

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2026F

KỶ NGUYÊN TĂNG TRƯỞNG MỚI - SÓNG LỚN HOÁ RỒNG

BSC Research – T03/2026



BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2026F

KỶ NGUYÊN TĂNG TRƯỞNG MỚI - SÓNG LỚN HOÁ RỒNG



MỤC LỤC

01 Tổng quan

Nhìn lại Quý 1 năm 2026 | Căng thẳng chiến sự

Chiến lược đầu tư Quý 2 năm 2026 #09

Dự phóng và Định giá

02 Triển vọng ngành

Ngân hàng #25

Điện – Đạm – Khí #34

Thép – Bất động sản #55

Xuất nhập khẩu – Logistic – Bán lẻ #75

03 Khuyến cáo



NHÌN LẠI QUÝ 1

Căng thẳng chiến sự ở Trung Đông

Trong báo cáo chiến lược gần nhất (T12/2025), trọng tâm của chiến lược đầu tư của BSC tập trung vào hai trụ cột chính từ tăng trưởng của nền kinh tế nội địa: **(1) Tăng trưởng từ đầu tư công nhờ mở rộng các chính sách tài khóa** **(2) Tăng trưởng từ nhu cầu tiêu thụ nội địa.**

Tuy nhiên, trong Quý 1 năm 2026, một “black swan” trên thế giới xảy ra: **Bùng nổ chiến sự tại Iran.** Mặc dù chiến sự mới xảy ra trong 4 tuần, nhưng cuộc xung đột đã có ảnh hưởng lớn đến **(1)** tình hình kinh tế của thế giới và Việt Nam **(2)** diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam. Thậm chí, so với báo cáo gần nhất, triển vọng một số ngành thay đổi 180 độ do tác động của cuộc chiến.

QUỐC TẾ

Chiến sự Iran: Sự kiện bất ngờ lớn

Vào ngày 28/02/2026, Mỹ và Israel tiến hành không kích Iran, tiêu diệt lãnh tụ Iran và nhiều quan chức quân đội cấp cao khác. Việc **(i)** Iran tuyên bố đóng cửa eo biển Hormuz (vào ngày 02/03/2026) và **(ii)** nhiều cơ sở hạ tầng năng lượng bị phá hủy do chiến sự giữa các bên đã **có tác động mạnh lên tình hình kinh tế và diễn biến thị trường chứng khoán.**

Tác động 1: Giá năng lượng đầu vào tăng cao (+38% so với dự báo trước)

Giá dầu Brent đạt mức **113 USD/thùng**, và kỳ vọng duy trì mức **90 USD/thùng trong năm 2026** (theo dự phóng của Phòng Vĩ mô BSC). Đây là mức tăng 38% so với dự phóng của báo cáo trước (65 USD/thùng) trước khi chiến sự diễn ra

Tác động 2: Đứt gãy chuỗi cung ứng

Do Năng lượng là nguyên liệu đầu vào của toàn bộ nền kinh tế, việc giá dầu tăng cao và nguồn cung bị thiếu hụt đã làm đứt gãy chuỗi cung ứng. **Trong TH chiến sự kéo dài (>3 tháng), BSC cho rằng từ đứt gãy chuỗi cung ứng sẽ lan đến việc tiêu dùng nội địa sụt giảm.**

NỘI ĐỊA

Đầu tư công: Tương đương kỳ vọng tại báo cáo trước

Trong 2 tháng đầu năm 2025, giải ngân Ngân sách nhà nước (NSNN) đạt 83.5 triệu tỷ, tăng 11.5% so với cùng kỳ, tương đương kỳ vọng tại báo cáo trước và tiếp tục là trụ cột tăng trưởng chính. Mặc dù tiến độ giải ngân vẫn tương đương kỳ vọng, tuy nhiên

Tiêu dùng nội địa: Tương đương kỳ vọng tại báo cáo trước

Trong 2 tháng đầu năm 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa đạt 1.2 triệu tỷ VNĐ , tăng 7.9% YoY, tương đương kỳ vọng tại báo cáo trước và tiếp tục là trụ cột tăng trưởng. **BSC lưu ý rằng các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết trên sàn kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng lớn hơn nhiều so với tăng trưởng của ngành** nhờ (i) hưởng lợi từ các chính sách của chính phủ (ii) chiếm thị phần từ việc chống hàng giả hàng nhái.

Tác động từ sự kiện chính trị lên kinh tế nội địa

Chiến sự Iran đã tác động ngay lập tức đến nguồn cung và giá năng lượng đầu vào của nền kinh tế nội địa: vd xăng, dầu, dầu diesel,... BSC đã thay đổi dự phóng một số ngành bị ảnh hưởng trực tiếp của cuộc chiến cũng như ngành bị ảnh hưởng gián tiếp khi giá nguyên liệu đầu vào tăng cao (ở phần Dự phóng và Định giá). Tuy nhiên, **BSC nhận thấy trong TH chiến sự kéo dài, rủi ro ảnh hưởng đến tốc độ giải ngân đầu tư công (do nguyên liệu đầu vào tăng giá và nhu cầu tiêu thụ bị sụt giảm do đứt gãy chuỗi cung ứng sẽ xảy ra (tuy nhiên chưa được thể hiện trong Dự phóng tại báo cáo này).**

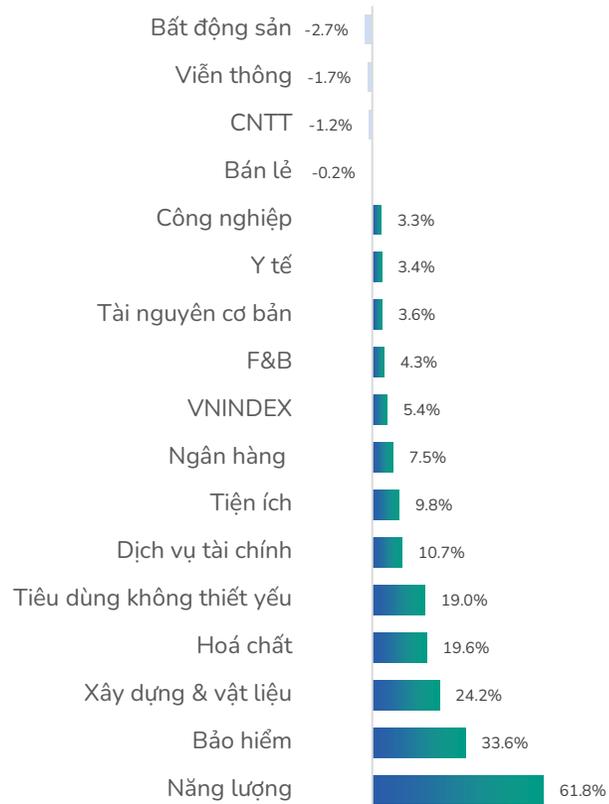
Hiệu suất VNI giảm -7.7% YTD và -12.4% sau khi chiến sự Trung Đông nổ ra



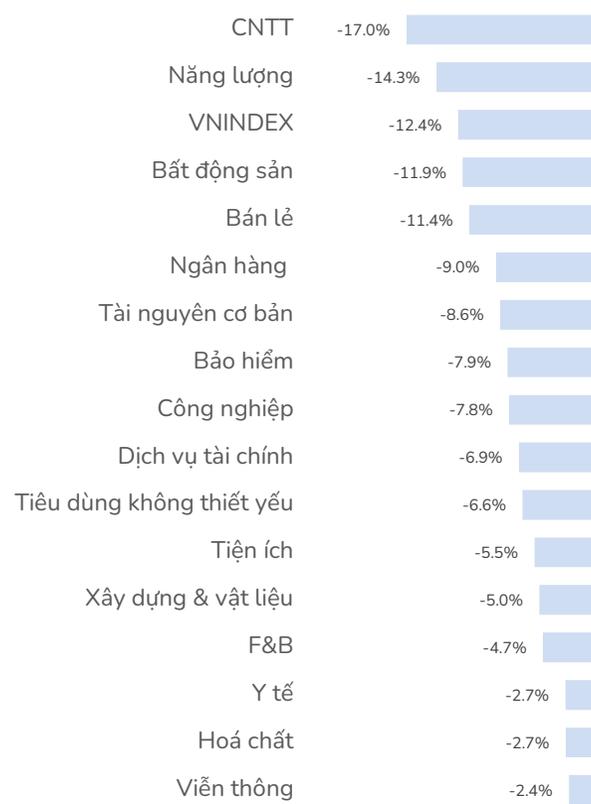
Vĩ mô & chính trị

Mức suy giảm chung của thị trường diễn biến tại tất cả các ngành

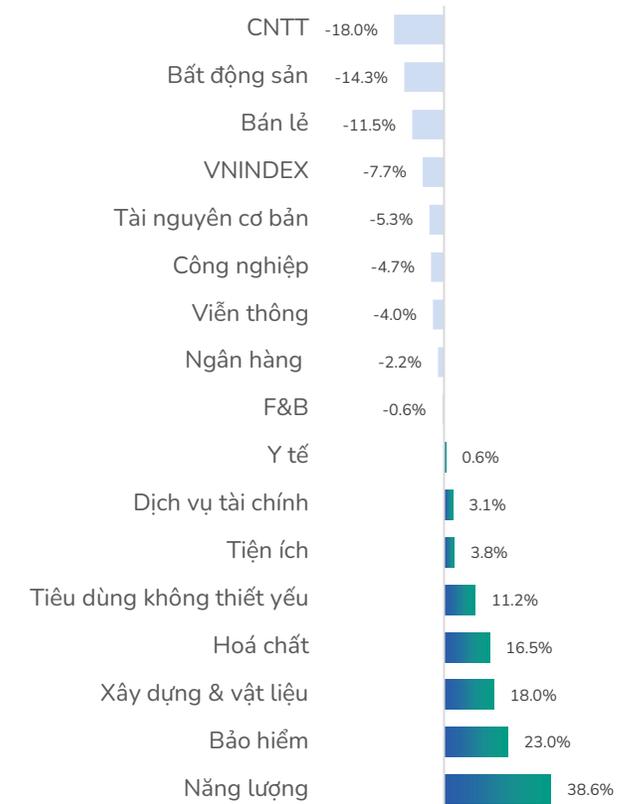
Trước chiến sự Trung Đông (Từ đầu năm đến 28/02/2026)



Sau chiến sự Trung Đông (Từ 28/02/2026 - 25/03/2026)



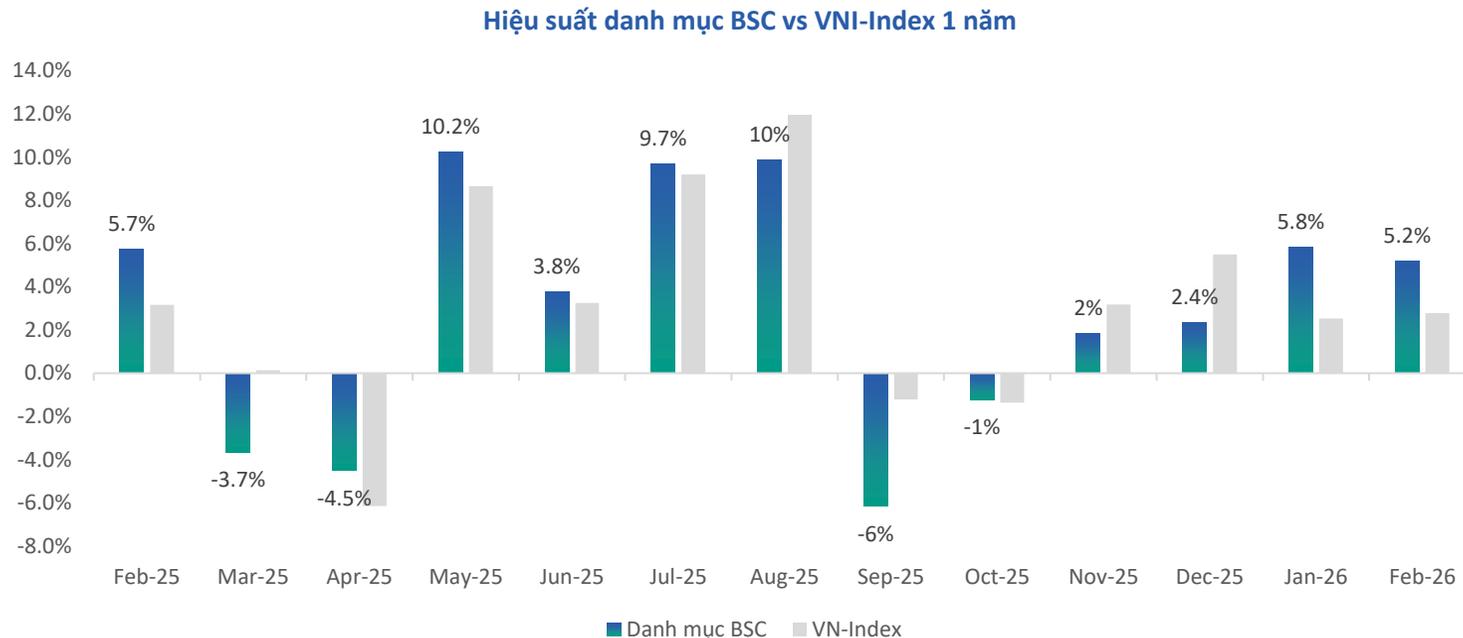
YTD (Từ đầu năm đến nay)



Danh mục mẫu BSC-10 ghi nhận hiệu suất 172%, vượt trội so với mức 82% VNINDEX

2025	Danh mục BSC	VN-Index
T1.2025	1.1%	-0.1%
T2.2025	5.7%	3.2%
T3.2025	-3.7%	0.1%
T4.2025	-4.5%	-6.2%
T5.2025	10.2%	8.7%
T6.2025	3.3%	3.1%
T7.2025	9.7%	9.2%
T8.2025	9.9%	12.0%
T9.2025	-6.2%	-1.2%
T10.2025	-1.2%	-1.4%
T11.2025	1.9%	3.2%
T12/2025	2.4%	5.5%
2025	31.0%	40.8%

2025	Danh mục BSC	VN-Index
T1.2026	5.8%	2.5%
T2.2026	5.2%	2.8%
2T2026	11.3%	5.4%



Thông kê hiệu suất của danh mục BSC 10

Hiệu suất	2023	2024	2025	2T2026	Lũy kế kể từ khi thành lập (3/2023)
BSC 10	35.9%	38.6%	31.0%	11.3%	172%
VNINDEX	9.5%	11.6%	40.8%	5.4%	82%

Danh mục BSC – 10 được xây dựng dựa trên các tiêu chí:

- **Đặc điểm:** Danh mục đầu tư dựa trên các yếu tố cơ bản tốt, tính đại chúng cao. Tập trung các doanh nghiệp đầu ngành, có vốn hóa vừa và lớn, tính thanh khoản cao, phù hợp đáp ứng với kế hoạch đầu tư từ 1-3 tháng.
- **Vốn hóa:** Vốn hóa > 2,000 tỷ đồng
- **Thanh khoản:** > 20 tỷ đồng/ trung bình 60 phiên



CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ QUÝ 2

Ưu tiên ngành ở vùng định giá rẻ và hưởng lợi từ chiến sự

BỐI CẢNH

Chiến sự tại Iran đã đẩy mức độ “không chắc chắn” (rủi ro) lên mức cao, xoay quanh hai biến số then chốt: (i) thời gian kéo dài xung đột và (ii) mức độ ảnh hưởng của cuộc chiến (đặc biệt là thời gian phong tỏa eo biển Hormuz và mức độ thiệt hại tại các cơ sở hạ tầng năng lượng). BSC nhận thấy cả hai yếu tố đều có ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh tế tại Việt Nam và diễn biến thị trường chứng khoán trong ngắn hạn nhưng **lại rất khó dự phóng**.

BSC cho rằng trong TH xấu nhất (chiến sự kéo dài 2 quý – 1 năm), nền kinh tế sẽ gặp áp lực về tăng trưởng khi hai trụ cột (i) đầu tư công và (ii) nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi cuộc chiến: giá nguyên liệu đầu vào tăng và đứt gãy chuỗi cung ứng khiến nhu cầu suy giảm.

2 trục rủi ro chính

Hai biến số quyết định mức độ ảnh hưởng của chiến sự lên nền kinh tế và thị trường.

- 1 Chiến sự kéo dài**
Càng kéo dài, áp lực lên tăng trưởng, lạm phát và tâm lý thị trường càng lớn
- 2 Hạ tầng năng lượng**
Mức độ thiệt hại hạ tầng năng lượng càng lớn, nguy cơ đứt gãy và thiếu hụt nguồn cung càng cao → giá năng lượng và chi phí đầu vào tăng.

Kết luận: ưu tiên danh mục phòng thủ và linh hoạt hơn so với báo cáo trước

Rủi ro tăng cao hơn so với dự báo gần nhất (T12/2025) - Chiến lược đầu tư 2026 được điều chỉnh như sau:

GIỮ NGUYÊN Ưu tiên nội địa	<ul style="list-style-type: none">Ưu tiên các ngành gắn với động lực nội địa, định giá hấp dẫn sau nhịp điều chỉnh của thị trường.Ví dụ: Ngân hàng, Bán lẻ.Đồng thời tiếp tục không ưu tiên các nhóm xuất khẩu nhạy cảm như Thủy sản, Dệt may.
TĂNG TỶ TRỌNG Hưởng lợi chọn lọc	<ul style="list-style-type: none">Tăng tỷ trọng có chọn lọc ở các ngành hưởng lợi từ xung đột.Ví dụ: Phân bón<i>Lưu ý: biến động KQKD và giá cổ phiếu thuộc nhóm này cao, phụ thuộc diễn biến chiến sự</i>
HẠ TỶ TRỌNG Nhạy cảm chiến sự	<ul style="list-style-type: none">Giảm tỷ trọng các ngành từng ưu tiên/trung lập nhưng chịu tác động tiêu cực trực tiếp từ bối cảnh chiến sự.Ví dụ: Hàng không, Săm lốp

ƯU TIÊN

Nhóm ngành trọng tâm

Hưởng lợi từ động lực nội địa và mặt bằng định giá hấp dẫn hơn sau nhịp điều chỉnh thị trường

- **Bất động sản nhà ở:** định giá đã chiết khấu về vùng hấp dẫn, kỳ vọng hưởng lợi khi lãi suất và nguồn cung dần cải thiện.
- **Vật liệu xây dựng:** ưu tiên doanh nghiệp đầu ngành, thị phần nội địa lớn và hưởng lợi từ hồi phục BĐS và đầu tư công dù ngành bị ảnh hưởng do giá đầu vào tăng.
- **Xây lắp:** lựa chọn doanh nghiệp có backlog lớn, khả năng ghi nhận doanh thu tốt trong 2-3 năm tới.
- **F&B và Bán lẻ tiêu dùng:** Chính sách kích thích kinh tế và xu hướng chuyển dịch ngành, tạo cơ hội để DN đầu ngành có lợi thế về mô hình vận hành tối ưu, tiếp tục mở rộng thị phần và thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trung hạn.
- **Ngân hàng:** ưu tiên các ngân hàng có lợi thế hệ sinh thái, hạn mức tín dụng và nguồn thu đa dạng, đồng thời kết hợp một số lựa chọn phòng thủ trong bối cảnh thị trường còn biến động.

TĂNG TỶ TRỌNG

Nhóm ngành nổi bật

Các ngành hưởng lợi trực tiếp hoặc tương đối rõ nét từ diễn biến xung đột và giá năng lượng.

Tuy nhiên, mức độ biến động của nhóm này sẽ cao do phụ thuộc tình hình chiến sự.

- **Điện – Dầu khí:** hưởng lợi từ giá dầu cao, thúc đẩy hoạt động thăm dò khai thác và cải thiện biên lợi nhuận ở nhóm trung nguồn/hạ nguồn.
- **Cảng biển – Vận tải biển:** doanh nghiệp sở hữu đội tàu chở dầu thô/dầu thành phẩm/hoá chất/khí hoá lỏng hưởng lợi từ xu hướng tăng giá cước; cảng biển phân hoá mạnh, ưu tiên doanh nghiệp đầu ngành có khả năng đa dạng hoá tuyến dịch vụ, dư địa mở rộng công suất và cảng nước sâu.
- **Hoá chất – Phân bón:** kỳ vọng cải thiện giá bán trong bối cảnh cú sốc nguồn cung toàn cầu và lợi thế cạnh tranh nội địa

GIẢM TỶ TRỌNG

Nhóm ngành kém tích cực

Các ngành bị thiệt hại từ xung đột chủ yếu từ chi phí đầu vào và chi phí logistics

- **Hàng không:** chịu áp lực kép từ cạnh tranh nội địa và giá nhiên liệu tăng mạnh khi căng thẳng Trung Đông leo thang.
- **Săm lốp:** biên lợi nhuận chịu sức ép từ chi phí nguyên vật liệu, logistics và rào cản thuế quan.

	Kịch bản 1	Kịch bản 2
Thời gian căng thẳng	Dưới 2 tháng	Trên 2 tháng
Giá Brent trung bình 2026	~70 USD/thùng	83-90 USD/thùng
Xác suất	80%	20%
Mức độ tác động tiêu cực	Trung bình	Cao
Hành động của FED	Có thể cân nhắc giảm lãi suất 1 lần trong 2026.	Có thể không giảm lãi suất trong năm 2026.
DXY và USD/VND	DXY tăng nhẹ, áp lực tỷ giá tăng nhẹ.	DXY tăng mạnh, áp lực tỷ giá lớn.
CPI Việt Nam (%YoY)	Trung bình: ~3,5–3,6%	Cao: ~3,73–4,5%
Khả năng NHNN tăng lãi suất	Áp lực tăng: 0,25%–0,50%	Cao: 0,50%–1,0%

- Về giả định thời gian kéo dài của xung đột, báo cáo của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) cho thấy việc đóng cửa eo biển Hormuz có thể khiến sản lượng dầu thô giảm từ 8 đến 10 triệu thùng/ngày. Sự sụt giảm nguồn cung lớn này đã dẫn đến việc giá năng lượng tăng mạnh. Để ứng phó với đà tăng giá, IEA và Hoa Kỳ đã cùng nhau xả khoảng 570 triệu thùng dầu từ kho dự trữ, đủ để bù đắp thiếu hụt nguồn cung trong khoảng hai tháng.
- Nếu xung đột kéo dài khoảng hai tháng, chúng tôi kỳ vọng rằng sau khi kết thúc, giá dầu Brent sẽ dần quay về mức trước chiến tranh, trung bình khoảng 70 USD/thùng trong cả năm 2026.
- Trong trường hợp xung đột kéo dài hơn hai tháng, việc xả dầu dự trữ sẽ không đủ để bù đắp sự suy giảm sản lượng, khiến giá dầu tăng lên khoảng 120–140 USD/thùng hoặc cao hơn. Tuy nhiên, BSC tin rằng giá dầu sẽ dần giảm xuống mức cân bằng mới do tác động tiêu cực của giá cao đối với nhu cầu; trung bình 2026 đạt 83 - 90 USD/thùng. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra một cuộc khủng hoảng năng lượng tương tự thập niên 1980 và 1990 là tương đối thấp, khi tỷ lệ nhập khẩu dầu/GDP toàn cầu hiện chỉ khoảng 2%, thấp hơn đáng kể so với mức 6% trong những thập niên 1980 và 1990.



DỰ PHÒNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng lợi nhuận: So với báo cáo trước (T12/2025), với hơn 90 mã đang theo dõi, BSC điều chỉnh dự phóng lợi nhuận năm 2026F đạt 498.8 nghìn tỷ, giảm 0.5% so với báo cáo trước, và tăng 14.9% so với cùng kỳ)

Định giá thị trường: Đến ngày 25/03/2026, mức PE của VNIndex_Exclu (không tính nhóm Vingroup) đạt 12.2 (~13.3 cho VNIndex); giảm 12% so với thời điểm báo cáo trước; chủ yếu mức giảm ghi nhận kể từ khi chiến sự tại Iran bùng nổ (vào ngày 28.02.2026). BSC cho rằng mức định giá hiện tại đã an toàn cho việc giải ngân lại (khi chạm đến ngưỡng -1 độ lệch chuẩn), và ước tính xấu nhất là về vùng định giá 10.0 (trong giai đoạn 2020 – 2025, chỉ có 2 lần chạm về mức 10.0 là Covid 2020 và sụp đổ thị trường trái phiếu 2022).

DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN

Quốc tế: Tác động của cuộc chiến tại Iran

Tăng dự phóng đối với nhóm Dầu khí (+84% sv dp trước, chủ yếu ở BSR), Phân bón (+63% sv dp trước) và Vận Tải (+7% sv dp trước) chủ yếu nhờ tăng chênh lệch giá bán và giá nguyên liệu, và được ký hợp đồng mới giá cao.

Giảm dự phóng đối với nhóm Hàng không (-88% sv dp trước), Vật liệu xây dựng (-20% sv dp trước) chủ yếu do ảnh hưởng của giá năng lượng và nguyên vật liệu đầu vào tăng cao.

Nội địa:

Tăng dự phóng đối với nhóm Ngân hàng (+3% sv dp trước sau khi cập nhật số liệu 2025 thực tế). Dù mức điều chỉnh nhỏ, nhưng quy mô lợi nhuận của ngành Ngân hàng chiếm 61% tổng LN các mã BSC theo dõi, nên tác động lớn đến mức thay đổi lợi nhuận.

Tăng dự phóng đối với ngành Bán lẻ (+6% sv dp trước), phản ánh triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp trên sàn. BSC lưu ý dự phóng này chưa phản ánh ảnh hưởng tiêu cực trong TH cuộc chiến kéo dài (2 quý – 4 quý) khiến nhu cầu suy giảm.

Giảm dự phóng đối với ngành Bất động sản thương mại (-14% sv dp trước), phản ánh nhu cầu mua bất động sản chậm lại khi lãi suất neo cao.

Ngành	Thay đổi dự phóng	Mức thay đổi
Dịch vụ tài chính (do bổ sung 2 mã TCX và VPX)	Tăng	156%
Dầu khí	Tăng	84%
Hàng cá nhân & Gia dụng	Tăng	32%
Hóa chất	Tăng	31%
Bán lẻ	Tăng	6%
Thực phẩm và đồ uống	Tăng	4%
Ngân hàng	Tăng	3%
Công nghệ thông tin	Tăng	3%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	Tăng	2%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	Giảm	-10%
Bất động sản	Giảm	-14%
Tài nguyên cơ bản	Giảm	-15%
Xây dựng và Vật liệu	Giảm	-20%
Du lịch và Giải trí	Giảm	-88%

SO VỚI BÁO CÁO TRƯỚC: GIẢM -0.5% DỰ BÁO LỢI NHUẬN TOÀN THỊ TRƯỜNG 2026F

Ngành	Số lượng công ty quan sát	Báo cáo tại T12/2025				Báo cáo tại 25/03/2026			
		Doanh thu 2026	% tăng trưởng doanh thu	LNST-CĐTS 2026	% tăng trưởng LNST-CĐTS	Doanh thu 2026	% tăng trưởng doanh thu	LNST-CĐTS 2026	% tăng trưởng LNST-CĐTS
Ngân hàng	16	767.1	15%	295.2	16%	774.9	16%	304.7	16%
Bất động sản	12	199.2	22%	67.9	41%	182.6	-5%	58.5	9%
Tài nguyên Cơ bản	7	297.4	12%	26.1	-2%	288	19%	22.1	25%
Thực phẩm và đồ uống	6	200	10%	19.6	12%	205.9	12%	20.3	14%
Dịch vụ tài chính	3	23	3%	7.1	3%	46.9	16%	18.2	17%
Dầu khí	5	647.2	10%	9.3	16%	804.2	24%	17.1	61%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	6	214.1	16%	15.9	16%	203.2	23%	16.2	-3%
Công nghệ Thông tin	2	81	10%	11.1	16%	82.3	15%	11.4	20%
Bán lẻ	3	283	18%	10.2	24%	277.9	20%	10.8	29%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	5	72	45%	10.1	-13%	84.7	9%	9.1	8%
Hóa chất	7	52.7	-4%	6.5	-26%	59.7	14%	8.5	23%
Xây dựng và Vật liệu	14	115.4	13%	9.3	32%	110	14%	7.4	8%
Hàng cá nhân & Gia dụng	3	52.1	8%	3.7	7%	53.3	8%	4.9	27%
Du lịch và Giải trí	1	131	13%	9.1	11%	131	8%	1.1	-85%
Ô tô và phụ tùng	2	9.8	6%	0.3	23%	9.6	6%	0.3	50%

DỰ PHÓNG MỚI: TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN 2026F ĐẠT +14.3% YoY

Ngành	Số lượng công ty quan sát	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	% tăng trưởng doanh thu	LNST-CĐTS 2025	LNST-CĐTS 2026	% tăng trưởng LNST-CĐTS	PE ttm	PE FW 2026
Ngân hàng	16	667.1	774.9	16%	262.7	304.7	16%	9	7
Bất động sản	12	193	182.6	-5%	53.6	58.5	9%	11.4	11.3
Tài nguyên Cơ bản	7	241.7	288	19%	17.7	22.1	25%	12.7	10
Thực phẩm và đồ uống	6	184	205.9	12%	17.8	20.3	14%	15.6	13.4
Dịch vụ tài chính	3	40.6	46.9	16%	15.6	18.2	17%	18.1	15.8
Dầu khí	5	648.1	804.2	24%	10.7	17.1	61%	22.6	15.4
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	6	164.7	203.2	23%	16.7	16.2	-3%	17.1	15.1
Công nghệ Thông tin	2	71.6	82.3	15%	9.5	11.4	20%	13.6	11.3
Bán lẻ	3	231.6	277.9	20%	8.3	10.8	29%	18.1	14.2
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	5	77.5	84.7	9%	8.4	9.1	8%	28.4	16.3
Hóa chất	7	52.2	59.7	14%	6.9	8.5	23%	10.6	8.7
Xây dựng và Vật liệu	14	96.7	110	14%	6.9	7.4	8%	12.7	8.3
Hàng cá nhân & Gia dụng	3	49.2	53.3	8%	3.8	4.9	27%	11.8	9.5
Du lịch và Giải trí	1	121.2	131	8%	7.3	1.1	-85%	8.7	7
Ô tô và phụ tùng	2	9.1	9.6	6%	0.2	0.3	50%	19.1	11.3

Mức PE trên thị trường



Nguồn: BSC Research,

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 30/12/2025

PE TTM
13.5x

MEAN
14.3x

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 25/03/2026

PE TTM
12.2x

MEAN
14.3x

Chú giải:

- **P/E Vn-index_500 STOCKS:** >500 mã chiếm trên 90% tỷ trọng vốn hoá.
- **P/E Vn-index exclude:** loại trừ đóng góp các mã VHM, VIC, VRE, VPL
- **P/E BSC's Universal:** Top 87 cổ phiếu BSC cover chiếm khoảng 67% tỷ trọng vốn hoá VN-Index

Quan điểm của BSC:

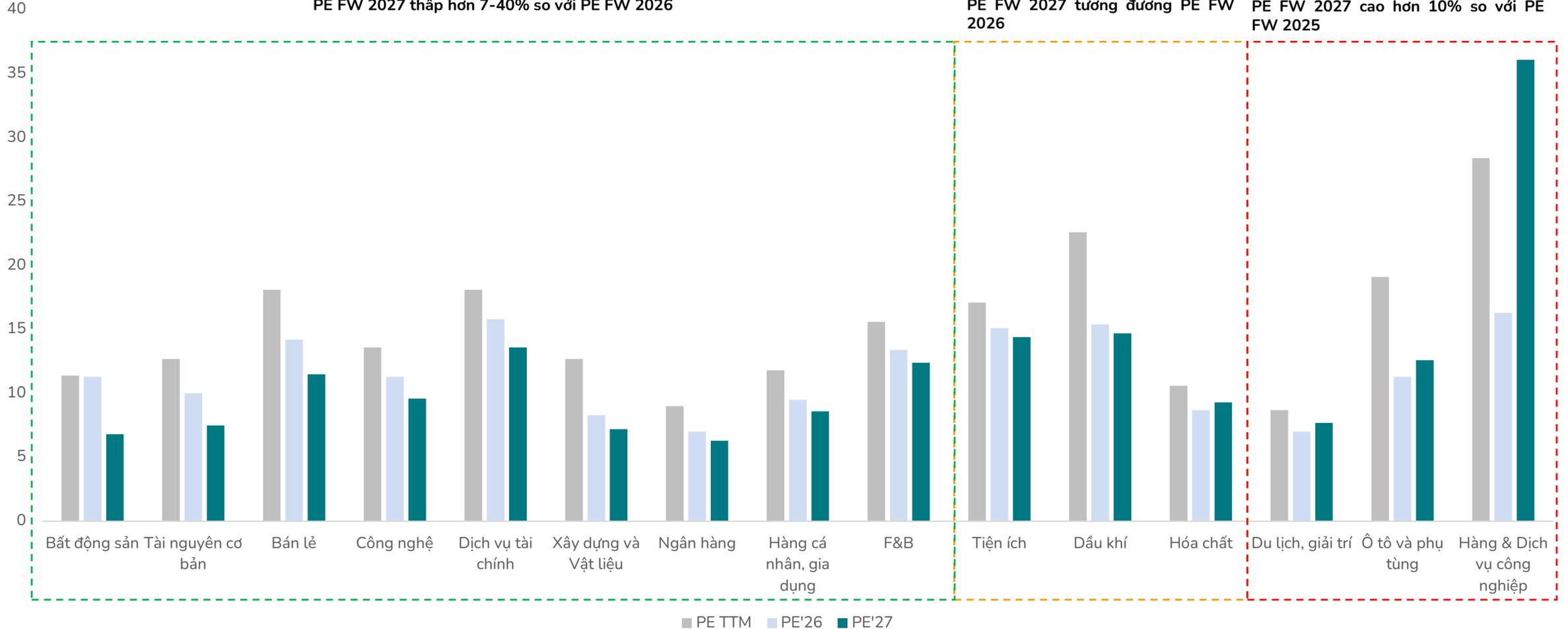
Trong TH thị trường xác nhận tạo đáy, BSC kỳ vọng (i) nhóm các cổ phiếu blue-chip (ii) nhóm các ngành đang chiết khấu rất sâu (vd: Bất động sản) sẽ phục hồi trước thị trường. Tuy nhiên, mức hồi phục diễn ra trong một thời gian ngắn, diễn biến sau đó sẽ đi theo triển vọng và hoạt động kinh doanh của ngành và doanh nghiệp.

10/15 NGÀNH BSC_UNIVERSAL GHI NHẬN MỨC ĐỊNH GIÁ THẤP HƠN 8-28% VS 2025FW

PE FW 2027 thấp hơn 7-40% so với PE FW 2026

PE FW 2027 tương đương PE FW 2026

PE FW 2027 cao hơn 10% so với PE FW 2025



So với báo cáo trước, tại ngày 25/03/2026:

- Số ngành có PE 2026F thấp hơn: 11/15 ngành
- Số ngành có PE 2026F cao hơn: 4/15 ngành

So với báo cáo trước, tại ngày 25/03/2026:

- Ngành mà đang rẻ nhất: Bất động sản, Tài nguyên cơ bản, Bán lẻ
- Ngành mà đắt nhất: Hàng & Dịch vụ công nghiệp

TOP 15 CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ QUÝ 2/2026

Mã cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá hiện tại (VND/CP)	Upside	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	LNST-CĐT5 2025	LNST-CĐT5 2026	PE 2025	PE 2026	PB 2025	PB 2026
NLG	12,807	36,700	26,400	39%	5,645	5,350	701	738	19.6	18.1	1.01	0.96
PNJ	35,104	154,200	106,300	45%	34,976	38,221	2,829	3,809	45	34	1.9	1.6
GMD	26,357	90,400	73,900	22%	5,947	7,148	1,677	2,107	20.2	16.7	2.2	1.8
HPG	203,400	32,200	25,950	24%	156,116	197,989	15,450	20,126	13.4	9.7	1.57	1.29
DBC	10,584	34,000	22,000	55%	14,897	16,661	1,506	1,655	7	6	1.0	0.9
VPB	200,331	36,500	24,000	45%	74,654	91,241	23,990	30,284	9.5	6.3	1.4	1.0
PVT	9,751	27,800	21,200	31%	16,049	16,770	1,038	1,305	9.4	7.6	0.8	0.7
TCB	210,886	43,500	29,850	46%	53,391	62,235	25,290	29,992	9.8	6.8	1.5	1.1
PVS	17,695	41,600	34,600	20%	36,151	43,138	1,380	1,534	12.8	11.5	1.2	1.1
GEX	31,944	53,100	35,400	50%	39,519	42,645	1,475	1,420	19.6	21.6	1.6	1.5
MWG	127,903	113,000	74,200	52%	156,458	185,123	7,037	9,108	18	14	3.3	2.6
POW	39,268	15,200	13,300	14%	39,146	60,242	2,031	1,952	19.3	20.1	1.2	1.1
MBB	206,208	32,400	25,600	27%	67,693	83,850	26,779	32,612	6.5	6.2	1.3	1.2
DCM	23,929	52,200	45,100	16%	16,631	19,405	1,960	2,766	9.0	12.7	1.6	2.8
PVD	18,261	39,050	32,850	19%	10,893	13,773	1,037	1,131	15.2	17.0	0.9	0.7

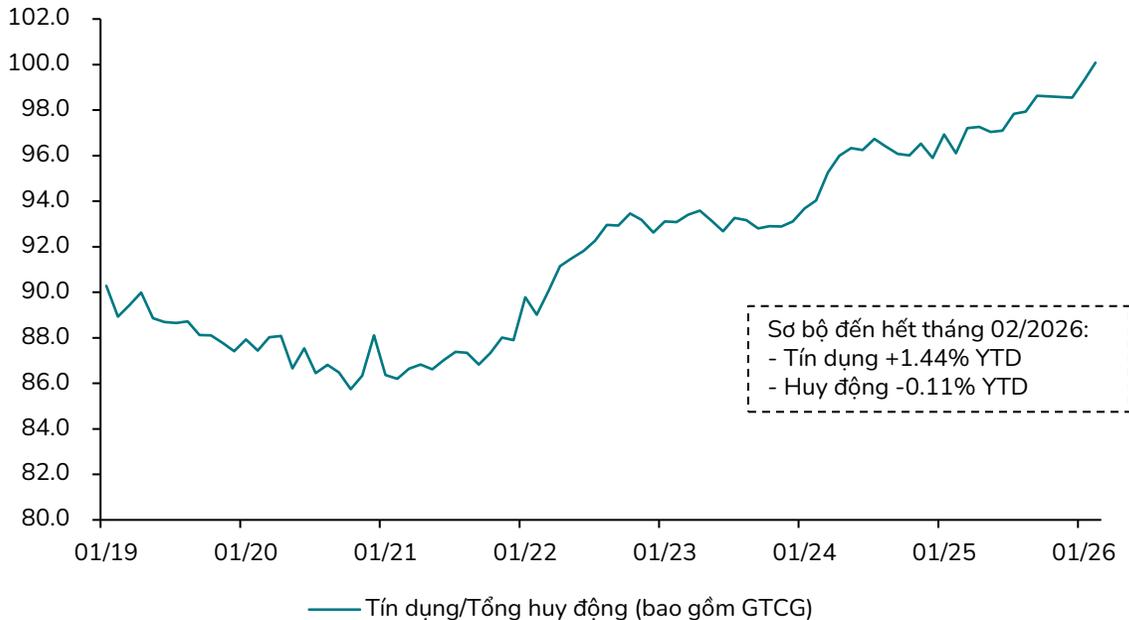


BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

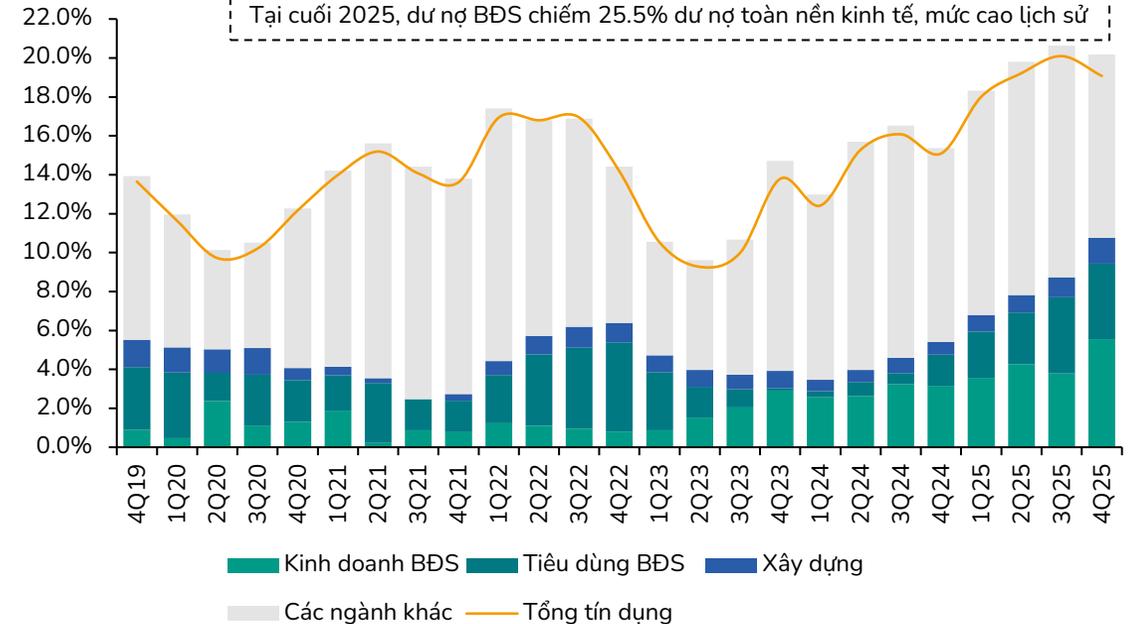
Thông tin sơ bộ đến hết tháng 02/2026, tăng trưởng tín dụng hệ thống đạt 1.44% YTD còn tăng trưởng huy động (có bao gồm GTCG) đạt -0.11% YTD.

- Chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động thị trường 1 chưa thể giải quyết trong ngắn hạn do những yếu tố mang tính cấu trúc, từ đó khiến việc cân đối giữa mục tiêu tăng trưởng tín dụng và mặt bằng lãi suất trong 2026 vẫn rất thách thức.
- NHNN theo đó đã có những định hướng CSTT thận trọng hơn ngay từ đầu năm với việc đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% và giới hạn mức trần cho tăng trưởng tín dụng BĐS. Tỷ trọng dư nợ lĩnh vực BĐS tại cuối 2025 hiện chiếm 25.5% dư nợ toàn nền kinh tế, mức cao lịch sử.
- Dù vậy, BSC vẫn cho rằng việc đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% toàn hệ thống sẽ tương đối thách thức nếu không có sự đóng góp vượt trội của lĩnh vực BĐS. Chúng tôi tạm thời điều chỉnh giảm nhẹ kì vọng trước đó từ tối thiểu 18% về mức 17% cho toàn hệ thống.
- BSC cho rằng câu chuyện bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng vẫn sẽ là kì vọng cho ít nhất 2-3 năm nữa, đến khi hệ thống ngân hàng đáp ứng theo tiêu chuẩn nâng cao hơn như Basel 3 (CAR, LCR, NSFR, ...), điều mà chúng tôi kì vọng sẽ có nhiều chuyển biến trong thời gian tới (tham khảo [báo cáo trước](#)).
- Thị trường TPDN và các kênh huy động vốn ngoài ngân hàng vẫn tiếp tục được kì vọng sôi động hơn trong năm nay, giảm bớt áp lực từ bài toán LDR cho hệ thống.

Ước tính tỷ lệ LDR thị trường 1 của toàn hệ thống đã vượt mức 100%



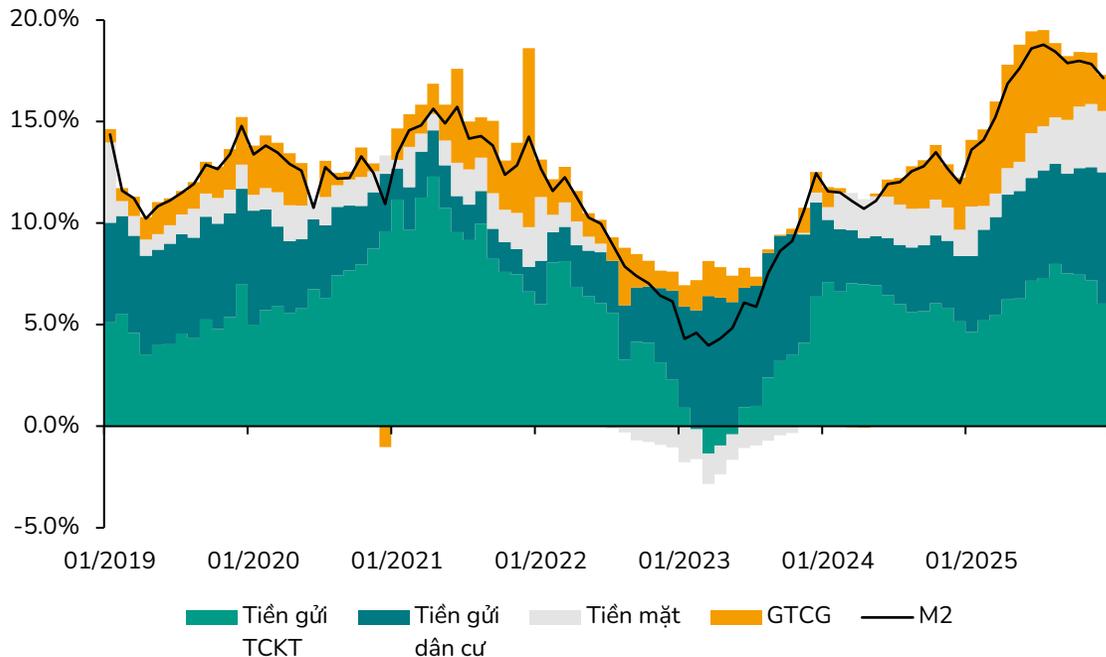
Đóng góp bình quân trọng số của các ngành nghề vào tăng trưởng tín dụng so với cùng kỳ



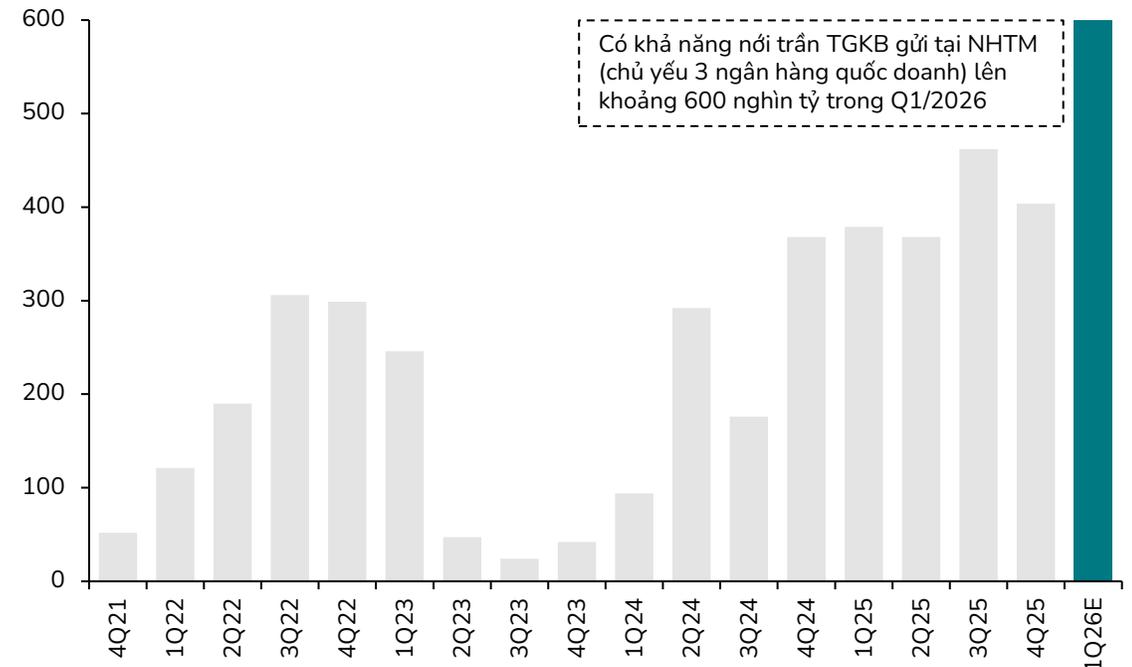
Cơ quan điều hành đang áp dụng chính sách rất linh hoạt để điều tiết thanh khoản cho thị trường.

- BSC ước tính đến cuối 2025, huy động qua phát hành GTCG chiếm khoảng 9-10% trong cấu trúc M2, duy trì mặt bằng cao hơn tương đối so với các giai đoạn quá khứ (trong đó khoảng 65% là trái phiếu của TCTD và 35% và chứng chỉ tiền gửi).
- Điều này vẫn cho thấy xu hướng huy động tiền gửi thị trường 1 còn gặp nhiều khó khăn khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của người dân có xu hướng gia tăng trong khoảng 2 năm đổ lại đây (ước tính chiếm ~10% cấu trúc M2).
- Trong bối cảnh đó, **có thông tin về việc KBNN sẽ nâng mức trần tiền gửi nhà rỗi vào hệ thống NHTM từ 50% hiện tại (theo Nghị định 14/2025/NĐ-CP) lên 60%**. BSC cho rằng động thái này là hoàn toàn phù hợp, sự tăng cường phối hợp giữa NHNN và Bộ Tài chính là điều cần thiết. Nếu đúng, số dư này trên BCTC Q1/2026 của các ngân hàng quốc doanh dự kiến vượt mức đỉnh lịch sử ~500 nghìn tỷ trước đây.
- Bên cạnh gia tăng số dư TGKB, các công cụ khác như OMO, hoán đổi USD kì hạn, tái cấp vốn đều đang được kích hoạt và điều tiết linh hoạt (tham khảo [báo cáo trước](#)), hỗ trợ khả năng cung ứng vốn của hệ thống ngân hàng.

Phân tách cấu trúc tăng trưởng M2 của Việt Nam



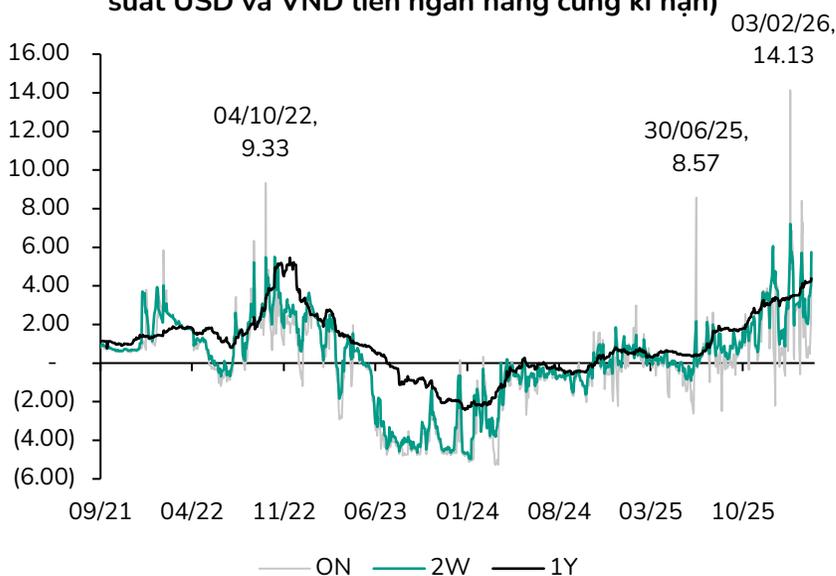
Số dư TGKB kì hạn gửi tại NHTM trong 2026



Lãi suất thị trường 2 biến động mạnh và khó lường, lãi suất thị trường 1 có xu hướng tăng lên mặt bằng mới.

- Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng biến động tương đối mạnh trong khoảng 1 tháng trở lại đây, có thời điểm ghi nhận những con số thường chỉ được nhìn thấy vào thời kỳ khủng hoảng. **Trong ngắn hạn, BSC cho rằng nền lãi suất thị trường 2 sẽ còn duy trì ở mức cao để kiểm soát áp lực tỷ giá.**
- Lãi suất trên thị trường 1 duy trì xu hướng tăng rõ ràng và không nằm ngoài kì vọng. Chúng tôi đã thấy xuất hiện nhiều hơn những mức lãi suất tiền gửi 8-9%/năm cho KHÚT thời gian gần đây. **Lưu ý rằng các ngân hàng có lợi thế về hạn mức tín dụng (như MBB, HDB, VPB) sẽ cần tăng cường huy động để tài trợ kế hoạch tăng trưởng tín dụng tham vọng (+35%), các ngân hàng khác có ít hạn mức hơn dù không muốn nhưng cũng sẽ phải gia nhập cuộc đua LSHĐ để giữ khách hàng.**
- Từ đầu năm, hầu hết các ngân hàng đều kì vọng rằng lãi suất VND có thể hạ nhiệt dần khi Fed tiếp tục cắt giảm lãi suất, tuy nhiên với những biến số mới là chiến sự Trung Đông, kì vọng này đang bị suy yếu. Theo [tính toán của đội ngũ TCB CIBG Research](#), trong kịch bản chiến sự leo thang, lãi suất VND kỳ hạn 6T có thể tăng thêm khoảng 1.4 điểm % so với đầu năm, có phần cao hơn dự báo trong báo cáo gần nhất của BSC. **Trước đó, chúng tôi ước tính rằng LSHĐ bình quân 12T tăng 1 điểm % có thể khiến tỷ lệ CASA toàn ngành giảm ~1.5 điểm %.**
- BSC nhận thấy rủi ro điều chỉnh giảm với dự báo NIM toàn ngành 2026 khi chi phí vốn có thể tăng mạnh hơn dự kiến.** Yếu tố được kì vọng sẽ giúp cải thiện thanh khoản hệ thống về nửa cuối năm là việc thúc đẩy giải ngân đầu tư công từ nguồn NSNN, tuy nhiên chúng tôi cần theo dõi thêm để có cơ sở đáng tin cậy hơn.
- Hiện tại, NIM bình quân danh sách theo dõi của BSC ghi nhận mức 3.1% trong 2025, giảm 32bps so với 2024 và đã ở mức thấp nhất trong 5 năm qua.

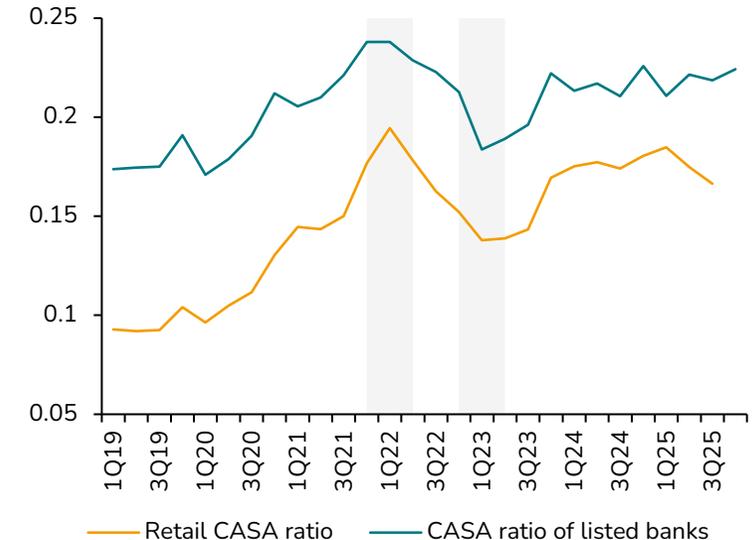
Lãi suất hoán đổi USD-VND (xấp xỉ chênh lệch lãi suất USD và VND liên ngân hàng cùng kì hạn)



Lãi suất huy động bình quân Trái phiếu TCTD và CCTG



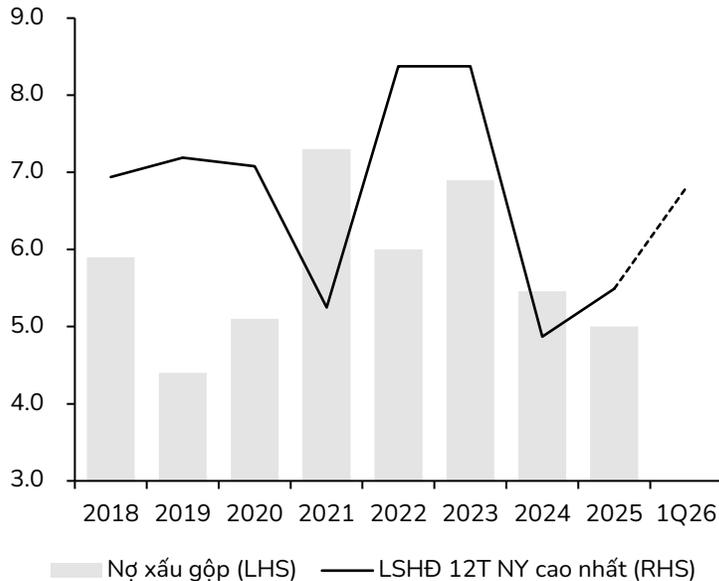
Tỷ lệ CASA của hệ thống sẽ tiếp tục chịu nhiều sức ép trong môi trường lãi suất tăng



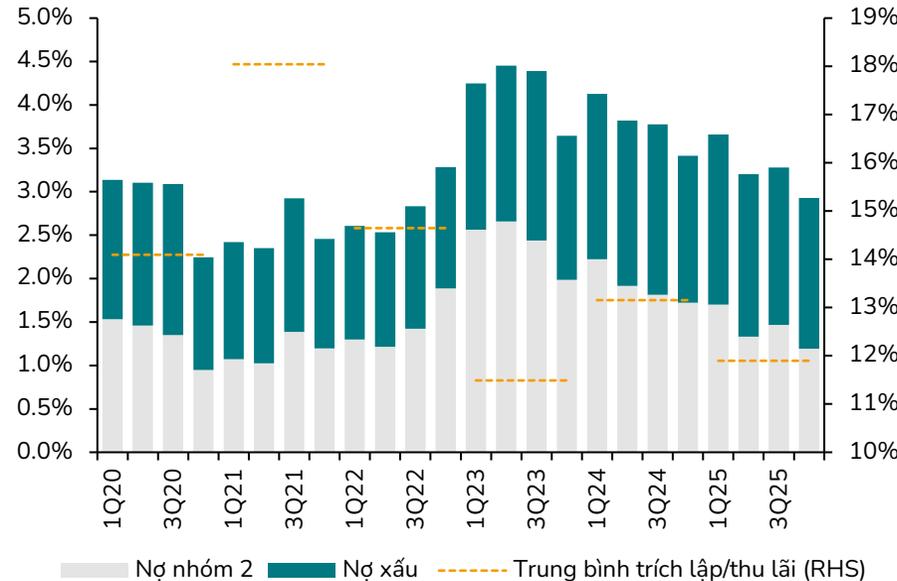
Các ngân hàng có nền tảng khách hàng tốt thuộc hệ sinh thái và bộ đệm LLCR đủ dày được kì vọng sẽ có sức chống chịu tốt hơn.

- Với việc điều chỉnh tăng lãi suất thả nổi (phổ biến 14-15%) cũng như lãi suất cố định (phổ biến ~9-10%) cho các khoản vay nhà ở giải ngân mới thời gian qua, khả năng trả nợ của khách hàng sẽ chịu nhiều áp lực trong bối cảnh sức cầu tiêu dùng bán lẻ đang phục hồi chưa đồng đều, từ đó tăng thêm khả năng cho rủi ro nợ xấu quay trở lại nhanh hơn BSC dự kiến nếu xu hướng này tiếp diễn.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi tạm thời giữ nguyên kì vọng chất lượng tài sản trong 2026 của bình quân ngành sẽ duy trì tương đương 2025**, và cho rằng hoạt động cơ cấu thời hạn trả nợ cho 1 số nhóm khách hàng đặc thù của các ngân hàng có thể sẽ tiếp diễn trong thời gian tới.
- Nhìn lại quá khứ, trong những giai đoạn khủng hoảng (khiến cho mặt bằng lãi suất tăng cao), NHNN đã nhiều lần đưa ra các chính sách cơ cấu và giữ nguyên nhóm nợ, ví dụ như các Thông tư 03/2021, 02/2023, 53/2024. Điều này khiến cho tỷ lệ nợ xấu nội bảng của ngành vẫn được duy trì tương đối thấp, nhưng tỷ lệ nợ xấu gộp (bao gồm nợ xấu tiềm ẩn) mới phản ánh đúng bản chất thị trường.
- Nhìn chung, trong môi trường bất định, BSC cho rằng các ngân hàng có **bộ đệm LLCR thoải mái (so với lịch sử)** sẽ có nhiều dư địa hơn để kiểm soát chất lượng tài sản và đảm bảo lợi nhuận. Bên cạnh đó, BSC cũng đánh giá cao **các ngân hàng lớn có hệ sinh thái khách hàng đặc thù là các tập đoàn lớn và được hưởng lợi về mặt chính sách** thúc đẩy kinh tế nội địa, qua đó có đủ khả năng để đảm bảo chất lượng tài sản và tăng trưởng quy mô.

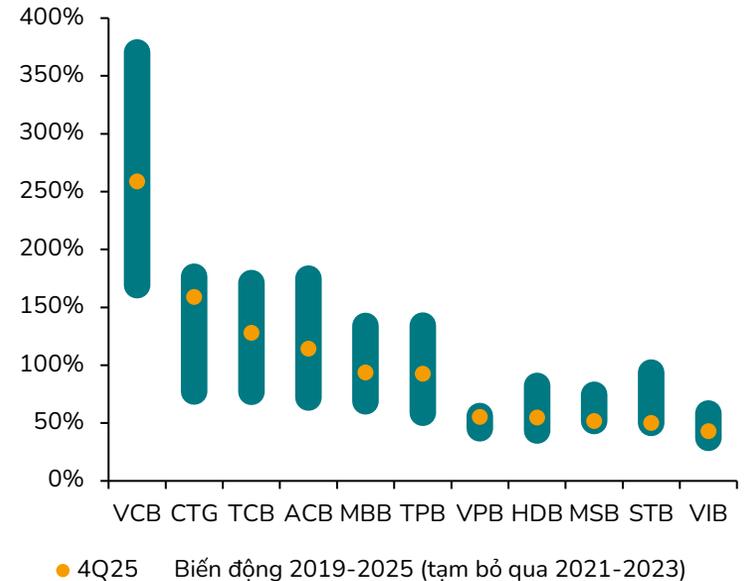
Tỷ lệ nợ xấu gộp toàn hệ thống và mặt bằng LSHĐ nhóm ngân hàng tư nhân lớn*



Tỷ lệ nợ quá hạn nội bảng tiếp tục cải thiện, tuy nhiên rủi ro đang đến từ mặt bằng lãi suất tăng cao



Biến động của bộ đệm LLCR có sự phân hóa giữa một số nhóm ngân hàng



*Bao gồm: ACB, MBB, TCB, VPB

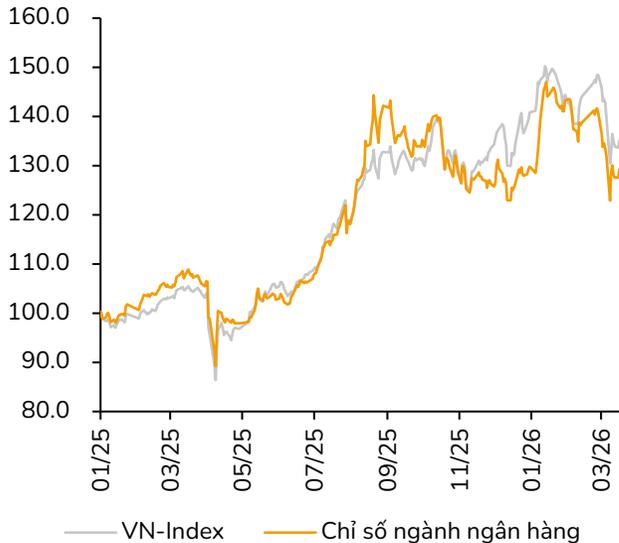
Tổng hợp các ngân hàng niêm yết

Nguồn: SBV, BSC Research

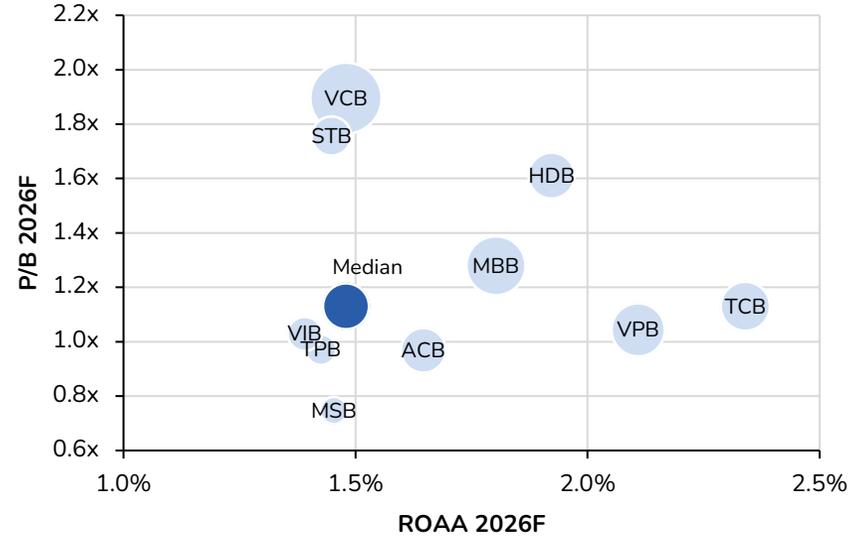
Duy trì ước tính lợi nhuận và quan điểm **TRUNG LẬP**, có rủi ro điều chỉnh giảm nếu môi trường vĩ mô bất ổn kéo dài sang đến nửa cuối năm.

- **Ngành ngân hàng đang đối mặt với nhiều thách thức.** Những yếu tố cấu trúc bên trong (đảm bảo thanh khoản, vốn) của hệ thống chưa được giải quyết, xuất hiện thêm yếu tố rủi ro mới từ bên ngoài (địa chính trị), gợi nhớ một chút về tình cảnh “thù trong giặc ngoài” của 2022.
- Dù mặt bằng định giá của ngành đã điều chỉnh đáng kể, BSC **giữ nguyên quan điểm TRUNG LẬP với ngành ngân hàng** khi môi trường vĩ mô còn nhiều bất định. BSC tạm thời **giữ nguyên dự báo tăng trưởng LNTT 2026F của danh sách theo dõi ở mức +16% YoY** (sau khi cập nhật số liệu 2025 thực tế và một số điều chỉnh nhỏ) và tiếp tục kì vọng sự phân hóa về mặt tăng trưởng lợi nhuận, **tuy nhiên chúng tôi ngày càng nhận thấy có rủi ro NIM thu hẹp và nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.**
- BSC tiếp tục ưa thích những ngân hàng có khả năng đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận với những lợi thế về hệ sinh thái, hạn mức tín dụng bao gồm **MBB, TCB, VPB, HDB**. Bên cạnh đó, trong môi trường rủi ro gia tăng ngắn hạn, các cổ phiếu có beta thấp như **ACB, VCB** cũng sẽ là lựa chọn hợp lý để phòng thủ danh mục.
- NHNN gần đây có đề xuất về cơ chế đặc thù nhằm tăng khả năng cung ứng vốn cho các dự án hạ tầng trọng điểm, theo đó: **nới hạn mức cấp tín dụng tối đa cho 1 khách vay lên 38% (hiện 13%), cho 1 khách hàng và người có liên quan lên 52% (hiện 21%) vốn tự có.** Đây là mức tăng rất đáng kể, và dự kiến sẽ tạo hành lang cho các ngân hàng có hệ sinh thái lớn tham gia sâu vào các dự án hạ tầng quan trọng (ví dụ sân bay Gia Bình, cao tốc Bắc – Nam, khu đô thị thể thao Olympic, trục cảnh quan Sông Hồng, ...). BSC cho rằng xu hướng này ủng hộ cho các lựa chọn xuyên suốt của BSC từ đầu năm đến nay.

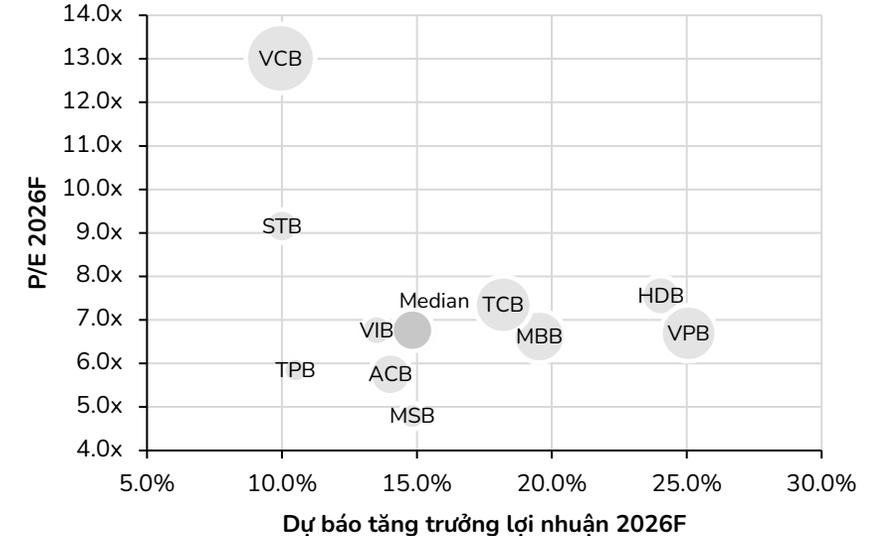
Hiệu suất 2025-2026 của ngành ngân hàng so với VN-Index



P/B và ROAA dự phóng 1 năm (độ lớn của bong bóng dựa trên quy mô TTS)



P/E và Tăng trưởng LNST dự phóng 1 năm (độ lớn của bong bóng dựa trên quy mô VCSH)



NGÂN HÀNG: ĐỊNH GIÁ P/B CỦA TỪNG NHÓM NGÂN HÀNG



P/B của từng nhóm được tính theo tổng vốn hóa và tổng VCSH

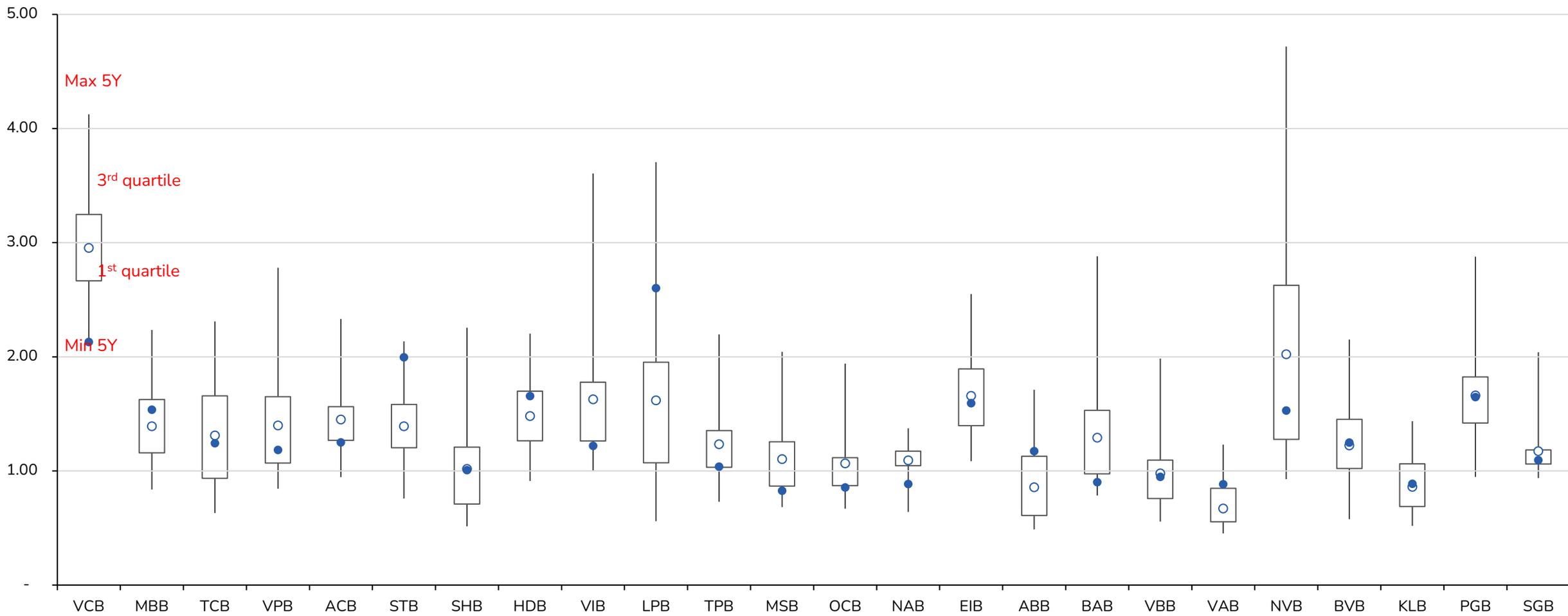
SOCBs bao gồm 3 ngân hàng quốc doanh niêm yết

Tier-1 bao gồm ACB, HDB, MBB, SHB, STB, TCB, VPB

Tier-2 bao gồm EIB, LPB, MSB, NAB, OCB, SSB, TPB, VIB



NGÂN HÀNG: ĐỊNH GIÁ P/B CỦA CÁC NGÂN HÀNG SO VỚI LỊCH SỬ



Thân nền thể hiện Tứ phân vị thứ 1-3 của khoảng định giá 5 năm
 Bóng nền thể hiện min-max khoảng định giá 5 năm



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN - ĐẠM - KHÍ

QUAN ĐIỂM:

BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Dầu khí trong năm 2026. Tuy nhiên, luận điểm đầu tư có sự thay đổi trọng tâm: chuyển dịch từ vị thế **Định giá chiết khấu** sang kỳ vọng **Mở rộng bội số định giá** khi mặt bằng giá năng lượng thiết lập nền cao mới.

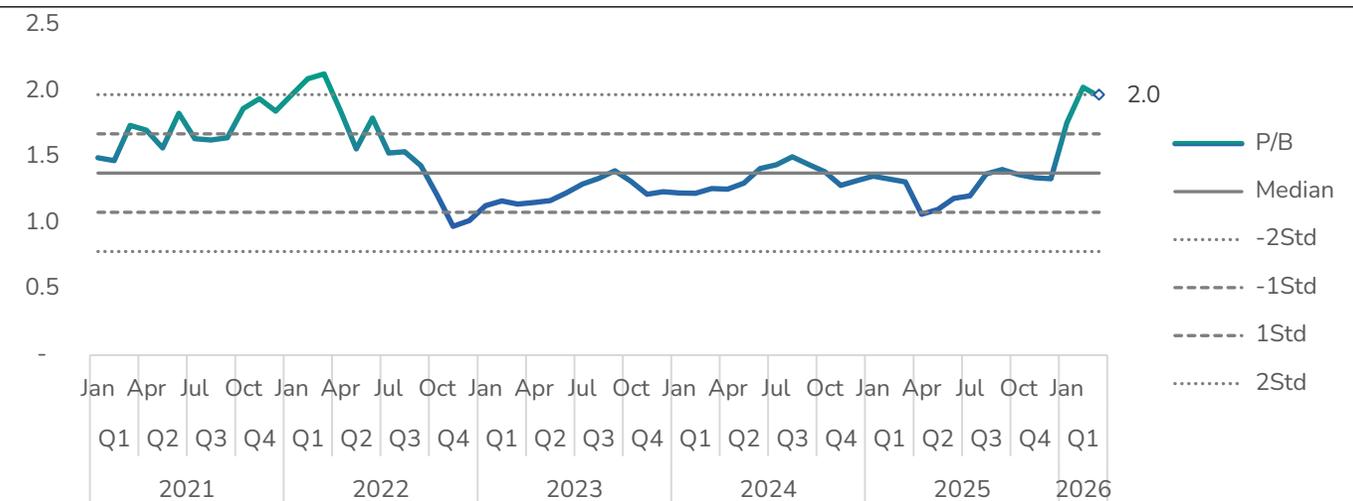
- **Động lực từ tâm lý kỳ vọng:** Việc nâng dự báo giá dầu Brent lên **80 USD/thùng** là chất xúc tác chính thúc đẩy dòng tiền. Trong các giai đoạn rủi ro địa chính trị cao, thị trường thường sẵn sàng trả mức thặng dư định giá lớn cho nhóm Dầu khí ngay cả khi nền tảng nội tại chưa phản ánh kịp thời do độ trễ đặc thù của ngành.
- **Thiết lập mặt bằng định giá mới:** Chỉ số P/B toàn ngành hiện đạt ngưỡng **2.0 (tương đương +2 lần độ lệch chuẩn)** trung bình 5 năm. Dù không còn rẻ về mặt tuyệt đối, mức định giá này phản ánh sự dịch chuyển kỳ vọng sang kịch bản đứt gãy nguồn cung kéo dài và triển vọng từ các đại dự án trọng điểm (Lô B – Ô Môn).
- **Phân hóa chiến thuật lựa chọn cổ phiếu:**
 - + **Nhóm Thượng nguồn & Tiện ích (PVS, PVD, GAS):** Ưu tiên nhờ độ nhạy cao với biến động giá dầu và dư địa bút phá định giá theo tâm lý thị trường.
 - + **Nhóm Hạ nguồn (BSR, PLX, OIL):** Cần thận trọng do chịu áp lực từ biến động chi phí đầu vào, chênh lệch giá sản phẩm lọc dầu và các chính sách điều hành giá.

Bảng: Khuyến nghị các cổ phiếu dầu khí
Cập nhật ngày 23/03/2026

	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Upside
GAS	NẮM GIỮ	75,200	-7%
PVS	NẮM GIỮ	41,600	3%
PVD	NẮM GIỮ	34,600	5%
BSR	NẮM GIỮ	30,000	15%

Nguồn: BSC Research

Hình: Biên độ định giá P/B của ngành dầu khí giai đoạn 2021 - Q1/2026
Chỉ số P/B toàn ngành đạt mức +2 Std trung bình 5 năm



Nguồn: FiinX, BSC Research

BSC điều chỉnh **tăng dự phóng giá dầu Brent** mục tiêu 2026 lên mức **80 USD/thùng (từ mức 62 USD)**, phản ánh kịch bản xung đột Iran-Israel kéo dài trên 06 tuần ảnh hưởng trực tiếp đến chuỗi cung ứng toàn cầu.

1. Kịch bản Vĩ mô: Áp lực từ sự đứt gãy nguồn cung kéo dài

- **Hệ quả trực tiếp từ nguồn cung:**
 - Ước tính nguồn cung thị trường hụt khoảng **8–10 triệu thùng/ngày**.
 - Dù IEA và Mỹ đã nỗ lực xả kho dự trữ chiến lược (tổng ~570 triệu thùng), lượng này chỉ đóng vai trò "lá chắn" tạm thời kìm hãm đà tăng trong khoảng **1.5 – 2 tháng**.
- **Cơ chế tự điều tiết của thị trường:**
 - Giá dầu bứt phá (ngưỡng **120–140 USD**) sẽ kích hoạt lạm phát, làm suy yếu sức mua và dẫn đến hiện tượng "**phá hủy nhu cầu**".
 - Rủi ro khủng hoảng năng lượng diện rộng là khó xảy ra do tỷ trọng nhập khẩu dầu hiện chỉ chiếm ~2% GDP toàn cầu (thấp hơn nhiều so với mức 6% của giai đoạn 80-90).
- **Lộ trình biến động giá:**
 - Dự báo giá dầu sẽ thiết lập đỉnh trong 2 tháng đầu chiến sự, sau đó hạ nhiệt dần về cuối năm khi nhu cầu sụt giảm.
 - Giá bình quân cả năm 2026 được thiết lập ở ngưỡng **80 USD/thùng**.

2. Cập nhật Consensus và Thay đổi phương pháp dự báo

- **Đồng thuận thị trường:** Tính đến 25/03/2026, trung vị dự báo thế giới (Consensus) về **giá dầu bình quân 2026 đạt 80 USD/thùng, tương đồng với kịch bản của BSC**.
- **Xu hướng điều chỉnh:** Các tổ chức có cập nhật gần nhất (từ 20-23/03/2026) đang lộ rõ xu hướng nâng dự báo, đưa kịch bản lạc quan lên vùng 90 – 93 USD/thùng (như Rabobank, Jyske Bank). Ngược lại, mức thấp nhất (58 – 68 USD) chủ yếu thuộc nhóm dữ liệu cũ từ đầu tháng 3/2026.
- **Thay đổi phương pháp:** Để đảm bảo tính nhất quán vĩ mô, BSC chuyển từ tổng hợp Consensus sang Dự báo trực tiếp theo kịch bản (trọng tâm là biến số xung đột Iran-Israel kéo dài trên 08 tuần).

Tổ chức (USD/thùng)	Ngày dự báo	Q1.26	Q2.26	Q3.26	Q4.26	2026F
Dự báo của BSC						80
TRUNG VỊ (MEDIAN)		78	97	78	73	80
JYSKE BANK AS	23/03/2026	90	80	75	75	80
Rabobank	23/03/2026	80	107	96	90	93
UBS Group	23/03/2026	62	100	65	67	74
Intesa Sanpaolo SpA	25/03/2026	80	125	85	70	90
Goldman Sachs Group Inc	25/03/2026	80	99	82	80	85
Citigroup Inc	18/03/2026	80	95	80	75	83
BMI, a Fitch Solutions company	17/03/2026	78	66	67	69	70
Morgan Stanley	16/03/2026	63	110	90	80	86
Standard Chartered	16/03/2026	78	98	85	81	85
Julius Baer Group Ltd	13/03/2026	74	74	63	60	68
JPMorgan Chase & Co	13/03/2026	60	59	56	55	58
Landesbank Baden-Wuerttemberg	12/03/2026	75	75	75	70	74
HSBC Holdings PLC	10/03/2026	81	88	78	73	80

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Đối với triển vọng kinh doanh năm 2026, BSC cho rằng triển vọng giữa các doanh nghiệp sẽ có sự phân hóa:

(i) Nhóm bứt phá tăng trưởng (BSR, PVD, PVS):

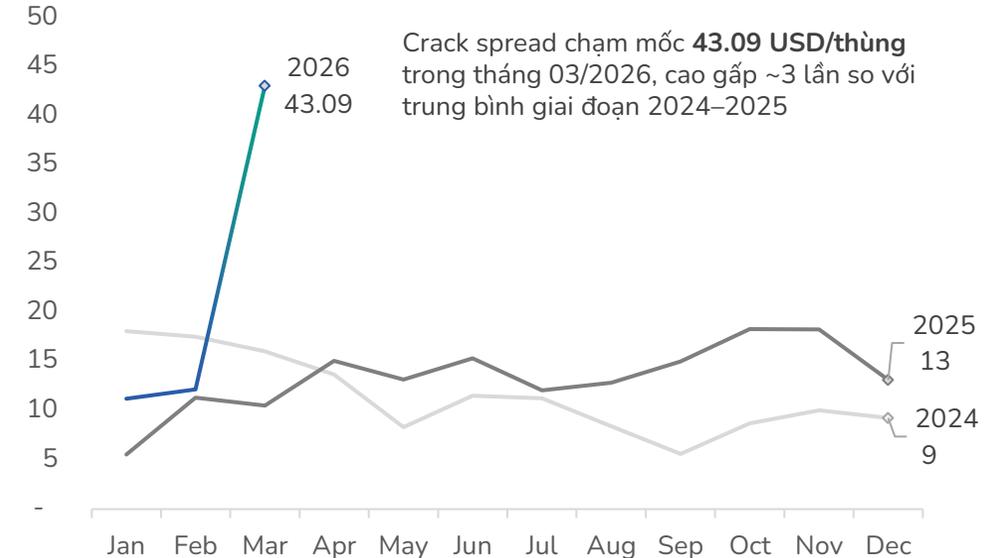
- BSR: Kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ crack spread duy trì ở mức đột biến trước rủi ro đứt gãy nguồn cung toàn cầu.
- PVD: Duy trì đà tăng từ mặt bằng giá thuê giàn cao và đóng góp mới của giàn PVD IX.
- PVS: Bước vào giai đoạn điểm rơi lợi nhuận khi triển khai các gói thầu xây lắp trọng điểm thuộc dự án Lô B – Ô Môn.

(ii) Nhóm đối mặt nền cao (GAS): Tốc độ tăng trưởng chậm lại do mức nền lợi nhuận 2025 tăng đột biến từ các khoản hoàn nhập dự phòng.

Mã	%YoY Doanh thu	%YoY NPATMI	Triển vọng 2026
GAS	14%	-6%	(i) Mức nền cao của 2025 do không còn hoàn nhập dự phòng (ii) Lượng khí thiên nhiên tiếp tục suy giảm
BSR	39%	117%	(i) Mức nền so sánh cao do crack spread đạt đỉnh cuối 2025 (ii) Biên lợi nhuận bình thường hóa, đà tăng bị kìm hãm bởi áp lực cung cầu
PVS	19%	11%	(i) Mức nền lợi nhuận tài chính cao (ii) Tiếp tục ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ Lô B – Ô Môn
PVD	19%	20%	(i) Nguồn việc ổn định, với giá thuê tiếp tục tăng (ii) Giàn PVD IX đưa vào vận hành, giúp duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận.

Nguồn: BSC Research

Hình: Crack Spread thiết lập đỉnh kỷ lục trong Q1/2026 (USD/tấn)



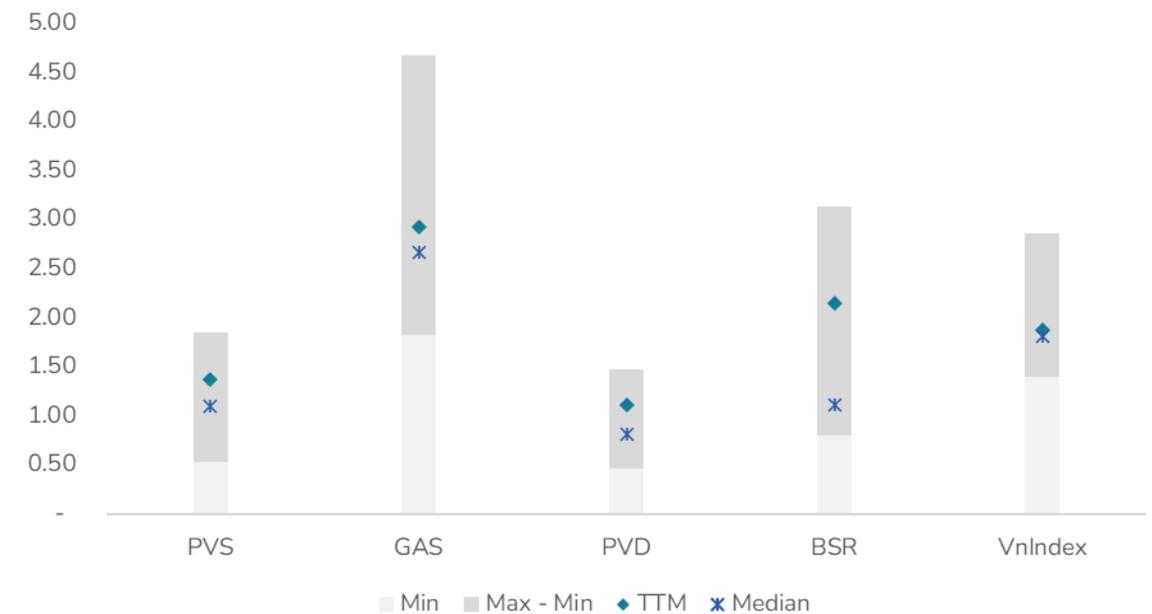
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

- Mặc dù chịu áp lực điều chỉnh chung từ VN-Index (-11% YTD), nhóm Dầu khí vẫn khẳng định vai trò dẫn dắt với tỷ suất sinh lời ấn tượng (BSR +61%, PVD +18%, PVS +14%, GAS +4%). Đáng chú ý, nhịp điều chỉnh gần đây của thị trường đã mở ra **cơ hội đầu tư với vùng giá hợp lý hơn trong trung hạn**, thu hút dòng tiền trú ẩn trước các rủi ro địa chính trị.
- Sự lệch pha tại nhóm Thương nguồn (PVD, PVS):** Thị trường đã tái định giá tài sản (P/B) theo triển vọng tích cực của ngành, tuy nhiên lợi nhuận chưa phản ánh kịp (P/E thấp). Đây được xem là vùng tích lũy tối ưu, cho phép nhà đầu tư tận dụng nhịp chiết khấu giá để đón đầu điểm rơi kết quả kinh doanh trong các quý tới.
- Thặng dư kỳ vọng tại BSR:** Dòng tiền chấp nhận mức thặng dư cao phản ánh kỳ vọng kịch bản biên lợi nhuận duy trì tại nền đỉnh lịch sử.

Hình: Biên độ định giá P/E của một số cổ phiếu dầu khí trong 2020 – Q1.2026



Hình: Biên độ định giá P/B của một số cổ phiếu dầu khí trong 2020 – Q1.2026



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ: Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** ngành điện nhờ môi trường pháp lý dần hoàn thiện và nhu cầu cấp bách đảm bảo an ninh năng lượng.

Bên cạnh môi trường pháp lý, sự kiện chiến tranh Iran – Mỹ, Isreal vừa qua đã thúc đẩy các vấn đề về an ninh năng lượng cấp bách, mở đường cho giai đoạn 2026 trở đi sẽ đẩy mạnh thực hiện hàng loạt dự án nguồn điện, lưới điện và năng lượng mới, tránh phụ thuộc vào nguồn bên ngoài.

NGUỒN PHÁT ĐIỆN

Quyết định 1509/QĐ-BCT
Xác định cụ thể tiến độ các dự án lớn

Quyết định 988, 1508, 1251, 982, 983
Khung giá phát điện các loại năng lượng

Nghị quyết 189/2025/QH15
Đẩy nhanh dự án điện hạt nhân

Nghị định 58/2025/NĐ-CP
Ưu đãi điện gió ngoài khơi

Nghị định 56/2025/NĐ-CP
Hướng dẫn tổ chức đấu thầu cạnh tranh

QHĐ 8 điều chỉnh (quyết định 768)
Đặt mục tiêu công suất rõ ràng

Nghị quyết về chính sách phát triển năng lượng 2026 - 2030
Cắt giảm thủ tục, áp dụng cơ chế đặc thù

Nghị định 57/2025/NĐ-CP
Cơ chế DPPA

Nghị định 72/2025
EVN được tăng giá điện linh hoạt hơn

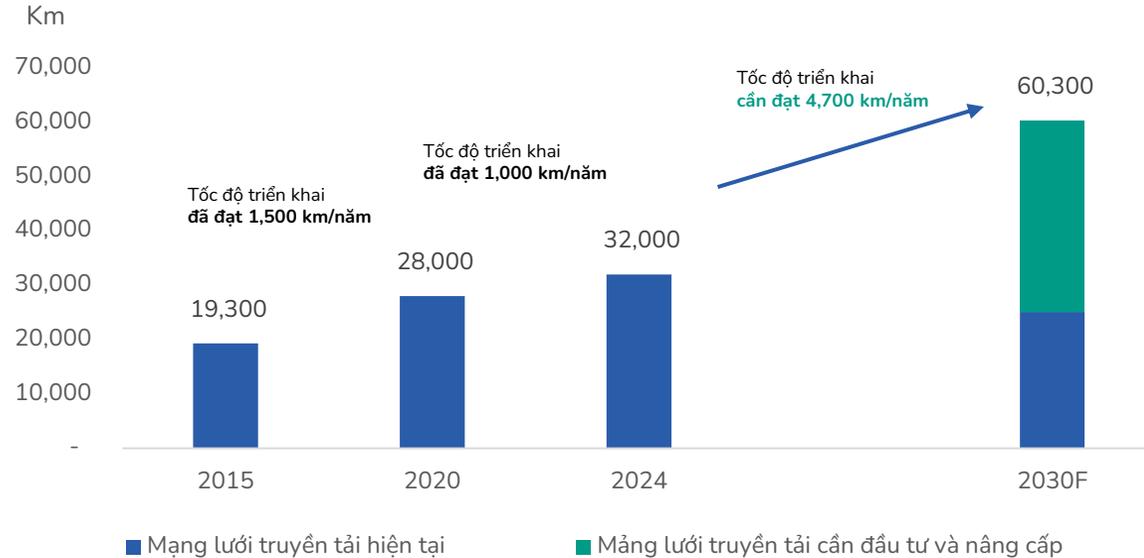
Dự thảo nghị định về cơ chế tài chính đặc thù đối với EVN
Cung cấp thêm tài chính cho EVN

HẠ TẦNG LƯỚI ĐIỆN

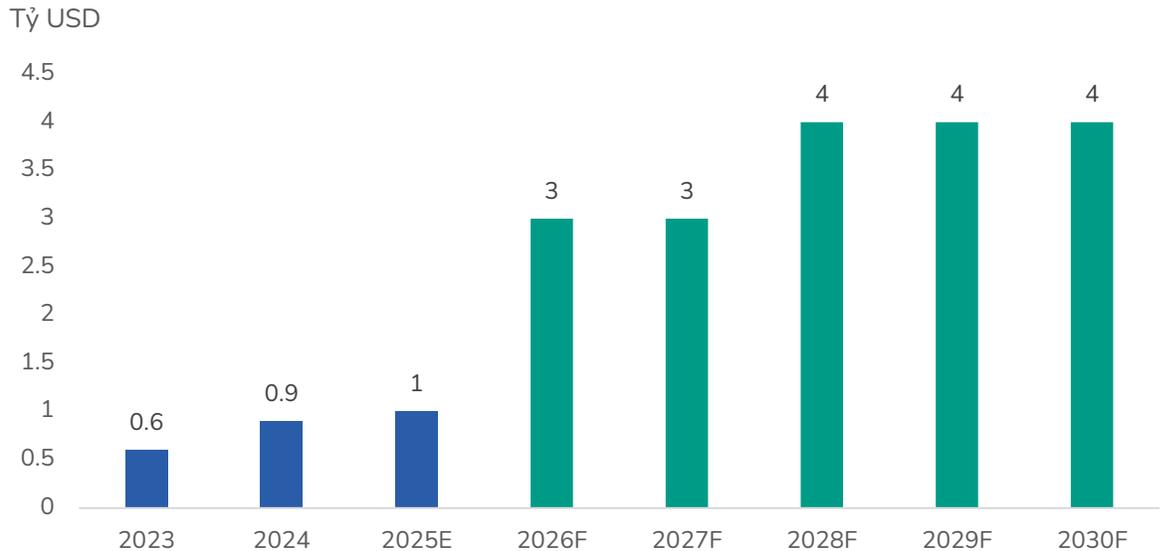
Quyết định 1509/QĐ-BCT
Kế hoạch triển khai các dự án truyền tải

NGÀNH ĐIỆN: HOÀN THIỆN PHÁP LÝ, KHƠI THÔNG DÒNG VỐN ĐẦU TƯ

Tốc độ phát triển lưới điện sẽ cao kỷ lục trong 5 năm tới



Vốn đầu tư cho lưới điện tăng lên mức kỷ lục để đáp ứng QHĐ 8 điều chỉnh



Nguồn: cục điện lực, QHĐ 8 điều chỉnh, NSMO, BSC Research tổng hợp

Để hiện thực hóa các mục tiêu đặt ra trong Quy hoạch điện VIII, Chính phủ buộc phải đẩy nhanh khối lượng triển khai đầu tư trong giai đoạn 2026–2030, khi dư địa thời gian thực hiện không còn nhiều. Áp lực tiến độ này đồng nghĩa với việc làn sóng dự án điện quy mô lớn sẽ được tái khởi động mạnh mẽ, sau giai đoạn trầm lắng kéo dài gần hai năm thiếu vắng các dự án mới.

Bên cạnh các dự án lớn khác, trong tháng 3/2026, Việt Nam và Nga đã ký kết Hiệp định về hợp tác xây dựng Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận (25-30 tỷ USD), dự kiến đem lại khối lượng công việc đáng kể cho các doanh nghiệp.

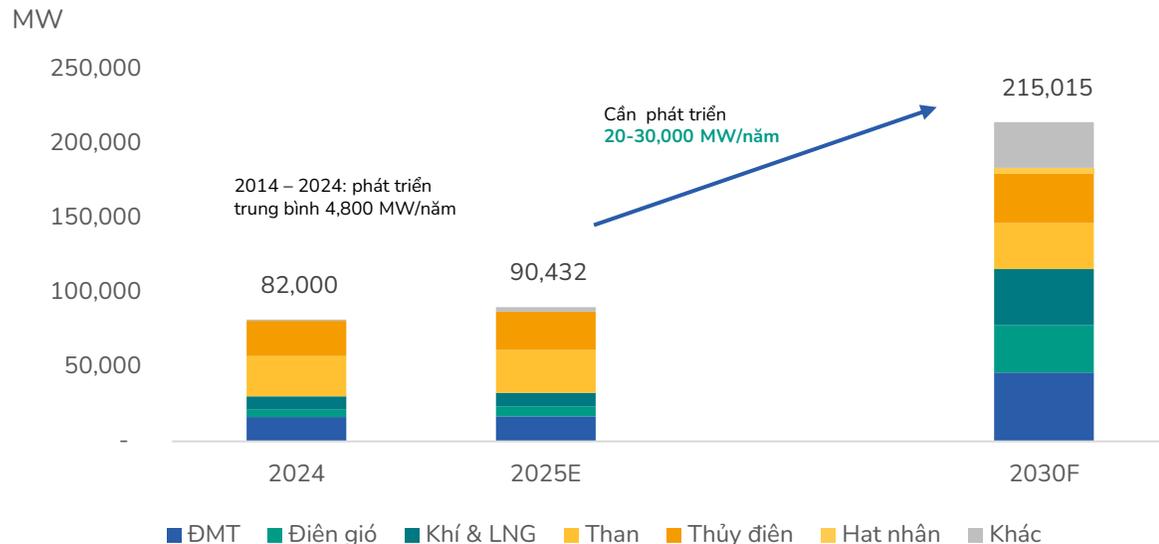
Trong bối cảnh đó, **nhóm doanh nghiệp xây lắp điện** được kỳ vọng là **bên hưởng lợi trực tiếp và sớm nhất, nhờ sự phục hồi rõ rệt của backlog, gia tăng nhu cầu xây dựng cho cả nguồn và lưới điện.**

Một vài dự án điện lớn đang triển khai

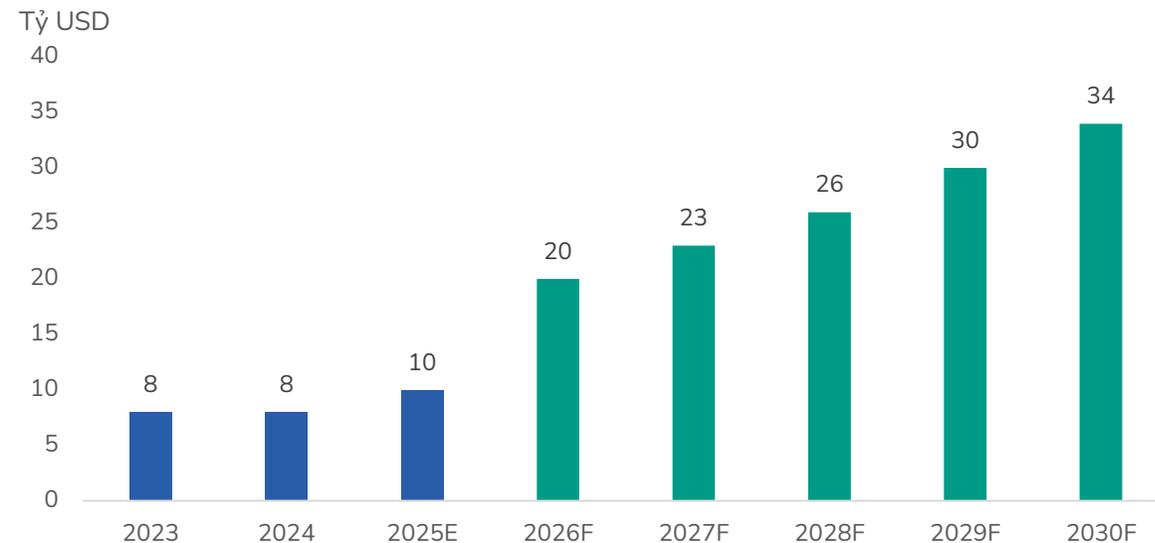
Nhóm	Dự án	Công suất / Quy mô	Trạng thái
Nguồn điện	Thủy điện tích năng Bác Ái	1.200 MW	Khởi công 2025
	Điện hạt nhân Ninh Thuận	4.000 – 4.600 MW	Đã ký kết hiệp định với Nga
	Nhiệt điện Quảng Trạch 1	1.200 MW	Gần hoàn thành (~96%)
	Nhiệt điện LNG Ô Môn 4	1.050 MW	Khởi công 2025
	Nhiệt điện LNG Quảng Trạch 2	1.500 MW	Đã lựa chọn nhà thầu EPC
Lưới điện 500kV	Đz 500kV (Quảng Trạch – Dốc Sỏi, Nho Quan – Thường Tín, ...)	5 dự án lớn	Đang triển khai
Lưới điện 220kV	Các dự án 220kV đồng bộ (Nhơn Trạch, Tây Bắc, nhập khẩu Lào...)	>20 dự án	Đang triển khai

NGÀNH ĐIỆN: HOÀN THIỆN PHÁP LÝ, KHỞI THÔNG DÒNG VỐN ĐẦU TƯ

Cần đẩy nhanh hơn tốc độ để hoàn thành công suất lắp đặt theo kế hoạch



Nhu cầu vốn đầu tư kỷ lục để phát triển nguồn điện theo quy hoạch



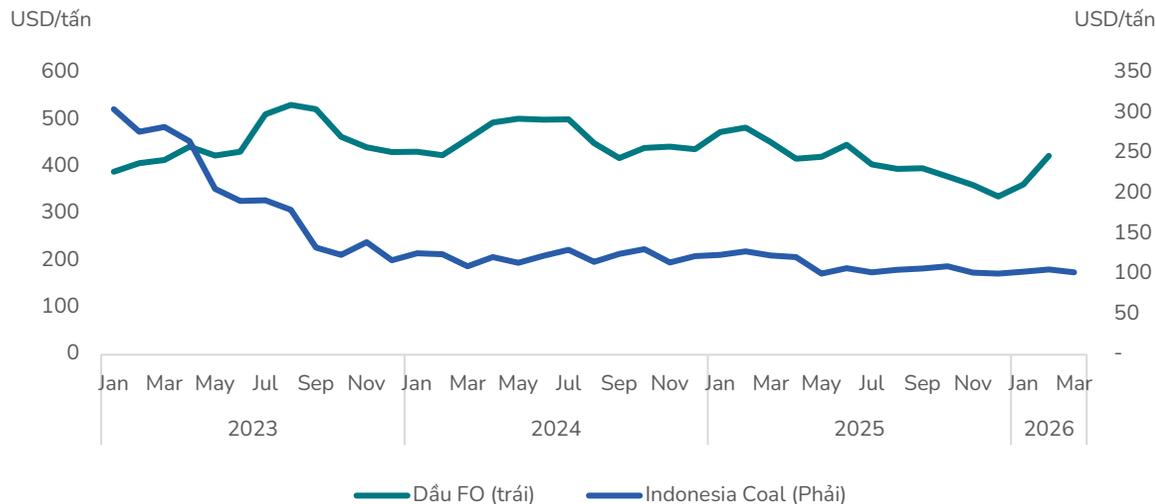
Nguồn: cục điện lực, QHĐ 8 điều chỉnh, NSMO, BSC Research tổng hợp

Song song, **các doanh nghiệp phát triển nguồn điện** cũng được hưởng lợi giảm thời gian chôn vốn nhờ thủ tục pháp lý được tháo gỡ, qua đó cải thiện vòng quay đầu tư. Việc gia tăng công suất lắp đặt không chỉ củng cố vị thế vận hành mà còn nâng cao giá trị doanh nghiệp trong trung và dài hạn, đặc biệt trong bối cảnh thị trường điện đang dần vận hành theo cơ chế cạnh tranh hơn.

Trong ngắn hạn, POW là đơn vị có nhà máy NT3 và NT4 với công suất đáng kể đi vào vận hành trong năm 2026. Các doanh nghiệp khác chỉ vừa khởi công dự án mới trong Q4/2025, mục tiêu cuối năm 2026 đi vào vận hành với các dự án NLTT hoặc 2028 với các dự án nhiệt điện khí, thủy điện lớn.

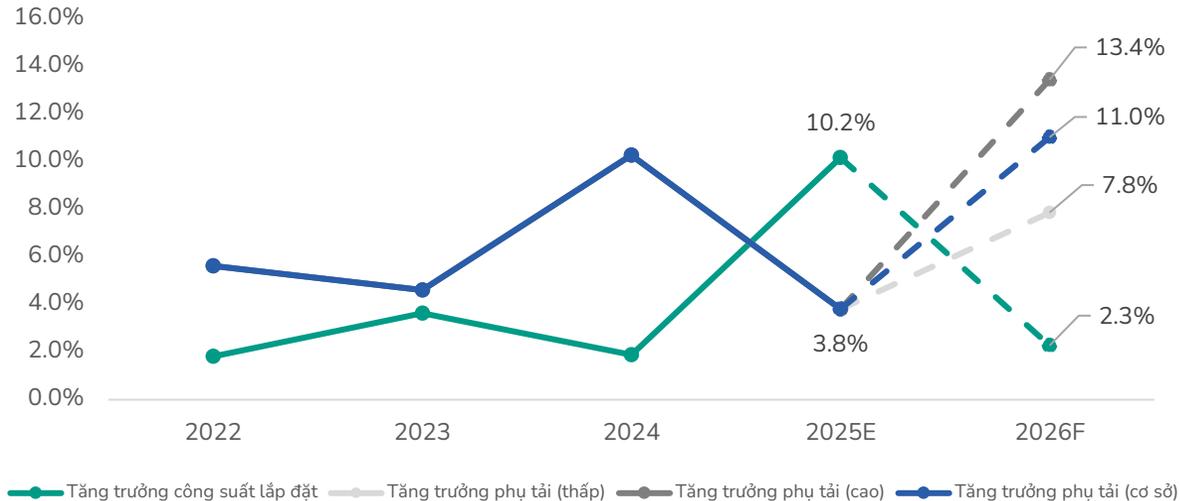
NGÀNH ĐIỆN: NHÓM NHIỆT ĐIỆN THAN VÀ KHÍ NỘI ĐỊA HƯỞNG LỢI NGẮN HẠN

Giá nhiên liệu dầu FO tăng cao sẽ kéo theo giá khí nội địa, giá than tăng



Nguồn: Bloomberg

Dự báo nhu cầu điện tăng tốc trở lại 7.8-13.4% trong năm 2026



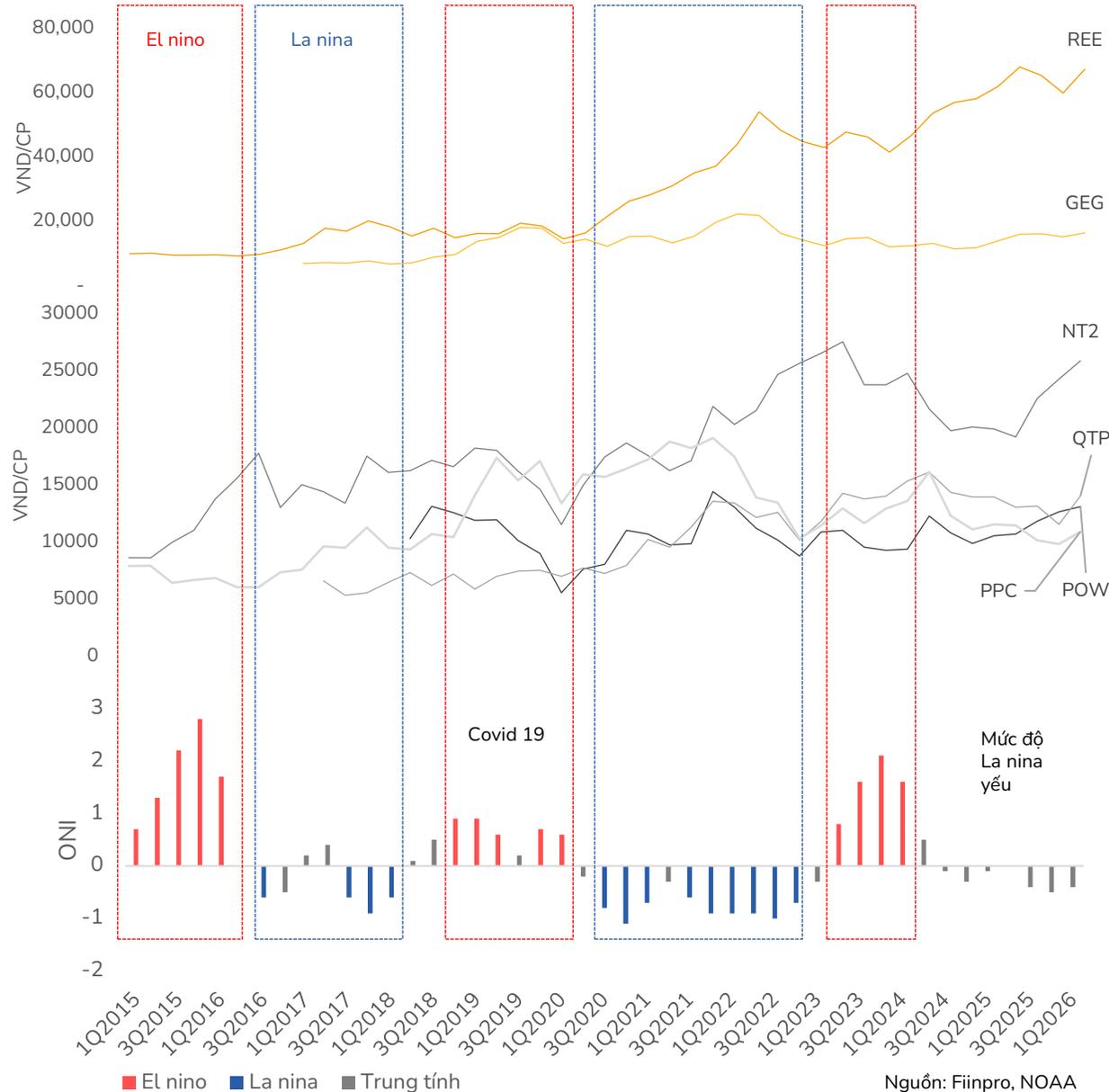
Nguồn: EVN, MOIT, BSC Research ước tính

Đánh giá của BSC về ảnh hưởng của giá nhiên liệu tăng cao đến các loại hình năng lượng:

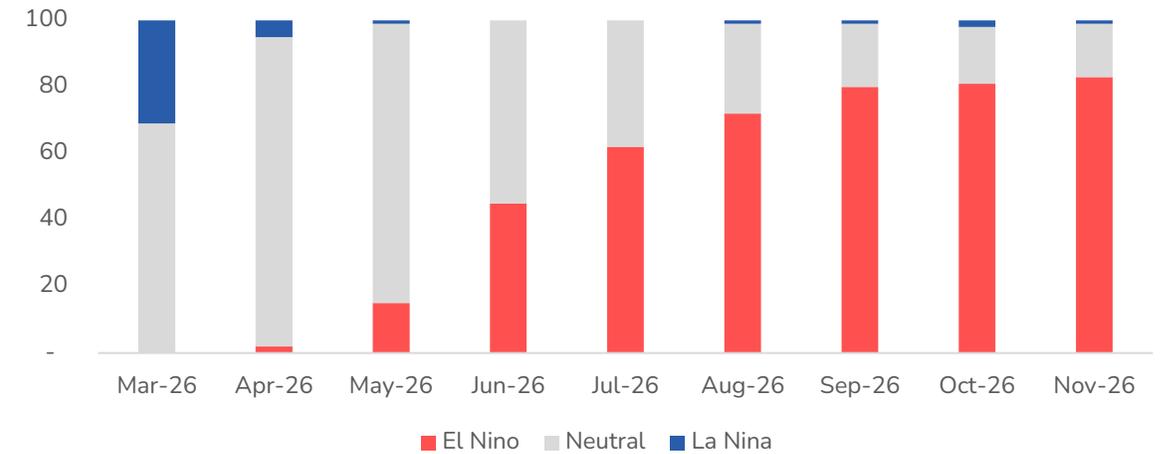
- Nhiệt điện than được tăng cường huy động do giá than tăng chậm hơn các loại nhiên liệu khí đốt nội địa và LNG nhập khẩu. Than dùng trong phát điện có cơ cấu 70% là khai thác trong nước với giá than được kiểm soát chặt chẽ (thường thấp hơn 30-40% so với giá thế giới).
- Nhiệt điện khí nội địa vẫn nằm trong nhóm ưu tiên huy động để đảm bảo an toàn hệ thống điện và nguồn cung khí trong nước vẫn tương đối ổn định trong giai đoạn 2026 – 2027.
- Nhiệt điện LNG với hai nhà máy đầu tiên là Nhơn Trạch 3 và 4 sẽ hoạt động ổn định đến hết khoảng tháng 5-6 nhờ nguồn LNG đã nhập khẩu từ trước. Nếu giá LNG vẫn cao hơn mức 13 USD/MMBTU, hai nhà máy này có thể chuyển sang sử dụng khí nội địa với mức giá thấp hơn 35-40% so với LNG nhập khẩu.
- Nhóm thủy điện luôn được ưu tiên huy động trong mọi trường hợp, với tình hình giá nhiên liệu tăng cao sẽ khiến giá điện trên thị trường điện cạnh tranh tăng cao và cải thiện lợi nhuận của nhóm này. Tuy nhiên, tỷ lệ bán điện trên thị trường điện cạnh tranh của thủy điện chỉ ở mức 2%, do đó, mức hưởng lợi từ giá nhiên liệu tăng cần phải xem xét.

NGÀNH ĐIỆN: NHÓM NHIỆT ĐIỆN THAN VÀ KHÍ NỘI ĐỊA HƯỞNG LỢI NGẮN HẠN

Cổ phiếu nhiệt điện có hiệu suất tốt trước khi bước vào giai đoạn El nino



Dự báo xác suất xuất hiện El nino sẽ tăng đáng kể từ 7/2026



Nguồn: NOAA

Trong ngắn hạn năm 2026: BSC cho rằng nhóm nhiệt điện sẽ được huy động ở mức cao hơn so với năm 2025, với thứ tự lần lượt là nhiệt điện than và điện khí sử dụng khí nội địa, nhờ ba yếu tố hỗ trợ chính:

1. Nhu cầu tiêu thụ điện dự báo tăng trưởng 7.8-13.4% (theo Bộ Công Thương)
2. Điều kiện thời tiết bất lợi cho thủy điện làm gia tăng vai trò nguồn nền của nhiệt điện.
3. Giá nhiên liệu đầu vào than, khí nội địa có mức tăng chậm hơn giá nhiên liệu LNG.

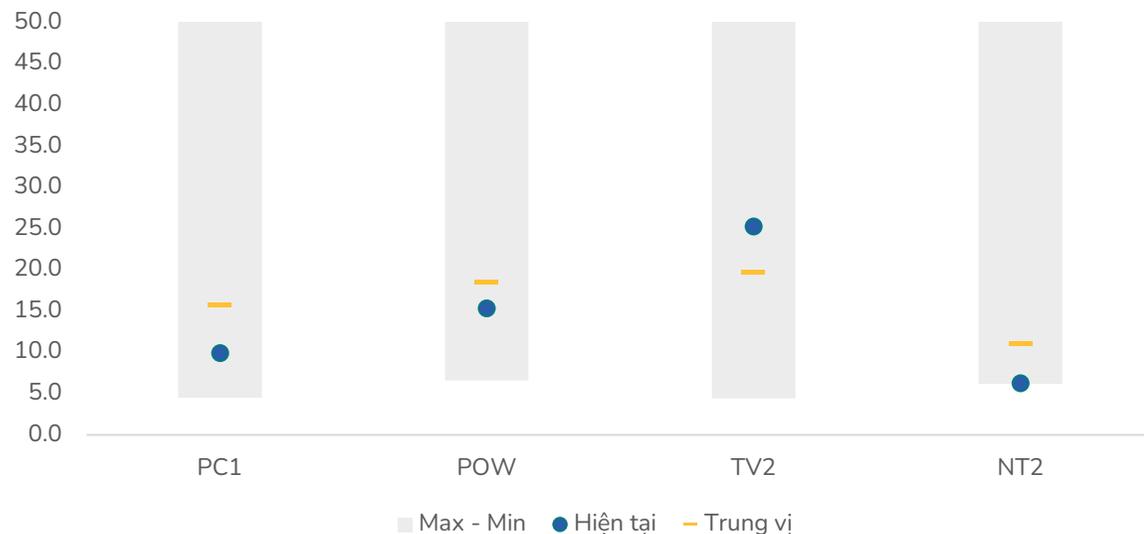
Lưu ý: Nếu giá điện bán lẻ không điều chỉnh kịp theo biến động của giá nhiên liệu đầu vào sẽ dẫn đến **rủi ro chậm thanh toán tiền điện** cho các nhà máy và **biên lợi nhuận có thể không đạt được như kỳ vọng.**

Nguồn: Fiinpro, NOAA

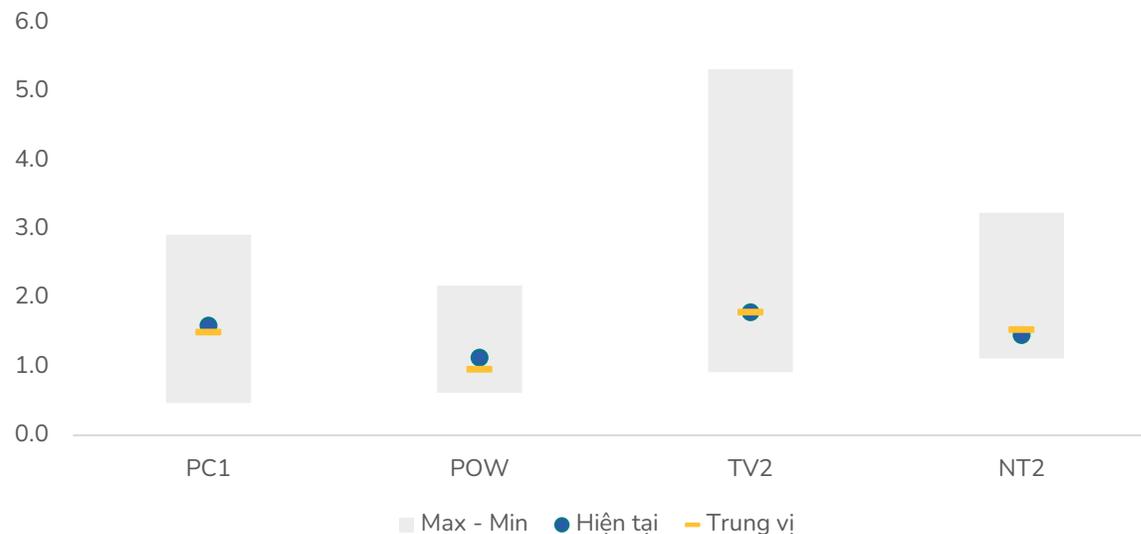
Cổ phiếu khuyến nghị:

- Nhóm phát điện: Chúng tôi ưu tiên các cổ phiếu nhiệt điện với dự báo chu kỳ El Nino sẽ quay lại trong năm 2026 – 2027, nhiệt độ có thể phá đỉnh kỷ lục. Các cổ phiếu ưu tiên **POW** ([tham khảo báo cáo](#)), **NT2** ([tham khảo báo cáo](#)).
- Nhóm xây lắp điện: Hiện tại mức P/E của các cổ phiếu xây lắp đang ở mức tương đối cao, tuy nhiên, nếu doanh nghiệp công bố trúng thầu thêm dự án lớn, mức P/E forward 2026 có thể giảm đáng kể và chúng tôi có thể điều chỉnh nâng giá mục tiêu. **PC1** ([tham khảo báo cáo](#)), **TV2** ([tham khảo báo cáo](#)).

Biên độ dao động P/E của các cổ phiếu trong giai đoạn 2020 - 2025



Biên độ dao động P/B của các cổ phiếu trong giai đoạn 2020 - 2025



Nguồn: BSC Research, Fiinpro (25/03/2026)

BSC nâng quan điểm lên **KHẢ QUAN** đối với ngành Phân bón trong năm 2026 khi kịch bản dư cung bị phá vỡ bởi cú sốc cung toàn cầu::

- Động lực: **(i)** Giá phân bón thế giới tăng mạnh do đứt gãy cung ứng tại Trung Đông và phong tỏa eo biển Hormuz và **(ii)** VAT 5% áp dụng trọn năm 2026 giúp ổn định chi phí và duy trì sức cạnh tranh.
- Thách thức: **(i)** Chi phí đầu vào tăng với tốc độ chậm hơn giá bán, phân hóa giữa Ure với DAP và **(ii)** Sức mua nội địa chịu áp lực khi giá bán thiết lập mặt bằng cao mới.

1.1 Triển vọng giá phân bón: ASP bứt phá từ cú sốc cung

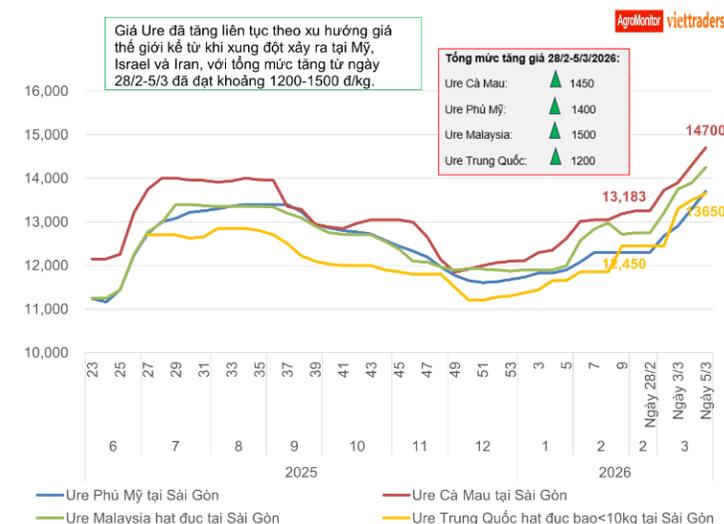
(i) Thị trường Ure: Đảo ngược dự báo từ "hạ cánh" sang tiếp tục tăng trưởng

- **Cập nhật dự báo:** BSC thay đổi quan điểm về kịch bản "lợi nhuận đạt đỉnh trong năm 2025", nâng dự báo giá Urê bình quân 2026 từ mức giảm -4% (báo cáo T12/2025) lên mức **tăng +10% đến +15% YoY** do nền giá thế giới thiết lập mặt bằng cao mới.
- **Cơ chế tác động:** Đà tăng được kích hoạt bởi tình trạng đứt gãy 25–30% thương mại Ure toàn cầu tại eo biển Hormuz, kết hợp cùng chi phí năng lượng cao buộc các nhà máy tại EU phải giảm công suất.
- **Biến số Trung Quốc:** Việc gia hạn hạn chế xuất khẩu đến hết tháng 8/2026 kèm rủi ro siết chặt chính sách để ưu tiên an ninh lương thực nội địa sẽ tiếp tục là động lực hỗ trợ giá trong nửa cuối năm.

(ii) Thị trường DAP: Thiết lập nền giá cao từ cú sốc cung trực tiếp và chi phí đẩy

- **Cập nhật dự báo:** BSC nâng dự báo giá DAP bình quân 2026 từ mức giảm -5% (báo cáo T12/2025) lên mức **tăng +10% đến +13% YoY**.
- **Cú sốc cung kép:** Xung đột tại Israel và Hormuz gây đình trệ trực tiếp tại các tổ hợp sản xuất/xuất khẩu lớn (ICL, Ma'aden), đồng thời đẩy giá vốn tăng vọt do đứt gãy nguồn nguyên liệu lưu huỳnh và amoniac.
- **Nguồn cung thắt chặt:** Trung Quốc tiếp tục duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu các sản phẩm Phosphate (bao gồm cả DAP/MAP), kết hợp cùng chi phí bảo hiểm và vận tải từ khu vực Ai Cập, Jordan tăng cao làm hẹp dư địa điều chỉnh giảm của giá thành phẩm.

Hình: Giá Ure trong nước tăng mạnh (VND/kg)



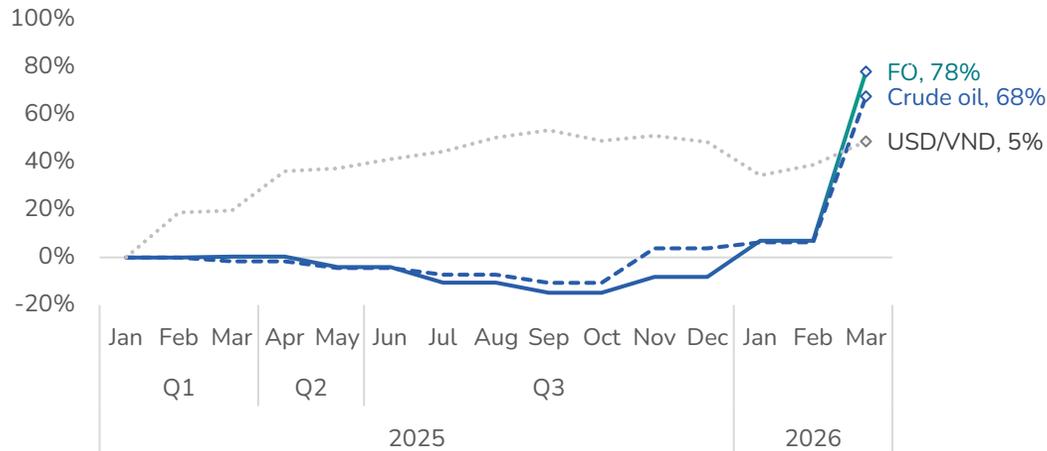
Nguồn: Viettraders, BSC Research tổng hợp

1.2 Chi phí sản xuất 2026F: Áp lực kép từ giá năng lượng và đứt gãy cung ứng

Nhóm Urê: Tự chủ nguồn khí, hưởng lợi từ chênh lệch ASP và giá vốn

- **Nguồn cung:** Tự chủ 100% nguồn khí tự nhiên trong nước giúp loại bỏ rủi ro đứt gãy cung ứng trực tiếp từ khu vực xung đột.
- **Cơ chế giá:** Giá khí đầu vào chịu áp lực tăng do neo theo giá dầu Brent/FO thế giới và tỷ giá USD/VND duy trì ở mức cao.
- **Tác động biên lãi:** Mặc dù chi phí tăng, biên lợi nhuận gộp vẫn được mở rộng nhờ tốc độ tăng giá bán thế giới mạnh hơn đà tăng của giá vốn nội địa.

Hình: Diễn biến giá dầu và tỷ giá bút phá, thiết lập mặt bằng CPSX mới USD/tấn



Nhóm DAP: Ưu thế tự chủ quặng và khả năng chuyển giao chi phí

- **Quặng Phosphate:** Tự chủ phần lớn nguồn quặng Apatit trong nước giúp ổn định cấu trúc giá vốn cốt lõi. Phần nhỏ quặng nhập chịu áp lực từ chi phí vận chuyển và bảo hiểm tăng cao do căng thẳng địa chính trị.
- **Nguyên liệu thành phần:** Giá Lưu huỳnh và Amoniac tăng mạnh do phong tỏa eo biển Hormuz làm nghẽn dòng chảy nguyên liệu từ các "hub" lọc hóa dầu vùng Vịnh.
- **Khả năng chuyển giao chi phí:** Nhờ lợi thế nguồn cung nội địa ổn định trong bối cảnh hàng nhập khẩu gặp khó khăn về logistics, giá bán có dư địa điều chỉnh linh hoạt giúp doanh nghiệp bảo toàn biên lợi nhuận gộp trước áp lực tăng giá vốn.

Hình: Cú sốc cung đẩy giá nguyên liệu đầu vào DAP lên mặt bằng kỷ lục (USD/tấn)



1.3 Thuận lợi từ chính sách VAT và Thách thức duy trì sản lượng tiêu thụ

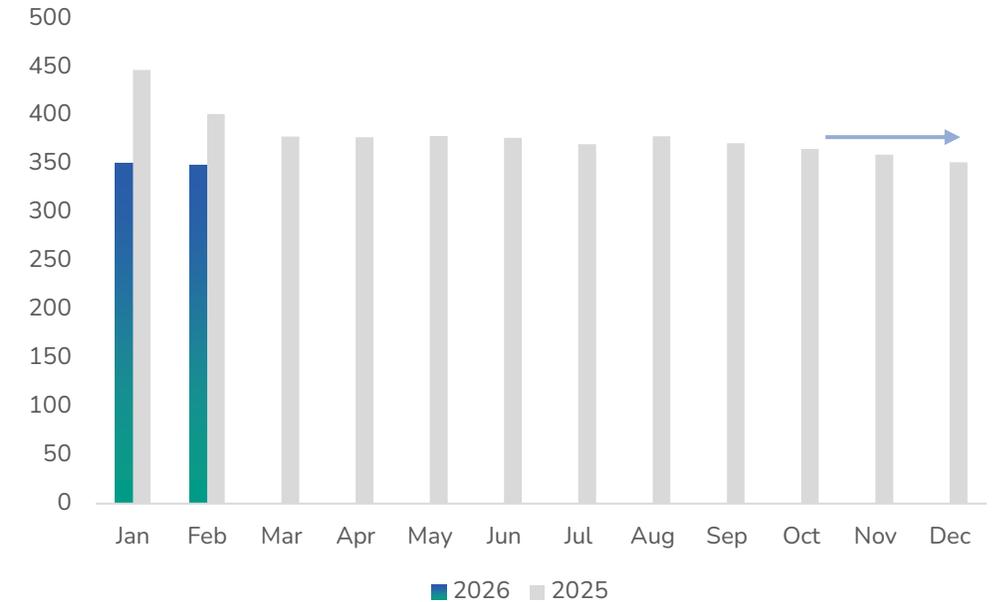
(i) Thuế VAT 5% áp dụng trọn năm 2026 – đóng vai trò ổn định chi phí hơn

- Lợi thế chính sách: Năm 2026 là năm đầu tiên luật thuế VAT 5% được áp dụng trọn vẹn 12 tháng, cho phép doanh nghiệp khấu trừ toàn bộ thuế đầu vào (điện, nguyên liệu, dịch vụ...).
- Vai trò bộ đệm: Trong bối cảnh chi phí đầu vào tăng mạnh, việc hoàn thuế VAT giúp ổn định giá thành và duy trì sức cạnh tranh cho hàng nội địa, đặc biệt có lợi cho nhóm Urê với tỷ trọng tiêu thụ nội địa cao.

(ii) Khả năng chi trả của nông dân chịu áp lực lớn tại mặt bằng giá mới

- **Nghịch lý giá:** Trái ngược với đà tăng phi mã của phân bón, giá nông sản (đặc biệt là giá gạo) dự kiến chỉ duy trì ổn định quanh vùng 360–370 USD/tấn. Sự lệch pha này khiến sức tiêu thụ phân bón thu hẹp.
- **Rủi ro sức cầu:** Khi giá DAP tăng mạnh và Ure bứt phá, sức mua nội địa có xu hướng sụt giảm hoặc chuyển dịch sang các dòng phân bón hỗn hợp (NPK) giá rẻ hơn. Đây là thách thức đối với việc duy trì sản lượng tiêu thụ trong nửa cuối năm 2026.

Hình: Giá gạo ổn định trong khoảng 360 – 370 USD/tấn



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

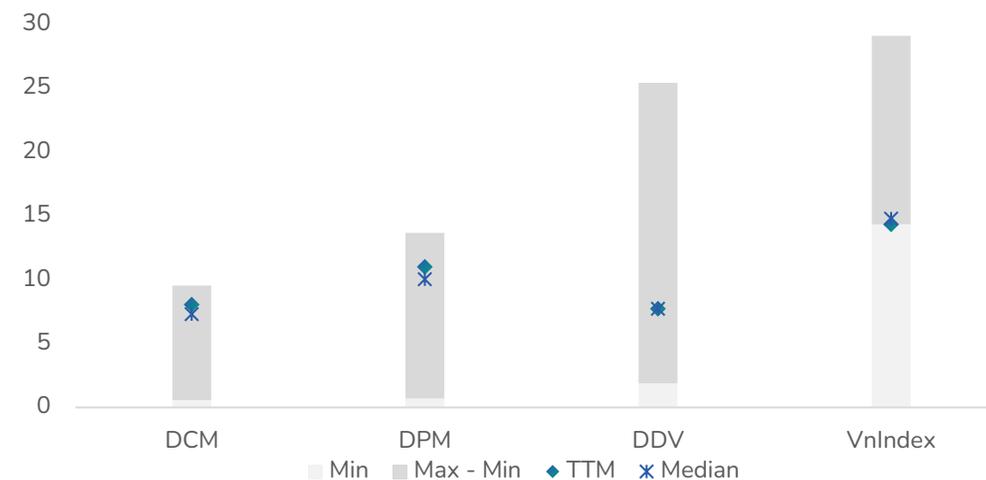
- Định giá dự phóng chiết khấu sâu: Tương quan giữa định giá trượt (TTM) tiệm cận trung vị 5 năm và mức chiết khấu dự phóng (2026F) từ 40% đến 72% khẳng định kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ về kết quả kinh doanh (tăng trưởng lợi nhuận dự báo từ +18% đến +47% YoY).
- Cơ chế nới rộng biên lợi nhuận: Cú sốc cung toàn cầu thúc đẩy giá bán tăng trưởng vượt tốc độ tăng của chi phí đầu vào, trực tiếp cải thiện biên lợi nhuận gộp và đưa định giá thực tế về vùng thấp lịch sử.
- Vị thế đầu tư ưu tiên: Tập trung vào nhóm doanh nghiệp đầu ngành (DCM, DPM, DDV) nhằm đón đầu nhịp phản ánh kết quả kinh doanh trước diễn biến giá phân bón thế giới.

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận 2026 vs định giá

Phân bón	Mã CK	Khuyến nghị	%YoY NPAT 2026	P/E fw 2026	EV/EBITDA fw 2026	EV/EBITDA fw vs Median 5Y
Ure	DCM	MUA	41%	12.7	4.0	-30%
	DPM	MUA	47%	12.0	4.3	-50%
DAP	DDV	MUA	18%	11.7	2.7	-72%

Hình: Biên độ định giá EV/EBITDA của một số cổ phiếu Phân bón trong 2020 – Q1.2026

Sự lệch pha giữa định giá TTM và dự phóng khẳng định kỳ vọng bứt phá lợi nhuận năm 2026 từ kịch bản cú sốc cung



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

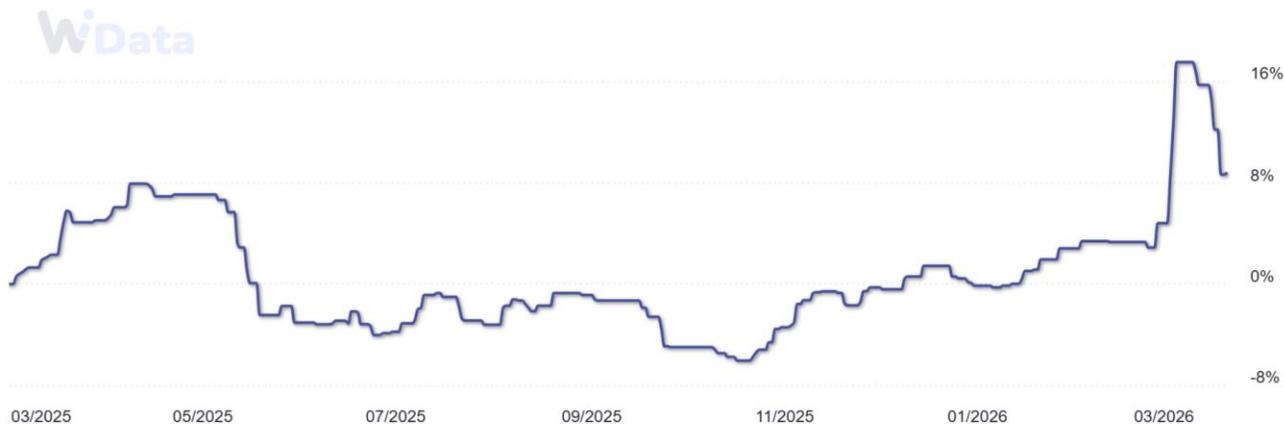
BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Hoá chất trong năm 2026. Trọng tâm đầu tư nằm ở khả năng bảo vệ biên lợi nhuận của các doanh nghiệp đầu ngành trước biến động về thuế và chi phí năng lượng.

1. Động lực tăng trưởng: Sức mạnh cộng hưởng từ giá bán và Nhu cầu:

- **Giá bán nhóm sản phẩm chủ lực (H2SO4, P4) duy trì nền cao:** Sự cộng hưởng từ nhu cầu phục hồi (Phân bón, Pin) và cú sốc cung toàn cầu đẩy giá H2SO4 tăng +15% và P4 tăng +12.5% (chạm ngưỡng 3,600 USD/tấn) so với cuối năm 2025.
- Giá bán tăng giúp trung hòa hoàn toàn áp lực từ lộ trình nâng thuế xuất khẩu P4 (từ 5% lên 10%) và chi phí điện năng tăng thêm trong năm 2026.
- **Hóa chất cơ bản (Xút, Clo) duy trì nền giá ổn định:** Lực cầu hồi phục từ các ngành công nghiệp hạ nguồn (giấy, dệt nhuộm) giúp các nhà sản xuất nội địa giữ vững thị phần và duy trì hiệu quả kinh doanh ổn định, bất chấp áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu giá rẻ.

Hình: Diễn biến giá Phốt pho tại Trung quốc

Hồi phục lên mức tương đương 3,600 USD/tấn cuối tháng 03/2026



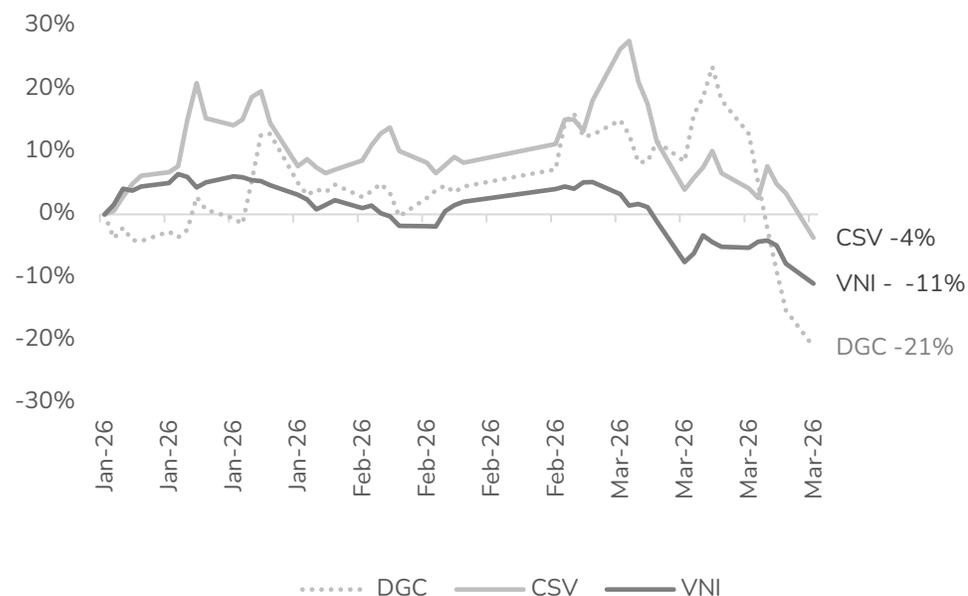
Nguồn: Wichart, BSC Research tổng hợp

2. Điểm lưu ý chiến lược: Quản trị sự chuyển đổi:

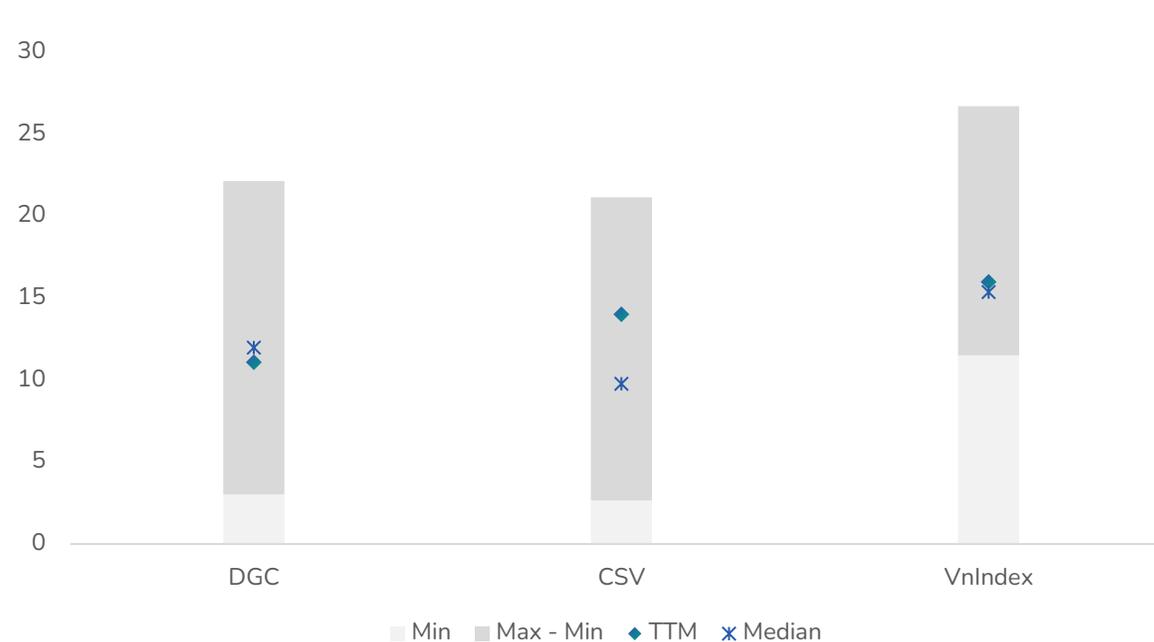
- **Nâng chuẩn pháp lý và môi trường (ESG):** Ngành đang bước vào giai đoạn thắt chặt các tiêu chuẩn về tính minh bạch và phát triển bền vững. Điều này là cần thiết để nâng cao vị thế cạnh tranh dài hạn, dù có thể tạo ra những điểm nghẽn nhất thời về thủ tục triển khai dự án mới.
- **Chấp nhận sụt giảm sản lượng ngắn hạn để bứt phá dài hạn:** Hoạt động di dời và tái cấu trúc nhà máy theo quy hoạch là một bước đi chiến lược. Doanh nghiệp chấp nhận sự sụt giảm sản lượng cục bộ trong ngắn hạn để tập trung tối ưu hóa dây chuyền sản xuất và nâng cấp công suất thiết kế.
- **Vai trò của nền giá cao:** Đà tăng của ASP nhóm chủ lực đóng vai trò là "bộ đệm" quan trọng, giúp bảo toàn dòng tiền và hiệu quả kinh doanh tổng thể trong giai đoạn chuyển đổi hạ tầng, chuẩn bị cho giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ hơn khi các tổ hợp sản xuất mới đi vào vận hành.

- BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Hóa chất năm 2026. Tuy nhiên, trọng tâm đầu tư cần sự chọn lọc khắt khe khi các doanh nghiệp đầu ngành đang bước vào giai đoạn tái cấu trúc và đối mặt với các rào cản phi tài chính.
 - Cổ phiếu **ngành Hóa chất** ghi nhận diễn biến phân hóa phản ánh câu chuyện riêng của từng doanh nghiệp.
 - DGC (-21% YTD): Nhịp chiết khấu mạnh hơn thị trường chung (VNI -11%) chủ yếu do tâm lý thận trọng của dòng tiền trước các rủi ro pháp lý và tuân thủ.
 - CSV (-4% YTD): Mặc dù ghi nhận mức sụt giảm sản lượng trong năm 2026 do lộ trình di dời và hạ công suất, CSV vẫn đang có hiệu suất tốt hơn thị trường.
- Sự lệch pha giữa đà tăng của giá bán và hiệu suất cổ phiếu phản ánh rủi ro phi tài chính. Tuy nhiên, nền giá bán cao là yếu tố cốt lõi giúp duy trì vị thế KHẢ QUAN cho toàn ngành Hóa chất trong năm 2026.

Hình: %YTD Hiệu suất đầu tư các cổ phiếu ngành Hóa chất



Hình: Biên độ định giá P/E của một số cổ phiếu Hoá chất trong 2020 – Q1.2026



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành sẽm lớp 2026, nhưng hạ mức độ kỳ vọng (thận trọng hơn so với dự báo cũ) trước sự đảo chiều của các biến số chi phí:

- **Cập nhật biến số chi phí: (i)** Từ "Thuận lợi" sang "Áp lực tăng": Giá Cao su (tự nhiên & tổng hợp) và giá than đảo chiều tăng theo đà giá dầu và **(ii)** Biến động Logistics: Tăng nhẹ trong ngắn hạn.
- **Thách thức nổi bật: (i)** Rủi ro trọng yếu từ chiến sự kéo dài khiến giá nguyên vật liệu và cước vận tải tăng cao và **(ii)** Thuế quan tại thị trường Mỹ làm giảm năng cạnh tranh tại thị trường xuất khẩu trọng điểm;

2.1 Biến số chi phí: Áp lực đảo chiều trong ngắn hạn

BSC nhận thấy các "cơn gió ngược" về chi phí đang dần thay thế cho giai đoạn hưởng lợi từ giá rẻ, làm thu hẹp dư địa cải thiện biên lợi nhuận trong nửa đầu năm 2026:

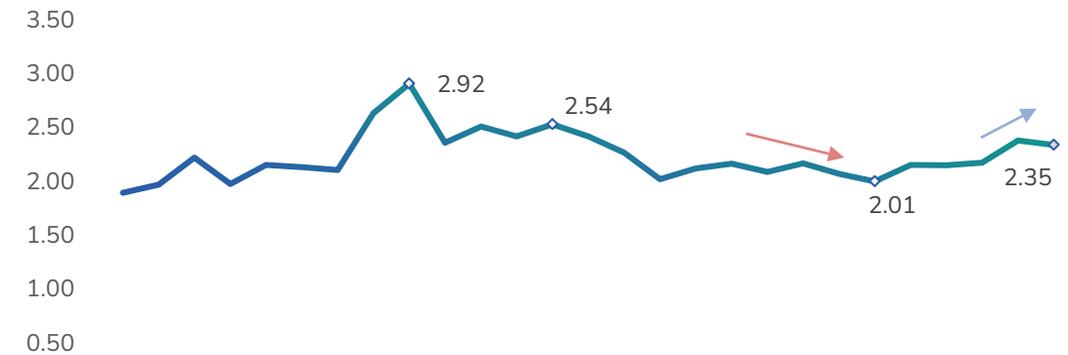
(i) Nguyên liệu: Chấm dứt chu kỳ giảm giá

- Đảo chiều theo giá dầu: Giá Cao su (tự nhiên & tổng hợp) và Muội than bứt phá trở lại bám sát đà tăng của dầu Brent. Giá cao su bình quân Q1/2026 đạt 2.31 (+9% QoQ, -5% YoY). Dù vẫn thấp hơn cùng kỳ, nhưng nhịp tăng mạnh so với quý trước khẳng định sự đảo chiều của xu hướng giảm giá kéo dài.
- Độ trễ tồn kho: Nhờ lớp đệm hàng tồn kho giá thấp (2–3 tháng), tác động lên giá vốn sẽ chưa phản ánh ngay trong quý 1 mà sẽ tác động từ quý 2/2026, đe dọa biên lợi nhuận gộp nếu giá bán không kịp điều chỉnh.

(ii) Logistics: Nhịp tăng cục bộ do phụ phí

- Biến động cước: Tuyến đi Mỹ tăng nhẹ ~10% chủ yếu do phụ phí nhiên liệu (Bunker Surcharge) và bảo hiểm rủi ro.
- Quan điểm của BSC: Đây chỉ là nhịp tăng tạm thời mang tính tâm lý. Với nguồn cung tàu toàn cầu vẫn dư thừa, chi phí vận chuyển dự kiến sớm hạ nhiệt sau khi xung đột.

Hình: Giá Cao su Q1/2026: Đảo chiều tăng (+9% QoQ) (USD/tấn)



Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26
Q1			Q2			Q3			Q4			Q1			Q2			Q3			Q4			Q1		

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

2.2 Kịch bản rủi ro: Khi biến động tạm thời trở thành áp lực dài hạn

BSC đánh giá đà phục hồi của ngành đang đứng trước "phép thử" lớn khi các rào cản về chi phí vận hành và chính sách thương mại bắt đầu xuất hiện những biến số cộng hưởng tiêu cực:

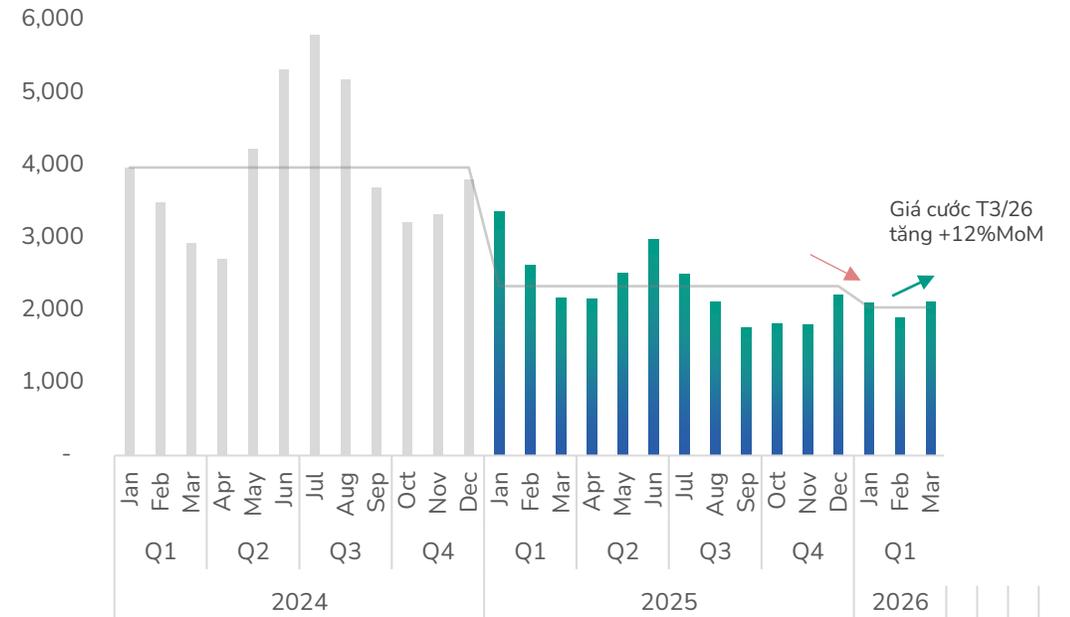
(i) Rủi ro xung đột kéo dài – Thách thức từ việc "cạn" lớp đệm tồn kho

- Vượt kịch bản cơ sở: Nếu xung đột địa chính trị kéo, mặt bằng giá nguyên liệu và cước vận tải sẽ thiết lập nền cao mới, trực tiếp phá vỡ các dự báo lạc quan về chu kỳ chi phí thấp trước đây.
- Nguy cơ đảo chiều lợi nhuận: Khi lớp đệm tồn kho giá rẻ (duy trì 2-3 tháng) cạn kiệt, doanh nghiệp sẽ mất đi "lá chắn" chi phí. Sự cộng hưởng của giá vốn và chi phí bán hàng ở mức cao có thể khiến đà phục hồi lợi nhuận bị ngắt quãng, thậm chí đảo chiều giảm trong nửa cuối năm 2026.

(ii) Rào cản thuế quan cố hữu & Áp lực "Landed Cost" tại thị trường Mỹ:

- Mức thuế bổ sung 25% tại thị trường Mỹ (đưa tổng thuế suất lên ngưỡng 31–32%) tiếp tục là "điểm nghẽn" cho xuất khẩu sang Mỹ. Sự cộng hưởng giữa thuế suất cao và nhịp tăng của chi phí logistics làm gia tăng tổng chi phí đưa hàng đến tay khách hàng Mỹ.
- Thách thức thị phần: Để giữ chân khách hàng và cạnh tranh với lớp nội địa Mỹ không chịu thuế, các doanh nghiệp có thể phải chia sẻ chi phí (giảm giá bán hoặc hỗ trợ vận chuyển). Điều này khiến doanh thu xuất khẩu có thể duy trì nhưng biên lợi nhuận thuần sẽ bị "bào mòn" và nhạy cảm hơn với biến động của cước vận tải.

Hình: Giá cước vận tải: Xuất hiện nhịp hồi kỹ thuật tám theo biến động giá dầu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

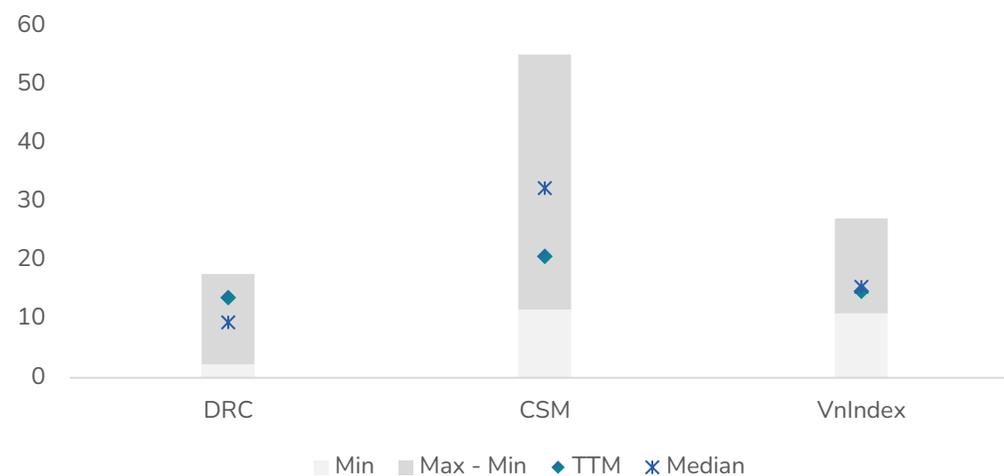
- Cổ phiếu ngành Săm lốp trong quý 1/2026 ghi nhận diễn biến kém khả quan (CSM -10%, DRC -12%) tương đồng với diễn biến của VN-Index (-11%), phản ánh tâm lý thận trọng của dòng tiền trước áp lực chi phí vận hành và rào cản thuế quan tại thị trường Mỹ.
- Quan điểm đầu tư: BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP**. Dù kết quả kinh doanh vẫn tăng trưởng, nhưng ngành đang đối mặt với "cú hích ngược" khi tồn kho giá thấp cạn kiệt và giá nguyên liệu đầu vào (cao su, than) cùng chi phí vận tải bước vào nhịp tăng mới do căng thẳng địa chính trị. Tuy nhiên, mức chiết khấu đã đưa định giá DRC về dưới trung vị 5 năm, tạo biên an toàn đáng kể cho mục tiêu tích lũy trong các nhịp giảm của thị trường.

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận 2026 vs định giá

Mã CK	Khuyến nghị	%YoY NPAT 2026	P/E fw 2026	EV/EBITDA fw 2026	vs Median 5Y
DRC	NẮM GIỮ	30%	13.7	4.0	-12%
CSM	NẮM GIỮ	101%	24.0	4.1	-12%

- Kịch bản cơ sở:** Dự báo 2026 đã phản ánh áp lực chi phí đầu vào tăng từ Q2/2026 do biến động địa chính trị (giá nguyên liệu bình quân vẫn thấp hơn nền 2025).
- Rủi ro điều chỉnh:** Nếu căng thẳng kéo dài trên 90 ngày khiến giá cao su và cước vận tải neo cao, BSC sẽ thực hiện hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn cuối năm.
- Tăng trưởng CSM:** Mức tăng đột biến (+101% YoY) chủ yếu do nền thấp (low base) năm 2025 khi doanh nghiệp phải trích lập dự phòng lớn.

Hình: Biên độ định giá EV/EBITDA của một số cổ phiếu Săm lốp trong 2020 – Q1.2026



Nguồn: Bloomberg, BSC Research



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG – BẤT ĐỘNG SẢN

CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ – TĂNG TỐC BẤT ĐỘNG SẢN & ĐẦU TƯ CÔNG (1)

Cập nhật
tổng quan
Q1.2026

Tổng quan môi trường kinh doanh: Các chi phí năng lượng tăng mạnh, ảnh hưởng tới quan điểm về triển vọng ngành của Chúng tôi:

- **Giá xăng dầu tại Việt Nam +62% Ytd. Brent + 85% YTD.** Nguyên nhân do căng thẳng chính trị tại Trung Đông, gây ra đứt gãy nguồn cung.
- **Giá than nhiệt +42% Ytd** do giá dầu/khí tăng, kéo theo các nhà máy điện tại EU tăng nhập khẩu than để thay thế năng lượng.
- **Giá than cốc + 6% YTD** do ảnh hưởng bởi giá than nói chung tăng.
- **Giá hạt nhựa PVC +45% YTD** do giá dầu tăng.

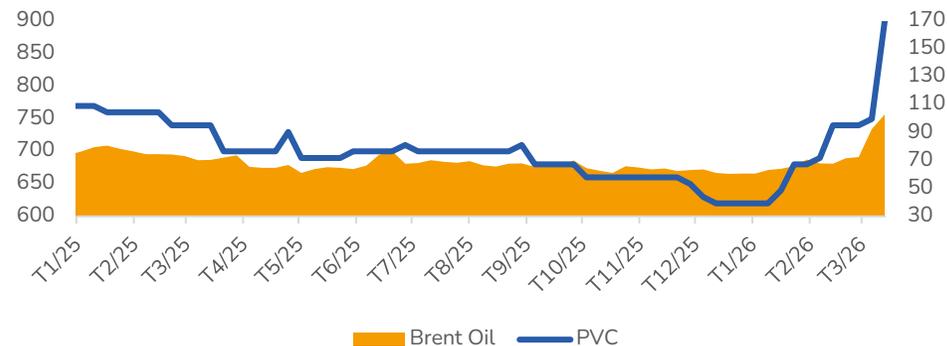
-> Do đó, tại Báo cáo này, BSC cập nhật triển vọng kinh doanh với quan điểm dựa trên kịch bản cơ sở Căng thẳng chính trị sẽ kéo dài hết Quý 2. **KQKD năm 2026 sẽ phân hóa giữa các doanh nghiệp Vật liệu xây dựng:**

(1) Nhóm bị ảnh hưởng mạnh bởi chi phí đầu vào, khiến cho BSC dự báo tăng trưởng 2026 âm hoặc chậm <15%: Ngành nhựa (giá PVC tăng), Ngành xi măng (giá than tăng, chi phí Logistics tăng, trong khi đó sản lượng phục hồi không thể bù đắp).

(2) Nhóm ít bị ảnh hưởng bởi chi phí đầu vào tăng, BSC cho rằng nhóm này vẫn có thể tăng trưởng tốt >15% nhờ tăng được sản lượng, bù đắp cho chi phí đầu vào: HPG (Sản lượng tăng, giá HRC kỳ vọng tăng bù đắp cho chi phí than cốc tăng nhẹ). Nhóm xây dựng có Backlog tốt, nhà thầu lớn (HHV, CTD). Tuy nhiên, BSC lưu ý các nhà thầu nhỏ có thể bị ảnh hưởng do khả năng đàm phán hợp đồng kém hơn.

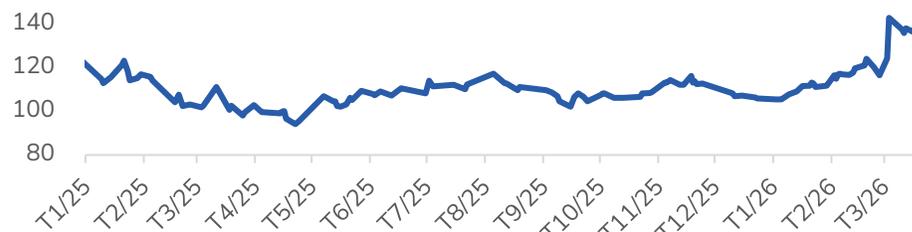
Doanh nghiệp	Giá than nhiệt/cốc	Giá dầu/PVC	Chú thích
Nhóm thép (HPG)	Trung bình	-	<ul style="list-style-type: none"> • Giá than cốc tăng chậm hơn giá than nhiệt. Chi phí than cốc chiếm 30% chi phí sản xuất kinh doanh. • Kỳ vọng HPG tăng được giá bán HRC nhờ áp thuế chống lẩn tránh với Trung Quốc, bù đắp cho chi phí giá than tăng
Nhóm xi măng (BCC, HT1)	Mạnh	Trung bình	<ul style="list-style-type: none"> • Chi phí than chiếm 30-35% chi phí sản xuất kinh doanh. • Giá than + 42% Ytd, tăng nhanh hơn giá bán + 5-10% Ytd
Nhóm nhựa (BMP, NTP)	-	Mạnh	<ul style="list-style-type: none"> • Giá PVC tăng mạnh. Hạt nhựa PVC chiếm 75% chi phí sản xuất.
Nhóm xây dựng	Trung bình	Trung bình	<ul style="list-style-type: none"> • Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng có thể ảnh hưởng tới tiến độ xây dựng của một số dự án, giảm biên lợi nhuận. Qua trao đổi với doanh nghiệp lớn, đa số dự án có cơ chế chia sẻ rủi ro thông qua trượt giá, nên ảnh hưởng ít hơn.

Hình: Giá PVC +45% Ytd tại T3.2026



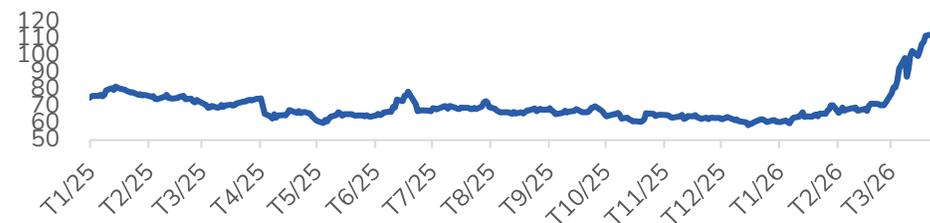
LHS: Giá hạt nhựa PVC(USD/tấn), RHS: Giá dầu Brent (USD/thùng)

Hình: Giá than nhiệt +42% Ytd tại T3.2026



Hình: Giá Brent +85% Ytd tại T3.2026

Giá than nhiệt Úc (USD/tấn)



Sự kiện
2026

Sự kiện quan trọng trong năm 2026:

- Ngành thép:** (1) Thuế chống lẩn tránh HRC (Kỳ vọng Quý 1.2026) – **giúp HPG tăng giá bán HRC**, (2) EU có khả năng giảm hạn ngạch xuất khẩu miễn thuế vào 2H.2026.
- Ngành xây dựng & BOT:** Các nghị quyết thúc đẩy giúp mua lại BOT – **giúp doanh nghiệp có lợi nhuận đột biến**.

Chủ đề
đầu tư
2026

Với bối cảnh như trên, Chúng tôi vẫn ưu tiên các cổ phiếu (1) có thị phần nội địa lớn, và (2) có khả năng tăng giá bán, ít chịu ảnh hưởng bởi chi phí đầu vào tăng.

- Thép: HPG** – hưởng lợi từ ngành Bất động sản hồi phục, đầu tư công và ít bị ảnh hưởng bởi chi phí than tăng.
- Xây dựng: HHV, CTD** - các doanh nghiệp Xây dựng có thể tăng được quy mô Backlog, nhà thầu lớn có khả năng đàm phán hợp đồng với chủ đầu tư.

Ngoài ra, so với [Báo cáo trước đó](#), BSC vẫn đang Theo dõi các câu chuyện liên quan từng doanh nghiệp:

- Ghi nhận thu nhập bất thường từ mua lại BOT/nhận tiền hỗ trợ BOT: CTI, HHV, C4G
- Ghi nhận dự án Bất động sản: VGS
- Phê duyệt mỏ đá mới/gỡ nguồn cung đá: VLB, DHA, CTI

Doanh nghiệp	Tăng sản lượng theo BĐS, ĐTC	Tăng giá bán do được hỗ trợ chính sách	Có thể có LN bất thường
HPG	✓	✓	
HSG	✓		
NKG	✓		
GDA	✓		
VGS	✓		Bán NOXH
HT1	✓		
BCC	✓		
BMP	✓		
NTP	✓		
DHA		✓	
VLB		✓	
CTI		✓ (Mảng đá)	Thanh lý BOT
HHV	✓		Tiền hỗ trợ BOT
LCG	✓		
C4G	-		Thanh lý BOT
CTD	✓		
HBC	-		

✓: Tăng

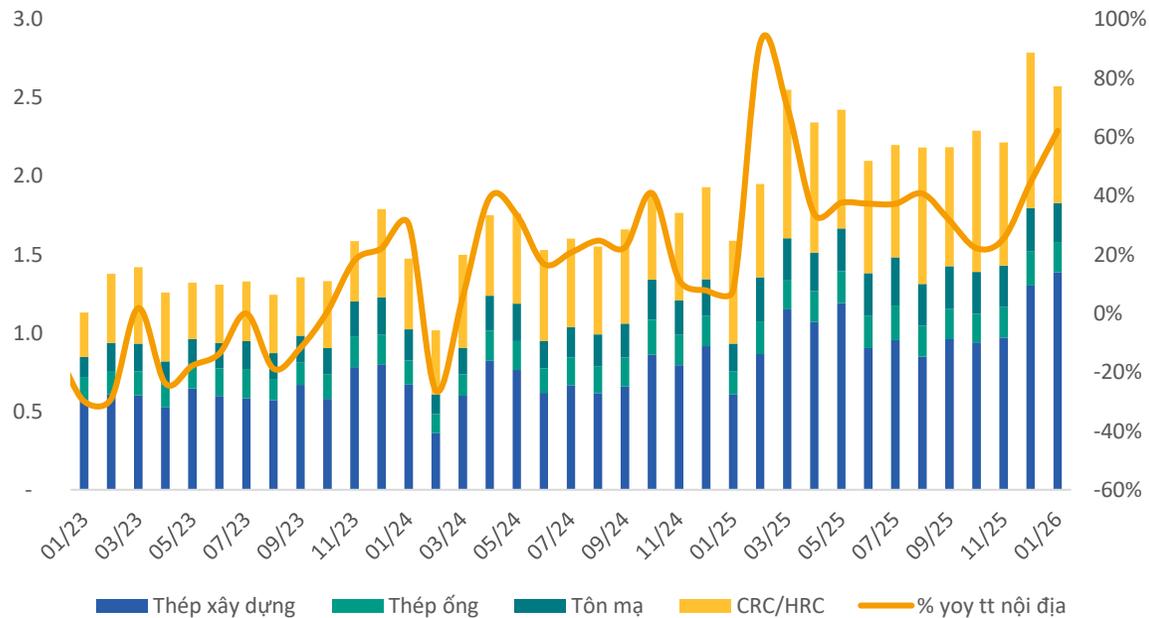
Nguồn: BSC Research tổng hợp

THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA SẼ TĂNG TỐC TRONG NĂM 2026 – GIỮ NGUYÊN QUAN ĐIỂM

1. Xu hướng tăng tốc của ngành Vật liệu xây dựng nội địa đang đúng với quan điểm của BSC. Cụ thể, T1.2026, sản lượng tiêu thụ nội địa của thép xây dựng +128% YoY, thép ống +33% YoY, tôn mạ +39% YoY, HRC+14% YoY, xi măng +101% YoY.

So với [Báo cáo ngành trước đó](#), BSC giữ quan điểm xu hướng phục hồi sẽ tiếp tục trong năm 2026 khi đây là năm điểm rơi của các dự án Bất động sản, đặc biệt ở khu vực phía Nam. Riêng đối với ngành thép, sự phục hồi sản lượng còn được hỗ trợ bởi 2 yếu tố: (1) HPG đóng góp của sản xuất HRC – nhà máy Dung Quất 2, (2) Kỳ vọng Việt Nam áp thuế chống lẩn tránh đối với HRC khổ lớn từ Trung Quốc.

Hình: Trong 1T.2026, sản lượng thép nội địa + 62% YoY



Hình: Trong 1T.2026, sản lượng xi măng nội địa + 101% YoY



LHS: sản lượng (triệu tấn), RHS: Tăng trưởng YoY (%), Nguồn: BSC Research

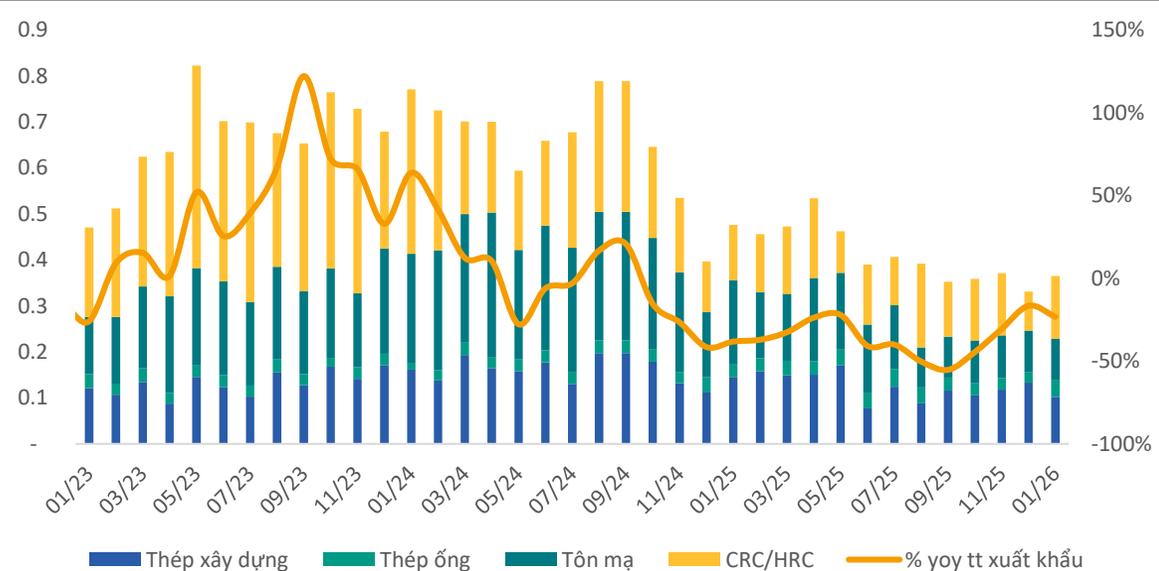
LHS: sản lượng (triệu tấn), RHS: Tăng trưởng YoY (%), Nguồn: BSC Research

THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU PHÂN HÓA: NGÀNH THÉP KHÓ KHĂN HƠN VỀ 2H.2026, NGÀNH XI MĂNG DUY TRÌ QUAN ĐIỂM TÍCH CỰC

2. Tại Báo cáo ngành Quý 2, BSC cho rằng kênh xuất khẩu sẽ phân hóa trong năm 2026.

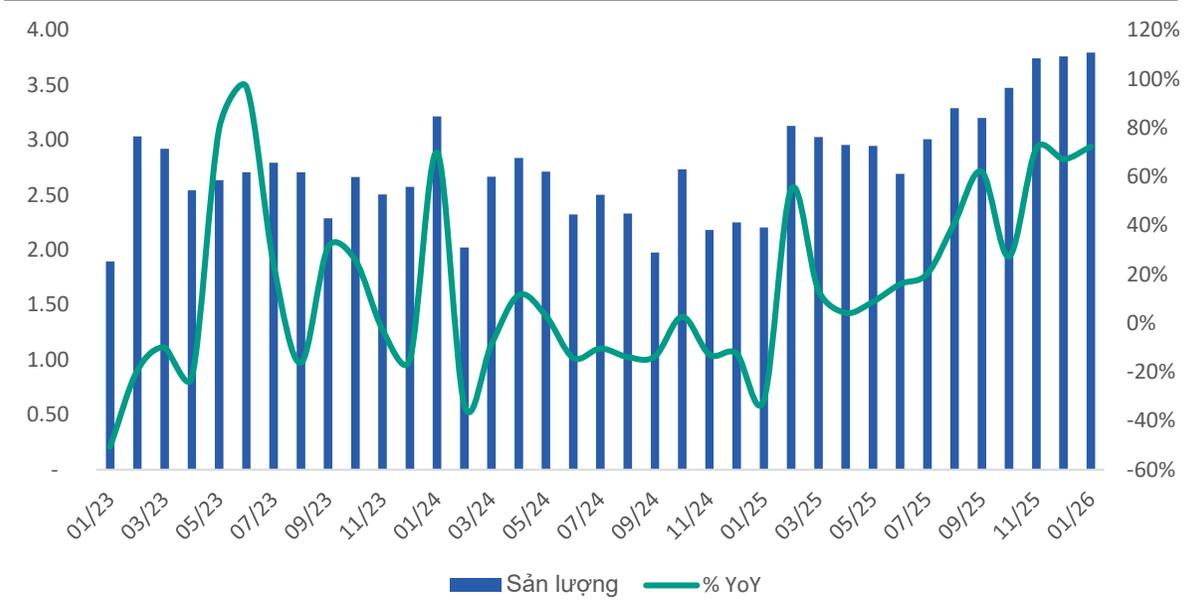
- Đối với nhóm xi măng:** BSC cho rằng kênh xuất khẩu vẫn tương đối tốt trong năm 2026. Nguyên nhân đến từ việc: Các doanh nghiệp (1) đã tìm thị trường mới sang Mỹ, Philippines, Bangladesh, (2) Việt Nam giảm thuế xuất khẩu từ 10% xuống 5% đối với clinker từ T5.2025, (3) Trung Quốc tiếp tục cắt giảm sản lượng xuất khẩu. So với [Báo cáo ngành trước đó](#), BSC vẫn bảo lưu quan điểm này
- Đối với nhóm thép:** BSC cho rằng kênh xuất khẩu sẽ càng khó khăn hơn về cuối năm 2026. Nguyên nhân đến từ việc: (1) Căng thẳng chính trị leo thang, khiến cho việc xuất khẩu qua các nước thứ 3 để đẩy vào thị trường chính là Mỹ và EU ngày càng khó khăn hơn, (2) Kinh tế toàn cầu chậm lại, (3) Có thông tin về việc EU cắt giảm Hạn ngạch xuất khẩu thép vào EU. BSC đã cập nhật quan điểm này tại các Báo cáo phân tích cổ phiếu trong Quý 1.2026. So với [Báo cáo ngành trước đó](#), BSC đã thay đổi quan điểm.

Hình: Trong 1T.2026, sản lượng thép xuất khẩu – 23% YoY



LHS: sản lượng, RHS: Tăng trưởng YoY, Nguồn: BSC Research

Hình: Trong 10T.2025, sản lượng xi măng xuất khẩu +72% YoY



LHS: sản lượng, RHS: Tăng trưởng YoY, Nguồn: BSC Research

GIÁ BÁN TĂNG TRỞ LẠI SỚM HƠN SO VỚI KỲ VỌNG CỦA BSC, BIÊN LỢI NHUẬN GỘP PHÂN HÓA DO CHI PHÍ ĐẦU VÀO TĂNG

3. BSC kỳ vọng giá bán tăng trở lại trong năm 2026. Trong Quý 1.2026, đa số các ngành vật liệu xây dựng trong nước đã tăng giá trở lại. Điển hình như: Thép xây dựng (+9% YTD), Xi măng (+4-10% YTD), HRC (+1% YTD), Tôn mạ (+0.8% YTD). Nguyên nhân chủ yếu do (1) Chi phí đầu vào là than tăng trở lại, (2) Chi phí Logistics liên quan tới Xăng dầu cũng tăng trong Tháng 3/2026. Bsc đánh giá việc giá năng lượng như xăng dầu, than tăng xuất phát từ căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông.

Với quan điểm: (1) Căng thẳng chính trị kéo dài trong Quý 2, ảnh hưởng chi phí đầu vào các doanh nghiệp VLXD, (2) Trung Quốc đã có tín hiệu cắt giảm sản lượng ngành thép, BSC kỳ vọng giá VLXD sẽ tăng trong năm 2026.

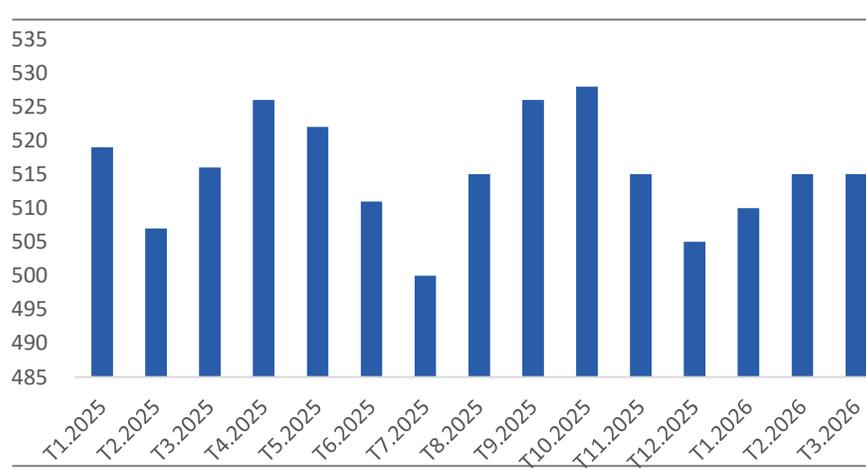
4. So với Báo cáo trước, BSC đổi quan điểm từ việc biên lợi nhuận gộp của đa số ngành VLXD sẽ tăng do sản lượng tăng, -> phân hóa do một số ngành gặp rủi ro chi phí đầu vào tăng. Cụ thể, đối với ngành thép: BSC giữ kỳ vọng biên lợi nhuận gộp HPG sẽ cải thiện do (1) Sản lượng tăng, bù đắp được chi phí đầu vào tăng, (2) Kỳ vọng Việt Nam thông qua áp thuế chống lẩn tránh đối với HRC khổ rộng. Trong khi đó, Biên lợi nhuận gộp của HSG, NKG, GDA đi ngang do (1) xuất khẩu vẫn khó, (2) chưa có đột biến về giá thép thế giới. **Đối với ngành xi măng, BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HT1 đi ngang với việc (1) Sản lượng tăng bù đắp một phần chi phí đầu vào tăng.**

Hình: Diễn biến giá thép xây dựng + 9% YTD



Nguồn: Giathepton, BSC Research tổng hợp

Hình: Diễn biến giá HRC + 1% YTD



Nguồn: Giathepton, BSC Research tổng hợp

Hình: Diễn biến giá tôn mạ +0.8% YTD



Nguồn: BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT THÔNG TIN MỚI LIÊN QUAN THỊ TRƯỜNG EU

5. Từ 9/3/2026, EU đã công bố cách triển khai cơ chế CBAM cho năm 2026. Cụ thể như sau:

- Năm 2026: Giá chứng chỉ Carbon được tính vào tuần đầu mỗi quý, dựa trên giá trung bình của EU ETS trong quý trước đó. Các doanh nghiệp tại EU sẽ chỉ phải trả chi phí CBAM năm 2026 vào Tháng 2. 2027.
- Năm 2027: Giá chứng chỉ Carbon được tính toans theo mỗi tuần.

Đánh giá chung của BSC:

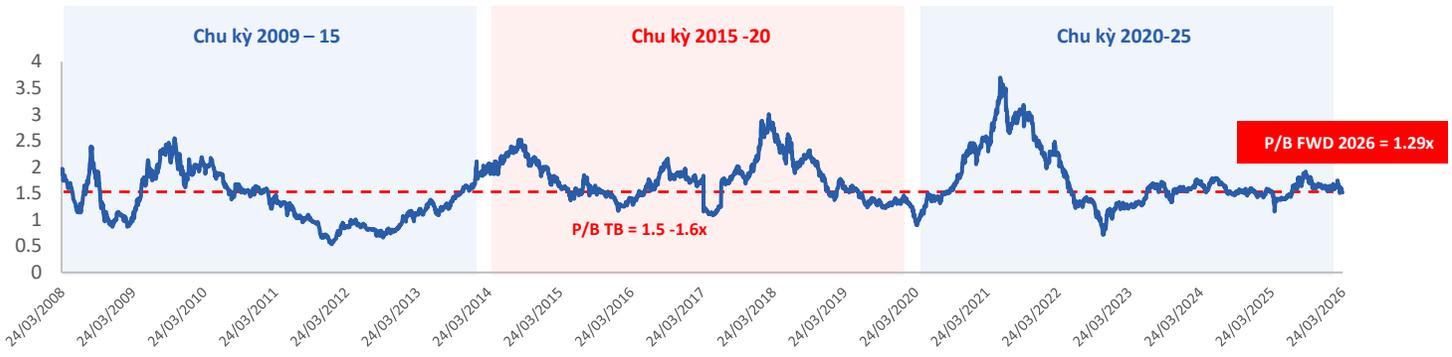
- **Triển vọng ngắn hạn:** Qua trao đổi với một số doanh nghiệp ngành thép như HSG, GDA, . . ., BSC kỳ vọng đơn hàng trong Quý 2 sẽ phục hồi so với Quý 1 do đã có thông tin cách tính giá Chứng chỉ CBAM, là cơ sở để các bên đàm phán giá.
- **Triển vọng trung hạn:** Tại [Báo cáo trước đó](#), BSC cho rằng Việt Nam có lợi thế nhất định về chi phí sản xuất để đẩy xuất khẩu vào EU do công nghệ sản xuất mới, hiệu quả hơn. Tại Báo cáo này, BSC vẫn giữ nguyên nhận định đó. **Tuy nhiên, BSC cho rằng việc tăng lại thị phần tại EU, và hưởng lợi từ CBAM là rất khó** do (1) Cạnh tranh chính trị leo thang, và xu hướng bảo hộ thép toàn cầu, (2) Trong 2H.2026, EU dự kiến giảm hạn ngạch xuất khẩu miễn phí của ngành thép của các quốc gia trong đó có Việt Nam vào EU.

Ưu tiên: Như đã phân tích xuyên suốt các Báo cáo ngành, BSC cho rằng thị trường nội địa phục hồi trong khi đó kênh xuất khẩu vẫn còn rất khó. Do đó, BSC ưa thích (1) các doanh nghiệp VLXD có thị phần nội địa lớn, (2) ngành được Việt Nam áp dụng hàng rào thuế quan đối với Trung Quốc/ có rào cản gia nhập ngành.

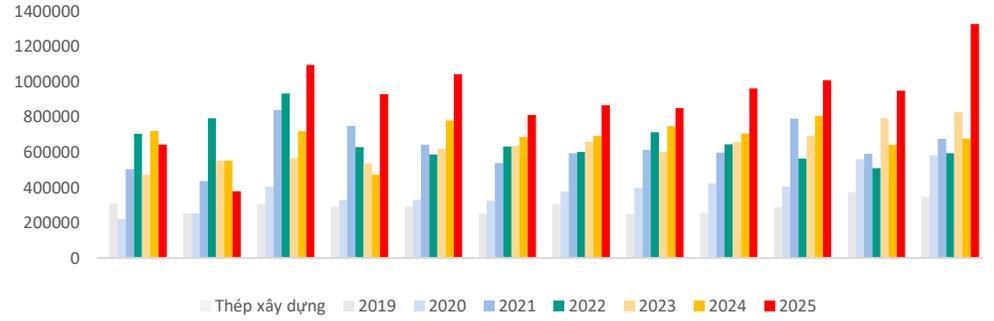
Ngành thép – HPG

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** đến từ **2 yếu tố** (1) sản lượng tăng tích cực trong năm 2026 nhờ Việt Nam thông qua thuế chống lẩn tránh đối với HRC khổ rộng cuối Quý 1.2026 – đầu Quý 2, thị trường nội địa hồi phục và (2) biên lợi nhuận cải thiện nhờ tăng sản lượng và HPG có khả năng tăng được giá bán HRC. Chi tiết tại [Báo cáo gần nhất](#).

Định giá thấp trong chu kỳ - HPG



Sản lượng tiêu thụ thép của HPG – Đơn vị: Tấn

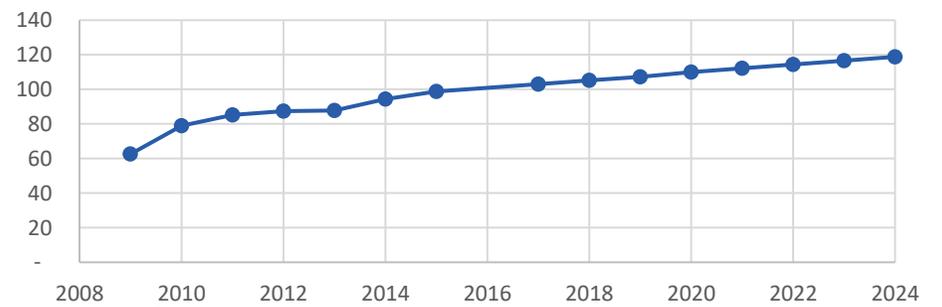


Ngành xi măng – HT1: So với [Báo cáo trước đó](#), BSC tiếp tục đưa ra quan điểm **THEO DÕI** đối với HT1. Nguyên nhân do: (1) giá than nhập khẩu tăng mạnh +40% Ytd trong bối cảnh các bất ổn về chính trị, ảnh hưởng tới biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp ngành xi măng (Chi phí than chiếm khoảng 30-35%) và (2) định giá cao (P/B FWD 2026 = 1.07x). Trong năm 2026, BSC đưa ra dự báo về HT1 như sau: **Doanh thu thuần = 8,653 tỷ VNĐ (+18% YoY), LNST – CĐTS = 326 tỷ VNĐ (+19% YoY), P/E FWD 2026 = 8.3x, P/B FWD 2026 = 1.07x, EPS FWD 2026 = 856 VNĐ/CP.**

Định giá trong chu kỳ - HT1



Tổng công suất dây chuyền ở Việt Nam tăng gần gấp 2x từ 2009 đến nay



Ngành nhựa - BSC không đưa ra khuyến nghị nào với các cổ phiếu ngành nhựa do (1) định giá ở mức cao, (2) rủi ro chi phí đầu vào tăng trở lại.

BSC tổng hợp Bảng định giá các doanh nghiệp:

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận 2026 vs định giá

Ngành	Mã CK	%YoY NPAT 2026	P/E FWD 2026	P/B FWD 2026	P/E trung bình 5Y	P/B trung bình 5Y
Thép	HPG	30%	9.7	1.3	25.2	1.8
	HSG	-27%	16.1	0.7	36.1	1.2
	NKG	-69%	93.1	0.8	13.9	1.1
	GDA	-34%	11.3	0.5	9.3	0.7
	VGS	-1%	6.8	0.9	14.2	1.3
Nhựa	BMP	-24%	10.8	3.9	8.7	2.2
Xi măng	HT1	+19%	8.33	1.07	65.78	0.97

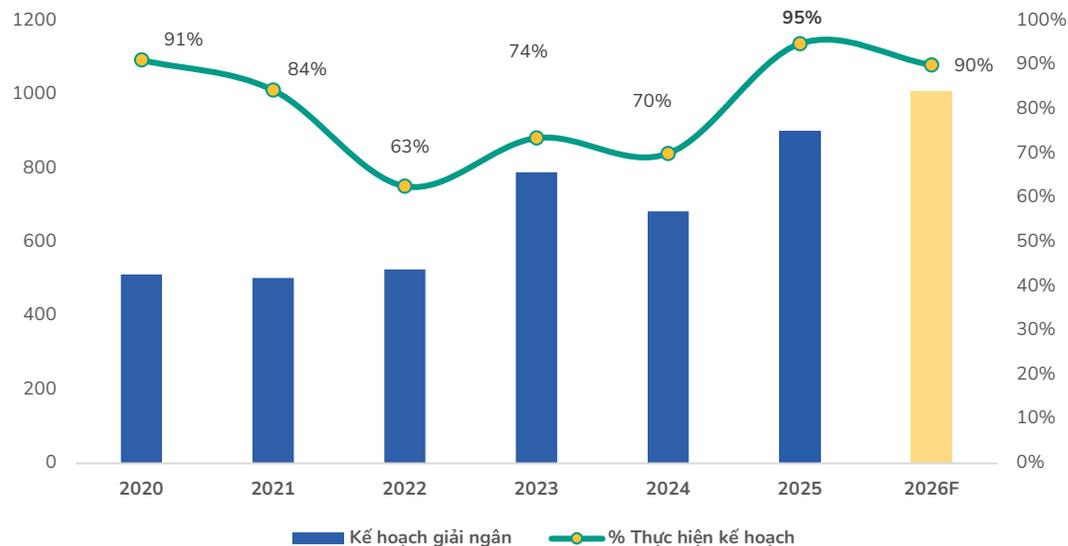
Quý 1.2026 - Giải ngân đầu tư công vẫn còn chậm. Tính tới hết T2.2026, tổng giá trị giải ngân đầu tư công đạt 55,739 tỷ VNĐ (đạt 5.6% kế hoạch – tương đương với năm 2025. So với năm 2025, giá trị giải ngân +24% YoY do (1) mức nền thấp từ sắp xếp lại bộ máy hành chính, (2) Tổng kế hoạch đầu tư công năm 2026 đạt 1 triệu tỷ VNĐ (+10% YoY, cao hơn 93,000 tỷ VNĐ so với 2025).

Tuy nhiên, BSC vẫn giữ quan điểm so với [Báo cáo trước đó](#). BSC kỳ vọng từ Quý 2.2026, Chính phủ sẽ tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công đến từ việc sau:

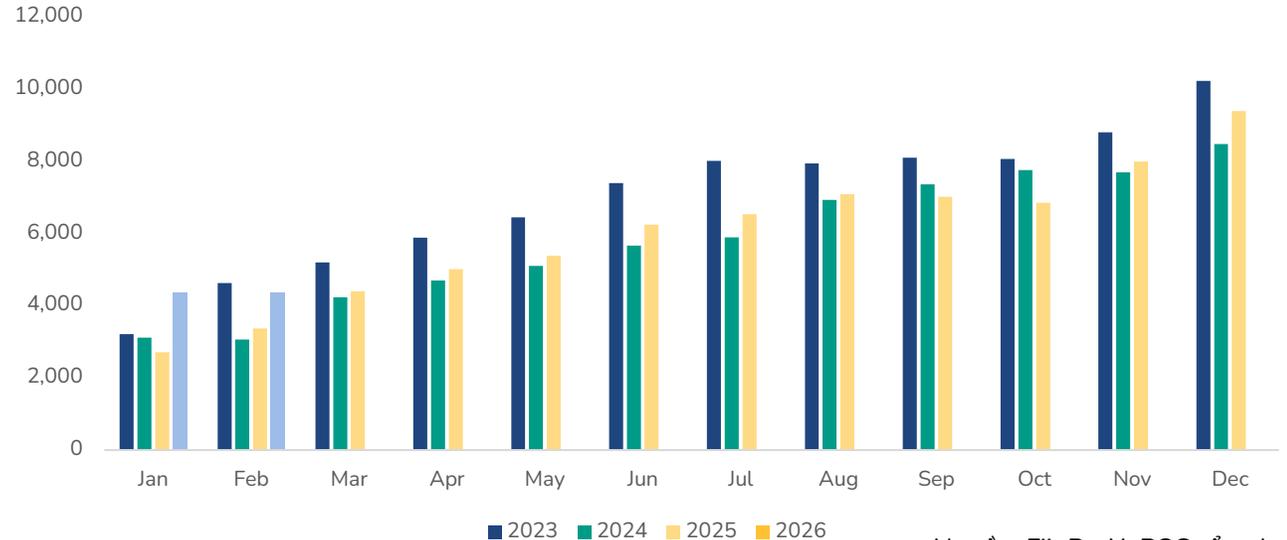
- Bắt đầu chu kỳ mới vào 2026 – 2030.** Các nhóm dự án cao tốc Bắc – Nam phía Đông (Giai đoạn 2 mở rộng), Đại lộ Cảnh Quan Sông Hồng.
- Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2026 – 2030:** cao tốc Bắc – Nam phía Đông (giai đoạn 2), nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận, sân bay Long Thành (giai đoạn 2), tuyến đường kết nối sân bay Gia bình về Hà Nội, . . .
- Phần đầu mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 đạt mức 10%,** do đó, đầu tư công vẫn là trụ cột tăng trưởng chính.

Một số rủi ro: (i) thay đổi thủ tục đầu tư, hệ thống pháp lý (ii) một số dự án vướng mắc trong vấn đề giải phóng mặt bằng và (iii) giá vật liệu xây dựng tăng.

Bảng: Kế hoạch và % thực hiện giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2020 - 2026



Bảng: Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công của Bộ Xây dựng theo tháng giai đoạn 2023 - 2026



Backlog toàn ngành tiếp tục phân hóa giữ các doanh nghiệp năm 2026. Cụ thể:

- Nhóm xây dựng dân dụng:** Backlog tăng trưởng tốt nhờ thị trường Bất động sản hồi phục. Cụ thể, CTD tăng trưởng mạnh +45% YoY (khoảng 62,500 tỷ VNĐ) nhờ trúng thầu các dự án hạ tầng lớn như sân bay Phú Quốc, sân bay Gia Bình, . . .
- Nhóm hạ tầng và BOT:** Trong các doanh nghiệp Xây lắp trên sàn, Chúng tôi nhận thấy chỉ có HHV, và LCG tăng được quy mô Backlog. HHV +25% YoY (khoảng 5,000 tỷ VNĐ) nhờ trúng thầu một số dự án to như Vành đai 4 HCM, hầm Núi Vung, . . . LCG +40% YoY nhờ trúng thêm dự án thi công cao tốc Quy Nhơn – Pleiku.

Quan điểm của BSC: Ưu tiên các doanh nghiệp Xây lắp có lượng Backlog đều đặn và tiến độ thi công tốt.

Cổ phiếu ưa thích: HHV, LCG, CTD.

TT	Dự án HHV	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới hết 2025	Backlog 2026 - 2027
1	Đường ven biển Bình Định	2023 – 2025	58%	73
2	Đường kết nối cảng Liên Chiểu	2023 – 2025	86%	12
3	Đông Đăng – Trà Lĩnh	2024 – 2027	15%	1,475
4	Cao tốc Mai Sơn – QL45	2025	64%	51
5	Cao tốc TP. Hồ Chí Minh – Chơn Thành – Thủ Dầu 1	2025 – 2027	0%	236
6	Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc	2025 – 2027	0%	1,993
7	Vành đai 4 HCM	2026 - 2027	0%	243
8	Khu tái định cư Đê Gi	2026	0%	16
9	Hầm Núi Vung	2026 - 2027	0%	247
10	Gói thầu EPC 1: Xây dựng tòa nhà TMC và các cơ sở trạm thu phí	2026 - na	0%	78
11	Mở rộng cao tốc Cam Lộ - Lam Sơn	2026	0%	104
12	Kết nối đường vành đai phía Tây - Cao tốc La Sơn Túy Loan	2026 - 2028	0%	285
Tổng				4,813

TT	Dự án LCG	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới hết 2025	Backlog 2026 - 2027
1	Đường Vành đai 4 – Hưng Yên	2023 – 2025	80%	250
2	Cao tốc Tân Phúc – Võng Phan	2023 - 2025	82%	153
3	Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	2024 – 2026	63%	455
4	XL-21 – Biên Hòa – Vũng Tàu	2023 – 2026	51%	195
5	Gói thầu 09 - Đường Di sản Hưng Yên	2025 – 2027	8%	3,296
6	Gói XL1-NBLC mở rộng đoạn Yên Bái – Lào Cai	2025 – 2026	10%	1,736
7	Dự án thành phần 3 – Cao tốc Quy Nhơn – Pleiku, đoạn tuyến Km90+000 – Km125+000	2026 – n.a	0%	2,173
Tổng				8,258
TT	Dự án C4G	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới hết Q3.2025	Backlog 2026 - 2027
1	Gói thầu XL03: Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột	2023 – 2026	60%	226
2	Gói thầu XL11: Vành đai 4 Hà Nội	2023 – 2026	n.a	n.a
3	Gói thầu XL08: Vành đai 3 TPHCM	2023 – 2026	25%	502
4	Gói thầu XL10: Vành đai 3 TP.HCM	2023 – 2026	45%	148
5	Gói thầu XL04: Kết nối giao thông vùng núi phía Bắc	2022 – 2026	n.a	n.a
6	Sân bay Quảng Trị	2024 – 2026	20%	699
7	Hầm chui Vành đai 2.5 Giải Phóng	2022 – 2026	n.a	n.a
8	Tỉnh lộ 1B Khánh Hòa	2024 - 2026	n.a	n.a
9	Gói thầu 4.7: Sân bay Long Thành	2022 – 2026	87%	83
Tổng				5,160

TRIỂN VỌNG KINH DOANH:

1. HHV:

Động lực tăng trưởng chính của HHV trong năm 2026 tới từ 3 mảng: BOT Bắc Giang hết lỗ, Quy mô Xây lắp tăng và Duy tu có thêm gói thầu vận hành mới. Cụ thể:

- **Mảng BOT: (i) Tăng trưởng +39% YoY nhờ BOT cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn hết lỗ và (ii) hợp nhất doanh thu từ BOT Cam Lâm – Vĩnh Hảo.** BSC kỳ vọng lưu lượng xe qua Bắc Giang – Lạng Sơn sẽ tăng trưởng +13-15% YoY trong năm 2026 khi Hữu Nghị - Chi Lăng hoàn tất thông xe.
- **Mảng xây lắp: Tăng trưởng +30% YoY trong 2026 nhờ giá trị Backlog lớn (khoảng 5,000 tỷ VNĐ).** Trong Quý 4.2025, HHV đã ký mới thêm 6 dự án bao gồm: hầm Núi Vung, gói thầu kết nối đường vành đai phía Tây – Cao tốc La Sơn Túy Loan, ...
- **Mảng Duy tu: Tăng trưởng +73% YoY** do trúng thầu thêm 2 gói vận hành và bảo dưỡng đoạn Chí Thạnh – Vân Phong và Quảng Ngãi – Hoài Nhơn trong năm 2026 (tổng giá trị khoảng 175 tỷ VNĐ).

2. LCG

Động lực chính của LCG trong năm 2026 đến từ (1) Quy mô Xây lắp tăng trưởng tốt, (2) Lợi nhuận từ Bắc Giang Lạng Sơn hết lỗ.

- **Mảng xây lắp: Vẫn là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026 khi hoàn thành nốt các dự án còn tồn đọng trong năm 2025 như Hữu Nghị - Chi Lăng, Biên Hòa – Vũng Tàu, dự án Đường Di sản Hưng Yên, ...** Trong tháng 1.2026, LCG đã trúng thầu thêm dự án thi công cao tốc Quy Nhơn – Pleiku (khoảng 2,173 tỷ VNĐ), nâng tổng backlog lên khoảng 8,300 tỷ VNĐ.
- **Công ty liên kết: Kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng +13-15% YoY trong năm 2026** khi BOT Bắc Giang – Lạng Sơn đã hết lỗ trong năm 2025.

3. C4G:

Kết quả kinh doanh vẫn còn yếu do thiếu dự án Xây lắp mới:

- **Mảng xây lắp: Doanh thu thuần -32% YoY khi vẫn chủ yếu** chỉ hoàn thiện các dự án xây lắp cũ tồn đọng và chưa ký mới thêm bất cứ dự án nào.
- **Mảng BOT: Kỳ vọng phục hồi trên BOT tuyến tránh Vinh từ Quý 2.2026** do cao tốc Nghi Sơn – Diễn Châu bắt đầu thu phí từ 01/03/2026, đẩy sản lượng về ngược lại tuyến tránh Vinh. Ngoài ra, BOT Thái Nguyên – Chợ Mới đã được đề xuất mua lại với giá trị khoảng 2,500 tỷ VNĐ (thấp hơn so với giá đề xuất năm 2018 khoảng hơn 300 tỷ VNĐ). BSC ước tính khi hoàn tất mua lại, lợi nhuận bất thường là 173 tỷ VNĐ.

ĐỊNH GIÁ:

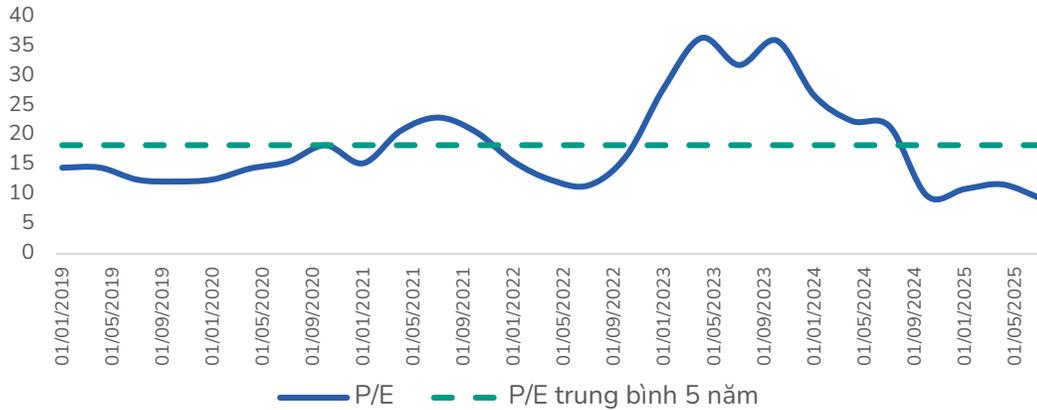
Ngành	Mã CK	%YoY NPAT 2026	P/E FWD 2026	P/B FWD 2026	P/E trung bình	P/B trung bình
Xây dựng	HHV	+35%	8.3x	0.3x	15.x	0.6x
	LCG	+20%	11.X	0.7x	22.x	1.4x
	C4G	-32%	26.8x	0.7x	21.x	0.8x

ĐỊNH GIÁ:

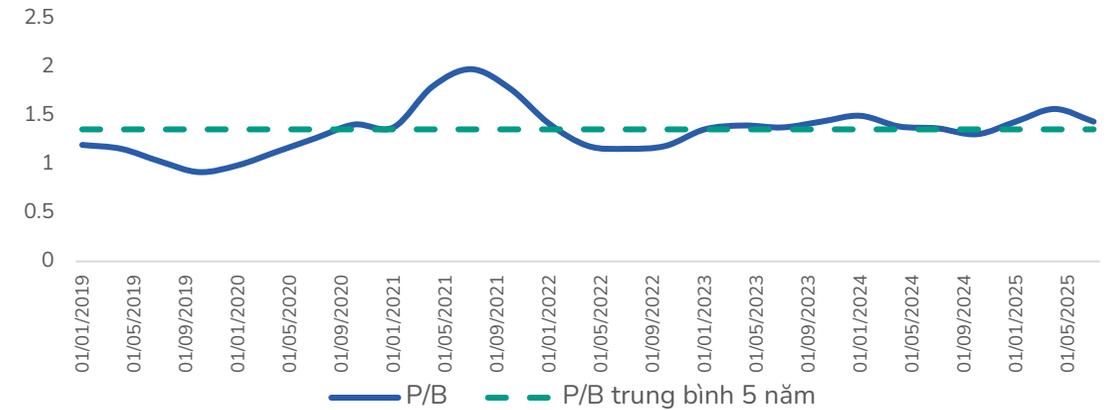
Xét toàn trên toàn ngành, định giá P/B đang ở mức thấp trong 1 chu kỳ do (1) Ngành xây dựng đang ở giai đoạn chuyển giao giữa chu kỳ xây lắp 2020 – 2025 sang chu kỳ 2026 – 2030, (2) Đa số các doanh nghiệp đang triển khai các gói thầu của giai đoạn trước.

Quan điểm của BSC: BSC lựa chọn các doanh nghiệp Xây lắp lớn (1) có khả năng tăng được Backlog nhờ liên kết để triển khai dự án xây lắp theo BT trong giai đoạn tới, (2) Định giá thấp trong chu kỳ ngành.

Bảng: Định giá P/E ngành xây dựng



Bảng: Định giá P/B ngành xây dựng



Nguồn: FiinProX, BSC tổng hợp

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM CỔ PHIẾU NGÀNH XÂY LẮP

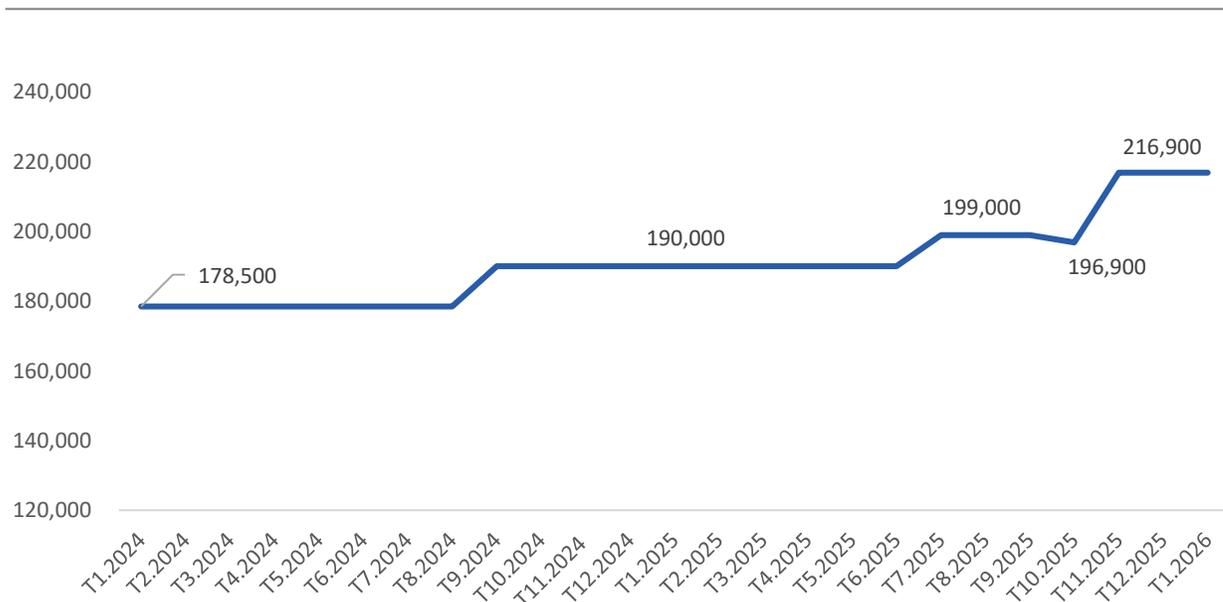
Mã CP	ĐÁNH GIÁ	LNST – CĐTS 2026 (Tỷ VND)	%YoY	PE FW 2026 (lần)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside (%)	Quan điểm
HHV	MUA	739	+26%	8.9x	16,100	+40%	<ul style="list-style-type: none"> Bổ sung thêm vào Backlog 6 dự án mới trong Quý 4.2025 (ước tính backlog giai đoạn 2026 – 2027 khoảng 5,000 tỷ VNĐ). Mảng BOT tăng trưởng mạnh khi BOT Bắc Giang – Lạng Sơn hết lỗ và hợp nhất BOT Cam Lâm – Vĩnh Hảo. Mảng Duy tu: Ký mới 2 gói vận hành và bảo dưỡng với tổng giá trị khoảng 175 tỷ VNĐ.
CTD	MUA	704	+54%	11.3x	106,500	+35%	<ul style="list-style-type: none"> Tổng giá trị Backlog lớn trong 2026 – 2027 nhờ sự phục hồi của BĐS và ngành xây lắp (khoảng 65,000 tỷ VNĐ), đảm bảo công việc cho 2-3 năm tới. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện do tỷ suất lợi nhuận tốt trong Quý 2 NĐT.C.

CẬP NHẬT NGÀNH ĐÁ

Giá đá tăng trở lại trong Quý 1.2026 do nhu cầu tiêu thụ đá tăng mạnh phục vụ cho các công trình trọng điểm. Mặc dù các cơ chế đặc thù về khai thác khoáng sản tiếp tục được áp dụng, BSC đánh giá tình trạng thiếu hụt nguồn cung đá vẫn diễn ra ít nhất tới hết quý 2.2026 do:

- Điểm rơi của các dự án trọng điểm như Vành đai 3 TP. HCM, Sân bay Long Thành, . . . là vào năm 2026.
- Tình trạng thiếu hụt cung đá phục vụ cho các công trình dân dụng ngày càng tăng do (1) Các mỏ lớn ưu tiên phục vụ giải ngân cho các dự án đầu tư công trọng điểm, (2) vướng mắc về thủ tục gia hạn giấy phép khai thác và (3) bồi thường giải phóng mặt bằng mỏ mới diễn biến chậm.

Hình: Diễn biến giá đá của mỏ Tân Cang



Đơn vị: VNĐ/m³, tham khảo mỏ Tân Cang, Nguồn: BSC Research

Hình: Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm và tình hình cung cấp đá

Dự án	TMĐT (tỷ VNĐ)	Thời gian hoàn thành	Số lượng đá còn thiếu (triệu m³)
1. Dự án cấp quốc gia			
Cao tốc HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành	17,400	2024 - 2027	n.a
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	44,691	2023 - 2027	n.a
Sân bay Long Thành	337,000	2021 - 2026	2
Vành Đai 3 – TP. HCM	75,400	2023 – 2026	0.486
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	21,551	2023 - 2025	0.18
2. Dự án cấp tỉnh (chưa triển khai)			
Đường tỉnh 769	6,200	2026 – 2030	
Đường tỉnh 773	4,300	2026 – 2030	
Đường tỉnh 770B	8,000	2026 – 2030	
Đường tỉnh 25C	647	2026 – 2030	
Đường tỉnh 25B	1,500	2026 – 2030	
Đường liên cảng Nhơn Trạch	1,200	2026 – 2030	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP - GIÁ BÁN TĂNG KHÔNG THỂ BÙ ĐÁP ĐƯỢC SẢN LƯỢNG GIẢM

Mặc dù giá đá tiếp tục tăng, tuy nhiên các doanh nghiệp trên sàn không được hưởng lợi trong năm 2026 do **(1) một số mỏ đã hết công suất và (2) một số mỏ gặp vấn đề về gia hạn giấy phép khai thác. Cụ thể:**

1. DHA:

- **Mỏ Thạnh Phú 2:** Sản lượng sụt giảm do đã khai thác tối đa độ sâu cho phép.
- **Mỏ Tân Cang 3:** Sản lượng sụt giảm do chưa giải phóng vật liệu san lấp trong năm 2025

2. VLB:

- **Mỏ Soklu 2 và Soklu 5:** Trữ lượng còn lại ít.
- **Mỏ Tân Cang 1:** Sản lượng sụt giảm do chưa giải phóng vật liệu san lấp trong năm 2025

3. CTI:

- Mỏ Xuân Hòa đang gia hạn giấy phép

Hình: Danh sách các mỏ đá của một số doanh nghiệp trên sàn

Mã	Vị trí	Tên mỏ đá	Công suất khai thác cấp phép (m ³ /năm)	Trữ lượng khai thác còn lại (m ³ /năm)	Thời hạn cấp phép khai thác	Sản lượng thực tế năm 2024	Công suất thực tế năm 2024	Nhận xét
CTI	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 10	900,000	27,100,000	12/2033	-	-	Mới đi vào khai thác năm 2025
	Xuân Lộc	Xuân Hòa	500,000	-	01/2030	250,000	50%	
KSB	Phú Giáo	Phước Vĩnh	1,200,000	6,000,000	08/2023			Đang gia hạn
	Bắc Tân Uyên	Tân Mỹ	1,500,000	22,000,000	08/2029			
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 7	280,000	5,300,000	01/2035			
	Nghệ An	Bãi Giang			08/2043			
	Thanh Hóa	Gò Trường			01/2045			
NNC	Phú Giáo	Tam Lập 3	1,000,000	7,500,000				
	Bình Dương	Mũi Tàu	1,000,000	22,509,000	2043	-	-	
DND	Biên Hòa	Tân Cang 5	1,000,000	7,000,000	01/2023	-	-	Vướng mắc đất đai nên hoạt động dưới CS
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 5	750,000	5,000,000	01/2026	-	-	Xen kẹt đất chưa đền bù
DHA	Vĩnh Cửu	Thạnh Phú 2	818,000	3,121,000	03/2027	568,000	69%	Đang xin khai thác xuống sâu
	Biên Hòa	Tân Cang 3	490,000	8,154,000	06/2037	855,000	175%	Đã được gia hạn từ T5/2024
	Hớn Quản	Núi Gió	300,000	5,340,000	10/2040	255,000	85%	
VLB	Vĩnh Cửu	Thạnh Phú 1	1,800,000	35,600,000	07/2042	2,033,253	113%	8.8 ha chưa đền bù
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 2	1,500,000	22,700,000	06/2038	2,073,994	138%	1.8 ha chưa đền bù
	Thống Nhất	Soklu 2	400,000	2,300,000	11/2031	351,489	87%	0.53 ha chưa đền bù
	Thống Nhất	Soklu 5	500,000	1,700,000	08/2029	356,467	71%	2.84 ha chưa đền bù
	Biên Hòa	Tân Cang 1	1,500,000	22,900,000	01/2039	2,588,810	172%	3.87 ha chưa đền bù

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

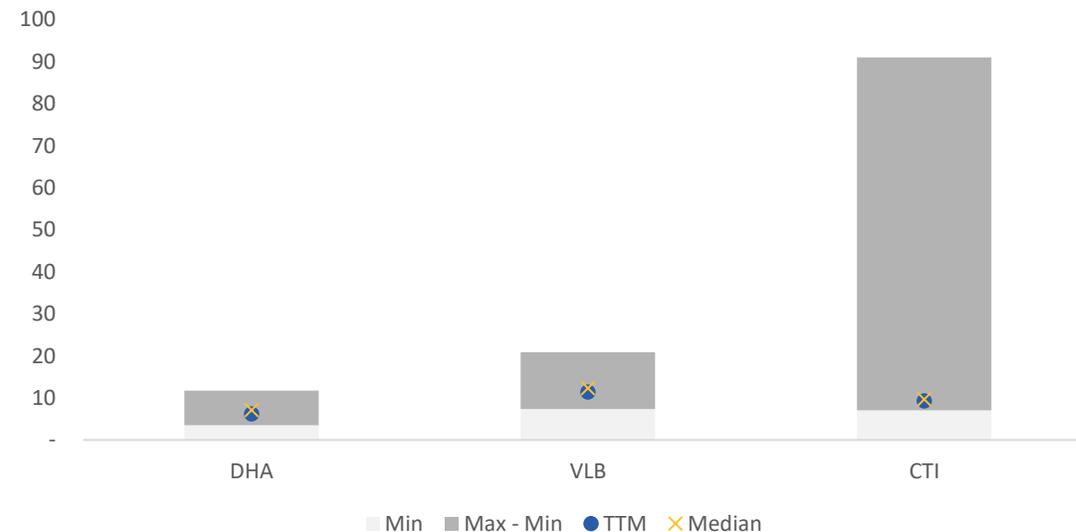
- BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với các doanh nghiệp ngành đá dựa trên quan điểm: (1) một số mỏ đá của DHA, VLB đã đầy công suất cấp phép, CTI hết hạn giấy phép khai thác, do đó khó có thể tiếp tục đẩy được sản lượng hơn trong năm 2026 và (2) định giá đang ở mức cao.
- Trong trường hợp các mỏ đã hoàn tất các thủ tục gia hạn cấp phép khai thác, hoàn tất giải phóng vật liệu san lấp, . . . chúng tôi có thể sẽ thay đổi lại quan điểm và cập nhật chi tiết trong những báo cáo sau.

Tham khảo Báo cáo doanh nghiệp đá tại đây: [DHA](#).

Hình: Tăng trưởng lợi nhuận 2026 vs định giá

Ngành	Mã CK	%YoY NPAT 2026	P/E FWD 2026	P/B FWD 2026	P/E trung bình 5Y	P/B trung bình 5Y
Đá	DHA	-22%	8.5x	1.1x	8.5x	1.65x
	VLB	+19%	7.7x	2.0x	14.4x	2.6x
	CTI	+9%	7.1x	0.65x	12.5x	0.95x

Hình: Biên độ định giá P/E của các cổ phiếu ngành đá



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

QUAN ĐIỂM:

Chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** trong năm 2026 dựa trên quan điểm rằng

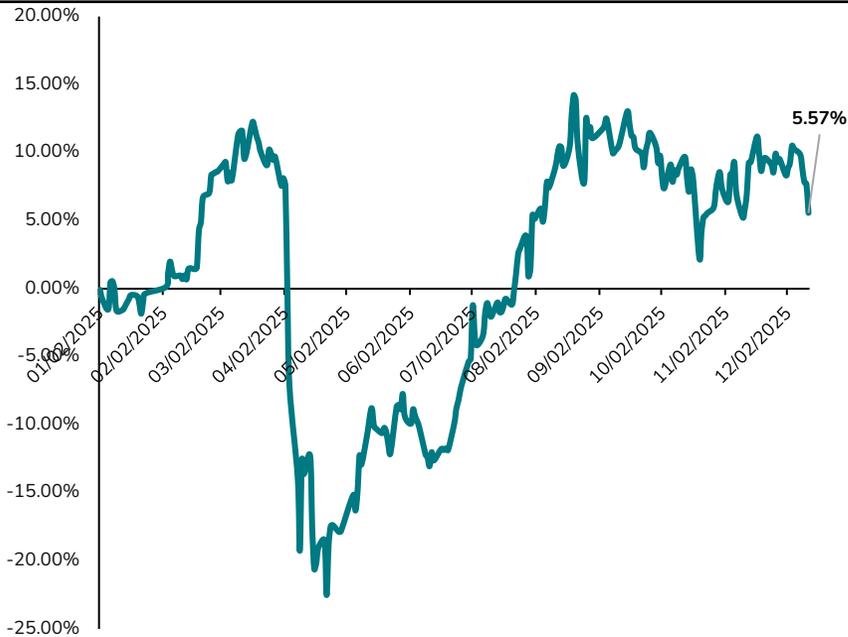
- (i) Việt Nam duy trì lợi thế về thuế quan đối với các quốc gia cạnh tranh trong khu vực, tuy nhiên, cần thêm thời gian để các doanh nghiệp nước ngoài mở rộng sản xuất tại Việt Nam
- (ii) Chính phủ Việt Nam đang đẩy mạnh đầu tư các dự án hạ tầng hỗ trợ việc kết nối giữa các vùng, kỳ vọng giảm thời gian di chuyển từ khu vực sản xuất đến các cửa khẩu

Mức định giá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn:

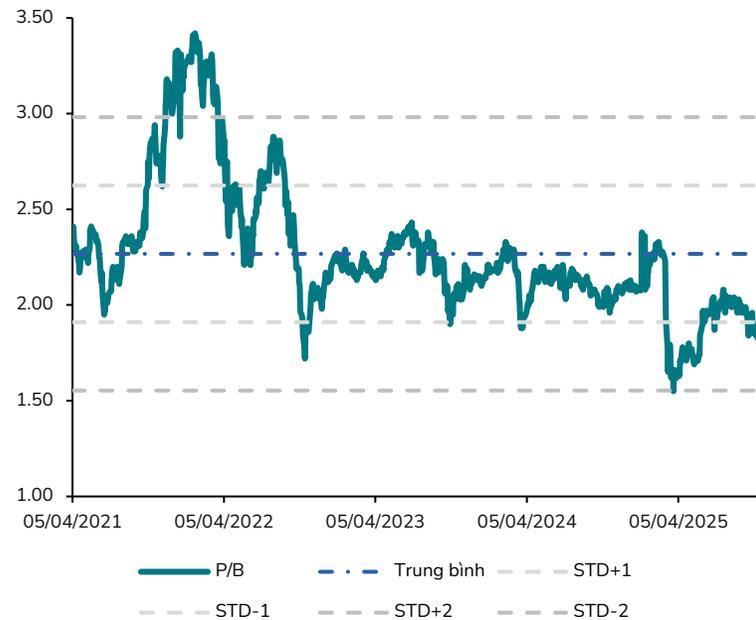
Trong năm 2025, cổ phiếu ngành khu công nghiệp đang có hiệu suất kém hơn so với thị trường chung: hiệu suất nhóm cổ phiếu khu công nghiệp tăng 5% trong khi VN-index tăng mạnh 30% YTD, phản ánh những thông tin tiêu cực liên quan đến bất ổn thuế quan.

Hiện tại, ngành đang giao dịch tại P/E trung vị 13.9 và P/B trung vị 1.8, tương đương với **mức chiết khấu 32% và 21%** so với mức định giá trung bình 5 năm.

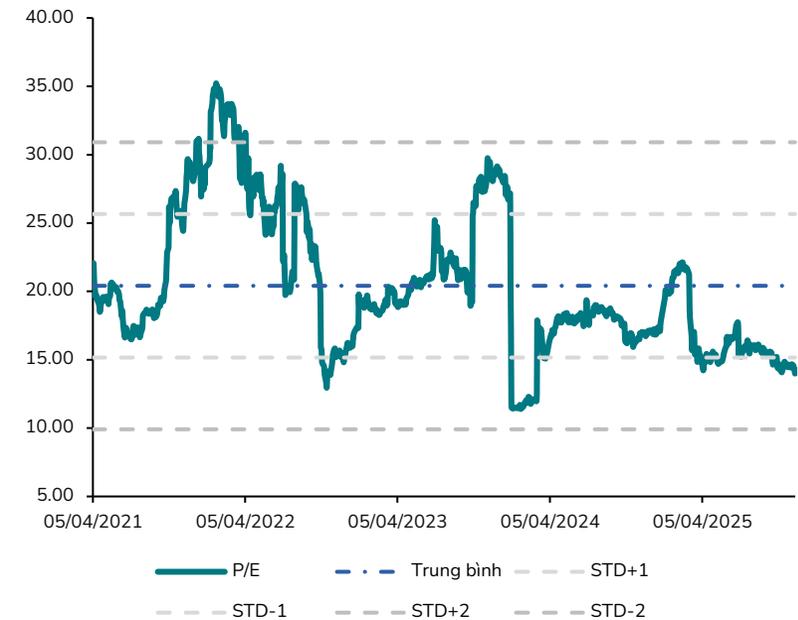
Hình: Hiệu suất đầu tư các cổ phiếu ngành KCN từ đầu năm 2025



Hình: Biên độ định giá P/B trong giai đoạn 2021-2025



Hình: Biên độ định giá P/E trong giai đoạn 2021-2025



Triển vọng thu hút đầu tư FDI: lợi thế về thuế quan của Việt Nam và đẩy mạnh đầu tư hạ tầng

- Lợi thế về thuế quan:** Tính đến tháng 8/2025, Mỹ đã công bố các mức thuế quan với đa số các quốc gia. Trong đó, thuế quan áp lên hàng hóa nguồn gốc Việt Nam đang thấp hơn so với đa số các quốc gia cạnh tranh xuất khẩu sang Hoa Kỳ (vd: Bangladesh, Campuchia, Ấn Độ, Indonesia, Malaysia, Hàn Quốc và Thái Lan). Việt Nam đang chịu mức thuế 20% đối với hàng hóa có nguồn gốc từ Việt Nam và mức thuế 40% đối với hàng “trung chuyển”. Tuy nhiên, hiện nay, định nghĩa về hàng “trung chuyển” chưa được công bố rõ ràng. Trong khi đó, các quốc gia cạnh tranh với Việt Nam trong xuất khẩu sang Hoa Kỳ đang chịu mức thuế dao động là 25% - 40%. **Lợi thế về thuế quan kỳ vọng sẽ giúp củng cố vị thế của Việt Nam trong việc thu hút các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư mới/ mở rộng vào Việt Nam, đặc biệt sau khi các hoạt động đầu tư đã bị chững lại trong quý 2/2025.**
- Chính phủ đẩy mạnh đầu tư các dự án hạ tầng kỳ vọng cắt giảm chi phí logistics:** Do đặc điểm địa lý trải dài từ Bắc – Nam nên việc vận chuyển hàng hóa giao thương giữa các khu vực kho bãi tại Việt Nam vẫn còn gặp nhiều khó khăn, trong đó lớn nhất là chi phí. Theo thống kê, chi phí logistics của Việt Nam ở mức 16-17% GDP, cao hơn mức trung bình của thế giới là 10.6%. Do đó, việc chính phủ đẩy mạnh đầu tư các dự án hạ tầng kỳ vọng sẽ giảm chi phí đầu vào của doanh nghiệp, từ đó, thu hút nguồn vốn FDI vào Việt Nam.

Bảng: Mức thuế quan Hoa Kỳ áp lên một số quốc gia

Quốc gia	Mức thuế đối ứng ban đầu (%)	Mức thuế đang áp dụng trước 1/8/2025 (%)	Mức thuế đe dọa có hiệu lực 1/8/2025 (%)
Việt Nam	46	10	20
Nhật Bản	24	10	25
Hàn Quốc	25	10	25
Ấn Độ*	26	25	25
Thái Lan	36	10	36
Malaysia	24	10	25
Indonesia	32	10	32
Campuchia	49	10	36
Bangladesh	37	10	35
Lào	48	10	40
Myanmar	44	10	40
Philippines	17	10	20

Bảng: Một số dự án hạ tầng trọng yếu của Việt Nam

	Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	Tiến độ
Đường bộ	Cao tốc Bắc Nam GĐ 2	~ 5	Thông xe đầu năm 2026
Sân bay	Sân bay Long Thành	~ 5	Hoạt động vào năm 2026
Cảng biển	Siêu cảng Cần Giờ	~ 6	Chọn nhà thầu, chuẩn bị hạ tầng
Đường sắt	Cao tốc Bắc Nam	67	2031 - 2035

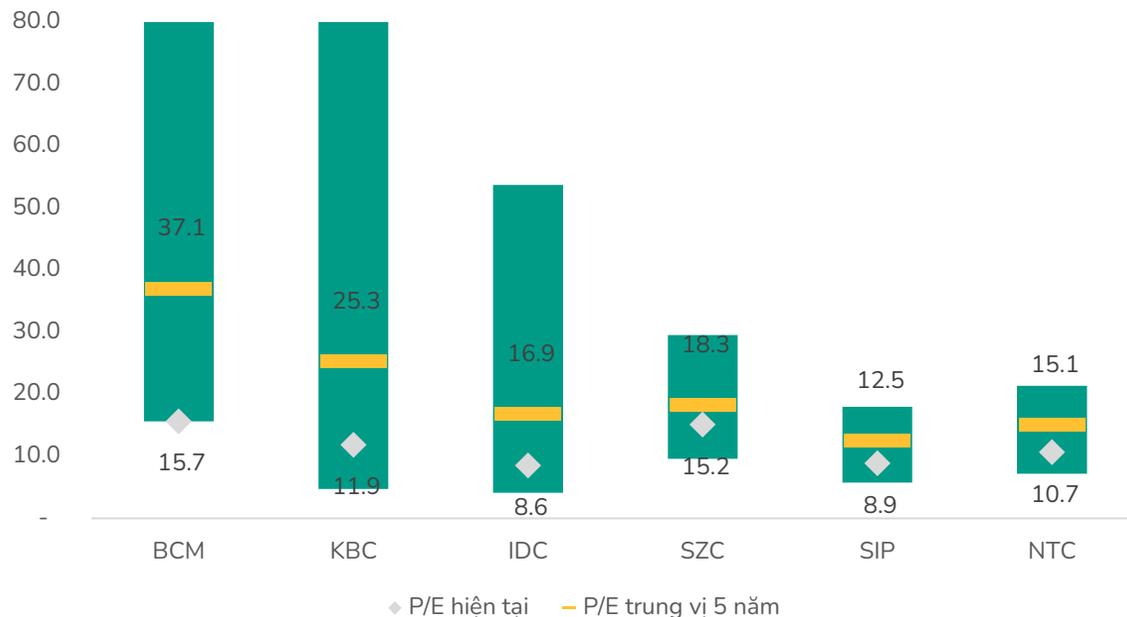
*Hoa Kỳ thông báo nâng thuế quan của Ấn Độ lên 50% vào đầu tháng 8/2025

Nguồn: BSC Research tổng hợp

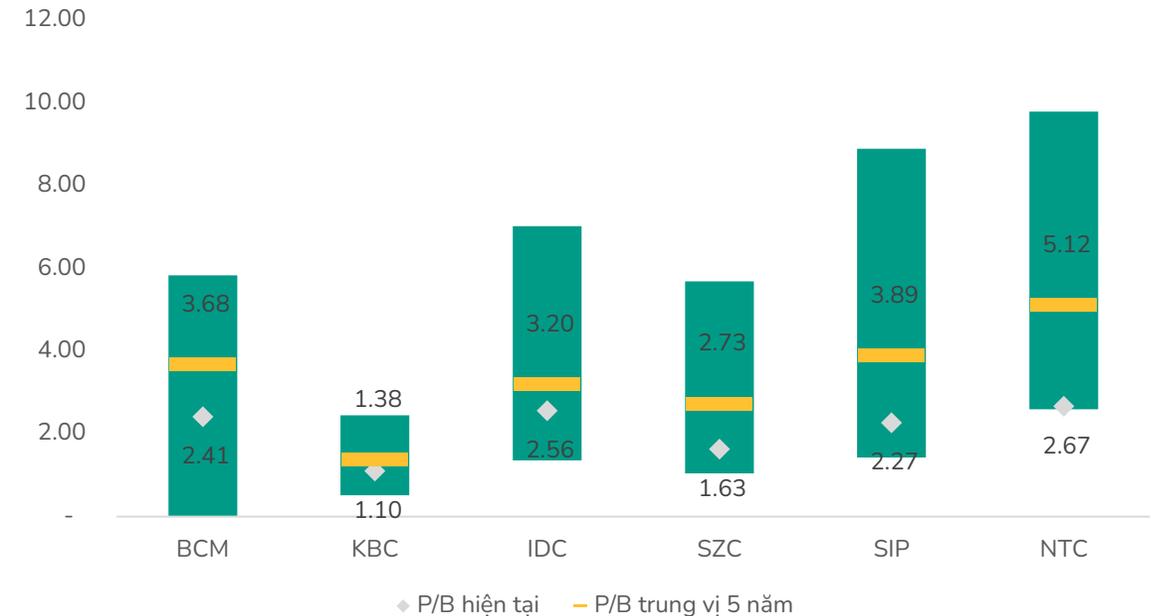
BSC ưa thích IDC, SZC, KBC do:

- các doanh nghiệp khu công nghiệp sở hữu (1) có quỹ đất KCN sạch, sẵn sàng cho khách hàng thuê và (2) sở hữu tệp khách hàng hiện hữu các doanh nghiệp FDI lớn, tiềm năng sẽ thu hút thêm các doanh nghiệp “đầu nguồn” chuỗi cung ứng trong kịch bản tích cực của thuế quan.
- Định giá đang ở mức rẻ so với quá khứ (trừ KBC): IDC đang giao dịch ở mức P/E và P/B chiết khấu 55% và 23% so với mức trung vị 5 năm, SZC đang giao dịch ở mức P/E và P/B chiết khấu 17% và 32% so với mức trung vị 5 năm, KBC đang giao dịch ở mức P/E chiết khấu 39% so với mức trung vị 5 năm

Hình: Biên độ định giá P/E trong giai đoạn 2021-nay



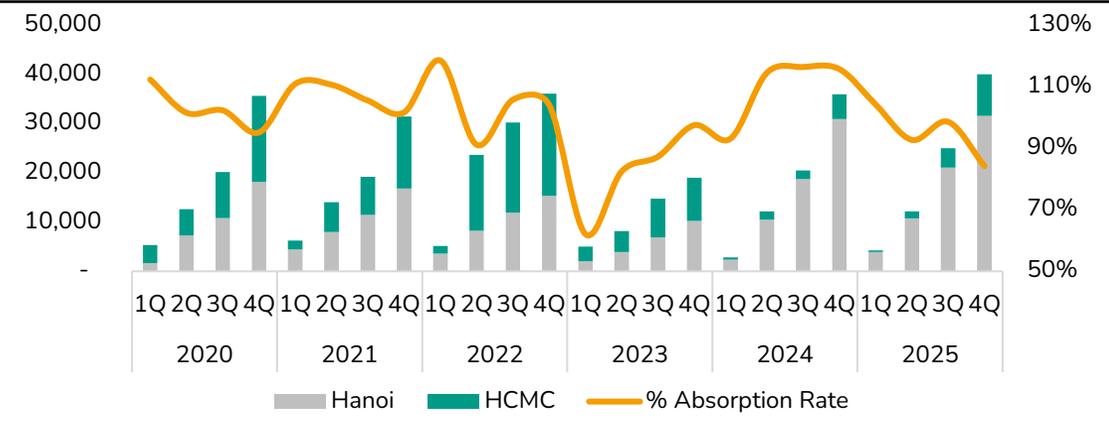
Hình: Biên độ định giá P/B trong giai đoạn 2021-nay



BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Bất động sản thương mại trong 2026. Các thách thức trong ngắn hạn về lãi suất và nguồn cung dồi dào ảnh hưởng đến giá bán, tốc độ hấp thụ đã mở ra cơ hội cho các nhà đầu tư dài hạn khi giá hiện tại của ngành đã về vùng chiết khấu hấp dẫn. Chúng tôi tin rằng thị trường bất động sản Việt Nam đang có những bước dịch chuyển cấu trúc lành mạnh, các định chủ đầu tư được kỳ vọng sẽ có sự cạnh tranh hơn về giá bán và chất lượng sản phẩm, mở ra một chu kỳ tăng trưởng mới bền vững hơn.

1. Điểm nhấn thị trường bất động sản 2025 - thị trường căn hộ duy trì sự phân hóa rõ nét

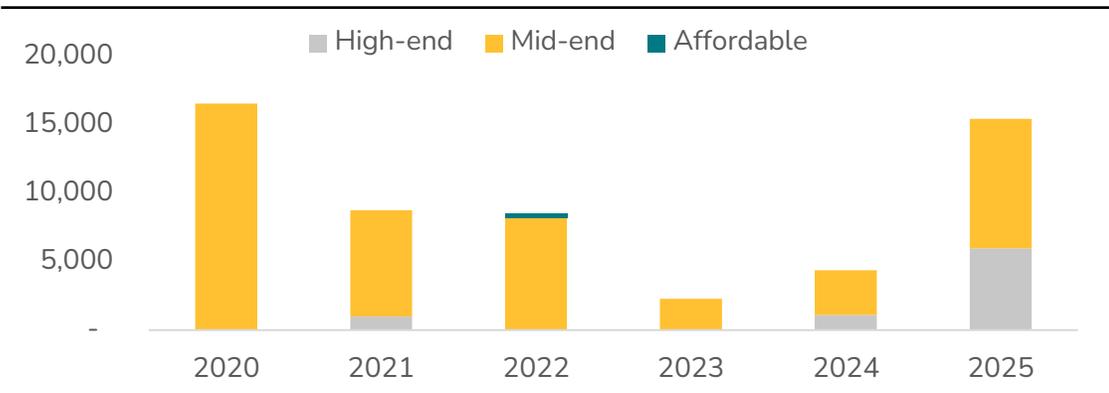
Hình 1: Nguồn cung căn hộ có sự phân hóa ở 2 thị trường chính



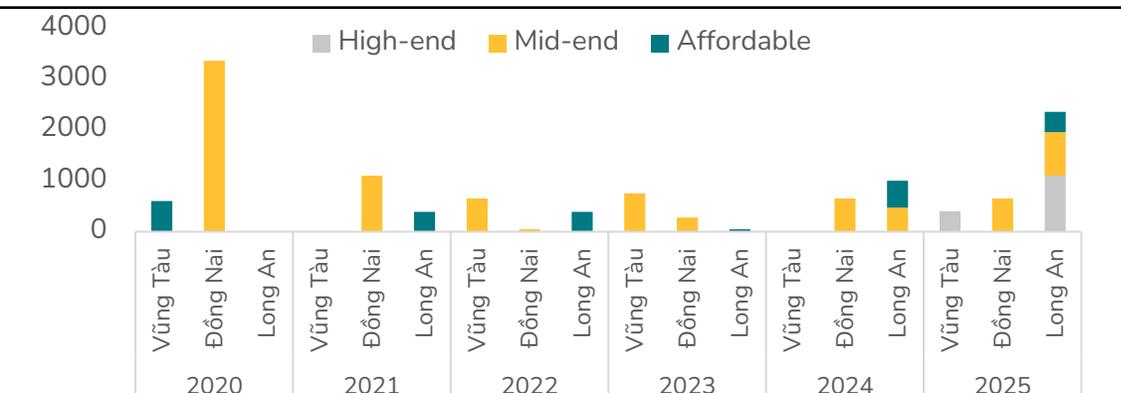
Hình 2: Nguồn cung căn hộ vừa túi tiền còn hạn chế tại TP HCM



Hình 3: Bình Dương đóng góp 65% nguồn cung cho thị trường phía Nam



Hình 4: Nguồn cung căn hộ các vùng vệ tinh bắt đầu cho thấy sự tăng tốc



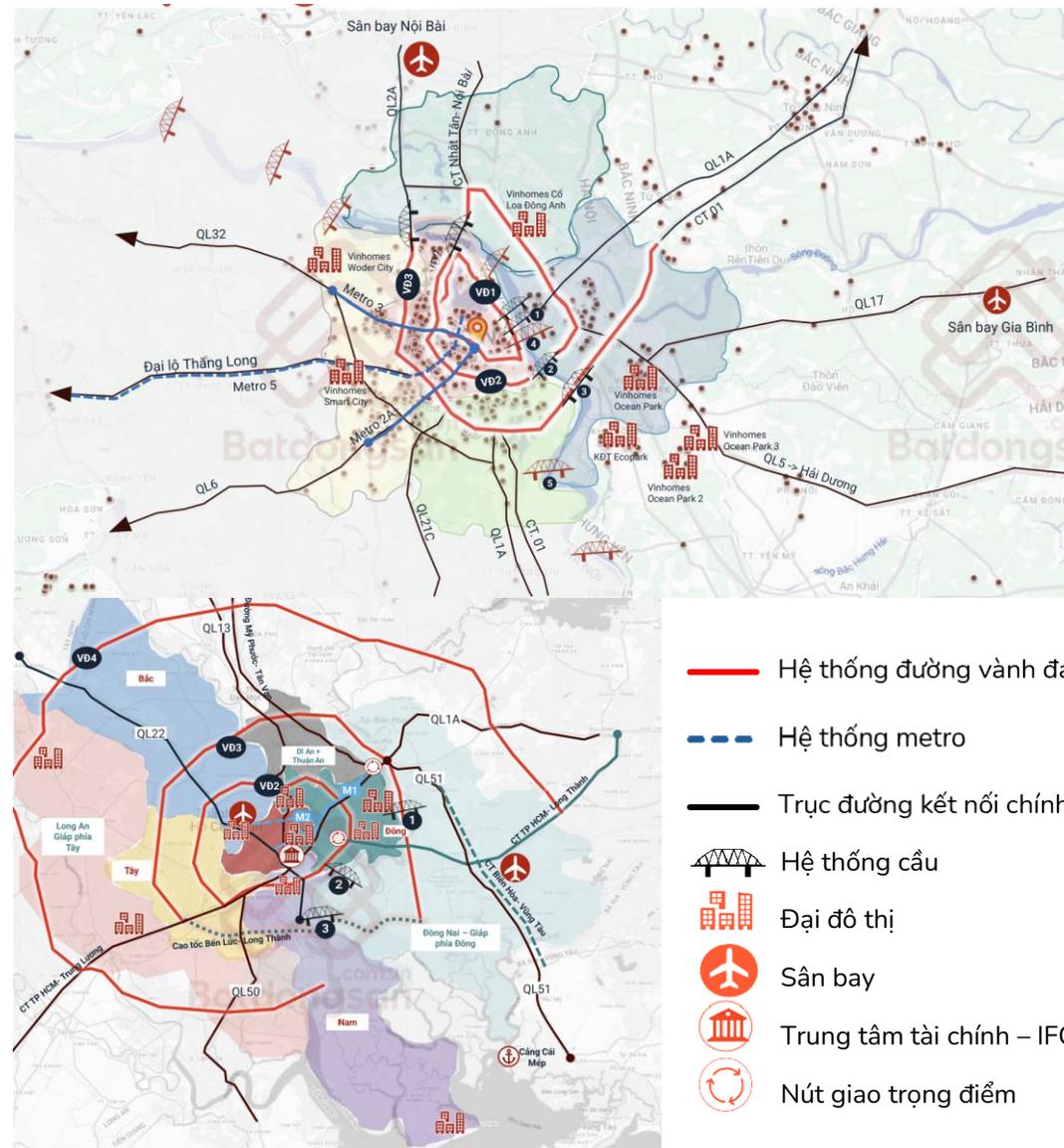
Nguồn: Bộ Xây dựng, CBRE, BSC Research

2. Đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng và phát triển đô thị theo định hướng giao thông công cộng (TOD).

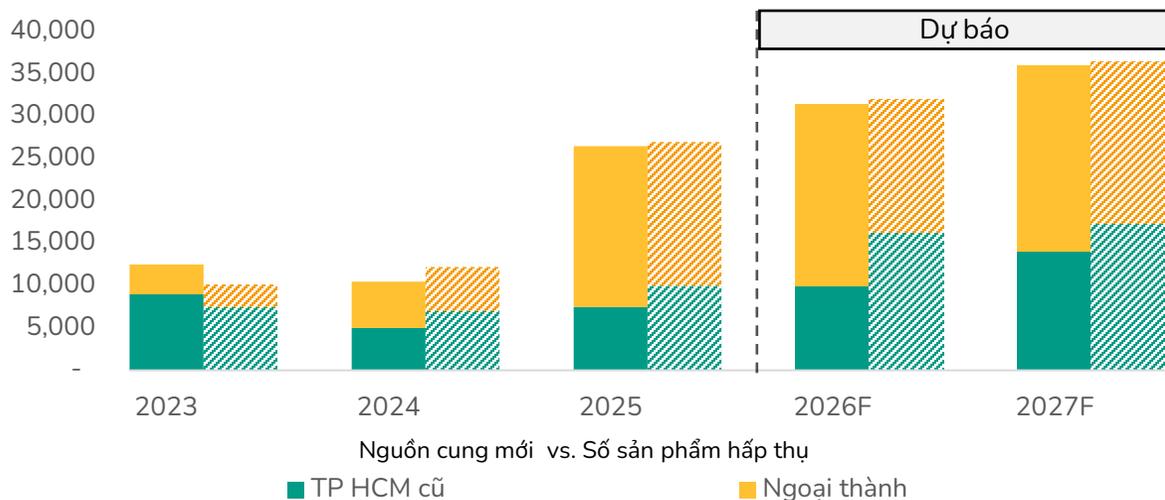
Mối tương quan giữa đầu tư cơ sở hạ tầng và nhu cầu bất động sản đã được thể hiện rõ trong các chu kỳ trước đây và chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong chu kỳ mới. Vào ngày 19/08/2025, Việt Nam đã đồng thời khởi công và khánh thành 250 dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm với tổng vốn đầu tư hơn 1,2 triệu tỷ VND. Trong đó bao gồm 59 dự án cơ sở hạ tầng giao thông, 44 công trình dân dụng đô thị, 36 dự án cơ sở hạ tầng kỹ thuật và 22 dự án nhà ở xã hội. Dự kiến ngày 19/12/2025, tiếp tục 232 dự án mới sẽ đồng loạt khởi công, khánh thành trên cả nước với quy mô xấp xỉ 1.1 triệu tỷ VND.

Đô thị vệ tinh giúp cân bằng nguồn cung giữa TP HCM mới – Hà Nội và lấp đầy khoảng trống phân khúc trung cấp. BSC tin rằng nhu cầu nhà ở và đầu tư sắp tới sẽ dịch chuyển dần sang các khu vực ngoại thành (Bình Dương, Bắc Ninh...), nơi có lợi suất cho thuê còn hấp dẫn 4-5% so với các khu vực nội thành chỉ ở mức 2.4% do chi phí đầu tư ban đầu tăng nhanh.

Hình 5: TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội nâng cấp hạ tầng liên kết vùng, thúc đẩy kết nối hình thành các đô thị vệ tinh và kéo giãn nhu cầu nhà ở



Dự báo nguồn cung – tỷ lệ hấp thụ tại thị trường phía Nam 2026-2027



Nguồn: Batdongsan.com.vn, CBRE

3. Doanh số mở bán mới phục hồi mạnh 2025-2026 dẫn dắt dòng tiền và tăng trưởng lợi nhuận trong 2027-2028.

So với báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh giảm -16% dự báo doanh số mở bán mới còn 264.2 nghìn tỷ VND (+11% YoY) năm 2026 chủ yếu do thận trọng hơn khi thị trường bất động sản bắt đầu bước vào giai đoạn cạnh tranh về giá để đẩy tốc độ hấp thụ dưới tác động của (1) môi trường lãi suất tăng và (2) nguồn cung dồi dào trong 3 năm tới. Tuy nhiên, nhờ có lượng backlog lớn và tình hình tài chính đã cải thiện sau giai đoạn tái cấu trúc, các doanh nghiệp BĐS đang có sự chủ động hơn trong kế hoạch triển khai dự án và duy trì xu hướng “thanh lọc thị trường” qua các thương vụ M&A.

Nhìn chung, động lực vững chắc từ doanh số mở bán 2025-2026 vẫn sẽ dẫn dắt lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng ấn tượng. Chúng tôi dự báo LNST-CDTS năm 2026/2027 của toàn ngành đạt lần lượt 46,339 tỷ VND (+2.3% YoY)/ 55,951 tỷ VND (+20.7% YoY), hoặc 2,817 tỷ VND (+12.8% YoY)/ 6,590 tỷ VND (+133.9% YoY) nếu loại trừ đóng góp của VHM.

Hình 6: Doanh thu mở bán mới phục hồi mạnh từ 2025-2026

Hình 7: ... là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 2026-2027

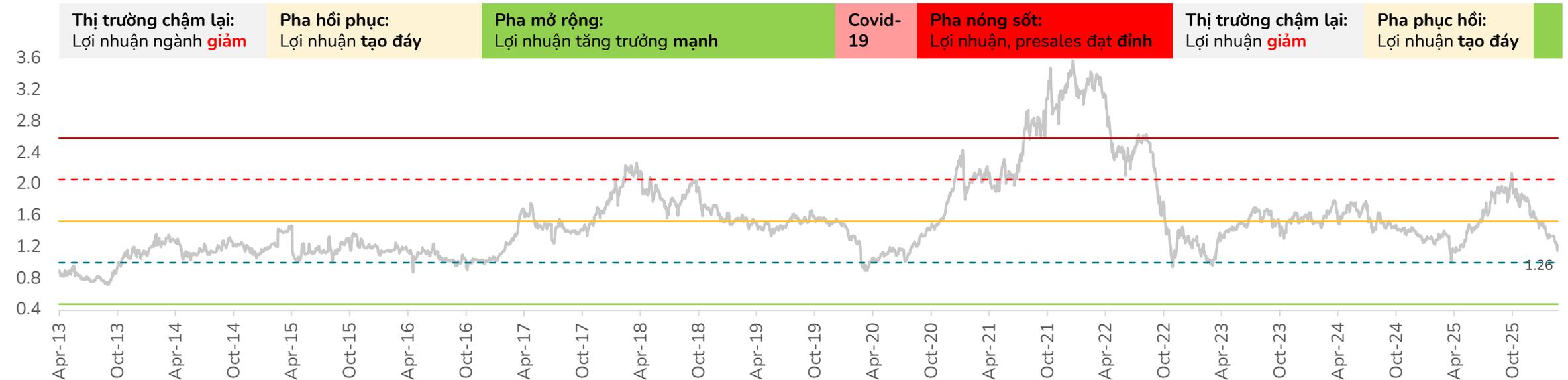
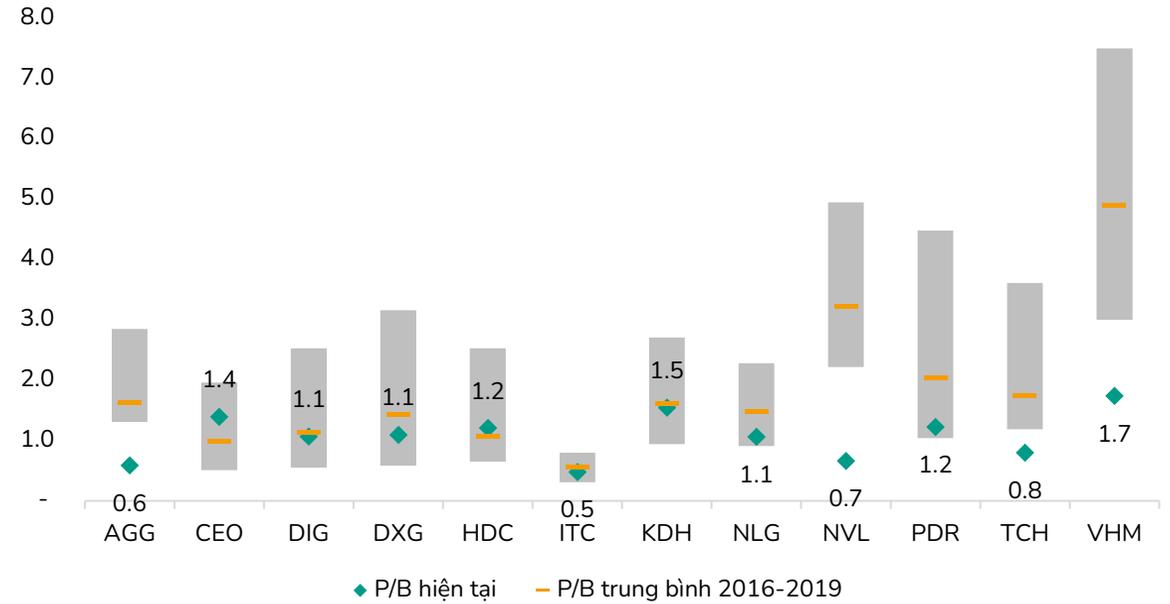
Presales (tỷ VND)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
VHM	64,400	78,900	128,200	87,000	103,900	205,300	220,315	299,494
NLG	3,812	5,925	10,152	3,920	5,204	11,855	15,158	17,628
KDH	2,600	3,145	2,699	5,313	2,221	4,521	6,429	9,308
DXG	6,600	5,587	3,038	-	-	10,971	13,717	24,786
NVL	31,466	36,805	44,924	-	-	-	-	7,500
PDR	3,828	3,620	-	-	1,800	4,871	5,426	8,066
DPG	805	943	602	-	-	724	3,095	3,336

%YoY LNST-CDTS	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
VHM	26%	42%	-26%	16%	8%	14%	6%	13%
NLG	-13%	28%	-48%	-13%	6%	37%	5%	49%
KDH	26%	4%	-8%	-35%	48%	-1%	9%	47%
DXG	-141%	-333%	-81%	-20%	54%	-14%	-2%	1096%
NVL	14%	-18%	-33%	-72%	n/a	n/a	n/a	n/a
PDR	40%	53%	-39%	-40%	-77%	232%	37%	60%
DPG	1%	75%	12%	-47%	10%	46%	18%	54%

4. Tiềm năng tăng giá lớn đến từ định giá hấp dẫn và sự chuyển dịch cấu trúc lành mạnh của thị trường bất động sản.

Các cổ phiếu ngành bất động sản đã trải qua đợt điều chỉnh mạnh trong 4Q25-1Q26 và hiện đang giao dịch tại P/B trung vị = 1.2x – thấp hơn mức P/B trung bình 1.5x trong cả chu kỳ trước (2013-2022), và cũng là **mức định giá cận dưới trong giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận mạnh của chu kỳ trước 2017-2019**. Do đó, chúng tôi tin rằng cấu trúc dịch chuyển lành mạnh của thị trường trong chu kỳ mới được khẳng định bởi triển vọng lợi nhuận rõ ràng và định giá hấp dẫn hiện tại là những yếu tố dẫn dắt giúp ngành được tái định giá tích cực trong thời gian tới.

Chúng tôi có quan điểm tích cực hơn đối với các doanh nghiệp có quỹ đất ở thị trường phía Nam do vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng, hạ tầng mới chỉ bắt đầu được hình thành và “lò xo” cung cầu bị nén lại trong nhiều năm. Cổ phiếu khuyến nghị: VHM, NLG, KDH.





BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH XUẤT KHẨU - LOGISTICS - BÁN LẺ

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. **Tóm tắt sự kiện có thể ảnh hưởng đến triển vọng kinh doanh 2026:** (i) Đáp trả từ chính quyền tổng thống Trump sau khi Tòa án tối cao Mỹ bác bỏ các chính sách thuế quan theo IEEPA và (ii) căng thẳng giữa Mỹ và Iran.

Công cụ thuế quan của chính quyền Trump

Mục tiêu: Thay thế cơ chế Thuế đối ứng đã bị bãi bỏ, tăng cường bảo hộ sản xuất trong nước

- Mục 122: Áp thuế bổ sung 10% đối với hầu hết hàng hóa nhập khẩu từ 24/02/2026; có thể nâng lên tối đa 15% trong 150 ngày nếu Quốc hội phê chuẩn.
- Mục 301 và các công cụ khác (201, 232, 338): Mở rộng điều tra và cho phép áp thuế linh hoạt, diện rộng đối với nhiều đối tác, bao gồm Trung Quốc, Mexico, EU và các quốc gia châu Á, trong đó có một số sản phẩm nhập khẩu tại Việt Nam.

⇒ **Quan điểm:** Chúng tôi nhận định rằng chính sách thuế quan của Mỹ vẫn tiềm ẩn nhiều biến số đối với thương mại toàn cầu. Tuy nhiên, trong phạm vi Mục 301 và xét đến đặc thù các doanh nghiệp xuất khẩu niêm yết mà chúng tôi theo dõi (thủy sản, dệt may, gỗ... – thuộc nhóm hàng tiêu dùng, thâm dụng lao động và không phải ngành trọng tâm khuyến khích của Mỹ), **tính hình đơn hàng của các doanh nghiệp trong ngành tiếp tục được đảm bảo và triển vọng kinh doanh tiếp tục được duy trì tương tự như báo cáo gần nhất**

Mặt khác, chúng tôi cho rằng cần theo dõi sát các diễn biến mới liên quan đến làn sóng đáp trả thương mại toàn cầu, nhu cầu tiêu dùng, mức độ cạnh tranh, cũng như thông tin về 'Transshipment', và sẽ cập nhật khi có thêm dữ liệu

Căng thẳng giữa Mỹ và Iran chưa có dấu hiệu hạ nhiệt

- Giá dầu Brent (tham khảo [ngành dầu khí](#)) và giá cước vận tải neo cao (tham khảo vận tải biển) dẫn đến áp lực chi phí đẩy lên toàn nền kinh tế
- Fed và ECB phải cẩn trọng trong các chính sách lãi suất. Theo TCB, Fed vẫn sẽ bỏ câu nhưng ở một mức độ ít hơn còn ECB nhiều khả năng sẽ giữ mức lãi suất hiện tại xuyên suốt 2026.

⇒ **Quan điểm:** Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh sự kiện này trong **ngắn hạn sẽ có dự phân hóa**, nhưng trong **dài hạn sẽ gây nên tác động gián tiếp đến kỳ vọng tăng trưởng của các nhóm ngành thông qua nhu cầu tiêu dùng chung, áp lực chi phí đẩy (chi phí giá nguyên liệu; chi phí vận chuyển và gánh nặng lãi vay)**. Cụ thể tác động dựa trên kịch bản chiến tranh kết thúc trong vòng 3 tháng tới sẽ được chúng tôi được phân tích rõ hơn trong phần tiếp theo

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

2. Kết quả kinh doanh

Sơ bộ diễn biến KQKD 2 tháng đầu năm 2026 của một số nhóm ngành (Thủy sản, tiêu dùng bán lẻ) đã công bố tương tự kỳ vọng tại báo cáo gần nhất của BSC (Link)

Tuy nhiên, diễn biến phức tạp từ chiến tranh Mỹ và Iran (giả định có thể kéo dài đến Q2 và điều chỉnh về mức cân bằng trong 2H/2026) có thể dẫn tới những phân hóa theo hướng

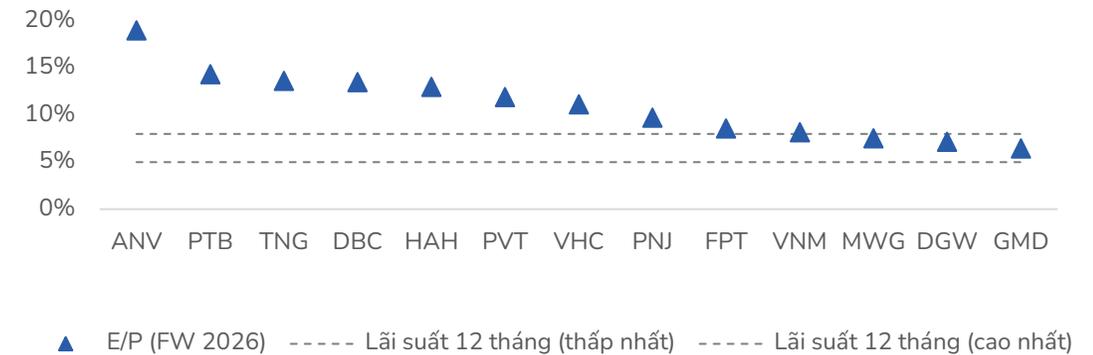
- **[Tích cực]** Ngành **Vận tải biển** nhờ hợp đồng tái ký được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá cước, góp phần cải thiện biên lợi nhuận
- **[Trung Lập]** Ngành **xuất nhập khẩu, cảng và tiêu dùng bán lẻ** thì giá dầu dẫn tới áp lực nên CPI toàn cầu, lãi suất huy động 12 tháng cũng ghi nhận xu hướng tăng trong tháng 3/2026 ([báo cáo ngân hàng](#)), dẫn tới những lo ngại về : (1) nhu cầu tiêu dùng suy giảm và (2) áp lực lên chi phí đầu vào (chi phí nguyên liệu và chi phí vận chuyển)
- **[Tiêu cực]** Ngành **Hàng không** chịu tác động giá nguyên liệu Jet A1 tăng mạnh và áp lực nhu cầu du lịch suy giảm nếu chiến sự kéo dài.

Do đó, chúng tôi đã tiến hành điều chỉnh dự phóng năm 2026 so với cập nhật gần nhất tại (Link): (i) đối với các nhóm ngành xuất nhập khẩu – logistics và bán lẻ chúng tôi kỳ vọng LNST của +7% so với kỳ vọng trước đó nhờ đóng góp của các DN đầu ngành đã chứng minh năng lực cạnh tranh tích cực trong năm 2025 và 2M/2026 vượt trội (ii) riêng với nhóm ngành hàng không chúng tôi điều chỉnh mạnh kỳ vọng do áp lực giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh so với cùng kỳ.

3. Chiến lược đầu tư: Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động 12 tháng (tháng 3/2026) đã tăng lên mức 5,2%–7,2%/năm và chỉ số VNIndex ghi nhận mức điều chỉnh -7,7% YTD; riêng nhóm ngành xuất khẩu – tiêu dùng bán lẻ giảm từ -4% đến -22% YTD, thì chúng tôi cho rằng chiến lược chọn lọc cổ phiếu là phù hợp cho giai đoạn hiện tại

- (1) Bộ lọc tập trung vào cổ phiếu có mức độ hấp dẫn về định giá hơn so với lãi suất huy động (hình 1)
- (2) Bộ lọc lựa chọn cơ hội đầu tư vào các ngành/ cổ phiếu đầu ngành tăng trưởng duy trì được tốc độ tăng trưởng vượt trội so với ngành chung với định giá được chiết khấu như ngành bán lẻ hiện đại.

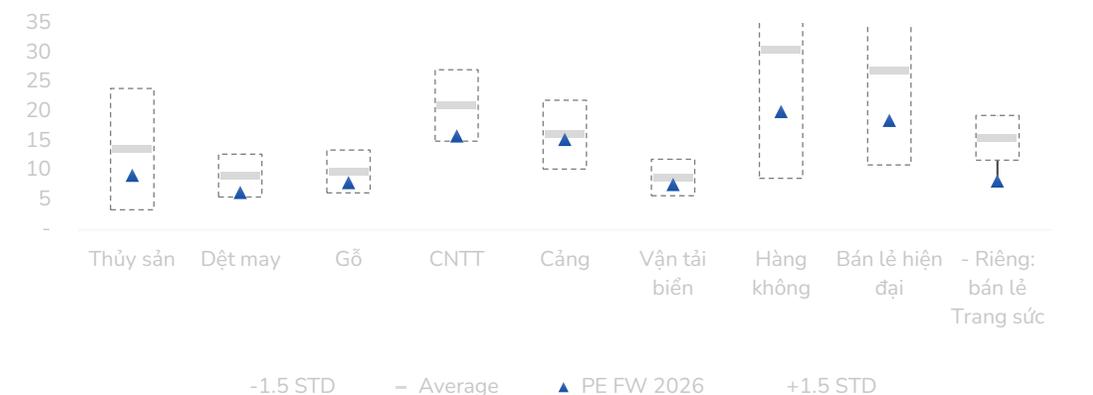
Hình 1: Chiến lược đầu tư ngắn hạn – tìm kiếm cổ phiếu có định giá hấp dẫn hơn lãi suất huy động 12 tháng



Giá được cập nhật ngày 20/2/2026

Nguồn: BSC Research

Hình 2: Định giá của nhóm ngành XNK vs bán lẻ chiết khấu về cùng hấp dẫn



Nguồn: BSC Research

Tổng quan Q1.2026: BSC cho rằng KQKD Q1.2026 của nhóm XNK sẽ ghi nhận sự phân hóa, cụ thể, nhóm Dệt May kỳ vọng sẽ ghi nhận tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ nhờ lượng đơn hàng sớm được lấp đầy (TNG,MSH), ở chiều ngược lại, nhóm cá tra tiếp tục cho thấy sự chậm lại của sản lượng xuất khẩu (giảm bình quân 11 – 12% yoy) trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Mỹ còn yếu.

Triển vọng 2026

Cập nhật triển vọng 2026:

- So với báo cáo trước đó, BSC duy trì quan điểm KQKD của nhóm XNK sẽ tăng trưởng có phần chậm lại trong 2026 do (1) nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường xuất khẩu chính chưa có sự hồi phục rõ rệt (2) chia sẻ thuế phí với đối tác do ảnh hưởng từ thuế đối ứng tại Mỹ (3) mức nền cao trong 1H.2025 do hiệu ứng Front-Loading.
- Ngoài ra, trong trường hợp, chiến sự tại Iran kéo dài và giá năng lượng (xăng dầu, khí đốt) neo cao cũng sẽ gián tiếp làm ảnh hưởng lên nhu cầu tại thị trường Mỹ.

Quan điểm đầu tư

Quan điểm định giá và khuyến nghị

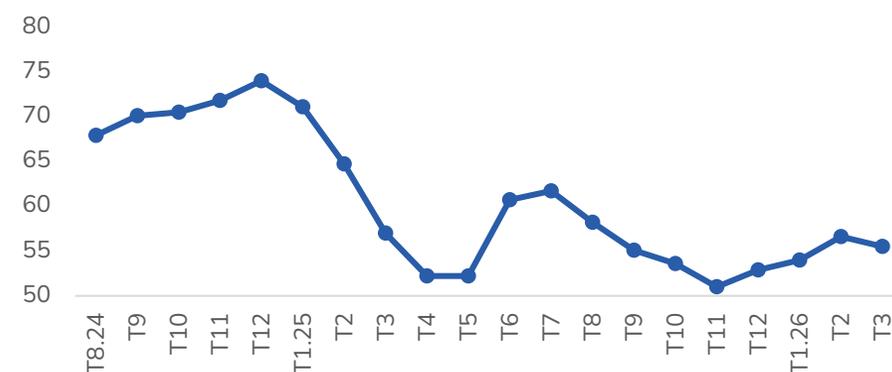
- Tính đến thời điểm hiện tại (19/03/2026), đa phần phần đều có vận động tích cực hơn so với thị trường chung (chi tiết bảng bên), do định giá đã được chiết khấu từ trước đó như nhóm dệt may, cá tra với mức P/E bình quân khoảng 7-8 lần chiết khấu so với bình quân năm nay lần lượt là 8.5/10 lần. Ngoài trừ, TNG ghi nhận mức tăng +40% YTD đến từ lượng đơn hàng mạnh và vượt trội hơn so với các doanh nghiệp khác (lấp đầy 6 tháng so với bình quân 3-4 tháng) đã được BSC khuyến nghị (chi tiết NĐT xem tại [đây](#))
- BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm XNK do (1) tốc độ hồi phục của nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu còn tương đối chậm (2) mức nền cao của cùng kỳ trong giai đoạn Q2 – Q3.2025 do hiệu ứng front-loading (3) rủi ro chiến sự tại Trung Đông kéo dài ảnh hưởng gián tiếp lên cầu tiêu dùng (4) tuy nhiên, định giá hiện tại cơ bản đã được chiết khấu nên chúng tôi sẽ xem xét nếu triển vọng cập nhật tại ĐHCĐ và diễn biến xuất khẩu trong 2-3 tháng tới tốt hơn kỳ vọng.

Hình: Diễn biến nhóm XNK so với VNINDEX

	TNG	PTB	VHC	ANV	MSH
Diễn biến giá cổ phiếu XNK	40%	5.73%	5.77%	-8.09%	13.77%
VNINDEX	-5.01%				

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Định giá các cổ phiếu XNK đã được chiết khấu tương đối so với trung bình ngành.



Nguồn: Trading Economics

Tổng quan Q1.2026: BSC cho rằng KQKD Q1.2026 của nhóm hàng không sẽ ghi nhận giảm so với cùng kỳ do giá dầu có xu hướng tăng mạnh (+82% YTD, +56% yoy), trong bối cảnh căng thẳng leo thang tại khu vực Trung Đông

Triển vọng 2026

Cập nhật triển vọng 2026:

So với báo cáo trước đó, BSC cho rằng ngoài đối mặt với áp lực cạnh tranh và mức nền cao của năm 2025, nhóm hàng không sẽ phải chịu tác động rất mạnh giá dầu tăng cao khi căng thẳng tại Trung Đông và eo biển Homuz chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, cụ thể:

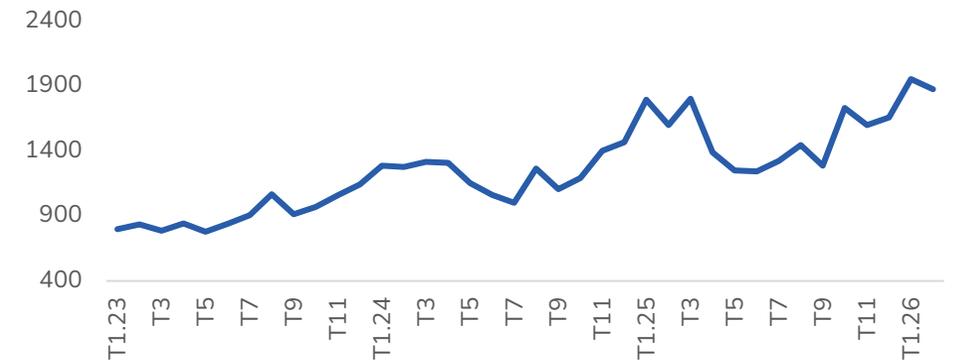
- Giá dầu T3.2026 = 110 USD/thùng (+56% yoy), nếu giá dầu tiếp tục neo ở vùng giá hiện tại trong phần còn lại của năm 2026 thì biên lợi nhuận gộp của các hãng hàng không có thể sẽ bị thu hẹp 7 điểm % và KQKD sẽ ghi nhận giảm mạnh so với cùng kỳ.
- Tuy nhiên, việc sản lượng hành khách vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ (chi tiết hình bên) và nếu đề xuất cho phép phụ thu chi phí nhiên liệu và tăng trần giá vé máy bay nội địa được thông qua là điểm hỗ trợ cho các hãng hàng không trong 2026.
- Đối với nhóm hạ tầng hàng không, BSC lặp lại quan điểm các dự án lớn mới đi vào hoạt động sẽ chưa lấp đầy được công suất trong báo cáo trước đó ([chi tiết NĐT xem tại đây](#)).

Quan điểm đầu tư

Quan điểm định giá và khuyến nghị:

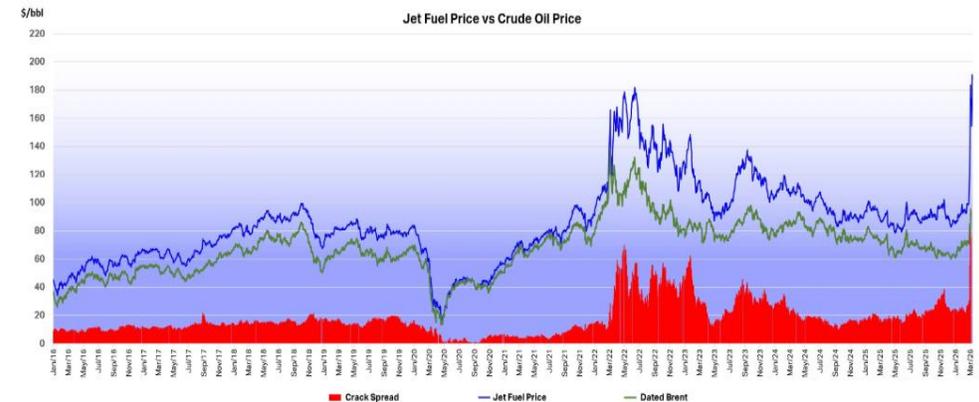
- Chúng tôi hạ khuyến nghị **TRUNG LẬP** xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm hàng không ở thời điểm hiện tại do KQKD bị ảnh hưởng nặng bởi giá dầu tăng nhanh và mạnh trong Q1.2026, hạ tầng hàng không chưa lấp đầy được công suất sau khi đi vào hoạt động

Hình: Sản lượng khách du lịch di chuyển qua đường hàng không (nghìn lượt)



Nguồn: Cục Du Lịch

Hình: Giá dầu tăng mạnh so với cùng kỳ do xung đột tại khu vực Trung Đông



Nguồn: BSC Research

Tổng quan Q1.2026: KQKD Q1.2026 kỳ vọng tăng trưởng so với cùng kỳ ở nhóm hàng tiêu dùng như VNM dựa trên mức nền thấp của cùng kỳ, ngược lại, đi ngang ở DBC khi giá heo có xu hướng giảm trở lại sau giai đoạn tết nguyên đán.

Triển vọng 2026

Cập nhật triển vọng 2026:

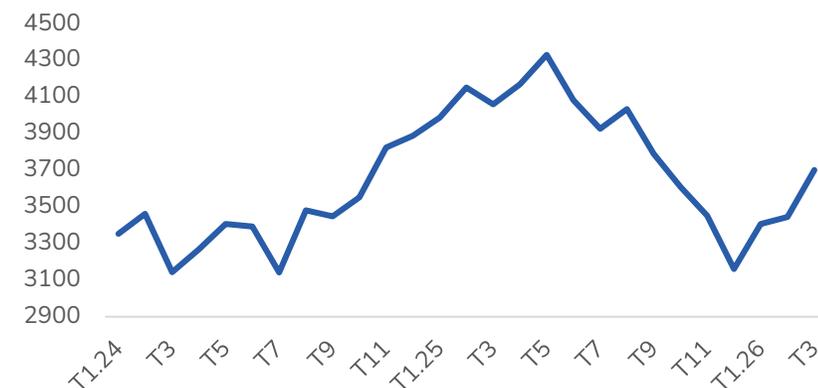
So với báo cáo trước đó, BSC duy trì kỳ vọng KQKD tăng trưởng so với cùng kỳ ở nhóm tiêu dùng, dựa trên những luận điểm sau:

- Giá nguyên vật liệu giảm hoặc đang neo ở mức thấp so với cùng kỳ, cụ thể (1) giá sữa bột tại thời điểm chốt cho Q2 và Q3.2026 ước tính ghi nhận giảm -12.5% so với cùng kỳ (2) tương tự với các doanh nghiệp sử dụng TACN cũng đã cơ bản đảm bảo được nguồn cung giá thấp (neo ngang với cùng kỳ) trong 1H.2026.
- Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý nếu chiến sự kéo dài (2 quý tính từ thời điểm hiện tại) thì biên lợi nhuận trong giai đoạn cuối năm có thể sẽ bị thu hẹp khi giá các loại nguyên liệu đầu vào bắt đầu có xu hướng tăng trở lại. Ngoài ra, việc giá xăng dầu tăng mạnh tại thị trường nội địa cũng có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng.
- Đối với triển vọng giá heo hơi, chúng tôi bảo lưu quan điểm giá heo sẽ tiếp tục neo ở phía trên vùng trung bình năm 2025 (63,000 VNĐ/kg) do (1) hiện tại, giá heo vẫn đang neo ở 64,000 – 67,000 VNĐ/kg (tùy khu vực) sau giai đoạn cao điểm tết nguyên đán (2) nguồn cung heo kỳ vọng không có sự tăng đột biến trong 2026 do các trại lớn chủ yếu chỉ đi vào hoạt động trong 2027 và 2028.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Trung Lập** đối với nhóm tiêu dùng khi (1) rủi ro chiến sự kéo dài đang hiện hữu khi căng thẳng tại Trung Đông chưa có dấu hiệu hạ nhiệt (2) tuy nhiên, định giá của các cổ phiếu đã cơ bản được chiết khấu so với trung bình 5 năm (VNM = 13.7 lần so với 17.5 lần, DBC = 6.2 lần so với 8 lần) do vậy chúng tôi sẽ xem xét nâng khuyến nghị nếu chiến sự tại Trung Đông kết thúc sớm.

Quan điểm đầu tư

Hình: Giá sữa bột được chốt ở mức thấp so với cùng kỳ



Nguồn: Global Dairy Trade

Hình: Giá thịt heo neo vẫn đang trên vùng 63,000 VNĐ/kg



Nguồn: Wichart

Tổng quan Q1.2026: KQKD của nhóm công nghệ kì vọng duy trì tăng trưởng cao trong Q1.2026 so với cùng kỳ nhờ lượng hợp đồng ký mới hồi phục trong giai đoạn nửa sau của 2025 (+38% yoy), khi các đàm phán tại khu vực APAC được nối lại.

Triển vọng 2026

Cập nhật triển vọng 2026:

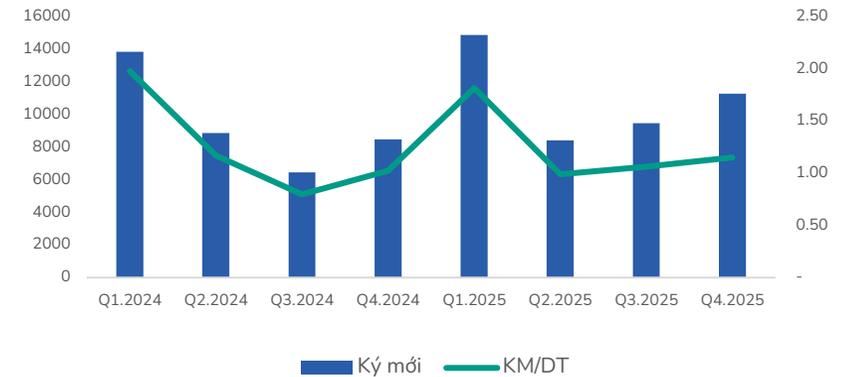
Chúng tôi duy trì quan điểm KQKD của nhóm công nghệ sẽ duy trì tăng trưởng 2 chữ số trong 2026, dựa trên những quan điểm sau:

- Chi tiêu CNTT toàn cầu được dự báo tăng +9,8% YoY. Trong đó, dịch vụ CNTT và phần mềm tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất, lần lượt ước đạt 1,86 và 1,43 (nghìn tỷ USD) tương ứng +8,7% YoY và +15,2% YoY.
- Lượng hợp đồng ký mới (chủ yếu tại thị trường Nhật Bản và APAC) ghi nhận hồi phục trong 2H.2025 +38% yoy và kỳ vọng ghi nhận trong 1H.2026, ở chiều ngược lại thị trường Mỹ kỳ vọng sẽ chưa có nhiều cải thiện khi nhu cầu đầu tư cho CNTT tại thị trường này vẫn đang có xu hướng chững lại theo chia sẻ của FPT.
- Tại thị trường nội địa, xu hướng chuyển đổi số đặc biệt tại khối chính phủ sẽ hỗ trợ phần nào cho KQKD mảng phần mềm của các doanh nghiệp trong nước (FPT, CMG). Mặt khác, đối với hạ tầng CNTT nội địa (trạm BTS, Datacenter, AI Factory) sẽ giảm hoặc ngừng đầu tư mở rộng do (1) ứng dụng 5G triển khai chậm hơn kỳ vọng (2) hạ tầng đầu tư của các doanh nghiệp chưa đạt công suất lấp đầy cao (AI Factory của FPT chỉ lấp đầy bình quân khoảng 65%).

BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm CNTT do (1) mặc dù tăng trưởng 2 chữ số được duy trì nhưng có thể sẽ chậm lại so với mức trên 20% của giai đoạn 2020 – 2025 khi thị trường Mỹ chưa hồi phục và các hạ tầng CNTT chưa đạt công suất lấp đầy cao (2) tuy nhiên, định giá hiện tại của các doanh nghiệp CNTT đã được chiết khấu so với bình quân 5 năm (12 lần so với 17-18 lần) nên chúng tôi sẽ xem xét nâng khuyến nghị nếu KQKD của các doanh nghiệp cao hơn kỳ vọng.

Quan điểm đầu tư

Hình: Lượng hợp đồng ký mới của FPT +38% yoy trong 2H.2025



Nguồn: FPT

Hình: Chi tiêu CNTT kỳ vọng hồi phục trong 2026

	Chi tiêu 2025 (triệu USD)	Tăng trưởng 2025 (%YoY)	Chi tiêu 2026 (triệu USD)	Tăng trưởng 2026 (%YoY)
Trung tâm dữ liệu	489,451	46.8	582,446	19
Phần cứng	783,157	8.4	836,275	6.8
Phần mềm	1,244,308	11.9	1,433,037	15.2
Dịch vụ CNTT	1,719,340	6.5	1,869,269	8.7
Dịch vụ Viễn thông	1,304,165	3.8	1,363,058	4.5
Tổng	5,540,421	10	6,084,085	9.8

Nguồn: Gartner, BSC research

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng 2026F

Chiến sự leo thang tại Trung Đông khiến eo biển Hormuz gần như tê liệt, qua đó tạo cú sốc đáng kể lên chuỗi vận tải năng lượng toàn cầu. Với vai trò là tuyến trung chuyển khoảng 38% dầu thô đường biển, 29% LPG, 19% sản phẩm dầu, 19% LNG và 13% hóa chất, gián đoạn tại Hormuz sẽ buộc các nhà nhập khẩu tìm nguồn cung xa hơn, làm tăng quãng đường vận chuyển, kéo dài thời gian quay vòng tàu và thắt chặt nguồn cung tàu hiệu dụng.

Tác động theo phân khúc: Chúng tôi cho rằng nhóm vận tải dầu thô / dầu thành phẩm / hóa chất sẽ là phân khúc hưởng lợi rõ nét nhất, khi giá cước có thể tăng mạnh trong ngắn hạn, trước tiên ở các nhóm tàu lớn như VLCC, Suezmax và Aframax, sau đó lan tỏa sang các phân khúc nhỏ hơn. Trong khi đó, nhóm hàng rời và container nhiều khả năng chỉ hưởng lợi gián tiếp, do bối cảnh hiện tại chưa tạo ra cú sốc chuỗi cung ứng thương mại trên diện rộng như giai đoạn hậu Covid hay chiến sự Nga – Ukraine.

2. Quan điểm đầu tư

BSC đưa ra quan điểm **TÍCH CỰC** đối với triển vọng KQKD ngành Vận tải biển trong năm 2026F dựa trên cơ sở: **(1)** Đa số các doanh nghiệp vận tải biển (đặc biệt tại các phân khúc tàu chở dầu và khí lỏng như PVT, PVP, GSP, PDV) có mức nền lợi nhuận thấp trong năm 2025 do giá cước suy giảm mạnh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng những doanh nghiệp này sẽ tái ký được mức giá tốt hơn trong kịch bản chiến sự kéo dài trong 3 tháng, góp phần cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận trong 2H2026F. **(2)** Ghi nhận đóng góp toàn phần các tàu đầu tư mới trong năm 2025.

3. Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA PVT** nhờ **(1)** kỳ vọng lợi nhuận tăng +26% - phản ánh đóng góp từ đội tàu mới trong năm 2025 (chủ yếu đầu tư mới vào thời điểm cuối năm, +17% tổng trọng tải), giá cước trung bình tăng từ 10% - 15% YoY tại phân khúc dầu thô/dầu TP/hoá chất; **(2)** định giá P/E FW 2026 = 7.7 lần, chiết khấu -29% so với mức trung bình trong chu kỳ tăng giá cước.

Bảng: So sánh diễn biến giá cước giai đoạn đầu chiến sự Mỹ, Israel – Iran và chiến sự Nga - Ukraine

Phân khúc	Giai đoạn đầu chiến sự Mỹ, Israel - Iran		Giai đoạn đầu chiến sự Nga - Ukraine	
	%WoW	%YoY	%WoW	%YoY
Dầu thô				
VLCC	+27.3%	+233.3%	+5.6%	-26.0%
Suezmax	+4.2%	+130.8%	+3.5%	+0.6%
Aframax	+21.4%	+127.3%	+11.1%	+18.8%
Dầu TP/hoá chất				
LR	+33.3%	+84.2%	0.0%	-5.7%
MR	+7.1%	+21.6%	0.0%	+4.5%
Hàng rời				
Supramax	-3.3%	+22.2%	+6.1%	+67.7%
Handysize	-1.4%	+22.1%	+6.4%	+66.7%
Container				
2500 TEU	+0.3%	+9.9%	+1.5%	+273.9%
1700 TEU	-0.2%	+28.3%	+2.3%	+308.4%
1100 TEU	+1.2%	+12.6%	+2.6%	+263.8%

Nguồn: BSC tổng hợp, Banchemo Costa

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng 2026F

BSC cho rằng ngành Cảng biển sẽ bước vào giai đoạn phân hoá trong năm 2026F, khi cơ hội và thách thức đan xen trong bối cảnh chính sách thuế quan biến động và rủi ro địa chính trị gia tăng.

- **Diễn biến thuế quan:** Sau khi Tòa án Tối cao Mỹ bác bỏ cơ chế thuế đối ứng trước đó, chính quyền Trump chuyển sang áp thuế bổ sung 15% trên phạm vi toàn cầu. BSC cho rằng mặt bằng thuế quan đồng đều hơn sẽ giúp Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh tương đối so với các nước trong khu vực, qua đó giảm áp lực lên xuất khẩu, kế hoạch đơn hàng và rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng.
- **Xung đột Mỹ, Israel và Iran:** Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông đã làm gián đoạn hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz. BSC đánh giá diễn biến này có thể làm tăng chi phí logistics do thời gian hải trình kéo dài, đồng thời đẩy giá dầu leo thang trước nguy cơ thiếu hụt nguồn cung. Qua đó, chi phí vận tải và sản xuất toàn cầu có thể tăng lên, gây áp lực lên nhu cầu hàng hóa và tác động gián tiếp đến hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam cũng như sản lượng container thông qua các cảng.

2. Quan điểm đầu tư

Trên cơ sở đó, BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng KQKD ngành Cảng biển trong năm 2026F, không thay đổi so với báo cáo trước. Chúng tôi cho rằng sự phân hoá sẽ trở nên rõ nét hơn, với tăng trưởng tập trung tại các doanh nghiệp đầu ngành có **(1)** khả năng thích ứng và đa dạng hóa tuyến dịch vụ; **(2)** dư địa mở rộng công suất với lợi thế về nguồn hàng và vị trí địa lý; và **(3)** sở hữu cảng nước sâu, hưởng lợi từ chính sách tăng phí bốc dỡ.

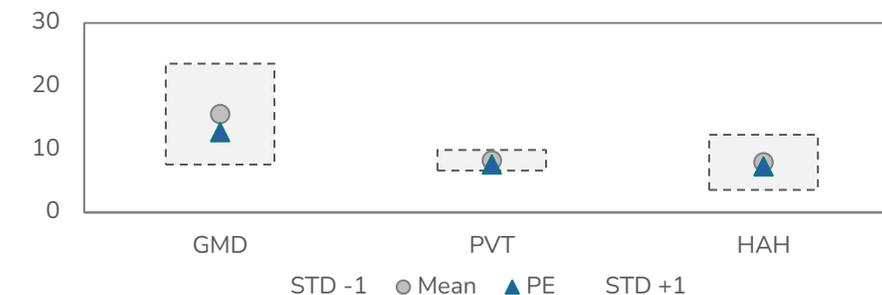
3. Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA GMD** nhờ **(1)** NĐV giai đoạn 3 đi vào vận hành, nâng tổng CSTK cụm cảng lên 2 triệu TEUs (+67%); **(2)** Gemalink hưởng lợi từ mức trần phí xếp dỡ container tăng 10% YoY; và **(3)** P/E FW 2026F = 17.5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm = 18.2x.

Bảng: Số chuyến dịch vụ Phi-Mỹ mỗi tuần tăng +250% trong năm 2025 tại Cái Mép – Thị Vải nhằm phân tán rủi ro thuế quan.

Tuyến dịch vụ/Số chuyến mỗi tuần	2025	2024
CM-TV → U.S. East Coast	11	7
CM-TV → U.S. West Coast	10	12
U.S. → Canada	3	1
CM-TV → South America	2	0
CM-TV → Europe	7	4
CM-TV → India/Middle East	3	0
CM-TV → Africa	2	0
Europe → America	0	1
Intra-Asia	15	14
Tổng cộng	53	39

Hình: Định giá một số doanh nghiệp đầu ngành Vận tải biển và Cảng biển



Tổng quan

KQKD sơ bộ hai tháng đầu năm 2026:

Bán lẻ ICT+CE	<ul style="list-style-type: none"> DMX: DT +31% YoY động lực từ tăng trưởng tại tất cả các ngành hàng chủ lực và sức mua được dẫn dắt bởi chiến lược mua trả chậm (DT+50%) và hầu như không mở thêm CH mới. FPTshop cũng ước tính tăng trưởng tích cực hơn thị trường.
Bán lẻ bách hóa	<ul style="list-style-type: none"> BHX: DT +24%YoY, nhờ hiệu quả của nỗ lực tăng trưởng độ phủ CH +199/2,758 CH và đóng góp của cả ngành hàng FMCGs và tươi sống. WCM: DT +32.2%YoY, nhờ mở rộng số lượng cửa hàng +145 /4,737 CH chủ yếu ở mô hình minimart và đảm bảo tăng trưởng DT cửa hàng cũ +16.7%YoY.
Bán lẻ trang sức	<ul style="list-style-type: none"> PNJ: DT kỳ vọng tích cực nhờ ra mắt các sản phẩm với hàm lượng chế tác cao đáp ứng nhu cầu đầu tư, trong bối cảnh giá vàng neo cao

Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp bán lẻ hiện đại vẫn chứng minh nỗ lực tăng trưởng vượt trội hơn bối cảnh ngành chung (TMBLHHDV cả nước 2T/2026 (+7.9%YoY)), nhờ nắm bắt hiệu quả xu hướng chuyển dịch từ kênh truyền thống (GT sang kênh hiện đại và hiệu quả của chiến lược tối ưu vận hành. Do đó, BSC tiếp tục duy trì kỳ vọng tăng trưởng tương tự báo cáo gần nhất.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng sự kiện chiến tranh Mỹ và Iran, gây áp lực gián tiếp lên CPI và nhu cầu tiêu dùng đặc biệt là các sản phẩm không thiết yếu, có thể tác động đến KQKD Q2/2026 của một số doanh nghiệp.

Chúng tôi tiếp tục duy trì chiến lược [Top Down] đối với nhóm ngành Bán lẻ hiện đại

– Cổ phiếu khuyến nghị MWG, PNJ, MSN, FRT.

- Bộ lọc - So sánh mức độ hấp dẫn của lãi suất tiền gửi 12 tháng và E/P (FW 2026) ([Link](#)) gồm PNJ, MWG, DGW
- Bộ lọc- tăng trưởng vượt trội so với ngành (Kỳ vọng CAGR LNST 2026-2030 >15%/năm) MWG, MSN, PNJ, FRT

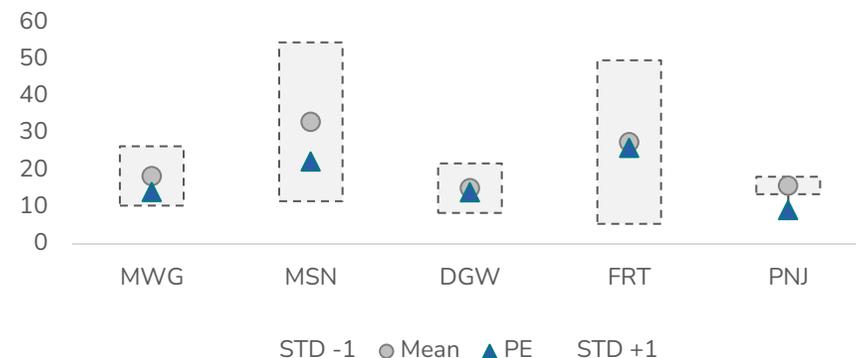
Catalyst: Nâng hạng thị trường tạo cơ hội cho các cổ phiếu còn room ngoại.

Hình: Xu hướng dịch chuyển từ kênh bán lẻ truyền thống sang kênh truyền thống



Nguồn: Kantar

Hình: Cơ hội đầu tư đến từ khả năng tăng trưởng quy mô và định giá hợp lý



Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư

Các mốc thời gian: Leo thang nhanh chóng

28/02/2026

- Mỹ và Israel không kích Iran, tiêu diệt lãnh tụ Iran và nhiều quan chức quân đội cấp cao.

01/03/2026

- Iran tuyên bố bước vào “40 ngày trả đũa”.

02/03/2026

- Iran tuyên bố đóng cửa eo biển Hormuz.

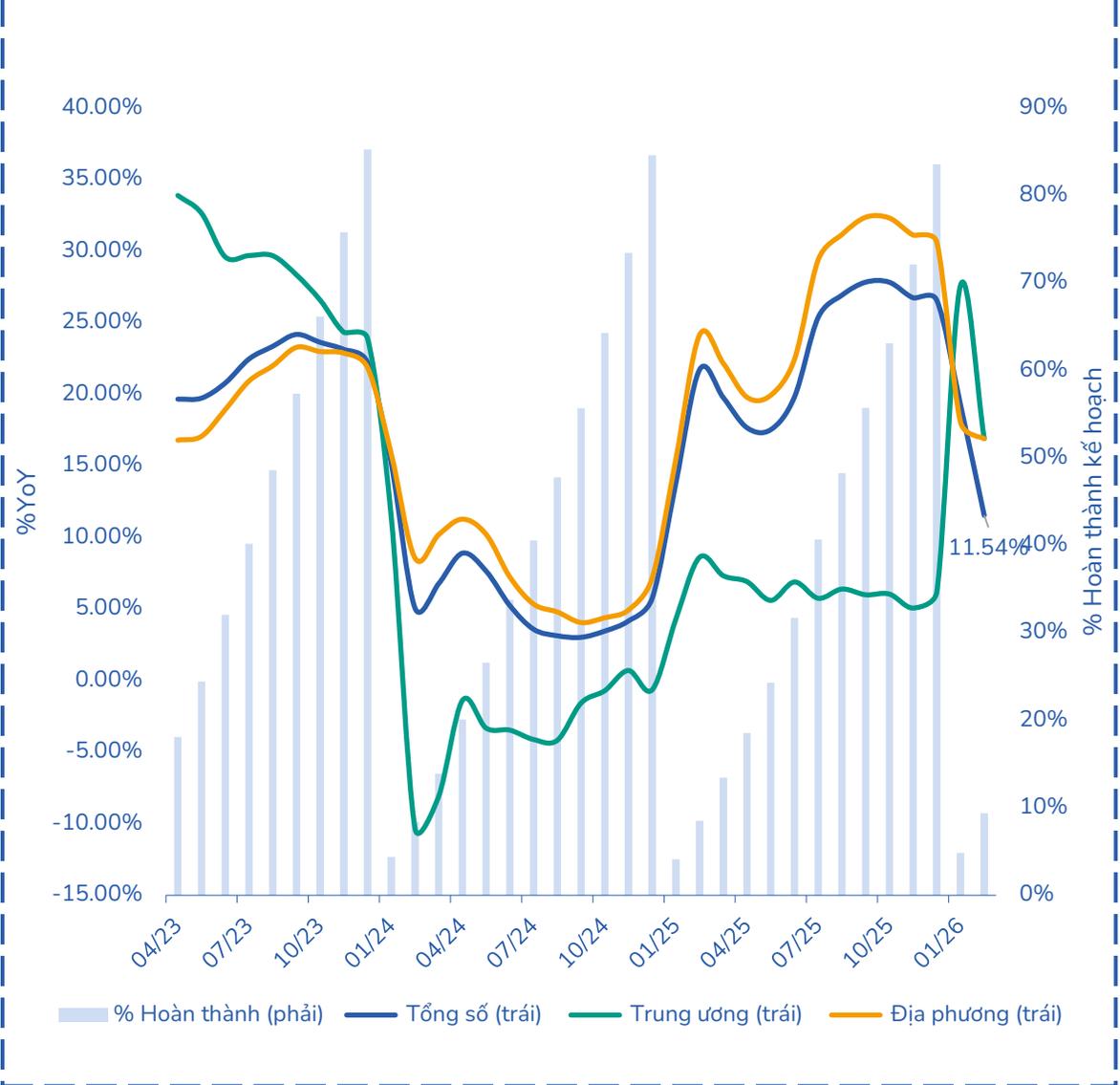
- Cuối năm 2025, Mỹ và Israel đã có những căng thẳng với Iran.
- Ngày 26/01/2026: Mỹ đưa tàu sân bay vào vùng Vịnh. Ngày 06/02, Mỹ và Iran nối lại đàm phán hạt nhân. Ngày 20/02, Tổng thống Trump cảnh báo Iran có 15 ngày để đàm phán. Ngày 28/02, Mỹ và Israel tiến hành không kích Iran.

Phản ứng của các lớp tài sản ngày đầu khi đón nhận tin tức

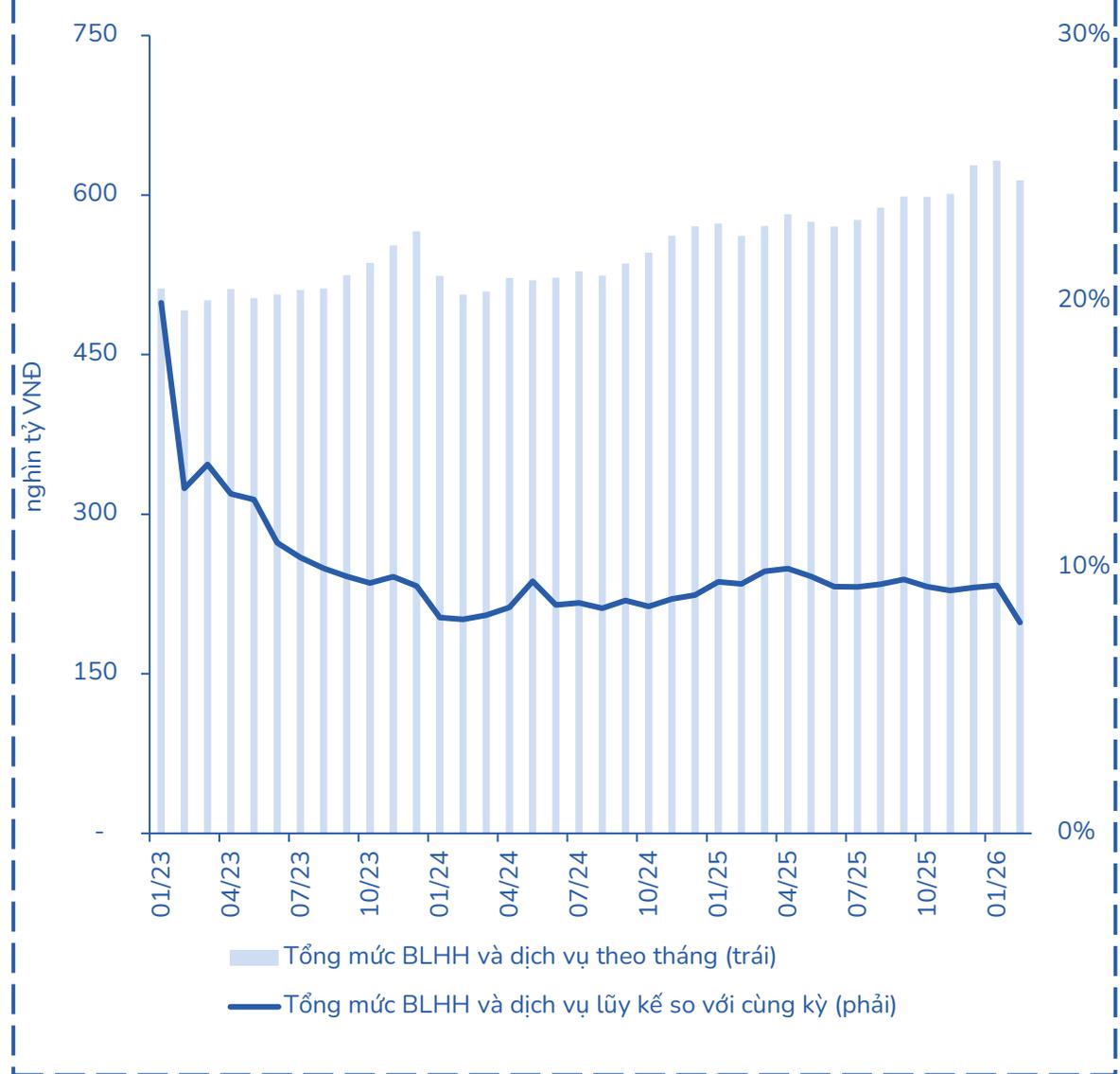
	02/03/2026	% Day	Weekly	Monthly	YTD	YoY
Brent	77.74	7.26%	8.48%	21.58%	27.97%	8.55%
Gold	5361.83	3.35%	7.66%	15.71%	23.79%	87.70%
DXY	98.38	0.79%	0.46%	-1.02%	-0.04%	-7.84%
VIX	21.44	7.96%	5.98%	13.80%	43.41%	9.22%
VN Index	1846.1	-1.82%	1.21%	-2.66%	3.45%	40.99%
SPX Index	6881.62	0.04%	0.29%	-0.84%	0.34%	17.64%
EU50	5986.93	-2.47%	-1.20%	1.03%	2.33%	8.05%
NKY Index	58057.24	-1.35%	1.03%	8.35%	15.33%	53.65%
KOSPI Index	6244.13	-1.00%	9.99%	27.31%	44.89%	146.53%

- Thị trường tài chính phản ứng với thông tin xung đột rất nhanh. Chỉ tính riêng biến động phiên đầu tiên của các lớp tài sản, vàng tăng 3.35%, dầu Brent tăng 7.26%, các chỉ số chứng khoán giảm điểm như VN-Index (-1.82%), EU50 (-2.47%)...
- Những diễn biến này cho thấy tâm lý e ngại của dòng vốn trên toàn cầu.

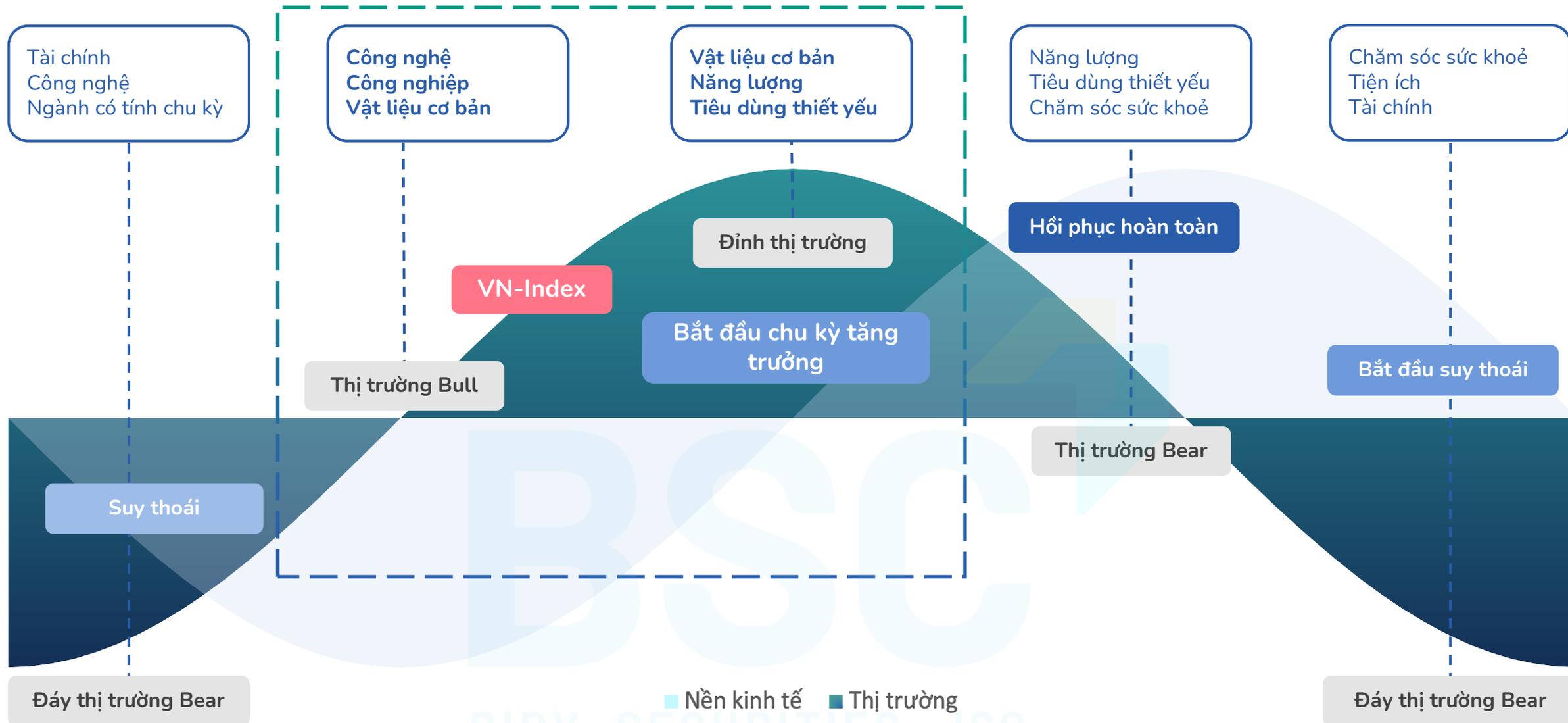
Giải ngân NSNN tăng trưởng 11.5% YoY



Tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 7.9% YoY



Phụ lục: CHUYỂN DỊCH SANG CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG: TIÊU DÙNG NỘI ĐỊA TRỌNG TÂM



2023-2025

Chính sách tiền tệ



Chính sách tài khoá

2026-2028



Hạ tầng sân bay : Long Thành, Gia Bình, Phan Thiết, Ninh Bình, Sapa



Đường sắt cao tốc, đô thị: Bắc Nam, Cần Giờ, Hệ thống Metro, Cao tốc Bắc Nam



Nhà máy nhiệt điện LNG Hải Phòng, dự án Lô B – Ô môn, điện gió Hà Tĩnh, hạt nhân



Siêu cảng Cần giờ, Trung Tâm Logistic Nam Đồ Sơn, Bến cảng container Liên Chiểu, Hòn La



Khu đô thị thể thao Olympic, Saigon Sport City, Trục đại lộ cảnh quan sông Hồng

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2026 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

