



TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ 17 – 20/11/2025

VCSC

VCB

Giá hiện tại	Giá mục tiêu
59,300	73,500
P/E	P/B
15.3	2.2

VCB: VCSC Research **MUA** đối với cổ phiếu

Tăng trưởng EPS dự kiến sẽ cải thiện trong 2026–2027; định giá hấp dẫn

• VCSC duy trì khuyến nghị MUA, nhưng điều chỉnh giảm 5,3% giá mục tiêu xuống mức 73.500 đồng/cổ phiếu đối với Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB). Trong đó, mức giảm đối với giá mục tiêu chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) mức giảm 7,1% đối với tổng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2029 (với các mức thay đổi lần lượt là -3,4%/-8,5%/-5,5%/-7,1%/-9,1% cho các năm 2025/26/27/28/29), (2) giả định chi phí vốn chủ sở hữu tăng do cập nhật hệ số beta, cùng với (3) giả định P/B mục tiêu giảm. Những yếu tố này được bù đắp một phần bởi tác động tích cực từ việc VCSC dời thời điểm định giá sang cuối năm 2026.

• Mức điều chỉnh giảm của VCSC đối với dự báo lợi nhuận chủ yếu đến từ mức giảm 5,0% đối với tổng dự báo thu nhập lãi thuần (NII) giai đoạn 2025–2029, do giả định NIM thận trọng hơn.

• VCSC tiếp tục giữ giả định về kế hoạch phát hành riêng lẻ 543,1 triệu cổ phiếu, dự kiến thực hiện vào giữa năm 2026. Đồng thời, VCSC cũng duy trì giả định về giá phát hành riêng lẻ ở mức 66.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng tổng giá trị huy động dự kiến là 36,3 nghìn tỷ đồng.

• Hiện tại, VCB đang giao dịch ở mức P/B trượt là 2,22 lần, thấp hơn 2,0 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm của ngân hàng là 3,11 lần.

• Rủi ro: (1) Kế hoạch tăng vốn không được triển khai như kỳ vọng, (2) Tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến, (3) NIM thấp hơn kỳ vọng. VCSC tiếp tục kỳ vọng VCB sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong giai đoạn 2026- 2027, được thúc đẩy bởi nhiều yếu tố hỗ trợ: (1) Tăng trưởng tín dụng mạnh hơn với khả năng cao không cần bán thêm dư nợ sang VCB Neo, (2) NIM dần ổn định/phục hồi, và (3) thu nhập phí dịch vụ (NFI) tăng trở lại sau khi giảm mạnh trong năm nay do không còn ghi nhận phí trả trước từ bancassurance.

Link full Báo cáo:
[VCB-20251110-MUA.pdf](#)

REE

REE: VCSC Research **MUA** đối với cổ phiếu

Tiền độ mở rộng điện gió tích cực; thủy điện duy trì đà tăng trưởng

Giá hiện tại	Giá mục tiêu
66,000	78,200
P/E	P/B
15.0	1.8

- VCSC nâng giá mục tiêu đối với CTCP Cơ Điện Lạnh (REE) thêm 8,3% và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên mua do giá cổ phiếu đã giảm 4% trong 2 tháng qua.

- VCSC nâng giá mục tiêu do (1) định giá mảng phát điện cao hơn 6%, phản ánh định giá mảng thủy điện và điện mặt trời cao hơn bù đắp cho định giá mảng điện gió yếu hơn, cùng với tác động tích cực của việc cập nhật mô hình điện giá sang cuối 2026; (2) định giá mảng cho thuê văn phòng cao hơn 18% từ tác động cập nhật mô hình định giá; (3) và định giá mảng cơ điện (M&E) và nước lần lượt cao hơn 14%/5%, áp dụng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 thay vì bình quân giai đoạn 2025–26.

- VCSC tăng tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025–29 thêm 1% (tương ứng +2%/+3%/0%/-2%/+2%), chủ yếu do LNST mảng thủy điện cao hơn 2% và chi phí quản lý (G&A) thấp hơn dựa trên kết quả 9T 2025, bù đắp cho LNST mảng điện gió thấp hơn 5% do giả định chi phí đầu tư XD/CB cao hơn.

- VCSC dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 tăng trưởng 20% YoY, chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) thu nhập mảng điện +17% YoY nhờ thủy điện thuận lợi và 96 MW công suất điện gió mới, (2) LNST sau lợi ích CĐTTS cho thuê văn phòng +39% YoY nhờ tỷ lệ lấp đầy phục hồi, và (3) LNST bất động sản tăng 3 lần YoY.

- Định giá của REE có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 11,4 lần, thấp hơn 25% so với P/E trung vị 2 năm của REE và PEG tương ứng là 0,5 dựa trên tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-28 là 21%.

- Rủi ro: Các dự án điện gió mới chậm triển khai.

- Yếu tố hỗ trợ: Khoản hoàn nhập dự phòng khoảng 150 tỷ đồng cho mảng M&E trong 2025 theo kế hoạch, và lợi nhuận tiềm năng từ việc bán chứng khoán sẵn sàng để bán (VIB) trong dài hạn. Đẩy mạnh mở

Link full Báo cáo
[REE-20251104-MUA.pdf](#)

BMP

BMP: VCSC Research **MUA** đối với cổ phiếu

Lợi nhuận năm 2026 dự kiến đạt mức cao kỷ lục mới nhờ giá PVC đầu vào thấp

Giá hiện tại	Giá mục tiêu
173,300	192,500
P/E	P/B
11.5	4.4

- VCSC nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA và tăng 24% giá mục tiêu lên mức 192.500 đồng/cổ phiếu đối với CTCP Nhựa Bình Minh (BMP). Cổ phiếu đã tăng 14% trong hai tháng qua.

- Mức giá mục tiêu cao hơn của VCSC chủ yếu đến từ việc VCSC (1) cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026, và (2) nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026–2030 lên thêm khoảng 20% mỗi năm. Mức tăng dự báo lợi nhuận chủ yếu được thúc đẩy bởi việc VCSC nâng dự báo biên lợi nhuận gộp lên thêm khoảng 3,5 điểm % mỗi năm trong giai đoạn này. Điều này phản ánh quan điểm thận trọng hơn của VCSC đối với triển vọng giá PVC trong Báo cáo Cập nhật lần này, trước tình trạng cán cân cung – cầu của ngành PVC Trung Quốc ngày càng mất cân đối, cùng với việc VCSC cập nhật giả định rằng PVC khó có khả năng bị nhăm đến trong chính sách “chống cạnh tranh tiêu cực” trong lần cập nhật này. Ngoài ra, VCSC cũng nâng dự báo doanh thu lên thêm khoảng 8%/năm, song tác động của mức tăng này cũng bị giới hạn bởi giả định về mức chi phí chiết khấu cao hơn.

- VCSC nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2025 lên thêm 9%, nhờ sự gia tăng của biên lợi nhuận, mà nguyên do chủ yếu đến từ (1) KQKD khả quan trong giai đoạn 9 tháng đầu năm (9T), cùng với (2) kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ tiếp tục mở rộng QoQ trong Q4 2025. Tính từ đầu quý đến nay, giá PVC trung bình tại Trung Quốc đã giảm khoảng 6–7% so với mức trung bình ghi nhận trong quý 3. Ngoài ra, VCSC cũng điều chỉnh tăng dự báo doanh thu, nhưng tác động của mức tăng này cũng bị giảm thiểu bởi mức chiết khấu cao hơn.

- Với lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt ở mức khoảng 100% trong giai đoạn 2019 – 2024 và việc nâng dự phóng lợi nhuận năm 2025, VCSC điều chỉnh tăng dự báo cổ tức tiền mặt năm tài chính 2025 (FY2025) lên mức 16.000 đồng/cổ phiếu (so với mức 14.500 đồng/cổ phiếu như trước đây), tương ứng với tỷ lệ chi trả là 99% và lợi suất cổ tức 12 tháng tới ở mức hấp dẫn 9,2%.

- Với KQKD khả quan và mức lợi suất cổ tức cao, VCSC cho rằng định giá của BMP hiện đang hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 10,1x tại giá thị trường hiện tại. Mức giá mục tiêu của VCSC tương ứng với mức P/E dự phóng năm 2026 là 11,3 lần, ngang với mức P/E trung bình 10 năm và 5 năm của BMP lần lượt là 11,4 lần và 11,3 lần.

- Rủi ro: Ngành PVC Trung Quốc có thể cắt giảm công suất do chính sách “chống cạnh tranh tiêu cực”, qua đó khiến giá PVC tăng trở lại và biên lợi nhuận của BMP bị thu hẹp; tuy nhiên, tác động ngắn hạn được VCSC đánh giá là hạn chế, do việc cắt giảm nguồn cung cần thời gian để triển khai.

Link full Báo cáo
[BMP-20251112-MUA.pdf](#)

HDG

HDG: VCSC Research **MUA** đối với cổ phiếu

Ghi nhận doanh thu mảng nhà ở bị trì hoãn, hoạt động mở rộng của mảng điện gió vẫn tiếp tục tiến triển

Giá hiện tại	Giá mục tiêu
31,250	37,000
P/E	P/B
34.4	1.9

- VCSC điều chỉnh giảm 1,9% giá mục tiêu xuống mức 37.000 đồng/cổ phiếu và hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN đối với CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG). Mức điều chỉnh giảm đối với giá mục tiêu chủ yếu đến từ việc ảnh hưởng của (1) mức điều chỉnh giảm 16% đối với định giá mảng BĐS (do việc ghi nhận doanh thu tại 3 dự án bị trì hoãn 2 năm), làm giảm thiểu tác động tích cực từ (2) mức tăng 3% đối với định giá mảng năng lượng (nhờ mức tăng đối với dự báo LNST của mảng thủy điện), (3) mức tăng của số dư tiền mặt ròng, và (4) tác động tích cực từ việc VCSC cập nhật mô hình định giá mục tiêu sang cuối năm 2026.

- VCSC điều chỉnh giảm 36% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-29 (tương ứng -5%/+10%/-12%/-46%/-58% cho dự báo các năm 2025/26/27/28/29), chủ yếu do mức điều chỉnh giảm 69% của VCSC đối với dự báo LNST mảng BĐS, sau khi lùi thời điểm ghi nhận doanh thu tại 3 dự án thêm 2 năm, từ năm 2028-30 như dự báo trước đây sang năm 2030-31. Điều này làm giảm thiểu tác động tích cực của việc VCSC điều chỉnh tăng 11% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS mảng năng lượng, do KQKD 9 tháng đầu năm (9T) khả quan của mảng thủy điện bù đắp cho mức tăng nhẹ đối với chi phí trích lập dự phòng tại dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 (HP4). VCSC cho rằng HP4 sẽ dừng trích lập dự phòng từ giữa năm 2026, thay vì từ tháng 1/2026 như dự báo trước đây, do HDG đã dời kế hoạch sang quý 1/2026.

- VCSC dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 sẽ đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+83% YoY), nhờ được dẫn dắt bởi mức tăng trưởng LNST ở tất cả các mảng, với mảng BĐS/Năng lượng/Văn phòng-khách sạn lần lượt tăng trưởng ở mức 11 lần/+15%/+76% YoY.

- HDG hiện có định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 9,1x — thấp hơn 32% so với nhóm các công ty cùng ngành điện và 48% so với P/E bình quân 4 năm của chính công ty.

- Yếu tố hỗ trợ: Khoản hoàn nhập dự phòng 500 tỷ đồng từ HP4 dự kiến sẽ hỗ trợ cho LNST các năm 2026/27; thương vụ mua lại dự án BĐS nhà ở mới.

Link full Báo cáo
[HDG-20251117-KQ.pdf](#)

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà BTresearch cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Chúng tôi không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất Chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của Chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. BTresearch và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. BTresearch không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lâm Tuyết Nhi

Trưởng phòng phân tích và tư vấn đầu tư

nhi.lam@bt-group.vn

Nguyễn Viết Hoàng Chương

Chuyên viên phân tích

chuong.nguyen@bt-group.vn

Nguyễn Thị Thuỳ Trang

Chuyên viên phân tích

trang.nguyenthuy@bt-group.vn

Nguyễn Thị Tú

Chuyên viên phân tích

tu.nguyen@bt-group.vn

Trần Thị Thoại Ngân

Chuyên viên phân tích

ngan.tran@bt-group.vn