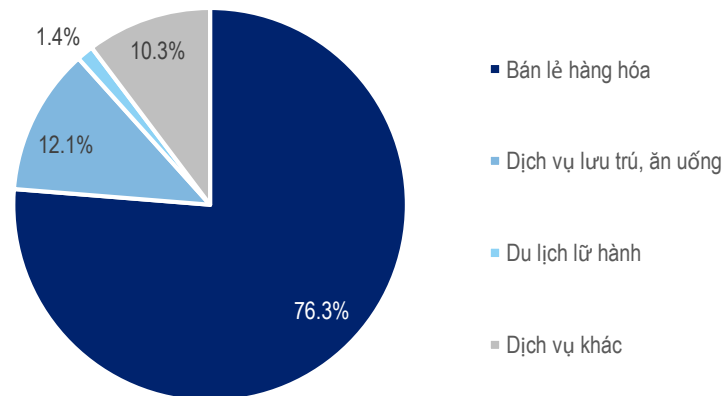
## Thị trường tiêu dùng và bán lẻ phục hồi mạnh

Doanh thu bán lẻ và dịch vụ ở Việt Nam theo giá hiện hành (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng doanh thu các mảng đóng góp ngành bán lẻ 9T2025

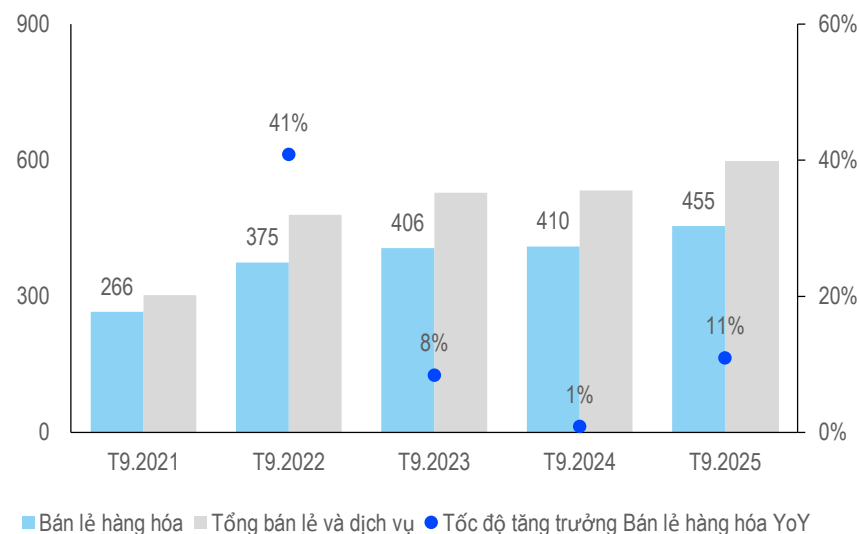


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, Việt Nam ghi nhận doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ theo giá hiện hành đạt 5,194 nghìn tỷ đồng, tăng 9.5% so với cùng kỳ, ghi nhận tăng đều ở các nhóm ngành. Nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng thực tế ước khoảng 7.2%.
- Doanh thu bán lẻ hàng hóa: Doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 3,947 nghìn tỷ đồng, tăng 8.3% YoY, cho thấy sự phục hồi của tiêu dùng nội địa
- Doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống đạt 624.4 nghìn tỷ đồng, tăng 14.8% YoY. Nhóm dịch vụ này đang hưởng lợi mạnh từ tín hiệu phục hồi du lịch quốc tế và nhu cầu tiêu dùng nội địa sôi động.

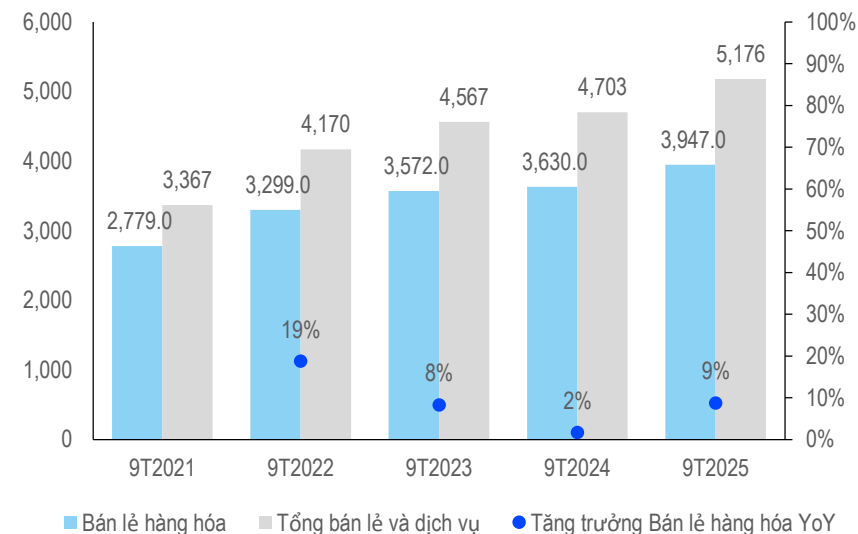
## Doanh thu bán lẻ hàng hóa duy trì tích cực

Doanh thu bán lẻ hàng hóa tháng 9 của các năm (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu bán lẻ lũy kế 9 tháng ở các năm (nghìn tỷ đồng)

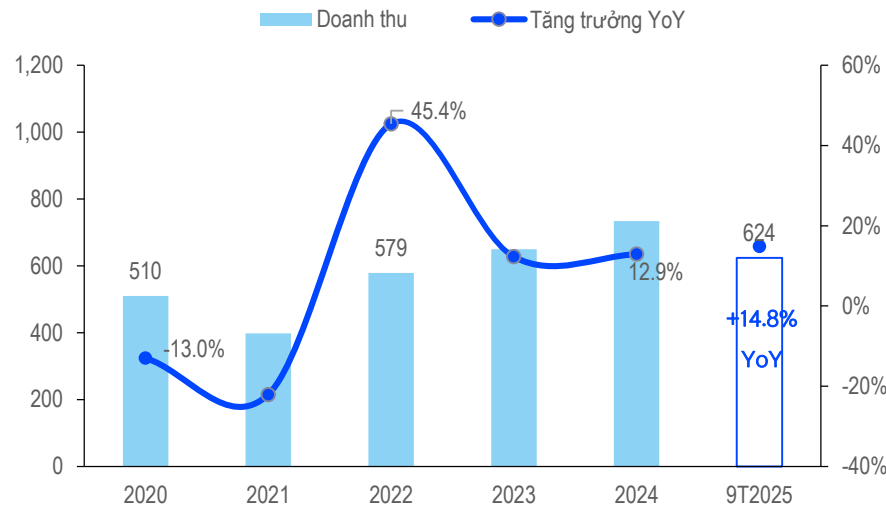


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Doanh thu Bán lẻ hàng hóa T9/2025 đạt 455 nghìn tỷ đồng (+10.4% YoY); Lũy kế 9T2025, doanh thu bán lẻ hàng hóa ghi nhận đạt 3,947 nghìn tỷ đồng (+8.3% YoY), đóng góp 76.3% tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ.
- Dù đối mặt với nhiều biến động kinh tế trong nước và thế giới trong năm 2025, ngành bán lẻ vẫn duy trì được đà tăng trưởng tốt so với năm 2024. Sự tăng trưởng ổn định này được củng cố bởi các chính sách kích cầu, nổi bật là việc gia hạn chính sách giảm thuế VAT 2% đến hết năm 2026 và mở rộng áp dụng sang các lĩnh vực như vận tải, logistics, cùng dịch vụ công nghệ thông tin.

## Doanh thu lưu trú, ăn uống, lữ hành bất phá

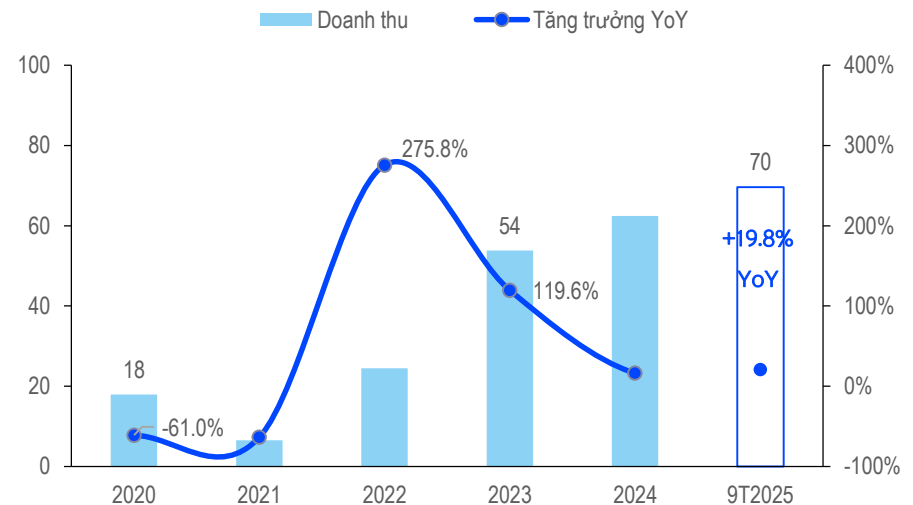
Doanh thu từ Dịch vụ lưu trú, ăn uống (nghìn tỷ đồng) (\*)



(\*) bao gồm doanh thu dịch vụ lưu trú (khách sạn, resort, villa, căn hộ dịch vụ, homestay,...) và dịch vụ ăn uống (nhà hàng, quán ăn, các cửa hàng ăn uống nhỏ lẻ,...)

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu từ Du lịch lữ hành (nghìn tỷ đồng) (\*\*)



(\*\*) chỉ bao gồm doanh thu dịch vụ của các công ty du lịch lữ hành (vận chuyển, tham quan, hoạt động tour) không bao gồm các khoản chi tiêu ngoài dịch vụ lữ hành (ăn uống, mua sắm, logistics, các dịch vụ giải trí khác,...)

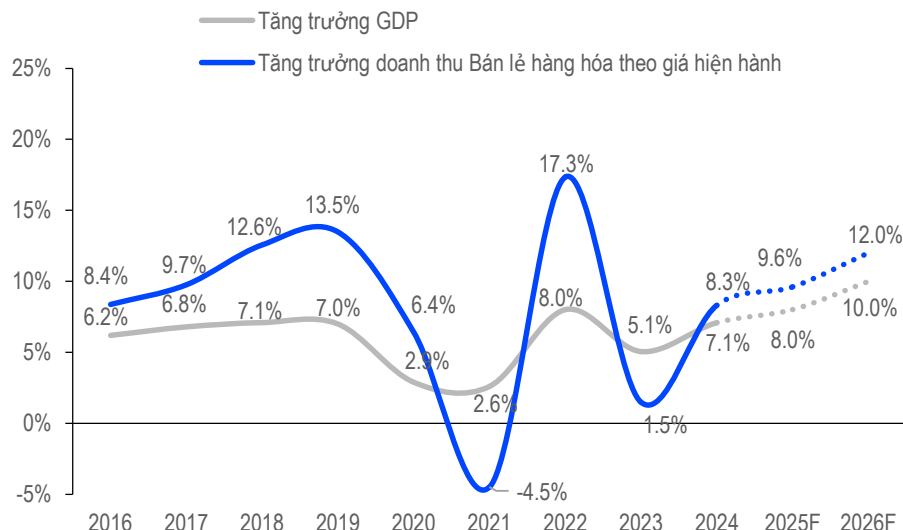
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Tổng doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống 9T/2025 đạt 624 nghìn tỷ đồng (+14.8% YoY). Doanh thu du lịch lữ hành ghi nhận đạt 70 nghìn tỷ đồng (+19.8% YoY).
- Nhờ triển khai hiệu quả nhiều chương trình kích cầu và đa dạng hóa sản phẩm du lịch đáp ứng thị hiếu người tiêu dùng, ngành du lịch Việt Nam đã đạt được những kết quả ấn tượng. Cụ thể, 9 tháng đầu năm 2025, Việt Nam đã đón hơn 15.4 triệu lượt khách quốc tế, tăng trưởng 21.5% so với cùng kỳ năm trước. Đà tăng trưởng này kỳ vọng sẽ được tiếp tục củng cố trong những tháng cuối năm nhờ vào mùa du lịch cao điểm cùng hàng loạt sự kiện và lễ hội.



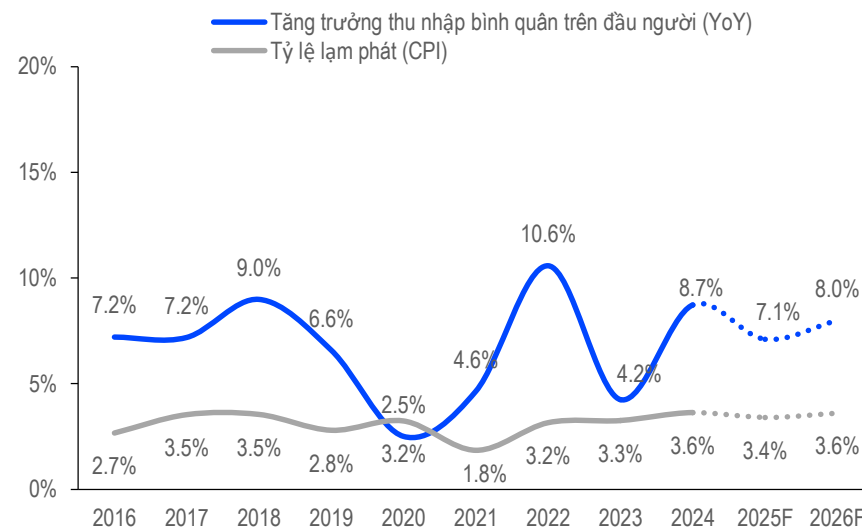
## Kinh tế tăng trưởng kéo theo tiêu dùng gia tăng

### Tăng trưởng GDP và doanh thu bán lẻ Việt Nam



Nguồn: World Bank, GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng GDP bình quân đầu người và tỷ lệ CPI

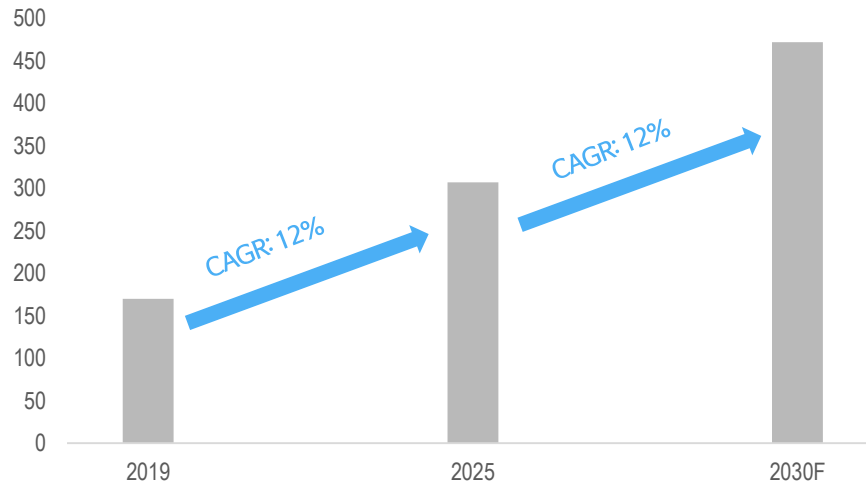


Nguồn: World Bank, IMF, GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Việt Nam đặt mục tiêu tốc độ tăng trưởng GDP đạt 10% và GDP bình quân đầu người đạt 5,400 -5,500 USD cho năm 2026. Tầng lớp trung lưu tăng nhanh, tỷ lệ đô thị hóa ngày càng cao đã tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng ngành bán lẻ.
- Các biện pháp thúc đẩy tăng trưởng bền vững, dài hạn: (i) Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng; (ii) Tiếp tục giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026; (iii) Duy trì tăng lương tối thiểu vùng mỗi năm; (iv) Phát triển cơ sở hạ tầng (đã hoàn thiện và đưa vào hoạt động nhà ga T3 Tân Sơn Nhất; tiếp tục phát triển tuyến Metro ở Hà Nội và TP. HCM; đẩy nhanh tiến độ dự án sân bay Long Thành, hoàn thành trong năm 2026; thông qua chủ trương đầu tư dự án đường sắt tốc độ cao Bắc-Nam). Đây sẽ là các chất xúc tác giúp ngành bán lẻ và nền kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng bền vững ở những năm tới.

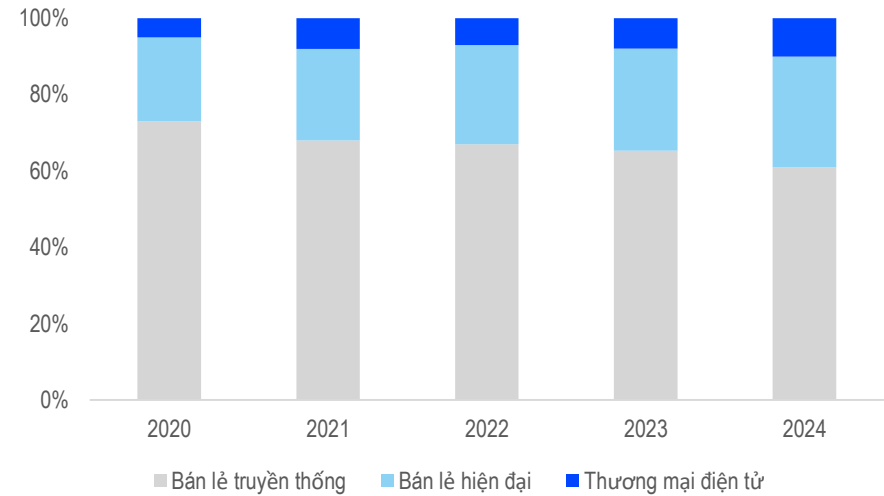
## Bán lẻ hiện đại tăng cường hiện diện

Doanh thu thị trường bán lẻ Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: Modern Intelligence, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu thị trường bán lẻ Việt Nam từ năm 2020 đến 2024 theo loại hình

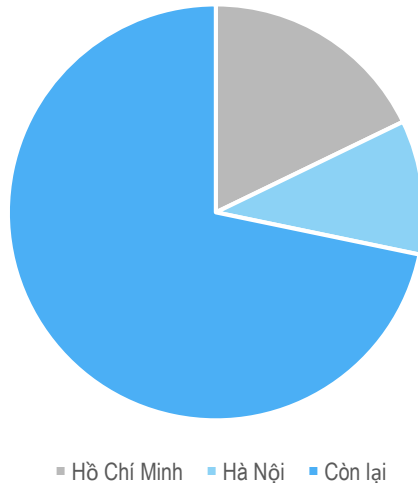


Nguồn: Q&Me, Shinhan Securities Vietnam

- Thị trường bán lẻ Việt Nam đã tăng trưởng mạnh mẽ, từ 161 tỷ USD (năm 2019) lên hơn 309 tỷ USD (năm 2025), và được dự báo sẽ đạt 540 tỷ USD vào năm 2030, với CAGR khoảng 12%.
- Trong nửa thập kỷ, Việt Nam đã dịch chuyển đáng kể từ chợ truyền thống sang thương mại điện tử và bán lẻ hiện đại. Kênh bán lẻ hiện đại đã tăng trưởng với CAGR 5% (2020-2024), chạm mốc 57 tỷ USD, và được kỳ vọng tăng trưởng CAGR 6% (2026-2030). Việt Nam vẫn còn dư địa lớn khi tỷ lệ thâm nhập bán lẻ hiện đại mới đạt 12%, thấp hơn nhiều so với mức 20-45% của các nước ASEAN lân cận (tương đương Indonesia năm 2010).

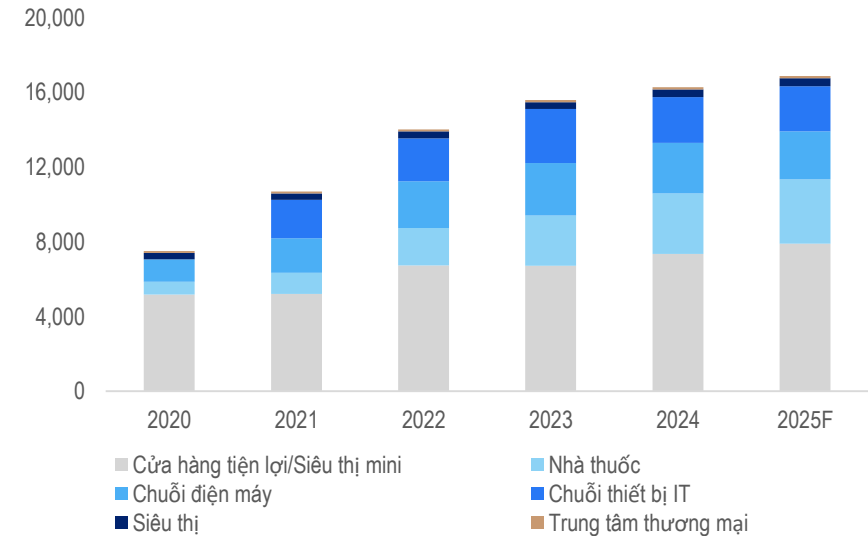
## Bán lẻ hiện đại tăng cường hiện diện

Thị phần cửa hàng thương mại hiện đại phân theo khu vực



Nguồn: Q&Me, Shinhan Securities Vietnam

Số lượng cửa hàng thương mại hiện đại từ năm 2020 đến năm 2025

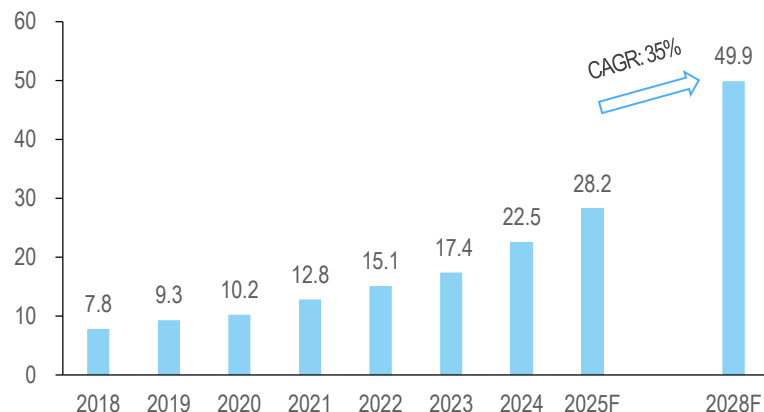


Nguồn: Q&Me, Shinhan Securities Vietnam

- Đến năm 2025, số lượng cửa hàng thương mại hiện đại đã tăng gấp đôi so với năm 2020, với sự tập trung dày đặc tại các thành phố lớn. Điều này cho thấy thị trường nông thôn và ngoại ô vẫn là khu vực tiềm năng lớn chưa được khai thác triệt để.
- Cửa hàng tiện lợi và siêu thị mini tiếp tục là trụ cột chính của mạng lưới bán lẻ, chiếm hơn 45% tổng số. Trong khi đó, các phân khúc dược phẩm, điện tử và CNTT chứng kiến những chuyển dịch cơ cấu đáng kể. Cụ thể, số lượng nhà thuốc dự kiến tăng 15% vào cuối năm 2025 so với năm trước, chủ yếu nhờ vào sự mở rộng quy mô của Long Châu; nhóm cửa hàng tiện lợi/siêu thị mini còn được củng cố thêm nhờ sự gia tăng số lượng cửa hàng Bách Hóa Xanh, trong khi các chuỗi điện tử đã phải đối mặt với mức giảm 15%, bởi việc đóng cửa của FPT Shop.

## Kênh thương mại điện tử ngày càng quan trọng đối với hoạt động bán lẻ

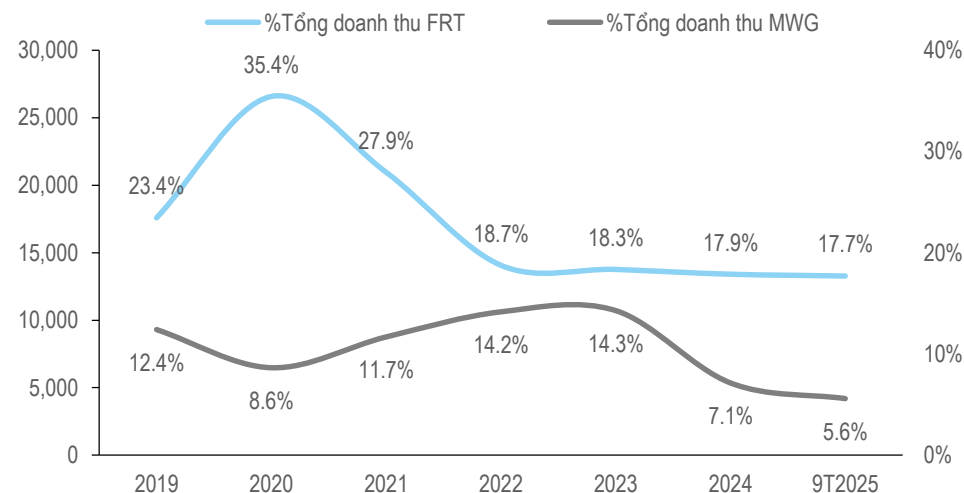
Doanh thu TMĐT bán lẻ ở Việt Nam (tỷ USD) (\*)



(\*) Doanh thu trên chỉ bao gồm doanh thu hàng hóa bán lẻ (B2C) qua các kênh TMĐT (loại trừ doanh thu online từ hoạt động thanh toán, dịch vụ, ngân hàng, tín dụng, bảo hiểm, trò chơi trực tuyến, quảng cáo,...)

Nguồn: YouNet ECI, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu online của các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu (tỷ VND)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

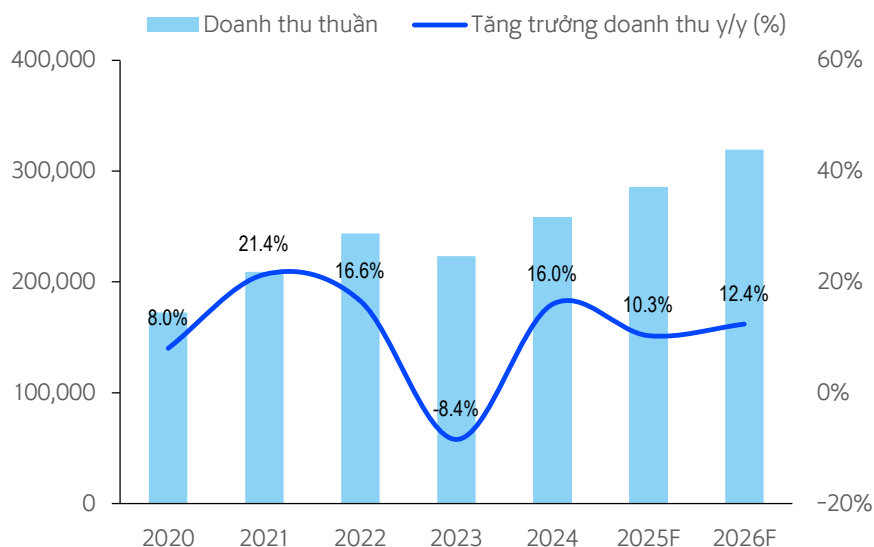
- Giai đoạn 2021–2025 chứng kiến sự bùng nổ của thương mại điện tử tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng trung bình là 20%/năm. TMĐT hiện đóng góp khoảng 10% vào tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng cả nước. Sự phát triển mạnh mẽ này đang tái định hình thói quen mua sắm, khi người tiêu dùng ngày càng đòi hỏi tốc độ, sự tiện lợi và trải nghiệm được cá nhân hóa cao hơn.
- Ngành Bán lẻ Việt Nam đang bước vào giai đoạn hợp nhất (omnichannel) mạnh mẽ giữa mua sắm trực tiếp (offline) và trực tuyến (online). Trong khi thương mại điện tử tiếp tục là động lực tăng trưởng cốt lõi, kênh bán lẻ truyền thống vẫn giữ vai trò không thể thay thế.
- Chiến lược phát triển thị trường bán lẻ Việt Nam giai đoạn 2025–2030 tập trung vào việc xây dựng một thị trường bán lẻ hiện đại, gắn liền với xu thế thương mại điện tử. Chính phủ đặt mục tiêu đầy tham vọng cho TMĐT, bao gồm tăng trưởng doanh số từ 15–20% hàng năm và 40–45% doanh nghiệp nhỏ và vừa tham gia các sàn giao dịch vào năm 2030.

Niềm tin tiêu dùng được củng cố nhờ chính sách hỗ trợ

|                                                                                                                                                                 | Các hướng dẫn mới         | Hiệu lực   | Tác động                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Chuẩn hóa hoạt động của hộ kinh doanh                                                                                                                           |                           |            |                                                                                                                                                                  |
| Quy định bắt buộc kết nối hóa đơn điện tử với các doanh nghiệp có doanh thu bán hàng trên 1 tỷ đồng hàng năm                                                    | Nghị định 70/2025/NĐ-CP   | 01/06/2025 | Việc này giúp tăng cường hiệu quả quản lý thuế và chống gian lận                                                                                                 |
| Xử lý hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng                                                                                                                  | Nghị định 98/2020/NĐ-CP   | 26/08/2020 | Tạo ra sân chơi công bằng, giảm thiểu áp lực cạnh tranh với hàng hóa không xuất xứ.                                                                              |
| Chuẩn hóa hoạt động của thương mại điện tử                                                                                                                      |                           |            |                                                                                                                                                                  |
| Các nền tảng thương mại điện tử có trách nhiệm kê khai và nộp thuế thay cho người bán kinh doanh trên nền tảng của mình                                         | Nghị định 117/2025/NĐ-CP  | 01/07/2025 | Bình đẳng giữa các hình thức kinh doanh: các doanh nghiệp truyền thống (thường đã tuân thủ nghĩa vụ thuế đầy đủ) và các cá nhân, hộ kinh doanh trên nền tảng số. |
| Bãi bỏ chính sách miễn thuế giá trị gia tăng (VAT) đối với hàng hóa nhập khẩu có giá trị dưới 1 triệu đồng/mỗi đơn khi vận chuyển qua dịch vụ chuyển phát nhanh | Quyết định 01/2025/QĐ-TTg | 18/02/2025 | Hàng hóa trong nước gia tăng sức cạnh tranh.                                                                                                                     |
| Thị trường vàng                                                                                                                                                 |                           |            |                                                                                                                                                                  |
| Xóa bỏ độc quyền vàng và cấp phép cho nhiều doanh nghiệp đủ điều kiện tham gia sản xuất                                                                         | Nghị định 232/2025/NĐ-CP  | 10/10/2025 | Thu hẹp chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế                                                                                                                |

## Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành bán lẻ

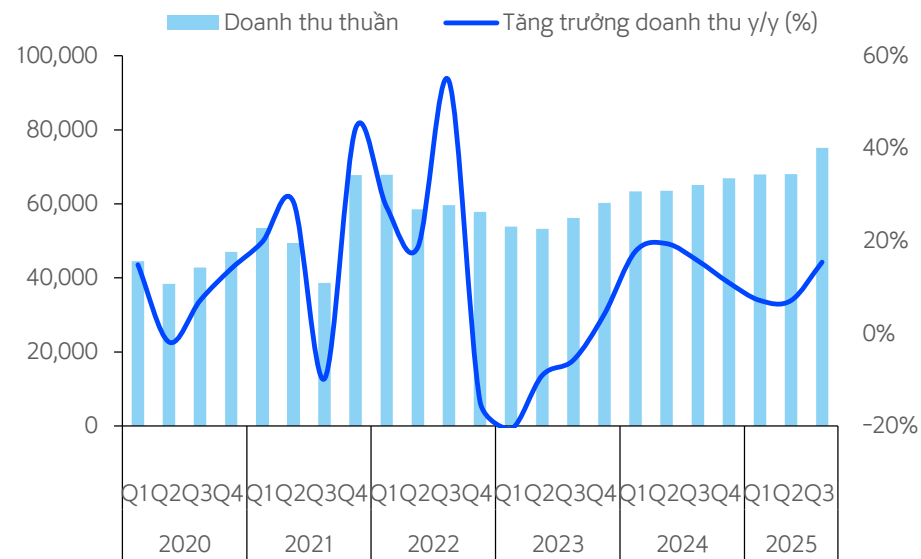
Doanh thu của nhóm bán lẻ niêm yết tiêu biểu (\*) (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

(\*) Gồm các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu, niêm yết trên sàn HoSE: MWG, FRT, DGW, PET, PNJ.

Doanh thu theo quý của nhóm bán lẻ niêm yết tiêu biểu (\*) (tỷ đồng)

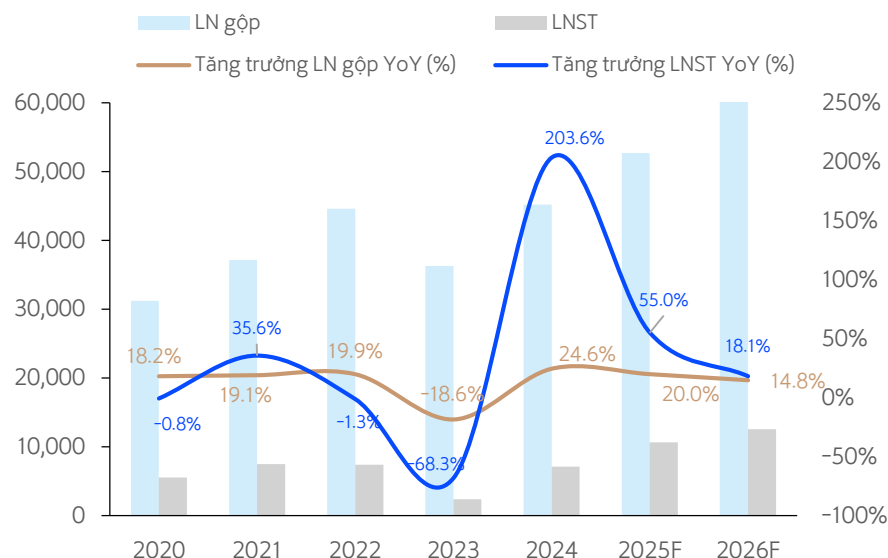


Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Cập nhật KQKD 9T/2025, doanh thu nhóm doanh nghiệp bán lẻ vẫn ghi nhận tăng trưởng dương, tăng 9.9% YoY.
- Nhiều DN bán lẻ đã có kết quả kinh doanh bất phá, các chuỗi bán lẻ hiện đại dẫn dắt tăng trưởng.
  - ❖ Mạng ICT-CE: số lượng cửa hàng FPT shop, Thế giới Di động và Điện máy xanh giảm nhẹ
  - ❖ Mạng dược phẩm: Long Châu mở mới tích cực, trong khi An Khang và Pharmacy tập trung tối ưu mô hình
  - ❖ Mạng siêu thị mini, cửa hàng tiện ích: Bách Hóa Xanh và Winmart tăng tốc mở cửa hàng, tập trung nhiều ở khu vực miền Trung và nông thôn.

## Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành bán lẻ

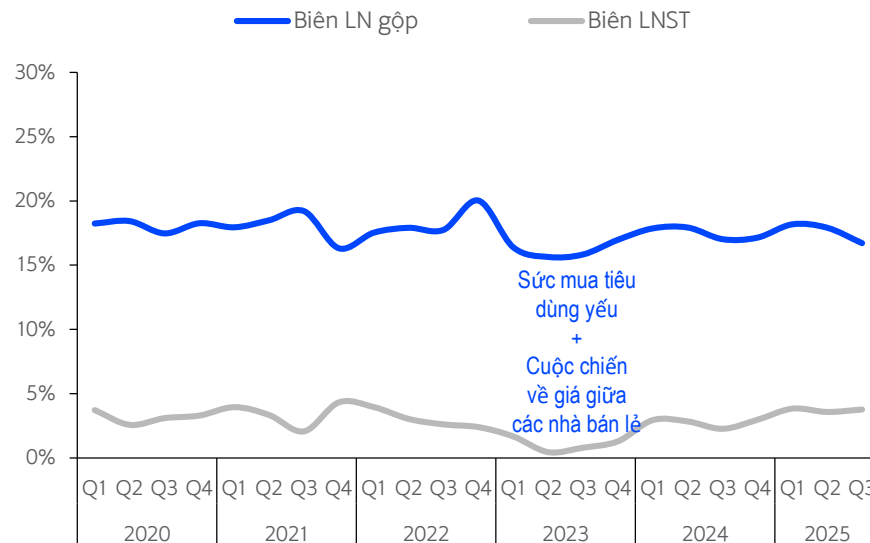
Lợi nhuận của các DN bán lẻ niêm yết tiêu biểu (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

(\*) Gồm các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu, niêm yết trên sàn HoSE: MWG, FRT, DGW, PET, PNJ.

Biên lợi nhuận của các DN bán lẻ niêm yết tiêu biểu



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Lợi nhuận 9T/2025 của nhóm bán lẻ đã vượt mức của cả năm 2024, nhờ các mảng kinh doanh hoạt động hiệu quả. Chuỗi Bách hóa Xanh của MWG ghi nhận lợi nhuận ròng dương và có kế mở rộng chuỗi tại khu vực miền Bắc từ năm 2026. Chuỗi nhà thuốc và tiệm chủng Long Châu tiếp tục mở mới, kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận 2 chữ số trong 3-5 năm tới.
- Các chuỗi ICT có sự cải thiện doanh thu trên từng cửa hàng nhờ kiểm soát tốt các chi phí và nâng cấp các trải nghiệm mua sắm.
- Chuỗi cửa hàng PNJ vẫn giữ quy mô ổn định, nhưng chất lượng cửa hàng tiếp tục được cải thiện, nhờ chiến lược tập trung vào tối ưu hóa hiệu quả vận hành kinh doanh và chất lượng mạng lưới, kết hợp với kênh OMNI.

Các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết

| Thông tin chung |     |                              |                  | Giá cổ phiếu  |               |                   | Chỉ số tài chính |         |         | Kết quả kinh doanh dự phóng |                       |            |                  | Định giá 26F |         |
|-----------------|-----|------------------------------|------------------|---------------|---------------|-------------------|------------------|---------|---------|-----------------------------|-----------------------|------------|------------------|--------------|---------|
| No.             | Mã  | Ngành bán lẻ                 | Vốn hóa (tỷ VND) | Thị giá (VND) | Giá MT* (VND) | Suất sinh lời (%) | Biên LN gộp 26F  | ROA 26F | ROE 26F | Doanh thu 2026F             | T.Trg doanh thu 2026F | LNST 2026F | T.Trg LNST 2026F | P/B (x)      | P/E (x) |
| 1               | MWG | Hàng ICT                     | 118,128          | 79,900        | 94,500        | 18.2              | 22.6             | 8.5     | 18.2    | 174,823                     | 13.0                  | 7,674      | 19.4             | 2.9          | 15.8    |
| 2               | FRT | Hàng ICT, dược phẩm          | 25,034           | 147,000       | 163,500       | 11.2              | 19.6             | 5.6     | 23.7    | 57,585                      | 18.7                  | 1,175      | 36.0             | 3.5          | 30.5    |
| 3               | DGW | Bán buôn, phân phối hàng ICT | 9,665            | 43,700        | 46,500        | 6.4               | 9.5              | 8.3     | 18.7    | 28,773                      | 14.5                  | 708        | 25.3             | 2.1          | 11.9    |
| 4               | PET | Bán buôn, phân phối hàng ICT | 3,436            | 32,200        | 35,000        | 8.6               | 4.2              | 2.1     | 7.5     | 22,000                      | 8.2                   | 380        | 9.5              | 1.7          | 9.2     |
| 5               | PNJ | Trang sức                    | 31,044           | 91,000        | 110,000       | 20.8              | 21.1             | 13.3    | 18.2    | 39,253                      | 10.5                  | 2,670      | 11.1             | 2.9          | 14.5    |
| Tổng            |     |                              |                  |               |               |                   |                  |         |         | 322,434                     | 13.4                  | 12,603     | 18.3             |              |         |

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

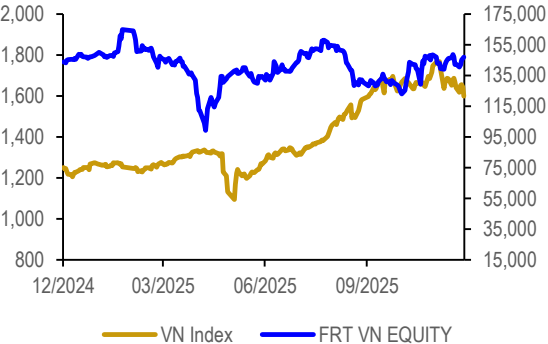
Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 28/11/2025





|                                   |                                                       |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | VND 163,500                                           |
| Giá hiện tại (28/11/2025)         | VND 147,000                                           |
| Suất sinh lời (%)                 | 11.2%                                                 |
| VNINDEX                           | 1,690                                                 |
| HNXINDEX                          | 259                                                   |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 25,034                                                |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 170                                                   |
| SLCP tự do giao dịch (triệu)      | 84                                                    |
| 52 tuần cao/thấp (VND)            | 167,520/96,880                                        |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 0.59                                                  |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 78                                                    |
| Beta (12T)                        | 0.9                                                   |
| Cổ đông lớn (%)                   | CTCP FPT 46.53<br>Group of Dragon Capital Funds 13.80 |
| Biến động giá                     | 3T 6T 12T                                             |
| Tuyệt đối (%)                     | 12.6 9.4 2.9                                          |
| Tg đối với VN-Index (%)           | 12.0 -17.5 -32.3                                      |



Chiến lược dài hạn cùng chuỗi Long Châu

Luận điểm đầu tư

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT Retail, HSX: FRT) là một trong những công ty bán lẻ ICT đầu ngành ở Việt Nam. FRT sở hữu hai chuỗi bán lẻ ICT mang tên FPT Shop và F. Studio, lên đến 624 cửa hàng. Bên cạnh đó, chuỗi nhà thuốc Long Châu của FRT cũng trở thành thương hiệu quen thuộc, dẫn đầu thị trường với 2,317 nhà thuốc khắp cả nước và 203 tiệm chủng Long Châu.

**Cập nhật KQKD 9T.2025:** Doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 36,170 tỷ đồng (+26% YoY) và 804 tỷ đồng (+125% YoY), hoàn thành 75% và 89% mục tiêu năm 2025.

- Chuỗi ICT: Doanh thu mảng ICT tăng nhẹ 6% YoY, đạt 11,551 tỷ đồng, chủ yếu nhờ tăng trưởng 11% so với cùng kỳ trong Quý 3 2025. Đà tăng trưởng được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng của các ngành hàng điện máy, dịch vụ và laptop. Trong quý 3, doanh thu trung bình mỗi cửa hàng có sự cải thiện đạt 2.4 tỷ đồng/tháng, tăng 14% so với cùng kỳ và tăng 30% so với quý 2, nhờ tối ưu hóa vận hành và nâng cấp trải nghiệm mua sắm. FRT đã tăng trưởng sẽ được duy trì và tiếp tục bứt tốc trong mùa cao điểm cuối năm
- Chuỗi nhà thuốc Long Châu: Doanh thu đạt 24,804 tỷ đồng (duy trì tăng trưởng 2 chữ số, +38% YoY); doanh thu bình quân ở mức 1.2-1.3 tỷ đồng/tháng. Long Châu đã mở mới 451 nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng, vượt kế hoạch mở rộng hệ thống cả năm

**Triển vọng năm 2026:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của FRT năm 2026 lần lượt đạt 57,585 tỷ đồng (+18.7% YoY) và 1,175 tỷ đồng (+35.9% YoY) trong đó chuỗi Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính

- Chuỗi ICT: tập trung ổn định và cải thiện hiệu quả kinh doanh
- Chuỗi Long Châu: Động lực tăng trưởng chủ chốt của FRT nằm ở chiến lược phát triển và mở rộng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe Long Châu. Bên cạnh đó, FRT còn được hưởng lợi đáng kể từ xu hướng chuyển dịch tiêu dùng sang các chuỗi uy tín, trong bối cảnh các cơ quan chức năng đang siết chặt quản lý và truy quét được phẩm không rõ nguồn gốc

**Rủi ro:** (1) Tỷ lệ đòn bẩy cao; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

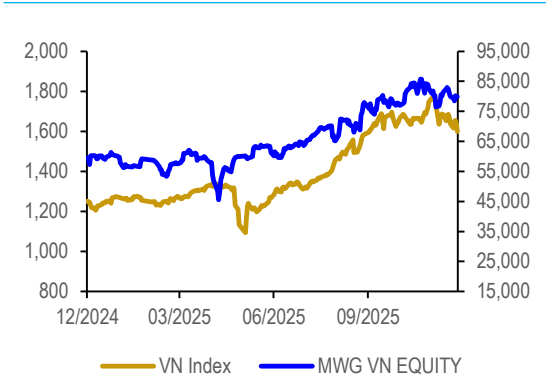
| Năm                     | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ VND)      | 30,166 | 31,850 | 40,104 | 48,506 | 57,585 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)     | 474    | -297   | 543    | 1,085  | 1,486  |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND) | 398    | -329   | 408    | 864    | 1,175  |
| EPS (VND)               | 2,865  | -2,537 | 2,331  | 3,946  | 5,365  |
| BPS (VND)               | 17,115 | 12,021 | 14,486 | 18,301 | 25,203 |
| OPM (%)                 | 1.6    | -0.9   | 1.4    | 2.2%   | 2.6%   |
| NPM (%)                 | 1.3    | -1.0   | 1.0    | 1.8%   | 2.0%   |
| ROE (%)                 | 19.4   | -19.1  | 19.3   | 24.6%  | 23.7%  |
| PER (x)                 | 20.8   | -42.2  | 79.6   | 41.4   | 30.5   |
| PBR (x)                 | 3.5    | 8.9    | 12.8   | 8.9    | 6.5    |
| EV/EBITDA (x)           | 12.7   | 91.7   | 28.2   | 10.0   | 8.3    |



|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (12 tháng)           | VND 94,500    |
| Giá hiện tại (28/11/2025)         | VND 79,900    |
| Suất sinh lời (%)                 | 18.2%         |
| VNINDEX                           | 1,690         |
| HNXINDEX                          | 259           |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 118,128       |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 1,478         |
| SLCP tự do giao dịch (triệu)      | 1,223         |
| 52 tuần cao/thấp (VND)            | 87,900/45,750 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 8.65          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 608           |
| Beta (12T)                        | 1.1           |

|                 |                       |       |
|-----------------|-----------------------|-------|
| Cổ đông lớn (%) | Công ty Tư Vấn đầu tư | 10.49 |
|                 | Thế giới Bán lẻ       |       |
|                 | Nhóm quỹ Dragon       | 7.95  |
|                 | Capital               |       |

|                         |     |      |      |
|-------------------------|-----|------|------|
| Biến động giá           | 3T  | 6T   | 12T  |
| Tuyệt đối (%)           | 2.4 | 28.7 | 32.1 |
| Tg đối với VN-Index (%) | 1.9 | 1.8  | -3.2 |



Nâng cao hiệu quả các chuỗi

Luận điểm đầu tư

CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (Mobile World, HSX: MWG) là doanh nghiệp bán lẻ đầu ngành ở Việt Nam, có hệ sinh thái đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng. MWG duy trì vị thế là nhà bán lẻ điện thoại di động, điện máy số 1 Việt Nam (chiếm hơn 50% toàn thị trường); là nhà bán lẻ hàng tiêu dùng, có chuỗi cửa hàng bách hóa đạt doanh số lớn nhất toàn quốc.

Triển vọng đầu tư:

**KQKD 9T.2025:** Doanh thu, LNST lần lượt đạt 113 nghìn tỷ đồng (+14% YoY), 4,989 tỷ đồng (+73% YoY), hoàn thành lần lượt 76% và vượt 3% kế hoạch năm.

- Chuỗi ICT-CE: Chuỗi TGDĐ và ĐMX ghi nhận doanh thu lần lượt đạt 76 nghìn tỷ đồng (+22.2% YoY), 15,972 tỷ đồng (+9.8% y/y), tăng trưởng này đến từ việc tối ưu hiệu quả hoạt động, đẩy mạnh mảng online và chiến lược tích hợp dịch vụ. Cuối Q3.2025, chuỗi ICT-CE có 3,031 cửa hàng (-130 cửa hàng YTD). MWG sẽ tiếp tục tối ưu các cửa hàng hiện hữu, tăng cường phát triển nhóm bán lẻ hàng gia dụng trong năm 2026
- Bách hóa Xanh: Doanh thu đạt 34 nghìn tỷ đồng (+14% YoY), mức tăng trưởng đến từ cả hai nhóm ngành hàng chính là thực phẩm tươi sống và FMCG. Tính đến hết tháng 9, MWG đã tăng tốc mở thêm 520 cửa hàng - trong đó, hơn 50% tập trung tại khu vực miền Trung. Các cửa hàng mới đều ghi nhận tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh dương ở cấp độ cửa hàng.

Triển vọng 2026:

- Chuỗi ICT-CE: tiếp tục cải thiện doanh thu/cửa hàng nhờ vào chiến lược tập trung vào chất lượng dịch vụ, cung cấp dịch vụ trọn đời cho sản phẩm, phát triển SuperApp – nền tảng đa dịch vụ
- Chuỗi BHX: tiếp tục mở rộng (1) tăng trưởng mạnh cả 2 kênh online và offline, (2) nâng cao chất lượng từng điểm bán cũ, (3) Kiểm soát chi phí vận hành, giảm tỷ lệ hủy hàng, giảm chi phí logistics, (4) Xu hướng người tiêu dùng ngày càng ưu tiên thực phẩm an toàn và rõ nguồn gốc sẽ là động lực chính để các chợ truyền thống nhường chỗ cho mô hình bán lẻ hiện đại.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro cạnh tranh; (2) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (3) Rủi ro đa dạng hóa kinh doanh ở nhiều chuỗi bán lẻ (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

| Năm                     | 2022    | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ VND)      | 133,405 | 118,280 | 134,341 | 154,712 | 174,823 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)     | 6,575   | 1,047   | 5,227   | 8,424   | 9,982   |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND) | 4,102   | 168     | 3,733   | 6,427   | 7,674   |
| EPS (VND)               | 2,810   | 115     | 2,546   | 4,386   | 5,237   |
| BPS (VND)               | 16,321  | 15,944  | 19,921  | 23,378  | 28,626  |
| OPM (%)                 | 4.9     | 0.9     | 3.9     | 5.4     | 5.7     |
| NPM (%)                 | 3.1     | 0.1     | 2.8     | 4.2     | 4.4     |
| ROE (%)                 | 18.5    | 0.7     | 14.5    | 18.6    | 18.2    |
| PER (x)                 | 29.8    | 729.2   | 33.1    | 18.8    | 15.8    |
| PBR (x)                 | 5.1     | 5.2     | 4.4     | 3.5     | 2.9     |
| EV/EBITDA (x)           | 10.6    | 28.6    | 20.7    | 15.5    | 13.2    |

# Ngành Thực phẩm và Đồ uống

## Động lực tăng trưởng từ làn sóng kích cầu



Nhi Nguyễn

 (84-28) 6299 - 8000

 [nhi.ntt@shinhan.com](mailto:nhi.ntt@shinhan.com)

## **Ngành Thực phẩm & Đồ uống: Động lực tăng trưởng từ làn sóng kích cầu**

### **1. Cập nhật 9T/2025: Giá cả tăng trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ sụt giảm**

Sản lượng tiêu thụ sụt giảm trên hầu hết các ngành hàng tại cả hai khu vực Thành thị và Nông thôn, trong đó Đồ uống là ngành ghi nhận sụt giảm nặng nhất.

### **2. Triển vọng năm 2026**

Ngành đường: Tuy sản lượng tăng trưởng tốt, giá đường giảm trong bối cảnh tiêu thụ đầu năm chững lại và tồn kho tăng lên.

Ngành bia: Sản lượng sản xuất bia phục hồi trong Quý 3, tăng thuế Tiêu thụ đặc biệt từ năm 2027 theo lộ trình 5%/năm.

Ngành sữa: Thị trường nội địa cho tín hiệu phục hồi và kỳ vọng giá bột sữa giảm hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận.

Ngành thịt: Thị trường giá heo biến động trong năm, nhu cầu dự báo tiếp tục tăng trưởng, đặc biệt đối với các sản phẩm chất lượng cao có thương hiệu.

### **3. Cơ hội đầu tư**

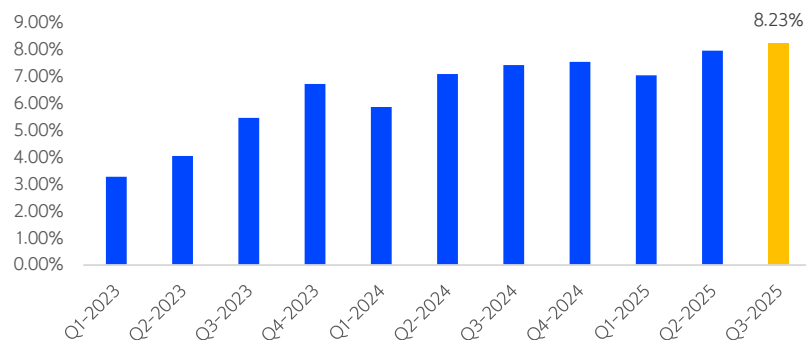
SAB, VNM & MSN

## Tổng kết tình hình kinh tế vĩ mô và thu nhập

Quý 3 tiếp tục ghi nhận tăng trưởng GDP ấn tượng là 8.23% YoY. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 10 tăng 3.25% YoY, trong đó nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 2.09% YoY. Trong kỳ 10 tháng năm 2025, CPI tăng 3.27% YoY, nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 3.18% YoY.

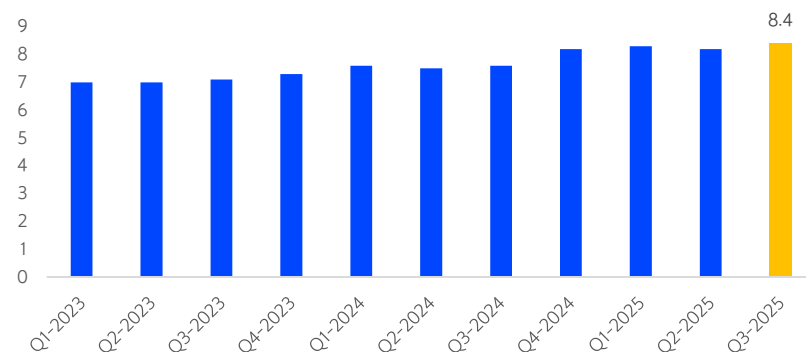
Thu thập bình quân đầu người trong Q3 tăng nhẹ so với quý trước, ở mức 8.4 triệu đồng/người, tỷ lệ thất nghiệp ở mức 2.22%. Nhìn chung, thu nhập bình quân Q3 tăng 124 nghìn đồng so với quý trước và tăng 748 nghìn đồng so với cùng kỳ năm 2024.

### Tăng trưởng GDP theo quý (% YoY)



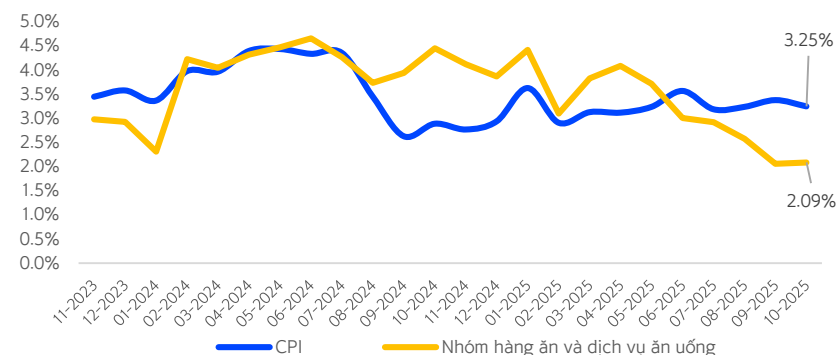
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Thu nhập bình quân của lao động cả nước (triệu đồng)



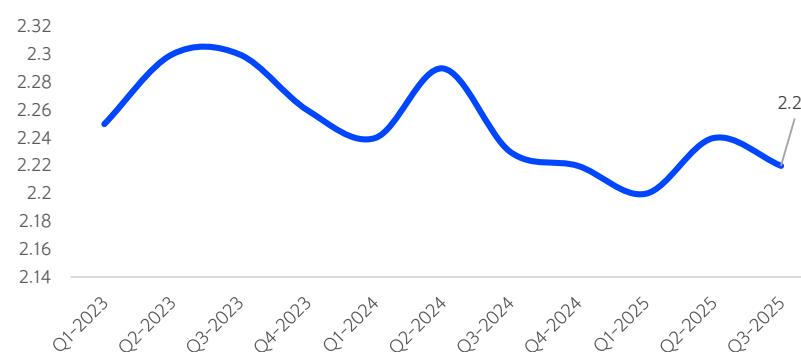
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng CPI theo tháng (YoY)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

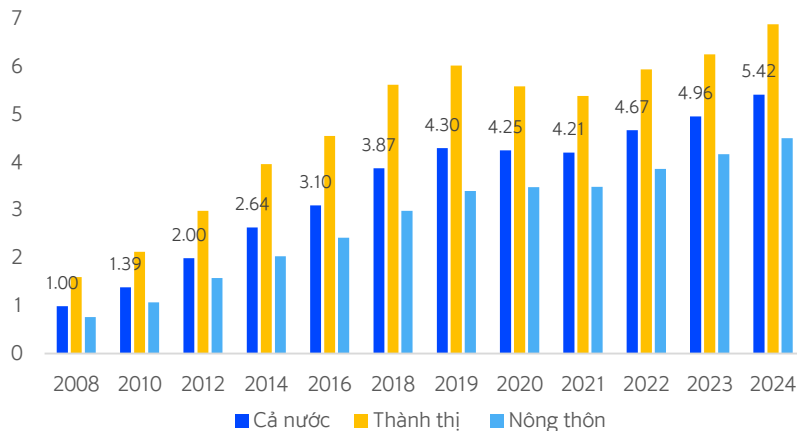
### Tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi lao động (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

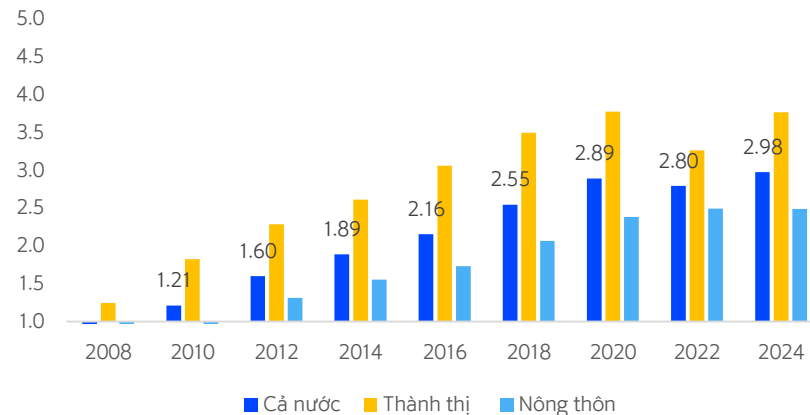
## Tổng kết tình hình mức sống và chi tiêu của dân cư

Thu nhập khả dụng bình quân của dân cư (triệu đồng/người/tháng)



Nguồn: Khảo sát mức sống dân cư (GSO), Shinhan Securities Vietnam

Chi tiêu bình quân của dân cư (triệu đồng/người/tháng)



Nguồn: Khảo sát mức sống dân cư (GSO), Shinhan Securities Vietnam

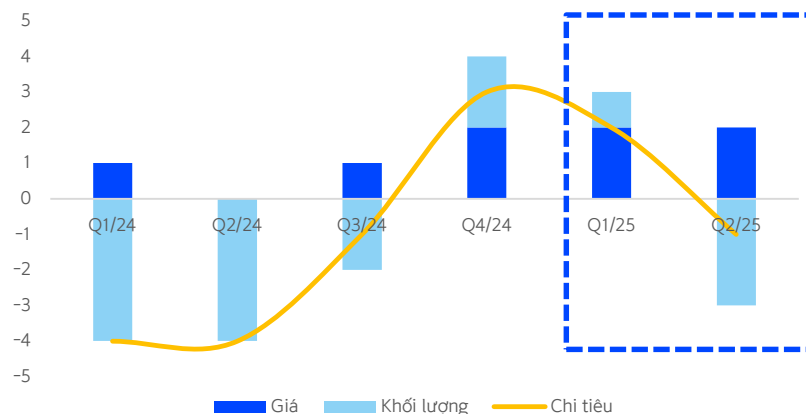
Thu nhập bình quân của người dân tiếp tục được cải thiện trong năm 2024. Theo đó, thu nhập bình quân đầu người cả nước là 5.42 triệu đồng/tháng, tuy nhiên chênh lệch giữa hai khu vực vẫn còn khá lớn – với khu vực thành thị gấp hơn 1.5 lần so với khu vực nông thôn (lần lượt là 6.89 triệu đồng và 4.51 triệu đồng).

Chi tiêu của người dân tăng trở lại trong năm 2024 và tăng chủ yếu ở khu vực thành thị. Chi tiêu bình quân 1 người trong 1 tháng trên cả nước đạt 2.98 triệu đồng, tăng 6.5% so với năm 2022. Chi tiêu bình quân 1 người 1 tháng ở khu vực thành thị đạt gần 3.8 triệu đồng (tăng 15.4% so với năm 2022), trong khi đó chi tiêu bình quân 1 người 1 tháng ở khu vực nông thôn không tăng, chỉ ở mức xấp xỉ 2.5 triệu đồng (giảm nhẹ 0.3% so với năm 2022).

Năm 2024, chi đời sống bình quân 1 người 1 tháng là 2.8 triệu đồng, chiếm 94.5% trong tổng chi tiêu hộ gia đình, tăng 5.5% so với năm 2022. Trong đó, chi cho ăn uống chiếm gần 50%.

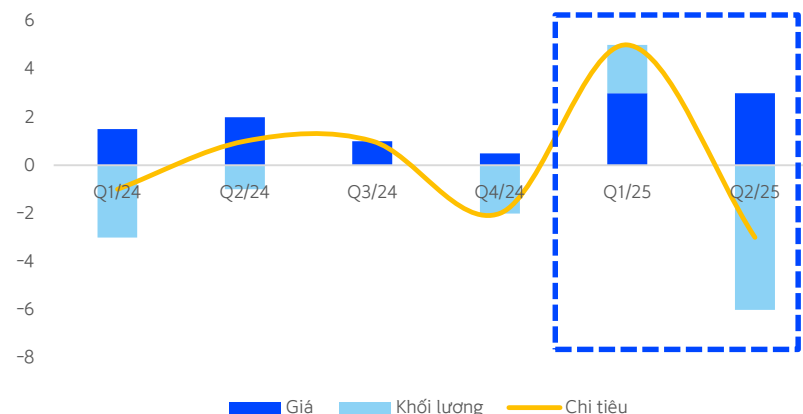
## Giá cả tăng trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ sụt giảm trên cả hai khu vực Thành thị và Nông thôn

Thay đổi chi tiêu FMCG Thành thị (% YoY)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

Thay đổi chi tiêu FMCG Nông thôn (% YoY)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

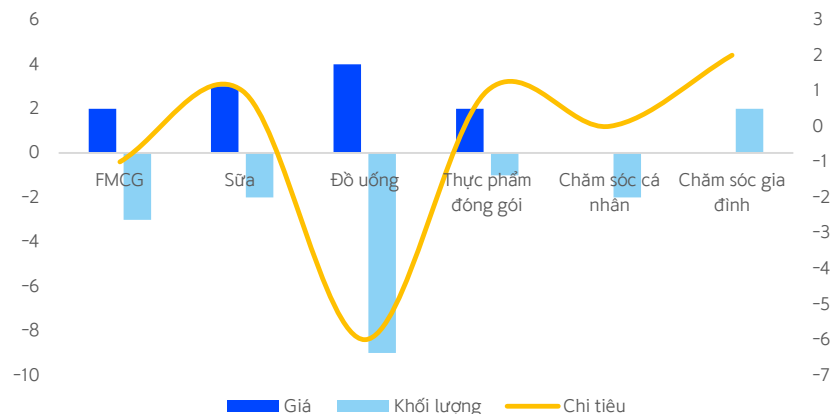
Khu vực thành thị chứng kiến mức sụt giảm lượng tiêu thụ trong Q2/25 sau hai quý liên tục ghi nhận hồi phục trước đó. Mức giảm lớn nhất ở mảng đồ uống, ngoại trừ lĩnh vực chăm sóc gia đình vẫn duy trì tăng trưởng ổn định. Phần lớn các ngành hàng ghi nhận tăng trưởng chi tiêu nhờ đóng góp từ giá cả tăng trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ sụt giảm. Ở khu vực nông thôn cũng trong xu hướng tương tự. Lo ngại ngày càng gia tăng của người tiêu dùng về chi phí và tài chính đang ảnh hưởng ngay cả đến các nhóm sản phẩm thiết yếu.

Xu hướng này phù hợp với kết quả kinh doanh ghi nhận được từ các doanh nghiệp trong ngành F&B, khi các doanh nghiệp lớn như VNM, SAB, QNS hay MCH đều ghi nhận doanh thu giảm trong Q2, một phần do ảnh hưởng bởi quy định mới về hóa đơn khiến nhiều đại lý tạm thời ngưng hoạt động và giảm mức tồn kho. Sang Q3, một số doanh nghiệp cho thấy sự phục hồi doanh thu như VNM, vì vậy chúng tôi kỳ vọng ảnh hưởng của quy định mới chỉ mang tính ngắn hạn. Về trung dài hạn, sự phục hồi tiêu dùng, ảnh hưởng của hiệu ứng tài sản (giá BĐS, giá vàng tăng) làm gia tăng thu nhập khả dụng, đẩy mạnh du lịch cũng như các chính sách hỗ trợ từ phía chính phủ sẽ là yếu tố hỗ trợ cho tăng trưởng ngành.



## Đồ uống là ngành ghi nhận sự sụt giảm mạnh nhất

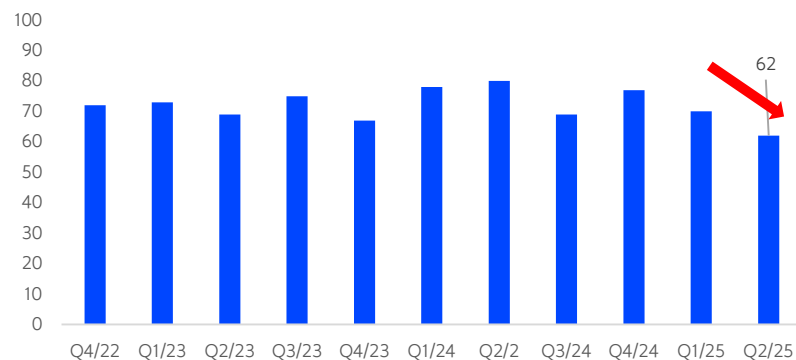
Thay đổi chỉ tiêu theo ngành hàng ở Thành thị trong Q2 (% YoY)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

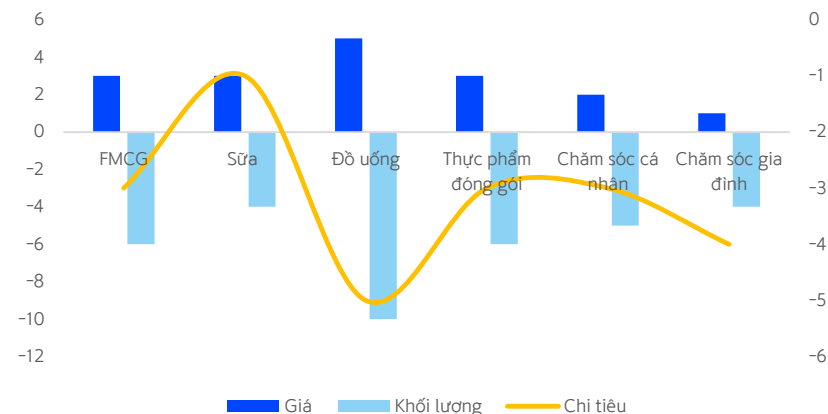
## Niềm tin người tiêu dùng tiếp tục sụt giảm trong Quý 2

Khảo sát niềm tin của người tiêu dùng (trên thang 100 điểm)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

Thay đổi chỉ tiêu theo ngành hàng ở Nông thôn trong Q2 (% YoY)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

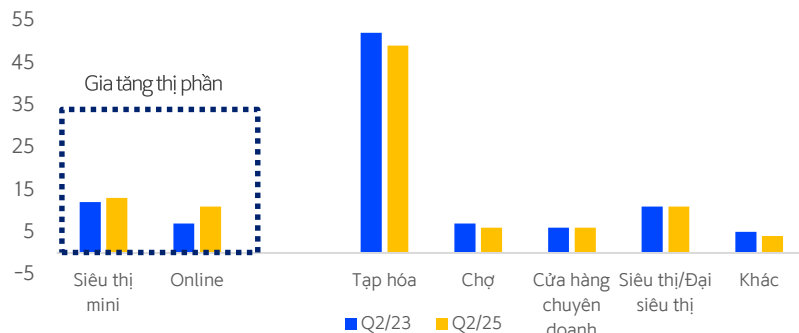
Dữ liệu khảo sát cho thấy niềm tin người tiêu dùng tiếp tục sụt giảm về mức thấp nhất kể từ sau COVID. Đây là một chỉ báo quan trọng trong đo lường và dự báo sức mua.

Những nguyên nhân gây ảnh hưởng đến tâm lý người tiêu dùng là những biến động về kinh tế và chính trị của vĩ mô thế giới, cũng như lo ngại về chất lượng phát sinh từ các vụ triệt phá hàng giả, hàng kém chất lượng.



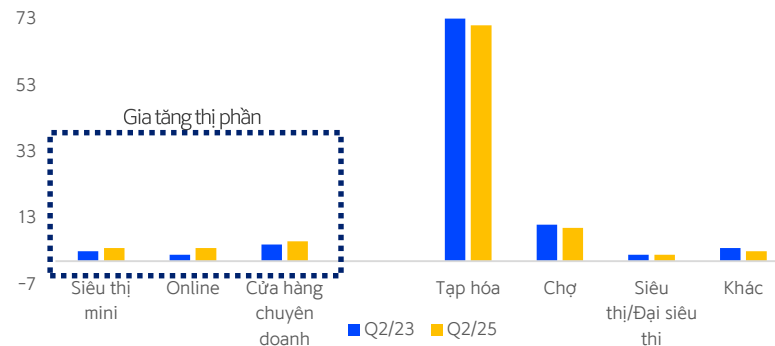
## Dịch chuyển thị phần từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại như một xu hướng tất yếu

### Cấu trúc kênh phân phối ở Thành thị



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

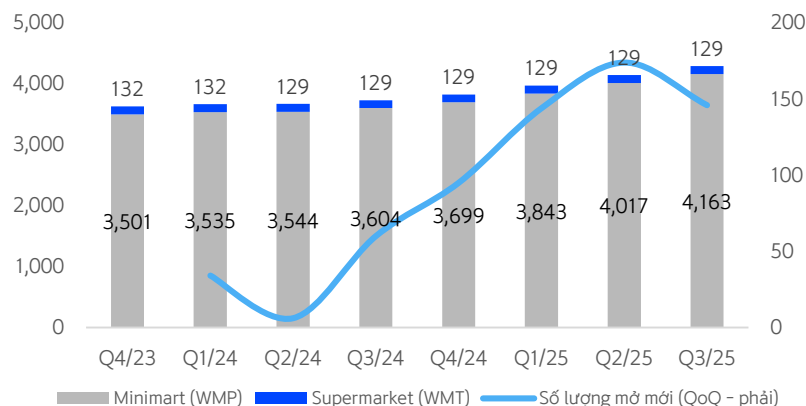
### Cấu trúc kênh phân phối ở Nông thôn



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

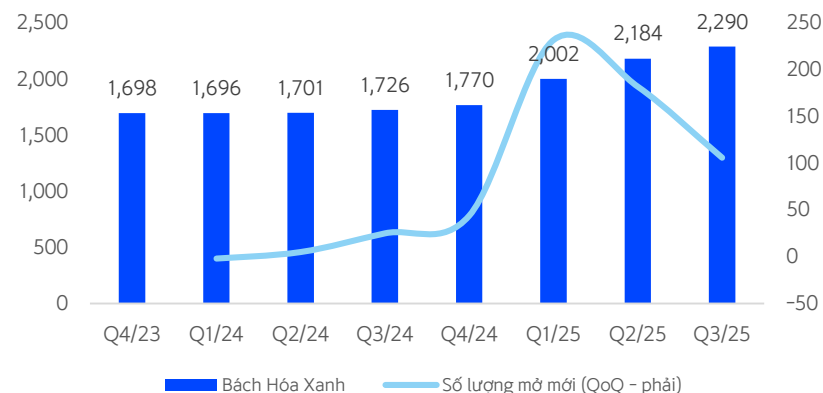
Các hệ thống bán lẻ như WinCommerce (WCM) và Bách Hóa Xanh (BHX) đều đẩy nhanh tốc độ mở mới trong năm, với số lượng cửa hàng mở mới lũy kế tính đến hết Q3 đạt lần lượt 464 và 520 cửa hàng, tăng mạnh so với cùng kỳ. Doanh thu các chuỗi cũng đạt mức tăng trưởng tốt trong Q3, với DT WCM đạt 10.54 nghìn tỷ đồng (+22.6% YoY), và DT chuỗi BHX đạt 34.4 nghìn tỷ đồng (+14% YoY).

### Số lượng cửa hàng WinCommerce



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

### Số lượng cửa hàng Bách Hóa Xanh



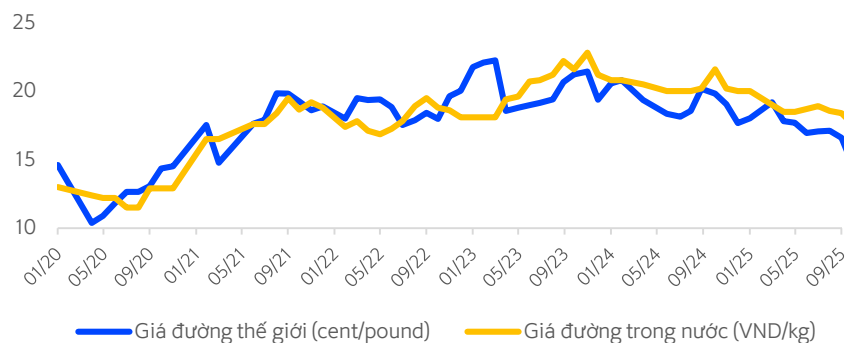
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Các chính sách và tác động

| Chính sách                                                                                                                                                                                                                                           | Tình trạng/Hiệu lực                              | Tác động                                                                                                                                                                                                                                       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nghị định 174/2025/NĐ-CP:<br>Tiếp tục duy trì mức thuế VAT 8%                                                                                                                                                                                        | Hiệu lực đến hết 2026                            | Giảm giá hàng hóa dịch vụ, kích thích tiêu dùng, đặc biệt với các mặt hàng có mức độ nhạy cảm về giá cao.                                                                                                                                      |
| Tăng cường thanh tra, kiểm soát hàng giả, hàng kém chất lượng                                                                                                                                                                                        | Đang tiến hành                                   | Tăng mức độ minh bạch thị trường, gia tăng niềm tin của người tiêu dùng, tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng.                                                                                                                                  |
| Nghị quyết 110/2025/UBTVQH15 nâng mức giảm trừ đối với thuế Thu nhập cá nhân (TNCN)<br>- Nâng mức giảm trừ gia cảnh lên 15.5 triệu đồng/tháng<br>- Nâng mức giảm trừ đối với người phụ thuộc lên 6.2 triệu đồng/tháng                                | Hiệu lực từ ngày 1/1/2026                        | Giảm gánh nặng thuế, tăng thu nhập khả dụng và kích thích tiêu dùng.                                                                                                                                                                           |
| Đề xuất rút gọn biểu thuế TNCN từ 7 bậc xuống 5 bậc, và điều chỉnh ngưỡng tính thuế của từng bậc                                                                                                                                                     | Bộ Tài chính trình Quốc Hội xem xét trong kỳ họp | Giúp việc tính thuế đơn giản, minh bạch hơn, phản ánh đúng năng lực của người lao động.<br>Giảm gánh nặng thuế, tăng thu nhập khả dụng và kích thích tiêu dùng.                                                                                |
| Nghị quyết 198/2025/QH15:<br>Chuyển đổi thuế khoán sang thuế theo phương pháp kê khai đối với hộ kinh doanh cá thể.                                                                                                                                  | Hiệu lực từ 1/1/2026                             | Về dài hạn giúp chuẩn hóa và minh bạch hóa thị trường cũng như trong việc kê khai thuế.                                                                                                                                                        |
| Nghị định 70/2025/NĐ-CP:<br>Hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh có doanh thu hằng năm trên 1 tỷ VND phải sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền.                                                                                            | Hiệu lực từ 1/6/2025                             | Tuy nhiên trong giai đoạn chuyển đổi có thể gây ra một số tắc nghẽn về ngắn hạn, một số hộ kinh doanh tạm ngưng hoạt động do lo sợ phải nộp thuế cao hơn hay bị truy thu thuế.                                                                 |
| Lệnh thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) 2025:<br>- Thuế TTĐB đối với bia sẽ tăng từ mức hiện tại là 65% lên 70% vào 2027, sau đó tăng đều 5% mỗi năm cho đến 90% vào 2031.<br>- Nước giải khát có đường bắt đầu chịu thuế TTĐB 8% từ 2027 và 10% từ 2028. | Hiệu lực từ 1/1/2027                             | Bản chất là thuế gián thu nên thường phần tăng thuế sẽ được chuyển cho người tiêu dùng thông qua việc tăng giá bán. Vì vậy có thể ảnh hưởng đến cầu nếu người tiêu dùng nhạy cảm về giá hoặc thắt chặt chi tiêu (đối với mặt hàng bị áp thuế). |

## Giá đường thế giới và giá đường trong nước đều giảm so với đầu năm

Diễn biến giá đường



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

\*Tham chiếu giá đường trong nước là giá đường RS An Khê kho nhà máy

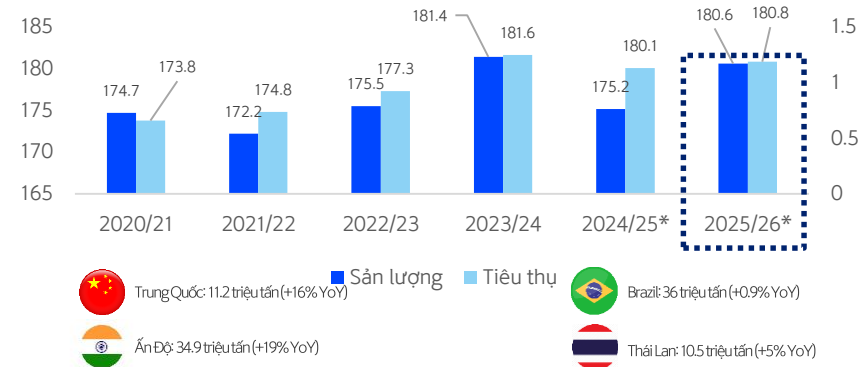
\*Tham chiếu giá đường thế giới là hợp đồng Sugar No 11 trên sàn ICE

Giá đường thế giới giảm khoảng 18% tính từ đầu năm, nguyên nhân đến từ tăng sản lượng dự phóng ở các quốc gia xuất khẩu đường chủ lực như Brazil, Thái Lan và Ấn Độ cũng như lo ngại về nhu cầu tiêu thụ trước biến động bất ổn của tình hình kinh tế thế giới, đặc biệt là dưới ảnh hưởng của chính sách thuế Hoa Kỳ.

Giá đường trong nước cũng chung xu hướng giảm trong bối cảnh lượng hàng tồn kho còn cao và giao dịch khá trầm lắng, chịu ảnh hưởng thêm bởi việc các công ty sản xuất nước giải khát chuyển dịch sang sử dụng đường lỏng siro ngô (HFCS). Nghị định 70 quy định về hóa đơn và thuế là một yếu tố ảnh hưởng đến các nhà bán lẻ (kể cả trong lĩnh vực F&B), làm giảm lượng trữ hàng tại các đại lý và đường tiểu ngạch về nhiều là các yếu tố góp phần làm giao dịch đường khá trầm lắng.

Dự báo của Hiệp hội Đường Thế giới (ISO) về niên vụ 2025/26 ước tính thâm hụt ở mức 0.231 triệu tấn (niên vụ trước đó là 4.88 triệu tấn); trong đó lượng sản xuất được dự báo tăng lên 180.6 triệu tấn nhờ tăng sản lượng tại Thái Lan, Ấn Độ và Pakistan; còn tiêu thụ ở mức 180.8 triệu tấn. Như vậy, dự phóng sản lượng tăng trong bối cảnh nhu cầu không tăng mạnh cho thấy có ít động lực tăng giá cho giá đường thế giới trong năm 2026.

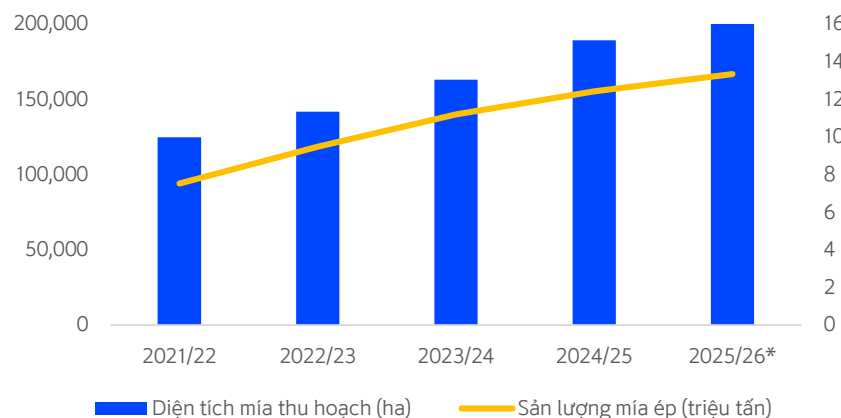
Ước tính sản lượng và tiêu thụ đường toàn cầu (triệu tấn) và dự phóng sản lượng niên vụ 2025/26 của một số nước



Nguồn: ISO, Shinhan Securities Vietnam

## Về mặt sản xuất, diện tích canh tác và sản lượng cải thiện mạnh qua các niên vụ

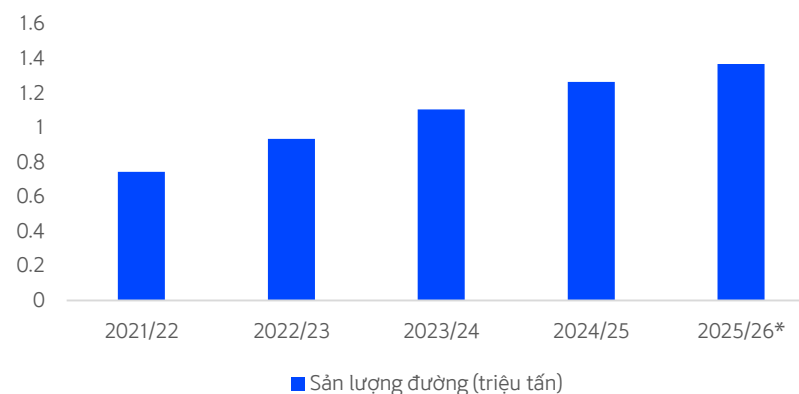
### Diện tích trồng (trái) và sản lượng mía theo niên vụ (phải)



Nguồn: VSSA, Shinhan Securities Vietnam

\*VSSA: Hiệp hội Mía đường Việt Nam

### Sản lượng đường theo niên vụ



Nguồn: VSSA, Shinhan Securities Vietnam

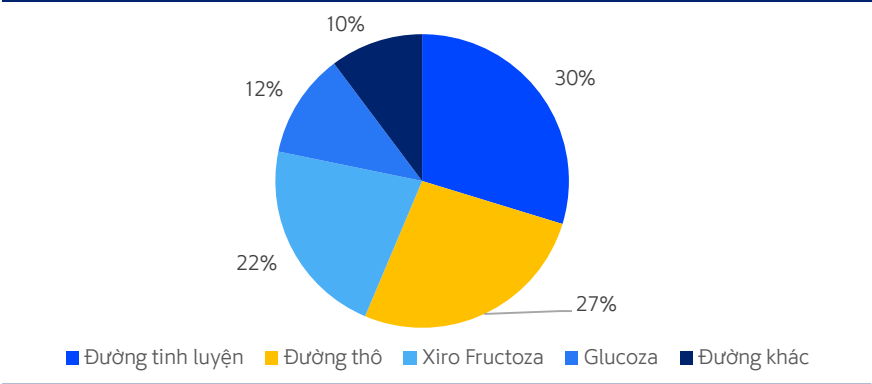
Kể từ khi áp dụng các biện pháp phòng vệ vào năm 2021, ngành mía đường đã ghi nhận sự hồi sinh đáng kể. Diện tích vùng trồng mía không ngừng được cải thiện qua các niên vụ, kéo theo đó là sản lượng mía ép. Kết quả là sản lượng đường cũng tăng trưởng nhanh chóng với CAGR 13% trong giai đoạn 5 năm qua, năng suất mía cũng được cải thiện đáng kể.

Niên vụ 2024/25 đã kết thúc vào tháng 6/2025 với kết quả ghi nhận tích cực. Về nguồn cung, diện tích mía thu hoạch lên tới 189,360 hecta, sản lượng mía ép đạt 12.43 triệu tấn (+16.2% YoY), thành phẩm 1.26 triệu tấn đường (+14.3% YoY), chỉ số chữ đường (CCS) bình quân đạt 10.19%, tăng 3% so với niên vụ trước. Giá thu mua mía tại ruộng dao động từ 1.2 – 1.3 triệu đồng/tấn, đảm bảo biên lợi nhuận cho người nông dân và tạo điều kiện mở rộng diện tích canh tác mía. Bước vào niên vụ 2025/2026, dự kiến sẽ sản xuất 201,287 ha mía (+6% YoY), chế biến 13.34 triệu tấn mía và sản xuất 1.37 triệu tấn đường (+8% YoY).

Nhập khẩu 9 tháng đầu năm giảm trong bối cảnh tồn kho dồi dào

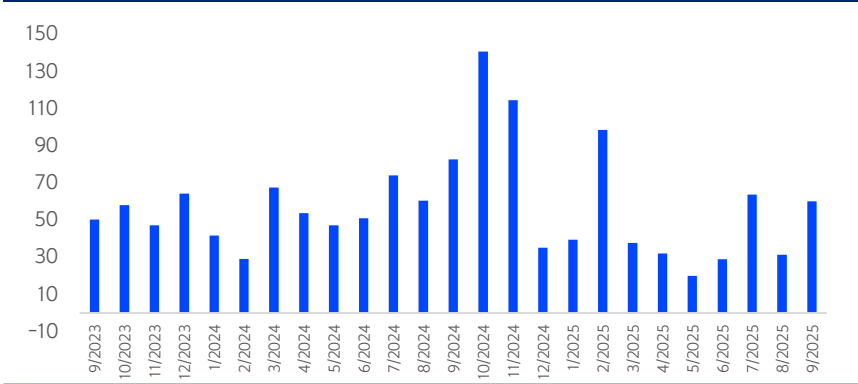
Nhập khẩu đường ghi nhận xu hướng dịch chuyển sang đường tinh luyện trong 9 tháng đầu năm. Dù vậy, xét trên tổng sản lượng nhập khẩu thì mỗi tháng hầu như đều thấp hơn so với cùng kỳ do lượng đường tồn kho nội địa năm nay tương đối dồi dào. Tổng lượng đường thô và đường tinh luyện trong 9 tháng đạt khoảng 417 nghìn tấn, giảm 13% so với cùng kỳ năm ngoái.

Cơ cấu đường nhập khẩu theo chủng loại 9T/2025



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng đường thô và đường tinh luyện nhập khẩu chính ngạch (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

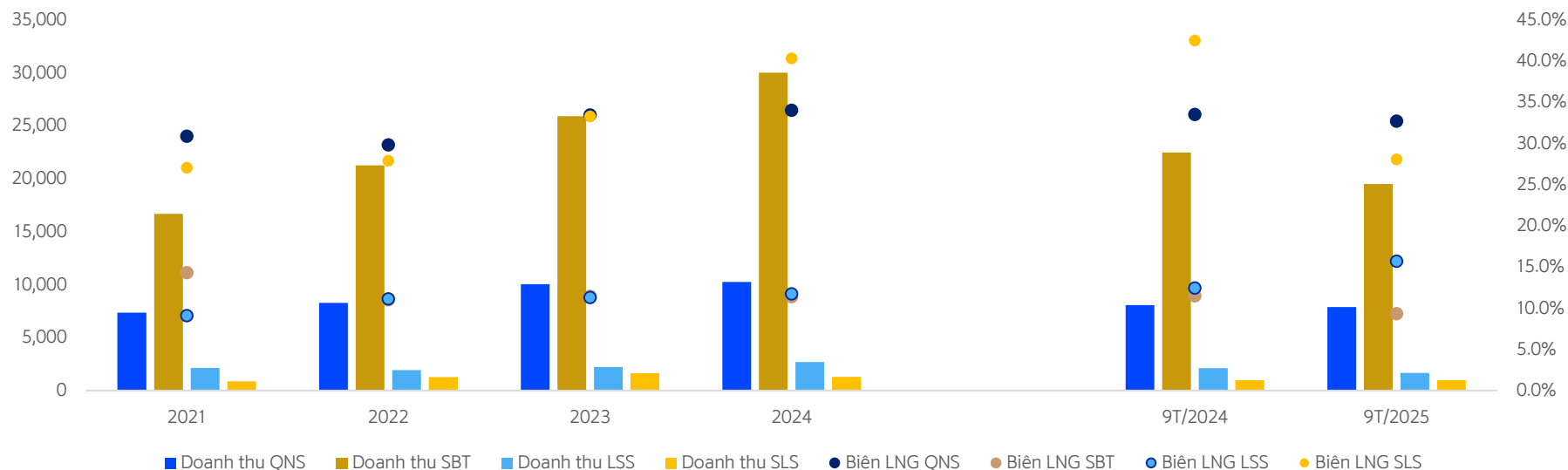
Tiến hành rà soát, kiến nghị tiếp tục thực hiện thuế Chống bán phá giá, chống trợ cấp đối với đường Thái Lan

Nhằm bảo hộ ngành sản xuất trong nước, từ ngày 16/6/2021, Bộ Công Thương ban hành quyết định áp thuế chống bán phá giá là 42.99% và thuế chống trợ cấp là 4.65% đối với đường Thái Lan, hiệu lực đến tháng 6/2026. Ngoài ra, nếu đường nhập khẩu từ Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar có sử dụng nguyên liệu đường Thái Lan cũng sẽ bị áp mức thuế tương tự (bắt đầu từ 2022).

Ngày 13/06/2025, Bộ Công Thương đã ra quyết định rà soát việc áp thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp đối với đường mía, thời hạn rà soát tối đa 9 tháng kể từ ngày ra quyết định. Như vậy khoảng tháng 3 năm sau sẽ công bố kết quả có gia hạn tiếp hay không.

## Các doanh nghiệp ngành đường ghi nhận kết quả kém tích cực 9 tháng đầu năm

Cập nhật KQKD các công ty đường niêm yết trong 9T/2025 (tỷ đồng)



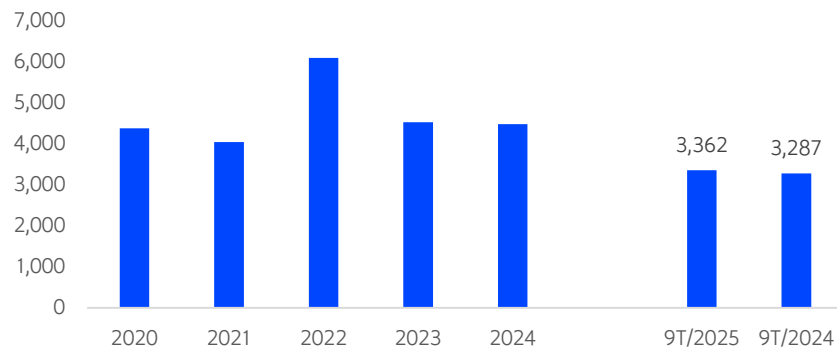
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Do ảnh hưởng bất lợi từ giá đường giảm, các doanh nghiệp sản xuất và phân phối đường đều ghi nhận doanh thu sụt giảm trong 9 tháng đầu năm 2025 cũng như sự sụt giảm trong biên lợi nhuận gộp (ngoại trừ LSS).

Ông lớn ngành mía đường SBT ghi nhận doanh thu 9T/2025 sụt giảm 13%. Mảng đường của QNS cũng tương tự, tuy nhiên được bù đắp bởi mảng sữa đậu nành tăng trưởng nên nhìn chung doanh thu của QNS chỉ giảm 2.4% trong 3 quý đầu năm 2025.

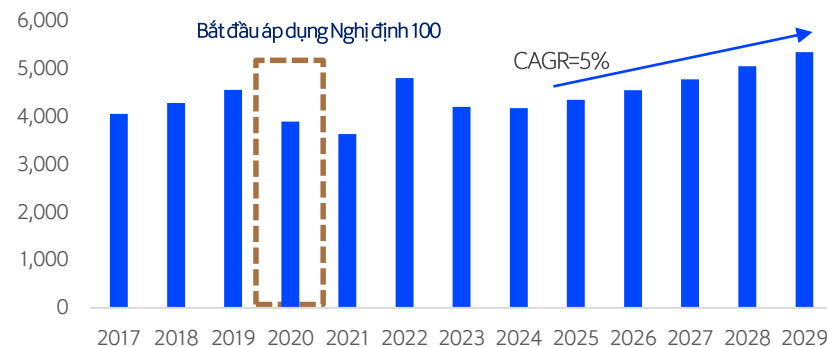
## Sản lượng sản xuất bia phục hồi trong Quý 3/2025

Lượng sản xuất bia qua các năm (triệu lít)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Lượng tiêu thụ bia qua các năm (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng tiêu thụ bia sụt giảm nhẹ trong năm 2024, cho thấy bối cảnh ngành vẫn đang còn nhiều khó khăn, thách thức làm hạn chế tiềm năng tăng trưởng của ngành. Mặt khác, bia là mặt hàng không được hỗ trợ giảm 2% VAT, nên chính sách giảm VAT của chính phủ cũng không có tác dụng hỗ trợ cho ngành. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ vẫn được dự báo tăng trưởng với CAGR 5% trong giai đoạn 2025-2029 (theo Euromonitor) dựa trên kỳ vọng tiêu dùng nội địa phục hồi và người tiêu dùng gia tăng chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu. Mặt khác, hành vi tiêu dùng cũng đang điều chỉnh để thích nghi dần với các quy định mới, với việc người tiêu dùng sử dụng các ứng dụng di chuyển như XanhSM, Grab khi tham gia các bữa tiệc, liên hoan.

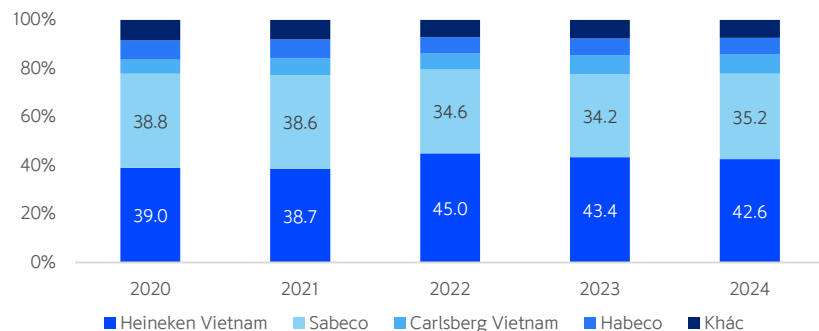
Số liệu sản xuất từ GSO ghi nhận xu hướng tương tự tiêu thụ qua các năm. Sản lượng sản xuất bia cho thấy sự phục hồi trong Quý 3 và đạt 1,230 triệu lít (+9% YoY). Nhờ đó, sản lượng bia lũy kế 9 tháng tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ, đạt 3,362 triệu lít (+2.3% YoY).

## Kênh Off-trade ngày càng chiếm vai trò quan trọng trong hệ thống phân phối

Theo thống kê từ Euromonitor, Sabeco giành thêm được thị phần trong năm 2024. Trong năm 2024, Sabeco đã cho ra mắt sản phẩm mới là 333 Pilsner, phiên bản nhẹ và êm hơn của thương hiệu 333 quen thuộc. Trong năm 2025, SAB cũng cho ra mắt phiên bản Saigon chill dung tích 250 ml, mang đến nhiều sự lựa chọn hơn cho người tiêu dùng, đặc biệt đối với những đối tượng quan tâm nhiều về giá cả.

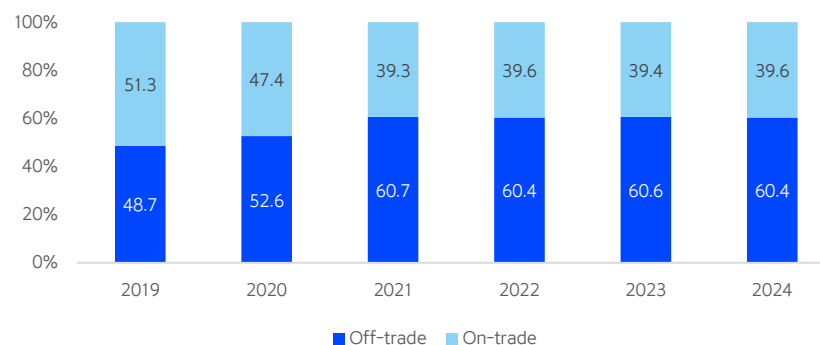
Heineken vẫn giữ vị trí dẫn đầu thị phần nhờ danh mục sản phẩm đa dạng bao gồm Heineken, Tiger và Larue. Heineken cũng định vị mình là thương hiệu gắn với gen Z thông qua nhiều chiến dịch quảng bá như Heineken Silver Night ở Hồ Chí Minh, Hà Nội, Hải Phòng, Đà Nẵng và Vũng Tàu. Đây cũng là đơn vị tiên phong cho ra mắt dung tích 250 ml với nhãn hiệu Heineken Silver.

### Thị phần bia qua các năm (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

### Cấu trúc kênh phân phối (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Giãn cách xã hội và các biện pháp xử lý vi phạm về tiêu thụ cồn khi tham gia giao thông đã làm thay đổi thói quen tiêu dùng, với tỷ trọng phân phối qua kênh Off-trade (kênh bán lẻ như tạp hóa, cửa hàng, siêu thị, e-commerce...) ngày càng mở rộng và chiếm ưu thế. Đặc biệt là kênh thương mại điện tử e-commerce ghi nhận tăng trưởng cao nhất, nhờ sự bùng nổ của các nền tảng thương mại như Shopee hay Lazada.



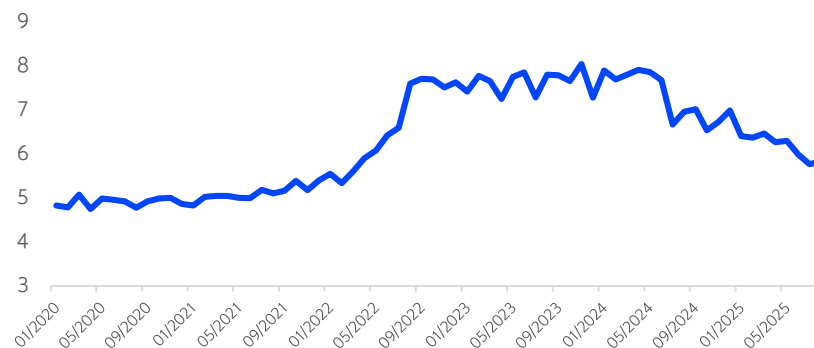
## Giá nguyên vật liệu diễn biến trái chiều

Giá Nhôm (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Giá Malt đại mạch (USD/bushel)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Giá các nguyên vật liệu diễn biến trái chiều trong năm. Trong khi giá malt giảm – một yếu tố hỗ trợ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp trong kỳ của các doanh nghiệp sản xuất bia thì giá nhôm lại tương đối biến động. Hai nguyên liệu này chiếm khoảng 50% trong chi phí sản xuất.

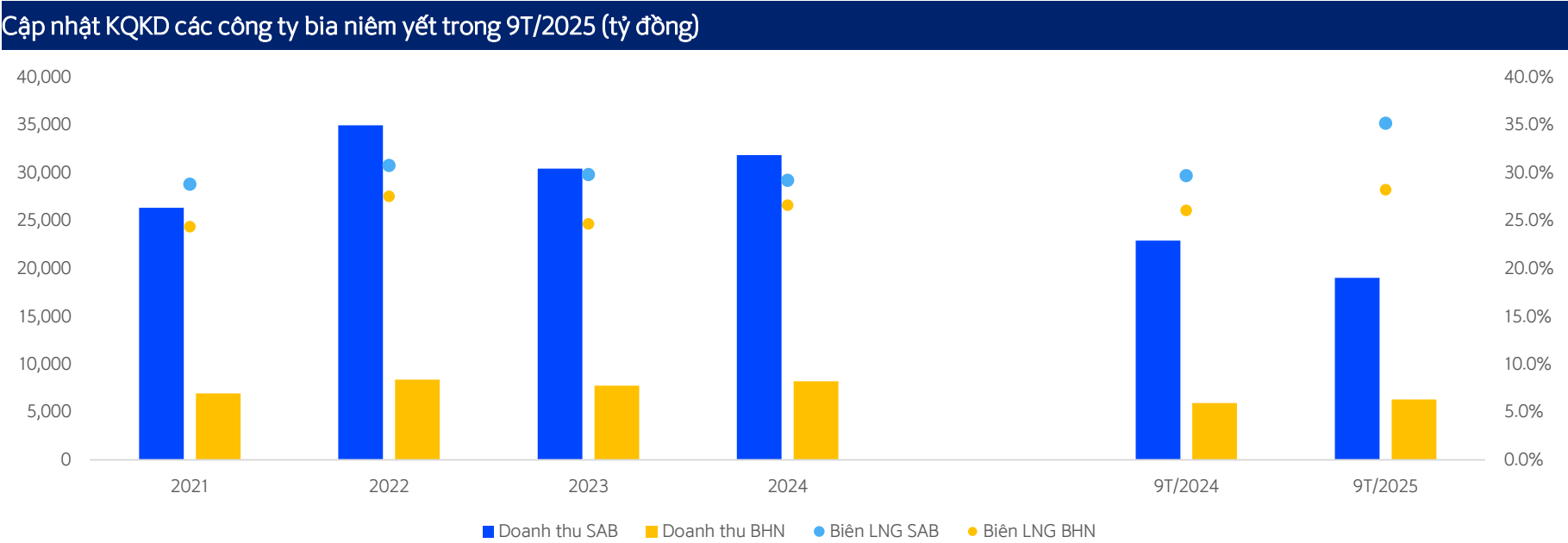
Giá nhôm sụt giảm mạnh trong tháng 4 do ảnh hưởng bởi thông tin thuế quan, về vùng đáy dưới 2,400 USD/tấn. Tuy nhiên, giá malt hàng này đã tăng trở lại kể từ tháng 5 trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung, tăng nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc, đặc biệt là khi các nhà máy luyện nhôm tại Trung Quốc – nước chiếm hơn một nửa sản lượng thế giới đang chạm giới hạn công suất do chính phủ quy định.

Phụ lục: Mức phạt vi phạm nồng độ cồn theo Nghị định 168/2024/NĐ-CP

|        | Mức nồng độ cồn                                        | Mức phạt                           |
|--------|--------------------------------------------------------|------------------------------------|
| Ô tô   | < 50 mg/100 ml máu hoặc < 0.25 mg/lít khí thở          | 6-8 triệu đồng, trừ 6 điểm GPLX    |
|        | 50 tới 80 mg/100 ml máu hoặc 0.25 - 0.4 mg/lít khí thở | 18-20 triệu đồng, trừ 10 điểm GPLX |
|        | > 80 mg/100 ml máu hoặc > 0.4 mg/lít khí thở           | 30-40 triệu đồng, trừ 12 điểm GPLX |
| Xe máy | < 50 mg/100 ml máu hoặc < 0.25 mg/lít khí thở          | 2-3 triệu đồng, trừ 6 điểm GPLX    |
|        | 50 tới 80 mg/100 ml máu hoặc 0.25 - 0.4 mg/lít khí thở | 4-5 triệu đồng, trừ 10 điểm GPLX   |
|        | > 80 mg/100 ml máu hoặc > 0.4 mg/lít khí thở           | 6-8 triệu đồng, trừ 12 điểm GPLX   |

Phụ lục: Lộ trình tăng thuế Tiêu thụ đặc biệt theo Luật thuế Tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) 2025

| Mặt hàng                                     | Thuế suất hiện hành | Lộ trình                                                         |
|----------------------------------------------|---------------------|------------------------------------------------------------------|
| Rượu từ 20 độ trở lên                        | 65%                 | Tăng từ 70% lên 90% trong giai đoạn 2027-2031 (mỗi năm tăng 5%). |
| Rượu dưới 20 độ                              | 35%                 | Tăng từ 40% lên 60% trong giai đoạn 2027-2031 (mỗi năm tăng 5%). |
| Bia                                          | 65%                 | Tăng từ 70% lên 90% trong giai đoạn 2027-2031 (mỗi năm tăng 5%). |
| Nước giải khát hàm lượng đường trên 5g/100ml | Không áp dụng       | 8% từ năm 2027, 10% từ năm 2028.                                 |



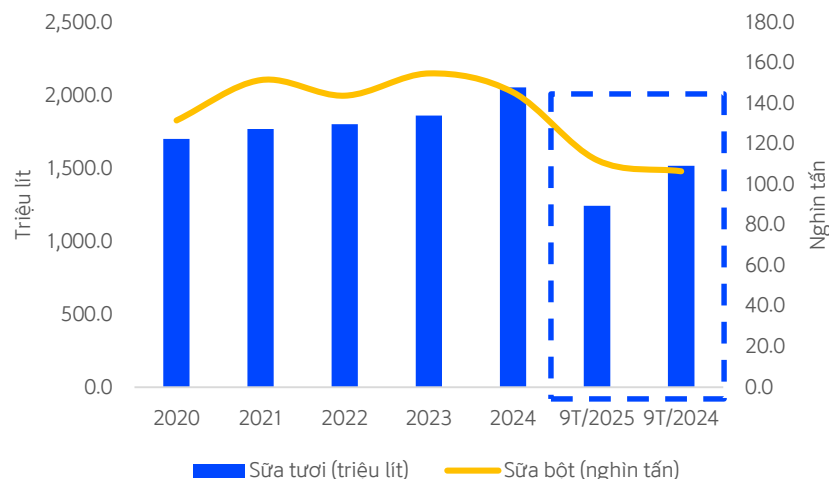
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong số 2 doanh nghiệp bia niêm yết mà chúng tôi thống kê, SAB ghi nhận doanh thu sụt giảm gần 17% trong 9 tháng đầu năm 2025 do tác động từ việc tính toán lại thuế TTĐB sau hợp nhất với Sabibeco với tư cách là công ty con thay vì công ty liên kết như trước đây. Tuy doanh thu giảm nhưng biên LNG cải thiện, một phần do sử dụng hết nguồn tồn kho đại mạch giá cao và tác động của việc hợp nhất.

Trái chiều, BHN ghi nhận doanh thu tăng trưởng 6.3%, và biên lợi nhuận cũng trong xu hướng cải thiện so với cùng kỳ nhờ giá nguyên vật liệu trong kỳ hạ nhiệt.

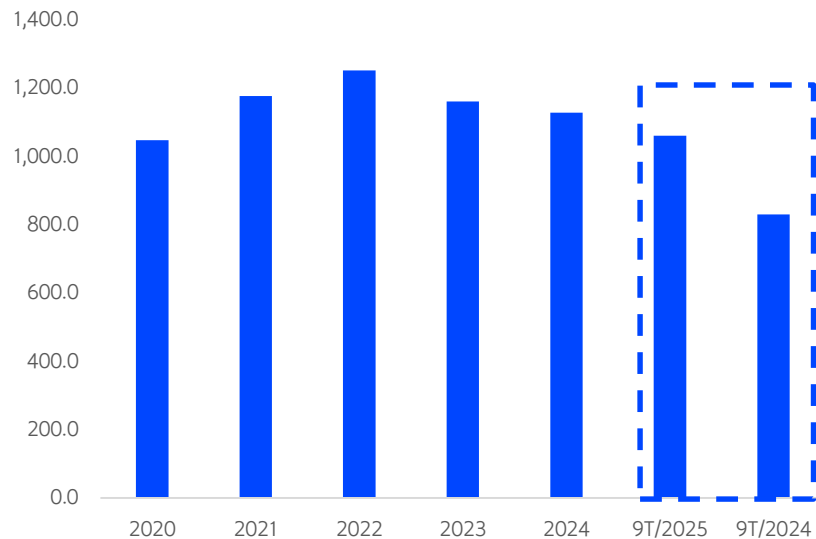
## Sản lượng nhập khẩu tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm để bù đắp cho lượng sản xuất sụt giảm

### Sản lượng sữa sản xuất



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Giá trị nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa (triệu USD)



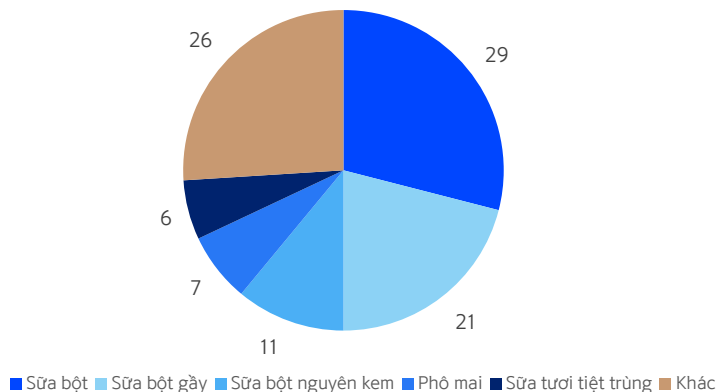
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Lũy kế 9 tháng đầu năm, lượng sữa tươi sản xuất sụt giảm mạnh so với cùng kỳ, chỉ đạt 1,243 triệu lít (-18.1% YoY), vì vậy nên các doanh nghiệp đã phải tăng nhập khẩu để bù đắp cho sản lượng sụt giảm, với giá trị nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa tăng trưởng 28% YoY, một phần do lo ngại về thuế quan cùng môi trường chính trị thế giới bất ổn khiến các doanh nghiệp đẩy mạnh tích trữ hàng tồn kho.

Sản lượng sụt giảm trong bối cảnh tổng đàn bò sữa sụt giảm mạnh trên cả nước, với tổng đàn hiện nay khoảng 326,000 con, riêng TP. HCM có 37,300 con, ghi nhận mức sụt giảm nghiêm trọng nhất.

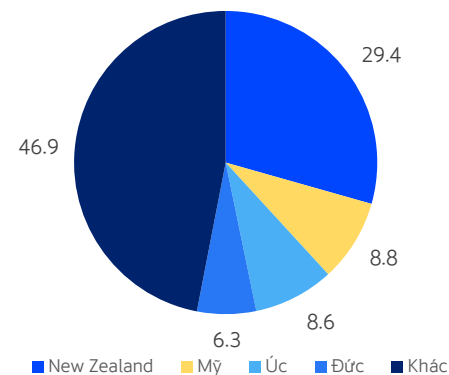
## Cơ cấu nhập khẩu 9 tháng đầu năm

Cơ cấu nhập khẩu theo chủng loại 8T/2025 (%)



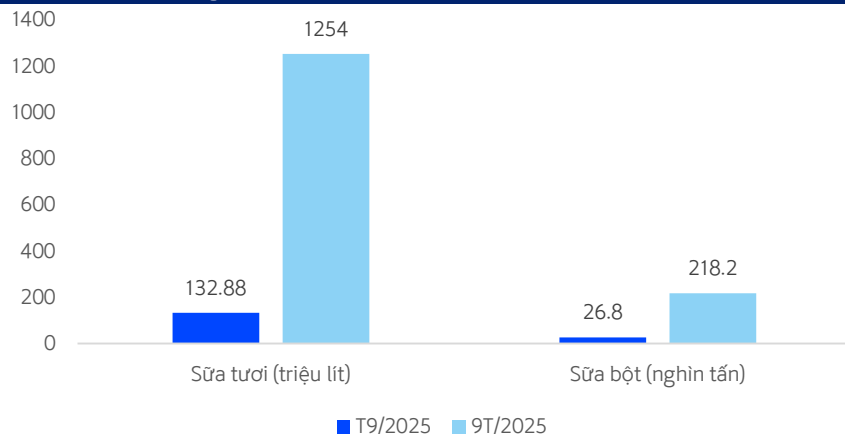
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Các thị trường nhập khẩu chính trong 9T/2025 (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

## Tiêu thụ sữa trong nước



Nguồn: Hiệp hội Sữa Việt Nam (VDA), Shinhan Securities Vietnam

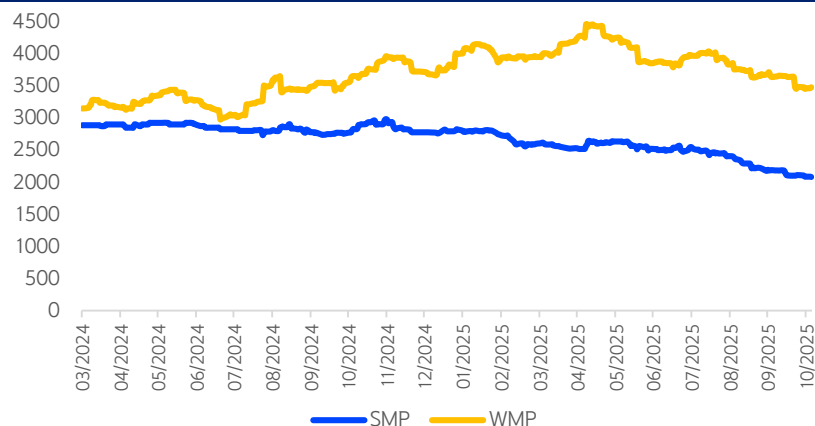
New Zealand vẫn là nước đi đầu về nhập khẩu sữa với tỷ trọng gần 30% trong 9 tháng đầu năm. Xét theo chủng loại, các mặt hàng sữa bột, sữa bột gầy và sữa bột nguyên kem đều ghi nhận mức tăng trưởng tốt trong 8 tháng đầu năm, đạt lần lượt +32.6%, +25.6% và +74.8%.

Trong tháng 9/2025, tiêu thụ sữa tươi của cả nước ước đạt 132.8 triệu lít về khối lượng và đạt 4,611 tỷ đồng về trị giá, tương ứng mức giảm 3.2% về khối lượng nhưng tăng 39.4% về trị giá so với tháng 8 trước đó. Lũy kế 9 tháng, tiêu thụ sữa tươi đạt 1,252 triệu lít và đạt 35,220 tỷ đồng. Tiêu thụ sữa bột ước đạt 26.8 nghìn tấn và đạt 1,743 tỷ đồng về trị giá, tương ứng giảm 3.4% về lượng và giảm 3.9% về trị giá so với tháng 8/2025. Lũy kế 9 tháng 2025, tiêu thụ sữa bột cả nước ước đạt 218.2 nghìn tấn và đạt 12,929 tỷ đồng.

## Thị trường sữa ước tính tăng trưởng với CAGR 2% trong giai đoạn 2025–2030

Theo Euromonitor, doanh số thị trường sữa Việt Nam 2025 ước đạt 151,710 tỷ đồng, trong đó phân khúc sữa chiếm tỷ trọng lớn nhất 72%, theo sau là sữa & đồ ăn trẻ em và sữa thực vật, chiếm lần lượt 24% và 4%. Quy mô thị trường được dự báo tăng trưởng với CAGR 2% trong giai đoạn 2025–2030, trong đó Sữa được dự báo tăng trưởng mạnh nhất với tốc độ tăng trưởng kép bình quân 2.2%/năm. Xu hướng mới trong tiêu dùng là ngày càng quan tâm đến sức khỏe và an toàn thực phẩm. Các doanh nghiệp như VNM hay IDP đều nắm bắt rõ nhu cầu này và đưa ra nhiều sản phẩm mới nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu của thị trường, thông qua các sản phẩm giảm đường hay tích hợp thêm các lợi ích sức khỏe khác.

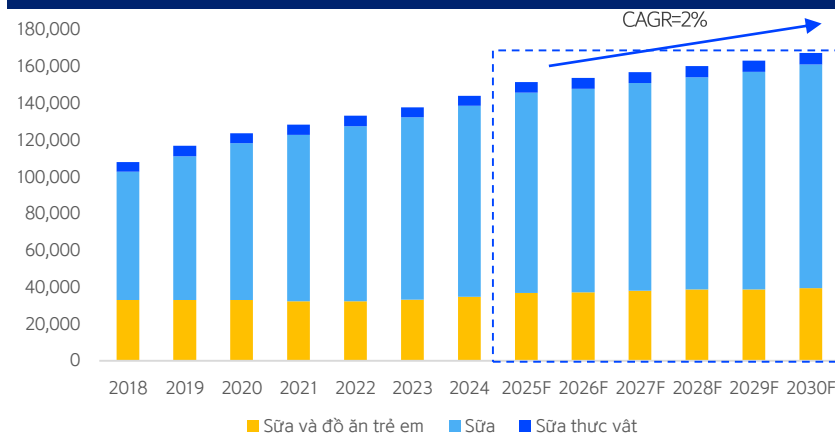
### Giá bột sữa nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

\* SMP: bột sữa tách béo, WMP: bột sữa nguyên kem

### Doanh số thị trường sữa Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

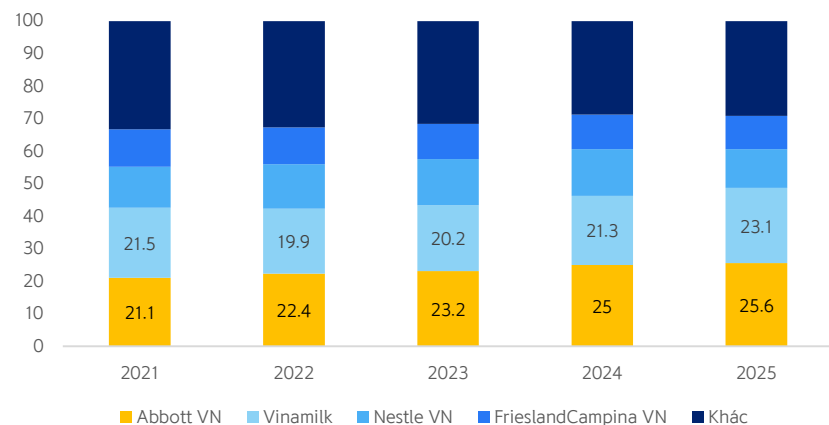
## Cơ hội mở rộng biên lợi nhuận nhờ giá bột sữa nguyên liệu giảm

Giá các loại bột sữa đã giảm gần 20% tính từ đỉnh tháng 5. Đây là nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất trong bối cảnh nguồn cung sữa tươi trong nước không đủ đáp ứng nhu cầu. Việc giá bột sữa giảm mạnh sẽ mở ra cơ hội cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp sản xuất.

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống| Triển vọng Ngành sữa 2026

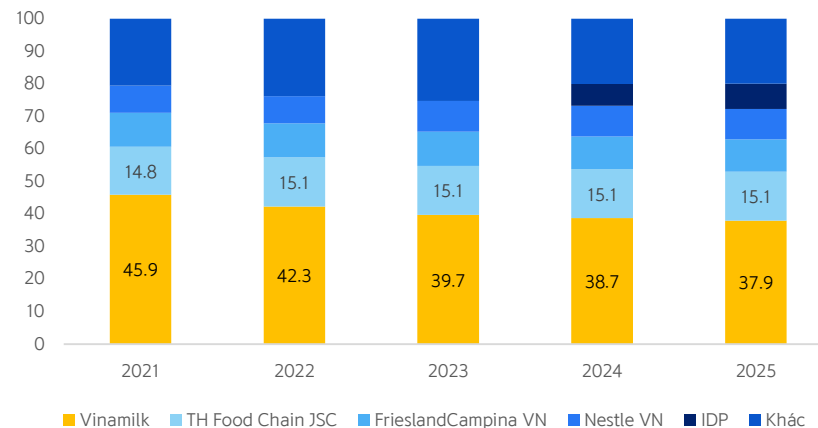
Vinamilk dẫn đầu thị trường trên hầu hết các phân khúc, ngoại trừ sữa trẻ em. Đặc biệt ở phân khúc sữa đặc, VNM gần như chiếm lĩnh thị phần với hơn 83%.

## Thị phần sữa trẻ em (%)



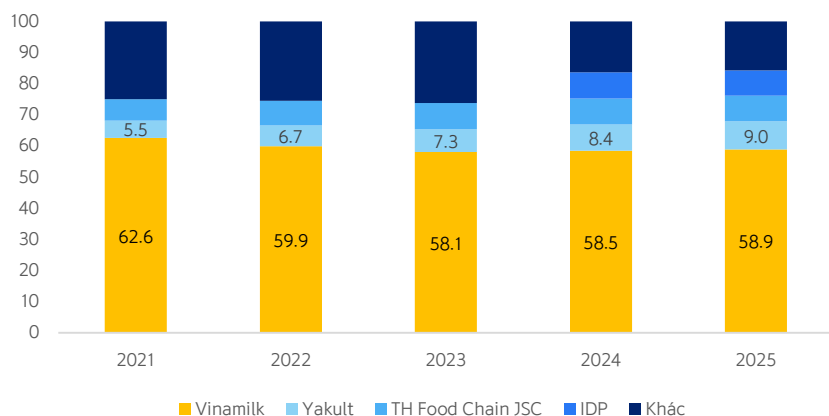
Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

## Thị phần sữa nước (%)



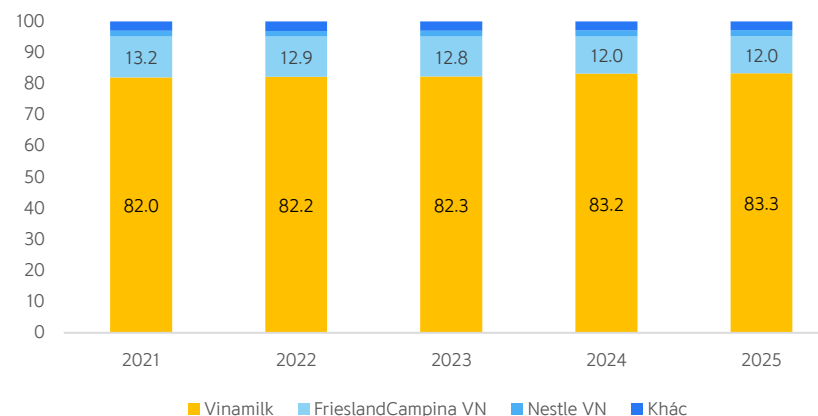
Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

## Thị phần sữa chua (%)



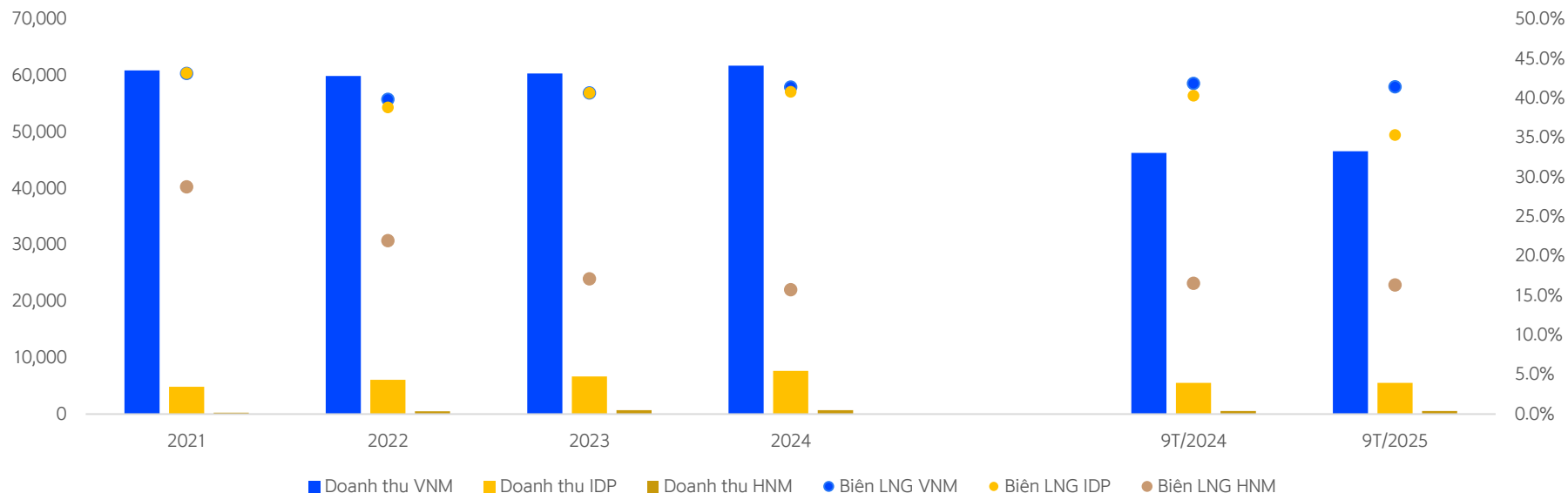
Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

## Thị phần sữa đặc (%)



Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật KQKD các công ty sữa niêm yết trong 9T/2025 (tỷ đồng)



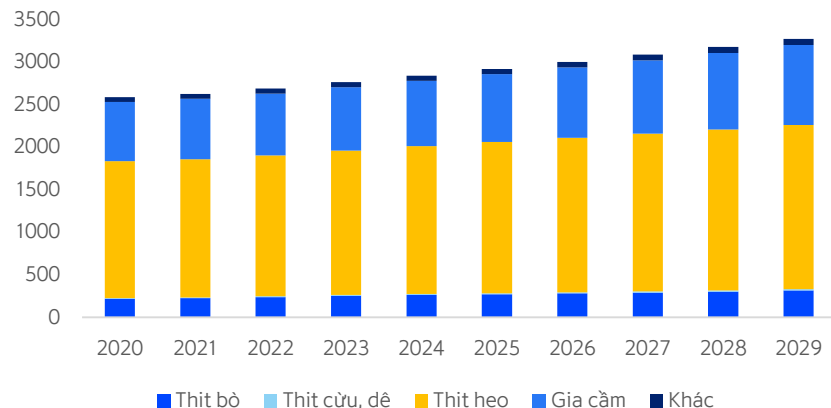
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Các doanh nghiệp sữa niêm yết mà chúng tôi thống kê đều ghi nhận doanh thu 9 tháng gần như đi ngang so với cùng kỳ. Trong đó, doanh nghiệp quy mô lớn nhất là VNM có doanh thu sụt giảm trong Q1 do cải tổ hệ thống phân phối, tuy nhiên DT trong 2 quý tiếp theo đã phục hồi, với động lực tăng trưởng đến từ cả thị trường nội địa và nước ngoài (xuất khẩu và các công ty con Driftwood & Angkormilk).

Tuy doanh thu gần như không thay đổi, biên LNG của các doanh nghiệp đều sụt giảm YoY do giá bột sữa nguyên liệu tăng so với cùng kỳ.

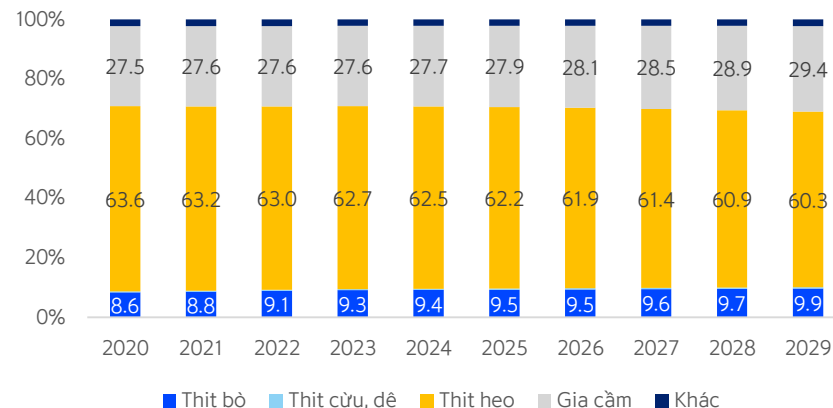


## Doanh số bán lẻ thị trường thịt (nghìn tấn)



Nguồn: Euromonitor (T1/2025), Shinhan Securities Vietnam

## Cơ cấu thị trường tiêu thụ thịt



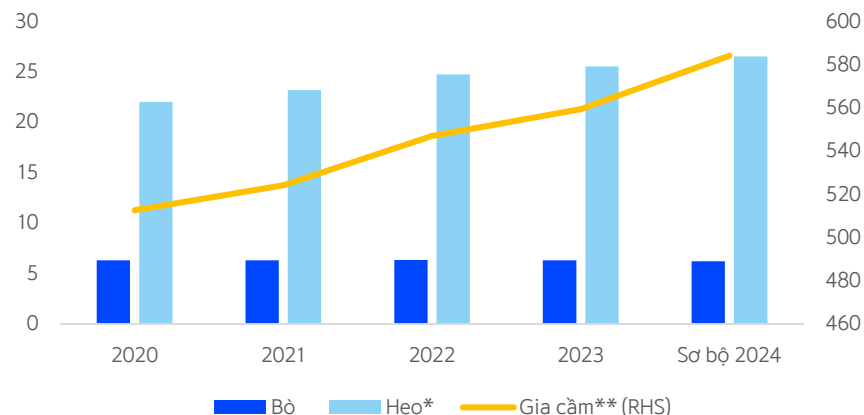
Nguồn: Euromonitor (T1/2025), Shinhan Securities Vietnam

Thị trường thịt tăng trưởng với tốc độ bình quân (CAGR) 2.3% trong giai đoạn 2020-2024, trong đó phân khúc thịt cừu, dê và thịt bò ghi nhận tăng trưởng mạnh nhất với tốc độ 5.1% và 4.8%, thịt heo tăng trưởng với tốc độ 1.9% và gia cầm là 2.6%. Xét cơ cấu thị trường tiêu dùng thì thịt heo vẫn được ưa chuộng nhất nhờ nguồn cung dồi dào và giá thành tương đối phải chăng. Ngoài ra, các sản phẩm thịt mát chất lượng cao cũng được người tiêu dùng ưu tiên chọn lựa hơn khi yếu tố sức khỏe ngày càng được đề cao. Đây cũng là phân khúc được cho là sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn sắp tới.

Cho giai đoạn 2025-2029, thị trường thịt được dự báo tăng trưởng với CAGR 2.9%/năm, trong đó thịt heo tăng trưởng 2.1%/năm. Thị trường bán lẻ thịt heo dự kiến đạt quy mô sản lượng 1.9 triệu tấn và chạm mốc 220 nghìn tỷ đồng vào năm 2029.

## Hiệu suất chăn nuôi được cải thiện

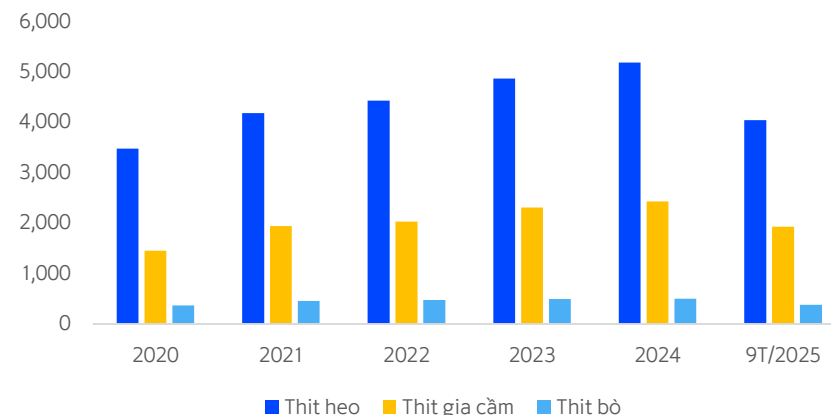
Quy mô đàn vật nuôi (triệu con)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

(\*) Không bao gồm heo con chưa tách mẹ (\*\*) Gồm gà, vịt, ngan

Sản lượng thịt xuất chuồng (nghìn tấn)



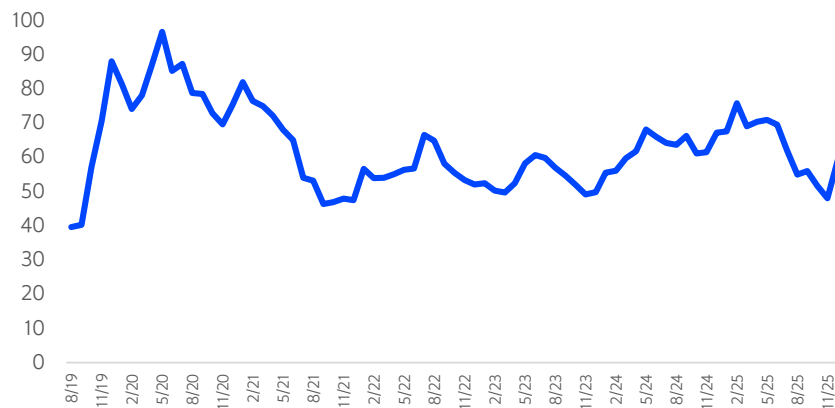
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Quy mô đàn vật nuôi ghi nhận tăng trưởng trái chiều, trong đó đàn heo tăng trưởng với tốc độ lớn nhất, bình quân 4.75%/năm, đàn gia cầm cũng ghi nhận tăng trưởng 3.3%/năm. Trong khi đó, đàn bò lại thu hẹp quy mô, với tổng đàn giảm 1.7% sau 4 năm.

Tuy quy mô chỉ tăng trưởng một chữ số và thậm chí còn giảm ở đàn bò, sản lượng thịt xuất chuồng lại ghi nhận tăng trưởng ấn tượng nhờ năng suất và hiệu quả chăn nuôi cao hơn, giảm tỷ lệ hao hụt nhờ quản trị dịch bệnh tốt hơn; đồng thời nhờ dịch chuyển cơ cấu chăn nuôi từ nông hộ sang các doanh nghiệp vốn có lợi thế về nguồn vốn, quy mô và trang thiết bị kỹ thuật hiện đại.

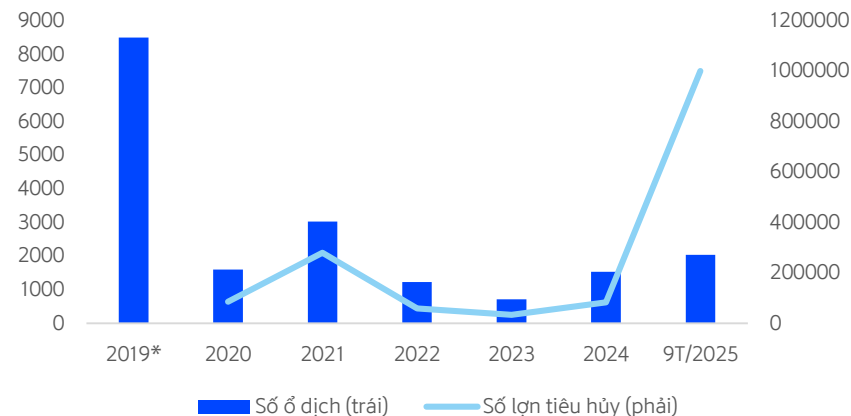
## Thị trường giá heo biến động trong năm

Giá heo thịt bình quân cả nước (VND/kg)



Nguồn: Anova Feed, Shinhan Securities Vietnam

Tình hình dịch bệnh ASF (số con)



Nguồn: Cục Chăn nuôi và Thú Y, Shinhan Securities Vietnam

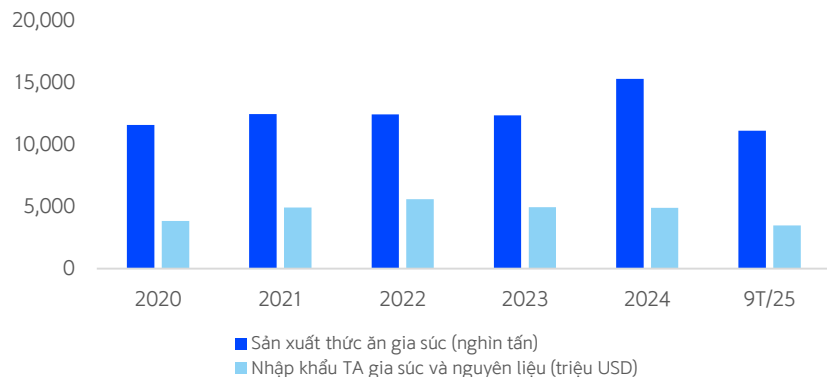
(\*) Năm 2019 là đỉnh điểm dịch, tiêu hủy khoảng 6 triệu heo bệnh

Thị trường thịt heo chịu ảnh hưởng do sự bùng nổ và lây lan của virus dịch tả lợn châu Phi (ASF), đặc biệt là trong Q2. Dịch bệnh nghiêm trọng ở các tỉnh phía Bắc như Lạng Sơn, Quảng Ninh và Hòa Bình, chủ yếu tại các nông hộ chăn nuôi nhỏ lẻ. Theo báo cáo của Cục Chăn nuôi và Thú y, trong tháng 9/2025 thì cả nước còn 827 ổ dịch ASF tại 31/34 tỉnh, thành phố. Lũy kể từ đầu năm, cả nước xảy ra 2,040 ổ dịch DTLCP tại 34/34 tỉnh, thành phố (sau sáp nhập) với số lợn tiêu hủy gần 1 triệu con. Theo đó, giá heo tương đối biến động trong ba quý đầu năm. Giá heo đạt đỉnh trong tháng 2 và có lúc gần chạm mốc 80,000 VND/kg, tuy nhiên đã giảm trở lại từ tháng 4 và hiện tại giá heo đang dao động quanh mức 59,000 – 60,000 VND/kg (dữ liệu thu thập đến ngày 08/12/2025) sau khi chạm đáy 48,000 vào tháng 11.

Ngành chăn nuôi cũng chuyển dịch từ khu vực nông hộ sang doanh nghiệp, với tỷ lệ chăn nuôi nông hộ thu hẹp đáng kể theo thời gian (dự kiến tỷ lệ phân bố năm 2030 sẽ là 25% nông hộ và 75% doanh nghiệp). Đồng thời xu hướng cũng là hiện đại hóa và thêm giá trị gia tăng trong các khâu xử lý và chế biến. Luật Chăn nuôi với quy định phân vùng có hiệu lực từ đầu năm 2025 cũng tạo lợi thế cho các doanh nghiệp lớn, tạo ra rào cản gia nhập ngành, khiến chăn nuôi nhỏ lẻ khó khả thi và tái định hình ngành chăn nuôi trên cả nước.

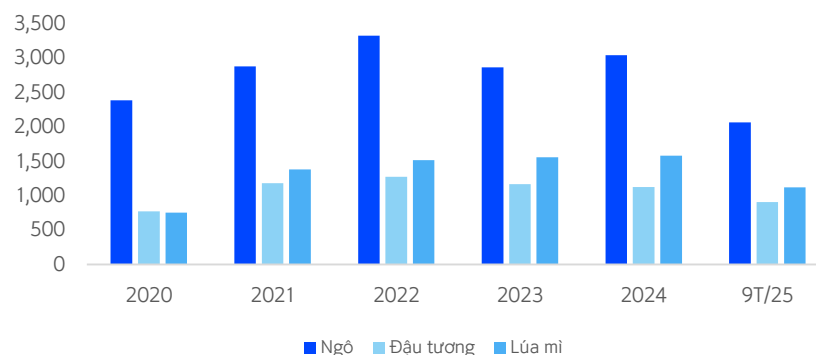
# Ngành Thực phẩm & Đồ uống| Triển vọng Ngành thịt 2026

## Sản xuất và nhập khẩu thức ăn gia súc (TAGS)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

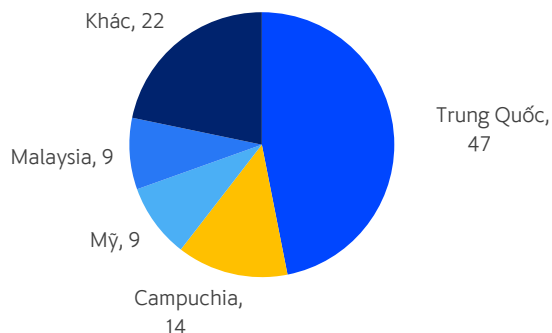
## Nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (triệu USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

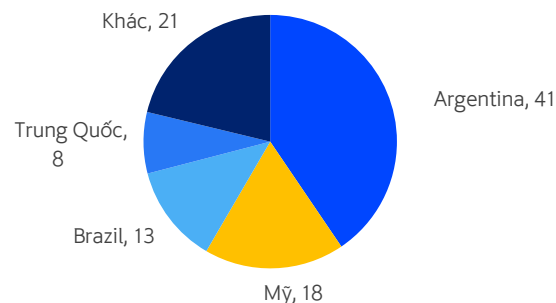
Tình hình nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi ghi nhận tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm, cụ thể: nhập khẩu ngô các loại đạt kim ngạch trên 2.06 tỷ USD (+4.1% YoY) với giá nhập khẩu bình quân 252.1 USD/tấn (+2.7% YoY); đậu tương đạt trên 905 triệu USD (+9.6% YoY) với giá bình quân 463.7 USD/tấn (-10.5% YoY); nhập khẩu lúa mì đạt 1.12 tỷ USD (-10.6% YoY) với giá bình quân 264.5 USD/tấn (-1.4% YoY).

## Cơ cấu thị trường xuất khẩu TAGS và nguyên liệu (%)



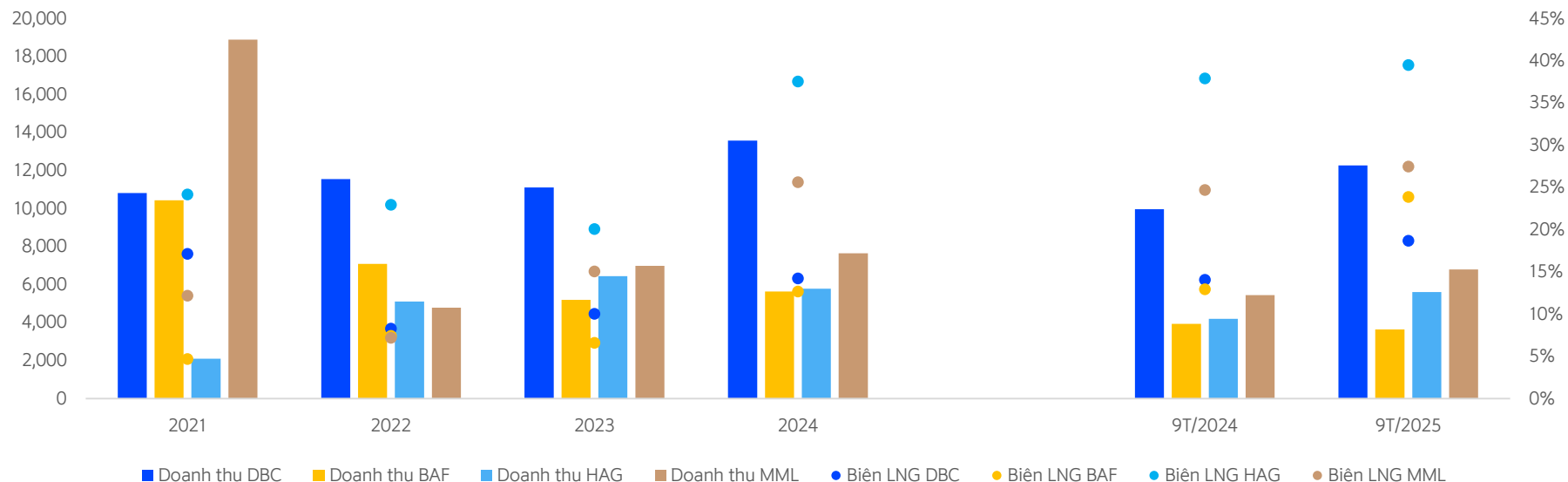
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

## Cơ cấu thị trường nhập khẩu TAGS và nguyên liệu (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật KQKD các công ty chăn nuôi niêm yết trong 9T/2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Các doanh nghiệp đều ghi nhận DT lũy kế 9 tháng tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ do giá heo tích cực trong nửa đầu năm (ngoại trừ DT BAF giảm do không còn ghi nhận từ mảng thức ăn chăn nuôi, tuy nhiên DT mảng chăn nuôi vẫn tăng trưởng mạnh).

Biên LNG 9 tháng cũng tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ nhờ giá heo ở nền cao và giá thức ăn chăn nuôi ổn định. Tuy nhiên giá heo đã hạ nhiệt khá nhiều từ Quý 3 nên biên lợi nhuận có thể không còn quá thuận lợi trong quý cuối năm.

Dự phóng KQKD 2026F

| Mã   | Vốn hóa thị trường<br>(tỷ VND) | Giá hiện tại<br>(VND) | Giá mục tiêu cuối năm 2026<br>(VND) | Upside (%) | Dự phóng doanh thu 2026F<br>(tỷ VND) | Tăng trưởng doanh thu (YoY)<br>(%) | Dự phóng lợi nhuận 2026F<br>(tỷ VND) | Tăng trưởng lợi nhuận (YoY)<br>(%) | Nợ/VCSSH | P/B (2026F) | P/E (2026F) |
|------|--------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|------------|--------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|----------|-------------|-------------|
| VNM  | 133,757                        | 64,000                | 71,600                              | 11.9%      | 64,320                               | 1.9%                               | 9,861                                | 5.1%                               | 0.22     | 3.5         | 17          |
| SAB  | 59,511                         | 46,400                | 55,100                              | 18.8%      | 28,497                               | 3.6%                               | 4,724                                | 2.8%                               | 0.01     | 3.3         | 15.9        |
| QNS  | 16,140                         | 43,900                | 56,000                              | 27.6%      | 10,221                               | 2.1%                               | 2,023                                | -1.5%                              | 0.24     | 1.5         | 8.7         |
| MSN  | 111,914                        | 77,400                | 92,800                              | 19.9%      | 89,308                               | 9.1%                               | 7,716                                | 24.5%                              | 1.42     | 3.7         | 30          |
| BAF  | 9,577                          | 31,500                | 34,200                              | 8.6%       | 6,890                                | 36.2%                              | 644                                  | 11.2%                              | 0.82     | 2.0         | 16.2        |
| DBC* | 10,257                         | 26,650                | 31,700                              | 18.9%      | 17,793                               | 4.8%                               | 1,296                                | 14.0%                              | 0.73     | 1.0         | 7.0         |
| Tổng |                                |                       |                                     |            | 217,029                              | 6.1%                               | 26,264                               | 9.7%                               |          |             |             |

(\*) Số liệu consensus  
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu tại ngày 28/11/2025

**Giá mục tiêu (2026F)** **71,600 VND**

**Giá hiện tại (28/11/25)** **64,000 VND**

**Suất sinh lời (%)** **11.9%**

VNINDEX 1,691

P/E thị trường 14.2

Vốn hóa (tỷ VND) 133,757

SLCP đang lưu hành (triệu) 2,090

SLCP tự do giao dịch (triệu) 737

52 tuần cao/thấp (VND) 66,200/51,400

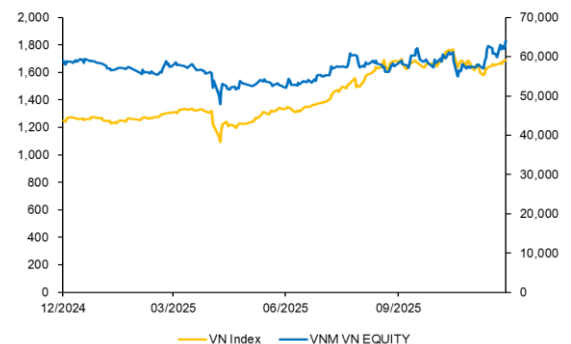
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 5.32

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 301

Sở hữu nước ngoài (%) 50

Cổ đông lớn (%)  
Tổng CT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước F&N Dairy Investments Private Limited 36.0  
17.69

| Biến động giá           | 3T  | 6T    | 12T   |
|-------------------------|-----|-------|-------|
| Tuyệt đối (%)           | 6.1 | 16.6  | -0.9  |
| Tg đối với VN-Index (%) | 5.6 | -10.3 | -36.2 |



## Quay lại đường đua

### Luận điểm đầu tư

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa có quy mô lớn nhất cả nước. VNM có thị phần dẫn đầu trên hầu hết các phân khúc cùng cơ cấu tài sản lành mạnh và tình hình chi trả cổ tức đều đặn. Dựa trên phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá VNM với giá mục tiêu là 71,600 VND

### Cập nhật KQKD 9T/2025

Quý 3/2025, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất lập đỉnh mới là 16,953 tỷ đồng (+9.1% YoY), với cả thị trường nội địa và thị trường nước ngoài đều ghi nhận tăng trưởng. Tuy nhiên, LNST Q3 đạt 2,511 tỷ đồng, chỉ tăng 4.5% YoY do chịu ảnh hưởng bởi khoản lỗ từ công ty liên kết phát sinh trong quý liên quan đến phần trích lập cho khoản đầu tư vào Miraka tại New Zealand.

Thị trường nội địa tiếp tục phục hồi tốt khi ghi nhận doanh thu tăng trưởng 4.4% YoY, được đóng góp nhờ thương mại điện tử, sản phẩm mới và các chiến dịch marketing phát huy hiệu quả. Xuất khẩu vẫn là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tại khu vực nước ngoài với doanh thu Q3 tăng 46.8%, các thị trường trọng điểm tại châu Á và châu Phi tăng mạnh, đặc biệt là thị trường Campuchia. Hoạt động của các công ty con ở nước ngoài cũng tăng trưởng trở lại so với cùng kỳ sau hai quý đầu năm sụt giảm.

Như vậy, lũy kế 9 tháng thì VNM đã ghi nhận doanh thu đạt 46,613 tỷ đồng (+0.7% YoY) và LNST là 6,587 tỷ đồng (-9.8% YoY). VNM đã duy trì được đà hồi phục tốt trong hai quý liên tiếp sau Q1 sụt giảm mạnh dưới ảnh hưởng của việc tái cấu trúc. Tuy nhiên LNST vẫn đang giảm so với cùng kỳ do kết quả kém khả quan trong Q1.

### Triển vọng 2025F và 2026F

Giá bột sữa nhập khẩu đang trong xu hướng giảm tính từ tháng 5/2025. Với việc chốt trước nguyên vật liệu từ 3-6 tháng, chúng tôi cho rằng diễn biến của giá nguyên vật liệu có thể hỗ trợ cho biên LN gộp của VNM trong quý 4 và quý 1 năm sau; đồng thời chúng tôi kỳ vọng doanh thu quý 4 vẫn sẽ duy trì tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ động lực từ các sản phẩm mới và phát triển tốt các kênh hiện đại (MT). Chúng tôi dự phóng DT 2025 đạt 63,134 tỷ đồng (+2.2%) và LNST 9,379 tỷ đồng (-0.8% YoY), với biên lợi nhuận gộp cả năm ở mức 41.6%. Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp duy trì tăng trưởng với doanh thu 64,320 tỷ đồng (+1.9% YoY) và LNST đạt 9,861 tỷ đồng (+5% YoY).

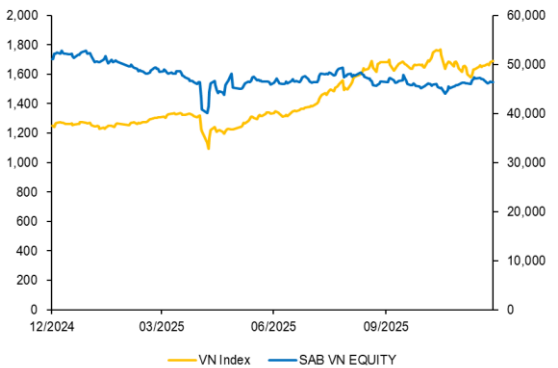
### Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ em dưới 2 tuổi; (3) Cạnh tranh; (4) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

| Năm                     | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ VND)      | 59,956 | 60,369 | 61,782 | 63,134 | 64,320 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)     | 9,753  | 9,771  | 10,405 | 10,411 | 11,018 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND) | 8,577  | 9,019  | 9,452  | 9,379  | 9,861  |
| EPS (VND)               | 3,632  | 3,796  | 4,022  | 4,013  | 4,219  |
| BPS (VND)               | 14,282 | 15,166 | 15,444 | 15,891 | 16,359 |
| OPM (%)                 | 16.3   | 16.2   | 16.8   | 16.5   | 17.1   |
| NPM (%)                 | 14.3   | 14.9   | 15.3   | 14.9   | 15.3   |
| ROE (%)                 | 25.0   | 26.6   | 26.6   | 25.6   | 26.3   |
| PER (x)                 | 19.2   | 17.0   | 15.8   | 17.8   | 17.0   |
| PBR (x)                 | 4.9    | 4.3    | 4.1    | 3.6    | 3.5    |



|                                   |                         |       |       |
|-----------------------------------|-------------------------|-------|-------|
| Giá mục tiêu (2026F)              | 55,100 VND              |       |       |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | 46,400 VND              |       |       |
| Suất sinh lời (%)                 | 18.8%                   |       |       |
| VNINDEX                           | 1,691                   |       |       |
| P/E thị trường                    | 14.2                    |       |       |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 59,511                  |       |       |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 1,283                   |       |       |
| SLCP tự do giao dịch (triệu)      | 134                     |       |       |
| 52 tuần cao/thấp (VND)            | 58,500/41,500           |       |       |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 0.91                    |       |       |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 33                      |       |       |
| Sở hữu nước ngoài (%)             | 58.4                    |       |       |
| Cổ đông lớn (%)                   | CTTNHH Vietnam Beverage | 54    |       |
|                                   | SCIC                    | 36    |       |
| Biến động giá                     | 3T                      | 6T    | 12T   |
| Tuyệt đối (%)                     | -0.3                    | -4.8  | -17.3 |
| Tg đối với VN-Index (%)           | -0.8                    | -31.7 | -52.5 |



Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Luận điểm đầu tư

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB) là doanh nghiệp đứng thứ 2 về quy mô sản xuất bia tại Việt Nam với thị phần đạt 35% (Euromonitor, 2024). SAB đứng đầu về số lượng nhà máy bia với công suất 3.1 tỷ lít/năm, cung cấp các sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. SAB sở hữu cơ cấu tài chính lành mạnh và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cao, đều đặn. Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E để định giá SAB với giá mục tiêu VND 55,100.

Cập nhật KQKD 9T/2025

Sabeco ghi nhận doanh thu Q3/2025 đạt 6,437 tỷ đồng (-16% YoY) và LNST đạt 1,404 tỷ đồng (+21% YoY). Doanh thu mảng bia tiếp tục sụt giảm 12% YoY do tác động của việc hợp nhất với Sabibeco và giảm sản lượng trong bối cảnh thị trường tiêu thụ còn nhiều khó khăn. Nhờ tác động của việc hợp nhất, kết hợp với giá nguyên liệu như đại mạch và gạo giảm mà biên lợi nhuận gộp mảng bia trong Q3 cũng được cải thiện đáng kể lên 38.8%, đẩy biên lợi nhuận gộp tổng lên 37.1% (tăng 7 điểm phần trăm YoY).

Tăng trưởng của LNST được hỗ trợ chi phí tài chính giảm sau khi hoàn tất phân bổ giá mua của thương vụ mua lại SBB. Nhưng những yếu tố tích cực này cũng bị ảnh hưởng bởi chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng khi biên SG&A trong kỳ tăng lên 18.8% (+4.6% YoY). Như vậy, lũy kế 9 tháng, SAB đã ghi nhận 19,052 tỷ đồng doanh thu thuần và 3,454 tỷ đồng LNST, hoàn thành lần lượt 60% và 71% kế hoạch đề ra tại ĐHCĐ.

Triển vọng 2025F và 2026F

Chúng tôi cho rằng doanh thu Q4 có thể tiếp tục tăng trưởng và đạt kết quả tích cực hơn Q3 do là mùa cao điểm trước Tết, tuy nhiên có thể bị ảnh hưởng bởi các cơn bão lũ trong quý gây gián đoạn chuỗi cung ứng và ảnh hưởng đến hành vi tiêu dùng. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu 2025 đạt 27,511 tỷ đồng, giảm 13.7% YoY và lợi nhuận gộp cả năm đạt 9,602 tỷ đồng (+3% YoY) nhờ xu hướng giá nguyên vật liệu thuận lợi và tiếp tục hưởng lợi từ giá trị cộng hưởng sau hợp nhất hỗ trợ cho biên LNG. Bước sang năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu quay lại tăng trưởng một chữ số ở mức 28,497 tỷ đồng (+3.6% YoY) và LNST đạt 4,724 tỷ đồng (+2.8% YoY) khi thị trường tiêu dùng phục hồi khả quan hơn.

Rủi ro

(1) Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu; (2) Rủi ro tăng thuế tiêu thụ đặc biệt; (3) Rủi ro chính sách; (4) Rủi ro tiêu thụ nội địa phục hồi yếu hơn kỳ vọng.

| Năm                     | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ VND)      | 34,979 | 30,461 | 31,872 | 27,511 | 28,497 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)     | 5,498  | 3,811  | 4,437  | 4,704  | 4,982  |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND) | 5,499  | 4,255  | 4,494  | 4,597  | 4,724  |
| EPS (VND)               | 7,980  | 3,132  | 3,291  | 3,362  | 3,455  |
| BPS (VND)               | 36,083 | 18,877 | 18,152 | 16,534 | 16,515 |
| OPM (%)                 | 15.7   | 12.5   | 13.9   | 17.1   | 17.5   |
| NPM (%)                 | 15.7   | 14.0   | 14.1   | 16.7   | 16.6   |
| ROE (%)                 | 22.4   | 17.0   | 18.0   | 19.6   | 20.9   |
| PER (x)                 | 18.8   | 18.4   | 16.9   | 16.4   | 15.9   |
| PBR (x)                 | 4.0    | 4.2    | 3.0    | 3.1    | 3.3    |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam





|                                   |                                        |
|-----------------------------------|----------------------------------------|
| Giá mục tiêu (2026F)              | 92,800 VND                             |
| Giá hiện tại (28/11/25)           | 77,400 VND                             |
| Suất sinh lời (%)                 | 19.9%                                  |
| VNINDEX                           | 1,691                                  |
| P/E thị trường                    | 14.2                                   |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 111,914                                |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 1,446                                  |
| SLCP tự do giao dịch (triệu)      | 741                                    |
| 52 tuần cao/thấp (VND)            | 94,000/50,300                          |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 10.13                                  |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 742                                    |
| Sở hữu nước ngoài (%)             | 23                                     |
| Cổ đông lớn (%)                   | CTCP Masan 31.03                       |
|                                   | CT TNHH Xây dựng Hoa Hường Dương 13.15 |
| Biến động giá                     | 3T 6T 12T                              |
| Tuyệt đối (%)                     | 30.9 22.6 7.9                          |
| Tg đối với VN-Index (%)           | 5.6 -6.3 -23.3                         |



Duy trì đà tăng trưởng

Luận điểm đầu tư

CTCP Tập đoàn Masan (Masan, HOSE: MSN) là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân đa ngành lớn nhất Việt Nam với trọng tâm là bán lẻ – tiêu dùng được kỳ vọng hưởng lợi từ nhân khẩu học và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, bên cạnh đó là mảng khai khoáng – tài nguyên và lợi ích liên kết tại ngân hàng Techcombank. Ra đời vào năm 1996, tập đoàn đã mở rộng quy mô qua các thương vụ M&A chiến lược.

Chúng tôi kỳ vọng: (1) Mảng tiêu dùng – bán lẻ cốt lõi tiếp tục tăng trưởng tích cực khi WinCommerce (WCM) và Masan MEATLife (MML) bắt đầu có lợi nhuận từ Q3/2024 và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong giai đoạn dự phóng; (2) Masan consumer (MCH) tuy ghi nhận kết quả tăng trưởng âm trong 9T đầu năm do ảnh hưởng của quy định mới về hóa đơn và thuế cho hộ kinh doanh, nhưng chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ bắt đầu tăng trưởng trở lại kể từ Q4; (3) Giảm lỗ từ Masan High-tech (MHT) sau tái cấu trúc, thậm chí còn ghi nhận NPAT dương từ Q2; (4) Động lực từ việc MCH chuyển sản và thu hút dòng vốn ngoại trong kịch bản nâng hạng thị trường.

Cập nhật KQKD 9T/2025

Doanh thu Q3 đạt 21,164 tỷ đồng (-1.5% YoY), chủ yếu đến từ hai nguyên nhân là (1) DT MHT sụt giảm sau khi thoái vốn khỏi HC.Starck và (2) Đóng góp từ một trong những trụ cột quan trọng là Masan consumer (MCH) giảm -5.9%, được bù đắp bởi tăng trưởng của các mảng khác như WCM (+22.6% YoY) và MML (+23.2% YoY). Nếu loại trừ tác động của việc thoái vốn này, doanh thu LFL (Life-for-like) Q3 tăng trưởng 9.7% YoY. Lũy kế 9 tháng, MSN ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất là 58,375 tỷ đồng (-3.5% YoY). Dù DT sụt giảm, lợi nhuận gộp cũng như NPAT có sự cải thiện đáng kể, đạt lần lượt 18,325 tỷ đồng (+4.2% YoY) và 4,468 tỷ đồng (+63.9% YoY). Lợi nhuận sau phân bổ cho cổ đông thiểu số (NPAT-Mi) 9T/25 cũng đạt 2,634 tỷ đồng (gấp 2 lần).

Triển vọng 2025F và 2026F

Chúng tôi ước tính DT 2025 đạt 81,826 tỷ đồng, NPAT đạt 6,196 tỷ đồng (+45% YoY) và NPAT-Mi đạt 3,594 tỷ đồng (+79.7% YoY). Chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng bền vững đến từ chuỗi WCM khi gia tăng tốc độ mở mới đồng thời tăng được biên lợi nhuận trên mỗi cửa hàng, bù đắp cho sự chững lại của MCH trước những bất lợi trong ngắn hạn. Năm 2026, chúng tôi dự báo DT và NPAT tiếp tục tăng trưởng lần lượt 9.1% và 24.5%.

Rủi ro

(1) Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ tiêu dùng (2) Rủi ro tỷ giá và lãi suất, (3) Rủi ro nguyên vật liệu, (4) Rủi ro cạnh tranh.

| Năm                     | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ VND)      | 76,189 | 78,252 | 83,178 | 81,826 | 89,308 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)     | 4,669  | 4,179  | 6,174  | 7,063  | 8,227  |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND) | 4,754  | 1,870  | 4,273  | 6,196  | 7,716  |
| EPS (VND)               | 2,511  | 294    | 1,345  | 2,487  | 3,097  |
| BPS (VND)               | 18,366 | 18,560 | 21,031 | 22,311 | 25,255 |
| OPM (%)                 | 6.1    | 5.3    | 7.4    | 8.6    | 9.2    |
| NPM (%)                 | 6.2    | 2.4    | 5.1    | 7.6    | 8.6    |
| ROE (%)                 | 13.0   | 4.9    | 10.5   | 13.4   | 14.6   |
| PER (x)                 | 37.0   | 227.9  | 51.9   | 37.3   | 30.0   |
| PBR (x)                 | 5.1    | 3.6    | 3.3    | 4.2    | 3.7    |

# Ngành Điện

## Chính sách “kéo” tăng trưởng



# Danh mục các từ viết tắt

|                                                          |                                                                              |
|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| COD (Commercial operation date)                          | Công nhận vận hành thương mại                                                |
| CAN (Capacity Add-on Price)                              | Giá công suất thị trường điện                                                |
| CfD (Contract for Difference)                            | Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác                                          |
| EPTC (Electricity Power Trading Company)                 | Công ty mua bán điện                                                         |
| ERAV (Electricity Regulatory Authority of Vietnam)       | Cục điều tiết Điện lực                                                       |
| EVN (Vietnam Electricity Corporation)                    | Tập đoàn Điện lực Việt Nam                                                   |
| FDP (Field Development Plan)                             | Kế hoạch phát triển mỏ                                                       |
| FID (Final Investment Decision)                          | Quyết định đầu tư cuối cùng                                                  |
| FMP (Full Market Price)                                  | Giá toàn phần thị trường điện                                                |
| GSA (Gas Sales Agreement)                                | Hợp đồng mua bán khí                                                         |
| IEA (International Energy Agency)                        | Cơ quan Năng lượng Quốc tế                                                   |
| LNG (Liquefied Natural Gas)                              | Khí hóa lỏng                                                                 |
| MOIT (Ministry of Industry and Trade)                    | Bộ Công Thương                                                               |
| ODP (Outline Development Plan)                           | Kế hoạch đại cương phát triển mỏ                                             |
| Pc (Contractual Price)                                   | Giá điện hợp đồng                                                            |
| Pmax                                                     | Công suất cực đại (MW)                                                       |
| PPA (Power Purchase Agreement (signed between EVN/EPTC)) | Hợp đồng mua bán điện được kí kết giữa EVN/EPTC                              |
| PSC (Production Sharing Contract)                        | Hợp đồng phân chia sản phẩm                                                  |
| PVN (Vietnam Oil and Gas Group)                          | Tập đoàn Dầu khí Việt Nam                                                    |
| Qc (Contract Quantity)                                   | Sản lượng điện hợp đồng                                                      |
| Qm (Metered Quantity)                                    | Sản lượng điện năng của đơn vị phát điện                                     |
| SMP (System Marginal Price)                              | Giá điện năng thị trường áp dụng cho đơn vị phát điện trong chu kỳ giao dịch |
| TKV (Vietnam National Coal and Mineral Industries Group) | Tập đoàn Công nghiệp Than – khoáng sản Việt Nam                              |
| VCGM                                                     | Thị trường phát điện cạnh tranh                                              |

## **Ngành Điện – Chính sách “kéo” tăng trưởng**

### **I. Cập nhật ngành điện trong 2025**

Chỉ số IIP có mức tăng trên 8% từ đầu năm; khi tổng sản lượng điện sản xuất đạt mức 268.45 tỷ kWh (+3.9% YoY) trong 10T/2025 hoàn thành 77% kế hoạch năm 2025 là 347.5 tỷ kWh của Bộ Công Thương.

Trong 9T2025, KQKD của ngành cải thiện đáng kể điển hình ở nhóm thủy điện được hưởng lợi do thời tiết thuận lợi và nhóm điện khí có tỉ lệ Qc tăng mạnh.

### **II. Triển vọng ngành điện 2026 và định hướng 2030**

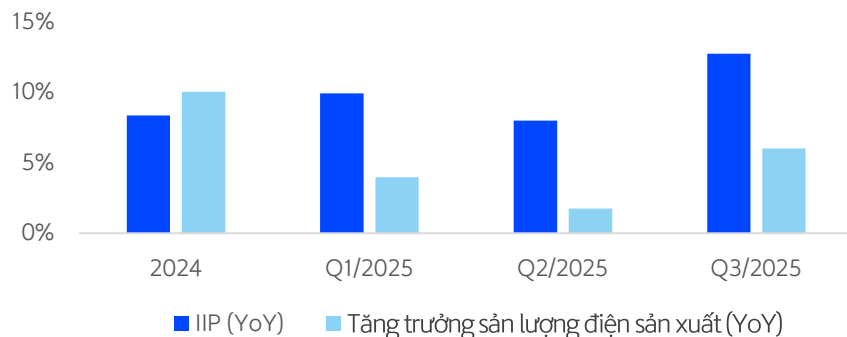
Để đạt được mục tiêu tăng trưởng công suất nguồn điện tái tạo (Điện mặt trời, điện gió,...) và điện khí LNG đến 2030 như trong QHĐ VIII điều chỉnh, nhiều chính sách đã được ban hành cho thấy sự quyết tâm của chính phủ ngày càng cao, trong việc gỡ vướng mắc và đi sâu vào thực tế triển khai các dự án. Điển hình là: Ban hành khung giá cho từng loại hình nguồn điện trong 2025, đề xuất các giải pháp gỡ vướng mắc cho 173 dự án NLTT,...

### **III. Cơ hội đầu tư – POW**

Doanh nghiệp đi đầu phát triển điện khí LNG

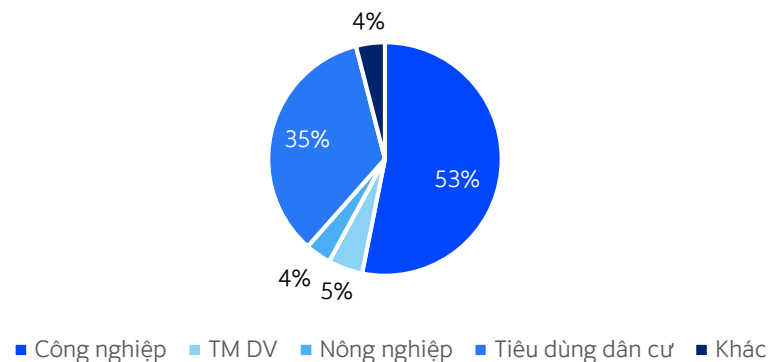
## Tăng trưởng sản lượng điện chậm lại trong 10T2025

Tăng trưởng sản lượng điện sản xuất và chỉ số IIP



Nguồn: EVN, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu sản lượng điện thương phẩm trung bình 2020-2024

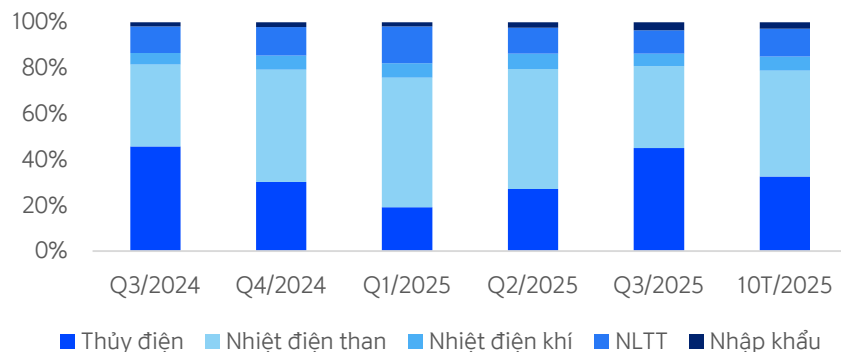


Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

- Chỉ số IIP có mức tăng trên 8% từ đầu năm; khi tổng sản lượng điện sản xuất đạt mức 268.45 tỷ kWh (+3.9% YoY) trong 10T/2025 hoàn thành 77% kế hoạch năm 2025 là 347.5 tỷ kWh của Bộ Công Thương. Nguyên nhân chủ yếu là do nền nhiệt độ toàn quốc thấp hơn so với cùng kỳ và cả năm quá khứ, nhu cầu phụ tải không tăng cao như dự báo từ đầu năm.
- Theo báo cáo của Cục Điện lực (Bộ Công Thương) tháng 11/2025, NSMO đã cập nhật dự báo phụ tải dự kiến tổng sản lượng điện tiêu thụ toàn hệ thống điện quốc gia đạt 322.6 tỷ kWh (+4.5% YoY).
- Tại cuộc họp tháng 6/2025, Cục Điện lực cho ra 3 kịch bản tăng trưởng điện; trong đó, kịch bản cơ sở là tăng trưởng 10-12% sản lượng điện tương ứng với tăng trưởng GDP khoảng 6.5%-7% và điều kiện thời tiết bình thường.

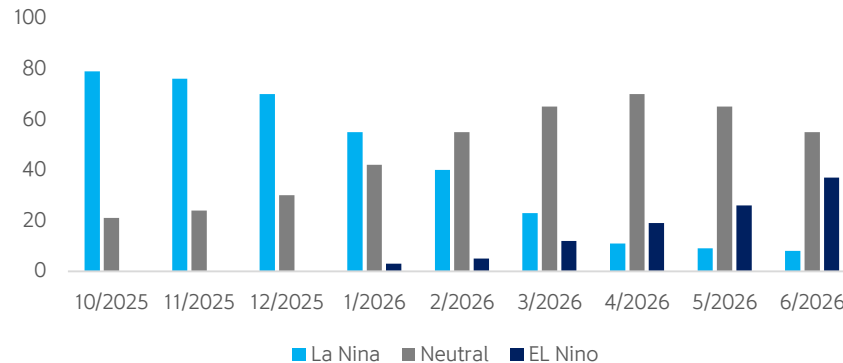
## Thủy điện được huy động chủ yếu trong Q3/2025 vượt mặt điện than

### Tỷ trọng huy động thủy điện tăng mạnh mẽ trong Q3/2025



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

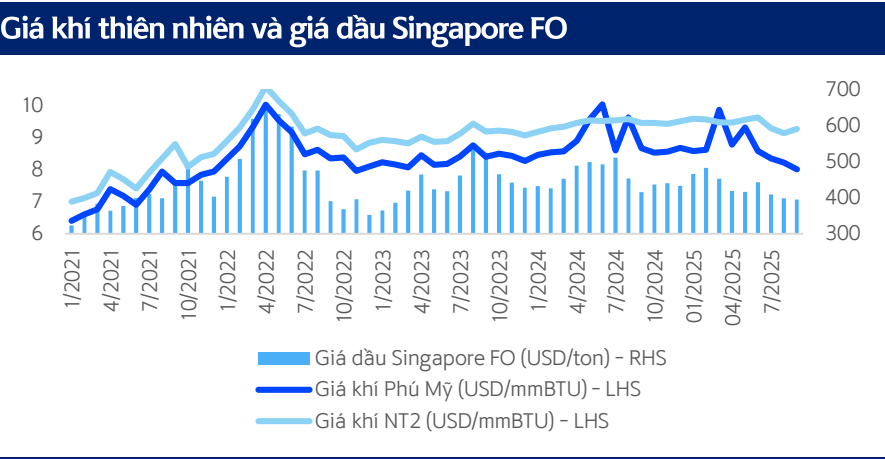
### Dự báo xác suất ENSO chính thức của NOAA CPC (%)



Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

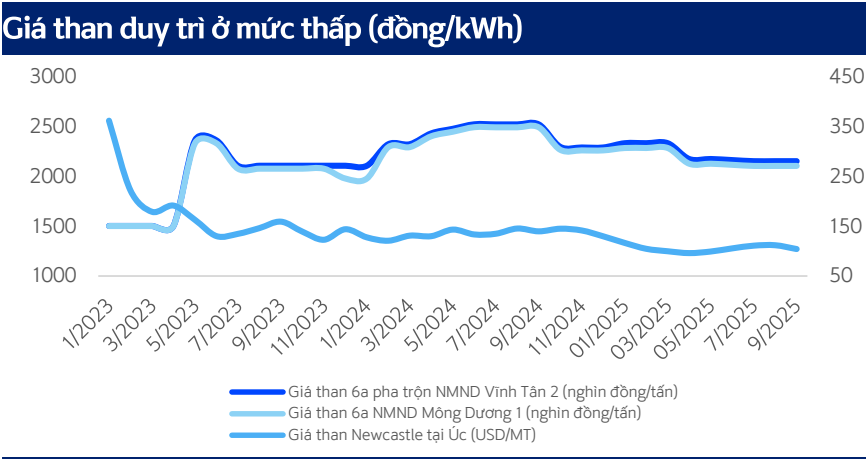
- Sản lượng thủy điện được tăng cường huy động mạnh mẽ từ Q2/2025, đạt 38.65 tỷ kWh** (chiếm tỷ trọng 45%, tăng mạnh mẽ từ mức 14% trong Q2/2025 và vượt mặt tỷ trọng huy động điện than là 36%). Lũy kế 10T/2025, sản lượng thủy điện đạt 87 tỷ kWh – chiếm 33% và sản lượng điện than đạt 124.2 tỷ kWh chiếm 46%
- Hiện tại vẫn đang diễn ra trạng thái La Nina, và được dự báo trong khoảng ba tháng tới, có khả năng tiếp tục duy trì với xác suất từ 50-60%, trong khi xác suất trong trạng thái trung tính ở mức từ 40-50%. Theo Cục khí tượng thủy văn, trong tháng 9 – 10/2025, TLM trên cả nước cao hơn TBNN từ 20% – 90%, các vùng phía Bắc có nơi cao hơn gấp 3-5 lần TBNN. Dự báo giai đoạn 12/2025 – 02/2026, lượng mưa cả nước có xu hướng xấp xỉ TBNN khi Cao nguyên Trung Bộ và Nam Bộ cao hơn TBNN. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ dần giảm bớt huy động khi bước qua 2026.

Giá than và giá khí đầu vào duy trì ở mức thấp



Nguồn: Bloomberg, NT2, Genco3, EVN, Shinhan Securities Vietnam

- Giá than và khí đầu vào đang ở mức thấp, hỗ trợ cho quá trình huy động của hai nhóm này tại thị trường điện cạnh tranh.
- Song, giá bán điện toàn phần FMP trong năm 2025 chỉ đạt 1,730.56 VND/kWh (-6% YoY); tuy nhiên giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh thực tế được chúng tôi ước phóng chỉ đạt khoảng 1,097 đồng/kWh (-17% YoY) do tỷ trọng huy động nguồn thủy điện giá thấp ước tính chiếm 33%-38% trong 2025 (cao hơn mức 29% trong năm 2024)
- Đối với nhóm điện than và khí**, nhà máy có tỷ lệ Qc cao sẽ có lợi thế khi có thể chốt được mức giá Pc cao trong khi chi phí đầu vào lại thấp.
- Đối với nhóm thủy điện**, nhà máy có tỷ lệ Qc thấp sẽ có lợi thế khi có thể bán điện qua thị trường CGM với giá thường cao hơn giá Pc.



Nguồn: Bloomberg, NT2, Genco3, EVN, Shinhan Securities Vietnam

Giá điện toàn phần FMP và tỉ lệ Qc qua các năm (VND/kWh)

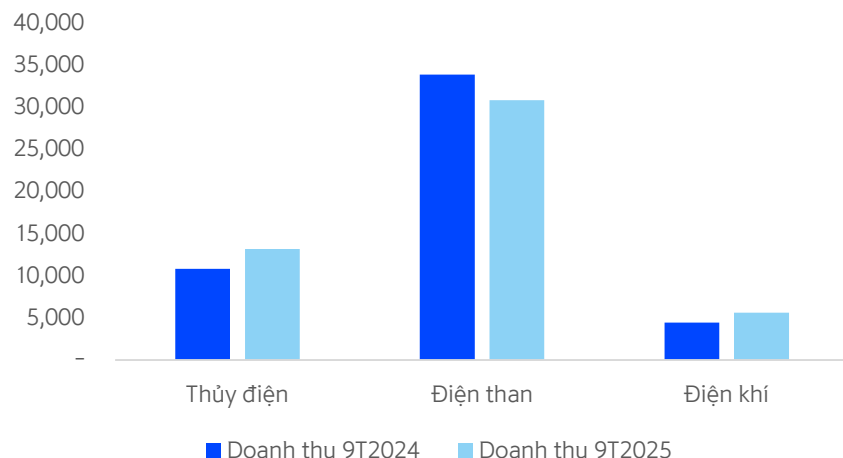
| Năm  | SMP     | CAN   | FMP = SMP + CAN | Tỉ lệ Qc Thủy điện | Tỉ lệ Qc Điện than |
|------|---------|-------|-----------------|--------------------|--------------------|
| 2025 | 1,682.6 | 47.96 | 1,730.56        | 98%                | 80%                |
| 2024 | 1,510   | 330.5 | 1,840.5         | 98%                | 70%                |
| 2023 | 1,778.8 | 293   | 2,071.8         | 90%                | 80%                |
| 2022 | 1,602.3 | 379.4 | 1,981.7         | 90%                | 80%                |
| 2021 | 1,503.5 | 150.7 | 1,654.2         | 90%                | 80%                |
| 2020 | 1,342.3 | 63.5  | 1,405.8         | 90%                | 80%                |
| 2019 | 1,319   | 140.9 | 1,459.9         | 80%                | 80%                |

Nguồn: Kế hoạch vận hành thị trường điện các năm, Shinhan Securities Vietnam



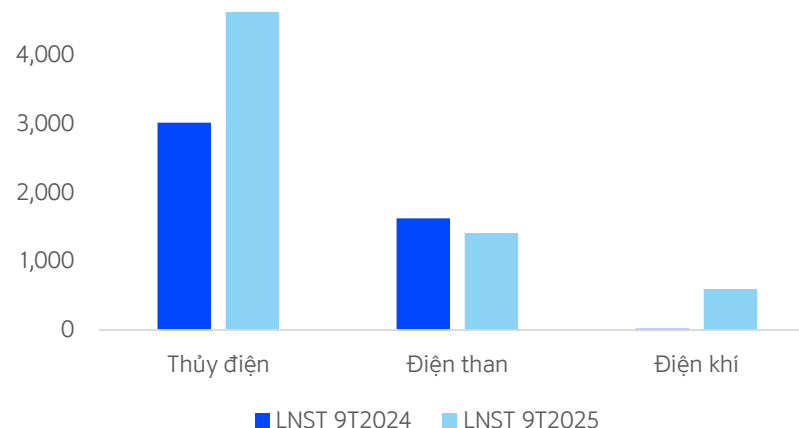
## Kết quả kinh doanh 9T2025 cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ của thủy điện và điện khí

Doanh thu thủy điện và điện khí phục hồi mạnh mẽ trong 9T2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam,  
\*Dữ liệu thống kê từ 43 doanh nghiệp đại chúng

LNST nhóm điện khí phục hồi mạnh mẽ (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- **Thủy điện:** Trong 9T2025, doanh thu (+22% YoY) và lợi nhuận (+53% YoY) nhóm thủy điện phục hồi mạnh mẽ trong bối cảnh sản lượng thủy điện được huy động cao trong 9T2025.
- **Điện khí:** Doanh thu và lợi nhuận nhóm điện khí phục hồi mạnh mẽ chủ yếu do sự phục hồi của NT2 vượt trội hơn so với trung bình ngành nhờ tỷ lệ Qc cao, dù sản lượng toàn ngành sụt giảm -13% YoY.
- **Điện than:** Doanh thu và LNST sụt giảm lần lượt -9% và -13% YoY chủ yếu do sản lượng điện than được huy động không thay đổi so với cùng kỳ và giá bán điện CGM ước tính sụt giảm khoảng 15%.
- **Nhóm điện tái tạo** hoạt động ổn định, đa số thuộc các doanh nghiệp hoạt động đa ngành và/hoặc sở hữu nhiều loại hình nguồn điện. Sản lượng của nhóm điện tái tạo tăng trưởng -1% YoY trong 9T2025, và KQKD tùy theo đặc thù từng doanh nghiệp.



EVN đã hoàn thiện Đề án “Xây dựng hệ thống giá bán điện hai thành phần

Thực hiện chỉ đạo của Bộ Công Thương, EVN đã hoàn thiện Đề án “Xây dựng hệ thống giá bán điện hai thành phần (giá công suất và giá điện năng) và lộ trình áp dụng cho ngành Điện Việt Nam, bắt đầu với nhóm khách hàng sản xuất có mức tiêu thụ trung bình trên 200,000 kWh/tháng. Cụ thể:

- Giai đoạn 1 (từ tháng 10/2025): Bắt đầu thí điểm mô phỏng trên hóa đơn. EVN sẽ tính toán chi phí theo cả hai cơ chế và ghi nhận song song trên hóa đơn, nhưng chưa thu tiền theo cơ chế mới.
- Giai đoạn 2 (tháng 1 – 6/2026): Phát hành hóa đơn song song (không thanh toán) cho toàn bộ khách hàng tham gia thí điểm, kèm theo tài liệu hướng dẫn chi tiết.
- Giai đoạn 3 (tháng 7/2026 – 7/2027): Thử nghiệm áp dụng chính thức trong vòng 1 năm
- Giai đoạn 4 (từ tháng 8/2027): Bộ Công Thương sẽ tổng kết, đánh giá toàn diện kết quả thử nghiệm

| Cấp điện áp                 | Giá công suất<br>(đồng/kW/tháng) | Giá điện năng (đồng/kWh) |          |           |
|-----------------------------|----------------------------------|--------------------------|----------|-----------|
|                             |                                  | Bình thường              | Cao điểm | Thấp điểm |
| Cao áp (U ≥ 110kV)          | 209.459                          | 1,253                    | 2,162    | 843       |
| Trung áp (22kV ≤ U < 110kV) | 235.414                          | 1,275                    | 2,182    | 859       |
| Trung áp (6kV ≤ U < 22kV)   | 240.050                          | 1,280                    | 2,189    | 871       |
| Hạ áp (U < 6kV)             | 286.153                          | 1,332                    | 2,251    | 904       |

**I. Tổng tiền điện = (Giá công suất × Công suất cực đại) + (Giá điện năng × Sản lượng điện)**

**Giá công suất:** Là khoản phí cố định, tính dựa trên công suất cực đại (kW) mà khách hàng đăng ký hoặc sử dụng thực tế trong một kỳ. Khoản phí này nhằm thu hồi chi phí đầu tư và duy trì sự sẵn sàng của hệ thống nguồn và lưới điện.

**Giá điện năng:** Là khoản phí biến đổi, tính dựa trên tổng sản lượng điện thực tế tiêu thụ (kWh). Khoản phí này phản ánh chi phí nhiên liệu và chi phí vận hành để sản xuất ra điện năng.

**II. Tác động đến ngành điện:** (1) Bản chất của cơ chế này phân tách rõ ràng giữa **chi phí cố định** và **chi phí biến đổi** trong cung ứng điện, ai gây ra áp lực lớn hơn cho hệ thống vào giờ cao điểm (yêu cầu công suất cực đại cao) sẽ phải chia sẻ phần chi phí đầu tư tương ứng; (2) Giảm áp lực đầu tư vào nguồn điện đỉnh; (3) Thúc đẩy thị trường điện cạnh tranh công bằng

**III. Tác động đến nhóm doanh nghiệp sản xuất công nghiệp:** Các doanh nghiệp phụ tải ổn định hoạt động liên tục như **ngành xi măng, thép, hóa chất** kì vọng được hưởng lợi nhờ chi phí điện năng giảm sẽ lớn hơn mức hệ số công suất tăng thêm, Nhóm sản xuất theo mùa vụ (nông sản, dệt may) có thể đối mặt chi phí cố định tăng thêm do phần công suất đăng ký cao trong những tháng thấp điểm.

Định hướng mục tiêu ngành điện đến 2030

| Các chỉ số điện trong QHĐ VIII điều chỉnh so với QHĐ VIII                    |             |                     | Một số mục tiêu theo nghị quyết 70-NQ/TW                           |           |
|------------------------------------------------------------------------------|-------------|---------------------|--------------------------------------------------------------------|-----------|
| Đến 2030                                                                     | QHĐ VIII cũ | QHĐ VIII điều chỉnh |                                                                    |           |
| Tăng trưởng GDP 2026-2030                                                    | 7.00%       | 10%                 | Tổng công suất các nguồn (GW)                                      | 183 - 236 |
| Điện sản xuất và nhập khẩu (tỷ kWh)                                          | 566.9       | 560.4 - 624.6       | Tổng sản lượng điện (tỷ kWh)                                       | 560 - 624 |
| Điện thương phẩm (tỷ kWh)                                                    | 505.2       | 500.4 - 557.8       | Giảm phát thải khí nhà kính                                        | 15-35%    |
| Tăng trưởng điện sản xuất CAGR                                               | 8.6%        | 10.4%               | Tỷ lệ NLTT trong tổng cung năng lượng sơ cấp                       | 25-30%    |
| Công suất cực đại (MW)                                                       | 90,512      | 89,655 - 99,934     | Tổng cung năng lượng sơ cấp (triệu tấn dầu quy đổi)                | 150 - 170 |
| Công suất lắp đặt (MW)                                                       | 155,544     | 183,291 - 236,363   |                                                                    |           |
| Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng |             |                     | Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng |           |

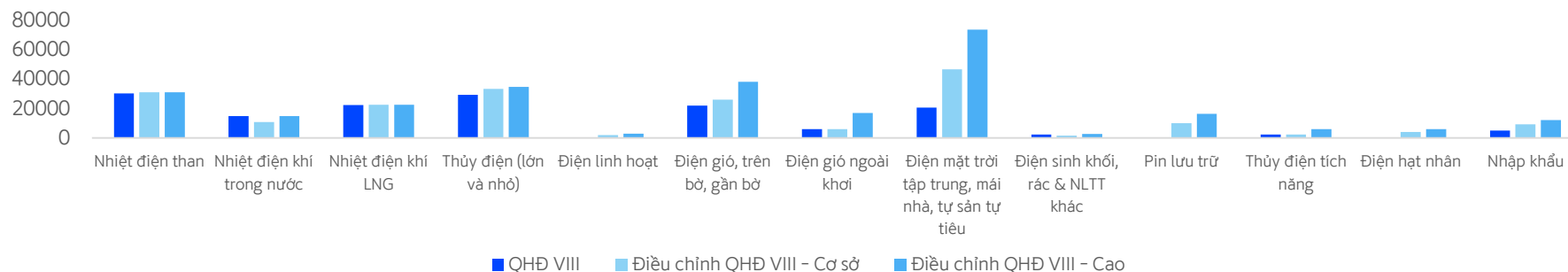
\_ QHĐ VIII điều chỉnh đã được ban hành vào ngày 15/04/2025, và Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII cũng được thông qua rất nhanh sau đó. Các chỉ số nhìn chung đều được điều chỉnh cao hơn so với QHĐ VIII cho thấy nhu cầu điện là rất cao trong bối cảnh mục tiêu tăng trưởng kinh tế 10%/năm đến 2030.

\_ Nghị quyết 70-NQ/TW được Bộ Chính trị ban hành ngày 20/08/2025 là một văn bản quan trọng nhằm định hướng chiến lược phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam đến năm 2030, với tầm nhìn đến năm 2045:

- + Hoàn thiện thể chế, chính sách để trở thành lợi thế cạnh tranh thúc đẩy phát triển năng lượng. Phát triển nguồn cung và hạ tầng năng lượng, bảo đảm vững chắc an ninh năng lượng, đáp ứng yêu cầu tăng trưởng.
- + Phát triển nguồn cung và hạ tầng năng lượng, bảo đảm vững chắc an ninh năng lượng, đáp ứng yêu cầu tăng trưởng.
- + Khuyến khích mạnh mẽ khu vực tư nhân tham gia phát triển năng lượng

## Quy hoạch điện VIII điều chỉnh quyết tâm đẩy mạnh điện NLTT

### Công suất các nguồn điện 2023-2030 (MW)



Nguồn: MoIT, Shinhan Securities Vietnam

\_ Theo QHĐ VIII điều chỉnh, tổng công suất nguồn điện phục vụ nhu cầu trong nước (không bao gồm xuất khẩu, nguồn đồng phát và nhiệt điện rủi ro) là 183,291-236,363 MW, tăng thêm khoảng 27,747-80,819 MW so với QHĐ VIII cũ. Trong đó, những điểm thay đổi chính như sau:

\_ **Điện mặt trời:** Đến năm 2030, tổng công suất nguồn điện mặt trời tập trung đạt khoảng 46,459-73,416 MW, tăng khoảng 25,867-52,825 MW so với QHĐ VIII. Với nhu cầu điện tăng cao, điện mặt trời được quay lại tập trung phát triển nhờ ưu điểm triển khai nhanh.

\_ **Điện gió ngoài khơi:** Điều chỉnh QHĐ VIII vẫn giữ nguyên công suất phát triển đạt khoảng 6,000 MW – 17,032 MW nhưng dời qua giai đoạn 2030 – 2035. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khó có thể đạt được mục tiêu 6,000 MW trong 2030, vì chi phí đầu tư cao và thời gian triển khai loại hình này rất lâu.

\_ **Nhiệt điện sử dụng khí LNG nhập khẩu:** gần như giữ nguyên so với QHĐ VIII (Tổng công suất đến năm 2030 đạt 22,524 MW).

\_ **Điện gió trên bờ:** Được đẩy mạnh phát triển với công suất từ 26,066 – 38,029 MW so với công suất 21,880 MW của QHĐ VIII

\_ **Các nguồn lưu trữ và linh hoạt:** QHĐ VIII phê duyệt 2 dự án TĐTN Bắc Ái và Phước Hòa vận hành 2026-2030. Với pin lưu trữ BESS có thời gian lắp đặt nhanh (khoảng 3 tháng) nên tiến độ dự kiến vào 2026-2027.

\_ **Điện hạt nhân:** Chương trình điện hạt nhân đã được Quốc hội khóa 15 chấp thuận. Hai dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1&2 (4,400 MW) có kế hoạch triển khai hoàn thành sau 2030.

\_ **Điện nhập khẩu:** Nhập khẩu điện từ Lào, Trung Quốc khoảng 9,360 – 12,100 MW (chiếm 4-5.1% tổng công suất) gia tăng mạnh mẽ so với mức 5,000 MW của QHĐ VIII

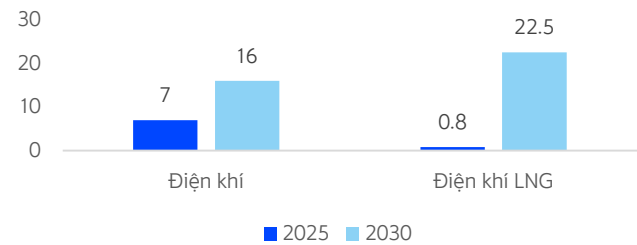
Mục tiêu công suất điện khí LNG là rất lớn tại 2030

Bảng: Danh sách các dự án điện khí LNG và cập nhật tiến độ

| Dự án                | Công suất (MW) | Ghi chú/Tiến độ thực hiện                                                                                 | Chủ đầu tư                                                 |
|----------------------|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| LNG Quảng Ninh       | 1,500          | Dự kiến khởi công 19/12/2025                                                                              | Liên danh: POW, Colavi, Tokyo Gas, Marubeni                |
| LNG Thái Bình        | 1,500          | Đã khởi công 10/10/2025. Dự kiến COD Q4/2029                                                              | Liên danh Tokyo Gas, Kyuden, CTCP Công nghiệp Trường Thành |
| LNG Quảng Trạch II   | 1,500          | Kế hoạch khởi công 12/2025, hoàn thành toàn bộ trong 2030.                                                | EVN                                                        |
| LNG Hải Lăng GĐ I    | 1,500          | Đang giải phóng mặt bằng, dự kiến khởi công Q1/2027                                                       | T&T Group, HANWHA, KOSPO, KOGAS                            |
| Nhơn Trạch 3&4       | 1,624          | Dự kiến vận hành 12/2025                                                                                  | POW                                                        |
| LNG Hiệp Phước GĐ I  | 1,200          | Thi công xây dựng và lắp đặt máy hoàn thành lần lượt 60% và 20%, đợi phê duyệt PPA, dự kiến vận hành 2027 | Hải Linh                                                   |
| LNG Long An 1        | 1,500          | Hoàn thành báo cáo NCKT, kế hoạch COD 2029                                                                | Vinacapital GS Energy                                      |
| BOT Sơn Mỹ I         | 2,250          | Đang giải phóng mặt bằng                                                                                  | EDF, Kyushu, Sojitz, Pacific Vietnam                       |
| BOT Sơn Mỹ II        | 2,250          | Đang giải phóng mặt bằng                                                                                  | Tập đoàn AES                                               |
| LNG Bạc Liêu         | 3,200          | Thống nhất thủ tục xây dựng đường dây 500kV LNG Bạc Liêu – Thốt Nốt                                       | DeltaOE                                                    |
| LNG Nghi Sơn         | 1,500          | Rà soát toàn bộ hồ sơ, nghiên cứu phương án mới để trình Chính phủ xem xét                                | N/A                                                        |
| LNG Cà Ná            | 1,500          | Đã hoàn thành công tác đánh giá hồ sơ dự thầu                                                             | N/A                                                        |
| LNG Quỳnh Lập        | 1,500          | UBND thống nhất đề xuất chấp thuận chủ trương đầu tư                                                      | N/A                                                        |
| LNG Hải Phòng GĐ I   | 1,600          | Đang xây dựng, dự kiến vận hành cuối 2030                                                                 | VinEnergco                                                 |
| LNG Hiệp Phước GĐ II | 1,500          | Chủ đầu tư đang hoàn thiện hồ sơ triển khai dự án                                                         | N/A                                                        |

Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Mục tiêu công suất điện khí và điện khí LNG tại 2030 là rất cao



Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam

Một số chính sách tác động tích cực đến điện khí LNG

| Văn bản / Chính sách                          | Nội dung chính                                                                                                                                                           |
|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Quyết định 1313/QĐ-BCT 2025                   | Quy định giá điện khí LNG tối đa: 3,327,42 đồng/kWh                                                                                                                      |
| Nghị định 56/2025/NĐ-CP                       | Quy định sản lượng hợp đồng Qc ≥ 65% (trong thời gian trả nợ gốc + lãi, nhưng tối đa 10 năm) cho các dự án điện khí LNG, nhằm hỗ trợ khả năng tài chính & huy động vốn * |
| Nghị định 100/2025/NĐ-CP                      | Qc tối thiểu 65% cho các nhà máy điện khí trong thời gian hoàn vốn.                                                                                                      |
| Nghị định 73/2025/NĐ-CP (ban hành 31/03/2025) | Giảm thuế nhập khẩu LNG từ 5% → 2%. Hỗ trợ giảm chi phí nhiên liệu đầu vào cho các dự án điện khí LNG mới và đang triển khai.                                            |

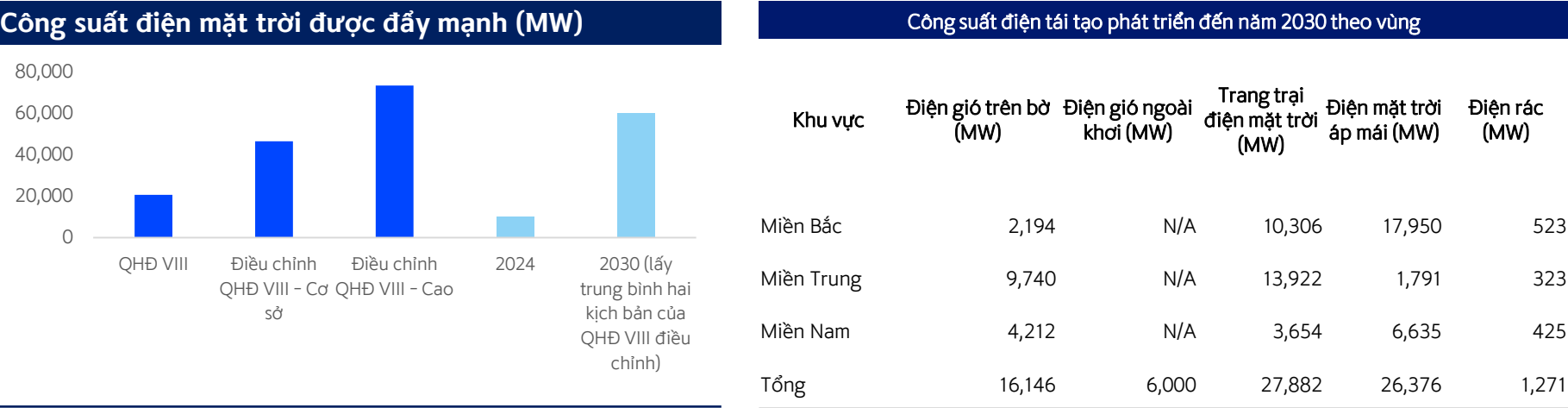
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp; \*Chính phủ đang đề xuất nâng tỷ lệ Qc lên 75% và áp dụng trong thời hạn trả nợ gốc lãi vay là 15 năm

Cần có giải pháp hài hòa lợi ích giữa nhà đầu tư và cơ quan quản lý về phát triển điện khí LNG

| STT | Chủ đề chính                                 | Đề xuất của nhà đầu tư                                                                                                                                    | Phản hồi từ phía quản lý ngành điện                                                                                                                                                                             |
|-----|----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1   | Sản lượng điện hợp đồng tối thiểu dài hạn Qc | Muốn Qc ≥ 90% sản lượng điện phát bình quân nhiều năm.                                                                                                    | Với mức Qc 90%, phải cắt giảm điện NLTT, điều này đi ngược lại mục tiêu và giá điện cao tạo gánh nặng lên người sử dụng. Dự thảo NQ QH đã đề xuất Qc tối thiểu 75% cho LNG.                                     |
| 2   | Giá công suất                                | Muốn áp dụng giá/phí công suất để bù FC & FOMC, trả theo độ khả dụng dù không phát điện.                                                                  | Luật Điện lực 2024 có quy định nhưng Việt Nam chưa có thị trường công suất. Hiện chỉ có giá CAN nhỏ, tính theo kWh khi phát điện. EVN mới thí điểm tính phí công suất cho khách hàng lớn từ 10/2025 đến 6/2026. |
| 3   | Chuyển nghĩa vụ bao tiêu khí sang PPA        | NSMO phải huy động đủ điện để dự án hoàn thành nghĩa vụ bao tiêu khí GSA; thiếu thì EVN phải trả.                                                         | Đã có quy định cho khí trong nước (Lô B...), huy động tối đa theo khả năng cấp khí. Chưa có quy định bao tiêu khí cho LNG.                                                                                      |
| 4   | Cơ chế chấm dứt hợp đồng & mua lại dự án     | Nếu chấm dứt không do lỗi nhà đầu tư, Chính phủ phải mua lại theo giá trị còn lại (gồm nợ, vốn chủ sở hữu chưa thu hồi, nghĩa vụ bao tiêu nhiên liệu...). | Yêu cầu giống cơ chế BOT nhưng dự án IPP không phải BOT. EVN chỉ cam kết trong phạm vi thẩm quyền.                                                                                                              |
| 5   | Cơ chế điều chỉnh tỷ giá                     | Chi phí ngoại tệ trong giá điện tính bằng USD và thanh toán chênh lệch hàng tháng.                                                                        | Giao dịch tại VN không được thanh toán bằng ngoại tệ, trừ khi NHNN cho phép.                                                                                                                                    |
| 6   | Luật điều chỉnh tranh chấp                   | Dùng luật Việt Nam; nhưng các vấn đề chưa/không được điều chỉnh đầy đủ có thể áp dụng luật Anh hoặc tương đương.                                          | PPA là hợp đồng thương mại. EVN sẽ xem xét để giảm rủi ro pháp lý và bảo vệ lợi ích Nhà nước.                                                                                                                   |

Nguồn: ERAV, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Nhiều phương án và chính sách tháo gỡ để đạt mục tiêu công suất NLTT tại 2030



Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh và QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Nghị định 57/2025/NĐ-CP về DPPA thay thế cho Nghị định 80/2024/NĐ-CP

| Nội dung                        | Nghị định 80/2024/NĐ-CP (cũ) | Nghị định 57/2025/NĐ-CP (mới)                                                                                                                                                         | Khác biệt chính               |
|---------------------------------|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| Nguồn điện được tham gia        | Chỉ điện gió & điện mặt trời | Thêm điện sinh khối (biomass), và chuyển chất thải thành năng lượng                                                                                                                   | Mở rộng phạm vi nguồn tái tạo |
| Đối tượng khách hàng            | Chỉ doanh nghiệp sản xuất    | Mở rộng: cả dịch vụ, thương mại, nhiều lĩnh vực khác                                                                                                                                  | Nới rộng đối tượng tham gia   |
| Điều kiện tiêu thụ điện         | ≥200,000 kWh/tháng, ≥22 kV   | Do Bộ Công Thương điều chỉnh linh hoạt theo từng giai đoạn phát triển hệ thống điện                                                                                                   | Linh hoạt hơn                 |
| Điện mặt trời mái nhà (điện dư) | Không quy định rõ            | Quy định rõ: bán cho khách lớn trong cùng khu vực/khu công nghiệp, và/hoặc bán phần dư cho đơn vị bán lẻ điện cùng khu vực đó. Giá bán được thỏa thuận nhưng không vượt trần quy định | Lần đầu có quy định rõ ràng   |
| Giới hạn giá bán thỏa thuận     | Không có                     | Có trần giá                                                                                                                                                                           | Tránh đẩy giá quá cao/thấp    |
| Mô hình đấu nối riêng           | Có nhưng quy định mơ hồ      | Quy định rõ trách nhiệm & quyền của các bên                                                                                                                                           | Hành lang pháp lý rõ ràng     |
| Cấu trúc giá điện               | Một thành phần               | Hướng tới giá điện hai thành phần (tách chi phí truyền tải và phí hệ thống ra khỏi giá điện)                                                                                          | Tăng minh bạch và công bằng   |

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Cập nhật phương án xử lý đối với 173 dự án NLTT vướng mắc giá điện

- Vừa qua, 23 nhà đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực điện gió, điện mặt trời (tổng công suất hơn 4,182 MW từ nhiều tập đoàn đến từ Nhật Bản, Thái Lan, Hàn Quốc,...) kiến nghị được đối thoại với lãnh đạo các Bộ ngành vì nhiều dự án chưa được hoặc chậm thanh toán, dẫn đến nguy cơ phá sản. Tại cuộc họp ngày 04/09 các nhà đầu tư thống nhất họ sẽ không khiếu nại, không khởi kiện và không yêu cầu lãi chậm trả, với điều kiện là EVN/EPTC thanh toán đầy đủ các khoản công nợ theo hợp đồng mua bán điện (PPA) đã ký trước ngày 31/10.
- Theo kết luận số 1027/KL-TTCT ngày 28/04/2023 của TTCT, việc công nhận ngày COD khi chưa có CCA là vi phạm Nghị định số 46/2015/NĐ-CP, khoản 4 Điều 123 Luật xây dựng, các Thông tư 16/2017/TT-BCT và 39/2015/TT-BCT. **Bộ Công Thương nêu hướng xử lý với các dự án đang được hưởng giá FIT có vi phạm sẽ không được hưởng giá FIT và phải xác định lại giá mua điện theo quy trình, và thu hồi lại các khoản FIT ưu đãi đã được hưởng thông qua bù trừ tiền điện.**
- Tháng 7/2025, EVN đã đề xuất 2 phương án xử lý đối với các nhà máy trên:
  - Phương án 1: Chọn ngày COD mới:** Giá điện được áp dụng vào thời điểm có CCA (Xác định theo COD mới)
  - Phương án 2: Giá điện vẫn giữ theo thời điểm COD ban đầu.** Xử lý kinh tế thông qua phạt hành chính, và thu hồi toàn bộ khoản lợi bất hợp pháp. Khoản lợi bất hợp pháp có thể xác định bằng chênh lệch giữa mức giá FIT tại COD với mức giá FIT/giá trần chuyển tiếp có hiệu lực tại thời điểm nhận CCA, nhân với sản lượng đã phát từ khi COD đến lúc có CCA, có tính khấu trừ chênh lệch thuế VAT.
- Chúng tôi cho rằng phương án 2 sẽ phù hợp hơn khi hài hòa lợi ích của các bên tạo dựng niềm tin cho nhà đầu tư nước ngoài có thể tiếp tục đầu tư tại Việt Nam. Việc thông qua phương án 2 sẽ có tác động tích cực nhất với **HDG** khi có cả 2 nhà máy bị giảm giá bán, trong khi đó tác động đến REE và GEG sẽ không đáng kể.

| Các nhà máy thuộc DNNY trong có CCA sau COD | Công suất (MW) | DNNY | Tác động                                                                  | Cơ cấu doanh thu 2023-2024 |
|---------------------------------------------|----------------|------|---------------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| NMĐ mặt trời Trúc Sơn                       | 35             | GEG  | Giảm từ FIT 1 (9.35 US cent/kWh) xuống FIT 2 (7.09 US cent/kWh)           | 6%                         |
| NMĐ mặt trời Krong Pa                       | 55             |      | Không ảnh hưởng                                                           |                            |
| NMĐ gió Ia Bang 1                           | 50             |      | Không ảnh hưởng                                                           |                            |
| NMĐ mặt trời Hồng Phong 4                   | 48             | HDG  | Giảm từ FIT 1 (9.35 US cent/kWh) xuống tạm dừng thanh toán                | 7%                         |
| NMĐ điện mặt trời Sp infra 1                | 50             |      | FIT 2 (7.09 US cent/kWh) xuống giá trần chuyển tiếp (1,184.9 đ/kWh)       | 7%                         |
| NMĐ gió Phú Lạc GĐ 1                        | 24             | REE  | Không ảnh hưởng                                                           |                            |
| NMĐ gió Phú Lạc GĐ 2                        | 25.2           |      | Giảm từ FIT (8.5 US cent/kWh) xuống giá trần chuyển tiếp (1,587.12 đ/kWh) | 2%                         |

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Bảng: Cập nhật khung giá điện cho điện NLTT và LNG

| Giá bán theo các loại hình và khu vực (đồng ) |          |            |          |            |                     |                                   |                                                       |
|-----------------------------------------------|----------|------------|----------|------------|---------------------|-----------------------------------|-------------------------------------------------------|
| Loại hình                                     | Miền Bắc | Miền Trung | Miền Nam | Trung bình |                     | Giá bán (Đồng/kWh)                | Nguồn                                                 |
| Điện mặt trời mặt đất (không pin lưu trữ)     | 1,382.7  | 1,107.10   | 1,012.00 | 1,059.6    | Điện gió đất liền   | 1,643.89                          | EVN đề nghị phê duyệt theo kết quả tính toán của EPTC |
|                                               |          |            |          |            | Điện gió gần bờ     | 1,913.67                          |                                                       |
| Điện mặt trời nổi (không pin lưu trữ)         | 1,685.80 | 1,336.10   | 1,228.20 | 1,416.7    | Điện sinh khối      | 2.091,7 (chưa bao gồm thuế GTGT)  | QĐ1008/QĐ-BCT                                         |
| Điện mặt trời mặt đất (có pin lưu trữ)        | 1,571.98 | 1,257.08   | 1,149.86 | 1,326.3    | Điện khí LNG        | 3,327,42                          | EVN sử dụng thông số từ NT3&4                         |
|                                               |          |            |          |            | Điện chất thải rắn  | 2,575.18 (chưa bao gồm thuế GTGT) |                                                       |
| Điện mặt trời nổi (có pin lưu trữ)            | 1,876.57 | 1,487.18   | 1,367.13 | 1,577.0    | Thủy điện tích năng | 3,457.02 (chưa bao gồm thuế GTGT) | Thông tư số 09/2025/TT-BCT                            |
| Điện gió ngoài khơi*                          | 3,975,1  | 3,078,9    | 3,868,5  | 3,473.7    |                     |                                   |                                                       |

Nguồn: 988/QĐ – BCT, Bộ công thương, Shinhan Securities Vietnam

\* Tính toán sơ bộ của EVN

Bảng: Các dự án điện khí có kế hoạch triển khai

| Dự án               | Công suất dự kiến (MW) | Giai đoạn vận hành | Ghi chú                                                                                 |
|---------------------|------------------------|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| Nhiệt điện Ô Môn I  | 660                    | 2025-2030          | Sử dụng khí Lô B                                                                        |
| NMNĐ Ô Môn II       | 1,050                  | 2025-2030          |                                                                                         |
| NMNĐ Ô Môn III      | 1,050                  | 2025-2030          |                                                                                         |
| NMNĐ Ô Môn IV       | 1,050                  | 2025-2030          |                                                                                         |
| TBKHH Dung Quất I   | 750                    | 2025-2030          | Sử dụng khí Cá Voi Xanh, đồng bộ với tiến độ phát triển nguồn thượng nguồn Cá Voi Xanh. |
| TBKHH Dung Quất II  | 750                    | 2025-2030          |                                                                                         |
| TBKHH Dung Quất III | 750                    | 2025-2030          |                                                                                         |
| TBKHH Miền Trung I  | 750                    | 2025-2030          |                                                                                         |
| TBKHH Miền Trung II | 750                    | 2025-2030          | Sử dụng khí mỏ Bảo Vàng, đồng bộ với tiến độ phát triển nguồn thượng nguồn.             |
| TBKHH Quảng Trị     | 340                    | 2025-2030          |                                                                                         |

Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam

TBKHH: Tua bin khí hỗn hợp



Bảng: Một số chính sách tiêu biểu tác động tích cực đến nhóm điện tái tạo và điện khí

|                            | Ngày       | Tóm tắt                                                                                                                                                                                                                                                               | Tác động                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|----------------------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nghị định 56/2025/NĐ-CP    | 03/03/2025 | Quy định chi tiết một số điều của Luật điện lực: Quy hoạch phát triển điện lực và mạng lưới cấp điện, Đầu tư xây dựng dự án điện lực,... Cụ thể như: <b>chuyển ngang giá nhiên liệu sang giá điện cho điện khí</b> , Quy định tỷ lệ Qc tối thiểu cho điện khí LNG,... | <ul style="list-style-type: none"><li>_ Các phương án phát triển nguồn điện và lưới điện được quy định cụ thể hơn, phù hợp với quy hoạch.</li><li>_ Tạo cơ sở rõ ràng để thúc đẩy phát triển điện khí LNG.</li></ul>                                                                                    |
| Nghị định 57/2025/ND-CP    | 03/03/2025 | <b>Khung pháp lý cho DPPA</b> , thay thế cho Nghị định 80/2024. Mở rộng đối tượng tham gia, quy định rõ ràng hơn về phần điện năng dư,...                                                                                                                             | Nghị định giữ quan điểm thủ tục hành chính tối thiểu, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tham gia thị trường mua bán điện trực tiếp; đồng thời quy định rõ ràng quyền và nghĩa vụ của các bên, đặc biệt là trách nhiệm của các cơ quan nhà nước, nhằm đảm bảo sự cân bằng lợi ích và trách nhiệm. |
| Nghị định số 58/2025/NĐ-CP | 03/03/2025 | Hoàn thiện <b>hành lang pháp lý thúc đẩy phát triển điện từ NLTT</b> như điện mặt trời và điện gió ngoài khơi, phát triển điện tự sản tự tiêu.                                                                                                                        | Ưu đãi mạnh mẽ để khuyến khích phát triển nguồn điện NLTT mới như Hydro xanh, ammoniac xanh; ưu tiên huy động các nguồn điện có hệ thống pin lưu trữ.                                                                                                                                                   |
| Quyết định số 599/QĐ-EVN   | 10/05/2025 | EVN tăng giá bán lẻ điện lên <b>2,204.07 đồng/kWh (+4.8% so với mức hiện tại</b> , mức tăng tương tự hồi tháng 10/2024.                                                                                                                                               | Cải thiện tình hình kinh doanh của EVN, từ đó tạo điều kiện đầu tư thêm nguồn điện, hạ tầng truyền tải cũng như hỗ trợ ban hành khung giá mua điện tái tạo phù hợp,...                                                                                                                                  |
| Quyết định 1508/QĐ-BCT     | 30/05/2025 | Khung giá phát điện gió được ban hành. Điện gió trên đất liền, mức giá tối đa (chưa bao gồm thuế GTGT) của khung giá phát điện năm 2025 cho khu vực miền <b>Bắc, Trung, Nam lần lượt là 1,959.4 đồng/kWh, 1,807.4 đồng/kWh và 1,840.3 đồng/kWh.</b>                   | Tạo tiền đề rõ ràng cho chủ đầu tư lập kế hoạch đầu tư hợp lý, thúc đẩy đầu tư mạnh mẽ hơn vào điện gió.                                                                                                                                                                                                |
| Quyết định số 768/QĐ-TTg   | 16/04/2025 | <b>QHĐ VIII điều chỉnh</b> được phê duyệt.                                                                                                                                                                                                                            | Tập trung mở rộng, nâng mục tiêu công suất điện, với nhiều loại hình nguồn điện. Kế hoạch được ban hành nhanh chóng ngay sau đó đặt ra lộ trình thực hiện; thể hiện sự quyết tâm của chính phủ đạt được mục tiêu đề ra.                                                                                 |
| Quyết định số 1509/QĐ-BCT  | 30/05/2025 | <b>Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII điều chỉnh</b> được phê duyệt.                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Nghị định 225/2025/NĐ-CP   | 15/08/2025 | Sửa đổi, bổ sung một số điều của các Nghị định quy định chi tiết một số điều và biện pháp thi hành <b>Luật Đấu thầu</b> về lựa chọn nhà đầu tư.                                                                                                                       | Xử lý “điểm nghẽn” trong đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư thực hiện dự án NLTT theo hướng thuận lợi, minh bạch hơn.                                                                                                                                                                                         |

Ngành điện| Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngành điện

| Mã   | Ngành           | Công suất (MW) | Vốn hóa thị trường (Tỷ VND) | Giá hiện tại (VND/cp) | Giá mục tiêu 2026 (VND/cp) | Upside (%) | Tăng trưởng Doanh thu 2026F | Tăng trưởng LNST cty mẹ 2026F | NPM (TTM) | D/E (x) | ROE (%) | ROA (%) | P/B 2026F | P/E 2026F |
|------|-----------------|----------------|-----------------------------|-----------------------|----------------------------|------------|-----------------------------|-------------------------------|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| VSH  | Thủy điện       | 356            | 10,489                      | 44,400                | 50,600                     | 14.0       | -1%                         | 5%                            | 40.4      | 0.7     | 19.5    | 11.1    | 2.0       | 17.0      |
| REE  | Đa ngành        | 1,091          | 35,316                      | 65,200                | 75,172                     | 15.2       | 10%                         | 19%                           | 34.5      | 0.6     | 13.2    | 7.0     | 1.6       | 13.5      |
| HDG  | NLTT            | 444            | 11,746                      | 31,750                | 34,950                     | 10.1       | 22%                         | 20%                           | 17.8      | 0.8     | 5.5     | 2.5     | 1.5       | 8.4       |
| POW  | Nhiệt điện khí  | 4,208          | 35,714                      | 15,250                | 18,100                     | 19.0       | 65%                         | -10%                          | 6.7       | 1.4     | 5.8     | 2.3     | 1.1       | 20.7      |
| NT2  | Nhiệt điện khí  | 750            | 6,708                       | 23,300                | 27,700                     | 18.9       | -12%                        | -29%                          | 9.0       | 0.9     | 15.4    | 7.9     | 1.4       | 9.9       |
| QTP  | Nhiệt điện than | 1,200          | 5,805                       | 12,900                | 15,300                     | 18.6       | 0%                          | 0%                            | 5.1       | 0.3     | 10.6    | 7.8     | 1.2       | 9.4       |
| PPC* | Nhiệt điện than | 1,040          | 3,206                       | 10,000                | NA                         | NA         | 6%                          | 112%                          | 3.4       | 0.1     | 5.0     | 4.1     | 0.7       | 14.1      |
| PC1  | Xây lắp điện    | 313            | 8,925                       | 21,700                | 24,800                     | 14.3       | 9%                          | 21%                           | 7.9       | 1.8     | 10.0    | 2.6     | 1.1       | 10.2      |
| GEG  | NLTT            | 503            | 5,124                       | 14,300                | 18,800                     | 31.5       | -13%                        | -32%                          | 29.1      | 1.3     | 13.6    | 4.2     | 1.4       | 26.4      |
| TV2  | Tư vấn          | 170            | 2,465                       | 36,500                | 43,700                     | 19.7       | 129%                        | 84%                           | 5.5       | 0.6     | 5.1     | 3.2     | 1.7       | 15.7      |
| Tổng |                 |                |                             |                       |                            |            | +27%                        | +4%                           |           |         |         |         |           |           |

(\*) Số liệu consensus  
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu tại ngày 28/11/2025

# Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam– CTCP (HOSE:POW)



Giá mục tiêu (12 tháng)

18,100 VND

Giá hiện tại (28/11/25)

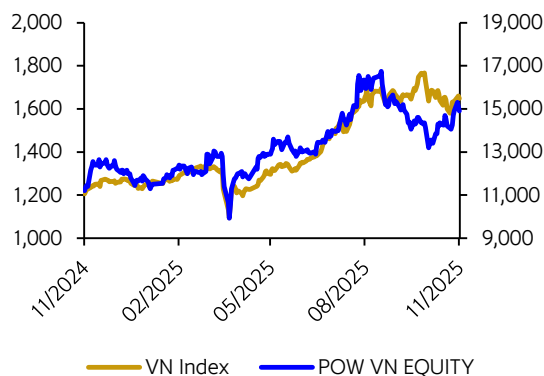
15,250 VND

Suất sinh lời (%)

19.0%

|                                   |        |
|-----------------------------------|--------|
| VNINDEX                           | 1,691  |
| P/E thị trường (26F,x)            | 14.2   |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 35,714 |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 2,342  |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 470    |
| Cao nhất 52 tuần (VND)            | 17,450 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND)           | 9,920  |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 11.79  |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 135    |
| Hệ số Beta                        | 0.9    |

| Biến động giá     | 3T   | 6T    | 12M   |
|-------------------|------|-------|-------|
| Tuyệt đối (%)     | -7.3 | 16.4  | 23.0  |
| So với VNIndex(%) | -7.8 | -10.5 | -12.2 |



## Đi vào vận hành nhà máy LNG đầu tiên tại Việt Nam

**KQKD Q3/2025:** sản lượng điện thương phẩm đạt 3.9 tỷ kWh (+28% YoY), sản lượng Qc đạt 4 tỷ kWh (+44% YoY) và giá bán điện bình quân đạt 2,011 đồng/kWh (+1% YoY), doanh thu đạt 7,855 tỷ đồng (+30% YoY). Lợi nhuận gộp đạt 1,291 tỷ đồng (+4.4 lần YoY) chủ yếu do sản lượng điện Qc tăng mạnh, và chi phí nguyên vật liệu ước tính giảm khoảng 8% YoY. **Lũy kế 9T/2025:** Sản lượng điện thương phẩm đạt 12.9 tỷ kWh (+13% YoY), sản lượng Qc đạt 12.4 tỷ kWh (+43% YoY) và doanh thu đạt 25,404 tỷ đồng (+17 % YoY), LNST cty mẹ đạt 1,856 tỷ đồng (+74% YoY), chủ yếu do lợi nhuận gộp tăng 133% YoY. Như vậy LNST cty mẹ của POW đạt 206% ước tính sơ bộ 9 tháng của công ty và hoàn thành 251% kế hoạch năm 2025.

## Triển vọng 2026F và định hướng đến 2030F:

\_ Trong buổi họp nhà đầu tư tháng 11/2025, POW ước phóng KQKD 2025 như sau: Sản lượng đạt 18.6 tỷ kWh, doanh thu đạt 36 nghìn tỷ đồng, LNST đạt khoảng 2,500 tỷ

**Nhà máy Vũng Áng 1:** POW vẫn đang đàm phán lại với EVN để tăng giá bán điện PPA. Công ty cũng đã nhận 100 tỷ đồng tiền bảo hiểm của nhà máy Vũng Áng (số dư còn lại 211 tỷ đồng). Dự kiến nhập thêm than khoảng 700 -800 nghìn tấn từ Lào với giá rẻ hơn TKV. Giá than hiện tại khoảng 2.6-2.7 triệu đồng/tấn

**Nhà máy Cà Mau 1 &2:** Kì vọng POW ghi nhận 381 tỷ đồng chi phí O&M trong cuối năm từ EVN. Mỏ khí PM3-CAA dự kiến cạn nguồn vào năm 2027. POW đang làm việc với các mỏ Nam Du U Minh và Khánh Mỹ Đầm Dơi và dự kiến ký hợp đồng với GAS trong 2028.

**Dự án NT3&4:** NT3 đã COD chính thức vào ngày 21/11/2025, NT4 đang chạy thử dầu và dự kiến vận hành giữa tháng 12. NT3&4 không có hợp đồng bao tiêu với EVN. POW kỳ vọng quyết toán vốn XDCB thấp hơn 34.5 nghìn tỷ. Qc tối thiểu hiện đang 65% tương ứng 6.05 tỷ kWh trong 10 năm. Đang trình nâng Qc lên 75% trong 15 năm, triển vọng sẽ tích cực hơn nếu được duyệt tăng Qc. Gần đây, Bộ công thương có kế hoạch huy động sơ bộ NT3&4 ở mức khá thấp từ 30 triệu kWh đến 1.7 tỷ kWh tùy vào từng kịch bản. Tuy nhiên với tỉ lệ Qc 65%, khả năng kế hoạch chính thức sẽ có điều chỉnh và công bố trong thời gian tới. Chúng tôi ước tính NT3 và NT4 sẽ ghi nhận lỗ lần lượt khoảng 566 tỷ đồng trong năm 2026 và 319 tỷ đồng trong năm 2027, trước khi bắt đầu có lãi từ năm 2028.

\_ Các dự án khác: POW dự kiến thực hiện thêm Nhà máy LNG Quỳnh Lập (1,500 MW, vốn đầu tư khoảng 2.15 tỷ USD) và Nhà máy LNG Quảng Ninh (1,500 MW, vốn đầu tư khoảng 2.2 tỷ USD).

**Rủi ro:** (1) Các rủi ro liên quan đến NT3&4 (huy động thấp,...); (2) EVN thanh toán chậm; (3) Giá khí tăng cao; (5) Rủi ro thời tiết.

| Năm                                   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND) | 28,224 | 28,329 | 30,306 | 33,454 | 55,463 |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)                   | 2,765  | 1,290  | 883    | 2,420  | 2,534  |
| LNST công ty mẹ (tỷ VND)              | 2,061  | 1,038  | 1,112  | 2,061  | 2,042  |
| EPS (đồng)                            | 871    | 443    | 475    | 880    | 872    |
| BPS (đồng)                            | 13,030 | 13,414 | 13,668 | 15,101 | 15,973 |
| OPM (%)                               | 9.8    | 4.6    | 2.9    | 7.2    | 4.6    |
| NPM (%)                               | 9.0    | 4.5    | 4.0    | 7.5    | 4.1    |
| ROE (%)                               | 6.7    | 3.3    | 3.5    | 5.8    | 5.5    |
| P/E (x)                               | 13.1   | 32.0   | 25.3   | 20.6   | 20.7   |
| P/B (x)                               | 0.8    | 0.8    | 1.0    | 1.2    | 1.1    |
| EV/EBITDA (x)                         | 4.7    | 7.3    | 9.6    | 6.7    | 5.8    |

Triển vọng đầu tư năm 2026| 237

# Công bố quan trọng

## Cổ phiếu

- MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

## Ngành

- TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



## Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/ các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lý nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

## Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình, các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Bản quyền © 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.

# Mạng lưới Shinhan Investment

## SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

## NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

## HONG KONG

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

## INDONESIA

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

## SHANGHAI

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

## HO CHI MINH

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,  
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

## HA NOI

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,  
Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000



**Shinhan**  
Securities