

Triển vọng 2026



Áp lực tạo nên kim cương



Triển vọng 2026

Contents

Kinh tế vĩ mô	Khát vọng trong Kỷ nguyên Vươn mình	3
	Khát vọng trong Kỷ nguyên Vươn mình của dân tộc	5
	Đầu tư công là động lực thúc đẩy tăng trưởng	6
	Tiêu dùng nội địa duy trì đà tăng trưởng ổn định	9
	Xuất khẩu tăng tốc nhờ lợi thế cạnh tranh	11
Chiến lược đầu tư	Một hành trình mới	14
	Hành trình từ “giảm điểm kỷ lục” đến hình thành “đỉnh lịch sử”	15
	Nâng hạng thị trường: Cơ hội cho cổ phiếu Việt Nam và dòng vốn kỳ vọng	16
	Các yếu tố cơ bản hỗ trợ xu hướng tăng trưởng	18
	Hình thành đáy ngắn hạn?	19
Triển vọng ngành	Đãi cát tìm vàng	23
	Ngân hàng	24
	Chứng khoán	25
	Bất động sản nhà ở	26
	Thép	27
	Điện	28
	Hàng không	30
	Dầu khí	31

Triển vọng 2026
Áp lực tạo nên kim cương

Kinh tế vĩ mô

Khát vọng trong Kỷ nguyên Vươn mình

- I. Khát vọng trong Kỷ nguyên Vươn mình
- II. Đầu tư công là động lực thúc đẩy tăng trưởng
- III. Tiêu dùng nội địa duy trì đà tăng trưởng ổn định
- IV. Xuất khẩu tăng tốc nhờ lợi thế cạnh tranh

Kinh tế vĩ mô

Khát vọng trong Kỷ nguyên Vươn mình

Khát vọng trong Kỷ nguyên Vươn mình

Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng trưởng 9.0% trong năm 2026F, được củng cố bởi chương trình nghị sự đầy quyết tâm của Chính phủ nhằm xác lập năm bản lề này là bước đột phá quan trọng trong quỹ đạo phát triển của đất nước. Trụ cột cốt lõi của chiến lược này là việc đẩy mạnh đầu tư công, đặc biệt vào các dự án hạ tầng quy mô lớn, kỳ vọng sẽ tháo gỡ các nút thắt cấu trúc, tăng cường tính kết nối và tạo hiệu ứng lan tỏa thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân. Bên cạnh đầu tư công, cầu nội địa có khả năng tiếp tục là điểm tựa tăng trưởng ổn định, được thúc đẩy chủ yếu bởi các chính sách tài khóa hỗ trợ. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu sẽ duy trì sự dẻo dai nhờ các lợi thế cạnh tranh đã được khẳng định của Việt Nam trong bối cảnh thị trường quốc tế đầy biến động do các biện pháp thuế quan trả đũa. Tổng hòa các yếu tố này sẽ tạo động lực cho sự tăng trưởng bứt phá trên diện rộng ở các lĩnh vực kinh tế then chốt, đặt nền móng vững chắc cho năm mở đầu của "Kỷ nguyên Vươn mình".

Đầu tư công là động lực thúc đẩy tăng trưởng

Với kế hoạch đầy tham vọng đã đề cập, đầu tư công sẽ đóng vai trò là xương sống và "ngôi nôi" cho nền kinh tế, tận dụng các cải cách thể chế để kích hoạt nguồn vốn tư nhân và duy trì tăng trưởng trong chu kỳ dài. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng những sửa đổi luật gần đây sẽ cải thiện hiệu quả và tỷ lệ hoàn thành các dự án công bằng cách tinh giản các thủ tục đầu tư và giải phóng mặt bằng. Hơn nữa, những chuyển dịch về thể chế này đã nâng cao tính khả thi về tài chính và sức hấp dẫn của các dự án công, tạo ra hiệu ứng "crowding-in" nhằm khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân. Trong khung khổ này, hạ tầng giao thông và đô thị không còn là những khoản chi phí độc lập, mà là nền tảng chiến lược để tái cấu trúc không gian và kinh tế, tối đa hóa hiệu ứng lan tỏa đến phát triển vùng.

Chỉ số kinh tế Việt Nam

	T6/25	T7/25	T8/25	T9/25	T10/25	T11/25	Corr.
FDI %n/n	8.8	10.1	12.5	6.8	11.4	9.5	-0.16
Tổng mức bán lẻ %n/n	8.3	8.6	10.4	11.0	7.7	7.1	-0.16
Xuất khẩu %n/n	16.3	16.0	14.5	24.7	17.5	15.1	-0.05
Nhập khẩu %n/n	20.2	17.8	17.7	24.9	16.8	16.0	0.04
Cán cân thương mại (Tỷ USD)	2.8	2.3	3.7	2.8	2.6	1.1	-0.03
Chỉ số giá tiêu dùng %t/t	0.5	0.1	0.0	0.4	0.2	0.5	-0.03
Tín dụng %n/n	19.2	19.8	19.9	20.1	20.3	19.5	-0.23
USD/VND %t/t	0.3	0.4	0.6	0.3	-0.4	0.2	-0.30
PMI(Điểm)	48.9	52.4	50.4	50.4	54.5	53.8	-0.09
VNINDEX %t/t	3.3	9.2	12.0	-1.2	-1.3	3.1	1.00

Nguồn: SBV, CTCK, Bloomberg, KIS Research

1 – Tương quan với tỷ suất sinh lãi hàng tháng của VNINDEX;

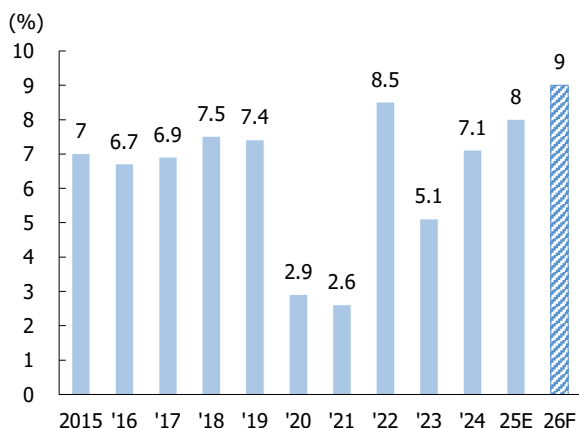
Xanh = tăng tốc; Vàng = giảm tốc; Đỏ = giảm

I. Khát vọng trong Kỷ nguyên Vươn mình

Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng trưởng 9.0% trong năm 2026, được củng cố bởi chương trình nghị sự đầy quyết tâm của Chính phủ nhằm xác lập năm bản lề này là bước đột phá quan trọng trong quỹ đạo phát triển của đất nước. Trụ cột cốt lõi của chiến lược này là việc đẩy mạnh đầu tư công, đặc biệt vào các dự án hạ tầng quy mô lớn, kỳ vọng sẽ tháo gỡ các nút thắt cấu trúc, tăng cường tính kết nối và tạo hiệu ứng lan tỏa thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân. Bên cạnh đầu tư công, cầu nội địa có khả năng tiếp tục là điểm tựa tăng trưởng ổn định, được thúc đẩy chủ yếu bởi các chính sách tài khóa hỗ trợ. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu sẽ duy trì sự dẻo dai nhờ các lợi thế cạnh tranh đã được khẳng định của Việt Nam trong bối cảnh thị trường quốc tế đầy biến động do các biện pháp thuế quan trả đũa. Tổng hòa các yếu tố này sẽ tạo động lực cho sự tăng trưởng bứt phá trên diện rộng ở các lĩnh vực kinh tế then chốt, đặt nền móng vững chắc cho năm mở đầu của "Kỷ nguyên Vươn mình" của dân tộc.

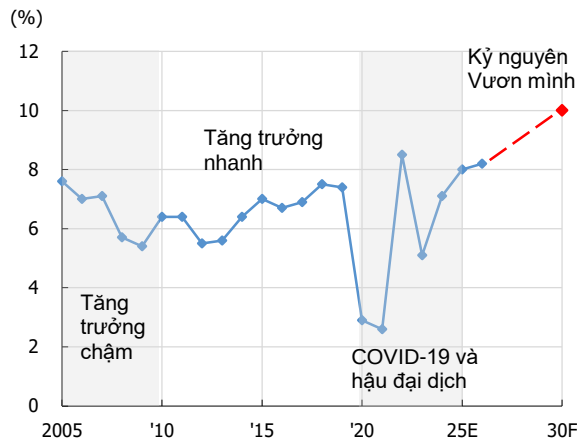
Khát vọng tăng trưởng hai con số. Chính phủ Việt Nam đã đặt ra triển vọng tham vọng cho năm 2026 với mục tiêu tăng trưởng GDP thực tế ở mức "hai con số" — được xác định từ 10% trở lên. Mục tiêu này đánh dấu năm khai màn của Kế hoạch Phát triển Kinh tế - Xã hội giai đoạn 2026–2030 và đóng vai trò như một mệnh lệnh chiến lược nhằm đưa nền kinh tế bước vào giai đoạn phát triển mới. Để hiện thực hóa khát vọng này, Quốc hội Việt Nam thông qua ba kỳ họp trong năm nay đã phê duyệt một loạt các biện pháp đầu tư công then chốt, bao gồm cơ chế đền bù giải phóng mặt bằng và các giải pháp huy động vốn, nhằm tăng cường tính linh hoạt và năng lực thực thi cho cả chính quyền trung ương lẫn địa phương để đẩy nhanh các dự án trọng điểm quốc gia. Những bước đi này đồng thời hướng tới việc tạo tiền đề cho một làn sóng hạ tầng mới trong kỷ nguyên vươn mình của đất nước.

Hình 1. Tăng trưởng GDP của Việt Nam qua các năm



Nguồn: CTK, KIS Research

Hình 2. Chu kỳ kinh tế Việt Nam

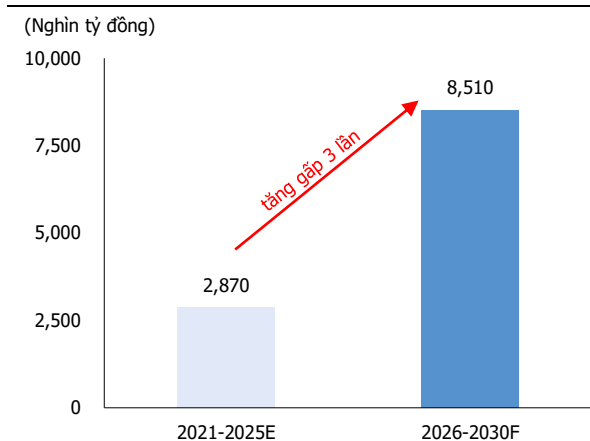


Nguồn: CTK, KIS Research

II. Đầu tư công là động lực thúc đẩy tăng trưởng

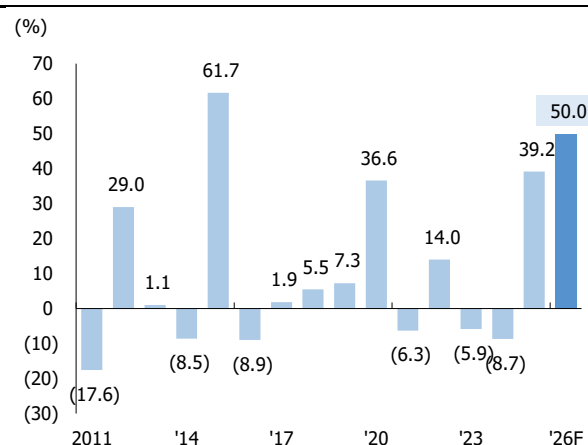
Với kế hoạch đầy tham vọng đã đề cập, đầu tư công sẽ đóng vai trò là xương sống và "ngòi nổ" cho nền kinh tế, tận dụng các cải cách thể chế để kích hoạt nguồn vốn tư nhân và duy trì tăng trưởng trong chu kỳ dài. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng những sửa đổi luật gần đây (như Luật Đầu tư công sửa đổi và Luật PPP) sẽ cải thiện hiệu quả và tỷ lệ hoàn thành các dự án công bằng cách tinh giản các thủ tục đầu tư và giải phóng mặt bằng. Hơn nữa, những chuyển dịch về thể chế này đã nâng cao tính khả thi về tài chính và sức hấp dẫn của các dự án công, tạo ra hiệu ứng "crowding-in" nhằm khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân. Trong khung khổ này, hạ tầng giao thông và đô thị không còn là những khoản chi phí độc lập, mà là nền tảng chiến lược để tái cấu trúc không gian và kinh tế, tối đa hóa hiệu ứng lan tỏa đến phát triển vùng.

Hình 3. Kế hoạch giải ngân đầu tư công đầy tham vọng



Nguồn: KIS Research

Hình 4. Tăng trưởng giải ngân đầu tư công



Nguồn: MoF, TCTK, KIS Research

Chúng tôi dự báo đầu tư công sẽ tăng trưởng 49.3% so với cùng kỳ vào năm 2026, đạt mức 1,100 nghìn tỷ đồng. Động lực chính đến từ hiệu ứng kép của lượng vốn tồn đọng chuyển tiếp từ năm 2025 và kế hoạch vốn mới đầy tham vọng cho năm 2026. Sự tăng trưởng mạnh mẽ này được thúc đẩy bởi việc tháo gỡ thành công các nút thắt cho hàng loạt dự án trọng điểm, cho phép việc thi công được khởi động lại hoặc đẩy nhanh tiến độ. Cụ thể, các cơ chế thí điểm áp dụng cho ba đầu tàu tăng trưởng chính đã giúp tinh giản quy trình phê duyệt cho các dự án quy mô lớn. Thêm vào đó, thặng dư ngân sách năm 2025 và nợ công thấp, hiện ở mức 36-37% GDP, cách xa mức trần 60%, tạo ra một "đệm tài khóa" vững chắc cho phép Chính phủ theo đuổi các khoản chi đầu tư quyết liệt.

Bảng 1. Tăng trưởng giải ngân đầu tư công

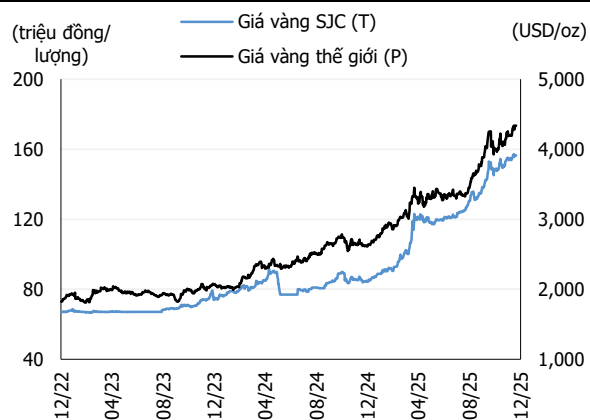
Địa phương	Khung pháp lý	Hành lang TOD	Mục tiêu	Tác động
Hà Nội	Luật Thủ đô 2024	Tuyến Metro số 5 và các kết nối vành đai	- Kết nối các đô thị vệ tinh (Hòa Lạc, Sơn Tây, Đông Anh) - Giảm áp lực cho lõi di sản/nội đô lịch sử - Phát triển các cụm dịch vụ giá trị cao, giáo dục và R&D	- Giá trị đất đai quanh các ga metro tăng đáng kể - Chuyển dịch hướng tới mô hình thủ đô đa cực
TP. Hồ Chí Minh	Nghị quyết 98 (Sửa đổi)	Tuyến Metro số 2 và Tuyến số 1 kéo dài	- Kết nối khu trung tâm với TP. Thủ Đức, hành lang Tây Bắc và các tỉnh lân cận - Giảm sự phụ thuộc vào phương tiện cá nhân - Thúc đẩy phát triển mật độ cao, đa chức năng	- Thu hút mạnh mẽ nguồn vốn tư nhân và FDI vào các đầu mối TOD - Chuyển dịch cấu trúc bất động sản từ định hướng đất nền sang các dự án đô thị tích hợp
Đà Nẵng	Nghị quyết 136/2024/QH15	TOD gắn liền với hành lang ven biển, sân bay và logistics	- Tích hợp các chức năng du lịch, dịch vụ và logistics - Thúc đẩy tăng trưởng đô thị nén, bền vững với môi trường - Cùng cố vai trò là trung tâm vùng	- Nâng cao năng lực cạnh tranh đô thị - Thu hút các nguồn vốn đầu tư dài hạn, chất lượng cao

Nguồn: KIS Research

Để đảm bảo tiến độ và khả năng huy động vốn của dự án, Chính phủ đang giải quyết các nút thắt thể chế thông qua các khung khổ đặc thù cho Hà Nội, Đà Nẵng và TP. Hồ Chí Minh. Các công cụ pháp lý quan trọng cung cấp nền móng cần thiết cho việc hợp nhất quỹ đất và các mô hình PPP. Điều này cho phép phát triển đô thị theo định hướng giao thông công cộng (TOD) trở thành một mô hình có khả năng mở rộng và nhân rộng tại các cực tăng trưởng chiến lược này. Việc tăng tốc hạ tầng đầy tham vọng thông qua đầu tư công mang lại cả tiềm năng tăng trưởng lẫn những thách thức quản lý đáng kể, đặc biệt là trong việc cân đối vốn. Kế hoạch của Việt Nam nhằm tăng chi tiêu công lên khoảng 8,510 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026–2030, cao gấp khoảng ba lần so với giai đoạn 2021–2025, đòi hỏi sự điều chỉnh cẩn trọng để tránh mất cân đối tài khóa hoặc phụ thuộc quá mức vào vay nợ địa phương. Học tập từ kinh nghiệm đường sắt cao tốc năm 2011 của Trung Quốc, nỗ lực đẩy mạnh hạ tầng và TOD của Việt Nam được kỳ vọng sẽ tạo ra hiệu ứng lan tỏa rộng rãi ngoài tính kết nối. Những khoản đầu tư này tạo ra giá trị cho ngành xây dựng, hỗ trợ tạo việc làm và kích thích hoạt động kinh tế quanh các dự án TOD. Những lợi ích cục bộ này được dự báo sẽ thúc đẩy thu nhập cao hơn và nhu cầu nội địa mạnh mẽ hơn, cuối cùng củng cố sự tăng trưởng bền vững tại ba cực kinh tế trọng điểm.

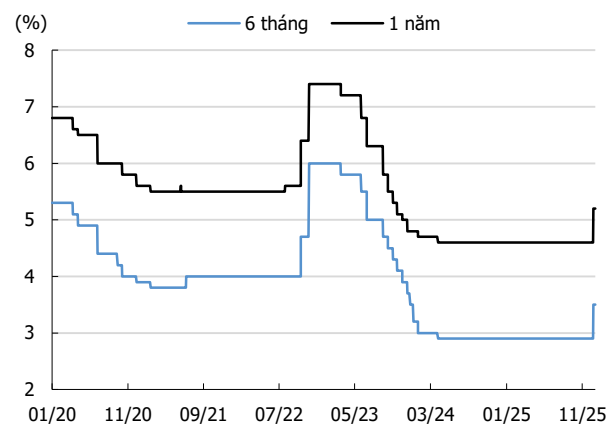
Tuy nhiên, việc đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công cũng tiềm ẩn những hạn chế đáng kể, chủ yếu xuất phát từ sự không khớp giữa tốc độ giải ngân và tiến độ thực tế của dự án. Một chỉ báo gần đây về rủi ro này là lãi suất huy động đang tăng lên trong toàn hệ thống ngân hàng, khi các mục tiêu tăng trưởng tín dụng và dòng tiền ra nhanh hơn gây áp lực lên nhu cầu thanh khoản. Nếu việc giải ngân vượt quá tốc độ thực thi tại hiện trường, nó sẽ tạo ra thanh khoản dư thừa trên thị trường, vốn có thể chảy vào các tài sản đầu cơ như vàng và bất động sản — hướng tăng trưởng kinh tế vào các lĩnh vực hẹp này thay vì các khu vực sản xuất rộng lớn hơn, từ đó làm đảo ngược hiệu ứng lan tỏa kỳ vọng đã thảo luận trước đó và có khả năng khuếch đại những biến dạng thị trường.

Hình 5. Diễn biến giá vàng



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 6. Diễn biến lãi suất huy động tại Vietcombank

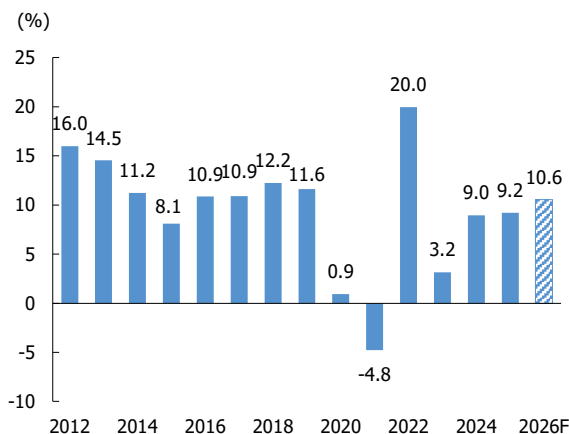


Nguồn: Bloomberg, KIS Research

III. Tiêu dùng nội địa duy trì đà tăng trưởng ổn định

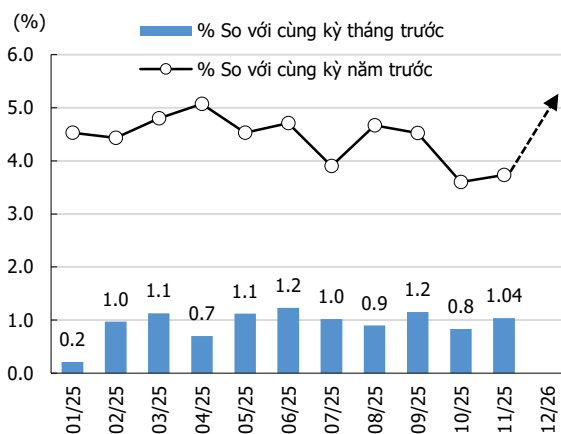
Với đóng góp đáng kể vào GDP, tiêu dùng nội địa đóng vai trò là trụ cột chính trong việc hiện thực hóa các mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng của đất nước. Chúng tôi dự báo tổng mức bán lẻ năm 2026 tăng trưởng 10.9%, đạt quy mô 7,715 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ sự hấp thụ hoàn toàn vào nền kinh tế của đợt tăng lương cơ sở và điều chỉnh lương tối thiểu vùng được triển khai từ giữa năm 2025. Bên cạnh đó, các chính sách tài khóa như gia hạn giảm 2% thuế GTGT và điều chỉnh mức giảm trừ gia cảnh thuế thu nhập cá nhân sẽ góp phần bảo vệ thu nhập thực tế của người dân. Đồng thời, sự phục hồi của thị trường lao động tại các khu công nghiệp mới sẽ đảm bảo tính ổn định cho dòng tiền của các hộ gia đình, tạo nền tảng cho tiêu dùng bền vững.

Hình 7. Tốc độ tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng năm



Nguồn: CTK, KIS Research

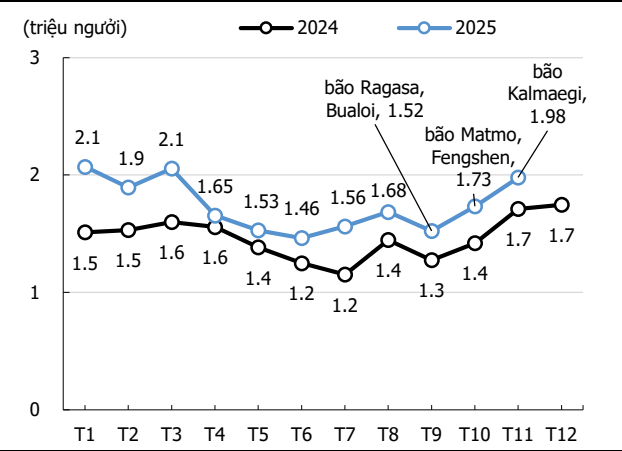
Hình 8. Chỉ số sử dụng lao động công nghiệp (LEI)



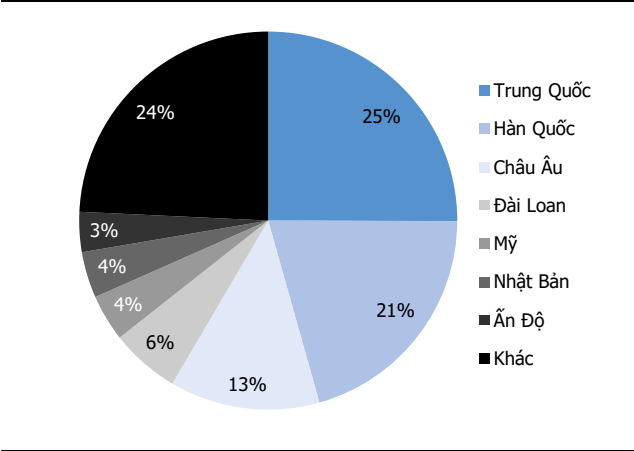
Nguồn: CTK, KIS Research

Ngành du lịch sẵn sàng cho một "hiệu ứng lò xo" mạnh mẽ vào năm 2026, được thúc đẩy bởi nhu cầu dẻo dai và sức hút ngày càng tăng của Việt Nam. Bất chấp tác động từ các cơn bão liên tiếp trong quý 4 năm 2025, ngành này vẫn duy trì được đà tăng trưởng, khẳng định vai trò là động lực tăng trưởng cốt lõi. Nhờ sự mở rộng của mạng lưới đường bay và các kỳ nghỉ lễ lớn trong năm, xu hướng này sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng đồng bộ trên cả phân khúc quốc tế và nội địa, đảm bảo doanh thu ổn định cho chuỗi giá trị dịch vụ phi hàng không và các trung tâm thương mại lớn.

Hình 9. Tổng lượng khách quốc tế theo tháng



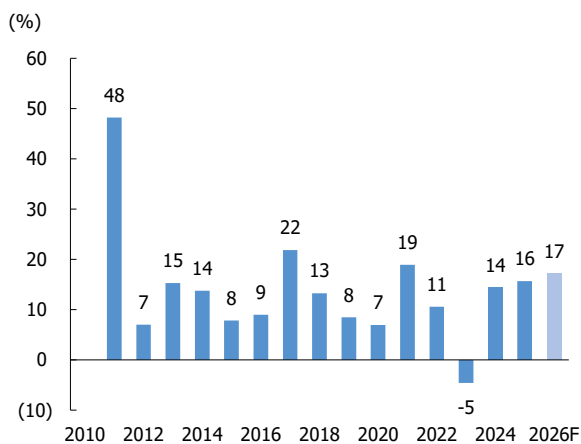
Hình 10. Lượng khách quốc tế năm 2025 theo quốc gia



IV. Xuất khẩu tăng tốc nhờ lợi thế cạnh tranh

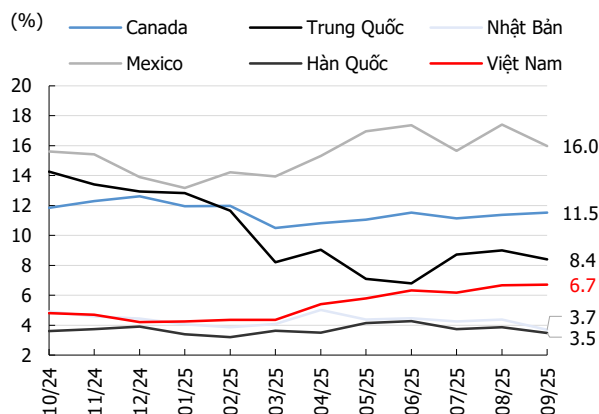
Chúng tôi dự báo xuất khẩu của Việt Nam sẽ tăng trưởng 17.1% so với cùng kỳ trong năm 2026, đạt mức 549.7 tỷ USD. Động lực tăng trưởng chính đến từ mức thuế suất trả đũa cạnh tranh khoảng 12.6%, giúp thu hút sự chuyển dịch đơn hàng từ các thị trường đang phải đối mặt với mức thuế trừng phạt. Đà tăng trưởng này còn được củng cố bởi bối cảnh toàn cầu thuận lợi, khi các gói kích thích kinh tế chưa từng có và sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ tạo ra những động lực tích cực cho tăng trưởng xuất khẩu.

Hình 11. Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam qua các năm



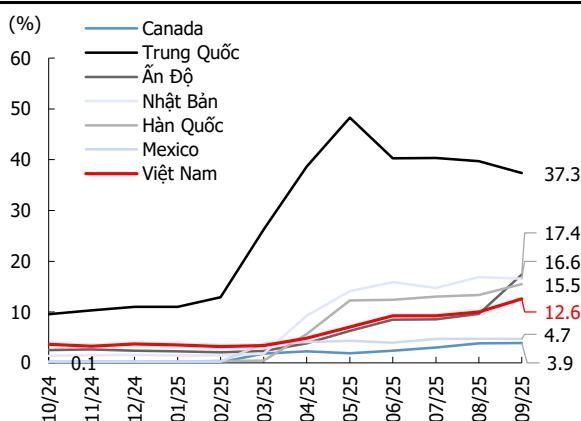
Nguồn: CTK, KIS Research

Hình 12. Nhập khẩu của Mỹ: Thị phần theo quốc gia



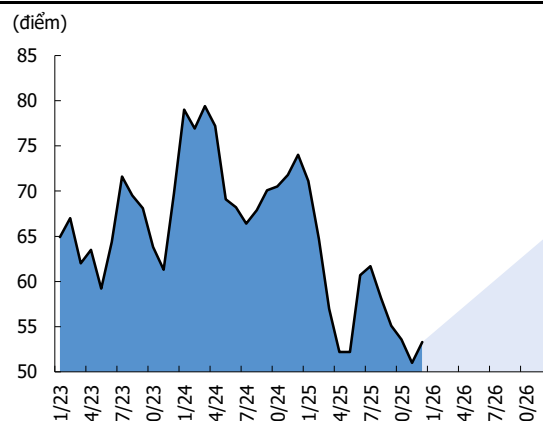
Nguồn: USITC, KIS Research

Hình 13. Thuế suất áp dụng theo quốc gia



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 14. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ở thị trường Mỹ



Nguồn: Tradingeconomic, KIS Research

Thống kê vĩ mô

	T7/25	T8/25	T9/25	T10/25	T11/25	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2021	2022	2023	2024
Tăng GDP thực (%)						7.55	7.05	8.19	8.23	2.58	8.02	5.05	7.09
FDI đăng ký (USD bn)	2.57	2.05	2.40	2.98	2.17	13.44	10.98	10.54	7.02	31.15	27.72	36.61	38.23
GDP bình quân (USD)										3,725	4,110	4,285	4,479
Tỷ lệ thất nghiệp (%)						2.22	2.20	2.22	2.22	3.22	2.32	2.26	2.24
Xuất khẩu (tỷ USD)	42.27	43.39	42.67	42.05	39.07	105.9	102.84	110.62	118.38	335.7	371.85	355.5	405.5
Nhập khẩu (tỷ USD)	40.00	39.67	39.82	39.45	37.98	101.9	99.68	118.83	120.19	331.1	360.65	327.5	380.8
Tăng trưởng XK (%)	15.95	14.50	24.73	17.48	15.15	11.46	10.64	10.62	18.38	18.74	10.61	-4.4	14.3
Tăng trưởng NK (%)	17.77	17.71	24.88	16.83	16.04	14.91	17.03	18.83	20.19	25.9	8.35	-8.9	16.7
Lạm phát (%)	3.19	3.24	3.38	3.25	3.58	2.87	3.22	3.31	3.27	1.84	3.15	3.25	3.63
USD/VND	26,199	26,345	26,427	26,315	26,365	25,386	25,565	26,121	26,427	22,790	23,650	23,784	25,386
Tăng trưởng tín dụng (%)	19.12	19.91	19.61	18.77	20.30	13.8	16.3	17.48	19.61	13.61	14.2	13.7	13.8
TPCP 10 năm (%)	3.45	3.69	3.76	3.95	4.03	2.94	3.06	3.34	3.76	2.11	5.08	2.39	2.94

Nguồn: CTK, Bloomberg, FIA, IMF

Triển vọng 2026
Áp lực tạo nên kim cương

Chiến lược đầu tư

Một hành trình mới

- Hành trình từ “giảm điểm kỷ lục” đến hình thành “đỉnh lịch sử”
- Nâng hạng thị trường: Cơ hội cho cổ phiếu Việt Nam và dòng vốn kỳ vọng
- Các yếu tố cơ bản hỗ trợ xu hướng tăng trưởng
- Hình thành đáy ngắn hạn?

Chiến lược

Một hành trình mới

Nâng hạng thị trường: cơ hội cổ phiếu và dòng vốn đổ vào

Việc nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi loại 2, có hiệu lực từ tháng 9/2026 (sau khi xem xét vào tháng 3), tạo ra những cơ hội đầu tư đáng kể. Dựa trên số liệu tháng 10/2025, việc nâng hạng sẽ thu hút dòng vốn lớn vào thị trường Việt Nam từ cả các quỹ chủ động và thụ động. Theo đó, chúng tôi ước tính 374 triệu USD sẽ chảy vào thị trường thông qua các quỹ ETF tham chiếu các chỉ số FTSE Global All Cap, FTSE All-World, FTSE Emerging All Cap và FTSE Emerging.

Các yếu tố cơ bản hỗ trợ xu hướng tăng trưởng

Triển vọng thị trường chứng khoán năm 2026 được hỗ trợ bởi nền tảng cơ bản vững chắc và định giá hấp dẫn. Mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng 10% của Chính phủ, tuy thận trọng hơn so với dự báo 6.5-8% của các tổ chức tài chính, sẽ đòi hỏi các chính sách mở rộng có lợi cho thị trường. Các công ty niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 30% so với cùng kỳ trong đầu năm 2025, trong khi các đợt điều chỉnh gần đây đã khiến định giá trở nên hấp dẫn. Gần một nửa số cổ phiếu niêm yết đã giảm hơn 10% so với đỉnh, với hai phần ba hiện được đánh giá là bị định giá thấp. Các tổ chức tài chính dự báo 131 trong số 203 cổ phiếu theo dõi có tiềm năng tăng giá trên 15%, mang đến cơ hội đầu tư đáng kể cho năm 2026.

Kỳ vọng về đỉnh lịch sử mới?

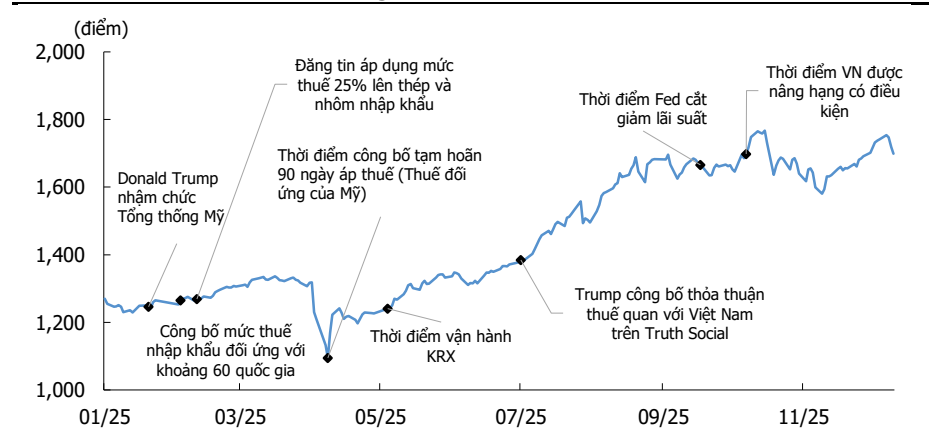
Thị trường chứng khoán tuân theo các chu kỳ có thể dự đoán, cho thấy sự tăng trưởng tiếp tục đến đầu năm 2026. Hơn nữa, dữ liệu lịch sử cho thấy giai đoạn tháng 1-2 luôn mang lại mức sinh lời tốt nhất trong năm, với tháng 1 có mức tăng trưởng dương trong 7 trên 10 năm qua và giai đoạn hai tháng đạt tỷ lệ thành công trên 70%. Dựa trên phân tích chu kỳ và xu hướng theo mùa này, xu hướng tăng dự kiến kéo dài đến tháng 2/2026, sau đó có đợt điều chỉnh ngắn trước khi tiếp tục tăng trưởng hướng tới mục tiêu 2,000 điểm vào tháng 10/2026.

I. Hành trình mới

1. Hành trình từ “giảm điểm kỷ lục” đến hình thành “đỉnh lịch sử”

Bức tranh thị trường 2025. Kể từ đầu năm đến nay, thị trường chứng khoán đã trải qua nhiều giai đoạn biến động mạnh, với những nhịp điều chỉnh sâu về vùng 1,094 điểm xen kẽ các pha tăng tốc ấn tượng, qua đó xác lập mức đỉnh lịch sử mới quanh 1,765 điểm. Mặc dù biến động ngắn hạn vẫn diễn ra thường xuyên, song xét trên góc độ tổng thể, xu hướng chủ đạo của thị trường vẫn mang tính tích cực khi VNIndex tăng 29.7% so với đầu năm và thiết lập đỉnh cao mới tại 1,765 điểm. Đà tăng này thể hiện sự lan tỏa nhưng đồng thời cũng cho thấy mức độ phân hóa rõ rệt giữa các nhóm chỉ số. Trong đó, VN30 Index ghi nhận mức tăng vượt trội 39.0%, phản ánh vai trò dẫn dắt của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Bên cạnh đó, UpcomIndex và HNXIndex tăng lần lượt 25.5% và 9.8%, cho thấy dòng tiền vẫn hiện diện trên diện rộng, dù mức độ cải thiện giữa các phân khúc thị trường chưa thực sự đồng đều.

Hình 15. Diễn biến VNIndex trong năm 2025



Nguồn: KIS Research, FiinPro X

Bảng 2: Tỷ suất sinh lời của các chỉ số chính và các ngành

TT	Chỉ số. Ngành	Vốn hóa (Tỷ đồng)	% Vốn hóa (%)	Tỷ suất sinh lời theo tháng trong năm 2025							2025 YTD
				11	10	9	8	7	6	5	
a. Chỉ số											
1	VNINDEX	7341.1	85.8	3.1	(1.3)	(1.2)	12.0	9.2	3.3	8.7	29.7
2	HNX Index	376.7	4.4	(2.2)	(2.7)	(2.4)	5.1	16.2	2.7	5.3	9.8
3	UPCOM Index	837.6	9.8	4.9	3.7	(1.4)	4.9	4.9	2.4	6.6	25.5
4	VN30 Index	5119.4	59.8	2.0	1.2	(0.1)	15.5	9.3	3.8	8.7	39.0
b. Ngành											
1	Ngân hàng	2495.3	29.2	(1.9)	(4.6)	(6.1)	19.6	11.5	4.1	3.9	19.7
2	Khác	862.1	10.1	10.2	6.6	0.9	5.0	1.2	1.2	6.2	25.5
3	Bất động sản	1990.6	23.3	20.3	3.3	16.3	16.1	14.1	(0.3)	29.2	373.8
4	Nguyên vật liệu	489.9	5.7	(2.0)	(1.4)	(0.8)	3.7	6.4	5.6	7.4	2.2
5	Thực phẩm & Đồ uống	459.9	5.4	2.1	(1.3)	(1.1)	3.9	2.3	9.0	(0.0)	5.9
6	Dịch vụ Tiện ích	289.2	3.4	1.3	0.4	(3.9)	0.5	2.0	1.9	8.1	(3.2)
7	Hàng hóa vốn	402.8	4.7	1.0	4.5	1.3	0.2	19.4	3.7	12.7	108.1
8	Dịch vụ Tài chính	422.6	4.9	(3.2)	(11.9)	(9.3)	21.1	42.6	2.4	4.8	27.7
9	Vận tải	325.4	3.8	(0.1)	11.8	0.8	7.1	14.4	0.2	9.5	34.5
10	Năng lượng	172.0	2.0	(0.8)	0.9	(2.2)	12.9	7.1	7.4	5.4	(9.8)
11	Phần mềm & dịch vụ	171.0	2.0	(6.6)	11.3	(7.8)	(2.3)	1.1	2.3	6.5	(28.3)
12	Bán lẻ	156.2	1.8	(3.1)	7.2	(0.0)	11.7	2.3	5.4	1.8	25.1
13	Bảo hiểm	84.0	1.0	5.3	(1.8)	(1.8)	14.8	(1.9)	4.9	4.4	16.4
14	Tiểu dùng không thiết yếu	56.4	0.7	(2.2)	8.4	(3.1)	(0.4)	2.5	1.1	14.9	(10.2)
15	Dược & sinh học	46.2	0.5	(0.7)	1.9	1.6	0.2	2.1	(0.5)	4.7	(0.1)
16	Phần cứng & thiết bị	10.6	0.1	9.1	(2.0)	(2.5)	0.6	0.2	29.9	1.6	(0.4)
17	Dịch vụ thương mại	10.5	0.1	(0.1)	0.9	1.3	1.8	3.1	2.1	5.2	(0.2)
18	Ô tô & phụ tùng	7.6	0.1	3.2	(5.0)	6.0	3.3	9.8	(0.6)	14.1	(2.1)
19	Dịch vụ tiêu dùng	149.3	1.7	22.7	(3.8)	0.0	(2.9)	(11.8)	6.1	1.3	0.5
20	Hàng hóa cá nhân	3.9	0.0	1.6	(7.9)	1.2	3.0	3.5	3.5	0.3	(2.4)
21	Thiết bị & DV y tế	3.2	0.0	(10.3)	(2.6)	9.8	(0.0)	1.8	(3.2)	2.3	(1.0)
22	Truyền thông & giải trí	3.8	0.0	(3.8)	(8.4)	0.1	5.9	4.1	3.3	4.0	(16.4)
23	Dịch vụ viễn thông	2.5	0.0	(3.3)	(2.0)	(4.7)	2.8	0.6	(3.8)	9.3	(2.0)

Nguồn: Bloomberg, KIS Research
Ghi chú: Phân loại theo GICS cấp 2: Nhóm ngành; và dữ liệu được thống kê dựa trên tất cả các cổ phiếu được niêm yết trên cả 3 sàn HOSE, HNX và UPCOM

2. Nâng hạng thị trường: Cơ hội cho cổ phiếu Việt Nam và dòng vốn kỳ vọng

Thị trường Việt Nam được nâng hạng. Theo thông báo của FTSE Russell vào ngày 8 tháng 10 năm 2025, Việt Nam sẽ được nâng hạng từ Thị trường cận biên (Frontier Market) lên Thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market), có hiệu lực từ ngày 21 tháng 9 năm 2026, tùy thuộc vào kết quả đánh giá giữa kỳ vào tháng 3 năm 2026. Bên cạnh đó, Việt Nam đã đáp ứng tất cả các tiêu chí yêu cầu nhờ vào việc triển khai mô hình giao dịch không yêu cầu ký quỹ trước (non-prefunding) và thiết lập cơ chế thanh toán giao dịch thất bại (failed trade settlement mechanism). Tuy nhiên, việc tiếp cận các dịch vụ môi giới toàn cầu vẫn là một lĩnh vực cần được cải thiện then chốt để đảm bảo việc mô phỏng chỉ số hiệu quả và tăng cường khả năng tiếp cận cho nhà đầu tư nước ngoài. Mặc dù đây không phải là điều kiện bắt buộc để nâng hạng, FTSE Russell sẽ tiếp tục giám sát và tham vấn thị trường để đảm bảo việc đánh giá lại diễn ra theo đúng kế hoạch vào tháng 9 năm 2026.

Cơ hội từ nâng hạng thị trường. Dựa trên dữ liệu cập nhật đến ngày 31/10/2025, FTSE Russell đã đưa ra ước tính sơ bộ về tỷ trọng phân bổ và dòng vốn tiềm năng vào thị trường Việt Nam trong các bộ chỉ số chính. Cụ thể, FTSE Global All Cap hiện đang quản lý quy mô tài sản khoảng 182.5 tỷ USD; với tỷ trọng dự kiến của Việt Nam ở mức 0.04%, dòng vốn ước tính có thể đạt khoảng 73.0 triệu USD. Đối với FTSE Emerging All Cap, quy mô AUM vào khoảng 79.3 triệu USD và tỷ trọng phân bổ dự kiến 0.34%, tương ứng với dòng vốn khoảng 0.27 triệu USD. Bên cạnh đó, FTSE All-World Index với quy mô tài sản quản lý khoảng 103.8 tỷ USD và tỷ trọng dự kiến 0.02% cho Việt Nam, có thể mang lại dòng vốn vào khoảng 20.8 triệu USD. Cuối cùng, FTSE Emerging

Index – rõ chỉ số tập trung vào các thị trường mới nổi – hiện có AUM khoảng 127.6 tỷ USD; với tỷ trọng ước tính 0.22%, dòng vốn tiềm năng vào Việt Nam vào khoảng 280.9 triệu USD.

Bảng 3: Danh sách 28 mã cổ phiếu dự kiến theo FTSE Russell

STT	Tên doanh nghiệp	Mã	Ngành	Phân nhóm	Free float	Vốn hoá (tỷ đồng)
1	Hoa Phat Group JSC	HPG	Industrial	Large	58.98	199,562.11
2	Vietcombank	VCB	Financial	Large	25.20	474,602.35
3	Vingroup	VIC	Financial	Large	29.51	1,109,668.47
4	Vinhomes	VHM	Financial	Large	26.49	386,507.47
5	Masan Group Corp	MSN	Consumer, Non-cyclical	Mid	51.28	106,274.79
6	Saigon Beer Alcohol Beverage	SAB	Consumer, Non-cyclical	Mid	10.41	64,128.12
7	Vietnam Dairy Products JSC	VNM	Consumer, Non-cyclical	Mid	35.27	125,815.32
8	Dat Xanh Group	DXG	Financial	Small	81.30	17,066.31
9	DIC Group	DIG	Industrial	Small	78.48	11,668.08
10	Ducgang Chemicals Group	DGC	Basic Materials	Small	61.68	34,939.61
11	FPT Digital Retail	FPT	Technology	Small	89.48	159,618.62
12	KHADIHOUSE JSC	KDH	Industrial	Small	64.42	34,227.55
13	Kinh Do JSC	KDC	Consumer, Non-cyclical	Small	60.62	14,838.08
14	Kinhbac City Group	KBC	Financial	Small	70.04	30,465.77
15	PVFCCo	DPM	Basic Materials	Small	40.41	14,958.35
16	Phat Dat Corporation	PDR	Financial	Small	53.16	19,302.24
17	Sacombank	STB	Financial	Small	96.66	86,719.92
18	Saigon-Hanoi Commercial Bank	SHB	Financial	Small	86.53	73,499.26
19	SSI Securities	SSI	Financial	Small	88.16	69,999.85
20	Tasco	HUT	Consumer, Cyclical	Small	69.81	16,558.43
21	Viet Capital Securities	VCI	Financial	Small	77.16	23,629.02
22	VietJet Aviation	VJC	Consumer, Cyclical	Small	52.52	100,198.10
23	Vietnam Electrical Equipment	TBD	Industrial	Small	53.34	4,502.91
24	Eximbank	EIB	Financial	Small	97.91	38,558.32
25	Petrolimex	PLX	Energy	Small	9.41	42,818.96
26	Vincom Retail	VRE	Financial	Small	39.67	62,375.14
27	VIX Securities	VIX	Financial	Small	96.93	33,385.17
28	VNDirect Securities JSC	VND	Financial	Small	71.21	26,640.25

Nguồn: Bloomberg, FTSE Russell

Bảng 4. Ước tính dòng vốn dự kiến đổ vào Việt Nam

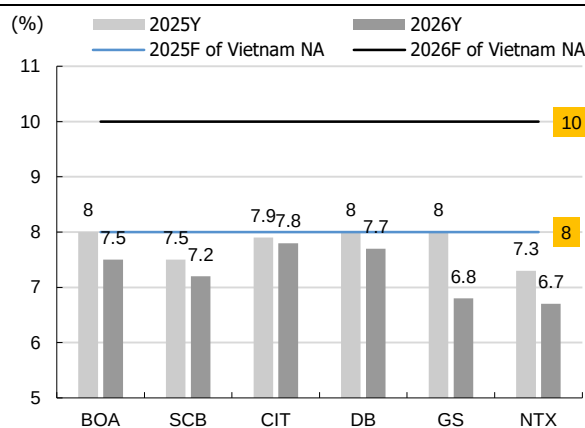
	AUM (triệu USD)	Tỷ trọng	Ước tính (triệu USD)
FTSE Global All Cap	182,496.60	0.04%	73.00
FTSE All-World	79.27	0.02%	0.27
FTSE Emerging All Cap	103,868.08	0.34%	20.77
FTSE Emerging	127,676.35	0.22%	280.89

Nguồn: Bloomberg, FTSE Russell, KIS Research

3. Các yếu tố cơ bản hỗ trợ xu hướng tăng trưởng

Tăng trưởng kinh tế hỗ trợ xu hướng thị trường. Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng khoảng 10% cho năm 2026F và duy trì kỳ vọng hai con số này đến năm 2030. Trong khi các tổ chức tài chính lớn dự báo mức tăng trưởng thận trọng hơn ở mức 6.5-8.0%, khoảng cách này đòi hỏi Chính phủ phải thực hiện các biện pháp mạnh mẽ và quyết liệt để đạt được kỳ vọng tăng trưởng đề ra, chẳng hạn như duy trì chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng... Những chính sách này sẽ tạo động lực mạnh mẽ cho xu hướng tăng trưởng của thị trường chứng khoán trong năm 2026F. (Để biết chi tiết, vui lòng tham khảo phần kinh tế vĩ mô của báo cáo này.)

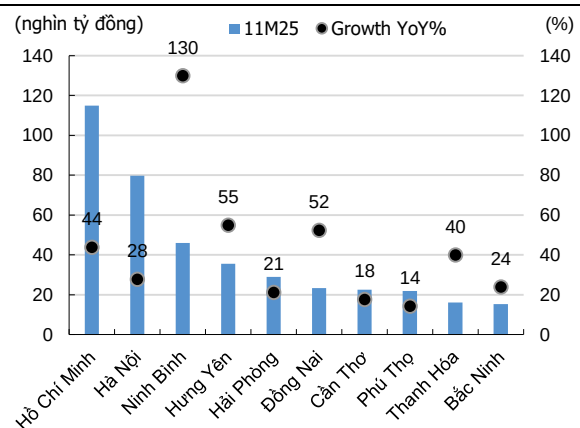
Hình 15. Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Ghi chú: BOA: Bank of America Merrill Lynch, SCB: Standard Chartered, CIT: Citigroup, DB: Deutsche Bank, GS: Goldman Sachs Group, NTX: Natixis.

Hình 16. Chi tiêu vốn từ ngân sách nhà nước

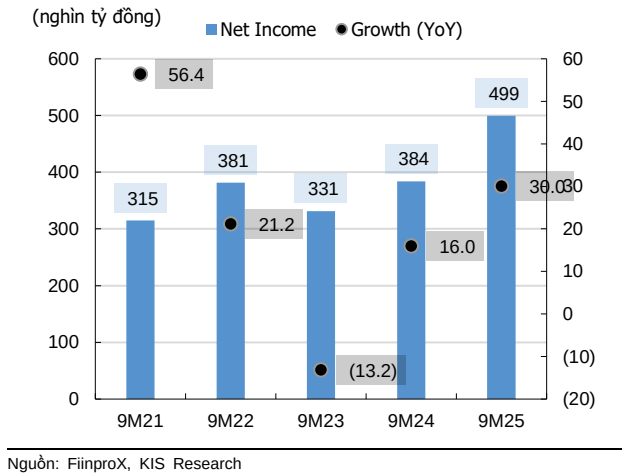


Nguồn: CTK, KIS Research

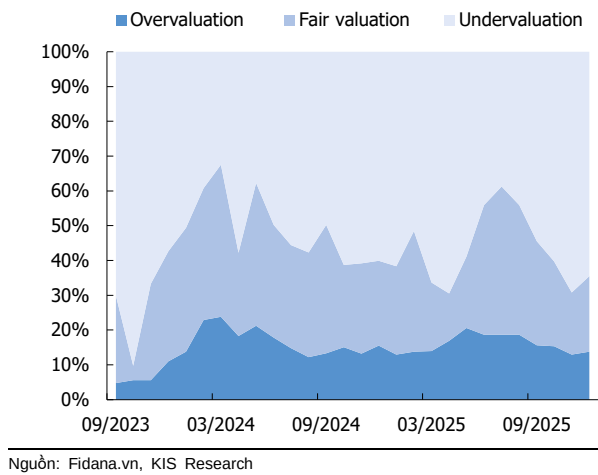
Định giá toàn thị trường trở nên hấp dẫn. Thứ nhất, định giá thị trường trở nên hấp dẫn nhờ sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh cốt lõi. Lợi nhuận của các công ty niêm yết trong 9 tháng đầu năm 2025 đạt khoảng 499 nghìn tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng ấn tượng 30% so với cùng kỳ (vượt xa mức tăng 16% cùng kỳ năm 2024 và mức giảm 13% cùng kỳ năm 2023).

Thứ hai, các cổ phiếu niêm yết đã trải qua những đợt điều chỉnh đáng kể, đưa định giá xuống mức hấp dẫn. Gần một nửa số cổ phiếu trên cả hai sàn đã điều chỉnh hơn 10% so với đỉnh trong tháng 9-10/2025. Dữ liệu cho thấy khoảng hai phần ba số cổ phiếu hiện đang bị định giá thấp với tiềm năng tăng giá trên 15%. Cụ thể, trong số 203 cổ phiếu được các tổ chức tài chính theo dõi, 131 mã được dự báo sẽ tăng giá hơn 15% trong thời gian tới.

Hình 17. Tăng trưởng lợi nhuận ròng 9 tháng đầu năm 2025



Hình 18. Số lượng cổ phiếu bị định giá thấp



4. Hình thành đáy ngắn hạn?

Chu kỳ thị trường 3 năm. Đáy tháng 4/2025 đại diện cho điểm uốn quan trọng của cả chu kỳ 3 năm và 1 năm. Điểm này báo hiệu sự khởi đầu của chu kỳ 3 năm, với mức tăng trưởng dự kiến trong suốt ba năm tiếp theo. Đáy cuối của chu kỳ này được dự báo sẽ hình thành trong khoảng từ tháng 10/2026 đến tháng 10/2028.

Theo dữ liệu lịch sử, đỉnh của chu kỳ 3 năm thường hình thành trong nửa sau của chu kỳ. Do đó, chu kỳ 3 năm hiện tại có thể bước vào giai đoạn hình thành đỉnh từ tháng 10/2026 trở đi. Dựa trên thống kê từ năm chu kỳ 3 năm gần nhất, mức tăng trưởng trung bình từ đáy lên đỉnh là khoảng 80%, cho thấy VN-Index có thể đạt ngưỡng 2,000 điểm trong chu kỳ hiện tại.

Bảng 5. Đáy và thời gian hình thành của chu kỳ 3 năm

STT chu kỳ 3 năm	Đáy bắt đầu	Đáy kết thúc	Số tháng
I	10/24/2003	08/02/2006	33
II	08/02/2006	02/24/2009	30
III	02/24/2009	01/06/2012	34
IV	01/06/2012	12/17/2014	35
V	12/17/2014	07/11/2018	42
VI	07/11/2018	03/24/2020	20
VII	03/24/2020	11/15/2022	31
VIII	11/15/2022	09/04/2025	33
IX	09/04/2025	10/2027 - 10/2028*	30-42*

(*) Thời gian tạo đáy ước tính
 Nguồn: KIS Research

Bảng 6. Thống kê hiệu suất chu kỳ 3 năm

Chu kỳ 3 năm	Đỉnh chu kỳ của VNIndex	Đáy chu kỳ của VNIndex	Lợi nhuận từ đáy đến đỉnh
I	130.9	632.7	383%
II	399.8	1,170.7	193%
III	235.5	624.1	165%
IV	336.7	640.8	90%
V	513.1	1,204.3	135%
VI	893.2	1,023.6	15%
VII	659.2	1,528.6	132%
VIII	911.9	1,336.3	47%
IX	1,094.3		
Average			145%
Average of the last 5 cycles			84%

Nguồn: KIS Research

Chu kỳ con trong chu kỳ 1 năm. Đáy tháng 4/2025 cũng khởi đầu chu kỳ 1 năm, với đáy cuối dự kiến sẽ hình thành trong khoảng từ tháng 2/2026 đến

tháng 6/2026. Hơn nữa, chu kỳ 1 năm thường được chia thành hai chu kỳ phụ riêng biệt, mỗi chu kỳ kéo dài khoảng 5-7 tháng. Việc xác định đỉnh và đáy trong các chu kỳ phụ này được thực hiện bằng đường trung bình động 75 phiên trên biểu đồ ngày.

Hiện tại, chu kỳ phụ đầu tiên của chu kỳ 1 năm đã kết thúc với đáy được xác nhận vào ngày 10/11/2025. Do đó, chu kỳ phụ thứ hai hiện đã được hình thành. Chu kỳ này dự kiến sẽ tăng trưởng trong ít nhất hai tháng dựa trên đặc điểm chu kỳ điển hình.

Hình 19. Chu kỳ 1 năm và 3 năm



Nguồn: KIS Research

Bảng 7. Đáy và thời gian hình thành của chu kỳ 1 năm

STT chu kỳ 3 năm	STT Chu kỳ 1 năm	Đáy bắt đầu	Đáy kết thúc	Số tháng
V	13	12/17/2014	01/21/2016	13
	14	01/21/2016	12/06/2016	10
	15	12/06/2016	07/11/2018	19
VI	16	07/11/2018	01/03/2019	5
	17	01/03/2019	03/24/2020	14
VII	18	03/24/2020	07/19/2021	15
	19	07/19/2021	11/15/2022	15
VIII	20	11/15/2022	10/31/2023	11
	21	10/31/2023	11/19/2024	12*
	22	11/19/2024	09/04/2025	10
IX	23	09/04/2025	02/2026-06/2026*	10-14*

(*) Expected period to form the 1-year cycle year
 Nguồn: KIS Research

Thị trường có lợi nhuận tốt trong giai đoạn tháng 1-2. Theo đó, tháng 1 thường ghi nhận mức sinh lời cao nhất trong các giai đoạn này. Đáng chú ý, trong mười năm qua, thị trường tăng trưởng trong tháng 1 ở 7 trên 10 năm. Mở rộng quan sát này, giai đoạn tháng 1-2 là khung thời gian có mức sinh lời tốt nhất trong năm, với xác suất xảy ra trên 70% trong mười năm qua. Điều này cho thấy xu hướng tích cực trong thời gian tới.

Kết luận. Dựa trên phân tích các chu kỳ thị trường chứng khoán và mức sinh lời vượt trội theo tháng trong năm, chúng tôi tin rằng xu hướng tăng hiện tại sẽ tiếp tục đến tháng 2/2026. Sau đó, thị trường có thể trải qua giai đoạn điều chỉnh ngắn hạn trước khi tiếp tục đà tăng. Xu hướng tăng này dự kiến kéo dài ít nhất đến tháng 10/2026, với VN-Index hướng tới vùng 2.000 điểm.

Bảng 8. Phân tích thống kê về lợi nhuận bất thường theo từng tháng trong năm

Phân A												Hiệu suất năm	
Abnormal returns													
	Th. 01	Th. 02	Th. 03	Th. 04	Th. 05	Th. 06	Th. 07	Th. 08	Th. 09	Th. 10	Th. 11	Th. 12	
2001	17.8	1.6	5.6	18.1	24.8	22.7	(16.6)	(35.4)	(13.0)	5.4	9.8	(19.5)	1.1
2002	(9.8)	(5.9)	6.8	6.2	1.4	(0.4)	(0.2)	(0.9)	(2.9)	(0.4)	2.2	5.1	(2.1)
2003	(5.2)	(3.7)	(10.9)	5.7	0.6	0.8	(3.1)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	21.1	2.7	(0.8)
2004	25.3	18.5	3.4	(7.7)	(7.8)	(4.0)	(7.6)	(5.6)	(2.7)	(3.3)	(4.3)	1.2	3.0
2005	(4.6)	(1.3)	2.7	(2.2)	(2.9)	(1.1)	(2.6)	1.5	11.6	4.1	(0.8)	(3.3)	2.1
2006	(6.2)	17.3	21.2	10.5	(17.2)	(12.1)	(25.8)	8.5	(0.5)	(10.6)	16.0	11.0	7.7
2007	36.8	7.5	(7.6)	(15.5)	15.3	(7.0)	(13.2)	(1.7)	13.5	(0.0)	(10.5)	(6.4)	1.8
2008	(0.4)	(12.8)	(13.5)	9.7	(12.1)	5.0	21.6	29.9	(8.0)	(15.4)	(0.7)	8.9	(8.6)
2009	(7.7)	(22.8)	10.4	10.8	24.2	5.1	0.3	13.3	2.4	(2.8)	(18.0)	(5.7)	3.8
2010	(2.4)	3.3	0.6	8.8	(6.3)	0.1	(2.4)	(7.7)	0.0	(0.2)	(0.0)	7.5	(0.2)
2011	8.0	(7.0)	2.6	6.8	(9.6)	5.3	(3.6)	7.5	3.2	1.1	(6.9)	(5.0)	(2.6)
2012	9.0	7.8	2.7	6.1	(10.8)	(3.0)	(3.2)	(5.8)	(2.2)	(2.4)	(4.1)	8.1	1.4
2013	14.3	(2.8)	1.8	(5.0)	7.6	(8.9)	0.6	(5.6)	2.5	(0.7)	0.4	(2.3)	1.7
2014	9.6	4.7	0.2	(2.9)	(3.4)	2.2	2.5	6.2	(6.6)	(0.3)	(6.4)	(4.4)	0.7
2015	5.1	2.4	(7.5)	1.5	0.8	3.6	4.2	(9.6)	(0.9)	7.5	(6.1)	0.5	0.5
2016	(7.0)	1.4	(0.8)	5.5	2.2	1.1	2.0	2.3	0.5	(2.6)	(2.7)	(1.2)	1.2
2017	1.6	(1.4)	(1.7)	(4.0)	(0.5)	1.9	(2.4)	(3.4)	(0.6)	0.8	10.1	0.3	3.3
2018	13.6	2.1	5.2	(9.8)	(6.7)	(0.3)	0.4	4.3	3.6	(9.3)	2.1	(2.9)	(0.8)
2019	1.4	5.4	1.0	(0.7)	(2.6)	(1.7)	3.8	(1.4)	0.7	(0.4)	(3.4)	(1.6)	0.6
2020	(3.7)	(7.0)	(26.1)	14.9	11.2	(5.7)	(4.4)	9.3	1.5	1.1	7.2	8.9	1.2
2021	(6.9)	8.0	(0.6)	1.4	4.6	3.5	(9.6)	(0.9)	(1.8)	5.0	(0.2)	(1.2)	2.6
2022	2.0	4.0	3.4	(5.1)	(2.2)	(4.1)	4.0	9.4	(8.3)	(5.9)	5.2	(0.7)	(3.3)
2023	9.4	(8.7)	2.9	(2.4)	1.5	3.2	8.2	(0.9)	(6.7)	(11.9)	5.4	2.3	1.0
2024	2.1	6.6	1.5	(6.8)	3.4	(2.3)	(0.5)	1.6	(0.6)	(2.8)	(2.1)	0.3	1.0

Phân B												
Xác suất thu được lợi nhuận bất thường dương cho mỗi tháng trong năm												
2001-2024	4.3	0.7	0.1	1.8	0.6	0.2	(2.0)	0.6	(0.7)	(1.9)	0.6	0.1
2011-2024	4.2	1.1	(1.1)	(0.0)	(0.3)	(0.4)	0.1	0.9	(1.1)	(1.5)	(0.1)	0.1
2015-2024	1.8	1.3	(2.3)	(0.5)	1.2	(0.1)	0.6	1.1	(1.3)	(1.9)	1.6	0.5

Phân C												
Lợi nhuận bất thường trung bình qua các giai đoạn												
2001-2024	58	58	67	54	50	50	42	46	42	29	42	50
2011-2024	79	64	64	43	50	50	57	50	43	36	43	43
2015-2024	70	70	50	40	60	50	60	50	40	40	50	50

Nguồn: KIS Research

Triển vọng 2026
Áp lực tạo nên kim cương

Triển vọng ngành

Đãi cát tìm vàng

Tổng quan	23
Ngân hàng	24
Chứng khoán	25
Bất động sản nhà ở	26
Thép	27
Điện	28
Hàng không	30
Dầu khí	31

Tổng quan

Đãi cát tìm vàng

Ngành	Luận điểm đầu tư
Ngân hàng	- Vĩ mô ổn định và tăng trưởng GDP mạnh mẽ có thể kích thích tăng trưởng tín dụng. Đồng thời, thu nhập từ phí dịch vụ của các dịch vụ ngân hàng có thể chứng kiến sự phục hồi dần. - NIM trong năm 2026F có thể duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ do chi phí vốn tăng lên trong bối cảnh lãi suất đang tăng nhẹ. - Chất lượng tài sản có thể cải thiện trong năm 2026 khi nợ xấu giảm xuống, nhờ nền kinh tế được phục hồi và các cơ chế pháp lý được hoàn thiện cho việc thanh lý tài sản thế chấp hiệu quả hơn.
Chứng khoán	- Thanh khoản có thể cải thiện bền vững trong 2026 nhờ tâm lý thị trường tích cực. - Việc mở rộng cơ cấu cổ đông là động lực lớn nhất thúc đẩy tăng trưởng cho vay ký quỹ và lợi nhuận đầu tư - Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận nhìn chung tích cực, trong khi tăng trưởng EPS chậm lại do tác động pha loãng.
Bất động sản nhà ở	- Cung – cầu các dự án nhà ở xã hội tiếp tục duy trì sự sôi động. - Tiến trình cấp phép đối với các dự án nhà ở thương mại tiếp tục được đẩy nhanh, song kết quả phụ thuộc vào năng lực tài chính của chủ đầu tư - Định giá ngành có thể đảo chiều tùy thuộc vào diễn biến tâm lý thị trường
Thép	- Tổng sản lượng tiêu thụ năm 2026F dự kiến đạt 24,3 triệu tấn, tăng +5~14% n/n được thúc đẩy bởi xuất khẩu HRC và thị trường nội địa, - Biên lợi nhuận thép dẹt được dự báo suy giảm do xuất khẩu yếu hơn và cạnh tranh gia tăng tại thị trường trong nước, - Thận trọng với rủi ro đảo chiều lãi suất.
Điện	- 2026F – Sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu kỳ vọng tăng trưởng 8.5% n/n - 2026F – Sản lượng thủy điện giảm trong khi nhiệt điện than trở lại chu kỳ - Thách thức từ tình hình thay đổi thủy văn
Hàng không	- Sản lượng HK/LCHK tăng trưởng +10%/+14% n/n - Đội tàu bay trong 2026F tiếp tục mở rộng - Giá nhiên liệu thấp hỗ trợ cải thiện biên LNHD
Dầu khí	- Khí tự nhiên và E&P có thể tăng trưởng - Biên lợi nhuận của Phân phối xăng dầu đối mặt rủi ro từ giá dầu kém khả quan - Biên lọc dầu (crack spread) có thể hạ nhiệt từ vùng đỉnh 4Q25

Tài chính

Ngân hàng

Trung lập

► Điểm chính

- Ví mô ổn định và tăng trưởng GDP mạnh mẽ có thể kích thích tăng trưởng tín dụng. Đồng thời, thu nhập từ phí dịch vụ của các dịch vụ ngân hàng có thể chứng kiến sự phục hồi dần.
- NIM trong năm 2026F có thể duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ do chi phí vốn tăng lên trong bối cảnh lãi suất đang tăng nhẹ.
- Chất lượng tài sản có thể cải thiện trong năm 2026 khi nợ xấu giảm xuống, nhờ nền kinh tế được phục hồi và các cơ chế pháp lý được hoàn thiện cho việc thanh lý tài sản thế chấp hiệu quả hơn.

Duy trì câu chuyện tăng trưởng

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng lợi nhuận bền vững trong năm 2025

Lợi nhuận trong 9T25 tiếp tục tăng trưởng hai chữ số nhờ tín dụng tăng trưởng cao, hoạt động đầu tư, phục hồi nợ xấu, và chi phí hoạt động cũng như chi phí dự phòng rủi ro được kiểm soát. Lợi nhuận trước thuế trong 9T25 tăng +18.7% n/n, hoàn thành khoảng 75% kế hoạch năm 2025.

Tổng giải ngân tín dụng tăng +13.37% svdn trong 3Q25 (hoặc +19.6% n/n), cao hơn +9.11% svdn trong 3Q24. NIM 9T25 giảm nhẹ do tỷ suất sinh lời tài sản bị thu hẹp đến từ các gói hỗ trợ kinh tế và sự cạnh tranh trong hoạt động cho vay. Nợ xấu được kiểm soát. NPL (nhóm 3-5)/ (nhóm 2-5) (Tổng hợp 27 ngân hàng) duy trì ở mức 1.9%/3.5% trong 4Q24 từ 2.0%/3.4% trong 3Q25. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) giảm nhẹ từ 91% trong 4Q24 lên 84% trong 3Q25.

Nhu cầu tín dụng trong 4Q25 có thể tiếp tục tăng trưởng cao hơn so với cùng kỳ. NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng đầy tham vọng trên 16% cho hệ thống ngân hàng trong năm 2025, đòi hỏi các ngân hàng thương mại phải tăng cường giải ngân tín dụng, đặc biệt nhu cầu vốn cuối năm. NIM có thể duy trì hoặc giảm nhẹ trong 4Q25 do lợi suất tài sản thấp hơn và COF cao hơn. NIM trong năm 2025F có thể giảm nhẹ. Nợ xấu có thể được kiểm soát trong bối cảnh điều kiện kinh doanh tốt hơn.

2026F: Tín dụng duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ

Trong năm 2026F, tín dụng dự kiến duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ (18%-20%), nhờ sự phục hồi rộng rãi nhu cầu từ cả hai phân khúc doanh nghiệp và bán lẻ phù hợp với nền kinh tế đang tăng trưởng. Trong thời gian tới, chính phủ dự kiến sẽ hướng tín dụng vào các lĩnh vực ưu tiên, sản xuất kinh doanh, và các dự án cơ sở hạ tầng quốc gia quy mô lớn. Những yếu tố này góp phần tăng nhu cầu tín dụng trong giai đoạn tới. Các dịch vụ ngân hàng tích hợp khác liên quan đến thanh toán và bảo hiểm ngân hàng dự kiến sẽ phục hồi. NIM trong năm 2026F có thể duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ, do (1) tốc độ phục hồi các khoản vay trung và dài hạn chậm hơn, (2) duy trì lãi suất ưu đãi, và (3) chi phí vốn tăng lên trong bối cảnh lãi suất đang tăng nhẹ. Tỷ lệ nợ xấu có thể cải thiện trong năm 2026F nhờ môi trường vĩ mô tích cực và khung pháp lý được hoàn thiện hơn, giúp tinh gọn và đẩy nhanh quá trình xử lý nợ. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của ngành ngân hàng có thể tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026F.

Rủi ro

Những biến động bất lợi trong các biến số vĩ mô, bao gồm lạm phát, tỷ giá hối đoái, lãi suất, v.v. có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng tín dụng, biên lãi ròng, thu nhập phí dịch vụ, và nợ xấu.

Tài chính

Chứng khoán

► Điểm chính

- Thanh khoản có thể cải thiện bền vững trong 2026, nhờ tâm lý thị trường tích cực.
- Mở rộng cơ cấu cổ đông vốn chủ là động lực lớn nhất thúc đẩy tăng trưởng dư nợ margin và lợi nhuận đầu tư.
- Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận nhìn chung tích cực, trong khi tăng trưởng EPS chậm hơn do tác động pha loãng.

Hưởng lợi từ xu hướng nâng hạng

Luận điểm đầu tư

Thanh khoản trong 2026F có thể phục hồi

Sau khi ghi nhận giá trị giao dịch bình quân ngày đạt đỉnh khoảng 50–60 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn tháng 7–8/2025, thanh khoản thị trường suy giảm dần đến tháng 12 (khoảng 28–29 nghìn tỷ đồng/ngày). Dòng vốn ngoại rút ra kéo dài là một trong những yếu tố khiến thanh khoản yếu. Chúng tôi cho rằng khối lượng giao dịch thấp phản ánh hoạt động chốt lời và lo ngại về các chỉ báo vĩ mô, bao gồm xu hướng tăng lãi suất tiền gửi và áp lực tăng của USD/VND. Sang 2026F, thanh khoản có thể đảo chiều và tăng lên bình quân 30–33 nghìn tỷ đồng/ngày, nhờ tâm lý nhà đầu tư cải thiện, được hỗ trợ bởi các quỹ ETF ngoại mới. Tuy nhiên, dù thanh khoản tích cực hơn, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận mỏng mỗi giới sẽ chịu áp lực thu hẹp do cạnh tranh gia tăng.

Dư nợ margin tiếp tục tăng nhờ mở rộng vốn chủ

Bất chấp dư nợ margin tăng 48% YTD tính đến cuối 3Q25, chúng tôi cho rằng nhịp điều chỉnh gần đây chỉ mang tính ngắn hạn. Việc mở rộng vốn chủ thông qua phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng sẽ tạo địa cho tăng trưởng dư nợ margin. Động lực tăng trưởng có thể đến từ nhóm công ty chứng khoán hạng hai đang đẩy mạnh tham gia cuộc đua thị phần margin như KAFI, VIX và LienVietPostBank (LPBS). Trong bối cảnh lãi suất tiền gửi tăng, lãi suất margin tại một số công ty đầu ngành có thể nhích lên nhờ vị thế thị trường.

Lợi nhuận đầu tư nghiêng về tài sản trái phiếu

Thị trường phát hành trái phiếu ảm lên trong giai đoạn 2024–2025, với đóng góp từ trái phiếu tài chính và trái phiếu doanh nghiệp. Hoạt động phát hành sôi động dự kiến mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp lớn trên thị trường thứ cấp như TCX, SSI, VND và HCM. Ngược lại, chúng tôi đánh giá thận trọng hơn đối với tăng trưởng lợi nhuận đầu tư cổ phiếu, khi dư địa tăng của thị trường chung kém biến động hơn so với năm 2025. Theo đó, VIX, SHS và ACBS có thể hưởng lợi ổn định hơn.

Động lực tăng trưởng lợi nhuận phân bổ tương đối đồng đều

Được hỗ trợ bởi thu nhập lãi từ tăng trưởng dư nợ margin và lợi nhuận đầu tư trái phiếu/cổ phiếu, lợi nhuận của các công ty chứng khoán nhìn chung có thể tăng 20–25% n/n trong năm 2026F. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng sẽ phân bổ khá đồng đều trên toàn ngành, trong khi tăng trưởng EPS có thể thấp hơn do tác động pha loãng. Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi là SSI, nhờ lợi thế tiếp cận các quỹ ETF ngoại và vị thế vững chắc về thị phần giao dịch. Chúng tôi cũng đánh giá cao TCX, HCM và VCK, và đưa vào danh sách theo dõi.

Bất động sản nhà ở

► Điểm chính

- Cung – cầu nhà ở xã hội tiếp tục duy trì sự sôi động.
- Tiến trình cấp phép đối với các dự án nhà ở thương mại tiếp tục được đẩy nhanh, nhưng kết quả triển khai phụ thuộc vào năng lực tài chính của chủ đầu tư.
- Định giá ngành có thể đảo chiều tùy thuộc vào diễn biến tâm lý thị trường.

Chờ đợi cú “thức tỉnh”

Luận điểm đầu tư

Kỳ vọng dần hình thành cho kênh huy động vốn

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng nhưng tích cực đối với các kênh huy động vốn. Phát hành trái phiếu trong 2026F được kỳ vọng bớt ảm đạm hơn (trong 2025, phát hành BĐS chủ yếu tập trung vào VHM và VIC). Phát hành cổ phiếu ra công chúng nhiều khả năng diễn ra có chọn lọc do nhà đầu tư thận trọng (NVL đã lùi kế hoạch tăng vốn sang 2026F). Kênh tín dụng ngân hàng có thể chảy vào các doanh nghiệp có khả năng trả nợ tốt. NLG, KDH, VHM và PDR được đánh giá là nhóm hưởng lợi lớn nhất từ việc siết sàng lọc tín dụng.

Gỡ nút thắt dự án, lợi ích rõ hơn từ 2026F

Nhiều giải pháp từ chính quyền địa phương nhằm tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án “đắp chiếu” đang phát huy hiệu quả. Đà Nẵng, Bình Thuận, Đồng Nai và TP.HCM đang phối hợp với các bộ/ngành để tháo gỡ quy hoạch cho các dự án của DIG, NLG và NVL, qua đó giúp một số dự án được tái khởi động. Chúng tôi kỳ vọng quá trình này tiếp diễn trong 2026F, dù tiến độ và quy mô khác nhau. Một số chủ đầu tư hạng hai và chưa niêm yết có thể hưởng lợi nhiều hơn. Tuy nhiên, do phụ thuộc vào năng lực tài chính để triển khai, nguồn cung khó bứt phá mạnh trước sau 2026F.

Cầu không đáng lo dù lãi suất vay mua nhà tăng

Trong bối cảnh nguồn cung thương mại được dự báo hạn chế vào 2026F, giá bán bình quân có thể tăng 5–15% (tùy phân khúc), hoạt động mở bán mới vẫn trầm lắng và lợi suất cho thuê kém hấp dẫn. Nhu cầu phân khúc thương mại có thể chịu tác động nhẹ từ việc lãi suất vay mua nhà tăng 1–2%. Ngược lại, nhà ở xã hội tiếp tục hồi phục nhờ các gói tín dụng ưu đãi của Chính phủ.

Tâm lý thị trường nâng đỡ đà phục hồi giá

Xét trên LNST 2026F, tăng trưởng lợi nhuận của VHM được đánh giá bền vững; một số doanh nghiệp gặp khó có thể thoát lỗ. Chúng tôi kỳ vọng NLG, KDH, PDR, DXG và AGG cải thiện kết quả n/n. Các giao dịch chuyển nhượng dự án và bán sỉ giúp hỗ trợ doanh thu, dù lợi nhuận có thể đi sau tiến độ cấp phép. Với tâm lý thị trường tích cực, định giá ngành nhà ở có dư địa cải thiện, qua đó hỗ trợ giá cổ phiếu tăng dần.

Cổ phiếu khuyến nghị: NLG (MUA, GMT: 44.100 đồng/cổ phiếu) và PDR (MUA, GMT: 24.200 đồng/cổ phiếu). Đáng chú ý: CEO, DIG, NVL.

Tài nguyên cơ bản

Thép

Trung lập

► Điểm chính

- Tổng sản lượng tiêu thụ năm 2026F dự kiến đạt 24,3 triệu tấn, tăng +5~14% n/n được thúc đẩy bởi xuất khẩu HRC và thị trường nội địa,
- Biên lợi nhuận thép dẹt được dự báo suy giảm do xuất khẩu yếu hơn và cạnh tranh gia tăng tại thị trường trong nước,
- Thận trọng với rủi ro đảo chiều lãi suất.

Áp lực từ biên lợi nhuận suy giảm dù sản lượng dự báo tăng trưởng

Luận điểm đầu tư

Doanh số vẫn tăng trưởng nhờ HRC xuất khẩu và thị trường nội địa

Chúng tôi dự báo tổng sản lượng tiêu thụ năm 2026F đạt 24,3 triệu tấn, tăng +5~14% so với cùng kỳ. Trong đó:

- **Thị trường nội địa:** Chúng tôi kỳ vọng thị trường nội địa tăng trưởng 0–10% so với cùng kỳ, dựa trên số lượng dự án bất động sản mới được triển khai gia tăng từ đầu 2H25. Thị trường được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng nhẹ hoặc đi ngang trong 1H26F.
- **Xuất khẩu:** Chúng tôi dự báo xuất khẩu tăng 20–28% n/n, chủ yếu nhờ sản lượng HRC bổ sung từ dự án Hòa Phát – Dung Quất 2 (giai đoạn 2), trong khi các dòng sản phẩm khác nhiều khả năng đi ngang do hiện chưa có tín hiệu cải thiện từ hai thị trường chính là Mỹ và EU.

... tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp toàn ngành có xu hướng chậm lại

Về biên lợi nhuận toàn ngành: mặc dù các tổ chức lớn dự báo nhu cầu toàn cầu có thể phục hồi trong năm 2026F, qua đó giúp giảm bớt áp lực lên giá bán và biên lợi nhuận gộp ở góc độ toàn cầu, tuy nhiên Việt Nam lại là một câu chuyện khác. Chúng tôi dự báo phần lớn doanh nghiệp trong ngành sẽ ghi nhận biên lợi nhuận gộp giảm so với năm 2025, chủ yếu do: (i) giá bán trong nước của các sản phẩm thép dẹt (ống thép, tôn mạ và HRC) sẽ cạnh tranh hơn khi nguồn cung từ HPG gia tăng; (ii) cùng với việc tỷ trọng doanh thu xuất khẩu (EU, Mỹ) — vốn thường có biên lợi nhuận gộp cao — sụt giảm.

Rủi ro

- Triển vọng ngành thép năm 2026F không tích cực như kỳ vọng.
- Tại Việt Nam, rủi ro đảo chiều lãi suất có thể khiến các lĩnh vực bất động sản và xây dựng đối mặt với nhiều thách thức đáng kể.

Tiện ích

Điện

Trung lập

► Điểm chính

- 2026F – Sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu kỳ vọng tăng trưởng 8.5% n/n
- 2026F – Sản lượng thủy điện giảm trong khi nhiệt điện than trở lại chu kỳ
- Thách thức từ tình hình thay đổi thủy văn

Nhiệt điện than bước vào chu kỳ phục hồi

Luận điểm đầu tư

2026F – Thủy điện hạ nhiệt, điện than sẵn sàng bứt tốc

Dựa trên phương án cơ sở, chúng tôi ước tính tổng sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu năm 2026F sẽ đạt 350 tỷ kWh, tăng 8.5% n/n, đóng góp chủ yếu từ các nguồn như sau:

- **Thủy điện:** Sản lượng dự kiến đạt 96 tỷ kWh (-9% n/n), tương ứng hệ số huy động (CF) ở mức 46% (giảm 4 đpt). Theo tính toán của chúng tôi, trong những năm chuyển tiếp từ La Niña sang trung tính, CF của thủy điện thường giảm từ 4-6%. Do đó, triển vọng của nhóm thủy điện trong năm 2026 có thể kém khả quan do sản lượng điện sụt giảm đáng kể. Mặc dù giá bán điện bình quân (FMP – chiếm khoảng 2% doanh thu) kỳ vọng cải thiện do ước tính nhiệt độ năm 2026F cao hơn năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự cải thiện giá FMP khó có thể bù đắp được sự sụt giảm về sản lượng.
- **Nhiệt điện than:** Sản lượng dự kiến đạt 171 tỷ kWh (+18% n/n), tương ứng hệ số CF là 65% (tăng 9 đpt). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ: (i) bù đắp cho sự thiếu hụt từ thủy điện trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện cả nước tăng trưởng 8.5% n/n trong năm 2026F; và (ii) dự án BOT Vũng Áng II (1,200MW) hoàn tất đi vào vận hành thương mại.

Theo Vinacomin (TKV), giá than năm 2026 dự kiến tăng lên mức 2.5-2.6 triệu đồng/tấn (tăng 13 - 15% n/n). Dù vậy, chúng tôi ước tính biên LNG của các nhà máy nhiệt điện than vẫn có thể cải thiện trong năm 2026F nhờ hỗ trợ từ cải thiện sản lượng và giá bán điện bình quân ổn định.

- **Nhiệt điện khí:** Sản lượng ước tính đạt 26 tỷ kWh (+29% n/n), tương ứng hệ số CF là 33% (tăng 4 đpt). Nguyên nhân chủ yếu do ghi nhận dự án NT3 & NT4 (1,600MW) đi vào vận hành thương mại trong 2026F. Chúng tôi ước tính NT3 & NT4 sẽ được huy động theo đúng kế hoạch với mức bao tiêu ~65% (tương đương ~6.05 tỷ kWh).

Giá khí tự nhiên dự kiến vẫn neo mức cao trong bối cảnh nguồn cung khí nội địa tiếp tục suy giảm, buộc phải huy động từ các nguồn có chi phí cao hơn như Sao Vàng – Đại Nguyệt. Theo đó, chúng tôi ước tính biên LNG của các nhà máy điện khí có thể thu hẹp nhẹ, phản ánh áp lực chi phí đầu vào gia tăng trong khi giá bán điện gần như đi ngang so với cùng kỳ.

- **Năng lượng tái tạo:** Chúng tôi dự phóng sản lượng nhóm năng lượng tái tạo đạt 44 tỷ kWh (+6% n/n). Trong đó, điện mặt trời và điện gió đóng góp lần lượt 26 tỷ kWh (-6% n/n) và 16 tỷ kWh (+20% n/n), do hỗ trợ từ pha trung tính dự kiến sẽ kéo dài cho đến tháng 9/2026.

Thách thức từ thay đổi tình hình thủy văn

Sự cải thiện trong hoạt động của nhà máy thủy điện phụ thuộc phần lớn vào tình hình tác động của ENSO. Tuy nhiên, diễn biến thủy văn khó lường vẫn là một thách thức lớn, ngay cả trong ngắn hạn, vẫn luôn tiềm ẩn nhiều yếu tố bất định và là vấn đề mà các nhà đầu tư cần đặc biệt lưu tâm.

Hàng không

Trung lập

► Điểm chính

- Sản lượng HK/LCHK tăng trưởng +10%/+14% n/n
- Đội tàu bay trong 2026F tiếp tục mở rộng
- Giá nhiên liệu thấp hỗ trợ cải thiện biên LNHD

Giá nhiên liệu thấp là yếu tố then chốt

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng kinh tế cao, khách quốc tế tiếp tục tăng

Chúng tôi dự báo sản lượng hành khách và RPK (luân chuyển hành khách) trong 2026F tăng lần lượt +10%/+14% n/n, dựa trên: (1) mục tiêu GDP tăng 10% n/n của Chính phủ, (2) sự phục hồi của thị trường Trung Quốc và đà tăng trưởng mạnh từ một số thị trường nhỏ, và (3) các sân bay mới và các dự án mở rộng giúp nâng cao hiệu quả khai thác và trải nghiệm hành khách.

Khảo sát của Agoda cho thấy du khách Việt Nam có xu hướng ưu tiên du lịch nội địa trong 2026F, hàm ý sự dịch chuyển một phần nhu cầu từ outbound sang nội địa.

Đội tàu bay tiếp tục mở rộng, Boeing góp phần hạ nhiệt tình trạng thiếu hụt toàn cầu

Trong 2026F, đội tàu bay khai thác tại Việt Nam dự kiến tăng 15% n/n, không từ các tàu bay mới của Vietjet mà còn đến từ: (1) các tàu bay hoàn tất bảo dưỡng quay trở lại hoạt động, và (2) Sun PhuQuoc tiếp tục mở rộng đội bay sau khi được cấp chứng chỉ khai thác quốc tế.

Gần đây, Boeing đã được phê duyệt nâng sản lượng dòng 737 MAX từ 38 lên 42 chiếc/tháng. Điều này có thể giúp giảm chi phí thuê tàu bay, nhưng đồng thời gây áp lực lên các nhà cung ứng linh kiện và làm tăng chi phí bảo dưỡng, sửa chữa.

Giá nhiên liệu giảm và USD yếu hơn giúp bù đắp chi phí tăng

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent trong 2026F giảm 11% n/n xuống USD61/thùng, trong khi giá xăng máy bay chỉ giảm khoảng 2% do crack spread duy trì ở mức cao.

Bên cạnh đó, tỷ giá USD/VND cuối 2026F dự báo ở mức 27,000, cho thấy đã mất giá chậm lại so với 2025, qua đó giúp giảm áp lực chi phí bằng USD, đặc biệt là khi chi phí bảo dưỡng và sửa chữa đang tăng mạnh.

Lợi suất hành khách giảm, nhưng biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá nhiên liệu thấp

Chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận của HVN và VJC rất nhạy cảm với biến động giá nhiên liệu trong bối cảnh lợi suất hành khách chịu áp lực khi công suất toàn ngành gia tăng—điển hình là giai đoạn crack spread xăng máy bay tăng mạnh trong 3Q25. Chúng tôi kỳ vọng: (1) lợi suất hành khách tiếp tục giảm khi nguồn cung tăng, (2) biên lợi nhuận hoạt động cải thiện nhờ giá nhiên liệu thấp hơn, và (3) sự dịch chuyển một phần nhu cầu từ outbound sang nội địa, nơi mức độ cạnh tranh thấp hơn.

Dầu khí

Trung lập

► Điểm chính

- Khí tự nhiên và E&P có thể tăng trưởng
- Biên lợi nhuận của Phân phối xăng dầu đối mặt rủi ro từ giá dầu kém khả quan
- Biên lọc dầu (crack spread) có thể hạ nhiệt từ vùng đỉnh 4Q25

Tiềm năng tăng trưởng hiện hữu, nhưng rủi ro giá dầu vẫn trực chờ

Luận điểm đầu tư

Khí tự nhiên: tăng trưởng nhờ LNG và sản lượng điện quốc gia tăng

Chúng tôi dự báo tổng sản lượng khí tự nhiên của PV GAS tăng trưởng 2.5% n/n (đạt khoảng 6.5 BCM) trong 2026F. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhu cầu khí cho điện với mức dự báo tăng 13% n/n (lên 4.2 BCM, trong đó LNG đóng góp 1.3 BCM). Các yếu tố hỗ trợ chính bao gồm: (1) kỳ vọng tăng trưởng sản lượng điện quốc gia đạt 8.5% n/n (tương ứng với mục tiêu GDP 10% của Chính phủ); (2) thủy văn kém thuận lợi hơn làm giảm nguồn cung thủy điện, qua đó thúc đẩy huy động điện khí tăng từ 20-40% để đảm bảo ổn định lưới điện; và (3) NMD LNG Nhơn Trạch 3&4 dự kiến vận hành thương mại từ cuối năm 2025.

Do tỷ trọng đóng góp từ mảng LNG (vốn có biên lợi nhuận thấp hơn khí nội địa) gia tăng, chúng tôi dự phóng biên lãi gộp toàn ngành sẽ giảm nhẹ trong 2026F. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp vẫn được kỳ vọng duy trì tiềm năng tăng trưởng khả quan.

E&P: Nhu cầu dịch vụ thượng nguồn tăng cao nhờ tăng trưởng kinh tế, đầu tư và quyền tự chủ lớn hơn của PVN

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu E&P trong nước sẽ tăng đáng kể trong những năm tới, được thúc đẩy bởi: (1) các tập đoàn quốc doanh lớn như PVN được giao nhiệm vụ hỗ trợ các mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng của Chính phủ, dẫn đến các KPI tăng trưởng nghiêm ngặt hơn được áp đặt lên các công ty con – bao gồm nhiều đơn vị phát triển thượng nguồn; (2) sự tăng tốc mạnh mẽ trong đầu tư thượng nguồn của Việt Nam để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia; và (3) Nghị quyết số 66.6/2025/NQ-CP, cho phép PVN có quyền tự chủ lớn hơn trong việc ra quyết định mà không cần sự phê duyệt của Bộ Công Thương đối với một số vấn đề nhất định, từ đó rút ngắn nhiều quy trình E&P.

Nhờ động lực thúc đẩy mạnh mẽ từ nhu cầu, chúng tôi dự báo doanh thu dịch vụ kỹ thuật sẽ cao hơn, đi kèm với biên lợi nhuận được mở rộng.

Xăng dầu: các doanh nghiệp lớn sẽ tăng thị phần

Chúng tôi nhận thấy sản lượng bán lẻ trong nước của PLX tăng trưởng nhanh hơn mức chung của thị trường trong 9T25, cho thấy sự gia tăng về thị phần. Điều này có thể bắt nguồn từ các quy định nghiêm ngặt hơn đã loại bỏ các nhà phân phối nhỏ hoặc không tuân thủ, trong khi các nhà bán lẻ có xu hướng tìm đến các nhà cung cấp uy tín và ổn định để giảm thiểu rủi ro đối tác. Chúng tôi dự báo xu hướng này sẽ tiếp tục trong 2026F, mang lại lợi ích cho các nhà phân phối lớn trên thị trường.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lo ngại về biên lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu, do dự báo giá dầu sẽ yếu hơn trong năm 2026F (đồng thuận của Bloomberg: USD61/bbl, -11% n/n) trong bối cảnh dư cung và sự phục hồi nhu cầu khá chậm. Xu hướng giá dầu giảm thường làm tăng rủi ro trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho và chênh lệch giá xuất nhập khẩu.

Lọc dầu: Biên lọc dầu có thể hạ nhiệt trong 2026F

Kể từ tháng 10, giá xăng dầu thành phẩm tăng vọt do lo ngại gián đoạn nguồn cung từ các lệnh trừng phạt bổ sung đối với dầu Nga. Sự phân hóa giữa giá xăng dầu thành phẩm cao và giá dầu thô thấp đã đẩy biên lợi nhuận lọc dầu tăng mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây chỉ là chất xúc tác ngắn hạn, khó duy trì trước bối cảnh phục hồi cầu chậm và xu hướng điện hoá gia tăng.

Trong năm 2026F, dự kiến biên lọc dầu (crack spread) sẽ "hạ nhiệt" và dần quay về mức bình thường sau khi đạt đỉnh vào cuối 2025. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của BSR có khả năng đạt đỉnh trong giai đoạn 4Q25 - 1Q26F, trước khi thu hẹp dần trong những quý tiếp theo.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., 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 KIS Vietnam Securities Corp..

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. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., 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 KIS Vietnam Securities Corp.. 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 KIS Vietnam Securities Corp.. 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 KIS Vietnam Securities Corp..

VIET NAM

UYEN LAM, Head of Institutional Brokerage (uyen.lh@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1444)
KIS Vietnam Securities Corporation
3rd floor, 180-192 Nguyen Cong Tru, Nguyen Thai Binh Ward, District 1, Ho Chi Minh City.
Fax: 8428 3821-6898

SOUTH KOREA

YEONG KEUN JOO, Managing Director, Head of International Business Division (ykjoo@truefriend.com, +822 3276 5157)
PAUL CHUNG, Sales Trading (pchung@truefriend.com +822 3276 5843)
27-1 Yoido-dong, Youngdeungpo-ku, Seoul 150-745, Korea
Toll free: US 1 866 258 2552 HK 800 964 464 SG 800 8211 320
Fax: 822 3276 5681~3
Telex: K2296

NEW YORK

DONG KIM, Managing Director (dkim@kisamerica.com +1 212 314 0681)
HOON SULL, Head of Sales (hoonsull@kisamerica.com +1 212 314 0686)
Korea Investment & Securities America, Inc.
1350 Avenue of the Americas, Suite 1110
New York, NY 10019
Fax: 1 212 314 0699

HONG KONG

DAN SONG, Managing Director, Head of HK Sales (dan.song@kisasia.com +852 2530 8914)
GREGORY KIM, Sales (greg.kim@kisasia.com, +822 2530 8915)
Korea Investment & Securities Asia, Ltd.
Suite 2220, Jardine House
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Fax: 852-2530-1516

SINGAPORE

ALEX JUN, Managing Director, Head of Singapore Sales (alex@kisasia.com.sg +65 6501 5602)
CHARLES AN, Sales (alex.jun@kisasia.com.sg +65 6501 5601)
Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd
1 Raffles Place, #43-04, One Raffles Place
Singapore 048616
Fax: 65 6501 5617

LONDON

Min Suk Key, Managing Director (peterkey@kiseurope.com +44 207 065 2766)
Korea Investment & Securities Europe, Ltd.
2nd Floor, 35-39 Moorgate
London EC2R 6AR
Fax: 44-207-236-4811

This report has been prepared by KIS Vietnam Securities Corp. and is provided for information purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy. While all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of publication, we make no representation as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and the company accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. This report is not intended for the use of private investors.