

Danh mục khuyến nghị

(trung & dài hạn)



Nội dung

Ngành	Cổ phiếu	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Ngân hàng	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	68,200	11%
Ngân hàng	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	33,800	28%
Ngân hàng	HDB	Ngân hàng TMCP Phát Triển TP.HCM	32,000	25%
Ngân hàng	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	77,500	7%
Ngân hàng	EIB	Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam	25,500	23%
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	31,800	35%
Cao su - KCN	GVR	Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	38,200	14%
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	100,400	20%
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	76,800	32%
Bán lẻ	MWG	CTCP Đầu tư Thế giới Di động	100,000	31%

Tận dụng lợi thế

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

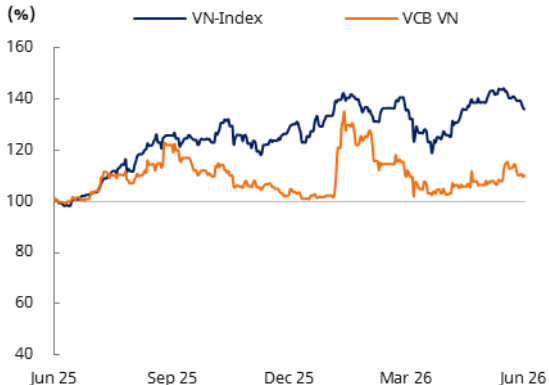


(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	68,200
Thị giá (24/06/26)	61,200
Lợi nhuận kỳ vọng	11%

LNST (26F, tỷ đồng)	38,247
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	8.7
P/E (26F, x)	14.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	502,176
SL cổ phiếu (triệu)	8,356
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	55,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	78,800
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	3.61.35.4
Tương đối	-8.1-15.6-45.2

Điểm nhấn đầu tư

- Tín dụng và tài sản của ngân hàng ghi nhận tăng trưởng khá đồng đều ở mức là 4.5% và 4.7% sv.2025, lần lượt đạt 2,551 nghìn tỷ và 1,727 nghìn tỷ cuối Q1/2026, là mức tăng trưởng tương đối tích cực khi xét về mức tăng trong các năm trở lại đây của ngân hàng cũng như so với tăng trưởng chung. Mức tăng trưởng cho vay cao trong kỳ được hỗ trợ chính từ chính sách lãi suất cho vay hấp dẫn của ngân hàng. Mặc dù, số liệu dư nợ đối với các nhóm khách hàng hay ngành không được chia sẻ trong báo cáo quý, sự gia tăng tỷ trọng của các khoản cho vay trung và dài hạn (+1%p sv.2025) cũng ủng hộ cho dự phóng xu hướng danh mục KHCN của ngân hàng sẽ tăng trưởng cao hơn. Ngoài ra, những loại tài sản sinh lãi có biên cao khác cũng gia tăng rất tích cực như dư nợ liên ngân hàng tăng 11.4% và chứng khoán kinh doanh tăng 22.8% sv.2025. Nhờ vị thế cho vay rộng trên thị trường liên ngân hàng (khoảng 214.3 nghìn tỷ cuối Q1), VCB cũng hưởng lợi phần nào khi xu hướng lãi suất thị trường này hỗ trợ cho vị thế của VCB.
- Tuy lãi suất tương quan thấp hỗ trợ cho tăng trưởng tín dụng của ngân hàng, VCB lại đối mặt thách thức ở mặt huy động từ kênh truyền thống. Tiền gửi khách hàng tại VCB gần như không tăng trong kỳ (+0.6% sv.2025), và dù kênh phát hành GTCG tăng có phần tích cực (+7.4%) nhưng mức độ đóng góp của khoản này lại không đáng kể, chỉ chiếm khoảng 1.3% tỷ trọng nợ vay (trung bình ngành: 9%). Ngoài ra, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cũng ghi nhận giảm theo xu hướng chung, giảm 1.2%p trong quý xuống còn 34.2%. Trong khi đó, huy động từ các kênh ngắn hạn như LNH hay NHNN/KBNN vẫn chiếm tỷ trọng cao lần lượt khoảng 15.5% và 8.7%. Vì vậy, mặc dù tăng trưởng tín dụng trong kỳ có phần cao, chúng tôi vẫn duy trì dự phóng tăng khoảng 13.5% cho 2026 nhằm đảm bảo các chỉ tiêu thanh khoản được duy trì ở mức ổn định.
- Chất lượng tài sản có phần giảm nhưng không đáng kể. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu mở rộng (NPL+, bao gồm nợ nhóm 2) tăng lần lượt 2đcb và 11đcb lên 0.6% và 0.85%, duy trì vị thế đầu ngành trong khía cạnh chất lượng tài sản. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng được duy trì ở mức cao 253.4% cuối Q1 (-5.4%p sv.2025). Các dự phóng về tiêu chí chất lượng tài sản như NPL và NPL+ duy trì ở mức 0.84% và 0.95% cho 2026 phản ánh nền lãi suất tăng và tỷ trọng KHCN gia tăng. Đối với dư nợ trái phiếu dưới chuẩn, VCB không ghi nhận trích lập thêm trong kỳ cho thấy diễn tiến có thể đang tích cực hơn kỳ vọng (dự phóng trích lập thêm khoảng 1.8 nghìn tỷ cho 2026, tương đương 3.8% LNTT dự phóng).
- Các hoạt động cốt lõi khởi sắc nhưng chi phí cũng gia tăng nhanh. Thu thuần từ lãi ghi nhận tăng gần 29% svck (cao hơn mức tăng tín dụng svck. là khoảng 19.5%), qua đó, NIM gia tăng gần 10đcb sv.2025 và phù hợp với kỳ vọng. Thu thuần từ dịch vụ đạt 943 tỷ, tăng 17.1% trong khi, thu thuần khác có phần kém tích cực (-6.7%) do lãi từ kinh doanh ngoại hối giảm 17.1%. CPHĐ và CPDP cũng tăng mạnh lần lượt 21.8% và 231.4% (tác động của nền thấp CK). Q1/2026, VCB ghi nhận LNTT đạt hơn 11.8 nghìn tỷ, tăng khoảng 8.7% và đạt khoảng 24.7% lợi nhuận kỳ vọng.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	53,246	53,621	55,406	58,674	68,799	75,557
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,836	14,103	13,173	13,683	15,075	14,820
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	37,359	41,244	42,236	44,020	47,850	55,845
LNST (tỷ đồng)	29,892	33,033	33,831	35,178	38,241	44,631
EPS (đồng)	6,316	5,910	6,053	4,210	4,577	5,341
ROE (%)	24.2	21.6	18.4	16.5	15.8	16.2
P/E (x)	10.7	9.6	11.4	16.2	14.9	12.8
P/B (x)	2.0	1.9	1.6	2.5	2.2	1.9
Giá trị sổ sách (đồng)	29,158	30,156	35,597	27,231	30,873	35,137
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,814,188	1,839,223	2,085,397	2,441,929	2,684,339	2,979,441
VCSH (tỷ đồng)	137,988	168,543	198,956	227,536	257,967	293,594

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Nguồn vốn dồi dào

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

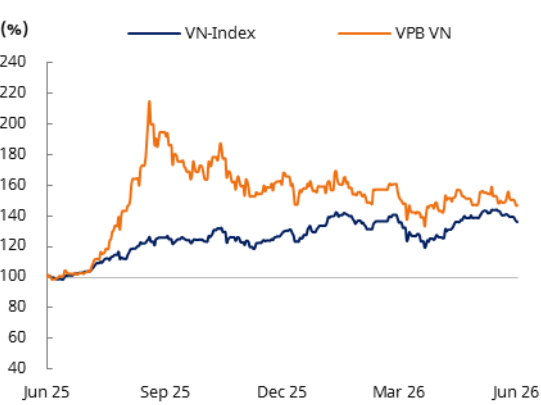


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	33,800
Thị giá (24/06/26)	26,500
Lợi nhuận kỳ vọng	28%

LNST (26F, tỷ đồng)	29,056
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	21
P/E (26F, x)	9.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	219,373
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	91.8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,650
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,900
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	8.00.563.6
Tương đối	-3.8-16.512.9

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng (TTTD) Q1/2026 duy trì cao, đạt 10.2% sv. 3.18% toàn hệ thống, động lực chính từ danh mục cho vay +10.3% YTD. Tăng trưởng cho vay đến từ các mảng bán buôn (+15.9%), xây dựng (+11.3%), KD BĐS (+15.0%) và DVTC (+16.1%), trong khi cho vay bán lẻ tăng chậm hơn, với cho vay mua nhà +6.9% và các khoản vay KHCN khác +5.4%, nhiều khả năng do yếu tố mùa vụ. Chất lượng tài sản suy yếu nhẹ nhưng vẫn phù hợp kỳ vọng. NLP +25đcb YTD lên 3.58% (-1.1%p CK), trong khi nợ dưới chuẩn chỉ tăng 8đcb YTD (-2.4%p CK). LLR duy trì >50%, đạt 52.8% cuối Q1/2026. Ở mặt huy động có nhiều thay đổi đáng kể. CASA giảm 0.5%p YTD xuống 13.9%, là diễn biến thường thấy khi lãi suất tiền gửi tăng và trở nên hấp dẫn hơn. Tỷ trọng tiền gửi KHCN phục hồi lên 57.1% tổng tiền gửi, +0.8%p YTD. CCTG cũng tăng mạnh, qua đó cải thiện tính ổn định cơ cấu huy động nhưng đồng thời cũng đi kèm với chi phí huy động sẽ neo ở mức cao trong thời gian dài hơn. Chi phí vay liên ngân hàng tiếp tục ở mặt bằng cao trong bối cảnh thanh khoản thị trường không quá dồi dào, đẩy tổng COF +51đcb YTD lên 6.36%. Theo đó, giả định chi phí vốn từ kênh này 2026 điều chỉnh tăng từ 4.3% lên 5.0%. LNTT Q1/2026 +57.9% svck (-21% QoQ). Trong đó, NII +27% svck. thấp hơn TTTD hơn 42% do NIM bị thu hẹp, trong khi NSI +80.7% svck. nhờ tỷ lệ chi phí cải thiện, doanh số từ bán bảo hiểm tăng, và thu khác tăng cao (lợi nhuận phái sinh).
- VPB dự kiến duy trì tăng trưởng vượt trội sv. mặt bằng chung 2026, với TTTD ước +25%. Tăng trưởng cho vay kỳ vọng khởi sắc hơn từ nhóm KHCN, trong khi cho vay doanh nghiệp vẫn duy trì tích cực nhưng với tốc độ có phần nhẹ hơn. NIM dự phóng ổn định quanh 5.5% trong 2026 trước khi phục hồi nhẹ vào 2027, dù xu hướng dài hạn khả năng sẽ dần bình thường hóa về 5.1% trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt, chiến lược cho vay thận trọng hơn, và đóng góp từ tài chính tiêu dùng suy giảm dần. LNTT 2026 dự phóng 37.3 nghìn tỷ, với động lực chính từ NII và NSI, trong khi NOI có thể suy yếu do tác động của nền cao từ lãi giao dịch tài sản tài chính và thu hồi nợ từ nợ xấu đã xử lý.
- CP đang giao dịch dưới 1.2x P/B (< nhiều NH trong cùng phân khúc 1.3–1.4x), có thể là tác động cộng hưởng của việc LN không đạt kỳ vọng và những rủi ro tập trung trên bảng cân đối duy trì ở mức cao. GMT ~ P/B dự phóng 1.4x, chưa bao gồm tác động từ thương vụ tiềm năng phát hành riêng lẻ (PHRL). Dù PHRL vẫn thường xuyên đóng vai trò như một câu chuyện đầu tư quan trọng và có thể kích hoạt một nhịp tái định giá (tăng) đáng kể trong ngắn hạn, tác động trong trung hạn lại có phần khó đánh giá hơn. Nếu phát hành thành công thì sẽ gia tăng bộ đệm vốn, tuy nhiên có thể dẫn đến việc sử dụng vốn chưa hiệu quả khi tăng trưởng lợi nhuận chưa bắt kịp tốc độ mở rộng bảng cân đối cũng như vốn chủ. Hệ quả là các chỉ số đo lường khả năng sinh lời có thể bị pha loãng, sau một giai đoạn chịu áp lực từ các đợt tăng vốn hay thoái đầu tư tại các công ty con. Nhìn chung, câu chuyện đầu tư của VPB trong ngắn hạn tương đối tích cực, trong khi với góc độ đầu tư thì phụ thuộc nhiều vào mức độ hiệu quả của nguồn vốn huy động mới.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	41,021	38,175	49,080	58,663	74,051	90,745
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	16,776	11,569	13,175	15,991	17,258	17,900
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	21,220	10,987	20,013	30,625	37,262	46,383
LNST (tỷ đồng)	18,168	10,053	15,779	23,990	29,056	36,119
EPS (đồng)	2,706	1,267	1,989	3,024	3,662	4,552
ROE (%)	19.1	8.3	11.0	14.6	15.2	16.7
P/E (x)	10.2	21.8	13.9	9.1	9.2	7.4
P/B (x)	1.9	1.6	1.5	1.3	1.4	1.2
Giá trị sổ sách (đồng)	14,490	16,980	17,886	21,163	23,752	27,213
Tổng tài sản (tỷ đồng)	631,013	817,700	923,848	1,260,150	1,529,384	1,822,016
VCSH (tỷ đồng)	103,502	139,947	147,275	180,276	201,470	229,821

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Mục tiêu tham vọng

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

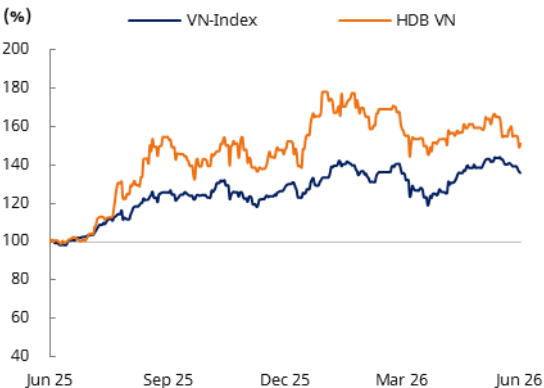


(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,000
Thị giá (24/06/26)	25,600
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (26F, tỷ đồng)	19,904
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.6
P/E (26F, x)	8.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	132,640
SL cổ phiếu (triệu)	5,005
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	74.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,115
Cao nhất 52 tuần (VND)	30,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	3.514.661.7
Tương đối	-8.4-2.710.8

Điểm nhấn đầu tư

- HDB tiếp tục ghi nhận tăng trưởng bảng cân đối mạnh trong Q1/2026, với TTS tăng 5.7% sv.2025, đạt hơn 984 nghìn tỷ. Tăng trưởng tín dụng có phần cao hơn, đạt 8.0% sv.2025, chỉ xếp sau VPB trong nhóm các ngân hàng tư lớn, chủ yếu được dẫn dắt bởi cho vay khách hàng, tăng 10.0%. Ngược lại, danh mục đầu tư TPDN giảm gần 16%, và mua nợ cũng ghi nhận giảm hơn 20%. Với kết quả tăng trưởng ấn tượng trong Q1/2026 và mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2026 cao (+37%) của HDB, chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2026 thêm khoảng 1%p lên hơn 26.5%, với khả năng tiếp tục điều chỉnh tăng nếu điều kiện thị trường thuận lợi hơn. Cơ cấu kỳ hạn cho vay duy trì ổn định, với cho vay ngắn hạn chiếm khoảng 50% tổng dư nợ. Theo phân khúc khách hàng, cho vay bán lẻ tăng 5.3% sv.2025, trong khi cho vay KHDN tăng nhanh hơn ở mức 12.1%, được hỗ trợ bởi các lĩnh vực như KD BĐS, BĐS nghỉ dưỡng, thương mại và DV TC. Dù rủi ro tập trung chưa có sự dịch chuyển mạnh, rủi ro này cũng cần quan sát kỹ trong các kỳ tiếp theo.
- Ở chiều huy động, tiền gửi khách hàng +10.8% sv.2025, vượt tốc độ tăng trưởng cho vay. Tuy nhiên, CASA giảm xuống mức tương đối thấp, cho thấy tăng trưởng tiền gửi phần nào được hỗ trợ bởi chính sách lãi suất hấp dẫn. Huy động qua kênh GTCG +18.9%, chủ yếu nhờ chứng chỉ tiền gửi +59.3%. Do đó, chúng tôi nâng giả định CoF, phản ánh dự báo CASA thấp hơn (phục hồi về gần 12% vào cuối 2026), cùng với chi phí vay liên ngân hàng cao hơn, khi chi phí huy động liên ngân hàng Q1/2026 +3%p sv.2025. NIM 2026 dự kiến giảm 43đcb svck., -3đcb sv. dự báo trước. Q1/2026, NIM -9đcb xuống 4.75%, do mức tăng 20đcb của lợi suất tài sản không đủ bù đắp mức tăng 34đcb của CoF. Xu hướng NIM sẽ là lực cản chính đối với LN 2026.
- Chất lượng tài sản giảm nhưng không quá bất thường. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng 16đcb lên 2.6%, phù hợp với dự báo cả năm của chúng tôi, trong khi tỷ lệ nợ dưới chuẩn (bao gồm nợ nhóm 2), giảm 70đcb xuống 5.2%, thấp hơn dự báo cả năm 6.0%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm 4.8%p xuống 50% (dự phóng cả năm đạt 46%). Dù bộ đệm dự phòng giảm, mức này nhìn chung vẫn nằm trong khoảng bình thường được duy trì của ngân hàng nhằm cân bằng giữa tăng trưởng bảng cân đối và lợi nhuận mục tiêu +41% trong 2026.
- Tăng trưởng LNTT vẫn duy trì hai chữ số nhưng có phần chậm sv KHKD. LNTT Q1/2026 ~6.1 nghìn tỷ, +14% svck., ~20% KHKD. Thu nhập cốt lõi tăng trưởng khả quan, với NII +14.51% svck. và NSI +15.52%. 2026, dự báo NII và NSI tăng lần lượt 14.9% và 7.3%, trong đó mức tăng trưởng NSI thấp hơn phản ánh tác động của nền cao giữa 2025. Q1/2026, NOI -41.4% svck., chủ yếu do lãi từ chứng khoán kinh doanh suy yếu và thu khác giảm, có thể đến từ mức thu hồi nợ xấu đã xử lý thấp. Các loại chi phí được kiểm soát tốt, CPHĐ +2.5% svck. (CIR -7.1%p), CPDP -5%. Kỳ vọng CPDP 2026 -15.4%, được hỗ trợ bởi tỷ trọng KHDN gia tăng trong danh mục cho vay. Nhìn chung, dự phóng LNTT 2026 được duy trì ~25.5 nghìn tỷ, +19.6% svck. và -15% sv. KHKD của HDB, phản ánh các giả định thận trọng hơn về chi phí huy động, áp lực thu hẹp NIM và tốc độ phục hồi của thu nhập ngoài lãi.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18,012	22,184	30,856	34,746	39,933	48,457
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,956	4,230	3,172	7,941	8,273	9,053
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	10,268	13,017	16,731	21,322	25,499	30,609
LNST (tỷ đồng)	7,750	10,071	12,763	16,503	19,904	23,893
EPS (đồng)	3,100	3,500	3,668	3,297	3,977	4,774
ROE (%)	22.2	23.6	24.8	24.5	22.5	21.5
P/E (x)	10.3	9.1	8.7	9.7	8.0	6.7
P/B (x)	2.2	2.1	2.0	2.1	1.7	1.3
Giá trị sổ sách (đồng)	14,780	15,454	15,658	15,094	19,070	23,844
Tổng tài sản (tỷ đồng)	416,273	602,315	697,281	931,101	1,075,755	1,231,813
VCSH (tỷ đồng)	38,995	46,400	56,658	78,265	98,658	123,138

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tiến triển trong thu hồi nợ xấu

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraecapital.com.vn



(Cập nhật)	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND, 12T)	77,500
Thị giá (24/06/26)	72,300
Lợi nhuận kỳ vọng	7%

LNST (26F, tỷ đồng)	6,583
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	10.8
P/E (26F, x)	24.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	136,555
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,885.2
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	96.7
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	12.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	38,550
Cao nhất 52 tuần (VND)	76,800
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	9.528.368.6
Tương đối	-1.814.217.4

Điểm nhấn đầu tư

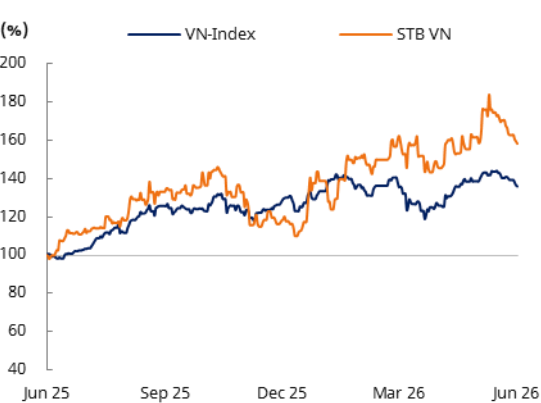
KQKD Q1/2026:

- LNST Q1/2026 đạt 2,106 tỷ VND (-42.7% CK), nguyên nhân chính từ áp lực NIM.** NII giảm -12.0% CK xuống 6,042 tỷ VND khi chi phí lãi (+34.2% CK lên 9,109 tỷ VND) tăng nhanh hơn thu nhập lãi (+11.0% CK lên 15,152 tỷ VND) trên nền dư nợ đi ngang (626.96 nghìn tỷ VND, +0.1% YTD), thấp hơn nhiều so với kế hoạch tín dụng +12% của FY26. Cơ cấu chi phí huy động: lãi tiền gửi +32.5% CK (8,334 tỷ VND), lãi huy động từ giấy tờ có giá +17.9% CK (525 tỷ VND, ~5.8% chi phí huy động), lãi vay liên ngân hàng +6.6 lần CK (237 tỷ VND) — áp lực chi phí vốn lan toả trên cả ba cấu phần. CASA giảm từ 17.2% trong Q1/2025 xuống 15.9% trong Q1/2026.
- Chi phí dự phòng tiếp tục cao ở 2,024 tỷ VND (~10.4 lần Q1/2025)** khi NPL tăng lên 6.62% từ 6.41% cuối FY25 — Nhóm 3 giảm 3.76 nghìn tỷ VND trong khi Nhóm 4 tăng 4.48 nghìn tỷ VND, Nhóm 5 tăng nhẹ lên 30.55 nghìn tỷ VND (+641 tỷ VND). Nhân sự giảm 16.3% YTD xuống 14,080 người (-2,736 rỗng) kéo OPEX -13.2% CK và đưa CIR về 45.2% từ 49.9% trong Q1/2025.

Sacombank sẽ thu hồi hơn 500 sổ đỏ tại Viva City của LDG:

- Sacombank đã thu giữ 507 sổ đỏ thuộc dự án Viva City (Đồng Nai) do LDG vi phạm nghĩa vụ tín dụng, với dư nợ quá hạn gần 350 tỷ đồng và hơn 82 tỷ đồng lãi chậm trả. Dù thanh khoản bất động sản còn thách thức, việc nắm giữ tài sản đảm bảo giúp STB tăng khả năng thu hồi nợ xấu. Quy mô dư nợ LDG hiện chưa đủ lớn để ảnh hưởng đáng kể đến danh mục tín dụng của ngân hàng.

Dự phóng kịch bản cơ sở: Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LNST FY26 của STB từ 9,093 tỷ đồng (+19.2% CK) xuống 8,455 tỷ đồng (+10.8% CK), chủ yếu do tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng trong Q1/2026. Theo đó, NII được hạ từ 28.5 nghìn tỷ đồng (+6.8% CK) xuống 27,010 tỷ đồng (+1.2% CK). Ngược lại, thu nhập khác được nâng lên 1,327 tỷ đồng (+5% CK), phản ánh kỳ vọng sẽ đẩy mạnh xử lý số tài sản đã thu hồi. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng tăng trưởng cho vay FY26 đạt 11.7%, với các giả định khác gồm NIM đạt 2.94% (-38đcb CK), chi phí dự phòng 10.4 nghìn tỷ đồng (-8.9% CK) và CIR ở mức 42.7% (+2%p CK).



FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	22,072	24,532	26,681	27,010	30,212	35,478
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	4,101	4,145	5,376	5,950	6,344	7,039
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	9,595	12,720	7,628	8,455	15,811	19,437
LNST (tỷ đồng)	7,719	10,087	5,939	6,583	12,311	15,134
EPS (đồng)	3,747	4,896	2,883	3,195	5,976	7,346
ROE (%)	18.3	20.0	10.3	9.9	16.9	17.5
P/E (x)	18.8	14.4	24.5	24.3	13.0	10.6
P/B (x)	3.2	2.6	2.4	2.4	2.0	1.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	674,390	748,095	917,106	1,014,328	1,130,794	1,271,286
VCSH (tỷ đồng)	45,734	54,972	59,867	66,503	78,814	93,947
Giá trị sổ sách (đồng)	22,199	26,683	29,059	32,281	38,256	45,602

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Định hình giai đoạn mới

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	25,500
Thị giá (24/06/26)	20,700
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

LNST (26F, tỷ đồng)	1,971
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	73.4
P/E (26F, x)	24.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	40,048
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,863
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	97.9
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	3.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,650

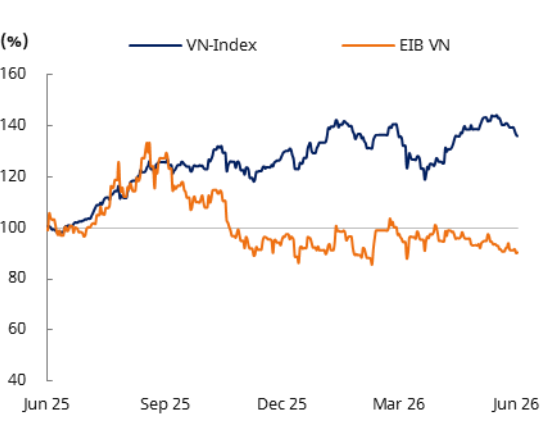
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.9	-1.1	11.7
Tương đối	-14.3	-15.3	-39.5

Điểm nhấn đầu tư

QKQD Q1/2026: LNST đạt 338 tỷ đồng (-59% CK) và LNST 269 tỷ đồng, thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng FY26F, với sự suy yếu trên hầu hết các khoản mục. Thu nhập lãi thuần (NII) gần như đi ngang (+1.9% CK) dù thu nhập lãi tăng 17%, do chi phí huy động vốn tăng 26% CK khi chi phí lãi giấy tờ có giá tăng vọt 94% CK và EIB nâng tỷ trọng giấy tờ có giá trong cơ cấu nợ phải trả chịu lãi (IBL) từ 5.6% (Q1/2025) lên 9.1% (Q1/2026). Dư nợ cho vay đạt 189 nghìn tỷ đồng (+5% CK, đi ngang YTD). Lãi thuần từ phí dịch vụ giảm mạnh 76% CK xuống 36 tỷ đồng, kinh doanh ngoại hối chuyển từ +202 tỷ thành -10 tỷ. TOI đạt 1,528 tỷ đồng (-15.5% CK), CIR tăng lên 57% từ mức 47% do thu nhập co hẹp. PPOP giảm 31% xuống 657 tỷ đồng. Chi phí dự phòng đạt 319 tỷ đồng (+151% CK). Chất lượng tài sản: Tỷ lệ NPL tăng 21đcb YTD lên 3.07%. Nợ Nhóm 2 tăng 33% QoQ lên 2,910 tỷ đồng. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) thu hẹp về 38% từ 44% (Q4/2025).

Eximbank đã điều chỉnh giảm mạnh kế hoạch LNNT 2026 xuống 1,515 tỷ (-63% so với kế hoạch ban đầu 4,066 tỷ), đồng thời tiếp tục trình ĐHCĐ phương án không chia cổ tức nhằm củng cố nền vốn. Ngân hàng đặt mục tiêu tổng tài sản 310 nghìn tỷ (+13.4% CK), tiền gửi khách hàng và tín dụng lẫn lượt 232.6 nghìn tỷ (+17.8% CK) và 228.4 nghìn tỷ (+16.5% CK). Ban lãnh đạo định hướng kéo tỷ lệ NPL từ 2.86% (cuối 2025) xuống dưới 2.5% vào cuối 2026.

Chúng tôi hạ dự phóng LNNT FY26F xuống 2,464 tỷ đồng (+63% CK) từ mức 3,530 tỷ đồng trước đó, đồng thời hạ giả định tăng trưởng tín dụng từ +16% xuống +14.5%. Thứ nhất, tăng trưởng NII được hạ từ +25.4% xuống +13.8% để phản ánh chi phí huy động khó hạ nhiệt khi sự dịch chuyển cơ cấu sang giấy tờ có giá hiện mang tính cấu trúc, làm chậm lộ trình phục hồi NIM qua 2H. Thứ hai, chi phí dự phòng được nâng lên 2,101 tỷ đồng (+37.6% CK) để phản ánh chất lượng tài sản hình thành trong Q1/2026, với Nợ nhóm 2 +33% QoQ báo hiệu chi phí tín dụng tiếp tục ở mức cao trong 2H. Đà phục hồi thu nhập phí (+163% CK lên 633 tỷ đồng) và việc CIR chuẩn hóa về 49% được giữ nguyên, tuy nhiên, chúng tôi lưu ý cả hai cấu phần này đều dồn về 2H. Giả định CIR dựa trên kỳ vọng các khoản đầu tư công nghệ trước đây bắt đầu phát huy hiệu quả; nhưng vẫn sẽ phụ thuộc vào sự phục hồi của thu nhập hơn là kỷ luật chi phí. Mức LNNT điều chỉnh của chúng tôi cao hơn 949 tỷ đồng so với kế hoạch điều chỉnh của ban điều hành (1,515 tỷ đồng) nhưng thấp hơn so với kế hoạch ban đầu 4,066 tỷ đồng.



FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	4,597	5,924	5,980	6,805	8,296	10,002
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	1,958	2,634	1,312	2,145	2,793	2,668
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	2,720	4,188	1,512	2,464	3,867	5,264
LNST (tỷ đồng)	2,165	3,326	1,137	1,971	3,094	4,211
EPS (đồng)	1,233	1,771	605	1,049	1,647	2,242
ROE (%)	10.1	14.0	4.4	7.3	10.5	12.7
P/E (x)	20.7	14.4	42.1	24.3	15.5	11.4
P/B (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	201,417	239,768	273,270	307,544	348,334	398,004
VCSH (tỷ đồng)	22,445	25,099	26,006	27,977	31,071	35,282
Giá trị sổ sách (đồng)	12,780	13,364	13,847	14,896	16,543	18,786

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Bút tốc

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyen.nhb@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	31,800
Thị giá (24/06/26)	23,550
Lợi nhuận kỳ vọng	35%

LNST (26F, tỷ đồng)	23,047
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	35.6
P/E (26F, x)	11.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	203,899
SL cổ phiếu (triệu)	8,443
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19,470
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,045

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.7	-1.6	22.6
Tương đối	-1.9	-6.1	-12.4

Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q1/2026 vượt kỳ vọng

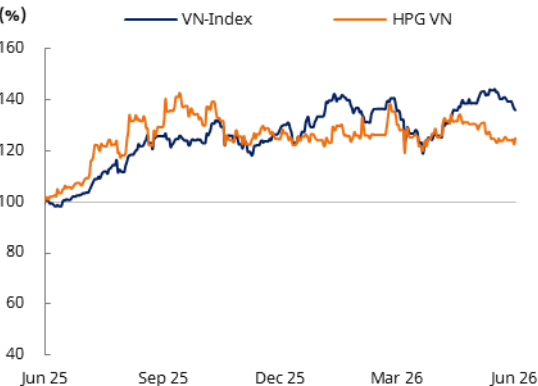
- LNR Q1/2026 đạt 8,994 tỷ đồng (+141% sv. Q4 2025/+169% CK/~41.1% KH 2026) trên mức doanh thu 52,901 tỷ đồng (+15% sv. Q4 2025/+41% CK/~26% KH 2026).
- Động lực chính đến từ: 1) khoản thu nhập một lần từ chuyển nhượng dự án Phố Nối, ghi nhận 4,916 tỷ đồng thu nhập tài chính, chiếm 46% LNTT, và 2) tăng trưởng lợi nhuận hoạt động mảng thép, đạt 5,152 tỷ đồng (+41% sv. Q4 2025/+60%CK).

Dữ liệu đang cho thấy đà tăng trưởng mạnh của mảng thép tiếp tục duy trì sang Q2/2026

- Giá HRC trong T4/T5/T6 được điều chỉnh tăng 0%/+5%/+15% so với mức cao của T3/2026;
- Theo HPG, doanh nghiệp đang vận hành ổn định với sản lượng thép thô trung bình cung cấp cho thị trường khoảng 1.2 triệu tấn/tháng ~ hiệu suất vận hàng tối đa;
- Chênh lệch giữa giá thép và giá nguyên liệu trên đà mở rộng, cho thấy HPG dự kiến duy trì mức tỷ suất lợi nhuận đạt cao như Q1/2026.
- Cho Q2/2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng thép đạt 57.4 nghìn tỷ đồng (+71% CK), dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ tăng +24% và giá bán tăng +38%. Lợi nhuận hoạt động mảng thép dự kiến đạt 5.9 nghìn tỷ đồng (+47% CK), tương ứng mức LNHD/tấn đạt mức tăng 19% CK. Với dự phóng kết quả tích cực từ mảng thép, dự kiến lợi nhuận sau thuế đạt 5,056 tỷ đồng (-44% sv Q1; +19% CK).

Diễn biến giá thép

- HPG đã điều chỉnh giảm giá bán HRC hợp đồng giao tháng 07/2026 xuống 584 USD/tấn, giảm 2.2% so với T6 nhưng vẫn duy trì ở vùng cao trong năm. Việc điều chỉnh có thể phản ánh xu hướng hạ nhiệt của chi phí nguyên liệu nhập khẩu trong các tháng gần đây và nhằm hỗ trợ thúc đẩy sản lượng bán hàng. Theo cập nhật gần nhất, HPG dự kiến tiêu thụ 15 triệu tấn thép trong 2026 (+41.5% CK) với biên lợi nhuận ròng kỳ vọng duy trì ở mức 9-10% (2025: 10%)



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	118,953	138,855	156,116	203,747	223,719	257,277
LNHD (tỷ đồng)	9,669	14,615	20,428	28,366	31,652	37,905
Biên LNHD (%)	8.1	10.5	13.1	13.9	14.1	14.7
LNR (tỷ đồng)	6,835	12,020	15,450	23,047	25,517	31,449
EPS (VND)	1,117	1,879	2,013	2,730	3,022	3,725
ROE (%)	6.9	11.1	12.6	16.4	16.0	17.6
P/E (x)	28.5	16.9	15.8	11.6	10.5	8.5
P/B (x)	1.8	1.8	1.9	1.8	1.6	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	187,783	224,490	257,922	263,732	272,813	294,411
VCSH (tỷ đồng)	102,836	114,647	131,220	150,491	167,634	190,722

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tái định vị cho chu kỳ tăng mới

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	38,200
Thị giá (24/06/26)	33,450
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNST (26F, tỷ đồng)	6,870
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	22.1
P/E (26F, x)	22.2

Vốn hóa (tỷ đồng)	140,800
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4,000
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	3.2
Tỷ lệ sở hữu của NGTNN (%)	0.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	46,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	11.9	26.6	44.9
Tương đối	0.1	9.5	-5.9

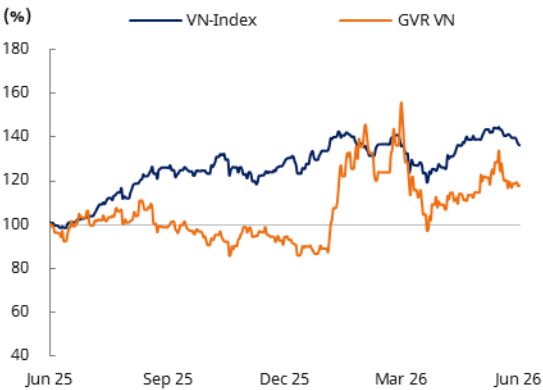
Điểm nhấn đầu tư

KQKD tích cực trong Q1/2026: GVR ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng, với doanh thu đạt 8,850 tỷ đồng (+56% CK), trong khi lợi nhuận ròng tăng vọt lên 2,251 tỷ đồng (+90% CK), hoàn thành 27% và 35% dự phóng cả năm của chúng tôi. Kết quả tích cực này chủ yếu được dẫn dắt bởi mủ cao su, khi mủ này tiếp tục đóng vai trò chủ lực với mức doanh thu tăng 72% CK lên 7,407 tỷ đồng và đóng góp vào hơn 82% lợi nhuận gộp. Trong Q1/2026, chúng tôi cho rằng sự tích cực được hỗ trợ bởi môi trường kinh doanh thuận lợi, đặc biệt là sự gia tăng đáng kể của giá dầu đã gián tiếp thúc đẩy nhu cầu và giá cao su tự nhiên – mặc dù hiện tại GVR không công bố chi tiết giá bán trung bình và sản lượng. Bên cạnh đó, GVR ghi nhận lợi nhuận khác vượt kỳ vọng từ thanh lý cây cao su tăng mạnh, đạt 700 tỷ đồng (+124% CK), kéo theo đó là thu nhập từ bồi thường đất tăng vọt đạt 380 tỷ đồng (Q1/2025: 1 tỷ; 2025: 277 tỷ), phản ánh các đợt bàn giao quy mô lớn trong kỳ liên quan đến các dự án KCN không tự phát triển sau giai đoạn khá trầm lắng trong cả năm 2025.

Bối cảnh kinh doanh thuận lợi tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng: Việc ban hành các Nghị định 49 và 50/2026 đã góp phần tháo gỡ dần các nút thắt pháp lý liên quan đến chuyển đổi mục đích sử dụng đất và xác định tiền sử dụng đất, qua đó tạo điều kiện đẩy nhanh quá trình hiện thực hóa giá trị quỹ đất của GVR. Diễn biến này phần nào được phản ánh ngay trong KQKD Q1, khi thu nhập từ bồi thường đất ghi nhận mức tăng đột biến, củng cố kỳ vọng về vai trò đóng góp ngày càng lớn của nguồn thu này vào tăng trưởng lợi nhuận. Trên cơ sở đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận của GVR lên mức 6,870 tỷ đồng (+22% CK), chủ yếu nhờ gia tăng thu nhập từ thanh lý cây cao su.

Đối với mủ cao su cốt lõi, triển vọng tăng trưởng vẫn được duy trì ổn định, với doanh thu dự kiến đạt 26,851 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi: (1) sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 4% CK, nhờ nhu cầu duy trì tích cực; và (2) giá dầu Brent tăng mạnh và tiếp tục neo cao đã kéo theo giá cao su tổng hợp đi lên, qua đó cải thiện tính cạnh tranh của cao su tự nhiên và giúp giá bán bình quân năm 2026 dự kiến cao hơn 10% CK.

Định giá: Chúng tôi nâng giá mục tiêu của GVR lên mức 38,200 đồng/cổ phiếu, bao gồm 400 đồng cổ tức tiền mặt, dựa trên phương pháp định giá từng phần thận trọng, trong đó chưa bao gồm các khoản bồi thường đất liên quan đến các KCN và dự án hạ tầng chưa xác định, cho thấy dư địa tăng giá. Bên cạnh đó, với vị thế tiền mặt ròng khoảng 23,231 tỷ đồng (~5,800 đồng/cp) tính đến cuối Q1/2026, GVR có lợi thế khá rõ rệt trong bối cảnh môi trường lãi suất đang neo ở mức tương đối cao như hiện tại.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	25,421	22,138	26,242	28,939	32,633	32,769
LNHĐ (tỷ đồng)	4,041	2,507	4,086	5,415	5,701	6,112
Biên LNHĐ (%)	15.9	11.3	15.6	18.7	17.5	18.7
LNR (tỷ đồng)	3,882	2,623	3,989	5,625	6,870	7,265
EPS (VND)	970	656	997	1,406	1,717	1,816
ROE (%)	9.1	6.2	8.5	10.5	12.2	11.7
P/E (x)	39.4	58.2	38.3	27.2	22.2	21.0
P/B (x)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	78,448	78,062	83,384	86,514	93,509	100,037
VCSH (tỷ đồng)	53,516	54,977	58,397	62,601	69,050	75,964

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Xây lắp và năng lượng mặt trời "thối bùng" tăng trưởng

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	100,400
Thị giá (24/06/26)	83,500
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (26F, tỷ đồng)	662
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	10
P/E (26F, x)	17.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,295
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	34.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	75,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	113,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	5.8	4.0	-2.3
Tương đối	7.6	-0.4	-37.3

Điểm nhấn đầu tư

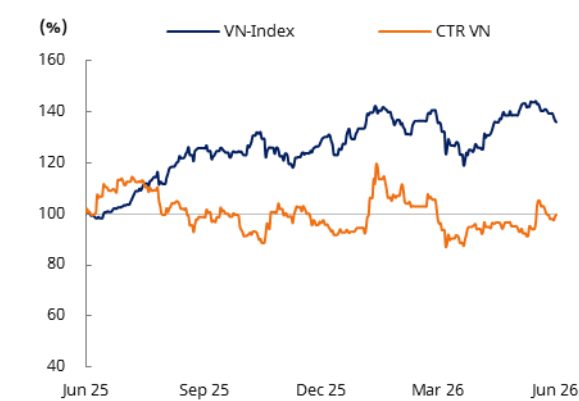
KQKD 5T2026: CTR ghi nhận doanh thu đạt 6,579 tỷ đồng (+34% CK) và lợi nhuận trước thuế (EBT) đạt 266 tỷ đồng (+23% CK), lần lượt hoàn thành khoảng 42% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cả năm 2026. Doanh thu từ các đối tác liên quan đến Viettel đạt 3,496 tỷ đồng (+13% CK), chiếm 53% tổng doanh thu.

- Xây dựng: Trở thành động lực tăng trưởng doanh thu chính khi ghi nhận 2,451 tỷ đồng (+70% CK), chiếm 37% tổng doanh thu.
- Giải pháp CNTT tích hợp: tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu đạt 1,074 tỷ đồng (+67% CK), được thúc đẩy chủ yếu bởi sự bứt phá từ mảng năng lượng mặt trời.
- Hạ tầng cho thuê: Tăng trưởng doanh thu ghi nhận sự chậm lại ở mức +15% CK, đạt 390 tỷ đồng và chiếm 6% tổng doanh thu. Trong kỳ, CTR tiếp tục duy trì tổng số trạm BTS ở mức 12,000 trạm, trong khi số lượng trạm BTS dùng chung tăng lên 526 trạm (so với mức 494 trạm trong Q1/2026).
- Vận hành khai thác (VHKT): Doanh thu từ mảng này đạt 2,624 tỷ đồng (+6% CK), tiếp tục là mảng đóng góp lớn nhất vào tổng doanh thu với tỷ trọng 40%.

Dự phóng FY26: Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu năm 2026 của CTR lên 16,272 tỷ đồng (+17% CK) và LNST đạt 662 tỷ đồng (+10% CK). Các giả định chính theo từng mảng kinh doanh điều chỉnh như sau:

- Xây dựng: Tăng trưởng doanh thu được điều chỉnh tăng lên mức 30% CK (cũ: 14% CK), nhờ tiến độ đầu tư hạ tầng 5G được đẩy nhanh và mở rộng quy mô tham gia vào các dự án bất động sản lớn, khu đô thị và xây dựng dân dụng.
- Giải pháp CNTT: Tăng trưởng doanh thu được điều chỉnh tăng lên mức +30% CK (cũ: +20% SVCK), được thúc đẩy bởi đà bứt phá mạnh mẽ của mảng năng lượng mặt trời áp mái.
- Cho thuê hạ tầng: Dự phóng tăng trưởng doanh thu được điều chỉnh giảm nhẹ xuống mức +15% CK (cũ: +16% CK), với biên lợi nhuận gộp của mảng này hiện ước tính đạt 29%.
- VHKT: Tăng trưởng doanh thu dự kiến sẽ giảm tốc xuống mức +3% CK, phản ánh những tín hiệu bão hòa.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua từ Tăng Tỷ Trọng và giá mục tiêu lên 100,400 đồng từ 98,800 đồng/cổ phiếu



FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu (tỷ đồng)	11,370	12,610	13,940	16,272	19,232	21,471
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	654	716	734	788	889	967
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	5.8%	5.7%	5.3%	4.8%	4.6%	4.5%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	525	538	600	662	777	862
EPS (VND)	4,586	4,705	5,243	5,790	6,789	7,537
ROE (%)	28.6%	27.9%	30.5%	29.3%	28.9%	26.8%
P/E (x)	29.6x	20.4x	17.7x	17.3x	14.8x	13.3x
P/B (x)	7.7x	5.9x	5.1x	4.7x	3.9x	3.3x
Tổng tài sản (tỷ VND)	6,991	7,106	8,186	10,463	11,754	12,775
VCSH (tỷ VND)	1,997	1,865	2,067	2,448	2,933	3,498

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thị trường nội địa tiếp tục cải thiện

Bùi Ngọc Châu, chau.bn@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	76,800
Thị giá (24/06/26)	58,300
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	9,404
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	9,939
Tăng trưởng EPS (26F, %)	0.5
P/E (26F, x)	19.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	127,278
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	38.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	54,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	75,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.0	5.7	7.0
Tương đối	-11.8	-11.4	-43.8

Luận điểm đầu tư

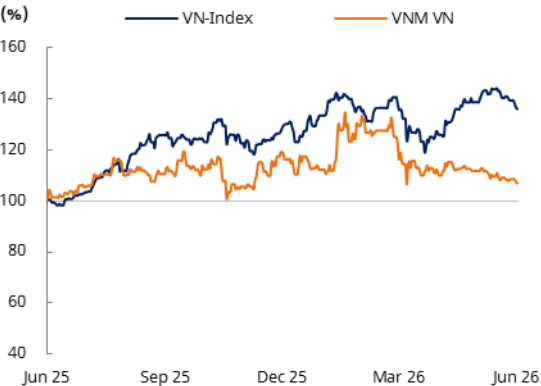
CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 130,000 con. VNM còn có hệ thống phân phối rộng khắp với hơn 200,000 điểm bán khắp cả nước, mang lại cho tập đoàn lợi thế cạnh tranh vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, những động thái thâm nhập thị trường nước ngoài gần đây của VNM thông qua các thương vụ M&A, liên doanh cũng có những tín hiệu tích cực. Chúng tôi tin rằng VNM là một khoản đầu tư tiềm năng, với vị thế là tập đoàn thống trị thị trường sữa Việt Nam.

Cập nhật HĐKD: Trong Q1/2026, hoạt động kinh doanh của VNM ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ ở cả thị trường trong và ngoài nước. Doanh thu của công ty tăng 24.6% CK lên 16,177.9 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu thuần từ thị trường trong nước đạt 12,079.8 tỷ đồng (+20.4% CK) và doanh thu thuần ở nước ngoài đạt 4,068.8 tỷ đồng (+39.1% CK). Biên lợi nhuận gộp trong nước tăng lên 42.9% (Q1 2025: 39.3%) nhờ tái cấu trúc kênh phân phối, sản phẩm mới và hoạt động tái định vị thương hiệu. Trong khi đó, biên lãi gộp thị trường nước ngoài thu hẹp xuống còn 41.9% (Q1 2025: 42.7%) do tỷ suất lợi nhuận gộp xuất khẩu giảm xuống còn 50.8% (Q1 2025: 59.1%). Lợi nhuận gộp Q1 của VNM đạt 6,895.9 tỷ đồng (+32.7% CK). Chi phí bán hàng tăng 17.5% CK do chi phí tiếp thị và vận chuyển cao hơn. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q1 của VNM lần lượt đạt 2,991.8 tỷ đồng (+54.7% CK) và 2,458.2 tỷ đồng (+54.9% CK).

Dự phóng 2026: Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa sẽ tăng trưởng 2.5% CK, chủ yếu nhờ việc tăng giá bán từ các sản phẩm tái tung, trong khi doanh thu từ thị trường nước ngoài kỳ vọng mức tăng trưởng 10% CK. Chúng tôi duy trì giả định giá sữa bột đầu vào trung bình ở mức 2,600 USD/tấn vì mức tăng đột biến gần đây có thể do yếu tố mùa vụ. Các giả định chi phí hầu hết không đổi. Do đó, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi hiện dự phóng doanh thu là 66,193 tỷ đồng (+3.9% CK) và lợi nhuận sau thuế là 9,499.5 tỷ đồng (+0.9% CK). Ngoài ra, dự kiến VNM sẽ tiếp tục chính sách cổ tức tiền mặt ở mức bình quân 4,000 đồng/cổ phiếu trong năm 2026.

Định giá: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF), với một số giả định chính: 1) tỷ lệ lợi nhuận yêu cầu là 11%; và 2) tỷ lệ tăng trưởng dài hạn sau năm 2036 là 2%. Do đó, chúng tôi giữ giá mục tiêu cho VNM ở mức 76,800 đồng với khuyến nghị Mua.

Rủi ro chính: Chúng tôi tin rằng những rủi ro chính đối với việc xếp hạng và định giá của chúng tôi bao gồm: 1) Sự thay đổi của kênh bán lẻ truyền thống do các quy định của nhà nước; 2) thay đổi giá đầu vào; và 3) những thay đổi trong kế hoạch M&A, đầu tư của VNM.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	60,479	61,824	63,724	66,193	68,900	71,778
LN HĐKD (tỷ đồng)	10,904	11,594	11,660	11,874	12,185	13,269
Biên LN HĐKD (%)	18	18.8	18.3	17.9	17.7	18.5
LN trước thuế (tỷ đồng)	10,968	11,600	11,650	11,874	12,185	13,269
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	8,874	9,392	9,410	9,404	9,651	10,509
EPS (VND)	3,796	4,022	4,028	4,050	4,156	4,526
ROE (%)	26.6	26.6	26.6	27.5	27.9	29.7
P/E (x)	17.8	15.8	19.1	19.0	18.5	17.0
P/B (x)	4.4	4.1	5.2	5.2	5.2	5.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	52,673	55,049	53,312	52,997	53,818	55,252
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	35,026	36,174	34,483	34,682	35,106	36,310

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Giữ nhịp tăng trưởng

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên, nguyen.nhb@miraeeasset.com.vn



(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	100,000
Thị giá (24/06/26)	76,500
Lợi nhuận kỳ vọng	31%

LNST (26F, tỷ đồng)	8,496
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.8
P/E (26F, x)	17.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	125,110
SL cổ phiếu (triệu)	1,468
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	58,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	94,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	8.8	11.4	40.8
Tương đối	-3.1	-5.8	-10.1

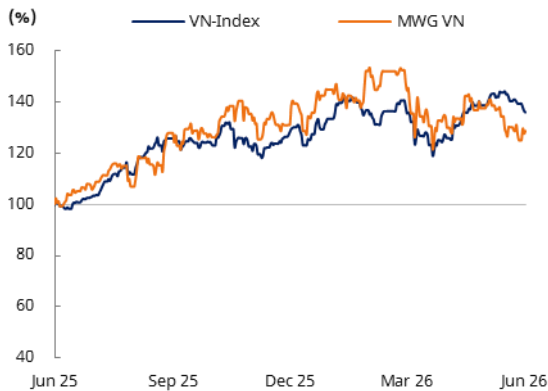
Điểm nhấn đầu tư

Các động lực tăng trưởng

- ĐMX đã đưa tỷ suất lợi nhuận về mức ổn định sau giai đoạn cơ cấu và đang thúc đẩy tăng trưởng doanh thu nhằm cải thiện hiệu quả vận hành và tốc độ gia tăng lợi nhuận. Kế hoạch đó đến nay vẫn đang theo đúng tiến độ với doanh thu liên tục mở rộng ở mức hai chữ số qua năm 2026 (DT 5T2026 +33% CK). Các động lực thúc đẩy chính trong năm nay đến từ việc gia tăng thị phần Apple cũng như đóng góp cao của nhãn hàng vào doanh số chung vẫn được duy trì. Bên cạnh đó, chương trình trả chậm cũng có vai trò đáng kể trong việc kích thích nhu cầu, theo cập nhập gần nhất, tỷ lệ KH mua hàng áp dụng chương trình mua trả chậm đạt 50%.
- Bách Hóa Xanh (BHX) tiếp tục tăng trưởng nhờ mở rộng mạng lưới (cửa hàng mở mới đạt 532/ mục tiêu +1000 cửa hàng trong 2026), với nhiều dự địa cải thiện hơn khi mức doanh thu/cửa hàng vẫn trong quá trình tối ưu. Về hiệu quả, các cửa hàng mở mới trong 2025 và 2026 đã ghi nhận lợi nhuận dương ở cấp cửa hàng, với tỷ suất lợi nhuận ròng toàn chuỗi duy trì ở mức 3% trong Q1/2026. Kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận 20% CK (tỷ suất LNR 3.3%) cho thấy cải thiện hiệu quả vẫn đang là trọng tâm của BHX.
- Về dài hạn, BHX với tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận cao hơn dự kiến sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận và định giá MWG. Diễn biến hoạt động trong 5T2026 nhìn chung bám sát kế hoạch tăng trưởng cao của MWG.

Dự phóng kết quả kinh doanh: Kỳ vọng MWG sẽ tiếp tục xu hướng cải thiện với ước tính tăng trưởng lợi nhuận ròng đạt CAGR 18.1% trong giai đoạn 2026-28F. Trong năm 2026, doanh thu và lợi nhuận ròng dự báo tăng lần lượt 18.3% và 20.8% CK, so với kế hoạch của doanh nghiệp là 18% và 30%.

Duy trì khuyến nghị Mua; GMT 100,000: MWG hiện giao dịch ở mức P/E mục tiêu 12 tháng là 17.2x, tương đương trung bình 5 năm, tương ứng CAGR LNST 18% giai đoạn 2026–28F (PEG: 0.95x). Trong các chu kỳ trước, định giá từng mở rộng lên vùng +2 độ lệch chuẩn trong các giai đoạn tăng trưởng mạnh, cho thấy vẫn còn dư địa tái định giá nếu đà tăng trưởng hiện tại được duy trì. Kế hoạch niêm yết cổ phần ĐMX có thể hỗ trợ định giá ngắn hạn. Chúng tôi ước tính mức giá IPO 80,000 đồng/CP ĐMX tương ứng với P/E dự phóng 2026 trước và sau phát hành là 13.2-14.3x, nhìn chung nằm trong khung giao dịch trung bình của các doanh nghiệp tham chiếu.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	118,280	134,341	155,928	184,471	222,465	272,806
LNHĐ (tỷ đồng)	328	4,032	7,003	9,743	11,231	13,212
Biên LNHĐ (%)	0.3	3.0	4.5	5.3	5.0	4.8
LNR (tỷ đồng)	168	3,722	7,034	8,496	9,789	11,518
EPS (VND)	115	2,547	4,790	5,786	6,666	7,844
ROE (%)	0.7	13.2	21.2	21.9	21.5	21.3
P/E (x)	872.3	39.3	20.9	17.3	15.0	12.7
P/B (x)	6.3	5.2	4.4	3.8	3.2	2.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	60,111	70,438	83,946	99,158	116,950	139,707
VCSH (tỷ đồng)	23,360	28,122	33,176	38,735	45,587	54,168

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		
* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo. * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai. * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.			

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toánvà khôngcó đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánhđối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung,không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịchchứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánhvà giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bánbất kỳ chứng khoánvào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trườnghoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thểtham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336