CHỦ ĐỀ QUÝ

Lợi nhuận tăng gần 50%, vì sao giá cổ phiếu không tăng

Phát hành 20/11/2026 · Số liệu tới 31/10/2026 · Trung tâm Phân tích DSC

Nhận định chính

- LNST 9T2026 của doanh nghiệp trên HOSE tăng 48,9% nhưng định giá liên tục giảm. Tại ngày 30/10/2026, **P/E rổ CP ngoài nhóm Vingroup ở mức 9,4 lần**, ngang vùng đáy tháng 03/2020 và thấp hơn khoảng 31% so với trung vị 2020–2026. Trong năm 2026, mặt bằng giá của rổ giảm và đóng góp khoảng 30% mức giảm P/E, tức nhà đầu tư đang trả mức P/E thấp hơn.
- Tăng trưởng tập trung ở một số ít doanh nghiệp. **10 mã đóng góp 83% phần lợi nhuận tăng thêm**, trong đó một phần đến từ lợi nhuận đột biến và phục hồi từ nền thấp. Doanh nghiệp trung vị chỉ tăng 1,0% YoY trong quý III/2026 và dòng tiền chưa theo kịp lợi nhuận.
- Chúng tôi dự báo **LNST rổ CP ngoài nhóm Vingroup năm 2027 tăng khoảng 7%**, thấp hơn nhiều so với khoảng 25% năm 2026. Ngân hàng (+14%) đóng góp gần như toàn bộ phần tăng, trong khi dầu khí và năng lượng giảm khoảng 41% do lợi nhuận đột biến năm 2026 không lặp lại.
- Khoảng 70% vốn hóa HOSE thuộc các nhóm chịu tác động trực tiếp từ lãi suất. Rổ CP ngoài nhóm Vingroup đang ở **pha 3 của chu kỳ** từ tháng 02/2026: lợi nhuận vẫn tăng nhưng điều kiện tài chính thắt chặt. Ở hai lần trước (03/2020 và 11/2022), định giá chỉ hồi phục khi lợi suất TPCP đã qua đỉnh và đi xuống.
- Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động và cho vay nhiều khả năng đã ở đỉnh, nhưng năm 2027 chỉ giảm nhẹ và vẫn cao hơn giai đoạn 2024–2025. Kịch bản cơ sở: **định giá tạo đáy trong quý I–II/2027 rồi đi ngang**, rổ CP ngoài nhóm Vingroup đi ngang, cổ phiếu phân hóa giữa các ngành và giữa các doanh nghiệp.

Mục lục

01 **Tóm tắt** 1

02 **Chủ đề quý** 3

Mục tiêu báo cáo 3

Cập nhật diễn biến định giá toàn thị trường 3

I. Phía sau con số tăng trưởng lợi nhuận gần 50% 5

II. Góc nhìn về triển vọng lợi nhuận 2027 9

III. Chu kỳ lãi suất, định giá và tăng trưởng lợi nhuận 12

Kết luận 17

Phụ lục chủ đề 18

03 **Chiến lược thị trường** 22

I. Nhìn lại tháng 22

II. Sức khỏe xu hướng 23

III. Dòng tiền 23

IV. Giao dịch tổ chức 24

V. Nhiệt kế thị trường 24

VI. Định giá & sức hấp dẫn 24

04 **Môi trường Vĩ mô** 26

I. Lạm phát tăng trở lại, áp lực chủ yếu đến từ giá xăng dầu 26

II. Ngành sản xuất duy trì sức mạnh 26

III. Xuất nhập khẩu thiết lập kỷ lục mới 27

IV. Dòng vốn FDI tiếp tục tăng mạnh 28

V. Tỷ giá phân hóa, thị trường tự do nóng lên 28

VI. Lãi suất hạ nhiệt theo chỉ đạo - Tín dụng tăng chậm lại 29

VII. Thanh khoản hệ thống ổn định - SBV giảm hỗ trợ qua OMO 29

VIII. Bán lẻ duy trì tăng trưởng 30

IX. Đầu tư công chậm lại trong tháng 10 30

Phụ lục 31

Phụ lục 1: Chiến lược thị trường 31

Phụ lục 2: Vĩ mô Việt Nam 32

Phụ lục 3: Vĩ mô thế giới 34

Khuyến cáo 36

02 · CHỦ ĐỀ QUÝ

Tăng trưởng lợi nhuận cao, tại sao định giá liên tục giảm?

Cổ phiếu thường niêm yết HOSE. Giá đóng cửa 30/10/2026; BCTC đến quý III/2026; số liệu vĩ mô đến 10/2026.

Mục tiêu báo cáo

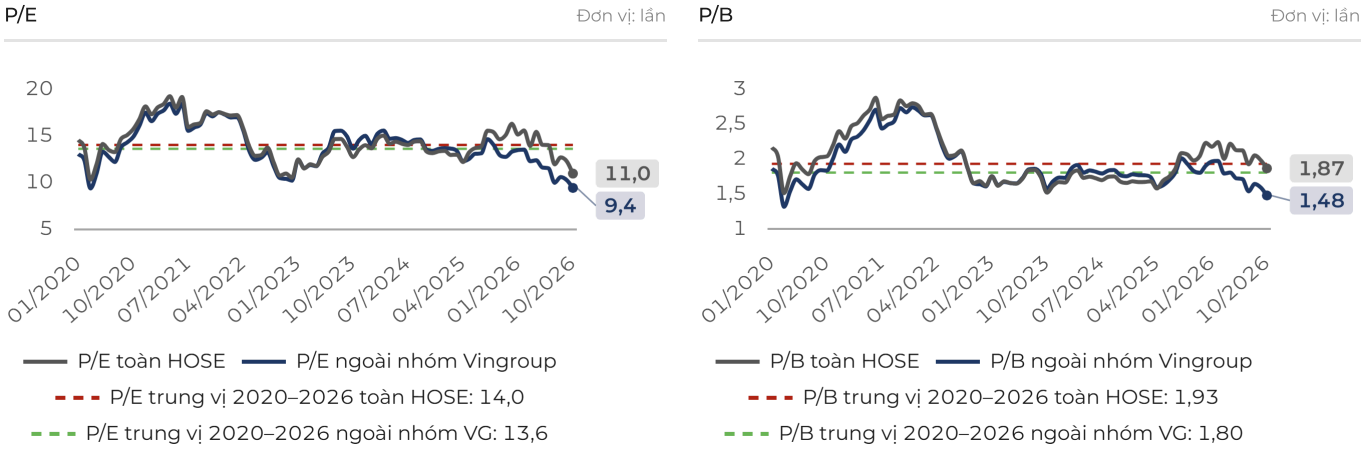
Lợi nhuận doanh nghiệp trên HOSE năm 2026 tăng cao, đạt gần 50% trong 9 tháng đầu năm, nhưng định giá liên tục giảm và về mức thấp nhất trong nhiều năm, thấp hơn cả đáy năm 2022 (P/E của rổ cổ phiếu toàn thị trường ngoài nhóm Vingroup, sau đây gọi tắt là rổ CP ngoài nhóm Vingroup, về ngang vùng đáy Covid tháng 03/2020). Vì vậy, trong báo cáo chiến lược thị trường Q4/2026, DSC tập trung vào định giá qua hai yếu tố ảnh hưởng trực tiếp: chất lượng tăng trưởng (phần I) và triển vọng lợi nhuận năm 2027 (phần II). Phần III đặt tăng trưởng và định giá vào chu kỳ lãi suất 2016–2026 để xác định thị trường đang ở giai đoạn nào của chu kỳ và tín hiệu nào thường mở ra giai đoạn định giá tăng trở lại.

Cập nhật diễn biến định giá toàn thị trường

P/E thấp hơn nhiều so với trung vị lịch sử, rõ nhất ở rổ CP ngoài nhóm Vingroup

Tại ngày 30/10/2026, **P/E toàn HOSE ở mức 11,0 lần, thấp hơn khoảng 22% so với trung vị giai đoạn 2020–2026, trong khi P/B ở mức 1,87 lần, chỉ thấp hơn nhẹ so với trung vị.** Mức chiết khấu rõ hơn ở rổ CP ngoài nhóm Vingroup với P/E 9,4 lần, ngang vùng đáy tháng 03/2020, và P/B 1,48 lần (−18% sv trung vị).

Hình 1 P/E và P/B toàn HOSE và rổ CP ngoài nhóm Vingroup



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

P/E = Σ vốn hóa / Σ LNST cổ đông mẹ TTM; P/B = Σ vốn hóa / Σ vốn chủ cổ đông mẹ; giữ doanh nghiệp lỗ. Rổ CP ngoài nhóm Vingroup: cổ phiếu toàn HOSE trừ VIC, VHM, VRE, VPL. Độ phủ vốn hóa tháng cuối 98,3–98,8%.

Hai rổ bắt đầu phân hóa từ giữa năm 2025. Cụ thể, nhóm Vingroup tăng mạnh giúp VN-Index tăng 41% trong năm 2025, trong khi phần còn lại của thị trường chỉ tăng 15% và giảm 11% kể từ đầu năm 2026. Vì vậy, phần lớn các phân tích định giá trong báo cáo sử dụng **mặt bằng giá rổ cổ phiếu toàn thị trường (ngoài nhóm Vingroup)**.

P/E giảm chủ yếu do lợi nhuận tăng nhanh hơn giá

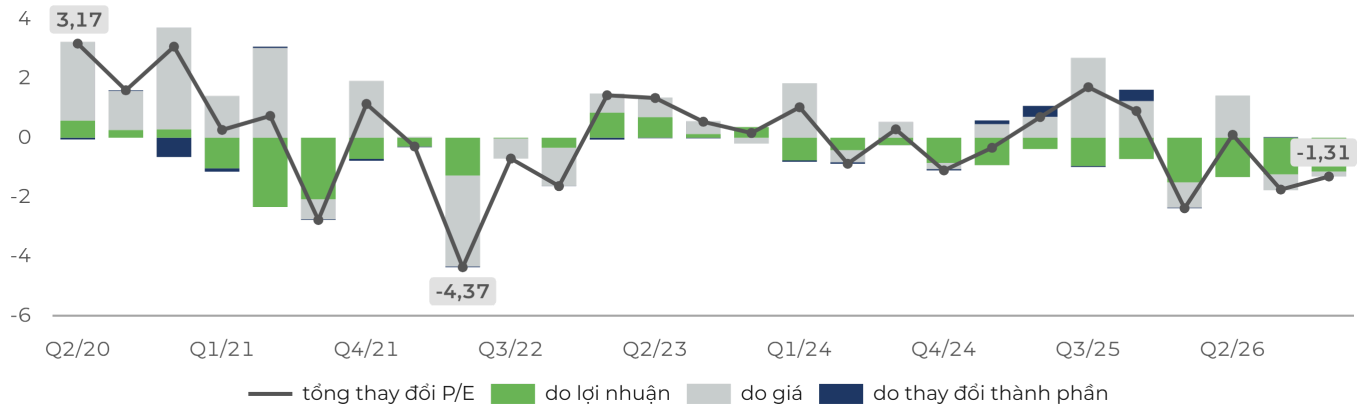
Để xác định P/E giảm do giá giảm hay do lợi nhuận tăng, chúng tôi tách thay đổi P/E mỗi quý thành ba phần: (1) **Do lợi nhuận**, tức mức thay đổi của

P/E nếu giá đứng yên, (2) **Do giá**, (3) **Do thay đổi thành phần** của rổ khi có cổ phiếu mới niêm yết hoặc mới đủ dữ liệu.

Hình 2 Thay đổi P/E theo quý: toàn HOSE và rổ CP ngoài nhóm Vingroup

Toàn HOSE: thay đổi P/E trong quý

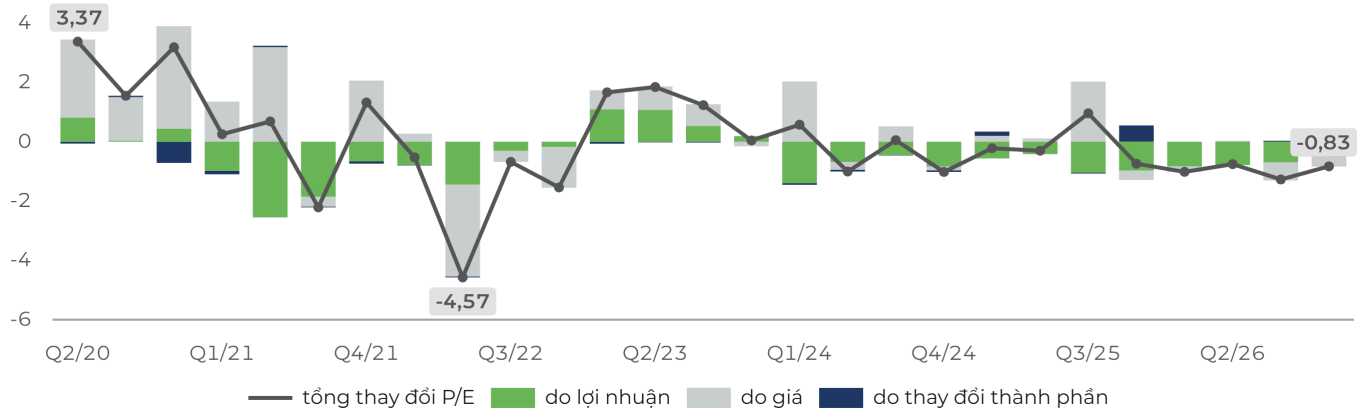
Đơn vị: lần



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Rổ CP ngoài nhóm Vingroup: thay đổi P/E trong quý

Đơn vị: lần



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Lợi nhuận quý có hiệu lực sau khoảng 30 ngày kể từ cuối quý. 10/26: từ 30/09 đến 30/10/2026. Phần do lợi nhuận và do giá tính trên các mã có mặt ở cả đầu và cuối quý (độ phủ vốn hóa 92–100%).*

Từ năm 2025, lợi nhuận tăng liên tục kéo P/E giảm đều qua từng quý, khác biệt giữa hai năm nằm ở diễn biến giá. Năm 2025, giá tăng đủ bù đắp nên P/E vẫn tăng. Năm 2026, giá toàn HOSE gần như đi ngang, trong khi mặt bằng giá rổ CP ngoài nhóm Vingroup giảm và đóng góp khoảng 30% mức giảm P/E (−1,1 trong −3,9 lần) của rổ. Như vậy, giá chưa tăng theo phần lợi nhuận tăng thêm, mà thậm chí nhà đầu tư còn đang trả mức P/E thấp hơn.

Bảng 1 Phân tách thay đổi P/E (lần) theo nhóm

Rổ	P/E 2025	Do LN	Do giá	P/E 2026 YTD	Do LN	Do giá	Thành phần
Toàn HOSE	13,3 → 16,3	-3,0	5,1	16,3 → 11,0	-5,2	-0,1	0,0
Ngoài nhóm Vingroup	13,6 → 13,3	-3,0	2,0	13,3 → 9,4	-2,8	-1,1	0,0
Ngân hàng	9,4 → 9,7	-1,6	1,9	9,7 → 8,0	-1,4	-0,4	-0,0
Vingroup	10,5 → 51,3	2,6	34,8	51,3 → 17,0	-38,4	4,1	0,0
BĐS ngoài nhóm Vingroup	41,3 → 37,6	-7,4	5,3	37,6 → 12,3	-19,5	-5,8	-0,0
Tài chính phi ngân hàng	17,8 → 17,9	-7,8	5,4	17,9 → 15,3	-0,9	-2,1	0,3
Phi tài chính còn lại	19,3 → 16,6	-5,4	1,7	16,6 → 10,2	-4,9	-1,5	0,0

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Năm 2026 tính đến 30/10.

I. Phía sau con số tăng trưởng lợi nhuận gần 50%

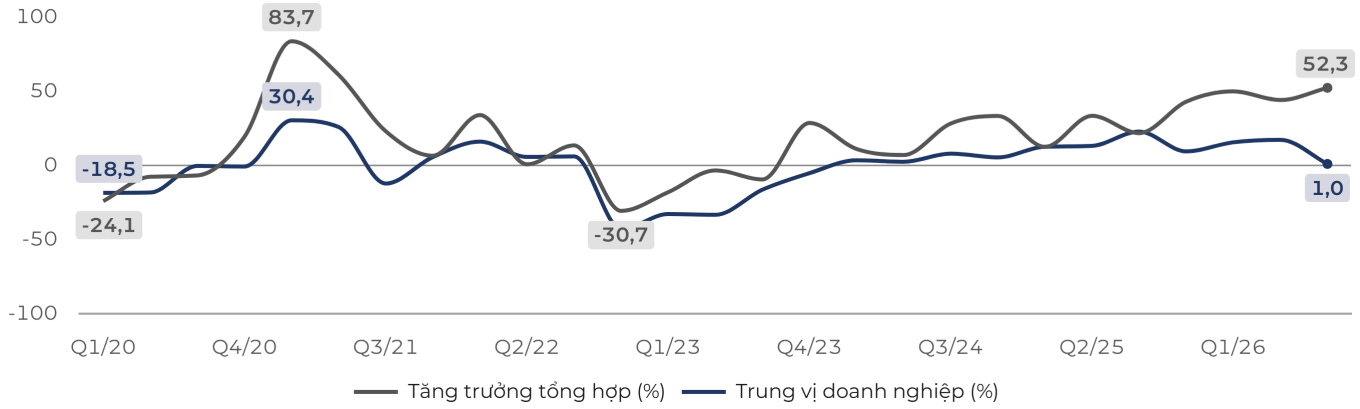
Tăng trưởng LNST 9T2026 của doanh nghiệp trên HOSE đạt gần 50%, tuy nhiên khi phân tích theo doanh nghiệp và theo nhóm ngành, chúng tôi nhận thấy **tăng trưởng tập trung ở một số ít doanh nghiệp và kém bền vững hơn so với con số tổng.**

Tăng trưởng tổng cao nhưng doanh nghiệp trung vị đã chậm lại

Hình 3 Tăng trưởng LNST theo quý: tổng hợp, trung vị và mức độ lan tỏa

Tăng trưởng LNST cổ đông mẹ theo quý

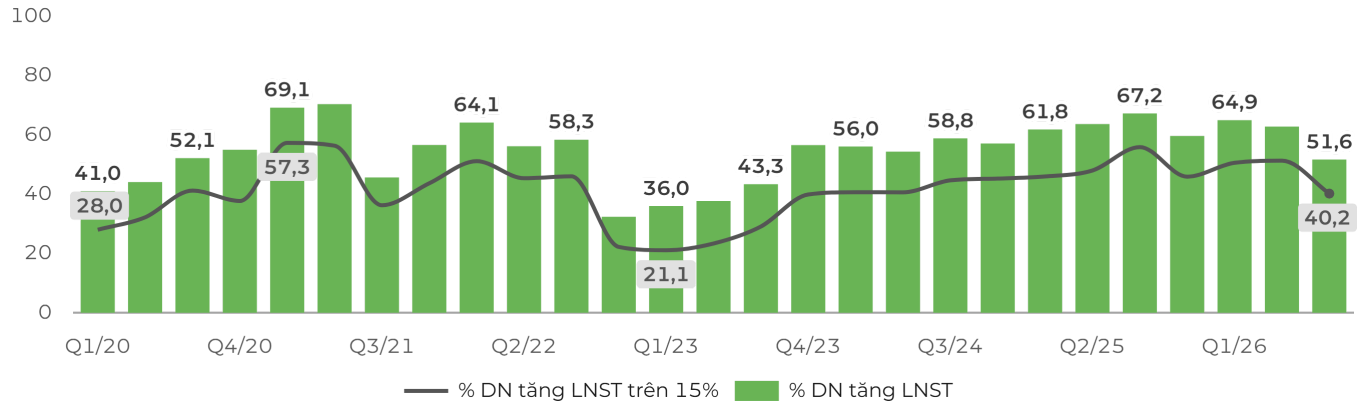
Đơn vị: YoY, %



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Hình 3 Tăng trưởng LNST theo quý: tổng hợp, trung vị và mức độ lan tỏa (tiếp)

Mức độ lan tỏa: % doanh nghiệp tăng lợi nhuận và tăng trên 15%



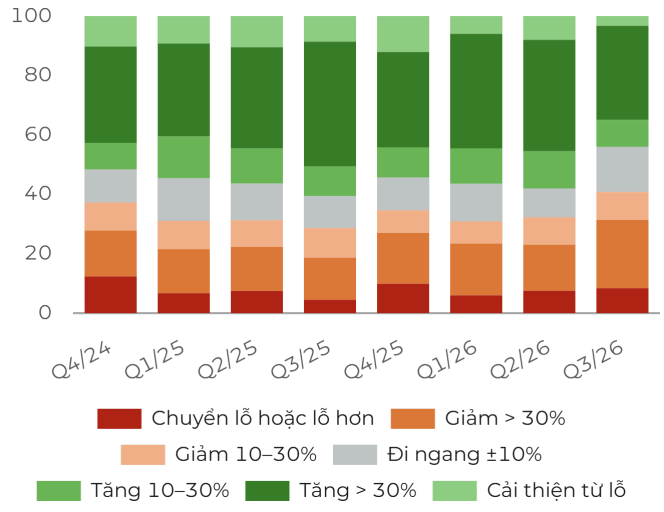
Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

LNST cổ đông mẹ quý so với cùng kỳ. Trung vị và % DN tăng trên 15% chỉ tính doanh nghiệp có LNST quý gốc dương; % DN tăng LNST tính cả doanh nghiệp có kỳ gốc lỗ. Độ phủ vốn hóa 99–100%.

LNST quý III/2026 tăng 52,3% YoY, mức cao nhất kể từ quý II/2021, trong khi doanh nghiệp trung vị chỉ tăng 1,0%. Tăng trưởng tổng hợp và trung vị đã đi ngược chiều trong ba quý gần nhất: tăng trưởng tổng tiếp tục tăng tốc, trong khi tỷ lệ doanh nghiệp tăng lợi nhuận trên 15% giảm từ 51% xuống 40%. Tăng trưởng trung vị theo quý đạt đỉnh 22,8% trong quý III/2025, vì vậy chúng tôi đánh giá đỉnh tăng trưởng của phần lớn doanh nghiệp nhiều khả năng đã qua.

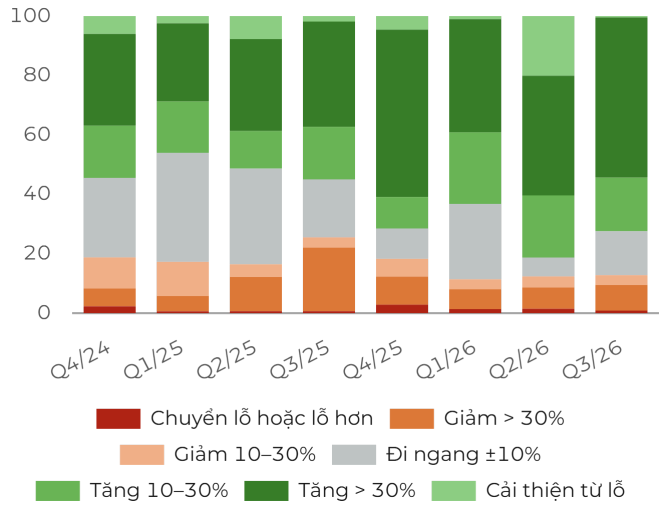
Hình 4 Phân bố doanh nghiệp theo mức thay đổi LNST quý

Theo số doanh nghiệp



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Theo vốn hóa



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

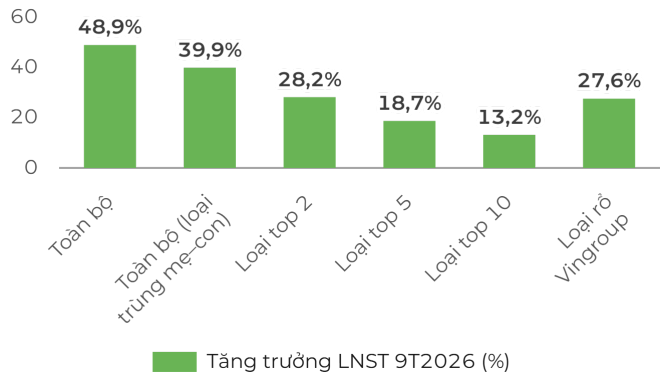
Phân bố mức thay đổi lợi nhuận cho thấy thị trường đang phân hóa mạnh. Cụ thể, trong quý III/2026, 32% doanh nghiệp tăng lợi nhuận trên 30%, chiếm 54% vốn hóa. Ngược lại, **tỷ lệ doanh nghiệp giảm lợi nhuận trên 30% tăng từ 16% lên 23% chỉ trong một quý**, chưa kể 8% doanh nghiệp chuyển từ lãi sang lỗ. Nhìn chung, tăng trưởng tổng được kéo lên bởi nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn tăng mạnh, trong khi số doanh nghiệp suy giảm lợi nhuận ngày càng tăng.

10 mã đóng góp 83% phần lợi nhuận tăng thêm

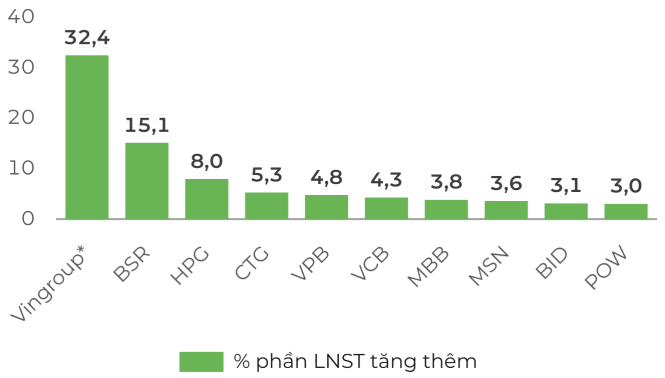
Hình 5 Mức tập trung của tăng trưởng LNST 9T2026

Tăng trưởng LNST 9T2026 sau khi loại

Đơn vị: %



Top 10: % phần LNST tăng thêm 9T2026



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

LNST cổ đông mẹ 9T2026 so với 9T2025, 394 mã, độ phủ vốn hóa 99,9%. Vingroup (VIC, VHM, VRE, VPL) gộp sau khi loại phần lợi nhuận công ty con đã nằm trong BCTC hợp nhất của công ty mẹ.

Nếu loại 10 mã đóng góp lớn nhất, tăng trưởng LNST 9T2026 chỉ còn 13,2%. Trong đó, riêng VHM và VIC đã nâng tăng trưởng từ 28,2% lên 48,9%. Ngoài nhóm Vingroup, một phần đáng kể đến từ **lợi nhuận đột biến**: BSR đóng góp 5,5 điểm % nhờ crack spread tăng mạnh khi nguồn cung dầu bị gián đoạn, cùng với lãi tồn kho và nền thấp năm 2025. Chúng tôi đánh giá phần lợi nhuận này khó duy trì và có thể đảo chiều trong năm 2027.

Các nhóm tăng trưởng cao nhất chủ yếu phục hồi từ nền thấp hoặc có yếu tố đột biến

Bảng 2 Tăng trưởng theo nhóm ngành: dài hạn và 9T2026

Nhóm	Số mã	CAGR DT 22–25	DT 9T	CAGR LN 22–25	LNST 9T	Đóng góp LNST tăng thêm	% DN tăng LNST	Trung vị LNST 9T	% DN tăng LNST > 15%
Toàn HOSE	394	7,9%	36,9%	12,8%	48,9%	100,0%	61%	10,8%	45%
Ngoài nhóm Vingroup	390	5,1%	26,6%	12,6%	27,6%	52,8%	61%	10,2%	44%
Ngân hàng	22	9,9%	18,6%	12,8%	18,7%	19,4%	86%	18,7%	64%
Bất động sản	57	29,3%	125,0%	12,6%	268,9%	48,2%	46%	-8,9%	35%
BĐS ngoài nhóm Vingroup	54	-5,1%	1,8%	7,4%	42,9%	2,2%	43%	-13,1%	31%
Tài chính khác	27	11,8%	13,4%	43,4%	-8,2%	-1,1%	52%	0,2%	19%
Năng lượng & nguyên vật liệu	51	-0,8%	44,6%	-4,9%	140,7%	21,2%	75%	46,6%	66%
Công nghiệp, xây dựng & tiện ích	130	6,6%	26,7%	6,9%	24,4%	5,2%	65%	13,6%	48%
Tiêu dùng, bán lẻ & công nghệ	107	7,0%	21,3%	23,5%	21,7%	7,1%	56%	6,0%	41%

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

CAGR 2022–2025: cùng tập doanh nghiệp theo năm gốc và năm cuối. 9T: so với 9T2025. Đóng góp LNST tăng thêm: tỷ trọng của nhóm trong phần LNST 9T tăng thêm của toàn HOSE. Trung vị và % DN tăng trên 15%: chỉ tính doanh nghiệp có LNST 9T2025 dương.

Ngoài VIC và VHM, hai nhóm có tốc độ tăng trưởng cao nhất là năng lượng & nguyên vật liệu (+141%) và bất động sản ngoài nhóm Vingroup (+43%), đều tăng từ nền thấp nhưng mức độ lan tỏa khác nhau:

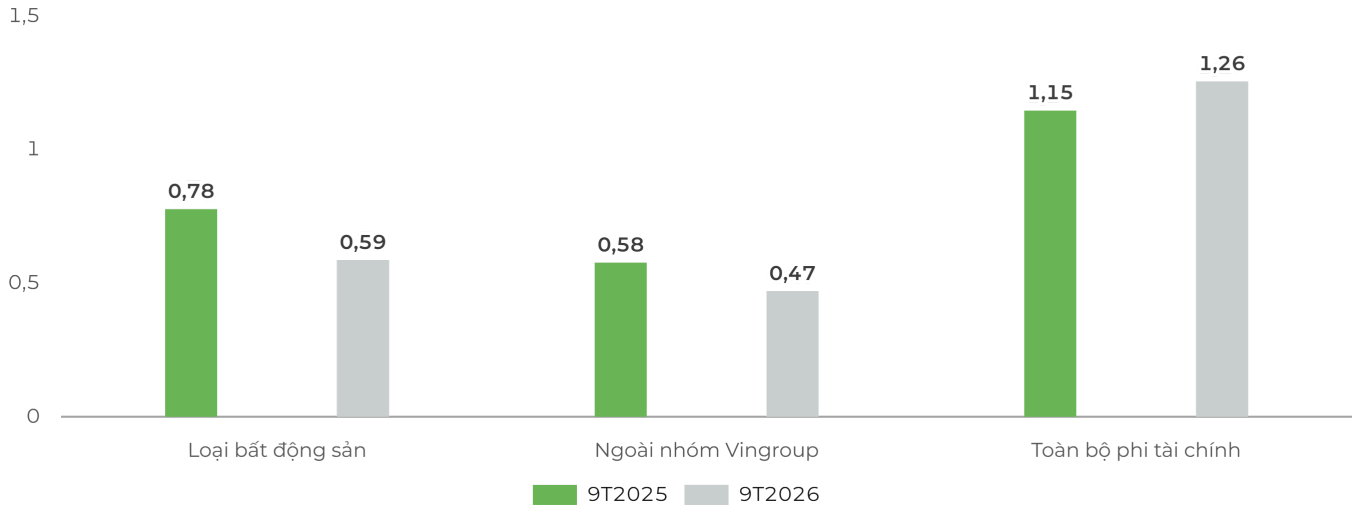
- **Năng lượng & nguyên vật liệu** (CAGR LNST 2022–2025 −4,9%): tăng trưởng tập trung ở BSR (55% phần tăng của nhóm) nhờ crack spread tăng đột biến khi nguồn cung dầu bị gián đoạn, và HPG (29%) nhờ sản lượng HRC tăng 59% khi khu liên hợp Dung Quất 2 đi vào vận hành và đầu tư công được đẩy mạnh. Dù vậy, đà phục hồi vẫn lan rộng trong nhóm với doanh nghiệp trung vị tăng 46,6% và 66% doanh nghiệp tăng trên 15%.
- **Bất động sản ngoài nhóm Vingroup:** phần lớn mức tăng đến từ NVL (chuyển từ lỗ sang lãi). Nếu loại NVL, lợi nhuận phần còn lại của nhóm giảm và doanh nghiệp trung vị giảm 13,1%.

Trong khi đó, **ngân hàng là nhóm duy nhất có tăng trưởng đồng đều** với tăng trưởng tổng và trung vị cùng đạt 18,7%, và 86% ngân hàng tăng lợi nhuận.

Dòng tiền chưa đi cùng lợi nhuận

Hình 6 CFO / LNST 9 tháng

Đơn vị: lần



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Σ CFO / Σ LNST toàn doanh nghiệp, cùng tập doanh nghiệp ở hai năm; không gồm ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán. Độ phủ vốn hóa 97,7–98,8%.

Tỷ lệ CFO/LNST 9T2026 tăng từ 1,15 lên 1,26 lần, tuy nhiên **con số này chịu ảnh hưởng lớn từ nhóm Vingroup**, nơi CFO bao gồm cả tiền đặt cọc của người mua nhà. **Nếu loại nhóm Vingroup, tỷ lệ này giảm từ 0,58 xuống 0,47 lần**, cho thấy phần lớn lợi nhuận tăng thêm của khối sản xuất và thương mại chưa chuyển hóa thành dòng tiền.

Kết luận phần I

Tăng trưởng LNST gần 50% tập trung ở một số ít doanh nghiệp lớn: 10 mã đóng góp 83% phần lợi nhuận tăng thêm, trong đó một phần đến từ lợi nhuận đột biến và phục hồi từ nền thấp.

Doanh nghiệp trung vị đã chậm lại rõ trong quý III/2026 (+1,0% YoY) và dòng tiền chưa theo kịp lợi nhuận.

II. Góc nhìn về triển vọng lợi nhuận 2027

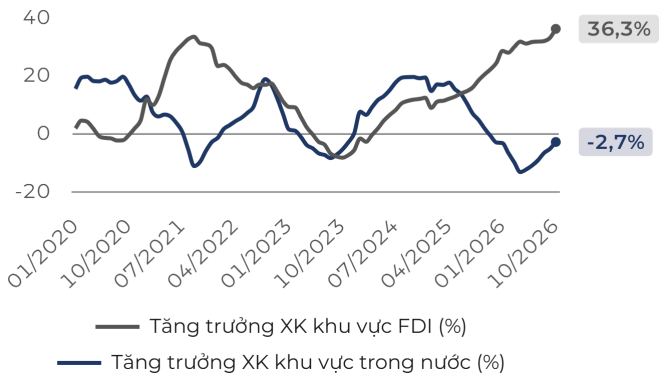
Bên cạnh chất lượng tăng trưởng hiện tại, chúng tôi đánh giá triển vọng lợi nhuận năm 2027, do thị trường chứng khoán vốn phản ánh kỳ vọng tương lai nhiều hơn kết quả đã ghi nhận.

Tăng trưởng kinh tế cao không đồng nghĩa với lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết tăng tương ứng

Trước khi phân tích triển vọng lợi nhuận năm 2027, chúng tôi lưu ý **cấu trúc VN-Index khác với cấu trúc nền kinh tế, do đó không thể so sánh trực tiếp tăng trưởng GDP với diễn biến chỉ số.** Tăng trưởng kinh tế hiện nay được dẫn dắt bởi ba động lực chính: **(1) Xuất khẩu của khu vực FDI, (2) Đầu tư công, (3) Tiêu dùng cải thiện.** Tuy nhiên, cả ba động lực đều gần như không có mặt trên HOSE hoặc chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ.

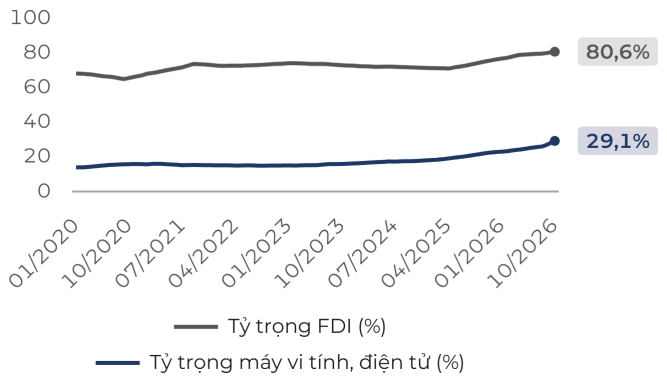
Hình 7 Xuất khẩu theo khu vực

Tăng trưởng xuất khẩu (12 tháng trượt, YoY, %) — Đơn vị: %



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Cơ cấu xuất khẩu (12 tháng trượt, %) — Đơn vị: %



Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Đối với xuất khẩu, phần tăng trưởng gần như hoàn toàn thuộc khu vực FDI. Cụ thể, xuất khẩu khu vực FDI tăng 36,3%, trong khi khu vực trong nước giảm 2,7%, riêng máy vi tính, điện tử chiếm 29% tổng kim ngạch. Các doanh nghiệp FDI không niêm yết trên HOSE. Các doanh nghiệp xuất khẩu niêm yết chủ yếu thuộc khu vực trong nước nên hưởng lợi hạn chế: rổ 19 doanh nghiệp xuất khẩu (dệt may, thủy sản, gỗ, thép và nhựa; danh sách ở Bảng 9, Phụ lục C) chỉ tăng doanh thu 2,1% và LNST 5,3% (TTM). Nhu cầu bên ngoài vẫn mở rộng (PMI ISM của Mỹ đạt 55,5 điểm), tuy nhiên đơn hàng xuất khẩu mới của doanh nghiệp Việt Nam vẫn yếu.

Đối với đầu tư công, ngành xây dựng và vật liệu chỉ chiếm khoảng 2% vốn hóa HOSE. Vì vậy, tác động lên lợi nhuận toàn thị trường chủ yếu đến qua một số ít doanh nghiệp như HPG. Sản lượng HRC của HPG tăng 59% khi khu liên hợp Dung Quất 2 đi vào vận hành và đầu tư công được đẩy mạnh.

Đối với tiêu dùng, sức mua cải thiện nhưng mức độ phản ánh trên sàn còn hạn chế. Tổng mức bán lẻ 10T2026 tăng 13,5% YoY; sau khi loại trừ yếu tố giá, mức tăng là 7,7%, cao hơn mức 7,0% cùng kỳ 2025. Ngành bán lẻ ghi nhận LNST 9T2026 tăng 83,5%, chủ yếu từ MWG và DMX, tuy nhiên chỉ chiếm khoảng 3% vốn hóa HOSE. Đối với các doanh nghiệp tiêu dùng khác, tăng trưởng chưa lan tỏa rộng khi LNST 9T2026 của doanh nghiệp trung vị nhóm tiêu dùng, bán lẻ & công nghệ chỉ tăng 6%.

LNST rổ CP ngoài nhóm Vingroup năm 2027 dự báo tăng khoảng 7%, chậm lại đáng kể so với mức khoảng 25% năm 2026

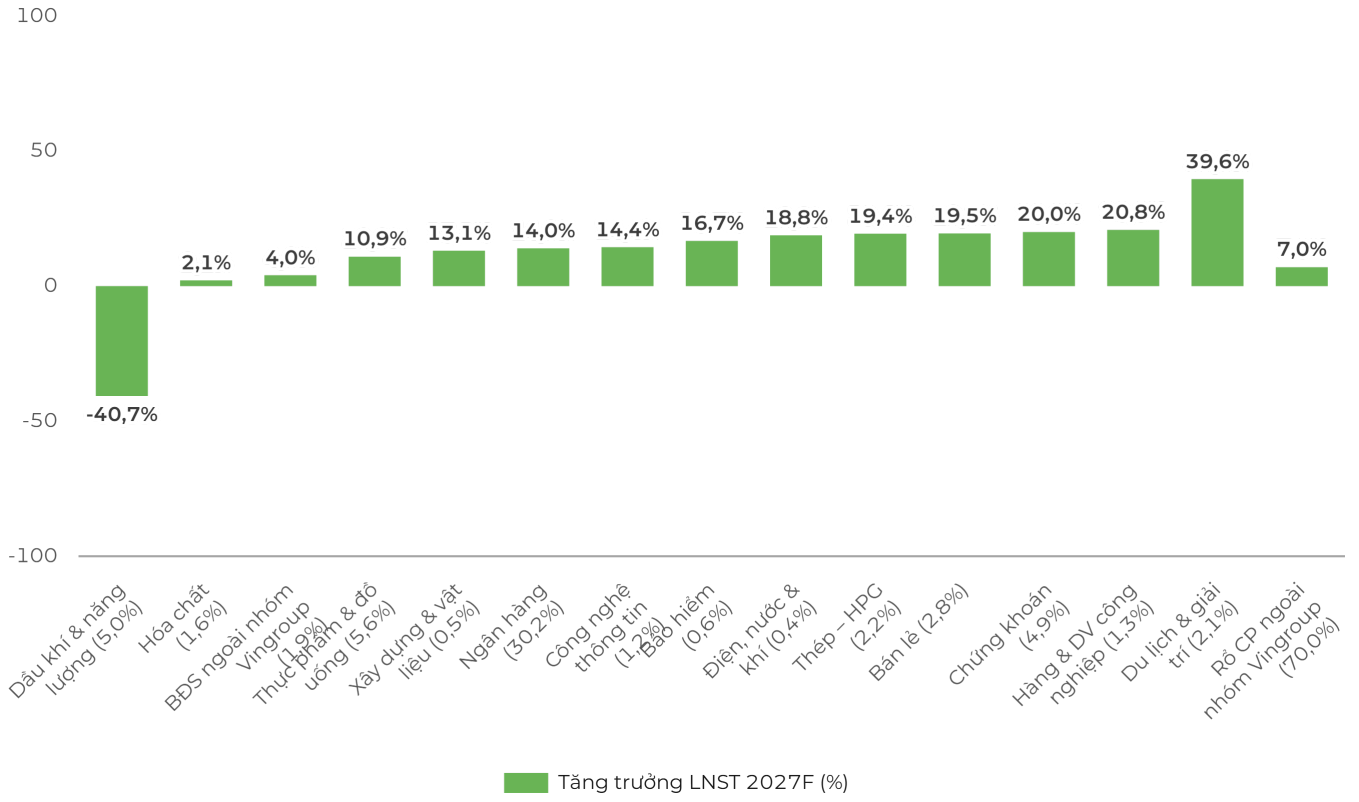
Chúng tôi dự báo LNST rổ CP ngoài nhóm Vingroup năm 2027 tăng khoảng 7,0% YoY, chậm lại đáng kể so với mức ước tính khoảng 25% của

năm 2026. Trong đó, ngân hàng, nhóm chiếm khoảng một nửa lợi nhuận của rổ, dự báo tăng khoảng 14% nhờ tín dụng tăng 15%, đóng góp khoảng 7,1 điểm %, tương đương toàn bộ phần lợi nhuận tăng thêm của rổ. Ngược lại, nhóm dầu khí và năng lượng dự báo giảm khoảng 41% khi lợi nhuận đột biến năm 2026 không lặp lại, làm giảm khoảng 4,4 điểm % tăng trưởng của rổ. Nếu loại nhóm này, lợi nhuận phần còn lại của rổ tăng khoảng 12,7%.

Tăng trưởng lợi nhuận dự báo phân hóa rõ giữa các ngành. Cụ thể, thép, bán lẻ, chứng khoán và hàng & dịch vụ công nghiệp dự báo tăng khoảng 19–21%, công nghệ và bảo hiểm khoảng 14–17%, trong khi **các ngành gắn với giá hàng hóa tăng chậm hoặc giảm**: hóa chất chỉ tăng khoảng 2%, dầu khí và năng lượng giảm khoảng 41%. Du lịch và giải trí tăng mạnh nhất, khoảng 40%, chủ yếu nhờ HVN nên chúng tôi xem đây là trường hợp riêng.

Hình 8 Tăng trưởng LNST 2027 dự báo theo ngành, rổ CP ngoài nhóm Vingroup

Đơn vị: %



Nguồn: DSC ước tính.

Mẫu dự phóng bao phủ 86% vốn hóa rổ CP ngoài nhóm Vingroup.

Bảng 3 Lợi nhuận và định giá rổ CP ngoài nhóm Vingroup 2026–2027

Chỉ tiêu	2026E	2027F
LNST rổ (nghìn tỷ đồng)	642,6	687,3
LNST ngân hàng / dầu khí & năng lượng	325,0 / 69,3	370,5 / 41,1
Tăng trưởng LNST rổ	+25,1%	+7,0%
P/E (hiện tại 9,4 lần)	9,1 lần	8,5 lần
P/B (hiện tại 1,48 lần)	1,43 lần	1,23 lần

Nguồn: DSC ước tính. · E: ước tính, F: dự phóng

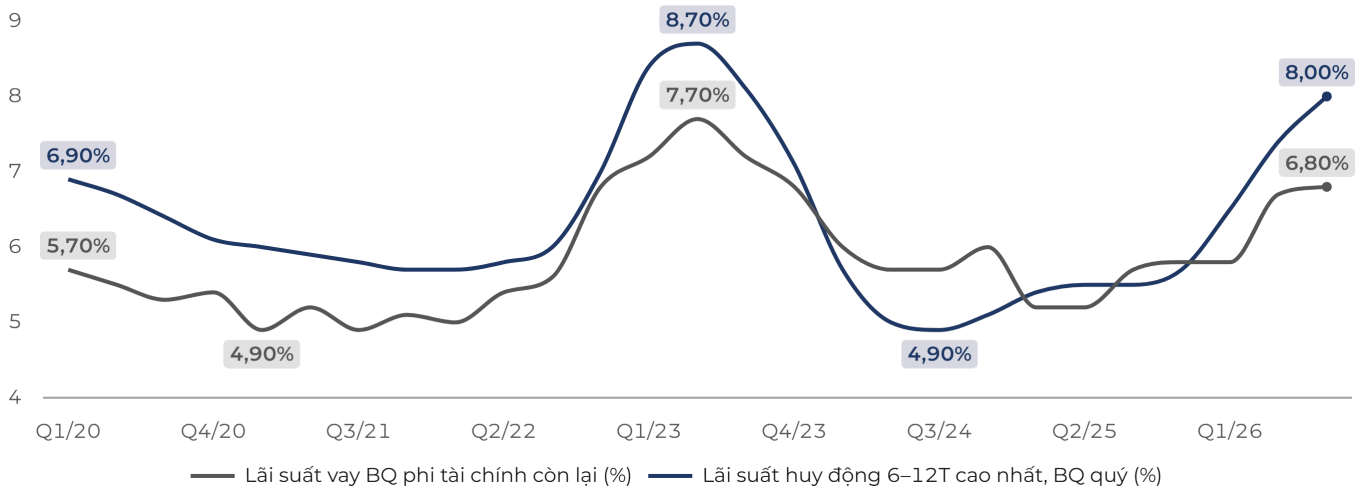
P/B giả định giữ lại toàn bộ lợi nhuận.

Tại mức giá hiện tại, **P/E 2027 của rổ CP ngoài nhóm Vingroup ở mức khoảng 8,5 lần và P/B khoảng 1,23 lần**, thấp hơn mức hiện tại (9,4 lần và 1,48 lần) nhờ lợi nhuận tăng và vốn chủ sở hữu tích lũy; ROE 2027 tương ứng khoảng 15,4%.

Các yếu tố tác động đến triển vọng lợi nhuận 2027

Thứ nhất, mặt bằng lãi suất dự báo khó giảm sâu. Lãi suất huy động 6–12 tháng đã tăng từ 5,5% lên 8,1%, và lãi suất vay bình quân của doanh nghiệp phi tài chính tăng từ khoảng 5,2% lên 6,8%, dù tốc độ tăng đã chậm lại trong quý III. Lãi suất cao tác động đến lợi nhuận qua ba kênh: (1) Chi phí lãi vay của các doanh nghiệp có đòn bẩy cao, (2) Nhu cầu tiêu dùng và mua nhà khi chi phí vay tăng, (3) Thanh khoản thị trường, yếu tố chi phối lợi nhuận của nhóm chứng khoán.

Hình 9 Lãi suất vay bình quân theo quý của doanh nghiệp phi tài chính (không gồm bất động sản) Đơn vị: %

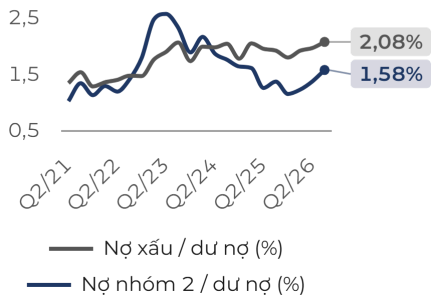


Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Thứ hai, chi phí tín dụng ngân hàng tăng trong môi trường lãi suất cao. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,08% và nợ nhóm 2 lên 1,58% trong quý III/2026, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm từ 83% xuống 76%; chi phí tín dụng quý III tăng lên 1,31% (quy đổi theo năm), chủ yếu do phần đột biến của STB. Bộ đệm dự phòng của các ngân hàng đang ở mức thấp trong nhiều năm trong khi nợ nhóm 2 có xu hướng chuyển dần lên nợ xấu, do đó ngân hàng sẽ chịu áp lực phải tăng cường trích lập. Bên cạnh đó, chi phí vốn vẫn chịu áp lực trong khi lãi suất cho vay khó tăng tương ứng do định hướng của NHNN hỗ trợ giảm lãi suất cho vay, từ đó khiến NIM thu hẹp.

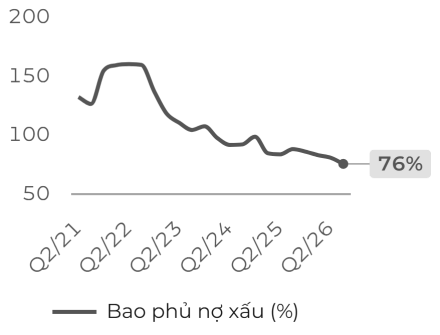
Hình 10 Chất lượng tài sản và chi phí tín dụng ngân hàng

Nợ xấu và nợ nhóm 2 / dư nợ Đơn vị: %



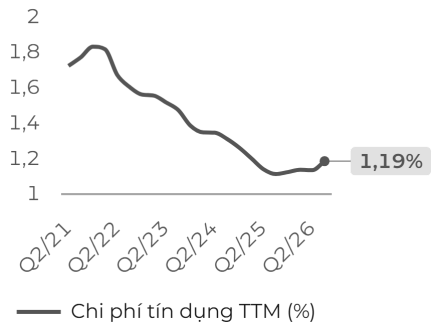
Nguồn: 23 ngân hàng HOSE (gồm EVF); FiinPro, DSC tổng hợp.

Bao phủ nợ xấu Đơn vị: %



Nguồn: 23 ngân hàng HOSE (gồm EVF); FiinPro, DSC tổng hợp.

Chi phí tín dụng TTM Đơn vị: %



Nguồn: 23 ngân hàng HOSE (gồm EVF); FiinPro, DSC tổng hợp.

Thứ ba, lợi nhuận đột biến của nhóm dầu khí khó lặp lại. Năm 2026, crack spread tăng lên khoảng 32 USD/thùng, gấp 2–3,5 lần năm 2025 do gián đoạn vận chuyển qua eo biển Hormuz, giúp LNST 9T2026 của BSR tăng khoảng 10 lần. Ban lãnh đạo BSR giả định crack spread bình quân năm 2027 khoảng 23 USD/thùng, giảm khoảng 28%.

> **Kết luận phần II**
>
> Tăng trưởng kinh tế cao lan tỏa hạn chế đến lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết, do các động lực chính (xuất khẩu khu vực FDI, đầu tư công, tiêu dùng) chiếm tỷ trọng nhỏ trên HOSE.
>
> LNST rổ CP ngoài nhóm Vingroup năm 2027 dự báo tăng khoảng 7%, chậm lại đáng kể so với khoảng 25% năm 2026; ngân hàng (+14%) đóng góp gần như toàn bộ phần tăng, trong khi dầu khí và năng lượng giảm khoảng 41%.
>
> Tương ứng, P/E 2027 của rổ CP ngoài nhóm Vingroup ở mức khoảng 8,5 lần và P/B khoảng 1,23 lần.

III. Chu kỳ lãi suất, định giá và tăng trưởng lợi nhuận

Hai phần trước cho thấy lợi nhuận tăng kém bền vững hơn con số tổng và năm 2027 dự báo tăng chậm lại, giải thích một phần vì sao định giá liên tục giảm. Ở phần này, chúng tôi xem xét tăng trưởng lợi nhuận và định giá cùng chu kỳ lãi suất giai đoạn 2016–2026 để xác định thị trường đang ở giai đoạn nào của chu kỳ và tín hiệu nào thường mở ra giai đoạn định giá tăng trở lại.

Chúng tôi chọn giai đoạn 2016–2026 để so sánh do môi trường vĩ mô đã ổn định hơn: lạm phát được kiểm soát ổn định dưới 5% (so với 23,1% năm 2008 và 18,7% năm 2011), hệ thống ngân hàng đã hoàn thành giai đoạn tái cơ cấu 2011–2015, và NHNN chuyển sang cơ chế tỷ giá trung tâm từ đầu năm 2016.

Cấu trúc ngành khiến VN-Index có độ nhạy cao với lãi suất

Bảng 4 Cấu trúc lợi nhuận HOSE và kênh tác động của lãi suất

Nhóm	% vốn hóa	% LNST TTM	Kênh tác động chính
Ngân hàng	30%	41%	Chi phí tín dụng, tăng trưởng tín dụng, NIM
Vingroup	31%	20%	Bàn giao bất động sản, nguồn vốn, khoản bất thường
Bất động sản ngoài nhóm Vingroup	3,5%	3%	Lãi suất cho vay mua nhà, sức hấp thụ, đáo hạn nợ
Tài chính khác	6%	4%	Chứng khoán: thanh khoản, margin; bảo hiểm: lãi tiền gửi
Các nhóm còn lại	30%	31%	Chi phí lãi vay; giá hàng hóa, cầu ngành

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Vốn hóa và LNST TTM tại 30/10/2026. Vingroup gồm VIC, VHM, VRE, VPL.

Theo nguyên tắc định giá thông thường, định giá cổ phiếu giảm khi lãi suất tăng, trừ các cổ phiếu có triển vọng tăng trưởng đủ cao để thị trường giữ, thậm chí nâng mức định giá (như nhóm cổ phiếu công nghệ Mỹ). Thị trường vẫn có thể tăng nếu tăng trưởng lợi nhuận đủ bù cho mức giảm của định giá. Trên HOSE, **ngân hàng, Vingroup, bất động sản và tài chính khác chiếm khoảng 70% vốn hóa và lợi nhuận**, đều chịu tác động trực tiếp từ lãi suất qua chi phí tín dụng và NIM, nhu cầu mua nhà và thanh khoản thị trường. Do đó, VN-Index nhạy với lãi suất hơn các thị trường phát triển.

Chu kỳ thị trường:

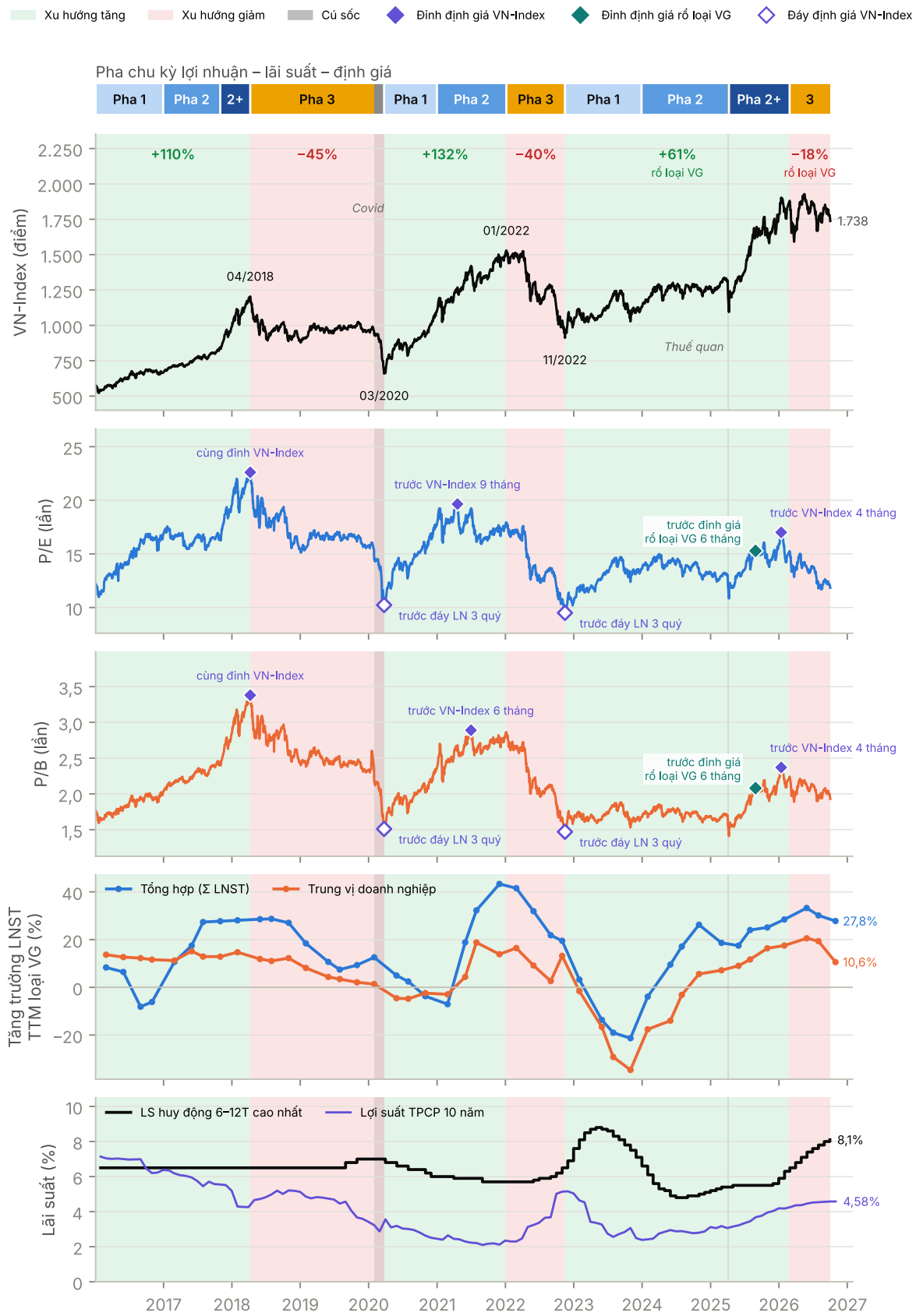
Vì tính chất nhạy cảm với lãi suất và điều kiện tín dụng, chu kỳ thị trường Việt Nam thường chia thành 3 giai đoạn khá tương đồng với một chu kỳ kinh tế:

Bảng 5 Đặc điểm các pha của chu kỳ lợi nhuận – lãi suất – định giá

Pha	Tăng trưởng lợi nhuận	Điều kiện tài chính	Định giá	Giá
Pha 1 (Hồi phục)	Yếu hoặc giảm	Nới lỏng, hỗ trợ: lãi suất giảm	Hồi phục trước lợi nhuận	Tăng nhờ định giá hồi phục
Pha 2 (Tăng trưởng)	Phục hồi	Thuận lợi: lãi suất thấp, tín dụng mở rộng	Đi ngang và tạo đỉnh	Tăng theo lợi nhuận
Pha 2+ (Tăng trưởng)	Tăng cao, kỳ vọng tiếp tục duy trì	Chưa thắt chặt	Tăng trở lại	Tăng mạnh
Pha 3 (Suy giảm)	Đã tăng cao	Thắt chặt, phản ánh rủi ro: lãi suất tăng hoặc tín dụng bị kiểm soát sau giai đoạn tăng trưởng cao	Giảm mạnh dù lợi nhuận vẫn tăng	Giảm mạnh

Nguồn: Phòng phân tích DSC

Hình 11 VN-Index, định giá, tăng trưởng lợi nhuận và lãi suất theo pha chu kỳ, 2016–2026



Riêng chu kỳ hiện tại (từ 11/2022), xu hướng và mức thay đổi được xác định theo diễn biến giá và định giá của rổ loại Vingroup.
Đáy LN: đáy tăng trưởng LNST TTM tổng hợp rổ loại VG.

Độ trễ truyền dẫn lãi suất là cơ sở cho các pha trong một chu kỳ thị trường. Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm phản ánh kỳ vọng lãi suất và rủi ro gần như tức thời, nên **định giá cổ phiếu có độ nhạy cao với lợi suất này, nhất là khi lợi suất biến động do rủi ro hệ thống**. Lãi suất huy động là biến chậm hơn: ngân hàng chỉ điều chỉnh biểu lãi suất khi nhu cầu vốn và thanh khoản thực sự thay đổi. Độ trễ từ lợi suất sang lãi suất huy động khoảng 2–3 quý, tùy thuộc vào chính sách NHNN từng thời kỳ.

Từ lãi suất huy động, tác động tới doanh nghiệp ngấm qua lãi suất cho vay. Thông thường, các khoản vay có kỳ định giá lại khoảng 3 tháng, dài hơn là 6 tháng. Vì vậy, khi lãi suất tăng cao, chi phí vay của doanh nghiệp tăng gần như cùng lúc với lãi suất huy động. Ngược lại, khi lợi suất giảm, độ trễ cũng xảy ra tương tự. Cộng thêm độ trễ khi lãi suất cao thẩm thấu vào cầu kinh tế**, lợi nhuận sẽ phản ánh tác động của xu hướng lợi suất tăng sau khoảng 3–4 quý**. Phân tích về độ trễ tác động của lợi suất đến tăng trưởng này chưa bao gồm các yếu tố khác có thể tác động làm quá trình này diễn ra nhanh hoặc chậm hơn.

Ngoài ra, nguyên nhân và mức tăng lợi suất cũng mang những ý nghĩa khác nhau. **Như năm 2022, lợi suất tăng sốc** do áp lực thanh khoản, khủng hoảng trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản. Giá và định giá giảm mạnh ngay lập tức cùng nhịp tăng của lợi suất TPCP do thị trường phản ứng với rủi ro hệ thống, sau đó lợi nhuận cũng nhanh chóng chậm lại trong khi lãi suất huy động mới tăng nhẹ.

Ngược lại, lợi suất trong giai đoạn hiện tại tăng dần và chậm hơn theo pha hồi phục và tăng trưởng trong chu kỳ kinh tế. Ở giai đoạn đầu khi lợi suất bắt đầu tăng, định giá thậm chí còn hồi phục về gần đỉnh (P/B vượt đỉnh năm 2024) khi tăng trưởng lợi nhuận lan tỏa rộng (đỉnh trong quý III/2025) cùng kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận. **Định giá chỉ thực sự giảm khi áp lực thanh khoản, rủi ro địa chính trị và lạm phát truyền dẫn mạnh khiến lãi suất huy động tăng cao**.

Trong chu kỳ lãi suất tăng hiện tại, tính từ đỉnh tháng 02/2026, chỉ số giá rổ CP ngoài nhóm Vingroup (DSC tính toán) đã giảm khoảng 18%, P/E giảm 30%, lớn hơn mức giảm cơ học do lợi nhuận tăng (khoảng 16%), và P/B giảm 25% dù ROE vẫn cải thiện.

Bảng 6 Định giá theo nhóm từ đỉnh giá 02/2026 đến 10/2026, khi lãi suất huy động tăng nhanh (6,5% → 8,1%)

Nhóm	LNST TTM	Vốn hóa	P/E nếu giá đứng yên	P/E thực tế	P/B	ROE (%)	Giá so với rổ ngoài nhóm VG (điểm %)
Ngoài nhóm Vingroup	+19%	−17%	−16%	−30% (13,5 → 9,4)	1,97 → 1,48	14,6 → 15,6	–
Ngân hàng	+13%	−11%	−12%	−21% (10,1 → 8,0)	1,68 → 1,33	16,6 → 16,6	+5,9
BĐS ngoài nhóm Vingroup	+22%	−26%	−18%	−39% (20,3 → 12,3)	1,38 → 0,98	6,8 → 8,0	−8,9
Tài chính khác	−7%	−24%	+8%	−17% (18,4 → 15,3)	2,12 → 1,45	11,6 → 9,5	−6,8
Năng lượng & nguyên vật liệu	+104%	−22%	−51%	−61% (19,6 → 7,6)	1,97 → 1,36	10,1 → 18,0	−4,5
Công nghiệp, xây dựng & tiện ích	+18%	−21%	−15%	−33% (15,6 → 10,4)	2,17 → 1,55	14,0 → 15,0	−4,3
Tiêu dùng, bán lẻ & công nghệ	+13%	−16%	−11%	−25% (18,6 → 13,9)	3,35 → 2,52	18,0 → 18,0	+1,5

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

P/E nếu giá đứng yên: mức thay đổi P/E chỉ do lợi nhuận thay đổi. Độ phủ vốn hóa 93–100%.

Kỳ vọng và quan điểm cho năm 2027

Chúng tôi cho rằng rổ CP ngoài nhóm Vingroup đang ở pha 3 từ tháng 02/2026. P/B của rổ tạo đỉnh 2,01 lần vào tháng 08/2025, khoảng 3 tháng trước khi lãi suất huy động bắt đầu tăng và 6 tháng trước đỉnh giá tháng 02/2026. VN-Index tạo đỉnh muộn hơn (05/2026) do được nhóm Vingroup hỗ trợ: từ tháng 02/2026 đến tháng 05/2026, rổ CP ngoài nhóm Vingroup giảm 8,8% trong khi toàn HOSE chỉ giảm 0,9%. Từ đỉnh giá, rổ giảm 18%, P/E về 9,4 lần và P/B về 1,48 lần. Ở hai lần trước (03/2020 và 11/2022), thị trường chỉ chuyển từ pha 3 sang pha 1 khi lợi suất TPCP đã qua đỉnh và đi xuống, do đó diễn biến lãi suất là yếu tố quan trọng nhất cho quan điểm năm 2027 dưới đây.

Chúng tôi kỳ vọng rổ CP ngoài nhóm Vingroup sẽ tạo đáy về giá và định giá trong nửa đầu năm 2027, trong khi tăng trưởng lợi nhuận tạo đáy chậm hơn. Ở hai chu kỳ trước, định giá tạo đáy sau đỉnh tăng trưởng lợi nhuận khoảng 5–7 quý, đi trước đáy tăng trưởng lợi nhuận khoảng 3 quý, và trùng thời điểm tăng trưởng LNST TTM trung vị về quanh 0%. Ở chu kỳ hiện tại, tăng trưởng lợi nhuận đã đạt đỉnh trong quý I/2026 (tổng hợp 33,2%, trung vị 20,5%) và chậm lại rõ rệt trong quý III/2026 khi trung vị TTM giảm còn 10,6% và trung vị theo quý chỉ tăng 1,0%. Lưu ý rằng dự báo này đi kèm với kịch bản lãi suất dưới đây: đáy chỉ được xác nhận khi lãi suất không tăng thêm.

Với yếu tố quan trọng là lãi suất, chúng tôi đánh giá **lãi suất huy động và cho vay trong nước có khả năng đang ở đỉnh** dựa trên các yếu tố sau: (1) Lạm phát cơ bản đã giảm từ 4,67% (tháng 5) xuống 4,04% (tháng 10) nhờ chính sách giảm thuế, phí xăng dầu của nhà nước giúp kiềm chế lạm phát dù CPI chung vẫn đang chịu áp lực. CPI năm 2027 sẽ chịu áp lực thấp trên hiệu ứng nền cao của năm nay, (2) Tỷ giá được kiểm soát tốt: VND tăng 2,3% từ đầu năm nhờ môi trường lãi suất cao, hiệu quả từ xử lý vấn đề buôn lậu vàng vốn khiến ngoại tệ chảy ra khỏi các kênh chính thức, cán cân thương mại chuyển sang thặng dư trong tháng 9–10 sau giai đoạn nhập khẩu tích trữ hàng hóa, và vốn FDI thực hiện duy trì tăng trưởng tích cực, (3) Tăng trưởng lợi nhuận đã chậm lại và sức khỏe tài chính doanh nghiệp yếu đi, nên

lãi suất khó tăng mạnh thêm mà nhiều khả năng sẽ giảm để hỗ trợ nền kinh tế.

Tuy nhiên, **chúng tôi cho rằng lãi suất năm 2027 chỉ giảm nhẹ, chủ yếu ở một số lĩnh vực được NHNN chỉ đạo hỗ trợ, và mặt bằng lãi suất vẫn cao hơn giai đoạn 2024–2025. Khả năng cao nhất là lãi suất đi ngang ở vùng hiện tại; mức giảm nhỏ như vậy chưa đủ để định giá tăng trở lại** do: (1) Sau nhiều năm cho vay tăng nhanh hơn huy động, LDR của 25 ngân hàng niêm yết đã tăng lên đáng kể, buộc các ngân hàng duy trì lãi suất huy động đủ hấp dẫn, (2) Nhu cầu vốn của các dự án trọng điểm lớn khiến lãi suất khó hạ ngay cả khi nhu cầu tín dụng ở các lĩnh vực khác giảm xuống, (3) Chi phí vốn toàn cầu ở mức cao. Lãi suất huy động có thể đã ở đỉnh, nhưng chi phí vốn (COF) của ngân hàng chưa chắc sẽ giảm theo, do các ngân hàng phải tăng huy động từ các kênh có chi phí cao như giấy tờ có giá và nguồn vốn quốc tế để bù đắp cho nguồn vốn trong nước. Chi phí vốn cao cũng khiến ngân hàng khó giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng.

Rủi ro chính đối với quan điểm của chúng tôi là căng thẳng địa chính trị kéo dài dẫn đến lạm phát dai dẳng và truyền dẫn vòng hai có thể khiến áp lực tăng lãi suất tiếp diễn; ngược lại, nguồn ngoại tệ từ xuất khẩu quay trở lại và hỗ trợ thanh khoản trong nước sẽ là yếu tố tích cực hơn cho quan điểm.

> **Kết luận phần III**
>
> P/E giảm trong khi lợi nhuận tăng là diễn biến thường thấy ở các giai đoạn lãi suất tăng: định giá giảm trước, lợi nhuận chậm lại sau. Mức độ và thời điểm giảm phụ thuộc vào bản chất của đợt tăng lãi suất: cú sốc năm 2022 khiến VN-Index giảm 40%, trong khi ở đợt tăng dần hiện tại, định giá thậm chí còn hồi phục khi lợi suất bắt đầu tăng và chỉ giảm mạnh từ tháng 02/2026 khi lãi suất huy động tăng nhanh (P/E −30%, P/B −25% dù ROE vẫn cải thiện).
>
> Rổ CP ngoài nhóm Vingroup đang ở pha 3 của chu kỳ từ tháng 02/2026: lợi nhuận tổng hợp vẫn tăng cao nhưng điều kiện tài chính thắt chặt hơn qua cả kênh lãi suất và tín dụng. Ở hai lần trước (03/2020 và 11/2022), định giá chỉ bắt đầu hồi phục khi lợi suất TPCP đã qua đỉnh và đi xuống.
>
> Yếu tố cần theo dõi là đỉnh lợi suất TPCP: ở các chu kỳ trước, P/E gần như tạo đáy quanh đỉnh lợi suất. Lợi suất đã đi ngang quanh 4,6% từ tháng 08/2026; lãi suất huy động và cho vay nhiều khả năng đã tạo đỉnh nhưng năm 2027 chỉ giảm nhẹ. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi lạm phát, tỷ giá, chênh lệch tăng trưởng tín dụng – huy động và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận.

Kết luận

Lợi nhuận tăng gần 50% nhưng định giá liên tục giảm là kết quả của nhiều yếu tố cùng tác động, tương ứng với ba phần của báo cáo:

- **Chất lượng tăng trưởng:** tăng trưởng tập trung ở một số ít doanh nghiệp, một phần đến từ lợi nhuận đột biến và chưa đi kèm dòng tiền, trong khi doanh nghiệp trung vị đã chậm lại.
- **Triển vọng 2027:** tăng trưởng kinh tế lan tỏa hạn chế đến doanh nghiệp niêm yết; LNST rổ CP ngoài nhóm Vingroup dự báo chỉ tăng khoảng 7%, phụ thuộc lớn vào ngân hàng.
- **Chu kỳ lãi suất:** khoảng 70% vốn hóa thuộc các nhóm nhạy với lãi suất; rổ CP ngoài nhóm Vingroup đang ở pha 3 của chu kỳ, khi lợi nhuận tổng hợp vẫn tăng cao nhưng điều kiện tài chính thắt chặt.

Quan điểm về thị trường: Với P/E 9,4 lần và P/B 1,48 lần, rổ CP ngoài nhóm Vingroup đang thấp hơn trung vị 2020–2026 lần lượt 31% và 18%. Theo lợi nhuận hiện tại, E/P của rổ ở mức 10,6%, cao hơn lãi suất huy động (8,1%) 2,5 điểm %, gấp hơn hai lần mức chênh lệch trung vị giai đoạn 2020–2026 (1,1 điểm %). Theo lợi nhuận dự báo năm 2027, với P/E 2027 khoảng 8,5 lần, mức chênh lệch này tăng lên khoảng 3,7 điểm % nếu lãi suất huy động đi ngang. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động và cho vay nhiều khả năng đã tạo đỉnh nhưng năm 2027 chỉ giảm nhẹ. Mức chênh lệch E/P cao cùng lãi suất đã ở đỉnh là cơ sở để chúng tôi kỳ vọng định giá năm 2027 khó giảm sâu thêm, nhưng cũng khó tăng trở lại do mặt bằng lãi suất vẫn cao. **Kịch bản cơ sở của chúng tôi là định giá tạo đáy trong quý I–II/2027 rồi đi ngang, rổ CP ngoài nhóm Vingroup đi ngang do lợi nhuận tăng chậm và điều kiện tài chính chưa cải thiện, cổ phiếu phân hóa lớn giữa các nhóm ngành và giữa các cổ phiếu trong ngành.**

Bảng 7

Chỉ tiêu	Bull	Base	Bear
Lợi suất TPCP 10 năm (hiện khoảng 4,6%)	Giảm	Đi ngang ở vùng hiện tại	Tăng
Lãi suất huy động (hiện 8,1%)	Giảm, tín dụng cải thiện dần	Đi ngang, giảm nhẹ mang tính định hướng, tín dụng duy trì thận trọng	Tăng, tín dụng tiếp tục chậm lại
Tăng trưởng lợi nhuận	Chậm lại	Chậm lại	Chậm lại
Định giá	Hồi phục	Tạo đáy trong quý I–II/2027 & đi ngang	Giảm, phản ánh triển vọng lợi nhuận tiếp tục suy yếu
Rổ CP ngoài Vingroup	Tăng nhờ định giá hồi phục	Đi ngang do tăng trưởng thấp, điều kiện tài chính chưa cải thiện	Giảm
Cổ phiếu	Phần lớn tăng	Phân hóa giữa các ngành và giữa các doanh nghiệp	Phần lớn giảm

Nguồn: DSC tổng hợp

Phụ lục chủ đề

A. Phương pháp

- Phạm vi: cổ phiếu thường niêm yết HOSE tại từng thời điểm, gồm cả mã sau đó hủy niêm yết hoặc chuyển sàn. BCTC từ Q1/2019; riêng Hình 11 sử dụng thêm LNST quý 2015–2018 để tính tăng trưởng TTM từ Q4/2016.
- Hệ số rổ: Σ vốn hóa / Σ LNST (hoặc Σ vốn chủ cổ đông mẹ), giữ doanh nghiệp lỗ. So sánh hai kỳ chỉ sử dụng các mã có dữ liệu ở cả hai kỳ (same-store).
- Phân tách P/E: phần do lợi nhuận = $P/E_0 \times (LNST_0 / LNST_1) - P/E_0$ trên mẫu same-store; phần do giá là phần còn lại; phần do thay đổi thành phần = thay đổi thực tế − thay đổi same-store.
- Chỉ số giá rổ CP ngoài nhóm Vingroup: lợi suất tháng gia quyền theo vốn hóa đầu kỳ, giá điều chỉnh được dựng lại theo ngày từ hệ số sự kiện, nối chuỗi. Gia quyền theo vốn hóa toàn phần để cùng trọng số với P/E; chỉ số toàn HOSE tính cùng phương pháp có tương quan lợi suất tháng 0,9998 với VN-Index.
- Công ty mẹ – công ty con cùng niêm yết: số liệu chính cộng thẳng (khớp cách tính chỉ số); tăng trưởng LNST được đối chiếu thêm theo cách loại trùng: LNST = mẹ + (1 − α) × con, α là tỷ lệ lợi ích của mẹ tại con.

B. Giới hạn dữ liệu

- Tăng trưởng LNST TTM trước Q4/2020 (Hình 11, Bảng 10) tính trên danh sách mã đang niêm yết, không gồm mã đã hủy niêm yết.
- Số liệu BCTC là bản đã soát xét, kiểm toán ghi đè; ngày hiệu lực theo quy ước +30 ngày, không phải ngày công bố thực tế.
- Tỷ lệ lợi ích α của các cặp mẹ – con hiện tạm tính từ bảng cổ đông.
- Rổ doanh nghiệp xuất khẩu được chọn theo đặc điểm kinh doanh.
- Một số ô có độ phủ vốn hóa dưới 90% do doanh nghiệp mới niêm yết, chuyển sàn hoặc thiếu dữ liệu lợi nhuận không đủ điều kiện so sánh trên cùng mẫu.

C. Bảng bổ sung

Bảng 8 Top 5 mã đóng góp phần LNST tăng thêm 9T2026 theo nhóm

Nhóm	Top 5 mã (% phần tăng của nhóm)
Ngân hàng	CTG 21%, VPB 19%, VCB 17%, MBB 15%, BID 13%
Bất động sản	VHM 61%, VIC 34%, NVL 5%, SJS 1%, VRE 1%
Tài chính khác	(phần tăng của nhóm ≤ 0) VCK, BVH, TCX, SSI, LPS
Năng lượng & nguyên vật liệu	BSR 55%, HPG 29%, GVR 8%, PLX 3%, DCM 2%
Công nghiệp, xây dựng & tiện ích	POW 45%, GAS 33%, PGV 22%, GMD 9%, PVT 5%
Tiêu dùng, bán lẻ & công nghệ	MSN 39%, MWG 30%, DMX 25%, VPL 17%, VNM 14%
Toàn HOSE	VHM 29%, VIC 16%, BSR 12%, HPG 6%, CTG 4%

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Bảng 9 Thành phần 6 nhóm ngành

Nhóm	Ngành ICB2
Ngân hàng	Ngân hàng
Bất động sản	Bất động sản
Tài chính khác	Bảo hiểm, Dịch vụ tài chính
Năng lượng & nguyên vật liệu	Dầu khí, Tài nguyên Cơ bản, Hóa chất
Công nghiệp, xây dựng & tiện ích	Điện, nước & xăng dầu khí đốt, Hàng & Dịch vụ Công nghiệp, Xây dựng và Vật liệu
Tiêu dùng, bán lẻ & công nghệ	Thực phẩm và đồ uống, Bán lẻ, Công nghệ Thông tin, Y tế, Truyền thông, Hàng cá nhân & Gia dụng, Du lịch và Giải trí, Ô tô và phụ tùng

Nguồn: FiinPro.

Bảng 10 Rổ doanh nghiệp xuất khẩu theo nhóm con, quý III/2026

Nhóm con	Số mã	XK nhóm hàng	Doanh thu	LNST	Biên gộp	Δ biên gộp	P/E
Dệt may	5	2,3%	8,9%	10,8%	18,0%	+0,2	8,3
Thủy sản & hạt điều	8	10,0%	4,2%	0,1%	15,3%	+0,4	6,8
Gỗ & đá	3	5,0%	17,5%	16,6%	20,1%	−0,1	5,9
Thép & nhựa	3	10,5%	−2,5%	8,4%	11,6%	+0,7	12,1
Rổ 19 mã	19	5,5%	2,1%	5,3%	14,2%	+0,6	8,2

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

Dệt may (TCM, MSH, GIL, ADS, STK), thủy sản và hạt điều (VHC, ANV, FMC, IDI, ACL, CMX, ABT, LAF), gỗ và đá (PTB, GDT, SAV), thép và nhựa (HSG, NKG, AAA). Tăng trưởng TTM.

Bảng 11 Tăng trưởng LNST cổ đông mẹ theo năm

Nhóm	2020	2021	2022	2023	2024	2025	9T2026
Toàn HOSE	−1,6%	37,2%	3,6%	−3,5%	19,1%	27,4%	48,9%
Ngoài nhóm Vingroup	−3,6%	42,4%	3,3%	−3,9%	18,9%	28,3%	27,6%
Ngân hàng	15,9%	31,9%	35,8%	4,6%	18,0%	15,2%	18,7%
Bất động sản	2,2%	8,4%	−6,8%	−4,3%	−3,1%	53,7%	268,9%
BĐS ngoài nhóm Vingroup	−13,5%	12,9%	−30,7%	−15,2%	−79,5%	419,4%	42,9%
Tài chính khác	39,2%	115,5%	−47,6%	39,7%	12,6%	65,9%	−8,2%
Năng lượng & nguyên vật liệu	44,0%	125,8%	−50,9%	−36,2%	40,5%	32,9%	140,7%
Công nghiệp, xây dựng & tiện ích	−21,0%	12,0%	24,0%	−18,9%	−4,0%	52,5%	24,4%
Tiêu dùng, bán lẻ & công nghệ	−44,6%	27,5%	−8,3%	−10,1%	81,9%	22,1%	21,7%

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

So với năm trước, same-store từng cặp năm.

Bảng 12 Tăng trưởng theo 18 ngành ICB2

Ngành	Số mã	LNST 9T	Đóng góp	CAGR LN 22–25	CAGR DT 22–25	Trung vị TTM	% DN tăng
Dầu khí (0500)	3	482,1%	12,2%	−17,4%	−1,0%	48,0%	67%
Hóa chất (1300)	24	43,7%	2,5%	−14,7%	−1,8%	35,5%	79%
Tài nguyên Cơ bản (1700)	25	95,9%	6,5%	26,7%	−0,1%	31,5%	71%
Xây dựng và Vật liệu (2300)	55	−20,8%	−1,1%	27,1%	10,6%	34,2%	62%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp (2700)	41	11,2%	0,6%	17,4%	6,0%	24,6%	66%
Ô tô và phụ tùng (3300)	10	−74,5%	−1,7%	44,5%	3,2%	−37,3%	56%
Thực phẩm và đồ uống (3500)	34	35,1%	4,8%	3,4%	1,2%	14,7%	55%
Hàng cá nhân & Gia dụng (3700)	20	−20,6%	−0,4%	3,8%	−0,8%	8,0%	60%
Y tế (4500)	14	−1,9%	−0,0%	−5,8%	4,3%	0,4%	50%
Bán lẻ (5300)	13	83,5%	4,5%	18,4%	7,7%	82,1%	77%

Bảng 12 Tăng trưởng theo 18 ngành ICB2 (tiếp)

Ngành	Số mã	LNST 9T	Đóng góp	CAGR LN 22–25	CAGR DT 22–25	Trung vị TTM	% DN tăng
Truyền thông (5500)	3	-61,9%	-0,0%	5,3%	20,4%	-72,7%	33%
Du lịch và Giải trí (5700)	10	-8,0%	-0,4%	–	22,2%	4,1%	40%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt (7500)	37	54,3%	5,7%	-2,5%	5,2%	18,2%	68%
Ngân hàng (8300)	22	18,7%	19,4%	12,8%	9,9%	28,1%	86%
Bảo hiểm (8500)	5	14,9%	0,2%	21,2%	1,8%	9,6%	50%
Bất động sản (8600)	58	268,9%	48,2%	12,6%	29,3%	28,1%	46%
Dịch vụ tài chính (8700)	23	-11,1%	-1,4%	47,6%	20,8%	-14,9%	52%
Công nghệ Thông tin (9500)	8	8,3%	0,3%	20,4%	15,8%	19,4%	57%
Toàn HOSE	405	48,9%	100,0%	12,8%	7,9%	20,2%	61%

Nguồn: FiinPro, DSC tính toán.

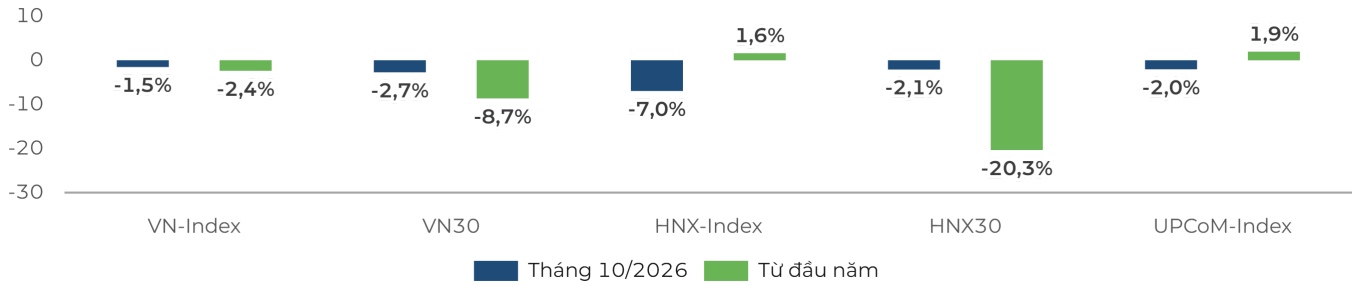
03 · CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Thống kê thị trường tháng 10/2026

I. Nhìn lại tháng

Hình 12 Hiệu suất các chỉ số

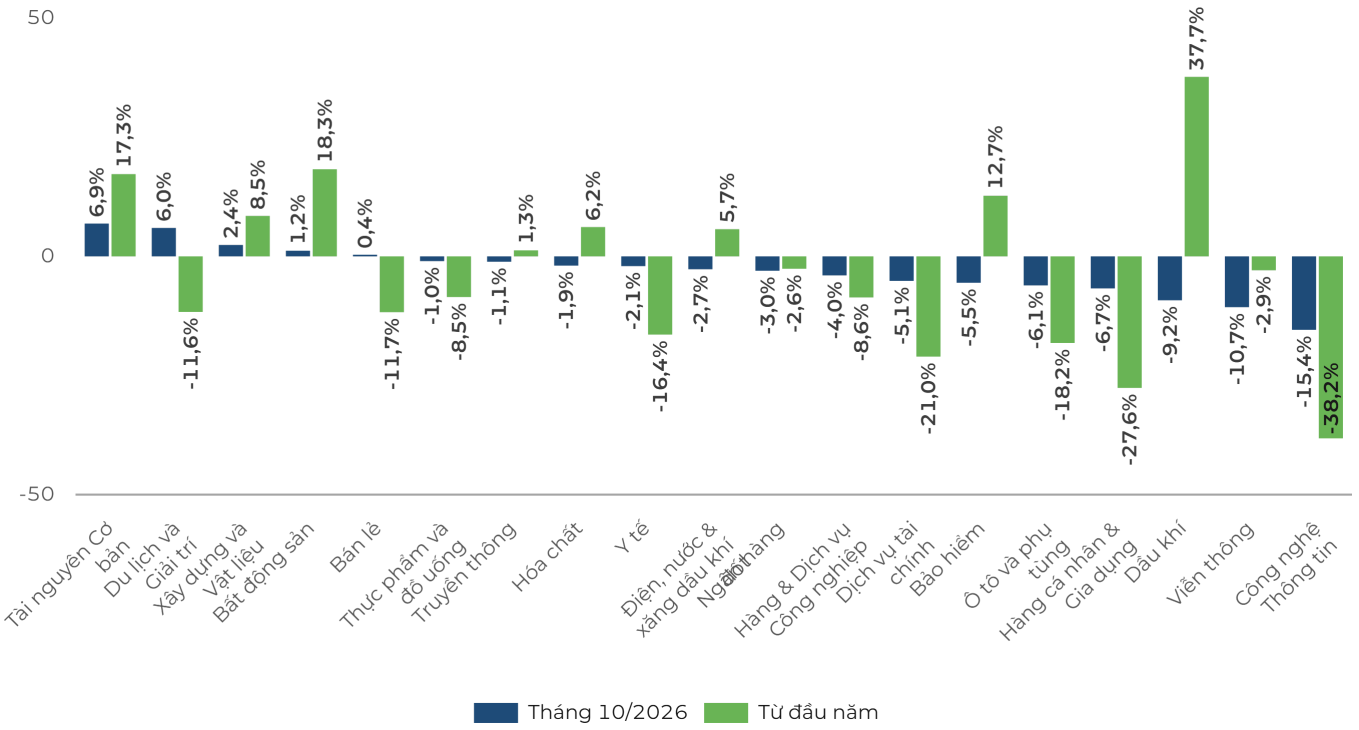
Đơn vị: %



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

Hình 13 Hiệu suất các ngành (ICB cấp 2)

Đơn vị: %



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

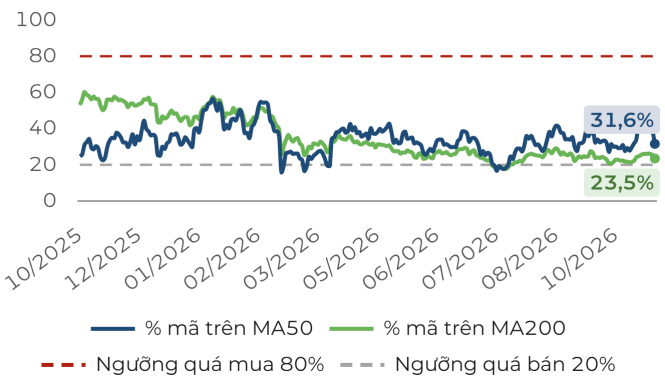
II. Sức khỏe xu hướng

Hình 14 VN-Index và các đường trung bình MA50, MA200 — Đơn vị: điểm



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

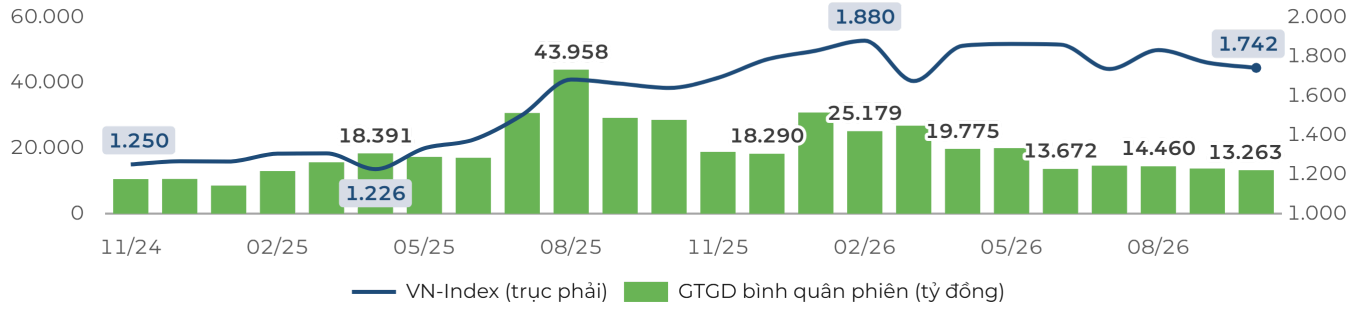
Hình 15 Tỷ lệ cổ phiếu nằm trên MA50 / MA200 (HOSE) — Đơn vị: %



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

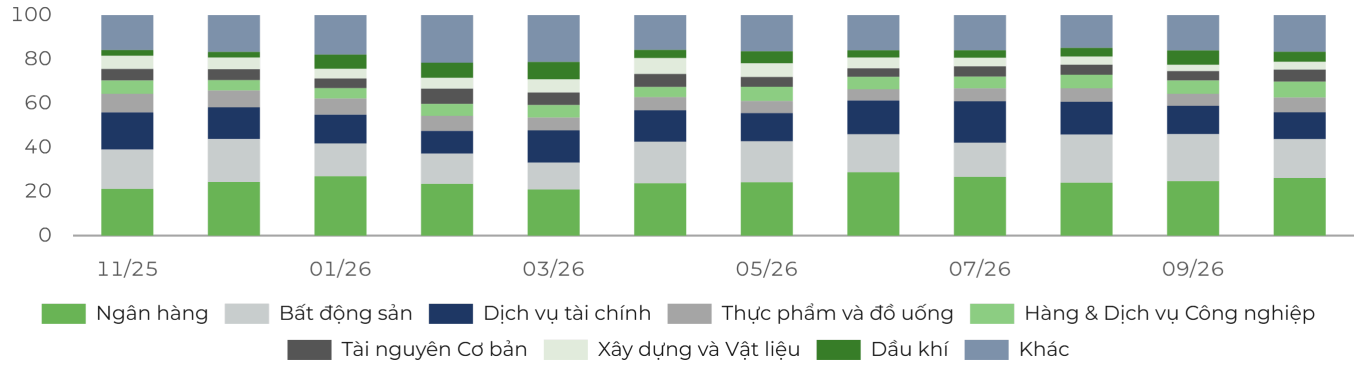
III. Dòng tiền

Hình 16 Giá trị giao dịch bình quân phiên và VN-Index — Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

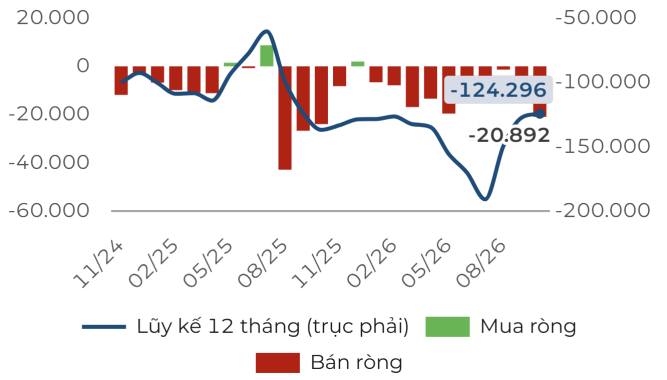
Hình 17 Phân bổ giá trị giao dịch theo ngành — Đơn vị: %



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

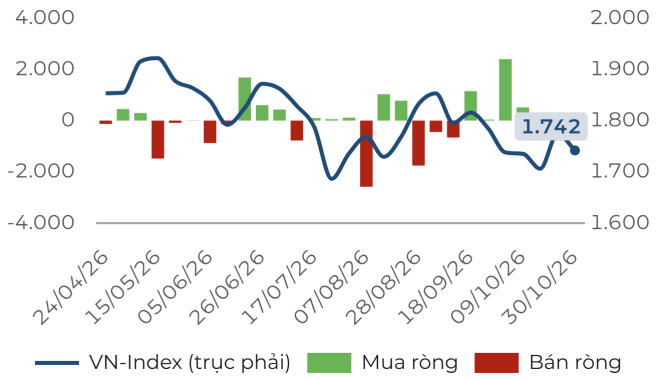
IV. Giao dịch tổ chức

Hình 18 Khối ngoại mua/bán ròng theo tháng — Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

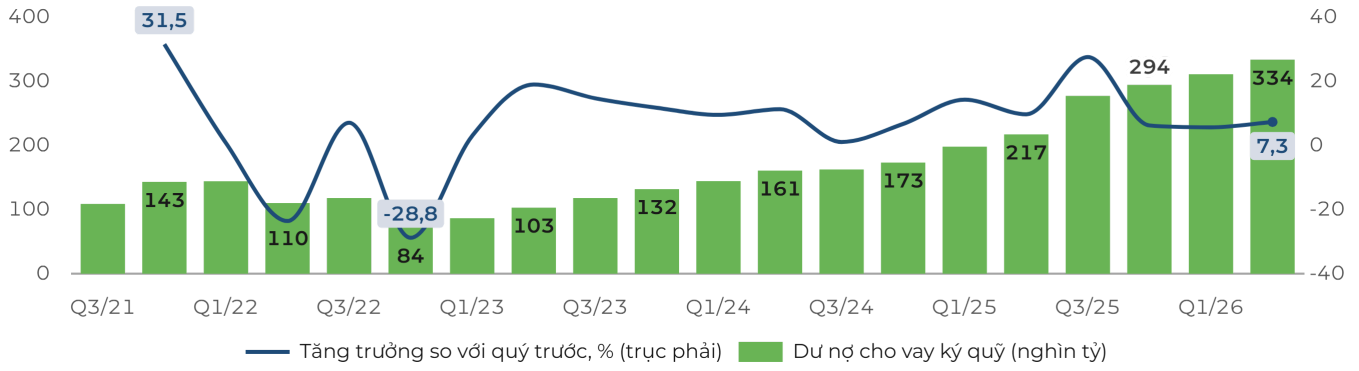
Hình 19 Tự doanh mua/bán ròng theo tuần — Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

V. Nhiệt kế thị trường

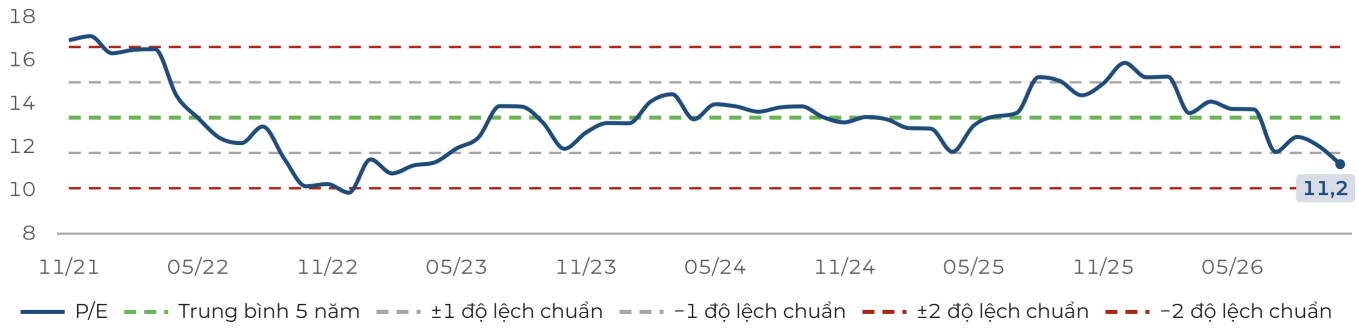
Hình 20 Dư nợ cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán niêm yết — Đơn vị: nghìn tỷ đồng



Nguồn: BCTC các CTCK niêm yết, DSC tổng hợp

VI. Định giá & sức hấp dẫn

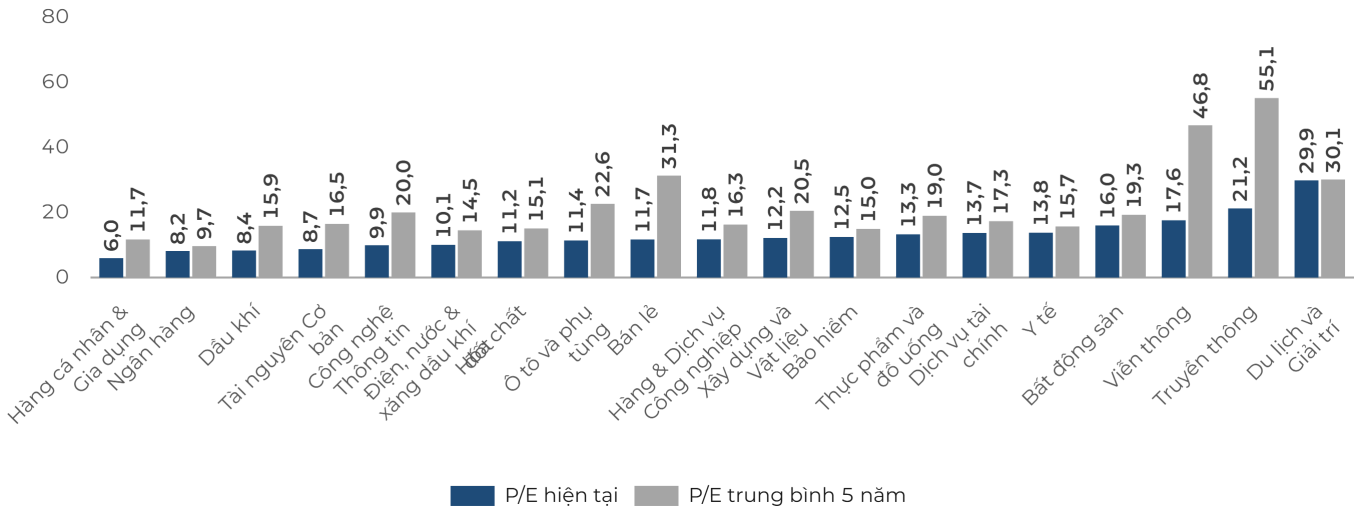
Hình 21 P/E trailing của thị trường (HOSE) so với trung bình — Đơn vị: lần



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, DSC tổng hợp

Hình 22 P/E các ngành: hiện tại so với trung bình 5 năm

Đơn vị: lần



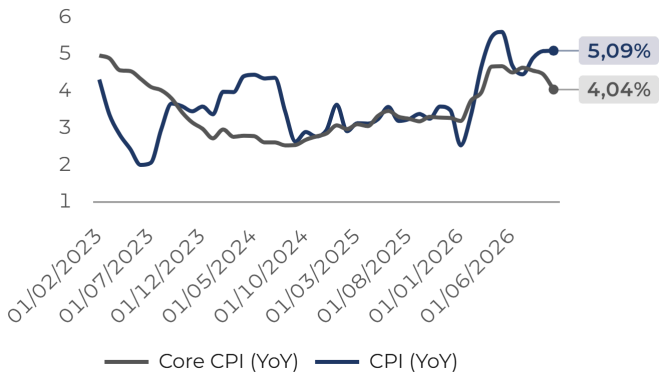
Nguồn: BCTC doanh nghiệp, DSC tổng hợp

04

Môi trường Vĩ mô

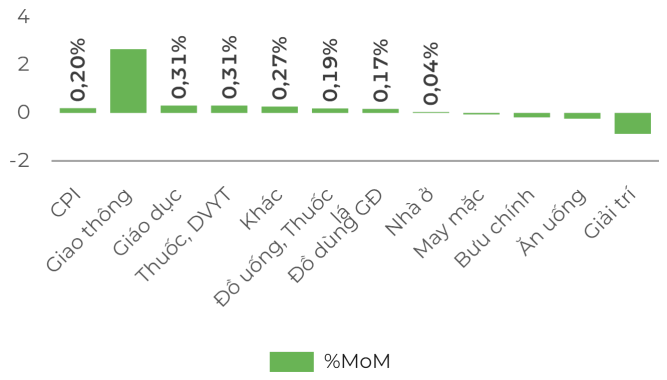
I. Lạm phát tăng trở lại, áp lực chủ yếu đến từ giá xăng dầu

Hình 23 Lạm phát toàn cầu bật tăng trong khi lạm phát lõi hạ nhiệt — Đơn vị: %



Nguồn: DSC tổng hợp

Hình 24 Nhóm Giao thông tiếp tục là động lực chính kéo CPI tăng — Đơn vị: %

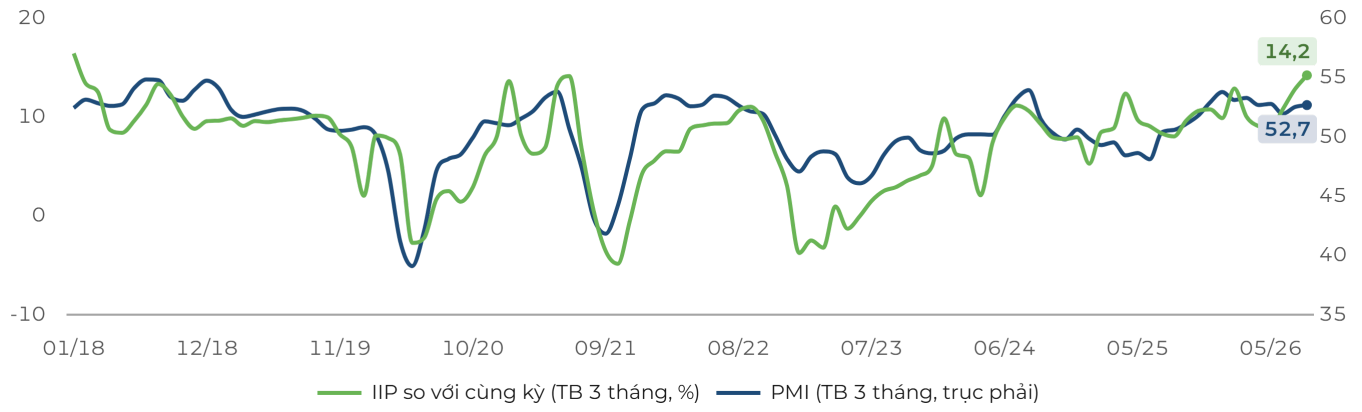


Nguồn: DSC tổng hợp

- Lạm phát tháng 10/2026 duy trì ở mức cao, đạt 5,09% YoY và 0,2% MoM, tương đương tháng 9. Nhóm Giao thông tiếp tục là động lực tăng CPI chính khi tăng 2,66% MoM, đóng góp 0,27 điểm % vào CPI chung, chủ yếu do giá xăng tăng 6,86% dưới tác động của giá dầu thế giới. Ở chiều ngược lại, nhóm Văn hóa, Giải trí và Du lịch giảm 0,87% MoM nhờ các chương trình kích cầu mùa thấp điểm, trong khi CPI lõi giảm nhẹ 0,05% MoM. Tuy nhiên, DSC cho rằng đây chưa phải tín hiệu lạm phát dài hạn hạ nhiệt khi áp lực truyền dẫn từ giá năng lượng vẫn dai dẳng
- DSC dự báo CPI tháng 11/2026 đạt 4,8% YoY, nhờ giá dầu Brent hạ nhiệt đầu tháng 11 và các động thái của Mỹ có phần hạn chế trong giai đoạn bầu cử giữa nhiệm kỳ. Tuy nhiên, rủi ro địa chính trị vẫn hiện hữu khi căng thẳng Mỹ – Iran chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, có thể tiếp tục gây áp lực lên giá năng lượng trong thời gian tới.

II. Ngành sản xuất duy trì sức mạnh

Hình 25 PMI sản xuất và tăng trưởng IIP — Đơn vị: điểm / %



Nguồn: S&P Global, GSO, DSC tổng hợp

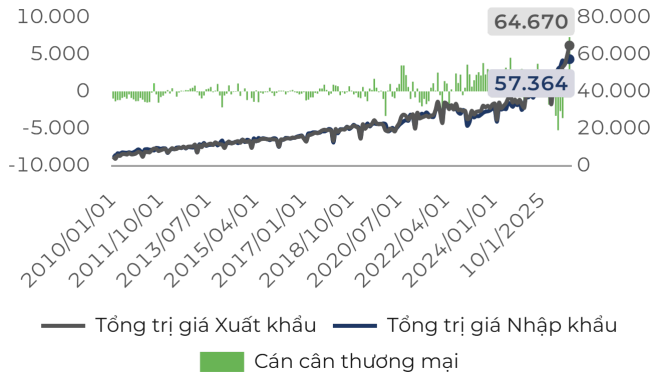
- Sản xuất công nghiệp tiếp tục tăng trưởng mạnh, với IIP tháng 10/2026 tăng 2,3% MoM và 15% YoY, đưa mức tăng lũy kế 10T/2026 lên 12,4%

YoY, cao nhất kể từ năm 2019. Động lực chính đến từ ngành chế biến, chế tạo (+15,7% YoY). PMI tiếp tục duy trì trên ngưỡng mở rộng, tăng lên 52,3 điểm, dù sản lượng và đơn hàng mới tăng chậm lại do chi phí đầu vào cao, khó khăn vận chuyển và thời tiết bất lợi.

- DSC đánh giá triển vọng sản xuất vẫn tích cực, với tăng trưởng lan tỏa trên nhiều ngành và địa phương, được hỗ trợ bởi sự gia tăng đơn hàng mới. Tuy nhiên, đà tăng trưởng đang chậm lại và có thể chịu áp lực nếu bất ổn kinh tế quốc tế kéo dài, làm gia tăng chi phí đầu vào và ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất trong những tháng tới. Ngược lại, môi trường quốc tế cải thiện sẽ tạo điều kiện duy trì đà tăng trưởng của ngành.

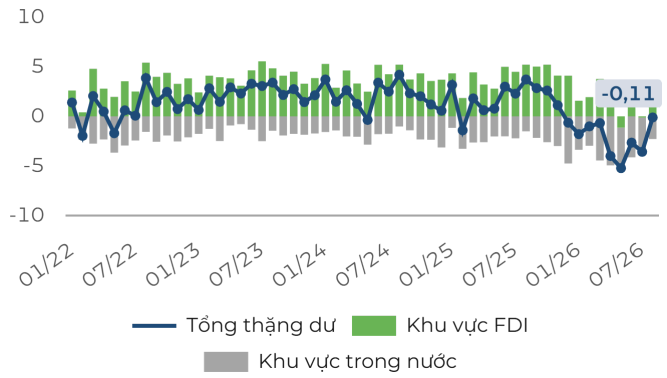
III. Xuất nhập khẩu thiết lập kỷ lục mới

Hình 26 Cán cân thương mại ghi nhận xuất siêu tháng thứ 2 liên tiếp — Đơn vị: Triệu USD



Nguồn: DSC tổng hợp

Hình 27 Thặng dư thương mại: khu vực trong nước và FDI — Đơn vị: tỷ USD

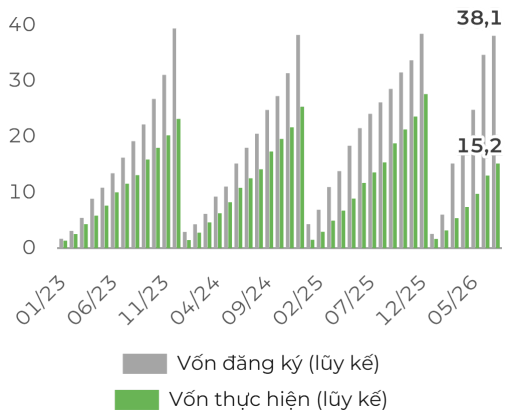


Nguồn: Tổng cục Hải quan, DSC tổng hợp

- Tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa trong tháng 10/2026 đạt 122,03 tỷ USD, tăng 3,7% MoM và 47,4% YoY. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu đạt 64,67 tỷ USD (+51,4% YoY), trong khi nhập khẩu đạt 57,36 tỷ USD (+43,1% YoY). Đáng chú ý, cán cân thương mại trong tháng ghi nhận mức xuất siêu lớn, đạt 7,31 tỷ USD, từ đó thu hẹp giá trị nhập siêu trong 10T/2026 xuống còn 12,07 tỷ USD.
- Về đối tác thương mại, Việt Nam duy trì xuất siêu sang Hoa Kỳ 140,1 tỷ USD (+26,2% YoY) và sang EU 40,84 tỷ USD (+26,8% YoY), trong khi nhập siêu từ Trung Quốc lên tới 134,9 tỷ USD (+43,2% YoY) và từ Hàn Quốc 48,63 tỷ USD (+91,1% YoY).
- DSC đánh giá xuất khẩu đã tăng tốc mạnh trong Q3 và đặc biệt trong tháng 10, phản ánh sự phục hồi đơn hàng sau giai đoạn nhập khẩu tăng mạnh đầu năm, qua đó củng cố xu hướng xuất siêu. Tuy nhiên, đà tăng vẫn phụ thuộc lớn vào khối FDI, chiếm hơn 81% kim ngạch xuất khẩu và toàn bộ thặng dư thương mại, trong khi khu vực trong nước nhập siêu 37,83 tỷ USD và xuất khẩu chỉ tăng 8,2% YoY. Bên cạnh đó, áp lực lạm phát và nguy cơ điều tra thuế quan của Mỹ liên quan đến dư thừa công suất tiếp tục là những rủi ro cần theo dõi, có thể ảnh hưởng đến triển vọng xuất khẩu Việt Nam.

IV. Dòng vốn FDI tiếp tục tăng mạnh

Hình 28 FDI đăng ký và thực hiện (lũy kế từ đầu năm) Đơn vị: tỷ USD

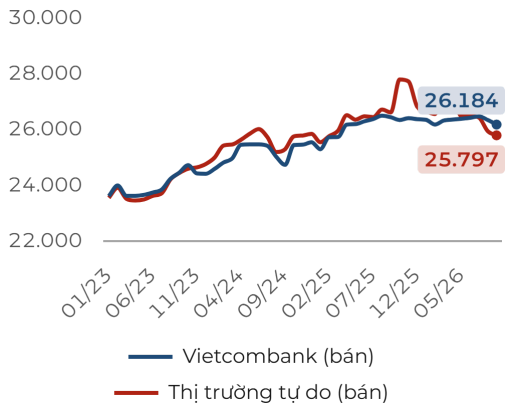


Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài, DSC tổng hợp

- Trong 10T/2026, tổng vốn FDI đăng ký cấp mới và điều chỉnh vào Việt Nam đạt 54,85 tỷ USD, tăng 74% YoY. Đáng chú ý, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 30,73 tỷ USD, tăng gấp 2,2 lần so với cùng kỳ. Diễn biến này cho thấy môi trường đầu tư của Việt Nam vẫn hấp dẫn với nhà đầu tư nước ngoài. Theo đó, dòng vốn FDI tiếp tục tập trung đáng kể vào lĩnh vực sản xuất, đặc biệt là công nghiệp chế biến, chế tạo, đang hỗ trợ Việt Nam củng cố vai trò trong chuỗi cung ứng khu vực. Xét về cơ cấu dòng vốn, Singapore hiện dẫn đầu với 9,52 tỷ USD (chiếm khoảng hơn 30% tổng vốn cấp mới). Việc dòng vốn FDI tập trung mạnh vào lĩnh vực điện tử và bán dẫn giúp củng cố vị thế trung tâm sản xuất, lắp ráp công nghệ của Việt Nam trong khu vực.
- Theo đánh giá của DSC, Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho các FDI ở mảng chế biến và gia công khi các chính sách của chính phủ vẫn ưu tiên thu hút nguồn vốn FDI trong thời gian tới. Tuy nhiên, vẫn tồn tại rủi ro cần theo dõi khi các công ty công nghệ quốc tế đang dần rút khỏi các nước có nguồn nhân công giá rẻ khi sự phát triển của AI đang làm thay đổi xu hướng dịch chuyển dòng vốn FDI toàn cầu, đi kèm đó là những rủi ro liên quan đến mức độ tập trung cao và sự phụ thuộc vào dòng vốn nước ngoài của Việt Nam khi nhìn vào đóng góp của nhóm doanh nghiệp FDI trong hoạt động sản xuất và thương mại.

V. Tỷ giá phân hóa, thị trường tự do nóng lên

Hình 29 Tỷ giá USD/VND: Vietcombank và thị trường tự do Đơn vị: đồng



Nguồn: VCB, DSC tổng hợp

- Trong tháng 10/2026, tỷ giá USD/ VND phân hóa giữa các thị trường trong khi DXY đi ngang ở vùng cao. Tỷ giá bán USD tại VCB chốt tháng ở mức 25.990 VND (-0,69% MoM; -1,47% YTD). Tỷ giá trung tâm do SBV công bố gần như đi ngang, ở mức 25.637 VND (-0,02% MoM; +2,05% YTD). Ngược lại, tỷ giá thị trường tự do tăng lên mức 26.210 VND (+0,96% MoM; -2,27% YTD), cao hơn tỷ giá bán của VCB 220 VND. Trong khi đó, chỉ số DXY tăng nhẹ lên 101,88 điểm (0,42% MoM; +3,52% YTD). Về ngoại lực, trong cuộc họp 28/10 Fed quyết định giữ lãi suất ở 3,75-4,00%, quyết định này nằm trong dự báo nên DXY giảm khoảng 0,2% sau quyết định.
- Về yếu tố trong nước, tỷ giá tiếp tục được hỗ trợ từ các động lực như: (1) Cán cân thương mại đạt xuất siêu tháng thứ 2 liên tiếp với 7,31 tỷ USD trong tháng 10; (2) Vốn FDI thực hiện lũy kế 10 tháng ước đạt 24,08 tỷ USD (+13,1% YoY), cao nhất trong cùng kỳ 5 năm, còn vốn đăng ký đạt 54,85 tỷ USD và (3) Mặt bằng lãi suất dù đã giảm nhẹ nhưng chênh lệch lãi suất VND-USD vẫn đủ để duy trì nhu cầu nắm giữ VND. Trong khi đó, tỷ giá tự do tăng mạnh chủ yếu do yếu tố mùa vụ khi 3 tháng cuối năm thường là giai đoạn nhu cầu giao dịch ngoại tệ tăng mạnh.

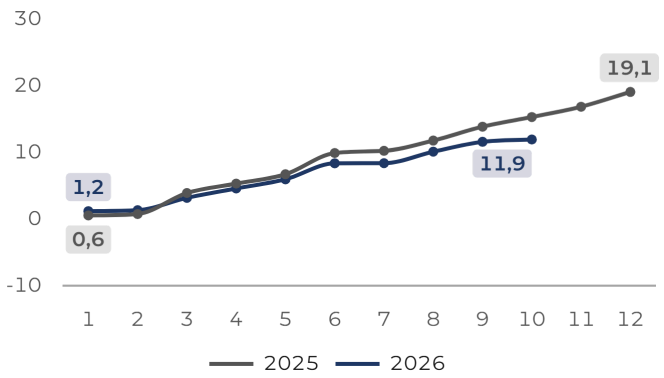
VI. Lãi suất hạ nhiệt theo chỉ đạo - Tín dụng tăng chậm lại

Bảng 13

Ngân hàng	T6/26	T7/26	T8/26	T9/26	T10/26
Vietcombank	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%
Techcombank	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,65%
MBBank	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%	5,85%
BIDV	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%
VPBank	6,00%	6,00%	6,20%	7,10%	6,70%
Vietinbank	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%
Trung bình	6,58%	6,58%	6,62%	6,77%	6,60%

Nguồn: DSC tổng hợp

Hình 30 Tín dụng lũy kế đạt 11,94%, tốc độ chậm lại trong tháng 10 Đơn vị: % YTD

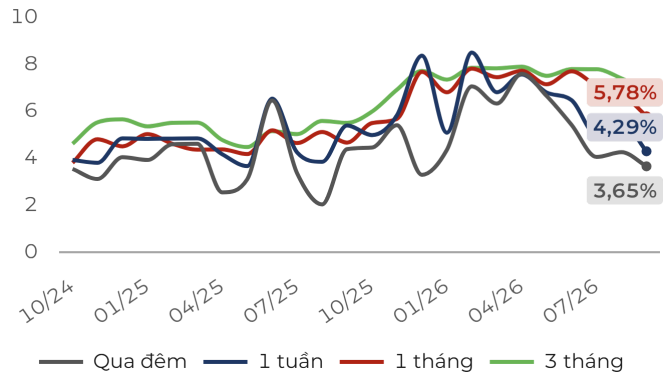


Nguồn: DSC tổng hợp

- Lãi suất huy động bắt đầu hạ nhiệt sau chỉ đạo của NHNN, với lãi suất bình quân kỳ hạn 12 tháng tại nhóm ngân hàng theo dõi giảm 17 bps MoM xuống 6,60%. Trong khi đó, tín dụng toàn hệ thống đến 26/10 đạt 20.816 nghìn tỷ đồng (+11,94% YTD), nhưng tốc độ tăng đã chậm lại so với hai tháng trước.
- DSC đánh giá dư địa giảm chi phí huy động theo lãi suất huy động vẫn hạn chế do nhu cầu tiền mặt thường tăng trước Tết, lạm phát duy trì quanh 4,5–5% và áp lực từ chính sách tiền tệ quốc tế, đặc biệt là khả năng cao Fed sẽ tăng lãi suất trong tháng 12.

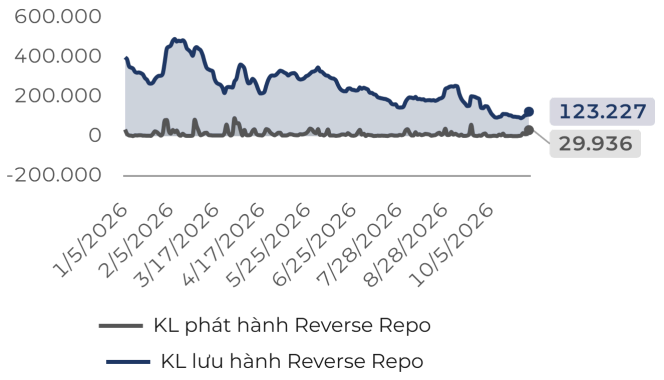
VII. Thanh khoản hệ thống ổn định - SBV giảm hỗ trợ qua OMO

Hình 31 Lãi suất liên ngân hàng bình quân Đơn vị: %



Nguồn: NHNN, DSC tổng hợp

Hình 32



Nguồn: DSC tổng hợp

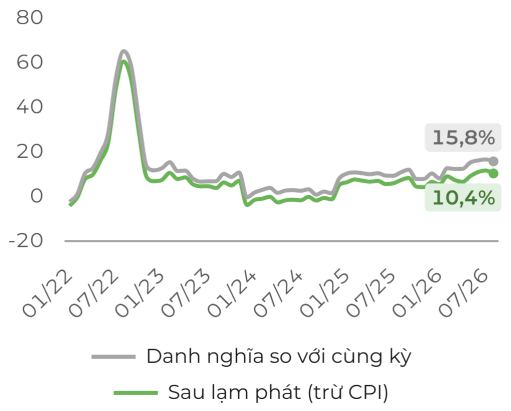
- Thị trường tiền tệ tháng 10/2026 ổn định hơn rõ rệt so với tháng 9 khi SBV giảm dần hỗ trợ qua OMO. Lãi suất liên ngân hàng qua đêm bình quân tăng lên mức 3,63% (+22bps MoM), nhìn chung vẫn thấp hơn gần 72 bps so với mức đầu năm. Lãi suất kỳ hạn 2 tuần ghi nhận mức giảm xuống 4,79% (-54 bps MoM; -81 bps YTD). Dư nợ OMO cuối tháng ở mức 123,2 nghìn tỷ VND (-18,1% MoM; -69% YTD). SBV vẫn giữ lãi suất OMO ở 4,5% và hút ròng gần 9,9 nghìn tỷ VND trong tuần 19-23/10 trước khi bơm lại khoảng 33 nghìn tỷ VND vào cuối tháng.
- Chúng tôi cho rằng thanh khoản đã ổn định hơn chủ yếu nhờ chính nguồn vốn nội tại của hệ thống. Thời điểm cuối tháng 9, huy động mới tăng 9,8% YTD, thấp hơn so với mức tăng 11,6% của tín dụng, nhưng

đến 14/10, huy động đã tăng lên 11,22% YTD sát với mức tăng trưởng tín dụng, giúp giảm chênh lệch huy động - tín dụng xuống còn 2,35 triệu tỷ VND. Ngoài ra, tốc độ giải ngân ngân sách thường được đẩy mạnh vào cuối năm cũng là một yếu tố hỗ trợ tích cực.

VIII. Bán lẻ duy trì tăng trưởng

Hình 33 Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ: danh nghĩa và sau lạm phát

Đơn vị: %

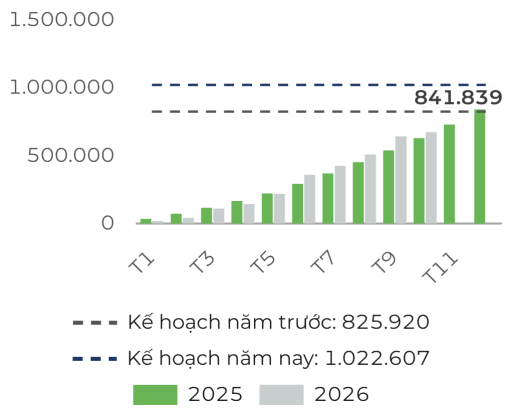


Nguồn: GSO, DSC tổng hợp

- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 10/2026 ước đạt gần 695,5 nghìn tỷ đồng (+14,7% YoY). Tăng trưởng tiêu dùng tiếp tục được hỗ trợ tích cực bởi dịch vụ lưu trú và ăn uống (+19,5% YoY) và du lịch lữ hành (+21,8% YoY). Đối với nhóm bán lẻ hàng hóa, đà tăng mạnh được ghi nhận ở nhóm gỗ và vật liệu xây dựng cho thấy nhu cầu nguyên liệu cho giải ngân đầu tư công đang tăng lên. Lũy kế 10T/2026, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 13,5% YoY; nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng đạt 7,7% YoY, cao hơn mức 7,4% YoY của cùng kỳ 2025.
- DSC đánh giá thị trường bán lẻ đang phục hồi rõ hơn nhờ chính sách hỗ trợ của Chính phủ và xu hướng tiêu dùng cải thiện. Tuy nhiên, DSC cũng lưu ý rủi ro lạm phát gia tăng trong thời gian gần đây có thể gây áp lực và bào mòn sức mua của người tiêu dùng.

IX. Đầu tư công chậm lại trong tháng 10

Hình 34



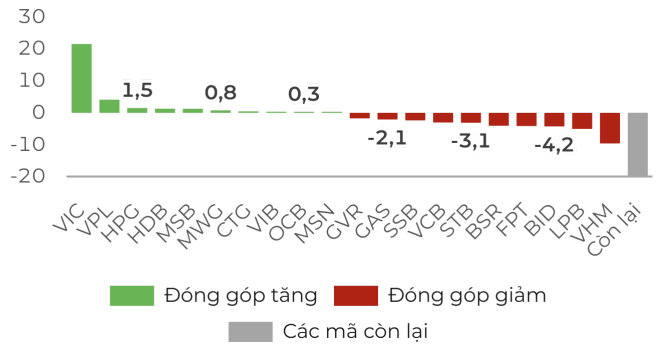
Nguồn: DSC tổng hợp

- Sau tháng 9 bùng nổ với giá trị giải ngân vượt 100 nghìn tỷ đồng, tiến độ giải ngân vốn đầu tư công trong tháng 10 đã có dấu hiệu chững lại. Lũy kế đến ngày 22/10/2026, vốn đầu tư công giải ngân đạt 673.970 tỷ đồng (+19% YoY), tương đương 65,9% kế hoạch Thủ tướng giao, cao hơn 14 điểm % so với tỷ lệ cùng kỳ năm trước. Tuy vậy, với khoảng 350 nghìn tỷ đồng còn phải giải ngân trong hơn hai tháng cuối năm, mục tiêu vượt mốc 1 triệu tỷ đồng trong năm 2026 vẫn là một thách thức lớn.
- DSC đánh giá điểm nghẽn giải ngân cuối năm chủ yếu nằm ở các dự án do bộ, ngành trung ương quản lý. Do đó, kết quả cả năm sẽ phụ thuộc lớn vào khả năng tháo gỡ vướng mắc tại các dự án hạ tầng trọng điểm. Việc cơ chế chấm điểm giải ngân được áp dụng chính thức từ kỳ báo cáo 10 tháng được kỳ vọng sẽ tạo thêm áp lực để các đơn vị đẩy nhanh tiến độ trong giai đoạn nước rút.

PHỤ LỤC 1

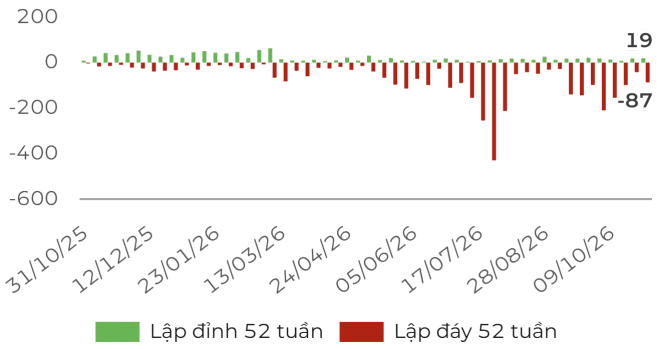
Chiến lược thị trường

Hình 35 Cổ phiếu đóng góp điểm nhiều nhất vào VN-Index trong tháng — Đơn vị: điểm



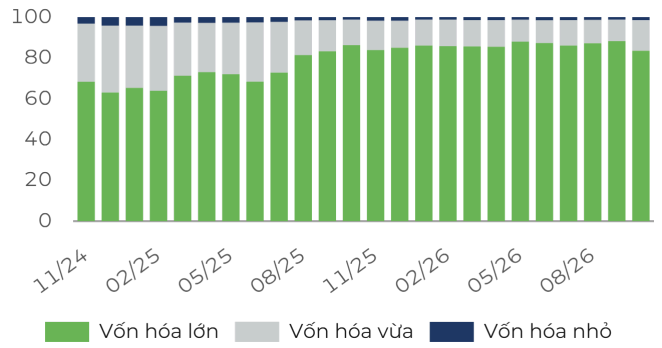
Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

Hình 36 Số cổ phiếu lập đỉnh / đáy 52 tuần (HOSE) — Đơn vị: mã



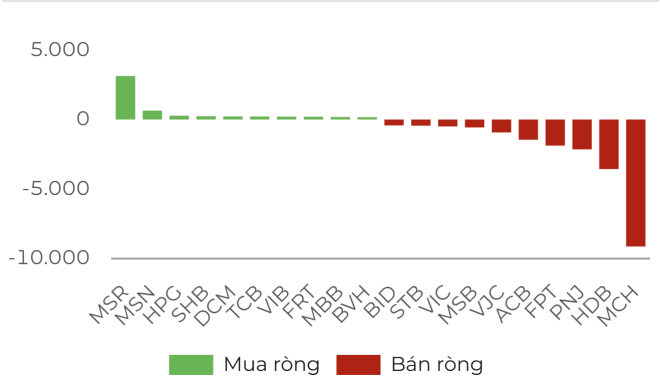
Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

Hình 37 Phân bổ giá trị giao dịch theo nhóm vốn hóa — Đơn vị: %



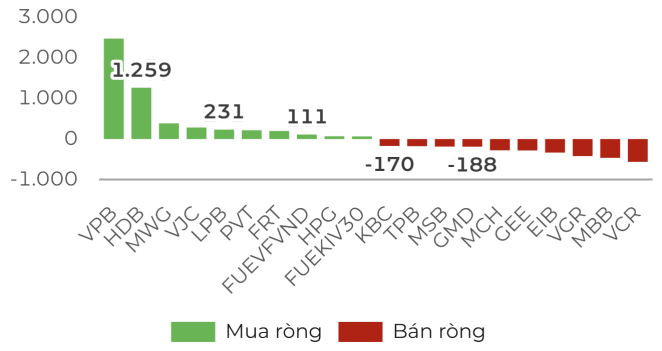
Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

Hình 38 Top cổ phiếu khối ngoại mua/bán ròng trong tháng — Đơn vị: tỷ đồng



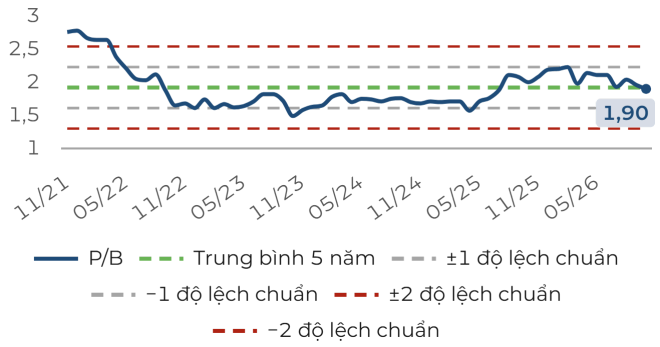
Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

Hình 39 Top cổ phiếu tự doanh mua/bán ròng trong tháng — Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp

Hình 40 P/B của thị trường (HOSE) so với trung bình — Đơn vị: lần

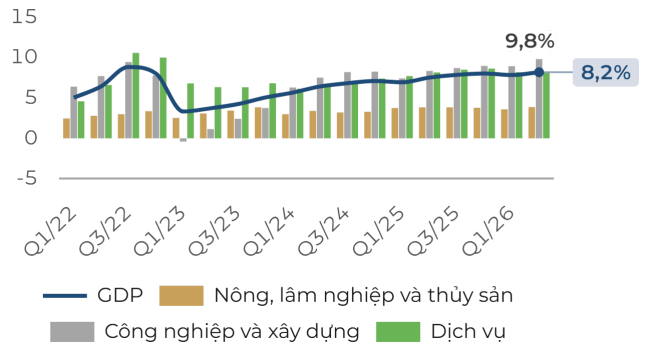


Nguồn: BCTC doanh nghiệp, DSC tổng hợp

PHỤ LỤC 2

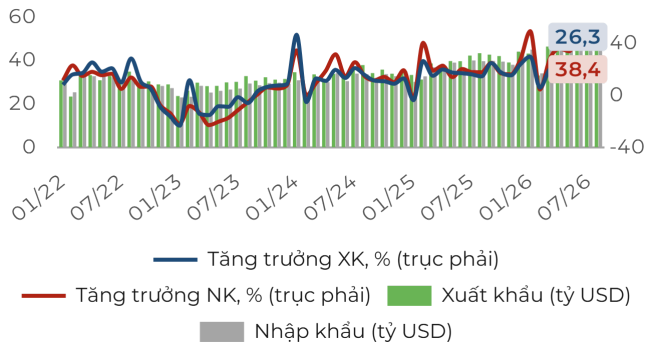
Vĩ mô Việt Nam

Hình 41 Tăng trưởng GDP và các khu vực kinh tế — Đơn vị: %



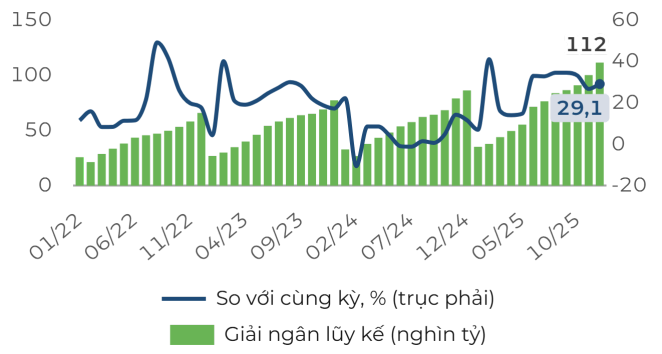
Nguồn: GSO, DSC tổng hợp

Hình 42 Xuất khẩu, nhập khẩu và tăng trưởng — Đơn vị: tỷ USD / %



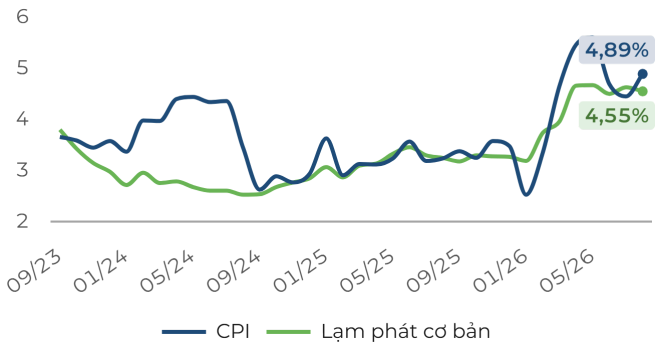
Nguồn: Tổng cục Hải quan, DSC tổng hợp

Hình 43 Giải ngân đầu tư công (lũy kế từ đầu năm) — Đơn vị: nghìn tỷ đồng



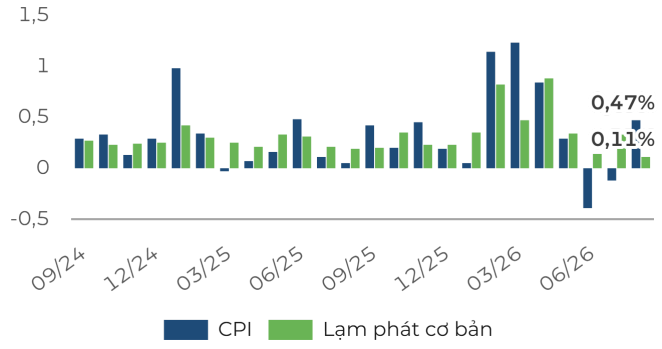
Nguồn: Bộ Tài chính, DSC tổng hợp

Hình 44 CPI và lạm phát cơ bản so với cùng kỳ — Đơn vị: %



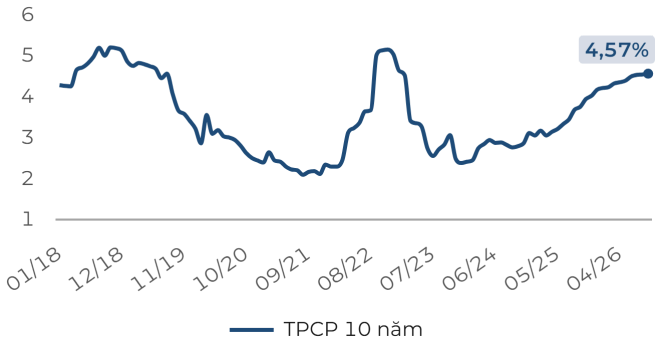
Nguồn: GSO, DSC tổng hợp

Hình 45 CPI và lạm phát cơ bản so với tháng trước — Đơn vị: %



Nguồn: GSO, DSC tổng hợp

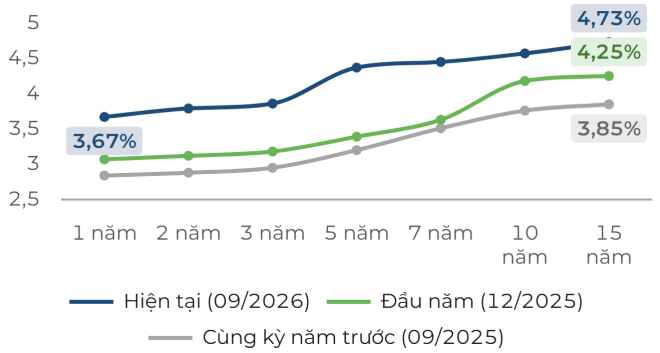
Hình 46 Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm — Đơn vị: %



Nguồn: HNX, DSC tổng hợp

Hình 47 Đường cong lợi suất trái phiếu chính phủ

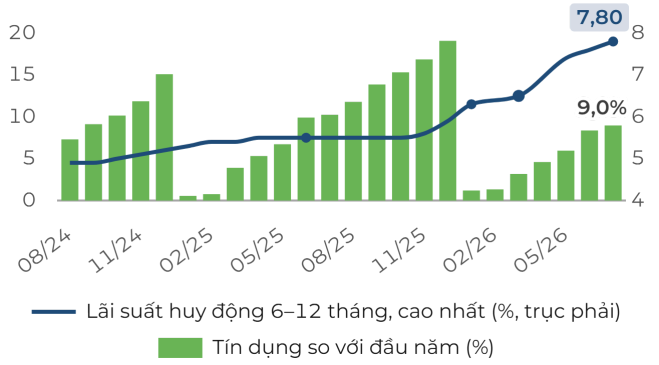
Đơn vị: %



Nguồn: HNX, DSC tổng hợp

Hình 48 Tăng trưởng tín dụng từ đầu năm và lãi suất huy động

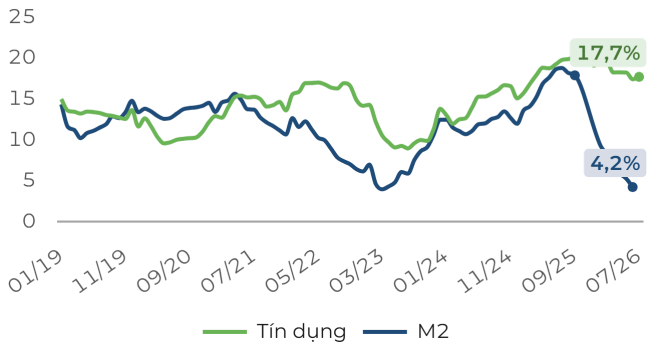
Đơn vị: %



Nguồn: NHNN, DSC tổng hợp

Hình 49 Tăng trưởng M2 và tín dụng so với cùng kỳ

Đơn vị: %

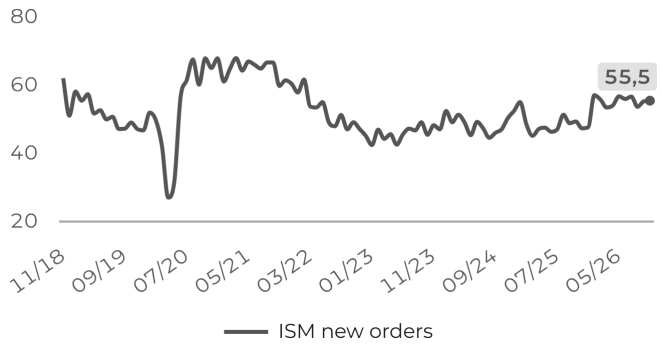


Nguồn: NHNN, DSC tổng hợp

PHỤ LỤC 3

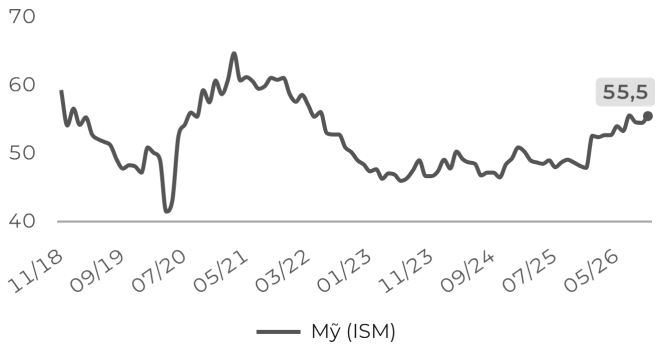
Vĩ mô thế giới

Hình 50 ISM Manufacturing New Orders (Mỹ) Đơn vị: điểm



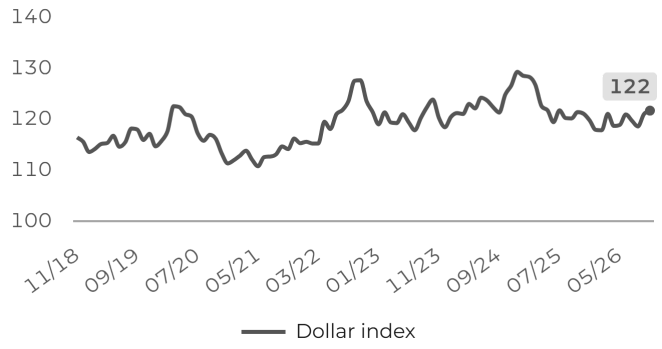
Nguồn: ISM

Hình 51 PMI sản xuất: Mỹ, EU, Nhật Bản, Trung Quốc Đơn vị: điểm



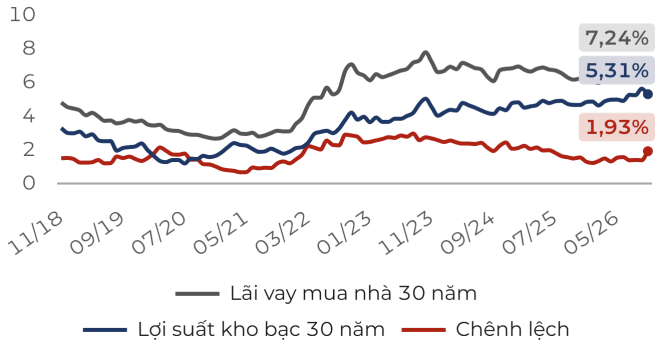
Nguồn: S&P Global, ISM

Hình 52 US trade-weighted dollar index Đơn vị: điểm



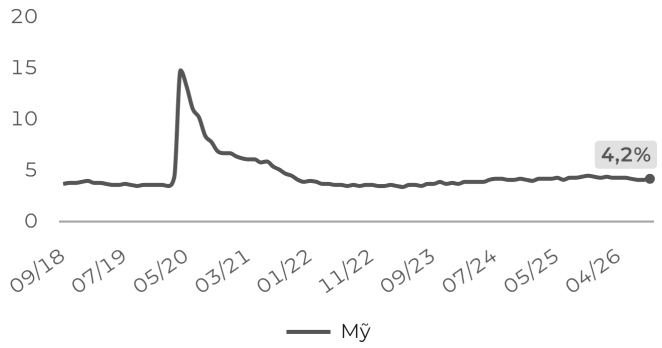
Nguồn: FRED

Hình 53 Chênh lệch lãi vay mua nhà 30 năm – lợi suất kho bạc Đơn vị: %



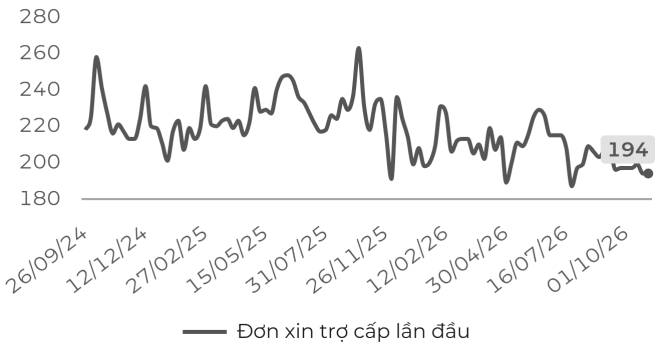
Nguồn: FRED

Hình 54 Tỷ lệ thất nghiệp: Mỹ, EU, Nhật Bản, Trung Quốc Đơn vị: %



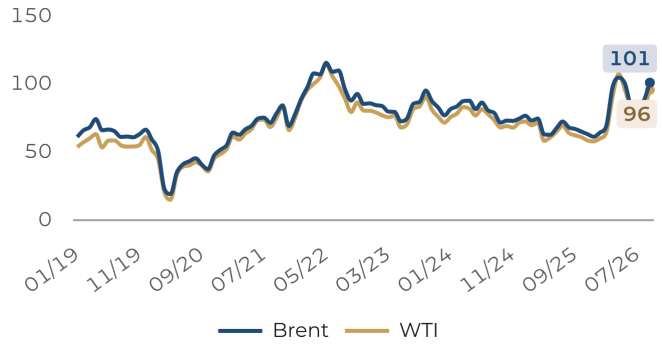
Nguồn: Trading Economics

Hình 55 Số đơn xin trợ cấp thất nghiệp lần đầu (Mỹ) Đơn vị: nghìn



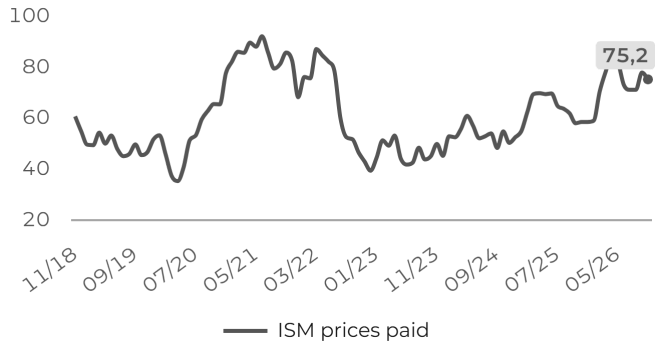
Nguồn: US DOL

Hình 56 Giá dầu Brent và WTI — Đơn vị: USD/thùng



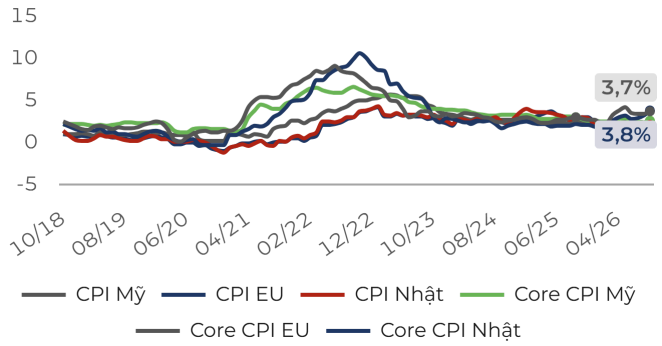
Nguồn: Bloomberg, DSC tổng hợp

Hình 57 ISM Manufacturing Prices Paid (Mỹ) — Đơn vị: điểm



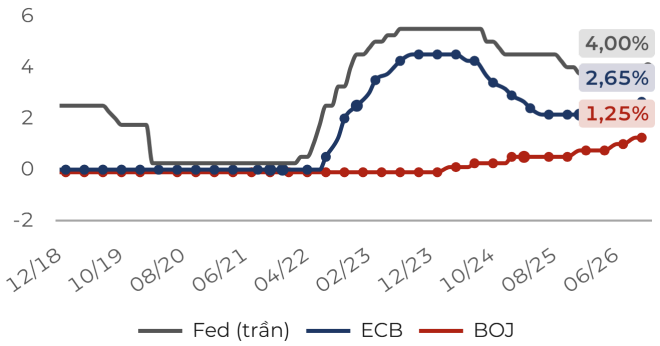
Nguồn: ISM

Hình 58 CPI và core CPI: Mỹ, EU, Nhật Bản — Đơn vị: %



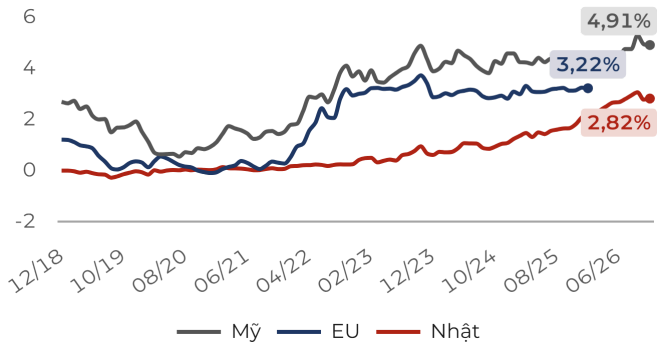
Nguồn: Trading Economics

Hình 59 Lãi suất điều hành: Fed, ECB, BOJ — Đơn vị: %



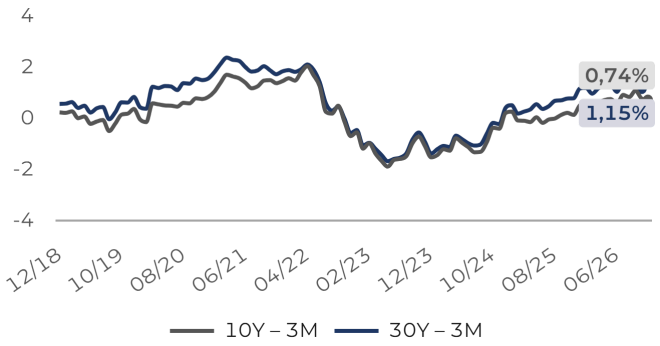
Nguồn: Trading Economics

Hình 60 Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm: Mỹ, EU, Nhật Bản — Đơn vị: %



Nguồn: Trading Economics

Hình 61 Chênh lệch lợi suất 10Y – 2Y và 30Y – 3M (Mỹ) — Đơn vị: %



Nguồn: FRED

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Chuyên viên phân tích

Đặng Thu Hiền	Chuyên viên Phân tích	hien.dt@dsc.com.vn
Lê Công Nguyên	Chuyên viên Phân tích	nguyen.lc@dsc.com.vn
Đào Đức Anh	Chuyên viên Phân tích	anh.dd@dsc.com.vn
Trịnh Tuấn Minh	Chuyên viên Phân tích	minh.tt@dsc.com.vn
Đào Hải Nam	Chuyên viên Phân tích	nam.dh@dsc.com.vn

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

HỘI SỞ CHÍNH: Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại (024) 3880 3456 · info@dsc.com.vn · www.dsc.com.vn