Thuế Section 301 sẽ gây áp lực lên lợi nhuận ngay cả khi các doanh nghiệp Việt Nam duy trì thị phần tại Mỹ

Chúng tôi cho rằng khả năng cao Mỹ sẽ nâng thuế Section 301 đối với hàng hóa Việt Nam từ 12.5% lên 20% từ tháng 03/2027. Danh mục miễn thuế và việc Mỹ đồng thời tăng thuế đối với các quốc gia cạnh tranh sẽ giúp hạn chế ảnh hưởng đến tăng trưởng xuất khẩu. Tuy nhiên, áp lực giảm giá bán để chia sẻ chi phí thuế và chi phí nhân công tăng sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu. Chúng tôi đánh giá TNG, VHC, KBC và SIP có triển vọng đầu tư thuận lợi nhất tại mức định giá hiện nay.

Ảnh hưởng của thuế quan đến lợi nhuận sẽ khác nhau đáng kể giữa các doanh nghiệp

Chúng tôi đánh giá tác động trực tiếp của thuế quan đến tăng trưởng kinh tế năm 2027 tương đối hạn chế trong kịch bản cơ sở. Khoảng 43.4% kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ thuộc phạm vi đề xuất thuế mới, trong khi chênh lệch thuế với phần lớn các quốc gia ASEAN chỉ còn 2 điểm %. Với thời gian áp dụng thuế từ tháng 03/2027, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ giảm sẽ làm giảm khoảng 2 tỷ USD kim ngạch xuất khẩu và 1 tỷ USD giá trị gia tăng nội địa. Rủi ro lớn hơn trong dài hạn đến từ các yêu cầu liên quan đến xuất xứ hàng hóa và chính sách thu hút FDI mà Mỹ có thể đưa vào thỏa thuận thương mại.

Các doanh nghiệp xuất khẩu tôm và dệt may sẽ chịu ảnh hưởng lớn nhất đến lợi nhuận trong năm 2027. Chênh lệch thuế với Ecuador tăng sẽ khiến FMC và MPC phải chia sẻ tỷ lệ chi phí thuế cao hơn các doanh nghiệp may mặc. Chúng tôi dự báo LNST-CĐM năm 2027 của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm và dệt may thấp hơn 7-18% so với kịch bản duy trì thuế 12.5%. Đối với ngành cá tra, lợi thế thuế CBPG giúp VHC duy trì khả năng cạnh tranh tại Mỹ, trong khi ANV và IDI sẽ chịu áp lực cạnh tranh về giá tại các thị trường ngoài Mỹ.

Chúng tôi đánh giá việc các doanh nghiệp FDI trì hoãn đầu tư sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến nhu cầu thuê đất khu công nghiệp so với hoạt động sản xuất tại các nhà máy hiện hữu. Chúng tôi dự báo LNST-CĐM của KBC trong năm 2027 và 2028 thấp hơn lần lượt 4.0% và 9.7% trong kịch bản thuế 20%. Doanh thu từ các hợp đồng thuê đất hiện hữu và cơ cấu tuyến dịch vụ tại các cảng nước sâu giúp SIP, PHP và GMD hạn chế ảnh hưởng của thuế quan đến lợi nhuận trong ngắn hạn.

Định giá hiện tại của một số cổ phiếu vẫn hấp dẫn ngay cả khi chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận. TNG giao dịch ở P/E 2027F 4.8x, thấp hơn đáng kể trung vị 5 năm. VHC có triển vọng phục hồi tỷ suất lợi nhuận nhờ lợi thế thuế CBPG và chi phí cá nguyên liệu giảm. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thuê đất tại các khu công nghiệp của KBC phục hồi sau khi Việt Nam và Mỹ đạt thỏa thuận thương mại, trong khi SIP có khả năng duy trì lợi nhuận giữa các kịch bản thuế quan. Giá mục tiêu của TNG, VHC, KBC và SIP lần lượt là 27,700, 66,000, 34,500 và 68,500 VND/cp, tương ứng upside 66.9%, 32.0%, 31.2% và 59.5%.

Chuyên viên

Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@pinetree.vn

Nguyễn Đức Anh
anhnd1@pinetree.vn

Người duyệt báo cáo

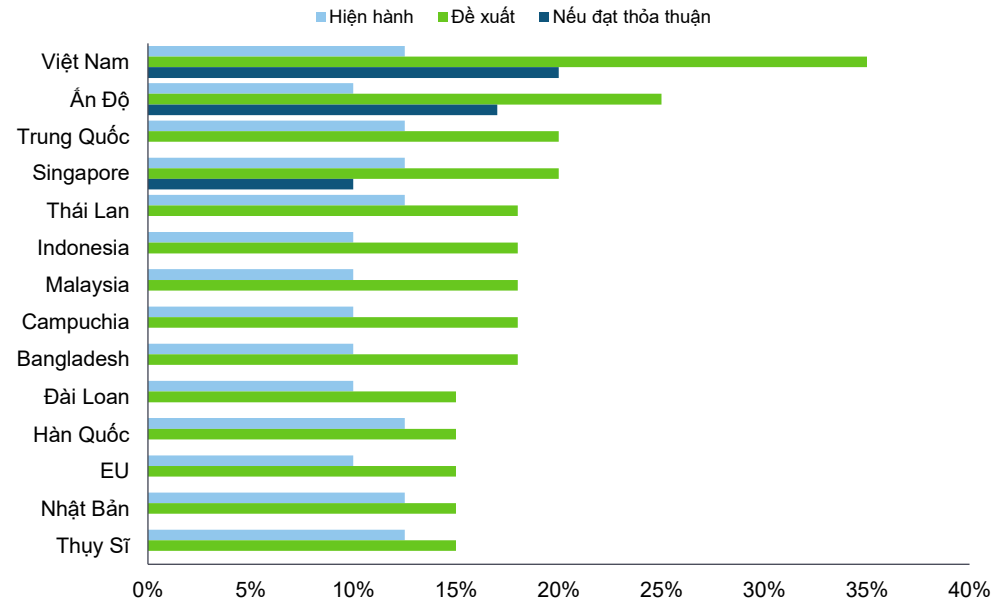
Vương Chí Tâm, CFA, FRM
tamvc@pinetree.vn

Mỹ có thể nâng thuế nhập khẩu đối với hàng hóa Việt Nam lên 20% trong Q1/2027

Chúng tôi cho rằng mức thuế 20% có khả năng trở thành mức thuế chính thức nếu Việt Nam và Mỹ đạt thỏa thuận thương mại trong những tháng tới. Ngày 25/11/2026, Văn phòng Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) đề xuất áp thuế theo Điều 301 của Đạo luật Thương mại năm 1974 (Section 301) đối với 14 nền kinh tế sau cuộc điều tra về chính sách phát triển công nghiệp và tình trạng dư thừa công suất sản xuất. Việt Nam đối mặt với mức thuế đề xuất cao nhất là 35%, so với mức 15-18% của phần lớn các nền kinh tế còn lại. USTR đồng thời xem xét mức thuế 20% nếu hai nước đạt thỏa thuận thương mại đáp ứng các vấn đề mà cuộc điều tra đặt ra. Mức này tương ứng với mức thuế hai nước đã thống nhất trong khuôn khổ thỏa thuận thương mại ngày 26/10/2025.

Biểu đồ 1: Việt Nam có thể chịu mức tăng thuế lên tới 22.5 điểm %, cao nhất trong 14 nền kinh tế

Thuế Section 301 hiện hành và mức đề xuất ngày 25/11/2026 theo nền kinh tế, %



Nguồn: USTR, Pinetree Research

Đề xuất của USTR tương ứng với mức tăng thuế 7.5-22.5 điểm % đối với phần lớn hàng hóa Việt Nam đang chịu thuế Section 301. Mỹ áp dụng mức thuế 12.5% từ ngày 24/07/2026 sau khi kết thúc cuộc điều tra về chính sách kiểm soát nhập khẩu hàng hóa sử dụng lao động cưỡng bức. USTR đề xuất khấu trừ thuế Section 301 hiện hành khi xác định mức thuế bổ sung từ cuộc điều tra mới. Theo cách tính này, tổng thuế Section 301 sẽ tăng lên 20% hoặc 35%, chưa bao gồm thuế MFN và các loại thuế phòng vệ thương mại khác.

Chúng tôi cho rằng chính quyền Mỹ nhiều khả năng sẽ khôi phục mức thuế 20% đối với hàng hóa Việt Nam. Chính quyền Mỹ đã lần lượt sử dụng Section 122 và Section 301 để khôi phục một phần mức thuế trước khi Tòa án Tối cao Mỹ bác bỏ thẩm quyền áp thuế theo Đạo luật Quyền hạn Kinh tế Khẩn cấp Quốc tế (IEEPA) vào tháng 02/2026. Mức thuế 20% tương ứng với mức thuế trong khuôn khổ thỏa thuận thương mại giữa hai nước công bố ngày 26/10/2025. Việc USTR đề xuất mức thuế 35% làm tăng chi phí kinh tế đối với Việt Nam nếu quá trình đàm phán kéo dài, đặc biệt khi Malaysia, Indonesia và Campuchia đã ký thỏa thuận thương mại với Mỹ.

Khả năng Mỹ áp dụng mức thuế trên 20% phụ thuộc chủ yếu vào tiến độ đàm phán các cam kết thương mại còn lại. Việt Nam và Mỹ đã trải qua 7 vòng đàm phán chính thức kể từ tháng 04/2025 và cơ bản hoàn thành đàm phán nội dung hiệp định vào đầu tháng 10/2026. Cuộc điều tra mới của USTR đề cập đến các chính sách

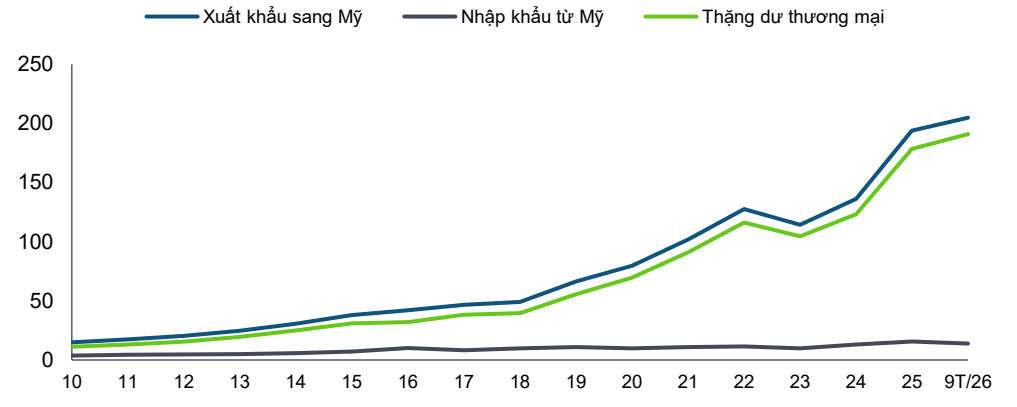
phân bổ tín dụng, phát triển công nghiệp và thu hút đầu tư nước ngoài, có thể làm tăng phạm vi cam kết mà Mỹ yêu cầu. Với thời hạn tiếp nhận ý kiến đến ngày 05/01/2027 và lịch điều trần từ ngày 25/01/2027, chúng tôi sử dụng mức thuế 20% từ Q1/2027 làm giả định cơ sở và mức thuế 35% để đánh giá rủi ro đối với lợi nhuận doanh nghiệp.

Việc mở rộng sản xuất của doanh nghiệp FDI tại Việt Nam làm gia tăng rủi ro thuế quan trong dài hạn

Chúng tôi cho rằng chính quyền Mỹ đang mở rộng mục tiêu của chính sách thuế quan từ giảm thâm hụt thương mại song phương sang hạn chế sự phụ thuộc vào chuỗi cung ứng Trung Quốc. Theo US Census Bureau, thâm hụt thương mại hàng hóa của Mỹ với Việt Nam tăng từ 38.3 tỷ USD năm 2017 lên 178.3 tỷ USD năm 2025 và đạt 190.9 tỷ USD chỉ trong 9T/2026. Trong kết luận điều tra ngày 25/11/2026, USTR đề cập đến các chính sách ưu đãi đầu tư, phát triển công nghiệp, tiền lương và tỷ giá mà cơ quan này cho rằng đã thúc đẩy sản xuất xuất khẩu tại Việt Nam. USTR cũng xác định kim ngạch nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc của Việt Nam tăng 139 tỷ USD trong giai đoạn 2017-2025, trong đó hàng hóa trung gian đóng góp khoảng 100 tỷ USD. Chúng tôi đánh giá sự gia tăng đồng thời của xuất khẩu sang Mỹ và nhập khẩu nguyên liệu từ Trung Quốc sẽ khiến Mỹ yêu cầu các cam kết rộng hơn về xuất xứ hàng hóa và chính sách đầu tư trong quá trình đàm phán.

Biểu đồ 2: Thặng dư thương mại hàng hóa của Việt Nam với Mỹ tăng gần 5 lần kể từ năm 2017

Kim ngạch thương mại hàng hóa song phương Việt Nam - Mỹ giai đoạn 2010-2025 và 9T/2026, tỷ USD

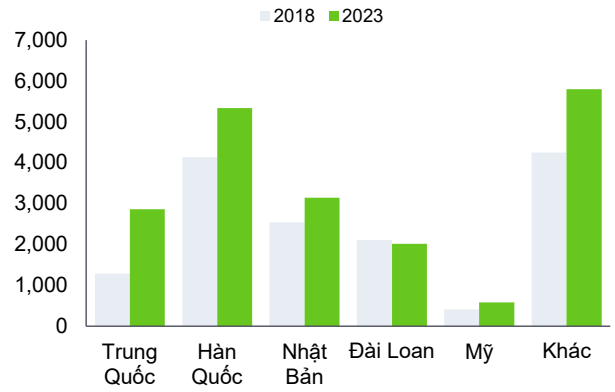


Nguồn: US Census Bureau, Pinetree Research. Số liệu theo thống kê thương mại của Mỹ

Các doanh nghiệp Trung Quốc ngày càng đóng góp lớn vào kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ kể từ khi Mỹ tăng thuế đối với hàng hóa Trung Quốc trong giai đoạn 2018-2019. Theo nghiên cứu của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) công bố tháng 07/2026, số lượng doanh nghiệp FDI từ Trung Quốc và Hồng Kông tại Việt Nam tăng 122.5% trong giai đoạn 2018-2023, cao hơn đáng kể tốc độ tăng số lượng doanh nghiệp FDI từ Hàn Quốc (28.8%) và Nhật Bản (23.6%). Tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ của các doanh nghiệp FDI từ Trung Quốc tăng từ 11.2% trong giai đoạn 2018-2019 lên 25.0% trong giai đoạn 2020-2023, ngay cả sau khi Fed loại trừ các lô hàng có dấu hiệu chuyển tải. Diễn biến này cho thấy các doanh nghiệp đã chuyển một phần hoạt động sản xuất sang Việt Nam để giảm chi phí thuế quan.

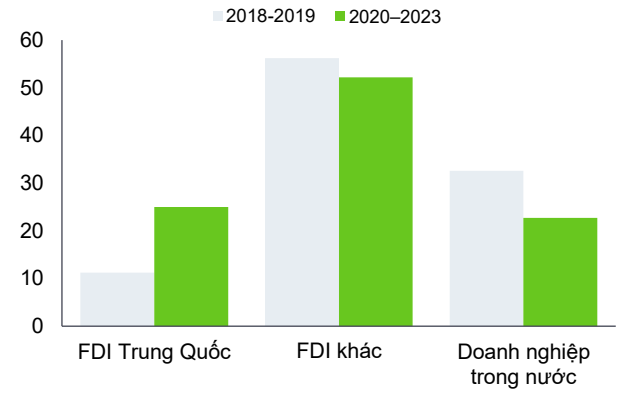
Biểu đồ 3: Doanh nghiệp Trung Quốc mở rộng hoạt động sản xuất tại Việt Nam nhanh hơn các nhóm doanh nghiệp FDI khác

Số lượng doanh nghiệp FDI theo quốc gia và vùng lãnh thổ của nhà đầu tư chính



Biểu đồ 4: Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ của doanh nghiệp FDI Trung Quốc tăng lên 25%

Cơ cấu kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ theo nhóm doanh nghiệp, %



Nguồn: Federal Reserve, Vietnam Enterprise Survey, S&P Global Panjiva, Pinetree Research. Trung Quốc bao gồm Hồng Kông. Số liệu xuất khẩu loại trừ các lô hàng mà Fed xác định có dấu hiệu chuyển tải hàng hóa từ Trung Quốc

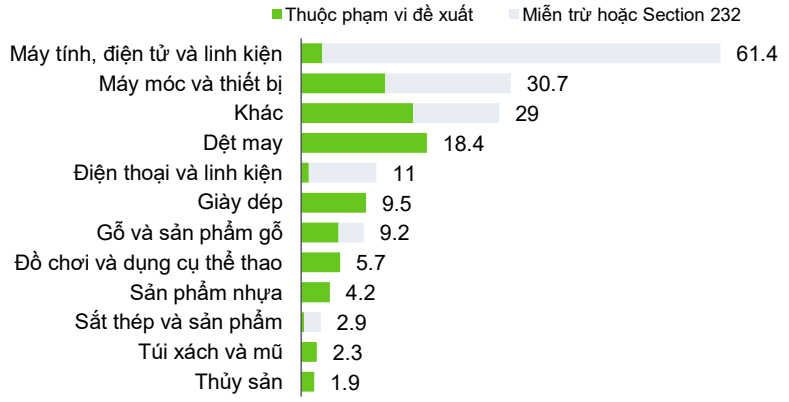
Chúng tôi cho rằng việc Mỹ tăng thuế sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu thuê đất khu công nghiệp trước khi ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng công nghiệp tại Việt Nam. Các doanh nghiệp FDI đã đầu tư xây dựng nhà máy tại Việt Nam sẽ phải chịu thêm chi phí nếu chuyển sản xuất sang quốc gia khác, trong khi mức tiết kiệm thuế tương đối thấp nếu Mỹ áp dụng mức thuế 20%. Đối với các dự án mới, doanh nghiệp có thể trì hoãn quyết định đầu tư để chờ kết quả đàm phán thương mại hoặc lựa chọn quốc gia có chi phí sản xuất và thuế nhập khẩu thấp hơn. Ngay cả khi Việt Nam và Mỹ đạt thỏa thuận về mức thuế 20%, các cam kết liên quan đến xuất xứ hàng hóa và tỷ lệ nội địa hóa có thể tiếp tục ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của những doanh nghiệp sử dụng nhiều nguyên liệu từ Trung Quốc.

Danh mục miễn trừ thuế giúp hạn chế tác động đến tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam

Chúng tôi đánh giá mức độ ảnh hưởng của đề xuất thuế mới đối với các doanh nghiệp xuất khẩu niêm yết sẽ lớn hơn mức độ ảnh hưởng đối với hoạt động xuất khẩu toàn quốc. USTR tiếp tục đề xuất miễn thuế Section 301 đối với máy tính, điện thoại thông minh, thiết bị định tuyến và nhiều loại linh kiện điện tử. USTR cũng đề xuất loại trừ các sản phẩm đang chịu thuế Section 232, bao gồm thép, nhôm, đồng và một số sản phẩm gỗ. Theo ước tính sơ bộ của chúng tôi, khoảng 43.4% kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ trong 12 tháng đến tháng 10/2026 thuộc phạm vi đề xuất thuế mới. Riêng dệt may, giày dép, gỗ và thủy sản chiếm khoảng 43.7% giá trị hàng hóa thuộc phạm vi này, dù chỉ chiếm khoảng 21.0% tổng kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ.

Biểu đồ 5: Danh mục miễn thuế giúp hạn chế ảnh hưởng của Section 301 đến nhóm hàng xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam

Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ theo nhóm hàng và phạm vi đề xuất thuế Section 301 trong 12 tháng đến tháng 10/2026, tỷ USD

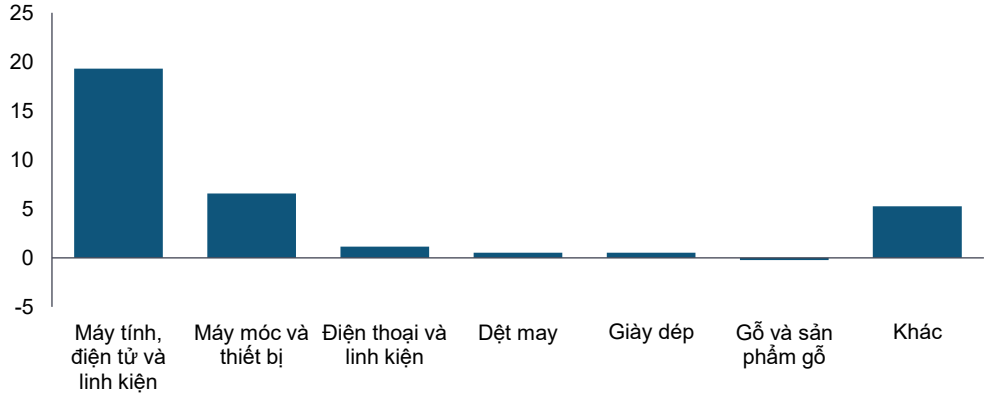


Nguồn: Cục Hải quan, USTR, Pinetree Research ước tính. Chúng tôi phân loại hàng hóa theo danh mục miễn trừ trong đề xuất ngày 25/11/2026 và phạm vi áp dụng thuế Section 232

Tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2026 chủ yếu đến từ các nhóm hàng có tỷ trọng miễn thuế Section 301 cao. Trong 10T/2026, kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ tăng 26.2% YoY lên 159.4 tỷ USD, trong đó máy tính, sản phẩm điện tử, linh kiện và máy móc đóng góp khoảng 78% giá trị tăng thêm. Trong cùng kỳ, kim ngạch xuất khẩu dệt may và giày dép chỉ tăng lần lượt 3.6% và 6.9% YoY, trong khi gỗ và sản phẩm gỗ giảm 3.0% YoY. Chúng tôi cho rằng nhu cầu đầu tư vào hạ tầng công nghệ và sự mở rộng công suất sản xuất thiết bị điện tử tại Việt Nam sẽ tiếp tục đóng góp lớn vào tăng trưởng xuất khẩu năm 2027. Các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng truyền thống có triển vọng tăng trưởng thấp hơn do Mỹ tăng thuế nhập khẩu trong điều kiện sức mua của người tiêu dùng tăng trưởng chậm.

Biểu đồ 6: Máy tính, điện tử và máy móc đóng góp khoảng 78% giá trị xuất khẩu tăng thêm trong 10T/2026

Thay đổi kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ theo nhóm hàng trong 10T/2026 so với cùng kỳ, tỷ USD



Nguồn: Cục Hải quan, Pinetree Research tính toán

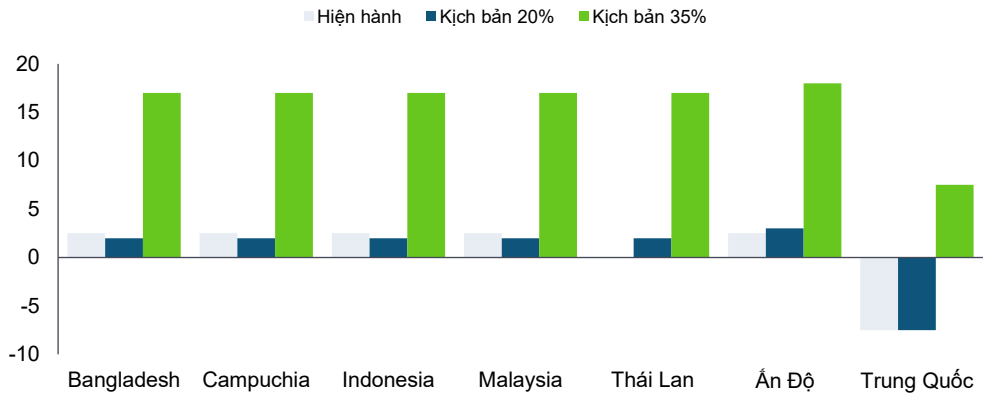
Chúng tôi cho rằng tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu trong năm 2027 có thể cao hơn tăng trưởng thu nhập của các doanh nghiệp sản xuất trong nước. Phần lớn các sản phẩm điện tử đóng góp lớn vào tăng trưởng xuất khẩu năm 2026 nằm trong danh mục miễn thuế, trong khi dệt may, giày dép, đồ gỗ và thủy sản đều thuộc các nhóm hàng chịu ảnh hưởng đáng kể từ đề xuất mới. Các ngành này sử dụng nhiều lao động và có sự tham gia lớn hơn của các doanh nghiệp trong nước vào chuỗi sản xuất. Do đó, ngay cả khi xuất khẩu điện tử tiếp tục tăng mạnh, việc các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng giảm giá bán và thu hẹp sản lượng vẫn có thể ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết.

Chênh lệch thuế với các quốc gia cạnh tranh sẽ chi phối khả năng duy trì thị phần của doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam

Chúng tôi cho rằng mức thuế 20% sẽ ít ảnh hưởng đến thị phần của hàng may mặc, giày dép và đồ gỗ Việt Nam tại Mỹ do USTR đồng thời đề xuất tăng thuế đối với các quốc gia cạnh tranh. Chênh lệch thuế Section 301 giữa hàng hóa Việt Nam và Bangladesh, Indonesia, Malaysia và Campuchia sẽ giảm từ 2.5 xuống 2.0 điểm % nếu Mỹ áp dụng mức thuế lần lượt là 20% và 18%. Đối với phần lớn sản phẩm may mặc Trung Quốc, tổng thuế Section 301 sẽ tăng lên khoảng 27.5%, bao gồm thuế 7.5% từ cuộc điều tra giai đoạn 2018-2019. Các nhà nhập khẩu Mỹ có ít cơ hội giảm chi phí thông qua chuyển đổi quốc gia cung ứng nếu USTR áp dụng các mức thuế trên. Chúng tôi đánh giá tác động của thuế quan trong kịch bản cơ sở sẽ chủ yếu đến từ sức mua tại Mỹ giảm và việc các nhà nhập khẩu đàm phán giảm giá mua hàng.

Biểu đồ 7: Các doanh nghiệp may mặc Việt Nam có khả năng duy trì lợi thế cạnh tranh tương đối trong kịch bản thuế 20%

Chênh lệch thuế Section 301 giữa hàng may mặc Việt Nam và các quốc gia cạnh tranh, điểm %



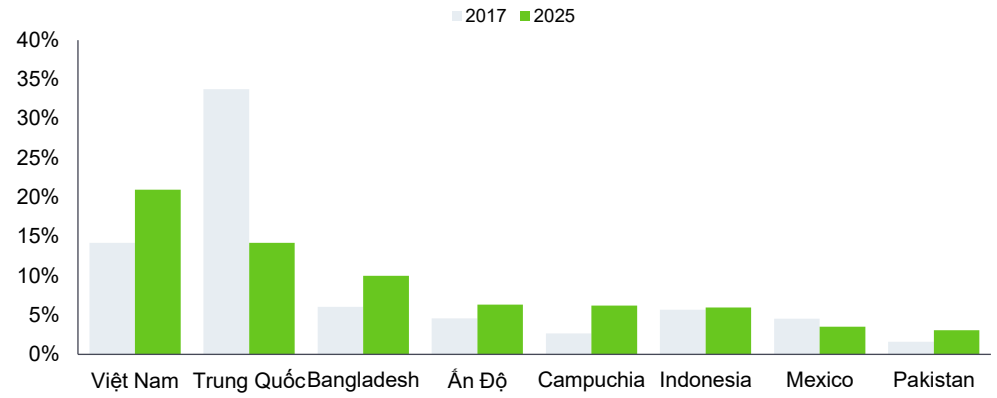
Nguồn: USTR, Pinetree Research tính toán. Chênh lệch thuế bằng thuế Section 301 đối với hàng hóa Việt Nam trừ thuế Section 301 đối với hàng hóa của quốc gia so sánh. Chúng tôi giả định Mỹ áp dụng mức thuế 17% đối với Ấn Độ, 18% đối với các quốc gia so sánh còn lại, ngoại trừ Trung Quốc với tổng thuế Section 301 là 27.5% đối với các sản phẩm may mặc thuộc phạm vi tính toán

Khả năng duy trì thị phần của hàng may mặc Việt Nam sẽ giảm đáng kể nếu Mỹ áp dụng mức thuế 35%. Trong giai đoạn 2017-2025, tỷ trọng hàng may mặc nhập khẩu từ Trung Quốc của Mỹ giảm từ 33.8% xuống 14.2%, trong khi tỷ trọng nhập khẩu từ Việt Nam tăng từ 14.2% lên 21.0%. Bangladesh và Campuchia cũng tăng thị phần lần lượt 4.0 và 3.5 điểm %. Quá trình chuyển đổi nhà cung cấp trong những năm qua đã giúp các doanh nghiệp tại những quốc gia này mở rộng công suất và thiết lập quan hệ với các nhà nhập khẩu lớn tại Mỹ. Với chênh lệch thuế 17 điểm % trong kịch bản bất lợi, các nhà nhập khẩu có động lực tăng tỷ trọng đơn hàng từ Bangladesh, Campuchia và Indonesia ngay cả khi chi phí sản xuất tại các quốc gia này cao hơn Việt Nam.

Các ưu đãi thuế theo hạn ngạch có thể làm giảm khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp dệt may Việt Nam ngay cả trong kịch bản thuế 20%. Chính quyền Mỹ đã công bố cơ chế miễn thuế Section 301 theo hạn ngạch đối với một số sản phẩm dệt may sử dụng nguyên liệu Mỹ của Bangladesh, Campuchia, Indonesia và Malaysia vào tháng 07/2026. USTR tiếp tục lấy ý kiến về việc áp dụng mức thuế ưu đãi theo hạn ngạch đối với hàng dệt may của một số quốc gia trong đề xuất ngày 25/11/2026. Việt Nam hiện chưa có cơ chế ưu đãi tương tự. Chúng tôi cho rằng quy mô hạn ngạch và chi phí sử dụng nguyên liệu Mỹ sẽ quyết định lợi thế cạnh tranh thực tế của các doanh nghiệp tại những quốc gia này.

Biểu đồ 8: Sự mở rộng sản xuất tại các quốc gia cạnh tranh tạo điều kiện cho các nhà nhập khẩu Mỹ chuyển đổi nhà cung cấp

Tỷ trọng kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ theo quốc gia trong năm 2017 và 2025, %



Nguồn: OTEXA, US Department of Commerce, Pinetree Research

Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp xuất khẩu tôm sẽ chịu ảnh hưởng lớn hơn các doanh nghiệp may mặc trong kịch bản thuế 20%. USTR không tiến hành cuộc điều tra lần này đối với Ecuador, quốc gia chiếm khoảng 29% sản lượng tôm nhập khẩu của Mỹ trong năm 2025. Trong 9T/2026, tỷ trọng nhập khẩu từ Ecuador tiếp tục tăng lên 35.5%, trong khi tỷ trọng nhập khẩu từ Việt Nam giảm còn 6.5%. Nếu Mỹ duy trì mức thuế Section 301 10% đối với tôm Ecuador, chênh lệch thuế giữa tôm Việt Nam và Ecuador sẽ tăng từ 2.5 lên 10 điểm %, chưa bao gồm thuế CBPG và thuế chống trợ cấp. Chúng tôi cho rằng khả năng cạnh tranh về giá của tôm Việt Nam sẽ tiếp tục suy giảm, đặc biệt đối với các sản phẩm sơ chế có mức độ thay thế cao.

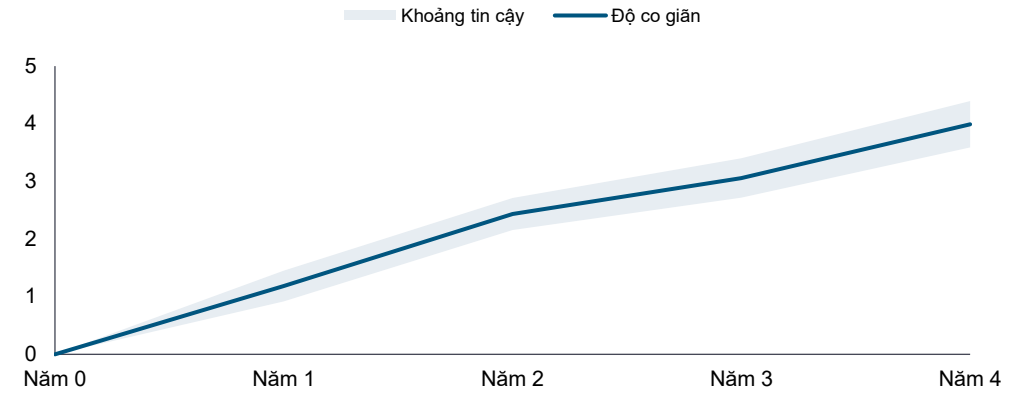
Đối với cá tra, chúng tôi đánh giá thuế Section 301 sẽ chủ yếu ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ, trong khi thuế CBPG tiếp tục chi phối thị phần của các doanh nghiệp Việt Nam tại thị trường này. Như chúng tôi đã phân tích trong báo cáo ngành thủy sản ngày 18/11/2026, kết quả sơ bộ POR22 giúp VHC củng cố lợi thế cạnh tranh so với ANV và IDI. Việc Mỹ tăng thuế Section 301 sẽ làm tăng chi phí nhập khẩu cá tra từ cả 3 doanh nghiệp. VHC vẫn có lợi thế về thuế CBPG và khả năng tiếp nhận đơn hàng từ các doanh nghiệp chịu thuế cao hơn. Chúng tôi cho rằng lợi thế này sẽ giúp VHC hạn chế áp lực giảm giá bán khi các nhà nhập khẩu tìm cách giảm chi phí mua hàng.

Quá trình chuyển đổi nhà cung cấp có thể kéo dài nhiều năm sau khi Mỹ tăng thuế nhập khẩu

Chúng tôi cho rằng tác động của thuế quan đến sản lượng xuất khẩu trong năm 2027 sẽ chủ yếu phụ thuộc vào khả năng điều chỉnh đơn hàng giữa các nhà cung cấp hiện hữu. Việc phát triển nhà cung cấp mới đòi hỏi thời gian đánh giá chất lượng sản phẩm, kiểm định quy trình sản xuất và mở rộng công suất. Nghiên cứu của Fed về các đợt tăng thuế đối với hàng hóa Trung Quốc giai đoạn 2018-2019 cho thấy độ co giãn thương mại theo thuế tăng từ 1.19 sau năm đầu tiên lên 3.99 sau 4 năm. Chúng tôi đánh giá các nhà nhập khẩu Mỹ có động lực duy trì quan hệ với doanh nghiệp Việt Nam trong kịch bản thuế 20% do chênh lệch thuế với các quốc gia cạnh tranh ít thay đổi. Nếu Mỹ áp dụng mức thuế 35%, lợi ích từ việc chuyển đổi nhà cung cấp sẽ lớn hơn, đặc biệt đối với các hợp đồng cung ứng dài hạn và những sản phẩm có quy trình sản xuất tương đối phổ biến.

Biểu đồ 9: Độ co giãn thương mại theo thuế tăng hơn 3 lần sau 4 năm kể từ khi Mỹ tăng thuế đối với hàng hóa Trung Quốc

Độ co giãn thương mại theo thuế qua các năm kể từ khi Mỹ tăng thuế nhập khẩu đối với hàng hóa Trung Quốc giai đoạn 2018-2019, lần

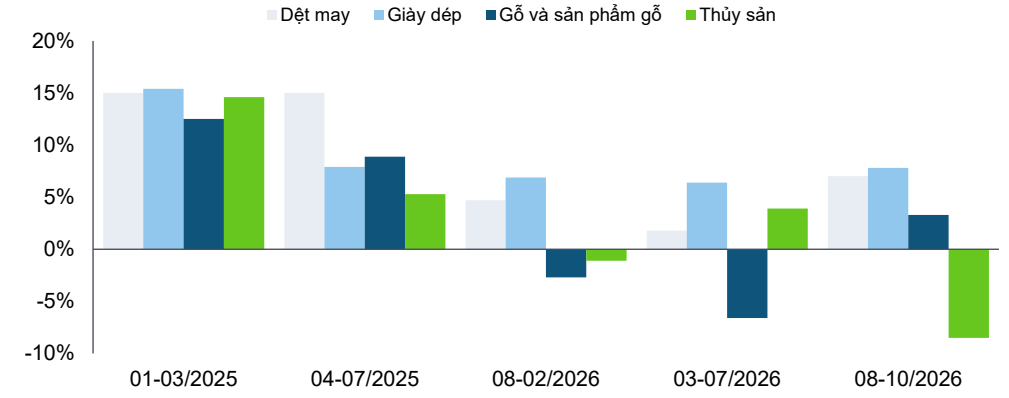


Nguồn: Federal Reserve (12/04/2024), Pinetree Research. Vùng màu thể hiện khoảng tin cậy của hệ số ước lượng

Việc các nhà nhập khẩu tăng lượng hàng mua trước thời điểm Mỹ áp thuế có thể khiến tăng trưởng xuất khẩu chậm lại trong H1/2027. Trong Q1/2025, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa của Mỹ tăng 26.5% YoY trước khi chính quyền Mỹ áp thuế đối ứng vào tháng 4. Tăng trưởng nhập khẩu giảm dần trong các quý tiếp theo và chuyển sang mức âm trong Q4/2025. Nghiên cứu của Dallas Fed công bố tháng 10/2026 ước tính các đợt tăng thuế trong năm 2025 làm giảm 12.3% giá trị nhập khẩu của Mỹ so với kịch bản giữ nguyên thuế, dù kim ngạch thực tế vẫn tăng 4.5% YoY nhờ nhu cầu thiết bị phục vụ đầu tư AI và việc nhập hàng sớm. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp Việt Nam có thể ghi nhận tăng trưởng đơn hàng trước thời điểm Mỹ áp thuế mới, sau đó giảm công suất sản xuất khi khách hàng điều chỉnh lượng hàng tồn kho.

Biểu đồ 10: Tăng trưởng xuất khẩu dệt may và giày dép sang Mỹ giảm xuống dưới 7% trong giai đoạn Mỹ áp thuế đối ứng 20%

Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ theo nhóm hàng qua các giai đoạn áp thuế, % YoY



Nguồn: Cục Hải quan, Pinetree Research. Mỹ lần lượt áp dụng mức thuế bổ sung phổ biến 10%, 20%, 10% và 12.5% từ tháng 04/2025

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ sẽ là yếu tố chính quyết định tăng trưởng xuất khẩu của các doanh nghiệp may mặc và đồ gỗ trong kịch bản thuế 20%. Trong giai đoạn Mỹ áp thuế đối ứng 20%, kim ngạch xuất khẩu dệt may sang Mỹ vẫn tăng 4.7% YoY, trong khi xuất khẩu gỗ và thủy sản giảm lần lượt 2.7% và 1.1% YoY. Việc Mỹ giảm thuế xuống 10% vào tháng 02/2026 cũng chưa giúp tăng trưởng xuất khẩu dệt may và đồ gỗ cải thiện. Với chênh lệch thuế giữa Việt Nam và các quốc gia cạnh tranh ít thay đổi trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp Việt Nam sẽ duy trì được phần lớn đơn hàng hiện hữu. Rủi ro đối với lợi

nhuận chủ yếu đến từ việc các nhà nhập khẩu yêu cầu giảm giá mua hàng để hạn chế tăng giá bán lẻ tại Mỹ.

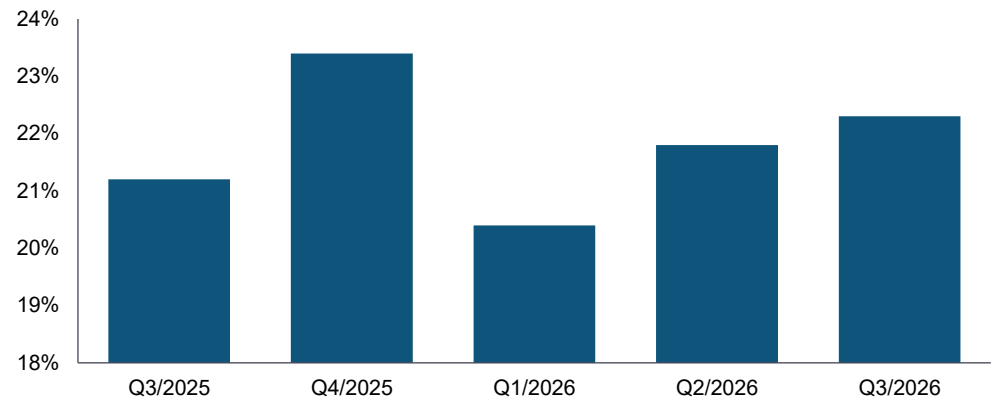
Các doanh nghiệp xuất khẩu có biên lợi nhuận thấp sẽ chịu ảnh hưởng lớn hơn từ việc chia sẻ chi phí thuế với nhà nhập khẩu Mỹ

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp may mặc và đồ gỗ Việt Nam sẽ chỉ phải chia sẻ một phần nhỏ chi phí thuế tăng thêm trong kịch bản cơ sở. Nghiên cứu của Fed New York công bố tháng 02/2026 cho thấy các doanh nghiệp xuất khẩu chỉ chịu khoảng 6% chi phí thuế mà Mỹ áp dụng trong 8T/2025, sau đó tăng lên 14% vào tháng 11/2025. Nghiên cứu của Kiel Institute cũng xác định tỷ lệ này ở mức 4% trong năm 2025. Tuy nhiên, nghiên cứu của Caroline Freund công bố tháng 07/2026 cho thấy các nhà cung cấp chiếm thị phần lớn có thể phải chịu 50-65% chi phí thuế tăng thêm do khả năng tìm kiếm thị trường thay thế hạn chế. Chúng tôi đánh giá khả năng đàm phán giá của doanh nghiệp Việt Nam sẽ phụ thuộc chủ yếu vào chênh lệch thuế với các quốc gia cạnh tranh, mức độ phụ thuộc lẫn nhau giữa doanh nghiệp và khách hàng, cũng như khả năng tiêu thụ sản phẩm tại các thị trường ngoài Mỹ.

Biên lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp may mặc Việt Nam vẫn cải thiện sau khi Mỹ áp dụng thuế đối ứng 20% vào tháng 08/2025. Biên lợi nhuận gộp của MSH và TNG trong Q3/2026 đạt lần lượt 22.3% và 14.1%, tăng 1.1 và 0.4 điểm % YoY. Theo một số ước tính, TNG và HTG chỉ giảm khoảng 1-2% giá bán cho khách hàng Mỹ trong H2/2025 để chia sẻ chi phí thuế. Với mức tăng thuế Section 301 tương đương các quốc gia cạnh tranh, chúng tôi giả định các doanh nghiệp may mặc và đồ gỗ xuất khẩu theo điều kiện FOB chịu khoảng 15% chi phí thuế tăng thêm, tương ứng mức giảm khoảng 1.1% giá bán tại Mỹ trong kịch bản thuế 20%.

Biểu đồ 11: Biên lợi nhuận gộp của MSH trong Q3/2026 tăng 1.1 điểm % YoY

Biên lợi nhuận gộp của MSH giai đoạn Q3/2025-Q3/2026, %



Nguồn: MSH, Pinetree Research

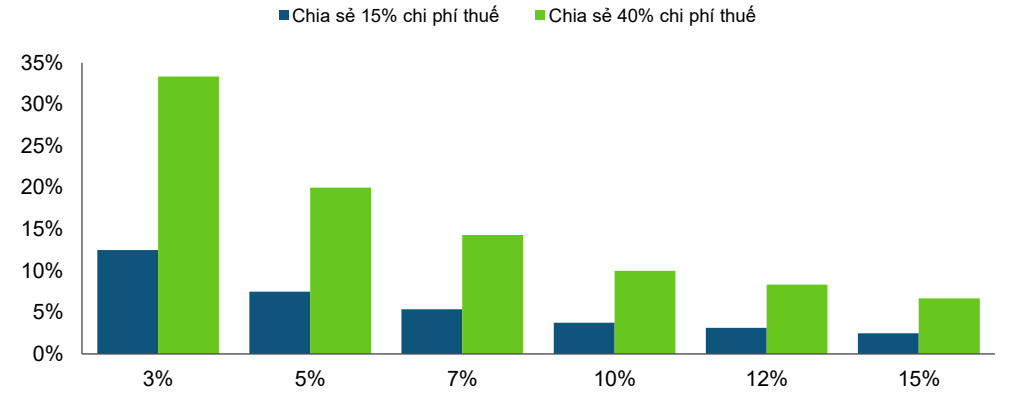
Các doanh nghiệp trực tiếp nhập khẩu hàng hóa vào Mỹ có khả năng phải chịu tỷ lệ chi phí thuế cao hơn. FMC ghi nhận khoảng 166 tỷ VND chi phí thuế đối ứng trong Q3/2025, tương đương khoảng 2/3 nghĩa vụ thuế đối với hàng hóa doanh nghiệp xuất khẩu sang Mỹ trong quý. MPC cũng ghi nhận 127 tỷ VND thuế tạm nộp tại nước ngoài tại ngày 30/09/2026 do công ty con Mseafood trực tiếp thực hiện hoạt động nhập khẩu tại Mỹ. Việc trực tiếp nộp thuế làm tăng nhu cầu vốn lưu động và khiến lợi nhuận của các doanh nghiệp phụ thuộc vào khả năng điều chỉnh giá bán cho nhà phân phối và nhà bán lẻ. Với chênh lệch thuế ngày càng lớn giữa tôm Việt Nam và Ecuador, chúng tôi cho rằng khả năng cao FMC và MPC sẽ chịu 40% chi phí thuế tăng thêm.

Các doanh nghiệp có biên lợi nhuận thấp sẽ chịu mức giảm lợi nhuận tương đối lớn ngay cả khi chi phí thuế chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu. Với giả định doanh thu tại Mỹ chiếm 40% tổng doanh thu, mức thuế tăng từ 12.5% lên 20%

từ tháng 03/2027 và doanh nghiệp chịu 15% chi phí thuế tăng thêm, LNTT năm 2027 của doanh nghiệp có biên LNTT 5% sẽ giảm khoảng 7.5%. Mức giảm tương ứng của doanh nghiệp có biên LNTT 15% chỉ khoảng 2.5%. Chúng tôi đánh giá tỷ trọng doanh thu tại Mỹ chưa phản ánh đầy đủ mức độ nhạy cảm của lợi nhuận đối với thuế quan, đặc biệt đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực gia công và chế biến thủy sản.

Biểu đồ 12: Thuế quan ảnh hưởng lớn hơn đến lợi nhuận của các doanh nghiệp có biên LNTT thấp

Mức giảm LNTT năm 2027 theo biên LNTT trước điều chỉnh và tỷ lệ chia sẻ chi phí thuế tăng thêm, %



Nguồn: Pinetree Research. Giả định doanh thu và các khoản thu nhập, chi phí khác không đổi.

Việc Mỹ tăng thuế nhập khẩu có thể khiến các doanh nghiệp xuất khẩu gặp nhiều khó khăn hơn khi đàm phán tăng giá bán để bù đắp chi phí nhân công. Chính phủ tăng lương tối thiểu vùng bình quân 7.8% từ ngày 01/01/2027, chỉ 2 tháng trước thời điểm chúng tôi cho rằng khả năng cao Mỹ sẽ áp thuế mới. Nếu các doanh nghiệp đồng thời phải giảm giá bán để chia sẻ chi phí thuế và tăng lương cho người lao động, biên lợi nhuận có thể giảm ngay cả khi sản lượng tiêu thụ ít thay đổi. Chúng tôi sẽ xem xét ảnh hưởng đồng thời của các yếu tố này theo cơ cấu chi phí, khả năng tự chủ nguyên liệu và trạng thái ngoại tệ của từng doanh nghiệp trong phần sau của báo cáo.

Chúng tôi đánh giá thuế quan sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến quyết định đầu tư mới trong dài hạn

Chúng tôi ước tính kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2027 có thể thấp hơn khoảng 2 tỷ USD nếu Mỹ nâng thuế Section 301 từ 12.5% lên 20%. Với khoảng 80.8 tỷ USD kim ngạch xuất khẩu thuộc phạm vi đề xuất thuế mới trong 12 tháng đến tháng 10/2026, nghĩa vụ thuế của các nhà nhập khẩu Mỹ sẽ tăng thêm khoảng 5.1 tỷ USD trong năm 2027 nếu Mỹ áp dụng mức thuế 20% từ tháng 3 và giá trị nhập khẩu không đổi. Việc Mỹ đồng thời tăng thuế đối với các quốc gia cạnh tranh sẽ hạn chế khả năng chuyển đổi nhà cung cấp của các nhà nhập khẩu. Chúng tôi cho rằng tác động đến xuất khẩu trong kịch bản cơ sở sẽ chủ yếu đến từ sức mua tại Mỹ giảm, trong khi khả năng mất thị phần của hàng hóa Việt Nam sẽ tăng đáng kể nếu Mỹ áp dụng mức thuế 27-35%.

Biểu đồ 13: Kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ có thể thấp hơn khoảng 2 tỷ USD trong kịch bản thuế 20%

Phân tích độ nhạy của kim ngạch xuất khẩu và giá trị gia tăng nội địa năm 2027 theo các kịch bản thuế Section 301

Chỉ tiêu	12.5%	20% (Cơ sở)	27%	35%
Thuế tăng thêm, điểm %	0%	7.5%	14.5%	22.5%
Nghĩa vụ thuế tăng thêm, tỷ USD	0	5.05	9.76	15.15
Thay đổi sản lượng hàng hóa xuất khẩu chịu thuế, %	0%	-3%	-8%	-13%
Thay đổi kim ngạch xuất khẩu, tỷ USD	0	-2.02	-5.39	-8.75
Thay đổi giá trị gia tăng nội địa, tỷ USD	0	-1.01	-2.69	-4.38

Nguồn: Pinetree Research ước tính. Giả định Mỹ áp dụng thuế mới từ tháng 03/2027, giá xuất khẩu không đổi và tỷ lệ giá trị gia tăng nội địa đạt 50%. Các kịch bản sử dụng quy mô xuất khẩu trong 12 tháng đến tháng 10/2026

Chúng tôi đánh giá tác động trực tiếp của thuế quan đến GDP năm 2027 tương đối hạn chế trong kịch bản cơ sở. Theo OECD, giá trị gia tăng từ nước ngoài chiếm khoảng 48% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2020, so với 36% năm 2005. Việc các doanh nghiệp giảm sản lượng xuất khẩu sẽ đồng thời làm giảm nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu và linh kiện. Với giả định tỷ lệ giá trị gia tăng nội địa đạt 50%, chúng tôi ước tính giá trị gia tăng từ hoạt động xuất khẩu có thể thấp hơn khoảng 1 tỷ USD trong năm 2027 so với kịch bản Mỹ duy trì mức thuế 12.5%. Tác động đến tăng trưởng kinh tế có thể lớn hơn trong những năm tiếp theo nếu các doanh nghiệp FDI giảm đầu tư mở rộng công suất, qua đó làm giảm nhu cầu xây dựng nhà máy, mua sắm thiết bị và tuyển dụng lao động.

Chúng tôi cho rằng việc Mỹ tăng thuế sẽ làm tăng áp lực tỷ giá và hạn chế khả năng giảm lãi suất của NHNN trong năm 2027. Việt Nam ghi nhận thâm hụt thương mại hàng hóa 12.1 tỷ USD trong 10T/2026, so với thặng dư 19.5 tỷ USD cùng kỳ năm trước, ngay cả khi xuất khẩu sang Mỹ tăng mạnh. Khi các doanh nghiệp giảm giá xuất khẩu để chia sẻ chi phí thuế, nguồn thu ngoại tệ sẽ giảm trong khi nhu cầu ngoại tệ để nhập khẩu nguyên liệu trên cùng một đơn vị sản phẩm ít thay đổi. Việc giảm sản lượng xuất khẩu cũng giúp giảm nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu, qua đó bù đắp một phần ảnh hưởng đến cán cân thương mại. Chúng tôi đánh giá khả năng điều hành lãi suất của NHNN sẽ tiếp tục phụ thuộc lớn vào diễn biến tỷ giá, ngay cả khi tăng trưởng xuất khẩu và nhu cầu tín dụng chậm lại.

Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp dệt may, thủy sản, chế biến gỗ và sản xuất đá thạch anh có khả năng ghi nhận lợi nhuận thấp hơn đáng kể trong năm 2027 do Mỹ tăng thuế Section 301. Đối với các doanh nghiệp thép và công nghệ thông tin, tác động trực tiếp từ đề xuất mới tương đối hạn chế do phần lớn sản phẩm thép đang chịu thuế Section 232, trong khi USTR không đề xuất áp thuế đối với dịch vụ công nghệ thông tin. Các doanh nghiệp khu công nghiệp và cảng biển sẽ chịu ảnh hưởng gián tiếp thông qua nhu cầu thuê đất, sản lượng sản xuất của khách thuê và sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu. Trong phần tiếp theo của báo cáo, chúng tôi sẽ đánh giá tác động của thuế quan đến triển vọng kinh doanh và định giá của 14 doanh nghiệp thuộc các nhóm ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp nêu trên.

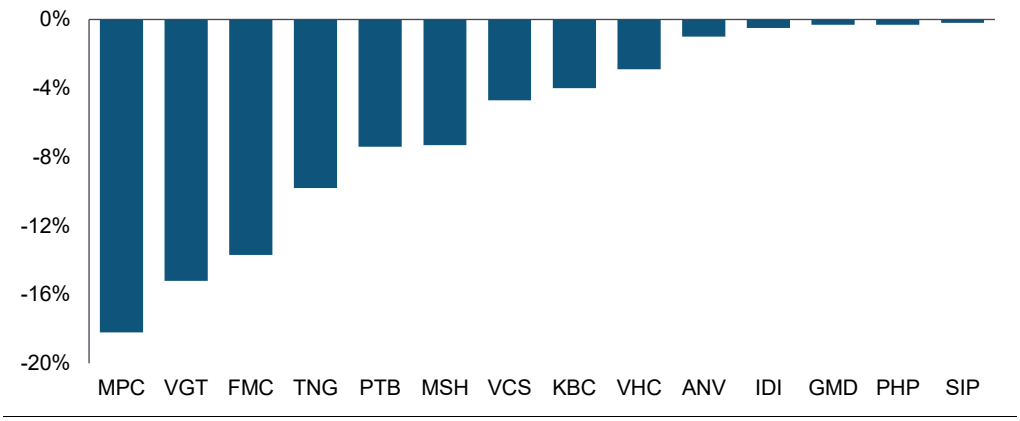
Các doanh nghiệp xuất khẩu tôm và dệt may có lợi nhuận nhạy cảm nhất với thuế Section 301

Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp xuất khẩu tôm và dệt may sẽ chịu ảnh hưởng lớn nhất từ đề xuất thuế mới của Mỹ trong số 14 doanh nghiệp chúng tôi phân tích. Trong kịch bản Mỹ áp dụng thuế Section 301 20% từ tháng 03/2027, chúng tôi dự báo LNST-CĐM năm 2027 của MPC và FMC thấp hơn lần lượt 18.2% và 13.7% so với kịch bản duy trì thuế 12.5%. Việc chênh lệch thuế với Ecuador tăng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của cả 2 doanh nghiệp do phải chia sẻ chi phí

thuế để duy trì khả năng cạnh tranh tại Mỹ. Đối với nhóm dệt may, chúng tôi dự báo LNST-CĐM của VGT thấp hơn 15.2% do các công ty liên kết có tỷ suất lợi nhuận thấp và phụ thuộc nhiều vào thị trường Mỹ. TNG và MSH có khả năng duy trì tỷ suất lợi nhuận tốt hơn nhờ chênh lệch thuế với các quốc gia cạnh tranh ít thay đổi.

Biểu đồ 14: Các doanh nghiệp xuất khẩu tôm và dệt may có ít khả năng duy trì lợi nhuận khi Mỹ tăng thuế Section 301

Chênh lệch LNST-CĐM dự báo năm 2027 giữa kịch bản thuế 20% và 12.5%, %



Nguồn: Pinetree Research dự báo. Chúng tôi chỉ ước tính ảnh hưởng từ việc tăng thuế Section 301 từ tháng 03/2027

Các chính sách thuế theo từng nhóm sản phẩm tiếp tục chi phối triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp cá tra, đồ gỗ và đá thạch anh. Đối với ngành cá tra, kết quả sơ bộ POR22 giúp VHC duy trì lợi thế cạnh tranh tại Mỹ ngay cả khi thuế Section 301 tăng, trong khi ANV và IDI sẽ chịu áp lực cạnh tranh về giá tại các thị trường ngoài Mỹ. Đối với PTB và VCS, việc Mỹ tăng thuế Section 232 đối với tủ bếp và áp dụng hạn ngạch thuế quan đối với đá thạch anh sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ so với đề xuất thuế Section 301 trong kịch bản cơ sở.

Chúng tôi đánh giá việc Mỹ tăng thuế Section 301 sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến lợi nhuận của các doanh nghiệp khu công nghiệp và cảng biển từ năm 2028. Các doanh nghiệp FDI có thể trì hoãn đầu tư xây dựng nhà máy mới, làm giảm nhu cầu thuê đất và hạn chế tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng trong những năm tiếp theo. Ảnh hưởng trong năm 2027 tương đối nhỏ do phần lớn lợi nhuận của SIP đến từ các hợp đồng thuê đất và khách thuê hiện hữu, trong khi Gemalink và HTIT chỉ khai thác một phần công suất để phục vụ các tuyến đi Mỹ. Chúng tôi dự báo LNST-CĐM năm 2027 của SIP, GMD và PHP thấp hơn chưa đến 1% nếu Mỹ nâng thuế Section 301 từ 12.5% lên 20%.

Chúng tôi đánh giá TNG, VHC, KBC và SIP có triển vọng đầu tư thuận lợi nhất tại mức định giá hiện nay. Định giá thấp của TNG giúp cổ phiếu duy trì sức hấp dẫn ngay cả trong các kịch bản thuế cao hơn kỳ vọng, trong khi VHC có triển vọng phục hồi lợi nhuận nhờ lợi thế thuế CBPG và nguồn cung cá nguyên liệu phục hồi. Đối với KBC, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thuê đất phục hồi sau khi Việt Nam và Mỹ đạt thỏa thuận thương mại. SIP có khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận ngay cả khi nhu cầu thuê đất mới giảm. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TNG, MSH, FMC, VHC, PTB, KBC, SIP và PHP, NẮM GIỮ đối với VGT, ANV và GMD, đồng thời duy trì khuyến nghị BÁN đối với IDI.

Các doanh nghiệp dệt may có khả năng duy trì tỷ suất lợi nhuận nếu Mỹ áp dụng mức thuế 20%

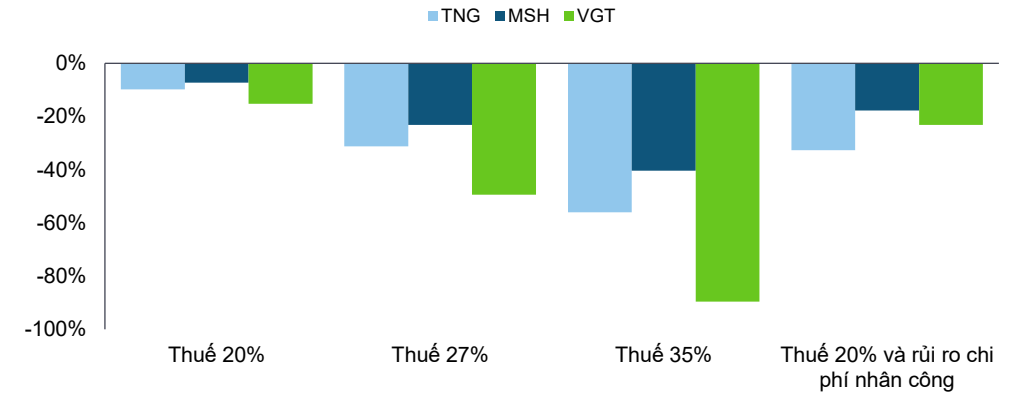
Chúng tôi đánh giá MSH có khả năng duy trì lợi nhuận tốt hơn TNG và VGT khi Mỹ tăng thuế nhập khẩu. MSH duy trì biên lợi nhuận gộp trên 20% trong 5 quý gần nhất, cao hơn đáng kể so với TNG và VGT. Với giả định các doanh nghiệp chia sẻ 15% chi phí thuế tăng thêm với khách hàng Mỹ, chúng tôi dự báo LNST-CĐM năm

2027 của MSH và TNG đạt lần lượt 560 tỷ VND (+0.5% YoY) và 445 tỷ VND (-6.1% YoY), thấp hơn 7.3% và 9.8% so với kịch bản Mỹ duy trì mức thuế 12.5%. Riêng đối với MSH, chi phí chia sẻ thuế có thể cao hơn dự báo nếu khách hàng yêu cầu doanh nghiệp tính khoản giảm giá trên toàn bộ giá trị sản phẩm may mặc, bao gồm cả nguyên liệu mà khách hàng cung cấp trong các đơn hàng gia công.

Chúng tôi đánh giá VGT sẽ chịu ảnh hưởng lớn hơn TNG và MSH do phần lớn lợi nhuận từ các công ty liên kết đến từ hoạt động may mặc có tỷ suất lợi nhuận thấp. Trên cơ sở cơ cấu xuất khẩu của ngành và tỷ suất lợi nhuận của VGG, chúng tôi ước tính các công ty liên kết của VGT có khoảng 46% doanh thu từ thị trường Mỹ và biên LNTT khoảng 4%. Với cơ cấu doanh thu và chi phí này, việc giảm giá bán để chia sẻ chi phí thuế với khách hàng sẽ làm giảm đáng kể lợi nhuận của các công ty liên kết ngay cả khi sản lượng tiêu thụ ít thay đổi. Chúng tôi dự báo lợi nhuận VGT ghi nhận từ các công ty liên kết trong năm 2027 đạt 624 tỷ VND trong kịch bản thuế 20%, thấp hơn 116 tỷ VND so với kịch bản thuế 12.5% và chiếm khoảng 72% phần lợi nhuận VGT mất đi do thuế Section 301.

Biểu đồ 15: Chi phí nhân công có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của TNG và MSH lớn hơn thuế Section 301 trong kịch bản cơ sở

Chênh lệch LNST-CĐM dự báo năm 2027 theo các kịch bản thuế Section 301 và chi phí nhân công so với kịch bản thuế 12.5%, %



Nguồn: Pinetree Research dự báo. Kịch bản rủi ro chi phí nhân công giả định các doanh nghiệp chỉ bù đắp 50% chi phí tăng thêm do điều chỉnh lương tối thiểu vùng.

Chi phí nhân công có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của TNG và MSH lớn hơn thuế quan trong kịch bản cơ sở. Chính phủ sẽ tăng lương tối thiểu vùng bình quân 7.8% từ ngày 01/01/2027. Việc các nhà nhập khẩu Mỹ phải trả thêm chi phí thuế có thể khiến các doanh nghiệp may mặc gặp nhiều khó khăn hơn khi đàm phán tăng đơn giá gia công so với năm 2026. Nếu TNG và MSH chỉ bù đắp 50% chi phí nhân công tăng thêm thông qua cải thiện năng suất lao động và tăng đơn giá gia công, chúng tôi dự báo LNST-CĐM năm 2027 của 2 doanh nghiệp sẽ thấp hơn lần lượt 25.4% và 11.3% so với dự báo trong kịch bản cơ sở.

Chúng tôi khuyến nghị MUA TNG và MSH do định giá hiện tại vẫn hấp dẫn sau khi tính đến ảnh hưởng của thuế quan. Ngay cả khi Mỹ áp dụng mức thuế 27%, TNG vẫn giao dịch ở P/E 2027F khoảng 6.3x, thấp hơn đáng kể so với trung vị 5 năm là 8.0x. Chúng tôi đánh giá khả năng phục hồi lợi nhuận khi nhu cầu tiêu thụ hàng may mặc tại Mỹ cải thiện sẽ giúp TNG thu hẹp chênh lệch định giá này, với giá mục tiêu 27,700 VND/cp, tương ứng upside 66.9%. Đối với MSH, tỷ suất lợi nhuận cao và lượng tiền mặt lớn giúp doanh nghiệp duy trì khả năng chi trả cổ tức ngay cả khi tăng trưởng lợi nhuận chậm lại. Với ROE dự báo trên 28% trong giai đoạn 2027-2028, chúng tôi đánh giá P/E 2027F 7.0x của MSH tương đối hấp dẫn. Giá mục tiêu 39,800 VND/cp tương ứng upside 15.0% và tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng 28.0%.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ VGT với giá mục tiêu 11,600 VND/cp, tương ứng upside 7.4%. Mặc dù VGT chỉ giao dịch ở P/B 2027F 0.59x, chúng tôi đánh giá

khả năng tăng giá của cổ phiếu tương đối hạn chế do ROE dự báo giảm từ 14.6% năm 2026 xuống 10.2% năm 2027 và 9.5% năm 2028. Tỷ trọng lợi nhuận từ các công ty liên kết cao cũng khiến VGT khó chủ động cải thiện tỷ suất lợi nhuận thông qua kiểm soát chi phí và đàm phán với khách hàng. Trong kịch bản Mỹ áp dụng mức thuế 27%, P/E 2027F của VGT sẽ tăng từ 6.0x lên 10.1x tại thị giá hiện nay. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại chưa đủ hấp dẫn so với rủi ro lợi nhuận giảm nếu kết quả đàm phán thương mại kém thuận lợi hơn kỳ vọng.

Biểu đồ 16: Chúng tôi đánh giá TNG và MSH có định giá hấp dẫn ngay cả khi lợi nhuận chịu ảnh hưởng từ thuế quan

Dự báo lợi nhuận, định giá, giá mục tiêu và khuyến nghị đối với các cổ phiếu dệt may

Chỉ tiêu	TNG	MSH	VGT
Khuyến nghị	**MUA**	**MUA**	**NẮM GIỮ**
Giá mục tiêu, VND/cp	27,700	39,800	11,600
Upside	66.9%	15.0%	7.4%
Tỷ suất cổ tức kỳ vọng	10.8%	13.0%	3.1%
Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng	**77.7%**	**28.0%**	**10.6%**
LNST-CĐM 2027F, tỷ VND	445	560	893
Tăng trưởng LNST-CĐM 2027F	-6.1%	0.5%	-23.0%
P/E 2027F	4.8x	7.0x	6.0x

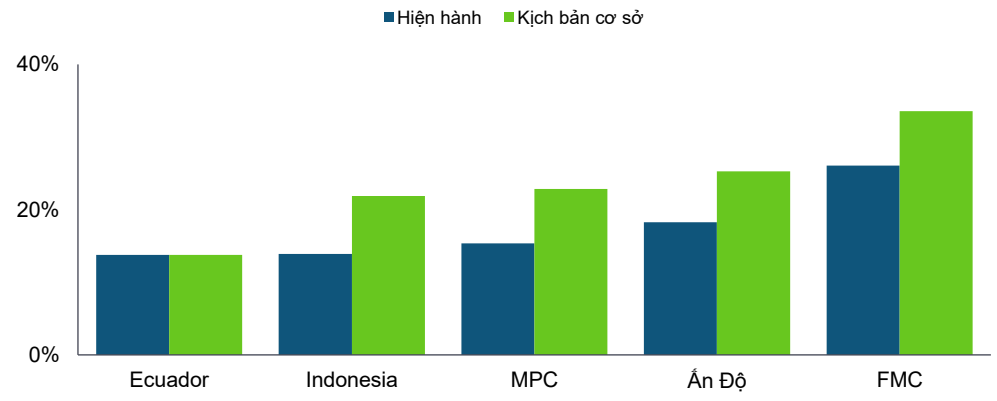
Nguồn: Pinetree Research dự báo. Các chỉ tiêu định giá và tỷ suất sinh lời sử dụng giá đóng cửa ngày 25/11/2026

Các doanh nghiệp xuất khẩu tôm sẽ gặp nhiều khó khăn hơn khi cạnh tranh tại thị trường Mỹ

Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp xuất khẩu tôm sẽ khó duy trì tỷ suất lợi nhuận khi Mỹ tăng thuế Section 301 ngay cả trong kịch bản thuế 20%. Việc Mỹ duy trì thuế Section 301 10% đối với Ecuador sẽ làm tăng chênh lệch tổng thuế nhập khẩu giữa FMC và các doanh nghiệp Ecuador từ 12.3 lên 19.8 điểm %. MPC có lợi thế so với FMC do Bộ Thương mại Mỹ đã chấm dứt áp thuế CBPG đối với MPC từ năm 2016. Doanh nghiệp vẫn có khả năng cạnh tranh về giá với các nhà cung cấp từ Ấn Độ và Indonesia. Chúng tôi cho rằng FMC và MPC tiếp tục giảm tỷ trọng doanh thu từ thị trường Mỹ và mở rộng xuất khẩu sang Nhật Bản, EU và các thị trường khác để hạn chế ảnh hưởng của thuế quan đến sản lượng tiêu thụ.

Biểu đồ 17: FMC sẽ gặp nhiều khó khăn hơn MPC khi cạnh tranh về giá với các doanh nghiệp xuất khẩu tôm sang Mỹ

Tổng thuế Section 301, thuế CBPG và thuế chống trợ cấp đối với sản phẩm tôm đông lạnh tại Mỹ, %



Nguồn: US Department of Commerce, USTR, Pinetree Research. Kịch bản cơ sở sử dụng thuế Section 301 đối với Việt Nam, Ấn Độ, Indonesia và Ecuador lần lượt là 20%, 17%, 18% và 10%

Khả năng chuyển chi phí thuế sang khách hàng sẽ chi phối triển vọng lợi nhuận của FMC và MPC trong năm 2027. Cả 2 doanh nghiệp trực tiếp thực hiện

hoạt động nhập khẩu tại Mỹ và phải ứng trước một phần chi phí thuế trước khi thu tiền từ khách hàng. Chúng tôi kỳ vọng FMC và MPC có thể chuyển khoảng 60% chi phí thuế tăng thêm sang khách hàng. Trên cơ sở này, chúng tôi hạ dự báo LNST-CĐM năm 2027 của FMC từ 390 xuống 337 tỷ VND (-34.8% YoY) so với báo cáo ngày 05/11/2026. Đối với MPC, chúng tôi dự báo LNST-CĐM giảm 32.9% YoY xuống 414 tỷ VND. MPC còn chịu áp lực chi phí tài chính do nhu cầu vốn lưu động cao, với khoản phải thu nội bộ từ Mseafood đạt khoảng 1,512 tỷ VND tại cuối Q3/2026.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA FMC với giá mục tiêu mới là 36,300 VND/cp, giảm 13.7% so với khuyến nghị tại báo cáo ngày 05/11/2026. Chúng tôi đánh giá việc FMC giảm tỷ trọng đơn hàng có tỷ suất lợi nhuận thấp tại Mỹ và tăng xuất khẩu các sản phẩm chế biến sâu sẽ giúp doanh nghiệp hạn chế ảnh hưởng của thuế quan đến lợi nhuận. Tại P/E 2027F 6.4x, cổ phiếu vẫn có tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng 16.6%. Khả năng FMC thu hồi một phần thuế đã nộp trong năm 2025 và cải thiện sản lượng thu hoạch tại các vùng nuôi tự chủ có thể giúp lợi nhuận cao hơn dự báo.

Chúng tôi đánh giá định giá hiện tại của MPC tương đối cao so với triển vọng sinh lời của doanh nghiệp trong những năm tới. Lợi thế về thuế CBPG giúp MPC duy trì khả năng cạnh tranh tại Mỹ, song chi phí nhập khẩu tăng thêm sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận và tăng nhu cầu vốn lưu động tại công ty con Mseafood. Với quy mô dư nợ hiện tại, chúng tôi cho rằng MPC sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc cải thiện ROE ngay cả khi sản lượng xuất khẩu phục hồi. Chúng tôi dự báo ROE của MPC chỉ đạt khoảng 7.5% trong năm 2027, trong khi cổ phiếu đang giao dịch ở P/E 2027F 12.6x, gần gấp đôi FMC.

Biểu đồ 18: Chúng tôi đánh giá FMC có định giá hấp dẫn hơn MPC dù chịu thuế nhập khẩu cao hơn tại Mỹ

Dự báo lợi nhuận năm 2027, định giá và khuyến nghị đối với các cổ phiếu xuất khẩu tôm

Chỉ tiêu	FMC	MPC
Khuyến nghị	MUA	KHÔNG ĐÁNH GIÁ
Giá mục tiêu, VND/cp	36,300	
Upside	10.5%	
Tỷ suất cổ tức kỳ vọng	6.1%	3.8%
Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng	**16.6%**	
LNST-CĐM 2027F, tỷ VND	337	414
Tăng trưởng LNST-CĐM 2027F	-34.8%	-32.9%
P/E 2027F	6.4x	12.6x

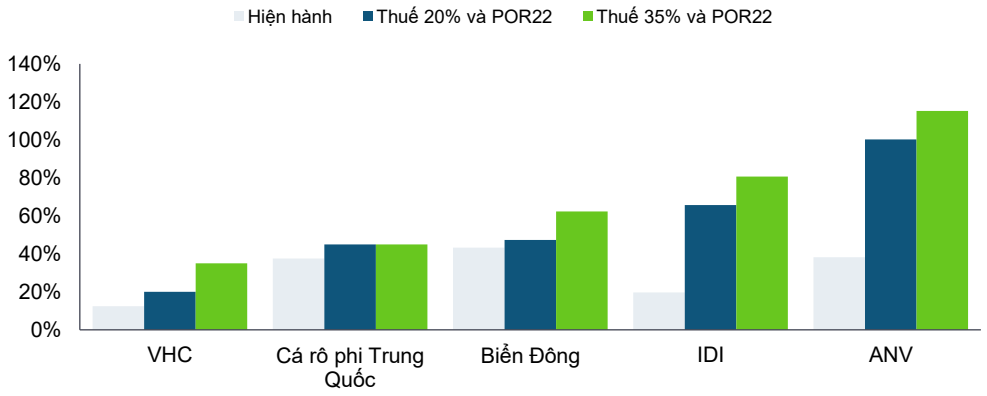
Nguồn: Pinetree Research dự báo. Các chỉ tiêu định giá và tỷ suất sinh lời sử dụng giá đóng cửa ngày 25/11/2026

Lợi thế về thuế CBPG giúp VHC hạn chế ảnh hưởng của Section 301 đến triển vọng phục hồi lợi nhuận

Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra có khả năng chuyển phần lớn chi phí thuế Section 301 sang các nhà nhập khẩu Mỹ. Việt Nam cung cấp phần lớn lượng cá tra nhập khẩu tại Mỹ, trong khi các nhà cung cấp cá rô phi từ Trung Quốc cũng chịu thuế cao hơn theo đề xuất mới của USTR. Khác với ngành tôm, các nhà nhập khẩu cá tra có ít lựa chọn thay thế từ những quốc gia có thuế thấp hơn Việt Nam. Chúng tôi cho rằng việc tăng thuế Section 301 sẽ chủ yếu ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ cá tra tại Mỹ, trong khi kết quả cuối cùng của POR22 tiếp tục chi phối khả năng cạnh tranh giữa các doanh nghiệp Việt Nam.

Biểu đồ 19: VHC sẽ duy trì lợi thế cạnh tranh về giá tại Mỹ ngay cả khi USTR áp dụng mức thuế 35%

Tổng thuế Section 301 và thuế CBPG đối với cá tra Việt Nam và cá rô phi Trung Quốc, % giá xuất khẩu



Nguồn: US Department of Commerce, USTR, Pinetree Research

Chúng tôi kỳ vọng VHC có thể bù đắp một phần ảnh hưởng của thuế Section 301 thông qua việc tiếp nhận đơn hàng từ các doanh nghiệp chịu thuế CBPG cao hơn. Mỹ chiếm khoảng 32% doanh thu của VHC. Trong kịch bản thuế 20%, chúng tôi ước tính việc chia sẻ 15% chi phí thuế tăng thêm với khách hàng và sản lượng tiêu thụ tại Mỹ giảm sẽ làm giảm khoảng 42 tỷ VND LNST-CĐM năm 2027. Khả năng tiếp nhận khoảng 1/3 sản lượng cá tra xuất khẩu sang Mỹ của ANV có thể giúp VHC tăng lợi nhuận thêm khoảng 40 tỷ VND. Chúng tôi tiếp tục đánh giá giá cá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn hơn thuế Section 301 đến khả năng phục hồi lợi nhuận của VHC trong năm 2027.

ANV có khả năng hạn chế ảnh hưởng của Section 301 nhờ duy trì lợi thế cạnh tranh đối với sản phẩm cá rô phi tại Mỹ. Trong báo cáo ngành ngày 18/11/2026, chúng tôi đã tính đến việc ANV chuyển một phần lớn sản lượng cá tra xuất khẩu sang Mỹ đến các thị trường khác sau POR22. Đối với cá rô phi, chênh lệch thuế giữa Việt Nam và Trung Quốc vẫn duy trì ở khoảng 25 điểm % trong kịch bản cơ sở, giúp ANV duy trì khả năng cạnh tranh về giá. Chúng tôi ước tính thuế Section 301 chỉ làm giảm khoảng 5 tỷ VND LNST-CĐM năm 2027 của ANV, chủ yếu từ hoạt động xuất khẩu cá rô phi sang Mỹ.

Chúng tôi đánh giá IDI có thể chịu ảnh hưởng lớn hơn từ việc các doanh nghiệp cá tra khác mở rộng xuất khẩu sang những thị trường ngoài Mỹ. Doanh thu từ Mỹ chỉ chiếm khoảng 1% tổng doanh thu của IDI, trong khi doanh nghiệp dự kiến tiêu thụ phần lớn sản lượng từ nhà máy chế biến số 3 tại các thị trường hiện hữu. Nếu các doanh nghiệp Việt Nam chuyển 50% sản lượng tiêu thụ giảm tại Mỹ sang những thị trường khác, chúng tôi ước tính nguồn cung cá tra từ Việt Nam tại các thị trường này sẽ tăng thêm khoảng 0.5% trong kịch bản thuế 20% và 1.6% trong kịch bản thuế 35%. Việc mở rộng công suất chế biến trong điều kiện cạnh tranh về giá tăng có thể khiến IDI khó cải thiện tỷ suất lợi nhuận ngay cả khi giá cá nguyên liệu giảm trong năm 2027.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA VHC, NẮM GIỮ ANV và BÁN IDI. Việc tăng thuế Section 301 ít ảnh hưởng đến sự khác biệt về triển vọng lợi nhuận giữa 3 doanh nghiệp mà chúng tôi đã phân tích trong báo cáo ngành ngày 18/11/2026. VHC vẫn có khả năng cải thiện tỷ suất lợi nhuận nhờ lợi thế cạnh tranh tại Mỹ và chi phí thu mua nguyên liệu giảm trong H2/2027. Trong khi đó, ANV và IDI sẽ tiếp tục chịu áp lực cạnh tranh về giá tại các thị trường ngoài Mỹ, qua đó hạn chế khả năng phục hồi ROE.

Biểu đồ 20: VHC vẫn có triển vọng đầu tư hấp dẫn nhất trong nhóm doanh nghiệp cá tra sau khi tính đến ảnh hưởng của Section 301

Dự báo lợi nhuận năm 2027, định giá và khuyến nghị đối với các cổ phiếu cá tra

Chỉ tiêu	VHC	ANV	IDI
Khuyến nghị	**MUA**	**NẮM GIỮ**	**BÁN**
Giá mục tiêu, VND/cp	66,000	14,800	3,950
Upside	32.0%	-6.0%	-11.6%
Tỷ suất cổ tức kỳ vọng	6.0%	6.3%	0.0%
Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng	**38.0%**	**0.3%**	**-11.6%**
LNST-CĐM 2027F, tỷ VND	1,388	500	139
Tăng trưởng LNST-CĐM 2027F	15.7%	-27.6%	1.7%
P/E 2027F	7.5x	8.4x	8.8x

Nguồn: Pinetree Research dự báo. Các chỉ tiêu định giá và tỷ suất sinh lời sử dụng giá đóng cửa ngày 25/11/2026

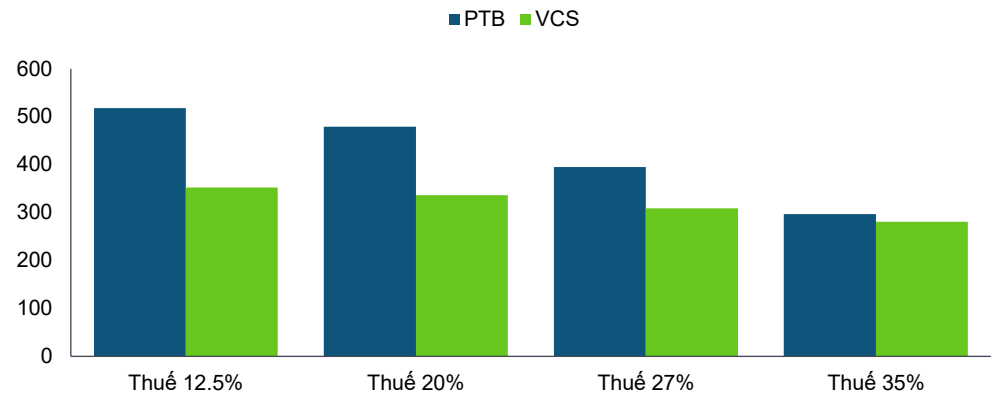
Thuế đối với tủ bếp và đá thạch anh ngoài Section 301 vẫn là rủi ro chính đối với lợi nhuận của PTB và VCS

Chúng tôi đánh giá thuế Section 232 đối với tủ bếp sẽ ảnh hưởng lớn hơn thuế Section 301 đến lợi nhuận của PTB trong kịch bản cơ sở. Chênh lệch thuế Section 301 giữa hàng đồ gỗ Việt Nam và các quốc gia ASEAN cạnh tranh chỉ khoảng 2 điểm % nếu Mỹ áp dụng mức thuế 20%. Tuy nhiên, việc Mỹ tăng thuế Section 232 đối với tủ bếp từ 25% lên 50% từ ngày 01/01/2027 sẽ làm tăng giá bán lẻ và hạn chế nhu cầu mua sắm nội thất tại Mỹ. Chúng tôi đã tính đến ảnh hưởng của chính sách này đối với khoảng 12% doanh thu của PTB trong dự báo trước khi điều chỉnh thuế Section 301. Với khoảng 43% doanh thu thuộc phạm vi áp thuế Section 301, bao gồm cả đá thạch anh, chúng tôi dự báo LNST-CĐM năm 2027 của PTB đạt 479 tỷ VND (-9.3% YoY), thấp hơn 7.4% so với kịch bản duy trì thuế 12.5%.

Khả năng phục hồi sản lượng tiêu thụ của VCS tại Mỹ sẽ phụ thuộc lớn vào chính sách hạn ngạch nhập khẩu đá thạch anh. Từ ngày 15/08/2026, Mỹ áp dụng thuế tự vệ Section 201 ở mức 25% đối với sản lượng nhập khẩu trong hạn ngạch và 50% đối với sản lượng vượt hạn ngạch. Việc tăng thuế đối với phần lớn các quốc gia cung ứng đá thạch anh sẽ làm giảm khả năng cạnh tranh của sản phẩm nhập khẩu so với sản phẩm sản xuất tại Mỹ và các vật liệu thay thế. Chúng tôi cho rằng các nhà nhập khẩu sẽ thận trọng hơn khi đặt hàng do chi phí nhập khẩu phụ thuộc vào lượng hạn ngạch còn lại tại thời điểm thông quan. Ngay cả khi Mỹ duy trì mức thuế Section 301 hiện hành, chúng tôi dự báo LNST-CĐM năm 2027 của VCS giảm 27.4% YoY xuống 352 tỷ VND. Việc nâng thuế Section 301 lên 20% từ tháng 03/2027 sẽ khiến lợi nhuận giảm thêm khoảng 16 tỷ VND.

Biểu đồ 21: Chúng tôi đánh giá thuế tự vệ sẽ hạn chế khả năng phục hồi lợi nhuận của VCS ngay cả khi Mỹ duy trì thuế Section 301 hiện hành

LNST-CĐM dự báo của PTB và VCS, tỷ VND



Nguồn: Pinetree Research ước tính. Các kịch bản đã tính đến thuế Section 232 đối với tủ bếp và áp đồng thời thuế Section 201 và Section 301 đối với đá thạch anh

Chúng tôi khuyến nghị MUA PTB với giá mục tiêu 35,800 VND/cp, tương ứng upside 24.7%. Cơ cấu hoạt động kinh doanh đa dạng giúp PTB duy trì lợi nhuận từ hoạt động chế biến đá tự nhiên và kinh doanh ô tô khi lợi nhuận từ xuất khẩu đồ gỗ và đá thạch anh giảm. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp có thể phục hồi lợi nhuận khi nhu cầu nội thất tại Mỹ cải thiện, do chênh lệch thuế với phần lớn các quốc gia cạnh tranh tương đối thấp trong kịch bản cơ sở. Với P/E 2027F khoảng 6.0x, chúng tôi đánh giá định giá hiện tại của PTB tương đối hấp dẫn ngay cả khi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn còn hạn chế.

Chúng tôi đánh giá định giá hiện tại của VCS tương đối cao so với triển vọng phục hồi lợi nhuận. Chính sách thuế tự vệ kéo dài đến năm 2030 sẽ hạn chế khả năng mở rộng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ của VCS, đồng thời làm tăng áp lực cạnh tranh tại các thị trường khác khi các nhà sản xuất tìm kiếm đầu ra thay thế. Lượng tiền mặt ròng tại cuối Q3/2026 tương đương khoảng 38% vốn hóa hiện tại giúp VCS duy trì cơ cấu tài chính tốt trong giai đoạn sản lượng tiêu thụ giảm. Với ROE dự báo khoảng 6.5% trong năm 2027 và P/E 2027F 13.7x, chúng tôi cho rằng VCS cần cải thiện đáng kể sản lượng tiêu thụ và hiệu suất sử dụng công suất để tăng khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

Biểu đồ 22: Chúng tôi đánh giá PTB có định giá hấp dẫn hơn VCS nhờ cơ cấu hoạt động kinh doanh đa dạng

Dự báo lợi nhuận năm 2027, định giá và khuyến nghị đối với PTB và VCS

Chỉ tiêu	PTB	VCS
Khuyến nghị	**MUA**	**KHÔNG ĐÁNH GIÁ**
Giá mục tiêu, VND/cp	35,800	
Upside	24.7%	
Tỷ suất cổ tức kỳ vọng	5.2%	
Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng	**30.0%**	
LNST-CĐM 2027F, tỷ VND	479	336
Tăng trưởng LNST-CĐM 2027F	-9.3%	-30.7%
P/E 2027F	6.0x	13.7x

Nguồn: Pinetree Research dự báo. Các chỉ tiêu định giá và tỷ suất sinh lời sử dụng giá đóng cửa ngày 25/11/2026

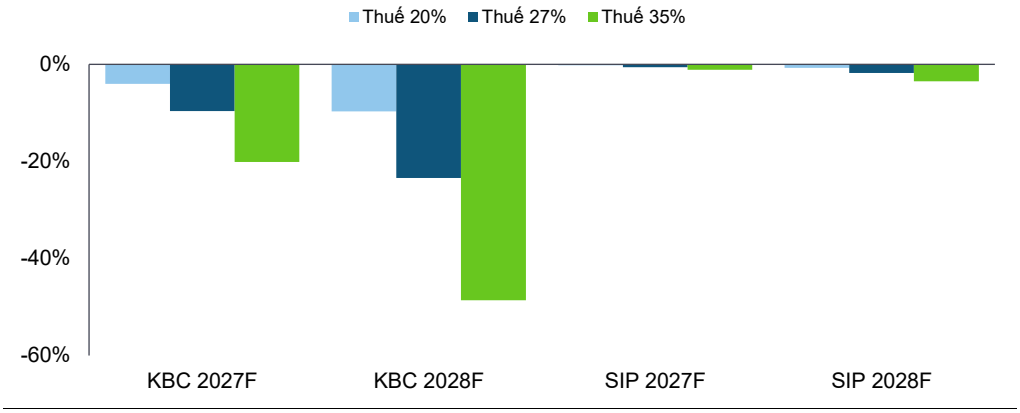
Nhu cầu thuê đất khu công nghiệp mới sẽ chịu ảnh hưởng lớn hơn nhu cầu sản xuất của các doanh nghiệp FDI hiện hữu

Chúng tôi đánh giá việc Mỹ tăng thuế Section 301 sẽ chủ yếu ảnh hưởng đến quyết định đầu tư mới của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam. Diện tích đất khu công nghiệp hấp thụ tại các thị trường cấp 1 giảm từ khoảng 235 ha trong Q1/2025 xuống 75 ha trong Q2/2025 sau khi Mỹ công bố mức thuế đối ứng 46% và phục hồi sau thỏa thuận thuế 20%. Với chênh lệch thuế tương đối thấp so với các quốc gia cạnh tranh và danh mục miễn thuế đối với nhiều sản phẩm điện tử, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thuê đất sẽ phục hồi sau khi 2 quốc gia đạt thỏa thuận. Triển vọng thu hút FDI trong dài hạn sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào các điều khoản liên quan đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp Trung Quốc tại Việt Nam.

Chúng tôi dự báo thuế quan sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của KBC trong năm 2028 lớn hơn năm 2027. Khoảng 110 ha đất khu công nghiệp đã ký hợp đồng tại cuối Q3/2026 giúp KBC duy trì tiến độ bàn giao trong ngắn hạn, trong khi triển vọng lợi nhuận từ năm 2028 phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng thu hút khách thuê mới tại KCN Tràng Duệ 3. Khu công nghiệp này chiếm khoảng 80% diện tích đất công nghiệp chưa cho thuê của KBC và hướng đến các doanh nghiệp sản xuất điện tử, bao gồm một số nhóm sản phẩm nằm ngoài danh mục miễn thuế. Trong kịch bản thuế 20%, chúng tôi dự báo diện tích bàn giao đất năm 2027 và 2028 thấp hơn lần lượt 3 ha và 9 ha so với kịch bản thuế 12.5%, tương ứng LNST-CĐM thấp hơn 4.0% và 9.7%.

Biểu đồ 23: Lợi nhuận của SIP ít nhạy cảm với thuế quan hơn KBC nhờ cơ cấu doanh thu từ khách thuê hiện hữu

Chênh lệch LNST-CĐM dự báo so với kịch bản duy trì thuế Section 301 12.5%, %



Nguồn: Pinetree Research dự báo

Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của SIP sẽ ít chịu ảnh hưởng từ việc các doanh nghiệp FDI trì hoãn kế hoạch đầu tư mới. SIP đã thu tiền thuê đất trước nhiều năm và phân bổ doanh thu từ các hợp đồng này trong suốt thời hạn thuê. Việc nhu cầu thuê đất mới giảm sẽ chủ yếu ảnh hưởng đến lượng tiền gửi và thu nhập lãi trong những năm tiếp theo. Đối với hoạt động cung cấp điện, nước, thị trường Mỹ chỉ chiếm khoảng 10-20% doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất tại khu công nghiệp của SIP. Chúng tôi dự báo sản lượng điện và nước tiêu thụ trong năm 2027 thấp hơn khoảng 0.5% trong kịch bản thuế 20%, trong khi LNST-CĐM của SIP chỉ thấp hơn 1.1% ngay cả trong kịch bản thuế 35%.

Chúng tôi khuyến nghị MUA KBC với giá mục tiêu 34,500 VND/cp, tương ứng upside 31.2%. Việc khách hàng trì hoãn thuê đất sẽ ảnh hưởng đến thời điểm ghi nhận lợi nhuận của KBC, trong khi doanh nghiệp vẫn có thể khai thác diện tích đất này khi nhu cầu thuê đất phục hồi. Chúng tôi đánh giá rủi ro đối với giá trị tài sản của KBC chủ yếu đến từ khả năng suy giảm nhu cầu thuê đất trong dài hạn và chi phí lãi vay trong thời gian chờ khai thác các khu công nghiệp mới. Tại P/B khoảng 0.95x trên

giá trị sổ sách cuối Q3/2026, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của KBC tương đối hấp dẫn.

Chúng tôi khuyến nghị MUA SIP với giá mục tiêu 68,500 VND/cp, tương ứng upside 59.5%. Khả năng duy trì doanh thu từ hoạt động cung cấp điện, nước và thu tiền thuê đất trước nhiều năm giúp SIP ít phụ thuộc vào nhu cầu thuê đất mới hơn các doanh nghiệp ghi nhận phần lớn doanh thu khi bàn giao đất. Chúng tôi đánh giá P/E 2027F khoảng 7.0x của SIP tương đối thấp so với triển vọng lợi nhuận ổn định trong các kịch bản thuế quan.

Biểu đồ 24: SIP có triển vọng lợi nhuận ổn định hơn KBC ngay cả khi Mỹ áp dụng mức thuế cao hơn kỳ vọng

Dự báo lợi nhuận năm 2027, định giá và khuyến nghị đối với các cổ phiếu khu công nghiệp

Chỉ tiêu	KBC	SIP
Khuyến nghị	**MUA**	**MUA**
Giá mục tiêu, VND/cp	34,500	68,500
Upside	31.2%	59.5%
Tỷ suất cổ tức kỳ vọng	7.6%	
Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng	**38.8%**	**59.5%***
LNST-CĐM 2027F, tỷ VND	1,032	1,484
Tăng trưởng LNST-CĐM 2027F	-33.5%	5.1%
P/E 2027F	24.0x	7.0x

Nguồn: Pinetree Research dự báo. Các chỉ tiêu định giá và tỷ suất sinh lời sử dụng giá đóng cửa ngày 25/11/2026. (*) Chưa bao gồm các khoản cổ tức tiền mặt tiếp theo của SIP

Cơ cấu tuyến dịch vụ và doanh thu cho thuê cầu bến giúp các doanh nghiệp cảng biển hạn chế ảnh hưởng của thuế Section 301

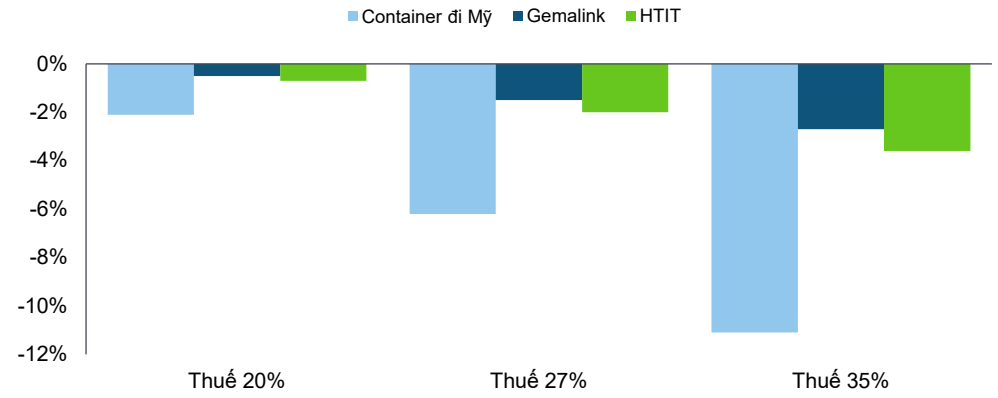
Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp cảng biển sẽ chịu ảnh hưởng từ thuế Section 301 chủ yếu thông qua sản lượng hàng hóa qua cảng. Chi phí xếp dỡ chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng giá trị hàng hóa xuất khẩu, giúp các doanh nghiệp cảng biển ít chịu áp lực giảm giá dịch vụ khi các nhà nhập khẩu tìm cách tiết giảm chi phí. Danh mục miễn thuế đối với nhiều sản phẩm điện tử và khả năng duy trì thị phần của hàng hóa Việt Nam cũng giúp hạn chế ảnh hưởng đến nhu cầu vận tải. Trong kịch bản thuế 20%, chúng tôi ước tính sản lượng container đi Mỹ trong năm 2027 thấp hơn khoảng 2.1% so với kịch bản duy trì thuế 12.5%.

GMD có khả năng hạn chế ảnh hưởng của thuế quan nhờ cơ cấu tuyến dịch vụ ngày càng đa dạng tại Gemalink. Tỷ trọng hàng hóa trên các tuyến đi Mỹ tại Gemalink giảm từ 32% năm 2024 xuống khoảng 24% hiện nay, trong khi sản lượng khai thác Q3/2026 tăng 23% YoY lên 621,000 TEU. Với hiệu suất khai thác đạt 146% công suất thiết kế, Gemalink có thể bù đắp một phần sản lượng hàng hóa đi Mỹ giảm thông qua các tuyến dịch vụ có nhu cầu vận tải cao. Đối với Nam Đình Vũ, hàng hóa đi Mỹ chỉ chiếm khoảng 5-7% sản lượng khai thác. Chúng tôi dự báo việc tăng thuế Section 301 lên 20% chỉ làm giảm khoảng 6 tỷ VND LNST-CĐM năm 2027 của GMD.

Đối với PHP, ảnh hưởng trực tiếp của thuế Section 301 chủ yếu tập trung tại liên doanh HTIT. Chúng tôi ước tính tuyến dịch vụ xuyên Thái Bình Dương Pearl của MSC đóng góp khoảng 310,000 TEU mỗi năm, tương đương gần 1/3 sản lượng khai thác dự báo của HTIT trong năm 2027. Trong kịch bản thuế 20%, sản lượng khai thác tại HTIT có thể thấp hơn khoảng 6,500 TEU so với dự báo trước đó, tương ứng phần lợi nhuận PHP ghi nhận từ liên doanh thấp hơn khoảng 4.5 tỷ VND. Cơ cấu chi phí cố định cao khiến lợi nhuận của HTIT nhạy cảm với biến động sản lượng, trong khi PHP vẫn duy trì doanh thu cho thuê cầu bến khoảng 472 tỷ VND/năm.

Biểu đồ 25: Cơ cấu tuyến dịch vụ giúp Gemalink và HTIT hạn chế ảnh hưởng của thuế Section 301

Chênh lệch sản lượng container năm 2027 so với kịch bản duy trì thuế Section 301 12.5%, %



Nguồn: Pinetree Research dự báo. Các kịch bản chưa tính đến khả năng bổ sung sản lượng từ những tuyến dịch vụ khác để bù đắp lượng hàng đi Mỹ giảm

Chúng tôi đánh giá việc Mỹ tăng thuế sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến hiệu quả đầu tư Gemalink giai đoạn 2 so với các bến cảng hiện hữu của GMD. Gemalink dự kiến bổ sung 1.0-1.35 triệu TEU công suất từ Q4/2027. Nếu tăng trưởng xuất khẩu chậm lại trong khi các cảng cạnh tranh tại Cái Mép tiếp tục mở rộng công suất, GMD có thể cần nhiều thời gian hơn để thu hút đủ tuyến dịch vụ và cải thiện tỷ suất lợi nhuận tại các bến mới. PHP ít chịu ảnh hưởng từ rủi ro này hơn do doanh nghiệp có nguồn thu cố định từ hoạt động cho thuê cầu bến tại HTIT, kể cả khi sản lượng khai thác của liên doanh thấp hơn kỳ vọng.

Chúng tôi khuyến nghị MUA PHP với giá mục tiêu 55,500 VND/cp, tương ứng upside 24.7%. Như chúng tôi đã phân tích trong báo cáo ngày 11/11/2026, khả năng duy trì giá dịch vụ tại các bến sông và tăng sản lượng tại HTIT sẽ giúp PHP duy trì tăng trưởng lợi nhuận. Với LNST-CĐM 2027F đạt 1,596 tỷ VND (+6.2% YoY), chúng tôi đánh giá P/E 2027F 9.1x tương đối hấp dẫn xét trên khả năng sinh lời của PHP giữa các kịch bản thuế quan.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ GMD với giá mục tiêu 56,500 VND/cp, tương ứng upside 7.6%. Dù thuế Section 301 ít ảnh hưởng đến lợi nhuận trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá P/E 2027F 16.1x đã phản ánh phần lớn lợi thế của GMD từ hoạt động khai thác cảng nước sâu. Triển vọng tăng giá của cổ phiếu phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng khai thác công suất mới và duy trì giá dịch vụ tại Gemalink từ năm 2028.

Biểu đồ 26: Chúng tôi đánh giá PHP có định giá hấp dẫn hơn GMD khi triển vọng lợi nhuận ít thay đổi giữa các kịch bản thuế quan

Dự báo lợi nhuận năm 2027, định giá và khuyến nghị đối với các cổ phiếu cảng biển

Chỉ tiêu	PHP	GMD
Khuyến nghị	**MUA**	**NẮM GIỮ**
Giá mục tiêu, VND/cp	55,500	56,500
Upside	24.7%	7.6%
Tỷ suất cổ tức kỳ vọng	1.3%	5.7%
Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng	**26.1%**	**13.3%**
LNST-CĐM 2027F, tỷ VND	1,596	2,119
Tăng trưởng LNST-CĐM 2027F	6.2%	-13.8%
P/E 2027F	9.1x	16.1x

Nguồn: Pinetree Research dự báo. Các chỉ tiêu định giá và tỷ suất sinh lời sử dụng giá đóng cửa ngày 25/11/2026

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

Các 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:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng >15%
NẮM GIỮ	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng từ -10% đến +15%
BÁN	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng <-10%
ĐANG XEM XÉT	Các dự phóng không còn phù hợp do phát sinh sự kiện mới. Khuyến nghị và giá mục tiêu trước đó hết hiệu lực. Trạng thái này được cập nhật trong vòng 30 ngày hoặc chuyển sang KHÔNG ĐÁNH GIÁ.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Cổ phiếu chỉ được đề cập nhằm mục đích cung cấp thông tin, không kèm khuyến nghị đầu tư và có thể không có giá mục tiêu.

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

Mai Anh Việt

Thực tập sinh

vietma@pinetree.vn

Phạm Kiều Anh

Thực tập sinh

anhpk@pinetree.vn