

BÁO CÁO DANH MỤC

1. Triển vọng kinh tế vĩ mô

Kinh tế Việt Nam đang bước vào chu kỳ vàng tăng trưởng mới với mục tiêu GDP tăng trưởng 2 con số, bắt đầu từ năm bản lề 2026. Đây là mục tiêu rất lớn của Quốc hội và Chính phủ, đã được thông qua trong nhiều lần họp, trở thành kim chỉ nam hành động trong giai đoạn 2026 – 2030. Những điểm nhấn đáng chú ý trong mục tiêu rất thách thức này:

- Tăng trưởng GDP bình quân từ 10%/năm trở lên.
- GDP bình quân đầu người đạt khoảng 8.500 USD vào năm 2030.
- Phân đầu thuộc nhóm 30 nền kinh tế lớn nhất thế giới về quy mô GDP.
- Cơ cấu kinh tế: Dịch vụ trên 50%, công nghiệp – xây dựng trên 40%.
- Tỷ trọng công nghiệp chế biến, chế tạo khoảng 28% GDP.
- Năng suất lao động tăng bình quân trên 8.5%/năm; đóng góp của TFP (năng suất các nhân tố tổng hợp) trên 55%.
- Phân đầu toàn quốc đạt 2 triệu doanh nghiệp, có 20 doanh nghiệp lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu.

Đây là mục tiêu cao nhất trong nhiều thập kỷ, phản ánh quyết tâm chuyển sang mô hình tăng trưởng nhanh hơn, dựa nhiều hơn vào đầu tư công, cải cách thể chế và nâng cao năng suất, phù hợp với chu kỳ dân số vàng của Việt Nam ở thời điểm hiện tại. Dù rất thách thức nhưng đây là giai đoạn vàng để thực hiện chuyển đổi với hiệu quả tốt nhất.

Kết quả thực hiện:

Kinh tế Việt Nam 6 tháng đầu năm 2026 ghi nhận mức tăng trưởng GDP ấn tượng đạt 8.18%, mức cao nhất trong nhiều năm qua. Động lực bứt phá đến từ đà hồi phục mạnh mẽ của khu vực công nghiệp, nông nghiệp ổn định, cùng với sự khơi thông hiệu quả của các nguồn vốn đầu tư và tiêu dùng. Dù chưa đạt mốc mục tiêu 100%, nhưng đây vẫn là điểm nhấn thể hiện quyết tâm hành động để đạt được mục tiêu tăng trưởng của Chính phủ.

Tóm lại triển vọng kinh tế vĩ mô của Việt nam trong 3 năm đến 5 năm tới là rất sáng, thuộc top đầu các nước tăng trưởng GDP mạnh nhất.

2. Triển vọng thị trường chứng khoán

Đối với thị trường chứng khoán, kinh tế vĩ mô duy trì ổn định và các cải cách về thị trường vốn đang được thực hiện đúng lộ trình, triển vọng trong 3 đến 5 năm tới khá tích cực. **Đây được xem là một trong những giai đoạn phát triển quan trọng nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ khi thành lập.** Bên cạnh mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao thì thị trường chứng khoán cũng được Chính phủ quan tâm, đề ra chiến lược phát triển thị trường theo chiều sâu với những mục tiêu cụ thể như:

- Vốn hóa thị trường cổ phiếu hướng tới **100–120% GDP** vào năm 2030.
- Giá trị tài sản của nhà đầu tư nước ngoài đạt khoảng **15% GDP**.
- Tổng giá trị tài sản ròng của các quỹ đầu tư chứng khoán đạt khoảng 5% GDP.
- Thanh khoản trung bình được kỳ vọng cải thiện lên mức 1.5–2 tỷ USD/phiên trong giai đoạn này nếu các cải cách thành công.
- Ngoài ra mục tiêu then chốt là hoàn thành nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ cận biên lên thị trường mới nổi. FTSE Russell đã chính thức nâng hạng lên Secondary Emerging từ tháng

9/2026. Mục tiêu tiếp theo là được MSCI đưa vào danh sách theo dõi (có thể từ 2027) và nâng hạng trước năm 2030.

Vì vậy có thể khẳng định triển vọng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong 3 đến 5 năm tới rất tiềm năng, là kênh đầu tư kỳ vọng gia tăng mạnh tài sản cho nhà đầu tư.

3. Tiêu chí lựa chọn cổ phiếu

Chọn lựa các cổ phiếu đầu ngành có kết quả kinh doanh tăng trưởng trong quá khứ trong khi định giá ở thời điểm hiện tại khá hấp dẫn và rẻ hơn so với quá khứ. Tình hình tài chính của các doanh nghiệp được lựa chọn theo hướng an toàn, mức độ rủi ro không lớn, phù hợp với đầu tư dài hạn từ 3 đến 5 năm. Là những cổ phiếu đầu ngành, thuộc các nhóm ngành có triển vọng tăng trưởng và duy trì được lợi thế cạnh tranh trong vòng 3 đến 5 năm.

4. Danh mục cổ phiếu tiêu biểu

STT	Cổ phiếu	Doanh nghiệp	Ngành	Tỷ trọng	Vùng giá mua (VND)	Upside kỳ vọng	Thời gian nắm giữ	Luận điểm đầu tư
1	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	Ngân hàng	10%	22,300	29.03%/năm	3 năm	Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt Khẩu vị rủi ro thấp và năng lực kiểm soát nợ xấu tốt
2	CTG	Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Ngân hàng	10%	28,750	33.82%/năm	3 năm	NIM cải thiện trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành Tài sản sạch, tỷ lệ nợ xấu được đảm bảo duy trì ở mức thấp Đặc quyền nguồn vốn giá rẻ từ khối Doanh nghiệp Nhà nước (SOEs)
3	MBB	Ngân hàng TMCP Quân đội	Ngân hàng	10%	21,650	39.21%/năm	3 năm	Đặc quyền tăng trưởng tín dụng nhờ xử lý Ngân hàng yếu kém và Lợi thế từ hệ sinh thái Bộ quốc phòng Lợi thế CASA – Bệ đỡ tối ưu Chi phí vốn nhờ Chiến lược số hóa, mở rộng tệp khách hàng bán lẻ Chất lượng tài sản vững chắc
4	TCB	Ngân hàng	Ngân hàng	10%	28,250	29.93%/năm	3 năm	Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt

		TMCP Kỹ thương Việt Nam						Động lực tăng trưởng tín dụng vượt trội trong bối cảnh Quốc Gia chuyển mình phát triển Lợi thế cạnh tranh độc quyền về nguồn vốn giá rẻ
5	MWG	CTCP Đầu tư Thế giới Di động	Bán lẻ	8%	63,300	30.62%/năm	4 năm	Tiếp nối đà tăng trưởng, phá bỏ định kiến "chậm trăn tăng trưởng" ngành bán lẻ ICT/CE Động cơ tăng trưởng mới từ ngành hàng có quy mô thị trường lên tới 50 – 60 tỷ USD
6	MSN	CTCP Tập đoàn MaSan	Bán lẻ	8%	63,900	37.7%/năm	3 năm	Sức nóng từ thị trường vonfram toàn cầu là cơ sở để Masan High-Tech Materials (MSR) “lội ngược dòng” trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận cho tập đoàn WinCommerce, từ “điểm nghẽn” đến mắt xích không thể thiếu trong hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng Những công ty con, công ty liên kết còn lại đều ghi nhận sự bứt tốc tăng trưởng lợi nhuận
7	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long	Bất động sản	9%	25,450	28.5%/năm	3 năm	Giai đoạn chuyển hóa từ doanh số bán hàng sang doanh thu và lợi nhuận khi những dự án lớn được bàn giao Mở rộng danh mục dự án cả về vị trí địa lý lẫn phân khúc sản phẩm Hưởng lợi trực tiếp khi Đồng Nai trở thành thành phố trực thuộc Trung ương Định giá hiện ở mức chiết khấu so với tiềm năng trong tương lai

8	HPG	CTCP Tập đoàn Hoà Phát	Thép	10%	20,350	23.89%/năm	3,5 năm	Động lực tăng trưởng mới đến từ HRC Hưởng lợi tối đa từ nhu cầu thép nội địa tăng tốc Xu hướng ổn định của giá nguyên liệu đầu vào
9	VHC	CTCP Vĩnh Hoàn	Thủy sản	5%	53,200	46%/năm	2 năm	Kết quả kinh doanh khởi sắc Năng lực cạnh tranh cốt lõi và Sức khỏe Bảng cân đối kế toán cực kỳ lành mạnh Cơ hội mở rộng và gia tăng thị phần tại các thị trường giá trị cao (Mỹ & EU) Giữ vững biên lợi nhuận cao giai đoạn 2026–2027 từ thiên văn El Nino và chu kỳ giá
10	GMD	CTCP Tập đoàn Gemadept	Cảng biển	5%	72,300	20.1%/năm	3 năm	Gemalink tiếp tục là động lực tăng trưởng dài hạn của GMD Đẩy mạnh thoái vốn các mảng hoạt động không cốt lõi và nâng cao chuỗi giá trị Chiến lược riêng biệt giúp cảng Nam Đình Vũ duy trì công suất khai thác ở mức cao
11	HVN	Tổng công ty Hàng không Việt Nam	Hàng không	5%	21,500	27.9%/năm	3 năm	Chi phí nhiên liệu được kỳ vọng hạ nhiệt trở lại trong bối cảnh xung đột vùng Vịnh khó có khả năng neo giá dầu trên ngưỡng 100USD/thùng trong thời gian dài Kế hoạch mở rộng đội bay và đường bay dài cùng với tăng trưởng khách du lịch và hạ tầng được đồng bộ Cải thiện tích cực tới từ cấu trúc bảng cân đối kế toán
12	POW	Tổng Công ty Điện lực	Điện	5%	13,200	12.97%/năm	4,5 năm	Bứt phá công suất từ Nhơn Trạch 3&4 – Bước ngoặt mở rộng quy mô doanh thu

		Dầu khí Việt Nam						Thiên thời từ chu kỳ El Nino hỗ trợ khả năng huy động sản lượng nhiệt điện Khắc định vị thế nòng cốt trong Quy hoạch điện và gặt hái dòng tiền bền vững
13	CTD	Công ty Cổ phần Xây dựng Cotecons	Xây dựng	5%	57,000	20.2%/năm	3 năm	Backlog tăng trưởng mạnh nhờ chiến lược “repeat sales” và thế mạnh trong mảng xây dựng nhà máy, khu công nghiệp Cấu trúc vốn ngắn hạn cải thiện mạnh mẽ Biên lợi nhuận cải thiện khi hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng

5. Rủi ro và các yếu tố cần theo dõi

Cần theo dõi diễn biến lãi suất, tình hình kinh tế của Việt Nam và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp đã lựa chọn. Rủi ro chi tiết ở từng mã cổ phiếu đã được trình bày chi tiết hơn trong báo cáo phân tích ở từng mã.

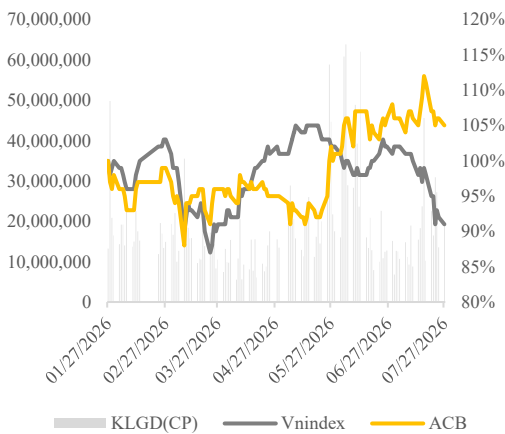
6. Tỷ trọng phân bổ vào nhóm ngành và cổ phiếu

Số thứ tự	Ngành	Tỷ trọng	Các mã cổ phiếu
1	Ngân hàng	40%	4 mã (ACB, CTG, MBB, TCB)
2	Bán lẻ	16%	2 mã (MWG, MSN)
3	BDS – Dân cư	9%	NLG
4	Vật liệu xây dựng - Thép	10%	HPG
5	Thủy sản	5%	VHC
6	Cảng biển	5%	GMD
7	Hàng không	5%	HVN
8	Năng lượng – Điện	5%	POW
9	Xây dựng	5%	CTD

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	22,300
Giá mục tiêu	47,900
Upside	29.03%/năm
Thời gian nắm giữ	3 năm
Cổ tức	20%
Tỷ suất cổ tức	8.97%

Biến động giá ACB & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	5,804,421,957
Vốn hóa (tỷ VND)	129,438.61
Khoảng giá 52 tuần	18,697-25,374
Giá trị khớp lệnh bình quân 1 tháng (tỷ VND)	394.76
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	24.41%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS	3,559	3,669	3,022
BVPS	18,269	18,685	18,401
PE	6.72	7.03	7.94
ROE%	24.8%	21.7%	17.6%
ROA%	2.4%	2.1%	1.7%
LDR%	79.18%	79.49%	81.78%

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần	24,960	27,795	26,906	31,256
Tăng trưởng TN lãi thuần	6.1%	11.4%	-3.2%	16.2%
Tổng thu nhập hoạt động	32,747	33,515	33,798	38,437
CIR	33.2%	32.5%	32.3%	36%
Lợi nhuận sau thuế	16,045	16,790	15,625	18,397
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	17.2%	4.6%	-6.9%	17.7%

Nguồn: KirinS, Fiin, ACB

Luận điểm đầu tư

Kết quả kinh doanh duy trì tăng trưởng trong bối cảnh gặp nhiều khó khăn: Trong 6 tháng đầu năm, tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng đạt 14.77 nghìn tỷ (+13% yoy) Thu nhập từ dịch vụ tăng trưởng khá ấn tượng đạt 1.82 nghìn tỷ (+25% yoy) nhưng thu nhập ngoài lãi khác lại giảm 48% yoy, đạt 1.39 nghìn tỷ khiến tổng thu nhập hoạt động trong 6 tháng đầu năm chỉ đạt 18 nghìn tỷ (+5% yoy). Các chi phí khác không biến động nhiều so với cùng kỳ giúp lợi nhuận sau thuế đạt 4.32 nghìn tỷ đồng (+17.5% yoy). Ngoài ra các chi phí dự phòng tăng lên mức 1.75 nghìn tỷ (+60% yoy) khiến lợi nhuận sau thuế chỉ đi ngang so với cùng kỳ.

Khẩu vị rủi ro thấp và năng lực kiểm soát nợ xấu tốt: Một trong những thế mạnh cạnh tranh được định giá cao hơn mặt bằng chung là khẩu vị rủi ro cực kỳ thận trọng và chất lượng tài sản thuộc nhóm lành mạnh nhất hệ thống ngân hàng Việt Nam. Đối chiếu lịch sử, ngân hàng ACB có khả năng kiểm soát nợ xấu rất tốt. Trong nhiều năm hoạt động, ACB luôn duy trì tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức dưới 1%. Ngay cả trong giai đoạn khó khăn đỉnh điểm của toàn ngành ngân hàng vào năm 2023 và 2024 (do sự đóng băng của thị trường BĐS và áp lực nợ xấu gia tăng từ khối SME), tỷ lệ nợ xấu của ACB dù có xu hướng nhích nhẹ nhưng vẫn được kiểm soát ở mức dưới 1.5% (cụ thể đạt 1.21% tại Q4/2023 và giữ quanh vùng 1.4% trong năm 2024). Khi các điều kiện vĩ mô khởi sắc, chất lượng tín dụng của ACB đã ghi nhận mức cải thiện rất nhanh, đưa tỷ lệ nợ xấu quay trở lại mức dưới 1% trong năm 2025 và duy trì ở mức an toàn quanh 1% trong năm 2026.

Rủi ro đầu tư:

Rủi ro từ áp lực cạnh tranh gay gắt trong mảng bán lẻ: Phân khúc cho vay cá nhân tiêu dùng và cho vay mua nhà luôn là "nồi cơm" chính của ACB. Việc các ngân hàng thương mại nhà nước và các ngân hàng TMCP lớn khác liên tục tung ra các gói lãi suất ưu đãi cực thấp nhằm tranh giành thị phần có thể khiến tốc độ phục hồi của mảng bán lẻ tại ACB chậm hơn kỳ vọng, hoặc buộc ngân hàng phải hy sinh một phần biên lợi nhuận để giữ chân khách hàng.

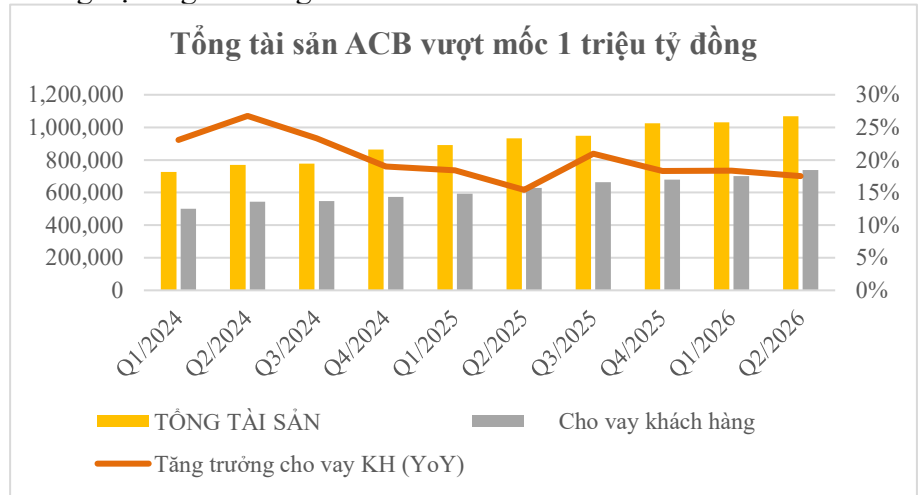
Áp lực chi phí vốn từ công cụ nợ: Việc tiếp tục duy trì tỷ trọng lớn ở mảng Giấy tờ có giá (chiếm tới 21% tổng huy động tại Q2/2026) sẽ tạo áp lực chi phí vốn ở mức nền cao. Nếu nền kinh tế hồi phục chậm hơn dự kiến và lãi suất cho vay đầu ra không thể điều chỉnh tăng tương ứng, chi phí vốn đắt đỏ sẽ bào mòn biên lãi thuần NIM của ngân hàng.

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

TỔNG QUAN NGÂN HÀNG

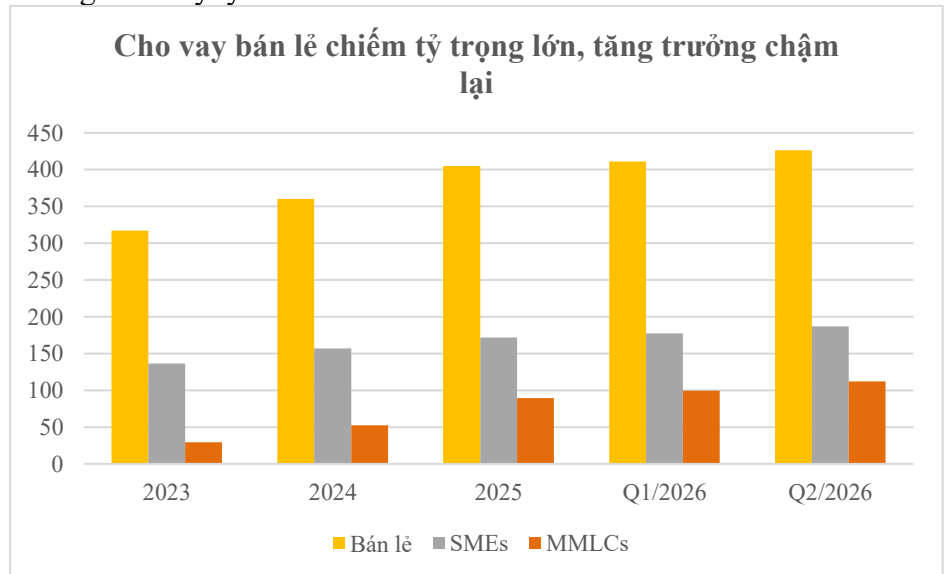
Tổng quan ngân hàng

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB, mã niêm yết: ACB) là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần bán lẻ hàng đầu và uy tín bậc nhất tại Việt Nam, nổi tiếng với khẩu vị rủi ro thận trọng và mô hình quản trị tài chính chuẩn mực. Trải qua hơn ba thập kỷ phát triển, ACB đã xây dựng được nền tảng khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) vô cùng vững chắc nhờ chất lượng dịch vụ vượt trội, mạng lưới chi nhánh rộng khắp và chiến lược chuyển đổi số tập trung vào trải nghiệm người dùng.



Nguồn: KirinS, Fiin, ACB

Tổng tài sản của ACB đã chính thức vượt mốc 1 triệu tỷ đồng vào cuối năm 2025 tương ứng mức tăng trưởng 18.7% so với năm trước. Đà tăng trưởng này tiếp tục được duy trì trong 2 quý đầu năm tiếp theo, nâng quy mô tổng tài sản lên 1.07 nghìn tỷ đồng vào Q2/2026 (+14.4% yoy). Tốc độ tăng trưởng của tài sản chủ yếu được định hình bởi dòng tiền cho vay khách hàng, đạt 737,693.96 tỷ đồng vào Q2/2026 tương ứng với mức tăng trưởng 17.5% yoy.

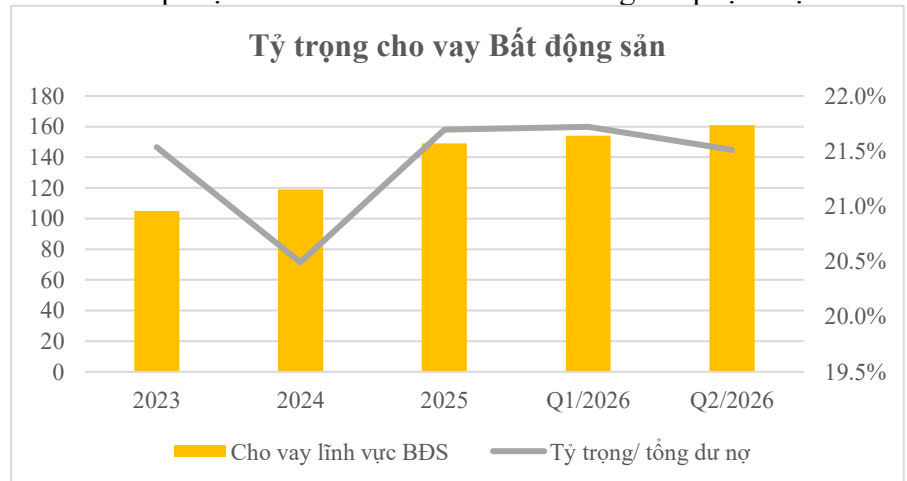


Nguồn: KirinS, ACB

Trong cơ cấu tín dụng của ACB cho vay Bán lẻ (Retail) Vẫn giữ vai trò là cấu phần trọng yếu nhất với quy mô tăng từ 316.94 nghìn tỷ đồng năm 2023 lên 405.20 nghìn tỷ đồng năm 2025 và tăng nhẹ 3.7% so với cuối năm 2025 lên 426 nghìn tỷ tại Q2/2026. Tuy nhiên, tỷ trọng phân khúc này có sự dịch chuyển giảm dần từ 65% năm 2023 xuống còn 59% trong năm 2025 và 57% tại Q2/2026. Bên cạnh đó, khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) cũng có xu hướng giảm tỷ trọng nhưng chậm hơn. Đến Q2/2026 dư nợ cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ đạt 187 nghìn tỷ, chiếm 25% tổng dư nợ cho vay khách hàng đã giảm từ 28% so với năm 2023.

Trái lại xu hướng của 2 nhóm khách hàng trên, khách hàng doanh nghiệp lớn (MMLCs) ghi nhận tốc độ tăng trưởng rất mạnh mẽ ở mức 78.6% yoy năm 2024 và 70.8% yoy năm 2025. Đưa tỷ trọng phân khúc MMLCs tăng gấp đôi từ 6% năm 2023 lên 13% 2025. Trong Q2/2026 dư nợ nhóm khách hàng này tiếp tục tăng trưởng 25.7% so với cuối năm 2025, đạt 112.2 nghìn tỷ (tương ứng tỷ trọng 15% trên tổng dư nợ của ngân hàng.

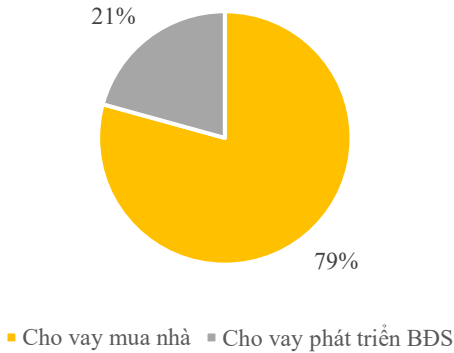
Mặc dù ACB có định vị thương hiệu cốt lõi là một ngân hàng bán lẻ mang tính phòng thủ cao, số liệu tăng trưởng cơ cấu dư nợ giai đoạn 2023 - 2025 chỉ ra một xu hướng chuyển dịch đáng chú ý. Tỷ trọng phân khúc Bán lẻ liên tục sụt giảm qua các năm nhường chỗ cho sự bứt phá của nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn (MMLCs). Xu hướng này cho thấy ACB đang tận dụng quy mô vốn để tiếp cận các tập đoàn kinh tế và các chuỗi cung ứng lớn nhằm đẩy nhanh tốc độ giải ngân tín dụng trong bối cảnh sức hấp thụ vốn của khối cá nhân/tiêu dùng hồi phục chậm hơn.



Nguồn: KirinS, ACB

Đối với lĩnh vực Bất động sản, dư nợ cho vay đạt 149 nghìn tỷ đồng vào năm 2025 (+25.2% yoy) và tăng nhẹ trong Q2/2026 đạt 161 nghìn tỷ (+8% YTD). Theo số liệu Q1/2026, hoạt động tài trợ tập trung chủ yếu vào nhóm an toàn là cho vay mua nhà (đạt 122.1 nghìn tỷ đồng, chiếm 79% dư nợ cho vay lĩnh vực Bất động sản), trong khi dư nợ cho vay phát triển BĐS doanh nghiệp chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ ở mức 31,9 nghìn tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ 21% dư nợ cho vay lĩnh vực Bất động sản và 4.5% tổng dư nợ cho vay khách hàng. Cấu trúc này giảm thiểu tối đa rủi ro nợ xấu mang tính hệ thống khi thị trường bất động sản gặp khó khăn về pháp lý

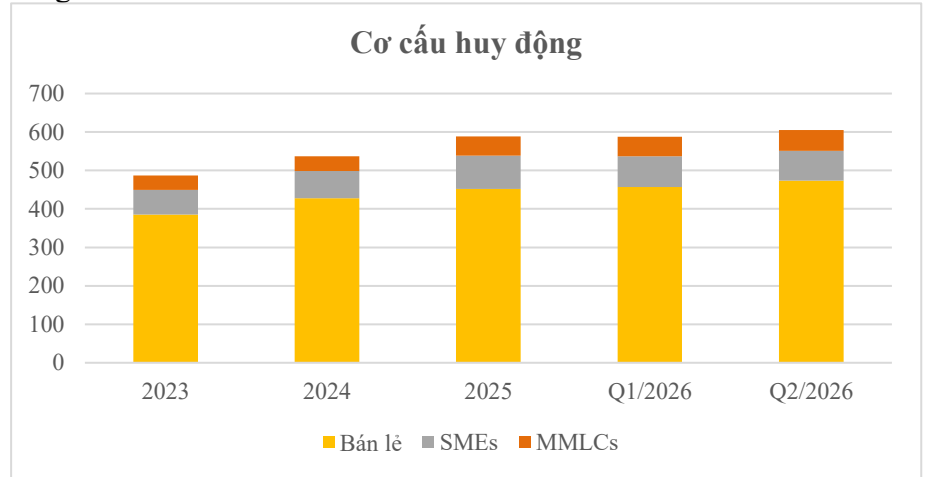
Chủ yếu là cho vay mua nhà



Nguồn: KirinS, ACB

hoặc thanh khoản. Các khoản vay mua nhà nhỏ lẻ, có tài sản đảm bảo rõ ràng mang lại biên an toàn cao và giúp tỷ lệ nợ xấu (NPL) của ACB luôn được kiểm soát tốt.

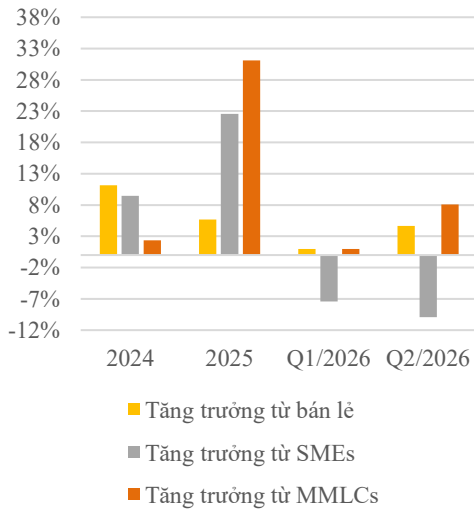
Về phía huy động, tiền gửi khách hàng vẫn đóng vai trò chủ yếu với tỷ trọng trên tổng nợ đạt 61.05% tại Q1/2026 tương ứng 569.1 nghìn tỷ (+3.4% yoy), tuy nhiên khả năng huy động từ khách hàng của ACB ngày càng khó khăn.



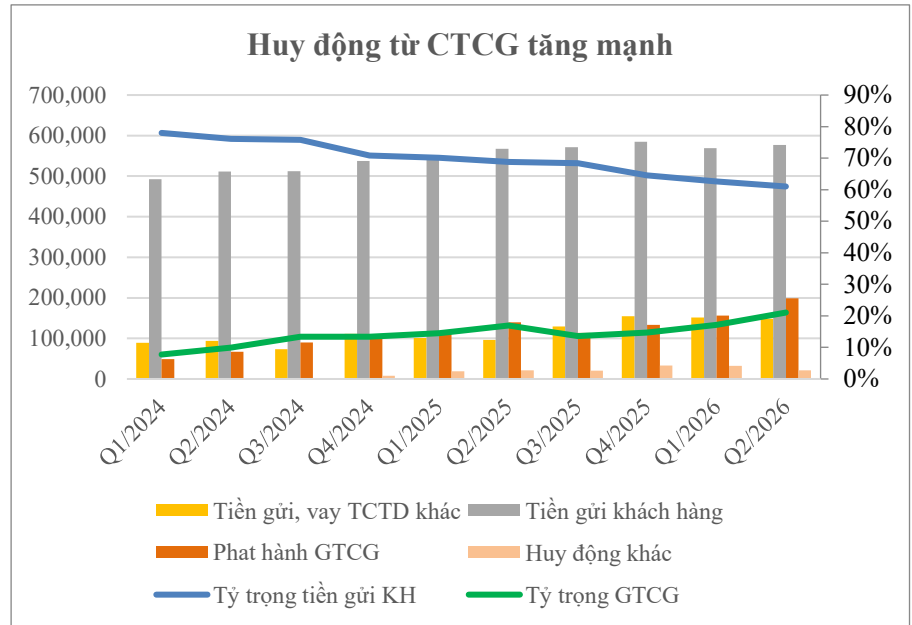
Nguồn: KirinS, ACB

Huy động từ Bán lẻ là nguồn vốn cốt lõi của ACB nhưng đang có xu hướng thu hẹp dần về tỷ trọng, từ mức 72% năm 2023 giảm còn 67% năm 2024 và 63% năm 2025. Tăng trưởng huy động bán lẻ năm 2025 đạt 5.7% với quy mô đạt 452.34 nghìn tỷ đồng, trong Q2/2026 huy động từ bán lẻ chỉ tăng nhẹ 4.6% so với cuối năm 2025 tương ứng đạt 473.4 nghìn tỷ. Phân khúc SMEs tăng trưởng huy động mạnh mẽ 22.6% trong năm 2025, đạt 86.16 nghìn tỷ đồng (chiếm tỷ trọng 12%) nhưng sang Q1/2026 lại giảm nhẹ còn 79.8 nghìn tỷ (-7.4% YTD) và tiếp tục xu hướng giảm trong Q2/2026, tương ứng đạt 77.6 nghìn tỷ (-9.9% YTD). Phân khúc MMLCs đạt tăng trưởng 31.1% vào năm 2025, nâng quy mô tiền gửi lên 50.26 nghìn tỷ đồng (chiếm tỷ trọng 7%) và tiếp tục tăng khá tốt trong 6 tháng đầu năm 2026, đạt 54.32 nghìn tỷ (+8.1% YTD).

Tăng trưởng huy động (ytd)

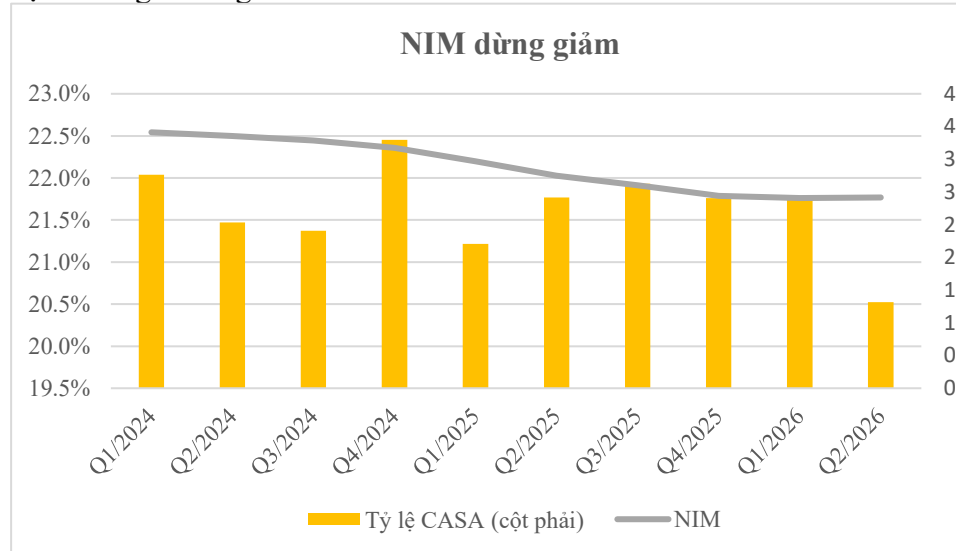


Nguồn: KirinS, ACB



Nguồn: KirinS, Fiin, ACB

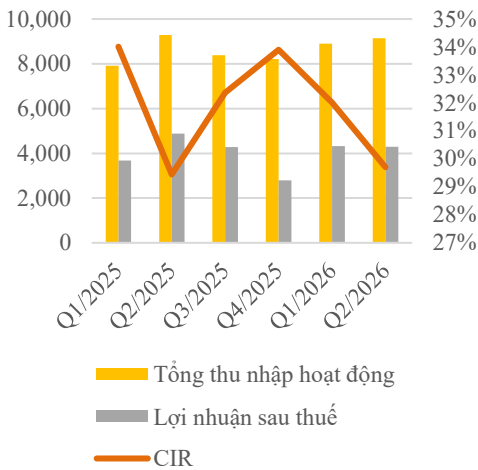
Tiền gửi khách hàng tại ACB đến cuối năm 2024 đạt 537.3 nghìn tỷ (+11.31% yoy) và cuối năm 2025 đạt 585.2 nghìn tỷ (+8.91% yoy) so với nhu cầu tín dụng tăng trưởng trong 2 năm trên lần lượt là 19.1% và 18.3% đã gây một sức ép rất lớn lên chi phí vốn của ngân hàng khi phải tăng huy động ở những nguồn đắt đỏ hơn. Giấy tờ có giá trở thành công cụ huy động vốn tăng trưởng đột biến nhất của ngân hàng khi tăng mạnh 94% vào năm 2024 và tiếp tục tăng 31% vào năm 2025. Sự dịch chuyển này nâng tỷ trọng đóng góp của GTCTG từ 8% năm 2023 lên 14% năm 2025 và 21% trong Q2/2026 nhằm mục đích củng cố nguồn vốn trung và dài hạn cho ngân hàng.



Nguồn: KirinS, Fiin, ACB

Tỷ lệ CASA của ACB có xu hướng dao động nhẹ và duy trì quanh mức 21% - 22% trong giai đoạn gần đây (Q2/2026 đạt 20.5%). Mức CASA này phản ánh tệp khách hàng cá nhân của ACB tương đối trung thành, nhưng tính cạnh tranh về tiền gửi không kỳ hạn của ACB thấp hơn so với các ngân hàng sở hữu hệ sinh thái số hóa quy mô lớn (như TCB hay

Kết quả kinh doanh ACB



Nguồn: KirinS, Fiin, ACB

MBB). Khi tỷ lệ CASA không có sự đột phá, trong khi tỷ trọng GTCC đất đỏ gia tăng, biên lãi thuần (NIM) của ACB sẽ chịu áp lực thu hẹp nhẹ. NIM của ngân hàng ghi nhận xu hướng điều chỉnh giảm từ vùng 3.9% - 4.0% trong năm 2024 xuống còn 2.9% vào Q2/2026. Tuy nhiên xu hướng này đã có dấu hiệu dừng lại trong 3 quý liên tiếp.

Trong bối cảnh thu nhập lãi khó khăn, chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ quanh mức 2.7-2.8 nghìn tỷ đồng mỗi quý, trong Q2/2026 chi phí hoạt động đạt 2.72 nghìn tỷ tương ứng CIR 29.7%. Đây chưa hẳn là con số tối ưu trong ngành vì vậy ACB có khả năng tiếp tục tối ưu chỉ số này trong tương lai giúp bù đắp đáng kể cho sự sụt giảm của biên lãi thuần NIM và bảo vệ tăng trưởng thẳng dư lợi nhuận ròng.

Trong Q2/2026, tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng đạt 9.14 nghìn tỷ (-1.6% yoy) do thu nhập ngoài lãi tăng trưởng âm, đạt 1.32 nghìn tỷ (-48% yoy). Ngoài ra chi phí dự phòng rủi ro tăng mạnh 129% yoy, tương ứng đạt hơn 1 nghìn tỷ trong Q2 khiến lợi nhuận sau thuế chỉ còn 4.29 nghìn tỷ (-12.1% yoy). Mặc dù ROE có xu hướng giảm từ các mức đỉnh 24% - 25% trước đây xuống còn 16.64% vào Q2/2026 nhưng mức ROE này vẫn nằm trong nhóm hiệu quả vận hành cao và an toàn của hệ thống ngân hàng Việt Nam.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Động lực tăng trưởng kép từ tín dụng doanh nghiệp lớn và sự phục hồi của mảng bán lẻ

Để thích ứng linh hoạt với chu kỳ kinh tế, ACB đã chuyển dịch mạnh mẽ một phần trọng tâm sang nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn (MMLCs). Tỷ trọng dư nợ của nhóm này tăng vọt từ 6% năm 2023 lên 15% tại Q2/2026, với tốc độ tăng trưởng liên tục đạt mức rất cao 78.6% yoy trong năm 2024 và 70.8% yoy trong năm 2025. Việc đẩy mạnh tín dụng vào khối doanh nghiệp lớn không chỉ giúp ACB đẩy nhanh tốc độ giải ngân dòng vốn, mà còn mang lại lợi ích chiến lược trong việc thu hút dòng tiền gửi không kỳ hạn (Casa) từ chính các chuỗi cung ứng, nhà thầu phụ và dòng tiền thanh toán của các tập đoàn này. Điều này giúp tỷ lệ Casa của ACB duy trì ổn định trong bối cảnh nguồn vốn không kỳ hạn từ bán lẻ chậm lại do có nhiều kênh đầu tư hấp dẫn hơn.

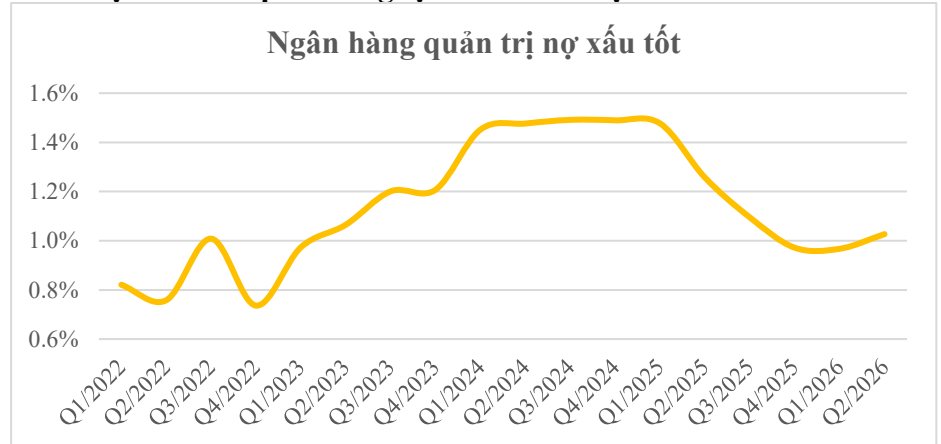
Sau giai đoạn 3 năm đầy khó khăn (2023 - 2025) của thị trường tiêu dùng và bất động sản, phân khúc Bán lẻ (vốn là thế mạnh cốt lõi của ACB) đang ghi nhận những tín hiệu phục hồi. Trong đó cho vay lĩnh vực Bất động sản (bao gồm cho vay mua nhà) chiếm tỷ trọng khoảng 37% dư nợ bán lẻ trong năm 2025 đạt mức tăng trưởng 25.2% yoy, cao hơn khá nhiều mức tăng trưởng 13.3% năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng sự ấm lên của nhu cầu tiêu dùng và thị trường bất động sản thứ cấp sẽ kích hoạt làn sóng giải ngân mới đối với sản phẩm cho vay mua nhà để ở thực và cho vay sản xuất kinh doanh hộ gia đình, đảm bảo duy trì vị thế dẫn đầu mảng bán lẻ của ACB với biên lợi nhuận cao.

Biên lãi thuần NIM tạo đáy và hồi phục trong các năm kế tiếp

Duy trì tỷ lệ Casa đóng vai trò quan trọng trong việc tiết giảm chi phí huy động vốn bình quân cho ngân hàng. Dòng tiền gửi giá rẻ này là bệ đỡ giúp

ACB giảm bớt gánh nặng về chi phí vốn trong thời điểm khó khăn. Khi nền kinh tế bước vào giai đoạn hồi phục, nhu cầu vốn của doanh nghiệp và cá nhân trở nên mạnh mẽ hơn, giúp ngân hàng lấy lại NIM nhanh hơn nhờ lãi suất cho vay bình quân của ACB cải thiện. Hơn thế nữa, nhóm khách hàng chính của ACB đến từ bán lẻ, có lãi suất cho vay cao hơn vì vậy chúng tôi kỳ vọng tốc độ cải thiện NIM của ACB nhanh hơn các ngân hàng có tỷ trọng bán lẻ thấp từ đó mở rộng đáng kể biên lợi nhuận cho ACB.

Khẩu vị rủi ro thấp và năng lực kiểm soát nợ xấu tốt



Nguồn: KirinS, Fiin, ACB

Một trong những thế mạnh cạnh tranh giúp ACB được định giá cao hơn mặt bằng chung là khẩu vị rủi ro cực kỳ thận trọng và chất lượng tài sản thuộc nhóm lành mạnh nhất hệ thống ngân hàng Việt Nam. Đối chiếu lịch sử, ngân hàng ACB có khả năng kiểm soát nợ xấu rất tốt. Trong nhiều năm hoạt động, ACB luôn duy trì tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức dưới 1%. Ngay cả trong giai đoạn khó khăn đỉnh điểm của toàn ngành ngân hàng vào năm 2023 và 2024 (do sự đóng băng của thị trường BĐS và áp lực nợ xấu gia tăng từ khối SME), tỷ lệ nợ xấu của ACB dù có xu hướng nhích nhẹ nhưng vẫn được kiểm soát ở mức dưới 1.5% (cụ thể đạt 1.21% tại Q4/2023 và giữ quanh vùng 1.4% trong năm 2024). Khi các điều kiện vĩ mô khởi sắc, chất lượng tín dụng của ACB đã ghi nhận mức cải thiện rất nhanh, đưa tỷ lệ nợ xấu quay trở lại mức dưới 1% trong năm 2025 và duy trì ở mức an toàn là 1.03% vào Q2/2026.

Động thái mua vào của nhóm cổ đông lớn

Sự đồng thuận và cam kết đồng hành của các cổ đông lớn luôn là thước đo đáng tin cậy nhất cho triển vọng dài hạn của một doanh nghiệp niêm yết. Việc nhóm cổ đông lớn Âu Lạc chủ động thực hiện giao dịch mua vào và gia tăng sở hữu cổ phần tại ACB là một minh chứng rõ nét khẳng định giá trị nội tại của ngân hàng đang bị thị trường định giá thấp hơn so với tiềm năng phát triển thực tế. Hành động này không chỉ tạo ra một lực đỡ vững chắc cho giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, hạn chế các rủi ro sụt giảm mạnh trước các biến động tiêu cực mang tính ngắn hạn, mà còn gửi đi một thông điệp mạnh mẽ đến các nhà đầu tư tổ chức và cá nhân về sự tự tin của ban lãnh đạo và các cổ đông sáng lập đối với sự bứt phá của ACB trong chu kỳ tăng trưởng mới.

RỦI RO

Rủi ro từ áp lực cạnh tranh gay gắt trong mảng bán lẻ: Phân khúc cho vay cá nhân tiêu dùng và cho vay mua nhà luôn là "nồi cơm" chính của ACB. Việc các ngân hàng thương mại nhà nước và các ngân hàng TMCP lớn khác liên tục tung ra các gói lãi suất ưu đãi cực thấp nhằm tranh giành thị phần có thể khiến tốc độ phục hồi của mảng bán lẻ tại ACB chậm hơn kỳ vọng, hoặc buộc ngân hàng phải hy sinh một phần biên lợi nhuận để giữ chân khách hàng.

Áp lực chi phí vốn từ công cụ nợ: Việc tiếp tục duy trì tỷ trọng lớn ở mảng Giấy tờ có giá (chiếm tới 21% tổng huy động tại Q2/2026) sẽ tạo áp lực chi phí vốn ở mức nền cao. Nếu nền kinh tế hồi phục chậm hơn dự kiến và lãi suất cho vay đầu ra không thể điều chỉnh tăng tương ứng, chi phí vốn đắt đỏ sẽ bào mòn biên lãi thuần NIM của ngân hàng.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Dự phóng quy mô Tài sản sinh lời của ACB duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm đạt khoảng 18% đến năm 2029. Sự mở rộng này được thúc đẩy mạnh mẽ bởi sự bứt phá của phân khúc doanh nghiệp lớn (MMLCs) và sự hồi phục dần của nhu cầu vay tiêu dùng, mua nhà từ khối bán lẻ. Ngoài ra, sau giai đoạn chịu áp lực thu hẹp, biên lãi thuần (NIM) được dự báo sẽ tạo đáy và cải thiện dần từ năm 2027. Đến năm 2029, NIM của ACB có thể duy trì ổn định ở mức 3.5% nhờ sự phục hồi của lãi suất cho vay đầu ra và cơ cấu nguồn vốn CASA được tối ưu hóa. Sự cộng hưởng từ quy mô tài sản tăng trưởng, NIM mở rộng và tối ưu hóa chi phí sẽ thúc đẩy Lợi nhuận sau thuế của ACB tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 24.7% trong cả chu kỳ.

Chỉ tiêu	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Thu nhập lãi thuần	26,906	31,290	41,168	53,436	66,876
Tăng trưởng TN lãi thuần	-3.2%	16.3%	31.6%	29.8%	25.2%
Lợi nhuận sau thuế	15,625	18,414	24,005	30,541	37,704
Tăng trưởng LNST	-6.9%	17.9%	30.4%	27.2%	23.5%

Áp dụng phương pháp định giá dựa trên giá trị tài sản với mức P/B mục tiêu 1.2 lần trên giá trị sổ sách dự phóng vào cuối năm 2029, giá trị hợp lý của cổ phiếu ACB được xác định đạt 47,900 VNĐ/cổ phiếu. So với thị giá hiện tại, mức định giá này mang lại tỷ suất sinh lời bình quân kỳ vọng đạt 29.03%/năm trong suốt chu kỳ đầu tư 3 năm tới. Đây là mức sinh lời vượt trội, có biên an toàn rất cao nhờ vị thế phòng thủ vững chắc của ngân hàng có khẩu vị rủi ro thấp nhất ngành và chất lượng tài sản vượt trội.



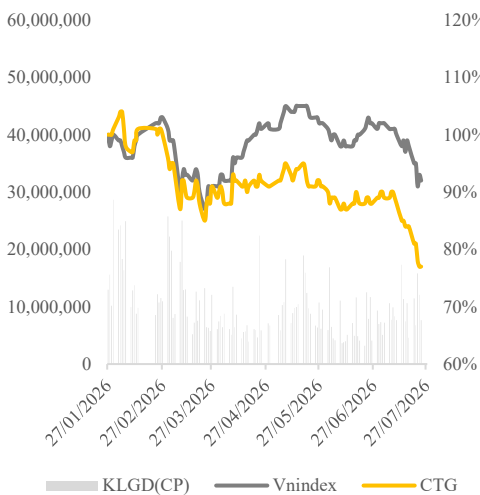
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua và nắm giữ dài hạn đối với cổ phiếu ACB cho tầm nhìn đến năm 2029.



Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị: MUA
Giá hiện tại: 28,750
Giá mục tiêu: 68,900
Upside: 33.82%
Thời gian nắm giữ: 12 tháng
Cổ tức: 4.5%
Tỷ suất cổ tức: 1.57 %

Biến động giá CTG & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết: 7,766,944,637
Vốn hóa (tỷ VND): 223,299.66
Khoảng giá 52 tuần: 28,750 – 40,869
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND): 295.97
Tỷ lệ sở hữu nhà nước: 64.46%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài: 24.50%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS	3,200	4,720	4,455
BVPS	23,440	27,655	23,131
PE	8.47	8.01	8.02
ROE%	17.1%	18.6%	21.3%
ROA%	1.0 %	1.2%	1.4%
LDR%	82.49%	85.60%	84.16%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần	52,957	62,403	66,453	77,519
Tăng trưởng TN lãi thuần	10.8%	17.8%	6.5%	16.7%
Tổng thu nhập hoạt động	70,548	81,909	87,295	97,871
CIR	29.0%	27.5%	30.4%	30%
Lợi nhuận sau thuế	20,045	25,483	34,871	40,393
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	18.0%	27.1%	36.8%	15.8%

Nguồn: KirinS, Fiin, CTG

Luận điểm đầu tư

NIM cải thiện trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành: NIM của CTG đang phác họa một xu hướng thu hẹp rõ nét, giảm từ mức tương đối tốt là 2.9% năm 2023 xuống còn 2.5% đến cuối năm 2025. Đây là hệ quả trực tiếp từ việc chi phí huy động vốn của ngân hàng bị kéo lên do thanh khoản gặp nhiều khó khăn, cộng hưởng với nhiệm vụ hỗ trợ kinh tế của một ngân hàng quốc doanh là phải giữ mặt bằng lãi suất cho vay thấp. Tuy nhiên hết Q2/2026 NIM tăng nhẹ lên 2.7% nhờ lãi suất đầu ra tăng nhanh hơn chi phí vốn. Quy mô tài sản sinh lời tăng 12.6% giúp thu nhập lãi thuần của ngân hàng tăng 30.9% yoyo tương ứng đạt 20.7 nghìn tỷ.

Tài sản sạch, tỷ lệ nợ xấu được đảm bảo duy trì ở mức thấp: CTG sở hữu một chất lượng tài sản cực tốt sau chu kỳ 3 năm (2023–2025) liên tục "gạn đục khơi trong", khóa chặt tỷ lệ nợ xấu nội bảng (NPL) quanh mức an toàn 1.1% – 1.22% và bồi đắp tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) vượt ngưỡng 150%. Điểm cộng lớn nhất trong cơ cấu tín dụng của CTG là sự phân bổ giàn đều, thực chất và nói không với rủi ro tập trung BĐS doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ xấu (NPL): Được kiểm soát cực kỳ nghiêm ngặt quanh vùng 1.1% – 1.22% trong suốt 3 năm qua và giữ ở mức 1.02% trong Q2/2026.

Đặc quyền nguồn vốn giá rẻ từ khối Doanh nghiệp Nhà nước (SOEs): Đây là vũ khí chiến lược và là "đặc quyền quốc doanh" mà các ngân hàng tư nhân dù đổ bao nhiêu tiền làm công nghệ cũng không thể có được. Có lợi thế từ quản lý dòng tiền khổng lồ của các siêu tổng công ty quốc gia không chỉ giúp CTG duy trì thanh khoản hệ thống ổn định trước các cuộc đua lãi suất. Lợi thế này giúp ngân hàng tối ưu hóa chi phí vốn, tạo dư địa bảo vệ biên NIM vượt trội trong dài hạn.

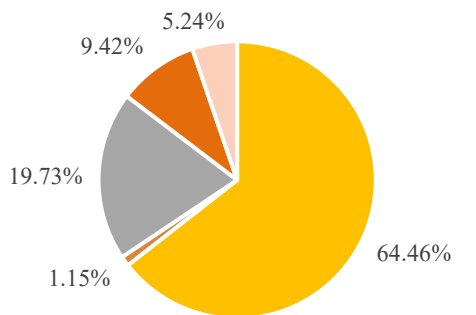
Rủi ro đầu tư:

Áp lực từ nợ nhóm 2 và nợ tái cơ cấu chuyển nhóm: Mặc dù tỷ lệ nợ xấu nội bảng (NPL) được khóa chặt ở mức thấp (~1.35%), lượng nợ nhóm 2 (Nợ cần chú ý) và các khoản nợ được gia hạn theo các thông tư hỗ trợ của NHNN vẫn là một ẩn số.

Nút thắt tăng vốn CAR chịu rủi ro phê duyệt chậm: Nếu lộ trình tăng vốn này bị chậm trễ vì lý do thủ tục hành chính, "vòng kim cô" CAR sẽ lập tức siết lại, buộc CTG phải hãm phanh tăng trưởng tín dụng để đảm bảo an toàn hệ thống.

Sự co hẹp của biên NIM do cạnh tranh gay gắt ở mảng Bán lẻ: Chiến lược dịch chuyển trực tài sản sang phân khúc SME và Khách hàng cá nhân để tìm kiếm Yield cao không phải là sân chơi riêng của CTG. Sự cạnh tranh khốc liệt từ khối ngân hàng tư nhân (những bên có thể mạnh đi trước về công nghệ bán lẻ và hệ sinh thái tiêu dùng) có thể châm ngòi cho một cuộc chiến áp giá cho vay.

Cơ cấu cổ đông



- Cổ đông nhà nước
- Công đoàn CTG
- MUFG
- Cổ đông tổ chức khác
- Cổ đông cá nhân

Nguồn: KirinS, CTG

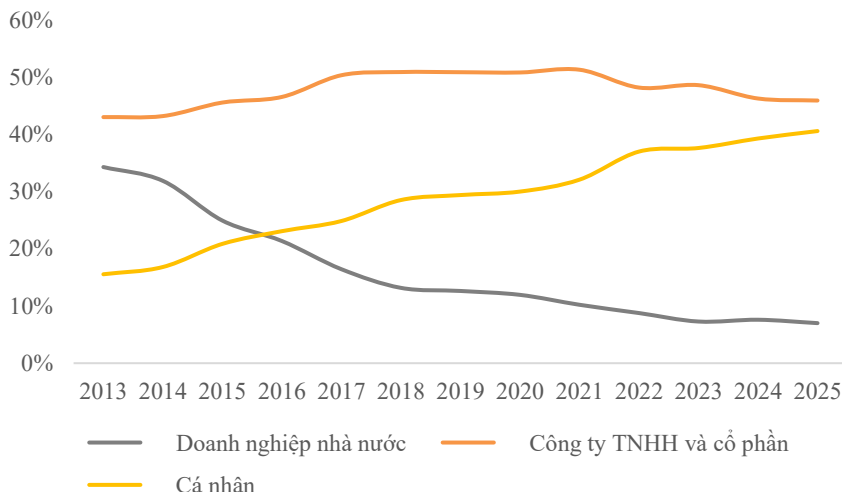
TỔNG QUAN NGÂN HÀNG

Vị trí trụ cột và sự dịch chuyển chiến lược

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (VietinBank - CTG) là một trong ba ngân hàng thương mại Nhà nước có quy mô lớn nhất hệ thống, đóng vai trò quan trọng trong việc điều tiết chính sách tiền tệ và là huyết mạch cung ứng vốn cho nền kinh tế.

Vị thế trụ cột này được bảo chứng bởi một cơ cấu sở hữu cực kỳ cô đặc: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giữ vai trò đại diện sở hữu chi phối, trong khi đối tác chiến lược ngoại MUFG Bank (định chế tài chính hàng đầu Nhật Bản) duy trì tỷ lệ nắm giữ 19.73% suốt từ năm 2013 đến nay. Với lượng cổ đông cá nhân nhỏ lẻ chỉ chiếm vốn vẹn 5.24%, CTG sở hữu một cấu trúc quản trị cô đặc, đồng thuận cao và nhận được sự hậu thuẫn tuyệt đối từ Chính phủ.

Dịch chuyển chiến lược cơ cấu tín dụng



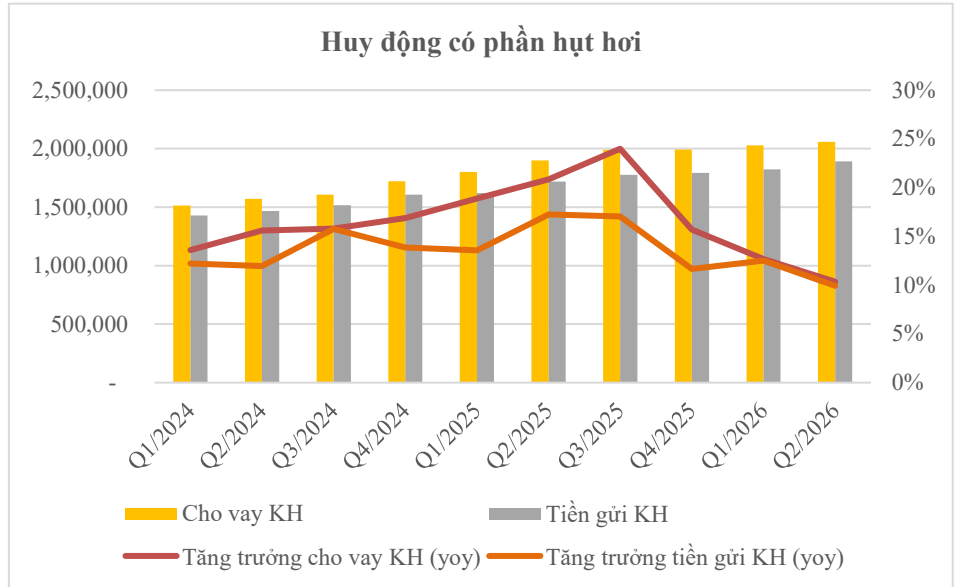
Nguồn: KirinS, Fiin, CTG

Nền tảng sở hữu vững chắc đó tạo tiền đề cho một cuộc dịch chuyển cơ cấu tài sản vô cùng thực chất và lành mạnh trong thập kỷ qua. CTG đã chủ động chuyển trục từ mô hình truyền thống tập trung vào nhóm Doanh nghiệp Nhà nước sang đẩy mạnh phân khúc Bán lẻ và Khối doanh nghiệp tư nhân. Tính đến cuối năm 2025, tỷ trọng cho vay Khách hàng cá nhân và Doanh nghiệp lần lượt chiếm 40.6% và 45.9% tổng dư nợ.

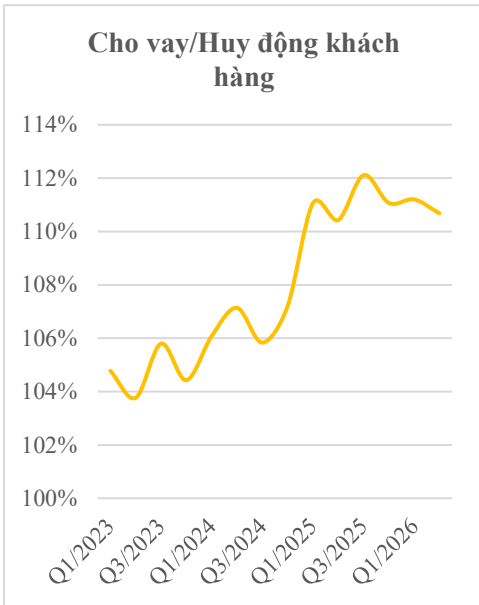
Danh mục tín dụng của CTG được phân bổ giàn đều và hạn chế rủi ro tập trung vào các lĩnh vực đầu cơ bong bóng như Bất động sản, tạo nên một "bộ giáp phòng thủ" chất lượng tài sản an toàn bậc nhất toàn ngành trước mọi biến động chu kỳ.

Tăng trưởng Tín dụng và Huy động vốn, áp lực quản trị thanh khoản

Mặc dù tổng tài sản của VietinBank ghi nhận quy mô khổng lồ đạt 2.96 triệu tỷ đồng tính đến cuối Q2/2026 (+13% yoy), hoạt động cốt lõi của ngân hàng đang phản ánh những mảng màu đối lập.



Nguồn: KirinS, Fiin, CTG



Nguồn: KirinS, Fiin, CTG

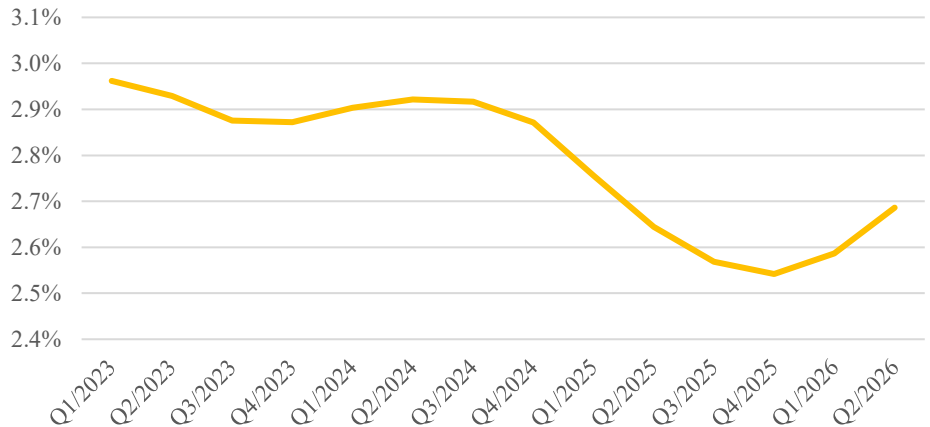
Về phía cho vay: Dư nợ cho vay khách hàng duy trì đà tăng trưởng bền bỉ qua các năm, từ mức 1.47 triệu tỷ đồng năm 2023 lên 1.99 triệu tỷ đồng năm 2025 (CAGR 16.3%) và chính thức cán mốc 2.06 triệu tỷ đồng vào Q1/2026, tăng 10% so với cùng kỳ.

Về phía nguồn vốn: Hoạt động huy động vốn từ tiền gửi khách hàng lại bộc lộ dấu hiệu hụt hơi tương đối so với tốc độ giải ngân đầu ra. Tiền gửi khách hàng tăng từ 1.41 triệu tỷ năm 2023 lên 1.79 triệu tỷ năm 2025 (CAGR 12.8%) nhưng đã dần cải thiện trong năm 2026. Đến Q2/2026 huy động đạt 1.89 triệu tỷ đồng (+10% yoy) có mức tăng trưởng tương đương so với tăng trưởng nhu cầu tín dụng.

Sự lệch pha về tốc độ này đã đẩy hệ số cho vay trên huy động của CTG từ khoảng 104% – 111% suốt giai đoạn 2023 – Q2/2026. Trạng thái này buộc CTG phải tăng cường phụ thuộc vào dòng vốn liên ngân hàng và phát hành giấy tờ có giá (đạt 143 nghìn tỷ vào Q2/2026) để tài trợ cho danh mục cho vay, gián tiếp đẩy chi phí vốn (CoF) chịu áp lực gia tăng trong các giai đoạn thanh khoản hệ thống thắt chặt.

Biên lãi ròng (NIM) cải thiện trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành

NIM hồi phục nhẹ trong nửa đầu năm 2026

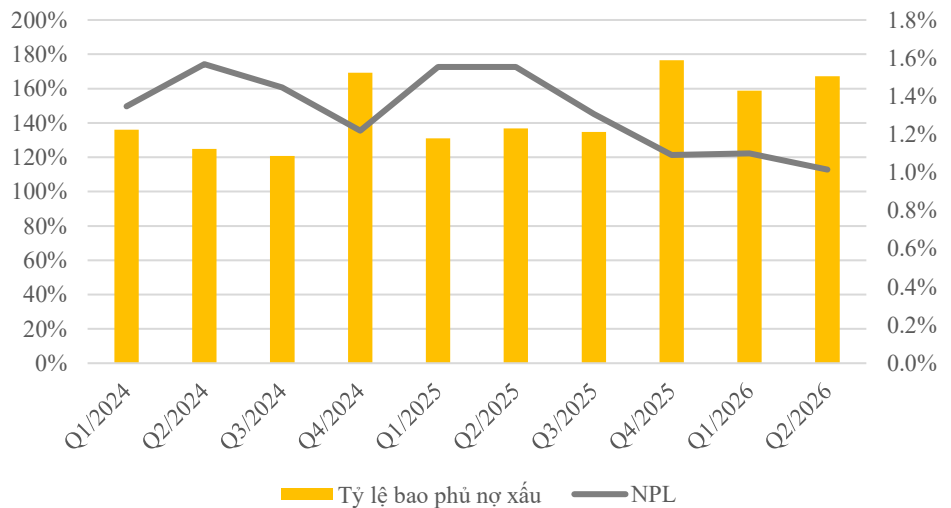


Nguồn: KirinS, Fiin, CTG

NIM của CTG đang phác họa một xu hướng thu hẹp rõ nét, giảm từ mức tương đối tốt là 2.9% năm 2023 xuống còn 2.5% đến cuối năm 2025. Đây là hệ quả trực tiếp từ việc chi phí huy động vốn (CoF) của ngân hàng bị kéo lên do bài toán thanh khoản nêu trên, cộng hưởng với nhiệm vụ hỗ trợ kinh tế của một ngân hàng quốc doanh là phải giữ mặt bằng lãi suất cho vay thấp. Tuy nhiên hết Q2/2026 NIM tăng nhẹ lên 2.7% nhờ lãi suất đầu ra tăng nhanh hơn chi phí huy động. Quy mô tài sản sinh lời tăng 12.6% giúp thu nhập lãi thuần của ngân hàng tăng 30.9% yoy tương ứng đạt 20.7 nghìn tỷ.

Chất lượng tài sản và Nợ xấu: Bộ đệm phòng thủ vững chắc

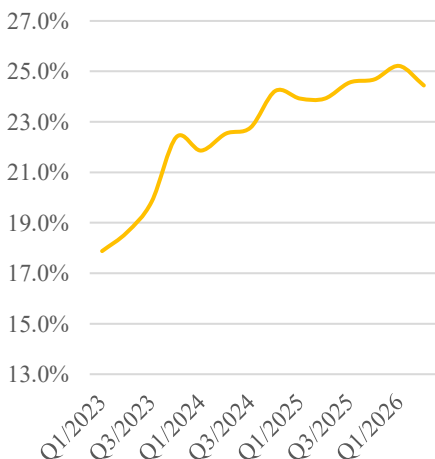
Chất lượng tài sản của CTG



Nguồn: KirinS, Fiin, CTG

Điểm sáng lớn nhất giúp CTG củng cố niềm tin của giới đầu tư chính là tư duy quản trị rủi ro vô cùng thực tế và quyết liệt, thể hiện qua hai chỉ số: (1) Tỷ lệ nợ xấu (NPL) được kiểm soát cực kỳ nghiêm ngặt quanh vùng 1.1% – 1.22% trong suốt 3 năm qua và giữ ở mức 1.02% trong Q2/2026. Đối với một ngân hàng có tỷ trọng cho vay khối doanh nghiệp và sản xuất công nghiệp lớn như CTG, đây là một con số chứng minh chất lượng thẩm định tín dụng cao. (2) Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của CTG liên tục làm dày bộ đệm dự phòng, chấp nhận đẩy mạnh chi phí trích lập cao, riêng trong Q2/2026 đạt

Tỷ lệ CASA ngày càng cải thiện



Nguồn: KirinS, Fiin, CTG

5.3 nghìn tỷ. Hành động này giúp đưa tỷ lệ bao phủ nợ xấu luôn neo ở mức rất an toàn đạt 167.2%.

Cơ cấu CASA: Vùng trũng cần khảo lấp

Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) của CTG ghi nhận mức cải thiện từ 22.4% (năm 2023) lên 24.7% (năm 2025) và đạt 24.4% trong Q2/2026. Dù chiến dịch chuyển đổi số và miễn phí giao dịch của VietinBank đang mang lại những tín hiệu tích cực, nhưng nếu đặt lên bàn cân với các đối thủ tư nhân top đầu (như TCB, MBB thường xuyên duy trì CASA trên 35% - 40%), tỷ lệ CASA của CTG vẫn tương đối thấp.

Việc thiếu hụt một nguồn vốn không kỳ hạn giá rẻ quy mô lớn chính là một trong những nguyên nhân cốt lõi khiến chi phí vốn của CTG nhạy cảm hơn trước các đợt biến động lãi suất, và đây sẽ là "địa điểm" buộc ngân hàng phải tìm cách khai phá sâu hơn trong các quý tới nếu muốn cải thiện biên NIM.

Chi phí dự phòng rủi ro: "Két sắt bí mật" tích lũy cho tương lai

Khi bộ đệm phòng thủ (tỷ lệ bao phủ nợ xấu) đã được gia cố vững chắc trên mức 150% vào cuối năm 2025, ngân hàng có thể "nới van" giúp LNST đạt mức kỷ lục 11,06 nghìn tỷ đồng trong Q4/2025 nhằm phục vụ các mục tiêu chia cổ tức và tăng vốn. Bước sang Q1/2026, khi nhận thấy các yếu tố vĩ mô có phần thách thức, hoạt động phòng thủ được lưu tâm khi dồn 7.7 nghìn tỷ đồng vào kết dự phòng, chấp nhận để LNST điều chỉnh về mức 8.9 nghìn tỷ đồng giảm 19% so với quý trước nhưng vẫn tăng trưởng mạnh mẽ +63% yoy. Đến Q2/2026 ngân hàng vẫn giữ vững được phong độ cao khi tăng trưởng 31% thu nhập lãi thuần và 20.8% lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ, đưa lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm lên mức 20.66 nghìn tỷ (+37% yoy)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

"Cởi trói" bộ đệm vốn CAR – Kênh dẫn vốn tối cao cho Kỷ nguyên tăng trưởng 2 chữ số:

Khi nền kinh tế Việt Nam bước vào quỹ đạo tăng trưởng thần tốc 2 con số, hệ thống Ngân hàng thương mại tiếp tục đóng vai trò là kênh dẫn vốn huyết mạch không thể thay thế trong 3–5 năm tới. Trong cuộc chơi quy mô lớn này, các ngân hàng Quốc doanh (Big 4) được giao trọng trách hạt nhân để dẫn dắt và điều tiết dòng vốn vào các đại dự án hạ tầng quốc gia. Điểm nghẽn lớn nhất trong quá khứ của CTG là tăng trưởng tín dụng bị giới hạn bởi hệ số an toàn vốn (CAR) sát trần pháp lý. Giai đoạn 2026–2028 đánh dấu bước ngoặt khi lộ trình tăng vốn từ nguồn lợi nhuận giữ lại được thực hiện quyết liệt. CTG đang theo đuổi kế hoạch tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại giai đoạn 2023–2025 với tổng quy mô khoảng 44.4 nghìn tỷ đồng. Nếu được phê duyệt đầy đủ, vốn điều lệ có thể vượt 105 nghìn tỷ đồng. Việc giải phóng năng lực vốn tự có đúng thời điểm "khát vốn" của nền kinh tế cho phép CTG đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng vượt mức bình quân quá khứ (vượt ngưỡng 14% – 15%/năm). Đây là động cơ định lượng rõ ràng nhất thúc đẩy tổng tài sản sinh lời bùng nổ.

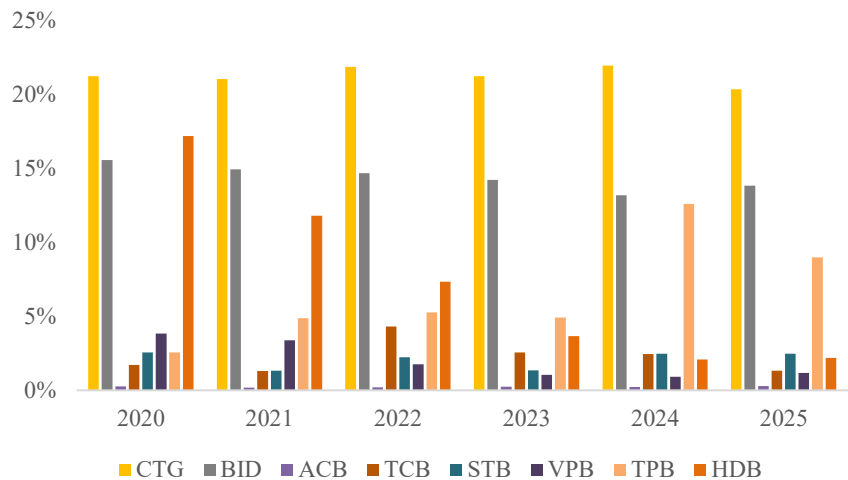
Bộ giáp tài sản sạch và Tư duy phòng thủ "Nói không với bong bóng địa ốc"

Chu kỳ kinh tế tăng trưởng nóng luôn đi kèm với rủi ro bong bóng tài sản, đặc biệt là phân khúc Bất động sản (BDS) đầu cơ. Ngân hàng nào có danh mục dính sâu vào BDS doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với rủi ro nợ xấu tiềm ẩn rất lớn khi thị trường đảo chiều. CTG sở hữu một chất lượng tài sản cực

tốt sau chu kỳ 3 năm (2023–2025) liên tục "gạn đục khơi trong", khóa chặt tỷ lệ nợ xấu nội bảng quanh mức an toàn 1.1% – 1.22% và bồi đắp tỷ lệ bao phủ nợ xấu vượt ngưỡng 150%. Điểm cộng lớn nhất trong cơ cấu tín dụng của CTG là sự phân bổ giàn đều, thực chất và nổi không với rủi ro tập trung BĐS doanh nghiệp (cho vay kinh doanh BĐS kiểm soát chặt chẽ dưới 20% bao gồm cho vay mua nhà). Bộ giáp tài sản sạch này giúp CTG hoàn toàn miễn nhiễm với các cú sốc nợ xấu trong tương lai, bảo toàn trọn vẹn dòng lợi nhuận sau thuế mà không bị bào mòn bởi chi phí trích lập.

Đặc quyền nguồn vốn giá rẻ từ khối Doanh nghiệp Nhà nước (SOEs)
Đây là vũ khí chiến lược và là "đặc quyền quốc doanh" mà các ngân hàng tư nhân dù đổ bao nhiêu tiền làm công nghệ cũng không thể có được.

Tỷ trọng huy động từ Tập đoàn, công ty nhà nước



Nguồn: KirinS, Fiin, CTG

Nhìn vào cơ cấu tiền gửi theo đối tượng trên bảng cân đối của CTG, dòng tiền từ khối Tổ chức (Tập đoàn, Tổng công ty Nhà nước, các đơn vị hành chính sự nghiệp) luôn là bệ đỡ vững chắc cho cấu trúc nguồn vốn huy động. Có lợi thế từ quản lý dòng tiền không lồ của các siêu tổng công ty quốc gia không chỉ giúp CTG duy trì thanh khoản hệ thống ổn định trước các cuộc đua lãi suất. Lợi thế này giúp ngân hàng tối ưu hóa chi phí vốn, tạo dư địa bảo vệ biên NIM vượt trội trong dài hạn.

RỦI RO

Áp lực từ nợ nhóm 2 và nợ tái cơ cấu chuyển nhóm: Mặc dù tỷ lệ nợ xấu nội bảng được khóa chặt ở mức thấp (~1.35%), lượng nợ nhóm 2 (Nợ cần chú ý) và các khoản nợ được gia hạn theo các thông tư hỗ trợ của NHNN vẫn là một ẩn số.

Nút thắt tăng vốn CAR chịu rủi ro phê duyệt chậm: Nếu lộ trình tăng vốn này bị chậm trễ vì lý do thủ tục hành chính, "vòng kim cô" CAR sẽ lập tức siết lại, buộc CTG phải hăm phanh tăng trưởng tín dụng để đảm bảo an toàn hệ thống.

Sự co hẹp của biên NIM do cạnh tranh gay gắt ở mảng Bán lẻ: Chiến lược dịch chuyển trực tài sản sang phân khúc SME và Khách hàng cá nhân để tìm kiếm Yield cao không phải là sân chơi riêng của CTG. Sự cạnh tranh khốc liệt từ khối ngân hàng tư nhân (những bên có thể mạnh đi trước về

công nghệ bán lẻ và hệ sinh thái tiêu dùng) có thể châm ngòi cho một cuộc chiến áp giá cho vay.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Dựa trên cấu trúc tài chính lành mạnh và các động lực chiến lược đã phân tích, dự phóng cho giai đoạn 2026–2029 phác họa một lộ trình tăng trưởng bứt phá về cả quy mô lẫn chất lượng sinh lời của VietinBank. Tốc độ mở rộng đồng pha giữa tổng tài sản sinh lời và danh mục nợ phải trả lãi (dự kiến duy trì mức tăng 18% – 19%/năm) là bệ đỡ vững chắc giúp phình to quy mô kinh doanh của CTG đặt trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng hai chữ số. Điểm đảo chiều của NIM nhờ chiến lược dịch chuyển mạnh mẽ cơ cấu tài sản sang phân khúc Bán lẻ/SME và lợi thế chi phí vốn rẻ độc quyền từ khối doanh nghiệp Nhà nước, biên lãi ròng (NIM) của CTG được dự phóng sẽ tạo đáy và cải thiện rõ rệt từ mức 2.62% (năm 2025) lên 2.81% (vào năm 2029).

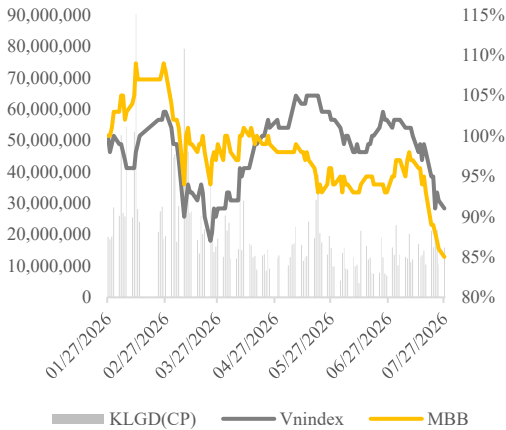
Chỉ tiêu	2025	2026	2027	2028	2029
Thu nhập lãi thuần	66,453	77,519	96,381	114,300	131,441
Tăng trưởng TN lãi thuần	6.5%	16.7%	24.3%	18.6%	15.0%
Lợi nhuận sau thuế	34,871	40,393	43,210	47,676	52,818
Tăng trưởng LNST	36.8%	15.8%	7%	10.3%	10.8%

Với tốc độ tích lũy lợi nhuận giữ lại đậm đặc để bồi đắp năng lực vốn, giá trị sổ sách (Book Value) của CTG tại cuối năm 2029 được xác định sẽ đạt 68,900 VNĐ/cổ phiếu. Đặt trong bối cảnh một ngân hàng quốc doanh sở hữu chất lượng tài sản sạch nợ xấu và hiệu suất sinh lời ROE duy trì bền vững trên mức 16%, mức định giá P/B hợp lý cho CTG là 1.5 lần. CTG là cơ hội đầu tư cho chu kỳ 3 năm tới, nhà đầu tư có thể tận dụng các nhịp rung lắc kỹ thuật của thị trường để tích lũy cổ phiếu ở vùng định giá chiết khấu hiện tại, mở vị thế cho một hành trình nhân đôi tài sản dựa trên sự chuyển dịch về chất của doanh nghiệp.

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	21,650
Giá mục tiêu	58,410
Upside	39.21% / năm
Thời gian nắm giữ	3 năm
Cổ tức	25%
Tỷ suất cổ tức	11.55%

Biến động giá MBB & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	8,054,999,909
Vốn hóa (tỷ VND)	174,390.75
Khoảng giá 52 tuần	19,378 – 27,884
Giá trị khớp lệnh bình quân 1 tháng (tỷ VND)	368.18
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	44.34%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	20.03%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS	3,966	3,724	3,325
BVPS (VND)	18,548	22,060	17,632
P/E	4.70	6.74	7.61
ROE%	23.9%	21.5%	21.1%
ROA%	2.5%	2.2%	2.0%
LDR%	80.11%	84.18%	83.89%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần	38,684	41,152	51,610	70,631
Tăng trưởng TN lãi thuần	7.4%	6.4%	25.4%	36.9%
Tổng thu nhập hoạt động	47,306	55,413	67,693	87,014
CIR	31.5%	30.7%	29.1%	28%
Lợi nhuận sau thuế	21,054	22,951	27,383	34,337
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	16.0%	9.0%	19.3%	25.4%

Nguồn: KirinS, Fiin, MBB

Luận điểm đầu tư

Đặc quyền tăng trưởng tín dụng nhờ xử lý Ngân hàng yếu kém và Lợi thế từ hệ sinh thái Bộ Quốc phòng: Đặc quyền này cho phép MBB phá vỡ mức tăng trưởng tín dụng bình quân ngành (thường chỉ dao động quanh 15% - 20%). Trong chu kỳ tăng trưởng tới, MBB được dự báo sẽ tiếp tục giữ mức tăng trưởng lên tới 40%/năm. Cơ cấu cổ đông độc nhất vô nhị với sự hiện diện của các cổ đông lớn thuộc Bộ Quốc Phòng mang lại cho MBB một vùng lõi khách hàng "bất khả xâm phạm". Nhờ đó MBB sở hữu lợi thế lớn trong việc cung cấp tín dụng và dịch vụ quản lý dòng tiền cho toàn bộ chuỗi cung ứng của các tập đoàn kinh tế thuộc Top đầu Việt Nam này.

Lợi thế CASA – Bệ đỡ tối ưu Chi phí vốn nhờ Chiến lược số hóa, mở rộng tệp khách hàng bán lẻ: Tỷ lệ CASA của MBB liên tục dẫn đầu hệ thống không chỉ nhờ lợi thế đến từ hệ sinh thái lớn như các doanh nghiệp thuộc Bộ Quốc Phòng mà còn đến từ chiến lược số hóa, gia tăng khách hàng bán lẻ. Để có được lượng tiền gửi không kỳ hạn khổng lồ từ hàng chục triệu khách hàng cá nhân mà không phải trả lãi suất cao, MBB đã thực hiện những bước đi đột phá về công nghệ. Việc triển khai các chiến dịch mở tài khoản số đẹp, miễn phí dịch vụ trọn đời trên App MBBank và tích hợp sâu hệ sinh thái Mini-App (mua sắm, đầu tư, thanh toán điện nước...) đã biến MBB trở thành "ví tiền điện tử mặc định" của người tiêu dùng.

Chất lượng tài sản vững chắc: Dự nợ cho vay khách hàng tăng trưởng từ 460.6 nghìn tỷ tại cuối năm 2022 lên 1,084 nghìn tỷ tại cuối năm 2025 tương ứng với mức tăng trưởng CARG 33%/năm. Tính đến Q2/2026, dự nợ Cho vay khách hàng đạt 1,211 nghìn tỷ (+39.6% yoy). Trong khi đó tỷ lệ nợ xấu được giữ quanh mức 2.49 % trong thời điểm thị trường chung gặp khó khăn nhất và đang có xu hướng giảm dần và giữ quanh mức 1.6%. Điều này cho thấy bảng cân đối kế toán của MBB không hề chứa đựng rủi ro tập trung vào các lĩnh vực đầu cơ bong bóng như Bất động sản doanh nghiệp hay Trái phiếu rủi ro cao, mà được giàn đều ra toàn bộ nền kinh tế.

Rủi ro đầu tư:

(1) Cuộc đua bão hòa công nghệ và áp lực chia sẻ thị phần CASA từ các ngân hàng top đầu có thể đẩy chi phí vốn bình quân tăng lên, gây thách thức cho việc duy trì biên NIM mục tiêu trong dài hạn. (2) Tuy MB sở hữu lợi thế tăng trưởng tín dụng cao nhưng đi cùng với đó là

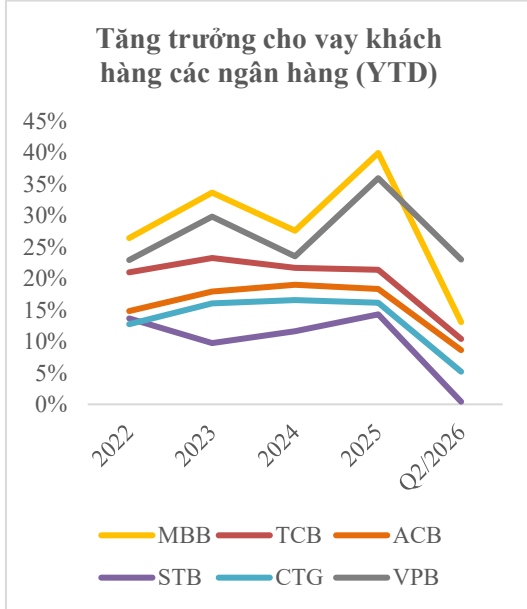
rủi ro nợ xấu thường trực, nếu ngân hàng buông lỏng quá trình kiểm soát tín dụng sẽ tạo áp lực trích lập dự phòng cao hơn dự kiến.

TỔNG QUAN NGÂN HÀNG

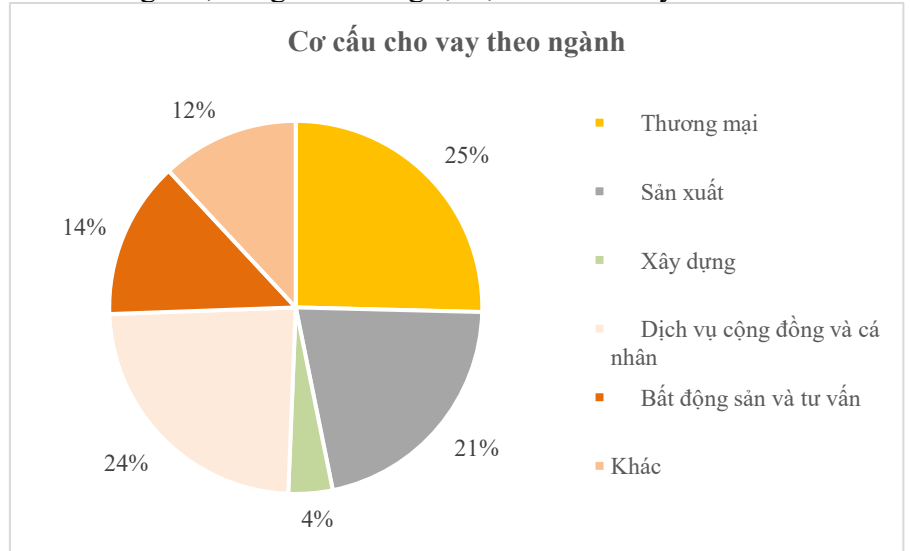
Tổng quan ngân hàng

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (Mã cổ phiếu: MBB) là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần hàng đầu tại Việt Nam và giữ vị thế nòng cốt trong hệ thống tài chính - ngân hàng nội địa. Với nền tảng quản trị chuẩn mực, cổ đông chiến lược đặc biệt là những doanh nghiệp thuộc Bộ Quốc phòng và lợi thế hệ sinh thái quân đội vững chắc, MBB đã thiết lập được mô hình tập đoàn tài chính đa năng tích hợp bao gồm ngân hàng mẹ và các công ty con hoạt động hiệu quả trong các lĩnh vực chứng khoán (MBS), quản lý quỹ (MBCapital), bảo hiểm (MIC, MB Ageas Life) và tài chính tiêu dùng (MCredit).

Tính đến giai đoạn hiện tại, MBB đã chính thức vươn mình trở thành một "gã khổng lồ" đóng vị thế trụ cột trong khối ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân. Tổng tài sản sinh lời liên tục mở rộng với tốc độ ấn tượng, chính thức vượt ngưỡng 1,569 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025 và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2026. Dư nợ cho vay khách hàng cán mốc 1,071 nghìn tỷ đồng tại cuối 2025 và đạt 1,211 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 (+39.6% yoy) – mức tăng trưởng rất cao so với các ngân hàng cùng ngành. MBB duy trì định hướng đẩy mạnh phân khúc Bán lẻ (Retail) và SME. Đây là các phân khúc cho vay phân tán, giúp giảm thiểu rủi ro tập trung vào một vài khách hàng lớn, đồng thời mang lại lợi suất cho vay cao hơn.



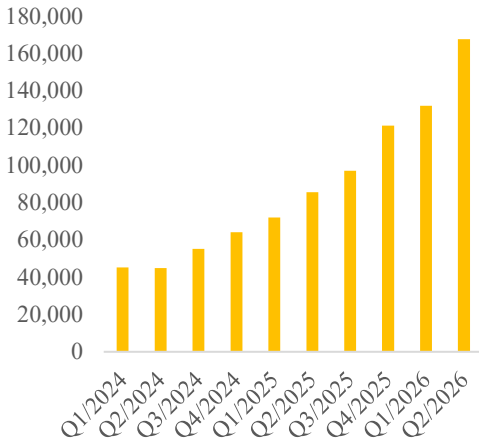
Nguồn: KirinS, Fiin, MBB



Nguồn: KirinS, Fiin, MBB

Cơ cấu tín dụng theo ngành có tính phân tán cao: Ngân hàng không bị phụ thuộc vào bất kỳ một ngành độc quyền nào. Ba mảng lớn nhất (Thương mại, Bán lẻ/Hộ gia đình, Sản xuất) chia nhau chiếm giữ hơn 70% tổng dư nợ, tạo ra thế kiềng ba chân vững chắc. Đối với ngành Bất động sản, dư nợ tăng từ 64,141 tỷ đồng Q4/2024 lên 121,188 tỷ đồng Q4/2025 (+89% yoy) và tiếp tục tăng lên 167,468 tỷ đồng vào Q2/2026 (+38.2% YTD). Mặc dù số tuyệt đối có sự gia tăng mạnh từ cuối năm 2024 đến năm 2026, nhưng danh mục này được đối ứng bởi tốc độ tăng

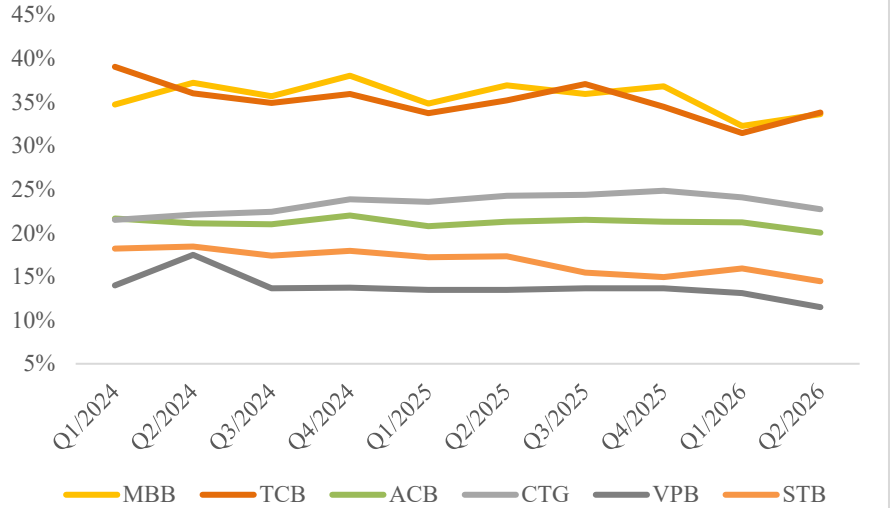
Bất động sản và tư vấn



Nguồn: KirinS, Fiin, MBB

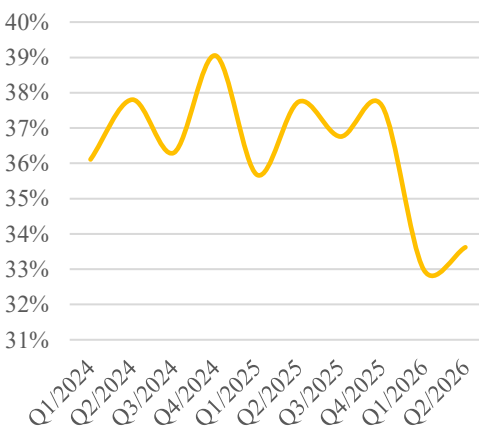
trường chung của toàn bộ tín dụng, tỷ trọng mảng BĐS hiện chiếm khoảng 14% tổng dư nợ. Phần lớn danh mục BĐS của MBB tập trung vào các nhà phát triển dự án uy tín có mối liên kết hệ sinh thái hoặc cho vay cá nhân mua nhà có tài sản đảm bảo thanh khoản cao (Home Loan), thay vì tài trợ cho các dự án đầu cơ rủi ro.

Tỷ lệ Casa các ngân hàng



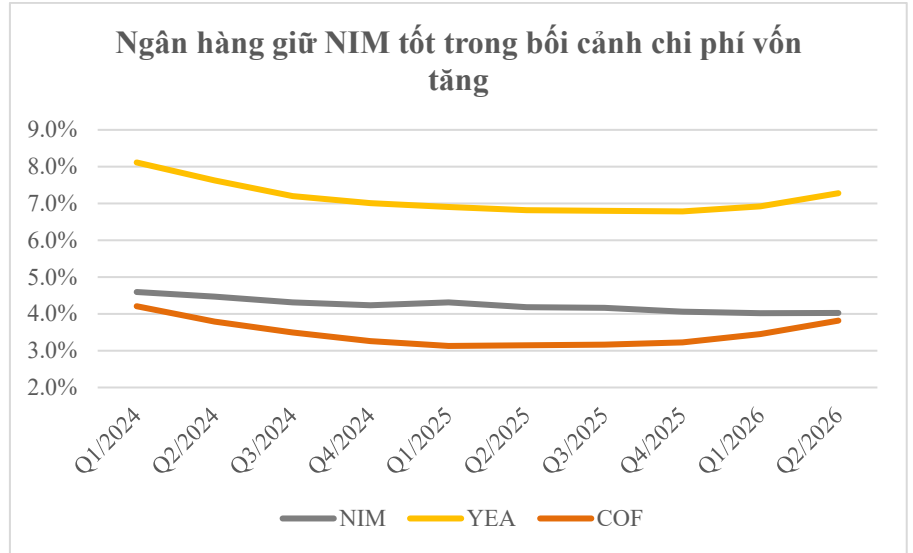
Nguồn: KirinS, Fiin, MBB

Tỷ lệ CASA giảm nhưng vẫn cao so với ngành



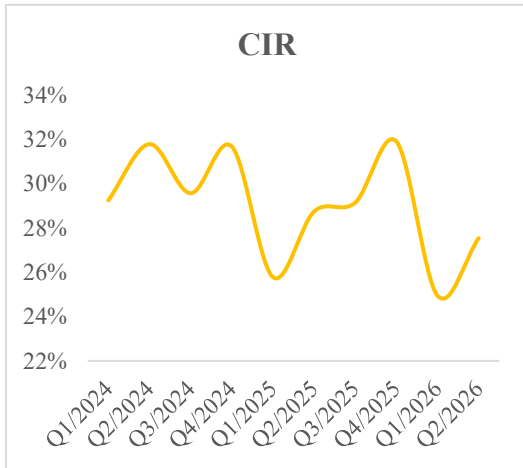
Nguồn: KirinS, Fiin, MBB

Tỷ lệ CASA của MBB duy trì thống trị toàn ngành toàn diện quanh mức 33% - 40%. Lượng tiền gửi không kỳ hạn khổng lồ này đến từ: (1) Hệ sinh thái Quốc phòng: Dòng tiền nhân rồi và tiền gửi thanh toán có quy mô lớn của các Tập đoàn, Tổng công ty thuộc Bộ Quốc phòng (Viettel, Tân Cảng Sài Gòn...). Đây là nguồn CASA có tính chất bền vững, ít nhạy cảm với lãi suất. (2) Chiến lược "Wholesale-to-Retail" qua App: MBB thu hút hàng chục triệu khách hàng cá nhân mở tài khoản và chọn MBB làm tài khoản thanh toán chính nhờ chính sách miễn phí chuyển khoản trọn đời, kho số đẹp và hệ sinh thái mini-app tiện ích. Sở hữu cấu trúc tiền gửi thanh toán dồi dào với lãi suất chỉ từ 0.1% - 0.5% giúp MBB kéo chi phí huy động vốn bình quân xuống mức cực thấp (dao động quanh 3.2% - 3.4%). Lợi thế này giúp MBB hoàn toàn chủ động, linh hoạt đưa ra lãi suất cho vay cực kỳ cạnh tranh để giành được các khách hàng tốt, dự án chất lượng cao (ít rủi ro nợ xấu) từ tay các ngân hàng khác mà vẫn đảm bảo mức sinh lời cho riêng mình.



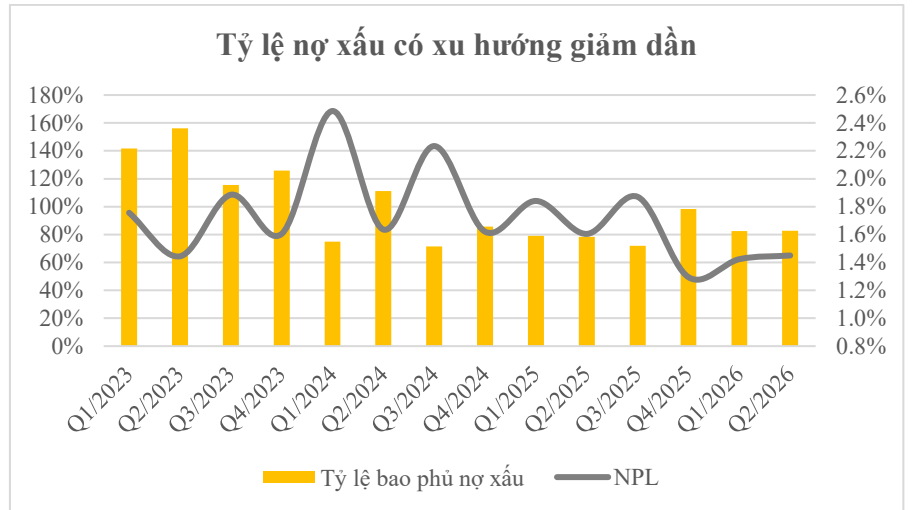
Nguồn: KirinS, Fiin, MBB

Biên lãi thuần (NIM) của MBB liên tục neo vững trên 4%, thuộc nhóm cao trong hệ thống và áp đảo hoàn toàn so với khối ngân hàng quốc doanh (dưới 3%). Sự ổn định của NIM đến từ cấu trúc Lợi suất đầu ra cao (nhờ cho vay bán lẻ & SME chiếm tỷ trọng lớn) cộng hưởng với Chi phí đầu vào thấp (nhờ đóng góp của CASA). Trong các chu kỳ lãi suất biến động, bộ đệm CASA vững chắc, tốc độ tăng của chi phí vốn tại MBB luôn chậm hơn và điều chỉnh tốc độ tăng của lãi suất cho vay nhanh hơn các ngân hàng khác, điều này giúp ngân hàng bảo vệ biên lợi nhuận ròng của mình không bị xói mòn quá nhanh trong những thời kỳ khó khăn.



Nguồn: KirinS, Fiin, MBB

Tỷ lệ Chi phí trên Thu nhập (CIR) của MBB đã ở mức rất cạnh tranh so với các ngân hàng khác nhưng MB vẫn không ngừng cải thiện từ mức 31.5% năm 2023 xuống mức kỷ lục 29.1% năm 2025 và 27.5% trong Q2/2026. Đây là thành quả trực tiếp của mô hình "Ngân hàng số". Khi hơn 99% số lượng giao dịch của khách hàng được xử lý tự động qua kênh số (App MBBank và B2B Core Banking), MBB không phải chịu áp lực chi phí phình to từ việc mở rộng chi nhánh vật lý, thuê mặt bằng hay tuyển dụng nhân sự vận hành thủ công. Doanh thu hoạt động (TOI) có thể tăng trưởng bùng nổ theo quy mô tệp khách hàng, nhưng chi phí hoạt động (OPEX) tiến dần về mức đi ngang.



Nguồn: KirinS, Fiin, MBB

Tỷ lệ nợ xấu của MBB được giữ quanh mức an toàn, trong Q1/2026 NPL đạt 1.45%. Trong các giai đoạn khó khăn chung của nền kinh tế như 2023, 2024 thì tỷ lệ này lên đến 2.49 %. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu biến động linh hoạt trong khoảng 82.5% đến 117%. Trong các giai đoạn kinh tế thuận lợi, MBB chủ động tăng mạnh trích lập dự phòng rủi ro để tạo "của để dành". Khi thị trường có tín hiệu chuyển biến chậm lại, ngân hàng sử dụng chính nguồn bộ đệm này để xử lý nợ xấu nội bảng bằng dự phòng, giúp làm sạch bảng cân đối kế toán một cách nhanh chóng mà không gây sốc cho kết quả lợi nhuận ròng. Sự kết hợp giữa bộ giáp tài sản sạch và mô hình quản trị rủi ro nghiêm ngặt đảm bảo cho MBB khả năng phục hồi thần tốc sau mỗi chu kỳ biến động vĩ mô.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Đặc quyền tăng trưởng tín dụng nhờ xử lý Ngân hàng yếu kém và lợi thế từ hệ sinh thái Bộ quốc phòng

Trong bối cảnh Ngân hàng Nhà nước (NHNN) kiểm soát chặt chẽ hạn mức (room) tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống để ổn định vĩ mô, việc MBB tham gia nhận chuyển giao bắt buộc một tổ chức tín dụng (TCTD) yếu kém (OceanBank) không hẳn là một gánh nặng, mà là một "giấy phép thông hành" cho ngân hàng. Đặc quyền này cho phép MBB phá vỡ mức tăng trưởng tín dụng bình quân ngành (thường chỉ dao động quanh 15% - 20%). Trong chu kỳ tăng trưởng tới, MBB được dự báo sẽ tiếp tục giữ mức tăng trưởng lên tới 40%/năm.

Cơ cấu cổ đông độc nhất vô nhị với sự hiện diện của các cổ đông lớn thuộc Bộ Quốc Phòng (Viettel, Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn, Tổng Công ty Trục thẳng Việt Nam...) mang lại cho MBB một vùng lõi khách hàng "bất khả xâm phạm". Nhờ đó MBB sở hữu lợi thế lớn trong việc cung cấp tín dụng và dịch vụ quản lý dòng tiền cho toàn bộ chuỗi cung ứng của các tập đoàn kinh tế thuộc Top đầu Việt Nam này. Lợi thế này được thể hiện rõ trên dòng tiền kinh doanh nhân rồi không lỏ từ các doanh nghiệp quân đội đổ về giúp tỷ lệ CASA của MBB neo vững chắc ở vùng đỉnh 35% - 40%.

Lợi thế CASA thống trị hệ thống – Bộ đỡ tối ưu Chi phí vốn nhờ Chiến lược số hóa, mở rộng tệp khách hàng bán lẻ.

Sức mạnh phòng thủ và khả năng duy trì biên lợi nhuận vượt trội của MBB nằm ở cấu trúc nguồn vốn huy động giá rẻ. Tỷ lệ CASA của MBB liên tục dẫn đầu hệ thống không chỉ nhờ lợi thế đến từ hệ sinh thái lớn như các doanh nghiệp thuộc Bộ Quốc Phòng mà còn đến từ chiến lược số hóa, gia tăng khách hàng bán lẻ. Lượng tiền gửi không kỳ hạn khổng lồ này giúp cấu trúc Tiền gửi khách hàng đạt 963,815 tỷ đồng vào Q2/2026.

Để có được lượng tiền gửi không kỳ hạn khổng lồ từ hàng chục triệu khách hàng cá nhân mà không phải trả lãi suất cao, MBB đã thực hiện những bước đi đột phá về công nghệ. Việc triển khai các chiến dịch mở tài khoản số đẹp, miễn phí dịch vụ trọn đời trên App MBBank và tích hợp sâu hệ sinh thái Mini-App (mua sắm, đầu tư, thanh toán điện nước...) đã biến MBB trở thành "ví tiền điện tử mặc định" của người tiêu dùng.

Bước đi tiếp theo của MBB trong giai đoạn 2026–2029 là ứng dụng Dữ liệu lớn (Big Data) và Trí tuệ nhân tạo (AI) để phân tích hành vi chi tiêu của khách hàng theo thời gian thực. Từ đó, App MBBank sẽ chủ động gợi ý các sản phẩm tài chính cá nhân hóa, giữ chân dòng tiền nhàn rỗi ở lại hệ thống lâu hơn, gia tăng tính "dính" (stickiness) của CASA. Điều này giúp NIM của ngân hàng có thể được nới rộng lên mức 3.85% vào năm 2029, thúc đẩy Thu nhập lãi thuần tăng trưởng liên tục 38%/năm, hướng tới mục tiêu cán mốc 190 nghìn tỷ.

Chất lượng tài sản vững chắc và Cơ cấu tín dụng "Phân tán rủi ro" bảo toàn dòng lợi nhuận ròng

Dư nợ cho vay khách hàng tăng trưởng từ 460.6 nghìn tỷ tại cuối năm 2022 lên 1,084 nghìn tỷ tại cuối năm 2025 tương ứng với mức tăng trưởng CARG 33%/năm. Tính đến Q2/2026, dư nợ Cho vay khách hàng đạt 1,211 nghìn tỷ (+39.6% yoy). Trong khi đó tỷ lệ nợ xấu được giữ quanh mức 2.49% trong thời điểm thị trường chung gặp khó khăn nhất và đang có xu hướng giảm dần, đồng thời Tỷ lệ bao phủ nợ xấu được duy trì linh hoạt từ 82.5% đến 117%. Điều này cho thấy bằng cân đối kế toán của MBB không hề chứa đựng rủi ro tập trung vào các lĩnh vực đầu cơ bong bóng như Bất động sản doanh nghiệp hay Trái phiếu rủi ro cao, mà được giãn đều ra toàn bộ nền kinh tế.

Bên cạnh chất lượng khách hàng, ngân hàng kiểm soát tốt nợ xấu là nhờ hệ thống quản trị rủi ro tự động hóa. MBB đã tích hợp thành công mô hình chấm điểm tín dụng tự động (Credit Scoring Model) dựa trên Machine Learning. Hệ thống này quét toàn bộ lịch sử giao dịch dòng tiền, hành vi thanh toán hóa đơn và dữ liệu từ CIC để ra quyết định duyệt vay trong vòng vài giây, loại bỏ hoàn toàn yếu tố cảm tính của con người. Trong chu kỳ 3 năm tới, hệ thống AI quản trị rủi ro của MBB sẽ nâng cấp lên khả năng Cảnh báo sớm (Early Warning System). Bằng cách theo dõi các biến động bất thường trong dòng tiền ra/vào của tài khoản doanh nghiệp SME hoặc số dư CASA của cá nhân, hệ thống có thể sẽ tự động nhận diện các dấu hiệu suy giảm khả năng tài chính trước

khi khoản vay bị chuyển nhóm sang nợ xấu (nhóm 2 hoặc nhóm 3). Việc làm sạch tài sản bằng công nghệ từ gốc giúp MBB tiết giảm tối đa áp lực chi phí trích lập dự phòng, bảo toàn trọn vẹn từng đồng lợi nhuận sau thuế cho cổ đông.

Bộ máy vận hành siêu hiệu suất nhờ "Đòn bẩy công nghệ" và Sự bứt phá của Nguồn thu ngoài lãi

Hiệu ứng đòn bẩy hoạt động từ Ngân hàng số: Tỷ lệ CIR quanh mức 25% là mức hiệu suất mơ ước mà nhiều ngân hàng khác khó chạm tới được. Khi MBB đưa tỷ lệ giao dịch tự động qua kênh số lên mức trên 99%, ngân hàng đã thành công trong việc tách rời mối liên hệ giữa tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng chi phí. Tập khách hàng có thể tăng thêm hàng triệu người, TOI có thể tăng trưởng nhanh, nhưng chi phí vận hành hệ thống Core Banking và máy chủ gần như đi ngang. Định hướng tương lai của MBB là chuyển trực thu nhập thông qua mô hình "Banking-as-a-Service" (BaaS) và khai thác hệ sinh thái tài chính số toàn diện (Bảo hiểm MB Ageas Life, Chứng khoán MBS, Quản lý quỹ MBCapital). Bằng cách nhúng thẳng các dịch vụ tài chính, thanh toán và bảo hiểm vào nền tảng của các đối tác thứ ba (Grab, Shopee, Viettel Money...), MBB sẽ tối đa hóa nguồn thu từ phí dịch vụ mà không tốn chi phí marketing. Ngoài ra, với cơ chế thông thoáng hơn trong việc xử lý nợ xấu, chân kiềng "Thu nhập ngoài lãi" càng thêm chắc chắn, kết hợp với bộ máy siêu hiệu suất CIR khoảng 27% có thể đưa ROE duy trì bền vững ở mức 25%.

RỦI RO

Mặc dù sở hữu những động lực bứt phá mạnh mẽ, quyết định đầu tư vào MBB vẫn đối mặt với hai rủi ro đáng lưu ý: (1) Cuộc đua bão hòa công nghệ số và áp lực chia sẻ thị phần CASA từ khối Big 4 cũng như các ngân hàng tư nhân top đầu có thể đẩy chi phí vốn bình quân (COF) tăng lên, gây thách thức cho việc duy trì biên NIM mục tiêu trong dài hạn. (2) Tuy MB sở hữu lợi thế tăng trưởng tín dụng cao nhưng đi cùng với đó là rủi ro nợ xấu thường trực, nếu ngân hàng buông lỏng quá trình kiểm soát tín dụng sẽ tạo áp lực trích lập dự phòng cao hơn dự kiến.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Tận dụng đặc quyền nói trăn tín dụng nhờ xử lý tổ chức tín dụng yếu kém, Tổng tài sản sinh lời của MBB dự kiến sẽ mở rộng với tốc độ rất cao. Sau khi bứt phá mạnh 42.19% vào năm 2025 để đạt hơn 1,565 nghìn tỷ đồng, chỉ tiêu này được dự phóng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ở mức bình quân khoảng 40% mỗi năm. Nhờ bộ đỡ từ cấu trúc CASA giúp biên lãi ròng (NIM) của MBB có xu hướng cải thiện dần, kết hợp hiệu suất vận hành (CIR) tối ưu và nguồn thu ngoài lãi dịch vụ ổn định sẽ đẩy Lợi nhuận sau thuế tăng tốc mạnh mẽ.

Chỉ tiêu	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Thu nhập lãi thuần	51,610	70,631	96,157	133,991	186,229
Tăng trưởng TN lãi thuần	25.4%	36.9%	36.1%	39.3%	39.0%

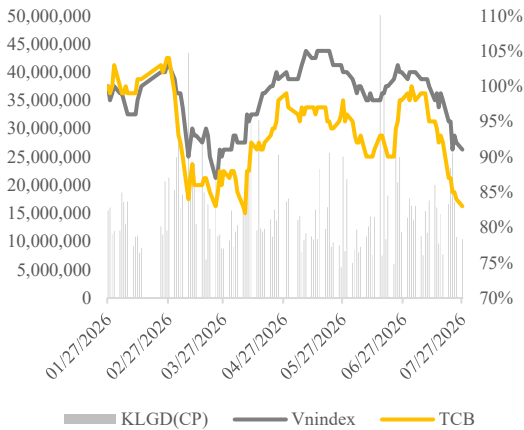
Lợi nhuận sau thuế	27,383	34,337	44,787	59,129	81,585
Tăng trưởng LNST	19.3%	25.4%	30.4%	32.0%	38.0%

Với vị thế một định chế tài chính siêu hiệu suất sở hữu ROE duy trì trên 20% mức định giá P/B mục tiêu 1.3 lần là hoàn toàn thận trọng và xứng đáng. Khi đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu sẽ đạt 58,410 VNĐ/cổ phiếu. So với vùng giá thị trường hiện tại quanh mức 21,650 VNĐ, mức giá mục tiêu này mang lại tỷ suất sinh lời kỳ vọng lên tới khoảng 39.21%/năm trong chu kỳ 3 năm tới. Do đó, khuyến nghị đưa ra là mua và nắm giữ dài hạn đối với MBB, như một tài sản chiến lược đón đầu sự bứt phá chu kỳ của ngành ngân hàng số.

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	28,250
Giá mục tiêu	61,960
Upside	29.93%/năm
Thời gian nắm giữ	3 năm
Cổ tức	7%
Tỷ suất cổ tức	2.48%

Biến động giá TCB & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	7,086,240,414
Vốn hóa (tỷ VND)	200,186.29
Khoảng giá 52 tuần	28,109- 40,449
Giá trị khớp lệnh bình quân 1 tháng (tỷ VND)	475.88
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	21.22%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS	2,549	3,049	3,572
BVPS	37,364	20,940	25,331
PE	12.48	8.08	9.77
ROE%	14.8%	15.6%	15.9%
ROA%	2.3%	2.4%	2.4%
LDR%	87.91%	84.68%	83.69%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần	27,691	35,508	38,155	41,752
Tăng trưởng TN lãi thuần	-8.6%	28.2%	7.5%	18.7%
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	46,990	53,391	58,876
CIR	33.1%	32.7%	30.8%	30%
Lợi nhuận sau thuế	18,191	21,760	25,954	28,644
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-11.0%	19.6%	19.3%	10.4%

Nguồn: KirinS, Fiin, TCB

Luận điểm đầu tư

Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt: Thu nhập lãi thuần đạt 10,763 tỷ đồng, tăng trưởng 18% YoY. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ đạt 3,662 tỷ đồng, tăng trưởng vượt trội 73.8% YoY. Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi chiếm tới 28% tổng thu nhập hoạt động chủ yếu nhờ sự đóng góp mạnh mẽ của mảng dịch vụ. Điều này giảm bớt sự phụ thuộc của mô hình kinh doanh vào biên lãi ròng NIM khi thị trường tiền gửi chịu nhiều cạnh tranh. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 7,350 tỷ đồng trong Q2/2026 (+17.7% YoY).

Động lực tăng trưởng tín dụng vượt trội trong bối cảnh Quốc Gia chuyển mình phát triển: Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam bước vào giai đoạn chuyển mình chiến lược, hệ thống ngân hàng thương mại không chỉ đóng vai trò là kênh dẫn vốn đơn thuần mà đã trở thành động cơ thúc đẩy các dòng chảy vĩ mô. TCB là đối tác tài chính chiến lược của các doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam hoạt động trong các lĩnh vực thiết yếu như tiêu dùng, bán lẻ, năng lượng, và dịch vụ logistics. Khi các doanh nghiệp này mở rộng quy mô sản xuất kéo theo nhu cầu tín dụng quy mô lớn của họ sẽ được TCB đáp ứng một cách trọn vẹn. Phân khúc Khách hàng cá nhân trung lưu: Sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam thúc đẩy nhu cầu về tín dụng tiêu dùng, đặc biệt là tín dụng mua nhà để ở ổn định và mua sắm tài sản giá trị cao. Đây là phân khúc mà TCB đã khẳng định vị thế thống trị và sẽ tiếp tục khai thác sâu trong chu kỳ 3 năm tới.

Lợi thế cạnh tranh độc quyền về nguồn vốn giá rẻ: TCB không tiếp cận khách hàng một cách đơn lẻ mà tiếp cận theo chuỗi giá trị toàn diện. Ngân hàng đã thiết lập mối quan hệ hợp tác sâu sắc với các doanh nghiệp đầu chuỗi (như Masan, Vingroup và các nhà phát triển bất động sản hàng đầu khác) cùng với toàn bộ hệ sinh thái nhà cung cấp, nhà thầu phụ, đại lý phân phối và người tiêu dùng cuối cùng của họ. Khi dòng tiền của doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng lớn (Masan), các đơn vị bán lẻ (WinCommerce) đem đến một lượng lớn tiền gửi không kỳ hạn sẽ liên tục lưu trữ trong hệ thống một cách tự nhiên và ổn định.

Rủi ro đầu tư:

Rủi ro từ thị trường Bất động sản đóng băng kéo dài: Dù tỷ trọng dư nợ cho vay ngành BĐS, XD, VLXD đã chủ động kéo giảm nhưng vẫn là cấu phần lớn nhất trong danh mục tín dụng của ngân hàng. Ngoài ra thị trường khó khăn cũng gây áp lực lên người mua nhà, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất tăng sẽ làm tăng nguy cơ nợ xấu, gây áp lực trực tiếp lên chi phí trích lập dự phòng.

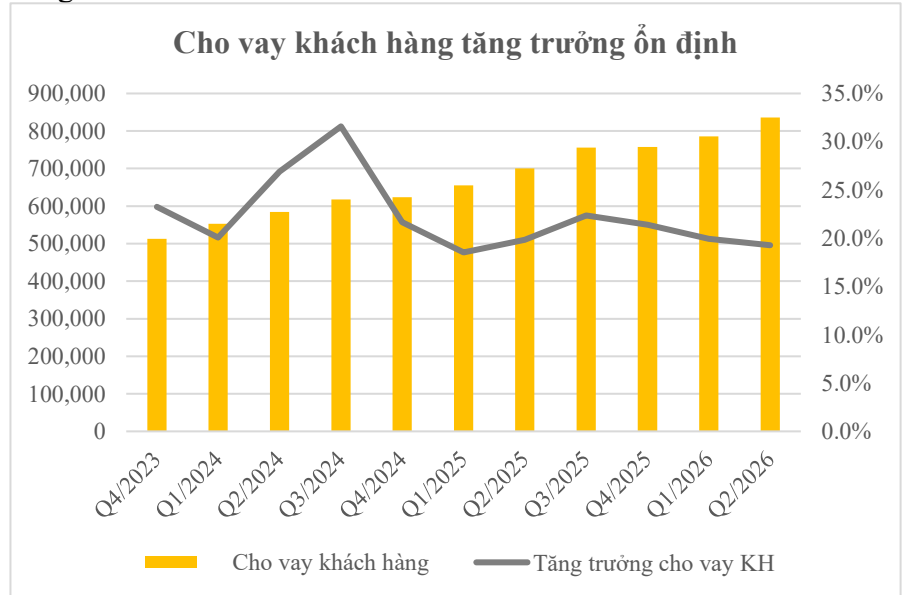
Áp lực duy trì tính ổn định của tỷ lệ CASA: Sự cạnh tranh thu hút tiền gửi giá rẻ ngày càng khốc liệt từ khối ngân hàng quốc doanh và sự dịch

chuyển hành vi dòng tiền của dòng khách hàng cá nhân sang các kênh đầu tư thay thế có lợi suất cao có thể đe dọa tỷ lệ CASA của TCB.

TỔNG QUAN NGÂN HÀNG

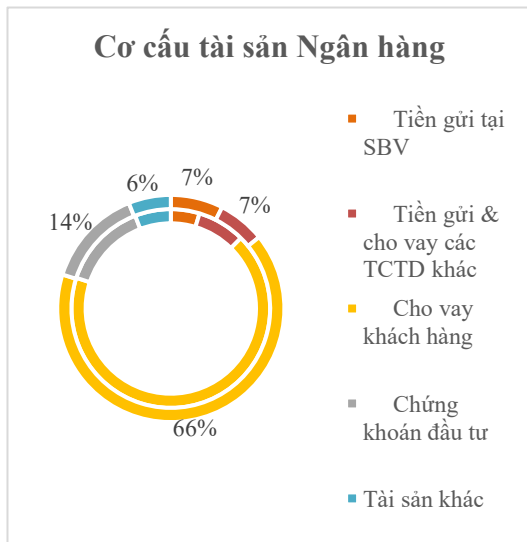
Tổng quan ngân hàng

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank, mã niêm yết: TCB) là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân có quy mô thuộc Top đầu Việt Nam. TCB khẳng định vị thế vượt trội trên thị trường tài chính thông qua việc tập trung khai thác các phân khúc khách hàng mảng bán buôn, ngân hàng đầu tư (IB), tài trợ chuỗi cung ứng bất động sản và dịch vụ quản lý tài sản (Wealth Management). Với nền tảng công nghệ hiện đại và vị thế tiên phong trong chuyển đổi số, Techcombank liên tục duy trì tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) thuộc nhóm cao nhất hệ thống, tạo lợi thế cạnh tranh tuyệt đối về chi phí vốn (CoF) và giúp tối ưu hóa biên lãi thuần (NIM). Nhờ hệ sinh thái tài chính quy mô lớn và năng lực tạo lợi nhuận dồi dào, TCB được đánh giá là một trong những cổ phiếu ngân hàng hàng đầu dành cho các nhà đầu tư tìm kiếm sự kết hợp giữa đà tăng trưởng cao và sức mạnh tài chính nội tại bền vững.



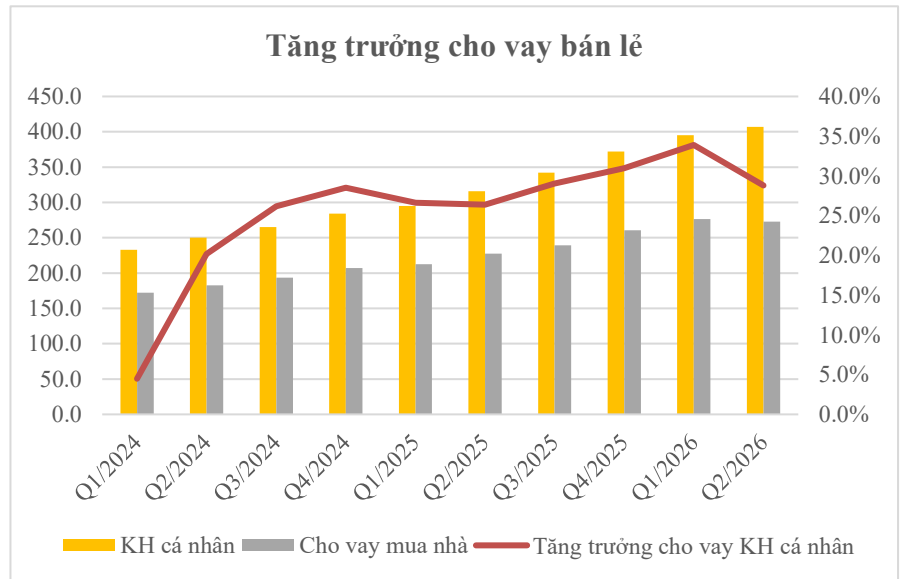
Nguồn: KirinS, Fiin, TCB

Tổng tài sản của TCB đạt cột mốc 1.27 triệu tỷ đồng vào Q2/2026. Động cơ chính thúc đẩy quy mô tài sản là mảng Cho vay khách hàng, tăng trưởng liên tục từ mức 512,514 tỷ đồng tại cuối năm 2023 lên 785,119 tỷ đồng vào cuối năm 2025 và duy trì ở mức 835,813 tỷ đồng vào Q2/2026 (+19% yoy; 10.4% YTD). Bên cạnh mảng cho vay khách hàng, TCB cũng tăng mạnh tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước từ 27.1 nghìn tỷ tại cuối năm 2023 lên 82.2 nghìn tỷ cuối năm 2025 và Q2/2026 đạt 95 nghìn tỷ (+96.2% yoy; +15.8% YTD) tương ứng tăng từ 3.2% tổng tài sản tại cuối năm 2023 lên 7.5% tổng tài sản hiện nay. Những tài sản khác như tiền gửi và cho vay tổ chức tín dụng khác, đầu tư chứng khoán, tài sản khác gần như không tăng trưởng trong những năm qua cho thấy ngân hàng đang ưu tiên nguồn lực cho tăng trưởng tín dụng.



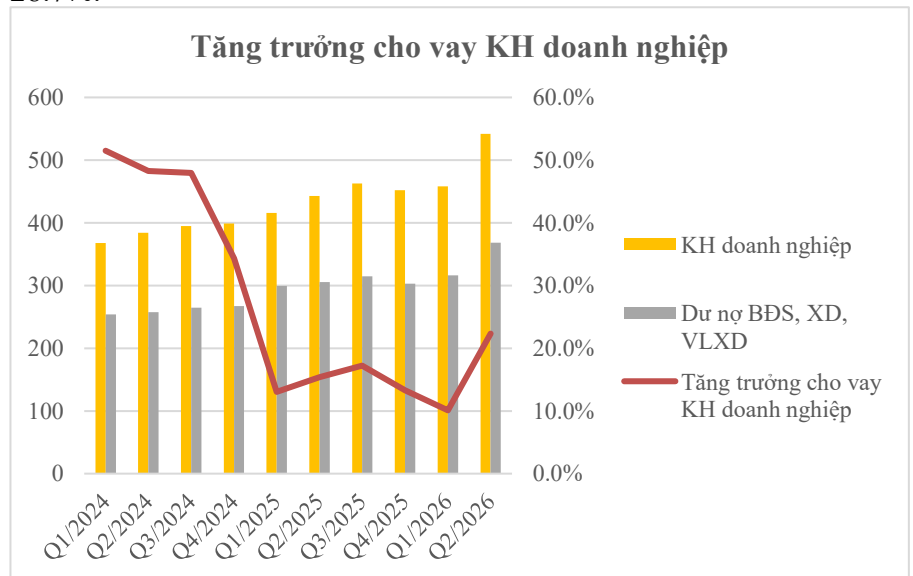
Vòng trong: Q2/2025
TCB
Vòng ngoài: Q2/2026

Nguồn: KirinS, Fiin,

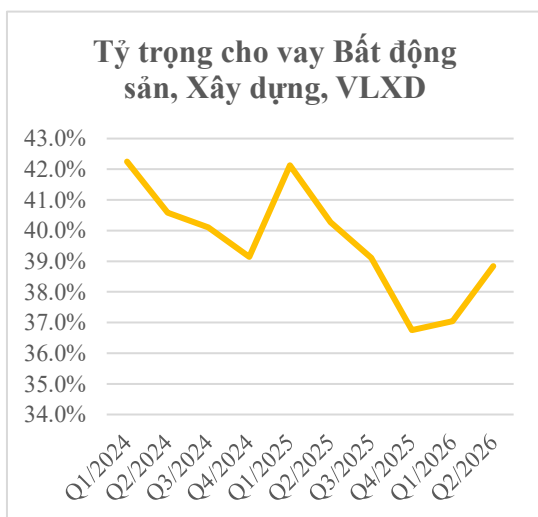


Nguồn: KirinS, TCB

Tổng dư nợ tín dụng (bao gồm cho vay và trái phiếu doanh nghiệp) đạt 949 nghìn tỷ đồng tại Q2/2026, tăng trưởng 25% YoY. Trong đó: Mảng bán lẻ trở thành mũi nhọn tăng trưởng với dư nợ KH cá nhân đạt 407 nghìn tỷ đồng vào Q2/2026 tăng mạnh từ mức 221 nghìn tỷ đồng cuối năm 2023, chiếm gần 43% tổng dư nợ. Trong đó, động lực chính là sản phẩm Cho vay mua nhà tăng từ 170 nghìn tỷ tại cuối năm 2023 lên 272.7 nghìn tỷ đồng tại cuối Q2/2026 (+19.9% yoy), tỷ trọng tổng dư nợ từ 30.3% năm 2023 lên 32.4% tại Q1/2026 nhưng đến quý 2 chỉ còn 28.7%.



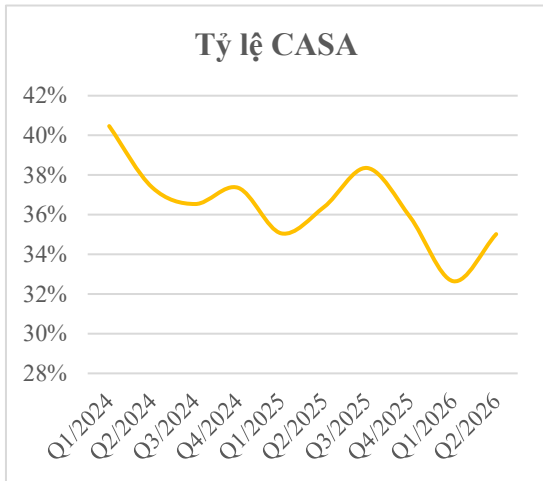
Nguồn: KirinS, TCB



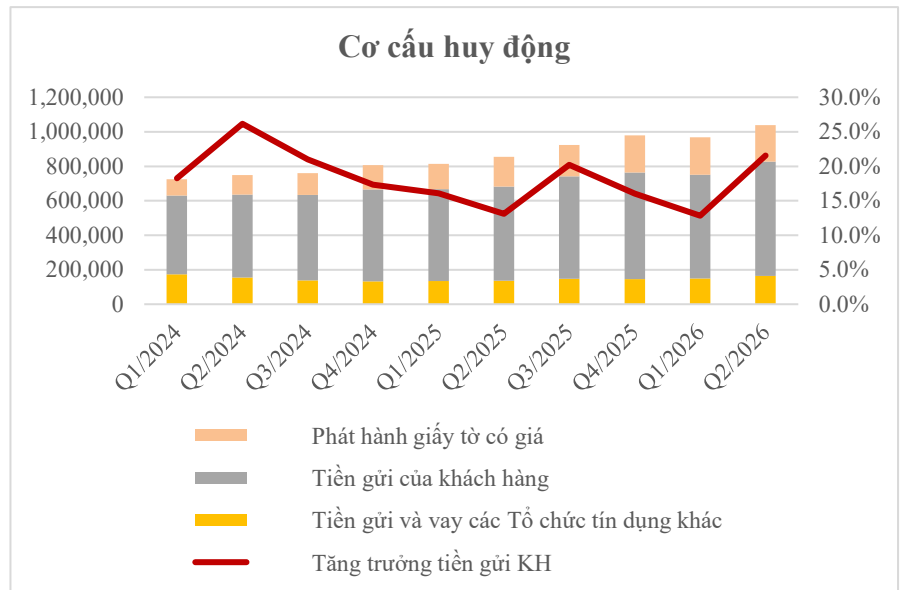
Nguồn: KirinS, TCB

Khách hàng doanh nghiệp (nhóm nhạy cảm BĐS & Xây dựng): Tỷ trọng nhóm ngành BĐS, XD, VLXD trong tổng dư nợ đã được TCB siết chặt và kéo giảm liên tục từ mức đỉnh 42.4% năm 2023 xuống còn 38.8% vào Q2/2026. Tuy đã giảm nhưng tỷ trọng tổng dư nợ vẫn khá cao, những năm tới ngân hàng cho biết sẽ tiếp tục giảm tỷ trọng cho

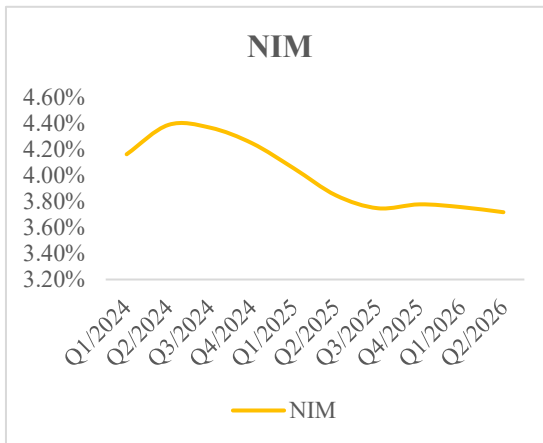
vay lĩnh vực BĐS đồng thời tăng tỷ trọng vào những lĩnh vực như hạ tầng, y tế, tiêu dùng nhanh và tiện ích để tận dụng các ưu tiên phát triển của chính phủ.



Nguồn: KirinS, Fiin, TCB



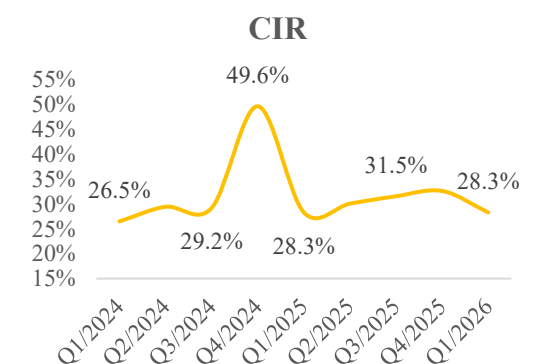
Nguồn: KirinS, Fiin, TCB



Nguồn: KirinS, Fiin, TCB

Đối với cơ cấu huy động, tiền gửi khách hàng tuy giảm nhẹ từ khoảng 63% năm 2023 xuống còn 59.8% như hiện nay tương ứng đạt 662.4 nghìn tỷ (+21% yoy; +7% YTD) nhưng vẫn là nguồn huy động chính. Trong bối cảnh toàn ngành huy động khó khăn TCB tăng tỷ trọng huy động từ giấy tờ có giá từ 11.8% năm 2023 lên 20.4% trong Q2/2026 (+23% yoy). Tỷ lệ CASA ngân hàng trong Q2/2026 đạt 35% có dấu hiệu cải thiện, tuy chưa hồi phục hoàn toàn so với năm 2024 nhưng so với ngành con số này cũng rất ấn tượng. Nhờ tỷ trọng Casa cao giúp chi phí lãi vay của ngân hàng không tăng quá mạnh trong giai đoạn nguồn vốn khan hiếm.

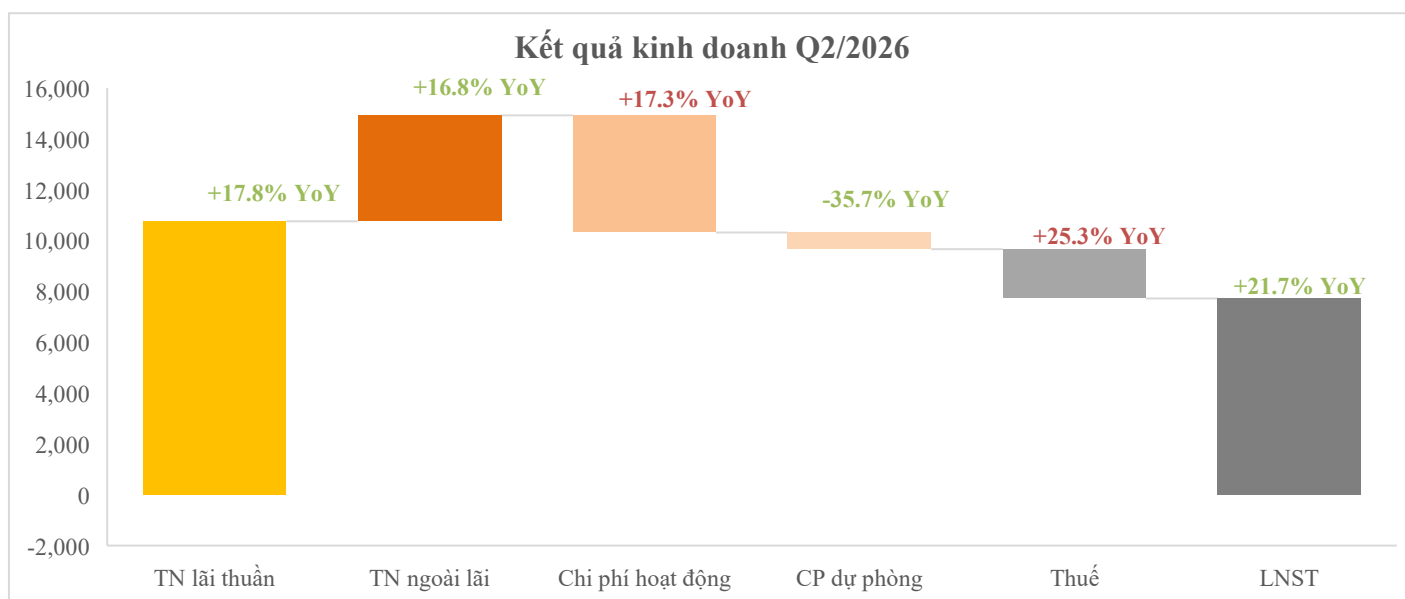
NIM duy trì ổn định ở mức cao: Mặc dù lợi suất tài sản sinh lời có xu hướng giảm nhẹ do các chương trình ưu đãi lãi suất để kích cầu tín dụng (giảm từ 8.21% năm 2023 xuống 7.01% vào Q1/2026) nhưng chi phí lãi vay cũng có xu hướng giảm theo giúp biên lãi ròng NIM vẫn được bảo vệ quanh mức 3.7%.



Nguồn: KirinS, Fiin, TCB

Tỷ lệ CIR (Chi phí hoạt động/Tổng thu nhập) của TCB ghi nhận hiệu suất vận hành trong Q2/2026 đạt 30.9% nhỉnh hơn so với cùng kỳ. Xu hướng CIR đang giảm dần từ 33.1% xuống còn 30.9% như hiện nay, đây là quả ngọt của chiến lược số hóa toàn diện (Zero-touch). Khi hơn 90% giao dịch được thực hiện tự động qua kênh số, TCB đã tách rời được mối tương quan giữa tăng trưởng quy mô tài sản và tăng trưởng chi phí nhân sự/mặt bằng vật lý. Mô hình của TCB đang dần tiến tới mô hình của một "Digital-first Bank" có hiệu suất sinh lời trên mỗi nhân viên thuộc Top đầu trong hệ thống. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ CIR có thể tiếp được ngân hàng tối ưu trong những năm tới, đưa hiệu suất vận hành về mức 27%.

Tỷ lệ nợ xấu (NPL): Tỷ lệ NPL (nhóm 3 - nhóm 5) được TCB kiểm soát chặt chẽ ở mức 1.08% vào Q2/2026. Đây là mức rất thấp so với mặt bằng chung toàn ngành. Ngay trong cả thời kỳ khó khăn như năm 2023, 2024 tỷ lệ nợ xấu của TCB chỉ quanh mức 1.29% cho thấy khả năng kiểm soát nợ xấu của ngân hàng khá tốt. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt mức 125.6% vào Q2/2026 (tăng mạnh so với mức 102.1% vào cuối năm 2023). Điều này giúp TCB có dư địa cực lớn để xử lý rủi ro mà không sợ gây biến động mạnh đến kết quả kinh doanh trong các quý tiếp theo.



Nguồn: KirinS, Fiin, TCB

Thu nhập hoạt động (TOI): Tổng thu nhập hoạt động trong Q2/2026 đạt 14,942 tỷ đồng, tăng trưởng 17.3% so với cùng kỳ năm trước. Thu nhập lãi thuần (NII): Đạt 10,763 tỷ đồng, tăng trưởng 17.8% YoY. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ đạt 3,662 tỷ đồng tăng trưởng vượt trội 73.8% yoy. Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi chiếm tới 28% tổng thu nhập hoạt động (TOI) nhờ sự đóng góp mạnh mẽ của mảng dịch vụ và giảm chi phí dự phòng rủi ro tín dụng. Điều này giảm bớt sự phụ thuộc của mô hình kinh doanh vào biên lãi ròng NIM khi thị trường tiền gửi chịu nhiều cạnh tranh.

Lợi nhuận trước thuế đạt 9,670 tỷ đồng (tăng 22.4% YoY). Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 7,726 tỷ đồng trong Q2/2026 (+21.7% YoY). Khả năng sinh lời ROE trượt 12 tháng đạt 15.8% và ROA đạt 2.4%, khẳng định vị thế nhóm đầu toàn ngành về hiệu quả sử dụng tài sản sinh lời.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Động lực tăng trưởng tín dụng vượt trội trong bối cảnh Quốc Gia chuyển mình phát triển

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam bước vào giai đoạn chuyển mình chiến lược, hệ thống ngân hàng thương mại không chỉ đóng vai trò là kênh dẫn vốn đơn thuần mà đã trở thành động cơ thúc đẩy các dòng chảy vĩ mô. Việt Nam đang bước vào kỷ nguyên phát triển mới với định hướng tập trung mạnh mẽ vào chuyển đổi số, kinh tế xanh, hiện đại hóa hạ tầng và nâng cao chuỗi giá trị công nghiệp. Để đạt được tốc độ tăng trưởng GDP mục tiêu trên 2 con số mỗi năm, nhu cầu vốn tích lũy của nền kinh tế là vô cùng lớn, theo đó chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng tín dụng của TCB trong những năm tới vẫn rất tốt vào khoảng 18%/năm.

Sức tăng trưởng tín dụng của TCB không đến từ việc giải ngân dàn trải mà tập trung vào các động cơ tăng trưởng mạnh mẽ nhất của nền kinh tế Việt Nam. TCB là đối tác tài chính chiến lược của các doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam hoạt động trong các lĩnh vực thiết yếu như tiêu dùng, bán lẻ, năng lượng, và dịch vụ logistics. Khi các doanh nghiệp này mở rộng quy mô sản xuất kéo theo nhu cầu tín dụng quy mô lớn của họ sẽ được TCB đáp ứng một cách trọn vẹn. Phân khúc Khách hàng cá nhân trung lưu: Sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam thúc đẩy nhu cầu về tín dụng tiêu dùng, đặc biệt là tín dụng mua nhà để ở ổn định và mua sắm tài sản giá trị cao. Đây là phân khúc mà TCB đã khẳng định vị thế thống trị và sẽ tiếp tục khai thác sâu trong chu kỳ 3 năm tới.

Dịch chuyển cơ cấu tín dụng, giảm thiểu rủi ro tập trung vào Bất động sản hướng tới giai đoạn phát triển bền vững.

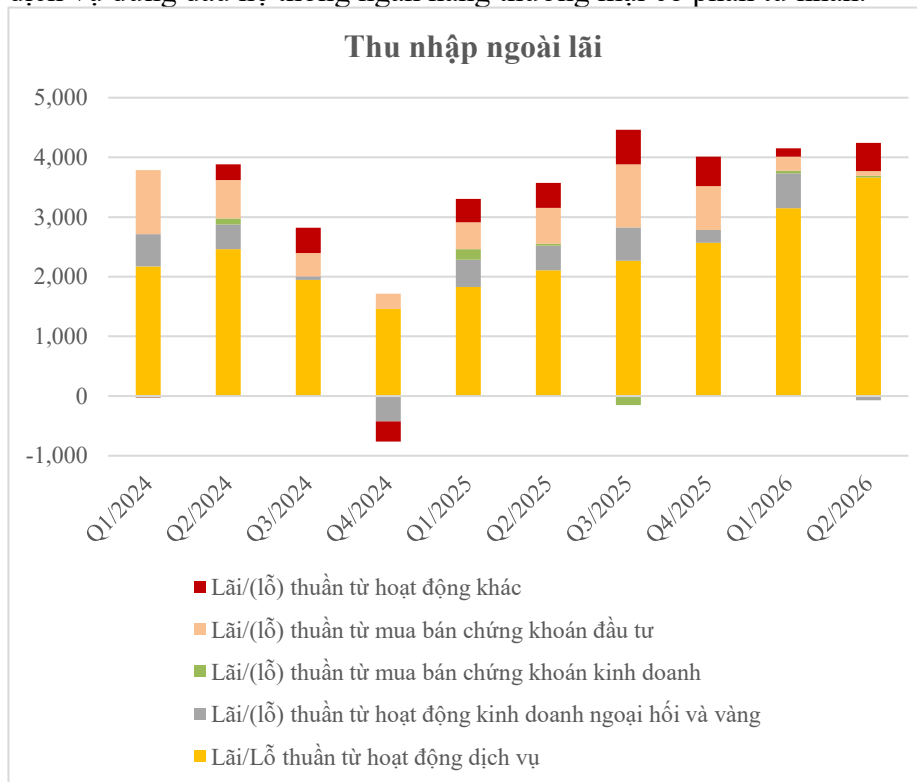
Một trong những hoài nghi lớn nhất của thị trường đối với TCB trong các chu kỳ trước là sự phụ thuộc lớn vào ngành Bất động sản, Xây dựng bất động sản. Tuy nhiên, số liệu đến Q1/2026 đã cho thấy ngân hàng đang có những thay đổi lớn: giảm tỷ trọng cho vay đối với những doanh nghiệp kinh doanh bất động sản, xây dựng nhưng vẫn giữ tỷ trọng cho vay mua nhà, điều này thay đổi mức độ rủi ro trong danh mục tài sản của ngân hàng.

Dư nợ cho vay khách hàng cá nhân đạt 407 nghìn tỷ đồng tại Q2/2026 (chiếm 43% tổng dư nợ), trong đó cấu phần cho vay mua nhà đạt 272.7 nghìn tỷ (+28.8% yoy). Tỷ trọng cho vay mua nhà vẫn ở mức khá cao là một trong những nguyên nhân giúp ngân hàng giữ được NIM bởi đây vẫn là ngành có lợi suất sinh lời cao và nhu cầu thực tế lớn tại Việt Nam. Tuy nhiên rủi ro cho vay mua nhà được đánh giá thấp hơn cho vay kinh doanh bất động sản nhờ khả năng phân tán cho nhiều khách hàng. Việc chuyển dịch từ tài trợ dự án sang cho vay cá nhân mua nhà để ở là bước đi giúp TCB phân tán rủi ro tập trung. Một khoản vay BĐS doanh nghiệp trị giá hàng nghìn tỷ đồng có rủi ro vỡ nợ cao nếu dự án gặp vướng mắc pháp lý; trong khi đó, khoản vay này khi được chia nhỏ ra cho hàng chục nghìn cá nhân mua nhà để ở thực với tài sản đảm bảo là bất động sản đã hình thành sẽ có tỷ lệ vỡ nợ thấp và tổn thất khi vỡ nợ được tối thiểu hóa. Tỷ trọng dư nợ thuộc nhóm kinh doanh Bất động sản, xây dựng, vật liệu xây dựng trong tổng dư nợ tín dụng của TCB đã được kiểm soát nghiêm ngặt, giảm dần từ mức đỉnh 42.4% tại Q4/2023 xuống còn 38.8% vào Q2/2026.

Song song với việc tái cấu trúc mảng Bất động sản, TCB đã chủ động mở rộng dòng vốn tín dụng sang các lĩnh vực có tính phòng thủ cao và đóng vai trò xương sống cho sự phát triển của quốc gia như xây dựng hạ tầng, năng lượng và công nghiệp sản xuất, cho vay các ngành FMCG, Y tế, Logistics: Đây là những ngành có chu kỳ tiền mặt ngắn, ít nhạy cảm với các biến động vĩ mô và có nhu cầu vốn lưu động liên tục. Sự dịch chuyển này giúp TCB thiết lập một danh mục cho vay đa dạng hơn, bảo vệ ngân hàng trước các cú sốc mang tính chu kỳ của riêng thị trường bất động sản.

Động cơ tăng trưởng mới đến từ đẩy mạnh thu nhập ngoài lãi trên nền tảng công nghệ cao

Trong xu thế biên lãi ròng (NIM) toàn ngành ngân hàng chịu áp lực thu hẹp do cạnh tranh lãi suất huy động và yêu cầu tiết giảm lãi suất cho vay hỗ trợ nền kinh tế, năng lực tạo thu nhập từ phí dịch vụ là thước đo cho sức mạnh dài hạn của ngân hàng. TCB đang sở hữu một cỗ máy tạo phí hiệu quả nhờ nền tảng công nghệ vượt trội. Sự đóng góp vượt trội của Thu nhập ngoài lãi trong 6 tháng đầu năm 2026, tổng thu nhập hoạt động của TCB đạt 28,616 tỷ đồng, trong đó thu nhập ngoài lãi đóng góp tới 8,326 tỷ đồng (chiếm tỷ trọng cực kỳ cao 29% tổng TOI). Riêng trong Q1 trụ cột thu nhập dịch vụ thuần đạt 3,148 tỷ đồng, tăng trưởng kỷ lục 72.2% so với cùng kỳ năm trước. Đây là tốc độ tăng trưởng phí dịch vụ đứng đầu hệ thống ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân.



Nguồn: KirinS, Fiin, TCB

Để đạt kết quả trên TCB đã chi hàng trăm triệu USD trong nhiều năm qua để xây dựng nền tảng hạ tầng công nghệ thông tin (Cloud-first) và hệ thống phân tích dữ liệu lớn (Big Data/AI). Trong chu kỳ 3 năm tới, ngân hàng sẽ gặt hái thành quả bằng cách nhanh chóng áp dụng nền tảng sẵn có này sang các lĩnh vực khác nhằm tối đa hóa doanh thu từ các sản phẩm như: Hệ sinh thái Quản lý gia sản (Wealth Management)

qua TCBS; Sự hợp tác sâu sắc với Techcom Life và việc số hóa 100% quy trình tư vấn, thẩm định bảo hiểm trên nền tảng ứng dụng di động giúp TCB khắc phục hoàn toàn các điểm nghẽn mang tính thủ công của mô hình Bancassurance truyền thống. Khách hàng có thể tự thiết kế gói bảo hiểm cá nhân hóa chỉ qua vài lượt chạm, giúp tỷ lệ duy trì hợp đồng (Persistency Rate) của TCB luôn ở mức cao; Số hóa dịch vụ thanh toán doanh nghiệp lớn và SME: Giải pháp thanh toán và quản lý dòng tiền tự động hóa cao giúp TCB thu hút phí dịch vụ từ việc phát hành thư tín dụng (LC), bảo lãnh, và các dịch vụ quản lý thanh toán quốc tế.

Việc đẩy mạnh thu nhập ngoài lãi dựa trên công nghệ cao mang lại thêm những giá trị chiến lược (1) Tối ưu hóa hiệu suất vận hành (CIR) Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ trong khi chi phí vận hành đi ngang là minh chứng cho thấy đòn bẩy hoạt động bắt đầu phát huy tác dụng tối đa. Việc số hóa toàn diện quy trình giúp TCB kéo giảm hệ số CIR xuống mức thấp kỷ lục 30.9% tại Q2/2026 và có thể giảm tiếp trong những năm tới về mức bình quân 27%. (2) Giảm áp lực lên bảng cân đối kế toán, thu nhập từ phí không yêu cầu ngân hàng phải trích lập dự phòng rủi ro tín dụng hay gia tăng tài sản có rủi ro. Điều này giúp TCB có thể duy trì mức ROE trên 16% trong những năm tiếp theo.

Sức mạnh hệ sinh thái rộng lớn – lợi thế cạnh tranh về nguồn vốn giá rẻ

Lợi thế cạnh tranh bền vững nhất, đóng vai trò như một "hào nước kinh tế" bảo vệ TCB trước các biến động khốc liệt của thị trường tiền tệ, chính là sức mạnh của hệ sinh thái đối tác lớn và các chuỗi giá trị khép kín. TCB không tiếp cận khách hàng một cách đơn lẻ mà tiếp cận theo chuỗi giá trị toàn diện. Ngân hàng đã thiết lập mối quan hệ hợp tác sâu sắc với các doanh nghiệp đầu chuỗi (như Masan, Vingroup và các nhà phát triển bất động sản hàng đầu khác) cùng với toàn bộ hệ sinh thái nhà cung cấp, nhà thầu phụ, đại lý phân phối và người tiêu dùng cuối cùng của họ. Khi dòng tiền của doanh nghiệp sản xuất tiêu dùng lớn (Masan), các đơn vị bán lẻ (WinCommerce) và các nhà thầu phụ đều được luân chuyển qua hệ thống tài khoản mở tại TCB, một lượng lớn tiền gửi không kỳ hạn khổng lồ sẽ liên tục lưu trữ trong hệ thống một cách tự nhiên và ổn định. Bên cạnh đó, tính năng sinh lời tự động là một cải tiến công nghệ mang tính bước ngoặt, cho phép tối ưu hóa số dư nhàn rỗi trên tài khoản của khách hàng cá nhân để hưởng mức lợi suất hấp dẫn hơn mà vẫn duy trì tính thanh khoản cực cao. Nhờ giải pháp này, TCB giữ chân thành công nguồn tiền gửi giá rẻ, duy trì tỷ lệ CASA ở mức cao đạt 35% tại Q2/2026. Sở hữu lượng tiền gửi CASA lớn là chìa khóa giúp TCB giữ chi phí vốn bình quân ở mức thấp, chỉ đạt 3.9% trong Q2/2026. COF thấp chính là bệ đỡ vững chắc bảo vệ biên lãi ròng NIM của ngân hàng dao động ở mức cao quanh 3.7% - 3.8% trong bối cảnh mặt bằng lãi suất đầu ra có xu hướng giảm để hỗ trợ doanh nghiệp.

Lợi thế từ hệ sinh thái lớn còn hỗ trợ khả năng tăng trưởng tín dụng ổn định, mang lại cho TCB khả năng kiểm soát dòng tiền của bên vay một cách tối ưu nhất. Nhờ kiểm soát khép kín dòng tiền của cả chuỗi, TCB hạn chế tối đa rủi ro người vay sử dụng vốn sai mục đích hoặc mất khả năng thanh toán do dòng tiền bị nghẽn ở các khâu trung gian. Đây là

một trong những lý do TCB có thể đẩy mạnh quy mô tín dụng với tốc độ cao nhưng vẫn giữ được tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức an toàn, chỉ đạt 1.08% tại Q2/2026, cùng bộ đệm bao phủ nợ xấu dồi dào đạt 125.6%.

RỦI RO

Rủi ro từ thị trường Bất động sản đóng băng kéo dài: Dù tỷ trọng dư nợ cho vay ngành BĐS, XD, VLXD đã chủ động kéo giảm về mức 38.8% tại Q2/2026, đây vẫn là cấu phần lớn nhất trong danh mục tín dụng của ngân hàng. Ngoài ra thị trường khó khăn cũng gây áp lực lên người mua nhà, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất tăng sẽ làm tăng nguy cơ nợ xấu, gây áp lực trực tiếp lên chi phí trích lập dự phòng.

Áp lực duy trì tính ổn định của tỷ lệ CASA: Sự cạnh tranh thu hút tiền gửi giá rẻ ngày càng khốc liệt từ khối ngân hàng quốc doanh và sự dịch chuyển hành vi dòng tiền của dòng khách hàng cá nhân sang các kênh đầu tư thay thế có lợi suất cao có thể đe dọa tỷ lệ CASA của TCB.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Quỹ đạo tăng trưởng dài hạn của TCB được định hình dựa trên các giả định tài chính tích cực nhưng hoàn toàn khả thi trong chu kỳ kinh tế mới. Quy mô Tài sản sinh lời của TCB được dự phóng mở rộng ổn định với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm đạt khoảng 18% từ nay đến năm 2029. Biên lãi thuần (NIM) được dự báo sẽ ghi nhận sự cải thiện rõ nét từ năm 2027 nhờ kinh tế tăng trưởng rõ nét, có khả năng hấp thụ vốn với mức lãi suất tốt hơn đồng thời nền tảng tiền gửi tính năng sinh lời tự động giữ chân dòng vốn giá rẻ. Đến năm 2029, NIM của TCB có thể duy trì ổn định ở mức 4%. Song song đó, hiệu quả từ chiến lược số hóa toàn diện sẽ tiếp tục phát huy tác dụng, giúp tối ưu hóa hệ số chi phí trên thu nhập (tỷ lệ CIR cải thiện dần qua từng năm và đạt mức 27% vào năm 2029). Sự cộng hưởng từ quy mô tài sản mở rộng, biên NIM nói rộng và kiểm soát chặt chẽ chi phí vận hành sẽ thúc đẩy Lợi nhuận sau thuế của TCB đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 24%/năm trong cả chu kỳ.

Chỉ tiêu	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Thu nhập lãi thuần	38,155	40,907	49,752	61,820	79,586
Tăng trưởng TN lãi thuần	7.5%	7.2%	21.6%	24.3%	28.7%
Lợi nhuận sau thuế	25,954	28,074	34,320	42,193	53,659
Tăng trưởng LNST	19.3%	8.2%	22.2%	22.9%	27.2%

Áp dụng phương pháp định giá dựa trên giá trị tài sản với mức P/B mục tiêu 1.3 lần trên giá trị sổ sách dự phóng vào cuối năm 2029, giá trị hợp lý của cổ phiếu TCB được xác định đạt 61,960 VNĐ/cổ phiếu. So với vùng giá thị trường hiện tại, mức giá mục tiêu này mang lại tỷ suất sinh lời bình quân kỳ vọng đạt 29.93%/năm trong suốt chu kỳ 3 năm tới.

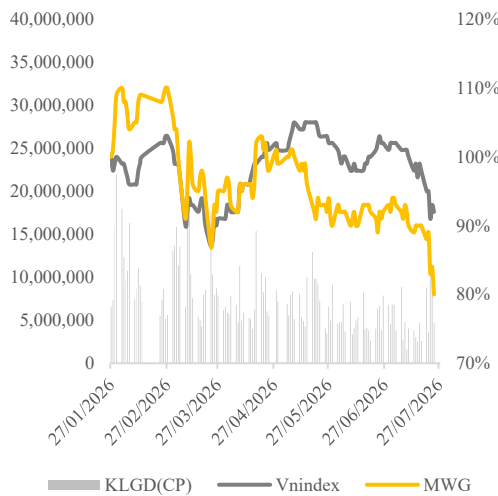


Chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua và nắm giữ dài hạn đối với cổ phiếu TCB cho tầm nhìn đến năm 2029.

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	63,300
Giá mục tiêu	184,240
Upside	30.62%
Thời gian nắm giữ	4 năm
Cổ tức	20%
Tỷ suất cổ tức	3.16%

Biến động giá MWG & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	1,475,765,646
Vốn hóa (tỷ VND)	93,415.97
Khoảng giá 52 tuần	63300 – 93700
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	415.29
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	48.97%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS	115	2,545	4,786
BVPS	15,954	18,983	22,181
PE	516.68	36.50	13.23
ROE%	0.71%	14.57%	23.31%
ROA%	0.29%	5.70%	9.11%
Tổng nợ/TTS	61.0%	60.0%	60.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu bán hàng	118,280	134,341	156,458	201,790
Tăng trưởng doanh thu thuần	-11.34%	13.58%	16.46%	28.97%
Lợi nhuận gộp	22,521	27,499	30,294	42,316
Biên lợi nhuận gộp	19.04%	20.47%	19.36%	20.97%
Lợi nhuận sau thuế	168	3,733	7,076	11,980
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-95.91%	2124%	89.53%	69.33%

Nguồn: KirinS, Fiin, MWG

Luận điểm đầu tư

Tiếp nối đà tăng trưởng: Doanh thu Q2/2026 của MWG đạt 48.75 nghìn tỷ (+29.6% yoy), lợi nhuận sau thuế trong Q2/2026 đạt 3.35 nghìn tỷ (+29.6% yoy; 4.9% qoq) nhờ biên lợi nhuận cải thiện rất tốt từ 19.9% tại Q1/2025 lên mức 22.2% trong Q2/2026. Đồng thời mô hình hoạt động của doanh nghiệp được tổ chức hiệu quả giúp chi phí quản lý và bán hàng tăng trưởng chậm hơn doanh thu. Doanh thu Q2/2026 ước tính của doanh nghiệp đạt 49.18 nghìn tỷ (+30.7% yoy, +5.9% qoq) là mức tăng trưởng cao nhất trong 9 quý gần nhất. Đây là con số rất ấn tượng và minh chứng cho các trụ cột tăng trưởng của công ty đưa ra đang thể hiện hiệu quả rất tốt.

Phá bỏ định kiến "chậm tràn tăng trưởng" ngành bán lẻ ICT/CE:

Tập đoàn tập trung nâng cao hiệu quả vận hành trên từng mét vuông mặt bằng hiện hữu, nâng cao tỷ lệ chuyển đổi khách hàng và tối ưu hóa danh mục sản phẩm có biên lợi nhuận cao. Mục tiêu tài chính thể hiện rõ tư duy này: Đến năm 2030, doanh thu DMX tăng 1.7 lần nhưng Lợi nhuận sau thuế (LNST) tăng tới 2 lần, khẳng định tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ vượt xa tốc độ tăng trưởng doanh thu thông qua 5 Trụ cột tăng trưởng. **Động cơ tăng trưởng mới từ ngành hàng có quy mô thị trường lên tới 50 – 60 tỷ USD:** Sau khi hoàn tất giai đoạn tái cơ cấu, tối ưu hóa danh mục hàng tươi sống (Fresh) và quy trình logistics, BHX đã tìm ra "công thức chiến thắng" (winning format) cho cửa hàng của mình. Chuỗi đang đẩy mạnh tốc độ mở mới hướng tới mốc 5,000 – 6,000 cửa hàng vào năm 2030, mở rộng phạm vi phủ sóng từ Miền Nam, Nam Trung Bộ ra toàn bộ thị trường Miền Bắc. Hiện nay, Bách Hóa Xanh đang được hưởng lợi từ một "cơn gió ngược dòng" vĩ mô vô cùng mạnh mẽ, đó là sự thay đổi trong chính sách quản lý của Nhà nước và thói quen của người tiêu dùng thông qua ban hành nhiều quy định nghiêm ngặt hơn về truy xuất nguồn gốc xuất xứ hàng hóa, chứng nhận an toàn vệ sinh thực phẩm và quản lý thuế (áp dụng hóa đơn điện tử từ máy khởi tạo tiền thanh toán) đối với các chợ truyền thống và cửa hàng tạp hóa nhỏ lẻ.

Sức mạnh Tập đoàn đa chuỗi – Hiệu ứng quy mô giúp tiết giảm chi phí và gia tăng sức mạnh cạnh tranh: Quy mô cực lớn giúp MWG phân bổ chi phí đầu tư công nghệ, chi phí vận hành trụ sở chính, và hệ thống kho vận logistics trên một tập doanh thu khổng lồ. Nhờ đó, tỷ lệ chi phí trên doanh thu của MWG liên tục giảm, tạo ra khoảng cách giá bán cạnh tranh khiến các cửa hàng nhỏ lẻ không thể bám đuổi.

Rủi ro đầu tư:

Điện Máy Xanh cực kỳ nhạy cảm với thu nhập khả dụng của người dân. Nếu kinh tế vĩ mô đối mặt với các cú sốc suy thoái, nhu cầu đổi

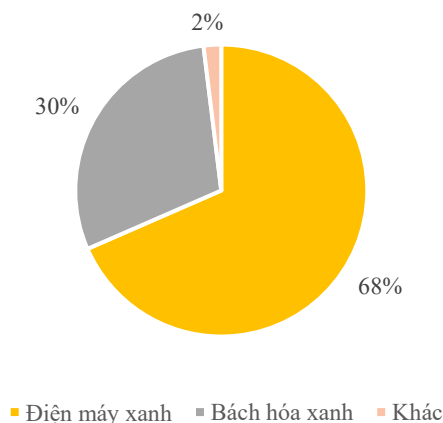
mới thiết bị điện tử sẽ giảm mạnh, ảnh hưởng trực tiếp đến kế hoạch tăng trưởng của DMX.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG) dẫn đầu thị trường bán lẻ Việt Nam trong lĩnh vực điện thoại và điện máy qua hệ thống cửa hàng Thế Giới Di Động và Điện máy Xanh. Doanh nghiệp này cũng nắm giữ vị trí thứ nhất trong ngành bán lẻ thực tế sản phẩm và FMCG với chuỗi Bách hóa Xanh, đồng thời thứ ba trong lĩnh vực bán dược phẩm nhờ nhà thuốc An Khang. Bên cạnh đó, MWG mở rộng phát triển chuỗi bán lẻ điện máy Erablue tại Indonesia.

Cơ cấu doanh thu 6T2026

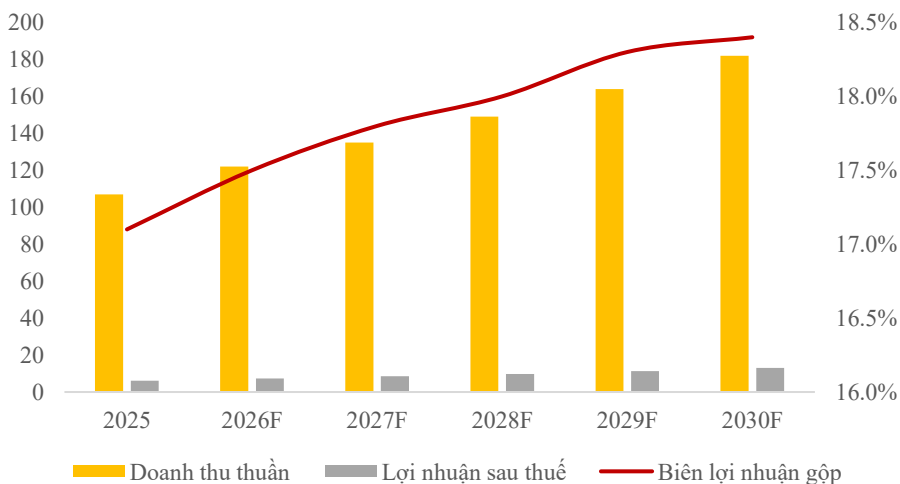


Nguồn: KirinS, MWG

Kết quả kinh doanh liên tục bất phá

Tính tới 6 tháng đầu năm 2026, chuỗi TGDĐ và ĐMX đóng góp 65,093 tỷ đồng, chiếm 68% doanh thu MWG, trong đó tỷ trọng TGDĐ giảm từ 94% năm 2014 xuống 22.5% năm 2024, cho thấy ĐMX và BHX ngày càng quan trọng khi thị trường điện thoại bão hòa với cơ cấu doanh thu chiếm lần lượt 45.8% và 29.7%.

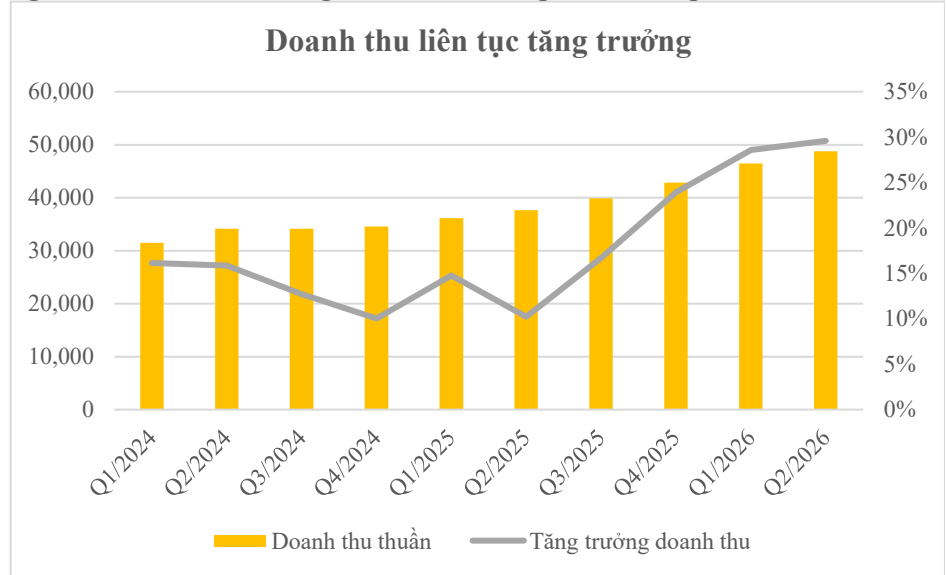
Kế hoạch lợi nhuận Điện máy xanh



Nguồn: KirinS, MWG

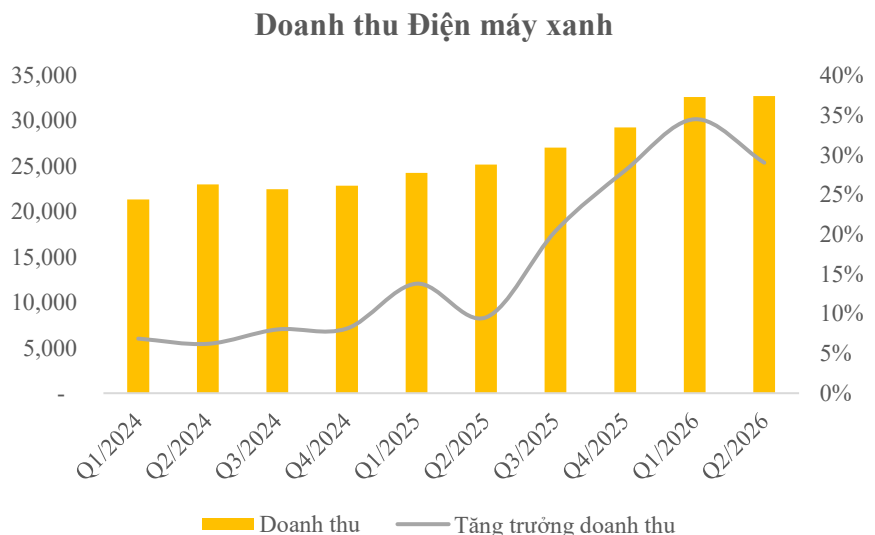
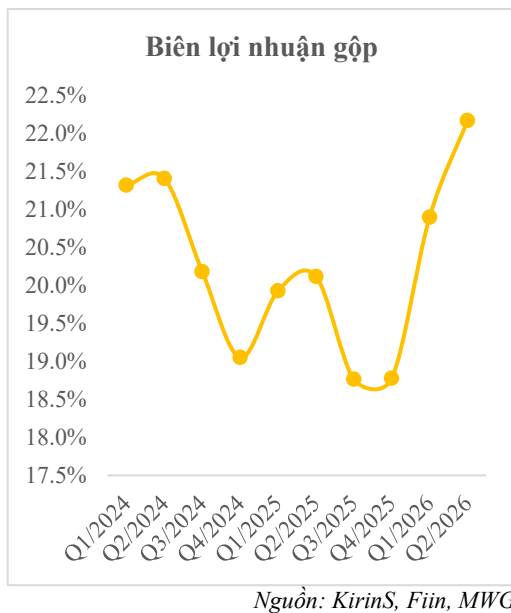
Ban lãnh đạo MWG đưa ra chiến lược phát triển và động lực tăng trưởng của Điện Máy Xanh giai đoạn 2026 - 2030 qua bước chuyển dịch quan trọng từ "mở rộng quy mô nóng" (mở mới điểm bán) sang "khai thác chiều sâu". Bằng cách tối ưu hóa vận hành trên nền tảng cửa hàng hiện hữu để đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần kép (CAGR) 11% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế kép 16% cho cả giai đoạn, DMX đặt mục tiêu đạt doanh thu 182,000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế (LNST) 13,000 tỷ đồng vào năm 2030. Bên cạnh chiến lược tái định vị của Điện Máy Xanh, Bách Hóa Xanh đã chính thức bước vào chu kỳ tăng tốc toàn diện để trở thành "mũi chủ công" dẫn dắt tăng trưởng của tập đoàn MWG. Mục tiêu phát triển, doanh thu và lợi nhuận của Bách Hóa Xanh đến năm 2030 được ban lãnh đạo xác định rõ ràng với những cột mốc đầy tham vọng là chiếm lĩnh khoảng 20% thị phần trong "miếng bánh" bán lẻ thực phẩm và hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) có quy mô ước tính 50 - 60 tỷ USD tại Việt Nam, tương ứng với doanh thu 10 tỷ USD vào năm 2030.

Tương tự như Điện Máy Xanh, lộ trình chiến lược của Bách Hóa Xanh là dọn sạch các khoản lỗ lũy kế lịch sử và duy trì chu kỳ sinh lời ổn định để tiến hành IPO và niêm yết độc lập trên thị trường chứng khoán vào năm 2028. Việc niêm yết độc lập trước năm 2030 này không chỉ giúp BHX tự chủ động huy động thêm các nguồn lực tài chính không lộ bên ngoài, mà còn mở khóa giá trị tài sản khép kín cho tập đoàn mẹ MWG



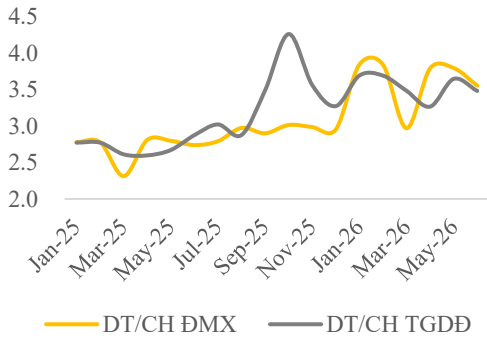
Nguồn: KirinS, Fiin, MWG

Doanh thu Q2/2026 của MWG đạt 48.75 nghìn tỷ (+29.6% yoy), lợi nhuận sau thuế trong Q2/2026 đạt 3.35 nghìn tỷ (+29.6% yoy; 4.9% qoq) nhờ biên lợi nhuận cải thiện rất tốt từ 19.9% tại Q1/2025 lên mức 22.2% trong Q2/2026. Đồng thời mô hình hoạt động của doanh nghiệp được tổ chức hiệu quả giúp chi phí quản lý và bán hàng tăng trưởng chậm hơn doanh thu. Trong Q2/2026, doanh thu của Điện máy xanh ước tính đạt 32.7 nghìn tỷ (+29% yoy) và Lợi nhuận sau thuế đạt 2.58 nghìn tỷ (+80% yoy) sẽ đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh chung của Tập đoàn, đồng thời đưa mức tăng trưởng doanh thu của Tập đoàn trong quý 2 lên cao nhất 9 quý liên tiếp. Đây là con số rất ấn tượng và minh chứng cho các trụ cột tăng trưởng của công ty đưa ra đang thể hiện hiệu quả rất tốt.



Nguồn: KirinS, MWG

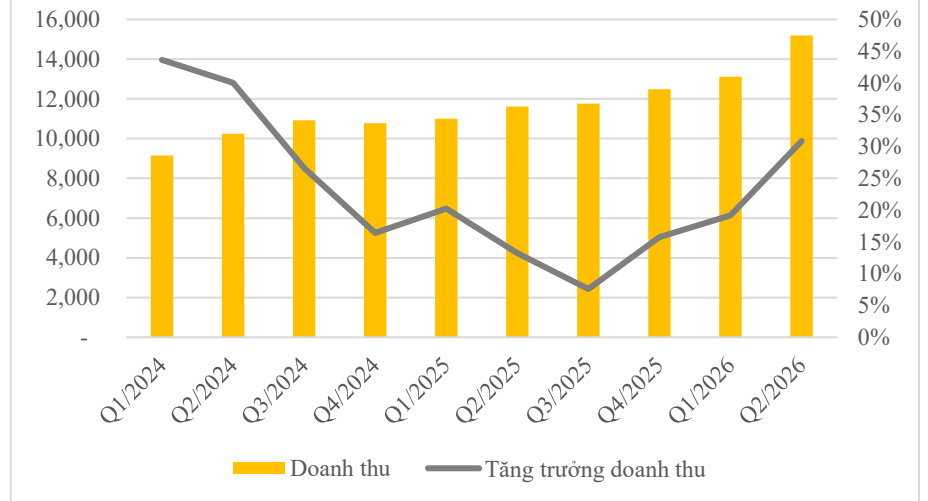
Doanh thu/ Cửa hàng



Nguồn: KirinS, MWG

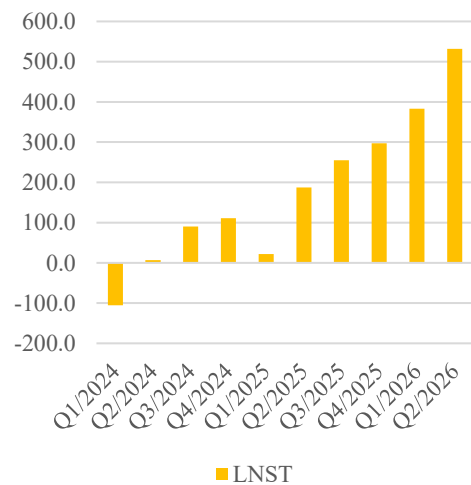
Đối với chuỗi cửa hàng Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh trong Q1/2026 đạt doanh thu 32.61 nghìn tỷ (+34.5 %yoy). Hưởng lợi từ giá bán đầu ra có xu hướng tăng trước ảnh hưởng từ cú sốc cầu sản phẩm CNTT-TT (thiếu RAM, chip toàn cầu) giúp biên lợi nhuận của 2 chuỗi này cải thiện lên mức 19.18% từ 17.9% tại Q1/2025. Nhờ đó lợi nhuận sau thuế của 2 chuỗi đạt 2.2 nghìn tỷ (+41.7% yoy; 21.4% qoq) quay lại mức lợi nhuận đạt đỉnh năm 2022. Trong Q2/2026 doanh thu do công ty ước tính của các chuỗi này tiếp tục ghi nhận kết quả ấn tượng với 32.7 nghìn tỷ (+29% yoy) đến từ các mặt hàng bán chạy trong mùa hè như tủ lạnh, điều hòa và Iphone. Chất lượng doanh thu từng cửa hàng tiếp tục nâng cao, doanh thu / cửa hàng trong Q2/2026 tăng trưởng khoảng 30% so với cùng kỳ.

Doanh thu Bách Hóa Xanh



Nguồn: KirinS, MWG

LNST Bách Hóa Xanh

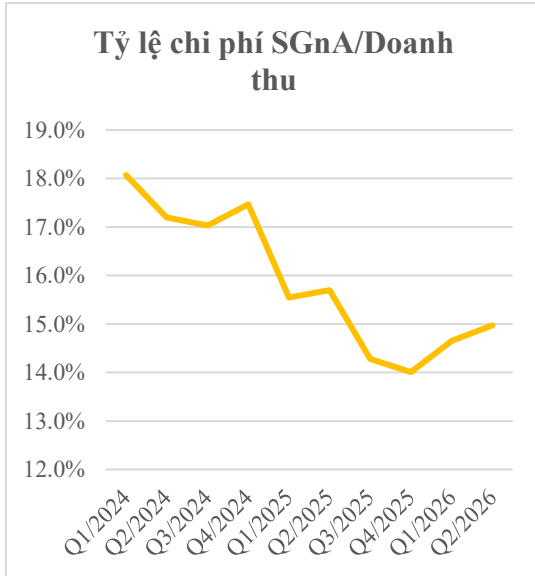


Nguồn: KirinS, MWG

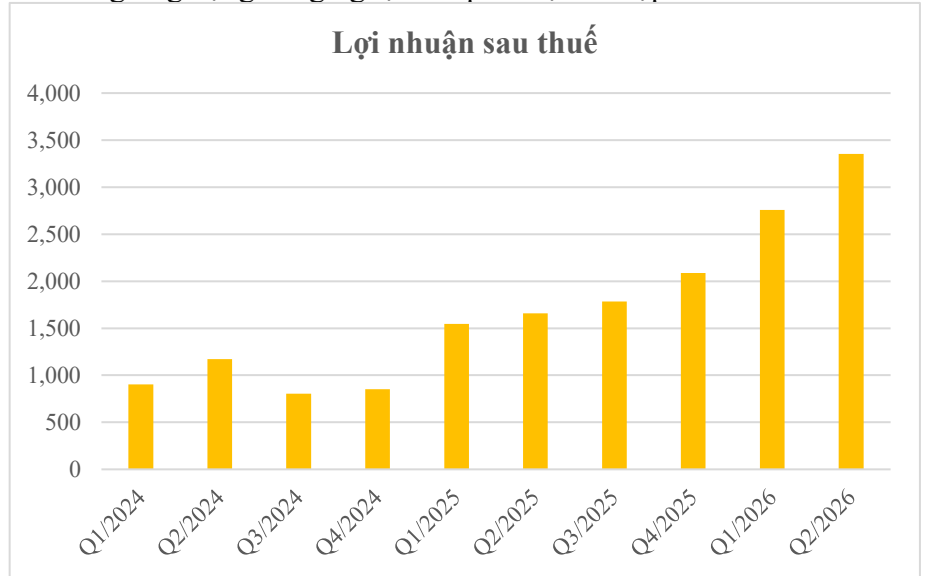
Đối với chuỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh trong Q1/2026 thu về 13.11 nghìn tỷ (+19% yoy), biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 23.8% trong Q1/2025 lên 24.6% tại Q1/2026. Đa số các cửa hàng mở mới năm 2025 đều đã có lãi cho thấy mô hình này của MWG đang đem lại lợi nhuận bền vững. Lợi nhuận sau thuế Q1/2026 đạt 383 tỷ tăng 17 lần so với cùng kỳ. Tiếp tục chiến lược mở rộng cửa hàng ra khu vực miền Bắc, số lượng cửa hàng tính đến cuối tháng 6/2026 đạt 3,191 cửa hàng (+46% yoy; +24.7% YTD) bắt đầu tham gia cạnh tranh với các cửa hàng Winmart. Doanh thu trong Q2/2026 theo công ty ghi nhận mức tăng trưởng 19% so với cùng kỳ tương ứng đạt 15.19 nghìn tỷ. Mặc dù số lượng cửa hàng mở mới trong Q2 tăng mạnh (352 cửa hàng) hơn so với quý trước (280 cửa hàng) nhưng doanh thu trên cửa hàng trong Q2/2026 bình quân đạt 5 tỷ/cửa hàng/quý (+4% QoQ) cho thấy doanh thu ngay từ các cửa hàng mở mới cũng rất tốt.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu nhanh hơn tốc độ tăng trưởng của chi phí khiến tỷ trọng chi phí trên doanh thu tiếp tục cải thiện so với cùng kỳ. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chiếm 15.5% doanh thu trong Q1/2025 đến nay đã giảm nhẹ xuống 15% doanh thu, cụ thể: Chi phí bán hàng trong Q2/2026 đạt 5.98 nghìn tỷ (+27.2% yoy) và chi phí quản lý

doanh nghiệp đạt 1.32 nghìn tỷ (+9.6% yoy). Về xu hướng, năm 2023 nhóm chi phí này chiếm 18.7% doanh thu nay đã giảm về quanh 15% cho thấy khả năng quản trị của doanh nghiệp ngày càng hiệu quả. Trong tương lai nhóm chi phí này có khả năng tiếp tục cải thiện nhờ quy mô và khả năng ứng dụng công nghệ vào quản trị của Tập đoàn.



Nguồn: KirinS, Fiin, MWG



Nguồn: KirinS, Fiin, MWG

Lợi nhuận sau thuế của MWG trong Q2/2026 đạt 3.35 nghìn tỷ (+29.6% yoy). Mức tăng trưởng cao đều đến từ những chuỗi kinh doanh chính, cụ thể: Chuỗi Điện Máy Xanh và Thế Giới Di Động đạt 2.3 nghìn tỷ và Chuỗi Bách Hóa Xanh đạt hơn 530 tỷ gấp 17 lần so với cùng kỳ, chiếm 15.8% tổng lợi nhuận của Tập đoàn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Phá bỏ định kiến "chạm trần tăng trưởng" ngành bán lẻ ICT/CE và động lực tăng trưởng từ Quốc tế

Điện Máy Xanh (DMX) cùng Thế Giới Di Động (TGDD) từ lâu đã bị dán nhãn là những mảng kinh doanh bước vào giai đoạn trưởng thành, khó duy trì tốc độ tăng trưởng cao. Tuy nhiên, ban lãnh đạo MWG đã chứng minh năng lực tái định hình mô hình kinh doanh bằng cách dịch chuyển từ tư duy "bán sản phẩm đơn thuần" sang "khai thác trọn vòng đời tiêu dùng công nghệ của khách hàng".

MWG không còn theo đuổi chiến lược mở rộng điểm bán bằng mọi giá. Thay vào đó, tập đoàn tập trung nâng cao hiệu quả vận hành trên từng mét vuông mặt bằng hiện hữu, nâng cao tỷ lệ chuyển đổi khách hàng và tối ưu hóa danh mục sản phẩm có biên lợi nhuận cao. Mục tiêu tài chính thể hiện rõ tư duy này: Đến năm 2030, doanh thu DMX tăng 1.7 lần nhưng Lợi nhuận sau thuế (LNST) tăng tới 2 lần, khẳng định tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ vượt xa tốc độ tăng trưởng doanh thu.

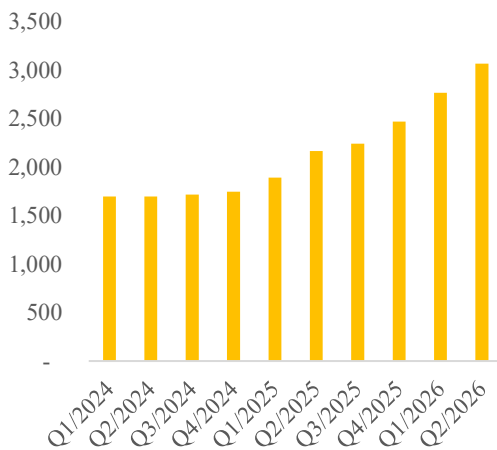
Trước đây, dịch vụ lắp đặt, bảo hành và sửa chữa thường bị coi là một khoản chi phí hỗ trợ bán hàng. DMX đã bứt phá bằng cách chuyên nghiệp hóa và thương mại hóa toàn bộ mảng này. Chăm sóc vòng đời thiết bị từ lúc mua, sử dụng, bảo trì đến nâng cấp cho tệp khách hàng sẵn có. Mở rộng cung cấp dịch vụ lắp đặt, bảo dưỡng cho khách hàng lẻ bên

ngoài, các nhà sản xuất, doanh nghiệp và chuỗi tòa nhà. Mạng Thợ DMX dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu kép (CAGR) 26%, nâng doanh thu từ 2,576 tỷ đồng lên 8,287 tỷ đồng vào năm 2030. Quan trọng hơn, mảng này đóng góp tới 5.2% tổng LNST của DMX vào năm 2030 (đạt 675 tỷ đồng LNST).

Điện máy là dòng sản phẩm có giá trị cao, do đó rào cản thanh toán luôn là bài toán lớn. DMX đã hợp tác sâu rộng với các công ty tài chính, ngân hàng và các đối tác bán hàng để tích hợp giải pháp trả góp, Mua trước Trả sau (BNPL) ngay tại điểm chạm bán hàng. Ngoài ra, từ một ứng dụng chăm sóc khách hàng và kích hoạt bảo hành đơn thuần, Super App của DMX được định vị trở thành nền tảng tích hợp đa dịch vụ mua sắm - tài chính - sửa chữa. Đến năm 2030, dự kiến có tới 30% tổng doanh thu của DMX sẽ được ghi nhận và xử lý qua Super App, giúp giảm tối đa chi phí thu hút khách hàng mới (CAC) và tăng giá trị vòng đời khách hàng (LTV).

Một trong những động cơ tăng trưởng dài hạn hứa hẹn nhất của MWG chính là chuỗi liên doanh EraBlue (bắt tay cùng Tập đoàn Erajaya tại Indonesia). Quốc gia vạn đảo có dân số hơn 275 triệu người với quy mô thị trường điện máy lên tới 15 tỷ USD (gấp 3 lần Việt Nam). Tuy nhiên, mảng bán lẻ điện máy tại đây vẫn rất phân rã, chủ yếu là các cửa hàng truyền thống nhỏ lẻ hoặc siêu thị lớn (hypermarket) thiếu dịch vụ hậu mãi, giao hàng và lắp đặt chuyên nghiệp. MWG đã bê toàn bộ "DNA" thành công của DMX – từ cách bài trí cửa hàng tối ưu, văn hóa phục vụ khách hàng tận tâm, đến hạ tầng giao nhận - lắp đặt thần tốc – sang EraBlue. Kết quả là các cửa hàng EraBlue nhanh chóng đạt điểm hòa vốn và ghi nhận doanh thu trên mỗi cửa hàng vượt trội so với thị trường nội địa. Sau khi đạt mốc hòa vốn toàn chuỗi, EraBlue đang trong giai đoạn bùng nổ quy mô với mục tiêu đạt 500 cửa hàng vào năm 2027 và đóng góp 3% vào tổng LNST của DMX vào năm 2030, làm tiền đề cho đợt IPO độc lập trên sàn giao dịch chứng khoán Indonesia.

SLCH trung bình Bách hóa xanh



Nguồn: KirinS, MWG

Động cơ tăng trưởng mới từ ngành hàng có quy mô thị trường lên tới 50 – 60 tỷ USD

Thị trường bán lẻ thực phẩm và hàng tiêu dùng thiết yếu (FMCG) tại Việt Nam có quy mô ước tính từ 50 đến 60 tỷ USD, tuy nhiên kênh bán lẻ hiện đại (Modern Trade - MT) mới chỉ chiếm khoảng 25% - 30% tổng thị phần, thấp hơn rất nhiều so với các quốc gia trong khu vực như Thái Lan hay Philippines. Với thị phần của Bách Hóa Xanh hiện ghi nhận ở mức 4.1% năm 2025, dự địa để BHX mở rộng quy mô là cực kỳ rộng lớn. Mục tiêu của tập đoàn là nâng gấp đôi thị phần lên mức 20% vào năm 2030, đưa doanh thu toàn chuỗi cán mốc 10 tỷ USD. Sau khi hoàn tất giai đoạn tái cơ cấu, tối ưu hóa danh mục hàng tươi sống (Fresh) và quy trình logistics, BHX đã tìm ra "công thức chiến thắng" (winning format) cho cửa hàng của mình. Chuỗi đang đẩy mạnh tốc độ mở mới hướng tới mốc 5,000 – 6,000 cửa hàng vào năm 2030, mở rộng phạm vi phủ sóng từ Miền Nam, Nam Trung Bộ ra toàn bộ thị trường Miền Bắc.

Bách Hóa Xanh đang được hưởng lợi từ một "cơn gió ngược dòng" vĩ mô vô cùng mạnh mẽ, đó là sự thay đổi trong chính sách quản lý của Nhà nước và thói quen của người tiêu dùng. Nhà nước đang ngày càng

ban hành nhiều quy định nghiêm ngặt hơn về truy xuất nguồn gốc xuất xứ hàng hóa, chứng nhận an toàn vệ sinh thực phẩm và quản lý thuế (áp dụng hóa đơn điện tử từ máy khởi tạo tiền thanh toán) đối với các chợ truyền thống và cửa hàng tạp hóa nhỏ lẻ. Điều này vô hình trung làm tăng chi phí tuân thủ của kênh truyền thống (GT), xóa bỏ lợi thế cạnh tranh về giá "ngầm" trước đây của chợ tự phát. Người tiêu dùng thế hệ mới (Gen Z, Millennials) đặt tiêu chuẩn rất cao về nguồn gốc thực phẩm tươi sống, không gian mua sắm sạch sẽ, niêm yết giá rõ ràng và tiện ích thanh toán không dùng tiền mặt. Bách Hóa Xanh với vị thế là "chợ truyền thống thu nhỏ phiên bản hiện đại" nằm ngay trong lòng khu dân cư đang là điểm đến thụ hưởng trực tiếp làn sóng dịch chuyển này.

Sức mạnh Tập đoàn đa chuỗi – Hiệu ứng quy mô giúp tiết giảm chi phí và gia tăng sức mạnh cạnh tranh

Với tổng doanh thu toàn tập đoàn hướng tới các mốc kỷ lục mới, MWG sở hữu sức mạnh đàm phán mà không một đối thủ bán lẻ nào tại Việt Nam có thể so sánh được. MWG có khả năng đàm phán mức giá nhập hàng (COGS) tốt trên thị trường, đi kèm các khoản tài trợ độc quyền về chi phí tiếp thị, trưng bày và khoản chiết khấu thương mại lớn từ các tập đoàn điện tử (Samsung, Apple, LG...) và các tập đoàn hàng tiêu dùng. Quy mô cực lớn giúp MWG phân bổ chi phí đầu tư công nghệ, chi phí vận hành trụ sở chính, và hệ thống kho vận logistics trên một tập doanh thu khổng lồ. Nhờ đó, tỷ lệ chi phí trên doanh thu của MWG liên tục giảm, tạo ra khoảng cách giá bán cạnh tranh khiến các cửa hàng nhỏ lẻ không thể bám đuôi. Hạ tầng kho bãi, xe vận tải và phần mềm quản trị chuỗi cung ứng được chia sẻ và tối ưu giữa các chuỗi trong tập đoàn, giúp giảm chi phí chặng cuối xuống mức tối thiểu.

RỦI RO

Mặc dù Bách Hóa Xanh mang tính chất kháng chu kỳ (bán hàng thiết yếu), mảng đóng góp dòng tiền và cổ tức chính ở thời điểm hiện tại cho tập đoàn là Điện Máy Xanh lại cực kỳ nhạy cảm với thu nhập khả dụng của người dân. Nếu kinh tế vĩ mô đối mặt với các cú sốc suy thoái, lạm phát cao kéo dài hoặc thị trường bất động sản đóng băng, nhu cầu đổi mới thiết bị điện tử, điện lạnh sẽ giảm mạnh, ảnh hưởng trực tiếp đến kế hoạch tăng trưởng của DMX.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Công ty Cổ phần Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG) đang đứng trước một chu kỳ tăng trưởng bứt phá mới về cả quy mô doanh thu lẫn chất lượng lợi nhuận. Doanh thu thuần của doanh nghiệp được dự báo sẽ tăng trưởng vượt bậc lên mức kỷ lục hơn 300 nghìn tỷ vào năm 2030. Động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn này đến từ sự mở rộng quy mô mạnh mẽ của Bách Hóa Xanh nhằm chiếm lĩnh thị phần ngành FMCG, kết hợp với việc tối ưu hóa hiệu suất vận hành trên từng cửa hàng hiện hữu của chuỗi Điện Máy Xanh.

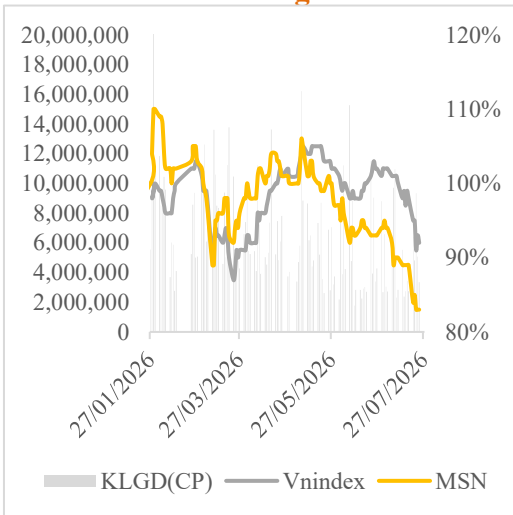
Chỉ tiêu	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu thuần	201,790	206,761	231,457	268,723	306,423
Lợi nhuận sau thuế	11,981	16,954	18,523	23,484	25,851
Tăng trưởng LNST	69.3%	41.5%	9.2%	26.8%	10.1%

Song song với đà tăng trưởng doanh thu, chất lượng tài chính của MWG được cải thiện rõ rệt nhờ hiệu ứng quy mô và kiểm soát chi phí hiệu quả. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ lợi nhuận gộp có thể duy trì ổn định ở mức cao từ 22% - 22% trong giai đoạn 2028 – 2030, trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) được tối ưu hóa quanh mức 16% – 17% doanh thu. Nhờ đó, lợi nhuận sau thuế của công ty có thể đạt 22,660 tỷ VNĐ vào năm 2030, tương ứng, EPS năm 2030 ước tính đạt 15,353 VNĐ. Với vị thế là doanh nghiệp bán lẻ có quy mô và thị phần lớn nhất thị trường Việt Nam, MWG sở hữu "hào phòng thủ" kinh doanh vững chắc cùng hệ sinh thái tiêu dùng đa tầng khó bị thay thế. Áp dụng phương pháp định giá P/E với mức P/E mục tiêu là 12 lần - một mức định giá hợp lý và an toàn đối với doanh nghiệp bán lẻ đầu ngành có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số. Giá trị hợp lý của cổ phiếu MWG vào năm 2030 được xác định ở mức 184,240 VNĐ/cổ phiếu, so với vùng giá hiện tại cổ phiếu mang lại tỷ suất sinh lời kỳ vọng lên tới 30.62%/năm trong vòng 4 năm tới.

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	63,900
Giá mục tiêu	167,000
Upside	37.7%/năm
Thời gian nắm giữ	3 năm
Cổ tức	0.00%
Tỷ suất cổ tức	0.00%

Biến động giá MSN & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	1,460,374,611
Vốn hóa (tỷ VND)	93,318
Khoảng giá 52 tuần	63,900 – 88,500
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	336.34
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	23.92%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS (VND)	293	1,321	2,702
BVPS (VND)	18,562	19,989	23,248
P/E	223.50	58.05	23.65
ROE%	1.59%	7.04%	12.53%
ROA%	0.29%	1.36%	2.97%
Nợ/TTS	74.0%	72.0%	65.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu bán hàng	78,252	83,118	81,621	108,325
Tăng trưởng doanh thu thuần	2.71%	6.22%	-1.80%	32.72%
Lợi nhuận gộp	22,121	24,656	25,581	35,684
Biên lợi nhuận gộp	28.27%	29.66%	31.34%	32.94%
Lợi nhuận sau thuế	1,870	4,272	6,763	11,320
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-60.66%	128.45%	58.31%	67.38%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Luận điểm đầu tư

Sức nóng từ thị trường vonfram toàn cầu là cơ sở để Masan High-Tech Materials (MSR) “lội ngược dòng” trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận cho tập đoàn:

Chúng tôi cho rằng giá vonfram sẽ được duy trì ở mức nền giá cao trong dài hạn bởi những yếu tố

- (1) Về nhu cầu:** Dự kiến tăng trưởng ổn định qua các năm bởi ứng dụng không thể thay thế trong các lĩnh vực trọng yếu cùng với cuộc chạy đua gia tăng ngân sách quốc phòng của nhiều quốc gia lớn trên thế giới.
- (2) Về nguồn cung:** Chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu hụt nguồn cung sẽ tiếp diễn trong thời gian dài thay vì đơn thuần là cú sốc ngắn hạn với nguyên nhân là do việc giải quyết tình trạng thiếu hụt nguyên liệu đầu vào bên ngoài Trung Quốc khó có thể được hoàn tất một sớm một chiều.

WinCommerce, từ “điểm nghẽn” đến mất xích không thể thiếu trong hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng

Chúng tôi dự báo WCM sẽ mở mới khoảng 1,000 cửa hàng trong năm 2026, đúng kịch bản cơ sở do ban lãnh đạo đề ra với việc kênh bán lẻ tiếp tục gia tăng thị phần từ kênh truyền thống sau khi chuyển từ thuế khoán sang thuế dựa trên doanh thu và lộ trình dẹp chợ cóc, chợ tạm tại các thành phố lớn, đặc biệt là Hà Nội cũng sẽ mang lại nhiều lợi thế cho WCM nhờ sự hiện diện sẵn có. Bên cạnh đó, nhờ chi phí vận hành thấp hơn đáng kể so với khu vực thành thị, các cửa hàng mở tại khu vực nông thôn được ước tính có thời gian hoàn vốn dưới 3 năm và tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) đạt khoảng 40%, mang lại triển vọng kinh doanh rộng mở cho WCM khi đưa vào quỹ đạo vận hành.

Những công ty con, công ty liên kết còn lại đều ghi nhận sự bứt tốc tăng trưởng lợi nhuận: Các công ty con, công ty liên kết của MSN đều ghi nhận đà tăng trưởng tích cực. Bên cạnh MCH và TCB đã có thời gian chứng minh sự hiệu quả khi tăng trưởng lợi nhuận liên tục qua các quý, Masan MeatLife và Phuc Long Heritage lại trở thành những “chú ngựa ô” không chỉ bứt phá về doanh thu, hiệu quả sinh lời cũng phát tín hiệu cải thiện khi chi phí hoạt động được tối ưu, góp phần không nhỏ trong chiến lược mở rộng hệ sinh thái của ban lãnh đạo tập đoàn.

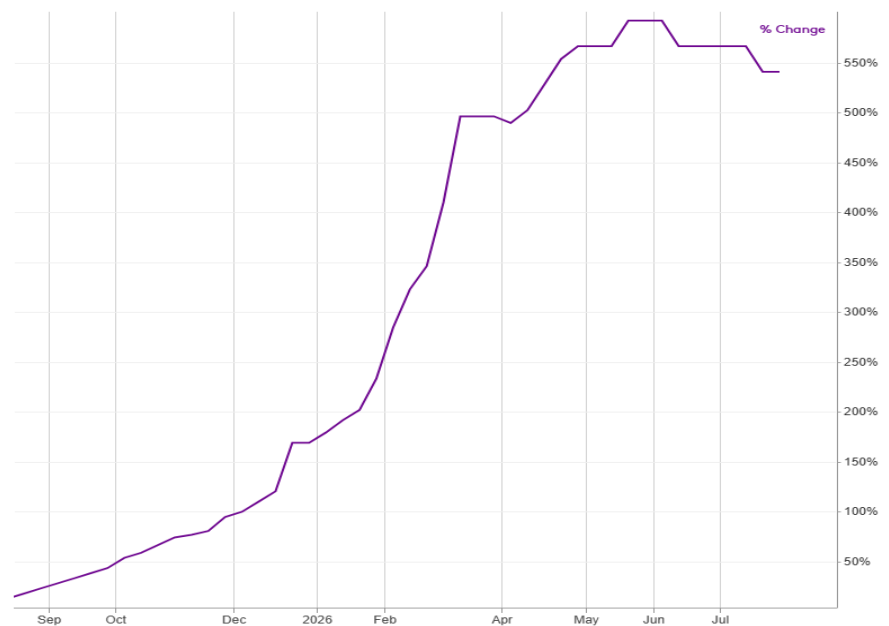
Rủi ro đầu tư:

Trong trường hợp giá vonfram điều chỉnh sau giai đoạn tăng nóng sẽ làm giảm kỳ vọng của nhà đầu tư vào triển vọng kinh doanh của MSN.

Sức nóng từ thị trường vonfram toàn cầu là cơ sở để Masan High-Tech Materials (MSR) “lội ngược dòng” trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận cho tập đoàn

Chu kỳ tăng trưởng giá kim loại chiến lược nói chung và vonfram nói riêng được hậu thuẫn mạnh mẽ bởi gián đoạn nguồn cung tới từ nhà khai thác, sản xuất số 1 thế giới – Trung Quốc khi sở hữu tới 80% nguồn cung vonfram toàn cầu và 90% công suất chế biến APT (Amoni Paratungstat). Kể từ giữa năm 2025, giá APT đã tăng gấp 10 lần, từ mức bình quân 300 – 350 USD/mtu lên 3,000 USD/mtu vào thời điểm đầu Q1/2026 sau khi Trung Quốc cắt giảm sản lượng khai thác và kiểm soát chặt chẽ hoạt động xuất khẩu kim loại chiến lược sang các quốc gia khác.

Biên độ tăng giá APT kể từ tháng 8/2025



Nguồn: Fastmarkets, KirinS tổng hợp

Triển vọng giá vonfram: Chúng tôi cho rằng giá vonfram sẽ được duy trì ở mức nền giá cao trong dài hạn bởi những yếu tố:

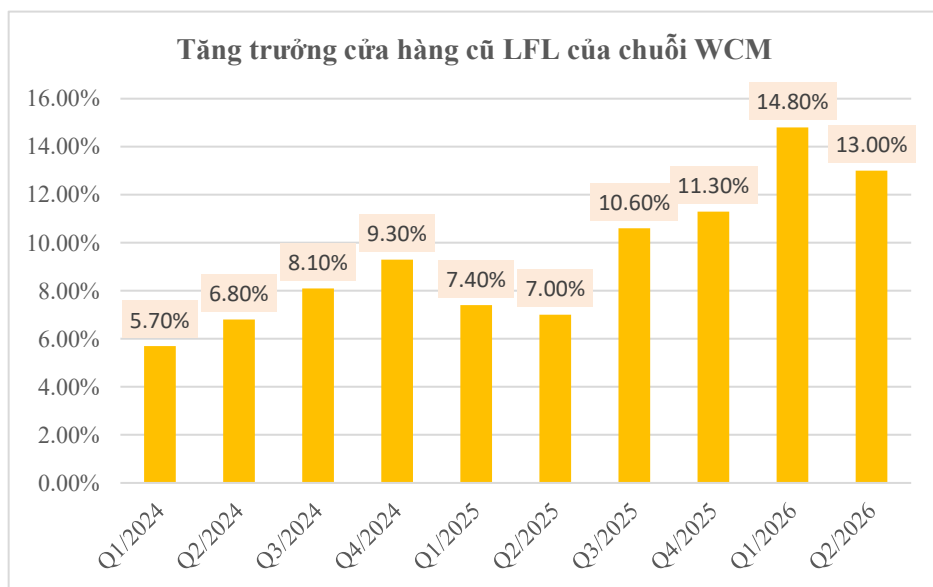
- (1) Về nhu cầu:** Dự kiến tăng trưởng ổn định qua các năm bởi ứng dụng không thể thay thế trong các lĩnh vực trọng yếu như: quốc phòng, hàng không & vũ trụ, chất bán dẫn, pin xe điện... cùng với cuộc chạy đua gia tăng ngân sách quốc phòng của nhiều quốc gia lớn trên thế giới.
- (2) Về nguồn cung:** Chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu hụt nguồn cung sẽ tiếp diễn trong thời gian dài thay vì đơn thuần là cú sốc ngắn hạn với nguyên nhân là do việc giải quyết tình trạng thiếu hụt nguyên liệu đầu vào bên ngoài Trung Quốc khó có thể được hoàn tất một sớm một chiều. Nhìn sang ví dụ từ mỏ SangDong – một trong những mỏ vonfram lớn nhất thế giới tại Hàn Quốc phải mất hơn một thập kỷ kể từ khi được mua lại vào tháng 9/2015 bởi Almonty Industries Inc. cho đến tháng 12/2025, thời điểm những chuyến xe tải chở quặng chính thức được lần bánh phục vụ mục đích thương mại cho thấy rào cản và rủi ro rất lớn trong quá trình bù đắp nguồn cung thiếu hụt từ Trung Quốc.

Dự kiến lợi nhuận sau thuế MSR sẽ đạt 2,800 tỷ đồng trong năm 2026, đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất của MSN với giả định giá APT trung bình ở mức 1,600 USD/mtu (thấp hơn đáng kể so với mức ~3000 USD/mtu ở thời điểm hiện tại). Trong kịch bản giá APT đi ngang hoặc suy giảm nhẹ trong những năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của MSR vẫn sẽ được cải thiện do sau khi hoàn tất pháp lý cho dự án mở rộng mỏ, nhà máy chuyển sang chế biến tỷ trọng quặng lớn hơn từ mỏ Núi Pháo thay vì nhập khẩu nguyên liệu từ bên ngoài và đồng thời chuyển sang moong 1B có hàm lượng quặng cao hơn so với moong 1A sau khi hoàn tất giai đoạn bóc lớp phủ và xây dựng hầm lò.

WinCommerce, từ “điểm nghẽn” đến mắt xích không thể thiếu trong hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng

Trong Q2/2026, WinCommerce ghi nhận doanh thu đạt 11.6 nghìn tỷ đồng, tăng 27.4% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận sau thuế đạt 142 tỷ đồng, tăng 14 lần. Biên lợi nhuận ròng đạt mức 1.2%, thấp hơn mức 1.3% của cả năm 2025 do ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ.

Biên lợi nhuận chuỗi cải thiện nhờ doanh thu cửa hàng cũ tăng trưởng LFL đạt 13.0% và chi phí tiếp tục được tối ưu. Tính đến hết tháng 6/2026, doanh nghiệp đã mở mới 549 cửa hàng, trong đó 439 điểm bán thuộc phân khúc cửa hàng tiện lợi tại khu vực nông thôn. Qua đó, tổng số cửa hàng của WinCommerce tăng lên 5,141 điểm bán, cao hơn 24.0% so với cùng kỳ. Nhờ sự đóng góp đồng thời từ tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu và mở rộng mạng lưới, doanh thu chuỗi trong 6 tháng đầu năm 2026 đạt 22,992 tỷ đồng, tăng 28.3% so với cùng kỳ.

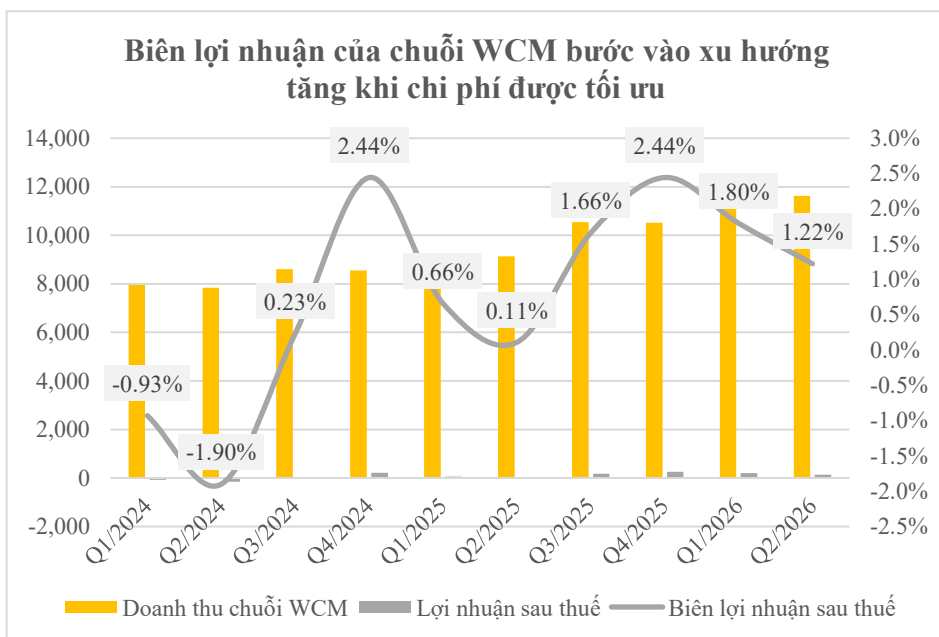


Nguồn: MSN, KirinS tổng hợp

Mở rộng mạng lưới cửa hàng và gia tăng thị phần: Chúng tôi dự báo WCM sẽ mở mới khoảng 1,000 cửa hàng trong năm 2026, đúng kịch bản cơ sở do ban lãnh đạo đề ra với việc kênh bán lẻ tiếp tục gia tăng thị phần từ kênh truyền thống sau khi chuyển từ thuế khoán sang thuế dựa trên doanh thu và lộ trình dẹp chợ cóc, chợ tạm tại các thành phố lớn, đặc biệt

là Hà Nội cũng sẽ mang lại nhiều lợi thế cho WCM nhờ sự hiện diện sẵn có.

Bên cạnh đó, mặc dù lộ trình dẹp chợ cóc, chợ tạm tại khu vực nông thôn ít được đẩy mạnh so với khu vực thành thị, tuy nhiên tỷ lệ thâm nhập của bán lẻ hiện đại ở mức thấp hơn trung bình cả nước trở thành miếng mồi béo bở cho những nhà bán lẻ hiện đại như WCM với phân khúc Winmart+ Nông thôn được tập trung mở rộng cũng đã trở thành chiến lược được Ban lãnh đạo phát động kể từ năm 2025. Nhờ chi phí vận hành thấp hơn đáng kể so với khu vực thành thị, các cửa hàng mở tại khu vực nông thôn được ước tính có thời gian hoàn vốn dưới 3 năm và tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) đạt khoảng 40%, mang lại triển vọng kinh doanh rộng mở cho WCM khi hoạt động ổn định.



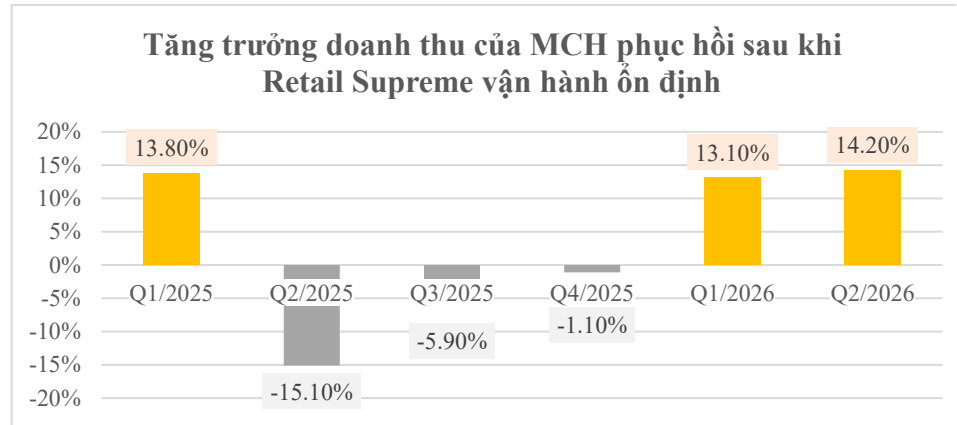
Nguồn: MSN, KirinS tổng hợp

Những công ty con, công ty liên kết còn lại đều ghi nhận sự bứt tốc tăng trưởng lợi nhuận

Masan Consumer (MCH, MSN sở hữu 66.2%)

Doanh thu Q2/2026 của MCH đạt 7,165 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 1,484 tỷ đồng, tăng lần lượt 14.2% và 10.2% so với cùng kỳ. Tăng trưởng chủ yếu được dẫn dắt bởi sản lượng, tăng 12.5%, cho thấy nhu cầu tiêu dùng nền tảng duy trì vững chắc sau khi MCH hoàn tất quá trình chuyển đổi hệ thống phân phối trong năm 2025.

Biên lợi nhuận gộp nhìn chung duy trì ổn định so với cùng kỳ ở mức 44.6%, trong khi biên lợi nhuận ròng giảm 80 điểm cơ bản xuống 20.7%. Nguyên nhân chủ yếu đến từ chi phí logistics tăng 120 điểm cơ bản, lên mức 4.4% doanh thu.

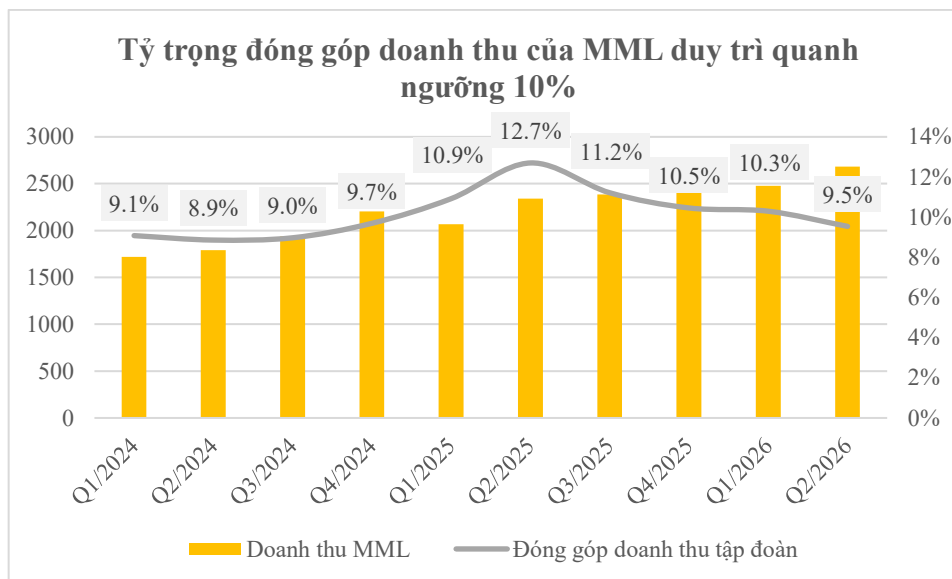


Nguồn: MSN, KirinS tổng hợp

Doanh thu các mặt hàng nói rộng biên độ tăng trưởng, đánh dấu sự phục hồi rõ nét so với mức đáy trong Q2/2025. Diễn biến này phản ánh hiệu quả tích cực từ mô hình phân phối trực tiếp (Retail Supreme), giúp MCH cải thiện đáng kể khả năng tiếp cận trực tiếp nhà bán lẻ. Mô hình Retail Supreme cho thấy sự cải thiện rõ nét ở các tiêu chí vận hành **(1) Độ phủ:** Số điểm bán hoạt động (ASO) đạt khoảng 550,000, tăng 95% so với cùng kỳ **(2) Mức độ thâm nhập thị trường:** Số lượng SKU trên mỗi đơn hàng đạt 5.8 và hiện có khoảng 43,000 cửa hàng có 6 ngành hàng lớn trở lên và khoảng 29,000 điểm bán phân phối đầy đủ các ngành hàng của MCH, tăng 16% so với cùng kỳ.

Masan MeatLife (MML, MSN sở hữu 91.2%)

Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế Q2/2026 đạt 2.68 nghìn tỷ đồng và 191 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 14.7% và gấp 3.6 lần so với cùng kỳ. Doanh thu mảng thịt có thương hiệu đến từ các sản phẩm mới tăng 37% so với cùng kỳ nhờ mở rộng hiện diện tại các cửa hàng thuộc chuỗi WCM và doanh thu bình quân/cửa hàng/ngày tăng lên 2.6 triệu đồng (+19% so với cùng kỳ). Dù giá heo giảm, MML vẫn ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhờ tỷ trọng đóng góp của mảng chăn nuôi (có biên lợi nhuận thấp hơn) giảm và tăng tỷ trọng mảng thịt chế biến có giá trị gia tăng cao. Sau khi loại trừ ảnh hưởng của khoản lợi ích phi tiền mặt từ đàm phán lại thỏa thuận dài hạn đối với nhà cung cấp, lợi nhuận biên lợi nhuận ròng đạt 7.1%, tăng 480 điểm cơ bản so với cùng kỳ cho thấy hiệu quả rõ nét của chiến lược gia tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao, đồng thời tận dụng triệt để lợi thế từ hệ sinh thái bán lẻ của WCM.



Nguồn: MSN, KirinS tổng hợp

Phuc Long Heritage (PLH, MSN sở hữu 85%)

Doanh thu thuần đạt 550 tỷ đồng trong Q2/2026, tăng 26.9% với biên EBITDA đạt 20.0% và lợi nhuận sau thuế trước cổ đông không kiểm soát tăng 55.5% so với cùng kỳ. PLH đã khai chương 15 cửa hàng mới trong Q2/2026, nâng tổng số cửa hàng ngoài chuỗi WCM lên 220 trên toàn quốc. Trong năm 2026, ban lãnh đạo đặt mục tiêu mở thêm 40 – 50 cửa hàng mới và dự kiến tốc độ mở mới sẽ tăng dần về phía những tháng cuối năm. Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng/ngày (ADS) đạt 26.2 triệu đồng, tăng 18.5% so với cùng kỳ và biên lợi nhuận liên tục được cải thiện thông qua tối ưu chi phí vận hành.

Techcombank (TCB, MSN sở hữu 19.7%)

Lợi nhuận sau thuế của TCB tăng 21.7% svck trong Q2/2026, giúp MSN ghi nhận 1,450 nghìn tỷ đồng lợi nhuận từ công ty liên kết (+19.2% so với cùng kỳ). Đà tăng trưởng của lợi nhuận được hỗ trợ bởi tổng thu nhập hoạt động tăng 17.3% so với cùng kỳ lên 14,942 tỷ đồng, trong đó thu nhập hoạt động dịch vụ bút phá (+37.7% so với cùng kỳ) nhờ mảng bảo hiểm và dịch vụ mua hân miễn truy đòi bộ chứng từ theo thư tín dụng (x3.7 lần so với cùng kỳ). Chúng tôi ước tính trong kịch bản thận trọng, đóng góp lợi nhuận từ TCB sẽ tăng trưởng quanh ngưỡng 16% so với cùng kỳ và ổn định trong nhiều năm tiếp theo.

Rủi ro đầu tư

Kịch bản giá vonfram điều chỉnh sau giai đoạn tăng nóng

Trong bối cảnh giá vonfram tăng mạnh, kéo theo kỳ vọng vượt trội của nhà đầu tư dành cho đóng góp lợi nhuận vào tập đoàn mẹ của MSR, diễn biến khó lường của giá hàng hóa, đặc biệt là kim loại trọng yếu như vonfram phụ thuộc phần lớn vào chính sách xuất nhập khẩu cũng như ngân sách quốc phòng của mỗi quốc gia. Trong trường hợp giá vonfram điều chỉnh sau giai đoạn tăng nóng sẽ làm giảm kỳ vọng của nhà đầu tư vào triển vọng kinh doanh của MSN.

Định giá

Với vị thế là một trong những tập đoàn tiêu dùng – bán lẻ hàng đầu Việt Nam, đồng thời sở hữu hệ sinh thái tích hợp từ sản xuất đến phân phối, MSN đã xây dựng được danh mục sản phẩm có độ nhận diện cao và hiện diện rộng khắp trên toàn quốc. Thông qua mạng lưới phân phối bao phủ cả kênh truyền thống lẫn hiện đại, nhiều sản phẩm của tập đoàn đã trở thành lựa chọn quen thuộc trong đời sống hằng ngày của người tiêu dùng. Theo đó, câu nói “hơn 98% hộ gia đình Việt Nam sở hữu ít nhất một sản phẩm của Masan” phần nào phản ánh quy mô độ phủ và sức mạnh thương hiệu mà doanh nghiệp đã tích lũy trong nhiều năm.

Không chỉ dừng lại ở các mảng tiêu dùng và bán lẻ cốt lõi, nhiều công ty thành viên trong hệ sinh thái MSN đang bước vào giai đoạn chuyển mình với những cơ hội tăng trưởng mới. Việc tận dụng triệt để tình hình biến động trên trường quốc tế, cùng với quá trình tái cấu trúc, cải thiện hiệu quả vận hành, tối ưu bảng cân đối kế toán và khai thác sâu hơn lợi thế cộng hưởng giữa các mảng kinh doanh được kỳ vọng sẽ tạo ra sự thay đổi rõ nét về chất lượng tăng trưởng của tập đoàn. Trên cơ sở “thiên thời, địa lợi” đều đã ủng hộ, chúng tôi cho rằng cho rằng sự cải thiện đồng thời về hiệu quả kinh doanh, khả năng sinh lời và triển vọng của các công ty thành viên có thể trở thành “con gió Đông” hỗ trợ quá trình tái định giá cổ phiếu MSN. Trong kịch bản các động lực tăng trưởng được hiện thực hóa đúng kỳ vọng, thị giá cổ phiếu có thể từng bước hướng tới vùng đỉnh lịch sử được thiết lập vào cuối năm 2021 và xa hơn.

Chúng tôi sử dụng định giá SoTP cho mô hình định giá MSN khi tập đoàn mẹ sở hữu mạng lưới nhiều công ty con. Theo đó, mức giá mục tiêu của MSN đạt 167,000 đồng/cổ phiếu, tương đương tỷ suất sinh lời CAGR đạt 37.7%/năm, thời gian nắm giữ 36 tháng.

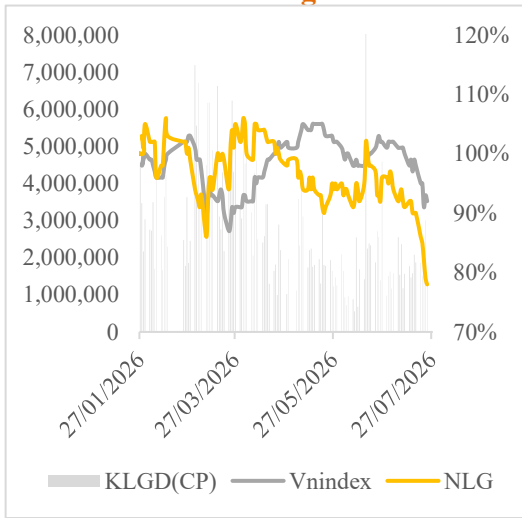
Công ty	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu của MSN	Đóng góp vào định giá (tỷ VND)
Masan Consumers	192,146	66.2%	127,201
WinCommerce	50,373	86.2%	43,421
Masan High-Tech Materials	35,926	92.9%	33,375
Masan Meat Life	6,495	91.2%	5,924
Techcombank	493,063	19.7%	97,133
Khác (PLH, Vissan...)	5,813	100%	5,813
Giá trị vốn cổ phần			312,868
Nợ vay ròng			20,195
Chiết khấu tập đoàn đa ngành			20%
Số lượng cổ phiếu			1,460,374,611
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			167,000
Giá đóng cửa (27/07/2026)			63,900
Upside (CAGR)			37.7%/năm

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	81,621	108,325	126,307	145,127	166,605
Lợi nhuận sau thuế	6,763	11,320	13,426	15,694	18,331
Tăng trưởng LNST	58.31%	-45.83%	18.60%	16.90%	16.80%

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	25,450
Giá mục tiêu	32,700
Upside	28.5%
Thời gian nắm giữ	3 năm
Cổ tức	4.99%
Tỷ suất cổ tức	2.43%

Biến động giá NLG & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	485,097,383
Vốn hóa (tỷ VND)	10,357
Khoảng giá 52 tuần	21,350 – 42,252
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	46.09
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	40.60%

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024
EPS (VND)	1,257	1,346	1,367
BVPS (VND)	24,386	25,145	26,102
P/E	27.20	21.14	15.61
ROE%	5.27%	5.43%	6.28%
ROA%	1.74%	1.76%	2.47%
Nợ/TTS	53.0%	52.0%	44.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu bán hàng	3,181	7,196	5,645	5,131
Tăng trưởng doanh thu thuần	-26.69%	126.22%	-21.55%	-9.11%
Lợi nhuận gộp	1,562	3,057	2,357	2,450
Biên lợi nhuận gộp	49.10%	42.48%	41.75%	47.75%
Lợi nhuận sau thuế	484	1,387	946	1,058
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-13.05%	186.83%	-31.79%	11.80%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Luận điểm đầu tư

Giai đoạn chuyển hóa từ doanh số bán hàng sang doanh thu và lợi nhuận khi những dự án lớn được bàn giao

Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng và room cho vay tại các ngân hàng cũng bị hạn chế khiến khả năng hấp thụ của thị trường đối mặt với nhiều thách thức. Tuy nhiên, khi nền lãi suất phát tín hiệu ổn định trở lại, doanh số bán hàng của NLG có thể tăng trưởng trở lại kể từ cuối năm 2026, được hỗ trợ bởi hoạt động mở bán tích cực tại các dự án đã hoàn thiện pháp lý, nằm ở vị trí chiến lược, cùng với các chính sách bán hàng hấp dẫn.

Mở rộng danh mục dự án cả về vị trí địa lý lẫn phân khúc sản phẩm

Tại khu vực phía Nam, ngoài thế mạnh về những dự án đã triển khai thành công tại khu vực TP. Hồ Chí Minh và Đồng Nai ở cả phân khúc cao tầng và thấp tầng, việc NLG mở rộng sang phân khúc Nhà ở xã hội (NOXH) là định hướng phù hợp của ban lãnh đạo trong việc đa dạng hóa danh mục dự án và tạo thành dư tăng trưởng dài hạn. Tại khu vực phía Bắc, mặc dù phần lớn doanh số thuộc các dự án phân khúc thấp tầng, kết quả bán hàng ấn tượng ngay khi mở bán là minh chứng cho chất lượng của các dự án nhờ hưởng lợi từ sức bật hạ tầng rất lớn.

Hưởng lợi trực tiếp khi Đồng Nai trở thành thành phố trực thuộc Trung ương

Đồng Nai đã chính thức trở thành thành phố trực thuộc Trung ương thứ 7 của cả nước từ Q2/2026. Theo đó, chúng tôi cho rằng các cơ chế đặc thù sẽ giúp Đồng Nai tăng tốc thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài, hoàn thiện hệ thống hạ tầng hiện đại, đồng bộ trong dài hạn, từ đó làm tăng giá trị sử dụng cho các sản phẩm bất động sản tại khu vực này.

Định giá hiện ở mức chiết khấu so với tiềm năng trong tương lai

Định giá P/B của cổ phiếu NLG đã giảm về vùng thấp nhất 5 năm trở lại, ở mức 0.76x, thấp hơn 2.1 lần độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng việc thị giá điều chỉnh mạnh trở thành cơ hội hấp dẫn khi doanh nghiệp vẫn sở hữu dư địa bứt phá lợi nhuận nhờ doanh số bán hàng không lờ giai đoạn 2024 – 2025.

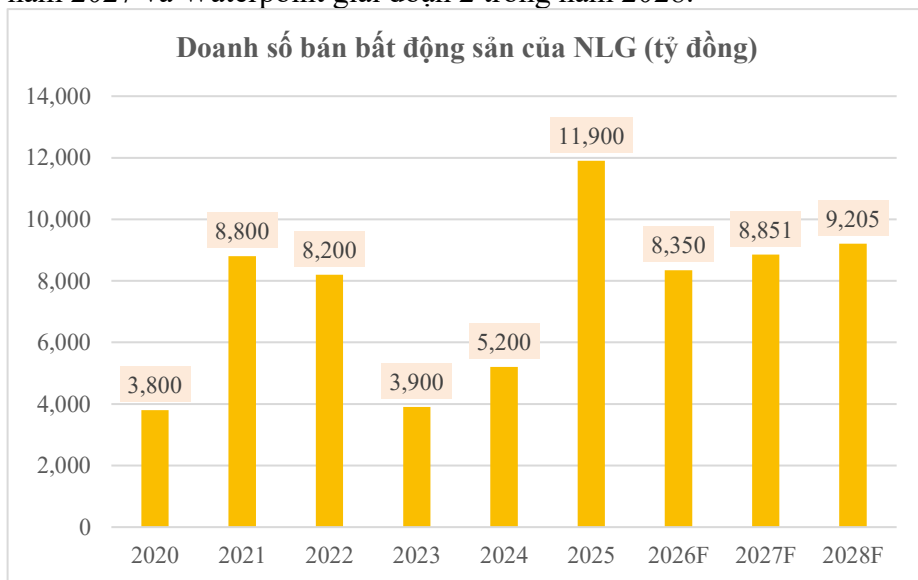
Rủi ro đầu tư:

- Tỷ lệ hấp thụ các dự án thấp hơn dự kiến hoặc tiến độ bàn giao sản phẩm tại các dự án chậm hơn dự kiến.
- Lãi suất cao tác động đến chi phí lãi vay của doanh nghiệp mạnh hơn so với kỳ vọng.

Giai đoạn chuyển hóa từ doanh số bán hàng sang doanh thu và lợi nhuận khi những dự án lớn được bàn giao

Doanh số bán hàng dự kiến tăng tốc từ cuối năm 2026

Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng và room cho vay tại các ngân hàng cũng bị hạn chế khiến khả năng hấp thụ của thị trường, đặc biệt đối với các phân khúc trung và cao cấp đối mặt với nhiều thách thức. Tuy nhiên, khi nền lãi suất phát tín hiệu ổn định trở lại, doanh số bán hàng của NLG có thể tăng trưởng kể từ cuối năm 2026, được hỗ trợ bởi hoạt động mở bán tích cực tại các dự án đã hoàn thiện pháp lý, nằm ở nhiều vị trí chiến lược, cùng với các chính sách bán hàng hấp dẫn (hỗ trợ lãi suất và phương án thanh toán theo tiến độ linh hoạt). Chúng tôi kỳ vọng các dự án đóng góp chính vào doanh số bán hàng năm 2026 sẽ bao gồm cụm dự án tại Đồng Nai (Izumi City và Elyse Island), Southgate, Mizuki Park và dự án mới mở bán Sol Garden. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng doanh số bán hàng sẽ tiếp tục được duy trì, với mức tăng lần lượt 6% và 4% so với cùng kỳ trong năm 2027 và năm 2028, nhờ được hỗ trợ bởi kế hoạch mở bán dự án Akari City giai đoạn 3 trong năm 2027 và Waterpoint giai đoạn 2 trong năm 2028.



Nguồn: NLG, KirinS tổng hợp

Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2027–2028 nhờ hậu thuẫn bởi điểm rơi bàn giao dự án

Mặc dù lợi nhuận sau thuế năm 2026 nhiều khả năng đi ngang so với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ bùng nổ trong giai đoạn 2027 - 2028 khi doanh số bán hàng vượt trội từ năm 2025 được chuyển hóa tại thời điểm bàn giao dự án cho khách hàng. Biên lợi nhuận gộp được dự phóng trên mức 40% nhờ tỷ trọng đóng góp doanh số lớn hơn từ các sản phẩm phân khúc thấp tầng với biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Mở rộng danh mục dự án cả về vị trí địa lý lẫn phân khúc sản phẩm

Các dự án đang trong quá trình triển khai của NLG cho thấy sự đa dạng về phân khúc, vị trí địa lý và cơ cấu sở hữu.

Tại khu vực phía Nam, nơi đây tập trung thế mạnh của NLG với những dự án đã triển khai thành công tại khu vực TP. Hồ Chí Minh và Đồng Nai ở cả phân khúc cao tầng và thấp tầng. Bên cạnh đó, NLG mở rộng sang phân khúc Nhà ở xã hội (NOXH) với việc ký kết hợp tác chiến lược với đối tác NNR (Nhật Bản) nhằm phát triển các dòng nhà ở vừa túi tiền, giá bình dân với mục tiêu bàn giao hơn 22,000 sản phẩm nhà ở vào năm 2035. Chúng tôi cho rằng đây là định hướng phù hợp của ban lãnh đạo trong việc đa dạng hóa danh mục dự án và tạo thành dư tăng trưởng dài hạn trong bối cảnh tỷ lệ hấp thụ phân khúc trung - cao cấp có tín hiệu chậm lại khi lãi suất phát tín hiệu tăng sau giai đoạn ở mức nền thấp, đồng thời giá bán vượt qua khả năng chi trả của một bộ phận lớn khách hàng.

Tại khu vực phía Bắc, dự án Sol Garden tại Hải Phòng là dự án nhà ở thương mại khu vực phía Bắc đầu tiên của NLG. Với vị trí thuận lợi khi nằm tại Thủy Nguyên - Trung tâm hành chính mới của TP. Hải Phòng và hưởng lợi từ sức bật hạ tầng rất lớn, rút ngắn đáng kể thời gian vào trung tâm thành phố khi cầu Nguyễn Trãi được khánh thành vào Q3/2027, mặc dù toàn bộ dự án thuộc phân khúc thấp tầng, mức doanh số ấn tượng ngay khi mở bán là minh chứng cho chất lượng của các dự án thuộc quyền sở hữu của NLG. Bên cạnh đó, dự án An Zen Residences (Hải Phòng) cũng có tỷ lệ hấp thụ cao khi toàn bộ thuộc phân khúc cao tầng và vị trí nằm tại khu dân cư đông đúc.

Dự án & Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Phân khúc & Quy mô	Thời điểm bắt đầu mở bán	Tiến độ
Mizuki Park GD2&3 (TP. Hồ Chí Minh)	50%	Hỗn hợp: Cao tầng & Thấp tầng	Q2/2021	Đang thi công
Akari City GD3 (TP. Hồ Chí Minh)	50%	Cao tầng	2027 - 2029F	Chưa triển khai
Water Point GD1 - Southgate (Long An)	50%	Hỗn hợp: Cao tầng & Thấp tầng	Q4/2019	Đang thi công
Waterpoint GD2 (Long An)	65%	Hỗn hợp: Cao tầng & Thấp tầng	2028F	Chưa triển khai
Elyse Island (Đồng Nai)	59%	Thấp tầng	Q4/2025	Đang thi công
Sol Garden (Hải Phòng)	45%	Thấp tầng	Q2/2026	Đang thi công
Izumi City (Đồng Nai)	50%	Hỗn hợp: Cao tầng & Thấp tầng	2021	Đang thi công
Nam Long II Central Lake (Cần Thơ)	100%	Hỗn hợp: Cao tầng & Thấp tầng	2023	Đang thi công
An Zen Residences (Hải Phòng)	51%	Cao tầng	Q3/2025	Đang thi công

Nguồn: NLG, KirinS tổng hợp

Hưởng lợi trực tiếp khi Đồng Nai trở thành thành phố trực thuộc Trung ương

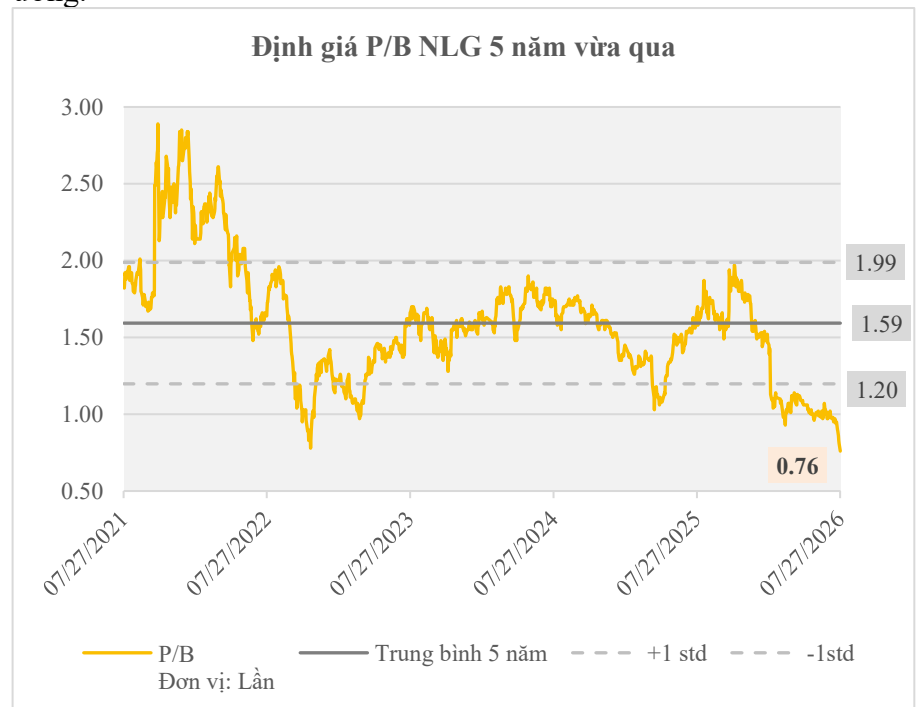
Trong bối cảnh tiến độ bán hàng tại các sản phẩm thấp tầng tại Elyse Island chậm hơn kỳ vọng do tác động tiêu cực từ việc lãi suất tăng lên mức cao, chúng tôi cho rằng tâm lý e ngại “xuống tiền” của khách hàng nhiều khả năng sẽ tiếp tục kéo dài đến hết năm nay, đặc biệt là khi tình trạng khát vốn huy động vẫn diễn ra khiến lãi suất chưa thể hạ nhiệt một sớm một chiều. Tuy nhiên trong dài hạn, những dự án tại Đồng Nai của

NLG (Elyse Island và Izumi City) sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ câu chuyện đưa Đồng Nai chính thức trở thành thành phố trực thuộc Trung ương thứ 7 của cả nước từ Q2/2026. Bên cạnh đó, Chính phủ định hướng Đồng Nai trở thành trung tâm hàng không hiện đại của khu vực châu Á - Thái Bình Dương với lợi thế về vị trí địa lý của Cảng hàng không quốc tế Long Thành, cùng với “đầu tàu” kinh tế - TP. Hồ Chí Minh với vai trò dẫn dắt cả nước về công nghiệp công nghệ cao, logistics...

Chúng tôi cho rằng các cơ chế đặc thù sẽ giúp Đồng Nai tăng tốc thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài, hoàn thiện hệ thống hạ tầng hiện đại, đồng bộ trong dài hạn, từ đó làm tăng giá trị sử dụng cho các sản phẩm bất động sản tại khu vực này. Trải qua năm 2026 với khó khăn chung của toàn ngành, tiến độ bán hàng tại Elyse Island và các phân khu còn lại của Izumi City sẽ bứt phá trở lại kể từ năm 2027 trở đi.

Định giá hiện ở mức chiết khấu đáng kể so với tiềm năng trong tương lai

Định giá P/B của cổ phiếu NLG đã giảm về vùng thấp nhất 5 năm trở lại, ở mức 0.76x, thấp hơn 2.1 lần độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm. Mặc dù lãi suất tăng có thể phần nào ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ tại các dự án bất động sản mở bán cũng như kết quả kinh doanh ở doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng việc NLG rơi xuống mức định giá ở vùng thấp hơn 5 năm trở lại đây trở thành cơ hội hấp dẫn khi doanh nghiệp vẫn sở hữu những yếu tố hậu thuẫn tích cực như **(1)** Lợi nhuận tiếp tục quý đạo tăng trưởng khi bàn giao các sản phẩm đã mở bán trong giai đoạn 2024 - 2025 và **(2)** Doanh số bán hàng dự kiến duy trì ở mức nền cao trong giai đoạn 2026 - 2028 nhờ kỳ vọng nền lãi suất ổn định trở lại giúp cải thiện tâm lý của khách hàng và hưởng lợi trong dài hạn thông qua việc Đồng Nai chính thức trở thành thành phố trực thuộc Trung ương.



Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Rủi ro đầu tư

Tỷ lệ hấp thụ các dự án thấp hơn dự kiến hoặc tiến độ bàn giao sản phẩm tại các dự án chậm hơn dự kiến.

Trong bối cảnh lãi suất ở mức nền cao kéo dài, tỷ lệ hấp thụ tại các dự án bất động sản nói chung và của NLG nói riêng sẽ sụt giảm do tâm lý sẵn sàng “xuống tiền” của người dân chưa thể sớm quay trở lại.

Lãi suất cao tác động đến chi phí lãi vay của doanh nghiệp mạnh hơn so với kỳ vọng.

Không chỉ riêng NLG, việc các doanh nghiệp bất động sản sử dụng phần lớn nợ vay để tài trợ nguồn vốn cho các dự án sẽ khiến chi phí lãi vay gia tăng khi lãi suất ở mức nền cao, theo đó hiệu suất sinh lời có thể suy giảm, ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Định giá

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu của cổ phiếu NLG là 43,500 đồng/cổ phiếu, tương ứng mức tăng (CAGR) đạt 29.6%/năm so với giá đóng cửa 20,000 đồng/cổ phiếu tại ngày 27/07/2026 dựa trên phương pháp định giá RNAV, cụ thể:

Dự án	Phương pháp định giá	NPV dự phóng (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	NPV thực tế (tỷ VND)
Mizuki Park GD2&3 (TP. Hồ Chí Minh)	DCF	2,678	50%	1,339
Akari City GD3 (TP. Hồ Chí Minh)	BV	889	50%	445
Water Point GD1 - Southgate (Long An)	DCF	5,261	50%	2,631
Waterpoint GD2 (Long An)	BV	2,984	65%	1,522
Elyse Island (Đồng Nai)	DCF	4,193	59%	2,474
Sol Garden (Hải Phòng)	DCF	1,250	50%	625
Izumi City (Đồng Nai)	DCF	10,660	50%	5,330
Nam Long II Central Lake (Cần Thơ)	DCF	2,323	100%	3523
An Zen Residences (Hải Phòng)	DCF	485	51%	247
Khác	BV	579	100%	579
Tổng giá trị				19,215
Nợ vay ròng				(1,872)
Giá trị tài sản ròng RNAV				21,087
Số lượng cổ phiếu lưu hành				485,097,383
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				43,470
Giá đóng cửa (27/07/2026)				20,000
Upside (CAGR)				29.5%/năm

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	5,645	5,131	7,321	7,958	8,344
Lợi nhuận sau thuế	946	1,058	1,344	1,521	1,763
Tăng trưởng LNST	-31.79%	11.84%	27.03%	13.17%	15.91%

Ngày thực hiện: 28/07/2026

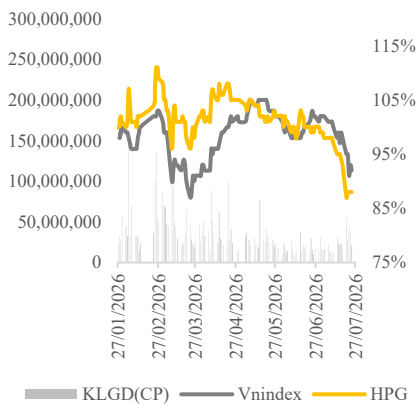
Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	20,350
Giá mục tiêu	38,700
Upside	23.89%/năm
Thời gian nắm giữ	3.5 năm
Cổ tức	15%
Tỷ suất cổ tức	7.4%

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu bán hàng	118,953	138,855	156,116	230,380
Tăng trưởng doanh thu thuần	-16%	16.7%	12.4%	47.6%
Lợi nhuận gộp	12,938	18,498	24,498	41,455
Biên lợi nhuận gộp	10.9%	13.3%	15.7%	18%
Lợi nhuận sau thuế	6,800	12,020	15,515	30,588
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-19.5%	76.8%	29.1%	97.2%

Nguồn: KirinS, Fiin, HPG

**Biến động giá HPG & VN-
Index 6 tháng**



Luận điểm đầu tư

Động lực tăng trưởng mới đến từ HRC: Tổng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép của HPG trong Q2/2026 đạt 3.8 triệu tấn (+29.2% YoY). Trong đó: Thép xây dựng đạt 1.31 nghìn tấn (+2.2% YoY). Trong đó, HRC (bán ngoài) đạt 1.93 nghìn tấn (+64.4% YoY), giữ vai trò động lực tăng trưởng khối lượng chính cho tập đoàn. Nhờ tác động tích cực từ cả hai phía sản lượng tiêu thụ (Thép xây dựng duy trì ở nền cao và tăng trưởng mạnh thép HRC) tăng trưởng cao (+29% YoY) và Giá bán bình quân cải thiện khá tốt (+9.7% YoY), doanh thu của HPG trong Q2/2026 ghi nhận sự bứt phá rất ấn tượng đạt 55.6 nghìn tỷ VNĐ (tăng +4.2% QoQ và bùng nổ +53.1% YoY). Mảng Thép đóng góp tuyệt đối với 54.6 nghìn tỷ VNĐ (chiếm 99% tổng doanh thu, +45% YoY và tiếp tục là động lực tăng trưởng cốt lõi. Kết thúc Quý 1/2026, lợi nhuận sau thuế hợp nhất của tập đoàn chính thức xác lập mốc kỷ lục lịch sử mới với 6.42 nghìn tỷ VNĐ(+50.6% YoY) nếu loại bỏ lợi nhuận bất thường và đưa biên lợi nhuận ròng lên mức 19% – tiệm cận lại vùng đỉnh lịch sử của chu kỳ thép trước đây.

Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	8,442,964,520
Vốn hóa (tỷ VND)	171,814.33
Khoảng giá 52 tuần	20,350 – 27,095
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	514.32
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	21.34%

Hưởng lợi tối đa từ nhu cầu thép nội địa tăng tốc: Động lực tăng trưởng dài hạn cho Hòa Phát đến năm 2030 gắn liền với quyết tâm đẩy mạnh hạ tầng và nâng cấp đô thị của Chính phủ. Việc triển khai hàng loạt dự án hạ tầng giao thông quy mô quốc gia như hệ thống đường bộ cao tốc Bắc - Nam, các tuyến đường sắt tốc độ cao, sân bay quốc tế và hệ thống vành đai đô thị sẽ tạo ra dư địa tiêu thụ thép vô cùng lớn. Đặc biệt, chiến lược quy hoạch lại Thủ đô Hà Nội cùng các đô thị vệ tinh, kết hợp với đề án xây dựng ít nhất 1 triệu căn nhà ở xã hội giai đoạn 2021 – 2030, sẽ kích hoạt chu kỳ nhu cầu cao và kéo dài đối với các sản phẩm thép xây dựng, ống thép và tôn mạ.

Xu hướng ổn định của giá nguyên liệu đầu vào: Nền tảng chi phí nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn từ nay đến năm 2030 được dự báo sẽ duy trì ở mức tương đối ổn định, tạo điều kiện thuận lợi để Hòa Phát kiểm soát giá vốn và củng cố biên lợi nhuận. Nguyên nhân chính xuất phát từ việc nguồn cung than, quặng sắt toàn cầu gia tăng. Ở chiều ngược lại, nhu cầu tiêu thụ quặng sắt và than cốc tại Trung Quốc – quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới – đang có xu hướng đi ngang hoặc giảm nhẹ do quá trình dịch chuyển kinh tế và chính sách kiểm soát khí thải. Sự cân bằng mới giữa cung và cầu trên thị trường hàng hóa thế giới sẽ giữ giá quặng sắt và than mỡ xoay quanh vùng hợp lý, giúp Hòa Phát loại bỏ rủi ro biến động giá nguyên liệu đột biến.

Chỉ số tài chính

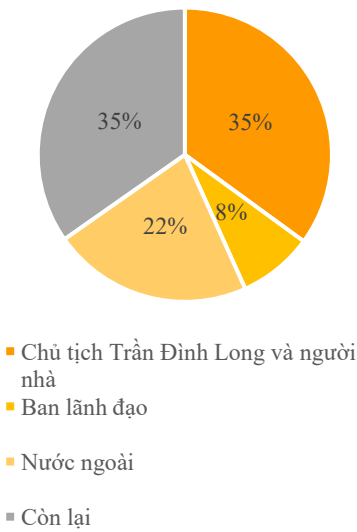
Năm	2023	2024	2025
EPS	1,175	1,879	1,993
BVPS	17,674	17,879	16,830
PE	22.59	14.26	10.21
ROE%	6.88%	11.07%	12.69%
ROA%	3.82%	5.83%	6.41%
Tổng nợ/TTS	45.0%	49.0%	49.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Rủi ro đầu tư:

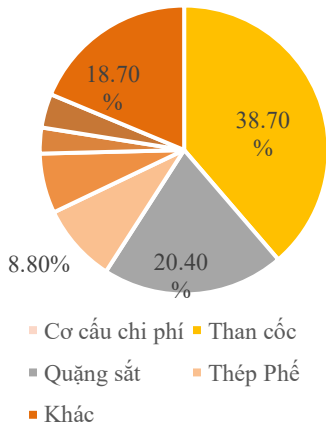
Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào và tính chu kỳ của ngành thép: Mặc dù xu hướng dài hạn của giá nguyên liệu được dự báo tương đối ổn định, các yếu tố bất ngờ như căng thẳng địa chính trị, xung đột thương mại, đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu có thể khiến giá quặng và than tăng vọt trong ngắn hạn

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: KirinS, HPG

Cơ cấu chi phí



Nguồn: KirinS, HPG

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng quan doanh nghiệp & Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Hòa Phát được thành lập năm 1992, khởi đầu là công ty buôn bán máy xây dựng sau đó lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như nội thất, ống thép, thép xây dựng, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Hiện nay, tập đoàn hoạt động trong 05 lĩnh vực: Gang thép (thép xây dựng, thép cuộn cán nóng), Sản phẩm thép (gồm Ống thép, tôn mạ, thép rút dây, thép dự ứng lực), Nông nghiệp, Bất động sản và điện máy gia dụng. Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Hòa Phát là Thép, đóng góp trên 90% doanh thu và lợi nhuận của cả tập đoàn. Với công suất trung bình 13 triệu tấn thép/ năm, Hòa Phát đang nắm giữ top 1 thị phần Việt Nam về thép xây dựng và ống thép, top 10 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam.

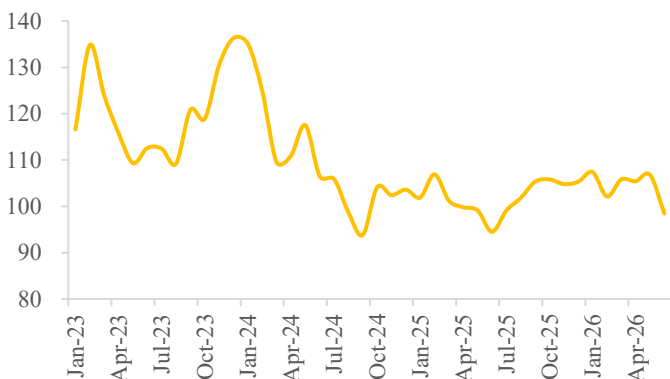
Tại cuối năm 2025 cấu trúc sở hữu của HPG thể hiện sự kết hợp giữa tính gia đình và sự tham gia mạnh mẽ của các tổ chức tài chính lớn. Trong đó, Chủ tịch HĐQT – ông Trần Đình Long cùng những người có liên quan nắm giữ tỷ lệ chi phối vững chắc là 35%, tạo nền tảng quản trị nhất quán và gắn liền lợi ích của ban lãnh đạo với sự phát triển bền vững lâu dài của tập đoàn. Bên cạnh khối cổ đông nội bộ khác nắm giữ 8%, HPG ghi nhận sự đồng hành đáng giá từ nhóm cổ đông ngoại với 22%. Cơ cấu còn lại gồm 35% thuộc về các cổ đông cá nhân và tổ chức trong nước. Sự hiện diện với tỷ trọng lớn của các quỹ ngoại tên tuổi cùng ban lãnh đạo cam kết gắn bó không chỉ khẳng định uy tín, tính minh bạch trong quản trị của HPG mà còn tạo nên bộ đệm cổ đông chiến lược rất vững chắc cho cổ phiếu trên thị trường.

Cơ cấu chi phí & Kết quả kinh doanh trong Q2/2026

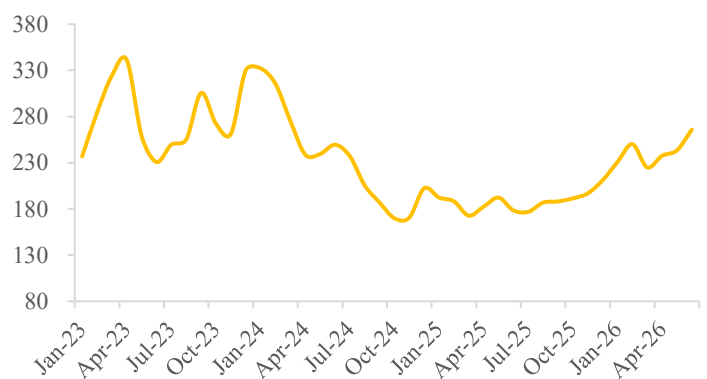
Cơ cấu chi phí mảng thép của Hòa Phát gồm than cốc, quặng sắt và thép phế là 3 thành phần chính trong giá thành sản xuất thép của HPG. Doanh nghiệp sử dụng công nghệ lò cao để luyện gang và lò thổi oxy (BOF) để luyện thép. Tỷ lệ các thành phần chính gồm: Than cốc (38.7%), quặng sắt (20.4%), thép phế (8.8%), điện & nhân công (6.7%) chiếm tỷ trọng 81.3%.

Kể từ cuối năm 2025 đến giữa năm 2026, giá quặng sắt đã phục hồi nhẹ và biến động tương đối "hiền hòa", ổn định xung quanh biên độ 102 – 107 USD/tấn (tháng 05/2026 đạt 106.8 USD/tấn; bình quân Q2/2026 đạt 104.43 USD/tấn, -1.3% QoQ). Sự ổn định này giúp HPG kiểm soát cực tốt chi phí cấu thành quặng sắt.

Quặng sắt

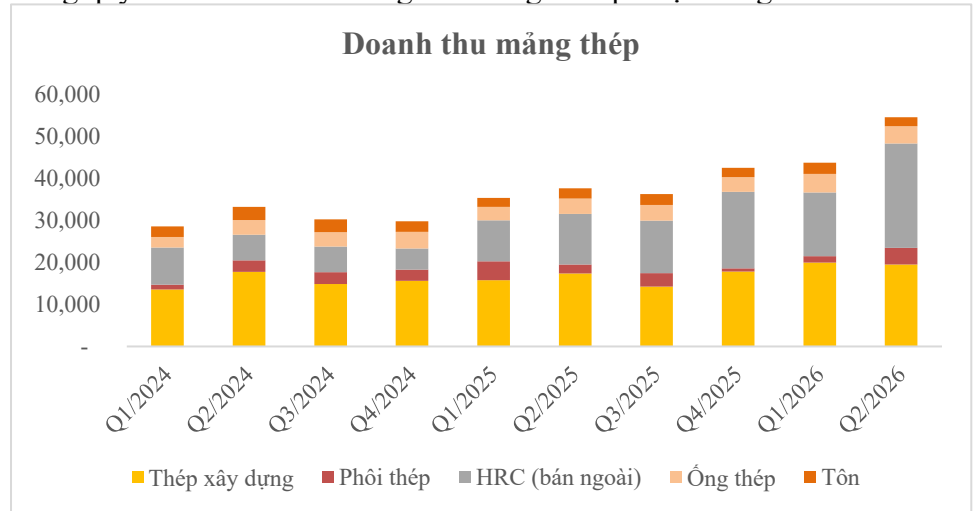


Than mỡ



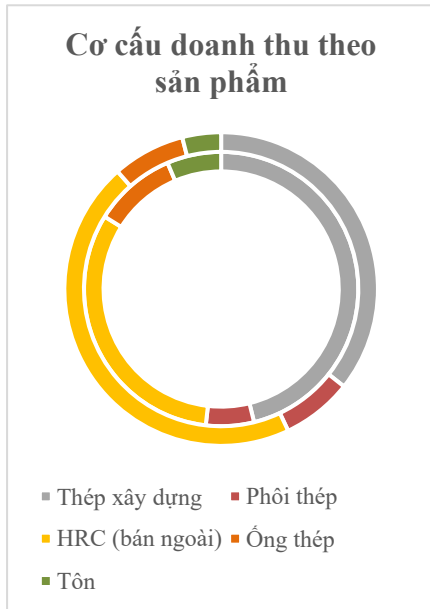
Nguồn: KirinS, Investing.com

Giá than mỡ từng hạ nhiệt mạnh từ đỉnh hơn 340 USD/tấn tại giữa 2023 xuống vùng đáy lịch sử 169 USD/tấn vào giai đoạn cuối năm 2024 - giữa năm 2025 (giá quặng than bình quân Q2/2025 chỉ còn 181.1 USD/tấn). Tuy nhiên, kể từ cuối năm 2025, giá than cốc đã bật tăng vượt 200 USD/tấn vào tháng 12/2025 và leo thẳng lên mức 243.4 USD/tấn vào tháng 05/2026 (+37.6% từ đáy 2025). Chi phí quặng than bình quân quý theo đó tăng vọt từ 188.8 USD/tấn tại Q4/2025 lên 212.8 USD/tấn vào Q1/2026 và chạm 237.50 USD/tấn tại Q2/2026, tăng trưởng tương ứng +12.8% QoQ và +11.6% QoQ. Sự sụt giảm/đi ngang của quặng sắt không đủ bù đắp cho đà tăng phi mã của giá than mỡ Úc. Than cốc chính là "biên số chính" kéo chi phí sản xuất thép thô bắt đầu tăng lên trong quý 2 năm 2026 khi hàng tồn kho giá thấp được dùng hết.



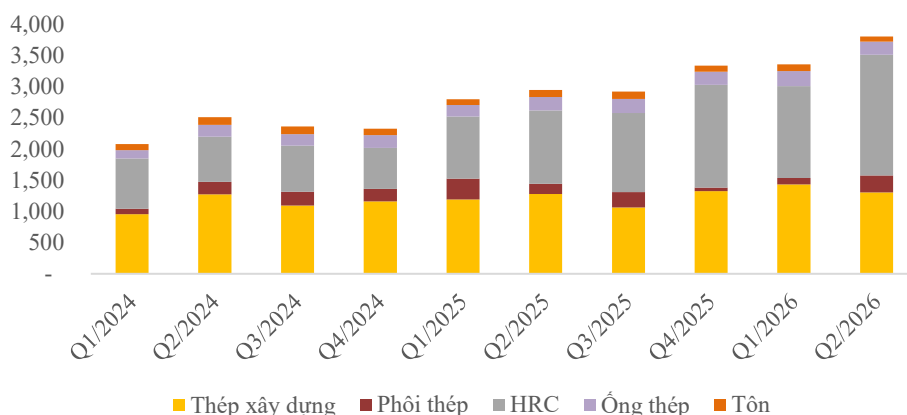
Nguồn: KrrinS, Fiin, HPG

Xét theo chuỗi giá trị và cơ cấu doanh thu mảng thép của Hòa Phát trong Q2/2026 thép xây dựng và HRC vẫn là trụ cột với doanh thu lần lượt đạt 19.49 nghìn tỷ VNĐ (chiếm 36%) và 24.88 nghìn tỷ VNĐ (chiếm 46%). Các sản phẩm hạ nguồn (Ống thép, Tôn) đạt 6.28 nghìn tỷ VNĐ (chiếm 11.5%). Phôi thép thương mại: Đạt 3.99 nghìn tỷ VNĐ (chiếm 7.3%). Trong Q1/2026, sản lượng HRC bán ngoài tăng trưởng rất tốt so với cả cùng kỳ và quý trước, vươn lên chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu. Sản lượng tăng nhờ nhà máy Dung Quất 2 được đưa vào vận hành giúp bổ sung ngay nguồn cung HRC quy mô lớn cho thị trường. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ ổn định đồng thời hưởng lợi từ phòng vệ thương mại đối với HRC giá rẻ nhập khẩu giúp HPG mở rộng nhanh chóng thị phần trong nước.



Vòng ngoài: Q2/2026
Vòng trong: Q2/2025
Nguồn: KrrinS, Fiin, HPG

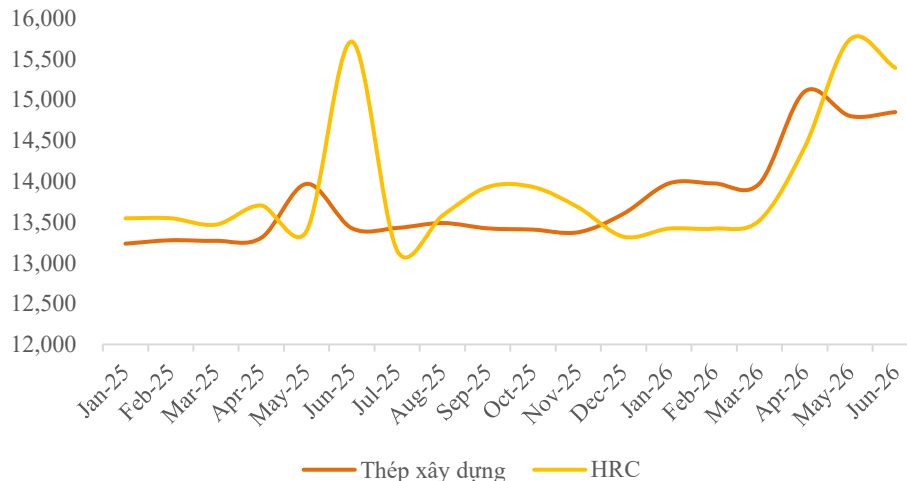
Sản lượng tiêu thụ thép



Nguồn: CSI, Fiin, HPG

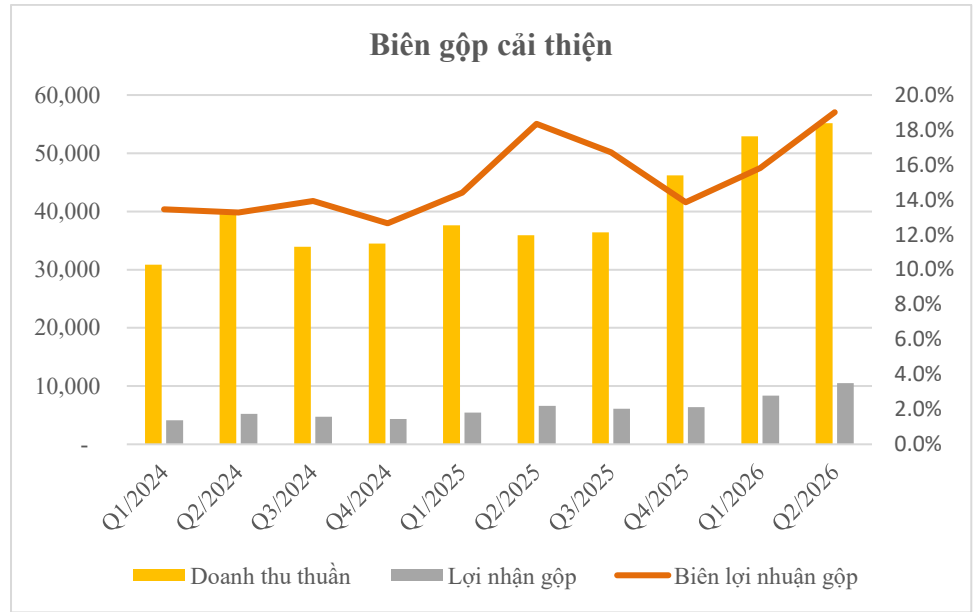
Tổng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép của HPG trong Q2/2026 đạt 3.8 triệu tấn (+29.2% YoY). Trong đó: Thép xây dựng đạt 1.31 nghìn tấn (tăng +2.2% YoY). Đà tăng trưởng duy trì nhờ nhu cầu tích trữ hàng của các đại lý và tiến độ giải ngân vốn đầu tư công tăng tốc ngay từ đầu năm. HRC (bán ngoài) đạt 1.93 nghìn tấn (+64.4% YoY), giữ vai trò động lực tăng trưởng khối lượng chính cho tập đoàn. Ống thép & Tôn mạ đạt lần lượt 212 nghìn tấn (-2.2% YoY) và 83 nghìn tấn (-25.1% YoY). Phôi thép bất ngờ tăng mạnh lên 270 nghìn tấn (+65.6% YoY).

Giá bán bình quân Thép



Nguồn: CSI, Fiin, HPG

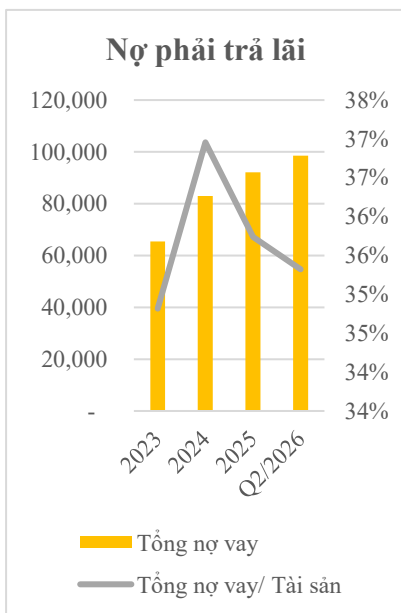
Giá bán bình quân các sản phẩm của HPG trong Q1/2026 đã bước vào chu kỳ phục hồi rõ nét sau khi tạo đáy trong năm 2025. Thép xây dựng có giá bán bình quân trong kỳ đạt gần 14 nghìn VNĐ/kg (+5.4% YoY, +3.6% QoQ). Tuy giá bình quân HRC đi ngang trong Q1/2026 nhưng nếu nhìn theo tháng cũng thấy rõ đà tăng giá trở lại của HRC. Nhờ tác động tích cực từ cả hai phía sản lượng tiêu thụ (Thép xây dựng duy trì ở nền cao và tăng trưởng mạnh thép HRC) tăng trưởng cao (+29% YoY) và Giá bán bình quân cải thiện khá tốt (+9.7% YoY), doanh thu của HPG trong Q2/2026 ghi nhận sự bứt phá rất ấn tượng đạt 55.6 nghìn tỷ VNĐ (tăng +4.2% QoQ và bùng nổ +53.1% YoY). Mảng Thép đóng góp tuyệt đối với 54.6 nghìn tỷ VNĐ (chiếm 99% tổng doanh thu, +45% YoY và tiếp tục là động lực tăng trưởng cốt lõi.



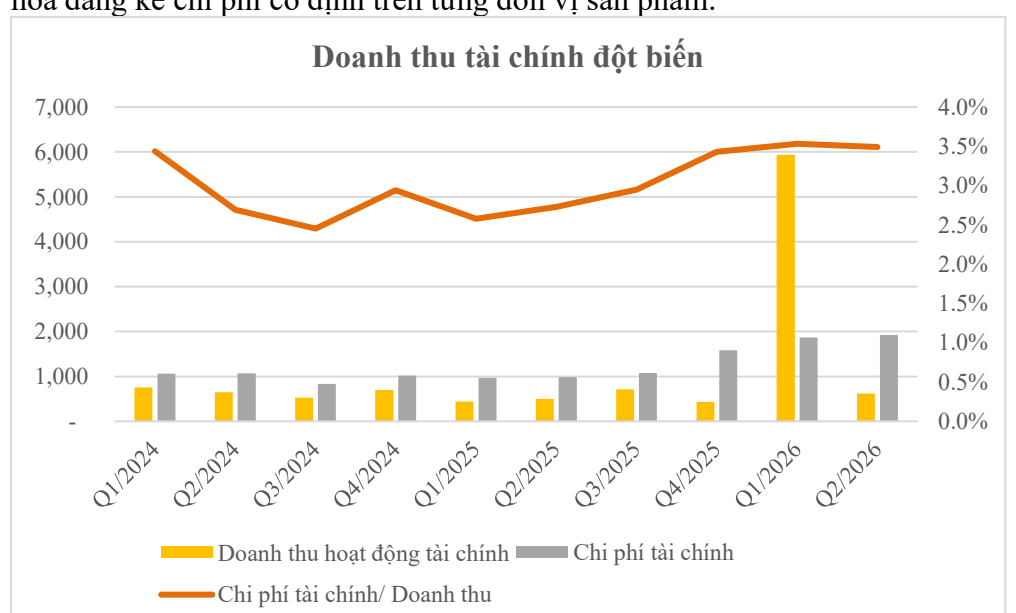
Nguồn: CSI, Fiin, HPG

Kết quả kinh doanh Q2/2026 xác nhận HPG đã chính thức bước vào chu kỳ tăng trưởng mới với sự dịch chuyển cơ cấu doanh thu hướng về HRC. Việc tổng sản lượng vượt mốc 3.8 triệu tấn/quý cùng doanh thu hợp nhất vượt mốc 55 nghìn tỷ VNĐ (+53.6% YoY) cho thấy dự án Dung Quất 2 đang phát huy hiệu quả nhanh chóng. Khi Dung Quất 2 đạt 100% công suất vào năm 2027, HRC sẽ chính thức trở thành mảng đóng góp doanh thu lớn nhất, giúp HPG giảm bớt sự phụ thuộc vào tính chu kỳ của thị trường xây dựng dân dụng.

Trong Quý 2/2026, lợi nhuận gộp của Hòa Phát ghi nhận sự bùng nổ mạnh mẽ, đạt 10.49 nghìn tỷ VNĐ (+25.4% QoQ, +59.2% YoY). Biên lợi nhuận gộp của tập đoàn được mở rộng lên mốc 19%, động lực chính thúc đẩy sự gia tăng này đến từ việc tốc độ hồi phục của giá bán bình quân các sản phẩm thép trong khi giá của nguyên liệu đầu vào chưa thay đổi, kết hợp cùng hiệu ứng đòn bẩy quy mô khi các dây chuyền thuộc dự án Dung Quất 2 đi vào vận hành giúp tối ưu hóa đáng kể chi phí cố định trên từng đơn vị sản phẩm.



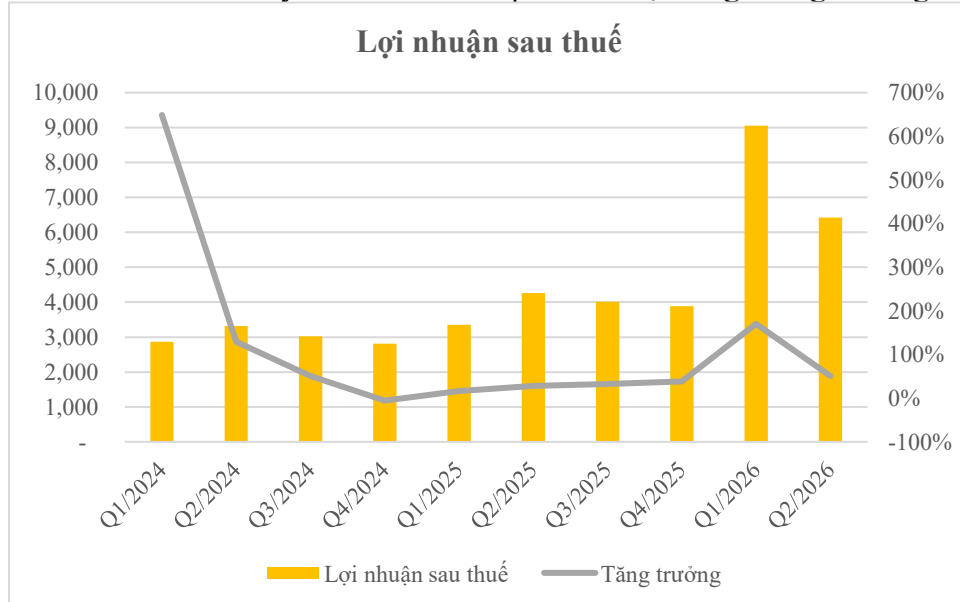
Nguồn: CSI, Fiin, HPG



Nguồn: CSI, Fiin, HPG

Về cấu trúc chi phí, trong Q1 mảng hoạt động tài chính ghi nhận sự biến động đột biến trong kỳ khi doanh thu hoạt động tài chính tăng vọt lên mức 5.94 tỷ VNĐ nhờ chuyển nhượng dự án Bất động sản Khu đô thị Phố Mới, đóng vai trò là nhân tố trợ lực lớn cho bức tranh lợi nhuận tổng thể. Trong Q2 không còn mảng đột biến này đồng thời chi phí tài chính tăng 3% so với quý trước lên mức 1.93 nghìn tỷ VNĐ, trong đó chi phí lãi vay chiếm 1.52 nghìn tỷ VNĐ. Mức tăng chi phí lãi vay hoàn toàn phản ánh quy mô dư nợ vay gia tăng nhằm tài trợ cho các hạng mục đầu tư của dự án Dung Quất 2 khi không còn được vốn hóa như các năm trong thời gian xây dựng nhà máy trước đó. Chi phí lãi vay tăng nhưng cơ cấu nợ phải trả lãi của HPG vẫn giữ tỷ lệ khá an toàn, trong Q2/2026 chiếm 35% tương đương so với năm 2023.

Đối với chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp, Hòa Phát tiếp tục thể hiện năng lực quản trị vận hành xuất sắc. Chi phí bán hàng tăng lên mốc 1.72 nghìn tỷ VNĐ (tương đương 3.1% doanh thu thuần). Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp lại được tối ưu hóa đạt 308 tỷ VNĐ (chiếm 0.6% doanh thu thuần, -4.5% YoY). Sự kiểm soát chặt chẽ bộ máy vận hành đã giúp tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu duy trì ở mức rất thấp so với mặt bằng chung toàn ngành.



Nguồn: CSI, Fiin, HPG

Kết thúc Quý 1/2026, lợi nhuận sau thuế hợp nhất của tập đoàn chính thức xác lập mốc kỷ lục lịch sử mới với 6.42 nghìn tỷ VNĐ(+50.6% YoY) nếu loại bỏ lợi nhuận bất thường và đưa biên lợi nhuận ròng vọt lên mức 19% – tiệm cận lại vùng đỉnh lịch sử của chu kỳ thép trước đây. Tóm lại, kết quả kinh doanh Quý 2/2026 khẳng định Hòa Phát đã bước vào chu kỳ tăng trưởng bứt phá mới. Sự kết hợp giữa năng lực mở rộng biên lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh cốt lõi nhờ ưu thế quy mô Dung Quất 2 và khoản doanh thu tài chính đột biến đã tạo nên bước nhảy vọt về lợi nhuận ròng. Đây sẽ là nền tảng tài chính cực kỳ vững chắc để tập đoàn tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu tuyệt đối về chi phí sản xuất và sức cạnh tranh trên thị trường thép khu vực.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hưởng lợi tối đa từ nhu cầu thép nội địa tăng tốc

Động lực tăng trưởng dài hạn cho Hòa Phát đến năm 2030 gắn liền với quyết tâm đẩy mạnh hạ tầng và nâng cấp đô thị của Chính phủ. Việc triển khai hàng

loạt dự án hạ tầng giao thông quy mô quốc gia như hệ thống đường bộ cao tốc Bắc - Nam, các tuyến đường sắt tốc độ cao, sân bay quốc tế và hệ thống vành đai đô thị sẽ tạo ra dư địa tiêu thụ thép vô cùng lớn. Đặc biệt, chiến lược quy hoạch lại Thủ đô Hà Nội cùng các đô thị vệ tinh, kết hợp với đề án xây dựng ít nhất 1 triệu căn nhà ở xã hội giai đoạn 2021 – 2030, sẽ kích hoạt chu kỳ nhu cầu cao và kéo dài đối với các sản phẩm thép xây dựng, ống thép và tôn mạ. Trong bối cảnh nguồn cung bất động sản dân dụng từng bước phục hồi, Hoà Phát với vị thế là nhà sản xuất chiếm thị phần thép xây dựng lớn nhất Việt Nam sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp và sâu sắc nhất từ làn sóng đầu tư này.

Rào cản gia nhập ngành cao nhờ lợi thế quy mô, kinh nghiệm

Hoà Phát sở hữu lợi thế cạnh tranh cốt lõi mang tính chiến lược mà khó đối thủ nào trong nước có thể tái lập, đó là mô hình sản xuất quy mô lớn khép kín từ quặng sắt đến sản phẩm thép cuối cùng. Việc đưa Khu liên hợp Sản xuất Gang thép Dung Quất 1 và Dung Quất 2 vào vận hành đã nâng tổng công suất thép thô của tập đoàn lên ngưỡng kỷ lục, giúp giảm thiểu tối đa chi phí cố định (khấu hao, nhân công) trên từng đơn vị sản phẩm. Bên cạnh đó, với hàng chục năm kinh nghiệm trong công nghệ lò cao BOF, khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu, tự chủ điện sản xuất và lợi thế cảng biển nước sâu cho phép tàu tải trọng lớn cập cảng trực tiếp, Hoà Phát tạo ra mức chi phí sản xuất (COGS) thấp nhất toàn ngành. Lợi thế về chi phí này dựng lên một rào cản gia nhập ngành bền vững, bảo vệ vững chắc thị phần nội địa và cho phép tập đoàn duy trì biên lợi nhuận vượt trội ngay cả trong những giai đoạn thị trường thép toàn cầu gặp biến động.

Xu hướng ổn định của giá nguyên liệu đầu vào

Nền tảng chi phí nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn từ nay đến năm 2030 được dự báo sẽ duy trì ở mức tương đối ổn định, tạo điều kiện thuận lợi để Hoà Phát kiểm soát giá vốn và củng cố biên lợi nhuận. Nguyên nhân chính xuất phát từ việc nguồn cung quặng sắt toàn cầu gia tăng mạnh mẽ khi các tập đoàn khai khoáng hàng đầu thế giới như Vale, Rio Tinto và BHP liên tục mở rộng công suất tại Úc và Brazil, kết hợp với siêu dự án quặng sắt Simandou (Guinea) chính thức đi vào khai thác thương mại, giúp xóa bỏ nguy cơ thiếu hụt nguồn cung. Ở chiều ngược lại, nhu cầu tiêu thụ quặng sắt và than cốc tại Trung Quốc – quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới – đang có xu hướng đi ngang hoặc giảm nhẹ do quá trình dịch chuyển kinh tế và chính sách kiểm soát khí thải. Sự cân bằng mới giữa cung và cầu trên thị trường hàng hóa thế giới sẽ giữ giá quặng sắt và than mỡ xoay quanh vùng hợp lý, giúp Hoà Phát giảm bớt rủi ro biến động giá nguyên liệu đột biến.

Đột phá từ cơ cấu sản phẩm cao cấp

Không chỉ dừng lại ở các sản phẩm thép truyền thống, Hoà Phát đang dịch chuyển mạnh mẽ cơ cấu sản xuất sang các dòng sản phẩm có giá trị gia tăng cao, đặc biệt là thép cuộn cán nóng (HRC), thép chất lượng cao dùng cho ngành cơ khí chế tạo, ô tô và đóng tàu. Dự án Dung Quất 2 tập trung công suất cho HRC giúp tập đoàn nắm trọn cơ hội thay thế hàng nhập khẩu tại thị trường trong nước, đồng thời đáp ứng các tiêu chuẩn khắt khe để đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường khó tính như Mỹ, Châu Âu và Đông Nam Á. Sự chủ động về nguồn cung HRC nội bộ cũng tạo lợi thế gia tăng chuỗi giá trị cho các mảng hạ nguồn như Ống thép và Tôn mạ. Sự kết hợp giữa quy mô sản xuất vượt trội, chi phí tối ưu và cơ cấu sản phẩm ngày càng đa dạng sẽ là động lực then chốt đưa Hoà Phát duy trì đà tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng, khẳng định vị thế tập đoàn công nghiệp nặng hàng đầu khu vực đến năm 2030.

RỦI RO

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào và tính chu kỳ của ngành thép: Ngành thép mang bản chất chu kỳ rất cao và chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi sự biến động của giá các loại hàng hóa cơ bản trên thị trường thế giới. Mặc dù xu hướng dài hạn của giá nguyên liệu được dự báo tương đối ổn định, các yếu tố bất ngờ như căng thẳng địa chính trị, xung đột thương mại, đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu hoặc sự cố khai thác tại các mỏ lớn ở Úc và Brazil vẫn có thể khiến giá quặng và than tăng vọt trong ngắn hạn. Khi giá nguyên liệu đầu vào tăng nhanh hơn khả năng chuyển giao chi phí sang giá bán thành phẩm, biên lợi nhuận gộp của tập đoàn sẽ chịu áp lực thu hẹp đáng kể, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh và dòng tiền hoạt động.

Rủi ro tỷ giá và biến động lãi suất: Do quy mô hoạt động mở rộng và tính chất ngành công nghiệp nặng, Hòa Phát phát sinh cấu trúc vốn vay ngân hàng lớn bằng cả đồng nội tệ và ngoại tệ, đồng thời duy trì các giao dịch nhập khẩu nguyên liệu và xuất khẩu thành phẩm bằng đồng USD. Sự biến động bất lợi của tỷ giá USD/VND có thể làm gia tăng chi phí giá vốn hàng bán và phát sinh các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện đối với dư nợ ngoại tệ. Cùng với đó, nếu mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao hoặc tăng trở lại do áp lực lạm phát toàn cầu, chi phí lãi vay của tập đoàn sẽ gia tăng, ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền tự do và lợi nhuận sau thuế phân phối cho cổ đông.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Sau khi hoàn thành Dung Quất 2 và đưa vào sản xuất, doanh thu thuần của HPG dự phóng không còn tăng trưởng mạnh. Điều này phản ánh giả định sản lượng tiêu thụ gần như đã đạt ngưỡng tối đa, tuy nhiên lợi nhuận thuần sau thuế của tập đoàn vẫn tiếp tục cải thiện qua từng năm nhờ mở rộng biên lợi nhuận ròng. Sự cải thiện này được thúc đẩy bởi hai nhân tố chính: Thứ nhất là kỳ vọng xu hướng hạ nhiệt của giá các loại nguyên liệu đầu vào chính (quặng sắt, than mỡ) giúp biên lợi nhuận gộp duy trì xu hướng mở rộng từ 14.6% năm 2026 lên mức 16% vào năm 2029. Thứ hai là hiệu quả quản trị chi phí ngày càng cao nhờ lợi thế quy mô, thể hiện qua việc chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) được tối ưu hóa mạnh mẽ. Bên cạnh đó, chi phí tài chính cũng giảm dần từ mức 2% trên doanh thu trong năm 2026 xuống còn 1.6% doanh thu tại năm 2029 nhờ dòng tiền tích lũy trả bớt dư nợ vay.

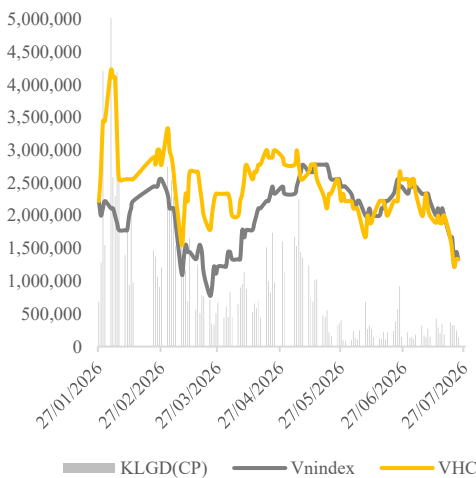
Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	156,116	238,968	287,739	297,241	298,890
Lợi nhuận sau thuế	15,515	25,314	28,253	30,488	32,511
Tăng trưởng LNST	29.1%	63.2%	11.6%	7.9%	6.6%

Dự phóng đến năm 2029, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu HPG ước tính sẽ đạt 32,300 VNĐ/cổ phiếu. Lựa chọn bội số P/B mục tiêu ở mức 1,2 lần (một mức định giá hợp lý và thận trọng đối với một doanh nghiệp đầu ngành sở hữu quy mô tài sản khổng lồ, hiệu quả vận hành vượt trội và cấu trúc tài chính an toàn trong giai đoạn gặt hái dòng tiền) giá trị hợp lý của cổ phiếu HPG đến năm 2029 được xác định ở mức 38,700 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng với tỷ suất sinh lời kỳ vọng tăng trưởng khoảng 23.89% trong khung thời gian 3.5 năm tới. Mặc dù dư địa bùng nổ sản lượng không còn quá lớn sau khi Dung Quất 2 lắp đầy công suất, HPG vẫn là lựa chọn đầu tư mang tính phòng thủ cao với biên an toàn dày dặn.

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	53,200
Giá mục tiêu	102,330
Upside	46% / năm
Thời gian nắm giữ	24 tháng
Cổ tức	20%
Tỷ suất cổ tức	3.76%

Biến động giá VHC & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	209,453,159
Vốn hóa (tỷ VND)	11,142.91
Khoảng giá 52 tuần	51900-69200
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	13.31
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	18.84%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS	4,914	5,463	6,319
BVPS	44,629	38,651	42,820
PE	13.92	12.48	8.42
ROE%	11.58%	14.41%	15.51%
ROA%	7.81%	10.14%	11.06%
Tổng nợ/TTS	28.0%	26.0%	25.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu bán hàng	10,033.02	12,512.79	12,020.90	14,630.76
Tăng trưởng doanh thu thuần	-24.2%	24.7%	-3.9%	21.7%
Lợi nhuận gộp	1,492.82	1,895.04	2,040.19	2,622.77
Biên lợi nhuận gộp	14.9%	15.1%	17.0%	17.9%
Lợi nhuận sau thuế	973.76	1,302.65	1,506.80	1,825.65
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-51.6%	33.8%	15.7%	21.2%

Nguồn: KirinS, Fiin, VHC

Luận điểm đầu tư

Kết quả kinh doanh ổn định trong hoàn cảnh khó khăn: Trong 6 tháng đầu năm 2026, doanh thu của nữ hoàng cá Tra Vĩnh Hoàn đạt 6.4 nghìn tỷ (+9.6% yoy). Xuất khẩu vẫn là trụ cột tuyệt đối với 4.76 nghìn tỷ (chiếm 74% tổng doanh thu, tăng 14.4% YoY). Kết quả này khá tích cực đối với một doanh nghiệp xuất khẩu như VHC trong bối cảnh thương mại toàn cầu đầy biến động do thuế quan và chiến tranh. Thị trường Mỹ (động lực tăng trưởng tốt nhất) đạt 1.24 nghìn tỷ đồng (+7.7% yoy, +29.8% qoq). Trong 6 tháng đầu năm thị trường này đạt 4.76 nghìn tỷ (+19.6% yoy) cao hơn khá nhiều mức tăng trưởng doanh thu chung toàn công ty. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của VHC nhờ lợi thế thuế chống bán phá giá bằng 0% và sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ.

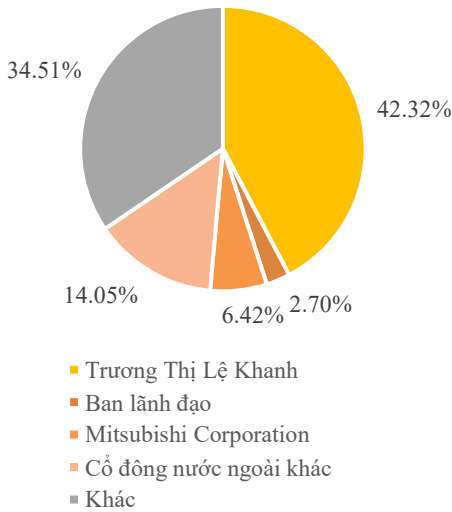
Năng lực cạnh tranh cốt lõi và Sức khỏe Bảng cân đối kế toán cực kỳ lành mạnh: Việc tự chủ từ khâu cá giống, thức ăn chăn nuôi đến công nghệ chế biến hiện đại không chỉ giúp công ty đáp ứng dễ dàng các tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe tại Mỹ và EU, mà còn tạo ra rào cản gia nhập ngành lớn. Tính đến Q2/2026, tổng lượng Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (Tiền gửi) của VHC đạt hơn 3 nghìn tỷ (trong đó Tiền & tương đương tiền đạt gần 1.5 nghìn tỷ VNĐ) chiếm tới 34% Tổng tài sản ngắn hạn. Việc nắm giữ khối tiền mặt khổng lồ giúp VHC hoàn toàn chủ động nguồn vốn lưu động cho các đợt tích trữ nguyên liệu quy mô lớn mà không bị áp lực bởi chi phí vốn cao.

Cơ hội mở rộng và gia tăng thị phần tại các thị trường giá trị cao (Mỹ & EU): Mỹ và EU tiếp tục là hai thị trường xuất khẩu trọng điểm mang lại biên lợi nhuận cao nhất cho VHC. Trong giai đoạn 2026 – 2027, VHC đứng trước cơ hội lớn để thâm tóm thêm thị phần nhờ sự kết hợp giữa lợi thế cạnh tranh về thuế, chu kỳ phục hồi nhu cầu tiêu dùng và khả năng thay thế các phân khúc thực phẩm khác.

Giữ vững biên lợi nhuận cao giai đoạn 2026 – 2027 từ thiên văn El Nino và chu kỳ giá: Dự báo hiện tượng El Nino kéo dài trong giai đoạn 2026 – 2027 sẽ gây ra điều kiện thời tiết khắc nghiệt tại khu vực ĐBSCL, gia tăng áp lực dịch bệnh và làm sụt giảm tỷ lệ nuôi trồng thành công toàn vùng. Sự sụt giảm nguồn cung chung sẽ đẩy giá cá tra nguyên liệu trên thị trường tự do lên mức cao. Đối với các doanh nghiệp phải thu mua 100% ngoài ao nhà, chi phí nguyên liệu tăng cao sẽ bào mòn biên lợi nhuận. Ngược lại, nhờ tự chủ được nguồn cá thịt với giá thành nội bộ ổn định, VHC không bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đợt tăng giá này.

Rủi ro đầu tư:

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: KirinS, VHC

Căng thẳng chuỗi cung ứng hàng hải: Các xung đột địa chính trị trên thế giới có thể làm kéo dài thời gian di chuyển của các tàu container và đẩy cước phí vận tải biển lên cao. Điều này sẽ làm tăng tổng chi phí nhập khẩu của đối tác Mỹ/EU, làm giảm sức mua và làm chậm tiến độ đặt đơn hàng mới.

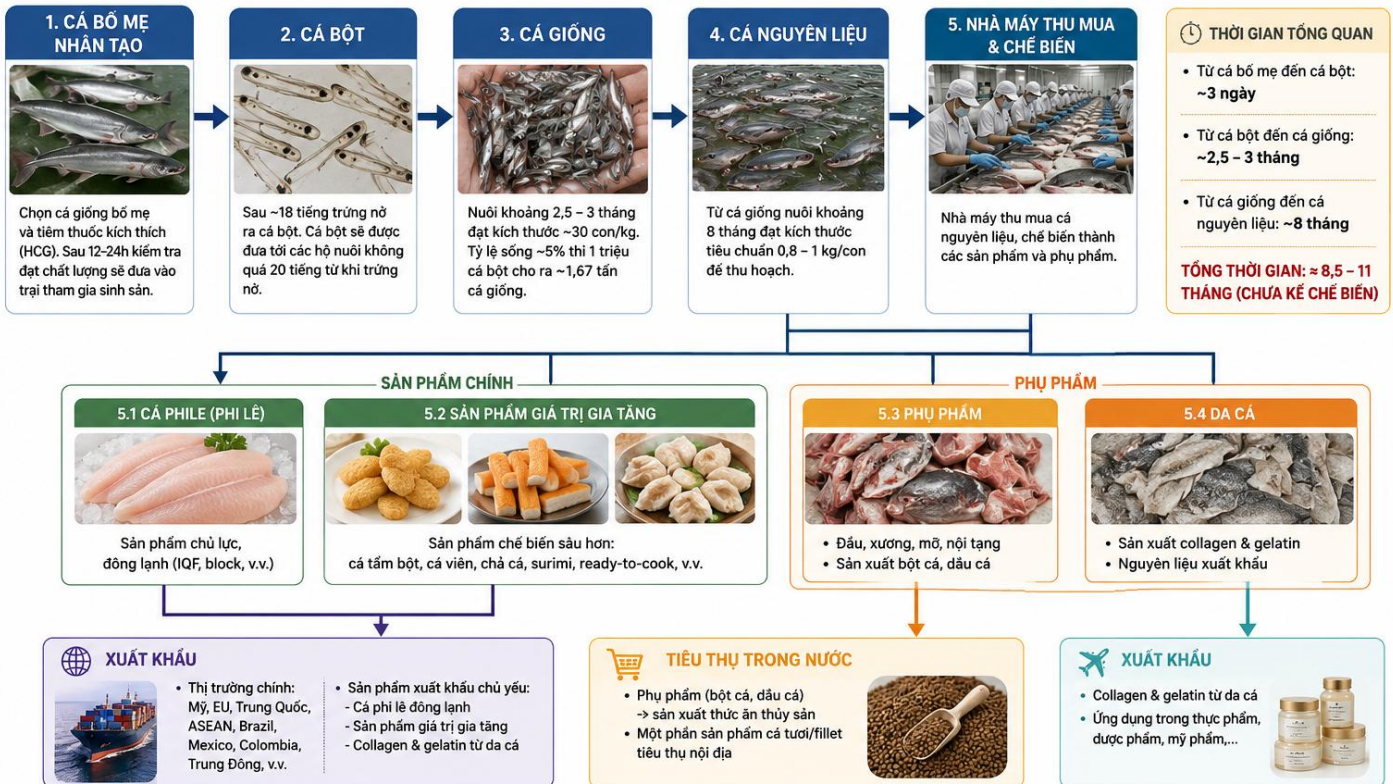
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng quan doanh nghiệp & Cơ cấu cổ đông

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC) tiền thân là doanh nghiệp tư nhân Vĩnh Hoàn, được thành lập vào ngày 19/12/1997 tại tỉnh Đồng Tháp. VHC là doanh nghiệp đầu ngành trong mảng xuất khẩu cá tra tại Việt Nam. Bên cạnh đó, VHC cũng mở rộng sang các mảng kinh doanh khác như collagen & gelatin, nông sản, thực phẩm đóng gói và thức ăn thủy sản.

Cơ cấu cổ đông của Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC) thể hiện sự tập trung quyền lực cao và tính ổn định vượt trội. Trong đó, Bà Trương Thị Lệ Khanh – Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm người sáng lập doanh nghiệp là cổ đông lớn nhất khi nắm giữ tỷ lệ chi phối 42% cổ phần. Tỷ lệ sở hữu cá nhân lớn từ người đứng đầu cùng với 14% cổ phần thuộc về nhóm người nội bộ và người có liên quan giúp gia tăng sự gắn kết lợi ích giữa ban lãnh đạo với sự phát triển dài hạn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, sự hiện diện của các tổ chức đầu tư với 21% cổ phần đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo tính quản trị minh bạch và nâng cao uy tín tài chính cho công ty. Phần còn lại 23% thuộc về các nhóm cổ đông khác, tạo mức độ thanh khoản vừa phải trên thị trường.

CHUỖI GIÁ TRỊ CÁ TRA: TỪ CON GIỐNG ĐẾN XUẤT KHẨU & TIÊU THỤ TRONG NƯỚC

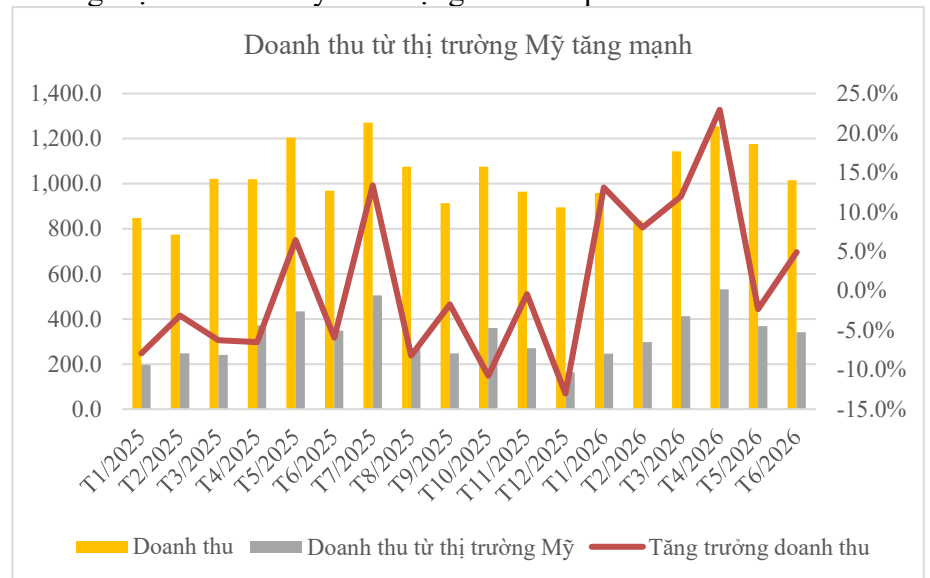


Nguồn: KirinS, VHC

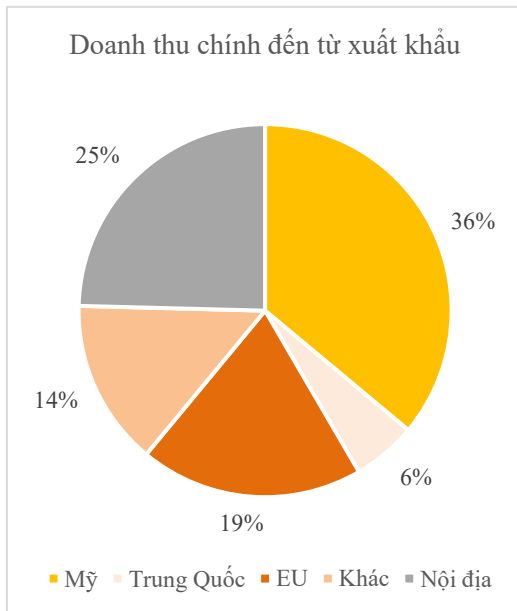
Vĩnh Hoàn vận hành theo mô hình chuỗi giá trị khép kín (3F: Feed - Farm - Food) trong ngành thủy sản, trọng tâm là chế biến và xuất khẩu cá tra. Mô hình này giúp VHC tự chủ vùng nuôi và nhà máy chế biến đáp ứng các tiêu chuẩn vệ sinh khắt khe nhất của các thị trường khó tính (Mỹ, EU). Không chỉ dừng lại ở phi-lê cá, VHC tận dụng tối đa phế phụ phẩm (da cá, mỡ cá, xương cá) để sản xuất Collagen & Gelatin (C&G), mỡ cá, bột cá và các sản phẩm giá trị gia tăng (GTGT), giúp nâng cao đáng kể biên lợi nhuận gộp toàn tập đoàn.

Kết quả kinh doanh trong Q2/2026

Trong 6 tháng đầu năm 2026, doanh thu của nữ hoàng cá Tra Vĩnh Hoàn đạt 6.4 nghìn tỷ (+9.6% yoy). Xuất khẩu vẫn là trụ cột tuyệt đối với 4.76 nghìn tỷ (chiếm 74% tổng doanh thu, tăng 14.4% YoY). Kết quả này khá tích cực đối với một doanh nghiệp xuất khẩu như VHC trong bối cảnh thương mại toàn cầu đầy biến động do thuế quan và chiến tranh.

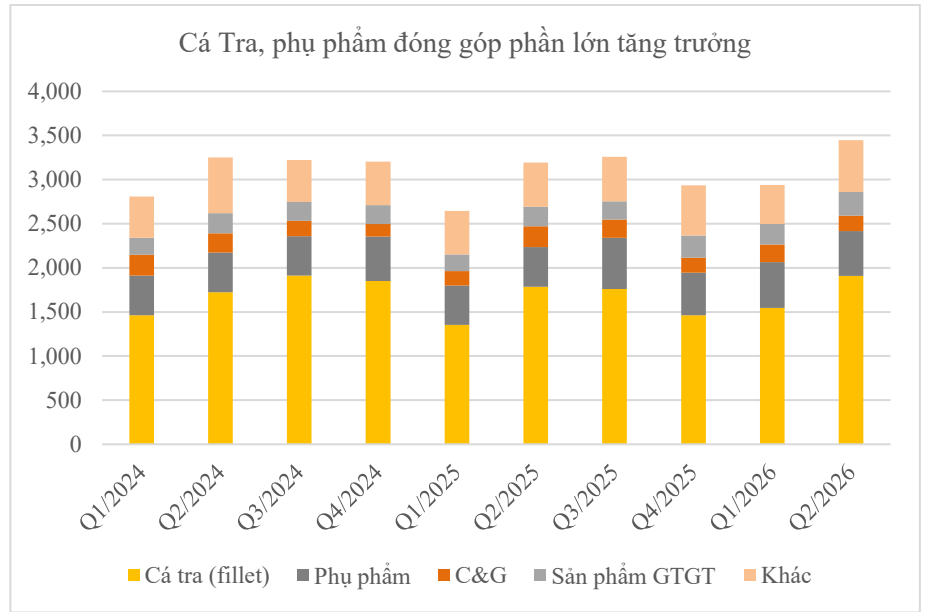


Nguồn: KirinS, VHC



Nguồn: KirinS, VHC

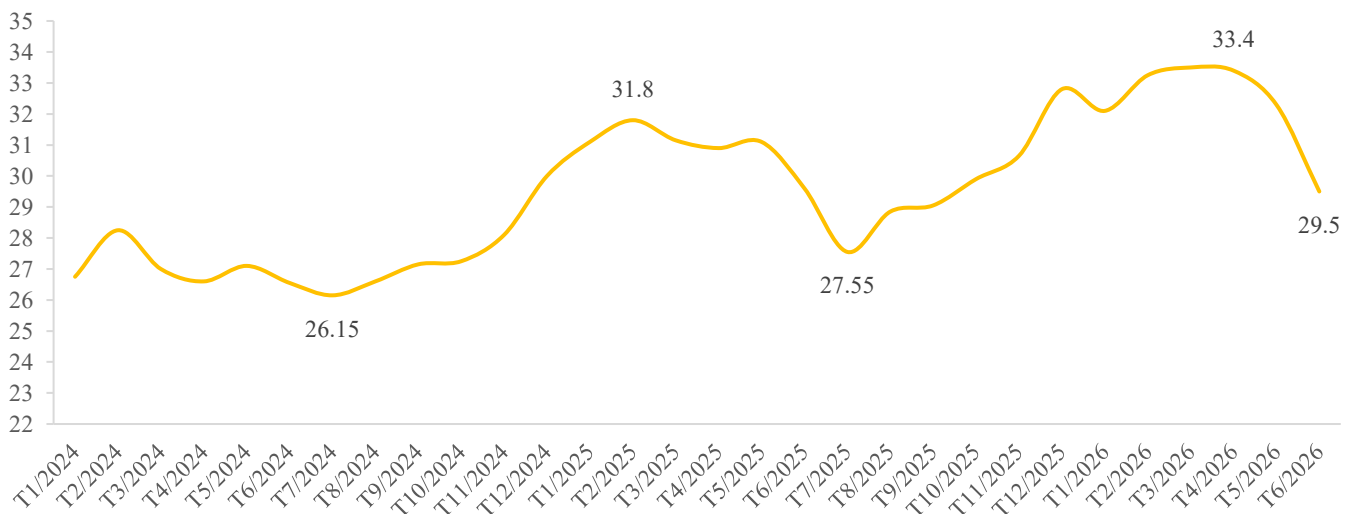
Thị trường Mỹ (động lực tăng trưởng tốt nhất) đạt 1.24 nghìn tỷ đồng (+7.7% yoy, +29.8% qoq). Trong 6 tháng đầu năm thị trường này đạt 4.76 nghìn tỷ (+19.6% yoy) cao hơn khá nhiều mức tăng trưởng doanh thu chung toàn công ty. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của VHC nhờ lợi thế thuế chống bán phá giá bằng 0% và sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ. Ngoài ra có thêm xu hướng tích trữ hàng tồn kho trước lo ngại về thuế quan (thấy khá rõ trong xu hướng tăng trưởng chậm lại trong những tháng gần đây: tháng 5/2026 đạt 369 tỷ giảm 14.8% yoy và tháng 6/2026 đạt 341 tỷ giảm 2.3% yoy). Thị trường Nội địa khá ổn định đạt 847 tỷ đồng, giảm nhẹ 1.4% YoY. Mảng nội địa đóng vai trò mỏ neo giữ nhịp doanh thu cho VHC trước những biến động địa chính trị hay cuộc vận tải biển toàn cầu. Thị trường Châu Âu (EU) đạt 668 tỷ đồng trong Q2/2026 có thể là nhân tố mới dẫn dắt tăng trưởng xuất khẩu cho Vĩnh Hoàn trong các quý tới. Thị trường này đóng góp dòng tiền ổn định với mức doanh thu dao động từ 200 - 268 tỷ đồng/tháng trong nửa đầu năm 2026. Thị trường Trung Quốc đạt 191 tỷ đồng, tăng trưởng 3.2% YoY.



Nguồn: KirinS, VHC

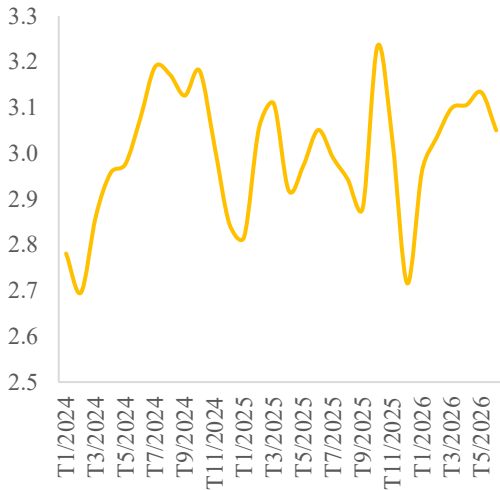
Doanh thu từ cá tra Fillet (Sản phẩm cốt lõi) đạt 1.9 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 6.8% YoY, 23.4% QoQ và chiếm tỷ trọng chi phối 55.4% (dao động từ 51.4% đến 57.7% tổng doanh thu trong nửa đầu 2026). Doanh thu mảng này tăng tốc mạnh mẽ từ tháng 1 đến tháng 4 năm 2026, chạm mốc 743 tỷ đồng vào T4/2026 (tăng 27.4% YoY) nhưng sau đó có xu hướng giảm dần. Phụ phẩm (Tối ưu hóa giá trị) đạt 509 tỷ đồng, tăng trưởng 13.4% YoY. Việc tăng trưởng quy mô chế biến cá fillet kéo theo sản lượng phụ phẩm tăng mạnh, góp phần quan trọng vào cải thiện biên lợi nhuận. Sản phẩm GTGT & Dòng sản phẩm tiêu dùng: Sản phẩm GTGT đạt 269 tỷ đồng (tăng 20.9% YoY) tuy đóng góp chưa cao trong cơ cấu doanh thu nhưng đang tăng trưởng rất tốt. Nhóm các sản phẩm khác (bao gồm Bánh phồng tôm, Sản phẩm từ gạo...) đạt 588 tỷ đồng (tăng 17.4% YoY), phản ánh nỗ lực đa dạng hóa danh mục sản phẩm tiêu dùng của VHC. Mảng Collagen & Gelatin đạt 174 tỷ đồng (giảm 26.3% YoY).

Giá nguyên liệu cá Tra



Nguồn: KirinS, Agromonitor

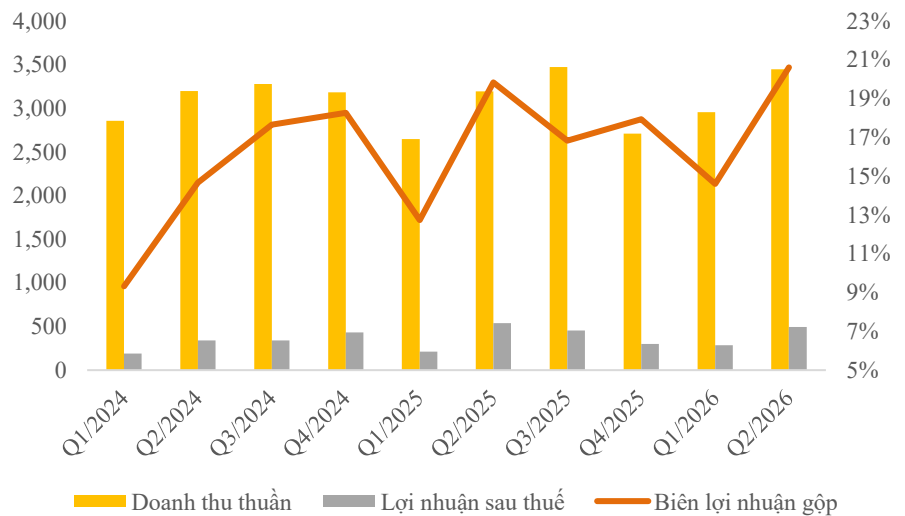
Giá XK thị trường Mỹ



Nguồn: KirinS, Agromonitor

Năm 2025, thị trường cá tra ĐBSCL chịu ảnh hưởng nặng nề bởi thời tiết thất thường và dịch bệnh, làm sụt giảm nghiêm trọng nguồn cung toàn vùng. Giá cá nguyên liệu thị trường bị đẩy lên mức kỷ lục 31.1 – 33.5 nghìn VNĐ/kg (tăng khoảng 15% so với mặt bằng 2024), đồng thời giá cá giống vọt lên đỉnh lịch sử 77.45 nghìn VNĐ/kg (vào T12/2025, tăng hơn 100% so với đầu năm). Đối với các doanh nghiệp xuất khẩu thuần túy phải thu mua 100% bên ngoài, mức tăng chi phí đầu vào này sẽ ngay lập tức "bào mòn" biên lợi nhuận gộp xuống mức một chữ số. Tuy nhiên, bức tranh tài chính của VHC trong năm 2025 lại thể hiện bản lĩnh của doanh nghiệp đầu ngành khi vẫn giữ được mức biên lợi nhuận 17% nhờ tỷ lệ tự chủ vùng nuôi cao (lên đến 60% – 70% nhu cầu). VHC chỉ phải mua một phần nhỏ cá nguyên liệu từ các hộ nuôi bên ngoài để bù đắp cho các đơn hàng bùng nổ, còn phần lớn sản lượng chế biến vẫn sử dụng cá tự nuôi với chi phí giá thành nội bộ ổn định hơn nhiều so với giá thị trường do hộ nuôi phát sinh. Sự chênh lệch lớn giữa giá bán xuất khẩu sang Mỹ (neo cao từ \$2.82 - \$3.11/kg) và giá thành cá tự nuôi đã tạo ra bộ đệm biên lợi nhuận cực kỳ vững chắc. Việc thu mua ngoài chỉ là giải pháp linh hoạt để giải quyết bài toán quy mô khi cầu vượt cung. Biên lợi nhuận tại Q2/2026 đạt 20.6% cao nhất trong 11 quý gần nhất nhờ giá nguyên liệu có xu hướng giảm, đồng thời tận dụng được lợi thế vùng nuôi khép kín của mình giúp giảm giá thành.

Kết quả kinh doanh của VHC



Nguồn: KirinS, Fiin, VHC

Nhờ giá trị xuất khẩu tại thị trường chính cải thiện giúp doanh thu trong Q1/2026 của VHC đạt 2.95 nghìn tỷ (+11.6% yoy) Tiếp nối đà tăng trưởng, doanh thu Q2/2026 của VHC bùng nổ đạt 3.4 nghìn tỷ (+16.6% yoy, 7.9% qoq) nhờ giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng mạnh. Sự kết hợp giữa biên lợi nhuận gộp mở rộng và tỷ lệ SG&A tối ưu đã khuếch đại lợi nhuận ròng giúp công ty đạt 286 tỷ (+35.3% yoy) trong Q1/2026. Bên cạnh nhu cầu tiêu dùng thị trường Xuất khẩu phục hồi, tâm lý tích trữ hàng trước quyết định thuế quan cũng góp phần làm doanh thu Q1 đột biến, đến Q2/2026 doanh thu của VHC vẫn tăng trưởng nhưng có dấu hiệu chậm hơn đạt 3.4 nghìn tỷ (+7.9% YoY). Khi quy mô doanh thu đạt đỉnh mới kết hợp với mặt bằng giá cá nguyên liệu đầu vào đang

hạ nhiệt, VHC đang đứng trước cơ hội mở rộng mạnh mẽ cả về quy mô lẫn tỷ suất sinh lời.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Năng lực cạnh tranh cốt lõi và Sức khỏe Bảng cân đối kế toán cực kỳ lành mạnh

VHC sở hữu mô hình chuỗi giá trị tích hợp hoàn chỉnh (Feed - Farm - Food). Việc tự chủ từ khâu cá giống, thức ăn chăn nuôi đến công nghệ chế biến hiện đại không chỉ giúp công ty đáp ứng dễ dàng các tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe tại Mỹ và EU, mà còn tạo ra rào cản gia nhập ngành lớn. Trong các giai đoạn thị trường biến động mạnh về chi phí (giá cá giống hay thức ăn tăng cao), mô hình này đóng vai trò "lá chắn" giúp VHC duy trì giá thành sản xuất tối ưu và giữ vững biên lợi nhuận so với các doanh nghiệp thu mua thuần túy.

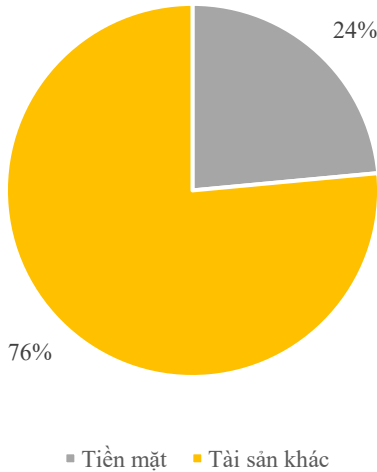
Dữ liệu từ Bảng cân đối kế toán cho thấy cấu trúc tài chính của VHC có độ an toàn rất cao. Tính đến Q2/2026, tổng lượng Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (Tiền gửi) của VHC đạt hơn 3 nghìn tỷ (trong đó Tiền & tương đương tiền đạt gần 1.5 nghìn tỷ VNĐ) chiếm tới 34% Tổng tài sản ngắn hạn. Việc nắm giữ khối tiền mặt khổng lồ giúp VHC hoàn toàn chủ động nguồn vốn lưu động cho các đợt tích trữ nguyên liệu quy mô lớn mà không bị áp lực bởi chi phí vốn cao.

VHC nói không với nợ vay dài hạn (liên tục từ Q3/2024 đến Q2/2026). Nợ vay ngắn hạn duy trì ở mức kiểm soát rất tốt (2.47 nghìn tỷ VNĐ tại Q2/2026), nhỏ hơn rất nhiều so với tổng lượng tiền mặt và tiền gửi mà công ty đang nắm giữ. Điều này giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí tài chính và chủ động trước các đợt biến động lãi suất trên thị trường. Vốn chủ sở hữu của VHC liên tục tăng trưởng qua các năm, gần chạm mốc 10 nghìn tỷ vào Q2/2026. Đáng chú ý, cấu trúc vốn chủ sở hữu cực kỳ chất lượng khi lợi nhuận sau thuế chưa phân phối đạt tới 7,8 nghìn tỷ VNĐ (gấp 3.7 lần Vốn góp của chủ sở hữu là 2,1 nghìn tỷ VNĐ). Nguồn lực tài chính thặng dư dồi dào này tạo tiền đề vững chắc để VHC duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt đều đặn, đồng thời sẵn sàng nguồn vốn tự có để mở rộng công suất nhà máy/vùng nuôi trong giai đoạn 2026 – 2027 mà không cần pha loãng cổ phiếu.

Cơ hội mở rộng và gia tăng thị phần tại các thị trường giá trị cao (Mỹ & EU)

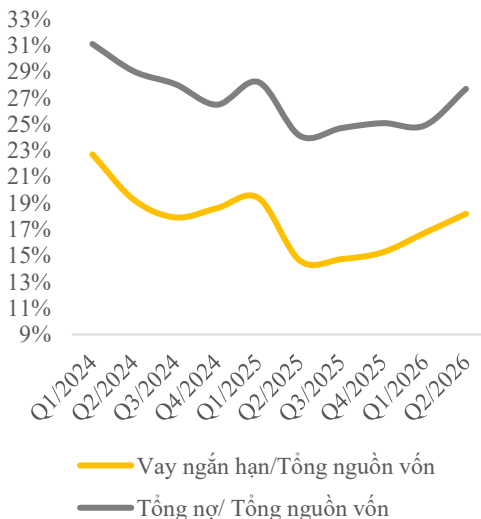
Mỹ và EU tiếp tục là hai thị trường xuất khẩu trọng điểm mang lại biên lợi nhuận cao nhất cho VHC. Trong giai đoạn 2026 – 2027, VHC đứng trước cơ hội lớn để thâm nhập thêm thị phần nhờ sự kết hợp giữa lợi thế cạnh tranh về thuế, chu kỳ phục hồi nhu cầu tiêu dùng và khả năng thay thế các phân khúc thực phẩm khác. Việt Nam đã thắng kiện Mỹ trong tranh chấp thương mại DS536 tại WTO. Đáng chú ý, VHC là doanh nghiệp thủy sản duy nhất tại Việt Nam được đưa ra khỏi phạm vi áp dụng thuế chống bán phá giá (CBPG) từ nay về sau. Trong khi các doanh nghiệp cùng ngành xuất khẩu vào Mỹ vẫn phải gánh mức thuế CBPG nặng nề dao động từ 0.23 – 2.39 USD/kg (thuế suất sơ bộ theo đợt rà soát POR21), VHC hoàn toàn giải phóng được áp lực này. Việc chính thức gỡ bỏ thuế CBPG giúp VHC sở hữu một "hào phòng thủ" pháp lý

Tiền mặt chiếm tỷ trọng lớn



Nguồn: KirinS, Fiin, VHC

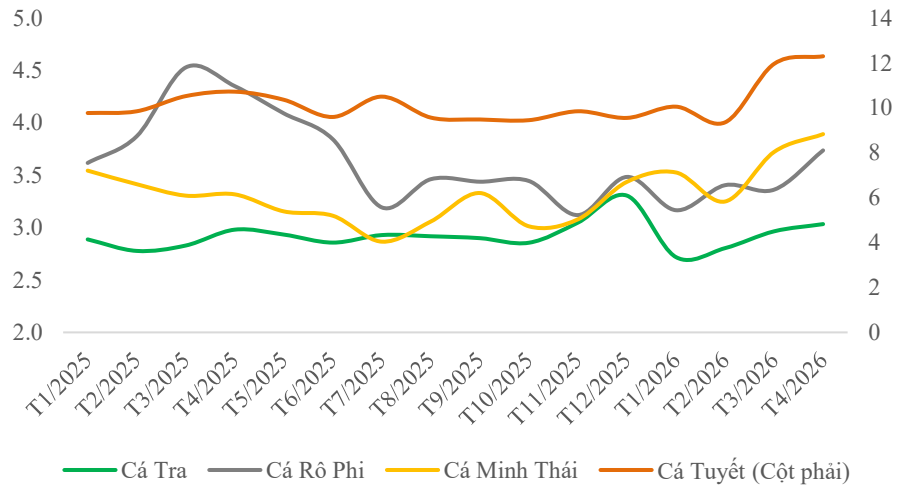
Tỷ lệ vay nợ thấp



Nguồn: KirinS, Fiin, VHC

độc tôn. Doanh nghiệp có thể chủ động tối ưu hóa giá bán xuất khẩu để giành các hợp đồng cung ứng dài hạn với các tập đoàn bán lẻ lớn tại Mỹ, đồng thời bảo vệ trọn vẹn biên lợi nhuận gộp mà không lo ngại các đợt áp thuế hồi truy hay rủi ro đảo ngược kết quả từ các kỳ rà soát hành chính.

Giá cá thịt Trắng xuất khẩu vào Mỹ (USD/Kg)



Nguồn: KirinS, USDA.gov

Thị trường EU và Mỹ đang chịu áp lực từ đà tăng giá của các loại cá thịt trắng truyền thống (như cá Tuyết, cá Minh Thái, cá rô Phi) do các hạn chế về hạn ngạch đánh bắt và lệnh trừng phạt/thuế quan nhắm vào nguồn cung từ Nga và Trung Quốc. Cá tra fillet của VHC sở hữu đặc tính thịt trắng, dễ chế biến, có đủ các dưỡng chất cần thiết tương tự như những loài cá trên và đáp ứng đầy đủ các chứng nhận quốc tế khắt khe về bền vững và truy xuất nguồn gốc (ASC, BAP, GlobalGAP). Với mức giá cạnh tranh hơn đáng kể so với cá Tuyết, cá rô Phi, cá Minh Thái nhưng chất lượng tương đồng, cá tra VHC đang trở thành lựa chọn thay thế ưu việt trong phân khúc thực phẩm thiết yếu tại các siêu thị và nhà hàng ở EU và Mỹ, mở ra dư địa tăng trưởng khối lượng xuất khẩu bền vững đến năm 2027.

Giữ vững biên lợi nhuận cao giai đoạn 2026 – 2027 từ thiên văn El Nino và chu kỳ giá

Dự báo hiện tượng El Nino kéo dài trong giai đoạn 2026 – 2027 sẽ gây ra điều kiện thời tiết khắc nghiệt tại khu vực ĐBSCL, gia tăng áp lực dịch bệnh và làm sụt giảm tỷ lệ nuôi trồng thành công toàn vùng. Sự sụt giảm nguồn cung chung sẽ đẩy giá cá tra nguyên liệu trên thị trường tự do lên mức cao. Đối với các doanh nghiệp phải thu mua 100% ngoài ao nhà, chi phí nguyên liệu tăng cao sẽ bào mòn biên lợi nhuận. Ngược lại, nhờ tự chủ được nguồn cá thịt với giá thành nội bộ ổn định, VHC không bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đợt tăng giá này. Sự phục hồi nhu cầu tại Mỹ, EU và Trung Quốc giúp VHC dễ dàng chuyển giao chi phí hoặc giữ giá bán xuất khẩu ở mức cao. Mức chênh lệch (spread) giữa giá bán đầu ra neo cao và giá vốn cá tự nuôi được kiểm soát chặt chẽ sẽ là nguyên nhân giúp biên lợi nhuận của VHC mở rộng nhanh chóng, tạo bước ngoặt tăng trưởng lợi nhuận ròng đột phá cho doanh nghiệp đến năm 2027.

RỦI RO

Căng thẳng chuỗi cung ứng hàng hải: Các xung đột địa chính trị trên thế giới có thể làm kéo dài thời gian di chuyển của các tàu container và đẩy cước phí vận tải biển lên cao. Mặc dù VHC chủ yếu xuất khẩu theo điều kiện FOB (người mua chịu cước), việc cước tàu tăng quá cao sẽ làm tăng tổng chi phí nhập khẩu của đối tác Mỹ/EU, làm giảm sức mua và làm chậm tiến độ đặt đơn hàng mới.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

hoạt động kinh doanh của Vĩnh Hoàn bước vào chu kỳ tăng trưởng bùng nổ mạnh mẽ trong hai năm tới nhờ sự cộng hưởng từ chu kỳ giá bán xuất khẩu, hiệu ứng đòn bẩy hoạt động và khả năng tối ưu hóa chi phí. Doanh thu thuần dự phóng năm 2026 dự kiến đạt 15.91 nghìn tỷ VNĐ (+32.4% YoY), phản ánh đà phục hồi sản lượng ấn tượng tại thị trường Mỹ, EU cùng sự đóng góp dồi dào từ mảng phụ phẩm. Bước sang năm 2027, doanh thu được dự báo tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định, đạt 17.5 nghìn tỷ (+10% YoY) nhờ giá bán cải thiện đồng thời tăng trưởng từ thị trường nội địa với các sản phẩm như Thức ăn cho cá, phụ phẩm. Đồng thời, nhờ kiểm soát tốt các chi phí giúp biên lợi nhuận ròng có thể đạt 13.6% trong năm 2027. Theo đó, Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 2.2 nghìn tỷ VNĐ năm 2027 (+17.7% YoY).

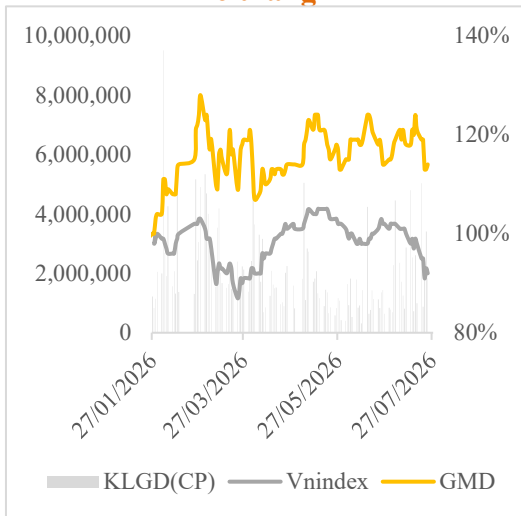
Chỉ tiêu/Tỷ VNĐ	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	10,033	12,513	12,021	15,915	17,506
Lợi nhuận sau thuế	974	1,303	1,507	2,019	2,374
Tăng trưởng LNST	-52%	34%	16%	34%	18%

Tính đến năm 2027, giá trị sổ sách dự phóng mỗi cổ phiếu của VHC đạt 68,220 VNĐ/cổ phiếu. Với mức ROE duy trì ổn định ở mặt bằng cao quanh 18%, việc áp dụng bội số P/B hợp lý là 1.5 lần được đánh giá là phù hợp và có độ an toàn cao đối với một doanh nghiệp thủy sản đầu ngành sở hữu lợi thế pháp lý vĩnh viễn tại Mỹ và bảng cân đối kế toán siêu lành mạnh. Theo mô hình này, giá trị hợp lý của cổ phiếu VHC được xác định ở mức 102,330 VNĐ/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua và nắm giữ dài hạn đối với cổ phiếu VHC cho chu kỳ đầu tư 2 năm (2026 – 2027) với Tỷ suất sinh lời kỳ vọng cho nhà đầu tư tương đương mức tăng trưởng bình quân khoảng 40%/năm so với giá trị giao dịch hiện tại trên thị trường.

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	72,300
Giá mục tiêu	125,200
Upside	20.1%/năm
Thời gian nắm giữ	3 năm
Cổ tức	20.0%
Tỷ suất cổ tức	3.02%

Biến động giá GMD & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	426,495,109
Vốn hóa (tỷ VND)	31,219
Khoảng giá 52 tuần	54,421 – 82,020
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	153.97
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	40.52%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS (VND)	7,357	3,516	4,116
BVPS (VND)	28,050	29,909	30,809
P/E	8.69	19.48	17.78
ROE%	29.03%	13.89%	13.76%
ROA%	16.94%	9.23%	9.28%
Nợ/TTS	28.0%	23.0%	25.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu bán hàng	3,846	4,832	5,956	6,802
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1.33%	25.64%	23.26%	14.20%
Lợi nhuận gộp	1,778	2,135	2,739	3,140
Biên lợi nhuận gộp	46.23%	44.18%	45.99%	46.16%
Lợi nhuận sau thuế	2,534	1,924	2,303	2,648
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	118.26%	-24.07%	19.70%	14.98%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Luận điểm đầu tư

Gemalink tiếp tục là động lực tăng trưởng trong dài hạn của GMD: Giá cước xếp dỡ được Chính phủ nâng lên bình quân 10% và áp dụng từ tháng 2/2026 được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tích cực vào kết quả kinh doanh của Gemalink. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng Gemalink 2A (dự kiến vận hành năm 2027 giúp Gemalink nâng công suất lên 2 triệu TEUs) và 2B (dự kiến vận hành năm 2029 giúp Gemalink nâng công suất lên 3 triệu TEUs) sẽ duy trì hiệu suất sử dụng cảng ở mức khoảng 90% trong những năm tiếp theo nhờ (1) ưu thế về năng lực khai thác và vị trí địa lý của cảng Gemalink và (2) Đảm bảo lượng thị phần nhất định cho các dự án mở rộng cảng khi liên doanh chặt chẽ với hãng tàu CMA – CGM.

Đẩy mạnh thoái vốn các mảng hoạt động không cốt lõi và nâng cao chuỗi giá trị: Với định hướng thoái vốn các lĩnh vực hoạt động không cốt lõi, mảng cao su được ưu tiên như một chiến lược tái cấu trúc của tập đoàn. Mặc dù quá trình thoái vốn gặp một số trì hoãn khiến các nhà đầu tư tạm dừng kế hoạch, ban lãnh đạo GMD chia sẻ hiện tại dự án đang ở những vòng cuối cùng. Bên cạnh đó, GMD không còn sở hữu cổ phần tại pháp nhân phụ trách dịch vụ 3PL, qua đó mảng logistics nội địa vốn chịu áp lực cạnh tranh khốc liệt được cắt bỏ cho thấy sự quyết liệt của ban lãnh đạo trong định hướng đầu tư mạnh vào dịch vụ cốt lõi và đội tàu. Ngoài ra, việc hoàn tất nhận chuyển nhượng 49% vốn điều lệ của Mekong Logistics (doanh nghiệp chuyên về kinh doanh dịch vụ kho lạnh quy mô lớn) giúp doanh nghiệp củng cố hệ sinh thái cảng biển, vận tải biển, logistics và dịch vụ công nghiệp hàng hải.

Chiến lược riêng biệt giúp cảng Nam Đình Vũ (NDV) duy trì công suất khai thác ở mức cao thông qua tệp khách hàng ổn định: Do vị trí không nằm trong cụm cảng nước sâu, NDV sẽ tập trung vào các tàu container có kích thước vừa và nhỏ, khai thác các tuyến nội Á do chi phí khai thác tại NDV thấp hơn so với cảng nước sâu Lạch Huyện, giúp hãng tàu tiết kiệm đáng kể chi phí hạ tầng và lai dắt. Chúng tôi cho rằng với chiến lược tập trung tệp khách hàng, NDV hoàn toàn có thể duy trì thị phần tại cụm cảng khu vực phía Bắc quanh ngưỡng 16 - 20%.

Rủi ro đầu tư:

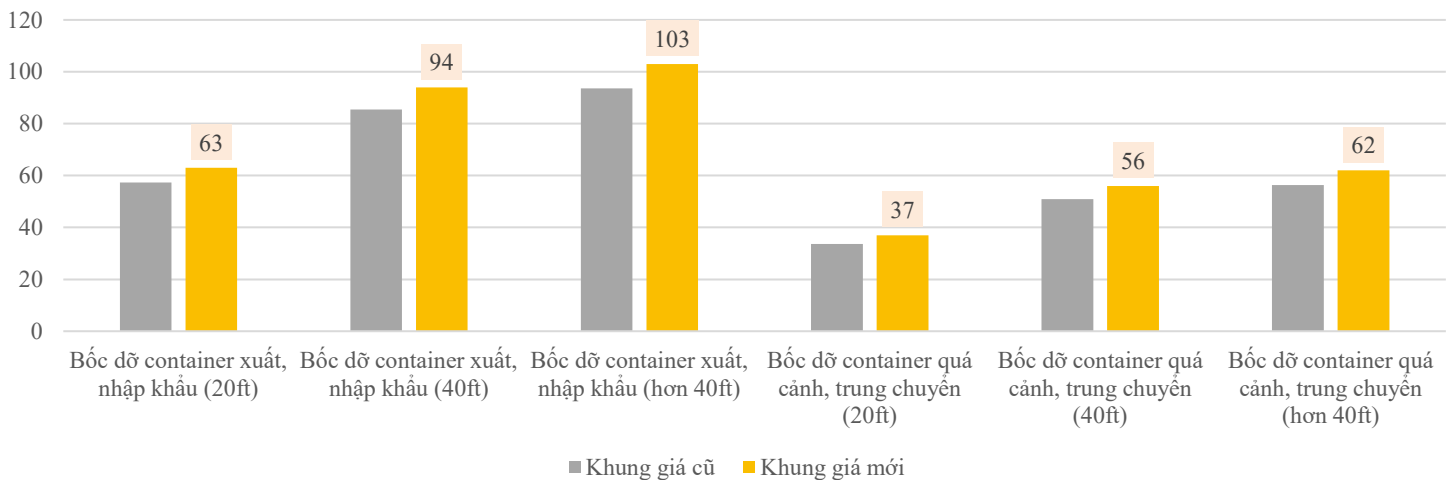
- Sự xuất hiện của cụm cảng Cái Mép Hạ có thể đe dọa tới thị phần của Gemalink.
- Tăng trưởng của GMD phụ thuộc phần lớn vào cụm cảng nước sâu khu vực phía Nam, đặc biệt là tiến độ của dự án Gemalink giai đoạn 2.

Gemalink tiếp tục là động lực tăng trưởng trong dài hạn của GMD

Sản lượng khai thác cải thiện tích cực: Cảng Gemalink ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng vượt kỳ vọng trong Q1/2026, đạt 523,000 TEUs, tăng trưởng 19% so với cùng kỳ, hoàn thành 26% kế hoạch sản lượng trong năm 2026, đạt ngưỡng gần 140% công suất thiết kế.

Giá cước xếp dỡ được Chính phủ nâng lên mức trung bình 10% và áp dụng từ tháng 2/2026: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu khai thác cảng của GMD, đặc biệt tại Gemalink sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ hai động lực chính **(1)** Khung trần giá dịch vụ tại các cảng nước sâu được điều chỉnh tăng thêm 10% kể từ ngày 01/02/2026. Trong bối cảnh giá dịch vụ bốc dỡ container tại Việt Nam vẫn ở mức thấp so với nhiều quốc gia trong khu vực, dự địa điều chỉnh giá trong trung và dài hạn vẫn còn tương đối lớn, qua đó hỗ trợ cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp khai thác cảng nước sâu và **(2)** GMD không sở hữu cảng nước sâu tại Lạch Huyện do đó, Gemalink hiện là tài sản chiến lược duy nhất của doanh nghiệp trong phân khúc này với lợi thế về vị trí địa lý. Nguồn cung bến cảng mới tại khu vực phía Nam được dự báo còn hạn chế trong vòng 2–3 năm tới, tạo điều kiện thuận lợi cho việc nâng công suất khai thác và cải thiện giá dịch vụ. Ngược lại, áp lực cạnh tranh tại khu vực phía Bắc có xu hướng gia tăng khi các bến số 3, 4, 5 và 6 tại cảng nước sâu Lạch Huyện lần lượt đi vào hoạt động và được phép tiếp nhận tàu trọng tải lớn từ năm 2025–2026.

Giá cước xếp dỡ container tại cảng nước sâu tăng bình quân 10% kể từ tháng 2/2026 (USD)



Nguồn: GMD, KirinS tổng hợp

Các dự án mở rộng cảng được triển khai đúng tiến độ: Chúng tôi kỳ vọng các phân khu Gemalink 2A và 2B sẽ duy trì hiệu suất khai thác ở mức khoảng 90% trong những năm đầu vận hành. Trong đó, 2A dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2027, nâng tổng công suất của cảng lên 2 triệu TEU; 2B dự kiến vận hành từ năm 2029, đưa công suất thiết kế lên khoảng 3 triệu TEU. Khả năng hấp thụ phần công suất bổ sung được hỗ trợ bởi hai yếu tố chính.

(1) Gemalink đang giữ vị thế hàng đầu tại khu vực Cái Mép – Thị Vải, với thị phần đạt khoảng 27,0% tại thời điểm Q1/2026. Mặc dù mới đi vào vận hành từ năm 2021, cảng đã nhanh chóng duy trì hiệu suất sử

dụng ở mức cao so với các cảng nước sâu khác trong khu vực. Kết quả này phản ánh năng lực khai thác, khả năng thu hút các tuyến dịch vụ quốc tế và lợi thế về vị trí địa lý của Gemalink trong hệ thống cảng biển Việt Nam.

(2) Quan hệ liên doanh với CMA CGM tạo nền tảng tương đối vững chắc cho sản lượng hàng hóa tại các phân khu 2A và 2B. Trong chiến lược dài hạn, hãng tàu này định hướng lựa chọn Gemalink làm một trong những trung tâm trung chuyển quan trọng, đồng thời từng bước dịch chuyển một phần nguồn hàng đang trung chuyển qua các cảng lớn tại Singapore và Malaysia về khu vực Cái Mép – Thị Vải. Nếu kế hoạch này được triển khai thuận lợi, Gemalink không chỉ có khả năng duy trì sản lượng ổn định mà còn gia tăng vai trò trong mạng lưới vận tải biển quốc tế của các đối tác chiến lược.

Đẩy mạnh thoái vốn các mảng hoạt động không cốt lõi và nâng cao chuỗi giá trị

Mảng cao su: Trong chiến lược tái cấu trúc danh mục đầu tư, GMD định hướng thoái vốn khỏi các lĩnh vực không cốt lõi, trong đó mảng cao su được xác định là một trong những mảng được ưu tiên xử lý. Mặc dù tiến độ thoái vốn từng bị kéo dài, khiến một số nhà đầu tư quan tâm tạm thời trì hoãn kế hoạch, ban lãnh đạo cho biết thương vụ hiện đã bước vào những vòng đàm phán cuối cùng. Theo kịch bản thận trọng, chúng tôi giả định GMD có thể hoàn tất thoái vốn mảng cao su tại mức định giá P/B khoảng 1.3 lần. Với giá trị sổ sách ước tính 967 tỷ đồng tính tới hết Q2/2026, giá trị chuyển nhượng có thể đạt khoảng 1,257 tỷ đồng, tương ứng khoản lợi nhuận trước thuế từ thoái vốn vào khoảng 290 tỷ đồng.

Nguồn tiền thu được từ thương vụ được kỳ vọng sẽ bổ sung đáng kể cho chiến lược “Maritime Centric” được ban lãnh đạo công bố tại ĐHĐCĐ thường niên năm 2026. Theo đó, GMD có thể ưu tiên phân bổ vốn cho Gemalink giai đoạn 2, mở rộng mạng lưới ICD, đầu tư và đóng mới đội tàu, đồng thời chuẩn bị nguồn lực phục vụ kế hoạch hợp tác nhằm đưa SCS hiện diện tại sân bay Long Thành. Việc tái phân bổ vốn từ tài sản ngoài ngành sang hệ sinh thái cảng biển và logistics cốt lõi được kỳ vọng sẽ nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và củng cố động lực tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.

Mảng vận tải biển và logistics: GMD và CJ Logistics Hong Kong Holdings Limited đã hoàn tất giao dịch, chính thức khép lại các thỏa thuận chuyển nhượng vốn. Theo đó, Gemadept đã hoàn tất nhận chuyển nhượng từ CJ Logistics đối với 49% vốn góp tại Công ty TNHH CJ Gemadept Shipping Holding. Cấu trúc sở hữu sau thỏa thuận chuyển nhượng vốn như sau:

- GMD sẽ nắm giữ 100% vốn và điều hành mảng Shipping
- CJ Logistics sẽ nắm giữ 100% vốn và điều hành mảng Logistics

Giao dịch này đồng nghĩa với việc GMD không còn sở hữu cổ phần tại pháp nhân phụ trách dịch vụ 3PL, qua đó mảng logistics nội địa vốn chịu áp lực cạnh tranh khốc liệt được cắt bỏ cho thấy sự quyết liệt của ban lãnh đạo trong định hướng đầu tư mạnh vào dịch vụ cốt lõi và đội tàu.

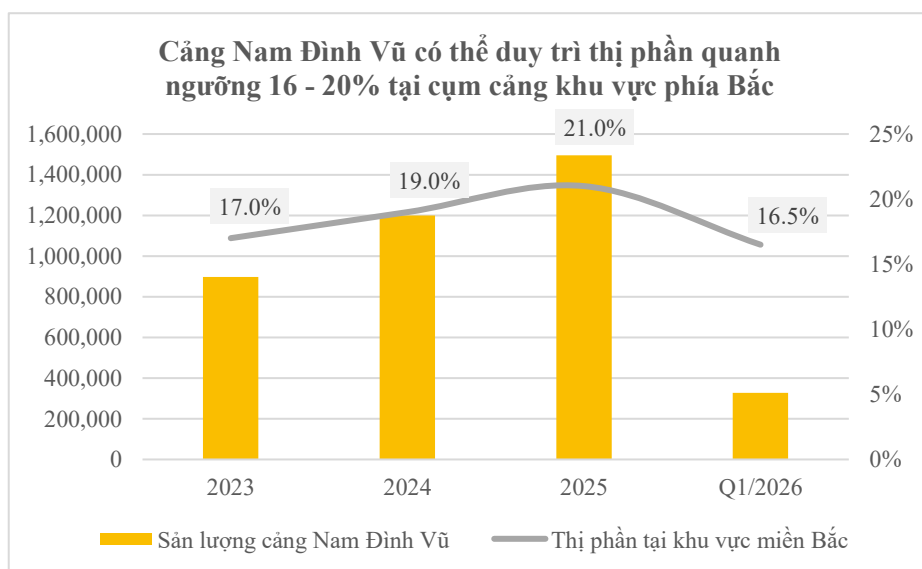
Ngoài ra, việc hoàn tất nhận chuyển nhượng 49% vốn điều lệ của Mekong Logistics (doanh nghiệp chuyên về kinh doanh dịch vụ kho lạnh quy mô lớn) giúp doanh nghiệp củng cố hệ sinh thái cảng biển, vận tải biển, logistics và dịch vụ công nghiệp hàng hải.

Chiến lược riêng biệt giúp cảng Nam Đình Vũ (NDV) duy trì công suất khai thác ở mức cao thông qua tệp khách hàng ổn định

Sản lượng Q1/2026 tại NDV giảm khoảng 10% so với cùng kỳ do hãng tàu MSC chuyển một tuyến dịch vụ sang bến 3, 4 tại cụm cảng nước sâu Lạch Huyện, tuy nhiên việc NDV đã có thêm hai tuyến dịch vụ mới trong tháng 6 và đặt mục tiêu nâng tổng số lên 3 - 4 tuyến dịch vụ mới trong năm 2026 sẽ giúp sản lượng khai thác của NDV trở lại quỹ đạo tăng trưởng.

Mở rộng công suất khai thác: Với việc đi vào hoạt động trong tháng 10/2025, NDV giai đoạn 3 được kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 50% công suất thiết kế (300,000 TEUs) trong năm 2026 và đạt 80% công suất kể từ năm 2027.

Duy trì lợi thế với tệp khách hàng riêng biệt: Do vị trí không nằm trong cụm cảng nước sâu, NDV sẽ tập trung vào các tàu container có kích thước vừa và nhỏ, khai thác các tuyến nội Á (phần lớn đi Trung Quốc) do chi phí khai thác tại NDV thấp hơn so với cảng nước sâu Lạch Huyện, giúp hãng tàu tiết kiệm đáng kể chi phí hạ tầng và lai dắt. Theo đó, mặc dù sự hiện diện của Cảng Hải Phòng (PHP) và Cảng Container Quốc tế Hateco Hải Phòng (HHIT) tại cụm cảng Lạch Huyện có thể khiến gia tăng mức độ cạnh tranh giữa các bên, tuy nhiên chúng tôi cho rằng với chiến lược tập trung tệp khách hàng, NDV hoàn toàn có thể duy trì thị phần tại cụm cảng khu vực phía Bắc quanh ngưỡng 16 - 20%.



Nguồn: GMD, KirinS tổng hợp

Sản lượng hàng hóa vận chuyển từ Trung Quốc có xu hướng tăng tốc trong bối cảnh rủi ro thuế quan từ Mỹ: Hưởng lợi từ chiến tranh thương mại giữa các nước lớn, Việt Nam nổi lên như một sự thay thế tiềm năng nhờ làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng (đặc biệt từ Trung

Quốc). Không chỉ dừng lại ở đó, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc trong 6 tháng đầu năm tăng tới 36% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, riêng thị trường Trung Quốc chiếm đến 40.7% (115.2 tỷ USD) trong tổng kim ngạch nhập khẩu hàng hóa của cả nước và dự án đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng được ưu tiên đẩy mạnh cho thấy tiềm năng bứt phá mạnh mẽ của cụm cảng khu vực phía Bắc kể từ năm 2029 - 2030 khi hạ tầng logistics được đồng bộ và đưa vào khai thác chính thức.

Rủi ro đầu tư

Ảnh hưởng thị phần khi cụm cảng Cái Mép Hạ đi vào vận hành: Sự xuất hiện của cụm cảng Cái Mép Hạ có thể đe dọa tới thị phần của Gemalink do vị trí địa lý lợi thế hơn khi ở gần cửa biển hơn so với Gemalink.

Rủi ro chậm tiến độ dự án Gemalink giai đoạn 2: sẽ ảnh hưởng đáng kể tới hoạt động kinh doanh của tập đoàn khi tăng trưởng của GMD phụ thuộc phần lớn vào cụm cảng nước sâu khu vực phía Nam

Định giá

Mặc dù tình hình địa chính trị thế giới nhiều biến động, với vị thế là doanh nghiệp niêm yết duy nhất sở hữu và vận hành hệ thống cảng trải dài từ Bắc vào Nam, đa dạng từ cảng cạn, cảng sông đến cảng biển và cảng nước sâu, chúng tôi đặt kỳ vọng vào GMD sẽ tiếp tục vững bước trên công cuộc hoàn thiện hệ sinh thái logistics, góp phần thúc đẩy giao thương và phát triển kinh tế quốc gia.

Chúng tôi định giá cổ phiếu GMD dựa trên phương pháp SoTP do công ty hoạt động theo mô hình tập đoàn đa ngành và có sự đóng góp lớn từ các công ty con, công ty liên doanh, liên kết. KirinS khuyến nghị MUA cho GMD với giá mục tiêu 125,200 đồng/cổ phiếu, tương đương với mức tăng (CAGR) 20.1%/năm so với giá đóng cửa 73,500 đồng/cổ phiếu ngày 27/07/2026, thời gian nắm giữ 36 tháng.

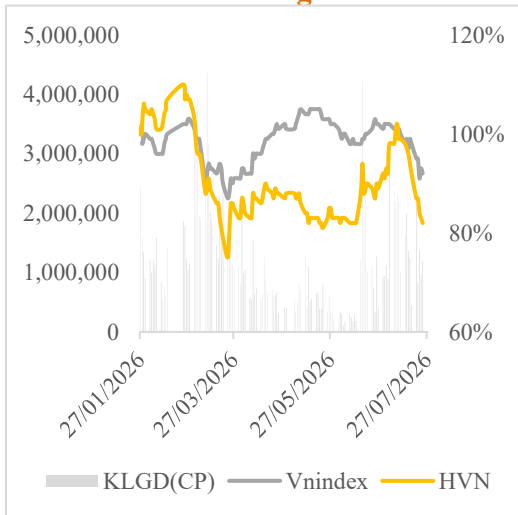
Định giá	Phương pháp	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp cho GMD (tỷ VND)
Hoạt động cốt lõi	FCFF	34,579	100%	34,579
Gemalink	FCFF	21,356	65%	13,881
SCS	P/E	6,214	36.24%	2,252
Cao su	P/B	1,247	100%	1,247
Bất động sản	BV	290	100%	290
Giá trị vốn chủ sở hữu				52,249
(Nợ vay ròng)				1,168
Số lượng cổ phiếu lưu hành				426,495,109
Định giá (đồng/cổ phiếu)				125,200
Giá đóng cửa (27/07/2026)				72,300
Upside (CAGR)				20.1%/năm

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	5,956	6,802	8,395	10,127	12,275
Lợi nhuận sau thuế	2,303	2,648	3,313	4,193	4,900
Tăng trưởng LNST	19.70%	14.98%	25.13%	26.56%	16.84%

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	21,500
Giá mục tiêu	45,000
Upside	27.9%/năm
Thời gian nắm giữ	3 năm
Cổ tức	0.00%
Tỷ suất cổ tức	0.00%

Biến động giá HVN & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	3,111,498,211
Vốn hóa (tỷ VND)	65,963
Khoảng giá 52 tuần	19,300 – 38,250
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	35.20
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	86.42%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	8.50%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS (VND)	-2,678	3,416	2,315
BVPS (VND)	-7,910	-4,523	1,906
P/E	-10.03	7.89	9.16
ROE%	40.79%	-54.95%	-352.65%
ROA%	-10.02%	13.05%	10.97%
Nợ/TTS	129.0%	116.0%	91.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu bán hàng	91,540	106,696	121,207	139,845
Tăng trưởng doanh thu thuần	30.01%	16.56%	13.60%	15.38%
Lợi nhuận gộp	3,885	14,656	17,897	12,507
Biên lợi nhuận gộp	4.24%	13.74%	14.77%	8.94%
Lợi nhuận sau thuế	(5,631)	7,958	7,607	4,121
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-49.83%	-241.32%	-4.41%	-45.83%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Luận điểm đầu tư

Dù cho xung đột vùng Vịnh nhiều bất định, giá dầu Brent ít có khả năng neo trên ngưỡng 100USD/thùng trong thời gian dài: Giá nhiên liệu bay có thời điểm lên mức hơn 200 USD/thùng trong giai đoạn chiến tranh Trung Đông bùng nổ và duy trì ở vùng giá cao trong khoảng ba tháng trước khi trở về “vạch xuất phát” trở thành yếu tố giúp cải thiện đáng kể kỳ vọng về hoạt động kinh doanh của HVN khi những lo ngại về khoản lỗ dần hạ nhiệt. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận chỉ bị ảnh hưởng cục bộ trong Q2/2026 trước khi ổn định trở lại kể từ Q3/2026.

Kế hoạch mở rộng đội bay và đường bay dài cùng với tăng trưởng khách du lịch và hạ tầng được đồng bộ: Về định hướng chủng loại, HVN đưa ra kế hoạch sử dụng đội tàu bay chở khách công nghệ mới bao gồm cả tàu bay thân hẹp và thân rộng với mức tăng CAGR đạt 10.30% trong giai đoạn 2026 – 2030, nâng đội bay dự kiến đạt 151 chiếc vào năm 2030 nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển hành khách, vận tải hàng hóa. Song hành với chiến lược mở rộng quy mô đội bay và đường bay, Vietnam Airlines tiếp tục mở rộng đầu tư vào hệ sinh thái hàng không, từ bảo dưỡng kỹ thuật, dịch vụ mặt đất, nhiên liệu bay, suất ăn hàng không đến hạ tầng tại các sân bay trọng điểm. Theo đó, năng lực vận hành được chú trọng, đồng thời cải thiện đáng kể biên lợi nhuận khi hạn chế chia sẻ lợi ích tới bên thứ ba. Bên cạnh đó, khách du lịch quốc tế chính thức vượt đỉnh năm “du lịch vàng” 2019 cũng góp phần cải thiện mạnh mẽ hoạt động kinh doanh của HVN.

Cải thiện tích cực tới từ cấu trúc bảng cân đối kế toán: Ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19 khiến tình hình tài chính khó khăn, âm vốn chủ sở hữu, mất khả năng thanh toán, theo đó tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản của HVN tăng từ 0.76x (2019) lên 1.29x (2023). Tuy nhiên tỷ lệ này suy giảm xuống còn 0.91 (2025) khi (1) HVN có lợi nhuận sau thuế bật tăng mạnh mẽ trở lại từ năm 2024 nhờ lượng khách quốc tế bùng nổ trở lại sau khi đại dịch kết thúc và (2) Chính phủ ban hành Nghị quyết số 110/NQ – CP về việc cho phép Vietnam Airlines phát hành thêm cổ phiếu chào bán cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn điều lệ.

Rủi ro đầu tư:

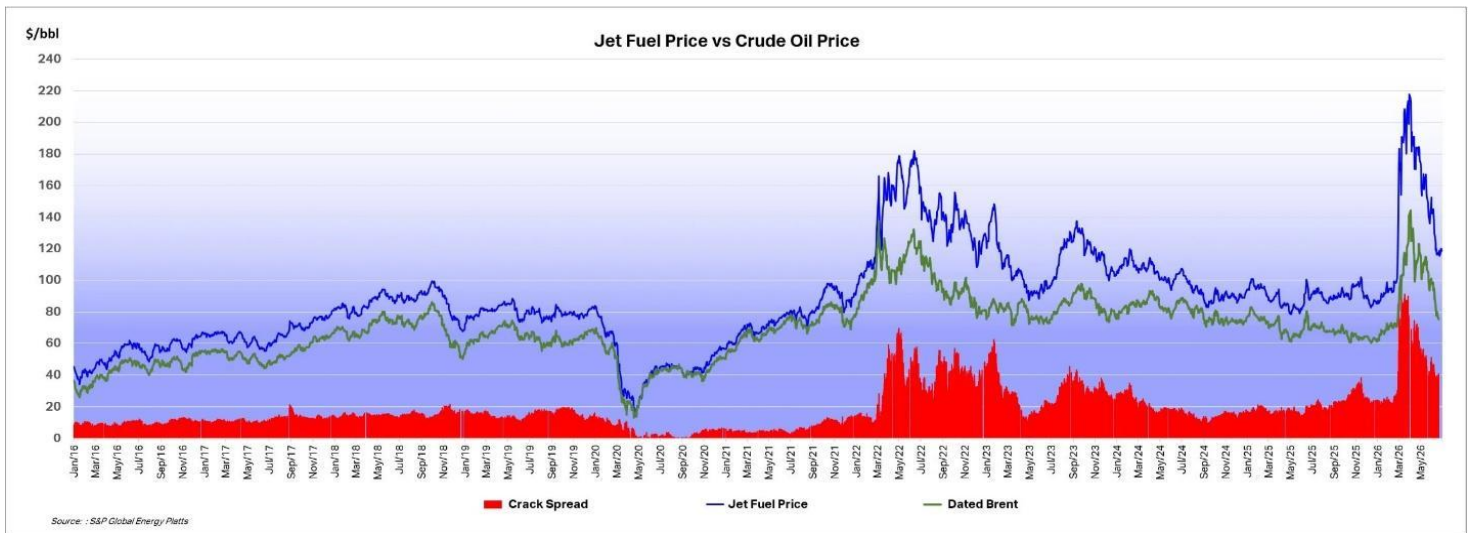
- Sự xuất hiện của Sun PhuQuoc Airways có thể ảnh hưởng tới thị phần bay nội địa và một số chặng bay châu Á của HVN.
- Trong trường hợp “thiên nga đen” vùng Vịnh kéo dài, các doanh nghiệp vận tải hàng không, đặc biệt là HVN sẽ chịu nhiều ảnh hưởng tiêu cực tới hoạt động kinh doanh.

Dù cho xung đột vùng Vịnh nhiều bất định, giá dầu Brent ít có khả năng neo trên ngưỡng 100USD/thùng trong thời gian dài

Lợi nhuận gộp Q2/2026 giảm 65.6% so với cùng kỳ về mức 1,702 tỷ đồng, trong khi biên lợi nhuận gộp chỉ vón vện 4.44% do xung đột khu vực Trung Đông kéo theo đà tăng của giá dầu bắt đầu từ tháng 3/2026.

Chi phí nhiên liệu bay (Xăng Jet A-1, chiếm ~30% chi phí hoạt động của HVN) biến động cùng chiều so với giá dầu do xăng Jet A-1 là thành phẩm của công đoạn chưng cất. Giá nhiên liệu bay có thời điểm bật tăng lên mức hơn 200 USD/thùng trong giai đoạn chiến trường Trung Đông bùng nổ và duy trì ở vùng giá cao trong khoảng ba tháng trước khi quay trở lại “vạch xuất phát” trở thành yếu tố giúp cải thiện đáng kể kỳ vọng về hoạt động kinh doanh của Vietnam Airlines với những lo ngại về khoản lỗ dần hạ nhiệt. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của HVN chỉ bị ảnh hưởng cục bộ trong Q2/2026 trước khi ổn định trở lại kể từ Q3/2026.

Giá nhiên liệu bay phát tín hiệu hạ nhiệt sau khi có thời điểm vượt ngưỡng 200USD/thùng



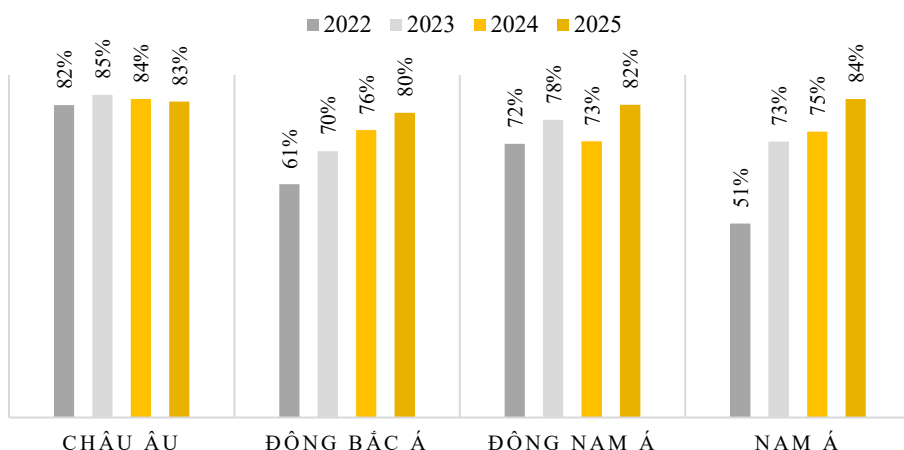
Nguồn: S&P Global Energy Platts, KirinS tổng hợp

Kế hoạch mở rộng đội bay và đường bay dài cùng với tăng trưởng khách du lịch và hạ tầng được đồng bộ

Kế hoạch mở rộng đội bay với tốc độ 10.30% trong giai đoạn 2026 – 2030

Về định hướng chủng loại, HVN có định hướng sử dụng đội tàu bay chở khách công nghệ mới bao gồm cả tàu bay thân hẹp và thân rộng với mức tăng CAGR đạt 10.30% trong giai đoạn 2026 – 2030, nâng đội bay dự kiến đạt 151 chiếc vào năm 2030 nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển hành khách, vận tải hàng hóa. Chúng tôi cho rằng chiến lược mạng bay theo hướng ưu tiên các thị trường đường dài như châu Âu, Đông Bắc Á, Đông Nam Á, Nam Á sẽ mang lại nhiều dư địa trong bối cảnh những khu vực trên có hệ số sử dụng ghế/tải, tăng trưởng RPK (Khách luân chuyển) tăng đều qua các năm và năng lực cạnh tranh của HVN tốt hơn so với các khu vực còn lại.

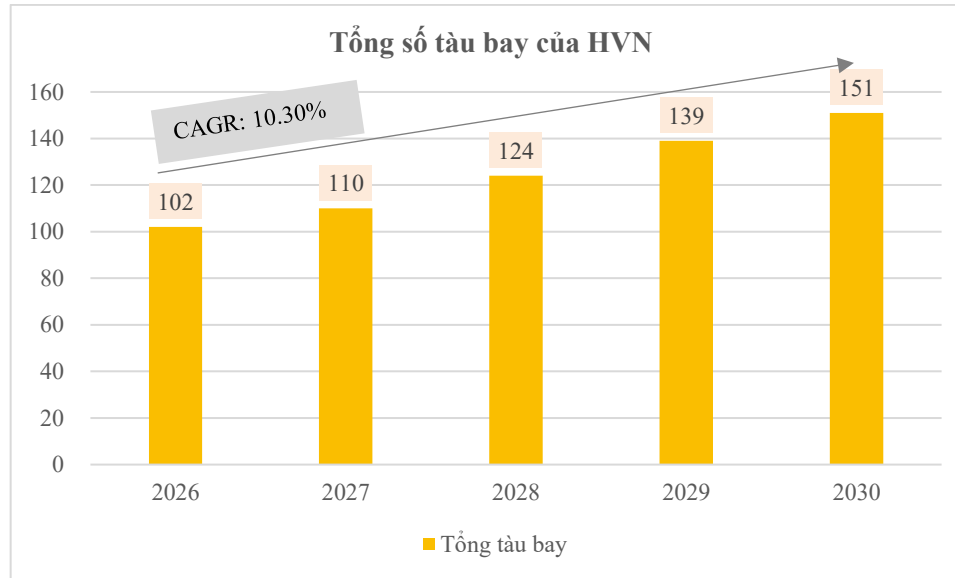
HỆ SỐ SỬ DỤNG GHẾ/TẢI TẠI CÁC KHU VỰC TẮNG ĐỀU QUA CÁC NĂM



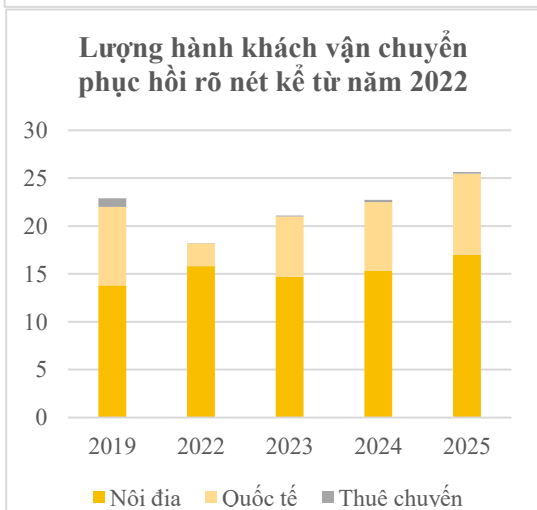
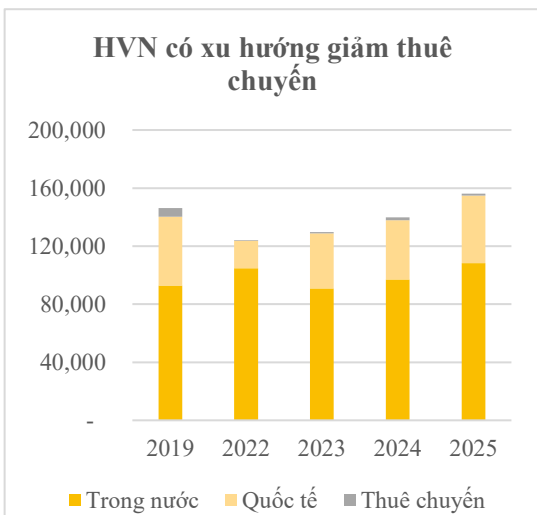
Nguồn: HVN, KirinS tổng hợp

Song hành với chiến lược mở rộng quy mô đội bay và đường bay, Vietnam Airlines tiếp tục mở rộng đầu tư vào hệ sinh thái hàng không, từ bảo dưỡng kỹ thuật, dịch vụ mặt đất, nhiên liệu bay, suất ăn hàng không đến hạ tầng tại các sân bay trọng điểm như Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Long Thành và xa hơn là Gia Bình. Theo đó, năng lực vận hành được chú trọng, đồng thời cải thiện đáng kể biên lợi nhuận khi hạn chế chia sẻ lợi ích tới bên thứ ba. Chưa dừng lại ở đó, Vietnam Airlines chuẩn bị tiếp nhận chiếc máy bay chở hàng chuyên dụng đầu tiên dòng Airbus A321 Freighter, đánh dấu quyết tâm của ban lãnh đạo trong việc lấn sâu vào mảng vận tải hàng hóa hàng không quốc tế khi miếng bánh thị trường đầy tiềm năng này hiện chủ yếu rơi vào tay những “ông lớn” nước ngoài.

Chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh hạ tầng cảng hàng không, đặc biệt là định hướng sân bay Gia Bình trở thành cửa ngõ hàng không, trung tâm kinh tế hàng không thế hệ mới và sân bay quốc tế thứ hai hỗ trợ vùng Thủ đô có thể sắp xếp lại trật tự thị phần của ngành. Trong bối cảnh đó, Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) nhiều khả năng sẽ đánh mất vị thế độc tôn, tuy nhiên ở chiều hướng ngược lại, các hãng bay là đối tượng được hưởng lợi mạnh mẽ khi hạ tầng được hoàn thiện đồng bộ.



Nguồn: HVN, KirinS tổng hợp



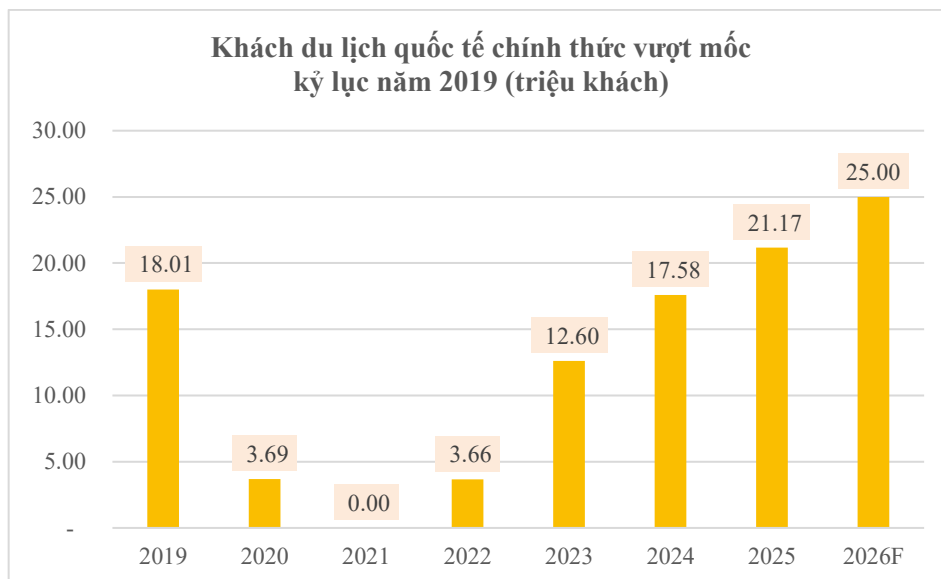
Nguồn: HVN, KirinS tổng hợp

Tổng số chuyến bay và hành khách vận chuyển tăng trưởng tích cực nhờ yếu tố bứt phá của du lịch

Trong bức tranh tăng trưởng tổng số chuyến bay và hành khách vận chuyển năm 2025 đạt lần lượt 11.8% và 12.7% so với cùng kỳ, nhóm quốc tế nổi lên như một điểm sáng cho hãng hàng không lâu đời nhất Việt Nam khi khu vực nội địa đóng vai trò duy trì biên độ tăng trưởng ổn định. Động lực chính nằm ở việc khách quốc tế đến Việt Nam trong năm 2025 đạt 21.2 triệu lượt khách, tăng 20.5% so với năm 2024 và chính thức vượt qua mức kỷ lục cũ 18 triệu lượt khách trong năm 2019 – thời kỳ vàng của du lịch Việt Nam trước khi đại dịch ập tới.

Trong bức tranh du lịch khu vực, Thái Lan – thị trường vốn giữ vị thế dẫn đầu Đông Nam Á – phải đối mặt với nhiều yếu tố bất lợi, bao gồm lo ngại về an ninh du lịch, biến động tỷ giá và những bất ổn địa chính trị, đặc biệt là căng thẳng tại khu vực biên giới với Campuchia vào cuối năm 2025. Hậu quả là ngành du lịch Thái Lan trải qua giai đoạn khó khăn nhất khi lượng khách nước ngoài ghi nhận giảm lần đầu tiên kể từ năm 2021, trong đó khách Trung Quốc sụt giảm tới 30% so với cùng kỳ.

Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng tái phân bổ dòng khách du lịch trong khu vực, đặc biệt tại các thị trường có quy mô lớn như Trung Quốc và Hàn Quốc. Nếu duy trì được chính sách thị thực thuận lợi, nâng cao chất lượng dịch vụ và tiếp tục hoàn thiện hạ tầng du lịch, lượng khách quốc tế đến Việt Nam có thể thiết lập các mức cao mới trong những năm tới, qua đó hỗ trợ tích cực cho hoạt động của các hãng hàng không trong nước.



Nguồn: Cục du lịch Quốc gia Việt Nam, KirinS tổng hợp

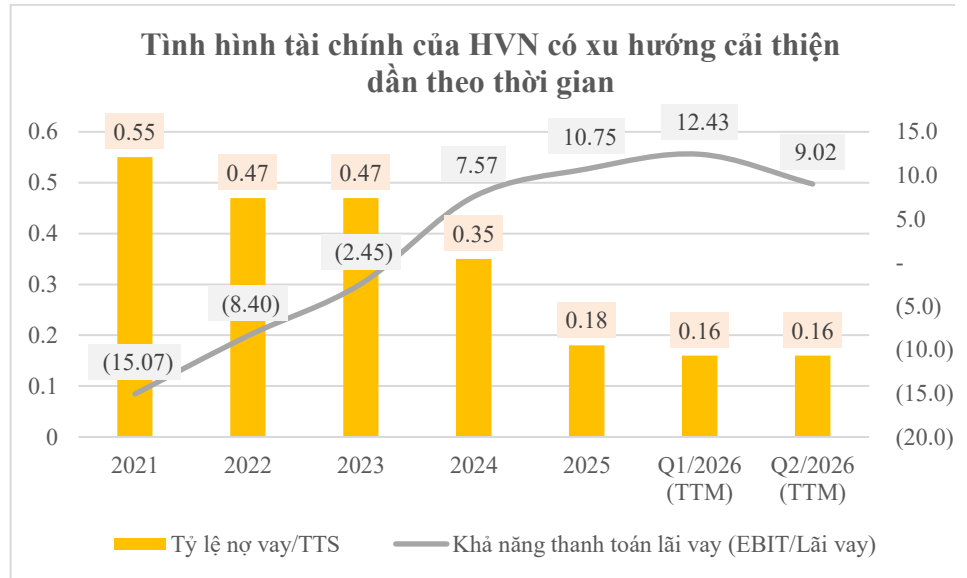
Cải thiện tích cực tới từ cấu trúc bảng cân đối kế toán

Tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản vượt mức 100% trong thời kỳ đại dịch, tuy nhiên đang trên xu hướng hạ nhiệt nhờ hoạt động kinh doanh hồi phục và hỗ trợ từ chính phủ

Đại dịch COVID-19 đã để lại những tác động nghiêm trọng lên tình hình tài chính của Vietnam Airlines (HVN), khiến doanh nghiệp rơi vào trạng thái âm vốn chủ sở hữu và đối mặt với áp lực thanh khoản lớn. Theo đó, tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản tăng mạnh từ 0.76 lần năm 2019 lên 1.29 lần vào năm 2023, phản ánh mức độ đòn bẩy cao trong giai đoạn hoạt động kinh doanh chịu ảnh hưởng nặng nề.

Tuy nhiên, tỷ lệ này đã giảm xuống còn 0.91 lần trong năm 2025 nhờ hai động lực chính **(1)** Lợi nhuận sau thuế của HVN phục hồi rõ nét từ năm 2024, được hỗ trợ bởi sự trở lại mạnh mẽ của lượng khách quốc tế và giá nhiên liệu hàng không duy trì tương đối ổn định quanh mức 100 USD/thùng và **(2)** Trong Q3/2025, HVN đã hoàn tất giai đoạn đầu của kế hoạch tăng vốn với quy mô 9,000 tỷ đồng, qua đó đưa vốn chủ sở hữu trở lại mức dương lần đầu tiên kể từ Q1/2022. Chúng tôi kỳ vọng cấu trúc vốn của doanh nghiệp sẽ tiếp tục được củng cố khi giai đoạn hai, với quy mô phát hành dự kiến đạt 13,000 tỷ đồng. Nguồn vốn bổ sung không chỉ giúp cải thiện khả năng thanh toán mà còn tạo thêm dư địa để HVN tái cơ cấu các nghĩa vụ tài chính và đầu tư mạnh cho tài sản dài hạn (đội bay, hạ tầng hàng không...).

Trên nền tảng phục hồi của kết quả kinh doanh và sự hỗ trợ từ Chính phủ, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của HVN giảm từ mức 0.35x tại thời điểm cuối năm 2024, xuống mức 0.16x trong Q2/2026. Việc giảm áp lực chi phí tài chính sẽ tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp củng cố hiệu quả hoạt động, qua đó, đưa chi phí lãi vay trong Q2/2026 chỉ còn vón vện 71 tỷ đồng, thấp hơn 72% so với cùng kỳ.



Nguồn: HVN, KirinS tổng hợp

Rủi ro đầu tư

Xuất hiện hãng bay mới làm tăng mức độ cạnh tranh trong ngành

Trong bối cảnh giá dầu chưa thể sớm hạ nhiệt mạnh về ngang mức trước xung đột Trung Đông, chúng tôi cho rằng mức tăng giá vé của HVN để bù đắp chi phí nhiên liệu sẽ thấp hơn so với trung bình ngành do (1) nhu cầu bay thu hẹp đáng kể khi giá vé tăng cao và (2) sự xuất hiện của hãng bay có phân khúc tương đương - Sun PhuQuoc Airways khiến thị phần bay nội địa và một số chặng bay châu Á bị ảnh hưởng.

“Thiên nga đen” Vùng Vịnh kéo dài

Tình hình chiến sự Trung Đông diễn biến khó lường, song chúng tôi cho rằng giá dầu Brent có thể sẽ xây dựng mức nền mới quanh ngưỡng 70 – 90 USD/thùng (tương đương mức bình quân năm 2023 và 2024) trong dài hạn khi kịch bản đứt gãy chuỗi cung ứng nhiên liệu trong thời gian dài là rất thấp. Dù vậy, thật khó để giá dầu một sớm một chiều bước vào xu hướng giảm khi các quốc gia vùng Vịnh cần thời gian và nguồn lực để khôi phục công suất khai thác trở lại. Theo đó, HVN chịu tác động trực tiếp từ diễn biến khó lường của eo biển Hormuz khi chi phí nhiên liệu chiếm ~30% chi phí hoạt động khiến doanh nghiệp phải tăng giá vé hoặc thu phụ phí nhiên liệu để hạn chế tác động từ chiến sự, tuy nhiên chúng tôi đánh giá mức tăng giá vé chưa đủ để triệt tiêu hoàn toàn các ảnh hưởng bất lợi.

Định giá

Dựa vào quá trình thúc đẩy xây dựng hai cảng hàng không lớn là Long Thành và Gia Bình, có thể nhận thấy định hướng lâu dài của Chính phủ đặt nhiều kỳ vọng vào việc đưa Việt Nam trở thành trung tâm trung chuyển hành khách, hàng hóa hàng không của khu vực và xa hơn là thế giới. Những quốc gia hàng đầu trong lĩnh vực này đều cho thấy sự đồng điệu trong việc phát triển cảng hàng không song hành cùng với các hãng hàng không, đơn cử như Emirates (UAE), Qatar Airways (Qatar); ANA, Japan Airlines (Nhật Bản) hay thậm chí những “người hàng xóm”

Singapore Airlines (Singapore) và Thai Airways (Thailand) đều liên tục lọt vào danh sách những hàng hàng không tốt nhất thế giới. Với những tiêu chí đánh giá dựa trên phân khúc dịch vụ, độ nhận diện trên trường quốc tế và năng lực nội tại, chúng tôi đặt kỳ vọng vào Vietnam Airlines sẽ trở thành bộ mặt của quốc gia, từng bước sánh vai với những cái tên vốn đã “đóng đỉnh” trên bảng vàng hàng không thế giới.

Trên kịch bản cơ sở (giá dầu Brent trong dài hạn bình quân quanh ngưỡng 80USD/thùng), chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HVN với giá mục tiêu 45,000 đồng/cổ phiếu, tương đương mức tăng (CAGR) đạt +27.9%/năm so với mức giá đóng cửa 21,500 đồng/cổ phiếu ngày 27/07/2026, thời gian nắm giữ trong vòng 36 tháng. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) do cấu trúc tài chính của HVN duy trì sự biến động nhất định trong 3 – 5 năm tới.

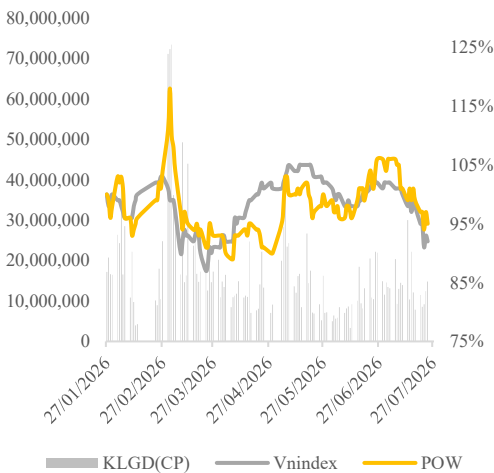
Định giá	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	45,000
Giá đóng cửa (27/07/2026)	21,500
Upside (CAGR)	27.9%/năm

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	121,207	139,845	159,151	185,910	213,454
Lợi nhuận sau thuế	7,607	4,121	8,384	11,652	14,958
Tăng trưởng LNST	-4.41%	-45.83%	103.45%	38.98%	28.37%

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	13.200
Giá mục tiêu	22,815
Upside	12.97%/năm
Thời gian nắm giữ	4,5 năm
Cổ tức	0%
Tỷ suất cổ tức	0%

Biến động giá POW & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	3,067,845,688
Vốn hóa (tỷ VND)	40,495.56
Khoảng giá 52 tuần	10910 - 16550
Giá trị khớp lệnh bình quân 1 tháng (tỷ VND)	193.45
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	79.94%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	4.66%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS	443	475	871
BVPS	13,414	13,668	12,277
PE	25.94	28.97	15.16
ROE%	3.35%	3.51%	7.33%
ROA%	1.63%	1.48%	2.88%
Nợ/TTS	52.0%	57.0%	58.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu	28,329	30,306	34,151	58,036
Tăng trưởng doanh thu	0%	7.0%	12.7%	69.9%
Lợi nhuận gộp	2,704	1,998	4,327	7,559
Biên lợi nhuận gộp	9.5%	6.6%	12.7%	13%
Lợi nhuận sau thuế	1,283	1,211	2,869	4,888
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-49.7%	-5.6%	136.9%	70.3%

Nguồn: KirinS, Fiin, POW

Luận điểm đầu tư

Bứt phá công suất từ Nhơn Trạch 3&4 – Bước ngoặt mở rộng quy mô doanh thu: Việc đưa cụm nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 đi vào vận hành thương mại từ cuối năm 2025 giúp nâng tổng công suất thiết kế của POW từ 4,250 MW lên gần 5,900 MW (tương ứng mức tăng trưởng mạnh mẽ +38%). Là dự án điện khí sử dụng nhiên liệu LNG tái hóa đầu tiên tại Việt Nam, Nhơn Trạch 3 & 4 giúp Tổng công ty giải quyết triệt để rào cản "trần công suất" đã kéo dài suốt giai đoạn 2023 – 2025. Sự đóng góp của cụm nhà máy này tạo ra dư địa bứt phá lớn về cả sản lượng phát lẫn doanh thu thuần, thiết lập một mặt bằng quy mô tài chính hoàn toàn mới cho POW giai đoạn 2026 – 2030.

Thiên thời từ chu kỳ El Nino hỗ trợ khả năng huy động sản lượng nhiệt điện

Dự báo sự quay trở lại của hiện tượng thời tiết El Nino giai đoạn 2026 – 2027 sẽ gây tình trạng khô hạn kéo dài, làm suy giảm đáng kể lưu lượng nước về các hồ thủy điện trên toàn quốc. Trong bối cảnh nguồn cung thủy điện gặp hạn chế, Tập đoàn Điện lực Việt Nam buộc phải tăng cường huy động tối đa công suất từ các nguồn nhiệt điện để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Với cơ cấu hơn 95% công suất thiết kế tập trung vào nhiệt điện khí và nhiệt điện than (Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1&2, Vũng Áng 1 và Nhơn Trạch 3&4), POW sở hữu vị thế là doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp và lớn nhất trong chu kỳ huy động này.

Khẳng định vị thế nòng cốt trong Quy hoạch điện và gặt hái dòng tiền bền vững

Kế hoạch phát triển dài hạn của POW hướng tới mục tiêu nâng tổng công suất phát điện lên 7,532 MW, nắm giữ khoảng 5% công suất toàn hệ thống điện quốc gia đến năm 2030. Trong đó, phân khúc Điện khí và LNG giữ vai trò chủ đạo với tổng công suất 4,324 MW, chiếm 11.6% tổng công suất điện khí/LNG toàn ngành. Vị thế dẫn đầu này hoàn toàn phù hợp với định hướng Quy hoạch điện VIII khi điện khí LNG đóng vai trò là nguồn điện nền quan trọng để thay thế dần điện than. Sau khi vượt qua đỉnh điểm chi phí đầu tư cho dự án Nhơn Trạch 3&4, POW bước vào giai đoạn gặt hái dòng tiền kinh doanh dồi dào, tạo nền tảng hạ tỷ lệ nợ vay, giảm chi phí lãi vay.

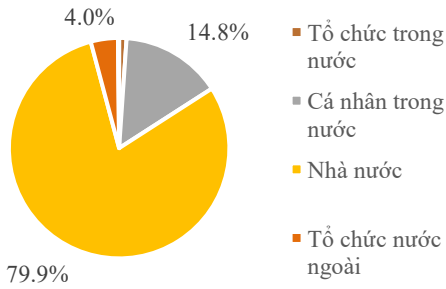
Rủi ro đầu tư:

Rủi ro biến động giá nguyên nhiên liệu đầu vào và rủi ro chuỗi cung ứng LNG.

Rủi ro thời tiết (Sự chuyển dịch pha khí hậu La Nina)

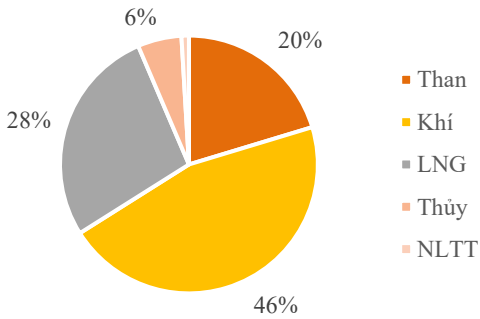
Rủi ro kỹ thuật, sự cố máy móc và chi phí bảo dưỡng đại tu.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: KirinS, POW

Cơ cấu công suất điện



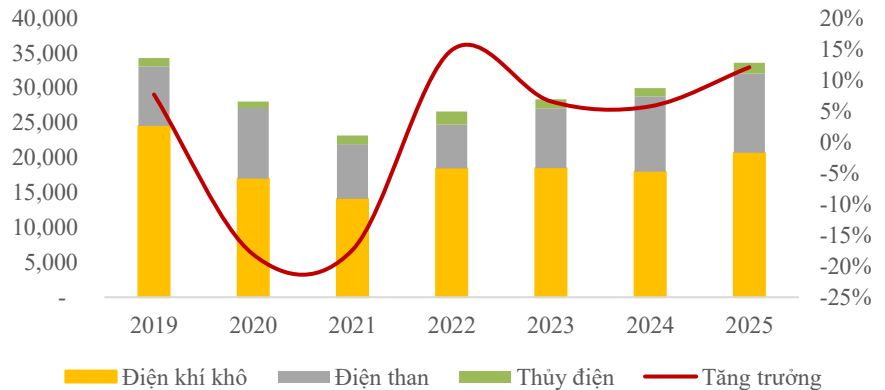
Nguồn: KirinS, POW

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP (PV Power, mã niêm yết: POW), tiền thân là Công ty TNHH MTV do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) sở hữu 100% vốn điều lệ, được thành lập từ ngày 17/05/2007. Hiện nay, PVN duy trì vị thế cổ đông lớn nhất nắm giữ 79.9% vốn cổ phần, phần còn lại thuộc về các cá nhân trong nước (14.8%), các tổ chức trong và ngoài nước (chiếm khoảng 5.1%) cùng các nhà đầu tư cá nhân nước ngoài (0.2%). Hoạt động kinh doanh cốt lõi của PV Power tập trung hoàn toàn vào mảng sản xuất và kinh doanh điện năng, đóng góp tới 99.5% tổng doanh thu hợp nhất thông qua việc đầu tư và vận hành hệ thống nhà máy điện đa dạng bao gồm điện khí, nhiệt điện than, thủy điện và năng lượng tái tạo.

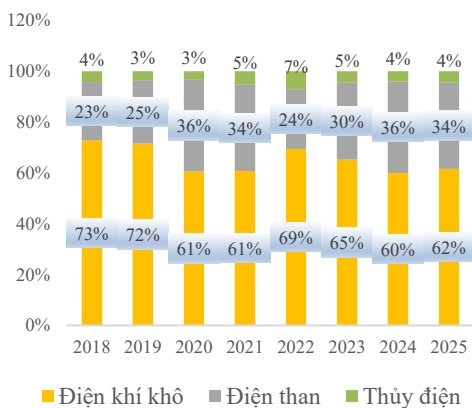
PV Power khẳng định vị thế dẫn đầu tuyệt đối trong phân khúc điện khí nội địa với tổng công suất đạt 4,324 MW, chiếm 73% tổng công suất phát điện của toàn Tổng Công ty và nắm giữ khoảng 50% thị phần điện khí cả nước. Bên cạnh đó, nhiệt điện than và thủy điện đóng góp lần lượt 20% và 6% vào cơ cấu tổng công suất thiết kế. Về địa bàn hoạt động, PV Power sở hữu lợi thế chiến lược khi 74% tổng công suất nhà máy tập trung tại khu vực phía Nam (trọng điểm là các cụm nhà máy Cà Mau, Nhơn Trạch) – nơi có nhu cầu phụ tải điện cao nhất cả nước. Định hướng phát triển dài hạn của PV Power tập trung mạnh mẽ vào chiến lược chuyển dịch cơ cấu năng lượng, tiên phong phát triển các dự án nguồn điện sử dụng khí hóa lỏng (LNG) và năng lượng tái tạo, tạo nền tảng vững chắc để tiếp tục giữ vững vai trò trụ cột cung cấp nguồn năng lượng sạch và ổn định cho sự phát triển kinh tế của Việt Nam.

Doanh thu tăng trưởng chủ yếu đến từ Điện than



Nguồn: KirinS, POW

Doanh thu chủ yếu đến từ Nhiệt điện

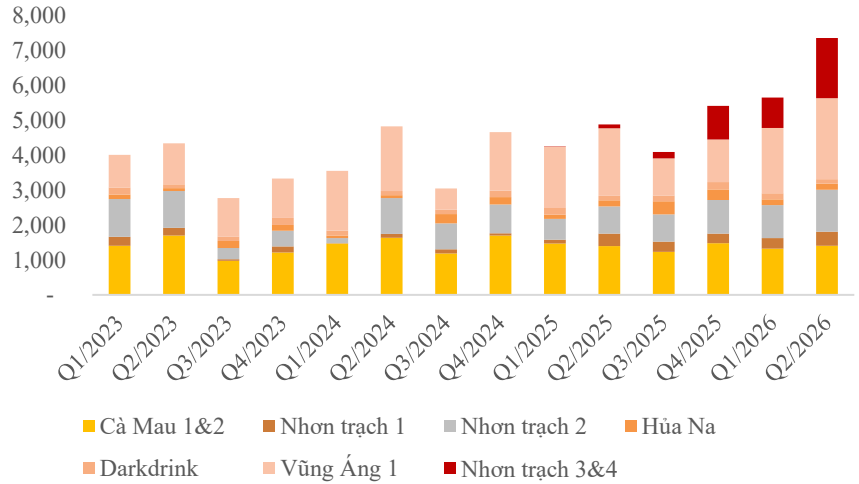


Nguồn: KirinS, POW

Doanh thu thuần của POW ghi nhận sự đóng góp mang tính áp đảo từ nhóm nhiệt điện (bao gồm Nhiệt điện khí và Nhiệt điện than), luôn chiếm từ 93% - 95% tổng doanh thu hợp nhất qua các năm. Nhiệt điện khí (Trụ cột cốt lõi): Luôn đóng góp tỷ trọng lớn nhất, dao động từ 60% đến 73% tổng doanh thu (đạt đỉnh 73% vào năm 2018 và duy trì ổn định dưới 70% từ năm 2020 đến nay). Đây là mảng hoạt động quan trọng nhất, đại diện bởi các cụm nhà máy điện Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2. Nhiệt điện than (Động lực quy mô thứ hai): Chiếm tỷ trọng từ 25% đến 35% doanh thu hợp nhất (duy trì mức 34% - 35% trong giai đoạn 2024 - 2025). Mảng này chủ yếu đến từ hoạt

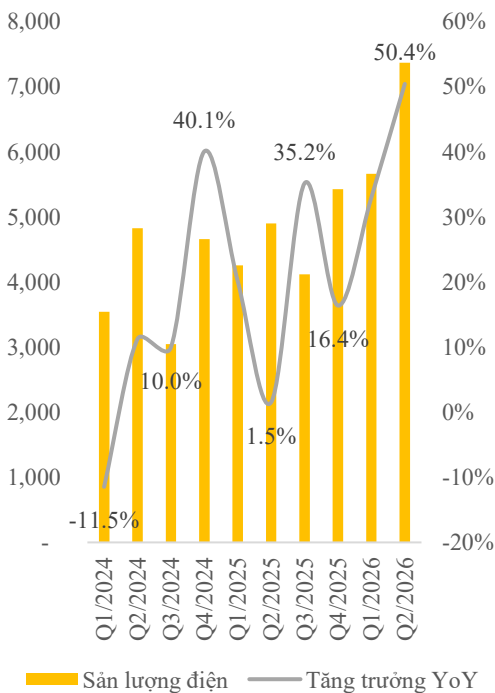
động vận hành của Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1. Thủy điện & Năng lượng tái tạo (NLTT): Đóng góp tỷ trọng rất nhỏ và duy trì ổn định quanh mức 3% - 5% tổng doanh thu (chủ yếu từ các nhà máy thủy điện Hứa Na, Đakđrinh và một phần nhỏ điện mặt trời).

Sản lượng tăng trưởng đến từ Nhơn Trạch 3&4



Nguồn: KirinS, POW

Sản lượng điện bứt phá trong năm 2026

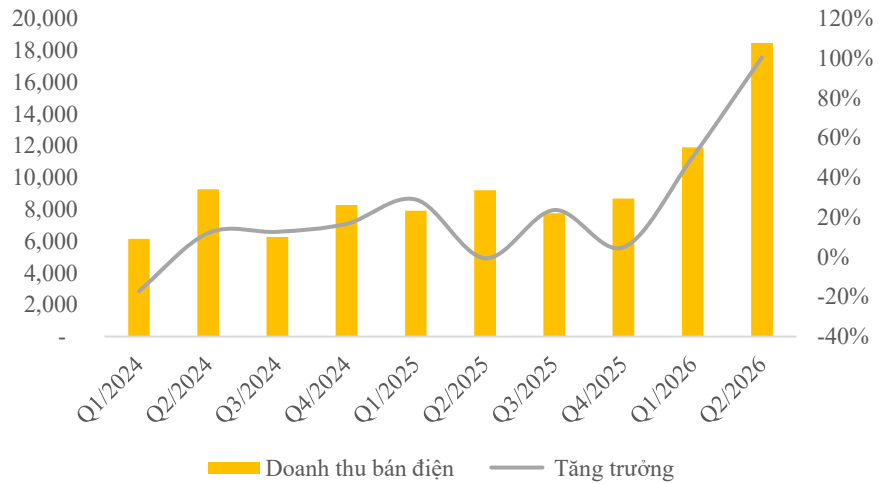


Nguồn: KirinS, POW

Bứt phá quy mô sản lượng nhờ động lực tăng trưởng mới từ cụm Nhơn Trạch 3&4. Sản lượng điện phát của POW ghi nhận sự tăng tốc mạnh mẽ từ đầu năm 2026 sau chu kỳ biến động mang tính mùa vụ của giai đoạn 2023 – 2025. Cụ thể, sản lượng điện Q1/2026 đạt 5,663 triệu kWh (+33.0% YoY) và tiếp tục bùng nổ lên 7,371 triệu kWh trong Q2/2026 (+53.7% YoY và +30.2% QoQ). Sự nhảy vọt này đến từ đóng góp bứt phá của dự án điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 (chủ yếu là Nhơn Trạch 3 với 874 triệu kWh ở Q1/2026 và tăng gấp đôi lên 1,727 triệu kWh ở Q2/2026). Việc đưa dự án mới này vào vận hành thương mại đã giúp POW giải quyết triệt để rào cản tăng trưởng công suất, đóng góp tới 23.4% tổng sản lượng phát của toàn Tổng Công ty ngay trong Q2/2026.

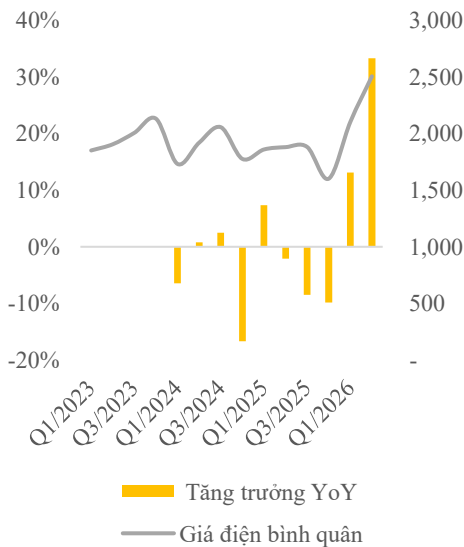
Sự phục hồi đồng bộ và vận hành ổn định từ các nhà máy truyền thống. Song song với động lực mới, các nhà máy điện truyền thống của POW đóng vai trò là "chân kiềng" đảm bảo nền tảng sản lượng vững chắc. Nhiệt điện than Vũng Áng 1 khẳng định sự phục hồi hoàn toàn sau sự cố kỹ thuật giai đoạn trước khi đạt mức sản lượng kỷ lục 2,318 triệu kWh (+19.7% YoY) trong Q2/2026, tiếp tục giữ vị trí nhà máy đóng góp sản lượng lớn nhất. Cụm nhiệt điện khí Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 2 duy trì hiệu suất ổn định với sản lượng Q2/2026 lần lượt đạt 1,409 triệu kWh (+0.9% YoY) và 1,196 triệu kWh (+54.1% YoY). Trong khi đó, mảng Thủy điện (Hứa Na, Đakđrinh, Nậm Non) ghi nhận sự phục hồi theo đúng chu kỳ thời tiết mùa mưa, đóng góp sản lượng linh hoạt với chi phí vốn tối ưu.

Doanh thu tăng vọt đến từ Nhơn Trạch 3&4



Nguồn: KirinS, POW

Giá bán bình quân tăng



Nguồn: KirinS, POW

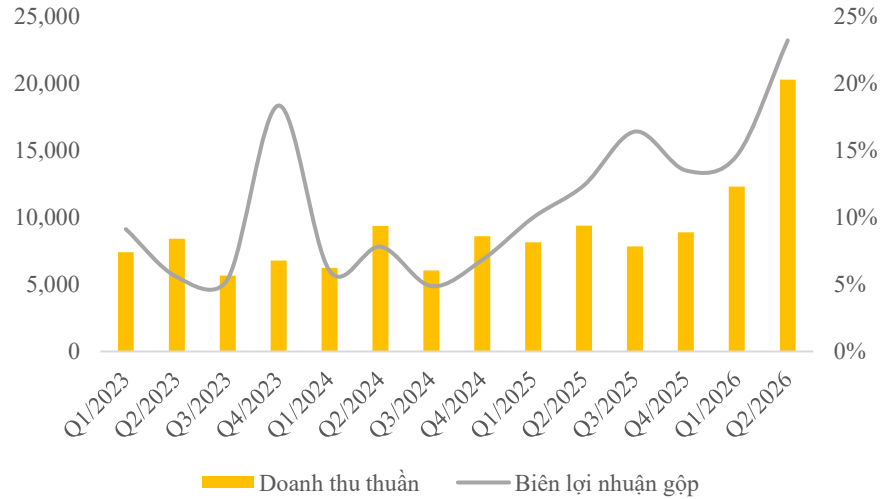
Doanh thu cán mốc kỷ lục nhờ sự kết hợp giữa khối lượng phát và giá bán gia tăng. Doanh thu bán điện của POW đã vượt qua ngưỡng trung bình 7,000 – 9,000 tỷ VNĐ/quý của giai đoạn 2023 – 2025 để thiết lập mặt bằng quy mô mới hoàn toàn. Doanh thu Q1/2026 tăng vọt lên 11,910 tỷ VNĐ (+50.4% YoY) và bùng nổ cán mốc 18,473 tỷ VNĐ ở Q2/2026 (+100.5% YoY). Nhơn Trạch 3&4 nhanh chóng trở thành động lực doanh thu lớn nhất khi mang về 6,017 tỷ VNĐ trong Q2/2026, chiếm tới 32.6% tổng doanh thu hợp nhất. Vũng Áng 1 xếp thứ hai với 4,580 tỷ VNĐ (+54.1% YoY), trong khi Cà Mau 1&2 (3,561 tỷ VNĐ) và Nhơn Trạch 2 (2,903 tỷ VNĐ) tiếp tục đóng góp nguồn tiền mặt dồi dào.

Mặt bằng giá bán điện bình quân (ASP) tăng cao do tác động từ cơ chế giá điện LNG. Mức giá bán điện bình quân (ASP) toàn Tổng công ty ghi nhận đã tăng mạnh từ mức ~1,860 – 1,921 VNĐ/kWh (năm 2025) lên 2,103 VNĐ/kWh (+13.1% YoY) tại Q1/2026 và chạm mốc 2,506 VNĐ/kWh (+30.5% YoY) ở Q2/2026. Động lực chính đẩy mặt bằng giá bán bình quân lên cao xuất phát từ giá điện của dự án Nhơn Trạch 3&4 (đạt 3,776 VNĐ/kWh ở Q1/2026 và 3,484 VNĐ/kWh ở Q2/2026). Do sử dụng nhiên liệu khí hóa lỏng LNG nhập khẩu có chi phí đầu vào cao hơn khí tự nhiên nội địa, giá điện bán ra của Nhơn Trạch 3&4 cao hơn đáng kể so với các nhà máy còn lại, kéo giá bán bình quân chung của cả tập đoàn tăng vọt. Ngoài ra trong năm có thêm doanh thu từ thu hồi tiền bán điện chạy thử dự án vào năm 2025.

Biên lợi nhuận gộp (% DTT) của POW chịu sự chi phối song song từ biến động giá nguyên liệu đầu vào (giá than, giá khí) và tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc) được giao. Trong giai đoạn 2023-2024, biên lợi nhuận gộp của POW duy trì ở mức khá mỏng, dao động chủ yếu trong khoảng 4.9% – 13.9% (đáy thấp nhất rơi vào Q3/2023 ở mức 5.4% và Q3/2024 ở mức 4.9%). Sự chèn ép này xuất phát từ áp lực chi phí nhiên liệu đầu vào đứng ở mức cao, kết hợp với tỷ lệ Qc phân bổ cho các nhà

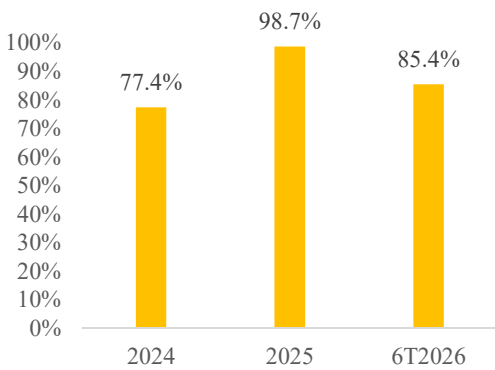
máy điện khí tương đối thấp (năm 2024 tỷ lệ Qc toàn tập đoàn chỉ đạt 77.4%). Do giá mua điện Qc theo hợp đồng PPA được tính dựa trên chi phí thực tế của nhà máy nên thường cao và ổn định hơn so với giá bán trên thị trường điện bán buôn cạnh tranh (CGM), việc gia tăng tỷ lệ Qc đóng vai trò lớn đến việc mở rộng biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Biên lợi nhuận cải thiện



Nguồn: KirinS, POW

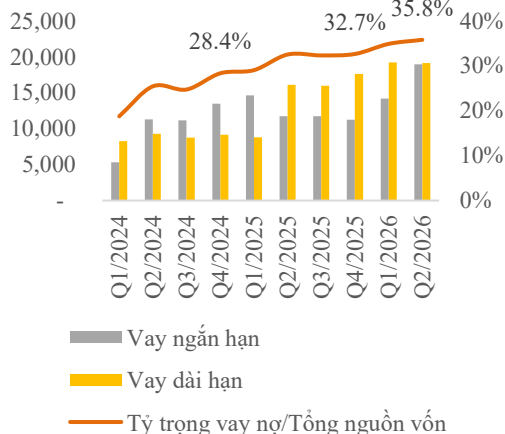
Tỷ trọng Qc/tổng điện phát



Nguồn: KirinS, POW

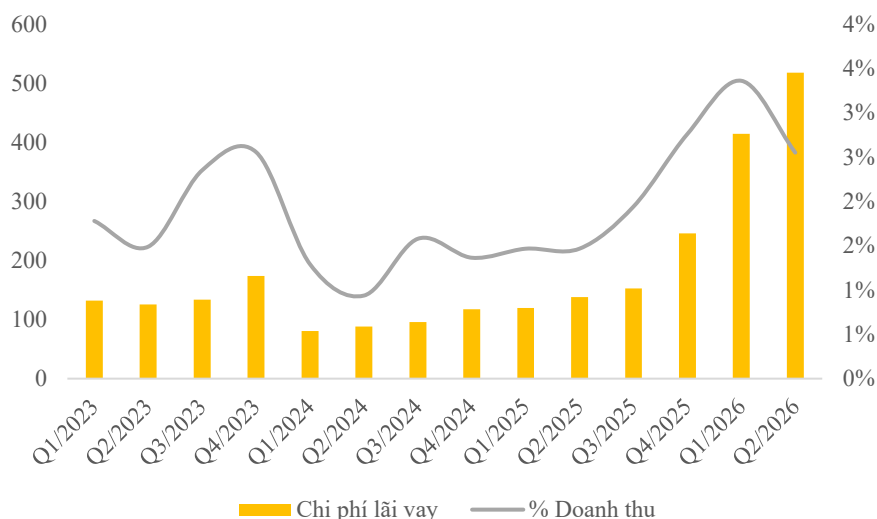
Bước ngoặt diễn ra trong năm 2025 khi tỷ lệ huy động sản lượng Qc toàn tập đoàn bứt phá lên mốc kỷ lục 98.7% (tăng 41% YoY đối với nhóm điện khí Nhơn Trạch và Cà Mau), cộng hưởng cùng điều kiện thủy văn thuận lợi giúp mảng thủy điện tăng tối đa công suất phát với giá vốn thấp. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp năm 2025 tăng vọt lên 12.7% (gần gấp đôi mức 6.6% của năm 2024). Đà tăng trưởng này tiếp tục bùng nổ mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2026: mặc dù tỷ lệ Qc có sự điều chỉnh bình ổn về mức 90.7% trong Q1/2026 và 81.4% trong Q2/2026. Sự đóng góp của nguồn điện mới từ Nhơn Trạch 3&4 cùng đòn bẩy quy mô đã đưa biên lợi nhuận gộp Q1/2026 đạt 14,6% (lợi nhuận gộp đạt 1,804.3 tỷ đồng, +121.1% YoY) và thiết lập kỷ lục lịch sử 23.2% tại Q2/2026 (lợi nhuận gộp đạt 4,720.7 tỷ đồng, +304.2% YoY).

Tỷ lệ nợ vay



Nguồn: KirinS, Fiin, POW

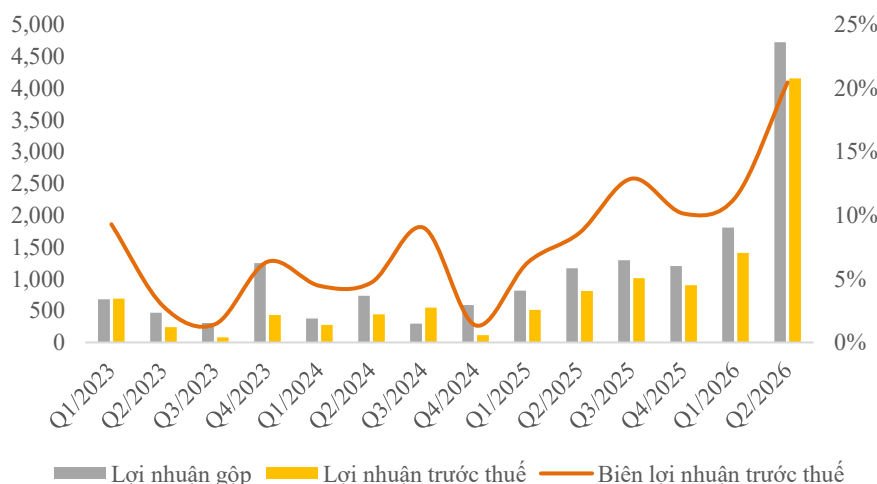
Chi phí lãi vay



Nguồn: KirinS, Fiin, POW

Trong cơ cấu chi phí vận hành, chi phí tài chính (trọng tâm là chi phí lãi vay) phản ánh rõ nét tiến độ giải ngân và vận hành các dự án trọng điểm. Trong giai đoạn 2022 – 2024, chi phí lãi vay duy trì ở mức tương đối thấp, dao động từ 80 đến 170 tỷ đồng/quý. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2025 và đặc biệt là nửa đầu năm 2026, chi phí tài chính ghi nhận mức tăng vọt khi chi phí lãi vay lần lượt đạt 414.2 tỷ đồng ở Q1/2026 (+246.7% YoY) và chạm đỉnh 517.8 tỷ đồng ở Q2/2026 (+275.7% YoY). Sự gia tăng chi phí lãi vay này là tất yếu khi POW kết thúc giai đoạn vốn hóa chi phí đi vay và bắt đầu trích lập chi phí tài chính đối với các dự án điện khí quy mô lớn (đặc biệt là cụm Nhơn Trạch 3&4) khi đưa vào vận hành. Ở chiều ngược lại, doanh thu hoạt động tài chính duy trì đà tăng trưởng ổn định (đạt 298.8 tỷ đồng ở Q1/2026 và 366.3 tỷ đồng ở Q2/2026), giúp giảm bớt một phần áp lực từ chi phí lãi vay gia tăng lên kết quả kinh doanh chung.

Lợi nhuận trước thuế POW



Nguồn: KirinS, Fiin, POW

Sau giai đoạn trầm lắng 2023 – 2024 với lợi nhuận trước thuế chịu áp lực lớn (Q3/2023 đạt 81.9 tỷ đồng và Q4/2024 đạt 116 tỷ đồng), kết quả kinh doanh của POW đã chính thức bước vào chu kỳ gặt hái thành quả. Lợi nhuận trước thuế phục hồi mạnh mẽ xuyên suốt năm 2025 và ghi nhận đà bùng nổ vượt bậc trong hai quý đầu năm 2026. Cụ thể, trong Q1/2026 đạt 1,407.5 tỷ đồng (+175.7% YoY), trước khi chạm mốc kỷ lục toàn lịch sử 4,151.9 tỷ đồng tại Q2/2026 (+412.7% YoY và +195% QoQ). Đáng chú ý, biên lợi nhuận trước thuế trên doanh thu thuần tại Q2/2026 đã vọt lên mức 20.4% (so với mức 8.6% của Q2/2025). Kết quả này khẳng định rằng tốc độ tăng trưởng vượt trội của lợi nhuận gộp (+304.2% YoY) đã áp đảo hoàn toàn áp lực gia tăng của chi phí lãi vay, đưa POW bước vào một giai đoạn tăng trưởng chất lượng với năng lực tạo dòng tiền bền vững.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bứt phá công suất từ Nhơn Trạch 3&4 – Bước ngoặt mở rộng quy mô doanh thu

Việc đưa cụm nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 đi vào vận hành thương mại (COD) từ cuối năm 2025 giúp nâng tổng công suất thiết kế của POW từ 4,250 MW lên gần 5,900 MW (tương ứng mức tăng trưởng mạnh mẽ +38%). Là dự án điện khí sử dụng nhiên liệu LNG tái hóa đầu tiên tại Việt Nam, Nhơn Trạch 3 & 4 giúp Tổng công ty giải quyết triệt để rào cản "trần công suất" đã kéo dài suốt giai đoạn 2023 – 2025. Sự đóng góp của cụm nhà máy này tạo ra dư địa bứt phá lớn về cả sản lượng phát lẫn doanh thu thuần, thiết lập một mặt bằng quy mô tài chính hoàn toàn mới cho POW giai đoạn 2026 – 2030.

Thiên thời từ chu kỳ El Nino hỗ trợ khả năng huy động sản lượng nhiệt điện

Dự báo sự quay trở lại của hiện tượng thời tiết El Nino giai đoạn 2026 – 2027 sẽ gây tình trạng khô hạn kéo dài, làm suy giảm đáng kể lưu lượng nước về các hồ thủy điện trên toàn quốc. Trong bối cảnh nguồn cung thủy điện gặp hạn chế, Tập đoàn Điện lực Việt Nam buộc phải tăng cường huy động tối đa công suất từ các nguồn nhiệt điện để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Với cơ cấu hơn 95% công suất thiết kế tập trung vào nhiệt điện khí và nhiệt điện than (Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1&2, Vũng Áng 1 và Nhơn Trạch 3&4), POW sở hữu vị thế là doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp và lớn nhất trong chu kỳ huy động này.

Giá bán điện bình quân (ASP) tăng trưởng nhờ biến động địa chính trị và tỷ lệ Qc cải thiện

Căng thẳng địa chính trị leo thang tại khu vực Trung Đông đã tác động trực tiếp làm giá dầu và giá than toàn cầu có xu hướng tăng. Theo cơ chế hợp đồng mua bán điện (PPA), giá bán điện Pc của POW được điều chỉnh hàng tháng theo biến động giá nhiên liệu đầu vào, giúp Tổng công ty chuyển giao áp lực chi phí sang giá bán. Đồng thời, sự kết hợp giữa nhu cầu phụ tải tăng cao và chu kỳ El Nino dự báo sẽ thúc đẩy sản lượng hợp đồng (Qc) giao cho các nhà máy nhiệt điện của POW gia tăng đáng kể. Tỷ trọng sản lượng bán với giá Pc cao được cải thiện giúp giá bán điện bình quân (ASP) toàn Tổng công ty dự báo tăng tốt, qua đó bảo vệ và mở rộng biên lợi nhuận gộp.

Khẳng định vị thế nòng cốt trong Quy hoạch điện và gặt hái dòng tiền bền vững

Kế hoạch phát triển dài hạn của POW hướng tới mục tiêu nâng tổng công suất phát điện lên 7,532 MW, nắm giữ khoảng 5% công suất toàn hệ thống điện quốc gia đến năm 2030. Trong đó, phân khúc Điện khí và LNG giữ vai trò chủ đạo với tổng công suất 4,324 MW, chiếm 11.6% tổng công suất điện khí/LNG toàn ngành. Vị thế dẫn đầu này hoàn toàn phù hợp với định hướng Quy hoạch điện VIII khi điện khí LNG đóng vai trò là nguồn điện nền quan trọng để thay thế dần điện than. Sau khi vượt qua đỉnh điểm chi phí đầu tư cho dự án Nhơn Trạch 3&4, POW bước vào giai đoạn gặt hái dòng tiền kinh doanh dồi dào, tạo nền tảng hạ tỷ lệ nợ vay, giảm chi phí lãi vay

Danh mục dự án tiềm năng quy mô lớn cũng cố đà tăng trưởng dài hạn đến năm 2030

Bên cạnh động lực ngắn và trung hạn, POW tiếp tục tích lũy nền tảng tăng trưởng dài hạn thông qua danh mục các dự án tiềm năng quy mô lớn trải dài từ Bắc vào Nam. Mảng Điện khí/LNG: POW dẫn đầu liên danh nắm giữ 51% cổ phần tại dự án Cà Mau 3 & kho cảng LNG (1,500 MW), dự án đã nhận giấy phép đầu tư vào tháng 2/2026. Tại khu vực phía Bắc, POW tham gia 30% cổ phần dự án LNG Quảng Ninh (1,500 MW, đã được phê duyệt FS và đầu tư 104 tỷ đồng tính đến Q3/2025). Ngoài ra, POW đang triển khai nghiên cứu khả thi cho dự án LNG Vũng Áng III (1,500 MW tại Hà Tĩnh) và chuẩn bị phương án dự phòng cho dự án LNG Quỳnh Lập (1,500 MW tại Nghệ An). Tổng công suất từ các dự án tiềm năng này lên tới 6,000 MW, tạo dư địa mở rộng quy mô khổng lồ cho giai đoạn sau 2027.

RỦI RO**Rủi ro biến động giá nguyên nhiên liệu đầu vào và rủi ro chuỗi cung ứng LNG**

Giá vốn hàng bán của POW chịu tác động trực tiếp từ diễn biến giá nhiên liệu thế giới. Các xung đột địa chính trị leo thang có thể đẩy giá LNG tăng cao, làm tăng chi phí sản xuất điện của các nhà máy mới như Nhơn Trạch 3 & 4. Mặc dù cơ chế hợp đồng PPA cho phép chuyển ngang chi phí nhiên liệu vào giá bán điện P_c nhưng sẽ có độ trễ. Ngoài ra, việc phụ thuộc vào nguồn LNG nhập khẩu còn tiềm ẩn rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng nhiên liệu toàn cầu.

Rủi ro thời tiết (Sự chuyển dịch pha khí hậu La Nina)

Mặc dù chu kỳ El Nino (khô hạn) giai đoạn 2026 – 2027 hỗ trợ mạnh mẽ cho sản lượng huy động nhiệt điện, sự quay trở lại của pha La Nina (mưa nhiều) trong các năm tiếp theo đến 2030 sẽ là rủi ro đối với POW. Khi thời tiết chuyển sang mùa mưa, EVN sẽ ưu tiên huy động tối đa nguồn thủy điện có giá thành rẻ nhất hệ thống, làm sụt giảm sản lượng huy động Q_c và Q_m từ các nhà máy nhiệt điện khí và nhiệt điện than của POW.

Rủi ro kỹ thuật, sự cố máy móc và chi phí bảo dưỡng đại tu

Các nhà máy nhiệt điện than và điện khí vận hành liên tục ở công suất cao luôn đối mặt với rủi ro sự cố kỹ thuật đột xuất ở các thiết bị cốt lõi

(như turbine, lò hơi, máy phát), tương tự sự cố đã từng xảy ra tại Vũng Áng 1. Việc ngừng máy đột xuất để sửa chữa không chỉ làm phát sinh chi phí bảo dưỡng lớn mà còn làm sụt giảm sản lượng phát điện, trực tiếp ảnh hưởng xấu đến doanh thu và lợi nhuận của Tổng công ty trong kỳ.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Giai đoạn 2026 – 2028 chứng kiến sự bứt phá mạnh mẽ về quy mô hoạt động của POW. Sản lượng điện phát toàn Tổng công ty dự báo tăng vọt 41% YoY trong năm 2026 (đạt 26.380 triệu kWh) và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng lên đỉnh 30.983 triệu kWh vào năm 2028. Động lực tăng trưởng cốt lõi đến từ việc đưa cụm nhà máy Nhơn Trạch 3&4 vào vận hành thương mại, đóng góp lần lượt từ 7,264 triệu kWh trong năm 2026 đến hơn 7 tỷ kWh mỗi năm giai đoạn sau đó. Bên cạnh đó, nguồn cung khí tự nhiên cải thiện giúp công suất các nhà máy điện khí hiện hữu (Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1&2) được tối ưu hóa. Kết hợp với yếu tố thời tiết El Nino duy trì đến năm 2027 hỗ trợ huy động tối đa sản lượng nhiệt điện, doanh thu thuần của POW thiết lập mặt bằng mới, đạt đỉnh 63,514 tỷ đồng vào năm 2028 (+12.6% YoY). Tuy nhiên, bước sang giai đoạn 2029 – 2030, hoạt động kinh doanh của POW sẽ có dấu hiệu hạ nhiệt nhẹ. Sản lượng điện phát giảm lần lượt xuống còn 29,699 triệu kWh (-4.1% YoY) vào năm 2029 và 29,082 triệu kWh (-2.1% YoY) vào năm 2030. Nguyên nhân chính do sự suy giảm nguồn khí tự nhiên đầu vào làm sụt giảm công suất khả dụng của mảng điện khí. Đồng thời, sự kết thúc của chu kỳ El Nino giai đoạn 2028 – 2029 khiến tỷ trọng huy động từ điện khí giảm nhẹ khi hệ thống điện gia tăng huy động nguồn thủy điện.

Chỉ tiêu	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	58,036	56,431	63,514	60,884	59,618
Tăng trưởng DT	69.9%	-2.8%	12.6%	-4.1%	-2.1%
Lợi nhuận sau thuế	4,888	2,822	3,493	3,653	3,577
Tăng trưởng LNST	70.3%	-42.3%	23.8%	4.6%	-2.1%

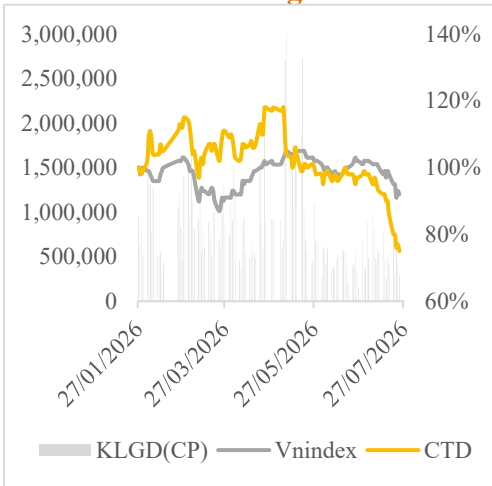
Nền tảng tài chính của POW cải thiện rõ rệt xuyên suốt chu kỳ dự báo nhờ dòng tiền hoạt động dồi dào. Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu tăng trưởng bền vững từ mức 13,307 VNĐ trong năm 2025 lên 19,012 VNĐ vào năm 2030 (tăng trưởng bình quân CAGR đạt khoảng 7,4%/năm). Áp dụng phương pháp định giá theo bội số BCTC với mức P/B mục tiêu hợp lý là 1.2 lần (phù hợp với vị thế doanh nghiệp phát điện hàng đầu sở hữu chuỗi tài sản điện khí hiện đại). So với mức giá cơ sở tính toán tại thời điểm đầu chu kỳ đầu tư (khoảng 13,200 VNĐ/cp), giá mục tiêu 22,815 VNĐ/cp mang lại mức tăng trưởng thị giá +12,97% cho toàn chu kỳ nắm giữ 4.5 năm. Mặc dù đà tăng trưởng sản lượng và doanh thu sẽ đạt đỉnh vào giai đoạn 2026 – 2028 nhờ Nhơn Trạch 3&4 và El Nino trước khi chững lại ở giai đoạn 2029 – 2030 do hạn chế

nguồn khí, POW vẫn là trụ cột năng lượng vững chắc với quy mô tài sản không ngừng gia tăng. Khuyến nghị nhà đầu tư tích lũy tại các vùng giá điều chỉnh để hưởng trọn chu kỳ bùng nổ lợi nhuận 2026 – 2028 và nhận cổ tức ổn định.

Ngày thực hiện: 28/07/2026

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	57,000
Giá mục tiêu	99,000
Upside	20.2%/năm
Thời gian nắm giữ	3 năm
Cổ tức	10.0%
Tỷ suất cổ tức	1.74%

Biến động giá CTD & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	111,823,220
Vốn hóa (tỷ VND)	6,161
Khoảng giá 52 tuần	55,100 – 92,783
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	35.33
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	46.77%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025
EPS (VND)	1,814	3,584	7,539
BVPS (VND)	81,122	83,836	90,557
P/E	45.16	21.43	7.31
ROE%	2.26%	4.34%	8.65%
ROA%	0.93%	1.52%	2.54%
Nợ/TTS	61.0%	68.0%	73.0%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND, NĐTC)	2024	2025	2026	2027F
Doanh thu bán hàng	21,045	24,885	34,340	41,128
Tăng trưởng doanh thu thuần	27.33%	18.25%	37.99%	19.8%
Lợi nhuận gộp	713	815	1,446	1,844
Biên lợi nhuận gộp	3.39%	3.28%	4.21%	4.5%
Lợi nhuận sau thuế	310	456	788	1,054
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	64.70%	47.33%	72.81%	33.8%

Nguồn: Fiin, KirinS tổng hợp

Luận điểm đầu tư

Backlog tăng trưởng mạnh nhờ chiến lược “repeat sales” và thế mạnh trong mảng xây dựng nhà máy, khu công nghiệp

Tính đến hết Q3/NĐTC 2026, backlog của CTD đạt 65,500 tỷ đồng, thiết lập mức cao kỷ lục trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp. Quy mô backlog lớn không chỉ tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng doanh thu trong các kỳ tới mà còn giúp CTD cải thiện mức độ hiển thị lợi nhuận và giảm bớt rủi ro biến động từ hoạt động tìm kiếm dự án mới. Đáng chú ý, tỷ trọng giá trị các dự án “repeat sales” tiếp tục duy trì trên 75% cho thấy sự tin nhiệm ngày càng lớn của các chủ đầu tư đối với năng lực triển khai, chất lượng thi công và uy tín thương hiệu của CTD.

Theo đó, các mảng xây dựng mang tới nhiều dự địa tăng trưởng doanh thu cho CTD nhờ (1) Hưởng lợi từ làn sóng vốn đầu tư nước ngoài (FDI) và (2) Xây dựng hạ tầng – con bài chiến lược từ Chính phủ.

Cấu trúc vốn ngắn hạn cải thiện mạnh mẽ

Khoản phải thu của CTD có xu hướng tăng kể từ năm 2018, tỷ lệ khoản phải thu khách hàng/tổng tài sản gấp 1.8 lần so với năm 2016. Trải qua chu kỳ phục hồi của ngành bất động sản, tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản bắt đầu cải thiện trở lại, cho thấy áp lực vốn lưu động hạ nhiệt đáng kể, từ mức 50% cuối NĐTC 2025 về mức 42.7% tính đến cuối NĐTC 2026. Bên cạnh đó, tại thời điểm cuối NĐTC 2026, lượng tiền của CTD (bao gồm tiền mặt và tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn) ở mức 7,823 tỷ đồng, tăng 86.9% so với cùng kỳ. Lượng tiền tăng mạnh khi CTD gia tăng huy động nợ vay để phục vụ cho việc khối lượng thi công tăng mạnh.

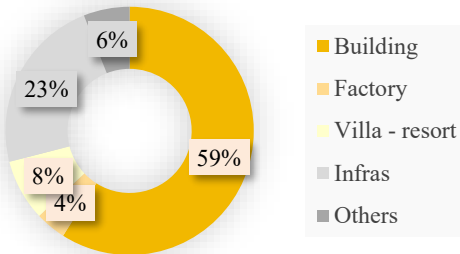
Nâng cao hiệu quả sinh lời khi hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng

CTD tiếp tục mở rộng hệ sinh thái xây dựng thông qua việc mua lại 100% vốn điều lệ của GEO Foundations Việt Nam - doanh nghiệp FDI tại Việt Nam đi đầu trong lĩnh vực xây dựng nền móng chuyên dụng. Chúng tôi cho rằng việc thu tóm các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị xây dựng sẽ giúp CTD (1) Nâng cao năng lực cạnh tranh trong đấu thầu các dự án FDI có yêu cầu kỹ thuật cao, đặc biệt là các dự án đòi hỏi thiết kế tuân thủ theo Tiêu chuẩn LEED Gold, LEED Platinum và (2) Cải thiện biên lợi nhuận khi hạn chế chia sẻ lợi ích cho nhà thầu phụ.

Rủi ro đầu tư:

- Giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn so với kỳ vọng.
- Gia tăng mức độ cạnh tranh khi xuất hiện những nhà thầu mới. Ngoài ra, việc thị trường bất động sản có tín hiệu chững lại sau chu kỳ tăng giá từ năm 2023 cũng ít nhiều ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh chung của ngành.

Cơ cấu Backlog của CTD tính đến Q3/NĐTC 2026



Nguồn: CTD, KirinS tổng hợp

Backlog tăng trưởng mạnh nhờ chiến lược “repeat sales” và thế mạnh trong mảng xây dựng nhà máy, khu công nghiệp

Cho NĐTC kết thúc năm 2026, doanh thu tăng 38% so với cùng kỳ, chủ yếu được đóng góp bởi hoạt động xây dựng dân dụng khi CTD tiếp tục bàn giao theo tiến độ các dự án đã ký với loạt đối tác như Vingroup, Sungroup, Ecopark, Capitaland. Tính đến hết Q3/NĐTC 2026, backlog của CTD đạt 65,500 tỷ đồng, thiết lập mức cao kỷ lục trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp. Quy mô backlog lớn không chỉ tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng doanh thu trong các kỳ tới mà còn giúp CTD cải thiện mức độ hiển thị lợi nhuận và giảm bớt rủi ro biến động từ hoạt động tìm kiếm dự án mới.

Đáng chú ý, các dự án đến từ nhóm khách hàng hiện hữu tiếp tục chiếm trên 75% tổng giá trị backlog. Tỷ trọng “repeat sales” duy trì ở mức cao cho thấy sự tín nhiệm ngày càng lớn của các chủ đầu tư đối với năng lực triển khai, chất lượng thi công và uy tín thương hiệu của CTD. Đây cũng là lợi thế cạnh tranh quan trọng, giúp doanh nghiệp duy trì nguồn việc ổn định trong bối cảnh tiêu chuẩn lựa chọn nhà thầu ngày càng khắt khe.

Theo đó, các mảng xây dựng mang tới nhiều dư địa tăng trưởng doanh thu cho CTD nhờ những yếu tố:

(1) Hưởng lợi từ làn sóng Vốn đầu tư nước ngoài (FDI): Kể từ năm 2023, CTD đã chủ động gia tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu từ mảng xây dựng công nghiệp trong bối cảnh thị trường xây dựng dân dụng kém thuận lợi, nguồn cung căn hộ chung cư sụt giảm đáng kể trong khi mức độ cạnh tranh giữa các nhà thầu gia tăng khiến biên lợi nhuận mỏng đi lùi qua các quý. Danh mục dự án được mở rộng hoạt động trên mảng FDI với các dự án hợp tác với các đối tác lớn như BWID, LEGO, Pandora, Suntory Pepsico... Chiến lược “repeat sales” tiếp tục phát huy hiệu quả nhờ thế mạnh trong mảng xây dựng công nghiệp trong bối cảnh vốn đầu tư nước ngoài liên tục ghi nhận biên độ tăng trưởng tích cực qua các năm.

(2) Xây dựng hạ tầng - con bài chiến lược từ Chính phủ: Mảng hạ tầng được kỳ vọng trở thành một trong những động lực tăng trưởng quan trọng của CTD trong giai đoạn tới, nhờ hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư công với con số kế hoạch giải ngân cao kỷ lục 1.08 triệu tỷ đồng cho năm 2026 (tăng 12% so với kế hoạch năm 2025).

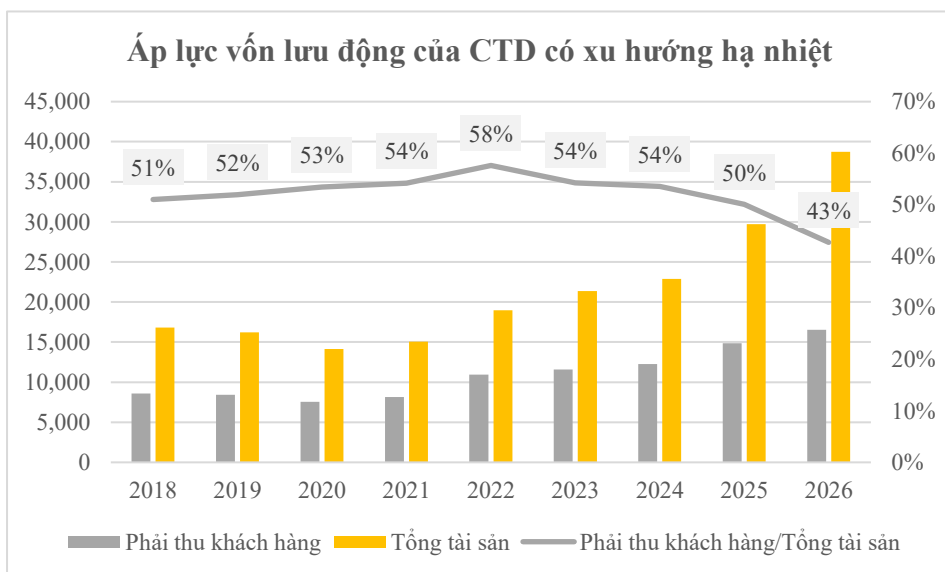
Kết thúc Q3/NĐTC 2026, CTD ghi nhận tỷ trọng đóng góp vào giá trị trúng thầu từ mảng hạ tầng đạt 40%, đánh dấu những bước chân đầu tiên trong lĩnh vực đầu tư công sau nhiều năm chuẩn bị năng lực. Hàng loạt dự án trọng điểm quốc gia có sự hiện diện của CTD như: Cụm công trình phục vụ APEC Phú Quốc, sân bay Long Thành và sân bay Gia Bình... Bên cạnh đó, định hướng Chính phủ trong xu hướng đầu tư mạnh mẽ vào cao tốc Bắc - Nam, các tuyến đường vành đai, cầu, cảng, sân bay sẽ mở ra cơ hội rộng lớn cho các nhà thầu và ban lãnh đạo cũng xác định hạ tầng sẽ là trụ cột tăng trưởng dài hạn trong những năm tới của CTD.

Cấu trúc vốn ngắn hạn cải thiện mạnh mẽ

Sau giai đoạn tăng trưởng cao 2016–2017, ngành xây dựng bước vào chu kỳ suy giảm rõ rệt, đồng thời chịu thêm tác động từ đại dịch COVID-19. Thị trường bất động sản suy yếu, nguồn cung các dự án nhà ở quy mô lớn sụt giảm, trong khi áp lực cạnh tranh giữa các nhà thầu ngày càng gay gắt đã khiến biên lợi nhuận toàn ngành bị thu hẹp đáng kể.

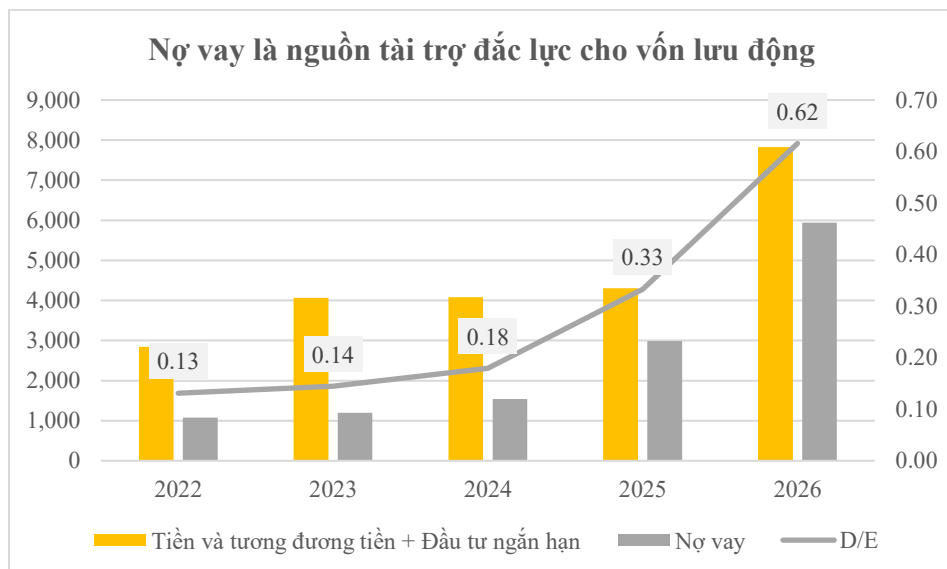
Đối với CTD, những xung đột lợi ích nội bộ bùng phát trong giai đoạn 2019–2020 càng làm trầm trọng thêm khó khăn, kéo theo sự suy giảm mạnh về doanh thu và lợi nhuận. Các khoản phải thu khó đòi tích tụ trở thành “cục máu đông” kéo dài, buộc doanh nghiệp phải tăng cường trích lập dự phòng trong các kỳ tiếp theo. Theo đó, quy mô khoản phải thu của CTD bắt đầu gia tăng rõ rệt từ năm 2018, phản ánh áp lực đáng kể lên chất lượng tài sản và dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, trải qua chu kỳ phục hồi của ngành bất động sản và nội lực doanh nghiệp lợi ngược dòng mạnh mẽ, tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản bắt đầu cải thiện trở lại, cho thấy áp lực vốn lưu động hạ nhiệt đáng kể, từ mức 50% cuối NDTC 2025 về mức 42.7% tính đến cuối NDTC 2026.



Nguồn: CTD, KirinS tổng hợp

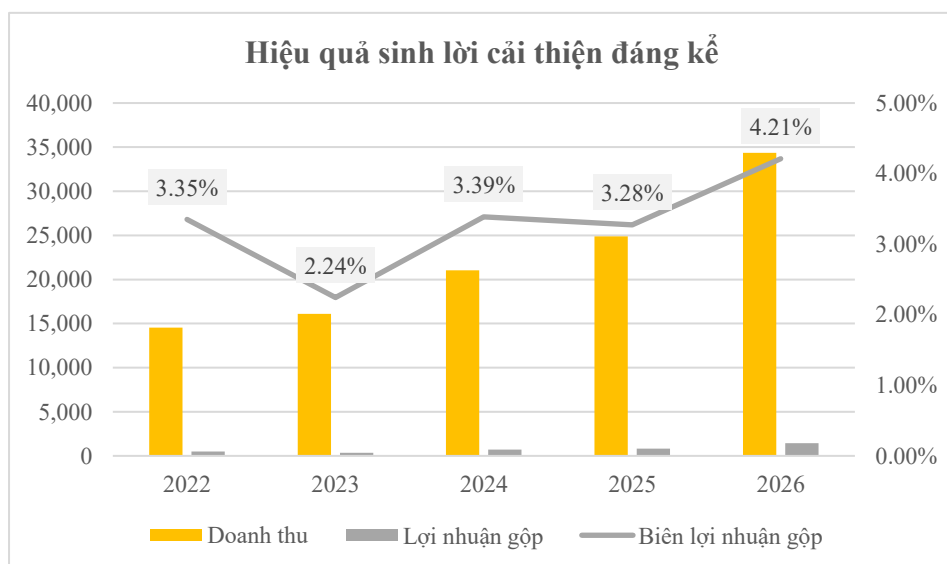
Tại thời điểm cuối NDTC 2026, lượng tiền của CTD (bao gồm tiền mặt và tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn) ở mức 7,823 tỷ đồng (chiếm 20.2% tổng tài sản, tăng 86.9% so với thời điểm cuối NDTC 2025). Lượng tiền tăng mạnh khi CTD gia tăng huy động nợ vay để phục vụ cho việc thực hiện các công trình mới của doanh nghiệp khi khối lượng thi công tăng mạnh. Tiêu biểu là phương án chào bán 14 triệu trái phiếu với tổng giá trị trái phiếu huy động là 1,400 tỷ đồng với mức lãi suất cố định là 9%/năm, tốt hơn đáng kể so với mặt bằng chung trong bối cảnh chi phí huy động doanh nghiệp có phần gia tăng do khát vốn. Nguồn vốn huy động từ lô trái phiếu sẽ được sử dụng nhằm tối ưu cấu trúc tài chính phục vụ hoạt động kinh doanh cốt lõi và đồng thời đáp ứng nhu cầu nguồn tiền đầu vào để đấu thầu các dự án hạ tầng mới trong chu kỳ 2026 - 2030.



Nguồn: CTD, KirinS tổng hợp

Nâng cao hiệu quả sinh lời khi hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng

Sau khi thu tóm 100% vốn hai công ty thuộc mảng lắp đặt hệ thống nhôm kính (Sinh Nam Metal) và nhà thầu cơ điện (UG M&E) vào năm 2024, CTD tiếp tục mở rộng hệ sinh thái xây dựng thông qua việc mua lại 100% vốn điều lệ của GEO Foundations Việt Nam - doanh nghiệp FDI tại Việt Nam tiên phong trong lĩnh vực xây dựng nền móng chuyên dụng. Chúng tôi cho rằng việc thu tóm các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị xây dựng sẽ giúp CTD (1) Nâng cao năng lực cạnh tranh trong đấu thầu các dự án FDI có yêu cầu kỹ thuật cao, đặc biệt là các dự án đòi hỏi thiết kế tuân thủ theo Tiêu chuẩn LEED Gold, LEED Platinum và (2) Cải thiện biên lợi nhuận khi hạn chế chia sẻ lợi ích cho nhà thầu phụ.



Nguồn: CTD, KirinS tổng hợp

Rủi ro đầu tư

Giải ngân đầu tư công chậm hơn kỳ vọng: Trong trường hợp tiến độ phê duyệt dự án và giải ngân vốn đầu tư công tiếp tục chậm, chúng tôi cho rằng

không chỉ tăng trưởng backlog của CTD bị ảnh hưởng, nhiều khả năng nguồn vốn ngắn hạn của doanh nghiệp sẽ bị chiếm dụng

Cạnh tranh mạnh hơn từ những nhà thầu mới: Sự xuất hiện của Vincons - Tổng thầu xây dựng trực thuộc Vinhomes sẽ lấy đi lượng thị phần nhất định của CTD tại các dự án tiềm năng của Vinhomes cũng như Vingroup. Bên cạnh đó, việc thị trường bất động sản có tín hiệu chững lại sau chu kỳ tăng từ năm 2023 cũng sẽ ít nhiều ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của các nhà thầu xây dựng

Định giá

CTD hiện đang giao dịch với P/E và P/B lần lượt ở mức 7.28x và 0.65x. Chúng tôi cho rằng với vị thế là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành xây dựng, đội ngũ nhân sự giàu kinh nghiệm cùng năng lực triển khai các dự án FDI tuân thủ tiêu chuẩn ESG, CTD đã trở thành cái tên hàng đầu mà nhiều doanh nghiệp nước ngoài chủ động tìm đến. Ngoài ra, quy mô backlog lớn và cơ cấu đa dạng bao gồm các dự án nhà ở, công nghiệp và hạ tầng đầu tư công sẽ góp phần củng cố triển vọng doanh thu mạnh mẽ trong giai đoạn 2026 - 2030.

Dựa trên phương pháp định giá P/B, giá mục tiêu của CTD là 99,000 đồng/cổ phiếu. Với tiềm năng tăng giá (CAGR) là 20.2%/năm so với mức giá đóng cửa 57,000 đồng/cổ phiếu vào ngày 27/07/2026, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với thời gian nắm giữ trong vòng 36 tháng.

Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	99,000
P/B mục tiêu	1.1
Giá đóng cửa (27/07/2026)	57,000
Upside (CAGR)	20.2%/năm

Chỉ tiêu (tỷ VND, NĐTC)	2025	2026	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	24,885	34,340	41,128	48,731	58,354
Lợi nhuận sau thuế	456	788	1,054	1,363	1,734
Tăng trưởng LNST	47.33%	72.81%	33.8%	29.3%	27.2%

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:

Email: csi.research@kirins.vn - **Tel:** (+84) 24 3926 0099 (109)

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

**Bộ phận Phân tích Ngành
và Doanh nghiệp**

Lê Anh Tùng
Chuyên viên phân tích
Email: tungla@kirins.vn

**Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô
và Thị trường Chứng khoán**

Lưu Chí Kháng
Trưởng phòng Phân tích
Email: khanglec@kirins.vn

Lê Đỗ Tuấn Minh
Chuyên viên phân tích
Email: minhltdt@kirins.vn

Nguyễn Thị Vân
Trợ lý TTNC
Email: vannt@kirins.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kirin (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kirin (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng.

Các nhận định trong bản báo cáo này dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hoặc sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ thông tin hoặc ý kiến của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI

Tầng 12A, Tòa nhà TNR, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Hà Nội
ĐT: + 84 24 3926 0099 Website: <https://www.kirins.vn>