KQKD Q3/2026 duy trì tăng trưởng cao, tuy nhiên tập trung ở một số doanh nghiệp lớn

LNST-CĐTS toàn thị trường tăng 47.0% YoY trong Q3/2026, chủ yếu nhờ BĐS và hàng hóa, trong khi tăng trưởng ngoài Vingroup giảm còn 22.8% YoY. Chúng tôi dự báo lợi nhuận Q4/2026 tăng 8.6% YoY và giảm 7% QoQ, với mức tăng ngoài Vingroup chỉ đạt 4.5% YoY. P/E TTM ngoài Vingroup ở mức 9.1x, song lợi nhuận 4 quý gần nhất có đóng góp lớn từ các khoản thu nhập bất thường và điều kiện giá hàng hóa thuận lợi.

Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường giảm, P/E thấp chịu ảnh hưởng từ kết quả đột biến trong Q3

VIC, VHM, BSR, MSR và GAS đóng góp khoảng 68% mức tăng lợi nhuận toàn thị trường trong Q3/2026. Ngoài Vingroup, tăng trưởng giảm từ 35.2% YoY trong Q2 xuống 22.8% trong Q3, còn tỷ lệ doanh nghiệp có lợi nhuận cải thiện giảm từ 61.2% xuống 54.7%. Ngân hàng và thép tiếp tục tăng trưởng nhờ tín dụng và công suất HRC mới của HPG, trong khi mức tăng chung tập trung ở các doanh nghiệp có dự án bàn giao lớn hoặc giá hàng hóa thuận lợi.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS toàn thị trường tăng 8.6% YoY và giảm khoảng 7% QoQ trong Q4/2026. Ngân hàng, HPG và các chuỗi bán lẻ tiếp tục tăng lợi nhuận nhờ tín dụng, sản lượng HRC và doanh thu chuỗi cửa hàng. Lợi nhuận lọc dầu và khai khoáng giảm so với Q3 khi chênh lệch giá xăng thu hẹp và giá kim loại không còn tăng mạnh. GVR không lặp lại khoản bồi thường đất lớn, còn PNJ dự kiến ghi nhận 7,071 tỷ VND dự phòng thu đổi kim cương.

P/E TTM ngoài Vingroup ở mức 9.1x, ngang đáy tháng 11/2022, một phần do lợi nhuận 4 quý tăng mạnh từ chênh lệch giá lọc dầu tại BSR, giá kim loại cao tại MSR và khoản bồi thường đất của GVR. Crack spread xăng đã thu hẹp mạnh trong tháng 10, giá kim loại đi ngang và các khoản thu nhập bất thường không lặp lại khiến lợi nhuận nhóm hàng hóa dự báo giảm trong Q4. Do đó, P/E hiện tại đang phản ánh mức lợi nhuận Q3 cao hơn khả năng duy trì trong các quý tới.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng lợi nhuận Q4/2026 dự báo chậm lại ở hầu hết các ngành chính

Tăng trưởng LNST-CĐTS theo ngành, % YoY, Q3/2026 và Q4/2026F, và P/E TTM, x

Ngành	Q3/26	Q4/26F	P/E TTM
Toàn thị trường	**47.0%**	**8.6%**	**10.9x**
Toàn thị trường ngoại trừ Vingroup	**22.8%**	**4.5%**	**9.3x**
Ngân hàng	21.1%	10.4%	8.0x
BĐS	344.5%	6.0%	20.2x
Tài nguyên cơ bản	179.1%	139.9%	7.5x
Dầu khí	346.0%	85.0%	6.2x
Bán lẻ	80.2%	124.6%	9.7x
Dịch vụ tài chính	-44.9%	-18.1%	15.1x
Công nghệ thông tin	10.4%	10.0%	9.6x

Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research dự báo

Chuyên viên

Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@pinetree.vn

Người duyệt báo cáo

Vương Chí Tâm, CFA, FRM
tamvc@pinetree.vn

Tăng trưởng lợi nhuận Q3/2026 tập trung hơn Q2, độ rộng của thị trường thu hẹp

LNST-CĐTS toàn thị trường tăng 47.0% YoY trong Q3/2026, gần tương đương mức 49.1% của Q2 nhờ đóng góp lớn hơn từ Vingroup, trong khi tăng trưởng lợi nhuận của phần còn lại giảm. Nhóm Vingroup (VIC, VHM, VRE, VPL và VEF, sau đây gọi là Vingroup) chiếm 53.4% mức tăng lợi nhuận toàn thị trường so với 32.0% trong Q2/2026. Ngoài Vingroup, tăng trưởng giảm từ 35.2% YoY xuống 22.8% YoY, và chênh lệch giữa 2 mức tăng trưởng lên 24.2 điểm %, cao nhất từ Q3/2023. Tỷ lệ doanh nghiệp có lợi nhuận cải thiện giảm từ 61.2% trong Q2 xuống 54.7% trong Q3, phản ánh mức tăng lợi nhuận giảm ở phạm vi rộng hơn so với kết quả chung toàn thị trường.

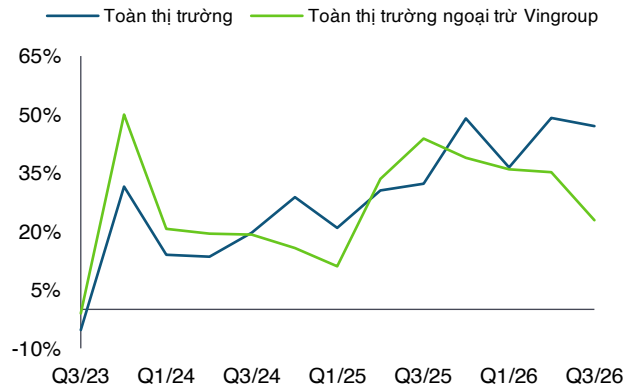
Ngoài Vingroup, tăng trưởng khối phi tài chính dựa nhiều vào BSR và HPG, 2 doanh nghiệp có chất lượng lợi nhuận khác nhau. Lợi nhuận khối phi tài chính tăng 87.5% YoY trong Q3/2026, cao hơn mức 71.7% YoY của Q2, chủ yếu nhờ các khoản ghi nhận lớn tại BĐS. Phần ngoài Vingroup giảm tốc từ 45.5% YoY xuống 38.4% YoY, trong đó BSR và HPG đóng góp gần 44% mức tăng. Lợi nhuận BSR tăng nhờ chênh lệch giá lọc dầu, khi biên lợi nhuận gộp tăng từ 2.9% lên 16.2% với sản lượng bán chỉ tăng 5% YoY. HPG tăng lợi nhuận nhờ cả sản lượng HRC tăng 64% YoY từ công suất mới và lợi nhuận trên mỗi tấn cải thiện. Chúng tôi đánh giá phần đến từ sản lượng của HPG duy trì tốt hơn chênh lệch giá của BSR, vốn thay đổi theo cung cầu sản phẩm lọc dầu trong khu vực.

Khối tài chính chậm lại do chứng khoán, ngân hàng duy trì tăng trưởng nhờ quy mô tín dụng

Mức giảm tốc của khối tài chính đến chủ yếu từ ngành chứng khoán, với ngân hàng chỉ chậm lại nhẹ do tăng chi phí dự phòng. LNST-CĐTS khối tài chính tăng 9.6% YoY trong Q3/2026, chậm lại từ 25.6% YoY của Q2, khi lợi nhuận dịch vụ tài chính chuyển từ tăng 37.1% YoY sang giảm 44.9% YoY. VIX và VPX chiếm khoảng 54% mức giảm của nhóm này do kết quả tự doanh giảm và thanh khoản thị trường thấp. Lợi nhuận 28 ngân hàng vẫn tăng 21.1% YoY, chậm lại từ 24.5% YoY của Q2, do chi phí dự phòng tăng 33.4% YoY, nhanh hơn mức tăng 20.3% YoY của thu nhập lãi thuần.

Biểu đồ 2: Tăng trưởng lợi nhuận ngoài Vingroup giảm 12.4 điểm % xuống 22.8% trong Q3/2026

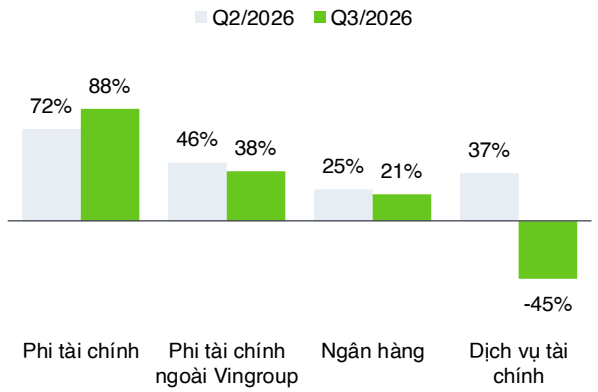
Tăng trưởng LNST-CĐTS toàn thị trường và ngoài Vingroup theo quý, % YoY, Q3/2023-Q3/2026



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Biểu đồ 3: Dịch vụ tài chính chuyển từ tăng 37.1% sang giảm 44.9% YoY trong Q3/2026

So sánh tăng trưởng LNST-CĐTS theo nhóm doanh nghiệp giữa Q2/2026 và Q3/2026, % YoY



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Ngoài 10 doanh nghiệp đóng góp lớn nhất, lợi nhuận toàn thị trường chỉ tăng 8.2% YoY

Tăng trưởng lợi nhuận Q3/2026 tập trung ở một số doanh nghiệp lớn, với mức cải thiện ở phần lớn doanh nghiệp còn lại hạn chế. 10 doanh nghiệp đóng góp lợi nhuận tăng thêm lớn nhất chiếm 86.0% tổng mức tăng của toàn thị trường, và lợi nhuận của phần còn lại tăng 8.2% YoY. Chỉ 54.7% doanh nghiệp có lợi nhuận cải

thiện. Trong nhóm doanh nghiệp có lãi ở Q3/2025, tăng trưởng trung vị đạt 1.0% YoY, tức một nửa số doanh nghiệp thuộc nhóm này ghi nhận mức tăng lợi nhuận không vượt quá 1.0%. Mức tăng 47.0% YoY của Q3 chủ yếu phản ánh kết quả của nhóm doanh nghiệp có dự án đến kỳ bàn giao, công suất mới hoặc giá bán thuận lợi.

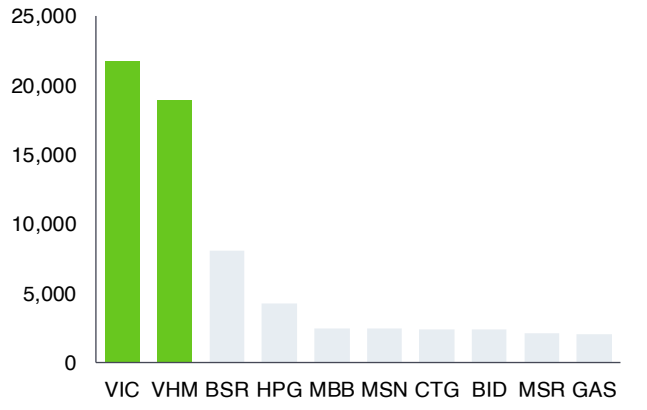
Kết quả của BĐS, hóa chất và xây dựng thay đổi mạnh khi loại NVL, GVR và VCG

Một số doanh nghiệp có khoản ghi nhận lớn chi phối tăng trưởng Q3/2026 của BĐS, hóa chất và xây dựng (Biểu đồ 5). BĐS tăng mạnh dù 38.5% doanh nghiệp trong ngành cải thiện lợi nhuận. NVL chuyển từ lỗ 878 tỷ VND cùng kỳ sang lãi 1,119 tỷ VND, khiến lợi nhuận phần còn lại của ngành chuyển từ giảm sang tăng YoY. Hóa chất gần như đi ngang khi loại GVR, doanh nghiệp ghi nhận khoản bồi thường đất lớn trong Q3. Xây dựng và vật liệu giảm YoY chủ yếu do VCG không còn khoản lãi chuyển nhượng vốn như Q3/2025, và ngành vẫn tăng YoY khi loại VCG. Mức tăng trưởng khi loại các doanh nghiệp này phản ánh sát hơn diễn biến của phần lớn doanh nghiệp trong 3 ngành.

Bàn giao dự án, thu nhập bất thường và giá hàng hóa tạo ra gần 80% lợi nhuận tăng thêm của 10 doanh nghiệp đóng góp lớn nhất. Trong 66,831 tỷ VND lợi nhuận tăng thêm của nhóm này, VIC và VHM chiếm 40,676 tỷ VND từ bàn giao dự án và thu nhập bất thường. BSR, MSR và GAS chiếm 12,231 tỷ VND nhờ chênh lệch giá sản phẩm. Thu nhập bất thường và chênh lệch giá hàng hóa làm lợi nhuận tăng mạnh trong 1 quý dù sản lượng không tăng tương ứng. Lợi nhuận bàn giao kéo dài nhiều quý ở chủ đầu tư có lượng hợp đồng đã bán lớn, và biến động theo tiến độ bàn giao của từng dự án. Phần đến từ quy mô hoạt động, gồm tăng trưởng dư nợ tại MBB, CTG, BID và công suất thép mới tại HPG, đạt 11,462 tỷ VND, tương đương khoảng 17% mức tăng của nhóm.

Biểu đồ 4: VIC và VHM chiếm hơn 50% mức tăng lợi nhuận toàn thị trường

Đóng góp vào mức tăng LNST-CĐTS toàn thị trường theo doanh nghiệp, tỷ VND, Q3/2026



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Biểu đồ 5: Tăng trưởng của 4 ngành thay đổi mạnh khi loại 1-2 doanh nghiệp lớn

Tăng trưởng LNST-CĐTS Q3/2026 của một số ngành khi loại doanh nghiệp lớn, % YoY

Ngành	LNST-CĐTS Q3/2026, % YoY
BĐS	344.5%
BĐS loại Vingroup	23.4%
BĐS loại Vingroup, NVL	-8.9%
Hóa chất	29.8%
Hóa chất loại GVR	-0.1%
Xây dựng & vật liệu	-36.5%
Xây dựng & vật liệu loại VCG	8.0%
Dầu khí	346.0%
Dầu khí loại BSR	57.3%

Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Biểu đồ 6: Tăng trưởng lợi nhuận Q4/2026 dự báo chậm lại ở 12/19 ngành

Tăng trưởng LNST-CĐTS theo ngành và toàn thị trường, % YoY, Q1/2025-Q4/2026F

Ng¨nh	DN L'« c¹ng bL BCTC	% LNST 2025 L'« b§o c§o	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Q4/26F	2026F	Gi§ YTD	P/E TTM
Ng©n h¨ng	28/28	100.0%	14.6%	18.1%	25.2%	20.9%	13.5%	24.5%	21.1%	10.4%	17.3%	-4.0%	8.0x
BnS	97/130	99.5%	134.8%	105.7%	-40.1%	172.3%	32.8%	239.7%	344.5%	6.0%	80.7%	28.0%	20.2x
H¨ng & DV c¹ng nghiÊp	138/253	96.4%	4.2%	-4.7%	49.3%	5.5%	27.5%	39.8%	-12.9%	-5.6%	8.3%	-5.0%	11.3x
ThÐc phÈm & L'L uL'ng	96/147	96.6%	1.7%	14.4%	10.8%	37.4%	54.8%	28.9%	30.0%	1.8%	25.1%	-11.0%	11.1x
nµ n, n¸ Mc & kh² L'L't	107/142	98.6%	40.2%	56.9%	10.9%	60.9%	36.0%	48.5%	58.6%	31.5%	43.5%	5.0%	8.8x
DÞch vÔt¨ i ch²nh	46/48	99.9%	3.7%	35.1%	181.0%	99.3%	25.9%	37.1%	-44.9%	-18.1%	-8.3%	-16.0%	15.1x
T¨ i nguy°n c¬ bÈn	69/106	97.8%	23.2%	28.8%	92.5%	30.3%	166.0%	82.0%	179.1%	139.9%	142.1%	29.0%	7.5x
X©y dRng & vËt liÖu	164/311	86.2%	-2.9%	24.0%	180.9%	55.0%	24.2%	19.5%	-36.5%	-25.0%	-15.0%	-12.0%	9.4x
H· a chÊt	51/69	99.5%	40.7%	42.0%	67.4%	-37.3%	56.2%	53.3%	29.8%	20.0%	41.4%	9.0%	10.2x
DÖu kh²	10/12	100.0%	-57.5%	28.3%	n/m	269.5%	605.0%	251.1%	346.0%	85.0%	236.3%	44.0%	6.2x
Vi¸n th¹ng	5/9	100.0%	-61.6%	105.2%	404.2%	7.0%	258.9%	39.7%	-15.6%	-18.0%	13.7%	9.0%	19.0x
C¹ng nghÖ th¹ng tin	17/28	98.9%	40.7%	19.7%	21.2%	14.5%	0.4%	17.8%	10.4%	10.0%	9.4%	-39.0%	9.6x
Du lÞch & giØi tr²	25/48	99.4%	-41.6%	103.6%	-33.9%	30.0%	65.7%	-82.0%	-1.9%	-87.6%	-16.9%	-11.0%	26.0x
B§n lÎ	20/28	99.3%	73.4%	44.2%	85.1%	133.5%	66.6%	103.4%	80.2%	124.6%	92.2%	-2.0%	9.7x
H¨ng c§ nh©n & gia dông	40/72	95.8%	23.2%	24.0%	29.2%	49.2%	43.4%	-18.1%	-20.9%	n/m	-96.4%	-17.0%	5.3x
BØo hiÓm	12/13	99.8%	5.3%	18.6%	132.8%	-14.3%	21.0%	20.6%	0.9%	36.6%	18.6%	7.0%	13.0x
Ø t¹ v¨ phÈt½ng	13/18	90.1%	-29.1%	1281.9%	491.8%	44.7%	58.2%	-88.3%	-10.1%	15.0%	-67.8%	-6.0%	15.7x
Y tÕ	36/65	96.7%	-2.1%	-16.1%	-3.4%	13.5%	7.7%	17.5%	-11.9%	-29.5%	-6.3%	-14.0%	13.1x
TruyÒn th¹ng	17/33	81.1%	-16.0%	n/m	-21.9%	n/m	200.6%	189.3%	285.8%	n/m	351.4%	-17.0%	16.4x
To¨n thÞtr¦ Ñng (TT)	**991/1560**	**98.7%**	**20.8%**	**30.6%**	**32.2%**	**48.9%**	**36.5%**	**49.1%**	**47.0%**	**8.6%**	**33.4%**	**7.0%**	**10.9x**
To¨n TT ngo¨i Vingroup	**986/1555**	**98.5%**	**11.0%**	**33.4%**	**43.9%**	**39.0%**	**35.8%**	**35.2%**	**22.8%**	**4.5%**	**23.3%**	**-1.0%**	**9.3x**
T¨ i ch²nh (TC)	**86/89**	**100.0%**	**13.4%**	**19.5%**	**39.5%**	**25.2%**	**14.6%**	**25.6%**	**9.6%**	**7.9%**	**14.4%**	**-5.6%**	**8.8x**
Phi TC	**905/1471**	**97.5%**	**28.8%**	**43.7%**	**25.2%**	**72.0%**	**56.8%**	**71.7%**	**87.5%**	**9.2%**	**50.3%**	**13.0%**	**13.0x**
Phi TC ngo¨i Vingroup	**900/1466**	**96.9%**	**7.8%**	**52.7%**	**49.3%**	**56.2%**	**65.1%**	**45.5%**	**38.4%**	**1.2%**	**33.3%**	**2.0%**	**10.1x**

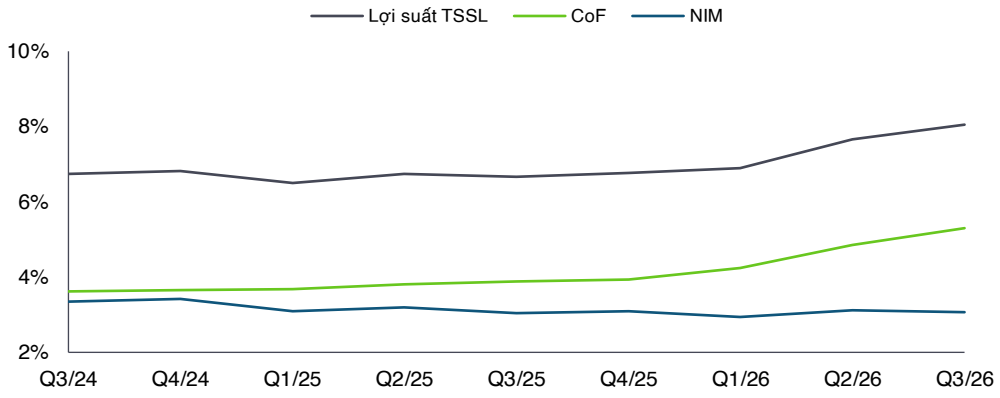
Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research tính toán và dự báo. % LNST 2025 đã báo cáo là tỷ trọng LNST-CĐTS năm 2025 của các doanh nghiệp đã công bố BCTC Q3/2026 trong tổng LNST-CĐTS năm 2025 của ngành. n/m là tỷ lệ tăng trưởng không có ý nghĩa so sánh do lợi nhuận kỳ gốc âm, chuyển từ lãi sang lỗ hoặc mức biến động vượt 300%

Lợi nhuận ngân hàng tăng nhờ quy mô dư nợ trong khi áp lực từ NIM thu hẹp và chi phí dự phòng cao khiến tăng trưởng LNST Q4/2026 chậm lại

Lợi nhuận ngân hàng Q3/2026 tăng nhờ mở rộng dư nợ trên mặt bằng lãi suất cao, và phần tăng thêm chưa phản ánh đủ chi phí rủi ro đi kèm. Thu nhập lãi thuần của 28 ngân hàng niêm yết tăng 20.3% YoY, gần như toàn bộ nhờ tài sản sinh lãi bình quân tăng khoảng 18% YoY theo ước tính của chúng tôi, khi NIM chỉ tăng 5 điểm cơ bản. Lãi thuần dịch vụ tăng 76.7% YoY giúp lợi nhuận trước dự phòng tăng 24.9% YoY. Chúng tôi cho rằng mức tăng này nhiều khả năng gồm cả yếu tố kỳ gốc và các khoản phí không thường xuyên, và khó trở thành nguồn tăng trưởng ổn định trong các quý tới. Chi phí dự phòng tăng 33.4% YoY và 16.6% QoQ, khiến LNTT giảm 4.1% QoQ. Dù vậy, tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn giảm từ 78.3% xuống 74.2%, tức dự phòng tăng chậm hơn nợ xấu. Lợi nhuận Q3 sẽ thấp hơn mức đã công bố khi ngân hàng duy trì mức bao phủ như Q2.

Biểu đồ 7: Chi phí vốn tăng nhanh hơn lợi suất tài sản so với cùng kỳ trong 5 quý liên tiếp

Lợi suất tài sản sinh lãi, chi phí vốn (CoF) và NIM của 28 ngân hàng niêm yết quy đổi theo năm, %, Q3/2024-Q3/2026



Nguồn: BCTC các ngân hàng, Pinetree Research

Các ngân hàng mở rộng NIM mạnh nhất trong giai đoạn lãi suất tăng cũng là nhóm chịu tác động trực tiếp nhất khi lãi suất cho vay giảm từ tháng 10. NIM bình quân gần như đi ngang do lợi suất và chi phí vốn cùng tăng khoảng 140 điểm cơ bản YoY (Biểu đồ 7), trong khi CTG và VCB mở rộng NIM 42 và 54 điểm cơ bản YoY. Chúng tôi cho rằng 2 ngân hàng này tăng lợi suất cho vay nhanh hơn chi phí vốn nhờ lợi thế nguồn vốn của nhóm quốc doanh. Nhóm quốc doanh cũng thường thực hiện yêu cầu giảm lãi suất của NHNN sớm và trên phạm vi rộng hơn, khiến phần NIM tăng thêm của Q3 dễ đảo chiều nhất. VCB có LNTT đi ngang dù NIM tăng mạnh nhất nhóm, nhiều khả năng do ngân hàng trích lập thận trọng để tăng bộ đệm dự phòng. MBB tăng LNTT 42.5% YoY gần như hoàn toàn nhờ tín dụng tăng 38.3% YoY với NIM đi ngang, khiến lợi nhuận của ngân hàng này nhạy với tốc độ tăng tín dụng hơn với NIM.

Biểu đồ 8: Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng LNTT khác biệt lớn giữa các ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng, NIM và tăng trưởng LNTT của MBB, CTG, VCB và ACB, % và điểm cơ bản, Q3/2026

Ngân hàng	Tín dụng Q3/26	NIM Q3/25	NIM Q3/26	YoY (đcb)	LNTT Q3/26
MBB	38.3%	4.1%	4.2%	+4	42.5%
CTG	7.6%	2.6%	3.0%	+42	29.0%
VCB	11.4%	2.6%	3.2%	+54	-0.2%
ACB	14.4%	3.2%	3.1%	-6	9.2%

Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

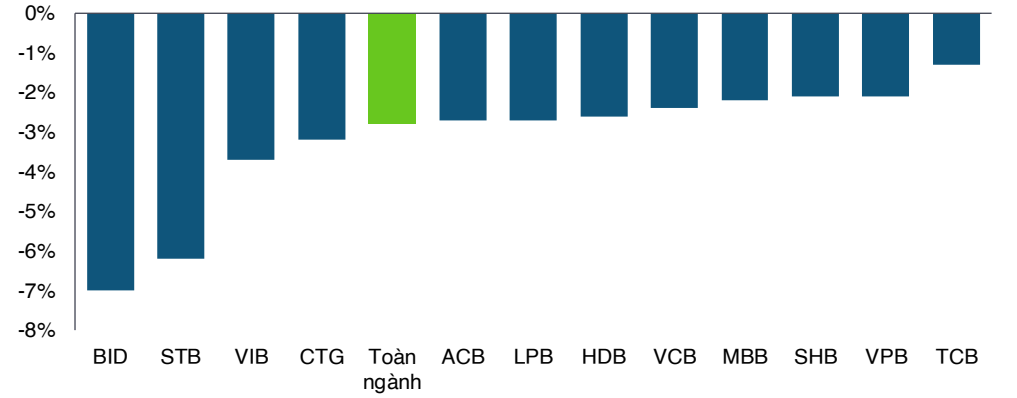
Chúng tôi cho rằng NIM của các ngân hàng sẽ giảm trong Q4 do ngân hàng đã huy động vốn ở lãi suất cao ngay trước khi lãi suất cho vay đảo chiều. Tiền gửi khách hàng tăng 4.9% QoQ trong Q3, nhanh hơn mức tăng 3.3% QoQ của dư nợ, trong khi CASA giảm còn 20.3%. Nhiều khả năng các ngân hàng chủ động tăng huy động có kỳ hạn để chuẩn bị nguồn vốn cho tăng trưởng tín dụng cuối năm, và phần vốn này tiếp tục phát sinh chi phí cao trong các quý tới. Chi phí vốn đã tăng nhanh hơn lợi suất trong Q3, với 45 so với 39 điểm cơ bản QoQ.

Từ tháng 10, NHNN yêu cầu giảm 1.5-2 điểm % lãi suất cho vay sản xuất, kinh doanh và lĩnh vực ưu tiên, đồng thời giảm tối thiểu 0.5 điểm % lãi suất huy động bình quân đối với giao dịch mới kỳ hạn từ 6 tháng trở lên. Chúng tôi kỳ vọng mức giảm lãi suất cho vay tác động sớm đến khoản giải ngân mới và dư nợ hiện hữu được điều chỉnh lãi suất, đặc biệt tại nhóm ngân hàng quốc doanh triển khai chính sách trên phạm vi rộng. Trong khi đó, lãi suất huy động thấp hơn chỉ làm giảm chi phí của nguồn vốn mới và các khoản tiền gửi đến hạn tái tục. Lãi suất chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn 1 năm

vẫn ở mức 8.28% tại ngày 30/10, dù các ngân hàng quốc doanh đã giảm lãi suất tiền gửi niêm yết, phản ánh chi phí huy động vốn kỳ hạn chưa giảm tương ứng. Chúng tôi dự báo NIM tiếp tục thu hẹp trong Q4, với mức giảm lớn hơn tại nhóm ngân hàng có tỷ trọng dư nợ thuộc phạm vi điều chỉnh lãi suất cao và nguồn vốn huy động có kỳ hạn lớn. Các ngân hàng duy trì CASA cao chịu áp lực thấp hơn nhờ chi phí vốn bình quân ổn định hơn.

Biểu đồ 9: BID và STB có độ nhạy lợi nhuận lớn nhất trước biến động lợi suất cho vay

Ước tính tác động của giảm 10 điểm cơ bản lợi suất cho vay toàn danh mục tới LNTT năm 2027F theo ngân hàng, %



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Thu nhập ngoài lãi và chi phí hoạt động khó bù đắp cho NIM giảm, khiến lợi nhuận trước dự phòng Q4 tăng chậm hơn Q3. Dư nợ mở rộng vẫn giúp thu nhập lãi thuần tăng, với tốc độ thấp hơn tăng trưởng tín dụng. Theo ước tính của chúng tôi, BID và STB có LNTT 2027F nhạy nhất với lợi suất cho vay (Biểu đồ 9). Kết quả này phù hợp với tỷ trọng cho vay sản xuất lớn và nguồn vốn kỳ hạn dài của 2 ngân hàng, và ngân hàng có CASA cao chịu tác động thấp hơn. Lãi thuần dịch vụ đã tăng 76.7% YoY trong Q3, gần gấp 4 lần thu nhập lãi thuần, và chúng tôi không giả định tốc độ này lặp lại. CIR tăng từ 29.2% lên 29.7% trong Q3 dù thu nhập tăng nhanh, tức chi phí hoạt động tăng nhanh hơn thu nhập.

Thông tư 50/2026/TT-NHNN có hiệu lực từ 01/12/2026, bổ sung yêu cầu quản lý thanh khoản theo LCR và NSFR, đồng thời thay đổi cách tính LDR đối với các ngân hàng bắt đầu áp dụng 2 tỷ lệ mới. Theo quy định, LDR tối đa tăng từ 85% lên 95% với công thức tính mới, trong khi ngân hàng đạt tối thiểu 100% ở cả LCR và NSFR được miễn giới hạn LDR. Các ngân hàng được đăng ký áp dụng sớm trước thời điểm bắt buộc 01/10/2028, sau khi đáp ứng điều kiện tuân thủ và có báo cáo đánh giá của kiểm toán độc lập. Chúng tôi đánh giá thông tư chưa ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận Q4/2026, còn tác động từ năm 2027 chủ yếu nằm ở khả năng sử dụng nguồn vốn hiện hữu và chi phí huy động của từng ngân hàng. Nhóm có cơ cấu nguồn vốn ổn định được mở rộng dư địa sử dụng vốn khi đáp ứng quy định mới, trong khi các ngân hàng dựa nhiều vào huy động ngắn hạn phải tăng nguồn vốn ổn định để đáp ứng NSFR, làm hạn chế mức giảm chi phí vốn. Như vậy, lợi thế CASA và cơ cấu kỳ hạn huy động tiếp tục ảnh hưởng đến khả năng duy trì NIM của các ngân hàng trong những năm tới.

Biểu đồ 10: Tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng nhanh hơn tỷ lệ nợ xấu, bao phủ nợ xấu giảm xuống 74.2%

Tỷ lệ nợ xấu, nợ nhóm 2, bao phủ nợ xấu và CASA của 28 ngân hàng, %, Q1/2025-Q3/2026

Chỉ tiêu	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Thay đổi QoQ
Tỷ lệ nợ xấu	2.16%	2.05%	2.02%	1.87%	2.00%	2.02%	2.11%	+9 điểm cơ bản
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.61%	1.25%	1.36%	1.16%	1.23%	1.37%	1.57%	+20 điểm cơ bản
Bao phủ nợ xấu	80.0%	79.4%	83.6%	82.3%	79.4%	78.3%	74.2%	-4.1 điểm %
CASA	20.9%	22.0%	21.7%	22.2%	20.6%	20.8%	20.3%	-0.5 điểm %

Nguồn: BCTC các ngân hàng, Pinetree Research

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS của 28 ngân hàng niêm yết tăng 10.4% YoY trong Q4/2026, thấp hơn mức 21.1% của Q3, với quy mô dư nợ là nguồn tăng trưởng chính còn lại. Chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng sẽ tăng chậm hơn Q3 và duy trì ở mức cao, tương ứng với tốc độ hình thành nợ xấu, dù các ngân hàng thường điều chỉnh trích lập vào quý cuối năm để đạt kế hoạch. Nợ xấu hình thành mới đạt 70,421 tỷ VND trong Q3, gấp 2.5 lần cùng kỳ, và nợ nhóm 3 tăng 52.9% QoQ. Chúng tôi cho rằng diễn biến này có liên hệ với mặt bằng lãi suất cho vay tăng trong năm 2026, khi lợi suất tài sản sinh lãi của 28 ngân hàng tăng từ 6.66% lên 8.05% YoY, làm tăng áp lực trả lãi của doanh nghiệp và hộ vay. Bao phủ nợ xấu đang ở mức 74.2%, thấp nhất từ Q1/2025, và mỗi khoản giảm trích lập để hỗ trợ lợi nhuận sẽ làm bao phủ giảm thêm. Dự báo có rủi ro tăng khi lãi suất cho vay giảm từ tháng 10 làm nợ xấu hình thành mới chậm lại sớm hơn giả định, và có rủi ro giảm khi lợi suất cho vay giảm nhanh hơn chi phí huy động thực tế.

Lợi nhuận ngành BĐS đến từ doanh số đã bán ở số ít chủ đầu tư, chưa phản ánh sức mua hiện tại của toàn thị trường BĐS

LNST-CĐTS ngành BĐS tăng 344.5% YoY trong Q3/2026, chủ yếu nhờ tiến độ bàn giao tại một vài chủ đầu tư quy mô lớn. Riêng BĐS dân cư tăng 699.7% YoY dù chỉ 37.9% doanh nghiệp trong nhóm cải thiện lợi nhuận. Doanh thu nhà ở được ghi nhận khi bàn giao, thường sau 2-3 năm kể từ khi mở bán, nên kết quả Q3 chủ yếu phản ánh doanh số bán hàng từ những năm trước. Khi loại Vingroup và NVL, lợi nhuận BĐS giảm 8.9% YoY (Biểu đồ 11), tương ứng với tình trạng ít sản phẩm đến hạn bàn giao tại phần lớn chủ đầu tư còn lại.

Biểu đồ 11: Chỉ 38.5% doanh nghiệp BĐS cải thiện lợi nhuận dù ngành tăng 344.5% YoY

Tăng trưởng LNST-CĐTS và tỷ lệ doanh nghiệp có lợi nhuận cải thiện theo nhóm BĐS, %, Q3/2026

Phạm vi	LNST-CĐTS Q3/2026 (% YoY)	% DN có lợi nhuận cải thiện
Toàn ngành	+344.5%	38.5%
Ngoài Vingroup	+23.4%	35.9%
Ngoài Vingroup và NVL	-8.9%	35.2%
BĐS dân cư	+699.7%	37.9%
BĐS khu công nghiệp	+9.0%	48.0%

Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Chủ đầu tư có nhiều sản phẩm đã bán chờ bàn giao có lợi thế về doanh thu Q4, khi giao dịch tại các dự án mới mở bán giảm mạnh trong Q3. Theo Savills, TP.HCM có 5,800 căn hộ sơ cấp chào bán trong Q3/2026 và bán được khoảng 1,400 căn, tương ứng tỷ lệ hấp thụ 25%. Tại Hà Nội, nguồn cung mới giảm 42% QoQ và 51% YoY còn 3,100 căn. Lượng căn hộ bán ra giảm 26% QoQ và 48% YoY xuống khoảng 3,800 căn, trong khi giá chào bán sơ cấp vẫn cao hơn cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng chi phí vay mua nhà là nguyên nhân chính khiến giao dịch giảm. Lãi suất vay mua nhà ưu đãi trong 12 tháng đầu phổ biến ở mức 8.5-11.5%/năm và có thể lên 13-15%/năm sau thời gian ưu đãi, theo khảo sát của chúng tôi . Doanh số mới cũng chỉ

chuyển thành doanh thu khi dự án đủ điều kiện bàn giao, khiến chủ đầu tư mới mở bán khó ghi nhận lợi nhuận tương ứng trong quý cuối năm.

Lợi nhuận BĐS nhà ở hiện chủ yếu phản ánh doanh số bán hàng từ các năm trước, trong khi giao dịch mới giảm mạnh trong năm 2026 sẽ ảnh hưởng đến nguồn doanh thu bàn giao các năm tới. VHM duy trì lợi nhuận trên 20,000 tỷ VND trong 3 quý liên tiếp, với 185,600 tỷ VND hợp đồng chưa ghi nhận doanh thu tiếp tục bảo đảm nguồn bàn giao trong ngắn hạn. Chúng tôi dự báo doanh số bán mới của VHM vẫn tăng YoY, dù tốc độ tăng sẽ giảm khi giao dịch tại Hà Nội và TP.HCM suy yếu. Đối với NLG, DXG và PDR, lợi nhuận Q3 giảm 83.6-96.7% YoY do ít sản phẩm bàn giao, trong khi triển vọng các năm tới chịu sức ép từ lãi suất vay mua nhà cao và sức mua yếu tại thị trường phía Nam, nơi tỷ lệ hấp thụ căn hộ chỉ đạt 25% trong Q3 theo Savills. Các dự án mới mở bán vì vậy khó tạo ra mức phục hồi lợi nhuận mạnh trong những năm tới. Riêng NVL đã có lãi trở lại, song dòng tiền kinh doanh 9T/2026 vẫn âm 5,364 tỷ VND. Với nghĩa vụ nợ lớn, tiến độ thu tiền từ khách hàng tiếp tục là rủi ro chính đối với thanh khoản của doanh nghiệp.

Lợi nhuận BĐS khu công nghiệp tăng 9.0% YoY trong Q3/2026, với mức cải thiện phân bổ đồng đều hơn BĐS dân cư. KBC tăng lợi nhuận 196.6% YoY nhờ diện tích bàn giao lớn hơn, BCM tăng 35.5% YoY và SIP giảm 5.9% YoY. Bên cạnh tiến độ bàn giao, kết quả kinh doanh còn chịu ảnh hưởng từ việc thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu theo Thông tư 99/2025/TT-BTC. Từ năm 2026, khoản tiền thuê đất trả trước nhiều kỳ được phân bổ theo thời hạn thuê đối với các hợp đồng có bản chất cho thuê, thay cho cơ chế cho phép ghi nhận một lần khi đáp ứng điều kiện trước đây. Việc áp dụng giữa các doanh nghiệp chưa đồng nhất, trong đó SZC đã chuyển sang phân bổ, còn KBC và IDC vẫn ghi nhận một lần trong H1/2026. Sự khác biệt này khiến tăng trưởng lợi nhuận kế toán chưa phản ánh đầy đủ tiến độ cho thuê và dòng tiền của từng doanh nghiệp.

Trong Q4, chúng tôi kỳ vọng các hợp đồng đã ký từ trước tiếp tục đóng góp vào lợi nhuận, với KBC là một trong những doanh nghiệp có khả năng ghi nhận doanh thu lớn khi hoàn tất bàn giao đất. KBC đã công bố kế hoạch bàn giao khoảng 170 ha đất trước cuối năm, song tiến độ giải phóng mặt bằng có thể khiến một phần diện tích chuyển sang năm 2027. Nhóm ghi nhận doanh thu một lần có lợi nhuận biến động mạnh theo tiến độ bàn giao, trong khi các doanh nghiệp phân bổ doanh thu theo thời hạn thuê và có nguồn thu thường xuyên từ điện, nước, nhà xưởng duy trì kết quả ổn định hơn. Nhu cầu thuê đất mới tiếp tục gắn với dòng vốn FDI và chính sách thuế quan của Mỹ, với tác động đến lợi nhuận xuất hiện sau thời gian triển khai dự án và bàn giao đất.

Biểu đồ 12: VIC và VHM dự báo chiếm 78% lợi nhuận BĐS Q4/2026, các doanh nghiệp còn lại giảm 39.4% YoY

LNST-CĐTS BĐS theo VIC-VHM và các doanh nghiệp còn lại, tỷ VND và % YoY, Q4/2025-Q4/2026F

Nhóm đóng góp	Q4/2025 (tỷ VND)	Q4/2026F (tỷ VND)	YoY
VIC & VHM	32,186	43,225	+34.3%
Các doanh nghiệp còn lại	20,064	12,160	-39.4%
Toàn ngành	**52,250**	**55,385**	**+6.0%**

Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS BĐS đạt 55,385 tỷ VND trong Q4/2026, tăng khoảng 6% YoY, trong đó VIC và VHM đóng góp 43,225 tỷ VND, tương đương 78% lợi nhuận ngành. LNST-CĐTS của VHM dự báo đạt 21,989 tỷ VND, giảm khoảng 5% QoQ, dựa trên các dự án đến hạn bàn giao và lượng hợp đồng chưa ghi nhận doanh thu cuối Q3. Cơ cấu dự án bàn giao và phần lợi nhuận chia cho đối tác ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả quý của VHM. Lợi nhuận VIC dự báo đạt 21,236 tỷ VND, thấp hơn Q3 khoảng 5%. Lợi nhuận Q3 của VIC gồm gần 9,800 tỷ VND thu

nhập từ tài trợ và chuyển nhượng công ty con. Mức dự báo Q4 vì thế hàm ý lợi nhuận từ bàn giao BĐS và các công ty con khác bù đắp gần hết khoản thu nhập bất thường này, và đây là giả định có rủi ro giảm lớn nhất trong dự báo ngành.

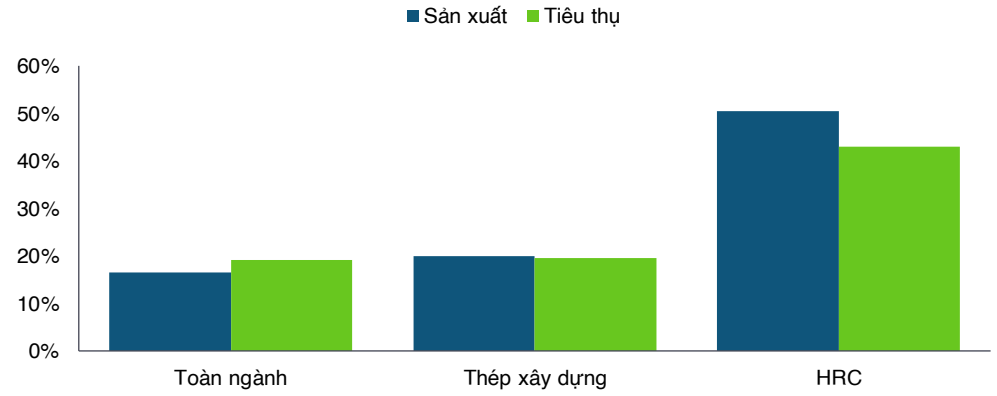
Chúng tôi dự báo các doanh nghiệp BĐS còn lại đạt khoảng 12,160 tỷ VND LNST-CĐTS trong Q4/2026, giảm 39.4% YoY từ mức cao của Q4/2025. Mức giảm chủ yếu đến từ lượng sản phẩm bàn giao của nhóm BĐS dân cư ngoài VIC và VHM thấp hơn cùng kỳ, nhất quán với kết quả của NLG, DXG và PDR trong Q3. Doanh số từ các dự án mới mở bán chỉ chuyển thành lợi nhuận khi đủ điều kiện bàn giao, nên chưa đóng góp đáng kể vào Q4. Ngược lại, chúng tôi kỳ vọng nhóm KCN có kết quả tích cực hơn nhờ các hợp đồng thuê đất đã ký đến kỳ bàn giao, dù phương pháp ghi nhận doanh thu tiếp tục tạo ra khác biệt lớn giữa các doanh nghiệp.

Công suất HRC tiếp tục đóng góp vào tăng trưởng, trong khi lợi nhuận của các DN thép chịu sức ép từ chi phí đầu vào

LNST-CĐTS ngành tài nguyên cơ bản tăng 179.1% YoY trong Q3/2026, với tăng trưởng của nhóm thép chủ yếu đến từ sản lượng và nhóm khai khoáng từ giá kim loại. Trong đó, HPG là doanh nghiệp đóng góp chính vào tăng trưởng lợi nhuận nhóm thép nhờ công suất HRC mới tại Dung Quất 2, trong khi lợi nhuận khai khoáng được cải thiện nhờ giá vonfram và các kim loại màu tăng mạnh. Sự khác biệt này ảnh hưởng trực tiếp đến triển vọng Q4 khi công suất HRC tiếp tục đóng góp vào sản lượng, còn lợi nhuận khai khoáng dự báo giảm so với Q3 do giá kim loại không tiếp tục tăng mạnh. Đối với thép, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiếp tục tăng, với mức cải thiện lợi nhuận thấp hơn do chi phí nguyên liệu và áp lực cạnh tranh về giá bán.

Biểu đồ 13: Sản lượng HRC tăng 50.4% YoY, cao hơn mức tăng 42.9% của tiêu thụ trong 9T/2026

Tăng trưởng sản xuất và tiêu thụ thép toàn ngành, thép xây dựng và HRC, % YoY, 9T/2026



Nguồn: VSA, Pinetree Research

Trong 9T/2026, sản lượng HRC trong nước tăng 50.4% YoY, cao hơn mức tăng 42.9% của tiêu thụ, khiến áp lực cạnh tranh gia tăng khi công suất mới đi vào vận hành. HPG đã giảm giá HRC khoảng 34 USD/tấn cho đơn hàng tháng 8, sau đó điều chỉnh tăng khoảng 10 USD/tấn cho tháng 11 khi giá than cốc tăng. Tuy nhiên, nhu cầu thép nội địa vẫn tăng tương đối tốt, với tổng tiêu thụ toàn ngành tăng 19.2% YoY nhờ hoạt động xây dựng và đầu tư hạ tầng. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu này tiếp tục hỗ trợ sản lượng trong Q4, trong khi chênh lệch giữa giá bán và chi phí nguyên liệu có khả năng thu hẹp.

HPG là doanh nghiệp đóng góp chính vào tăng trưởng sản lượng thép nhờ công suất mới tại Dung Quất 2. Sản lượng bán Q3 tăng 54% YoY, riêng HRC tăng 64%, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 16.7% lên 19.2%, giúp LNST-CĐTS tăng 106.0% YoY. Tuy nhiên, giá HRC đã giảm từ Q3 trong khi chi phí than cốc tăng. Với

độ trễ giữa thời điểm mua nguyên liệu và ghi nhận giá vốn, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của HPG giảm trong Q4 dù sản lượng tiếp tục tăng.

Giao dịch BĐS dân cư suy yếu trong Q3 ảnh hưởng trước tiên đến kế hoạch triển khai các dự án mới, trong khi nhu cầu thép xây dựng tại những dự án đang thi công vẫn được duy trì. Do đó, chúng tôi dự báo tác động từ thị trường nhà ở lên tiêu thụ thép xây dựng trong Q4 còn hạn chế và sẽ rõ ràng hơn ở những quý tiếp theo. Hoạt động đầu tư hạ tầng tiếp tục đóng góp vào nhu cầu thép nội địa, trong khi HRC còn phục vụ nhóm tôn mạ, ống thép và sản xuất công nghiệp, với mức tiêu thụ không gắn trực tiếp với giao dịch nhà ở. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng HPG tiếp tục tăng nhờ công suất mới, dù lợi nhuận trên mỗi tấn thép thấp hơn Q3.

Ở nhóm thép hạ nguồn, áp lực về giá bán và chi phí đầu vào còn đi kèm các biện pháp phòng vệ thương mại tại thị trường xuất khẩu. Lợi nhuận HSG giảm 37.4% YoY và 85.6% QoQ trong Q3, phản ánh sự khác biệt về khả năng duy trì lợi nhuận giữa các doanh nghiệp thép. Chúng tôi dự báo lợi nhuận nhóm này tiếp tục chịu sức ép trong Q4 do nhu cầu xuất khẩu chưa cải thiện tương ứng với mức tăng công suất HRC trong nước.

Biểu đồ 14: Công suất mới thúc đẩy sản lượng thép, giá kim loại tiếp tục hỗ trợ khai khoáng

Động lực KQKD Q3/2026 và triển vọng Q4/2026 theo nhóm ngành tài nguyên cơ bản

Nhóm ngành	Diễn biến Q3/2026	Đánh giá Q4/2026
Thép xây dựng	Nhu cầu nội địa tăng theo hoạt động xây dựng	Sản lượng duy trì tốt, biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng của giá nguyên liệu
HRC và thép thô	Công suất mới góp phần tăng sản lượng	Tiếp tục tăng sản lượng, áp lực cạnh tranh giá tăng
Thép hạ nguồn	Kết quả phân hóa theo sản phẩm và thị trường xuất khẩu	Biên lợi nhuận khó cải thiện đồng đều
Kim loại và khai khoáng	Giá bán cao cải thiện lợi nhuận	Lợi nhuận duy trì ở mức cao, nhạy cảm với giá kim loại
Các khoản thu nhập khác	Đóng góp lớn tại một số doanh nghiệp	Quy mô đóng góp giảm so với Q3

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, Pinetree Research

Lợi nhuận khai khoáng tăng nhanh hơn thép trong Q3 khi giá bán kim loại duy trì ở mức cao. Đối với khai khoáng, giá vonfram và một số kim loại màu tăng mạnh đã cải thiện lợi nhuận của KSV và MSR trong Q3, trong đó riêng MSR đạt 2,148 tỷ VND. Khả năng duy trì mức lợi nhuận này gắn với diễn biến giá bán trong các quý tới. Với giả định giá kim loại đi ngang ở mức hiện tại, chúng tôi dự báo lợi nhuận khai khoáng giảm nhẹ QoQ. Ngoài ra, khoản thu nhập tài chính lớn của TVN trong Q3 không được tính lặp lại trong dự báo Q4.

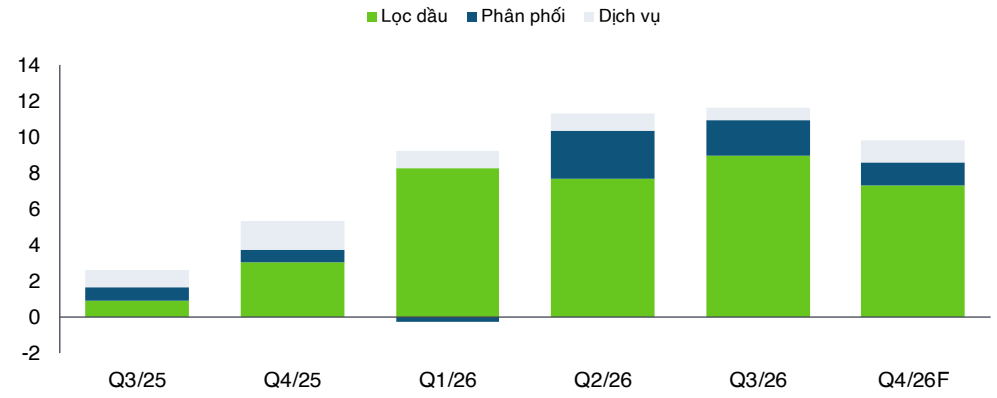
Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS ngành tài nguyên cơ bản trong Q4/2026 tăng 139.9% YoY và giảm 12.6% QoQ. HPG tiếp tục đóng góp chính vào lợi nhuận nhóm thép nhờ sản lượng HRC từ Dung Quất 2 tăng, dù biên lợi nhuận gộp dự báo thấp hơn mức 19.2% của Q3 do chi phí nguyên liệu cao hơn và áp lực cạnh tranh giá bán. Mức giảm lợi nhuận toàn ngành so với Q3 chủ yếu đến từ lợi nhuận trên mỗi tấn thép thấp hơn, giá kim loại không còn tăng mạnh và các khoản thu nhập bất thường không lặp lại.

Lợi nhuận mảng lọc dầu cũng như cả ngành dầu khí có khả năng giảm trong Q4/2026 khi chênh lệch giá xăng thu hẹp

LNST-CĐTS ngành dầu khí tăng 346.0% YoY trong Q3/2026, chủ yếu nhờ lợi nhuận lọc dầu và phân phối xăng dầu tăng mạnh, trong khi dịch vụ kỹ thuật và khoan tiếp tục giảm. Đóng góp gần 89% mức tăng lợi nhuận toàn ngành, lọc dầu vẫn là yếu tố chính trong dự báo Q4. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ngành giảm QoQ khi chênh lệch giá xăng thu hẹp, dù tình trạng thiếu cung diesel trên thị trường quốc tế tiếp tục duy trì khả năng sinh lời của BSR ở mức cao so với cùng kỳ.

Biểu đồ 15: Lọc dầu đóng góp 89% mức tăng lợi nhuận ngành dầu khí trong Q3/2026

LNST-CĐTS theo nhóm trong ngành dầu khí, nghìn tỷ VND, Q3/2025-Q4/2026F



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Lợi nhuận BSR tăng mạnh trong Q3 chủ yếu nhờ giá sản phẩm lọc dầu tăng nhanh hơn giá dầu thô, trong khi sản lượng bán chỉ tăng 5% YoY. Chênh lệch giá sản phẩm mở rộng khi chiến sự tại Trung Đông làm gián đoạn hoạt động sản xuất và xuất khẩu nhiên liệu, cùng với các cuộc tấn công vào nhà máy lọc dầu của Nga. Giá Brent bình quân tăng 34% YoY lên 91 USD/thùng, trong khi crack spread diesel và RON92 tăng lần lượt 218% và 157% YoY (Biểu đồ 16). Nguồn cung sản phẩm lọc dầu bị ảnh hưởng mạnh hơn dầu thô, giúp BSR cải thiện lợi nhuận trên mỗi thùng dầu chế biến và duy trì mức lợi nhuận cao trong 3 quý liên tiếp. Chúng tôi đánh giá phần lớn tăng trưởng lợi nhuận Q3 đến từ chênh lệch giá sản phẩm thuận lợi, trong khi sản lượng chỉ tăng nhẹ.

Biểu đồ 16: Crack spread diesel tăng 218% YoY, biên lợi nhuận gộp lọc dầu của BSR tăng 13.3 điểm %

Giá Brent và crack spread sản phẩm, USD/thùng, biên lợi nhuận gộp, % và sản lượng tiêu thụ của BSR, triệu tấn, Q3/2025-Q3/2026

Chỉ tiêu	Q3/2025	Q3/2026	Thay đổi
Giá Brent bình quân (USD/thùng)	68	91	+34% YoY
Crack spread diesel (USD/thùng)	19.8	62.9	+218% YoY
Crack spread RON92 (USD/thùng)	10.3	26.5	+157% YoY
Biên lợi nhuận gộp lọc dầu	2.9%	16.2%	+13.3 điểm %
Sản lượng bán của BSR (triệu tấn)	1.94	2.04	+5% YoY

Nguồn: BSR, Pinetree Research

Ở khâu phân phối, lợi nhuận Q3 tăng 165.9% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ trong nước của PLX tăng 22% và tỷ suất lợi nhuận hoạt động cải thiện từ 0.6% lên 1.2%. Tuy nhiên, lợi nhuận phân phối đã giảm 26.6% QoQ dù sản lượng tăng, phản ánh mức độ biến động của lợi nhuận trên mỗi đơn vị sản phẩm giữa các quý. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trong Q4, trong khi mức đóng góp từ chênh lệch giá bán và giá vốn thấp hơn Q3, khiến lợi nhuận phân phối giảm QoQ.

Đối với dịch vụ kỹ thuật, kết quả Q3 của PVS phản ánh sự cải thiện trong hoạt động thi công rõ hơn mức tăng trưởng lợi nhuận kế toán. Doanh thu tăng 10% YoY và lợi nhuận gộp tăng 64% nhờ khối lượng công việc cơ khí, trong khi LNST-CĐTS giảm 2.7% do thu nhập tỷ giá, lợi nhuận liên doanh FSO/FPSO thấp hơn cùng kỳ và trích lập thêm dự phòng bảo hành. PVD cũng giảm lợi nhuận 74.5% YoY khi số ngày khoan có doanh thu giảm. Chúng tôi dự báo lợi nhuận dịch vụ kỹ thuật và khoan phục hồi QoQ trong Q4 nhờ PVS ghi nhận thêm khối lượng thi công và PVD tăng số ngày hoạt động tính phí, dù kết quả vẫn thấp hơn cùng kỳ.

Diễn biến giá dầu và crack spread từ tháng 10 củng cố dự báo lợi nhuận lọc dầu giảm so với Q3. Brent tiếp tục tăng trong nửa đầu tháng 10 do rủi ro gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông, trước khi giảm mạnh về 94.62 USD/thùng trong phiên 04/11 khi kỳ vọng về khả năng kết thúc chiến sự Mỹ-Iran gia tăng. Trong khi đó, chênh lệch giá xăng tại châu Á giảm từ 50.53 USD/thùng ngày 01/10 xuống khoảng 11 USD/thùng vào ngày 30/10, sau khi Trung Quốc cấp thêm hạn ngạch xuất khẩu nhiên liệu và tồn kho tại các trung tâm giao dịch tăng. Ngược lại, nguồn cung diesel toàn cầu vẫn thiếu hụt do hoạt động sản xuất và xuất khẩu sản phẩm lọc dầu từ Trung Đông, Nga chưa phục hồi hoàn toàn. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của BSR giảm so với Q3, với chênh lệch giá diesel tiếp tục bù đắp một phần mức giảm của xăng. Giá dầu thô giảm nhanh đầu tháng 11 cũng làm tăng rủi ro giá bán thành phẩm điều chỉnh trước khi nguyên liệu nhập ở mức giá cao được ghi nhận hết vào giá vốn.

Biểu đồ 17: Lợi nhuận dầu khí dự báo tăng 85% YoY trong Q4/2026, lọc dầu tiếp tục đóng góp chủ yếu

LNST-CĐTS theo nhóm ngành dầu khí, tỷ VND và % YoY, Q4/2025-Q4/2026F

Nhóm ngành	Q4/2025 (tỷ VND)	Q4/2026F (tỷ VND)	YoY
Lọc dầu	3,062	7,300	+138.4%
Phân phối xăng dầu	667	1,300	+94.8%
Dịch vụ kỹ thuật và khoan	1,582	1,225	-22.6%
Toàn ngành	**5,311**	**9,825**	**+85.0%**

Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research dự báo

Giá xăng dầu trong nước giảm mạnh từ đầu tháng 11, với xăng E5RON92 giảm tổng cộng 3,325 VND/lít sau 2 kỳ điều hành ngày 03/11 và 05/11, xuống 20,898 VND/lít. Mức giảm đến từ giá thành phẩm thế giới và việc thuế tiêu thụ đặc biệt đối với xăng được điều chỉnh về 0% từ 01/11. Đối với các doanh nghiệp phân phối như PLX, giá bán giảm nhanh trong khi giá vốn còn phản ánh lượng hàng nhập trước đó có thể làm giảm lợi nhuận trên mỗi lít. Giá xăng thấp hơn hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ, song chúng tôi dự báo phần đóng góp từ sản lượng chưa bù đắp lợi nhuận trên mỗi lít giảm, khiến lợi nhuận phân phối Q4 thấp hơn Q3.

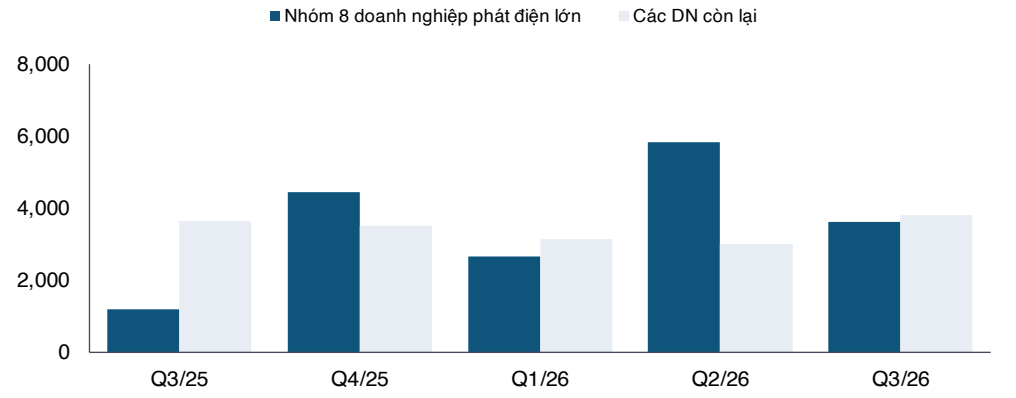
Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS ngành dầu khí đạt 9,825 tỷ VND trong Q4/2026, tăng 85.0% YoY và giảm 15.7% QoQ. BSR dự kiến đóng góp 7,300 tỷ VND, giảm khoảng 19% QoQ với giả định biên lợi nhuận gộp giảm về 13-14%. Lợi nhuận phân phối dự kiến đạt 1,300 tỷ VND, giảm khoảng 34% QoQ dù sản lượng tiếp tục tăng, trong khi dịch vụ kỹ thuật và khoan phục hồi lên 1,225 tỷ VND từ mức 724 tỷ VND của Q3. Như vậy, phần lớn mức giảm lợi nhuận toàn ngành đến từ lọc dầu và phân phối, còn dịch vụ kỹ thuật đóng góp tích cực hơn trong quý cuối năm. Chúng tôi dự báo BSR tiếp tục duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn cùng kỳ nhờ chênh lệch giá diesel, trong khi mức giảm mạnh của crack spread xăng và khả năng giá dầu nguyên liệu cao tiếp tục được ghi nhận vào giá vốn là những yếu tố chính có thể khiến lợi nhuận Q4 thấp hơn dự báo.

Huy động nhiệt điện tăng, chi phí nhiên liệu và mức nền so sánh cao có thể làm chậm tăng trưởng lợi nhuận Q4/2026

LNST-CĐTS nhóm sản xuất và phân phối điện tăng 51.3% YoY trong Q3/2026, chủ yếu nhờ các doanh nghiệp nhiệt điện tăng sản lượng khi điều kiện thủy văn kém thuận lợi. Lợi nhuận của 8 doanh nghiệp phát điện lớn tăng từ 1,200 tỷ VND lên 3,610 tỷ VND, trong khi các doanh nghiệp còn lại chỉ tăng khoảng 4% YoY. Sau khi El Niño hình thành từ tháng 6, huy động thủy điện giảm khoảng 13% YoY trong tháng 7-8, kéo theo mức tăng huy động nhiệt điện than và điện khí lần lượt khoảng 13% và 37% trong Q3. Ngoài tác động từ thủy văn, việc Nhơn Trạch 3 và 4 đi vào vận hành cũng đóng góp lớn vào mức tăng sản lượng điện khí.

Biểu đồ 18: Lợi nhuận nhóm phát điện lớn Q3/2026 tăng mạnh từ mức thấp của Q3/2025, các doanh nghiệp còn lại gần như đi ngang

LNST-CĐTS ngành điện theo nhóm doanh nghiệp phát điện quy mô lớn và phần còn lại, tỷ VND, Q3/2025-Q3/2026



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research. Nhóm 8 doanh nghiệp gồm POW, PGV, NT2, QTP, HND, PPC, NBP và BTP

Mặc dù cùng ghi nhận sản lượng tăng, khả năng chuyển đổi thành lợi nhuận giữa các nhà máy có sự khác biệt do cơ chế hợp đồng, chi phí nhiên liệu và lãi vay. Lợi nhuận POW và PGV tăng lần lượt 129.8% và 638.0% YoY, trong đó PGV còn ghi nhận chi phí lãi vay giảm và lãi tỷ giá. Ngược lại, chi phí lãi vay của POW tăng gần 4 lần, làm giảm đóng góp lợi nhuận từ các tổ máy mới. Đối với nhiệt điện than, giá nhiên liệu tăng trong Q3 gây sức ép lớn hơn lên các nhà máy bán tỷ trọng sản lượng cao trên thị trường điện cạnh tranh, trong khi sản lượng theo hợp đồng có cơ chế giá bán và thu hồi chi phí tương đối ổn định hơn. Do đó, chúng tôi đánh giá mức huy động cao tiếp tục duy trì doanh thu trong Q4, còn khả năng cải thiện lợi nhuận của từng doanh nghiệp sẽ khác nhau theo cơ cấu hợp đồng và chi phí vận hành.

Việc giảm 2% giá bán lẻ điện bình quân từ 01/11/2026 ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu khâu bán lẻ, trong khi giá bán điện của các nhà máy vẫn được xác định theo hợp đồng mua bán điện và cơ chế thị trường điện. Chúng tôi đánh giá tác động trực tiếp lên lợi nhuận Q4 của POW, PGV và các doanh nghiệp phát điện niêm yết tương đối hạn chế. Tuy nhiên, giá bán lẻ thấp hơn làm tăng áp lực cân đối chi phí mua điện của EVN, đặc biệt khi hệ thống tiếp tục huy động nhiều nhiệt điện than và khí có chi phí nhiên liệu cao. EVN có thêm động lực ưu tiên nguồn điện có chi phí thấp khi điều kiện vận hành cho phép, trong khi các dự án điện khí LNG như Nhơn Trạch 3 và 4 có cơ chế sản lượng hợp đồng tối thiểu dài hạn. Trong Q4, nhu cầu điện tăng và điều kiện thủy văn kém thuận lợi tiếp tục duy trì mức huy động nhiệt điện cao, nên chúng tôi kỳ vọng tác động từ sản lượng và chi phí nhiên liệu lớn hơn tác động trực tiếp của việc giảm giá bán lẻ.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS nhóm sản xuất và phân phối điện tăng khoảng 6% YoY trong Q4/2026, dù lợi nhuận vẫn có khả năng cải thiện so với Q3 nhờ nhu cầu điện tăng và nhiệt điện tiếp tục duy trì mức huy động cao. Sản lượng toàn hệ thống tăng 14.3% YoY trong tháng 10, trong khi nhu cầu tích nước tại các hồ thủy điện vào cuối năm tiếp tục tạo dư địa huy động nguồn điện than và khí. Tuy nhiên, kỳ so sánh đã thay đổi đáng kể khi riêng 8 doanh nghiệp phát điện lớn ghi nhận 4,438 tỷ VND lợi nhuận trong Q4/2025, gấp khoảng 3.7 lần Q3/2025. Cùng với chi phí nhiên liệu và lãi vay còn cao, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận chậm lại dù sản lượng nhiệt điện vẫn tăng. Đối với toàn ngành Điện, nước & khí đốt, mức tăng trưởng dự báo 31.5% YoY chủ yếu nhờ GAS và các doanh nghiệp phân phối khí có kỳ gốc thấp.

Thanh khoản thấp tiếp tục ảnh hưởng lợi nhuận ngành chứng khoán, mức giảm YoY dự báo thu hẹp trong Q4/2026 chủ yếu do kỳ so sánh

LNST-CĐTS nhóm công ty chứng khoán giảm gần 50% YoY trong Q3/2026 khi cả môi giới, tự doanh và hoạt động cho vay ký quỹ đều chịu áp lực. Thanh khoản thị trường giảm làm doanh thu môi giới suy yếu, trong khi giá cổ phiếu điều chỉnh ảnh hưởng đến kết quả đánh giá lại danh mục FVTPL. Doanh thu môi giới giảm nhanh hơn giá trị giao dịch khớp lệnh, phản ánh áp lực lên mức phí thực nhận trong điều kiện cạnh tranh gia tăng. Trong khi đó, thu nhập tự doanh biến động mạnh hơn do kết quả kinh doanh gắn trực tiếp với giá trị danh mục đầu tư.

Biểu đồ 19: Doanh thu môi giới giảm 61.1% YoY, chi phí tài chính tăng 57.8% trong Q3/2026

Biến động thanh khoản HOSE, doanh thu môi giới, tự doanh và chi phí tài chính, % YoY, Q3/2026

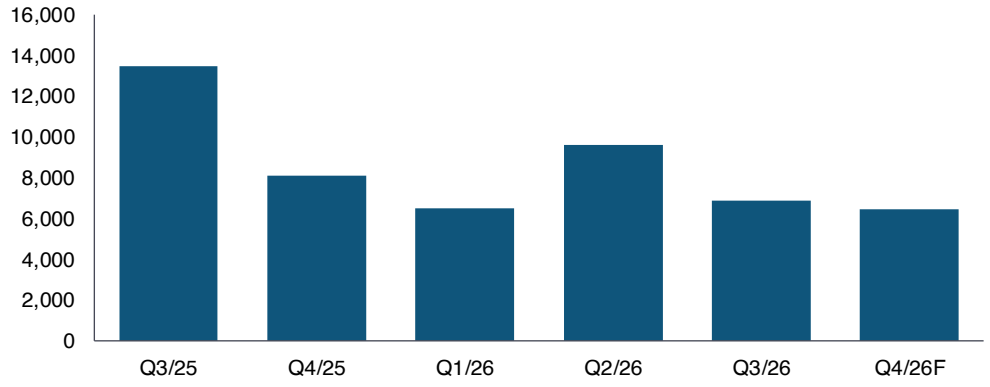
Chỉ tiêu	Biến động Q3/2026
Giá trị khớp lệnh bình quân HOSE	-57.6% YoY
Doanh thu môi giới	-61.1% YoY
Thu nhập tự doanh ròng	-75.2% YoY
Chi phí tài chính	+57.8% YoY

Nguồn: FiinPro-X, BCTC các CTCK, Pinetree Research

Cho vay ký quỹ vẫn duy trì nguồn thu lãi tương đối ổn định nhờ dư nợ cao hơn cùng kỳ, song hiệu quả kinh doanh giảm khi chi phí huy động vốn tăng. Trong Q3, chi phí tài chính của các công ty chứng khoán tăng 57.8% YoY, trong khi dư nợ ký quỹ đã giảm nhẹ so với Q2. Chênh lệch giữa lãi suất cho vay và chi phí vốn thu hẹp khiến tăng trưởng dư nợ không chuyển tương ứng thành tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi đánh giá đây là yếu tố tiếp tục hạn chế kết quả kinh doanh trong Q4, đặc biệt tại các công ty có quy mô cho vay lớn và sử dụng nhiều vốn vay.

Biểu đồ 20: Lợi nhuận chứng khoán Q4/2026 dự báo thấp hơn Q3, mức giảm YoY thu hẹp do kỳ gốc thấp

LNST-CĐTS nhóm môi giới chứng khoán theo quý, tỷ VND, Q3/2025-Q4/2026F



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research dự báo

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS nhóm công ty chứng khoán giảm khoảng 20% YoY và 6% QoQ trong Q4/2026. Thanh khoản chưa cải thiện trong tháng 10, với giá trị giao dịch cổ phiếu bình quân trên HOSE đạt khoảng 15,600 tỷ VND/phiên, giảm 4.9% so với tháng 9. Mức giao dịch này tiếp tục hạn chế doanh thu môi giới, trong khi kết quả tự doanh khó phục hồi mạnh và chi phí vốn vẫn cao. Đáng lưu ý, mức giảm lợi nhuận YoY thu hẹp từ gần 50% trong Q3 xuống khoảng 20% trong Q4 chủ yếu do lợi nhuận Q4/2025 thấp hơn Q3/2025 khoảng 40%. Dự báo lợi nhuận tuyệt đối tiếp tục giảm QoQ, do đó chúng tôi chưa nhận thấy kỳ vọng về sự phục hồi của hoạt động kinh doanh của nhóm chứng khoán cũng như tiềm năng cải thiện mặt bằng định giá trong quý cuối năm.

KQKD của ngành bán lẻ được thúc đẩy bởi các chuỗi lớn duy trì tăng trưởng lợi nhuận nhờ thị phần và khả năng cải thiện hiệu quả kinh doanh

LNST-CĐTS ngành bán lẻ tăng 80.2% YoY trong Q3/2026, vượt xa tốc độ tăng chi tiêu tiêu dùng chung khi các chuỗi bán lẻ hiện đại tiếp tục mở rộng thị phần và cải thiện khả năng sinh lời. Trong 10T/2026, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 13.5% YoY theo giá hiện hành, trong khi doanh thu MWG và FRT đều tăng trên 30% trong Q3. Khoảng cách này phản ánh khả năng mở rộng doanh số của các chuỗi lớn trong một thị trường mà sức mua thực tế tăng chậm hơn nhiều so với doanh thu danh nghĩa. Chúng tôi đánh giá tăng trưởng lợi nhuận ngành trong Q4 tiếp tục đến chủ yếu từ doanh thu của các hệ thống hiện hữu, với mức cải thiện tỷ suất lợi nhuận khó duy trì như Q3.

MWG và FRT ghi nhận lợi nhuận tăng theo các cơ chế khác nhau. Tại MWG, doanh thu Q3 tăng 32.0% YoY, trong khi lợi nhuận gộp tăng 52.7% nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 18.8% lên 21.7%. Kết quả này còn có đóng góp từ Bách Hóa Xanh, với lợi nhuận đạt 555 tỷ VND trong quý, và thu nhập tài chính gần 1,200 tỷ VND từ lượng tiền mặt lớn. Tuy nhiên, chi phí bán hàng tăng 51% YoY, gần tương đương tốc độ tăng lợi nhuận gộp, cho thấy tăng trưởng vẫn đi kèm chi phí vận hành lớn. Trong khi đó, FRT ghi nhận doanh thu tăng 33.7% YoY, nhanh hơn mức tăng 26.9% của chi phí bán hàng và quản lý, phản ánh khả năng cải thiện lợi nhuận nhờ doanh thu tăng trên hệ thống hiện hữu.

Biểu đồ 21: Doanh thu MWG và FRT tăng hơn 30% YoY, nhanh hơn nhiều tăng trưởng bán lẻ chung

Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng 10T/2026, doanh thu MWG, FRT và LNST-CĐTS ngành bán lẻ ngoài DMX Q3/2026, % YoY

Chỉ tiêu	Tăng trưởng YoY
Tổng mức bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng, 10T/2026	+13.5%
Tổng mức bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng theo giá so sánh, 10T/2026	+7.7%
Doanh thu MWG, Q3/2026	+32.0%
Doanh thu FRT, Q3/2026	+33.7%
LNST-CĐTS ngành bán lẻ ngoài DMX, Q3/2026	+66.8%

Nguồn: Cục Thống kê, BCTC doanh nghiệp, Pinetree Research

Triển vọng Q4 tiếp tục tích cực nhờ nhu cầu mua sắm cuối năm và khả năng duy trì doanh số của các chuỗi lớn. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 10 tăng 14.7% YoY, cao hơn mức bình quân 10T/2026, tạo điều kiện cho doanh thu điện máy, công nghệ và hàng tiêu dùng tiếp tục tăng. Tuy nhiên, giá chip nhớ và một số linh kiện điện tử tăng trong năm 2026 đang làm chi phí sản xuất thiết bị cao hơn. Áp lực tăng giá bán có khả năng hạn chế nhu cầu tại các phân khúc nhạy cảm về giá, trong khi các chương trình khuyến mại cuối năm làm giảm dư địa mở rộng tỷ suất lợi nhuận của nhà bán lẻ.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS ngành bán lẻ tăng 124.6% YoY trong Q4/2026, với DMX đóng góp 2,825 tỷ VND. Tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục được duy trì nhờ doanh thu của các chuỗi lớn, cùng hiệu quả vận hành cải thiện tại FRT và đóng góp từ Bách Hóa Xanh đối với MWG. Dù vậy, chúng tôi không kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục mở rộng mạnh như Q3 khi chi phí đầu vào và hoạt động khuyến mại gia tăng. Trong cơ cấu tăng trưởng hiện tại, khả năng mở rộng doanh số và kiểm soát chi phí vận hành có tính ổn định cao hơn các khoản lợi nhuận phát sinh từ biến động giá hàng hóa hoặc hàng tồn kho.

Lợi nhuận ngành hóa chất sẽ tiếp tục chịu sức ép từ chi phí nguyên liệu, trong khi khoản bồi thường đất tạo chênh lệch lớn giữa các quý

LNST-CĐTS ngành hóa chất tăng 29.8% YoY trong Q3/2026, chủ yếu nhờ khoản thu nhập bồi thường đất của GVR. Khi loại doanh nghiệp này, lợi nhuận toàn ngành gần như đi ngang (-0.1% YoY), phản ánh kết quả kém thuận lợi của nhóm phân bón và hóa chất. Giá năng lượng tăng cùng tình trạng gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông đã tác động khác nhau đến các doanh nghiệp. Trong khi chênh lệch giá sản phẩm lọc dầu mở rộng giúp BSR tăng lợi nhuận, chi phí khí và nguyên liệu hóa chất tăng đã làm giảm khả năng sinh lời của nhiều doanh nghiệp phân bón.

Ở nhóm phân đạm, giá urê bình quân giảm khoảng 42% từ Q2 xuống 399 USD/tấn trong Q3/2026, trong khi chi phí khí đầu vào vẫn chịu ảnh hưởng từ giá dầu ở mức cao. Sự thu hẹp chênh lệch giữa giá bán và chi phí sản xuất khiến lợi nhuận DPM giảm khoảng 83% YoY dù sản lượng tiêu thụ tăng 22%. DCM duy trì tăng trưởng lợi nhuận 31% YoY nhờ sản lượng cải thiện và đóng góp từ NPK, phản ánh sự khác biệt về cơ cấu sản phẩm và chi phí giữa 2 doanh nghiệp. Áp lực tương tự xuất hiện tại nhóm phốt pho và phân lân khi giá lưu huỳnh, amoniac tăng nhanh hơn giá bán thành phẩm. Lợi nhuận DGC giảm 36.4% YoY, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của DDV giảm từ 21.9% xuống 3.7%. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận các doanh nghiệp phân bón phục hồi hạn chế trong Q4 do giá urê chưa tăng đủ để bù đắp áp lực từ khí đầu vào và lưu huỳnh.

Biểu đồ 22: Cao su duy trì đóng góp lợi nhuận tích cực, phân đạm và phốt pho chịu sức ép chi phí

Động lực lợi nhuận Q3/2026 và triển vọng Q4/2026 theo nhóm ngành hóa chất

Nhóm ngành	Động lực Q3/2026	Đánh giá Q4/2026
Cao su tự nhiên	Giá mủ, sản lượng và thu nhập bồi thường đất	Duy trì đóng góp tích cực
Phân đạm	Giá khí cao, chênh lệch giá urê thu hẹp	Sản lượng cải thiện, biên lợi nhuận còn thấp
Phốt pho và phân lân	Chi phí lưu huỳnh và nguyên liệu tăng	Phục hồi lợi nhuận chậm
Hóa chất cơ bản	Giá nguyên liệu và nhu cầu công nghiệp	Phân hóa theo sản phẩm

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, Pinetree Research

Trái với các doanh nghiệp phân bón, lợi nhuận GVR tăng khoảng 76% YoY trong Q3 nhờ ghi nhận 1,779 tỷ VND thu nhập bồi thường đất, tương đương hơn 50% lợi nhuận quý. Các khoản bồi thường này phát sinh qua nhiều năm từ quá trình chuyển đổi đất cao su sang khu công nghiệp, song giá trị và thời điểm ghi nhận thay đổi theo tiến độ từng dự án. Hoạt động khai thác và chế biến cao su vẫn đóng góp lợi nhuận thường xuyên, còn thu nhập từ chuyển đổi đất là nguyên nhân chính khiến kết quả giữa các quý biến động mạnh. Với giả định chưa ghi nhận thêm khoản bồi thường lớn trong Q4, chúng tôi dự báo lợi nhuận GVR giảm so với Q3, dù hoạt động kinh doanh cao su tiếp tục đóng góp.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS ngành hóa chất tăng 20% YoY và giảm 50% QoQ trong Q4/2026. Phần lớn mức giảm so với Q3 đến từ việc không lặp lại khoản bồi thường đất lớn của GVR, cùng với khả năng phục hồi hạn chế của nhóm phân bón. Giá urê đã tăng lại lên 407.5 USD/tấn trong tháng 9, hỗ trợ giá bán đầu Q4, dù giá khí và lưu huỳnh tiếp tục tác động tiêu cực tới lợi nhuận. Giá cao su TSR20 bình quân tháng 10 tăng 6.6% MoM lên 259.2 US cent/kg, tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận khai thác và chế biến cao su của GVR trong Q4, dù mức đóng góp này nhỏ hơn khoản thu nhập bồi thường đất lớn đã ghi nhận trong Q3. Các khoản ghi nhận mới có thể khiến kết quả thực tế cao hơn dự báo hiện tại.

Hợp đồng CNTT ký mới tăng nhanh hơn doanh thu, tạo dư địa tăng trưởng cho các quý tới

LNST-CĐTS ngành công nghệ thông tin tăng khoảng 10% YoY trong Q3/2026, với FPT tiếp tục đóng góp phần lớn lợi nhuận ngành. Trên cơ sở so sánh tương đồng, doanh thu và LNST-CĐTS của FPT tăng lần lượt 12.1% và 11.8% YoY. Từ đầu năm, việc chuyển sang hạch toán FPT Telecom theo phương pháp vốn chủ sở hữu làm thay đổi doanh thu hợp nhất và tăng lợi nhuận từ công ty liên kết, trong khi phần lợi nhuận kinh tế thuộc về cổ đông FPT không thay đổi chỉ vì phương pháp hạch toán. Sau khi điều chỉnh khác biệt này, tăng trưởng lợi nhuận của FPT nhìn chung tương ứng với tốc độ mở rộng hoạt động kinh doanh.

Biểu đồ 23: Hợp đồng CNTT nước ngoài ký mới của FPT tăng 23.1% YoY, nhanh hơn tốc độ tăng doanh thu

Tăng trưởng doanh thu theo mảng dịch vụ CNTT và giá trị hợp đồng ký mới của FPT, % YoY, 9T/2026

Chỉ tiêu	Tăng trưởng 9T/2026
Doanh thu dịch vụ CNTT nước ngoài	+11.6% YoY
Doanh thu dịch vụ CNTT trong nước	+29.8% YoY
Doanh thu chuyển đổi số nước ngoài	+16.3% YoY
Doanh thu AI/Data Analytics	+55.0% YoY
Giá trị hợp đồng ký mới dịch vụ CNTT nước ngoài	+23.1% YoY

Nguồn: FPT, Pinetree Research

Triển vọng các quý tới tích cực hơn tốc độ tăng doanh thu hiện tại nhờ giá trị hợp đồng CNTT nước ngoài ký mới tăng 23.1% YoY trong 9T/2026, cao hơn mức tăng 11.6% của doanh thu đã ghi nhận. Khoảng cách này phản ánh lượng công việc đã ký hợp đồng tiếp tục mở rộng, tạo dư địa tăng doanh thu khi các dự án bước vào giai đoạn triển khai và nghiệm thu. Tốc độ tăng trưởng hiện tại cũng khác nhau giữa các mảng, với CNTT trong nước tăng 29.8% YoY và AI/Data Analytics tăng 55%, trong khi mảng nước ngoài có quy mô lớn hơn tăng chậm hơn. Tuy nhiên, việc mở rộng các dịch vụ công nghệ mới đòi hỏi thêm nhân sự và chi phí triển khai. Tỷ suất lợi nhuận gộp hợp nhất của FPT đạt 31.0% trong Q3, thấp hơn mức 31.95% của 9T/2026, phản ánh lợi nhuận chưa cải thiện tương ứng với quy mô hợp đồng mới.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS ngành công nghệ thông tin tiếp tục tăng khoảng 10% YoY trong Q4/2026. Các hợp đồng CNTT nước ngoài ký mới, đặc biệt tại Nhật Bản, cùng các dự án chuyển đổi số triển khai nhiều quý sẽ tiếp tục đóng góp vào doanh thu. Dù giá trị hợp đồng tăng nhanh hơn doanh thu hiện tại, thời gian triển khai và nghiệm thu khiến mức tăng này chưa chuyển ngay thành lợi nhuận Q4. Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì gần Q3 do chi phí nhân sự và đầu tư năng lực triển khai còn cao, trong khi quy mô hợp đồng lớn hơn tạo dư địa cải thiện tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ở các quý tiếp theo.

Ngành hàng cá nhân & gia dụng chịu tác động tới triển vọng lợi nhuận từ nghĩa vụ thu đổi kim cương tại PNJ trong Q4/2026

LNST-CĐTS ngành hàng cá nhân & gia dụng giảm 20.9% YoY trong Q3/2026, chủ yếu do PNJ chuyển từ lãi sang lỗ khi hoạt động thu đổi kim cương gia tăng đột biến. Theo giải trình của BLĐ tại ĐHCĐ bất thường ngày 21/10, sau khi xuất hiện thông tin liên quan P-Lab vào đầu tháng 7, nhiều khách hàng đồng loạt yêu cầu bán lại kim cương theo chính sách thu đổi trước đây. Giá trị thu đổi riêng tháng 7 lên gần 6,000 tỷ VND, tương đương gần cả năm 2025, khiến nhu cầu tiền mặt của doanh nghiệp tăng mạnh và tỷ trọng kim cương trong hàng tồn kho lên tới 52%. Việc điều chỉnh chính sách thu đổi sau đó cũng ảnh hưởng đến doanh thu bán lẻ, khi doanh số giảm xuống dưới 50% mức thông thường theo thông tin từ BLĐ.

Áp lực thu đổi ảnh hưởng đồng thời đến doanh thu, cơ cấu hàng bán và tỷ suất lợi nhuận của PNJ. Trong Q3, doanh thu giảm 14% YoY khi bán lẻ trang sức và vàng 24K suy yếu, trong khi doanh thu bán sỉ tăng 69% YoY. Tỷ trọng bán sỉ cao hơn, cùng với giá kim cương điều chỉnh giảm, khiến tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp từ 19.8% xuống 8.7%, dẫn đến khoản lỗ 257 tỷ VND so với mức lãi 496 tỷ VND cùng kỳ. Chúng tôi dự báo hoạt động bán lẻ tiếp tục chịu ảnh hưởng trong Q4 khi doanh nghiệp điều chỉnh chính sách thu đổi và xử lý lượng kim cương tồn kho lớn. Tuy nhiên, tác động lớn hơn đến lợi nhuận quý cuối năm đến từ khoản dự phòng cho nghĩa vụ thu đổi đã cam kết với khách hàng.

Biểu đồ 24: Biên lợi nhuận gộp PNJ giảm 11.1 điểm % trong Q3/2026 khi doanh thu trang sức giảm

Tăng trưởng doanh thu PNJ theo kênh kinh doanh, % YoY, và biên lợi nhuận gộp, % và điểm %, Q3/2026

Chỉ tiêu	Q3/2026
Doanh thu bán lẻ trang sức PNJ	-20% YoY
Doanh thu vàng 24K	-41% YoY
Doanh thu bán sỉ	+69% YoY
Biên lợi nhuận gộp	8.7%, giảm 11.1 điểm % YoY

Nguồn: PNJ, Pinetree Research

Ngoài PNJ, kết quả nhóm dệt may tiếp tục phân hóa theo hiệu suất sử dụng công suất và chi phí vận hành. STK ghi nhận lỗ khi nhà máy Unitex phát sinh chi phí hoạt động và bắt đầu hạch toán lãi vay vào chi phí sau giai đoạn vốn hóa, trong khi VGT cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp từ 11.8% lên 14.7%. Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp duy trì đơn hàng xuất khẩu ổn định tiếp tục có lợi nhuận dương trong Q4, dù mức đóng góp này tương đối nhỏ so với khoản lỗ dự báo của PNJ.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS ngành hàng cá nhân & gia dụng chuyển từ lãi 3,010 tỷ VND trong Q4/2025 sang lỗ khoảng 5,058 tỷ VND trong Q4/2026, chủ yếu do PNJ dự kiến trích lập 7,071 tỷ VND dự phòng cho nghĩa vụ thu đổi kim cương. Theo phương án điều chỉnh được ĐHCĐ bất thường ngày 21/10 thông qua, BLĐ PNJ giả định khoảng 80% khách hàng thực hiện quyền thu đổi theo chính sách giá thị trường mới, trên tổng giá trị cam kết tích lũy khoảng 21,000 tỷ VND. Chúng tôi giữ giả định ghi nhận toàn bộ khoản dự phòng trong Q4 do nghĩa vụ thu đổi đã phát sinh và doanh nghiệp đã công bố kế hoạch lỗ cả năm 6,271 tỷ VND, trong khi phần lớn tổn thất dự kiến chưa được phản ánh vào kết quả 9T/2026. Theo nguyên tắc kế toán về dự phòng, khoản tổn thất từ nghĩa vụ hiện tại được ghi nhận khi đáp ứng điều kiện ghi nhận và có cơ sở ước tính đáng tin cậy, thay vì phân bổ theo thời điểm thanh toán thực tế. Kết hợp với kết quả 9T/2026, chúng tôi ước tính riêng PNJ lỗ khoảng 6,743 tỷ VND trong Q4, tương ứng với kế hoạch lỗ cả năm mà doanh nghiệp công bố.

Rủi ro của dự báo chủ yếu đến từ tỷ lệ khách hàng thực hiện quyền thu đổi và giá trị thu hồi từ kim cương nhận lại. Tổng giá trị cam kết thu đổi không đồng nghĩa toàn bộ số tiền PNJ chi trả trở thành chi phí trong kỳ, bởi doanh nghiệp còn nhận lại hàng hóa từ khách hàng. Tỷ lệ thu đổi thực tế thấp hơn giả định hoặc giá trị thu hồi cao hơn sẽ làm giảm khoản dự phòng và khiến lợi nhuận Q4 cao hơn dự báo. Lợi nhuận dương của các doanh nghiệp dệt may chỉ bù đắp một phần khoản lỗ lớn tại PNJ.

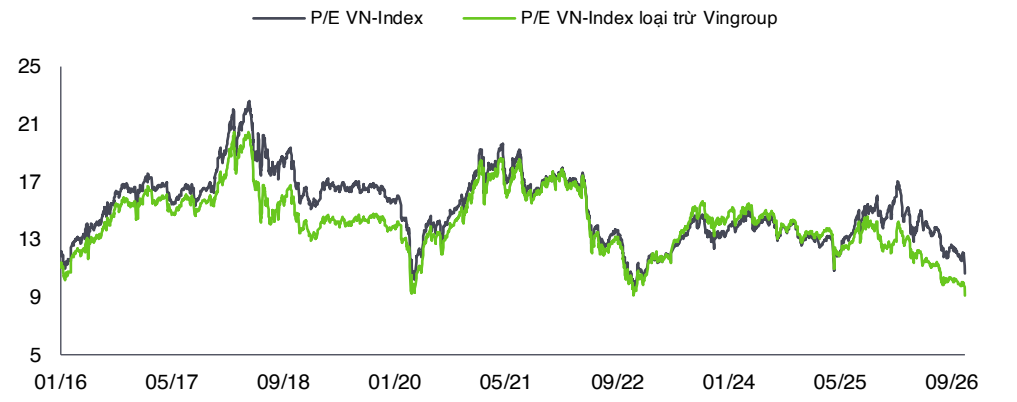
P/E ngoài Vingroup xuống mức thấp nhất 5 năm khi lợi nhuận 4 quý tăng mạnh

P/E TTM ngoài Vingroup đạt 9.1x tại ngày 02/11, ngang mức thấp nhất ngày 15/11/2022 và thấp hơn 31.6% so với bình quân 5 năm. Mức P/E thấp hiện tại có một phần nguyên nhân từ lợi nhuận doanh nghiệp tăng mạnh, đặc biệt khi P/E giảm từ 9.87x ngày 29/10 xuống 9.12x ngày 02/11, trùng với giai đoạn công bố BCTC Q3/2026. Với giả định lợi nhuận các quý có quy mô tương đương, mức tăng 22.8%

YoY trong Q3 có thể làm lợi nhuận TTM tăng khoảng 5-6%, tương ứng mức giảm P/E khoảng 5% khi giá cổ phiếu không đổi. Đây là một phần lớn trong mức giảm P/E 7.6% của giai đoạn trên. Đáng lưu ý, lợi nhuận Q3 còn có đóng góp lớn từ chênh lệch giá lọc dầu tại BSR, giá kim loại cao tại MSR và khoản bồi thường đất của GVR. Chúng tôi dự báo phần lợi nhuận này giảm trong Q4 khi crack spread xăng thu hẹp, giá kim loại không tiếp tục tăng mạnh và khoản bồi thường lớn không lặp lại, khiến P/E tính trên lợi nhuận có khả năng duy trì cao hơn mức P/E TTM hiện tại.

Biểu đồ 25: P/E VN-Index ngoài Vingroup về ngang mức đáy tháng 11/2022

P/E TTM của VN-Index và VN-Index loại Vingroup theo ngày, x, 2016-2026



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research

Biểu đồ 26: P/E VN-Index ngoài Vingroup ở phân vị 0% trong 5 năm, VN-Index ở phân vị 3%

P/E hiện tại, bình quân 1 năm, 5 năm, 10 năm, thấp nhất 5 năm và phân vị 5 năm của VN-Index có và không có Vingroup, x và %, ngày 02/11/2026

Chỉ tiêu	VN-Index	VN-Index ngoài Vingroup
P/E TTM	10.7x	9.1x
Bình quân 1 năm	14.0x	11.6x
Bình quân 5 năm	13.7x	13.3x
Bình quân 10 năm	15.0x	14.1x
Thấp nhất 5 năm	9.5x	9.1x
Phân vị P/E trong 5 năm	3%	0%

Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research. Vingroup gồm VIC, VHM, VRE và VPL thuộc VN-Index

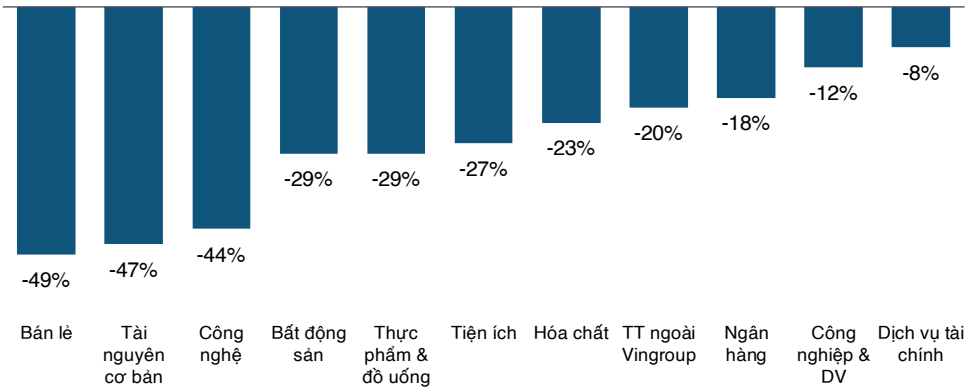
Ở mức P/E 9.1x, E/P ngoài Vingroup đạt khoảng 11.0%, cao hơn 2.0-3.6 điểm % so với lãi suất chứng chỉ tiền gửi 12 tháng của các ngân hàng lớn tại ngày 30/10. CPI tháng 9/2026 tăng 5.08% YoY, tương ứng lãi suất tiền gửi sau khi điều chỉnh theo lạm phát khoảng 2.3-3.9%, thấp hơn nhiều mức lãi suất danh nghĩa 7.4-9.0%. Tuy nhiên, lãi suất thực dựa trên CPI đã công bố không thể so sánh trực tiếp với E/P danh nghĩa để xác định mức chiết khấu hợp lý của cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá lãi suất huy động kỳ hạn cao tiếp tục hạn chế khả năng mở rộng P/E, trong khi lợi nhuận tăng mạnh từ giá hàng hóa và các khoản thu nhập bất thường trong Q3 khiến mức E/P hiện tại cao hơn mức có khả năng duy trì trong các quý tới. Hai yếu tố này cùng ảnh hưởng đến định giá, với mức tác động khác nhau giữa các ngành theo triển vọng lợi nhuận và cơ cấu hoạt động kinh doanh.

Sự thay đổi định giá giữa các ngành cũng có nguyên nhân khác nhau. Tài nguyên cơ bản và bán lẻ ghi nhận giá cổ phiếu lần lượt tăng 29% và giảm 2% từ đầu năm, thấp hơn nhiều mức tăng lợi nhuận dự báo 142.1% và 92.2% trong năm 2026. Tương quan này hàm ý P/E giảm chủ yếu do lợi nhuận tăng nhanh hơn giá cổ phiếu, với mức giảm ước tính lần lượt khoảng 47% và 49%. Tuy nhiên, khả năng duy trì lợi nhuận của 2 ngành khác nhau. Sản lượng thép từ công suất mới và doanh thu của các chuỗi bán lẻ tiếp tục tăng, trong khi lợi nhuận khai khoáng và một phần lợi nhuận

điện máy chịu ảnh hưởng lớn hơn từ biến động giá hàng hóa. Ngược lại, cổ phiếu công nghệ giảm 39% từ đầu năm dù lợi nhuận ngành năm 2026 dự báo tăng 9.4%, tương ứng mức giảm P/E hàm ý khoảng 44% chủ yếu từ giá cổ phiếu. Giá trị hợp đồng CNTT nước ngoài ký mới của FPT tăng 23.1% YoY trong 9T/2026, cao hơn tốc độ tăng doanh thu, tạo dư địa cải thiện tăng trưởng khi các dự án bước vào giai đoạn triển khai. Ở nhóm công nghệ, mức P/E giảm chủ yếu do giá cổ phiếu điều chỉnh dù lợi nhuận vẫn tăng, khác với nhóm tài nguyên cơ bản có định giá giảm phần lớn do lợi nhuận tăng mạnh trong chu kỳ giá hàng hóa thuận lợi.

Biểu đồ 27: P/E hàm ý của công nghệ giảm do giá, của bán lẻ và tài nguyên cơ bản giảm do lợi nhuận tăng

Thay đổi P/E hàm ý theo biến động giá YTD và dự báo tăng trưởng LNST-CĐTS năm 2026 theo ngành, %, đến 30/10/2026



Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research. Thay đổi P/E hàm ý = (1 + biến động giá YTD)/(1 + tăng trưởng LNST-CĐTS 2026F) - 1. Dữ liệu đến 30/10/2026

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS toàn thị trường tăng 8.6% YoY và giảm khoảng 7% QoQ trong Q4/2026. Tăng trưởng YoY giảm mạnh từ 47.0% của Q3 một phần do kỳ so sánh cao, khi lợi nhuận Q4/2025 đã tăng 48.9% YoY. Tuy nhiên, xu hướng tăng trưởng giảm vẫn thể hiện rõ khi xét trên giai đoạn 2 năm, với lợi nhuận ngoài Vingroup Q4/2026 dự báo cao hơn khoảng 45% so với Q4/2024, thấp hơn mức tăng khoảng 77% của Q3. Tăng trưởng ngoài Vingroup cũng giảm liên tục từ 35.8% YoY trong Q1 xuống 35.2% trong Q2, 22.8% trong Q3 và dự báo chỉ còn 4.5% trong Q4. Đáng lưu ý, kỳ so sánh ngoài Vingroup trong Q4/2025 tăng 39.0% YoY, thấp hơn mức 43.9% của Q3/2025, tức tăng trưởng giảm trong Q4/2026 dù kỳ gốc thuận lợi hơn Q3.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng, công suất HRC mới và doanh thu của các chuỗi bán lẻ tiếp tục đóng góp vào tăng trưởng, trong khi lợi nhuận lọc dầu, khai khoáng và hóa chất giảm QoQ khi chênh lệch giá sản phẩm thu hẹp và các khoản thu nhập bất thường không lặp lại. Khoản dự phòng thu đổi tại PNJ cũng ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận quý cuối năm. Như vậy, lợi nhuận vẫn tăng YoY, song tốc độ tăng giảm qua các quý và lợi nhuận tuyệt đối Q4 dự báo thấp hơn Q3, với tăng trưởng YoY giảm ở 12/19 ngành theo dự báo của chúng tôi.

Biểu đồ 6: Tăng trưởng lợi nhuận Q4/2026 dự báo chậm lại ở 12/19 ngành

Tăng trưởng LNST-CĐTS theo ngành và toàn thị trường, % YoY, Q1/2025-Q4/2026F

Ng¨ nh	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Q4/26F
Ng©n h¨ ng	13.5%	24.5%	21.1%	10.4%
BĮS	32.8%	239.7%	344.5%	6.0%
H¨ ng & DV c¹ ng nghi�Ő p	27.5%	39.8%	-12.9%	-5.6%
ThĖc phĮm & L'Į uĮng	54.8%	28.9%	30.0%	1.8%
ņiỐ n, nˠ Mc & kh² L'Į t	36.0%	48.5%	58.6%	31.5%
DĮch vỐ t¨ i ch²nh	25.9%	37.1%	-44.9%	-18.1%
T¨ i nguy°n cˠ bĎn	166.0%	82.0%	179.1%	139.9%
X©y dĖng & vỀt liỐ u	24.2%	19.5%	-36.5%	-25.0%
H· a chĮt	56.2%	53.3%	29.8%	20.0%
DĮu kh²	605.0%	251.1%	346.0%	85.0%
Viį n th¹ ng	258.9%	39.7%	-15.6%	-18.0%
C¹ ng nghiỐ th¹ ng tin	0.4%	17.8%	10.4%	10.0%
Du lĮch & giĎi tr²	65.7%	-82.0%	-1.9%	-87.6%
B§n lĖ	66.6%	103.4%	80.2%	124.6%
H¨ ng c§ nh©n & gia dỐng	43.4%	-18.1%	-20.9%	n/m
BĎo hiĮm	21.0%	20.6%	0.9%	36.6%
Ď t¹ v¨ phỐ t½ng	58.2%	-88.3%	-10.1%	15.0%
Y tĖ	7.7%	17.5%	-11.9%	-29.5%
TruyĮn th¹ ng	200.6%	189.3%	285.8%	n/m
To¨ n thĶtrˠ Ńng (TT)	**36.5%**	**49.1%**	**47.0%**	**8.6%**
To¨ n TT ngo¨ i Vingroup	**35.8%**	**35.2%**	**22.8%**	**4.5%**

Nguồn: FiinPro-X, Pinetree Research tính toán và dự báo. n/m là tỷ lệ tăng trưởng không có ý nghĩa so sánh do lợi nhuận kỳ gốc âm, chuyển từ lãi sang lỗ hoặc mức biến động vượt 300%

Triển vọng lợi nhuận Q4 củng cố sự khác biệt về định giá giữa các nhóm ngành. Lợi nhuận ngoài Vingroup dự báo tăng 4.5% YoY, thấp nhất từ Q3/2023, với mức tăng trưởng tập trung ở một số doanh nghiệp có khả năng mở rộng quy mô kinh doanh. Ngân hàng tiếp tục tăng lợi nhuận nhờ tín dụng, dù chi phí huy động và dự phòng hạn chế mức cải thiện. Các doanh nghiệp thép có công suất mới và chuỗi bán lẻ đang mở rộng thị phần duy trì tăng trưởng từ hoạt động kinh doanh chính, trong khi nhóm lọc dầu và khai khoáng có khả năng ghi nhận lợi nhuận thấp hơn khi giá sản phẩm trở về mức bình thường. Với các doanh nghiệp có phần lớn tăng trưởng đến từ giá hàng hóa hoặc thu nhập bất thường, mức P/E hiện tại chưa phản ánh đầy đủ khả năng lợi nhuận giảm trong các quý tới.

Chúng tôi đánh giá dư địa cải thiện định giá có sự khác biệt lớn giữa các ngành, với triển vọng công nghệ đáng chú ý khi giá cổ phiếu giảm mạnh dù hợp đồng ký mới tiếp tục tăng. Tại ngân hàng, khả năng cải thiện NIM sẽ thuận lợi hơn khi chi phí huy động giảm tương ứng với lãi suất cho vay, đặc biệt ở các doanh nghiệp duy trì tỷ lệ CASA cao. Đối với bán lẻ, tăng trưởng doanh thu và hiệu quả vận hành của các chuỗi lớn có khả năng duy trì lợi nhuận tốt hơn phần cải thiện từ giá thiết bị. Nhìn chung, mức định giá thấp cần được đánh giá cùng triển vọng lợi nhuận sau Q4, khi các khoản thu nhập bất thường và điều kiện giá hàng hóa thuận lợi của Q3 không còn đóng góp ở quy mô tương đương.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Pinetree (Pinetree) lập và phát hành, phân phối miễn phí tại Việt Nam. Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm về nội dung báo cáo xác nhận rằng (i) các quan điểm trình bày trong báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích đó về các chứng khoán và tổ chức phát hành được đề cập, và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích, trong quá khứ, hiện tại hay tương lai, liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị hoặc quan điểm cụ thể nêu trong báo cáo này.

Báo cáo này được xây dựng dựa trên thông tin thu thập từ các nguồn công khai mà tác giả cho là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành; tuy nhiên, Pinetree không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay kịp thời của các thông tin, đánh giá hoặc khuyến nghị đó. Nguồn của mỗi số liệu được trích dẫn được ghi ngay bên dưới bảng hoặc biểu đồ sử dụng số liệu đó. Các đánh giá, dự báo và giá mục tiêu là quan điểm của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành, không đại diện cho quan điểm chung của Pinetree và có thể thay đổi mà không cần báo trước. Pinetree không có nghĩa vụ cập nhật báo cáo này hoặc thông báo cho người nhận về bất kỳ thay đổi nào.

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho khách hàng của Pinetree và không phải là cam kết về kết quả trong tương lai. Báo cáo này không phải là lời chào mua hay chào bán bất kỳ chứng khoán nào được đề cập, không phải là khuyến nghị đầu tư, không phải là báo cáo được lập trong khuôn khổ nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán đã được cấp phép, và không phải là tư vấn pháp lý, thuế hay kế toán. Báo cáo được lập mà không xét đến mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận nào. Việc người nhận tiếp nhận và sử dụng báo cáo này không cấu thành và không xác lập việc sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán.

Đầu tư chứng khoán có rủi ro, bao gồm khả năng mất vốn gốc. Người nhận tự đưa ra quyết định và tự chịu toàn bộ trách nhiệm cũng như rủi ro khi sử dụng báo cáo này, và nên tham khảo ý kiến tư vấn độc lập về tài chính, pháp lý và thuế khi cần thiết. Pinetree, cùng các công ty liên kết, công ty mẹ, cán bộ và nhân viên của Pinetree, không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hay gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Dữ liệu cá nhân - Dữ liệu cá nhân của người nhận được xử lý nhằm mục đích phân phối báo cáo phân tích và thông tin liên quan, phù hợp với thông báo về quyền riêng tư của Pinetree và pháp luật Việt Nam về bảo vệ dữ liệu cá nhân. Người nhận có thể hủy đăng ký nhận báo cáo bất kỳ lúc nào bằng cách gửi thư đến research@pinetree.vn.

Luật điều chỉnh và ngôn ngữ - Tuyên bố này được điều chỉnh bởi pháp luật Việt Nam. Tuyên bố được phát hành bằng tiếng Việt và tiếng Anh; trường hợp có sự khác biệt giữa hai bản, bản tiếng Việt được ưu tiên áp dụng.

Bản quyền - Báo cáo này là tài sản của Pinetree. Nghiêm cấm sao chép, chỉnh sửa, phân phối lại hoặc truyền tải báo cáo, toàn bộ hay một phần và dưới bất kỳ hình thức nào, khi chưa có sự đồng ý trước bằng văn bản của Pinetree. © Công ty Cổ phần Chứng khoán Pinetree. Bảo lưu mọi quyền.

Khiếu nại - Người nhận có khiếu nại về báo cáo này hoặc về hành vi của chuyên viên phân tích có thể gửi thư đến bộ phận tuân thủ của Pinetree qua địa chỉ research@pinetree.vn.

Thang khuyến nghị đầu tư

C§c khuyến nghị đối với cổ phiếu được xác định dựa trên tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng, bao gồm chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá tại thời điểm công bố, cộng với tỷ suất cổ tức dự kiến. Hệ thống phân loại khuyến nghị được quy định như sau:

KhuyẦn nghỊ	ỵ nGh·a
MUA	TL¸ng tR§suDt sinh lÑi kú väng trong 12 th§ng >15%
NèM GIú	TL¸ng tR§suDt sinh lÑi kú väng trong 12 th§ng tỐ -10% L'Ẫn +15%
BÁN	TL¸ng tR§suDt sinh lÑi kú väng trong 12 th§ng <-10%
ỵ ANG XEM X£T	C§c dR· ph· ng kh¹ ng c¸ n ph½hÑp do ph§t sinh sR kiỈ n mỊ. KhuyẦn nghỊv¨ gi§ mỐc ti° u tr£ MỊc L'· hẪt hiỈ u lRc. TrỘng th§i n¨ y L'£ Ñc cẾp nhẾt trong v¸ ng 30 ng¨ y hoỈc chuyẦn sang KHÔNG ỵ ÁNH GIÁ.
KHÔNG ỵ ÁNH GIÁ	CL¸ phiẦu chÚL'£ Ñc L'Ỵ cẾp nhẾm mỐc L'²ch cung cDp th¹ ng tin, kh¹ ng k¯ m khuyẦn nghỊL'Du t£ v¨ c· thỴ kh¹ ng c· gi§ mỐc ti° u.

Thông tin liên hệ

Vương Chí Tâm, CFA, FRM

Trưởng phòng phân tích

tamvc@pinetree.vn

Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên cao cấp

quangtpt@pinetree.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên cao cấp

anhnd1@pinetree.vn

Nguyễn Doãn Đức

Chuyên viên SX video

ducnd@pinetree.vn

Đào Tuấn Anh

Chuyên viên SX video

anhdt@pinetree.vn