

TRIỂN VỌNG NỬA CUỐI NĂM 2026

Tích lũy tại vùng định giá hấp dẫn

Bối cảnh
thế giới



Triển vọng
thị trường



Ngành và danh mục
khuyến nghị



TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

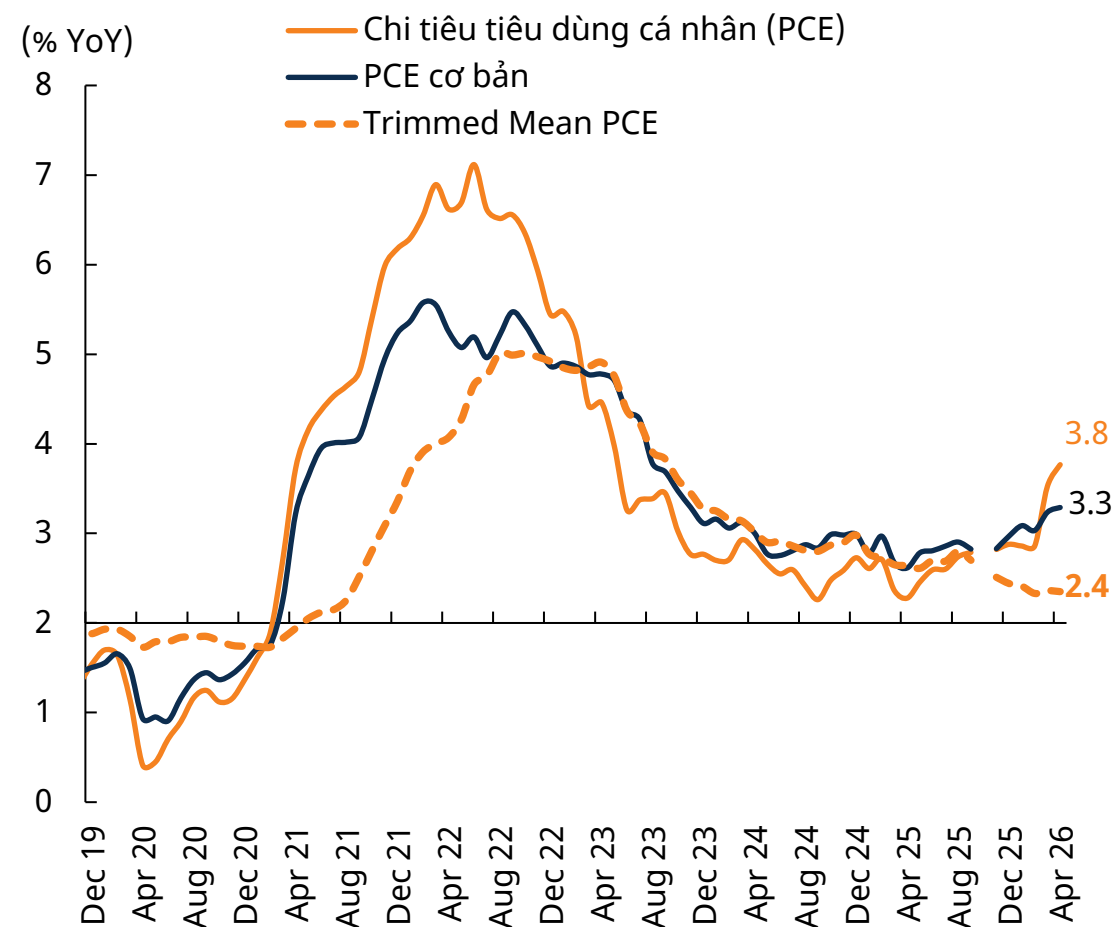
research@miraeasset.com.vn

1 Bối cảnh thế giới

Thị trường lo ngại về khả năng Fed có thể thắt chặt chính sách tiền tệ do áp lực lạm phát

- **Thị trường lo ngại về khả năng Fed có thể thắt chặt chính sách nếu lạm phát kéo dài, trong khi thị trường lao động tiếp tục cho thấy tín hiệu khả quan.** Số việc làm phi nông nghiệp tăng thêm 172k trong tháng 5, cao hơn đáng kể so với dự báo. Bên cạnh đó, số liệu tháng 3 và 4 được điều chỉnh tăng tổng cộng 93k việc làm, nâng mức trung bình động ba tháng lên 188k việc làm/tháng – gần gấp ba lần so với cùng kỳ 2025. Trong khi đó, lạm phát PCE tiếp tục tăng lên mốc 3,5% và 3,8% YoY trong tháng 3 và 4.
- **Mặc dù thị trường đang phản ánh kịch bản tăng lãi suất trong năm 2026, tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng sẽ có nhiều thay đổi quan trọng dưới thời tân Chủ tịch Fed Kevin Warsh.** Ông Warsh cho rằng **Fed có thể hạ lãi suất nhanh hơn mà không gây lạm phát** trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ đang bước vào chu kỳ năng suất cao nhờ AI. Để củng cố cho quan điểm này, ông Warsh đề xuất sử dụng thước đo lạm phát loại bỏ các yếu tố biến động cực đoan – gọi là "trimmed mean inflation" (lạm phát trung bình lược bỏ hay trung bình cắt tỉa). Ông cũng đề xuất Fed giảm sự can thiệp vào thị trường trái phiếu Chính phủ và chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp (MBS), đồng thời hạn chế bày tỏ quan điểm chính sách ví dụ như việc cắt giảm các buổi họp báo sau cuộc họp và loại bỏ công cụ biểu đồ dot plots.

PCE tăng cao, nhưng Trimmed Mean PCE vẫn duy trì xu hướng giảm



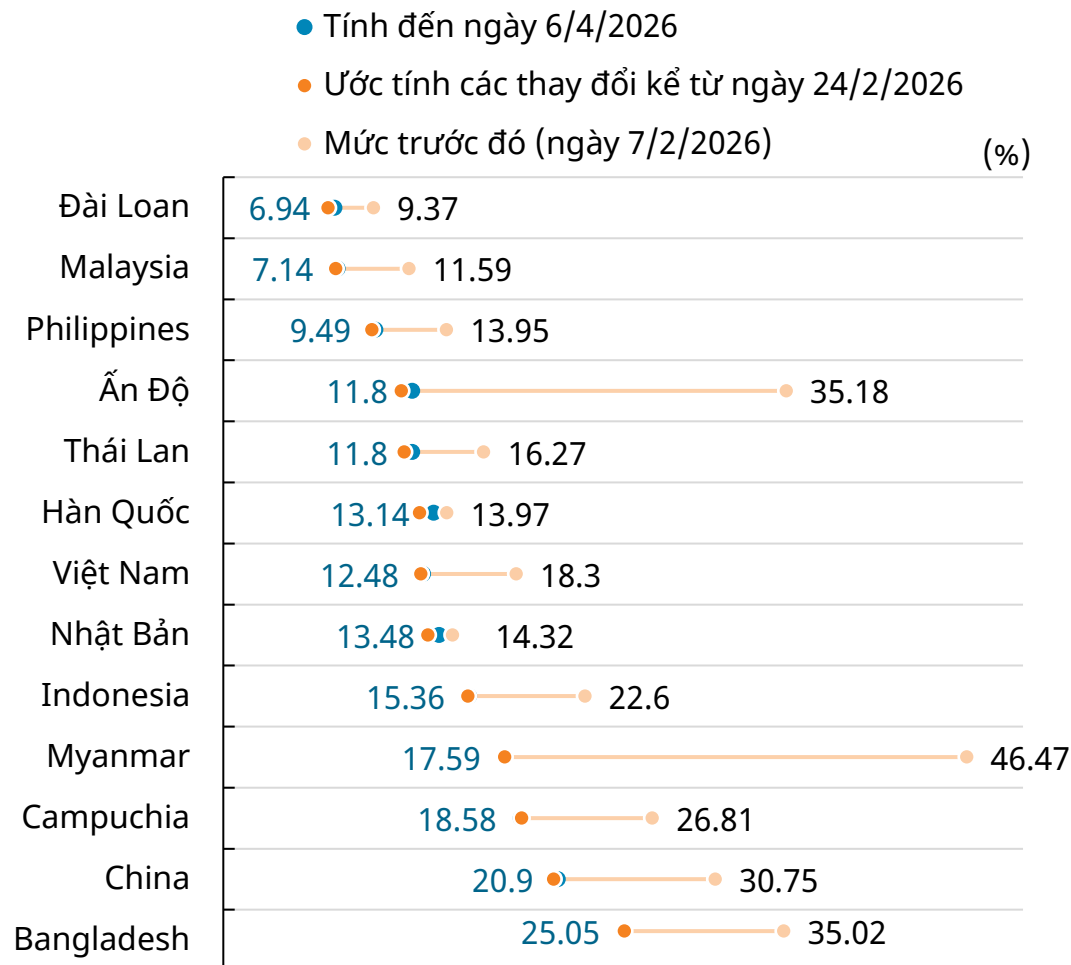
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới tháng 4/2026.
Ghi chú: Trimmed Mean PCE được Fed chi nhánh Dallas tính toán

1 Bối cảnh thế giới

Rủi ro thuế quan vẫn là biến số cần theo dõi trong năm 2026

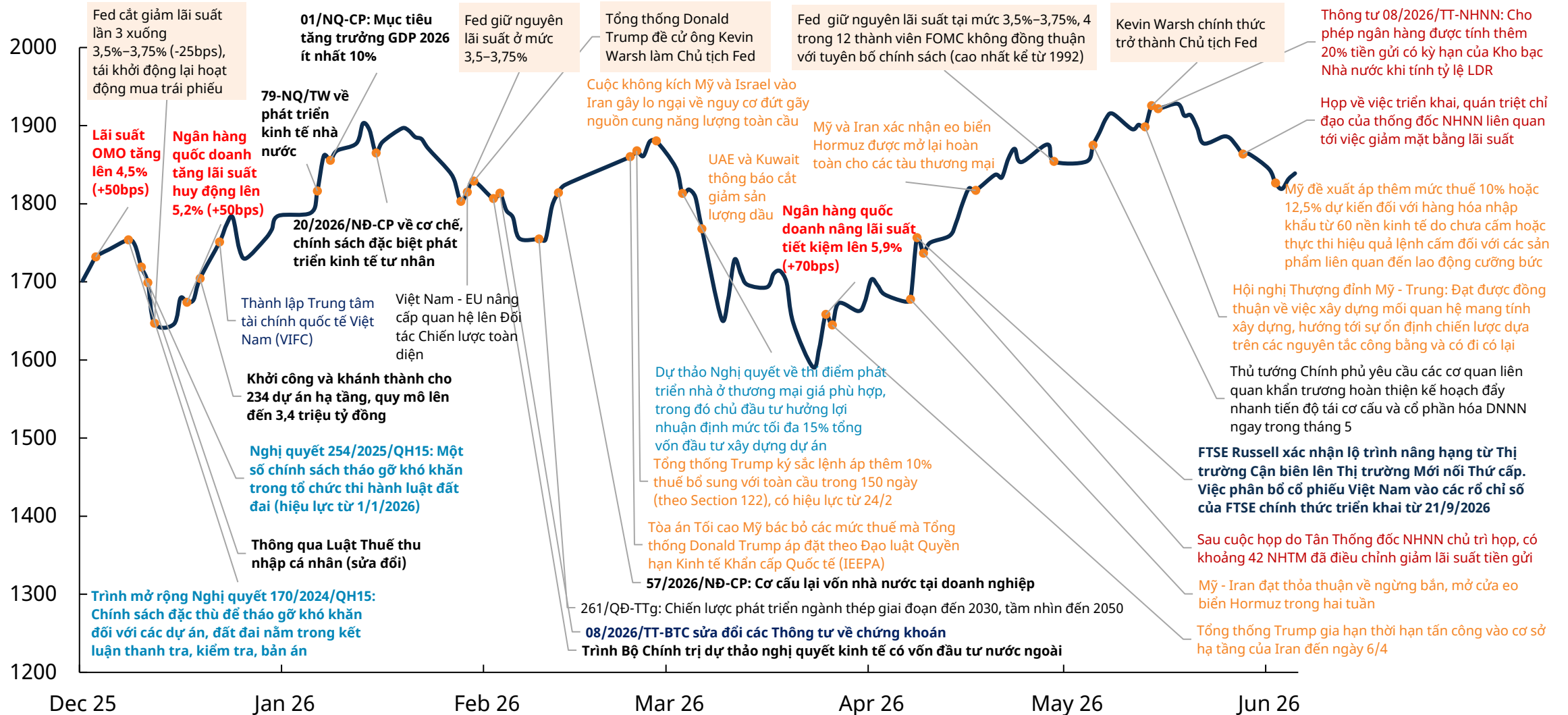
- Vào ngày 2/6, Mỹ đề xuất áp thêm mức thuế 10% hoặc 12,5% dự kiến đối với hàng hóa nhập khẩu từ 60 nền kinh tế do chưa cấm hoặc thực thi hiệu quả lệnh cấm đối với các sản phẩm liên quan đến lao động cưỡng bức, dựa trên Mục 301 của Đạo luật Thương mại năm 1974. Văn phòng Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR) sẽ tổ chức các phiên điều trần về các hành động được đề xuất trong các cuộc điều tra này vào ngày 7/7/2026.
 - Thuế đối ứng ngừng thu từ 24/2:** Các loại thuế quan được áp đặt theo Đạo luật Quyền hạn kinh tế khẩn cấp quốc tế (IEEPA) được ngừng thu. Sau đó, Tổng thống Donald Trump đã ký sắc lệnh **áp thuế bổ sung 10% đối với hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ** dựa trên Mục 122 của Đạo luật Thương mại năm 1974, **kéo dài trong 150 ngày, có hiệu lực cùng ngày 24/2.**
 - Tác động của mức thuế đề xuất mới:** Theo ước tính của Bloomberg, thuế quan hiệu dụng của Mỹ có thể tăng thêm khoảng 0,5 điểm phần trăm từ mức hiện tại là 10,7%. Đối với Việt Nam, **mức thuế trung bình ước tính tăng không đáng kể lên 12,48% nếu bị áp thêm mức thuế đề xuất mới** (từ mức hiện tại là 12,35%). So sánh mức thuế Mỹ áp lên hàng hoá Việt Nam với một số quốc gia lân cận cho thấy **Việt Nam vẫn giữ được lợi thế tương đối trong việc thu hút FDI dài hạn.**

Mức thuế trung bình ước tính dựa trên các tuyên bố thuế quan



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, **cập nhật tới 6/4/2026**

Điều hướng trước các biến động bên ngoài và chính sách hỗ trợ tăng trưởng nội tại



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ Fiinpro, cập nhật tới 5/6/2026

2 Thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán trải qua những tháng biến động lớn trong 5 tháng đầu năm

Chỉ số VN-Index đã tăng điểm tích cực **5,4% trong 2 tháng đầu năm** trong bối cảnh kết quả kinh doanh quý 4/2025 tích cực (+45% YoY), cũng như phản ánh kỳ vọng lớn của thị trường vào chính sách phát triển khối kinh tế Nhà nước (Nghị quyết 79-NQ/TW ngày 6/1/2026) và thoái vốn Nhà nước (Nghị định 57/2026/NĐ-CP ngày 13/2/2026).

Chiến tranh Trung Đông đã kích hoạt làn sóng bán tháo trên thị trường, với chỉ số VN-Index đã giảm 5,4% kể từ cuối tháng 2 đến ngày 23/3). Thị trường đã tạo đáy khi có tín hiệu đàm phán đầu tiên từ Tổng thống Trump vào ngày 23/3, mặc dù thị trường vẫn tiếp tục biến động mạnh do các tuyên bố/tin tức liên quan sau đó. VN-Index đã hồi phục 21,2% lên mức đỉnh 1900-1930, tính đến 18/5.

Tính đến 5/6, thị trường điều chỉnh giảm 4,6% từ vùng đỉnh 1930, trong bối cảnh:

- 1) **Lo ngại về khả năng các ngân hàng trung ương lớn có thể thắt chặt chính sách nếu lạm phát kéo dài.** Điều này cũng phản ánh qua lợi suất trái phiếu tăng cao trong tháng 5.
- 2) **Áp lực lạm phát và lãi suất cao trong nước**
- 3) **Thanh khoản thị trường suy giảm:** GTGD bình quân tháng 5 đạt khoảng 20 nghìn tỷ đồng, giảm hơn 20% so với mức bình quân trong 4 tháng đầu năm nay.

	2T26	27/2-23/3	23/3-18/5	18/5-5/6
VN-Index	5.4%	-15.4%	21.2%	-4.6%
Bất động sản	-3.7%	-19.7%	57.0%	-5.8%
Ngân hàng	7.5%	-13.3%	12.4%	-3.3%
Tiêu dùng thiết yếu	-4.9%	-6.4%	0.0%	-2.3%
Dịch vụ tài chính	11.9%	-11.6%	6.0%	-4.4%
Nguyên vật liệu	20.0%	-16.2%	12.1%	-6.2%
Xây dựng cơ bản	-5.6%	-12.2%	14.2%	-7.7%
Tiện ích	31.5%	-18.4%	9.8%	-6.3%
Vận tải	2.5%	-14.6%	9.5%	1.4%
Dầu khí	73.3%	-19.1%	21.0%	-12.8%
Tiêu dùng không thiết yếu	9.5%	-16.2%	0.8%	-2.0%
CNTT	-2.8%	-21.1%	2.3%	0.0%
Bảo hiểm	33.6%	-7.1%	-3.9%	-2.0%

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ dữ liệu Fiinpro

2 Thị trường chứng khoán Việt Nam

Nỗ lực cải cách và phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

- Tiêu điểm trong Tọa đàm “Các chính sách phát triển thị trường vốn của Việt Nam” do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước tổ chức tại Singapore vào ngày 2/6:
 - Tập trung triển khai **cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP)**, dự kiến đưa vào vận hành trong quý 1/2027; nghiên cứu sửa đổi Luật Chứng khoán cùng các quy định liên quan môi trường đầu tư, xem xét các giải pháp về giới hạn sở hữu nước ngoài và nâng cao năng lực giám sát thị trường.
 - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) sẽ tiếp tục lấy ý kiến các bên liên quan để hoàn thiện khung pháp lý, đảm bảo thị trường chứng khoán Việt Nam vận hành tiệm cận hơn với các thông lệ quốc tế.
- **Thông tư 08/2026/TT-BTC (ngày 03/02/2026) giúp thị trường vốn Việt Nam đáp ứng các tiêu chuẩn then chốt để FTSE Russell nâng hạng và giải quyết một số quan ngại của MSCI về khả năng tiếp cận thị trường, tính tin cậy của cơ chế thanh toán bù trừ và tính minh bạch trong vận hành.**
 - **Bổ sung phương thức giao dịch qua Global Brokerage:** Nhà đầu tư nước ngoài đặt lệnh giao dịch thông qua tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài đại diện để chuyển lệnh vào các công ty chứng khoán trong nước.
 - **Tối ưu hóa cơ chế không yêu cầu ký quỹ trước (Non-pre-funding - NPF):** Không giới hạn mã chứng khoán được giao dịch NPF. Đồng thời, bãi bỏ quy định công bố thông tin đại chúng khi vi phạm nghĩa vụ thanh toán NPF; thay vào đó, công ty chứng khoán có trách nhiệm báo cáo trực tiếp cho SSC – VSDC – VNX ngay trong ngày vi phạm. Các chế tài xử phạt cũng được siết chặt với thời gian đình chỉ giao dịch NPF từ 7 ngày (vi phạm lần đầu) đến 180 ngày (vi phạm nghiêm trọng 3 lần/30 ngày).
 - **Cơ chế giảm thiểu rủi ro thanh toán:** Thiết lập khung xử lý rủi ro thông qua thỏa thuận giữa công ty chứng khoán và ngân hàng lưu ký nhằm đảm bảo chuyển giao quyền sở hữu và thu hồi chi phí khi nhà đầu tư lỗi thanh toán.

Triển vọng ngắn hạn: Nâng hạng bởi FTSE Russell

Việc đưa cổ phiếu Việt Nam vào các chỉ số của FTSE sẽ được triển khai theo 4 giai đoạn, bắt đầu từ ngày 21/9/2026 và hoàn tất vào 20/9/2027:

- Giai đoạn 1 (21/9/2026): 10%
- Giai đoạn 2 (22/3/2027): 20%
- Giai đoạn 3 (21/6/2027): 35%
- Giai đoạn 4 (20/9/2027): 35%

Triển vọng dài hạn: Tiềm năng được tái định giá

Lộ trình đi đến mục tiêu 2030: Việt Nam đang tiếp tục nỗ lực đáp ứng các tiêu chí nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI (gồm FOL, CCP, và thị trường FX).

Tiềm năng được tái định giá đến từ các nỗ lực để Việt Nam phát triển thị trường tài chính bền vững xét đến các tiêu chí cấu trúc thị trường, thanh khoản, minh bạch thông tin và tính thuận lợi cho nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận đầu tư.

2 Thị trường chứng khoán Việt Nam

Các giải pháp nâng hạng Thị trường chứng khoán Việt Nam: Lộ trình đi đến mục tiêu 2030

FTSE thị trường mới nổi thứ cấp

Tỷ trọng ước tính của Việt Nam trong các chỉ số tham chiếu toàn cầu được dự kiến như sau (*):

- FTSE Global All Cap: 0,034%
- FTSE Emerging All Cap: 0,329%
- FTSE All-World: 0,02%
- FTSE Emerging: 0,192%

21/9/2026 – 20/9/2027

MSCI thị trường mới nổi

- **Mức độ sở hữu nước ngoài và FOL**
- Quyền bình đẳng cho NĐT nước ngoài
- **Tự do hóa thị trường ngoại hối**
- Đăng ký và mở tài khoản
- Quy định thị trường
- Minh bạch Thông tin
- Thanh toán bù trừ
- Khả năng chuyển nhượng

2030

Trước 3/2026

- **11/2024:** NĐT tổ chức nước ngoài không cần ký quỹ 100% khi giao dịch mua cổ phiếu (NPF)
- **5/2025:** Vận hành hệ thống **KRX**
- **2/2026:** Mô hình môi giới toàn cầu (Global Broker); cải thiện cơ chế NPF

2026–2027

Rà soát quy định pháp luật về tỷ lệ sở hữu nước ngoài để tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa (FOL) và đưa ra khỏi danh mục những ngành nghề không cần thiết hạn chế về tỷ lệ sở hữu nước ngoài

2027

Quý 1/2027: Vận hành cơ chế Đối tác Bù trừ Trung tâm (CCP)

2026–2030

Phát triển thị trường ngoại hối, cho phép triển khai các công cụ phòng ngừa rủi ro trên thị trường ngoại hối đối với hoạt động đầu tư gián tiếp.

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp.

(*) FTSE Russell, Phân loại Việt Nam từ thị trường cận biên sang thị trường mới nổi thứ cấp- Câu hỏi thường gặp, phiên bản 1.2, tháng 4/2026

2 Thị trường chứng khoán Việt Nam

Mục tiêu LNST 2026 trong ĐHĐCĐ: +17% YoY; LNST 1Q26 (hoàn thành 27% kế hoạch năm): +50% YoY

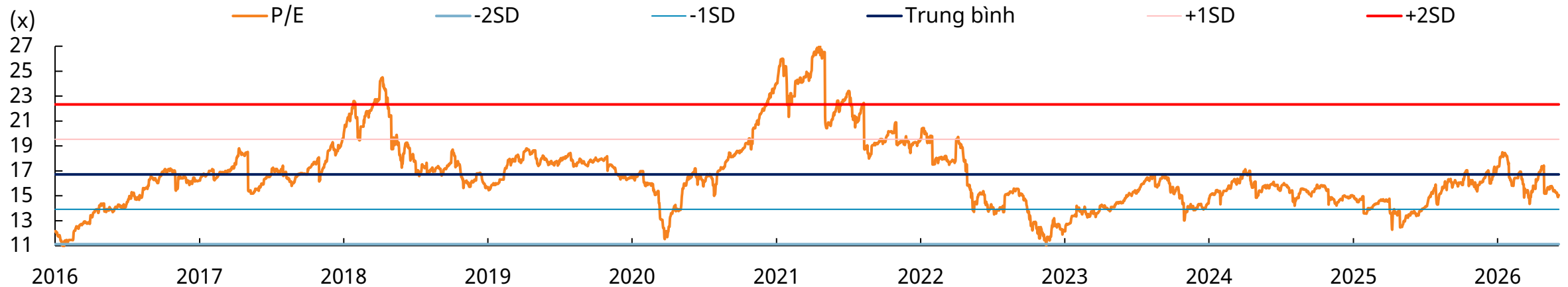
Phân ngành GICS	Tỷ trọng vốn hóa	Vốn hóa từ 2025	Thay đổi		Tăng trưởng LNST			Tăng trưởng LNST (% YoY)				
			T5	YTD	2024	2025	2026P	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
VN-Index	100%		0.5%	5%	19%	28%	17%	10%	32%	24%	42%	50%
Bất động sản	32.4%		0.3%	17%	2%	48%	57%	3%	165%	-54%	181%	197%
Ngân hàng	30.3%		1.6%	2%	19%	16%	15%	14%	16%	22%	12%	12%
Tiêu dùng thiết yếu	6.9%		-2.3%	-12%	18%	17%	12%	5%	21%	13%	24%	56%
Dịch vụ tài chính	5.8%		-0.4%	3%	32%	72%	18%	7%	29%	170%	92%	22%
Nguyên vật liệu	5.5%		-2.3%	7%	45%	27%	14%	17%	28%	59%	7%	104%
Xây dựng cơ bản	3.9%		-1.7%	-12%	41%	44%	-18%	9%	8%	190%	5%	7%
Tiện ích	4.0%		9.5%	12%	-21%	62%	1%	72%	83%	12%	102%	41%
Vận tải	3.2%		-4.0%	-6%	1386%	12%	5%	-11%	83%	2%	-9%	27%
Dầu khí	2.7%		18.0%	51%	-56%	79%	-35%	-63%	12%	622%	343%	727%
Tiêu dùng không thiết yếu	2.5%		-7.5%	-10%	121%	97%	5%	34%	169%	103%	80%	73%
CNTT	1.5%		-5.1%	-25%	21%	20%	14%	22%	20%	19%	18%	14%
Bảo hiểm	0.7%		-3.1%	14%	7%	27%	8%	17%	34%	56%	7%	6%

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 29/5/2026

2 Thị trường chứng khoán Việt Nam

Tích lũy tại vùng định giá hấp dẫn – Những yếu tố hỗ trợ

Định giá hấp dẫn: VN-Index đang giao dịch ở mức 15x (chiết khấu đáng kể so với mức trung bình dài hạn 17x)



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg, cập nhật tới 5/6/2026

Trong bối cảnh những rủi ro bên ngoài vẫn hiện hữu, nhà đầu tư nên quản trị tiền mặt một cách chủ động để linh hoạt tích lũy cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt tại các vùng định giá hấp dẫn, tập trung vào 3 nhóm động lực tăng trưởng chính sau:

Khởi thông dòng vốn

- Ngân hàng
- Triển khai CCP, nâng hạng thị trường
- Làn sóng IPO
- Thoái vốn Nhà nước
- Cơ chế đặc biệt phát triển IFC

Các doanh nghiệp tư nhân lớn tham gia xây dựng hạ tầng

- Các cải cách cấu trúc sẽ giúp huy động vốn hiệu quả đầu tư từ khu vực tư nhân, tiêu biểu như khung pháp lý Đối tác công tư (PPP) mới
- Hiện tại các siêu dự án lớn đều có sự tham gia của các khối tập đoàn doanh nghiệp lớn tham gia vào các dự án hạ tầng như Sungroup, Vingroup, THACO

Thu hút FDI

- Rủi ro địa chính trị gia tăng, các tập đoàn đa quốc gia đang đẩy mạnh đa dạng hóa hoạt động sản xuất
- Thu hút FDI chất lượng cao
- Nghị quyết về phát triển kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài trong thời gian tới

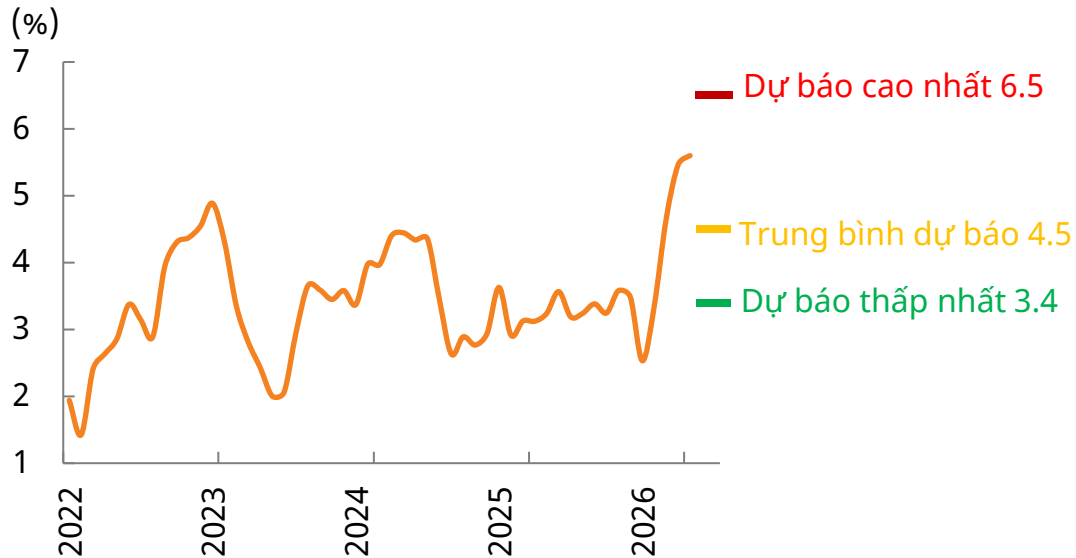
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

2 Thị trường chứng khoán Việt Nam

Rủi ro chính cần theo dõi

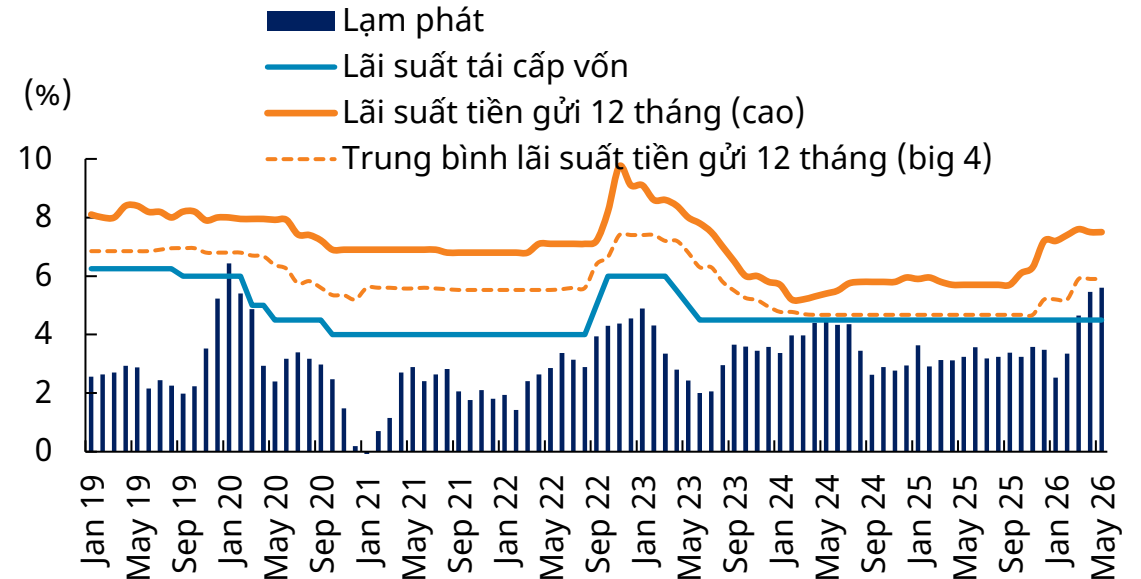
- **Biến động bên ngoài gia tăng:** 1) **Rủi ro địa chính trị tiếp tục tăng cao;** 2) **Lo ngại về khả năng các ngân hàng trung ương lớn có thể thắt chặt chính sách** nếu lạm phát kéo dài; 3) **Kịch bản AI hạ nhiệt** (AI hype deflation) do lo ngại dư thừa công suất hoặc tỷ suất sinh lời không như kỳ vọng ban đầu.
- **Trong nước:** 1) **Lạm phát tăng vọt** trong 3 tháng qua (tháng 5: +5,6%; 5T26: +4,3%YoY). **Việc kiểm soát lạm phát cả năm ở mức 4,5% có ý nghĩa quan trọng** trong điều hành chính sách tiền tệ, **đặc biệt là mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế 10%.** **Yếu tố có thể giúp lạm phát hạ nhiệt trong thời gian tới** là Chiến tranh Trung Đông hạ nhiệt và sự chủ động trong quản lý ổn định 16 nhóm mặt hàng mà nhà nước quản lý, đặc biệt giáo dục (6,2%) và y tế (5,4%). 2) **Lãi suất tiền gửi các Ngân hàng TMCP quốc doanh** tăng 50 điểm cơ bản vào ngày 17/12 và tăng thêm 70 điểm cơ bản vào ngày 25/3, lên mức 5,9%. **NHNN vẫn đang nỗ lực để giảm mặt bằng lãi suất:** Sau cuộc họp ngày 9/4, do Tân Thống đốc NHNN chủ trì họp, có khoảng 42 NHTM đã điều chỉnh giảm lãi suất tiền gửi niêm yết với mức điều chỉnh giảm khoảng 10 đến 50 điểm cơ bản (chủ yếu với các kỳ hạn từ 06 tháng trở lên). Đến ngày 28/5, NHNN tiếp tục tổ chức họp về việc triển khai, quán triệt chỉ đạo của thống đốc NHNN liên quan tới việc giảm mặt bằng lãi suất.

Dữ liệu lạm phát và các kịch bản lạm phát cả năm 2026



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ NSO, Bloomberg, cập nhật ngày 29/5/2026

Duy trì lãi suất ổn định hỗ trợ tăng trưởng kinh tế



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ Bloomberg và FiinPro, cập nhật ngày 29/5/2026

Ngân hàng: Vị thế dẫn dắt ngành đã quay trở lại nhóm ngân hàng quốc doanh trong năm 2026, đảo chiều xu hướng của năm 2025 khi các ngân hàng tư nhân ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội hơn. Sự luân chuyển này được hỗ trợ bởi kỳ vọng phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ hơn, chất lượng tài sản cải thiện, cơ cấu nguồn vốn đa dạng và mức độ tiếp xúc thấp với các phân khúc cho vay rủi ro. Nghị quyết 79/NQ-TW tiếp tục củng cố triển vọng của nhóm ngân hàng quốc doanh thông qua cơ chế giữ lại lợi nhuận và các cơ hội tăng vốn tiềm năng. Ưu tiên đầu tư vẫn nghiêng về các ngân hàng an toàn, đặc biệt là nhóm quốc doanh, ACB và HDB; trong đó HDB được kỳ vọng hưởng lợi từ dư địa thanh khoản dồi dào và tiềm năng tăng trưởng tích cực. Trong khi đó, quan điểm thận trọng vẫn được duy trì đối với các ngân hàng khác cho đến khi xuất hiện những cải thiện rõ ràng hơn về chất lượng tài sản và thị trường bất động sản. Hoạt động tăng vốn được kỳ vọng sẽ trở thành chủ đề trọng tâm của ngành trong giai đoạn 2026–2027.

Thép: Tâm lý đối với ngành thép vẫn duy trì thận trọng trong 6T2026 mặc dù giá thép đã tăng 20% từ đầu năm, khi các cổ phiếu lớn tiếp tục giao dịch dưới mức định giá trung bình lịch sử. Dù nhu cầu trong nước kỳ vọng cải thiện trong năm 2026, tổng tiêu thụ thép nhiều khả năng vẫn thấp hơn giai đoạn 2023–2024. Giá bán đang cải thiện nhanh hơn sản lượng tiêu thụ, hỗ trợ phục hồi biên lợi nhuận và tạo lợi thế cho các nhà sản xuất quy mô lớn thông qua việc gia tăng thị phần. Việc nhập khẩu thép từ Trung Quốc giảm cùng với sự cân bằng hơn về cung cầu trong nước sẽ đặc biệt có lợi cho HPG. Đối với các doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn, tăng trưởng dự phóng duy trì ở mức vừa phải, nhờ hiệu ứng nền thấp, khả năng chuyển phần chi phí đầu vào gia tăng sang giá bán được cải thiện và hoàn nhập dự phòng giảm giá tồn kho. Việc giá HRC duy trì ổn định và không đi kèm sự suy giảm đáng kể về sản lượng tiêu thụ sẽ là chỉ báo quan trọng cho thấy đà phục hồi mang tính bền vững.

Khu công nghiệp: Lo ngại về bất định chính sách đã giảm đáng kể khi triển vọng thương mại Việt–Mỹ trở nên rõ ràng hơn, qua đó hỗ trợ dòng vốn FDI tiếp tục lập kỷ lục trong 5T2026 với 24.8 tỷ USD tổng vốn đăng ký (+35% svck), dẫn dắt bởi các dự án bán dẫn và công nghệ cao quy mô lớn. Bên cạnh đó, dự thảo Nghị quyết mới về FDI được kỳ vọng sẽ trở thành khung chính sách thế hệ tiếp theo, góp phần nâng cao sức hấp dẫn của môi trường đầu tư và mở rộng dư địa tăng trưởng cho các doanh nghiệp KCN sở hữu quỹ đất lớn và sẵn sàng cho thuê. Ở chiều ngược lại, yếu tố cần theo dõi là các cuộc điều tra theo Điều 301 liên quan đến chống chuyển tải hàng hóa, sở hữu trí tuệ và khả năng xuất hiện các cuộc điều tra mới từ phía Mỹ. Cuối tháng 7/2026 sẽ là mốc đáng chú ý khi mức thuế tạm thời 10% hết hiệu lực.

Bất động sản: Những dấu hiệu hạ nhiệt đang dần xuất hiện sau một chu kỳ tăng giá mạnh. Tại Hà Nội, thị trường tiếp tục được dẫn dắt bởi các dự án cao cấp mở bán mới, qua đó hỗ trợ mặt bằng giá sơ cấp dù tốc độ hấp thụ có phần chậm lại và đà tăng giá trên thị trường thứ cấp suy yếu. Tại TP.HCM, nguồn cung vẫn hạn chế tại các khu vực trung tâm, trong khi nhu cầu thực duy trì vững chắc, thể hiện qua mức tăng mạnh của giá thứ cấp. Trong thời gian tới, điều kiện tài chính thắt chặt hơn có thể gây áp lực lên tăng trưởng giá bán và doanh số bán hàng, mặc dù nguồn cung hạn chế cùng với quá trình phát triển hạ tầng đang diễn ra được kỳ vọng sẽ hỗ trợ định giá bất động sản tại khu vực trung tâm TP.HCM. Chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất có vị trí thuận lợi tại khu vực trung tâm TP.HCM như KDH vẫn duy trì lợi thế, trong khi các doanh nghiệp có quỹ đất tại các khu vực phát triển mở rộng vùng ven như NLG sẽ hưởng lợi từ nhu cầu đối với các phân khúc phù hợp khả năng chi trả. Cổ phiếu KDH và NLG đã giảm lần lượt 36% và 14%, thấp hơn đáng kể so với mức tăng 10% của VNINDEX trong sáu tháng qua. Về định giá, cả hai cổ phiếu hiện đang giao dịch thấp hơn khoảng 2STD so với mức P/B trung bình 5 năm. Tại mức giá hiện nay, chúng tôi cho rằng thị trường đang phản ánh: (1) rủi ro suy giảm doanh số bán hàng và giá bán trong bối cảnh lãi suất cao hơn và điều kiện tín dụng thắt chặt; (2) mức chiết khấu cao hơn đối với các dự án có thời gian thu hồi vốn dài hơn; và (3) áp lực cạnh tranh gia tăng từ các chủ đầu tư quy mô lớn với các gói hỗ trợ tài chính hấp dẫn. Chúng tôi nhận định mức định giá này là quá thận trọng đối với KDH và NLG, khi sức mạnh bảng cân đối kế toán, vị thế dự án và năng lực triển khai của hai doanh nghiệp vẫn vượt trội so với mặt bằng chung của ngành.

Dầu khí: Giá dầu Brent duy trì ở mức cao đã giúp nhiều dự án dầu khí vượt ngưỡng hòa vốn, thúc đẩy chu kỳ đầu tư thương mại mới với hàng loạt dự án lớn như Lô B – Ô Môn, Nam Du – U Minh, Lạc Đà Vàng và Sư Tử Trắng 2B. Đà tăng trưởng này được hỗ trợ bởi quá trình hoàn thiện khung pháp lý, bao gồm sửa đổi Luật Dầu khí và mở rộng cơ chế phân quyền cho PVN. PVEP đặt mục tiêu tăng mạnh đầu tư giai đoạn 2026–2030, tạo dư địa công việc lớn cho PVS, PVD và PVT, trong đó PVS hưởng lợi nổi bật nhờ vị thế dẫn đầu EPCIC. Song song, tiến trình cơ cấu vốn nhà nước có thể tạo chất xúc tác ngắn hạn đối với thị giá GAS, BSR và PLX.

Điện: Nhu cầu điện tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong năm 2026 trong bối cảnh thời tiết nóng hơn và khả năng cao chuyển sang chu kỳ El Niño. Trong 4T2026, tổng sản lượng điện toàn hệ thống tăng 8% svck lên 107 tỷ kWh, trong khi giá than và khí tăng dự kiến sẽ kéo giá thị trường điện toàn phần (FMP) tăng cao. Nhiệt điện than nhiều khả năng sẽ hưởng lợi từ mức huy động cao hơn, trong khi thủy điện và nhiệt điện khí duy trì triển vọng Trung lập do áp lực từ điều kiện thời tiết và chi phí đầu vào. Năng lượng tái tạo tiếp tục được hỗ trợ bởi các mục tiêu dài hạn của Quy hoạch điện VIII điều chỉnh và chính sách chuyển đổi xanh. EVN dự kiến tổng vốn đầu tư khoảng 25 tỷ USD cho giai đoạn 2025–2030, tương đương khoảng 5 tỷ USD mỗi năm, nhằm triển khai các dự án quy mô lớn về nguồn điện và hạ tầng lưới điện. Đây là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp xây lắp điện như TV2, PC1, cũng như các doanh nghiệp tư nhân mở rộng danh mục dự án, đặc biệt trong lĩnh vực năng lượng tái tạo như GEG, HDG, PC1, REE có thêm động lực tăng trưởng.

CNTT: Ngành CNTT Việt Nam đang được hỗ trợ bởi sự hội tụ của các động lực từ thực thi chính sách, mức độ ứng dụng công nghệ số và xu hướng tăng trưởng của thị trường toàn cầu. Các định hướng của Chính phủ — bao gồm Nghị quyết số 57-NQ/TW, gói tín dụng 20 tỷ USD dành cho hạ tầng số và các yêu cầu nội địa hóa dữ liệu — đang thúc đẩy đầu tư vào nền kinh tế số và củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn của ngành. Hạ tầng số là cơ hội tăng trưởng rõ nét, được hỗ trợ bởi chi phí xây dựng trung tâm dữ liệu thấp, giá điện cạnh tranh, sự quan tâm ngày càng lớn từ các nhà cung cấp dịch vụ đám mây quy mô lớn, dòng vốn FDI liên quan đến bán dẫn và xu hướng gia tăng đầu tư vào AI. Bất chấp triển vọng tăng trưởng khả quan, FPT vẫn đang giao dịch ở mức định giá chiết khấu, tạo ra cơ hội hấp dẫn về tương quan giữa tăng trưởng và định giá, đặc biệt khi các doanh nghiệp công nghệ Việt Nam từng bước dịch chuyển lên các phân khúc có giá trị gia tăng cao hơn như chuyển đổi số và các giải pháp AI.

Viễn thông: Theo Cục Thống kê, doanh thu ngành viễn thông trong Q1/2026 ước đạt 103 nghìn tỷ đồng, tăng 9% svck, phản ánh động lực bền vững từ nhu cầu chuyển đổi số. Về mặt chính sách, Quyết định số 23/2026/QĐ-TTg mở rộng định hướng ưu tiên đầu tư đối với các công nghệ chiến lược và sản phẩm công nghệ cao Make in Vietnam, bao gồm 5G-Advanced (5G-A), 6G, AI và Blockchain. Trong khi đó, Thông tư số 56/2026/TT-BTC sửa đổi quy định về phí quyền hoạt động viễn thông, góp phần tối ưu chi phí nghĩa vụ công ích và chi phí cấp phép cho các nhà mạng đang đẩy mạnh đầu tư quy mô lớn vào hạ tầng phổ tần 5G.

Thực phẩm & Đồ uống và Bán lẻ: VNM, QNS và MWG tiếp tục cho thấy nền tảng lợi nhuận bền vững bất chấp bối cảnh ngành còn phân hóa. VNM ghi nhận tăng trưởng mạnh trong Q1/2026 nhờ sự phục hồi của thị trường nội địa, mở rộng hoạt động quốc tế và cải thiện biên lợi nhuận từ quá trình tái cấu trúc sản phẩm, đồng thời duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn. QNS hưởng lợi từ nhu cầu sửa chữa nành cải thiện và giá đường dần ổn định, qua đó giúp giảm bớt biến động lợi nhuận gắn với chu kỳ giá đường. Trong khi đó, đà mở rộng của MWG vẫn được duy trì khi ĐMX tiếp tục ghi nhận tăng trưởng doanh số hai chữ số và BHX đẩy mạnh hệ thống cửa hàng cùng với cải thiện hiệu quả sinh lời. Động lực tăng trưởng lợi nhuận trung hạn cùng kế hoạch IPO của ĐMX có thể hỗ trợ triển vọng định giá của MWG.

Cá tra: Nhu cầu cá tra toàn cầu được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong năm 2026, dù triển vọng tăng trưởng có thể phân hóa giữa các khu vực. Thị trường Mỹ nhiều khả năng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, nhờ căng thẳng thương mại Mỹ - Trung leo thang cùng các mức thuế quan có thể làm suy yếu xuất khẩu cá rô phi của Trung Quốc, qua đó tạo điều kiện để cá tra gia tăng thị phần. Giá các loài cá thịt trắng cạnh tranh ở mức cao, do hạn chế nguồn cung, hạn ngạch đánh bắt và thuế xuất khẩu, cũng được kỳ vọng sẽ cải thiện sức cạnh tranh về giá của cá tra. Trong khi đó, xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Trung Quốc được dự phóng sẽ đi ngang trong năm 2026, trong khi nhu cầu từ EU và Brazil duy trì ổn định xuyên suốt cả năm.

Dệt may: Xung đột kéo dài giữa Mỹ và Iran được kỳ vọng sẽ làm suy yếu nhu cầu tại các thị trường dệt may trọng điểm trong bối cảnh giá cả gia tăng và tăng trưởng kinh tế chậm lại. Mặc dù lượng hàng tồn kho tại các thương hiệu toàn cầu lớn vẫn duy trì ở mức tương đối thấp, khách hàng nhiều khả năng sẽ thận trọng hơn trong hoạt động đặt hàng trong năm 2026. Trong bối cảnh này, các doanh nghiệp dệt may có mức độ tiếp xúc lớn hơn với thị trường Mỹ có thể ghi nhận kết quả vượt trội so với mặt bằng chung ngành. Dù đối mặt với những áp lực ngắn hạn, triển vọng dài hạn của cả mảng may mặc và sợi vẫn duy trì tích cực, được hỗ trợ bởi xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng ngày càng tăng tốc và sự dịch chuyển sản xuất tiếp tục ra khỏi Trung Quốc. Các cổ phiếu ưu tiên gồm TNG, MSH và PPH.

DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Mã	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng	Beta điều chỉnh
Ngân hàng	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam	68,200	10%	0.84
	CTG	Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	41,200	21%	1.02
	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	28,900	11%	0.82
	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	38,900	23%	1.12
	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	33,800	28%	1.17
	HDB	Ngân hàng TMCP Phát Triển TP.HCM	32,000	27%	1.06
	VIB	Ngân hàng TMCP Quốc Tế Việt Nam	21,500	35%	0.80
	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	33,300	32%	0.99
	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	77,800	18%	0.84
	EIB	Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam	25,500	21%	0.97
	TPB	Ngân hàng TMCP Tiên Phong	17,900	14%	1.07
Thép	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	31,800	32%	0.91
	GDA	CTCP Tôn Đông Á	16,600	20%	0.82
	NKG	CTCP Thép Nam Kim	15,900	16%	1.01
Khu công nghiệp	GVR	Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	38,200	10%	1.23
	IDC	Tổng Công ty IDICO - CTCP	53,800	24%	0.92
Bất động sản	KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	29,150	27%	0.99
	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long	35,000	32%	0.89

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research (Lợi nhuận kỳ vọng theo giá đóng cửa ngày 3/06/2025)

DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Mã	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng	Beta điều chỉnh
Dầu khí	PVS	Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	54,700	42%	0.86
	PLX	Tập đoàn Xăng Dầu Việt Nam	50,300	28%	0.85
Tiện ích	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	28,800	28%	0.67
	GEG	CTCP Điện Gia Lai	18,500	32%	0.45
	BWE	Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương	58,000	35%	0.56
CNTT	FPT	CTCP FPT	91,570	20%	0.71
Viễn thông	CTR	Tổng Công ty cổ phần Công trình Viettel	98,800	10%	0.91
Thực phẩm & Đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	76,800	32%	0.65
	QNS	CTCP Đường Quảng Ngãi	55,400	17%	0.53
Bán lẻ	MWG	CTCP Đầu tư Thế giới Di động	100,000	27%	1.05
Cá tra	VHC	CTCP Vĩnh Hoàn	69,900	21%	0.82
	ANV	CTCP Nam Việt	25,900	22%	0.99
Dệt may	MSH	CTCP May Sông Hồng	42,800	26%	0.68
	TNG	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	26,000	39%	0.81
	PPH	Tổng CTCP Phong Phú	37,500	33%	0.54

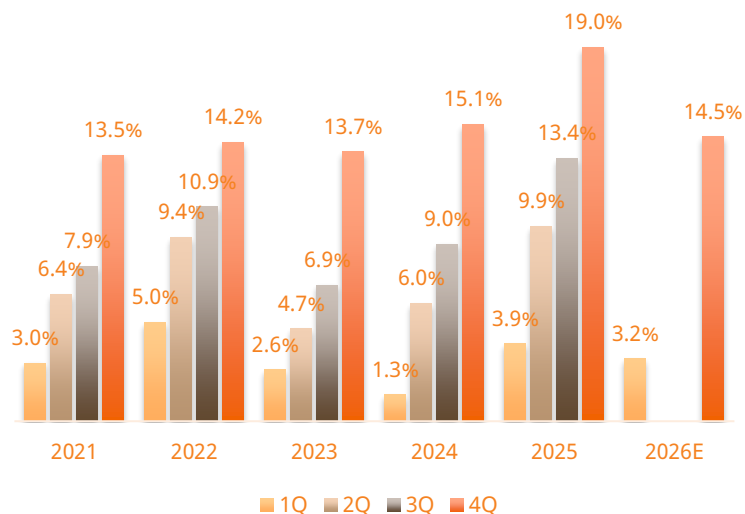
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research (Lợi nhuận kỳ vọng theo giá đóng cửa ngày 3/06/2025)

Ngân hàng - Xây dựng nền móng

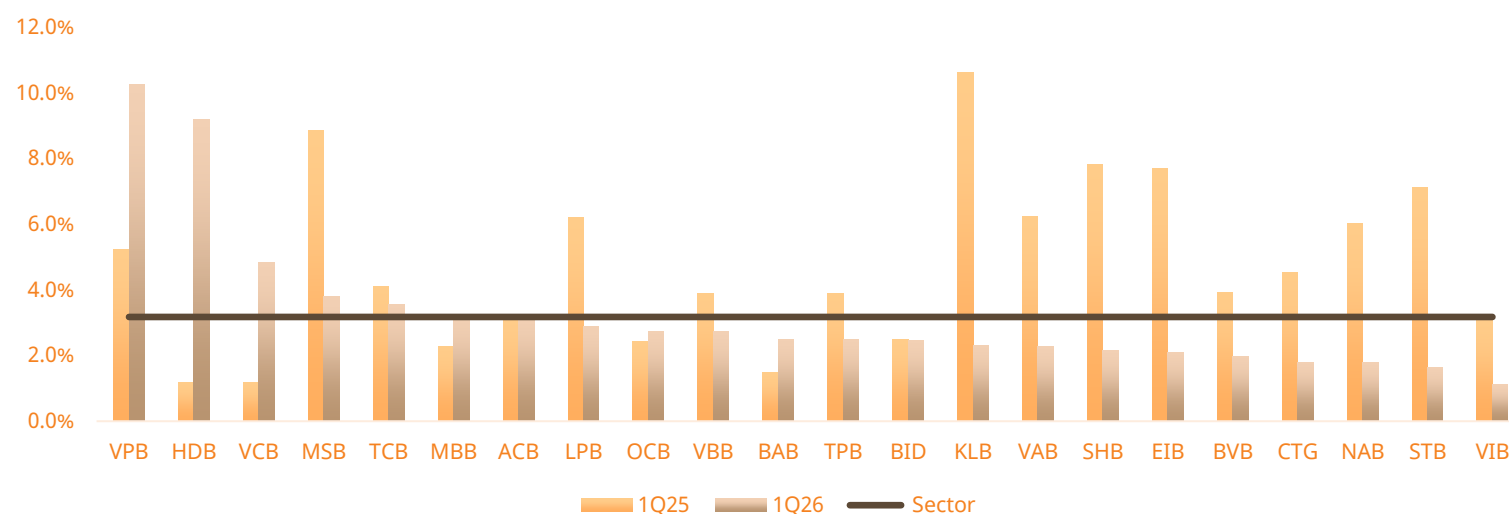
Giảm tốc cần thiết

- **Tốc độ tăng trưởng tín dụng Q1/26 có phần thấp hơn svck., nhưng không quá lệch pha trong trung dài hạn.** Đến cuối quý, tổng tín dụng toàn hệ thống đạt gần 19.2 triệu tỷ, tăng 3.18% sv.2025, thấp hơn mức trần tín dụng theo quý (1/4 mục tiêu năm) nhưng có phần nhỉnh hơn tăng trưởng được giao cho các ngân hàng đầu kỳ (~3%).
- **Khối NH niêm yết vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực hơn mặt bằng chung, ghi nhận tăng khoảng 3.6% trong quý đầu năm với sự phân hóa có phần thu hẹp.** Trái với 2025, nhóm ngân hàng lớn dần lấy lại vai trò dẫn dắt với những ngân hàng lớn như VPB (+10.3%), HDB (8.0%), VCB (+4.8%), và MBB (+3.3%). Khác biệt trong chiến lược điều hành thị trường tiền tệ so với những năm gần đây là chủ trương tăng trưởng đang được định hướng phân bổ đồng đều hơn theo các quý. Vì vậy, điểm chung tại nhóm tăng trưởng cao là các ngân hàng có đóng góp tích cực cho ngành (hỗ trợ các tổ chức tín dụng yếu kém), nên được hạn mức tăng trưởng có phần cao hơn đi kèm với nền tảng tài chính ổn định. Nhóm này cũng được dự phóng có mức tăng trưởng cao hơn so với mặt bằng chung, trung bình nằm trong khoảng 14-25% cho 2026.
- **Chúng tôi duy trì tăng trưởng kỳ vọng ở mức 14.5% cho 2026,** tuy thấp hơn nhẹ so với mục tiêu từ phía nhà điều hành đặt ra từ cuối 2025, nhưng sẽ khá phù hợp với bối cảnh hiện tại. Các rủi ro ảnh hưởng đến kỳ vọng cung tiền: 1) Lạm phát cơ bản quý 1 bình quân tuy chỉ tăng 3.96% svck (thấp hơn mục tiêu 4.5%), nhưng tính riêng tháng 3 thì lạm phát tăng mạnh 4.65% (do bất ổn Trung Đông ảnh hưởng giá cả năng lượng và tác động lan tỏa), tuy có phần hạ nhiệt nhờ giảm các loại thuế tiêu thụ/nhập khẩu nhưng xu hướng cần ổn định; 2) Áp lực tỷ giá duy trì ở mức cao; và 3) Tình hình thanh khoản vẫn chưa có dấu hiệu giảm căng thẳng. Mặt bằng lãi suất gia tăng cũng ảnh hưởng đến cầu tín dụng, đặc biệt là đối với nhóm đầu cơ. Ngoài ra, mặc dù mục tiêu vĩ mô tăng trưởng cao (GDP 2 chữ số), tuy nhiên, các cấp quản lý cũng nhận định cần giảm sự phụ thuộc của tăng trưởng nhờ tín dụng. Thực tế, tăng trưởng tín dụng Q1/26 mặc dù không cao như cùng kỳ, tốc độ tăng trưởng kinh tế lại ghi nhận gia tốc tích cực với +7.83% svck. (Q1/2025: +7.07% svck.), cho thấy xu hướng giảm phụ thuộc đang có phần đi đúng kỳ vọng. Việc phân bổ hạn mức tăng trưởng tín dụng trong từng giai đoạn cũng giúp NHNN có không gian điều hành nhằm cân bằng các mục tiêu trọng yếu.

Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm (2021-2026)



Tăng trưởng tín dụng của các NH



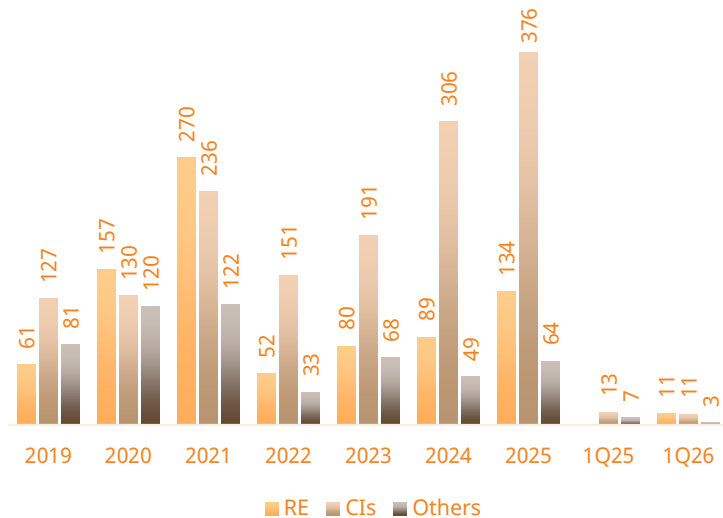
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset VN

Ngân hàng - Xây dựng nền móng (tt.)

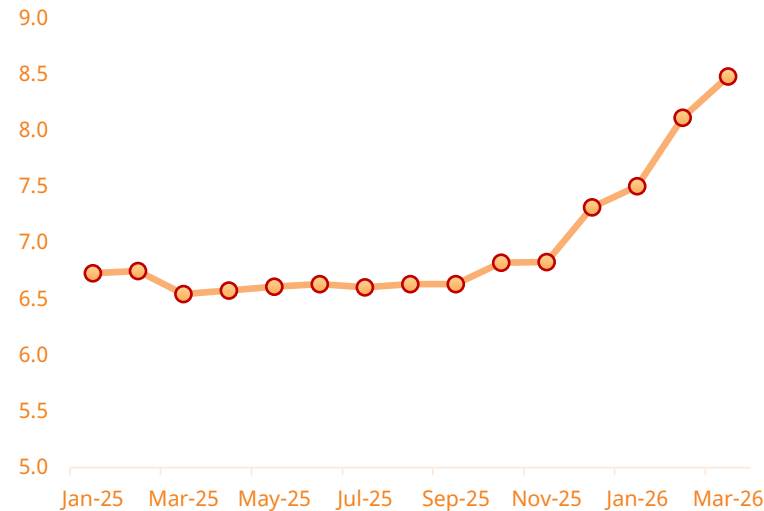
Điều chỉnh trọng tâm

- Số liệu sơ bộ tăng trưởng giữa các phân khúc khách hàng hiện vẫn cho thấy đa phần tỷ trọng KHCN tại các ngân hàng vẫn ghi nhận xu hướng giảm trong kỳ Q1/2026, kỳ vọng duy trì mặt bằng này trong 2026.** Ngoài yếu tố mùa vụ, mức tăng cao hơn của KHDN còn bị ảnh hưởng bởi triển vọng kinh tế có phần biến động mạnh trong ngắn hạn ảnh hưởng đến nhu cầu tín dụng của nhóm KHCN và đặc biệt là các thông tin không mấy tích cực xoay quanh triển vọng đầu tư BĐS như 1) giá neo cao trong khi lượng cung tăng nhưng lượng giao dịch lại giảm (theo BC từ BXD), 2) động thái kiềm chế tín dụng đối với những ngành có rủi ro cao (trong đó có BĐS), và 3) lãi suất tăng nhanh. Trường hợp nổi bật với khả năng duy trì gia tăng tỷ trọng bán lẻ trong kỳ có thể kể đến là TCB nhờ đối tác lâu năm của NH có dòng sản phẩm đều đặn và sở hữu tập khách hàng có thu nhập cao.
- Lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng tăng mạnh, thúc đẩy sự can thiệp cần thiết từ phía nhà điều hành.** Theo thống kê từ lãi suất cho vay trung bình tại các ngân hàng, xu hướng tăng bắt đầu từ cuối 2025 khi các ngân hàng điều chỉnh tăng lãi suất huy động. Đến cuối Q1/2026, lãi suất tại 12 NHTM có công bố lãi suất cho vay bình quân tăng trung bình khoảng 170đcb so với giai đoạn giữa 2025 (là giai đoạn có lãi suất cho vay chạm đáy). Mức gia tăng này cao hơn đáng kể so với mức gia tăng lãi suất huy động khoảng từ 100-125đcb, và cao hơn kỳ vọng ban đầu khoảng 50-70đcb cho thấy động thái điều tiết là cần thiết từ phía nhà điều hành nhằm tránh việc các sự kiện cục bộ có thể ảnh hưởng đến mặt bằng lãi suất của hệ thống.
- Chi phí vay gia tăng, đẩy lợi suất phát hành trái phiếu doanh nghiệp.** Theo dữ liệu VBMA, lượng phát hành TPDN trong 1Q26 đạt gần 25 nghìn tỷ, tăng gần 25% svck. với sự trở lại của nhóm doanh nghiệp BĐS (Q1/2026: ~11.2 nghìn tỷ sv. Q1/2025: 0), trong khi nhóm các định chế tài chính ghi nhận giảm nhẹ -14.8% svck. Đồng pha với xu hướng tăng của lãi suất cho vay, lãi suất phát hành cũng ghi nhận xu hướng tăng nhưng có phần phân hóa. Lãi suất phát hành của các TCTD lớn ghi nhận tăng, nhưng có phần nhẹ hơn khi biên cộng thêm gia tăng khoảng 40-60đcb. Ngược lại, lãi suất phát hành của các doanh nghiệp BĐS ghi nhận xu hướng tăng cao hơn với khoảng lãi suất thường thấy tăng từ 8-12% lên mức 11-14.5% trong các tháng gần đây. Diễn biến này không chỉ tác động bởi lãi suất tăng tại kênh thay thế (vay ngân hàng) mà còn phản ánh rủi ro địa chính trị, cũng như chủ trương hạn chế tín dụng rủi ro tập trung. Với kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ được ổn định, áp lực chi phí huy động tại thị trường TPDN sẽ được giảm thiểu phần nào, tuy nhiên, lợi suất hiện tại vẫn khá hấp dẫn đối với phân khúc ngân hàng đầu tư.

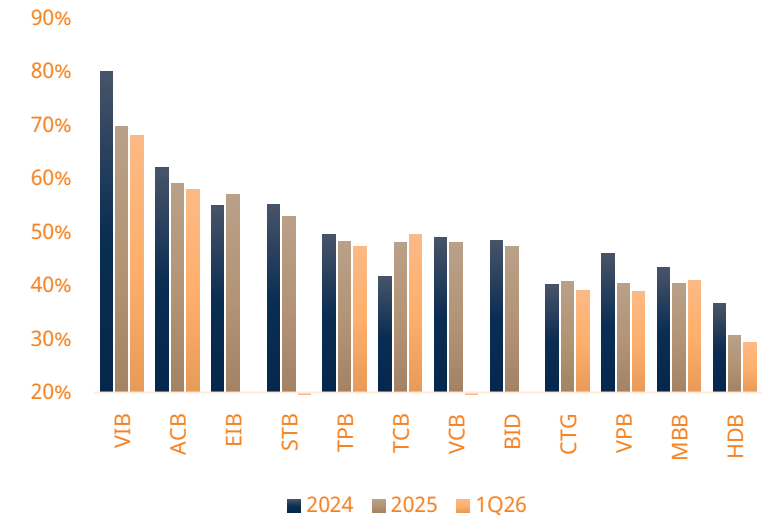
Phát hành TPDN (nghìn tỷ)



Lãi suất cho vay bình quân



Tỷ trọng KHCN



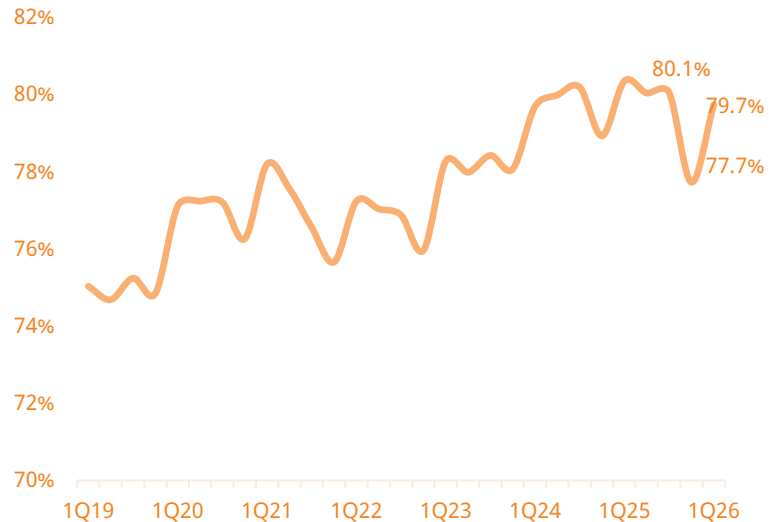
Nguồn: VBMA, Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng - Xây dựng nền móng (tt.)

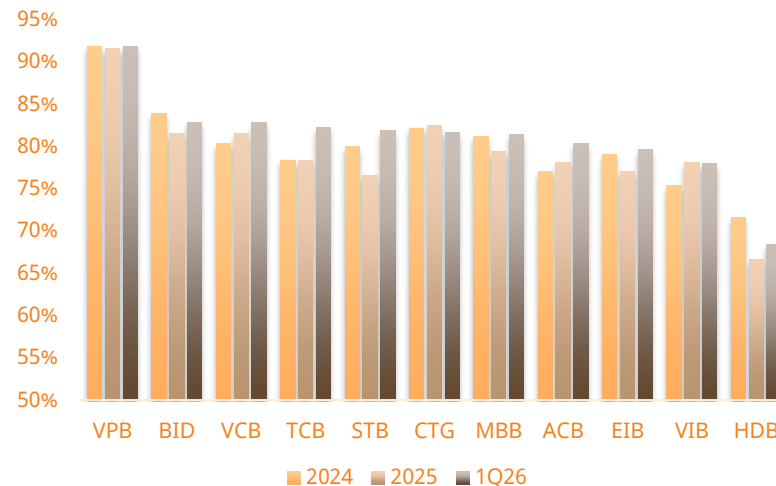
Kế hoạch dài hạn

- Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) của các NHNY tăng trở lại nhưng không đáng ngại.** Nhờ lãi suất dần nhích tăng từ nửa sau Q4/2025, LDR cho dấu hiệu hạ nhiệt nhanh, tuy nhiên, có phần tăng trở lại do chênh lệch huy động và tín dụng (đa phần cho vay). Với kỳ vọng lãi suất huy động sẽ duy trì ở mức hấp dẫn, tăng trưởng tín dụng vừa phải, và các tác nhân trong ngắn hạn ảnh hưởng đến tiền gửi giảm dần, tỷ lệ này kỳ vọng sẽ giảm dần 1-2%p (trung bình) đối với nhóm chúng tôi theo dõi. Ngoài ra, mức LDR tăng tại nhiều ngân hàng, đặc biệt là nhóm NHQD trong Q1/2026, cũng chịu ảnh hưởng một phần từ việc loại trừ toàn bộ tiền gửi KBNN khỏi công thức tính (sv. mức 20% trong 2025). Kỳ vọng áp lực này sẽ được hỗ trợ phần nào từ TT08/2026 khi cách tính được đưa về tương tự giai đoạn 2025, trong bối cảnh thanh khoản đến đầu T5/2026 vẫn khá căng thẳng với tín dụng(+4.3% sv.2025) và huy động(+1.94%) vẫn tăng trưởng lệch pha.
- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) duy trì ổn định với mặt bằng cao hơn sau khi áp dụng chuẩn theo TT.14/2025.** Theo dữ liệu cập nhật đến cuối T4/2026, hiện đã có một vài ngân hàng áp dụng tính hệ số này theo chuẩn mới như VIB và ACB, ghi nhận CAR tăng tốt trong quý 4/2025 và duy trì ổn định ở mức cao trong 2026. Tuy việc áp dụng theo tiêu chuẩn này không bảo đảm gia tăng toàn bộ CAR của các ngân hàng, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng với tỷ trọng bán lẻ cao sẽ có tác động tích cực hơn trong khi đối với những ngân hàng bán buôn thì sẽ tùy thuộc mức độ rủi ro của các lĩnh vực chủ đạo của danh mục.
- Lên kế hoạch nâng cao tiêu chuẩn với lộ trình phù hợp theo dự thảo sửa đổi TT.22/2019.** Theo bản dự thảo sơ bộ ghi nhận nhiều thay đổi trọng yếu trong tiêu chuẩn đo lường khả năng thanh khoản của các ngân hàng với những tỷ lệ chính như sau: 1) Thay thế LDR bằng CDR (tín dụng trên huy động) với mức trần giữ nguyên (85%) trong đó mở rộng tử số và thu hẹp mẫu số, qua đó gia tăng sự phụ thuộc của tài sản chịu rủi ro đối với huy động; 2) Thay thế dự trữ thanh khoản (LRR), khả năng chi trả 30 ngày, và huy động ngắn cho vay trung và dài bằng khả năng chi trả (LCR) và tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng (NSFR), ít tiêu chí hơn nhưng yêu cầu cao hơn; và 3) Mở rộng các định nghĩa, đặc biệt là tín dụng - tài sản rủi ro (bao gồm cả nội và ngoại bảng). Mặc dù, không bắt buộc tuân thủ toàn bộ, (CDR có thể không duy trì dưới 85% nhưng cần hoàn thành LCR và NSFR ở mức độ cao nhất), cho thấy định hướng nâng chuẩn an toàn thanh khoản cho hệ thống nhưng nhìn chung sẽ thêm rào cản cho vấn đề tăng trưởng của ngân hàng, đặc biệt là đối với tín dụng cho những lĩnh vực có rủi ro cao một cách hệ thống thay vì quy định trần tăng trưởng như hiện tại. Như vậy, quy định trần tăng trưởng có thể được gỡ bỏ tại thời điểm những tiêu chí này được hoàn thành.

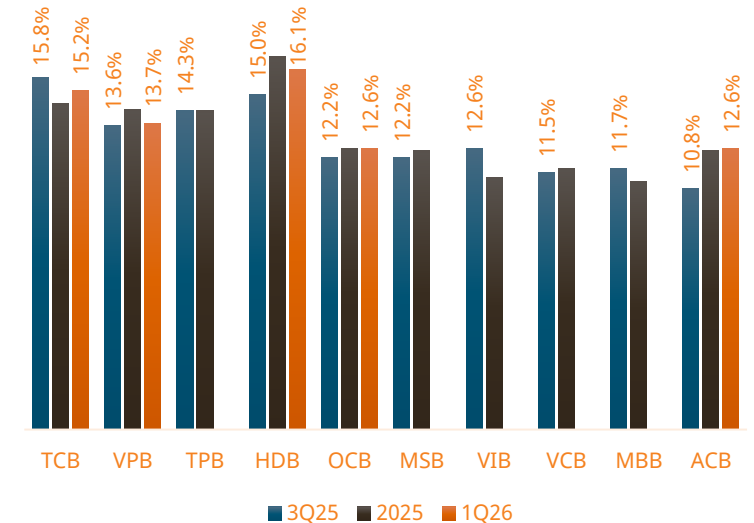
Cho vay trên tiền gửi (LDR) (NHNY)



LDR hợp nhất



Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)



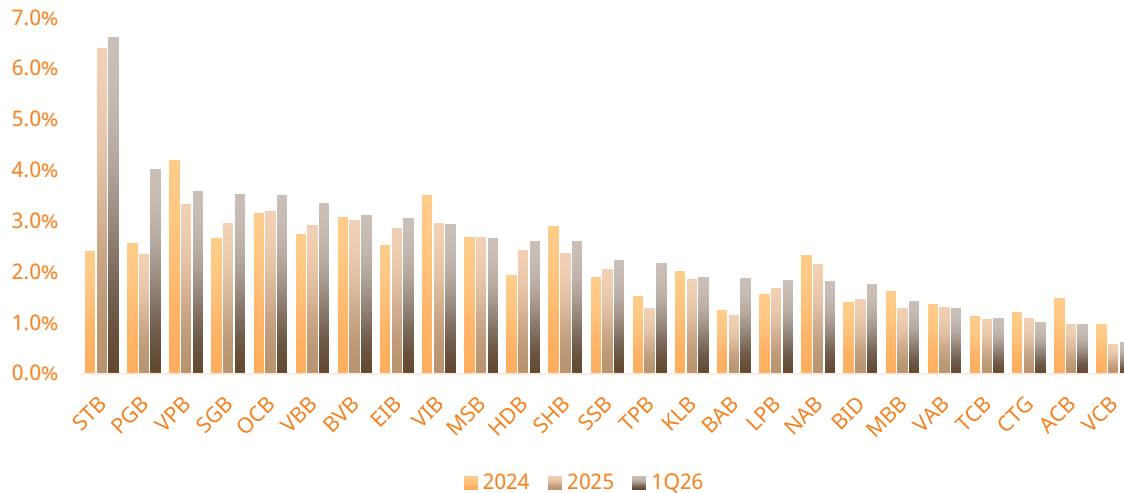
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng - Xây dựng nền móng (tt.)

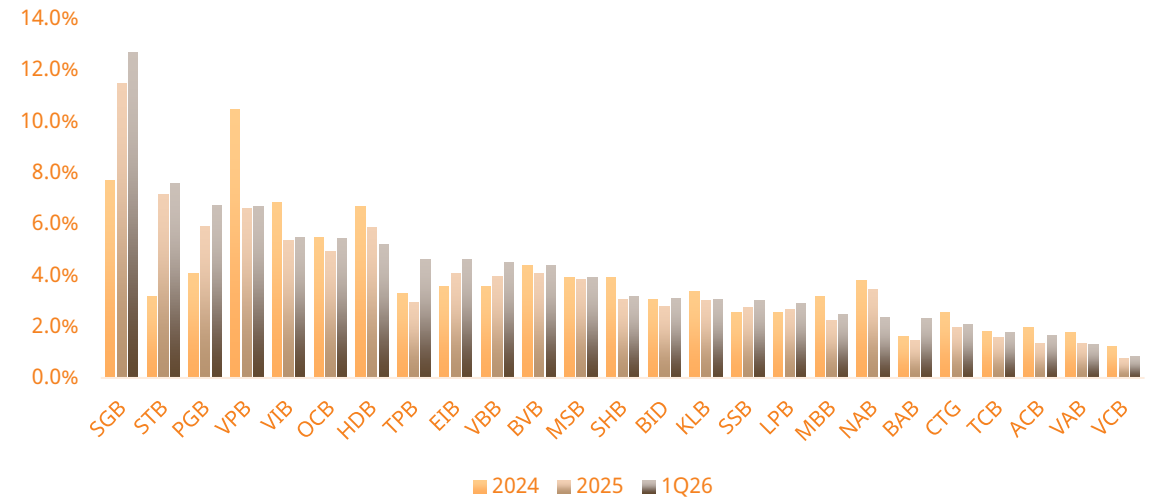
Phân cực

- Xu hướng giảm bị tác động bởi nhiều yếu tố khách quan nhưng vẫn cần cẩn trọng.** Tỷ lệ nợ xấu (NPL, nhóm 3-5) của các NHNY tăng 15đcb trong Q1/2026 lên mức 2.01% (Q1/2025: +23đcb) khi mặt bằng lãi suất cho vay tăng mạnh và tăng trưởng tín dụng cũng có phần chững lại. Xu hướng này cũng đồng thời ghi nhận tại tỷ lệ nợ xấu mở rộng (Gr. NPL +21đcb từ đầu năm, Q1/2025: +22đcb). Tuy nhiên xét nội ngành, mức tăng tại các nhóm ngân hàng lại có sự phân hóa mạnh với nhóm chất lượng cao ghi nhận chỉ số được duy trì trong khi nhóm chất lượng trung bình (đa phần là các ngân hàng tầm trung) ghi nhận sự tăng mạnh, gia tăng rủi ro hệ thống và thúc đẩy can thiệp kịp thời từ phía nhà điều hành.
- Chỉ đạo bình ổn mặt bằng lãi suất hỗ trợ triển vọng chất lượng tài sản.** Việc duy trì lãi suất ở mức thấp trong thời gian quá dài sẽ dẫn đến hệ quả không mong muốn, và để lãi suất vận hành theo hướng thị trường sẽ hỗ trợ cho tình trạng căng thanh khoản của hệ thống. Tuy nhiên, việc thay đổi quá nhanh có thể tạo ra những cú hệt thanh khoản tại nhiều ngân hàng dẫn đến những tác động tiêu cực lên xu hướng lãi suất chung/mức lãi suất phù hợp, qua đó không chỉ không giải quyết được vấn đề căng thanh khoản mà còn áp lực lên chất lượng tài sản, thu nhập và tình trạng ổn định của hệ thống. Đầu T4/2026, NHNN đã có những động thái điều tiết phù hợp. Với mặt bằng lãi suất đang cho dấu hiệu bình ổn gần vùng kỳ vọng cho cả năm 2026, các tỷ lệ nợ xấu được dự phóng có thể tăng tiếp nhưng không quá đáng kể trong ngắn hạn đối với nhóm chất lượng cao trong khi các ngân hàng tầm trung sẽ tập trung xử lý nợ xấu.

NPL



NPL mở rộng



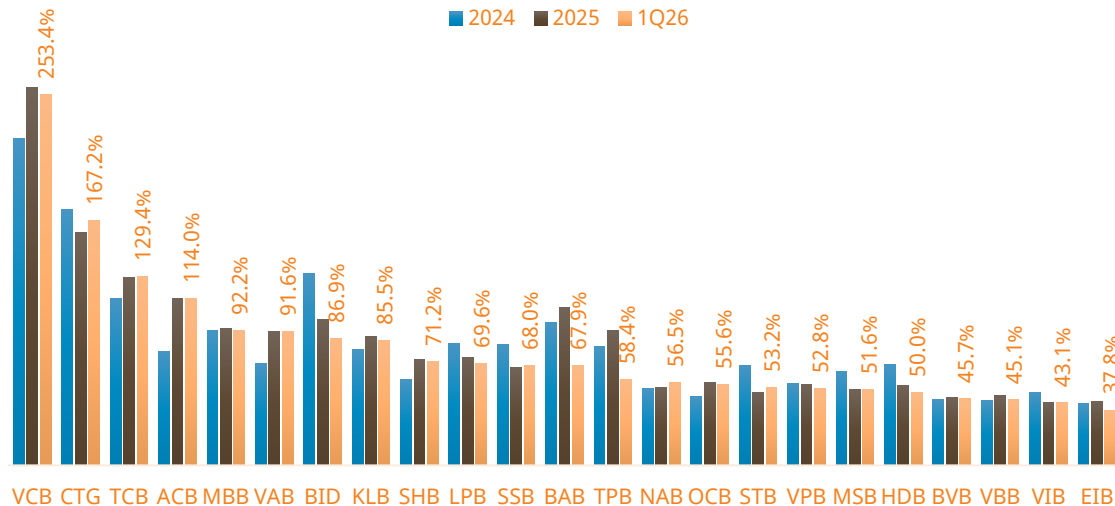
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng - Xây dựng nền móng (tt.)

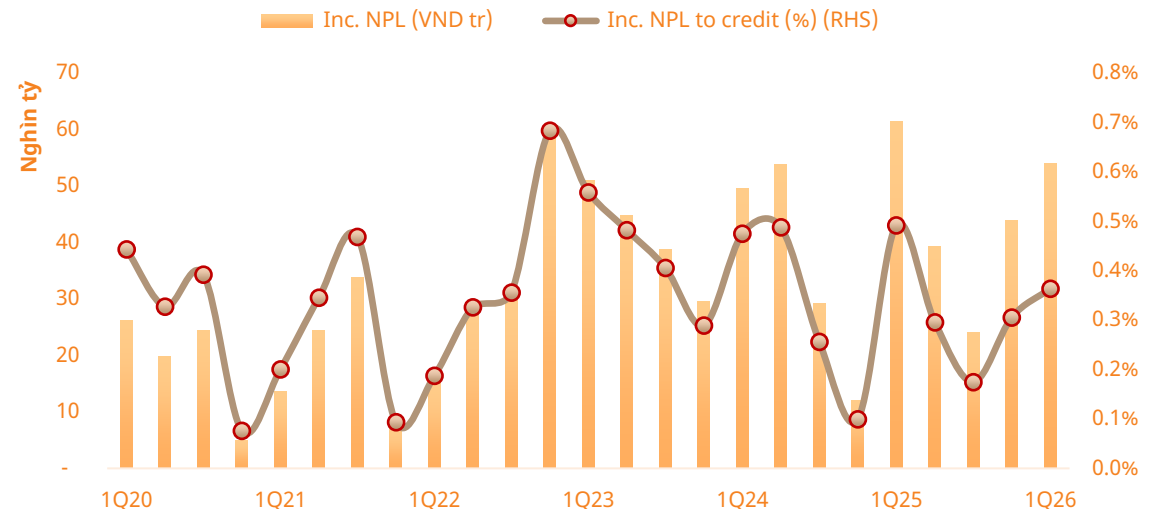
Bối cảnh thay đổi định mức

- Dù bộ đệm dự phòng giảm thấp tương đối, chưa ra khỏi vùng trung bình nhưng vẫn cần thận trọng.** Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của các ngân hàng ghi nhận giảm tương đối trong kỳ (-3.4%p) xuống mức 79.5% - thấp trong nhiều năm kể từ cuối 2017 đầu 2018, nhưng cũng không quá thấp so với Q2/2025 với 79.8%. Xét riêng các ngân hàng trong ngành, dù mức giảm ghi nhận rõ tại một số ngân hàng như BID, TPB, hay HDB, mức bao phủ hiện tại vẫn chưa lệch quá xa so với quá khứ hay mức bình quân trong cùng phân khúc. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ cần gia tăng trích lập nhiều hơn trong thời gian tới nhằm tăng bộ đệm khi danh mục KHDN liên tục gia tăng tỷ trọng 2 năm trở lại đây, đặc biệt là phân khúc KD BĐS, khiến định mức bộ đệm phù hợp tăng tương đối.
- Xu hướng nợ xấu phát sinh mới diễn tiến đồng pha với lãi suất, kỳ vọng ổn định nhờ triển vọng lãi suất tiệm cận đỉnh và các yếu tố bất ổn giảm dần.** Tổng giá trị nợ xấu phát sinh trong kỳ Q1/2026 được ước tính khoảng 53.4 nghìn tỷ, tăng so với Q4/2025 khoảng 23.2% nhưng lại giảm tương đối so với cùng kỳ Q1/2025 (ước khoảng 61.4 nghìn tỷ, tăng gần 4 lần sv. Q4/2024). So với tổng mức tín dụng, tỷ lệ phát sinh nợ xấu trong quý là khoảng 0.36% tăng 5đcb sv. Q4/2025 nhưng giảm 13đcb sv. Q1/25.

LLR



Nợ xấu phát sinh mới trong quý



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

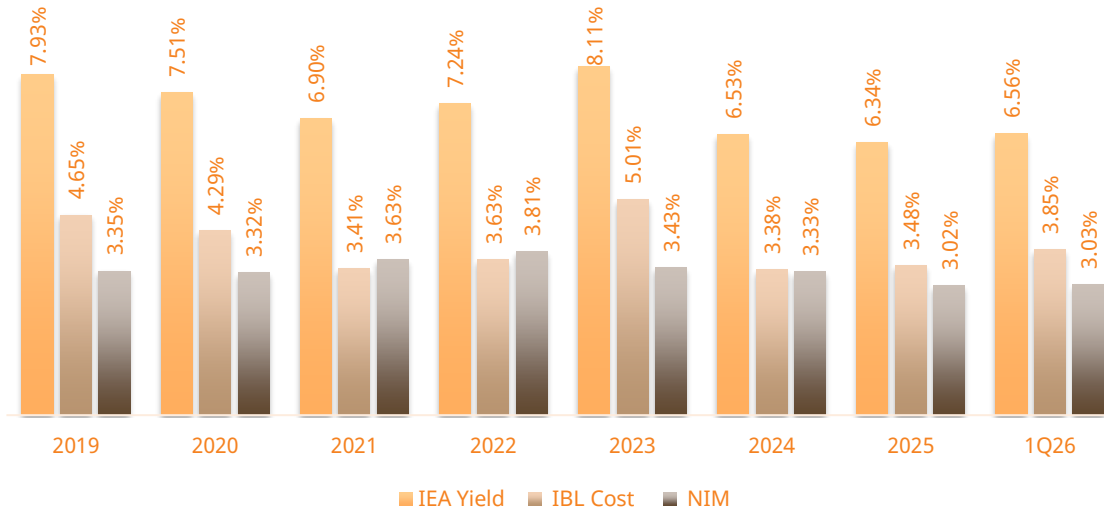
Chú thích: Incremental NPL: Nợ xấu phát sinh mới; Inc. NPL to credit: Tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới theo tổng tín dụng

Ngân hàng - Xây dựng nền móng (tt.)

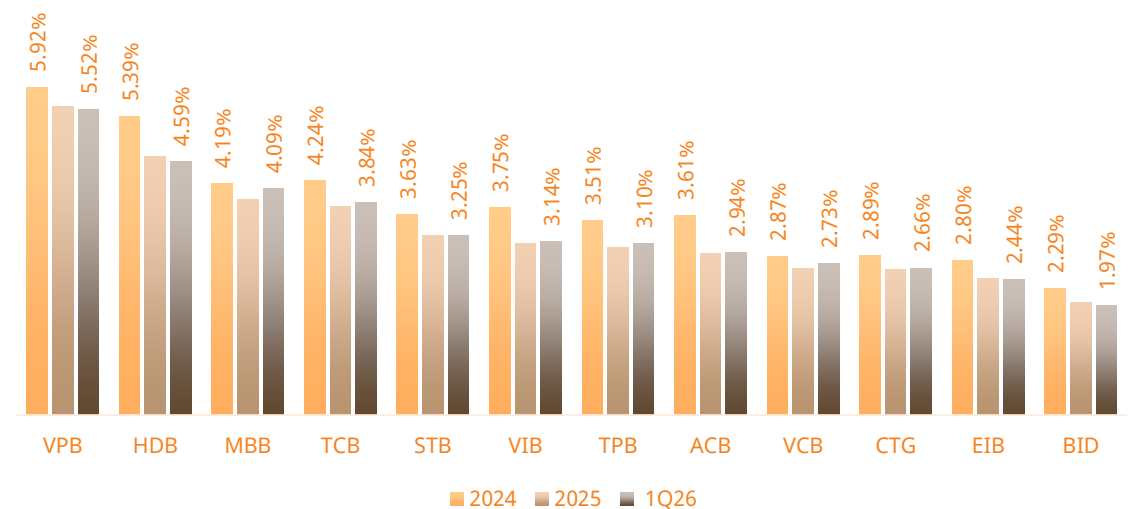
Dần tích cực

- **Biên lãi thuần (NIM) cho xu hướng hồi phục nhưng chưa rõ ràng, duy trì kỳ vọng cải thiện tiếp trong các kỳ tới.** Trong Q1/2026, NIM bình quân của nhóm NHNY bắt đầu tăng nhẹ 1đcb sv. Q4/2025 sau khi giảm 11đcb trong quý trước hay giảm 32đcb trong cả năm 2025. Tuy nhiên, xét tương quan giữa chi phí huy động và lợi suất tài sản, mức tăng của chi phí huy động vẫn có phần cao hơn, trong khi NIM tăng là nhờ tăng trưởng tài sản giảm dần cho phép thu lãi thuần dần bắt nhịp. Nếu tính NIM theo quý, NIM Q1/2026 giảm 11đcb sv. Q4/2025 (Q1/2025: -37đcb; Q4/2025: +6đcb QoQ). Xét riêng từng ngân hàng thì hơn một nửa các ngân hàng trong nhóm chúng tôi theo dõi ghi nhận NIM hồi phục tích cực hơn mặt bằng chung. Chúng tôi vẫn duy trì kỳ vọng NIM sẽ tiếp tục cải thiện trong các quý tiếp theo của 2026, tuy nhiên có điều chỉnh giảm khoảng 1-6đcb NIM mục tiêu của các ngân hàng sau động thái can thiệp sớm từ phía NHNN.
- **Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) tiếp tục cải thiện, nhờ kiểm soát chi phí và thu nhập lãi hồi phục.** CIR trung bình của các NHNY giảm còn 31.7% trong kỳ, -0.4%p sv.Q4/2025 và -1.8%p svck. Chúng tôi duy trì kỳ vọng CIR sẽ tăng nhẹ trong năm 2026. Mức giảm CIR trong thời gian qua chủ yếu được ghi nhận tại các ngân hàng vừa và nhỏ, trong bối cảnh nguồn thu nhập chịu áp lực từ môi trường lãi suất cao và chi phí dự phòng gia tăng. Trong khi đó, chi phí đầu tư vào hạ tầng số được kỳ vọng sẽ tăng trở lại khi triển vọng ổn định hơn, và CIR vẫn duy trì ở mức cao hoặc tiếp tục gia tăng tại nhiều ngân hàng lớn như VCB và CTG. Ngoài ra, những thay đổi (TT14/25) hay dự kiến thay đổi (sửa đổi TT22) trong luật cũng yêu cầu xây dựng khả năng tích trữ và phân tích dữ liệu, bên cạnh chi phí marketing hay xu hướng lượng giao dịch trực tuyến gia tăng không ngừng cũng đòi hỏi chi phí đầu tư đáng kể.

Lợi suất và chi phí



NIM của các ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

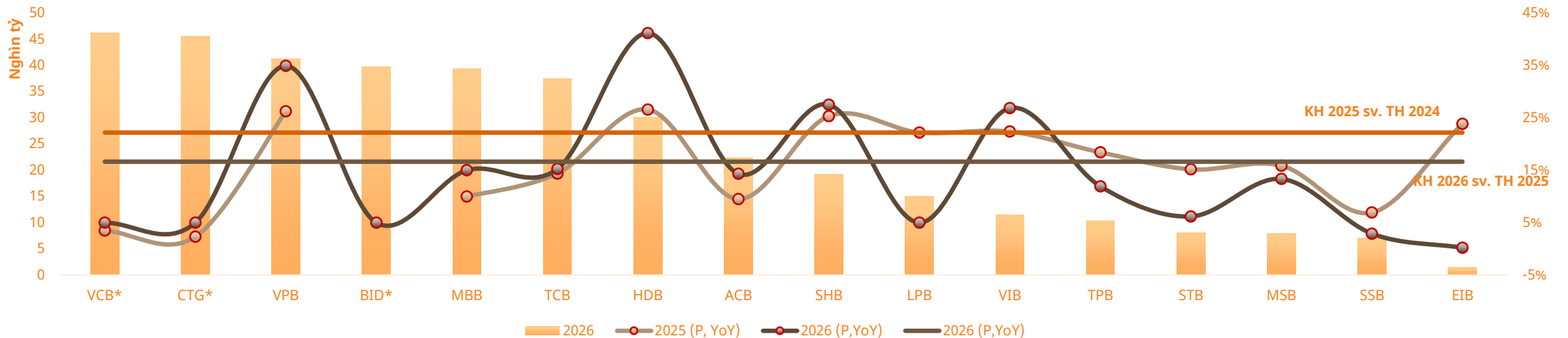
Chú thích: IEA Yield: Lợi suất tài sản; IBL cost: Chi phí huy động; NIM: Biên lãi thuần

Ngân hàng - Xây dựng nền móng (tt.)

Mục tiêu cần trọng

- Lợi nhuận của các NHNY vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tích cực, với sự trở lại mạnh mẽ từ các nguồn thu cốt lõi.** Trong quý đầu năm, LNTT của các ngân hàng niêm yết giảm tốc nhẹ, tăng 14.2% svck. (Q1/2025:+14.5% svck.), trong đó chứng kiến sự hồi phục từ nhóm các ngân hàng chúng tôi theo dõi +18.6% svck. (Q1/2025:+10.1% svck.), trong khi các ngân hàng tầm trung ghi nhận LNTT giảm 2.5%. Về cơ cấu thu chi của nhóm các ngân hàng chúng tôi theo dõi, các thu nhập cốt lõi tăng trưởng tích cực như thu thuần từ lãi (+18% svck.), và đặc biệt là thu từ phí dịch vụ hồi phục mạnh (+43.9%) nhờ các dịch vụ như bán chéo bảo hiểm hay liên quan đến chứng khoán, trong khi thu khác giảm 9.1% do lợi nhuận từ các hoạt động giao dịch FX/chứng khoán giảm mạnh đi kèm với mức nền cao trong năm trước từ hoạt động thu hồi nợ xấu. Với nguồn thu cốt lõi hồi phục và nợ xấu có phần gia tăng thì các ngân hàng cũng ghi nhận gia tăng chi phí trích lập nhằm đảm bảo duy trì tỷ lệ an toàn phù hợp, ghi nhận tăng 23.4%, trong khi chi phí hoạt động tăng thấp hơn chỉ khoảng hơn 10%.
- Trong bối cảnh thế giới còn nhiều bất ổn, áp lực lên không nhỏ đối với triển vọng kinh doanh trong nước cũng như kế hoạch năm 2025 của nhiều ngân hàng cũng chưa đạt kết quả khả quan (KH2025 LNTT: +22.2% sv. TH2025: +18.9%), kế hoạch LNTT của các ngân hàng hiện có phần khá thận trọng, kỳ vọng tăng bình quân khoảng 16.6%.** Mặc dù với điểm sáng từ mục tiêu tăng trưởng vĩ mô cao, tuy nhiên những biến số về địa chính trị gia tăng áp lực lên triển vọng kinh doanh chung của nền kinh tế cũng như ngành ngân hàng. Theo đó chúng tôi ước tính lợi nhuận của nhóm 12 ngân hàng mà chúng tôi theo dõi sẽ có phần giảm tốc so với mức tăng trưởng ghi nhận trong 2025 (+18.7%), đạt khoảng 341.5 nghìn tỷ tương đương mức tăng 15.4%, và có phần thấp hơn nhẹ so với kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận của các NHTM (+16.6%). Trong đó, động lực chính sẽ đến từ tăng trưởng nguồn thu lãi thuần (+18.7%) và dịch vụ (+15.3%), trong khi các loại chi phí như CPHĐ hay CPDP cũng tăng lần lượt là +13.6% và 18.5%.

Kế hoạch lợi nhuận trước thuế



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

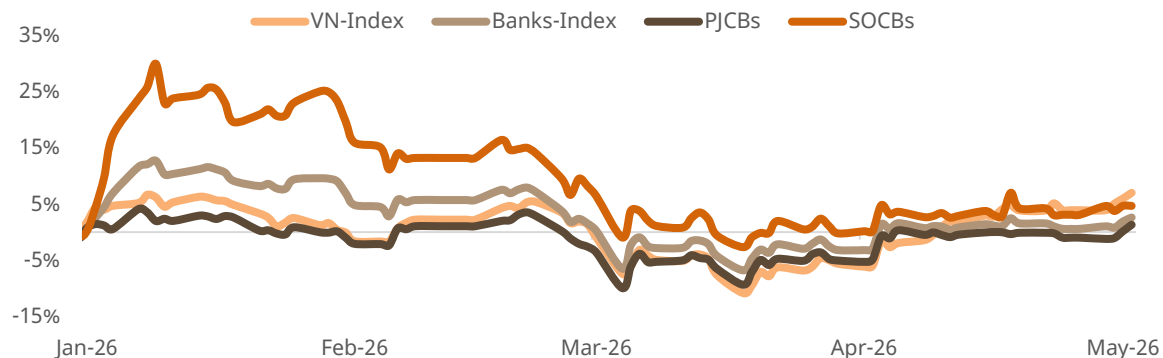
Chú thích: (*) : kế hoạch ngân hàng mẹ/vùng thấp của khoảng mục tiêu tăng trưởng.

Ngân hàng - Xây dựng nền móng (tt.)

Giai đoạn chuyển giao

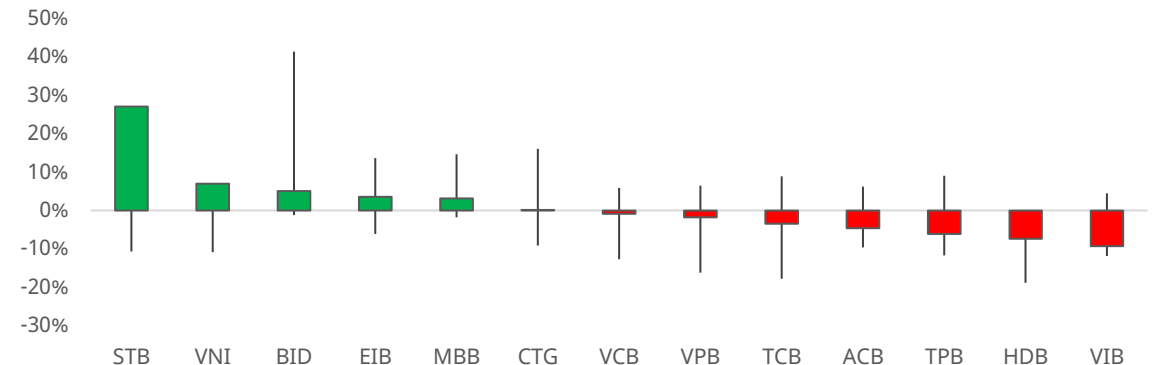
- Diễn biến kém tích cực khi tăng trưởng có phần tụt lại trong ngắn hạn:** Mặc dù lợi nhuận ngành vẫn liên tục duy trì mốc trên 2 chữ số (+14.2% svck.), tuy nhiên so sánh tương quan với mức tăng trưởng toàn thị trường (+38.2%) thì kém hấp dẫn hơn nhiều. Ngoài ra, những sự kiện lớn cũng hướng sự chú ý của dòng tiền đầu tư ngắn hạn về những cổ phiếu có tính câu chuyện cao như dầu khí, năng lượng, đi kèm với đó là sự tăng trưởng vượt trội của một số nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn/siêu lớn, cũng ảnh hưởng đến hiệu quả diễn biến giá của ngành. Diễn biến này thể hiện qua mức tăng trưởng vượt trội trong những tháng đầu năm và kém tích cực hơn sau khi chiến tranh vùng vịnh khởi phát. Mặc dù chiến sự kéo dài hơn kịch bản cơ sở thị trường (4-6 tuần), diễn biến giá năng lượng, dù biến động mạnh, nhưng vẫn duy trì quanh mức 80-110 USD/thùng dầu Brent, qua đó giảm dần sức hút của những câu chuyện đầu cơ theo tin tức chiến sự. Ngoài ra, xu hướng bán ròng của khối ngoại cũng phần nào ảnh hưởng đến diễn biến giá nhóm NH khi khối ngoại nắm giữ khá nhiều tại nhóm NH, ghi nhận bán khoảng gần 1.5 tỷ đô đến đầu tháng 5.
- Đổi nhóm dẫn dắt nội ngành:** Trái ngược với giai đoạn 2025 khi nhóm NHTM tư nhân dẫn dắt, diễn biến của nhóm NHQD nhìn chung tích cực hơn so với nhóm NHTN. Động lực chính cho diễn biến đảo chiều này đến từ một số yếu tố: (1) lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng tích cực hơn sau giai đoạn tăng trưởng thấp; (2) chất lượng tài sản cao và cơ cấu nguồn vốn huy động đa dạng trong bối cảnh lãi suất tăng; (3) việc hạn chế tăng trưởng tín dụng đối với các ngành/khách hàng rủi ro cao – vốn không phải là thế mạnh của nhóm này; và (4) đặc biệt là NQ79, với mục tiêu mở rộng bảng cân đối của các NHQD, qua đó hàm ý không chỉ cho phép giữ lại lợi nhuận mà còn mở ra các phương án nâng cao sức hấp dẫn như phát hành riêng lẻ hoặc giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước.
- Hoạch định lộ trình nâng chuẩn an toàn áp lực lên triển vọng mặt bằng chỉ số hiệu quả và định giá.** Những thông tin/dự thảo thông tin trong 2025/đầu 2026 về những tiêu chuẩn an toàn hoạt động (thanh khoản) đang định hướng lộ trình áp dụng khoảng 2-3 năm cho những tiêu chuẩn này (mức độ tăng dần theo từng kỳ). Những thay đổi này không nhằm hạn chế tăng trưởng, nhưng tăng trưởng bắt buộc đi kèm an toàn. Tương tự như yêu cầu mức độ an toàn vốn cao hơn theo TT14, dự thảo mới cũng hạn chế tận dụng kỳ hạn hay đòn bẩy cho tăng trưởng tài sản rủi ro. Qua đó, tác động của những thay đổi này cũng được đánh giá giảm khả năng sinh lãi trên cùng một nguồn lực trong dài hạn như ROE hay ROA, tiêu chí quan trọng trong các mô hình định giá. Hay nói cách khác trong dài hạn, định giá tương quan của các ngân hàng nhiều khả năng thiết lập mặt bằng thấp hơn (hiện tại: 1.5x GTSS vs. dài hạn: 1.1-1.3x) (xem bảng trang 16).
- Vẫn ưu tiên lựa chọn nhóm an toàn (NHQD, ACB) trong trung hạn và thêm HDB nhờ dư địa thanh khoản (LDR ~70%) và tiềm năng tăng trưởng (hạn mức/mục tiêu cao):** Các chất xúc tác đối với cổ phiếu nhóm NHQD dự kiến vẫn được duy trì trong trung hạn, đặc biệt là nhu cầu giữ lại lợi nhuận và tăng vốn thông qua phát hành, phù hợp với định hướng hiện tại. Áp lực tăng vốn gia tăng khi các tỷ lệ thanh khoản của nhóm đang ở mức tương đối thấp, do đã gần như sử dụng hết dư địa thanh khoản, trong khi các chỉ tiêu an toàn vốn vẫn còn khoảng cách nhất định so với yêu cầu trong thời gian tới. Đối với HDB, dù tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng khá cao (>15% trong các quý gần đây) nhưng tỷ lệ vốn cấp 2 cũng chiếm tỷ trọng khá cao, cho thấy nhu cầu huy động thêm của ngân hàng cũng khá lớn khi mục tiêu mở rộng bảng cân đối của ngân hàng khá tham vọng. Mức độ rủi ro tập trung của ngân hàng cũng không quá cao. Đối với những ngân hàng khác, chúng tôi duy trì góc nhìn thận trọng hơn trước khi có những chuyển biến tích cực ở mặt chất lượng tài sản hay tín hiệu ổn định từ thị trường bất động sản. Mở rộng hơn, nhu cầu tăng vốn là nhu cầu của ngành nói chung vì hiện mặt bằng thanh khoản của NH trong nước còn khá thấp, và cải thiện những tỷ lệ này cũng cần thời gian. Vì vậy, những chất xúc tác cho cổ phiếu trong ngắn hạn như tăng vốn hay trả cổ phiếu bằng cổ tức được kỳ vọng xuất hiện nhiều hơn trong giai đoạn 2026-2027.

Biểu đồ giá các nhóm ngân hàng so với VN-Index



Nguồn: Bloomberg, Data as of 05/08/2026, Mirae Asset Vietnam
 Chú thích: PJCBs: NHTM tư nhân; SOCBs: NHTM quốc doanh; Banks-index: chỉ số ngành NH

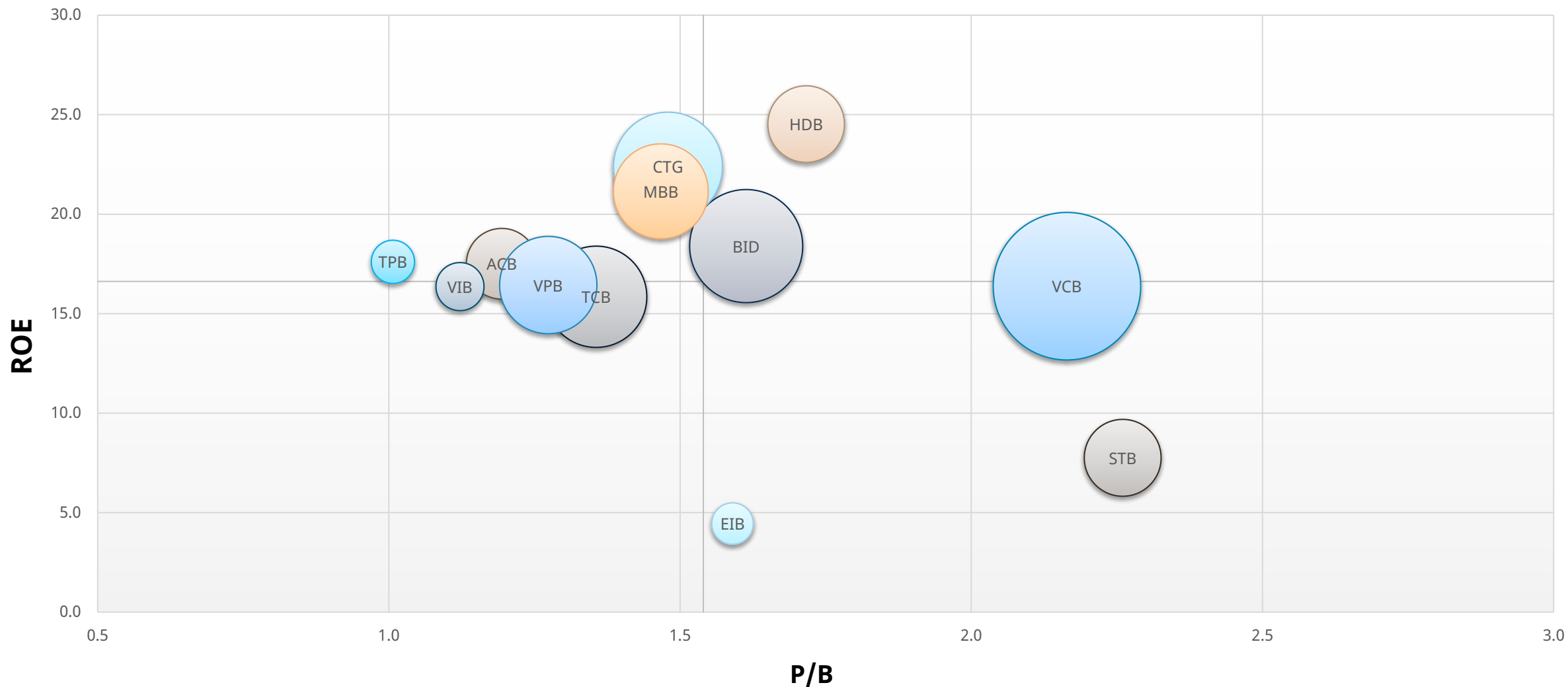
Diễn biến giá của các NHTM (sv. đầu năm 2026)



Ngân hàng - Xây dựng nền móng (tt.)

Mức định giá hiện tại

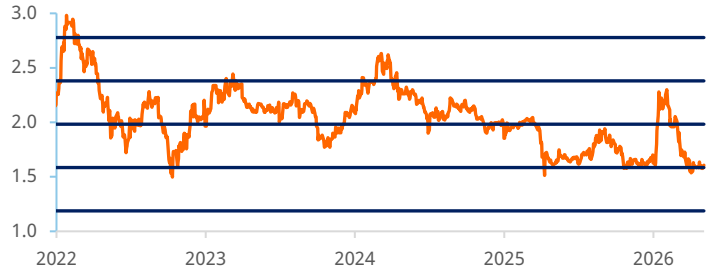
Vốn hóa, ROE, và P/B của các ngân hàng lớn (P/B trung bình 12 NHTM lớn là 1.54x)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

P/B 5 năm của các ngân hàng

BID



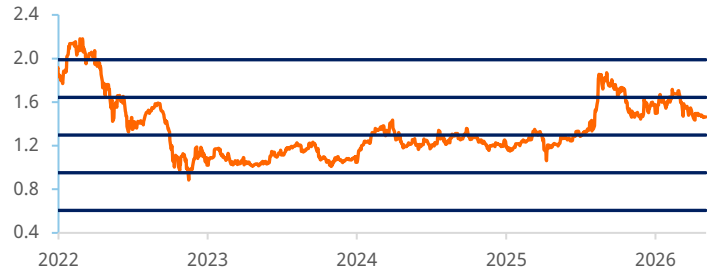
CTG



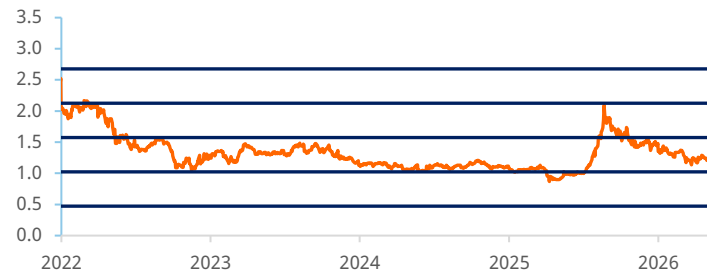
VCB



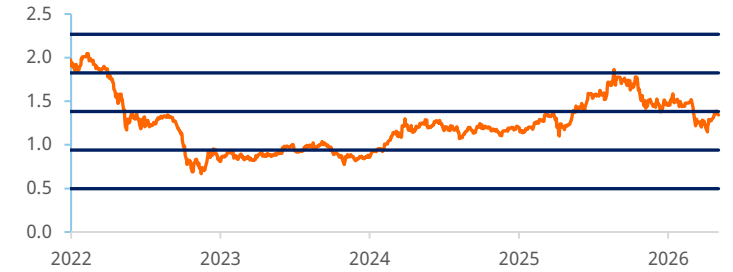
MBB



VPB



TCB



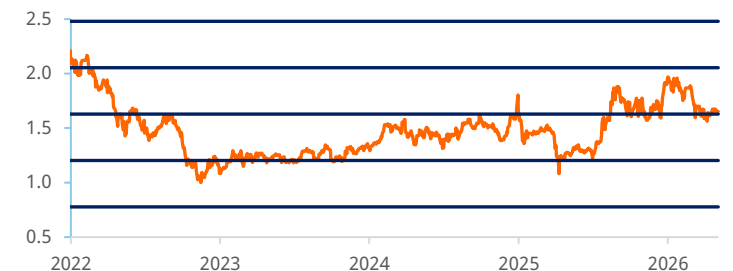
ACB



STB



HDB



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

Ngân hàng - Các chỉ số mới tham khảo tại các quốc gia khác

Tên tổ chức	MCK	VH (Triệu đô)	ROE (%)	CAR (%)	P/B (x)	LCR (%)	NSFR (%)
Trung vị		20,357	11.11	17.66	1.26	171.1	139
Vietcombank	VCB VN	19,212	16.38	11.7	2.16		
CITIZENS FINANCIAL GROUP	CFG US	27,750	7.84	13.7	1.16		
BNP PARIBAS FORTIS SA- AUC	FBAVP BB	26,062	8.6		0.71	138	
AIB GROUP PLC	AIBG ID	24,796	13.64	21.52	1.45	204	163
PUBLIC BANK BERHAD	PBK MK	24,429	12.32	17.24	1.59	127.7	
KEYCORP	KEY US	24,102	10.61	15.2	1.38		
REGIONS FINANCIAL CORP	RF US	24,100	12.49	13.6	1.38		
FIRST CITIZENS BCSHS -CL A	FCNCA US	23,210	10.5	13.51	1.15		
CHINA MINSHENG BANKING-A	600016 CH	23,070	4.63	12.76	0.28	135.6	104.9
BANCO BPM SPA	BAMI IM	22,983	13.3	19.05	1.27	147	126
CIMB GROUP HOLDINGS BHD	CIMB MK	22,274	11.26	18.03	1.24	146	
BANK OF NANJING CO LTD -A	601009 CH	20,681	12.46	12.83	0.75	171.2	108.9
BANCO DE SABADELL SA	SAB SM	20,033	10.95	17.66	1.19	186	139
MEDIOBANCA SPA	MB IM	19,822	10.44	18.7	1.46	159.7	117
BANK OF SHANGHAI CO LTD-A	601229 CH	19,341	9.54	14.02	0.52	156.4	106.7
BANK OF IRELAND GROUP PLC	BIRG ID	19,223	10.15	20.3	1.4	191	156
BANK OF HANGZHOU CO LTD-A	600926 CH	18,050	15.34	14.14	0.88	223.1	118.8
ERSTE BANK POLSKA SA	EBP PW	18,050	16.43	18.72	1.82	216.2	150.6
RAIFFEISEN BANK INTERNATIONA	RBI AV	17,876	5.24	21.2	0.76	141	142
BANK PEKAO SA	PEO PW	17,391	18.75	17.7	1.74	239	169
BANK OF BEIJING CO LTD -A	601169 CH	16,378	7.09	13.07	0.39	171	114.1
BANCO COMERCIAL PORTUGUES-R	BCP PL	16,220	13.67	19.9	1.78	334	180
NATIONAL BANK OF GREECE	ETE GA	15,387	13.27	21.5	1.43	236	146

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

Chú thích: Mẫu được lựa chọn dựa trên tiêu chí có áp dụng các tiêu chuẩn này và có mặt bằng vốn hóa tương đương

Tận dụng lợi thế

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	68,200
Thị giá (03/06/26)	61,900
Lợi nhuận kỳ vọng	10%

LNST (26F, tỷ đồng)	38,247
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	8.7
P/E (26F, x)	14.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	502,176
SL cổ phiếu (triệu)	8,356
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	55,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	78,800

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.6	1.3	5.4
Tương đối	-8.1	-15.6	-45.2

Điểm nhấn đầu tư

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



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

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Khởi đầu mạnh mẽ

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	41,200
Thị giá (03/06/26)	33,950
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

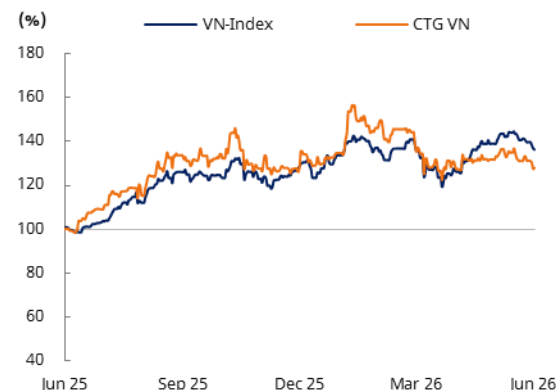
LNST (26F, tỷ đồng)	38,318
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	11
P/E (26F, x)	7.2

Vốn hóa (tỷ đồng)	263,688
SL cổ phiếu (triệu)	7,767
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	25.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25,962
Cao nhất 52 tuần (VND)	43,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.0	-4.7	27.4
Tương đối	-2.1	-9.1	-7.6

Điểm nhấn đầu tư

- TTS tăng nhanh tuy không được hỗ trợ quá nhiều từ phân lớp tín dụng. TTS +5.7% sv.2025 trong Q1/26, chủ yếu nhờ số dư LNH, trong khi tăng trưởng tín dụng (TTTD) chậm hơn, +1.8%. Dù vậy, dư nợ cho vay đã vượt mốc 2 triệu tỷ, được dẫn dắt bởi nhóm KHDN lớn (+5.1% sv.2025), DNVVN (+3.4%) và khách hàng FDI (+6.3%), trong khi KHCN -2.1%. Chất lượng tài sản cải thiện, nhưng áp lực nợ nhóm 2 cũng cần được theo dõi. NPL giảm từ 1.10% xuống 1.02% cuối Q1/26, trong khi NPL mở rộng +11đcb lên 2.08%. Tổng dư nợ dưới chuẩn +7.6% YTD, với tác nhân chính từ nợ nhóm 2 tăng 25% và chiếm 1.1% tổng dư nợ cho vay. Cùng kỳ cũng ghi nhận lượng lớn nợ xấu được đưa ra ngoại bảng (-8.1 nghìn tỷ, +24.2% svck.), hỗ trợ phần nào cho NPL. Cuối Q1/2026, CTG vẫn duy trì được bộ đệm dự phòng vững chắc với tỷ lệ LLR cải thiện lên 167.2% (+8.4%p sv.Q4/2025). Trong Q1/2026, CTG ghi nhận hơn 8 nghìn tỷ cho CPDP, tương đương mức trích lập Q1/2025, trong khi chi phí tín dụng ở mức 0.61%. Với sự gia tăng nhanh tại nợ nhóm 2 và lãi suất tăng có phần nhanh hơn kỳ vọng, dự phóng CPDP cả năm 2026 được nâng lên 21.6 nghìn tỷ, tăng 24.6% svck., tương đương mức chi phí tín dụng tăng từ 0.7% lên 0.74%.
- Tiền gửi duy trì ổn định, nhưng CASA giảm nhẹ theo xu hướng chung. Tiền gửi khách hàng +1.7% sv.2025, là kết quả tương đối tích cực khi tình hình cạnh tranh huy động khá căng thẳng. CASA dù giảm nhẹ từ 25.5% xuống 24.9%, nhưng CTG vẫn thuộc nhóm ngân hàng có CASA cao. Mức giảm CASA từ nhóm KHCN giảm (-5.2% sv. Q4/25), được bù đắp một phần bởi nhóm KHDN +1.4%. Dù LS huy động có phần thấp, nền tảng huy động và CASA của CTG vẫn khá ổn định, giúp ngân hàng duy trì một biên lợi suất phù hợp.
- NIM cải thiện, nhờ lợi suất cho vay tăng và tối đa lợi suất tài sản. Cuối Q1/2026, NIM đạt 2.78%, tăng 14đcb sv.Q4/2025. Lợi suất cho vay tăng 20đcb sv.Q4/2025 lên 7.04%, trong khi COF chỉ tăng 5đcb, phản ánh thể mạnh huy động bền vững của CTG. Tuy tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) cũng nhích lên 83.5% từ mức 82.9% trong Q1/2026, tuy nhiên phần lớn do tác động loại trừ tiền gửi KBNN trong công thức tính (đã được thay thế tại TT.08/2026 hiệu lực từ Q2/2026). Ngân hàng cũng đặt kỳ vọng NIM duy trì quanh 2.8-2.9%, mức được cho là khả thi nếu chi phí vốn tiếp tục được kiểm soát và cho vay tăng tốc trở lại từ Q2/2026.
- Tốc độ tăng trưởng của CTG vẫn rất khác biệt và vượt kỳ vọng, đạt 11.1 nghìn tỷ LNNT trong Q1/2026 (+63% CK). Trong Q1/2026, tăng trưởng lợi nhuận trong kỳ đến từ sự tăng trưởng đồng bộ tại các nguồn thu như NII (+25.3% svck.), thu phí thuần (+14.7%) và thu nhập khác (+14.9%). Ngược lại, các loại chi phí ghi nhận tăng trưởng có phần thấp hơn như CPHĐ +13.4% svck. và CPDP đi ngang cũng hỗ trợ phần nào cho lợi nhuận. LNNT Q1/2026 hoàn thành khoảng 22.5% dự phóng cả năm khoảng 48 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng kỳ vọng cả năm hơn 10.5% svck. Mức tăng trưởng lợi nhuận dự phóng này có phần cao hơn kế hoạch tăng trưởng của ngân hàng mẹ, khoảng 4%. Lưu ý, dự phóng LNNT đã được điều chỉnh giảm 2.4% để phản ánh ước tính nhu cầu trích lập dự phòng cao hơn (+5.9%).



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	47,930	52,957	62,403	66,453	76,963	84,859
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	16,650	17,591	19,506	20,842	21,066	19,187
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	21,113	24,990	31,764	43,446	48,024	50,399
LNST (tỷ đồng)	16,912	19,904	25,348	34,604	38,318	40,191
EPS (đồng)	3,519	3,706	4,720	4,454	4,934	5,175
ROE (%)	16.7	17.0	18.5	21.1	19.4	17.3
P/E (x)	10.1	9.6	7.5	8.0	7.2	6.9
P/B (x)	1.6	1.5	1.3	1.5	1.3	1.1
Giá trị sổ sách (đồng)	22,536	23,440	27,655	23,129	27,845	32,095
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,809,189	2,032,614	2,385,388	2,767,699	3,023,911	3,352,787
VCSH (tỷ đồng)	108,305	125,872	148,505	179,641	216,274	249,283

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Khởi đầu thuận lợi

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,900
Thị giá (03/06/26)	26,000
Lợi nhuận kỳ vọng	11%

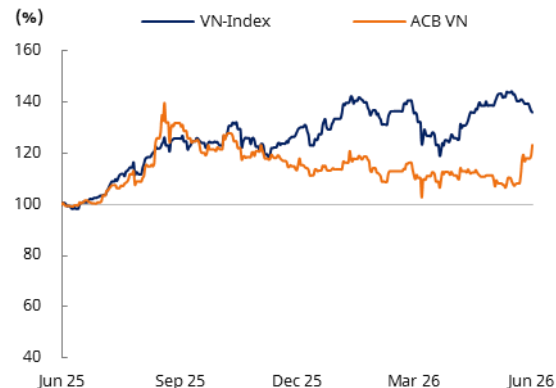
LNST (26F, tỷ đồng)	18,024
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	19,198
Tăng trưởng EPS (26F, %)	15.3
P/E (26F, x)	8.2

Vốn hóa (tỷ đồng)	116,345
SL cổ phiếu (triệu)	5,137
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	91.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	25.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-5.4	-8.3	1.7
Tương đối	-9.6	-23.9	-43.7

Điểm nhấn đầu tư

- TTS của ACB gần như đi ngang trong Q1/2026, đạt 1,030.9 nghìn tỷ (+0.5% sv.2025). Mặc dù TTS không đổi, cơ cấu có sự dịch chuyển theo hướng tối ưu hơn, với dư nợ LNH giảm 12.2% sv.2025, được tái phân bổ vào các tài sản có lợi suất cao hơn, chủ yếu là cho vay (+3.2% sv.2025) và chứng khoán đầu tư (+1.6% sv.2025). Tăng trưởng tín dụng có phần chậm hơn tốc độ chung, dù ACB đã tận dụng hạn mức tín dụng trong kỳ. Cho 2026, mục tiêu tăng trưởng của ngân hàng vẫn sẽ phụ thuộc vào hạn mức được cấp, hiện khoảng 12-15%, thấp hơn so với dự phóng ở mức 18% svck. Giả định tăng trưởng cao trên cơ sở chất lượng tài sản mạnh mẽ, nền tảng vốn ổn định và chiến lược mở rộng tín dụng tập trung vào các phân khúc phù hợp với định hướng NHNN. Đối với danh mục cho vay, tăng trưởng KHCN vẫn tương đối yếu, chỉ tăng trưởng 0.8% sv.2025 so với mức tăng trưởng 6.0% của KHDN. Tuy nhiên, trong danh mục KHCN cũng có phần tích cực khi vay mua nhà và hộ kinh doanh tăng lần lượt 3% và 2%, tương đương mức tăng tổng danh mục, trong khi cho vay tiêu dùng và ký quỹ đều tăng hơn 12%, giúp bình ổn lợi suất danh mục đầu tư. Về phía KHDN, mức tăng trưởng mạnh nhất được ghi nhận ở lĩnh vực sản xuất, tăng 16%. Nhìn chung, chiến lược cho vay của ACB duy trì thận trọng, cân bằng giữa tăng trưởng, lợi nhuận và chất lượng tài sản. Biên lãi thuần (NIM) cũng bắt đầu cho dấu hiệu ổn định dần, tăng nhẹ 1.1đcb trong Q1/2026 và dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong các quý tới, với dự phóng tăng 12 đcb cho cả năm 2026 (giảm 12đcb so với mức tăng dự phóng trước khi mảng bán lẻ hiện tăng yếu hơn kỳ vọng đi kèm với đó là sự gia tăng của những khoản vay có mức độ rủi ro thấp sẽ khó đạt lợi suất hấp dẫn).
- Chất lượng tài sản luôn là điểm sáng của ACB. NPL ~0.97%, mặc dù tỷ lệ nợ xấu mở rộng tăng 34đcb lên 1.67%, chủ yếu do tác động của việc xếp hạng lại theo tham chiếu dữ liệu CIC. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cũng tiếp tục ở mức trên 100% (114%). Về phía nguồn vốn, cơ cấu chuyển dịch sang GTCG, do lãi suất tiết kiệm của ACB kém hấp dẫn hơn so với các ngân hàng tương đương. Cho 2026, chất lượng tài sản dự kiến ổn định, với tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ 4đcb, và thấp hơn so với mục tiêu của ban điều hành (thấp hơn 1.2%). Dự phóng này được hỗ trợ nhờ chiến lược tăng trưởng cân trọng xuyên suốt, như với lãi suất tiền gửi—thường được sử dụng làm mốc tham chiếu cho lãi vay—được giữ ở mức thấp hơn khoảng 50-60 đcb so với các ngân hàng cùng phân khúc, cho thấy sự ưu tiên đối với ổn định chất lượng tài sản thay vì chỉ chú trọng tăng trưởng lợi nhuận.
- Mặc dù quý 1 của ngân hàng ghi nhận kết quả khởi sắc, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ lợi nhuận của năm do triển vọng thu thuần từ lãi vay có phần khó khăn hơn. LNTT trong kỳ tăng gần 17% svck., chủ yếu được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng vượt trội của nguồn thu ngoài lãi (+21.8% svck.). Trong đó, thu phí thuần (NSI) tăng 13.8% nhờ tăng trưởng phí giao dịch 34.1% và thu nhập khác (NOI) tăng 25.9%. Ngược lại, CPHĐ và CPDP dù vẫn tăng, nhưng với tốc độ chậm hơn, lần lượt tăng 5.9% và 9.6%, đều thấp hơn mức tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động (+12.2%). Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) giảm 0.6% p sv. 2025 xuống còn 32%, nhưng được dự phóng sẽ tăng trở lại trong những quý tới, ước tính gần 35% (không thay đổi so với dự phóng trước) trong năm tài chính 2026-2027 do nhu cầu đầu tư vào hiện đại hóa hoạt động, đặc biệt là cơ sở hạ tầng kỹ thuật số. Cho cả năm 2026, tăng trưởng LNST được dự phóng tăng trên 15%, giảm so với mức 17% trong dự báo trước đó và thấp hơn khoảng 1%p so với KHKD của ACB.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	23,534	24,960	27,795	26,906	31,680	38,635
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	5,257	7,787	5,720	6,773	7,433	7,910
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	17,114	20,068	21,006	19,420	22,401	26,653
LNST (tỷ đồng)	13,688	16,045	16,790	15,625	18,024	21,428
EPS (đồng)	4,053	4,131	3,759	3,042	3,509	4,172
ROE (%)	26.5	24.8	21.7	17.6	18.2	19.8
P/E (x)	5.7	5.6	7.7	9.5	8.2	6.9
P/B (x)	1.3	1.3	1.5	1.6	1.4	1.3
Giá trị sổ sách (đồng)	17,303	18,269	18,685	18,401	20,070	22,074
Tổng tài sản (tỷ đồng)	607,939	718,795	864,006	1,025,850	1,137,513	1,347,700
VCSH (tỷ đồng)	58,439	70,956	83,462	94,520	103,094	113,388

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Hồi phục từ lỗi

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	38,900
Thị giá (03/06/26)	31,550
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

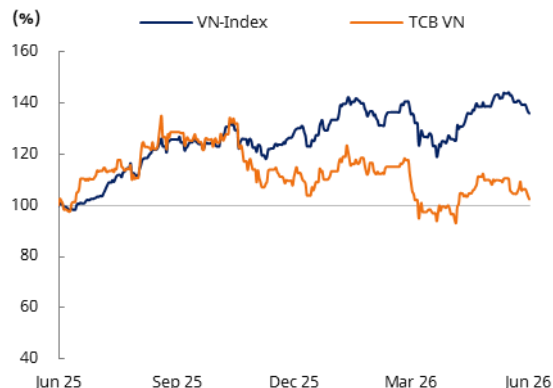
LNST (26F, tỷ đồng)	39,724
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	19
P/E (26F, x)	7.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	223,571
SL cổ phiếu (triệu)	7,086
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	28,350
Cao nhất 52 tuần (VND)	42,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.0	-9.1	-0.2
Tương đối	-4.1	-13.5	-35.2

Điểm nhấn đầu tư

- Tài sản đi ngang nhưng tái phân bổ rõ nét. Tổng tài sản của TCB giảm nhẹ 0.2% sv.2025 trong Q1/26, nhưng tín dụng tăng 3.6%, với động lực chính từ cho vay khách hàng (+3.8%). Xét theo kỳ hạn, cho vay trung và dài hạn tăng cao hơn, lần lượt đạt +4.7% và +5.4% sv.2025, trong khi cho vay ngắn hạn và margin lending chỉ tăng lần lượt 1.3% và 2.0%. Đối với nhóm khách hàng, KHCN tăng 6.2% sv.2025, với tỷ trọng cho vay mua nhà duy trì quanh mức 70%, cho thấy tăng trưởng dư nợ khá cân bằng giữa các phân khúc, đi kèm với cải thiện về mức độ ổn định và lợi suất. Dư nợ liên quan đến BĐS (KHDN) giảm xuống khoảng 25% tổng dư nợ (-2%p sv.2025), trong khi dư nợ xây dựng tăng lên 5.7% (+2.3%p). Tổng tỷ trọng KHDN đối với BĐS chỉ tăng nhẹ từ 30.4% lên 30.7%, cho thấy sự dịch chuyển trong cơ cấu danh mục hơn là gia tăng rủi ro tập trung. Chất lượng tài sản ổn định, với tỷ lệ NPL chỉ tăng 2đcb sv.Q4/25 lên 1.09% và vẫn giảm 8đcb svck., trong khi NPL mở rộng thay đổi lần lượt +20đcb và -19đcb svck. Tỷ lệ LLR duy trì mức cao quanh 130% (+1.3%p sv.Q4/25).
- Huy động tiền gửi vẫn khá yếu khi tiền gửi khách hàng -3.1% sv.2025, chủ yếu do số dư tiền gửi không kỳ hạn -11.6%. CASA bao gồm tài khoản “auto-earning” giảm xuống 37.9% (-3.5%p sv.Q4/25), trong khi CASA thuần giảm xuống 32.6% (-3.3%p sv.Q4/25), sẽ tạo áp lực lên xu hướng NIM hồi phục. Hiện tại, các chỉ số thanh khoản như cho vay trên huy động (LDR) ở mức 80.1%, an toàn vốn (CAR) 15.2% và huy động ngắn cho vay trung dài hạn 26.9% dù không còn nhiều dư địa, nhưng cũng không quá căng thẳng.
- Lợi nhuận được hỗ trợ nhờ các nguồn thu cốt lõi hồi phục. Thu thuần từ lãi NII tăng 14.6% svck., vẫn thấp hơn tín dụng +16.1%, cho thấy áp lực biên lợi suất vẫn còn tương đối. Tuy nhiên, NIM cũng đã cải thiện 12đcb sv.Q4/25 lên 3.93% (-22đcb svck.). Lợi suất cho vay tăng 19 đcb sv.Q4/25 lên 8.57%, trong khi lợi suất tài sản sinh lãi cải thiện 48đcb lên 7.45%, cao hơn mức tăng 40đcb của chi phí vay. Thu thuần DV (NSI) cũng phục hồi mạnh, tăng 72.2% svck., nhờ mảng bảo hiểm (+152.7%), DV thanh toán (+23.7%) và thu nhập liên quan đến L/C tăng hơn ba lần. Ngược lại, thu khác giảm 32.1% svck., chủ yếu do giảm thu nhập từ các tài sản tài chính và thu hồi nợ xấu. Ở chiều chi phí, CPHĐ tăng 17.8% svck. và CPDP giảm 14.2%, LNNT của ngân hàng ghi nhận tăng mạnh +22.6%. Nhìn chung, kết quả Q1/26 cho thấy sự hồi phục ở các hoạt động cơ bản với triển vọng tích cực khi tăng trưởng tín dụng ổn định, chất lượng tài sản cao, NIM đảo chiều và thu nhập phí tăng trưởng trở lại.
- Về những điều chỉnh dự phóng 2026 trên cơ sở kết quả đạt được Q1/26, chúng tôi nâng NSI. Do các động lực của NSI có triển vọng duy trì, dự phóng NSI cho 2026 được nâng lên gần 10.6 nghìn tỷ, tăng 1.4% sv. ước tính trước và tương đương mức tăng trưởng 20.6%. Thu khác hiện chịu áp lực từ các tài sản tài chính và thu hồi nợ xấu, chúng tôi duy trì dự phóng giảm 27.5% svck. Nhìn chung, triển vọng lợi nhuận 2026F hiện phụ thuộc nhiều hơn vào sự ổn định của NII (+0.9%) và phục hồi của NSI.



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	30,290	27,691	35,508	38,155	47,135	55,630
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,612	12,370	11,482	15,236	15,262	16,975
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	25,568	22,888	27,538	32,538	39,724	48,207
LNST (tỷ đồng)	20,150	18,148	21,523	25,290	30,159	36,600
EPS (đồng)	5,729	5,152	3,046	3,569	4,250	5,149
ROE (%)	19.5	14.8	15.4	15.4	15.7	16.6
P/E (x)	5.8	6.5	10.9	9.3	7.8	6.5
P/B (x)	1.0	0.9	1.6	1.4	1.2	1.1
Giá trị sổ sách (đồng)	32,248	37,368	20,583	23,996	27,298	31,449
Tổng tài sản (tỷ đồng)	699,033	849,482	978,799	1,192,344	1,343,329	1,564,696
VCSH (tỷ đồng)	113,425	131,628	147,940	179,501	204,606	236,125

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Nguồn vốn dồi dào

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	33,800
Thị giá (03/06/26)	26,450
Lợi nhuận kỳ vọng	28%

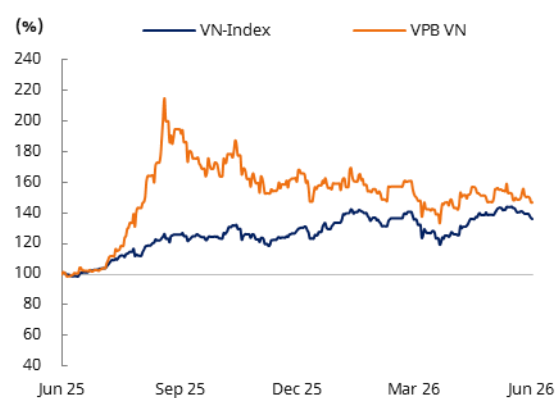
LNST (26F, tỷ đồng)	29,056
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	21
P/E (26F, x)	9.2

Vốn hóa (tỷ đồng)	219,373
SL cổ phiếu (triệu)	7,934
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	91.8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,650
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,900

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	8.0	0.5	63.6
Tương đối	-3.8	-16.5	12.9

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng (TTTD) Q1/2026 duy trì cao, đạt 10.2% sv. 3.18% toàn hệ thống, động lực chính từ danh mục cho vay +10.3% YTD. Tăng trưởng cho vay đến từ các mảng bán buôn (+15.9%), xây dựng (+11.3%), KD BĐS (+15.0%) và DVTC (+16.1%), trong khi cho vay bán lẻ tăng chậm hơn, với cho vay mua nhà +6.9% và các khoản vay KHCN khác +5.4%, nhiều khả năng do yếu tố mùa vụ. Chất lượng tài sản suy yếu nhẹ nhưng vẫn phù hợp kỳ vọng. NLP +25đcb YTD lên 3.58% (-1.1%p CK), trong khi nợ dưới chuẩn chỉ tăng 8đcb YTD (-2.4%p CK). LLR duy trì >50%, đạt 52.8% cuối Q1/2026. Ở mặt huy động có nhiều thay đổi đáng kể. CASA giảm 0.5%p YTD xuống 13.9%, là diễn biến thường thấy khi lãi suất tiền gửi tăng và trở nên hấp dẫn hơn. Tỷ trọng tiền gửi KHCN phục hồi lên 57.1% tổng tiền gửi, +0.8%p YTD. CCTG cũng tăng mạnh, qua đó cải thiện tính ổn định cơ cấu huy động nhưng đồng thời cũng đi kèm với chi phí huy động sẽ neo ở mức cao trong thời gian dài hơn. Chi phí vay liên ngân hàng tiếp tục ở mặt bằng cao trong bối cảnh thanh khoản thị trường không quá dồi dào, đẩy tổng COF +51đcb YTD lên 6.36%. Theo đó, giả định chi phí vốn từ kênh này 2026 điều chỉnh tăng từ 4.3% lên 5.0%. LNNT Q1/2026 +57.9% svck (-21% QoQ). Trong đó, NII +27% svck. thấp hơn TTTD hơn 42% do NIM bị thu hẹp, trong khi NSI +80.7% svck. nhờ tỷ lệ chi phí cải thiện, doanh số từ bán bảo hiểm tăng, và thu khác tăng cao (lợi nhuận phái sinh).
- VPB dự kiến duy trì tăng trưởng vượt trội sv. mặt bằng chung 2026, với TTTD ước +25%. Tăng trưởng cho vay kỳ vọng khởi sắc hơn từ nhóm KHCN, trong khi cho vay doanh nghiệp vẫn duy trì tích cực nhưng với tốc độ có phần nhẹ hơn. NIM dự phóng ổn định quanh 5.5% trong 2026 trước khi phục hồi nhẹ vào 2027, dù xu hướng dài hạn khả năng sẽ dần bình thường hóa về 5.1% trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt, chiến lược cho vay thận trọng hơn, và đóng góp từ tài chính tiêu dùng suy giảm dần. LNNT 2026 dự phóng 37.3 nghìn tỷ, với động lực chính từ NII và NSI, trong khi NOI có thể suy yếu do tác động của nền cao từ lãi giao dịch tài sản tài chính và thu hồi nợ từ nợ xấu đã xử lý.
- GMT điều chỉnh giảm từ 34,600 xuống 33,800 đồng, phản ánh giả định NIM thấp hơn tác động giảm lợi nhuận dự phóng. CP đang giao dịch dưới 1.2x P/B (< nhiều NH trong cùng phân khúc 1.3-1.4x), có thể là tác động cộng hưởng của việc lợi nhuận không đạt kỳ vọng và những rủi ro tập trung trên bảng cân đối duy trì ở mức cao. GMT mới ~ P/B dự phóng 1.4x, dự phóng chưa bao gồm tác động từ thương vụ tiềm năng phát hành riêng lẻ (PHRL). Dù PHRL vẫn thường xuyên đóng vai trò như một câu chuyện đầu tư quan trọng và có thể kích hoạt một nhịp tái định giá (tăng) đáng kể trong ngắn hạn, tác động trong trung hạn lại có phần khó đánh giá hơn. Nếu phát hành thành công thì sẽ gia tăng bộ đệm vốn, tuy nhiên có thể dẫn đến việc sử dụng vốn chưa hiệu quả khi tăng trưởng lợi nhuận chưa bắt kịp tốc độ mở rộng bảng cân đối cũng như vốn chủ. Hệ quả là các chỉ số đo lường khả năng sinh lời có thể bị pha loãng, sau một giai đoạn chịu áp lực từ các đợt tăng vốn hay thoái đầu tư tại các công ty con. Nhìn chung, câu chuyện đầu tư của VPB trong ngắn hạn là tương đối tích cực, trong khi với góc độ đầu tư thì phụ thuộc nhiều vào mức độ hiệu quả của nguồn vốn huy động mới.



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

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Mục tiêu tham vọng

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	32,000
Thị giá (03/06/26)	25,200
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

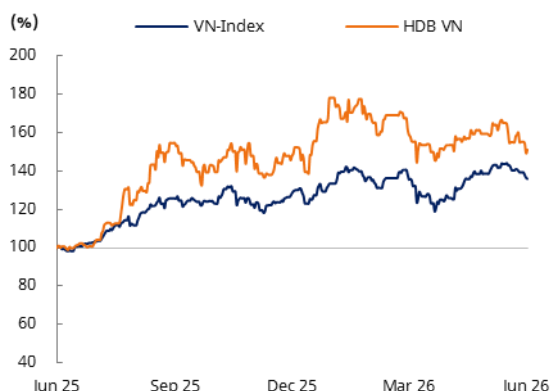
Điểm nhấn đầu tư

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

LNST (26F, tỷ đồng)	19,904
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.6
P/E (26F, x)	8.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	132,640
SL cổ phiếu (triệu)	5,005
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	74.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,115
Cao nhất 52 tuần (VND)	30,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.5	14.6	61.7
Tương đối	-8.4	-2.7	10.8



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

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Tái cấu trúc tiếp diễn

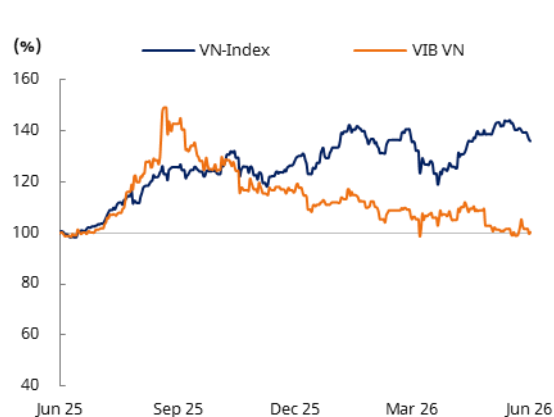
Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	21,500
Thị giá (03/06/26)	15,900
Lợi nhuận kỳ vọng	35%

LNST (26F, tỷ đồng)	9,523
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	31
P/E (26F, x)	8.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	54,124
SL cổ phiếu (triệu)	3,404
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	68.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	4.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,050
Cao nhất 52 tuần (VND)	24,800
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-1.5 -14.7 0.1
Tương đối	0.3 -19.2 -34.9

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng TTS VIB vẫn khá khiêm tốn trong Q1/26 (+1.4% sv.2025), với danh mục cho vay khách hàng +1.1%, chứng khoán đầu tư -4.0%. Ngược lại, dư nợ LNH +9.3%, cho thấy tiến độ giải ngân tín dụng cũng khá thận trọng. Tăng trưởng cho vay tập trung ở một số phân khúc KHDN, trong đó BĐS, lưu trú và dịch vụ tài chính tăng lần lượt 13.8%, 22.9% và 7.2% sv.2025, trong khi KHCN -1.4%. Quá trình đa dạng hóa danh mục của VIB vẫn đang tiếp diễn, phần nào suy giảm tiềm năng tăng trưởng trong ngắn hạn. Với tăng trưởng tín dụng có phần thấp trong Q1/26 và KHKD khá thận trọng của VIB, quanh mức 15%, dự phóng tăng trưởng tín dụng 2026 được điều chỉnh giảm xuống 17.3%, do giảm giả định tăng trưởng cho vay bán lẻ từ 22% xuống 17%. Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ, nhưng bộ đệm dự phòng vẫn khá mỏng. NPL giảm khoảng 3đcb sv.Q4/25 xuống 2.94%, trong khi NPL mở rộng tăng 13đcb. Diễn biến này vẫn thường ghi nhận trong quý đầu năm, vẫn tích cực hơn Q1/25 (+25đcb ở cả hai chỉ số). Tỷ lệ LLR tăng 0.2%p lên 43.1%, có cải thiện nhưng vẫn còn thấp so với các NHTM khác. Cho cả năm 2026, NPL và NPL mở rộng được kỳ vọng giảm lần lượt khoảng 17đcb và 10đcb, với LLR ước đạt 48%.
- Tiền gửi tăng tích cực hơn nhờ lãi suất chào hấp dẫn, nhưng là áp lực lên NIM do COF cao. Tiền gửi khách hàng +7.4% sv.2025 trong Q1/26, vượt tốc độ tăng trưởng cho vay và tạo tiền đề cho mở rộng danh mục cho vay. NIM đạt 3.28% trong Q1/26, +4 đcb sv.Q4/25 nhưng -43 đcb svck. Lợi suất cho vay cải thiện lên 8.56% (+23đcb sv.Q4/25 / -29đcb svck.), trong khi COF tăng lên 4.62% (+31đcb / +47đcb). CASA giảm nhẹ xuống 14.2% (-0.4%p sv.Q4/25 / -0.9%p svck.), cho thấy áp lực COF khó hạ nhiệt đáng kể trong ngắn hạn.
- LN phục hồi nhờ NSI, trong khi áp lực dự phòng vẫn tương đối lớn. Q1/26, NII +8.1% được hỗ trợ bởi tăng trưởng cho vay 15.8% svck. NSI +426.7% svck. lên 1,989 tỷ, trong đó thu nhập gộp từ dịch vụ thanh toán đạt 2,481 tỷ, gấp 5.3x CK. Vì NSI tăng mạnh hơn kỳ vọng, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng NSI +93% sv. dự phóng trước, có phần giảm tốc sv. Q1/26 dựa trên giả định hạn mức tín dụng sẽ tập trung vào cho vay hơn các hoạt động bao thanh toán khác nhằm ổn định thu nhập trong trung và dài hạn. Bên cạnh NII và NSI có xu hướng tăng tích cực, CPHĐ cũng được kiểm soát tương đối tốt +5.3%. Ngược lại, CPDP +186% svck., trong khi NOI ghi nhận giảm do lỗ từ các tài sản hay giao dịch tài chính. 2026, PBT được dự phóng +30% svck. (Q1/26: +15.7% svck.), với tín dụng phục hồi dần, NSI tích cực, CPHĐ được kiểm soát và CPDP dần bình thường hóa.
- Câu chuyện đầu tư của VIB vẫn xoay quanh quá trình tái định hướng danh mục, đa dạng hóa nguồn thu và ổn định chất lượng tài sản. Q1/26 cho thấy VIB không quá theo đuổi mục tiêu mở rộng nhanh dư nợ tín dụng. VIB đang áp dụng cách tiếp cận chọn lọc hơn khi mở rộng danh mục vào các phân khúc tập trung, bên cạnh đó cũng tận dụng dư địa nhằm tối ưu hóa hoạt động và thu nhập. Điều này có thể giúp giảm dần rủi ro bằng cân đối theo thời gian, nhưng cũng không quá ảnh hưởng đến nền tảng và quy mô thu nhập. Do đó, dự phóng tăng trưởng tín dụng được điều chỉnh theo hướng thận trọng hơn, giả định NSI được nâng ở mức vừa phải. Ước tính chi phí liên quan đến nhân sự được hạ xuống do số lượng nhân sự giảm nhanh trong Q1/26 (-10.5% svck.), đồng thời duy trì quan điểm chi phí trích lập vẫn có thể ở mức cao trong năm 2026 (+50.2% svck.).



FY (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25E	12/26F	12/27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,963	18,484	16,750	16,092	19,032	23,899
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,095	3,676	3,819	3,914	6,124	6,601
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	10,581	10,704	9,004	9,105	11,902	15,657
LNST (tỷ đồng)	8,469	8,563	7,204	7,285	9,523	12,527
EPS (đồng)	4,018	3,376	2,418	2,140	2,793	3,669
ROE (%)	29.7	24.3	18.1	16.4	18.5	20.4
P/E (x)	4.7	5.6	7.8	8.8	8.1	6.2
P/B (x)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.2
Giá trị sổ sách (đồng)	15,492	14,956	14,052	13,779	16,496	19,567
Tổng tài sản (tỷ đồng)	342,799	409,881	493,158	556,098	631,367	726,910
VCSH (tỷ đồng)	32,651	37,940	41,862	46,905	56,237	66,807

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Lựa chọn vững vàng

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	33,300
Thị giá (03/06/26)	25,200
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

LNST (26F, tỷ đồng)	31,861
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	19.0
P/E (26F, x)	8.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	199,764
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	8,055
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	69.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	22.7
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,182
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	7.0	10.9	13.6
Tương đối	6.0	7.9	10.8

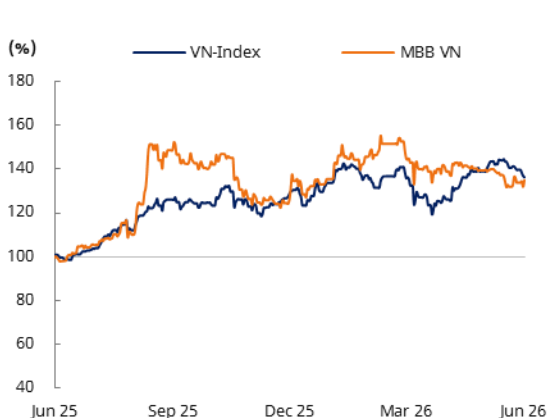
Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q1/2026:

- Thu nhập lãi thuần tăng nhờ quy mô tài sản:** NII tăng 27.6% CK lên 14,913 tỷ đồng, trong đó thu nhập lãi tăng 47.9% lên 28,982 tỷ đồng trong khi chi phí lãi tăng 78.1% lên 14,069 tỷ đồng. NIM thu hẹp 32bps CK còn 4.1% (+19bps QoQ), khi chi phí vốn 3.7% (+41bps CK; +51bps QoQ) tăng nhanh hơn lợi suất tài sản 7.4% (+6bps CK; +62bps QoQ).
- Thu nhập ngoài lãi suy yếu:** Tổng thu nhập ngoài lãi giảm 30.7% còn 2,517 tỷ đồng, trong đó kinh doanh ngoại hối và vàng chuyển sang lỗ 32 tỷ đồng (từ mức lãi 538 tỷ đồng), lãi chứng khoán kinh doanh giảm một nửa còn 81 tỷ đồng (-52.1%), và mua bán chứng khoán đầu tư chuyển sang lỗ 331 tỷ đồng (từ mức lãi 509 tỷ đồng). Thu nhập phí thuần là khoản duy nhất tăng trưởng, đạt 1,709 tỷ đồng (+38.3%; phí gộp +26.9%, chi phí phí +21.0%).
- Đòn bẩy hoạt động và dự phòng:** TOI +13.8% lên 17,430 tỷ đồng, OPEX chỉ tăng 10.1% lên 4,347 tỷ đồng — CIR đạt 24.9% (-85bps). Dự phòng 3,455 tỷ đồng (+15.7%).
- Bảng cân đối — nguồn gốc của áp lực lên biên lãi:** Cho vay thuần tăng 40.6% lên 1,106 nghìn tỷ đồng (+3.3% YTD tại Q1/2026), vượt xa tiền gửi khách hàng (+25.4% CK, 906 nghìn tỷ đồng). LDR nới rộng lên 122.1% (từ 108.8% tại Q1/2025). Khoảng chênh được bù đắp bằng các nguồn vốn có chi phí cao hơn: liên ngân hàng (+135.6% lên 257 nghìn tỷ đồng), vay NHNN (+415.9% lên 28 nghìn tỷ đồng), và giấy tờ có giá/chứng chỉ tiền gửi (+42.4%). Vốn chủ sở hữu tăng 21.1% lên 149,745 tỷ đồng so với tổng tài sản +39.3%, kéo tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tổng tài sản giảm 140bps còn 9.29%.

Bối cảnh 2026: MB định hướng tăng trưởng tín dụng ~35%, cao hơn đáng kể so với toàn ngành — một hạn mức gắn với việc ngân hàng tiếp nhận MBV (tiền thân là OceanBank) theo phương án chuyển giao bắt buộc, đồng thời nâng trần sở hữu nước ngoài lên 49% (Nghị định 69/2025). Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng thận trọng ở mức 26%. Chúng tôi cho rằng biên lãi sẽ tiếp tục chịu áp lực trong nửa cuối năm, với khả năng ổn định phụ thuộc vào sự phục hồi của CASA và sự hạ nhiệt của cạnh tranh huy động.

Dự phóng & định giá: Cho năm 2026F, chúng tôi dự phóng NII đạt 63,342 tỷ đồng (+22.7%), NFI đạt 7,695 tỷ đồng (+17%), và LNTT đạt 40,726 tỷ đồng (+18.8%), trên cơ sở tăng trưởng tín dụng 26% và CIR 28.7%. NII tăng chậm hơn dư nợ cho vay (phản ánh NIM thu hẹp) và LNTT tăng chậm hơn lợi nhuận trước dự phòng (phản ánh chi phí dự phòng cao hơn). Giá mục tiêu tương ứng mức ~1.66x P/B so với ~1.23x hiện tại. Rủi ro chính: Bộ đệm dự phòng mỏng, áp lực thu hẹp NIM do chi phí vốn.



	FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		38,684	41,152	51,610	63,342	75,791	90,193
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		8,622	14,261	16,083	16,710	18,698	21,550
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		26,306	28,829	34,268	40,726	50,051	62,222
LNST (tỷ đồng)		20,677	22,634	26,778	31,861	39,157	48,678
EPS (đồng)		3,764	4,021	3,189	3,795	4,663	5,797
ROE (%)		23.5	21.2	20.7	21.5	20.2	20.2
P/E (x)		8.9	8.3	10.5	8.8	7.2	5.8
P/B (x)		1.9	1.6	2.0	1.7	1.4	1.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)		944,954	1,128,801	1,615,764	1,942,123	2,457,004	2,457,004
VCSH (tỷ đồng)		96,711	117,060	142,023	168,598	200,460	239,616
Giá trị sổ sách (đồng)		17,604	20,794	16,914	20,079	23,874	28,537

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Khởi đầu mới

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	77,800
Thị giá (03/06/26)	66,100
Lợi nhuận kỳ vọng	18%

LNST (26F, tỷ đồng)	6,263
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (25F, %)	5.4
P/E (26F, x)	23.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	125,555
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,885.2
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	96.7
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	12.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	38,550
Cao nhất 52 tuần (VND)	70,200

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	9.5	28.3	68.6
Tương đối	-1.8	14.2	17.4

Điểm nhấn đầu tư

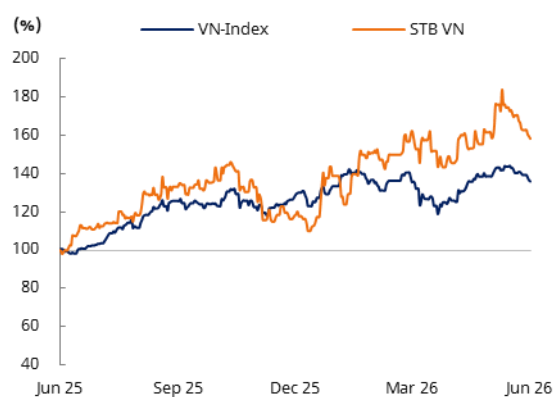
KQKD Q1/2026:

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

ĐHĐCĐ thường niên 2026:

- Ba điểm chuyển dịch đã xuất hiện** — việc ông Nguyễn Đức Thụy được bổ nhiệm giữ chức Phó Chủ tịch Thường trực HĐQT, HĐQT rút lại tờ trình gia hạn Đề án tái cơ cấu đến 2030, và bước tái định vị thương hiệu toàn diện (đổi tên, di dời trụ sở). Tổng thể, những yếu tố này định hình lại FY26 như một năm chuyển giao về quản trị, qua đó gia tăng xác suất tiến trình xử lý 32.5% cổ phần liên quan ông Trầm Bê được đẩy nhanh thay vì trì hoãn.
- Kế hoạch 2026 thận trọng:** STB đặt mục tiêu tổng tài sản đạt 1,010 nghìn tỷ đồng (+10% CK), tín dụng tăng trưởng 12%, LNNT 8,100 tỷ (+6%), NPL <4.5%.

Dự phóng kịch bản cơ sở: Điều chỉnh giảm dự phóng LNNT từ 9,093 tỷ VND (+19.2% CK) xuống 8,044 tỷ VND (+5.5% CK), với NII điều chỉnh từ 28.5 nghìn tỷ VND (+6.8% CK) xuống 27,114 tỷ VND (+1.6% CK), phản ánh kết quả tăng trưởng cho vay yếu trong Q1/2026. Theo đó, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng cho vay FY26 xuống 12% (so với 13.5% ở dự báo trước). Các giả định khác giữ nguyên: NIM 2.95% (-36bps CK), chi phí dự phòng giảm về 10.5 nghìn tỷ VND (-6.9% CK), CIR 42.9% (+2.2%p CK).



	FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		22,072	24,532	26,681	27,114	32,019	37,654
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		4,101	4,145	5,376	5,517	5,919	6,916
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		9,595	12,720	7,628	8,044	16,054	20,171
LNST (tỷ đồng)		7,719	10,087	5,939	6,263	12,499	15,705
EPS (đồng)		3,747	4,896	2,883	3,040	6,067	7,623
ROE (%)		18.3	20.0	10.3	9.5	17.3	18.1
P/E (x)		19.1	14.6	24.9	25.6	12.8	10.2
P/B (x)		3.2	2.7	2.5	2.4	2.0	1.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)		674,390	748,095	917,106	1,014,008	1,130,663	1,271,726
VCSH (tỷ đồng)		45,734	54,972	59,867	66,183	78,682	94,387
Giá trị sổ sách (đồng)		22,199	26,683	29,059	32,367	38,736	46,511

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Khởi đầu năm tương đối chậm

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	25,500
Thị giá (03/06/26)	21,100
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

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

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

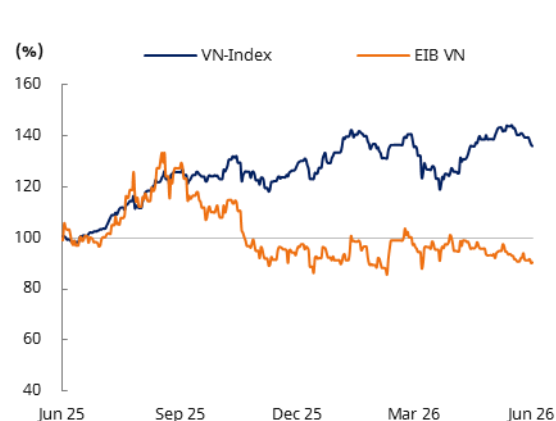
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.9	-1.1	11.7
Tương đối	-14.3	-15.3	-39.5

Điểm nhấn đầu tư

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

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

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



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

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Áp lực biên lãi

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	17,900
Thị giá (03/06/26)	15,700
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNST (26F, tỷ đồng)	7,484
LNST kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-7.6
P/E (26F, x)	7.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	43,553
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,774
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	78.0
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	23.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12,381
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,714
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-3.7 -9.8 24.4
Tương đối	-1.8 -14.2 -10.6

Điểm nhấn đầu tư

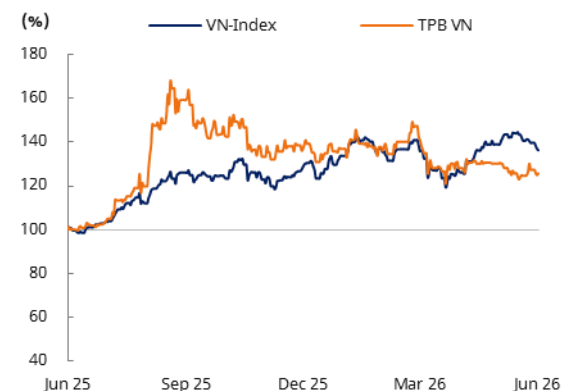
KQKD Q1/2026 thể hiện những tín hiệu suy yếu: Lợi nhuận trước thuế đạt 2,106 tỷ VND, gần như đi ngang so với cùng kỳ (-0.1%), và lãi ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ giảm 1.2% xuống 1,666 tỷ VND. Diễn biến theo quý nhìn bề ngoài có vẻ tiêu cực hơn — với LNTT giảm 33.8% — nhưng quý 4/2025 được hỗ trợ bởi chi phí hoạt động thấp bất thường (1.222 tỷ VND, tương ứng CIR khoảng 23%) cùng khoản lãi một lần từ góp vốn ~128 tỷ VND, khiến mức suy giảm phần nào phản ánh quá mức sự suy yếu của hoạt động cốt lõi.

KQKD Q1/2026: Thu nhập lãi thuần chỉ tăng 2.2% so với cùng kỳ lên 3,460 tỷ VND khi NIM bị thu hẹp mạnh. Ngược lại, thu phí thuần tạo điểm sáng, tăng 37.6% so với cùng kỳ lên 1,252 tỷ VND và chiếm ~26% tổng thu nhập hoạt động. Tổng thu nhập hoạt động tăng 9.3% trong khi chi phí hoạt động tăng 19% so với cùng kỳ (CIR trở lại ~46% từ 42% trong Q1/2025) khiến lợi nhuận trước dự phòng chỉ tăng 2.1%. Chi phí dự phòng tăng 11.6% lên 547 tỷ VND.

Bảng cân đối: Cho vay gộp tăng 20.4% so với cùng kỳ (+3.3% QoQ) lên 316,042 tỷ VND, nhưng tiền gửi khách hàng chỉ tăng 14.6% so với cùng kỳ và giảm 4.3% QoQ xuống 267,038 tỷ VND, đẩy tỷ lệ LDR lên ~118%. Khoảng chênh lệch ngày càng nới rộng được bù đắp bằng nguồn vốn bán buôn — vay liên ngân hàng tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ lên 134,160 tỷ VND và giấy tờ có giá tăng ~54%. CASA giảm còn ~17.5% từ ~19% trong Q1/2025, càng làm gia tăng áp lực chi phí vốn.

Chất lượng tài sản — điểm cần lưu ý nhất: Nợ xấu tăng lên ~2.19% tại Q1/2026 từ ~1.30% cuối 2025, và tỷ lệ bao phủ giảm còn ~58% từ ~92% của quý trước.

Dự phóng 2026: Chúng tôi dự báo NIM đạt 2.71% (-33bps so với cùng kỳ) do áp lực chi phí huy động vốn. NII +12.4% lên 15,020 tỷ, lãi thuần từ phí +18% lên 4,908 tỷ đồng và CIR hạ về ~33.4% (-120bps CK) kéo PPOP +13.4%, nhưng chi phí dự phòng tăng 56% lên 5,010 tỷ khiến LNTT chỉ tăng +1.6% (9,347 tỷ) và lãi ròng đạt 7,484 tỷ. Mức trích lập tăng mạnh phản ánh sự suy giảm chất lượng tài sản trong Q1/2026 (nợ xấu ~2.2%, bao phủ ~58%). Là một ngân hàng số thiên về bán lẻ và tín dụng tiêu dùng với CASA thấp hơn trung bình (~17.5%), TPB chịu rủi ro nhiều hơn các ngân hàng quốc doanh lớn trước áp lực chi phí vốn gia tăng và suy giảm chất lượng tài sản tiêu dùng. Nợ xấu được dự báo ở mức 1.6% (+31bps CK) nhờ việc xử lý/xóa nợ quyết liệt làm sạch nhóm nợ xấu, song song với mức trích lập dự phòng cao hơn.



	FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)		12,428	12,906	13,371	15,020	16,522	19,240
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)		3,809	5,132	5,610	6,552	7,692	8,106
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)		5,589	7,600	9,203	9,347	11,218	13,734
LNST (tỷ đồng)		4,464	6,074	7,402	7,484	8,982	10,996
EPS (đồng)		2,028	2,299	2,656	2,453	2,676	2,978
ROE (%)		13.7	17.3	17.6	14.4	16.8	17.8
P/E (x)		8.8	7.8	6.7	7.3	6.7	6.0
P/B (x)		1.2	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)		356,634	418,028	505,872	600,575	703,827	826,215
VCSH (tỷ đồng)		32,743	37,596	46,019	49,652	57,136	66,118
Giá trị sổ sách (đồng)		14,872	14,231	16,589	16,272	17,022	17,907

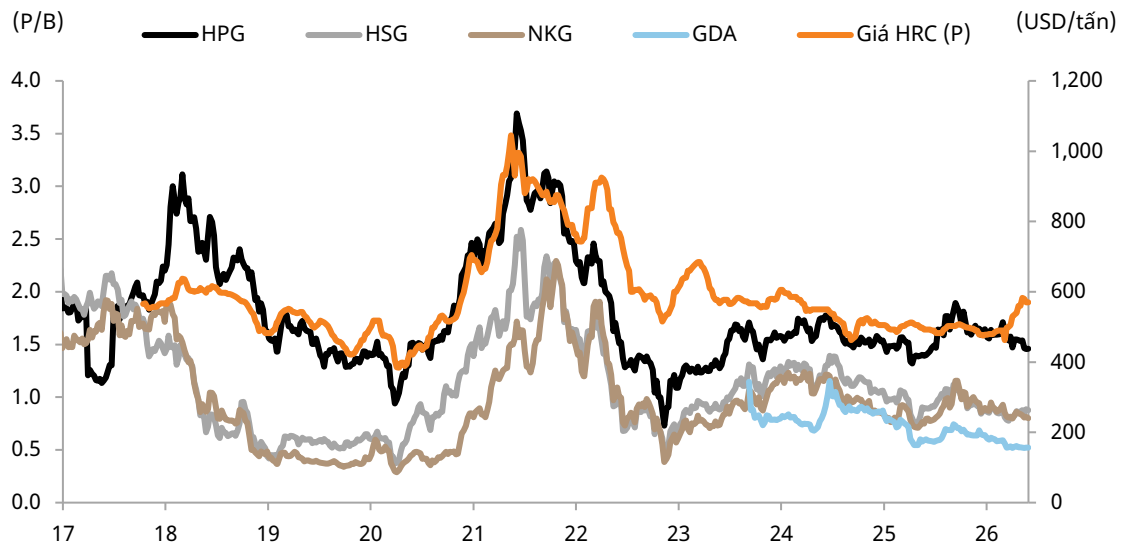
Nguồn: Dữ liệu công ty, CTCK Mirae Asset Việt Nam

Thép - Tín hiệu chuyển chu kỳ

Bối cảnh định giá

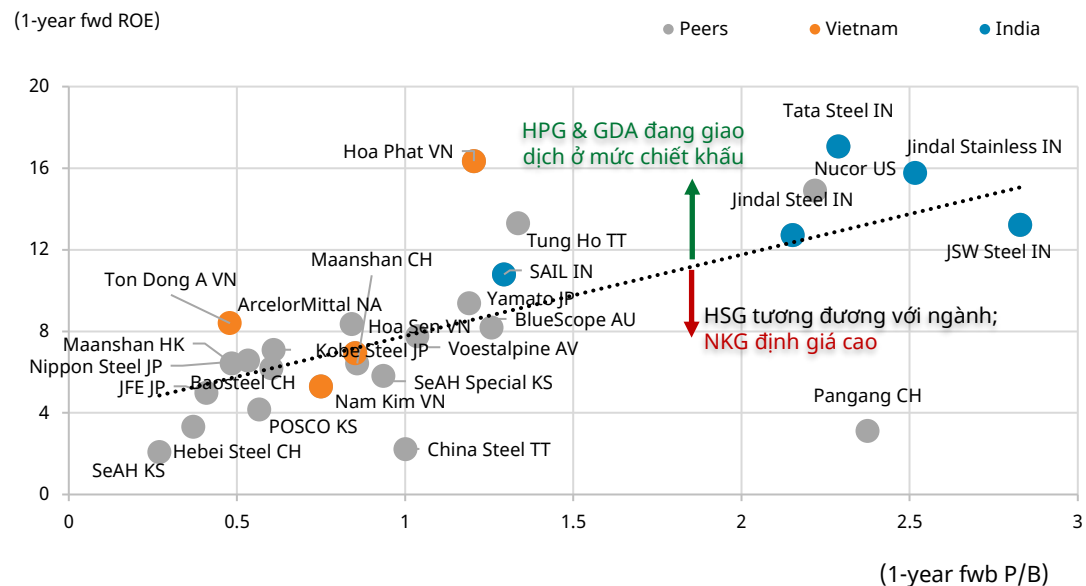
- Dù giá thép đã tăng khoảng 20% YTD lên vùng cao nhất hai năm, diễn biến giá cổ phiếu ngành thép nhìn chung vẫn tương đối thận trọng. HPG tăng 2.9% YTD, HSG tăng 5.7%, trong khi NKG giảm 5.6% và GDA giảm 14.6%, cho thấy thị trường hiện vẫn chưa phản ánh đầy đủ kỳ vọng phục hồi của giá thép vào định giá cổ phiếu.
- Trong nhóm, HPG ghi nhận xu hướng nâng dự phóng lợi nhuận tương đối ổn định nhưng giá cổ phiếu chưa có nhiều thay đổi, khiến forward P/E hiện dần quay về mức hợp lý hơn quanh 12.3x. Trong khi đó, mức P/E forward cao của NKG (31.8x) chủ yếu phản ánh nền lợi nhuận thấp, còn GDA giao dịch quanh 7.9x forward P/E cho thấy kỳ vọng phục hồi hiện đã thận trọng hơn đáng kể so với giai đoạn trước.
- Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu đến từ việc mất bằng giá thép hiện tại đang đi trước sự cải thiện của nhu cầu thực tế, khiến thị trường vẫn cần thêm thời gian để đánh giá độ bền của chu kỳ phục hồi lần này. Dù vậy, so với năm trước, bối cảnh ngành trong 2026 đang tích cực hơn nhờ giá bán và chênh lệch giá cải thiện từ nền thấp.
- Chúng tôi cho rằng dư địa tái định giá vẫn còn trong trường hợp xu hướng hồi phục hiện tại được duy trì, khi các cổ phiếu trong nhóm theo dõi hiện đang giao dịch dưới mức trung bình lịch sử, gồm HPG tại 1.6x P/B (-10% so với bình quân 5 năm), NKG tại 0.8x (-23%), HSG tại 0.9x (-23%) và GDA tại 0.5x (-30%).

Định giá P/B trượt cổ phiếu thép và xu hướng giá HRC Việt Nam



Nguồn: Bloomberg; Lưu ý: Dữ liệu dự phóng của NKG, GDA và HPG là ước tính của Mirae Asset Research, các DN còn lại lấy theo dữ liệu đồng thuận thị trường từ Bloomberg.

Định giá forward PB trong khu vực cho thấy HPG & GDA đang ở mức chiết khấu sv kỳ vọng ROE



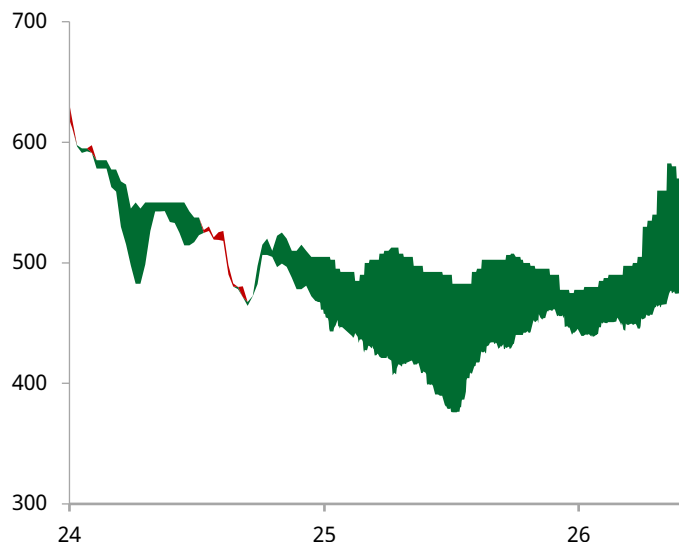
Thép - Tín hiệu chuyển chu kỳ (tt.)

Giá bán và triển vọng lợi nhuận

- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép nội địa sẽ cải thiện trong năm 2026, qua đó phần nào bù đắp cho xuất khẩu vẫn còn yếu. Dù vậy, tổng nhu cầu tiêu thụ toàn ngành nhiều khả năng vẫn chưa quay lại mức cao của giai đoạn 2023-2024. Trong bối cảnh đó, diễn biến giá bán đang cải thiện nhanh hơn nhu cầu thực tế, hỗ trợ biên lợi nhuận phục hồi từ nền thấp năm trước và tạo nền tảng tích cực hơn cho tăng trưởng lợi nhuận.
- Môi trường cạnh tranh hiện tại cũng đang có xu hướng thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp đầu ngành nhờ lợi thế về quy mô, hệ thống phân phối và khả năng kiểm soát chi phí. Đồng thời, áp lực từ thép nhập khẩu Trung Quốc đã hạ nhiệt đáng kể so với giai đoạn trước, giúp cung - cầu nội địa cân bằng hơn và giảm phần nào rủi ro dư cung trong nước. HPG là doanh nghiệp hưởng lợi chính từ xu hướng này với thị phần thép xây dựng duy trì cao ở mức 34%. Thị phần HRC cũng gia tăng từ 11% trong 2024 lên hơn 30% trong 2025.
- Đối với nhóm tôn mạ, cạnh tranh hiện vẫn chủ yếu xoay quanh việc duy trì sản lượng và bảo vệ thị phần hơn là mở rộng biên lợi nhuận. Theo đó, ưu tiên chính trong ngắn hạn là giữ ổn định đầu ra, dù mặt bằng giá hàng hóa hiện tại có thể hỗ trợ biên lợi nhuận cải thiện so với năm 2025. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng nhóm hạ nguồn sẽ ghi nhận tăng trưởng ở mức vừa phải nhờ nền so sánh thấp.

Chênh lệch giữa HRC và chi phí nguyên liệu

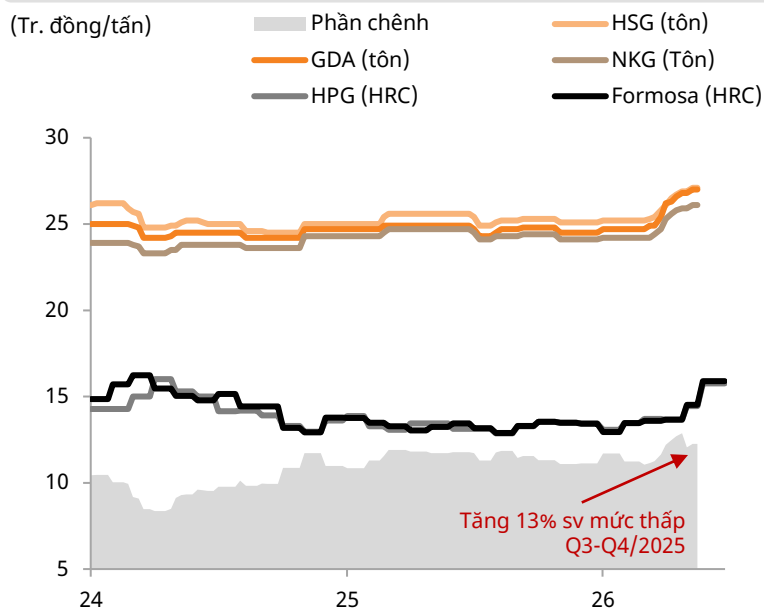
(USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Xu hướng giá và chênh lệch giữa giá HRC với tôn mạ

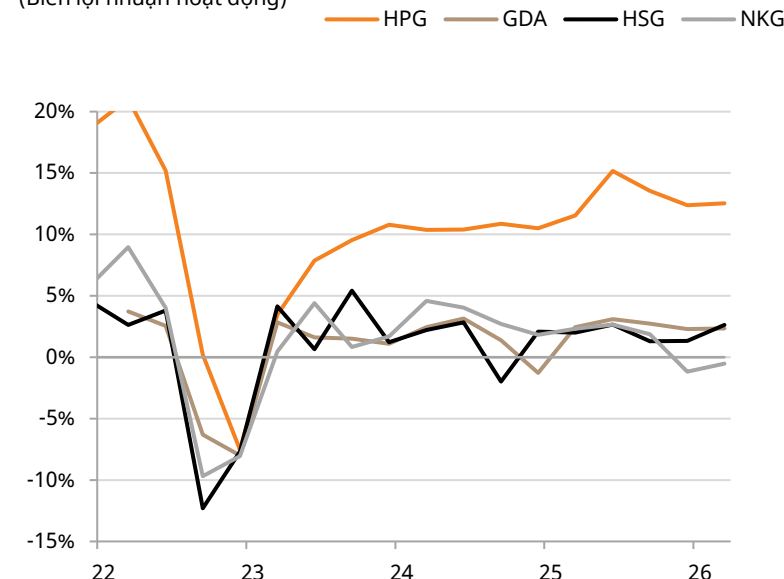
(Tr. đồng/tấn)



Tăng 13% sv mức thấp Q3-Q4/2025

Tỷ suất lợi nhuận các doanh nghiệp thép

(Biên lợi nhuận hoạt động)

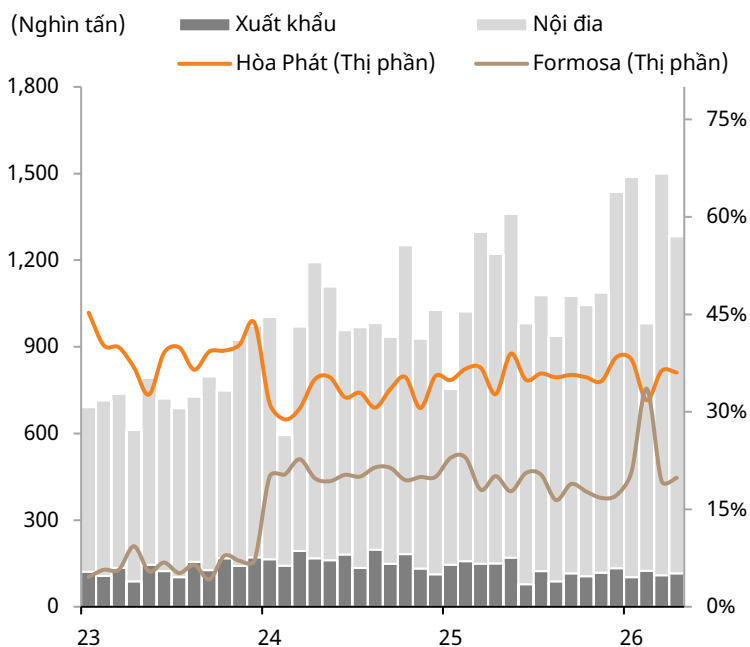


Thép - Tín hiệu chuyển chu kỳ (tt.)

Sản lượng là yếu tố xác nhận chu kỳ

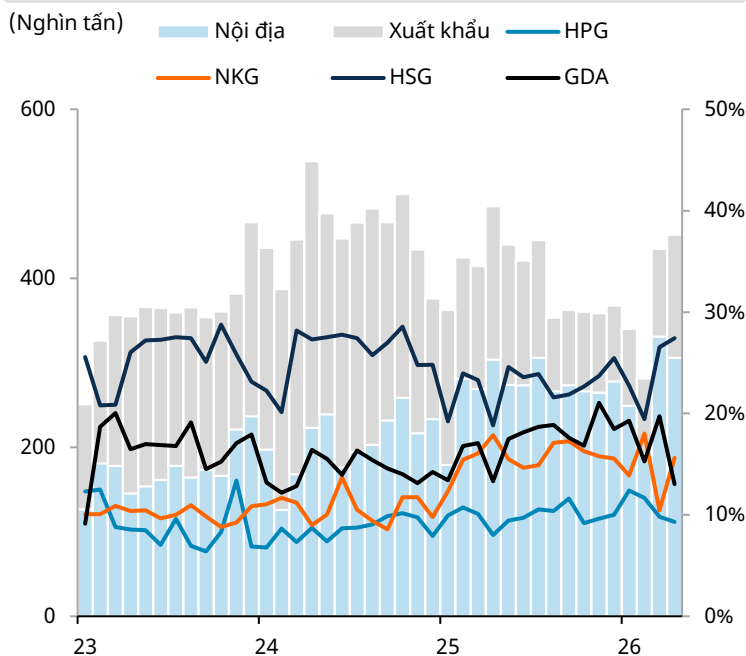
- Giá thép tiếp tục đi lên:** Trong tháng 5/2026, Hòa Phát và Formosa Hà Tĩnh đã nâng giá HRC lên quanh mức US\$600/tấn. Tương ứng, nhiều doanh nghiệp thép tấm cũng điều chỉnh tăng giá bán nhằm phản ánh mặt bằng chi phí đầu vào cao hơn.
- Giai đoạn hấp thụ nền giá mới:** Dù vậy, diễn biến tăng giá hiện tại phần lớn vẫn đến từ áp lực chi phí, do mức tăng của quặng sắt, than luyện cốc (đối với thép thô) và HRC (đối với tôn mạ) hơn là sự cải thiện rõ rệt của nhu cầu tiêu thụ cuối cùng. Tuy nhiên, việc giá nguyên vật liệu nhập khẩu tiếp tục giữ ở vùng cao, trong khi tồn kho tại nhiều nước trong khu vực được duy trì, cho thấy thị trường có thể đang dần chấp nhận mặt bằng giá hiện tại. Theo đó, yếu tố quan trọng để xác nhận độ bền của chu kỳ phục hồi lần này tại Việt Nam sẽ là khả năng giữ vững mặt bằng giá HRC hiện tại mà không đi kèm sự suy giảm đáng kể về sản lượng tiêu thụ trong Q2-Q3.
- Động lực cho định giá cải thiện:** Trường hợp vùng giá thép hiện tại tiếp tục ổn định trong các quý tới, chúng tôi cho rằng định giá ngành vẫn còn dư địa cải thiện. Trong danh mục các cổ phiếu theo dõi, HPG tiếp tục là lựa chọn ưu tiên nhờ kết quả kinh doanh có xu hướng tăng trưởng tốt hơn phần còn lại với việc quản trị hiệu quả, kiểm soát chuỗi giá trị và cơ cấu thị trường tập trung tiêu thụ nội địa. Doanh nghiệp vẫn còn dư địa tăng trưởng từ phần công suất mới đang trong quá trình vận hành, và duy trì đầu tư mới đảm bảo tăng trưởng dài hạn.

Bán hàng thép xây dựng và thị phần nội địa



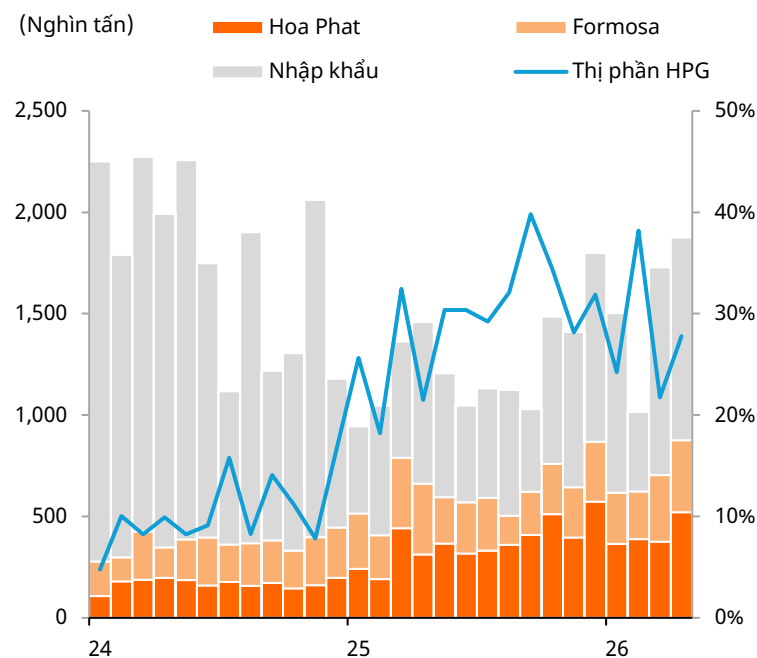
Nguồn: VSA, dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Bán hàng nhóm tôn mạ và thị phần nội địa



Nguồn: VSA, Mirae Asset Research

Tiêu thụ HRC tại thị trường nội địa và thị phần của HPG



Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Bức tốc

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	31,800
Thị giá (03/06/26)	24,150
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

LNST (26F, tỷ đồng)	26,099
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	53.5
P/E (26F, x)	10.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	203,899
SL cổ phiếu (triệu)	8,443
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19,470
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,045

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

Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q1/2026 vượt kỳ vọng

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

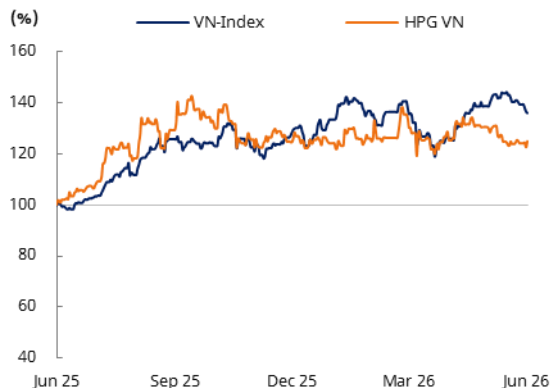
Dữ liệu đang cho thấy đà tăng trưởng mạnh của mảng thép tiếp tục duy trì sang Q2/2026

- Giá HRC trong T4/T5/T6 được điều chỉnh tăng 0%/+5%/+15% so với mức cao của T3/2026;
- Sản lượng thép thô tiếp tục tăng mạnh, với số liệu thép thô sơ bộ đạt 3.6 triệu tấn trong Q2/2026 (+20% sv Q1/+48% CK);
- Chênh lệch giữa giá thép và giá nguyên liệu trên đà mở rộng, cho thấy HPG dự kiến duy trì mức tỷ suất lợi nhuận đạt cao như Q1/2026.

HPG đang đề xuất khai thác 2 mỏ quặng sắt, bao gồm mỏ Quý Xa (trữ lượng 120 triệu tấn; sản lượng 3-4 triệu tấn/năm, đáp ứng khoảng 10-13% nhu cầu của HPG) và mỏ Thạch Khê (trữ lượng 500 triệu tấn).

Duy trì khuyến nghị mua; giá mục tiêu: 31,800 (điều chỉnh cổ tức)

KQKD Q1/2026 đã bắt đầu phản ánh tác động tích cực từ tăng trưởng công suất và xu hướng cải thiện giá bán. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng gia tăng này sẽ nối tiếp trong phần còn lại của năm. Chúng tôi duy trì giả định HKKD cốt lõi nhưng bổ sung khoản lợi nhuận bất thường trong Q1/2026 và nâng dự phóng lợi nhuận ròng 2026 lên 26 nghìn tỷ đồng (+69% CK). Khi các dự án đầu tư lớn đã qua giai đoạn cao điểm, dự phóng vốn đầu tư XDCB sẽ giảm dần về mức 5.8-7.6 nghìn tỷ trong giai đoạn 2026-28F. Kết hợp dòng tiền HKKD cải thiện khi công suất mới vận hành ổn định hơn, kỳ vọng HPG sẽ quay lại trạng thái dòng tiền tự do dương từ năm 2026, tạo cơ sở để giảm nợ vay và tăng mức chi trả cổ tức.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	118,953	138,855	156,116	203,747	223,719	257,277
LNHH (tỷ đồng)	9,669	14,615	20,428	28,366	31,652	37,905
Biên LNHH (%)	8.1	10.5	13.1	13.9	14.1	14.7
LNR (tỷ đồng)	6,835	12,020	15,450	26,099	25,729	31,676
EPS (VND)	1,117	1,879	2,013	3,091	3,047	3,752
ROE (%)	6.9	11.1	12.6	18.3	15.9	17.4
P/E (x)	28.5	16.9	15.8	10.3	10.4	8.5
P/B (x)	1.8	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	187,783	224,490	257,922	266,784	276,077	297,901
VCSH (tỷ đồng)	102,836	114,647	131,220	153,543	170,897	194,213

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Vững vàng giữa thách thức ngành

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyễn, nguyen.nhb@miraesasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	16,600
Thị giá (03/06/26)	13,800
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (26F, tỷ đồng)	304
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	11.8
P/E (26F, x)	8.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,058
SL cổ phiếu (triệu)	149
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	37.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	18.2
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	19,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.7	-21.1	-8.5
Tương đối	1.2	-25.6	-43.5

Điểm nhấn đầu tư

Ngành tôn mạ vẫn khó khăn, nhưng rủi ro đã phản ánh vào kết quả kinh doanh

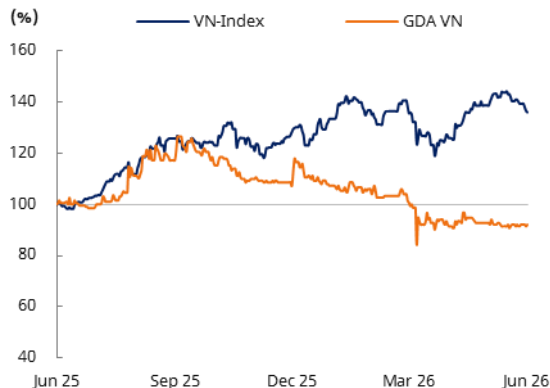
- Xuất khẩu yếu, cạnh tranh nội địa cao và biến động giá HRC khiến sản lượng bán hàng và biên lợi nhuận của ngành suy giảm trong 18 tháng qua.
- Tuy nhiên, giá thép đã phục hồi trong 2026, với giá tôn mạ tăng trung bình 14-20% kể từ đầu năm tạo điều kiện để biên lợi nhuận cải thiện và kết quả kinh doanh phục hồi trên nền so sánh thấp trong giai đoạn 2025-Q1/2026.

GDA là cổ phiếu được ưu tiên nhờ yếu tố định giá và nền tảng vận hành ổn định

- GDA hiện giao dịch tại mức P/E 2026F là 6.9x, so với CAGR EPS dự phóng 14% trong giai đoạn 2026–2028, trong khi P/B đang chiết khấu khoảng 30% so với trung bình ngành.
- Tỷ trọng xuất khẩu hiện giảm xuống dưới 15% tổng sản lượng, qua đó hạn chế phần lớn rủi ro suy giảm thêm từ kênh xuất khẩu. Trong khi đó, doanh nghiệp vẫn duy trì vị thế top 2 nội địa với khoảng 17% thị phần. Dù sản lượng năm 2025 giảm svck, bán hàng nội địa tăng trưởng mạnh 58%. Tổng quan, GDA vẫn duy trì mức vận hành cao, tương đương khoảng 83% công suất hiện hữu.

Triển vọng phục hồi dần từ 2026

- Doanh thu 2026F dự kiến tăng 5.6% svck, với giá định sản lượng phục hồi nhẹ.
- Biên lợi nhuận trong Q1/2026 vẫn chịu áp lực do độ trễ của giá bán so với giá HRC. Tuy nhiên, giá tôn mạ đã bắt đầu điều chỉnh tăng từ T3/2026, giúp tỷ suất lợi nhuận cải thiện vào các quý sau. Chúng tôi dự phóng LNST cả năm 2026 đạt 304 tỷ đồng (+11.8% svck).
- Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 16,600 VND/cp (0.6x P/B).



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	17,435	19,136	15,310	16,172	18,415	19,898
LNHH (tỷ đồng)	302	311	407	420	520	604
Biên LNHH (%)	1.7	1.6	2.7	2.6	2.8	3.0
LNR (tỷ đồng)	284	342	272	304	363	430
EPS (VND)	2,472	2,981	1,823	2,038	2,437	2,882
ROE (%)	0.0	9.2	7.0	7.6	8.6	9.7
P/E (x)	6.8	5.6	9.2	8.2	6.9	5.8
P/B (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	11,542	12,939	11,901	12,230	12,761	13,480
VCSH (tỷ đồng)	3,619	3,815	3,967	4,119	4,333	4,614

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Giá bán tăng thúc đẩy quá trình hồi phục

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



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	15,900
Thị giá (03/06/26)	13,650
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

Điểm nhấn đầu tư

Giai đoạn khó khăn

NKG ghi nhận lợi nhuận ròng dương trở lại trong Q1/2026 sau mức lỗ trong Q4/2025. Các xu hướng chính gồm: (1) giá bán ghi nhận tín hiệu cải thiện đầu tiên sau 10 quý, ước đạt 24.7 triệu đồng/tấn (+23.8% svck); (2) sản lượng bán hàng tiếp tục suy yếu (-36% svck) ở cả kênh xuất khẩu (-71%) và nội địa (-4%); (3) doanh thu giảm 20.3% svck do sản lượng thấp, trong khi lợi nhuận gộp giảm mạnh hơn (-68% svck) do giá vốn tăng nhanh hơn mức điều chỉnh giá bán; và (4) LNST-CĐTS giảm 66% CK xuống 22 tỷ đồng, chủ yếu được hỗ trợ từ lợi nhuận tài chính. Lợi nhuận hoạt động tiếp tục âm quý thứ hai liên tiếp, với mức thu hẹp xuống âm 17 tỷ đồng (sv. mức âm 37 tỷ đồng trong Q4/2025).

Kỳ vọng ngắn hạn có độ nhạy cao với giá HRC

Giá thép phục hồi trong 2026 đã hỗ trợ một phần kết quả Q1/2026. Tuy nhiên, với vai trò là doanh nghiệp sản xuất trung gian, đà tăng nhanh của giá HRC vẫn gây áp lực lên biên lợi nhuận khi tồn kho cần thời gian để điều chỉnh theo mặt bằng giá mới. Nếu giá thép duy trì xu hướng tăng, biên lợi nhuận có thể cải thiện dần trong các quý tới. Dù vậy, sản lượng vẫn là vấn đề chính khi nhu cầu nội địa chậm lại và cạnh tranh tiếp tục gia tăng, khiến quá trình phục hồi nhiều khả năng sẽ kéo dài và thiếu ổn định. Trong ngắn hạn, giá HRC ở mức cao nhất trong hai năm có thể hỗ trợ hoàn nhập khoản dự phòng tồn kho khoảng 106 tỷ cuối Q1/2026, qua đó giúp lợi nhuận tăng mạnh svck từ mức nền thấp.

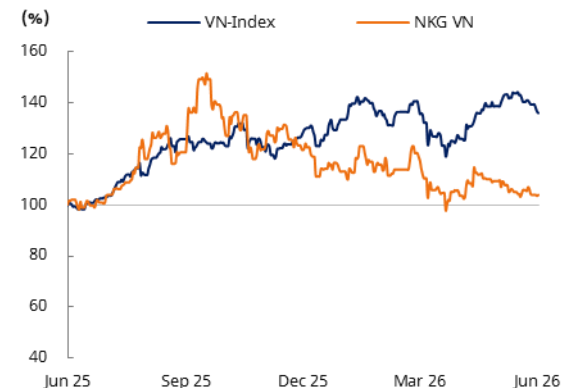
LNST (26F, tỷ đồng)	243
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	23.4
P/E (26F, x)	29.1

Chúng tôi hạ dự phóng, hiện kỳ vọng doanh thu 2026 đạt 15,199 tỷ đồng (+2.6% svck) và LNST đạt 243 tỷ đồng (+23.3% svck). Theo đó, giá mục tiêu được hạ xuống 15,900 đồng/cp (0.9x P/B TB giai đoạn 2026-2027; -0.5 độ lệch chuẩn so với TB 5 năm), phản ánh kỳ vọng phục hồi chậm trong bối cảnh môi trường ngành còn thiếu sự chắc chắn.

Các điểm chú ý khác

ĐHĐCĐ 2026 đã chấp thuận KH phát hành 124.6 triệu CP cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 4:1 với giá chào bán 12,000 VND/cp. Số tiền huy động dự kiến 1,495 tỷ đồng sẽ dùng bổ sung vốn cho dự án Nam Kim Phú Mỹ và vốn lưu động. Công ty cũng thông qua: (1) phát hành 6 triệu cổ phiếu ESOP; và (2) chia cổ tức FY25 bằng cổ phiếu tỷ lệ 10%.

Vốn hóa (tỷ đồng)	6,109
SL cổ phiếu (triệu)	448
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	77.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	4.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	20,400



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	18,596	20,609	14,808	15,199	15,385	16,733
LNHĐ (tỷ đồng)	373	694	230	343	339	402
Biên LNHĐ (%)	2.0	3.4	1.6	2.3	2.2	2.4
LNR (tỷ đồng)	117	453	197	243	213	257
EPS (VND)	446	1,434	440	543	476	575
ROE (%)	2.2	8.0	2.9	3.1	2.7	3.1
P/E (x)	35.4	11.0	35.9	29.1	33.2	27.5
P/B (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	12,235	13,519	16,494	17,680	17,188	17,234
VCSH (tỷ đồng)	5,423	5,871	7,635	7,899	8,097	8,339

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Khu công nghiệp – Khung chính sách mới định hình sóng FDI

Dự án lớn tiếp sức FDI

Cho đến thời điểm hiện tại, những lo ngại về bất định chính sách đã được giải tỏa đáng kể khi mức thuế suất áp dụng cho Việt Nam và cục diện cạnh tranh thu hút FDI được xác định rõ ràng hơn. Trên thực tế, trong 5T2026, tổng FDI đăng ký và giải ngân tiếp tục lập những đỉnh cao mới với 24.8 tỷ USD (+35% CK) và 9.8 tỷ USD (+10% CK), phần lớn được hỗ trợ bởi những dự án lớn. Trong đó, nổi bật là hai dự án liên quan đến chip bán dẫn của Samsung với quy mô vốn đăng ký hơn 5.2 tỷ USD. Điều này đã đưa tổng vốn vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo lên mức 9.6 tỷ USD (+40% CK; chiếm 65% tổng vốn đăng ký). Đây được xem là nền tảng tạo ra kỳ vọng thúc đẩy dòng vốn FDI về tinh trong thời gian tới, bên cạnh hàng loạt dự án mới liên quan đến các lĩnh vực công nghệ cao đang được đề xuất đến từ các nhà đầu tư lớn như Cooler Master (điện tử - 2 tỷ USD), SK Group (trung tâm dữ liệu - 2 tỷ USD), ...

Chờ đợi Nghị quyết mới về phát triển FDI

Bên cạnh tín hiệu tích cực từ dòng vốn FDI, chúng tôi cho rằng chất xúc tác đáng chú ý nhất thời gian tới là Dự thảo Nghị quyết (NQ) mới về phát triển khu vực kinh tế có vốn FDI dự kiến ban hành và thay thế cho NQ 50-NQ/TW (2019) – từng được xem là kim chỉ nam giúp Việt Nam định hình và thu hút lượng lớn vốn FDI nhiều năm liên tiếp trong giai đoạn đầu của chiến tranh thương mại. Trong bối cảnh cạnh tranh thu hút FDI ngày càng gia tăng và các tập đoàn công nghệ toàn cầu tiếp tục mở rộng năng lực sản xuất, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là khung chính sách thể hệ mới, góp phần nâng cao sức hấp dẫn của môi trường đầu tư và củng cố lợi thế cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao. Qua đó, mở ra dư địa tăng trưởng đáng kể cho các doanh nghiệp phát triển KCN sở hữu quỹ đất lớn và sẵn sàng cho thuê.

Trong quá khứ, sự bùng nổ FDI vào giai đoạn 2017-19 do chiến tranh thương mại cùng với sự ra đời của NQ 50-NQ/TW sau đó đã tạo nên làn sóng tăng giá mạnh của dòng cổ phiếu KCN

	2018												2019											
	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
BCM			13.2	13.6	9.1	-13.6	-19.5	-32.3	-10.5	-6.8	-2.3	10.0	4.5	15.9	20.5	9.5	5.9	13.2	27.3	56.8	41.8	38.6	24.1	36.8
D2D	6.4	7.0	21.6	19.8	15.2	7.2	7.7	5.8	5.3	11.9	8.6	7.3	14.1	28.1	53.9	82.5	108.6	115.6	146.9	150.0	118.8	159.4	155.0	146.9
DPR	6.4	4.9	2.6	0.0	1.5	0.0	-0.8	-5.3	-3.3	-15.4	-10.0	-18.5	-8.8	0.3	-5.1	-3.2	9.0	13.2	9.5	4.9	-3.3	-5.3	5.9	0.6
KBC	4.9	-3.4	-0.4	-0.7	-6.0	-10.8	-10.8	-9.7	-5.2	-9.7	-5.2	-1.9	5.2	8.6	9.7	7.8	7.5	6.0	10.1	19.8	11.9	9.0	14.6	15.3
LHG	19.1	12.9	35.3	45.3	23.2	7.6	9.1	16.5	37.1	12.9	15.0	9.1	8.2	11.2	20.6	14.1	12.9	8.8	3.2	7.4	-2.9	-10.3	-9.4	-9.4
NTC	-6.0	-8.6	-18.5	-28.1	-31.3	-29.1	-33.7	-31.3	-21.4	-22.7	-10.8	-15.4	-6.7	13.9	24.4	14.8	52.0	55.6	107.2	96.9	77.6	80.5	81.8	78.0
PHR	9.1	10.5	6.6	-5.9	-1.5	-20.0	-4.7	-2.9	2.3	9.6	21.1	28.6	36.5	69.2	102.2	99.9	114.9	135.3	167.6	165.3	134.5	126.5	118.4	46.9
SIP																			57.8	84.7	38.6	60.5	49.7	43.4
SNZ	3.9	-7.8	1.9	-14.9	-25.3	-30.5	-31.8	-15.6	-22.7	-28.6	-27.9	-25.3	-23.4	-24.0	10.4	3.2	15.6	32.5	46.1	94.8	40.3	45.5	29.2	16.2
SZC														-4.3	39.7	30.6	56.9	57.8	96.6	87.9	57.8	54.3	47.4	52.6
VCG	16.5	7.8	7.3	-16.1	-18.3	-24.3	-22.9	-16.5	-11.9	-15.1	-15.1	3.7	11.9	26.1	23.9	26.6	20.6	20.6	20.2	21.1	21.1	23.9	24.3	23.4
VNINDEX	12.8	13.9	19.3	6.7	-1.3	-2.4	-2.8	0.5	3.3	-7.1	-5.9	-9.3	-7.5	-1.9	-0.4	-0.5	-2.5	-3.5	0.8	0.0	1.3	1.5	-1.4	-2.4

NQ50 ban hành

*Hiệu suất đầu tư cổ phiếu KCN lũy kế từ 01/01/2018

Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Research.

Khu công nghiệp – Khung chính sách mới định hình sóng FDI (tt.)

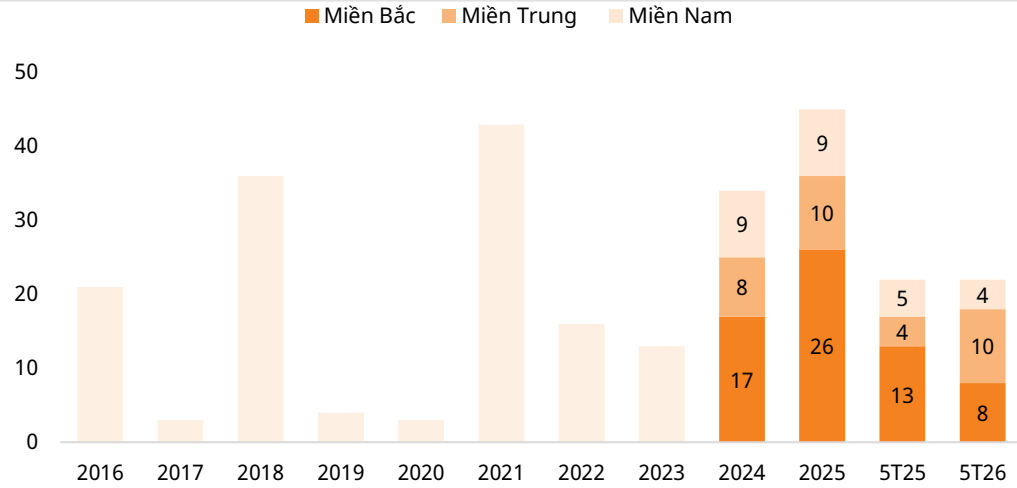
Dòng vốn FDI ghi nhận nhận mức tăng trưởng mạnh trong 5T2026, được dẫn dắt bởi những dự án lớn

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	5M26
Giải ngân	tỷ USD	11.5	12.4	14.5	15.8	17.5	19.1	20.4	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	27.6	9.8
Tổng vốn đăng ký:	tỷ USD	21.6	20.2	22.8	24.9	35.9	35.5	38.0	28.5	31.2	27.7	36.8	38.2	38.4	24.8
- Đăng ký mới	tỷ USD	14.3	15.6	15.6	14.9	21.3	18.0	16.7	14.6	15.2	12.4	20.2	19.7	17.3	14.8
- Bổ sung	tỷ USD	7.4	4.6	7.2	5.6	8.4	7.6	5.8	6.4	9.0	10.1	7.9	14.0	14.1	5.8
- Góp vốn, mua cổ phần	tỷ USD				4.3	6.2	9.9	15.5	7.5	6.9	5.2	8.8	4.5	7.0	4.2
Số dự án cấp mới	số lượng	1,275	1,588	2,013	2,503	2,591	3,046	3,883	2,523	1,738	2,036	3,314	3,375	4,054	1,576
Số dự án tăng vốn	số lượng	472	594	814	1,205	1,188	1,169	1,381	1,140	985	1,107	1,384	1,539	1,404	415
Số dự án góp vốn	số lượng				4,900	5,002	6,496	9,842	6,141	3,797	3,566	3,589	3,502	3,587	1,164
Vốn/dự án cấp mới	triệu USD	11.2	9.9	7.7	6.0	8.2	5.9	4.3	5.8	8.8	6.1	6.1	5.8	4.3	9.4
Vốn/dự án bổ sung	triệu USD	15.6	7.7	8.8	4.7	7.1	6.5	4.2	5.6	9.2	9.1	5.7	9.1	10.0	13.9
Vốn/dự án góp	triệu USD				0.9	1.2	1.5	1.6	1.2	1.8	1.4	2.4	1.3	2.0	3.6
Giải ngân (%CK)		10%	7%	17%	9%	11%	9%	7%	-2%	-1%	13%	3%	9%	9%	10%
Tổng vốn đăng ký			-6%	12%	9%	44%	-1%	7%	-25%	9%	-11%	33%	4%	1%	35%
- Đăng ký mới (%CK)		70%	10%	0%	-4%	42%	-16%	-7%	-13%	4%	-18%	62%	-2%	-12%	111%
- Bổ sung (%CK)		31%	-38%	56%	-21%	49%	-10%	-24%	11%	41%	12%	-22%	77%	1%	-32%
- Góp vốn, mua cổ phần (%CK)						45%	60%	56%	-52%	-8%	-25%	70%	-48%	55%	47%
Số dự án cấp mới (%CK)			25%	27%	24%	4%	18%	27%	-35%	-31%	17%	63%	2%	20%	2%
Số dự án tăng vốn (%CK)			26%	37%	48%	-1%	-2%	18%	-17%	-14%	12%	25%	11%	-9%	-38%
Vốn/dự án cấp mới (%CK)			-12%	-21%	-23%	37%	-28%	-27%	35%	51%	-30%	0%	-4%	-27%	-14%
Vốn/dự án bổ sung (%CK)			-50%	14%	-47%	51%	-8%	-35%	34%	63%	0%	-38%	59%	11%	108%

Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Research.

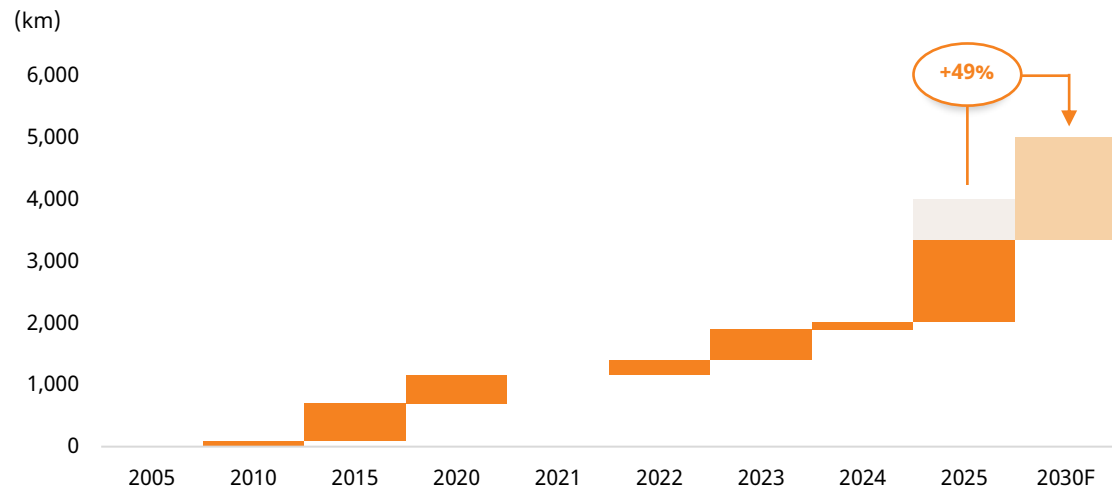
Khu công nghiệp – Khung chính sách mới định hình sóng FDI (tt.)

Số lượng các KCN được cấp chủ trương đầu tư tiếp tục duy trì ổn định



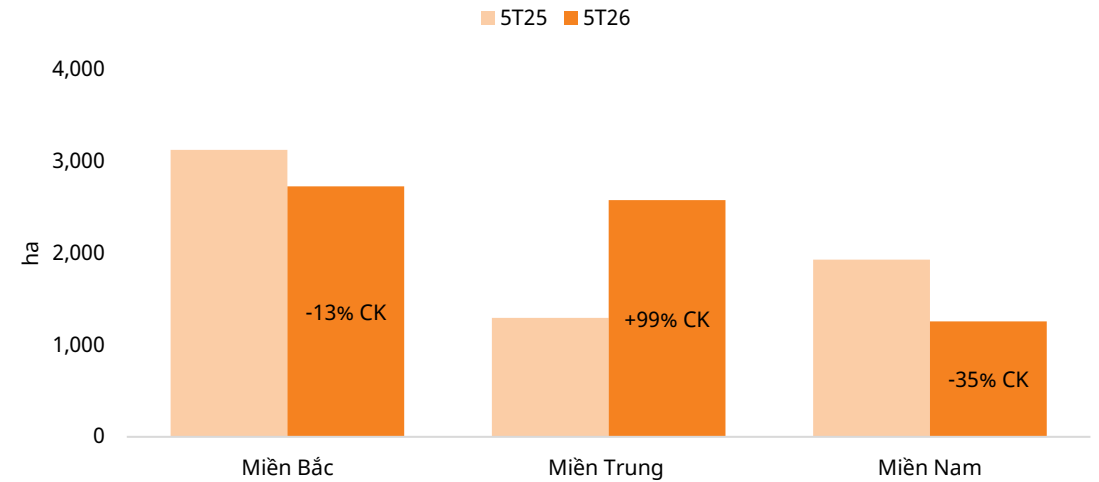
Nguồn Địa phương, Mirae Asset Research

Số lượng km cao tốc được đưa vào vận hành dự kiến tăng mạnh 49% đến năm 2030



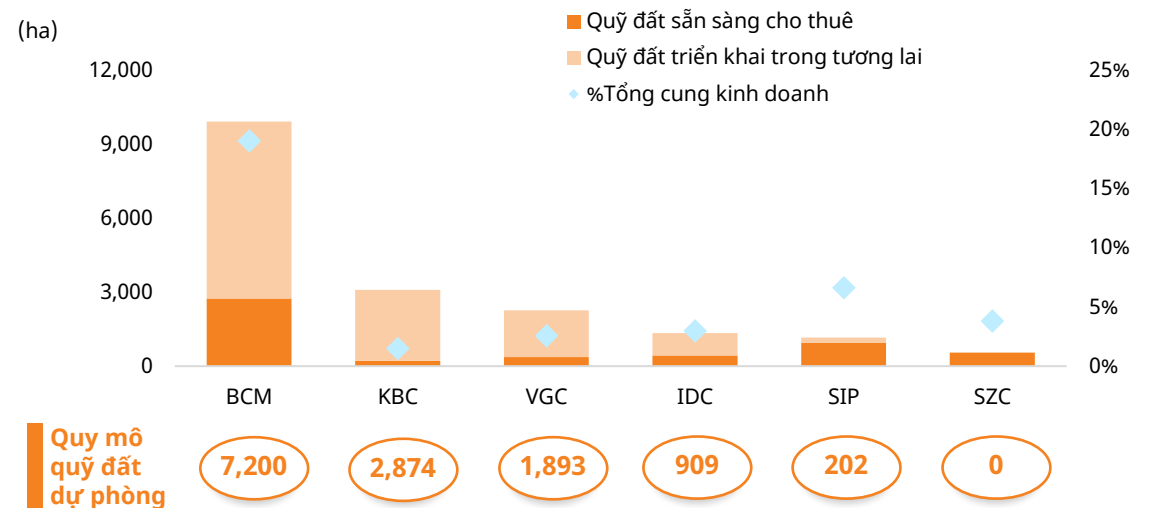
Nguồn: Địa phương, Mirae Asset Research

Nguồn cung tại miền Trung tăng vọt, trong đó chủ yếu tại khu vực Bắc Trung Bộ nhờ thế mạnh hạ tầng



Nguồn: Địa phương, Mirae Asset Research

BCM dẫn đầu quy mô quỹ đất với hàng loạt KCN được phê duyệt thông qua VSIP



Nguồn: Địa phương, Mirae Asset Research. Dữ liệu tính đến T5/2026

Khu công nghiệp – Khung chính sách mới định hình sóng FDI (tt.)

Ghi nhận doanh số cho thuê tích cực

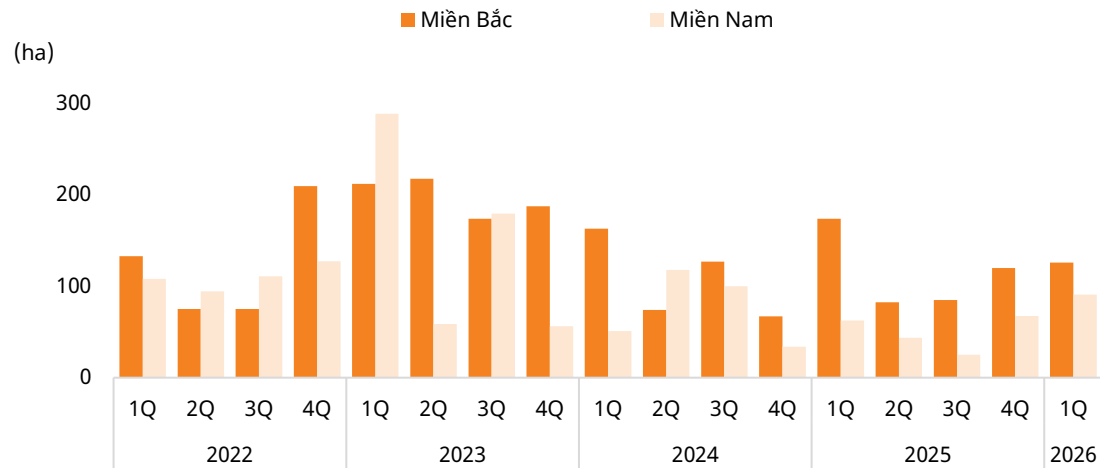
Theo dữ liệu thị trường Q1/2026, khu vực miền Nam ghi nhận giá thuê bình quân đạt 186 USD/m², tăng nhẹ 1% so với Q4/2025 và 5% CK, trong đó lượng hấp thụ cải thiện và hồi phục trở lại (+35% sv. Q4/2025) và đạt mức cao nhất kể từ Q3/2024. Diễn biến này đánh dấu sự quay trở lại của dòng vốn vào thị trường miền Nam, đặc biệt giữa bối cảnh các nhóm ngành nghề thu hút đầu tư tại khu vực này bị ảnh hưởng trực tiếp bởi chính sách thuế quan của Mỹ.

Trong khi đó đối với thị trường miền Bắc, lượng hấp thụ tiếp tục được duy trì ở mức ổn định trong bối cảnh hàng loạt các dự án lớn được công bố với khoảng 126 ha (+5% sv. Q4/2025) trong Q1/2026. Tỷ lệ lấp đầy quanh mốc 73%, giảm 3%p sv Q4/2025 do thị trường tiếp tục đón nhận hơn 1,100 ha diện tích đất bổ sung tại các thị trường Hải Phòng, Bắc Ninh, và Ninh Bình. Ngoài ra, trong Q1/2026, mức giá cho thuê giữ vững xu hướng tăng với mức +0.7% sv Q4/2025 và +3.5% CK, dù tốc độ tăng có phần chậm lại so với các quý trước. Mặc dù nguồn cung mới được bổ sung tạo áp lực cạnh tranh nhất định, giá chào thuê tại các KCN hạ tầng tốt, vị trí chiến lược vẫn neo ở mức cao, qua đó kéo mặt bằng giá chung đi lên.

Thông tư 99/2025/TT-BTC không làm thay đổi bản chất lợi nhuận

Kể từ 2026, Thông tư 99/2025/TT-BTC (TT99) chính thức được áp dụng thay thế Thông tư 200/2014/TT-BTC, tạo ra khung pháp lý mới cho chế độ kế toán doanh nghiệp theo hướng ghi nhận theo bản chất kinh tế của giao dịch. Theo đánh giá của chúng tôi, dưới góc độ kế toán cho các nhà phát triển KCN, TT99 đang trao quyền tự chủ cao hơn cho doanh nghiệp trong việc ghi nhận doanh thu dựa trên bản chất giao dịch và chính sách kế toán do doanh nghiệp xây dựng. Việc các nhà phát triển KCN ghi nhận doanh thu một lần hay phân bổ sẽ phụ thuộc vào: 1) Chính sách khoản phải thu và thời điểm chuyển giao tài sản; và 2) Xác định được giá vốn cấu thành tài sản, chủ yếu là tiền sử dụng đất. Do đó, TT99 sẽ không gây ra sự xáo trộn tiêu cực trong việc ghi nhận hoạt động cho thuê hạ tầng KCN, và không làm thay đổi đáng kể khả năng hạch toán kết quả kinh doanh so với trước đây.

Lượng hấp thụ phục hồi trong bối cảnh dòng vốn FDI giải ngân ổn định



Nguồn: Bộ Xây dựng, các đơn vị nghiên cứu thị trường, Mirae Asset Research.

Giá cho thuê tăng nhẹ trong bối cảnh nguồn cung trong tương lai tăng mạnh

Vùng	2022				2023				2024				2025				2026
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
Tăng trưởng (% QoQ)																	
M.Bắc	5.0	1.6	-2.1	4.1	0.5	4.1	2.3	2.0	-0.4	1.9	1.5	2.6	-1.1	1.5	0.3	0.9	0.7
M.Nam	5.1	1.0	1.8	6.1	3.9	0.9	0.9	0.9	-0.4	2.3	0.3	0.2	1.0	3.2	1.1	-0.4	1.0
Tăng trưởng (% CK)																	
M.Bắc	8.4	8.4	8.3	8.7	4.0	6.6	11.4	9.2	8.2	5.9	5.1	5.8	5.1	4.6	3.4	1.7	3.5
M.Nam	12.9	12.9	13.2	14.7	13.4	13.2	12.2	6.8	2.3	3.8	3.2	2.4	3.8	4.7	5.5	4.9	5.0

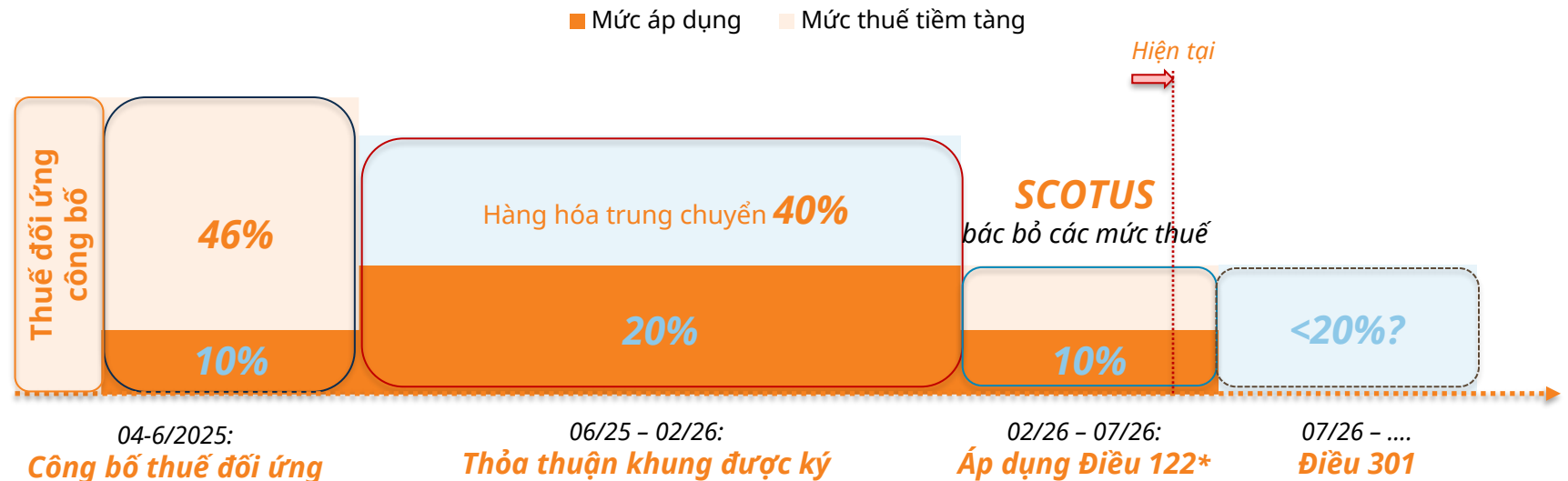
Khu công nghiệp – Khung chính sách mới định hình dòng FDI (tt.)

Ấn số đến từ thỏa thuận thương mại với Mỹ

Diễn biến đáng chú ý là việc Văn phòng Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) đề xuất áp thuế bổ sung 12.5% đối với hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam sau cuộc điều tra theo Điều 301 liên quan đến lao động cưỡng bức. Theo USTR, Việt Nam nằm trong nhóm các nền kinh tế chưa xây dựng hoặc thực thi đầy đủ cơ chế ngăn chặn hàng hóa liên quan đến lao động cưỡng bức tham gia vào hoạt động thương mại quốc tế. Tuy nhiên, đây hiện chỉ là đề xuất và chưa có phán quyết cuối cùng. Động thái này diễn ra trong bối cảnh hàng hóa Việt Nam vẫn đang chịu mức thuế tạm thời 10% theo Điều 122 của Đạo luật Thương mại 1974 sau khi thỏa thuế trước đó bị vô hiệu bởi Tòa án Tối cao (SCOTUS), dự kiến hết hiệu lực vào ngày 24/07/2026 (có thể gia hạn). Ngay cả khi cơ sở pháp lý theo IEEPA không còn hiệu lực, Mỹ vẫn có thể duy trì chính sách bảo hộ thương mại thông qua Điều 301 và Điều 232 – hai công cụ pháp lý có tính bền vững cao hơn và cho phép duy trì áp lực thuế quan trong dài hạn. Các động thái gần đây cho thấy chính quyền Trump vẫn đang ưu tiên sử dụng Điều 301.

Theo quan điểm của chúng tôi, tác động thực tế từ đề xuất trên đối với Việt Nam hiện vẫn tương đối hạn chế, do biện pháp đang trong giai đoạn tham vấn và vấn đề lao động cưỡng bức chưa phải là trọng tâm trong quan hệ thương mại Mỹ – Việt. Ngoài ra, tiền lệ tại một số đối tác thương mại lớn cho thấy các cuộc điều tra theo Điều 301 thường được sử dụng như một công cụ đàm phán, do đó chưa nhất thiết dẫn tới việc áp dụng đầy đủ các mức thuế được đề xuất ban đầu. Do đó, đây chủ yếu là yếu tố gây nhiễu tâm lý trong ngắn hạn. Ngược lại, các cuộc điều tra theo Điều 301 liên quan đến chống chuyển tải hàng hóa, sở hữu trí tuệ và khả năng xuất hiện các cuộc điều tra mới là những rủi ro có ý nghĩa hơn đối với Việt Nam. Cuối tháng 7/2026 sẽ là mốc đáng chú ý khi mức thuế tạm thời 10% hết hiệu lực.

Diễn biến dòng sự kiện thuế quan



Nguồn: USTR, Mirae Asset Research



Tái định vị cho chu kỳ tăng mới

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG		
Giá mục tiêu (VND, 12T)	38,200		
Thị giá (03/06/26)	34,650		
Lợi nhuận kỳ vọng	10%		
LNST (26F, tỷ đồng)	6,870		
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A		
Tăng trưởng EPS (26F, %)	22.1		
P/E (26F, x)	22.2		
Vốn hóa (tỷ đồng)	140,800		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	4,000		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	3.2		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	0.7		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,200		
Cao nhất 52 tuần (VND)	46,500		
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	11.9	26.6	44.9
Tương đối	0.1	9.5	-5.9

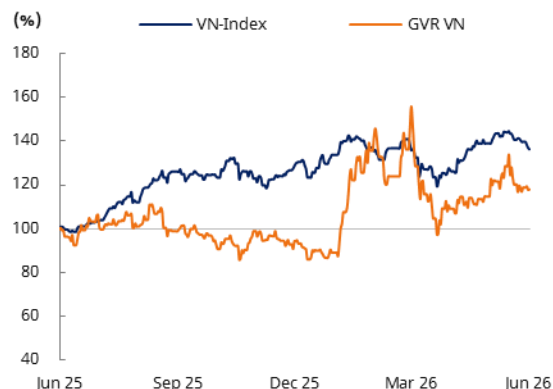
Điểm nhấn đầu tư

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

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

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

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



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

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Gió thuận trở lại

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	53,800
Thị giá (03/06/26)	43,500
Lợi nhuận kỳ vọng	24%

LNST (26F, tỷ đồng)	2,469
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	28
P/E (26F, x)	6.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	16,508
SL cổ phiếu (triệu)	379
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	65.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	16.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	33,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	52,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.8	12.7	17.4
Tương đối	-1.9	8.2	-17.6

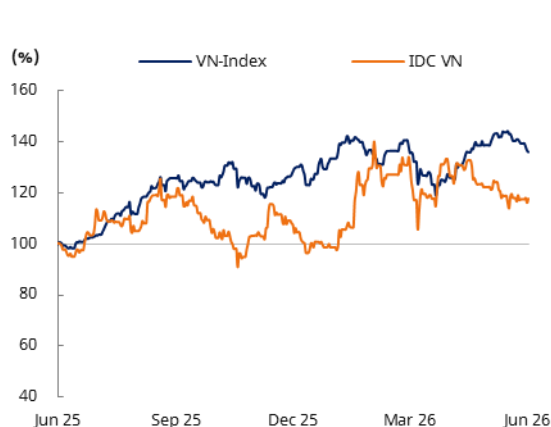
Điểm nhấn đầu tư

Doanh số cho thuê dự kiến phục hồi: Hoạt động bàn giao đất KCN đã chững lại trong năm 2025, chỉ đạt 79 ha (-16% svck), chủ yếu do những lo ngại xoay quanh chính sách thuế đối ứng đối với nhóm khách thuê tiềm năng của IDC, vốn có tỷ trọng tập trung hoạt động xuất khẩu sang thị trường Mỹ, dù mức thuế áp dụng thực tế thấp hơn đáng kể so với kịch bản ban đầu. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam và Mỹ sẽ sớm đạt được thỏa thuận thương mại đối ứng chính thức. Thỏa thuận này sẽ cải thiện tính ổn định và khả năng dự báo của môi trường đầu tư, qua đó hỗ trợ dòng vốn FDI vào Việt Nam.

Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tổng diện tích bàn giao đất KCN sẽ bật tăng trở lại lên 108 ha (+36% svck; cao hơn 8% so với kế hoạch). Mặc dù khối lượng bàn giao trong Q1/2026 ở mức thấp, chỉ đạt 4 ha (-67% svck), chúng tôi cho rằng tiến độ bàn giao sẽ tăng tốc đáng kể trong phần còn lại của năm. Động lực tăng trưởng dự kiến đến từ kế hoạch cho thuê tích cực tại các KCN hiện hữu nằm ở các thị trường cấp 1, cùng với phần đóng góp bổ sung từ hai dự án mới là KCN Tân Phước 1 và Vinh Quang. Cả hai dự án này sẽ bắt đầu mở bán từ Q3/2026, với quy mô đóng góp ước đạt khoảng 23 ha.

Lợi nhuận tăng tốc: Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng đà tăng trưởng sẽ tiếp tục được củng cố với doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 9,964 tỷ đồng (+16% CK) và 2,469 tỷ đồng (+28% CK), chủ yếu dẫn dắt bởi hoạt động bàn giao đất KCN với doanh thu ước đạt 4,164 tỷ đồng (+43% CK) - hỗ trợ bởi các động lực đã nêu ở trên. Trong khi đó, hoạt động năng lượng dự kiến tiếp tục giữ vai trò trụ cột với đóng góp khoảng 4,219 tỷ đồng doanh thu (+9% CK), nhờ vào sản lượng tiêu thụ điện duy trì tích cực tại các KCN Nhơn Trạch và quy mô lấp đầy gia tăng tại KCN Hựu Thạnh, bù đắp vào sự sụt giảm của doanh thu thủy điện (-15% CK) do ảnh hưởng của El-Nino.

Định giá hấp dẫn trong bối cảnh lợi nhuận phục hồi và quỹ đất liên tục mở rộng: IDC hiện vẫn giao dịch thấp hơn 19% so với P/B bình quân 3 năm (-1 SD). Đồng thời, đây cũng là một trong số rất ít các cổ phiếu KCN đã phục hồi hiệu suất tiệm cận giai đoạn trước khi chịu tác động từ các lo ngại thuế quan. Song với vị thế quỹ đất thương phẩm 400ha, phân bố đa dạng tại các thị trường công nghiệp trọng điểm, cùng danh mục dự phòng 910 ha đang trong quá trình xây dựng và hoàn thiện pháp lý, chúng tôi đánh giá cao khả năng IDC được tái định giá cao hơn trong thời gian tới, đặc biệt trong bối cảnh kỳ vọng Nghị quyết về định hướng phát triển kinh tế FDI được ban hành.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,485	7,237	8,846	8,588	9,964	12,280
LNHĐ (tỷ đồng)	2,726	2,061	2,939	2,664	3,304	3,572
Biên LNHĐ (%)	36.4	28.5	33.2	31.0	33.2	29.1
LNR (tỷ đồng)	1,768	1,394	1,996	1,932	2,469	2,729
EPS (VND)	5,605	4,223	6,049	5,090	6,505	7,190
ROE (%)	36.8	26.9	35.7	30.4	30.6	27.8
P/E (x)	5.9	11.5	8.9	8.2	6.4	5.8
P/B (x)	1.2	1.9	1.8	2.8	2.3	1.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	17,013	17,720	18,800	23,201	25,574	27,251
VCSH (tỷ đồng)	6,205	7,208	8,263	9,778	11,492	13,611

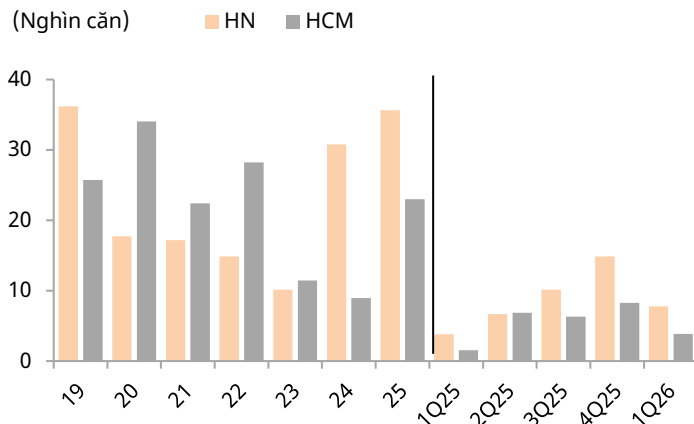
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Bất động sản dân cư - Tìm kiếm giá trị giữa biến động

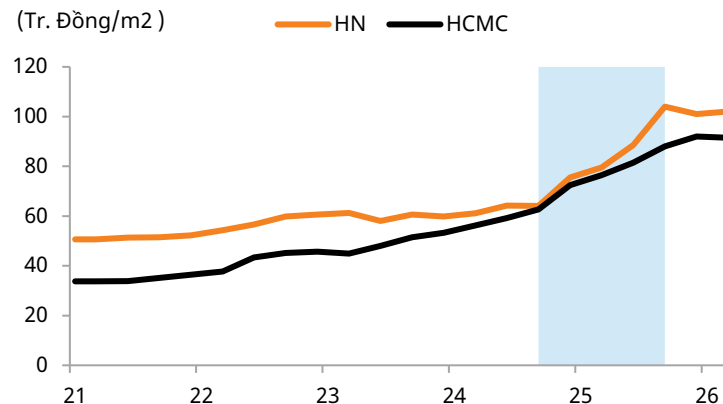
Xu hướng thị trường

- Thị trường căn hộ Hà Nội** tiếp tục được dẫn dắt bởi các dự án cao cấp trong Q1/2026. Nguồn cung mở bán mới đạt 8,010 căn (+104% CK), duy trì ở mức cao, phần lớn tập trung tại khu vực nội đô (61% tổng nguồn cung). Các chủ đầu tư tiếp tục đẩy mạnh phân khúc cao cấp, chủ yếu trong nhóm giá 60-120 tr. đồng/m² và một số ít phân khúc hạng sang (trên 120 tr. đồng/m²). Mặt bằng giá sơ cấp, do đó giữ ở mức cao (+8% quý liền kề, +13% CK). Tuy nhiên, thị trường đang bắt đầu xuất hiện dấu hiệu chững lại sau giai đoạn tăng giá nhanh. Tỷ lệ hấp thụ giảm xuống 67% từ mức 99% Q4/2025, trong khi giá thứ cấp chỉ tăng nhẹ (+0.6% quý liền kề). Theo quan điểm của chúng tôi, điều này cho thấy người mua đang nhạy cảm hơn với giá bán khi mặt bằng lãi suất tăng. Tuy nhiên chủ đầu tư vẫn duy trì giá bán sơ cấp ở mức cao và động lực về giá sơ cấp chủ yếu do phân khúc chào bán thay vì tăng trưởng nhu cầu. Trong 2026, nguồn cung mới dự kiến quanh 36 nghìn căn, tương đương mức cao của năm trước, có thể khiến việc hấp thụ thấp hơn xét theo mặt bằng lãi suất.
- Thị trường căn hộ TP.HCM** vẫn thiếu nguồn cung tại khu vực trung tâm, với tổng căn hộ mở bán mới đạt 4.2 nghìn căn trong Q1/2026 (+111% sv mức nền thấp CK). Phần lớn dự án mới nằm ở khu vực vệ tinh, đặc biệt Bình Dương (khu vực trung tâm chỉ chiếm 39% nguồn cung). Mặt bằng giá tại khu vực ngoài vành đai 3 cũng thấp hơn, do đó xu hướng giá sơ cấp có phần tăng chậm lại (+4% sv quý liền kề; +11% CK). Giá thứ cấp tại khu vực trung tâm TP.HCM tiếp tục tăng mạnh (+9% quý liền kề, +32% CK), với nguồn cung bán mới thấp. Trong khi đó, chênh lệch giá giữa các dự án ngoài Vành đai 3 và giá thứ cấp tại các phường thuộc Vành đai 2 cho thấy người mua đang cân bằng giữa khả năng chi trả và nhu cầu sinh sống và làm việc tại khu vực trung tâm. Trong 2026, nguồn cung mở bán mới tại TP.HCM dự kiến phục hồi lên khoảng 33.5 nghìn căn (2025: 21 nghìn), dù phần lớn vẫn đến từ các khu vực ngoài trung tâm.
- Tác động đối với các doanh nghiệp thuộc phạm vi phân tích:** Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường đang bước vào giai đoạn tăng giá chậm lại khi điều kiện tài chính chặt chẽ hơn bắt đầu ảnh hưởng tới khả năng chi trả. Dù vậy, khu vực thuộc Vành đai 2 tại TP.HCM vẫn còn dư địa tăng giá nhờ nguồn cung hạn chế và mặt bằng giá vẫn thấp hơn đáng kể so với Hà Nội. Về dài hạn, hạ tầng giao thông và metro có thể giúp thu hẹp dần khoảng cách giá giữa trung tâm TP.HCM và các khu vực mở rộng. Trong bối cảnh đó, chúng tôi đánh giá cao KDH nhờ quỹ đất tập trung chủ yếu tại khu vực Vành đai 2, nơi đang ghi nhận mặt bằng giá tăng mạnh trong hơn một năm qua. Trong khi đó, NLG được hưởng lợi từ xu hướng giãn dân ra các khu vực mở rộng, với quỹ đất tập trung ở phân khúc trung cấp và tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức cao nhờ động lực hạ tầng.

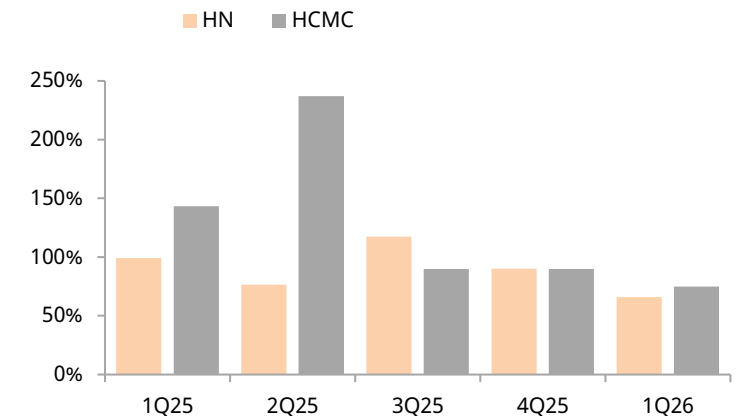
Nguồn cung căn hộ mở bán mới



Giá bán sơ cấp khu vực trung tâm



Tỷ lệ hấp thụ



Nguồn: CBRE

Bất động sản dân cư - Tìm kiếm giá trị giữa biến động (tt.)

Định giá và cơ hội đầu tư

Bối cảnh định giá: Trong 6 tháng qua, giá CP các doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt như KDH và NLG đã giảm lần lượt 36% và 14%, so với mức tăng gần 10% của VNINDEX. Cả hai CP cũng đang giao dịch quanh vùng định giá P/B thấp nhất trong 5 năm trở lại đây. Theo ý kiến chủ quan, đà giảm giá hiện phản ánh các vấn đề sau: 1) Môi trường lãi suất cao hơn và điều kiện tín dụng kém thuận lợi hơn có thể làm chậm tốc độ bán hàng và giá bán đối với các dự án đã và dự kiến mở bán; 2) Với việc thị trường BĐS có thể sẽ diễn tiến chậm lại, thị trường tăng tỷ suất chiết khấu đối với các dự án tương lai như một sự bù trừ cho việc triển khai có thể bị đẩy lùi thời gian; 3) Đồng thời, cạnh tranh cũng gia tăng khi các chủ đầu tư lớn đẩy mạnh mở bán số lượng lớn dự án đi kèm các chính sách tài chính ưu đãi. Trong bối cảnh nhu cầu ở thực tại phân khúc cao cấp chưa thực sự cao, các chính sách này đang hỗ trợ đáng kể cho nhu cầu mang tính đầu tư.

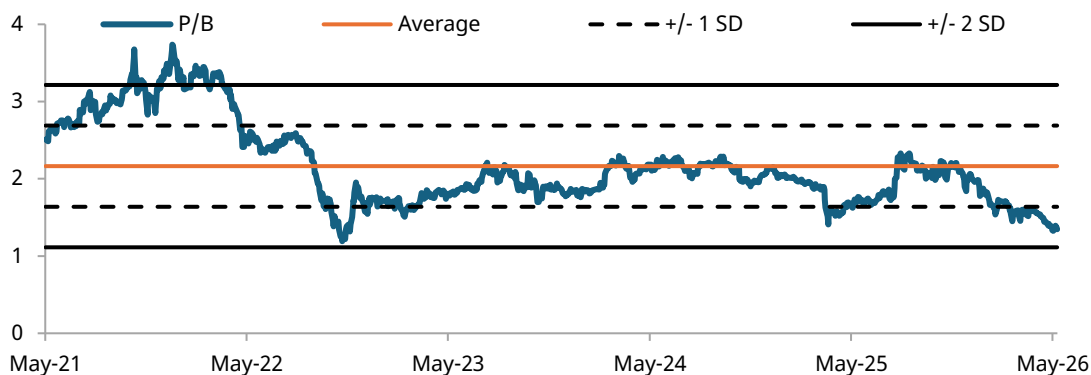
Thị trường BĐS có thể đang bước vào giai đoạn chậm lại, khi đà tăng giá thứ cấp bắt đầu hạ nhiệt và tỷ lệ hấp thụ tại thị trường sơ cấp không còn cao như trước. Chu kỳ tăng giá giai đoạn Q4/2024–Q4/2025 diễn ra trong môi trường lãi suất thấp và điều kiện tài chính thuận lợi, tuy nhiên bối cảnh này đã thay đổi khá nhanh trong khoảng 6 tháng gần đây. Hơn nữa, đà tăng giá trước đó đến từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung mới nhưng dữ liệu gần đây cho thấy nguồn cung đang dần cải thiện khi các vấn đề pháp lý tại nhiều dự án được tháo gỡ. Đồng thời, nhu cầu đầu tư và kỳ vọng hạ tầng trong thời gian qua đã đẩy giá BĐS vượt cao so với các thước đo nhu cầu thực như tỷ suất cho thuê hay giá bất động sản trên thu nhập.

Điều này không đồng nghĩa với việc thị trường sẽ bước vào một nhịp điều chỉnh mạnh về giá. Theo quan điểm của chúng tôi, giá bất động sản hiện chỉ đang đi nhanh hơn nền tảng cơ bản, và thị trường có thể cần thêm thời gian để thu nhập và tỷ suất cho thuê dần bắt kịp mặt bằng giá hiện tại. Do đó, chúng tôi cho rằng quá trình chậm lại chủ yếu diễn ra thông qua tốc độ bán hàng, gia tăng ưu đãi hoặc chiết khấu thanh toán sớm thay vì giảm mạnh giá bán sơ cấp và thứ cấp so với giá mở bán giai đoạn đầu.

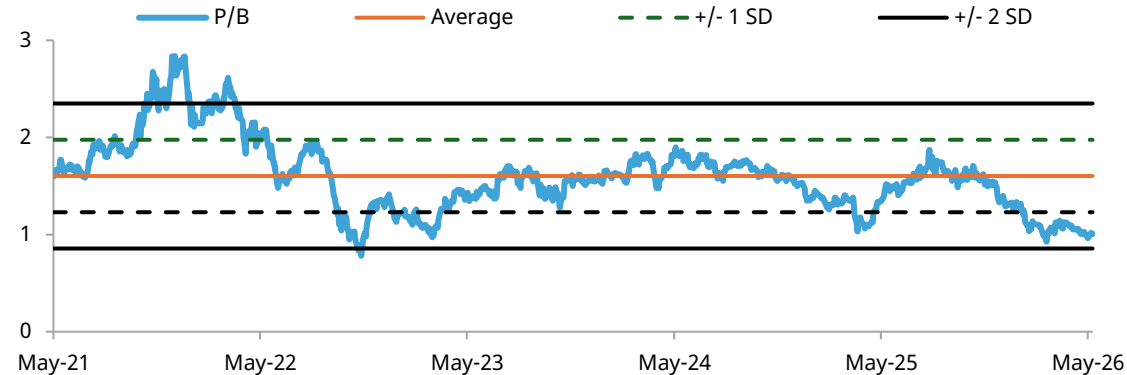
Tìm kiếm giá trị ở các doanh nghiệp chất lượng. Với quan điểm thị trường đang bước vào giai đoạn chậm lại thay vì chu kỳ giảm, chúng tôi cho rằng mặt bằng định giá hiện tại của nhóm doanh nghiệp bất động sản đang phản ánh tương đối tiêu cực. Trong bối cảnh đó, KDH và NLG vẫn nổi bật nhờ nền tảng tài chính, chất lượng quỹ đất và khả năng triển khai tốt hơn mặt bằng chung ngành:

- NLG sở hữu danh mục dự án cân bằng hơn, tập trung vào phân khúc trung cấp tại các khu vực mở rộng nên có mức giá phù hợp hơn với nhu cầu hiện tại. Điều này giúp doanh số presales đạt mức kỷ lục trong FY25 và tiếp tục tăng 36% trong 4T2026. Kết hợp với quỹ đất có giá vốn thấp và vị thế tiền rông, chúng tôi cho rằng NLG đang ở vị thế thuận lợi hơn phần lớn doanh nghiệp cùng ngành trong bối cảnh thị trường chậm lại.
- Đối với KDH, danh mục dự án đã hoàn thiện pháp lý tại khu vực TP.HCM cho thấy quá trình chậm lại hiện tại chủ yếu liên quan đến thời điểm mở bán và tiến độ triển khai hơn là rủi ro đối với nền tảng hoạt động của doanh nghiệp. Dù tốc độ triển khai ngắn hạn có thể bị ảnh hưởng bởi điều kiện tài chính kém thuận lợi hơn, chúng tôi cho rằng bối cảnh hiện tại đang tạo ra cơ hội tích lũy hấp dẫn hơn đối với các doanh nghiệp có chất lượng tài sản tốt trước khi môi trường thị trường cải thiện trở lại.

KDH - định giá PB trượt



NLG - định giá PB trượt



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Cơ hội tích lũy từ định giá

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



(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	29,150
Thị giá (03/06/26)	22,900
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

Điểm nhấn đầu tư

Cập nhật KQKD Q1/2026

- KDH ghi nhận doanh thu Q1/2026 đạt 281 tỷ đồng (-60% CK) với doanh thu từ BĐS giảm 62% (94% doanh thu) do số lượng bàn giao thấp trong kỳ. Trong đó, KDH bàn giao khoảng 6 căn thấp tầng tại Gladia, với biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao, đạt 68.2%.
- LNTT tăng 127% CK nhờ ghi nhận 285 tỷ đồng lợi nhuận từ giao dịch mua rẻ liên quan đến An Lập. Nếu loại trừ thu nhập bất thường, LNTT cốt lõi ước tính giảm 55% CK. LNST-CĐTĐ đạt 281 tỷ đồng (+132% CK), chiếm khoảng 21% dự phóng cả năm 2026 và hoàn thành 19% kế hoạch năm của doanh nghiệp.
- Trong kỳ, KDH đã mua lại 99% cổ phần An Lập với giá trị chuyển nhượng 2.5 nghìn tỷ. Thương vụ này giúp doanh nghiệp hợp nhất dự án Cát Lái (8.2 ha) với các dự án liền kề trong danh mục phát triển như Bình Trưng Đông và The Gladia. Theo doanh nghiệp, dự án đã hoàn tất các thủ tục pháp lý quan trọng, như giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và quy hoạch 1/500.
- Đối với dự án đang mở bán là The Gladia, tỷ lệ bán hàng tại phân khu thấp tầng ước đạt khoảng 60% với khoảng 33% căn trên tổng số lượng đã được bàn giao tính đến Q1/2026. KDH đã triển khai xây dựng phân khu cao tầng và dự kiến mở bán trong giai đoạn Q3/2026.

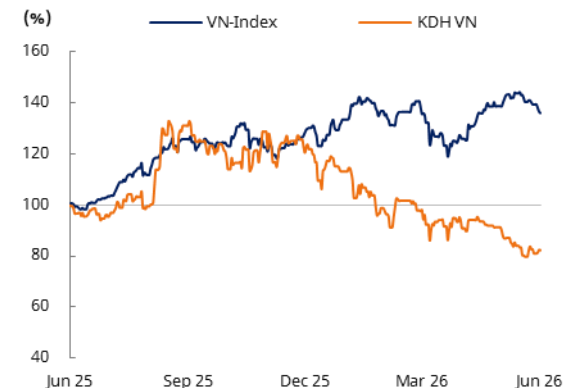
Dự phóng kết quả kinh doanh

- Duy trì dự báo trưởng cho năm 2026, kỳ vọng doanh thu đạt 6,278 tỷ đồng (+26% CK) với đóng góp chính từ phân khu thấp tầng Gladia cùng phần hàng tồn kho chưa ghi nhận tại một số dự án cũ ở TP.HCM. Theo đó, lợi nhuận ròng ước đạt 1,330 tỷ đồng (+26% CK).
- Phản ánh xu hướng thị trường BĐS chậm lại trong môi trường lãi suất cao hơn, chúng tôi nâng mức chiết khấu so với định giá NAV lên 40% trước các rủi ro về tốc độ bán hàng và tiến độ mở bán tại các dự án trọng điểm có thể chậm hơn kỳ vọng. Theo đó, giá mục tiêu được điều chỉnh xuống 29,150 và duy trì khuyến nghị mua. KDH đang giao dịch ở 1.3 lần PB, mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây.

LNST (26F, tỷ đồng)	1,330
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	26.4
P/E (26F, x)	24.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	25,699
SL cổ phiếu (triệu)	1,122
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	64.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	25.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,100

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-8.4	-32.5	-17.4
Tương đối	-6.5	-37.0	-52.4



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,088	3,279	4,674	6,278	8,191	9,564
LNHĐ (tỷ đồng)	1,220	1,308	2,160	3,232	3,286	4,601
Biên LNHĐ (%)	58.4	39.9	46.2	51.5	40.1	48.1
LNR (tỷ đồng)	716	810	1,053	1,330	2,236	3,273
EPS (VND)	840	801	938	1,186	1,993	2,192
ROE (%)	4.7	4.1	5.2	5.9	9.0	15.3
P/E (x)	34.7	36.4	31.1	24.6	14.6	13.3
P/B (x)	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	26,481	30,758	35,401	39,384	42,792	46,537
VCSH (tỷ đồng)	15,523	19,453	21,171	23,643	26,088	29,545

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research



Nhiều thử thách trong 2026

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

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	35,000
Thị giá (03/06/26)	26,500
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

LNST (26F, tỷ đồng)	697
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-0.6
P/E (26F, x)	24.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	12,858
SL cổ phiếu (triệu)	485
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	78.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	40.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	45,633

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-4.7	-25.6	-24.4
Tương đối	-2.8	-30.0	-59.4

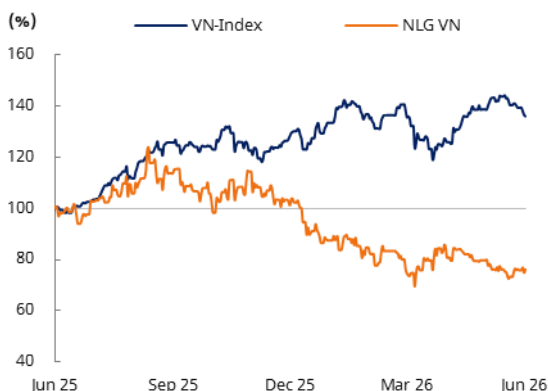
Điểm nhấn đầu tư

Cập nhật hoạt động kinh doanh

- Trong Q1/2026, NLG ghi nhận kết quả đi ngang so với cùng kỳ. Cụ thể, doanh thu đạt 1,279 tỷ đồng (-0.9% CK) và LNST đạt 110 tỷ đồng (-0.3% CK), đóng góp chính đến từ hoạt động bàn giao tại dự án Southgate và Cần Thơ. Tại cuối kỳ, NLG duy trì vị thế tiền ròng (tương đương 16% VCSH) sau đợt tăng vốn cuối năm 2025.
- Hoạt động bán hàng tiếp tục duy trì tích cực, với presales 4 tháng đầu năm đạt 3.5 nghìn tỷ đồng (+36% CK), chủ yếu đến từ Mizuki Park, Izumi City và Elyse Island. Theo đó, NLG giữ kế hoạch presales 2026 ở mức 23.5 nghìn tỷ đồng, gần gấp đôi mức thực hiện trong 2025. Trong năm nay, doanh nghiệp dự kiến mở bán các dự án trọng điểm gồm Izumi City, Elyse Island, Cần Thơ và Sol Garden, tập trung chủ yếu tại khu vực Đồng Nai và TP.HCM.
- Dù vậy, ban lãnh đạo cũng cho biết thị trường BĐS hiện đã kém khả quan hơn giai đoạn trước do mặt bằng lãi suất tăng. Trong bối cảnh đó, NLG đang phối hợp với các ngân hàng để triển khai các gói vay hỗ trợ người mua, ví dụ như gói lãi suất cố định 9% trong năm đầu tiên.
- Trong T4/2026, Nam Long ADC (công ty con của NLG) hợp tác với Nishi-Nippon Railroad nhằm phát triển phân khúc nhà ở vừa túi tiền dưới thương hiệu Ehome và EhomeS. Với quỹ đất khoảng 38ha, doanh nghiệp dự kiến phát triển khoảng 22,000 sản phẩm đến năm 2035.

Dự phóng và khuyến nghị

- Trong đợt cập nhật này, chúng tôi hạ giả định tốc độ bán hàng nhằm phản ánh môi trường BĐS kém thuận lợi hơn, đồng thời nâng giả định chi phí bán hàng và xây dựng trong giai đoạn 2026-2027. Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng NLG đạt doanh thu và LNST-CĐTS lần lượt 5,076 tỷ đồng (-10.1% CK) và 697 tỷ đồng (-0.6% CK), đóng góp chính từ các dự án Izumi City, Cần Thơ và Waterpoint.
- Sau cập nhật, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu xuống 35,000 đồng/cp (áp dụng mức chiết khấu RNAV 20%) và duy trì khuyến nghị Mua. Hiện NLG đang giao dịch quanh mức P/B 1.0x, tương ứng vùng định giá thấp nhất trong 5 năm trở lại đây.



FY (31/12)	2023	2024F	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,181	7,196	5,645	5,076	5,985	6,372
LNHĐ (tỷ đồng)	582	1,664	1,065	1,096	1,495	1,488
Biên LNHĐ (%)	18.3	23.1	18.9	21.6	25.0	23.3
LNƯ (tỷ đồng)	484	518	701	697	931	1,157
EPS (VND)	1,257	1,346	1,446	1,437	1,920	2,384
ROE (%)	5.3	5.4	5.7	4.6	5.7	6.6
P/E (x)	27.8	26.0	24.2	24.4	18.2	14.7
P/B (x)	1.4	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	30,318	30,318	26,565	23,983	30,298	28,984
VCSH (tỷ đồng)	13,533	14,569	14,824	15,659	16,891	18,233

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Dầu khí – Nhìn về thị trường nội địa

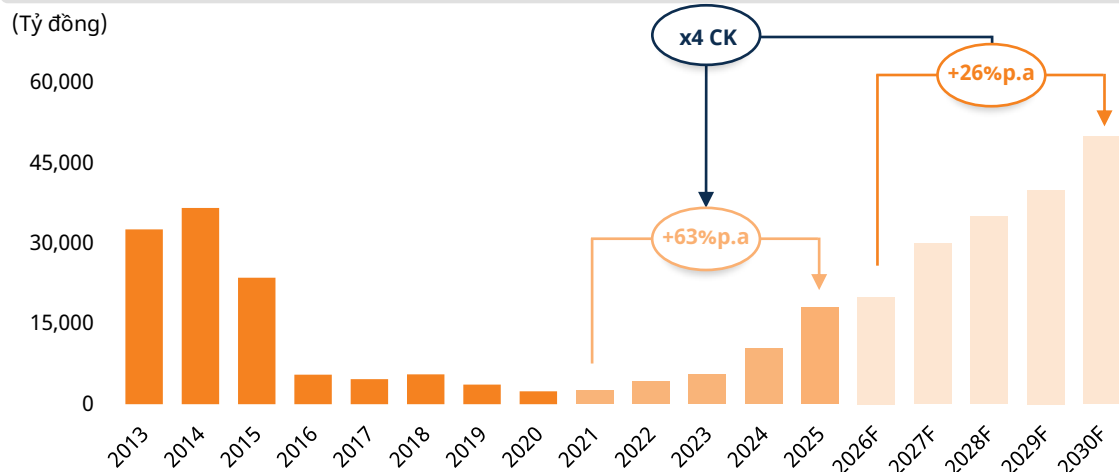
Chu kỳ tăng trưởng mới

Nhờ giá dầu Brent duy trì ở vùng cao, nhiều dự án dầu khí đã vượt qua ngưỡng hòa vốn, qua đó thúc đẩy hoạt động đầu tư thượng nguồn phục hồi mạnh mẽ sau giai đoạn “ngủ đông” kéo dài. Trên thực tế, giá trị giải ngân thượng nguồn tại Việt Nam trong giai đoạn 2021–2025 ghi nhận mức tăng trưởng CAGR 63%/năm kể từ mức đáy năm 2020, được hỗ trợ bởi cả mặt bằng giá dầu thuận lợi lẫn những thay đổi trong khung pháp lý. Đáng chú ý, Luật Dầu khí 2022 đã góp phần tháo gỡ các vướng mắc tồn tại nhiều năm, tạo điều kiện để hàng loạt dự án trọng điểm được tái khởi động và đẩy nhanh tiến độ triển khai nhằm bù đắp đà suy giảm sản lượng tự nhiên của các mỏ hiện hữu. Các dự án nổi bật bao gồm Nam Du – U Minh (13 năm), Lô B – Ô Môn (hơn 20 năm), Lạc Đà Vàng (khoảng 10 năm), Sư Tử Trắng 2B (8 năm) và Khánh Mỹ – Đầm Dơi (gần 10 năm).

Chu kỳ đầu tư thượng nguồn sẽ tiếp tục được kéo dài nhờ quá trình hoàn thiện khung pháp lý trong thời gian tới. Động lực chính sách tiếp tục là điểm sáng của ngành khi các đề xuất sửa đổi Luật Dầu khí cùng việc mở rộng cơ chế phân quyền cho PVN – tất cả đã được thảo luận từ cuối 2025, dự kiến được ban hành trong năm 2026 - được kỳ vọng sẽ tháo gỡ các nút thắt thủ tục và rút ngắn thời gian phê duyệt của các dự án thượng nguồn. Bên cạnh đó, các định hướng chiến lược được công bố trong giai đoạn cuối năm 2025 và đầu năm 2026 cũng cho thấy sự ưu tiên ngày càng lớn đối với việc phát triển nguồn năng lượng nội địa trong bối cảnh yêu cầu đảm bảo an ninh năng lượng gia tăng.

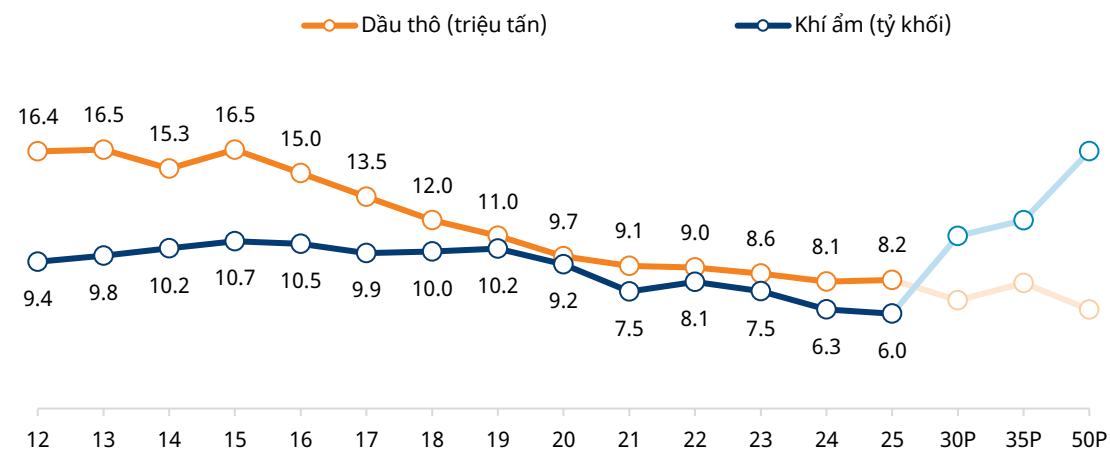
Theo chiến lược phát triển đến năm 2030, PVEP dự kiến đầu tư khoảng 175,000 tỷ đồng (CAGR: 26%/năm) cho hoạt động thăm dò và khai thác – cao gấp khoảng 4 lần so với giai đoạn 2021–2025. Đồng thời, doanh nghiệp đặt mục tiêu gia tăng trữ lượng thêm 33 triệu tấn dầu quy đổi (+70% so với giai đoạn trước) và đạt sản lượng khai thác 32.2 triệu tấn dầu quy đổi (+80%), tương ứng CAGR 10–15%/năm. Các mục tiêu này cho thấy quy mô đầu tư thượng nguồn trong giai đoạn tới sẽ mở rộng đáng kể so với chu kỳ trước với danh mục dự án thượng nguồn được ưu tiên triển khai theo Quyết định 363/QĐ-BCT – Quy hoạch tổng thể năng lượng 2030, tầm nhìn 2050. Sự gia tăng hoạt động thăm dò và khai thác được kỳ vọng bước đầu sẽ tạo ra khối lượng công việc lớn hơn cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ thượng nguồn như PVS, PVD, và PVT. Trong đó, PVS được đánh giá là doanh nghiệp có mức độ hưởng lợi ưu tiên nhờ vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực EPCIC và mức độ tham gia sâu vào các dự án dầu khí trọng điểm trong nước.

Giá trị đầu tư thượng nguồn của PVEP liên tục tăng mạnh kể từ năm 2022 ...



Nguồn: PVEP, Mirae Asset Research

...làm nền tảng nâng đỡ cho đà suy giảm sản lượng khai thác hiện tại

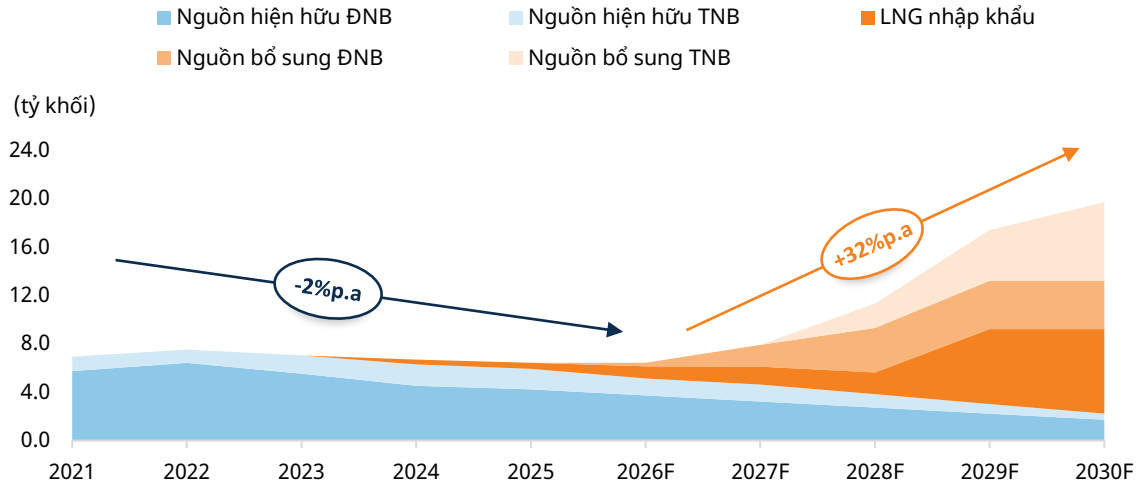


*Sản lượng khí ẩm không bao gồm LNG nhập khẩu

Nguồn: Countryeconomy, PVN, PVGAS, Bộ Công Thương, Mirae Asset Research

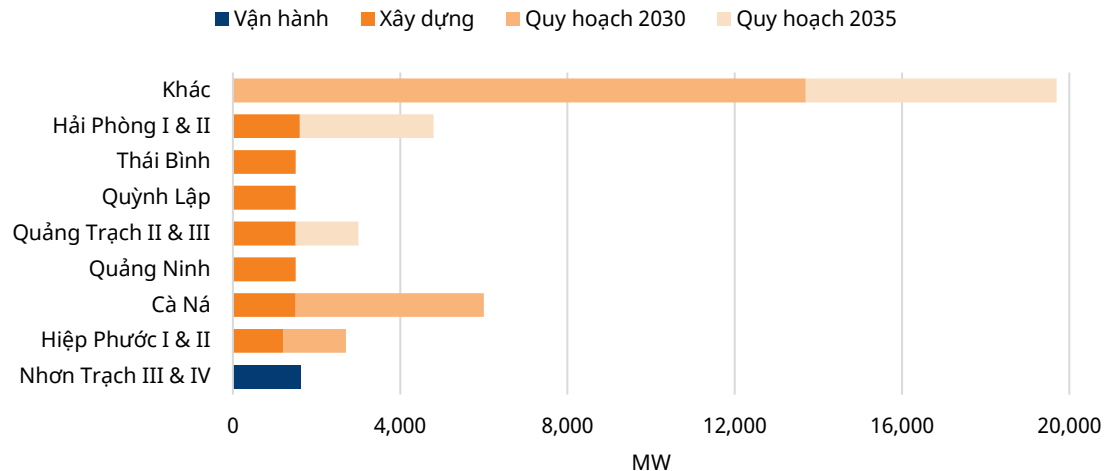
Dầu khí - Nhìn về thị trường nội địa (tt.)

Thị trường khí chỉ thực sự bùng nổ sau giai đoạn 2028 - thời điểm hàng loạt dự án đồng bộ



*Nguồn bổ sung chỉ tính cho các dự án mới, không bao gồm gia tăng sản lượng tại chỗ. Ước tính dựa trên các dự án đã được khởi công
 Nguồn: GAS, Mirae Asset Research

Hầu hết các dự án NMD LNG đều đang trong giai đoạn triển khai - COD mục tiêu vào 2029



Nguồn: Mirae Asset Research

Hàng loạt các dự án dầu khí được kích hoạt sau thời gian dài ngủ đông

STT	Dự án	Trữ lượng	Vốn đầu tư	Dòng thương mại
1	Lạc Đà Vàng	~100tr thùng dầu	~693 triệu USD	Q4/2026
2	Sur Tử Trắng 2B	17 tỷ m ³ khí 74tr thùng dầu	~1.3 tỷ USD	Q3/2026
3	Block B	95-110 tỷ m ³ khí 0.32tr thùng condensate	~12.8 tỷ USD	Q3/2027
4	Thiên Nga - Hải Âu	~10.03 tỷ m ³ khí	349 triệu USD	Q4/2026
5	Nam Du - U Minh	~5.6 tỷ m ³	750 triệu USD	Dự kiến 2028
6	Khánh Mỹ - Đầm Dơi	~4.03 tỷ m ³ khí	N/A	Q4/2027
7	Cá Voi Xanh	~150-248 tỷ m ³ khí	~10 tỷ USD	Dự kiến sau 2030
8	Kèn Bầu	200-250 tỷ m ³ khí 400-500tr thùng condensate	N/A	Dự kiến sau 2030
9	Báo Vàng - Báo Đen	~58.3 tỷ m ³ khí	~1.3 tỷ USD	Dự kiến 2030

Nguồn: PVN, Mirae Asset Research

Quy hoạch thị trường dầu khí bị điều chỉnh thu hẹp trong bối cảnh nhiều dự án chậm tiến độ

Bình quân năm	20-25	26-30 (QĐ 893/QĐ-TTg - Cũ)	26-30 (QĐ 363/QĐ-BCT - Mới)	Điều chỉnh	35P	50P
Khai thác dầu thô (tr tấn)	8.6	6.0 - 9.5	5.8 - 8.0	-11%	6.0 - 10.0	4.8 - 7.8
Khí ẩm (tỷ khối)	7.1	5.5 - 15.0	5.4 - 11.0	-20%	9.0 - 15.0	14.0 - 18.8
LNG nhập khẩu (tỷ khối)	0.4*	15.7 - 27.7	9.4 - 29.6	-10%	18.2 - 30.9	3.6 - 8.4
Tổng thị trường khí	7.3	30.7 - 33.2	20.4 - 35.0	-13%	33.2 - 39.9	22.4
Dự trữ xăng dầu (ngày)	15-26	75-80	90	+10-15 ngày		

*LNG nhập khẩu kể từ 2024

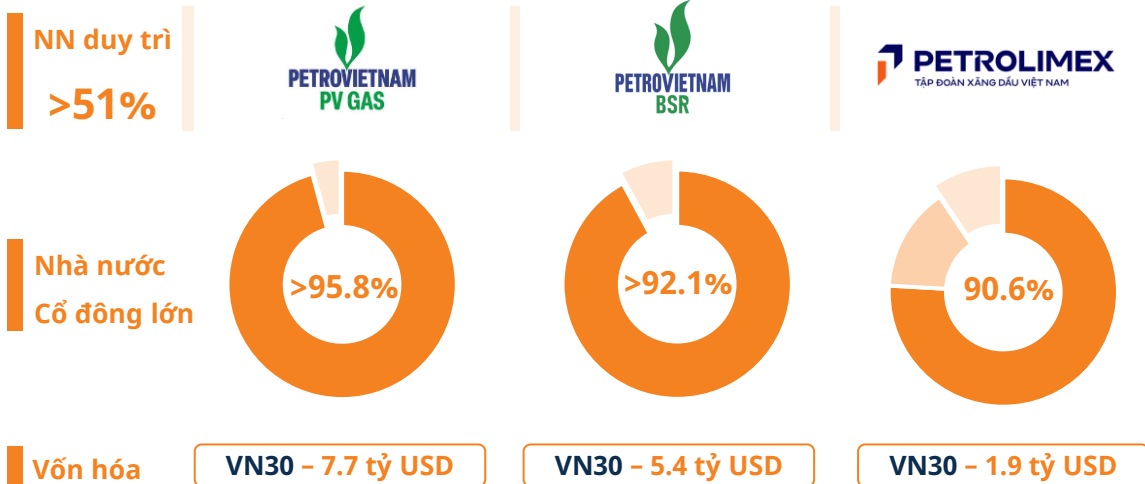
Nguồn: Bộ Công Thương, Mirae Asset Research

Dầu khí – Nhìn về thị trường nội địa (tt.)

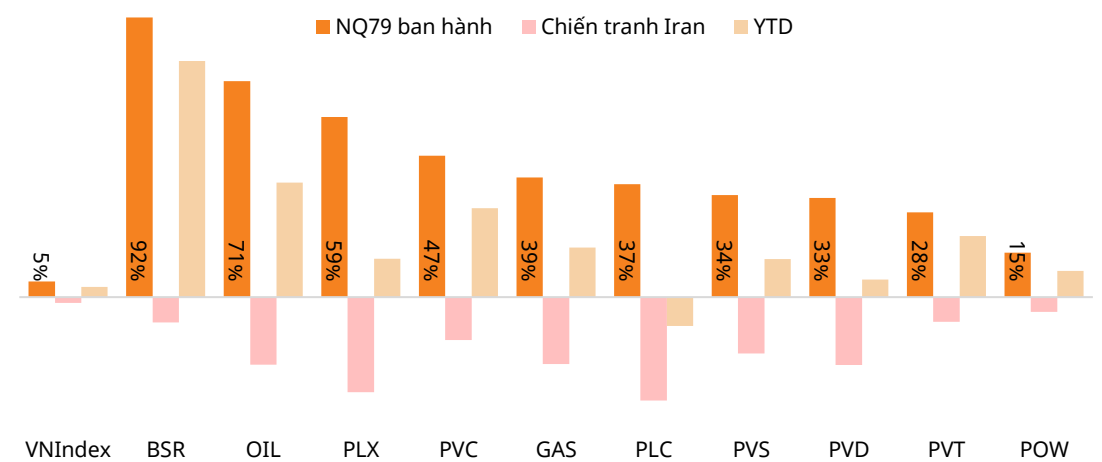
Kỳ vọng tái định giá từ các thương vụ thoái vốn?

- Bộ Tài chính đang hoàn thiện dự thảo Quyết định thay thế Quyết định 22/2021/QĐ-TTg về tiêu chí phân loại DNNN giai đoạn 2026–2030. Cùng với Nghị định 57/2026/NĐ-CP, bám sát định hướng tại Nghị quyết 79/NQ-TW, đây được xem là cơ sở pháp lý quan trọng cho quá trình cơ cấu lại vốn nhà nước và điều chỉnh tỷ lệ sở hữu tại các tập đoàn, tổng công ty nhà nước trong giai đoạn tới.
- Trên thực tế, đối với các doanh nghiệp đặc thù dầu khí, định hướng này đã phần nào được phản ánh khi PVN gần đây cũng đẩy mạnh các phương án cơ cấu lại phần vốn tại **BSR** và **GAS**. Các DN này đang đối diện với nguy cơ hủy niêm yết vào T1/2027 do không còn đáp ứng đủ điều kiện đại chúng theo Luật chứng khoán. Cụ thể, Luật yêu cầu **ít nhất 10%** cổ phần phải được nắm giữ bởi tối thiểu 100 cổ đông nhỏ lẻ. Ngoài ra, trong nhóm các doanh nghiệp dầu khí niêm yết, **PLX** – thuộc Bộ Tài chính chủ quản, cũng đang không đáp ứng đủ điều kiện tương tự. Hiện tại, PLX cũng đã có phương án khắc phục thông qua chương trình bán cổ phiếu quỹ - tương tự giai đoạn 2017, thời điểm PLX được thêm vào VN30. Tham chiếu lại các thương vụ tái cấu trúc tại các doanh nghiệp niêm yết trong quá khứ, hầu hết hình thức tập trung chủ yếu vào phương thức:
 - Pha loãng cổ phần nhà nước thông qua phát hành thêm (BID, VCB, PLX, ...)
 - Đấu giá phần sở hữu của cổ đông nhà nước (VNM, SAB, PET, ...)
- Gần đây nhất là sự kiện PVN thành công thoái toàn bộ 23.21% cổ phần PET thông qua phương thức đấu giá với mức giá quanh 36,500 đồng/cổ phiếu, cao hơn khoảng 10-15% so với thị giá tại thời điểm giao dịch. Đáng chú ý, sau khi thương vụ hoàn tất vào tháng 12/2025, cổ phiếu PET đã cho thấy mức hiệu suất vượt trội so với thị trường chung khi ghi nhận mức tăng khoảng 55% cho đến thời điểm hiện tại - đạt mức giá cao nhất 4 năm. Diễn biến này phần nào phản ánh kỳ vọng của thị trường trong việc tái định giá lại doanh nghiệp hậu thoái vốn nhà nước, và tạo kỳ vọng trong tương lai đối với các thương vụ tiếp diễn.
- Đối với các thương vụ tiềm năng hiện tại, **tác động trong ngắn hạn sẽ chủ yếu mang tính tâm lý hơn là tạo ra sự thay đổi đáng kể về định giá**. Bởi lẽ ưu tiên trước mắt chỉ dừng ở việc nâng tỷ lệ cổ đông nhỏ lẻ lên mức tối thiểu 10% để đáp ứng điều kiện niêm yết, thay vì một quá trình thoái vốn quy mô lớn kéo dài. Do đó, động lực tái định giá mạnh mẽ hơn nhiều khả năng sẽ chỉ xuất hiện khi có những tín hiệu rõ ràng về việc giảm sở hữu Nhà nước trong tương lai – dự kiến chính thức thực hiện trong năm 2028.

Nhóm các DN dầu khí không đáp ứng đủ điều kiện đại chúng ...



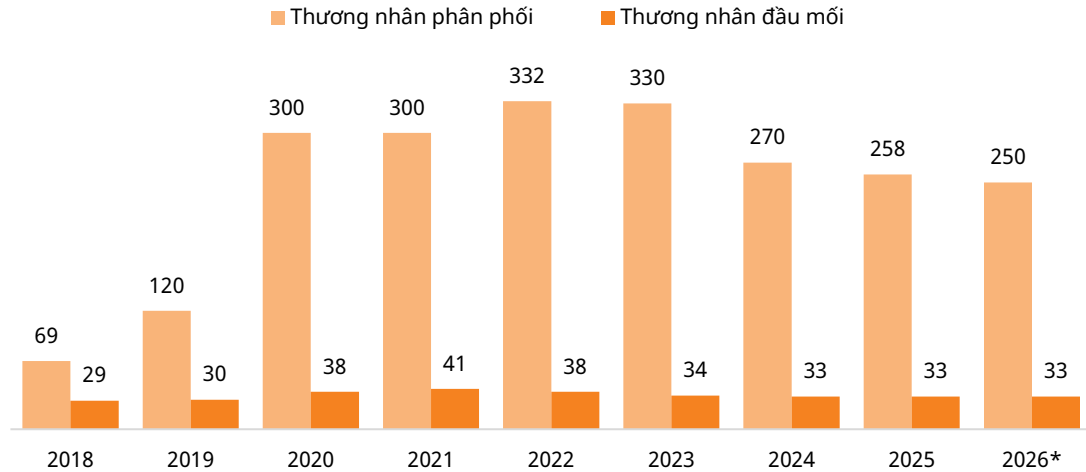
... cho thấy hiệu suất vượt trội kể từ Nghị quyết 79/NQ-TW 2026 được ban hành nhờ kỳ vọng thoái vốn



*NQ79: 06/01/2026 -> 28/02/2026; Chiến tranh Iran: 28/02/2026 -> 01/06/2026
 Nguồn: Fiiopro, Mirae Asset Research;

Xăng dầu – Môi trường giá thúc đẩy tăng trưởng trước ngưỡng chuyển đổi

Thị trường xăng dầu tiếp tục thu hẹp trong lúc chờ đợi ND xăng dầu sửa đổi



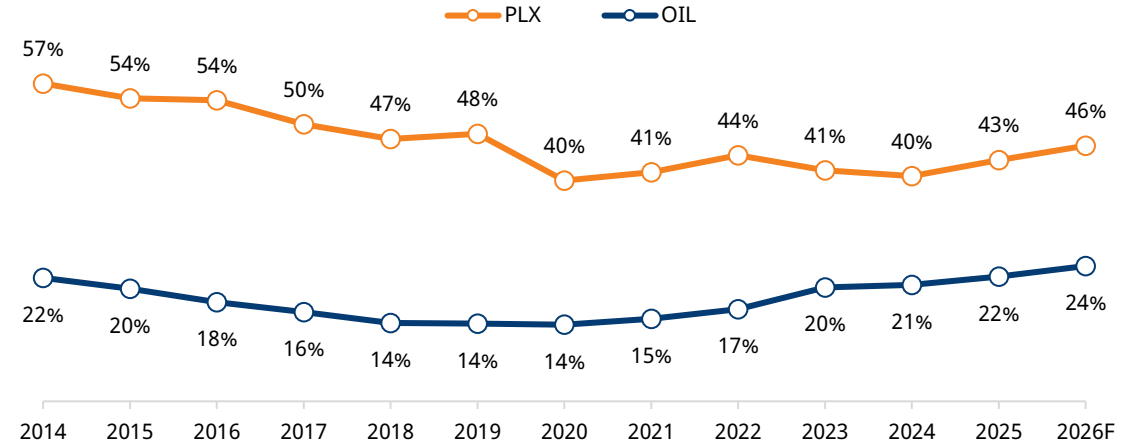
*Dữ liệu tính đến T2/26
 Nguồn: Bộ Công Thương, Mirae Asset Research.

Việc đẩy mạnh nhập khẩu để bù đắp tiêu dùng nội địa áp lực lên lợi nhuận của PLX

	2025												2026				
	1T	2T	3T	4T	5T	6T	7T	8T	9T	10T	11T	12T	1T	2T	3T	4T	5T
Nguồn nội địa (%CK)	-3	6	11	20	24	20	14	14	11	11	11	13	3	-4	-3	-7	-8
Nhập khẩu (%CK)	4	-11	-14	-20	-17	-8	-2	0	0	-5	-5	-3	50	63	65	61	45
Tiêu thụ (%CK)	7	2	3	5	7	8	8	8	8	8	8	8	13	17	16	14	13
%Nhập khẩu	41	36	38	38	38	39	41	40	40	39	39	39	50	49	51	51	49

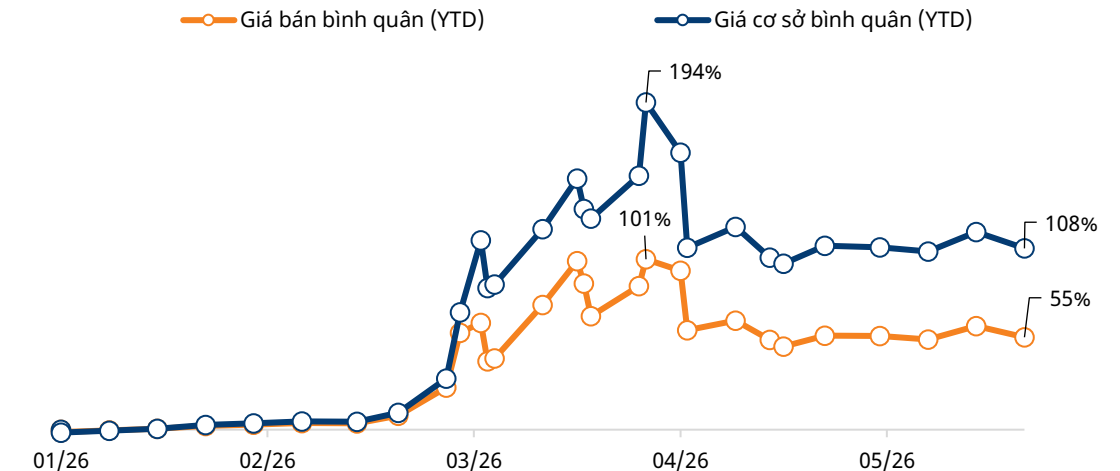
Nguồn: PLX, Mirae Asset Research

Cú sốc về nguồn cung góp phần thúc đẩy thị phần xăng dầu trong nước trở nên tập trung hơn



Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, OIL, Mirae Asset Research

Xu hướng giá xăng dầu dần duy trì ổn định, tạo mức nền cân bằng cho biên lợi nhuận



Nguồn: PLX, OIL, Mirae Asset Research



Bước vào giai đoạn cao điểm

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	54,700
Thị giá (03/06/26)	38,500
Lợi nhuận kỳ vọng	42%

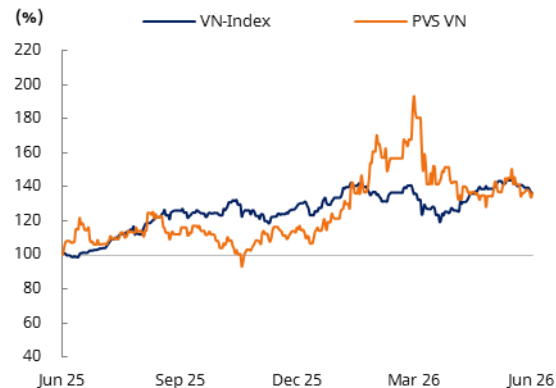
LNST (26F, tỷ đồng)	1,992
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	7.7
P/E (26F, x)	14.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	19,690
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	511
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	41.1
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	15.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26,355
Cao nhất 52 tuần (VND)	56,400
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	-2.0 18.8 35.1
Tương đối	-0.1 14.4 0.0

Điểm nhấn đầu tư

Hưởng lợi từ làn sóng đầu tư năng lượng trong nước: Hoạt động đầu tư dầu khí nội địa đang trong chu kỳ tăng trưởng mạnh với hàng loạt kế hoạch đầu tư quy mô lớn được công bố trong cả lĩnh vực thượng nguồn và trung nguồn. Đối với hoạt động thượng nguồn, chỉ riêng PVEP dự kiến đầu tư khoảng 175,000 tỷ đồng cho hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác đến năm 2030, cao gấp 4 lần giai đoạn 2021-2025, trong khi PV GAS đặt kế hoạch phát triển hạ tầng LNG với tổng vốn đầu tư tối thiểu khoảng 60,000 tỷ đồng, tương đương gần 5 lần cùng giai đoạn. Sự gia tăng mạnh mẽ của vốn đầu tư toàn ngành cùng hàng loạt dự án dầu khí trọng điểm được đưa vào triển khai kỳ vọng sẽ tạo ra nguồn khối lượng công việc lớn cho PVS, không chỉ từ các dự án EPCI thượng nguồn mà còn liên quan đến các dịch vụ hậu cần kỹ thuật.

Tiến độ bàn giao được đẩy nhanh trong 2026 đối với các dự án dầu khí trọng điểm: Nếu chỉ tính riêng dự án Lô B đến Q1/2026, tiến độ ghi nhận của các gói thầu lớn EPCI#1, EPCI#2 và EPC tuyến ống bờ đều ghi nhận tích cực với 59% tiến độ tổng thể xét trên tổng giá trị hợp đồng của PVS (+6%p so Q4/2025), tương ứng 14,378 tỷ đồng trong tổng giá trị 27,500 tỷ đồng đã được ghi nhận. Trong năm 2026, chúng tôi ước tính tiến độ tổng thể của cả dự án sẽ đạt quanh mức 95% (+43%p CK) trong bối cảnh đưa dự án Lô B thương mại vào T8/2027, tương ứng với việc PVS sẽ ghi nhận tương ứng 12,853 tỷ đồng doanh thu, chiếm 42% tổng doanh thu M&C. Ngoài ra, chúng tôi cũng phản ánh việc PVS sẽ chính thức bàn giao hoàn toàn dự án Lạc Đà Vàng trong Q2/2026 khi dự án đạt mục tiêu có dòng đầu thương mại vào cùng giai đoạn.

2026F - Lợi nhuận bứt phá: Dựa trên danh mục các dự án đang được triển khai, chúng tôi cho rằng năm 2026, lợi nhuận của PVS sẽ tiếp tục bứt phá. Trong đó, mảng M&C - động lực tăng trưởng chủ chốt - được dự phóng đạt đỉnh với doanh thu 30,479 tỷ đồng (+41% CK), nhờ việc đẩy mạnh hàng loạt các dự án trọng điểm. Đáng chú ý, phần lớn giá trị ghi nhận đến từ các công trình dầu khí ngoài khơi trong nước (74% tổng doanh thu M&C). Kết quả là, tổng doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất trong năm 2026 được dự báo lần lượt đạt 42,642 tỷ đồng (+30% CK) và 1,992 tỷ đồng (+8% CK), thiết lập mức cao kỷ lục trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	16,366	19,374	23,770	32,718	42,642	43,698
LNHĐ (tỷ đồng)	107	-13	-265	481	954	1,035
Biên LNHĐ (%)	0.7	-0.1	-1.1	1.5	2.2	2.4
LNR (tỷ đồng)	989	1,026	1,070	1,850	1,992	2,178
EPS (VND)	2,070	2,148	2,238	3,616	3,894	4,258
ROE (%)	8.2	8.0	8.9	12.4	12.1	11.7
P/E (x)	26.4	25.5	24.4	15.1	14.0	12.8
P/B (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	25,924	26,416	34,077	38,791	44,717	47,630
VCSH (tỷ đồng)	13,055	13,544	14,740	16,236	18,320	20,599

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Đòn bẩy từ lợi thế quy mô

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	50,300
Thị giá (03/06/26)	39,150
Lợi nhuận kỳ vọng	28%

LNST (26F, tỷ đồng)	4,140
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	55
P/E (25F, x)	15.7

Vốn hóa (tỷ đồng)	49,744
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,271
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	9.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	14.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	32,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	70,400

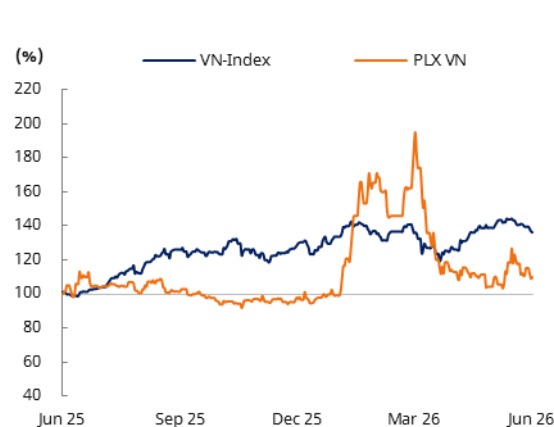
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.2	13.8	9.8
Tương đối	3.1	9.3	-25.2

Điểm nhấn đầu tư

Kỳ vọng tăng giá ngắn hạn từ pha loãng vốn nhà nước: Đứng trước áp lực bị hủy niêm yết vào T1/2027 khi chỉ đáp ứng được 9.3% số lượng cổ phiếu lưu hành thuộc sở hữu của cổ đông nhỏ lẻ, thấp hơn mức yêu cầu 10%, PLX đã thông qua phương án bán cổ phiếu quỹ để đáp ứng điều kiện giao dịch với tỷ lệ pha loãng được bổ sung 1.8% sau giao dịch. Trên thực tế, trong quá khứ PLX đã từng nhiều lần sử dụng nghiệp vụ này để đáp ứng các điều kiện ràng buộc về niêm yết. Nổi bật nhất là giai đoạn 2017 khi PLX tăng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng lên 5% - đáp ứng đủ điều kiện được thêm vào VN30 và kéo theo việc giá cổ phiếu bật tăng mạnh hơn 50% vào thời điểm công bố. Tham chiếu theo giá giao dịch quanh mốc 41,000 đồng/cổ phiếu, ngoài việc đáp ứng được điều kiện giao dịch, PLX cũng sẽ ghi nhận được chênh lệch tăng ước tính quanh 700 tỷ đồng, được bổ sung trực tiếp vào nguồn vốn chủ sở hữu.

Hy sinh lợi nhuận ngắn hạn nhưng vẫn còn dư địa hoàn nhập: Kênh nhập khẩu được đẩy mạnh trong 5T2026 (+45% CK) với phần chênh lệch (premium) cao đáng kể do đứt gãy nguồn cung, để bù đắp cho sự sụt giảm nguồn cung trong nước và đảm bảo tiêu dùng nội địa - chủ yếu ở sản phẩm dầu Diesel. Theo đó, lợi nhuận của PLX đã chịu áp lực lớn khi gánh khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho lên tới 6.3 nghìn tỷ trong Q1/2026 - mức cao nhất kể từ năm 2020. Quy mô trích lập này vượt xa các giai đoạn biến động trước đây, cao gấp gần 6 lần mức ghi nhận Q2/2022 (Chiến tranh Nga-Ukraine) và gấp 4 lần giai đoạn Covid-19 trong Q1/2020. Ở thời điểm hiện tại, mặc dù xung đột vẫn còn tiếp diễn nhưng giá các sản phẩm dầu đã phát đi xu hướng hạ nhiệt với giá Platts Singapore - chỉ số giá tham chiếu chính cho giá vốn nhập khẩu - đã giảm khoảng 25% kể từ cuối Q1/2026. Chúng tôi dự báo xu hướng giá vẫn sẽ tiếp tục điều chỉnh dần vào nửa cuối 2026. Nhìn nhận ở góc độ kế toán, khi tham chiếu lại trong quá khứ, chúng tôi nhận thấy PLX có xu hướng khá thận trọng trong ghi nhận tổn thất dự phòng - dồn hết rủi ro vào 1 quý kế toán, và nổi bật là phần lớn các khoản dự phòng này sẽ được hoàn nhập trở lại - thường vào Q4.

Yếu tố giá đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận cùng rủi ro hiện hữu: Tính đến thời điểm hiện tại mức giá cơ sở bình quân chúng tôi ước tính đã tăng 108% kể từ đầu năm (+106% CK) và đang có dấu hiệu bình ổn dần về cuối năm, do đó chúng tôi đưa ra dự phóng mức giá bình quân cho cả năm 2026 tăng 70% CK. Hệ quả, kết hợp với sự tăng trưởng hữu cơ, chúng tôi dự kiến kịch bản KQKD trong năm 2026 của PLX với doanh thu và lợi nhuận ròng ghi nhận mức kỷ lục đạt 547,594 tỷ đồng (+77% CK) và 4,140 tỷ đồng (+55% CK), với kỳ vọng dự phóng tổn thất có thể được hoàn nhập ngược lại vào KQKD - yếu tố chúng tôi sẽ theo dõi thêm trong thời gian tới. Bên cạnh đó, theo tài liệu ĐHCĐ 2026, PLX cũng đặt ra mục tiêu tăng trưởng doanh thu (+27% sv. KH 2025) và lợi nhuận cao nhất từ trước đến nay (+6% sv. KH 2025), trong bối cảnh kinh doanh thuận lợi.



FY (31/12)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	304,064	273,979	284,017	309,875	547,594	506,379
LNHĐ (tỷ đồng)	997	2,175	2,793	2,453	4,385	3,806
Biên LNHĐ (%)	0.3	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
LNR (tỷ đồng)	1,450	2,834	2,890	2,675	4,140	3,945
EPS (VND)	1,122	2,190	2,233	2,068	3,199	3,049
ROE (%)	6.8	10.8	10.8	10.3	14.6	12.7
P/E (x)	44.8	23.0	22.5	24.3	15.7	16.5
P/B (x)	2.6	2.4	2.4	2.4	2.2	2.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	74,476	79,676	81,275	85,855	100,438	101,519
VCSH (tỷ đồng)	27,783	29,202	29,308	29,562	32,545	35,311

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện - Gia tăng sức nóng

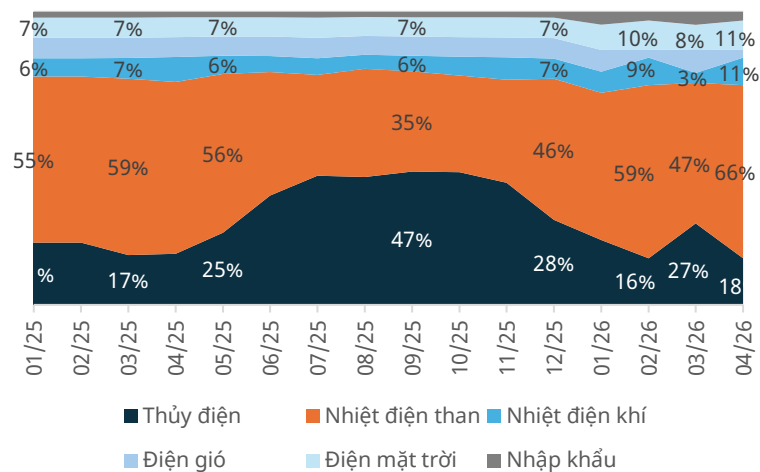
Gia tăng sức nóng

Dự kiến nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao do thời tiết chuyển sang nắng nóng trong năm 2026, Bộ Công Thương đã xây dựng 3 kịch bản tăng trưởng sản lượng điện, tương ứng với mức tăng là 9%, 12% và 14%. **Trong 4T2026, tổng sản lượng điện toàn hệ thống ước đạt 107 tỷ kWh (+8% CK).** Trong đó:

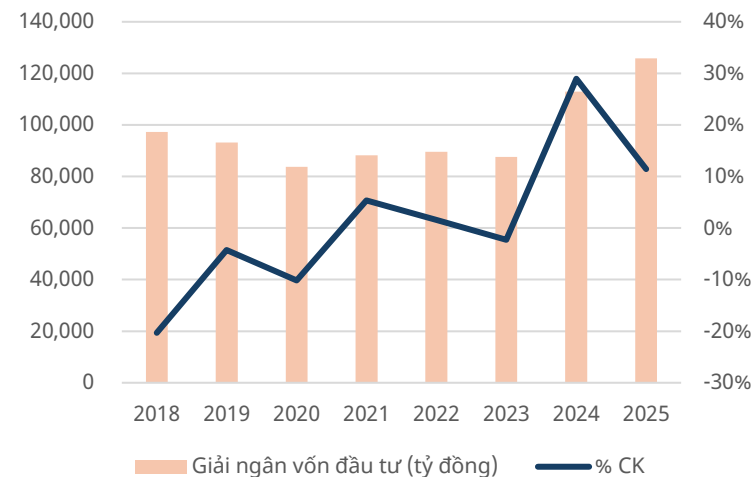
- Thủy điện: 21 tỷ kWh (+13% CK), chiếm 20%
- Nhiệt điện than: 58 tỷ kWh (+3% CK), chiếm 55%
- Nhiệt điện khí: 8 tỷ kWh (+19% CK), chiếm 8%
- Năng lượng tái tạo: 15 tỷ kWh (+2% CK), chiếm 14%, trong đó điện mặt trời đạt 10 tỷ kWh (+8% YoY) và điện gió ước tính 5 tỷ kWh (-5% CK)
- Nhập khẩu: 4 tỷ kWh (+121% CK), chiếm 4%

Chúng tôi dự phóng giá điện toàn phần sẽ tăng trong năm 2026 so với năm 2025, được thúc đẩy bởi chu kỳ thời tiết chuyển sang El Nino sẽ giới hạn khả năng huy động các nguồn điện chi phí rẻ như thủy điện và việc kéo dài xung đột Trung Đông sẽ khiến giá khí và giá than duy trì ở mức cao.

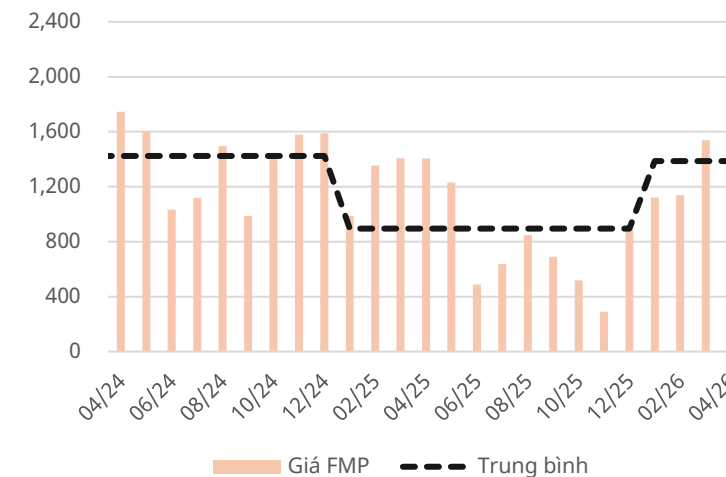
% sản lượng điện theo nguồn



Đầu tư xây dựng của EVN (tỷ đồng)



Giá điện toàn phần (VND/kWh)



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Năng lượng điện - Gia tăng sức nóng

Gia tăng sức nóng

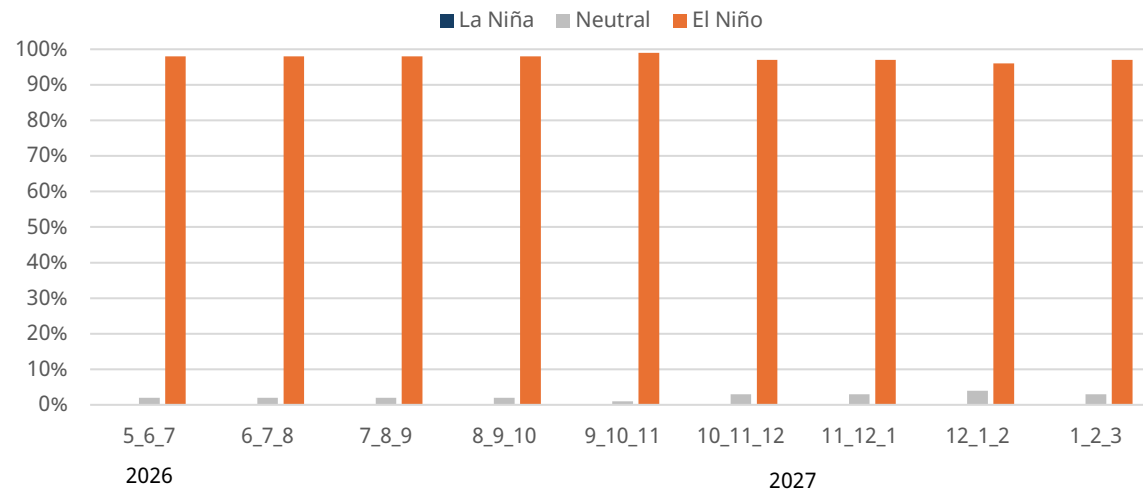
Theo dự báo T5/2026 của NOAA, chu kỳ khí hậu được kỳ vọng sẽ chuyển từ La Niña sang El Niño trong năm 2026. Xác suất xảy ra El Niño là 90%.

- Chúng tôi đưa ra đánh giá **trung lập đối với thủy điện**, do điều kiện kém thuận lợi hơn so với năm trước, tuy nhiên đây vẫn là nhóm giữ tỷ suất cổ tức cao nhất qua các năm.
- **Nhiệt điện than được kỳ vọng hưởng lợi từ mức huy động cao hơn từ EVN.**
- Giá dầu tăng hỗ trợ kỳ vọng cho **nhiệt điện khí**, nhưng chúng tôi vẫn giữ quan điểm **trung lập** do giá khí neo theo dầu làm tăng chi phí, gây áp lực biên lợi nhuận và khả năng cạnh tranh.
- Duy trì quan điểm **trung lập đối với năng lượng tái tạo trong ngắn hạn**. Dù nhiều dự án đang được triển khai, khung pháp lý hiện tại vẫn có thể hạn chế tốc độ tăng trưởng của ngành. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận định **tích cực trong dài hạn**, nhờ các mục tiêu mở rộng trong Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh và cam kết của Chính phủ đối với quá trình chuyển dịch năng lượng xanh.

Bên cạnh đó, luận điểm đầu tư ngành điện 2026 xoay quanh tính phòng thủ và dòng tiền ổn định, trong đó cổ tức là điểm nhấn. Nhu cầu điện tăng trưởng vững chắc hỗ trợ sản lượng. Các doanh nghiệp điện có lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn, hấp dẫn trong bối cảnh áp lực lãi suất.

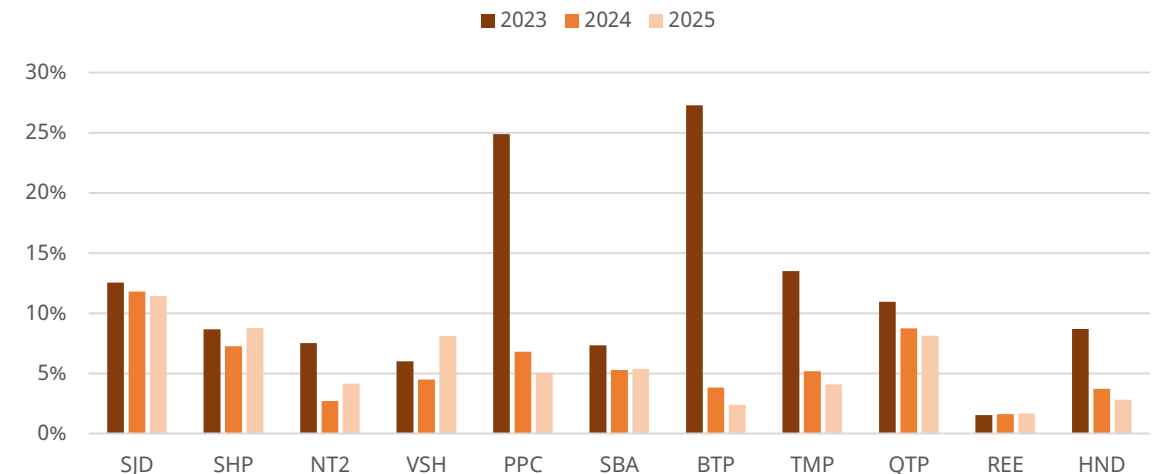
Về triển vọng dài hạn, theo Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, điện khí LNG và năng lượng tái tạo được kỳ vọng sẽ là các động lực tăng trưởng chính đến năm 2030, với cơ cấu nguồn điện dịch chuyển mạnh sang năng lượng tái tạo (44%) và điện khí LNG (11%). EVN dự kiến đầu tư khoảng 13,000 MW trong giai đoạn 2025–2030, trong khi phần công suất còn lại sẽ do các nhà đầu tư khác phát triển. EVN dự kiến tổng vốn đầu tư khoảng 25 tỷ USD cho giai đoạn 2025–2030, tương đương khoảng 5 tỷ USD mỗi năm, nhằm triển khai các dự án quy mô lớn về nguồn điện và hạ tầng lưới điện. Đây là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp xây lắp điện như TV2, PC1, cũng như các doanh nghiệp tư nhân mở rộng danh mục dự án, đặc biệt trong lĩnh vực năng lượng tái tạo như GEG, HDG, PC1, REE có thêm động lực tăng trưởng.

Dự báo chu kỳ ENSO



Nguồn: IRI, Mirae Asset Vietnam Research

Tỷ suất cổ tức



Nguồn: Vietstock, Mirae Asset Vietnam Research

Sản lượng kéo lợi nhuận

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	28,800
Thị giá (03/06/26)	22,550
Lợi nhuận kỳ vọng	28%

LNST của công ty mẹ (26F, tỷ đồng)	776
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-31
P/E (25F, x)	11.1

Vốn hóa (tỷ đồng)	6,492
SL cổ phiếu (triệu)	288
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	32.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	10.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,450

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-7.6	-5.5	19.0
Tương đối	-5.7	-9.9	-16.0

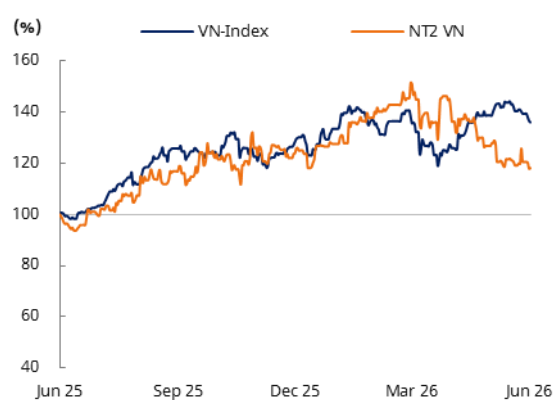
Điểm nhấn đầu tư

KQKD 4T2026:

- Q1/2026, sản lượng điện đạt 945 triệu kWh (+59% CK), trong khi Qc đạt 897 triệu kWh (+43% CK). Theo đó, doanh thu tăng lên 2,172 tỷ đồng (+52% CK), lợi nhuận gộp đạt 218 tỷ đồng (+387% CK) với biên lợi nhuận gộp duy trì trên 10% trong 4 quý liên tiếp. Hoạt động tài chính cũng cải thiện rõ rệt khi lãi tài chính ròng đạt 40 tỷ đồng (+124% CK). Kết quả, lợi nhuận sau thuế đạt 180 tỷ đồng (+387% CK).
- Trong T4/2026, tổng sản lượng điện sản xuất và sản lượng điện hợp đồng (Qc) lần lượt đạt 394 triệu kWh (+52% CK) và 357 triệu kWh (+15% CK), tương đương doanh thu thuần đạt 942 tỷ đồng (+50% CK). Trong đó, giá bán điện bình quân đạt 2,415 đồng/kWh (-1% CK) và giá khí trung bình ở mức 10.4 USD/MMBTU (+10% CK). Lũy kế 4T2026, NT2 ghi nhận tổng sản lượng điện sản xuất đạt 1,340 triệu kWh (+57% CK) và Qc đạt 1,254 triệu kWh (+33% CK). Hệ số Alpha (%Qc) tiếp tục duy trì ở mức cao đạt 94%. Doanh thu thuần 4T2026 ước đạt 3,093 tỷ đồng (+50% CK), hoàn thành 38% kế hoạch doanh thu năm của công ty.

Dự phóng FY26: Chúng tôi dự phóng thận trọng với hệ số alpha khoảng 90% trong năm 2026. Tổng sản lượng điện dự kiến 3,060 triệu kWh (-2% CK), trong đó Qc ước đạt 2,754 triệu kWh (-21% CK). Giá bán điện ước đạt 2,533 VND/kWh (+2% CK), tăng 6% so với giả định trước. Doanh thu dự phóng đạt 7,749 tỷ đồng (-1% CK), và LNST ước đạt 776 tỷ đồng (-23% CK). Biên lợi nhuận gộp dự kiến ở mức 11% (giả định cũ: 9%). Cổ tức tiền mặt ở mức 1,500 đồng/cổ phiếu.

Định giá và khuyến nghị: Lãi suất phi rủi ro của Việt Nam (trái phiếu kì hạn 10 năm) được điều chỉnh tăng lên so với giả định cũ. Trên cơ sở cập nhật này, chúng tôi nâng khuyến nghị từ Giữ lên Tăng tỷ trọng, nhưng hạ giá mục tiêu về 28,800 đồng/cổ phiếu (từ 29,100 đồng).



FY (12/31)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ VND)	6,386	5,944	7,958	7,749	7,656
LN từ HĐKD (tỷ VND)	441	(30)	1,163	759	750
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	7%	-0.5%	14.6%	9.8%	9.8%
LN (Tỷ VND)	473	83	1,130	776	782
EPS (VND)	1,722	251	3,473	2,586	2,606
ROE (%)	11.05%	1.7%	22.4%	16.4%	14.5%
P/E (x)	15.36	79.4x	7.5x	11.1x	11.1x
P/B (x)	1.75	1.4x	1.6x	1.6x	1.5x
Tổng tài sản (tỷ VND)	8,451	8,698	9,273	9,406	9,028
VCSH (tỷ VND)	4,336	4,189	4,859	5,635	6,106

Nguồn: NT2, Mirae Asset Vietnam Research

Triển vọng tăng trưởng đến từ các dự án mới

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	18,500
Thị giá (03/06/26)	14,000
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

LNST(26F, tỷ đồng)	487
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-34
P/E (26F, x)	12.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	5,016
SL cổ phiếu (triệu)	358
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	35.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	45.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	18,450

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.1	-2.4	-16.4
Tương đối	-1.2	-6.9	-51.4

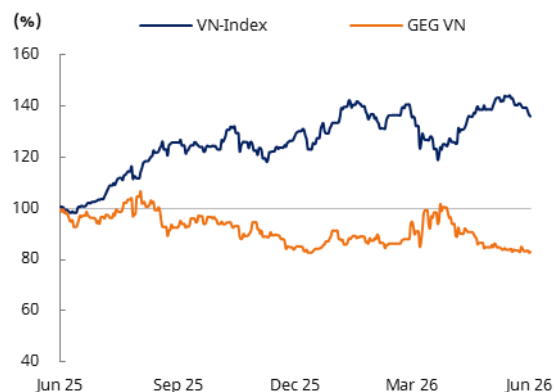
Điểm nhấn đầu tư

KQKD quý 1/2026:

- Doanh thu hợp nhất của GEG đạt 767 tỷ đồng (-31% CK) và LNR đạt 207 tỷ đồng (-45% CK), chủ yếu do ảnh hưởng của khoản doanh thu hồi tố được ghi nhận trong quý 1/2025 tạo ra nền so sánh cao. Loại trừ khoản thu nhập bất thường này, doanh thu quý 1/2026 tăng 18% CK, và biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 63% (so với quý 1/2025: 56%) trên cùng cơ sở điều chỉnh. Tổng sản lượng điện đạt 361 triệu kWh (+9% CK), với mức tăng trưởng sản lượng ghi nhận ở cả ba loại năng lượng.
- Điện gió: đạt 209 triệu kWh (+2% CK), chiếm 58% tổng sản lượng điện, đóng góp 440 tỷ đồng doanh thu (+22% CK), loại trừ tác động hồi tố. Điện mặt trời đạt 101 triệu kWh (+9% CK), mang lại 236 tỷ đồng doanh thu (+13% CK). Sản lượng thủy điện ước đạt 51 triệu kWh (+53% CK), tương đương 89 tỷ đồng doanh thu (+36% CK), được hỗ trợ bởi điều kiện thủy văn thuận lợi trong quý.
- Dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp) dự kiến vận hành trong quý 2/2026 và sẽ thử nghiệm bán điện theo cơ chế DPPA, trong khi dự án điện gió VPL2 (30 MW) dự kiến hoàn thành trong quý 4/2026 theo hợp đồng mua bán điện (PPA) đã ký với EVN ở mức 99.5% giá trần.

Dự phóng FY26: Tổng sản lượng điện dự phóng đạt 1,393 triệu kWh (+4% CK), trong đó điện mặt trời đóng góp 414 triệu kWh (+15% CK), với kỳ vọng dự án Đức Huệ 2 đi vào vận hành trong nửa cuối năm 2026. Điện gió ước tính đạt 630 triệu kWh (+4% CK) và thủy điện dự kiến giảm xuống 349 triệu kWh (-7% CK) do chu kỳ thời tiết chuyển sang điều kiện El Niño. Trong bối cảnh không có khoản thu nhập đột biến nào được dự báo, doanh thu và LNST ước đạt 3,126 tỷ đồng (+23% CK) và 521 tỷ đồng (+40% CK), sau khi loại bỏ các khoản doanh thu bất thường trong năm 2025.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua và giá mục tiêu lên 18,500 đồng (so với mức 17,700 đồng trước đây). Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý rủi ro pha loãng tiềm ẩn và mức độ đòn bẩy tài chính cao của doanh nghiệp.



FY (12/31)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ VND)	2,163	2,325	2,999	3,126	3,361
LN từ HĐKD (tỷ VND)	961	938	1,514	1,282	1,445
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	44%	40%	50%	41%	43%
LNR (Tỷ VND)	137	115	709	487	623
EPS (VND)	338	272	1,693	1,125	1,471
ROE (%)	3.2%	2.0%	11.6%	7.3%	8.7%
P/E (x)	40.8	53.5	8.5	16.4	12.6
P/B (x)	1.5	1.6	1.4	1.4	1.2
Tổng tài sản (tỷ VND)	16,132	15,172	15,111	15,171	14,967
VCSH (tỷ VND)	5,767	5,763	6,498	6,934	7,469

Nguồn: GEG, Mirae Asset Vietnam Research



Tăng trưởng ổn định

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

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	58,000
Thị giá (03/06/26)	43,100
Lợi nhuận kỳ vọng	35%

LNST (26F, tỷ đồng)	1,113
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	12.3
P/E (26F, x)	11.5

Vốn hóa (tỷ đồng)	9,710
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	220
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	27.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	2.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	41,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	54,300

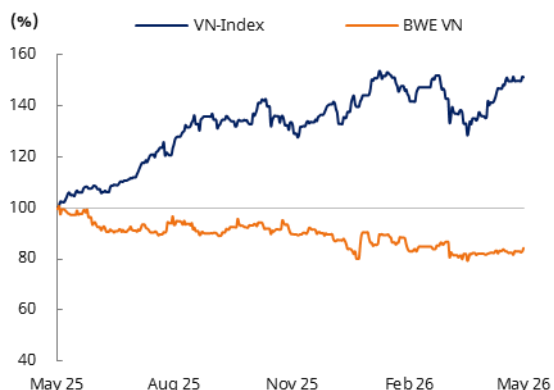
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.0	-6.1	-15.6
Tương đối	-8.8	-23.2	-66.4

Điểm nhấn đầu tư

KQKD Q1/2026: BWE công bố kết quả kinh doanh Q1/2026 khả quan với doanh thu thuần đạt 1,035 tỷ đồng (+12% CK) và lợi nhuận ròng đạt 214 tỷ đồng (+31% CK) – hoàn thành lần lượt 22% và 19% dự phóng của chúng tôi. Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ sự tích cực trong tăng trưởng sản lượng nước thương phẩm với doanh thu cấp nước hợp nhất ghi nhận 702 tỷ (+8.6% CK), trong đó riêng thị trường Bình Dương sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 7% CK, chủ yếu đến từ việc mở rộng nhanh nguồn tiêu thụ dân cư. Bên cạnh đó, doanh thu xử lý rác thải tăng 75% CK, đạt 118 tỷ đồng, nhờ việc khối lượng xử lý được nhà nước nghiệm thu gia tăng so với mức nền thấp trong Q1/2025 – trước đây vốn mất nhiều thời gian chờ đợi để quyết toán các thủ tục khoán với Nhà nước. Trong Q1/2026, nhờ chủ động phòng ngừa rủi ro tỷ giá, BWE không còn ghi nhận lỗ tỷ giá (so với mức lỗ 36 tỷ đồng trong Q1/2025), qua đó tạo “bước đệm” giúp bù đắp phần nào áp lực chi phí lãi vay gia tăng, chủ yếu đến từ nhu cầu vốn cho các dự án mở rộng và thương vụ mua lại nhà máy nước Ninh Thuận (NNT).

Sức hấp dẫn tăng trưởng trong dài hạn: Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực cho thị trường Bình Dương trong trung và dài hạn với động lực tăng trưởng đến từ dân số, nhu cầu nhà ở và mở rộng quỹ đất công nghiệp khi khu vực này đang dẫn đầu cả nước về tốc độ đô thị hóa và nhập cư. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ được thúc đẩy hơn nữa sau khi Bình Dương sát nhập vào TP.HCM, cùng sự với gia tăng tính đồng bộ kết nối hạ tầng liên vùng. Bên cạnh đó, dự kiến đến 2030, nguồn cung quỹ đất công nghiệp sẽ được bổ sung khoảng 70% so với hiện tại, và góp phần thúc đẩy nhu cầu nước tăng đáng kể. Để đáp ứng nhu cầu trên, riêng tại thị trường Bình Dương, BWE cũng đã lên kế hoạch tăng công suất thêm 350,000 m³/ngày (+44%), trong đó 100,000 m³/ngày tại Bàu Bàng đã được khởi công.

Dự phóng 2026: BWE được kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026F, với doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 4,809 tỷ đồng (+6% CK) và 1,113 tỷ đồng (+12% CK). Trong đó, động lực chính đến từ mức tăng 9% CK của sản lượng tiêu thụ nước, với việc thị trường Bình Dương (thị trường cốt lõi – đóng góp 80% tổng sản lượng) dự kiến tăng 6% CK. Bên cạnh đó, lợi nhuận từ các công ty liên kết dự phóng cải thiện với mức tăng 31% CK lên 223 tỷ đồng, chủ yếu nhờ hợp nhất NNT và sự cải thiện hoạt động trong các CTLK. Giai đoạn 2026–2030, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của BWE ghi nhận CAGR lần lượt 8% và 13%, được hỗ trợ bởi kế hoạch mở rộng tổng công suất khoảng 50% – trong đó khoảng 23% công suất hiện đang trong quá trình xây dựng và dự kiến đi vào vận hành từ nửa cuối năm 2027, bao gồm các nhà máy nước Bàu Bàng, Chợ Thành, Nha Bích và Cửa Cạn. Kịch bản dự phóng của chúng tôi được đưa ra trên cơ sở thận trọng, không bao gồm giả định thị trường Bình Dương (cũ) được tăng giá nước – vốn bị trì hoãn từ năm 2022, do đó đây cũng được xem là rủi ro tăng giá đối với BWE trong tương lai.

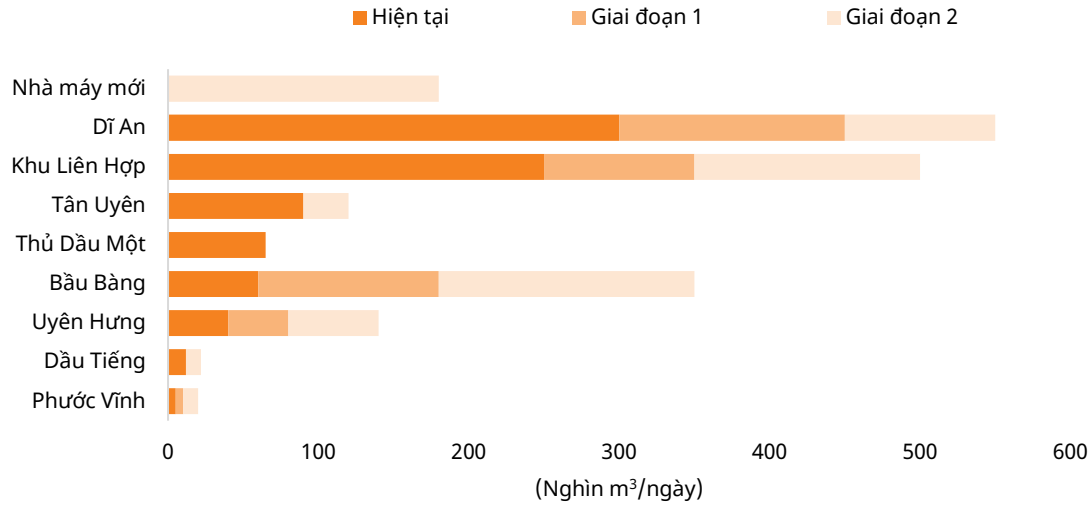


FY (31/12)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,484	3,526	3,959	4,543	4,809	5,323
LNHĐ (tỷ đồng)	919	980	1,050	1,263	1,326	1,471
Biên LNHĐ (%)	26.4%	27.8%	26.5%	27.8%	27.6%	27.6%
LNR (tỷ đồng)	743	674	639	991	1,113	1,272
EPS (VND)	3,378	3,067	2,905	4,506	5,060	5,783
ROE (%)	17.6%	14.4%	12.6%	17.4%	17.3%	17.7%
P/E (x)	17.2	18.9	20.0	12.9	11.5	10.0
P/B (x)	2.9	2.8	2.5	2.1	1.9	1.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	9,987	12,122	14,200	15,148	16,968	18,170
VCSH (tỷ đồng)	4,538	4,964	5,513	6,289	6,998	7,847

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

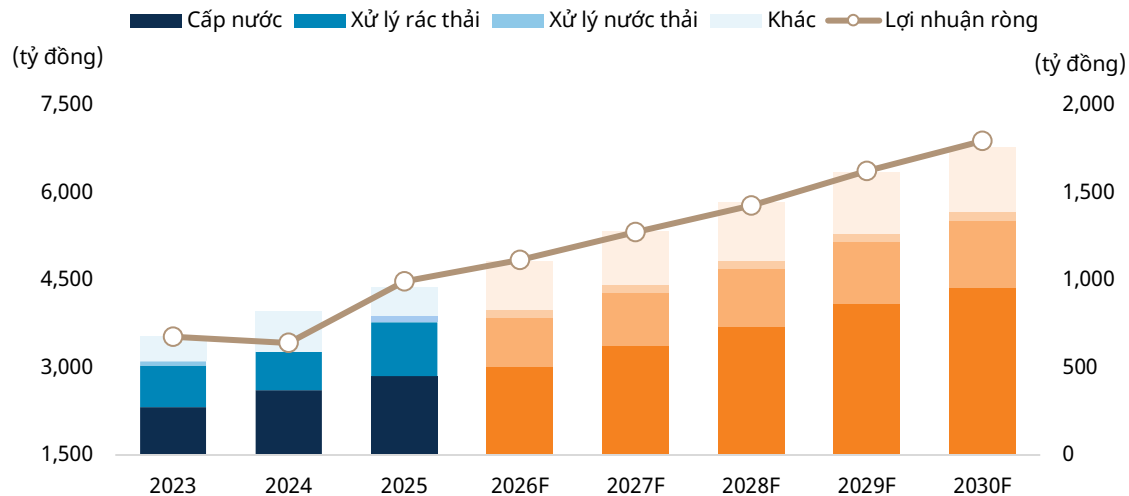
CTCP – Tổng công ty nước – môi trường Bình Dương (HOSE: BWE)

Theo kế hoạch đến 2030, công suất nước tại BD (cũ) dự kiến bổ sung thêm 44% so với hiện tại



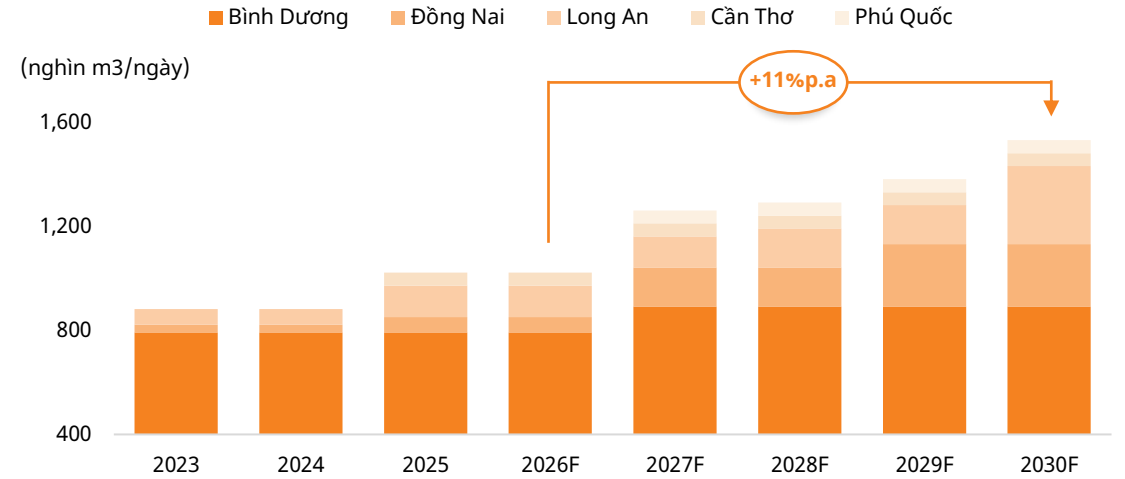
Nguồn: BWE, Cơ quan địa phương, Mirae Asset Research

CAGR Doanh thu: 8% & CAGR lợi nhuận ròng: 13%



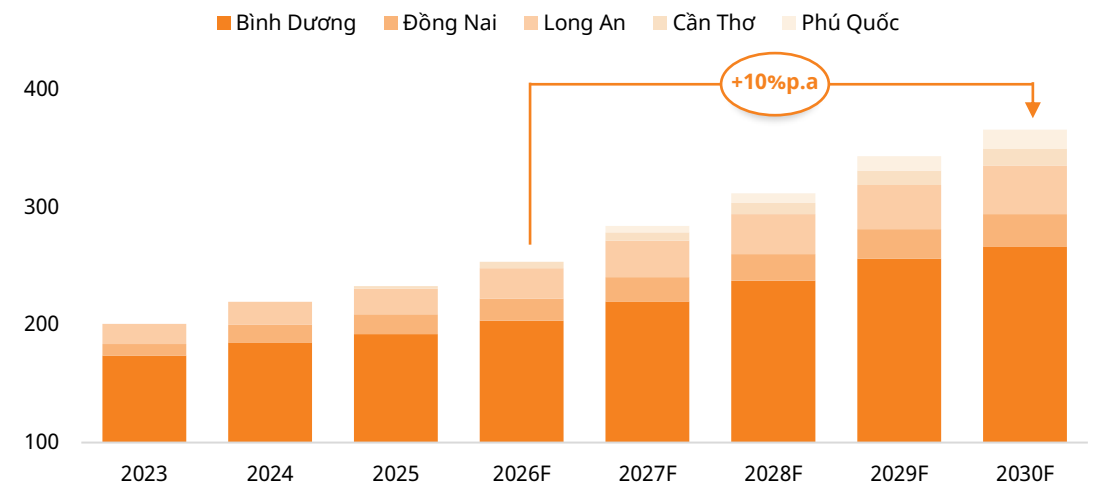
Nguồn: BWE, Mirae Asset Research

Dự phóng tăng trưởng tổng công suất toàn hệ thống ở mức 11%



*Công suất được chúng tôi ước tính dựa trên danh mục dự án hiện tại đã được phê duyệt
 Nguồn: Mirae Asset Research

Tăng trưởng sản lượng toàn hệ thống dự phóng duy trì tích cực ~ CAGR 2026-2030F 10%



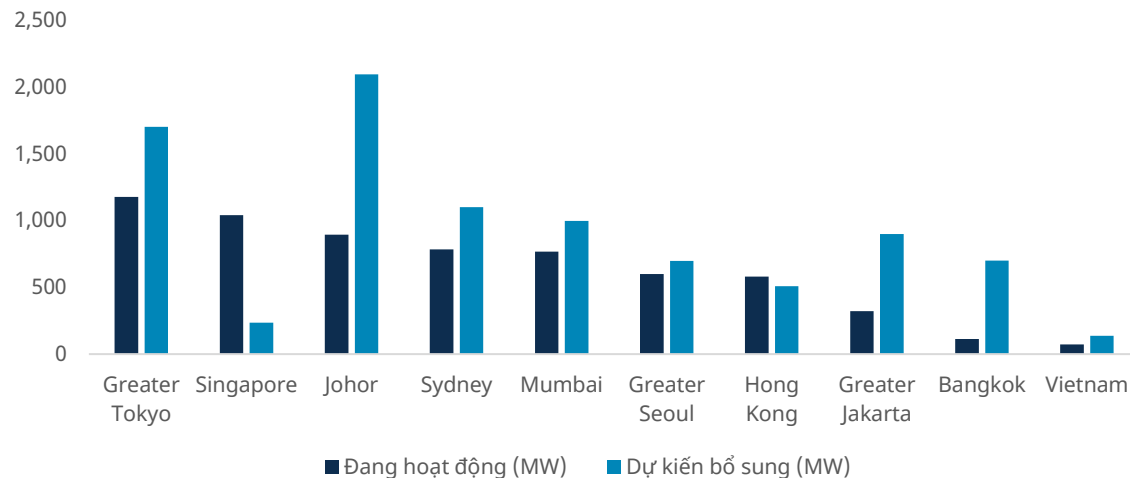
Nguồn: Địa phương, Mirae Asset Research

CNTT – Đón gió tăng trưởng

Điểm rơi thuận lợi

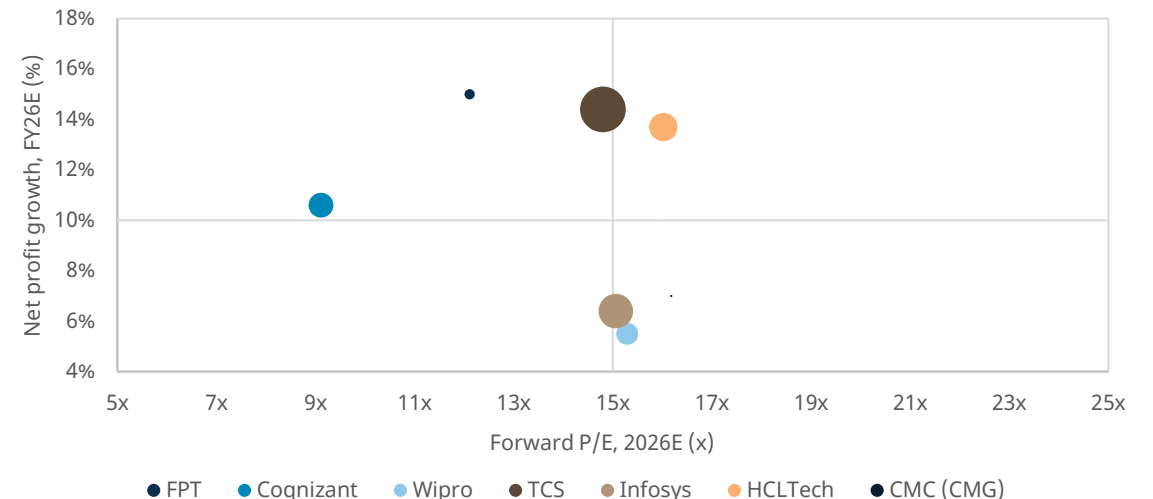
- **Nhu cầu, mức độ ứng dụng và chính sách đồng pha trong chu kỳ toàn cầu phát triển mạnh mẽ:** Việt Nam hội tụ dân số ~100 triệu dân, độ tuổi trung bình trẻ, tỷ lệ phủ internet ~80% và mức tương tác AI cao - ~81% dùng công cụ AI hằng ngày, mức cao nhất Đông Nam Á. Quy mô kinh tế số đã đạt 39 tỷ USD 2025 (+17% svck, nhanh thứ hai khu vực), lan tỏa qua thương mại điện tử, thanh toán số và chính phủ điện tử.
- **Các chính sách đã chuyển từ định hướng sang khung pháp lý:** Nghị quyết 57-NQ/TW (mục tiêu Việt Nam đạt Top 3 ASEAN về AI, Top 50 thế giới về năng lực cạnh tranh số đến 2030), gói tín dụng 20 tỷ USD cho hạ tầng số, Luật Công nghiệp Công nghệ số và Luật Khoa học, Công nghệ và Đổi mới sáng tạo, và — quan trọng nhất— quy định nội địa hóa dữ liệu theo Luật Bảo vệ Dữ liệu Cá nhân (hiệu lực 1/2026), trực tiếp củng cố nhu cầu trung tâm dữ liệu nội địa. Bối cảnh toàn cầu cũng thuận lợi: Gartner nâng dự phóng chỉ tiêu CNTT 2026 lên 6.31 nghìn tỷ USD (+13.5%), dẫn dắt bởi trung tâm dữ liệu (+55.8%) và dịch vụ CNTT.
- **Xây dựng hạ tầng số là xu hướng rõ nét — tuy nhiên năng lượng là rủi ro then chốt:** Quy mô trung tâm dữ liệu còn khiêm tốn sv. khu vực (~104MW, ~1/10 các trung tâm dẫn đầu) trong khi tiềm năng còn lớn; lợi thế chi phí đến từ chi phí xây dựng trung tâm dữ liệu thấp nhất APAC (~7 triệu USD/MW) và giá điện rẻ. Sự gia nhập của các nhà cung cấp siêu quy mô (Google tại TP.HCM dự kiến ~2027) và FDI bán dẫn (nhà máy để bán dẫn ~1.2 tỷ USD của Samsung Electro-Mechanics); đầu tư hạ tầng tính toán AI của FPT, CMC giúp mở rộng hệ sinh thái. Mạng 5G, được thương mại hóa từ 10/2024 và hướng tới phủ sóng 99% dân số vào 2030, đang mở ra chu kỳ xây dựng trạm phát sóng mới. Về ổn định nguồn điện, QHĐ8 điều chỉnh nâng công suất lắp đặt lên ~183-236GW đến 2030 (so với ~150GW năm 2023), nhằm đáp ứng tăng trưởng GDP 8-10% khi nhu cầu trung tâm dữ liệu tăng vọt.
- **Doanh nghiệp CNTT định giá hấp dẫn so với dư địa tăng trưởng:** FPT vốn hóa ~6.5 tỷ USD so với 130 tỷ USD của TCS — vẫn ở giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng. FPT được dự phóng lợi nhuận kép +16% (2026-27) so với mức dưới 10% của hầu hết ông lớn Ấn Độ, nhưng rẻ hơn ở ~12 lần P/E dự phóng so với 14-16 lần của Big Tech Ấn Độ. Tăng nhanh hơn nhưng định giá thấp hơn, doanh nghiệp Việt còn nhiều dư địa ở chuyển đổi số, AI biên lợi nhuận cao và mở rộng tại Nhật, APAC, châu Âu.
- **Biến số then chốt là chất lượng nhân lực:** trong khoảng 55,000-60,000 kỹ sư CNTT tốt nghiệp mỗi năm, chỉ ~30% đáp ứng được yêu cầu công việc mà không cần đào tạo lại, và khoảng trống lớn nhất nằm ở những lĩnh vực giá trị cao như AI/ML, điện toán đám mây và bán dẫn. Do đó, lợi thế cạnh tranh sẽ thuộc về những doanh nghiệp chủ động được nguồn nhân lực chất lượng — thông qua đào tạo nội bộ, hợp tác với đại học— thay vì chỉ mở rộng quy mô tuyển dụng.

Công suất trung tâm dữ liệu khu vực châu Á – Thái Bình Dương (APAC)



Nguồn: Cushman & Wakefield (2025), Mirae Asset Vietnam Research

P/E và tăng trưởng LNST dự phóng 2026 của các doanh nghiệp dịch vụ CNTT



Nguồn: Bloomberg consensus, Mirae Asset Vietnam Research

Hồi phục mạnh hơn trong T4/2026

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	91,570
Thị giá (03/06/26)	76,500
Lợi nhuận kỳ vọng	20%

LNST (26F, tỷ đồng)	10,555
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	14.9
P/E (26F, x)	17.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	130,318
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,704
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	89.5
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	28.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	70,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	112,800

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.8	-20.5	-25.1
Tương đối	5.7	-24.9	-60.1

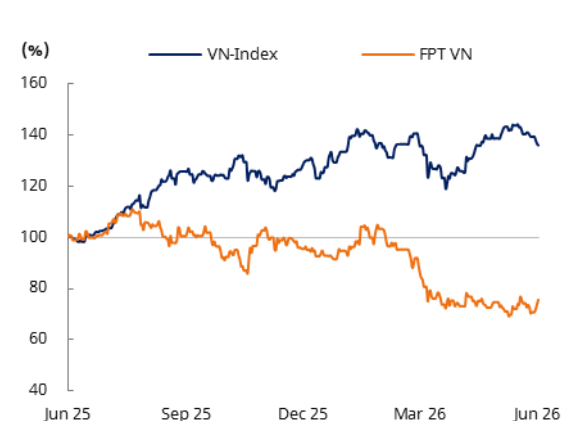
Điểm nhấn đầu tư

Kết quả 4T2026 của FPT cho thấy đà tích lũy ổn định. Từ ngày 1/1/2026, Tập đoàn ngừng hợp nhất FPT Telecom, chuyển sang ghi nhận theo phương pháp vốn chủ sở hữu và điều chỉnh hồi tố số liệu 2025 để so sánh. Trên báo cáo gốc, doanh thu Q1/2026 đạt 12,480 tỷ VND, -22.3% so với cùng kỳ, phản ánh việc loại trừ dòng doanh thu của Telecom; theo cơ sở hợp nhất mới, doanh thu Q1/2026 tăng 8.7%, LNNT tăng 16.3% và LNST tăng 13.8%. Lũy kế, doanh thu 4T2026 đạt 17,228 tỷ VND (+11.6%) và LNNT 23% lên 3,787 tỷ đồng (+17.5%), EPS 1,972 VND (+15.3%); riêng tháng 4 tăng tốc lên +20.0% doanh thu và +21.3% LNNT. Chi tiết 4T2026:

- Cơ cấu theo khối:** Khối Công nghệ dẫn dắt kết quả với 15,040 tỷ VND (+14.1%, chiếm 87% doanh thu); khối Giáo dục/Đầu tư/Khác giảm 3.0%, phần lớn do hiệu ứng tái phân loại Telecom dồn vào nhóm "Khác". Điểm sáng nổi bật là Chuyển đổi số đạt 6,077 tỷ VND doanh thu (+25.3%), dẫn dắt bởi AI/Data Analytics +83.3% — tín hiệu rõ ràng nhất cho thấy bước chuyển sang mảng công việc AI giá trị cao.
- CNTT nước ngoài — động lực chính:** Doanh thu CNTT nước ngoài tăng lên 12,426 tỷ VND (+13%), với thị trường Nhật Bản duy trì +23%. Đáng chú ý hơn, giá trị ký mới tại thị trường nước ngoài tăng 30% lên 19,976 tỷ VND, bao gồm 9 dự án trên 10 triệu USD — cho thấy khách hàng quốc tế vẫn mạnh tay với ngân sách công nghệ, củng cố dư địa tăng trưởng cho nửa cuối năm.

ESOP và cổ tức: FPT sẽ phát hành hơn 10.8 triệu cổ phiếu theo mệnh giá — gồm ~8.5 triệu ESOP cho nhân viên (85.1 tỷ VND) và ~2.3 triệu cho lãnh đạo cấp cao (23 tỷ VND) — chậm nhất trong Q4/2026, với thời gian hạn chế chuyển nhượng ba năm. Mức pha loãng khoảng 0.6% trên 1,703.5 triệu cổ phiếu.

Dự phóng 2026F: Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu theo thị trường +20% tại Nhật, +19% EU, +7% Mỹ và +7% châu Á - Thái Bình Dương, tổng hợp thành mức tăng mảng +13.9% — giảm tốc nhẹ so với 14.3% năm 2025 — khi Nhật và châu Âu bù đắp sự suy yếu tại Mỹ và APAC, nơi áp lực chi phí gia công phần mềm do trí tuệ nhân tạo rõ nét. Doanh thu Giáo dục tăng +5%; Viễn thông (doanh thu +11.5%), nay hạch toán đóng góp qua công ty liên kết. Doanh thu hợp nhất dự kiến đạt 56,921 tỷ đồng (-18.9% so với cùng kỳ, trên nền toàn tập đoàn cũ) và lợi nhuận trước thuế 12,605 tỷ đồng (-4%), với chi phí bán hàng 8.0% (Q1/2026: 8%) và quản lý 9.6%/ doanh thu (Q1/2026: 9.7%) — đều thấp hơn mức lịch sử 10.5–11% khi ngừng hợp nhất mảng viễn thông làm thay đổi cơ cấu chi phí. Lãi liên doanh, liên kết tăng lên 2,846 tỷ đồng (+332%), trong khi lợi ích cổ đông thiểu số giảm còn 160 tỷ đồng — nâng lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ lên 10,555 tỷ đồng (+11.5%).



FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu (tỷ đồng)	52,618	62,849	70,113	56,921	66,107	77,303
LNHĐ (tỷ đồng)	8,452	10,508	10,984	9,107	10,690	12,681
Biên LNHĐ (%)	16.1	16.7	15.7	16.0	16.2	16.4
LNST (tỷ đồng)	6,465	7,857	9,376	10,555	12,447	14,584
EPS (VND)	4,648	4,877	5,022	5,831	6,877	8,057
ROE (%)	28.1	28.7	28.3	26.8	26.9	26.5
P/E (x)	21.4	20.4	19.8	17.3	14.6	12.5
P/B (x)	5.5	5.4	5.1	4.3	3.6	3.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	60,283	72,000	88,090	91,471	102,349	115,245
VCSH (tỷ đồng)	24,974	29,794	36,486	42,420	50,135	59,860

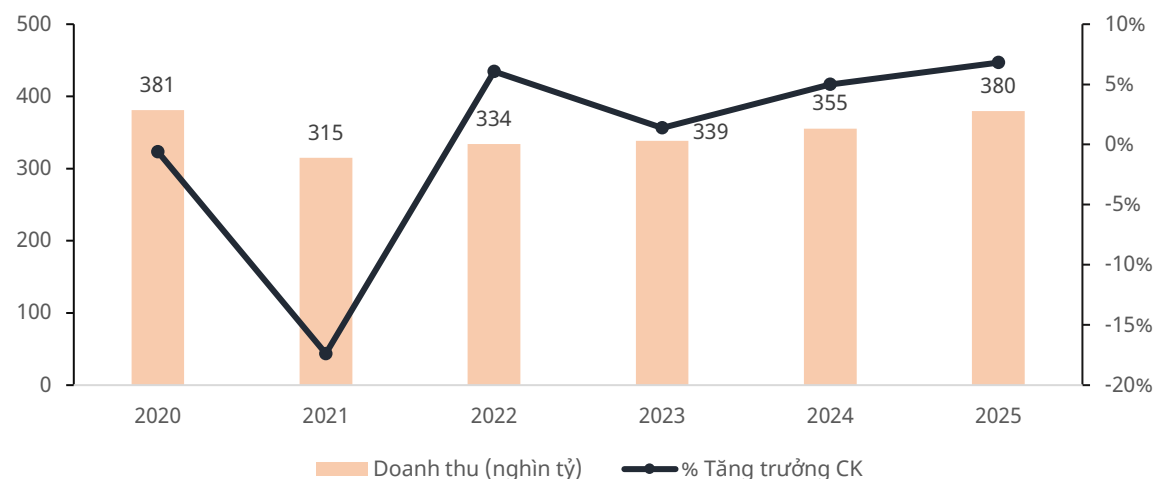
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Viễn thông - Hạ tầng số kiến tạo tương lai

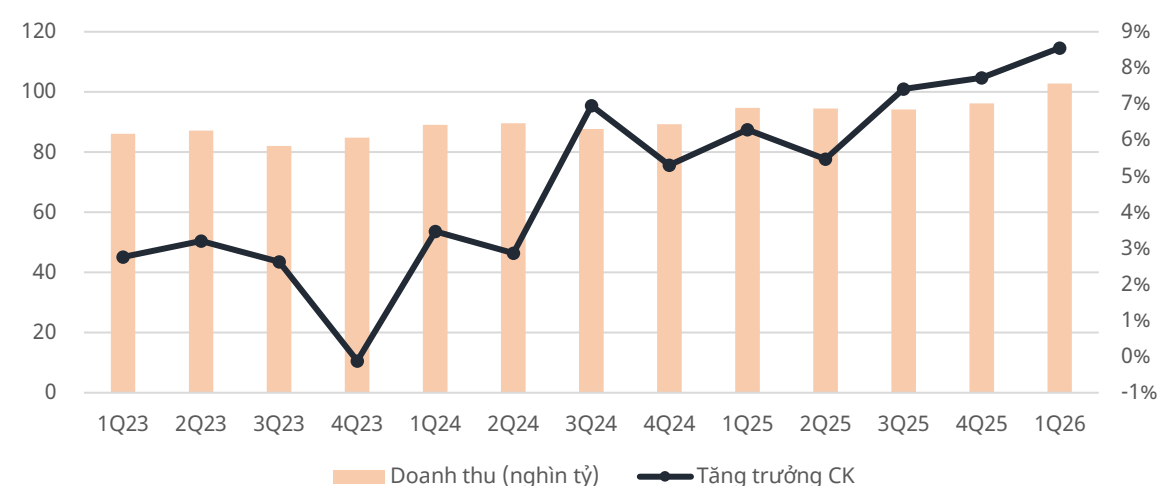
Tăng tốc kết nối

- Theo báo cáo của Cục Thống kê, doanh thu viễn thông Q1/2026 ước đạt 103 nghìn tỷ đồng (+9% CK).
 - VNPT: Năm 2025, doanh thu hợp nhất đạt 61,246 tỷ đồng (+5% CK), trong khi lợi nhuận trước thuế (EBT) đạt 6,598 tỷ đồng (+8% CK). Đối với năm 2026, ban lãnh đạo đã đặt kế hoạch kinh doanh mục tiêu với doanh thu đạt 64,564 tỷ đồng (+5% CK) và lợi nhuận trước thuế đạt 7,255 tỷ đồng (+10% CK). Bộ Khoa học và Công nghệ đang đề xuất Chính phủ chuyển giao quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam (VNPT) từ Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp về trực thuộc Bộ.
 - Viettel: Tập đoàn duy trì vị thế dẫn đầu thị trường trong năm 2025, ghi nhận doanh thu đạt 220,400 tỷ đồng (+16% CK) và lợi nhuận trước thuế đạt 56,800 tỷ đồng (+11% CK).
- Một số quy định và thông tin chính về ngành Viễn thông trong năm 2026 bao gồm:
 - Nghị định số 174/2026/NĐ-CP quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong các lĩnh vực bưu chính, viễn thông, tần số vô tuyến điện, giao dịch điện tử và công nghệ thông tin; trong đó quy định mức phạt tiền từ 30 đến 50 triệu đồng đối với hành vi cung cấp hoặc chia sẻ thông tin sai sự thật gây hoang mang dư luận.
 - Quyết định số 23/2026/QĐ-TTg ban hành Danh mục công nghệ cao được ưu tiên đầu tư phát triển và Danh mục sản phẩm công nghệ cao được khuyến khích phát triển; mở rộng định hướng ưu tiên cho nhiều công nghệ cốt lõi, công nghệ chiến lược và các sản phẩm công nghệ cao "Make in Vietnam", bao gồm 5G-Advanced (5G-A), 6G, trí tuệ nhân tạo (AI) và Blockchain.
 - Thông tư số 56/2026/TT-BTC của Bộ Tài chính: Sửa đổi, bổ sung một số điều quy định về mức thu, chế độ miễn, quy trình thu, nộp, quản lý và sử dụng phí quyền hoạt động viễn thông. Văn bản này giúp tối ưu hóa chi phí đóng góp công ích và chi phí cấp phép cho các doanh nghiệp đang trong giai đoạn đầu triển khai dòng vốn đầu tư lớn vào băng tần 5G.

Doanh thu hoạt động viễn thông theo năm



Doanh thu viễn thông theo quý



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Mirae Asset Vietnam Research

Cú hích từ mảng Xây dựng

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	98,800
Thị giá (03/06/26)	90,000
Lợi nhuận kỳ vọng	10%

LNST (26F, tỷ đồng)	674
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (26F, %)	12
P/E (26F, x)	16.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	10,295
SL cổ phiếu (triệu)	114
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	34.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	75,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	113,000

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

Điểm nhấn đầu tư

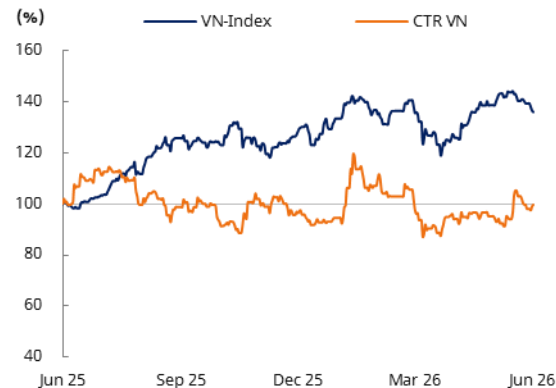
KQKD 4T2026: Lũy kế 4T2026, doanh thu đạt 5,177 tỷ (+35% CK) và LNNT đạt VND255 tỷ (+21% CK), hoàn thành 33% kế hoạch doanh thu và LNNT. Các đơn vị nội bộ Tập đoàn Viettel đóng góp 2,787 tỷ đồng (+13% CK), chiếm 54% tổng doanh thu.

- Xây dựng: đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính trong 4T2026 với doanh thu tăng mạnh đạt 1,941 tỷ đồng (+75% CK), chiếm 37% tổng doanh thu.
- Giải pháp CNTT tích hợp: ghi nhận 791 tỷ đồng doanh thu (+58% CK), được hỗ trợ mạnh mẽ bởi mảng năng lượng mặt trời áp mái.
- Hạ tầng cho thuê: tốc độ tăng trưởng chậm lại, đạt 311 tỷ đồng (+16% CK), đóng góp 6% vào tổng doanh thu.
- Vận hành khai thác (VHKT): duy trì mức tăng trưởng ổn định 10% CK, đạt 2,108 tỷ đồng và đóng góp 41% tổng doanh thu.

Dự phóng FY26: Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 của CTR đạt 15,328 tỷ đồng (+10% CK), LNNT tăng 13% CK, lên 674 tỷ đồng. Các giả định chính bao gồm:

- Mảng xây dựng dự kiến tăng 14% CK, được hỗ trợ bởi đầu tư hạ tầng 5G gia tăng. Trong khi đó, mảng VHKT chỉ tăng nhẹ 3% CK.
- Doanh thu mảng giải pháp CNTT điều chỉnh tăng 20% CK (cũ: 10%), được thúc đẩy bởi tăng trưởng mạnh từ năng lượng mặt trời.
- Dự phóng tăng trưởng cho thuê hạ tầng giảm còn 16% CK (cũ: 36% CK), với biên lợi nhuận gộp ước đạt 29%.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi giữ khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng nhưng hạ giá mục tiêu xuống 98,800 đồng từ 100,400 đồng/cổ phiếu



FY (31/12)	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu (tỷ đồng)	11,370	12,610	13,940	15,328	16,915	18,733
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	654	716	734	805	859	920
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	5.8%	5.7%	5.3%	5.2%	5.1%	4.9%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	525	538	600	674	750	821
EPS (VND)	4,586	4,705	5,243	5,896	6,556	7,176
ROE (%)	28.6%	27.9%	30.5%	29.8%	27.9%	25.8%
P/E (x)	29.6x	20.4x	17.7x	16.8x	15.1x	13.8x
P/B (x)	7.7x	5.9x	5.1x	4.6x	3.9x	3.3x
Tổng tài sản (tỷ VND)	6,991	7,106	8,186	10,041	10,714	11,527
VCSH (tỷ VND)	1,997	1,865	2,067	2,459	2,920	3,447

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Thị trường nội địa tiếp tục cải thiện

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



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	76,800
Thị giá (03/06/26)	58,300
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	9,404
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	9,939
Tăng trưởng EPS (26F, %)	0.5
P/E (26F, x)	19.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	127,278
SL cổ phiếu (triệu)	2,090
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	38.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	54,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	75,500
(%)	1T 6T 12T
Tuyệt đối	0.0 5.7 7.0
Tương đối	-11.8 -11.4 -43.8

Luận điểm đầu tư

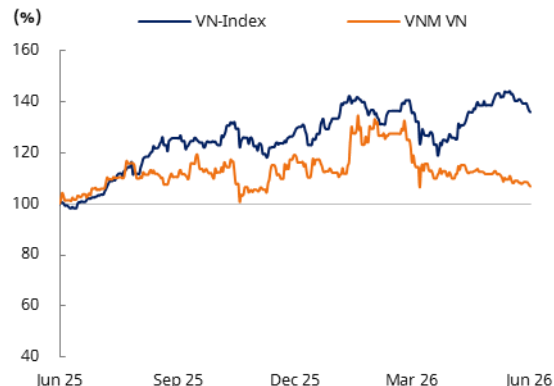
CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN) là tập đoàn sữa hàng đầu Việt Nam, có thị phần nội địa lớn nhất ở phân khúc sữa nước và thị phần lớn thứ hai ở phân khúc sữa công thức. VNM hiện vận hành 15 trang trại ở khu vực Đông Dương và là nhà thu mua sữa tươi chính từ nông dân với tổng đàn bò gần 130,000 con. VNM còn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

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

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

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

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



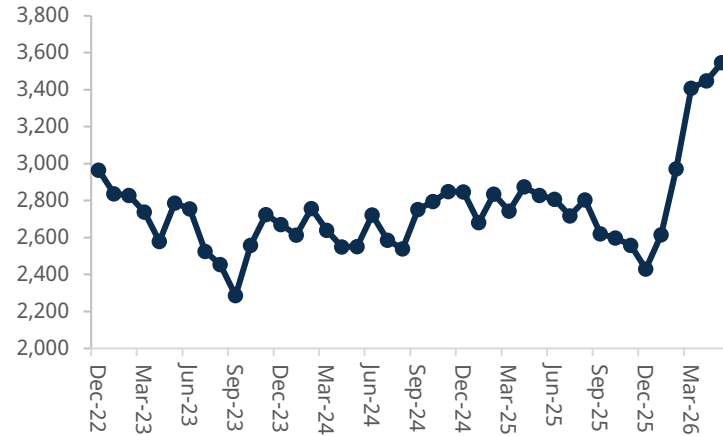
FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	60,479	61,824	63,724	66,193	68,900	71,778
LN HĐKD (tỷ đồng)	10,904	11,594	11,660	11,874	12,185	13,269
Biên LN HĐKD (%)	18	18.8	18.3	17.9	17.7	18.5
LN trước thuế (tỷ đồng)	10,968	11,600	11,650	11,874	12,185	13,269
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ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

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

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

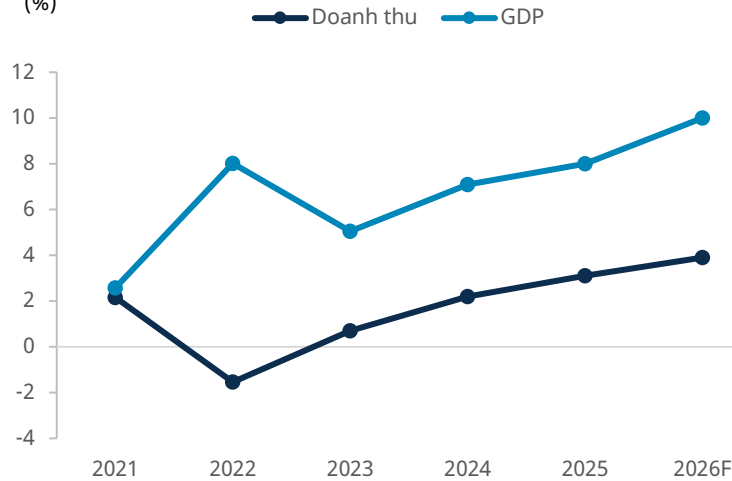
Giá sữa bột nguyên liệu

(USD/tấn)



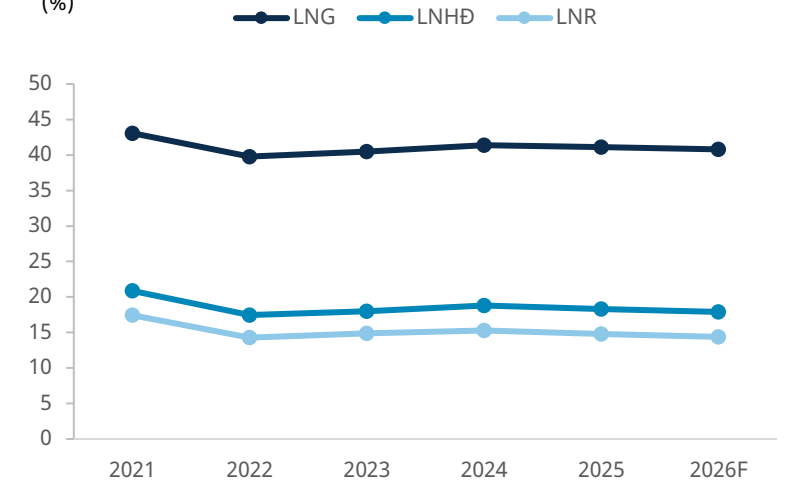
Tăng trưởng doanh thu VNM so với GDP Việt Nam

(%)



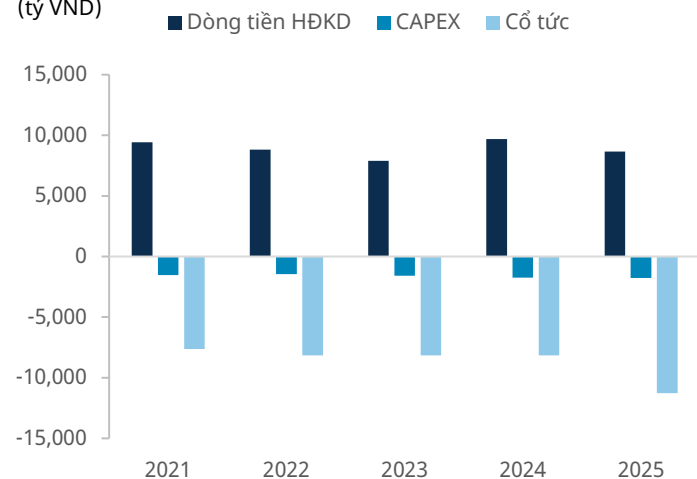
Biên lợi nhuận

(%)



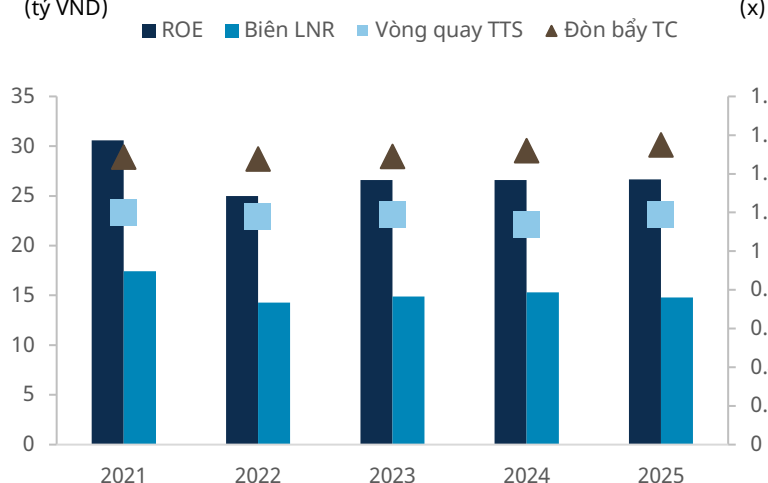
Dòng tiền HĐKD, CAPEX & Cổ tức

(tỷ VND)



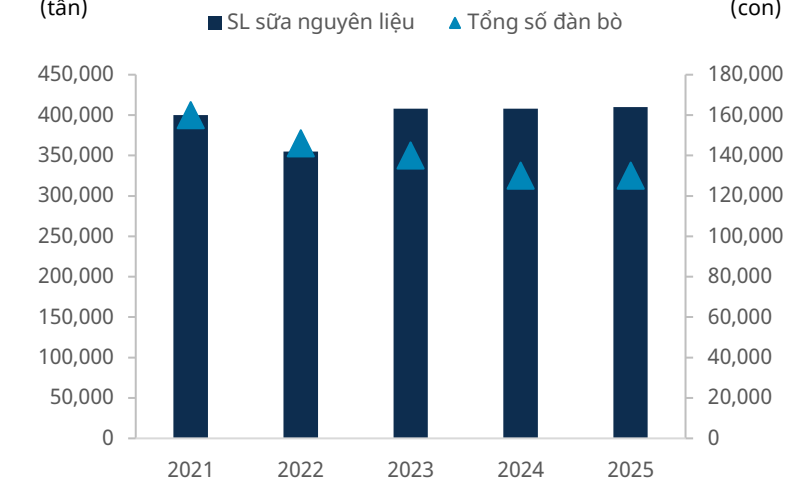
Phân tích DuPont

(tỷ VND)



Quy mô đàn bò và sản lượng sữa tươi nguyên liệu

(tấn)



Nguồn: Global Dairy Trade, VNM, Mirae Asset Vietnam Research



Mức độ phụ thuộc vào giá đường đang giảm dần

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

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	55,400
Thị giá (03/06/26)	47,500
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

Điểm nhấn đầu tư

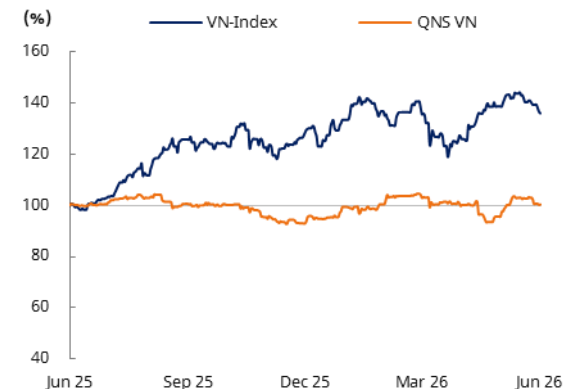
Cập nhật Q1/2026: QNS ghi nhận doanh thu tăng trưởng lên mức 2,763 tỷ đồng (+21.8% CK), với lợi nhuận gộp đạt 888 tỷ đồng (+20.3% CK; biên lợi nhuận gộp 32.1%). Kết quả Q1 nhìn chung phù hợp với dự phóng theo hướng tăng trưởng mảng sữa bù đắp cho giá bán và tỷ suất lợi nhuận mảng đường. Chi tiết hoạt động kinh doanh hai mảng chính:

- Mảng đường:** Sản lượng tăng trưởng mạnh 63.9% CK cân bằng yếu tố giá bán giảm 24.3% CK, giúp doanh thu tăng trưởng 27.1%. Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp vẫn chịu áp lực, giảm xuống mức 16% sv mức 24.1% cùng kỳ năm trước. Tại cuối Q1, tồn kho tăng mạnh 51% từ mức thấp trong Q4 cho thấy QNS đã bắt đầu tích lũy hàng tồn kho mới. Trong trường hợp giá đường duy trì ổn định và cải thiện vào các quý tới, áp lực về biên lợi nhuận trong quý 1 có thể giảm bớt.
- Mảng sữa đậu nành:** Doanh thu tăng 21.5% CK nhờ cả sản lượng (+11%) và giá bán bình quân (+8%). Tăng trưởng đến từ hầu hết các kênh, đặc biệt là xuất khẩu (+67% CK), trong khi tỷ trọng tiêu thụ tiếp tục nghiêng về các dòng giá trị gia tăng cao hơn như Veyo. Nhờ đó, biên LN gộp mở rộng thêm 6.4 điểm % svck lên 48.9%. Lợi nhuận gộp mảng sữa tăng 40% CK, nâng tỷ trọng đóng góp lên 63% tổng lợi nhuận gộp, so với mức 54% cùng kỳ.

Như trong các cập nhật trước, QNS tiếp tục đẩy mạnh chi phí marketing cho các dòng sữa đậu nành mới trong Q1/2026. Theo đó, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 18.4% doanh thu, so với 14.8% cùng kỳ, khiến lợi nhuận hoạt động giảm 5.7% CK. Dù vậy, nhờ thu nhập lãi tiền gửi tăng, lợi nhuận ròng vẫn duy trì ổn định ở mức 391 tỷ đồng.

Triển vọng: Chúng tôi dự phóng doanh thu 2026 đạt 10,206 tỷ đồng (-3.5% CK) và LNST đạt 1,784 tỷ đồng (-6.9% CK), cao hơn 14% so với kế hoạch kinh doanh với giả định biên lợi nhuận gộp được kiểm soát tốt hơn cân đối với chi phí bán hàng cao hơn. Kể từ thời điểm công bố BCTC Q1, giá cổ phiếu và dự phóng EPS từ thị trường đã tăng lần lượt 8% và 9%, phản ánh kỳ vọng KQKD cải thiện. Điểm thay đổi đáng chú ý không chỉ nằm ở việc giá đường dần ổn định hơn, mà còn đến từ việc mảng sữa đậu nành bắt đầu cho thấy vai trò lớn hơn trong cấu trúc lợi nhuận. Điều này phần nào giúp giảm mức độ phụ thuộc của lợi nhuận vào biến động giá đường như các năm trước. Chúng tôi khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng với GMT 55,400 (điều chỉnh sau cổ tức). QNS hiện đang giao dịch ở mức 8.4 Fwb PE, tương đương trung bình 5 năm.

LNST (25F, tỷ đồng)	1,784
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-6.9
P/E (26F, x)	9.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	17,463
SL cổ phiếu (triệu)	368
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	60.8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	9.4
Thấp nhất 52 tuần (VND)	39,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	50,000

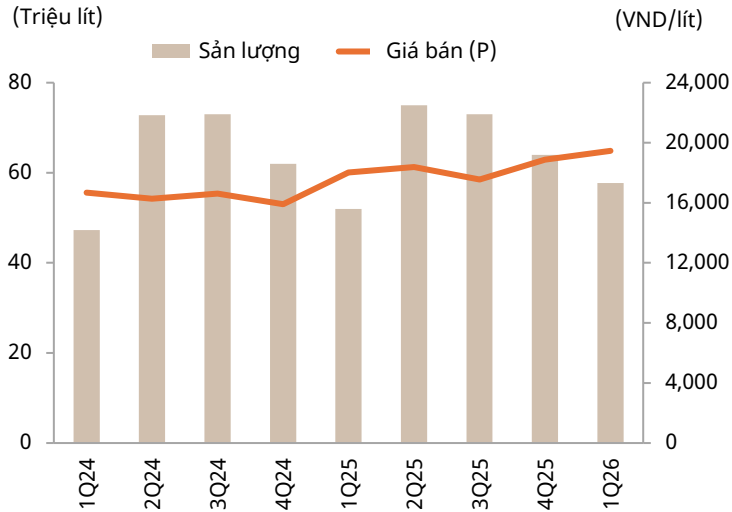


FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	10,021	10,243	10,575	10,206	10,799	11,524
LNHĐ (tỷ đồng)	2,154	2,381	1,920	1,829	2,087	2,317
Biên LNHĐ (%)	21	23.2	18.2	17.9	19.3	20.1
LNƯ (tỷ đồng)	2,183	2,377	1,916	1,784	2,032	2,242
EPS (VND)	7,244	7,615	6,140	5,715	6,511	7,182
ROE (%)	27.2	25.6	18.6	16.2	17.2	17.5
P/E (x)	7.6	7.3	9.0	9.7	8.5	7.7
P/B (x)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	12,053	13,808	14,350	13,767	14,903	16,118
VCSH (tỷ đồng)	8,581	10,002	10,646	11,326	12,256	13,394

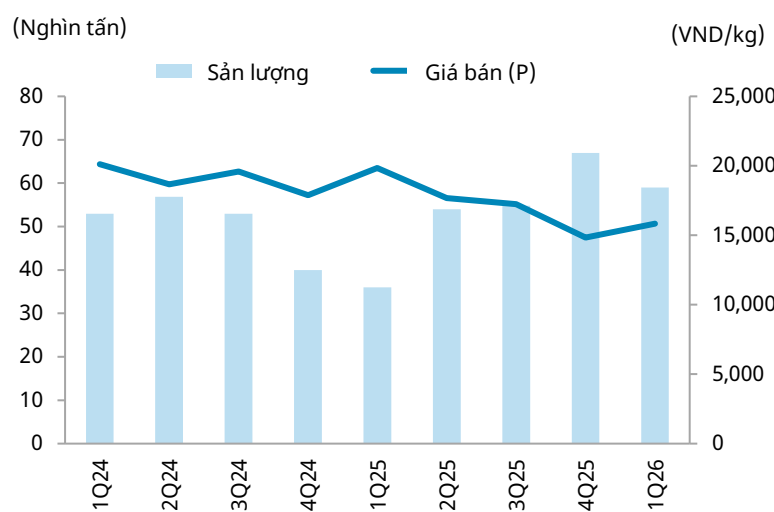
Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Đường Quảng Ngãi (UPCoM: QNS)

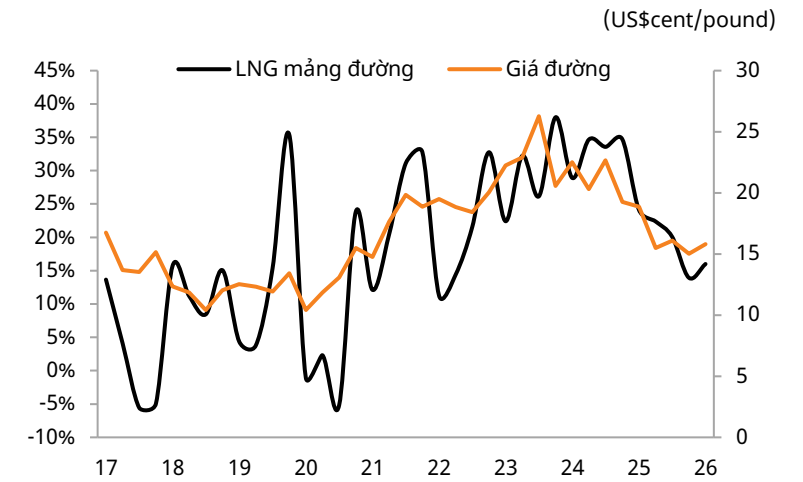
Các chỉ tiêu hoạt động mảng sữa, theo quý



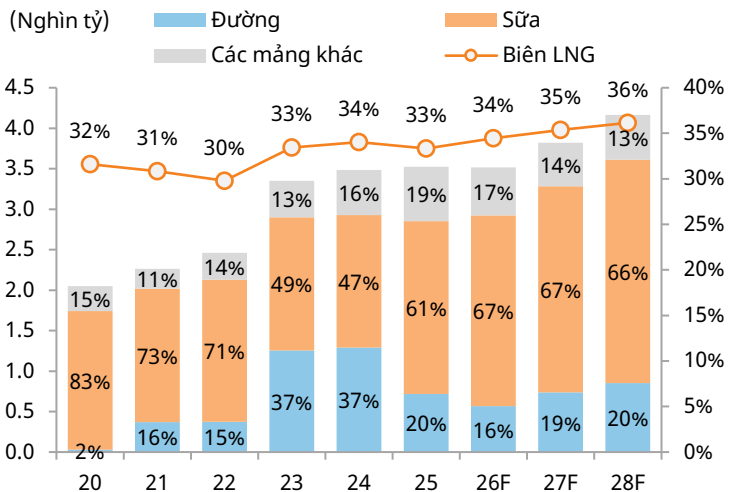
Các chỉ tiêu hoạt động mảng đường, theo quý



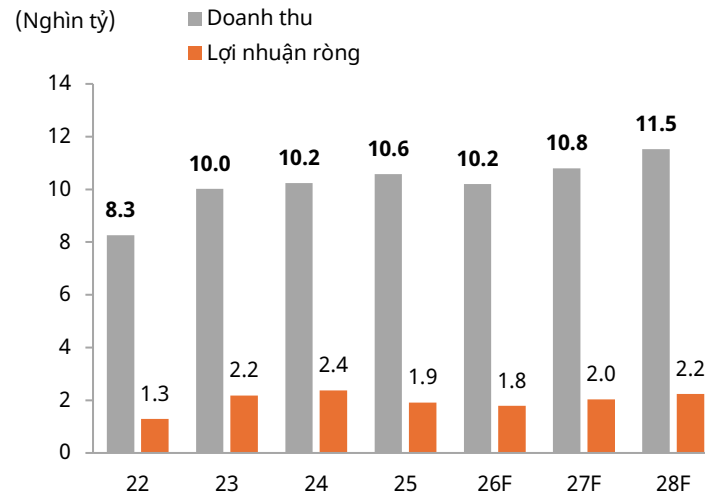
Xu hướng giá đường và tác động lên lợi nhuận gộp tổng thể



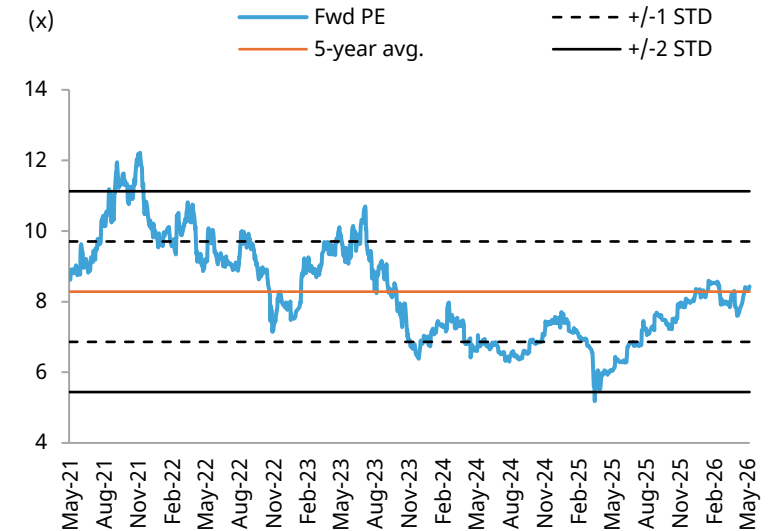
Dự phóng lợi nhuận gộp và đóng góp từ các mảng chính



Dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng giai đoạn 2026-28



Định giá forward P/E



Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Giữ nhịp tăng trưởng

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



(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	100,000
Thị giá (03/06/26)	78,500
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

Điểm nhấn đầu tư

Các động lực tăng trưởng

- ĐMX đã đưa tỷ suất lợi nhuận về mức ổn định sau giai đoạn cơ cấu và đang thúc đẩy tăng trưởng doanh thu nhằm cải thiện hiệu quả vận hành và tốc độ gia tăng lợi nhuận. Kế hoạch đó đến nay vẫn đang theo đúng tiến độ với doanh thu liên tục mở rộng ở mức hai chữ số qua năm 2026 (DT 4T2026 +32% CK). Các động lực thúc đẩy chính trong năm nay đến từ việc gia tăng thị phần Apple cũng như đóng góp cao của nhân hàng vào doanh số chung vẫn được duy trì. Bên cạnh đó, chương trình trả chậm cũng có vai trò đáng kể trong việc kích thích nhu cầu, theo cập nhật gần nhất, tỷ lệ KH mua hàng áp dụng chương trình mua trả chậm đạt 50%.
- Bách Hóa Xanh (BHX) tiếp tục tăng trưởng nhờ mở rộng mạng lưới (cửa hàng mở mới đạt 469/ mục tiêu +1000 cửa hàng trong 2026), với nhiều dư địa cải thiện hơn khi mức doanh thu/cửa hàng vẫn trong quá trình tối ưu. Về hiệu quả, các cửa hàng mở mới trong 2025 và 2026 đã ghi nhận lợi nhuận dương ở cấp cửa hàng, với tỷ suất lợi nhuận ròng toàn chuỗi duy trì ở mức 3% trong Q1/2026. Kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận 20% CK (tỷ suất LNR 3.3%) cho thấy cải thiện hiệu quả vẫn đang là trọng tâm của BHX.
- Về dài hạn, BHX với tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận cao hơn dự kiến sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận và định giá MWG. Diễn biến hoạt động trong 4T2026 nhìn chung bám sát kế hoạch tăng trưởng cao của MWG.

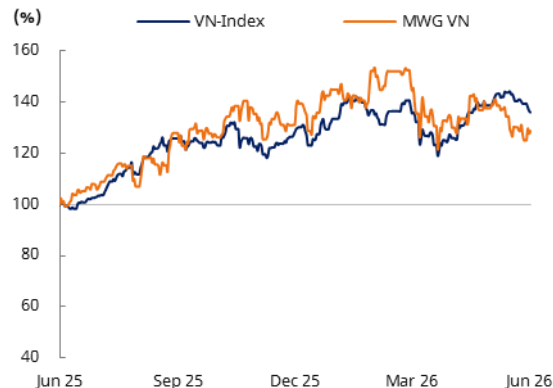
Dự phóng kết quả kinh doanh: Kỳ vọng MWG sẽ tiếp tục xu hướng cải thiện với ước tính tăng trưởng lợi nhuận ròng đạt CAGR 18.1% trong giai đoạn 2026-28F. Trong năm 2026, doanh thu và lợi nhuận ròng dự báo tăng lần lượt 18.3% và 20.8% CK, so với kế hoạch của doanh nghiệp là 18% và 30%.

Duy trì khuyến nghị Mua; GMT 100,000: MWG hiện giao dịch ở mức P/E mục tiêu 12 tháng là 17.2x, tương đương trung bình 5 năm, tương ứng CAGR LNST 18% giai đoạn 2026-28F (PEG: 0.95x). Trong các chu kỳ trước, định giá từng mở rộng lên vùng +2 độ lệch chuẩn trong các giai đoạn tăng trưởng mạnh, cho thấy vẫn còn dư địa tái định giá nếu đà tăng trưởng hiện tại được duy trì. Kế hoạch IPO 16.3% cổ phần ĐMX có thể hỗ trợ định giá ngắn hạn. Chúng tôi ước tính mức giá IPO 80,000 đồng/CP ĐMX tương ứng với P/E dự phóng 2026 trước và sau phát hành là 13.2-14.3x, nhìn chung nằm trong khung giao dịch trung bình của các doanh nghiệp tham chiếu.

LNST (26F, tỷ đồng)	8,496
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.8
P/E (26F, x)	17.3

Vốn hóa (tỷ đồng)	125,110
SL cổ phiếu (triệu)	1,468
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	58,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	94,400

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



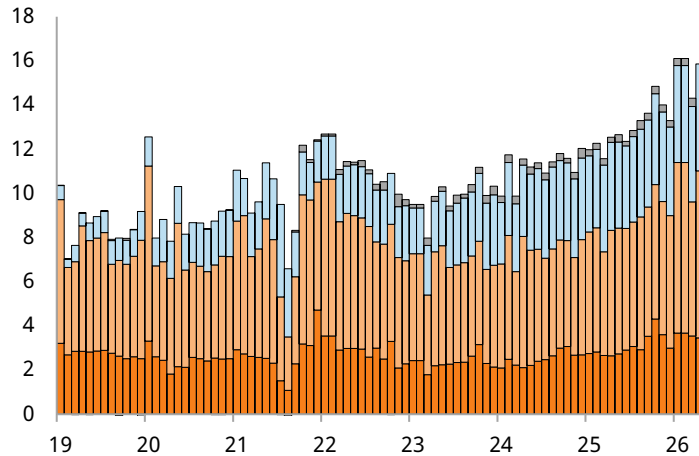
FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	118,280	134,341	155,928	184,471	222,465	272,806
LNHĐ (tỷ đồng)	328	4,032	7,003	9,743	11,231	13,212
Biên LNHĐ (%)	0.3	3.0	4.5	5.3	5.0	4.8
LNR (tỷ đồng)	168	3,722	7,034	8,496	9,789	11,518
EPS (VND)	115	2,547	4,790	5,786	6,666	7,844
ROE (%)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

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HOSE: MWG)

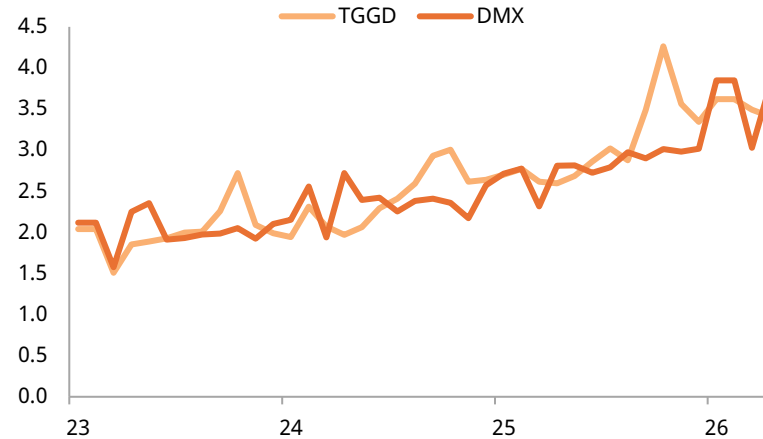
Xu hướng doanh số theo tháng tại các chuỗi

(Nghìn tỷ) ■ TGDD ■ DMX ■ BHX ■ Khác



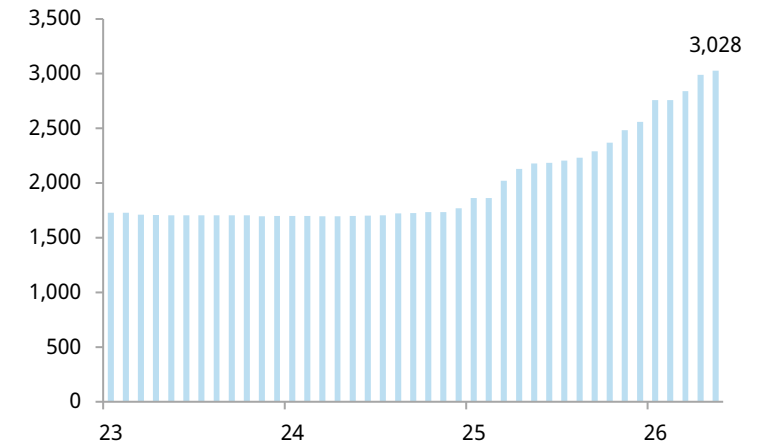
Doanh số trên cửa hàng

(Tỷ đồng)

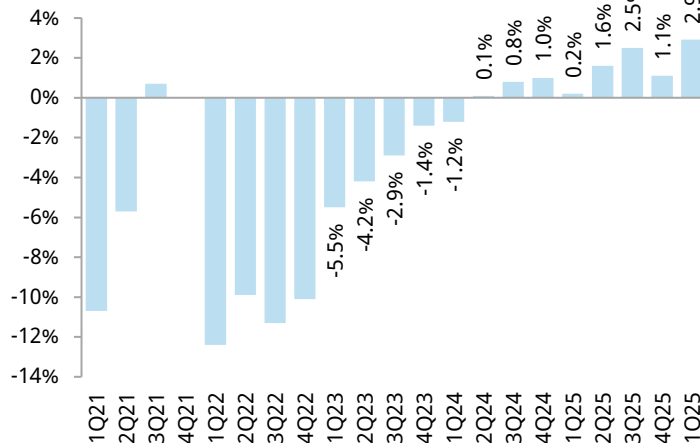


Số lượng cửa hàng của BHX

(Cửa hàng)

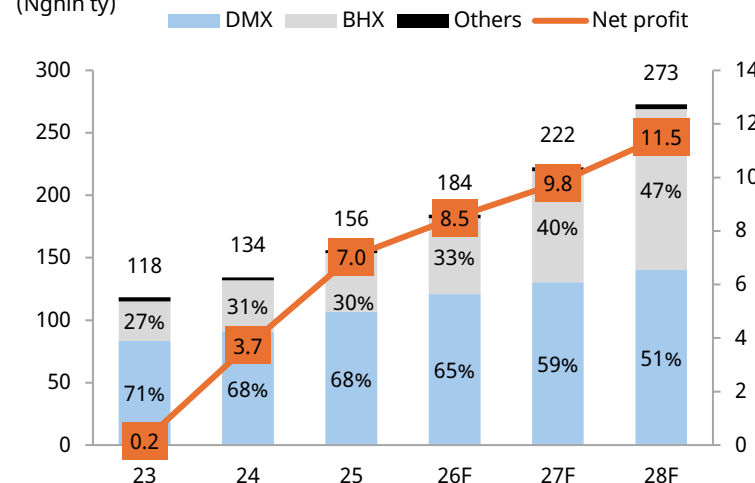


Xu hướng tỷ suất lợi nhuận ròng của BHX

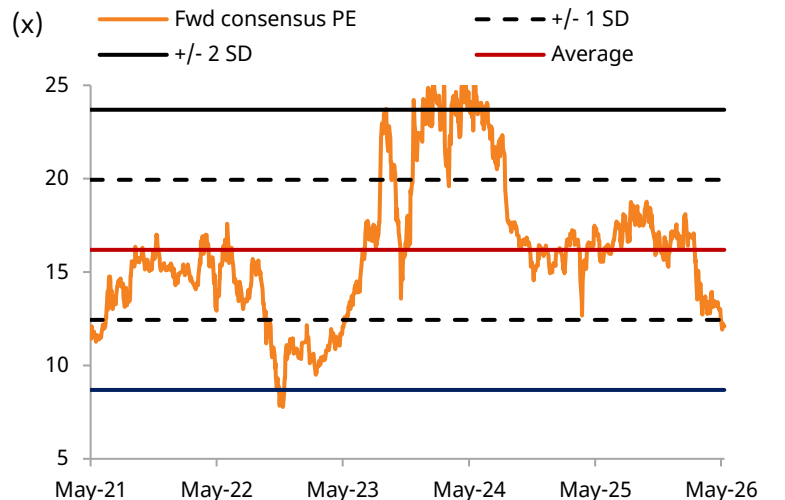


Dự phóng doanh thu và lợi nhuận hợp nhất của MWG

(Nghìn tỷ)



Khoảng giao dịch P/E forward 5 năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Research

Cá tra - Triển vọng đan xen

Tổng quan ngành

- Chúng tôi dự báo triển vọng thuận lợi cho XK cá tra Việt Nam trong 2026, được thúc đẩy bởi tăng trưởng kinh tế tại các thị trường trọng điểm. Tuy nhiên, sự phân hóa thị trường và cạnh tranh ngày càng gay gắt sẽ đặt ra những thách thức cho các nhà xuất khẩu. Do đó, chúng tôi khuyến nghị Trung tính đối với ngành cá tra Việt Nam.

Bối cảnh

- Xuất khẩu cá tra Việt Nam duy trì đà ổn định:** Trong Q1 2026, giá trị XK có mức tăng trưởng ổn định 17% CK (Q1 2025: +13.1% CK) đạt xấp xỉ 513 triệu USD.
- Giá nguyên liệu và chi phí đầu vào:** Khi giá dầu thô tăng vọt sau khi eo biển Hormuz bị đóng cửa, giá hàng hóa đã ghi nhận xu hướng tăng. Mặc dù vẫn ở mức thấp, giá đậu nành đã tăng vọt trong T3/2026 và tiếp tục tăng trong T4. Đầu T5, đã tăng giá cá tra nguyên liệu hạ nhiệt và đi ngang quanh mức 35,000 đồng/kg. Điều này có thể cho thấy thị trường đã có một điểm cân bằng, khi nhu cầu bắt đầu bị ảnh hưởng bởi những lo ngại về lạm phát ở các thị trường trọng điểm. Trong khi đó, giá cá tra giống giảm mạnh trong T4 và đầu T5 sau khi đạt mức giá cao nhất khoảng 85,000 đồng/kg (đối với loại 35 con/kg). Do giá vẫn ở mức cao so với năm 2024 và 2025, sự sụt giảm mạnh có thể được xem là biến động theo mùa vụ và nhu cầu về cá giống cũng như cá tra nguyên liệu vẫn ổn định.
- Bất ổn địa chính trị và thương mại toàn cầu tiếp diễn:** Môi trường thương mại toàn cầu không có sự cải thiện trong 4T 2026 so với năm 2025. Cuộc chiến Mỹ-Iran kéo dài và tình trạng tắc nghẽn đang diễn ra tại eo biển Hormuz đã đẩy giá dầu thô tăng hơn 60% so với đầu năm, neo ở mức khoảng 100 USD/thùng. Đến đầu T5, vẫn chưa có dấu hiệu rõ ràng về một thỏa thuận ngừng bắn, vì vấn đề cốt lõi - chương trình hạt nhân của Iran - vẫn chưa được giải quyết. Về chính sách thương mại của Mỹ, chính quyền Trump đang thúc đẩy chương trình nghị sự thuế quan của mình, bất chấp thất bại gần đây tại Tòa án Tối cao Mỹ. Ngoài việc đề xuất mức thuế cơ bản mới 10%, chính quyền Trump đang đe dọa sẽ chặn việc hoàn thuế của doanh nghiệp và khởi động các cuộc điều tra mới để biện minh cho các hình phạt thương mại tiếp theo.
- Triển vọng tăng trưởng và niềm tin của người tiêu dùng tại các thị trường trọng điểm:** Vào T1/2026, WB đã công bố dự phóng tăng trưởng GDP thực lục quan của các thị trường chính: Mỹ (+2.2%), EU (+0.9%), Trung Quốc (+4.4%) và Brazil (+2%), tất cả đều được điều chỉnh cao hơn mức dự báo vào T6 2025. Tuy vậy, tăng trưởng GDP thực tế trong năm nay có thể bị ảnh hưởng do giá nhiên liệu cao gần đây và lo ngại lạm phát. Ngoài ra, chỉ số niềm tin tiêu dùng ở các thị trường trọng điểm, như Mỹ và Brazil, đã giảm trong bối cảnh chiến tranh Mỹ-Iran kéo dài.

Triển vọng và rủi ro

- Triển vọng thị trường cá tra:** Trong 2026, chúng tôi cho rằng rằng nhu cầu toàn cầu đối với cá tra sẽ vẫn ổn định, mặc dù hiệu suất dự kiến sẽ phân hóa giữa các thị trường.

Chúng tôi cho rằng thị trường Mỹ sẽ cải thiện hiệu suất trong năm 2026. Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung leo thang và thuế trung chuyển nghiêm ngặt dự kiến sẽ hạn chế xuất khẩu cá rô phi của Trung Quốc, cho phép các nhà cung cấp cá thịt trắng khác chiếm thị phần. Trong khi Brazil và Indonesia được định vị để lấp đầy khoảng trống cá rô phi, vị thế của họ trong khối BRICS - một đối thủ địa chính trị mới nổi của phương Tây - có thể khiến họ gặp phải các rào cản thương mại tương tự. Hơn nữa, sự thu hẹp nguồn cung ngắn hạn dự kiến có khả năng đẩy giá cá rô phi lên cao hơn, nâng cao khả năng cạnh tranh về chi phí của cá tra. Xu hướng này được hỗ trợ thêm bởi hạn ngạch đánh bắt, tỷ lệ đánh bắt thấp và thuế xuất khẩu từ các nhà cung cấp cá tuyết, cá minh thái và cá tuyết chấm đen, điều này có thể sẽ làm tăng giá và làm giảm sức hấp dẫn của các sản phẩm này. Những lo ngại về lạm phát gần đây cũng sẽ hỗ trợ thêm lợi thế về giá của các sản phẩm cá tra so với các sản phẩm thay thế đó.

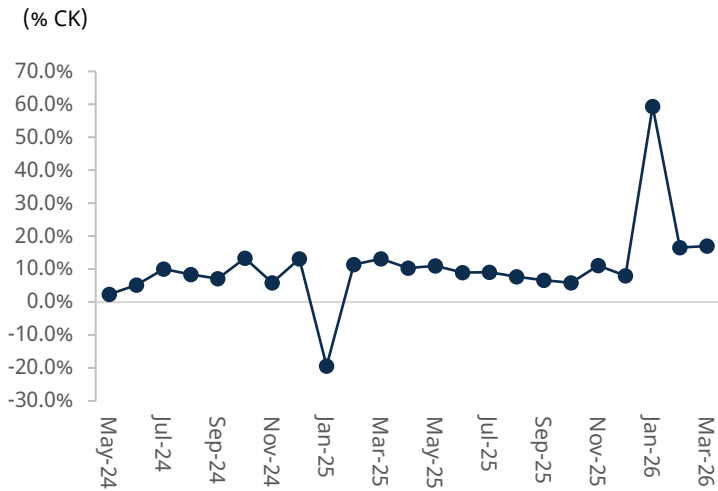
Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu cá tra của Việt Nam sang Trung Quốc sẽ đi ngang vào năm 2026. Khi các nhà xuất khẩu Trung Quốc phải đối mặt với những rào cản ngày càng tăng ở Mỹ, nguồn cung cá thịt trắng nội địa của nước này dự kiến gia tăng, làm giảm nhu cầu nhập khẩu. Ngoài ra, mối quan hệ thương mại Trung Quốc - Nga được củng cố, cùng với lệnh cấm liên tục của Trung Quốc đối với thủy sản Nhật Bản, cho thấy nhập khẩu cá thịt trắng từ Nga sẽ tiếp tục chiếm ưu thế.

Đối với EU và Brazil, chúng tôi dự báo nhu cầu ổn định trong suốt năm 2026. Tuy nhiên, các thị trường này có thể sẽ chứng kiến sự cạnh tranh gay gắt khi các nhà xuất khẩu toàn cầu đa dạng hóa, chuyển hướng dần khỏi thị trường Mỹ và tìm kiếm các thị trường thay thế cho sản phẩm của họ.

- Chi phí đầu vào tăng:** Trừ khi xung đột Mỹ-Iran kết thúc và eo biển Hormuz sớm mở cửa trở lại, giá dầu thô và khí đốt tự nhiên có thể sẽ duy trì trên 90 USD/thùng. Sự tăng giá đột biến kéo dài này sẽ làm tăng chi phí hàng hóa, đặc biệt là đối với phân bón và các sản phẩm dầu mỏ, gây ra làn sóng lạm phát chi phí đẩy toàn cầu. Hơn nữa, các NHTW có thể thắt chặt chính sách tiền tệ để kiềm chế lạm phát, làm chậm hơn nữa tăng trưởng kinh tế. Ngay cả trong trường hợp tốt nhất - khi Mỹ và Iran đồng ý về một khuôn khổ đàm phán và mở lại tuyến đường thủy - sẽ mất nhiều tháng để các nước vùng Vịnh khôi phục sản lượng như trước chiến tranh. Do đó, giá hàng hóa dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong suốt năm 2026.

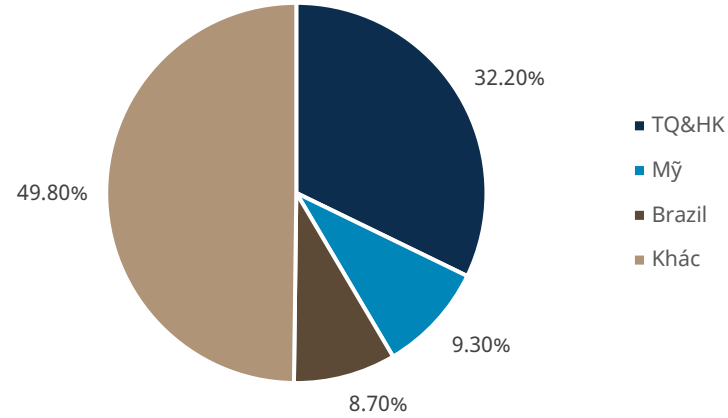
Cá tra - Triển vọng và rủi ro

Tăng trưởng giá trị XK cá tra VN



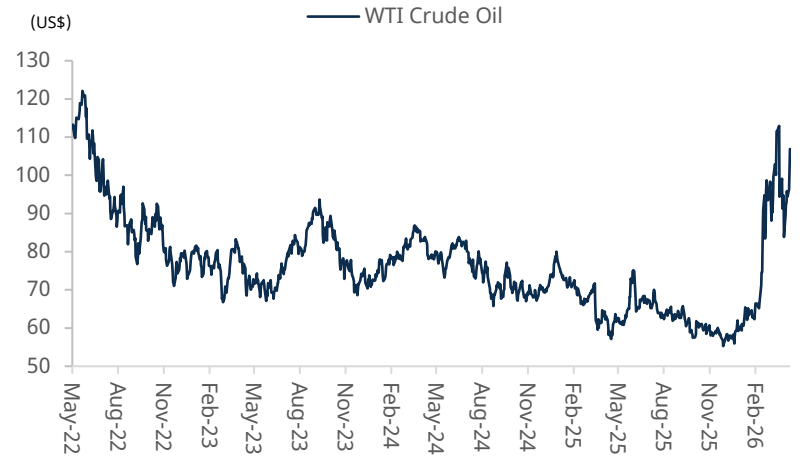
Nguồn: VASEP, Mirae Asset Vietnam Research

Các thị trường XK cá tra chính



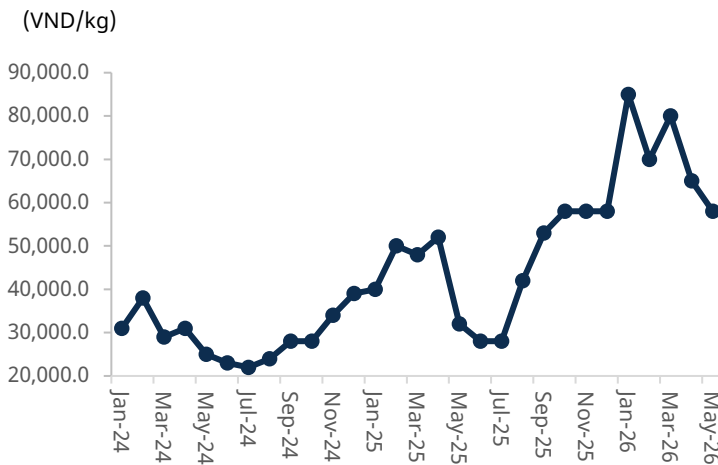
Nguồn: Cập nhật T1/2026, VASEP, Mirae Asset Vietnam Research

Giá dầu thô thế giới



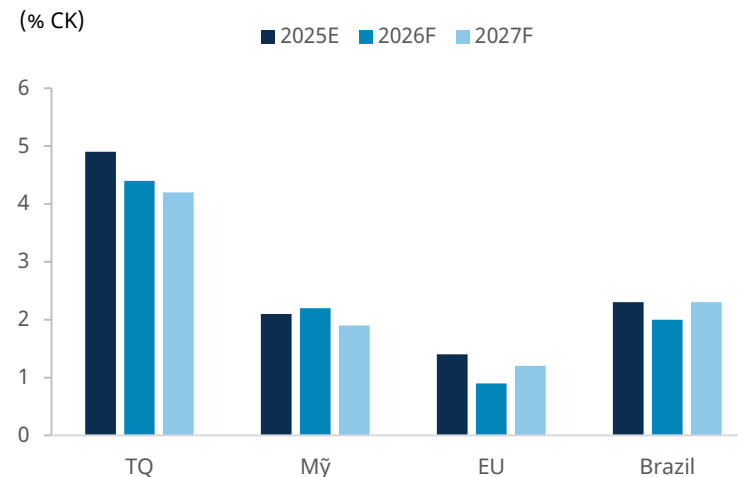
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Giá cá tra giống



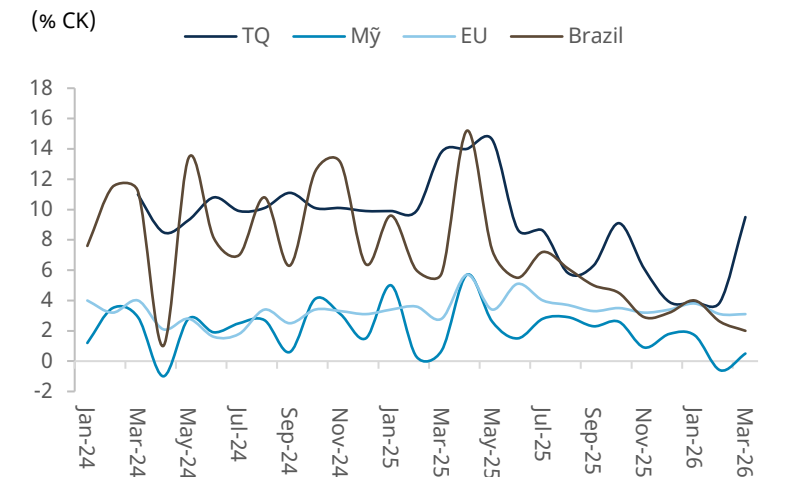
Nguồn: VASEP, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng GDP thực các thị trường chính



Nguồn: WB, Mirae Asset Vietnam Research

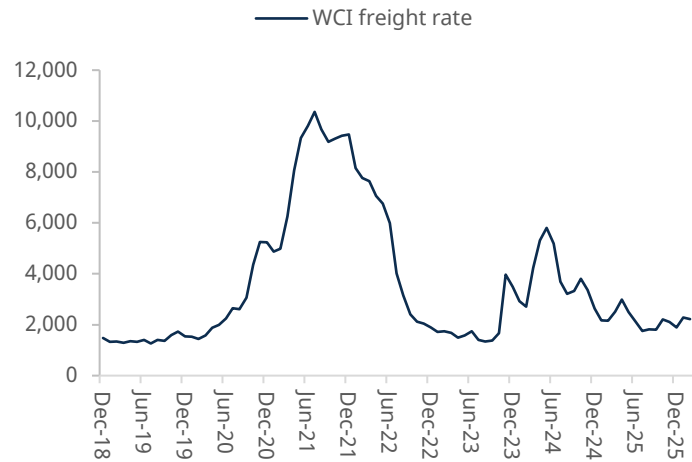
Tăng trưởng bán lẻ thực phẩm các thị trường



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

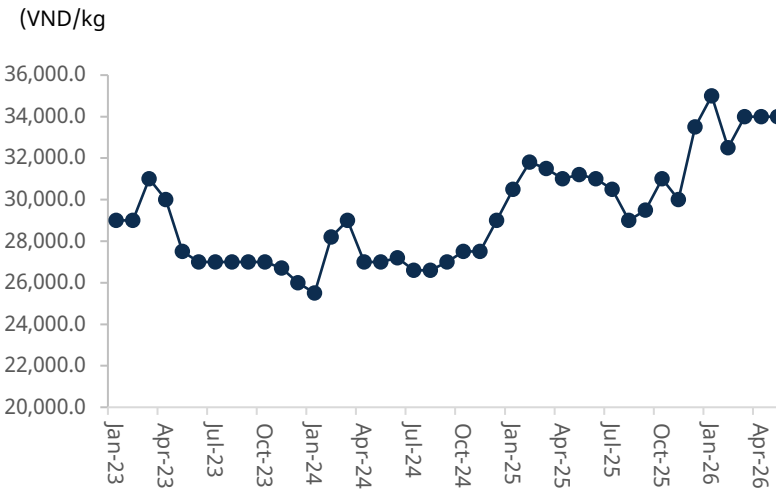
Cá tra - Triển vọng và rủi ro (tt.)

Chỉ số giá vận tải biển



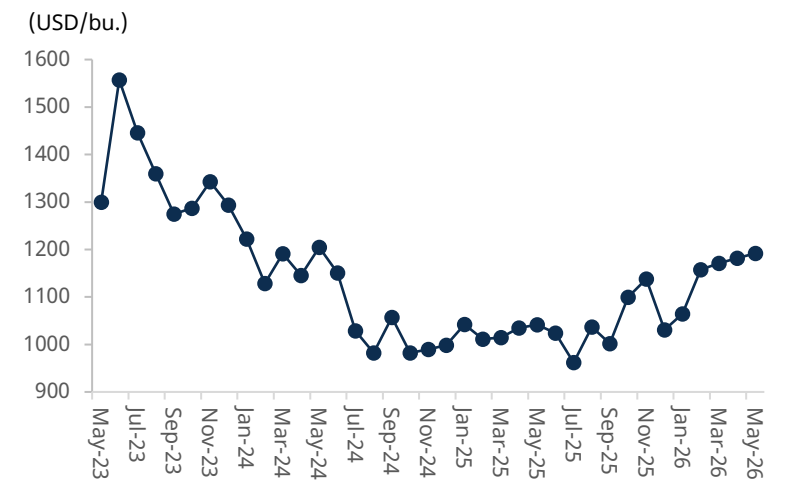
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Giá cá tra nguyên liệu VN



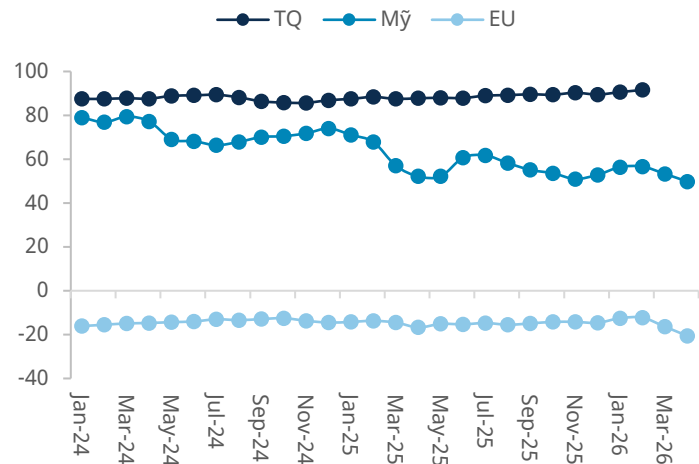
Nguồn: VASEP, Mirae Asset Vietnam Research

Giá đậu nành thế giới



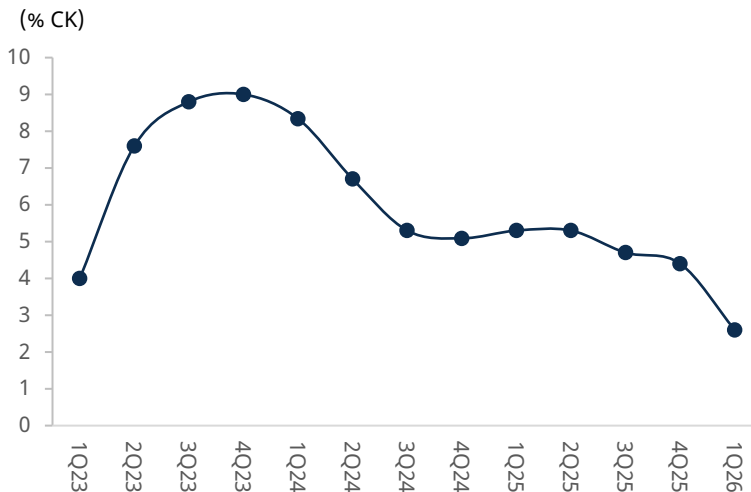
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số niềm tin tiêu dùng các thị trường



Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng chi tiêu thực Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Tiết kiệm hộ gia đình Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research



Điểm sáng ở thị trường Mỹ

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

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	69,900
Thị giá (03/06/26)	58,000
Lợi nhuận kỳ vọng	21%

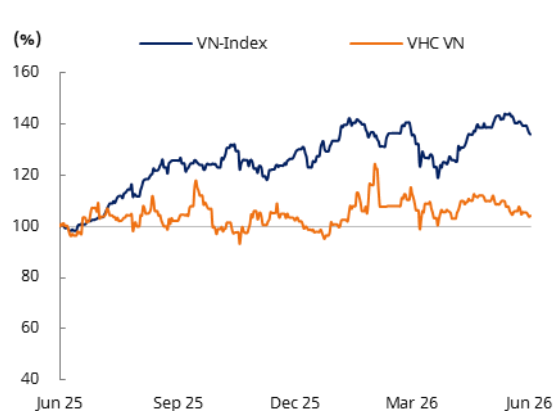
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	1,433
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	1,457
Tăng trưởng EPS (26F, %)	8.2
P/E (26F, x)	10.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	13,737
SL cổ phiếu (triệu)	209
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	55.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	19.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	48,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	69,900

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.4	7.0	23.1
Tương đối	-5.0	-7.7	-28.1

Luận điểm đầu tư

- CTCP Vĩnh Hoàn là nhà xuất khẩu sản phẩm cá tra hàng đầu của Việt Nam. Trong khi các mặt hàng cá tra tạo thành nguồn doanh thu cốt lõi, công ty sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng bao gồm phi lê cá tra, các mặt hàng đông lạnh và giá trị gia tăng khác nhau, cũng như collagen và gelatin có nguồn gốc từ cá tra. Thị trường chính của VHC là Mỹ, Trung Quốc và Hồng Kông, và EU. Bên cạnh đó, VHC đã mở rộng chiến lược sang lĩnh vực sản phẩm từ gạo thông qua việc nắm giữ cổ phần chi phối tại Tổng CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC). Với một loạt các dòng sản phẩm đa dạng, chúng tôi nhận định VHC có vị trí tốt để hoạt động bền vững trong bối cảnh thị trường toàn cầu biến động.
- Cập nhật HKKD:** VHC ghi nhận doanh thu tăng trưởng 11.5% CK, ở mức 2,962.7 tỷ đồng trong Q1/2026. Thị trường Mỹ tỏa sáng, với mức tăng 39.5% CK, trong khi Trung Quốc, châu Âu và thị trường nội địa giảm. Doanh thu từ sản phẩm cá tra đạt 1,546 tỷ đồng (+14.2% CK), chiếm 52% tổng doanh thu (Q1 2025: 50.9%). Biên lợi nhuận gộp tăng lên 14.5% (Q1 2025: 12.7%) và lợi nhuận gộp đạt 431.5 tỷ đồng (+28% CK). Nhờ tỷ giá ổn định, chi phí tài chính giảm xuống còn 26.5 tỷ đồng (-53.6% CK). Chi phí quản lý và bán hàng Q1 tăng 14.9% CK lên 141.4 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động và LNST của VHC lần lượt đạt 337.4 tỷ đồng (+36.4% CK) và 285.9 tỷ đồng (+35.3% CK). Hiện tại, VHC được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0 USD/kg tại thị trường Mỹ, thấp hơn mức thuế chung của toàn Việt Nam là 2.39 USD/kg.
- Dự phóng 2026:** Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 ở mức 13,675 tỷ đồng (+13.3% CK). Do giá nhiên liệu và cá tra nguyên liệu tăng cao gần đây, chúng tôi không kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC sẽ thay đổi nhiều trong năm nay. Ngoài ra, chi phí quản lý và bán hàng sẽ tăng lên khi chi phí vận chuyển và nhân viên tăng lên. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động và LNST 2026 lần lượt là 1,693.5 tỷ đồng (-2.2% CK) và 1,507.9 tỷ đồng (đi ngang).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VHC, với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn 1% sau năm 2036. Chúng tôi xác định giá hợp lý cho cổ phiếu VHC ở mức 69,900 đồng với khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng.
- Rủi ro chính:** Hạn ngạch cung và đánh bắt các sản phẩm thay thế, sản lượng nuôi cá tra trong nước, chính sách thương mại của các thị trường trọng điểm là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	10,076	12,568	12,069	13,675	12,310	13,572
LN HKKD (tỷ đồng)	1,118	1,450	1,732	1,694	1,088	1,432
Biên LN HKKD (%)	11.1	11.5	14.4	12.4	8.8	10.6
LN trước thuế (tỷ đồng)	1,145	1,485	1,749	1,714	1,108	1,452
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	919	1,226	1,418	1,433	926	1,214
EPS (VND)	4,165	5,312	6,192	6,702	4,332	5,681
ROE (%)	11.3	14.8	15.8	15.1	9.6	12.1
P/E (x)	14.9	13.3	8.9	10.4	16.1	12.3
P/B (x)	1.7	1.8	1.3	1.6	1.5	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	11,943	12,234	13,408	13,318	13,552	14,263
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	8,591	8,994	10,045	9,951	10,279	10,904

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

Nội lực từ chuỗi giá trị

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



(Nâng khuyến nghị)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	25,900
Thị giá (03/06/26)	21,300
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

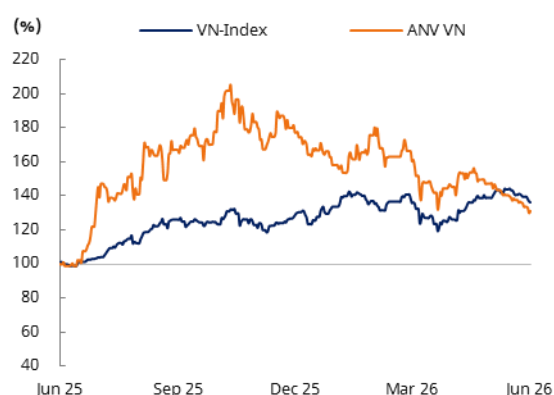
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	837
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	1,093
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-16.3
P/E (26F, x)	9.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	5,671
SL cổ phiếu (triệu)	266
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	33.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	3.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	34,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-11.1	-24.9	31.5
Tương đối	-9.2	-29.3	-3.5

Luận điểm đầu tư

- Công ty Cổ phần Nam Việt là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra và cá rô phi hàng đầu Việt Nam với mô hình kinh doanh tích hợp theo chiều dọc ngành. Doanh thu cốt lõi của công ty được thúc đẩy bởi một số sản phẩm chủ chốt, bao gồm phi lê đông lạnh và cá viên giá trị gia tăng. ANV duy trì lợi thế cạnh tranh thông qua tích hợp thượng nguồn rộng rãi, với 152 ha bãi chăn nuôi (công suất 14 tỷ con giống) và một nhà máy thức ăn chăn nuôi chuyên dụng sản xuất 1,000 tấn mỗi ngày - đáp ứng 100% nhu cầu cạnh tác nội bộ. Với 600 ha diện tích nuôi và bốn nhà máy chế biến, ANV phục vụ hiệu quả các thị trường trọng điểm ở EU, Trung Quốc và Nam Mỹ. Bất chấp tính chu kỳ vốn có của ngành cá tra, công ty vẫn duy trì cổ tức tiền mặt đều đặn.
- Cập nhật HĐKD:** Trong Q1 2026, hoạt động kinh doanh của ANV tiếp tục xu hướng tăng trưởng, với doanh thu tăng 65.9% CK lên 1,844.9 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 17.7% (Q1 2025: 20.1%) và lợi nhuận gộp đạt 326.3 tỷ đồng (+45.9% CK). Thu nhập hoạt động tài chính đạt 19.5 tỷ đồng (Q1 2025: 4.6 tỷ đồng), nhờ lãi tiền gửi ngân hàng tăng. Chi phí bán hàng tăng 34.1% so với cùng kỳ lên 67.7 tỷ đồng, do chi phí vận chuyển tăng cao. Kết quả, lợi nhuận hoạt động và LNST của ANV lần lượt đạt 237.2 tỷ đồng (+64.4% CK) và 195.3 tỷ đồng (+47.9% CK). Hiện tại, ANV được hưởng mức thuế CBPG vào thị trường Mỹ ở mức 0 USD/kg, thấp hơn so với mức thuế chung cho toàn Việt Nam là 2.39 USD/kg.
- Dự phóng 2026:** Năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu của ANV ở mức 7,582 tỷ đồng (+8.4% CK). Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến ở mức 20.5% (từ 23.2% năm 2025) với lợi nhuận gộp đạt 1,552.5 tỷ đồng (-4.3% CK). Chúng tôi cũng dự phóng chi phí quản lý và bán hàng cao hơn, do giá dầu thô cao kéo dài. Do đó, lợi nhuận hoạt động và LNST của ANV kỳ vọng lần lượt ở mức 984.1 tỷ đồng (-14.4% CK) và 836.5 tỷ đồng (-16.3% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu ANV, với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn 0% sau năm 2036. Chúng tôi xác định giá hợp lý của cổ phiếu ANV là 25,900 đồng và nâng khuyến nghị lên mức Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).
- Rủi ro chính:** Hạn ngạch cung và đánh bắt các sản phẩm thay thế, sản lượng nuôi cá tra và cá rô phi trong nước, chính sách thương mại của các thị trường trọng điểm là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,462	4,939	6,992	7,582	6,119	6,494
LN HĐKD (tỷ đồng)	47	119	1,150	984	374	571
Biên LN HĐKD (%)	1.0	2.4	16.4	13.0	6.1	8.8
LN trước thuế (tỷ đồng)	64	79	1,152	984	374	571
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	39	48	999	837	318	485
EPS (VND)	134	179	3,454	2,890	1,098	1,676
ROE (%)	1.4	1.7	31.6	22.1	7.9	11.7
P/E (x)	116.2	110.6	6.9	9.0	23.6	15.5
P/B (x)	1.5	1.9	1.9	1.7	1.7	1.6
Tổng tài sản (tỷ đồng)	5,113	4,862	5,825	6,358	6,737	6,492
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	2,848	2,797	3,527	4,030	4,056	4,236

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

Đệt may - Tín hiệu suy yếu ở các thị trường chính

Tổng quan ngành

- Ngành Đệt may Việt Nam tiếp tục duy trì thị phần tích cực tại các thị trường trọng điểm. Trong khi đó, môi trường lạm phát gia tăng có khả năng làm giảm nhu cầu chung ở các nước và dẫn đến sự cạnh tranh gay gắt hơn trong phần còn lại của năm 2026. Với các yếu tố vĩ mô tích cực và tiêu cực đan xen, chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung tính đối với ngành dệt may Việt Nam.

Triển vọng và rủi ro

- Lạm phát đang quay trở lại:** Trừ khi xung đột Mỹ-Iran kết thúc và eo biển Hormuz sớm mở cửa trở lại hoàn toàn, giá dầu thô và khí đốt tự nhiên có thể sẽ ở mức trên 90 USD/thùng. Sự tăng đột biến kéo dài này sẽ làm tăng chi phí hàng hóa, đặc biệt là đối với phân bón và các sản phẩm dầu mỏ, gây ra làn sóng lạm phát đẩy chi phí toàn cầu. Trên thực tế, giá bông và PET đã tăng cùng với chi phí dầu tăng vọt. Môi trường giá cả cao hơn này chắc chắn sẽ làm giảm chi tiêu của người tiêu dùng và đè nặng lên nhu cầu ở các thị trường trọng điểm. Hơn nữa, các ngân hàng trung ương có thể thắt chặt chính sách tiền tệ để kiềm chế lạm phát, làm chậm hơn nữa tăng trưởng kinh tế. Ngay cả trong trường hợp tốt nhất - khi Mỹ và Iran đồng ý về một khuôn khổ đàm phán và mở lại eo biển - sẽ mất nhiều tháng để các nước vùng Vịnh khôi phục sản lượng trước chiến tranh. Do đó, giá hàng hóa dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong suốt năm 2026.
- Triển vọng tại các thị trường trọng điểm:**

Mỹ: Trong thời gian còn lại của năm 2026, chúng tôi dự đoán nhu cầu dệt may của Mỹ sẽ phải đối mặt với áp lực lớn, buộc các nhà cung cấp phải cạnh tranh để có được thị trường thu hẹp. Căng thẳng Mỹ-Trung đang diễn ra có thể sẽ ảnh hưởng nặng nề đến xuất khẩu dệt may của Trung Quốc, mở ra cánh cửa cho các đối thủ của nó. Trong khi tổng khối lượng nhập khẩu của Mỹ đang giảm, thị phần mở rộng của Việt Nam sẽ cho phép ngành dệt may của Việt Nam duy trì tăng trưởng. Tuy nhiên, với thâm hụt thương mại của Mỹ vẫn ở mức cao, chính quyền Trump dự kiến sẽ tích cực theo đuổi thuế quan, đặc biệt là khi Việt Nam là nhà xuất khẩu hàng đầu sang Mỹ. Những áp lực kép này có thể sẽ kéo giảm tỷ suất lợi nhuận cho các công ty dệt may. Thêm vào những thách thức này, những lo ngại về lạm phát của Mỹ đang nổi lên trở lại; CPI của Mỹ tăng 3.8% CK trong T4, chủ yếu do chi phí năng lượng tăng vọt. Lạm phát dai dẳng này có thể ngăn Fed cắt giảm lãi suất, bất chấp chủ tịch mới được bổ nhiệm, điều này có thể sẽ làm giảm niềm tin của người tiêu dùng nhiều hơn nữa.

Nhật Bản: Chúng tôi kỳ vọng tổng nhập khẩu dệt may của Nhật Bản sẽ tiếp tục tăng trong năm nay. Mặc dù có sự sụt giảm trong Q1, thị phần và khối lượng xuất khẩu của Việt Nam sang Nhật Bản được dự báo sẽ phục hồi, được thúc đẩy bởi chuyến thăm Việt Nam gần đây của Thủ tướng Nhật Bản.

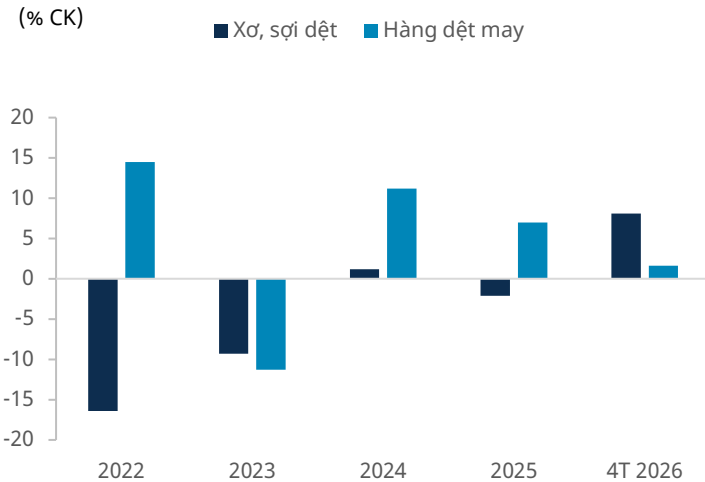
Hàn Quốc và EU: Tại Hàn Quốc, mặc dù có những cải thiện trong bốn tháng đầu năm 2026, thị phần hàng may mặc của Việt Nam vẫn thấp hơn mức 29.2% của năm 2024. Bởi vì các nhà sản xuất Trung Quốc đang tích cực chuyển sang các thị trường thay thế để bù đắp tổn thất của họ ở Mỹ, sự cạnh tranh ở Hàn Quốc có thể sẽ ngày càng gay gắt, đặc biệt là khi tổng giá trị nhập khẩu hàng may mặc của nước này giảm 1.2% CK trong Q1. Tương tự, cạnh tranh trên thị trường EU sẽ trở nên gay gắt trong bối cảnh niềm tin tiêu dùng yếu và lạm phát gia tăng.

Khuyến nghị đầu tư

- Với cuộc chiến Mỹ-Iran đang diễn ra, chúng tôi dự phóng nhu cầu ở các thị trường trọng điểm sẽ suy yếu do giá cả tăng và tăng trưởng kinh tế chậm chạp. Mặc dù mức tồn kho và tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh số của các thương hiệu lớn tiếp tục giảm và vẫn tương đối thấp, chúng tôi kỳ vọng khách hàng sẽ thận trọng hơn nhiều với việc đặt hàng của họ trong năm nay. Trong tình hình này, các công ty có doanh thu cao vào thị trường Mỹ có thể sẽ vượt trội so với mức trung bình của ngành. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi duy trì triển vọng tích cực cho cả hai mảng may mặc và sợi. Cả hai sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng ngày càng tăng và cuộc di cư sản xuất rộng rãi hơn khỏi Trung Quốc.
- Công ty may mặc:** Chúng tôi khuyến nghị CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) và CTCP May Sông Hồng (MSH), với danh mục khách hàng chất lượng cao của họ.
- Công ty sợi:** Chúng tôi khuyến nghị Tổng CTCP Phong Phú (PPH), phần lớn là do sự hợp tác chiến lược lâu dài của họ với Tập đoàn Coats.

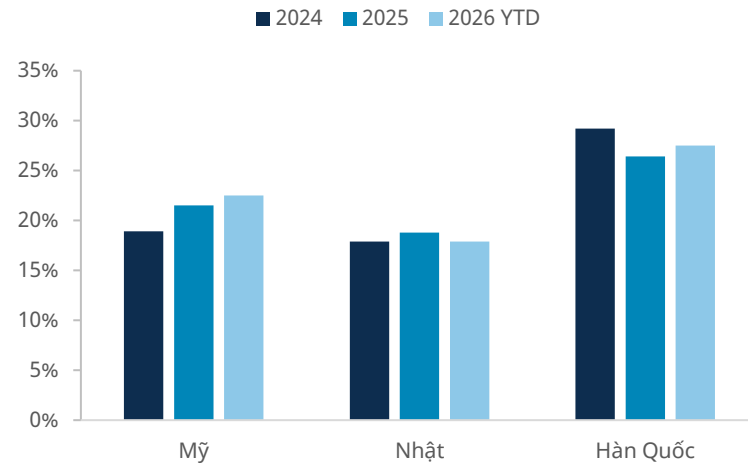
Dệt may - Triển vọng và rủi ro

Tăng trưởng giá trị XK dệt may VN



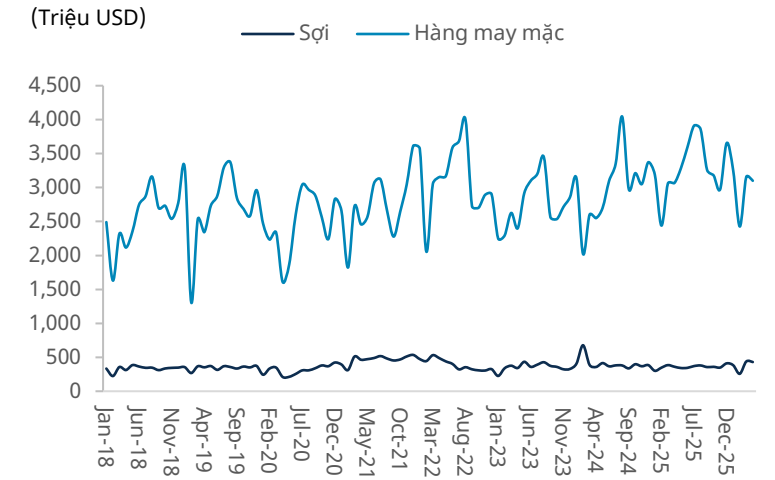
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Thị phần hàng may mặc VN tại một số TT



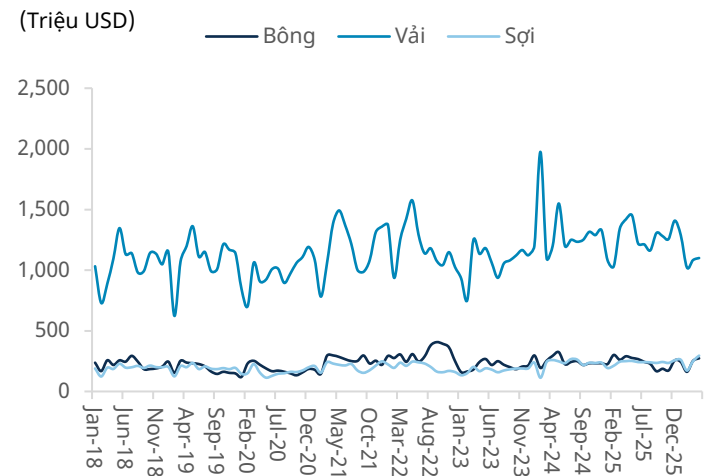
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị XK dệt may theo tháng



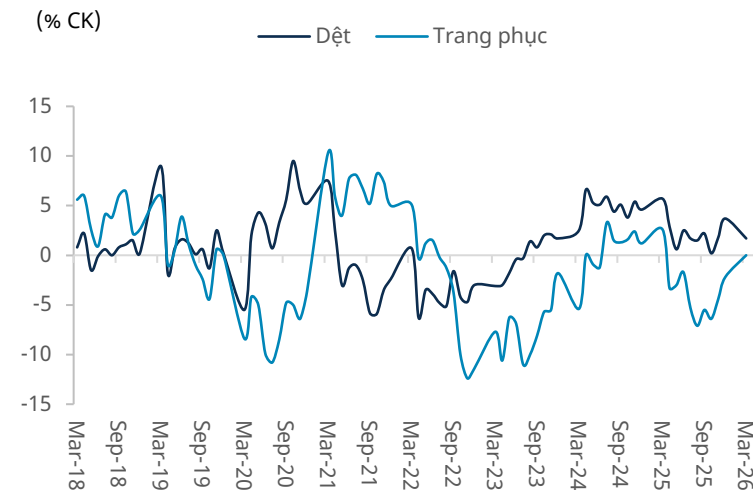
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Giá trị NK nguyên liệu dệt may theo tháng



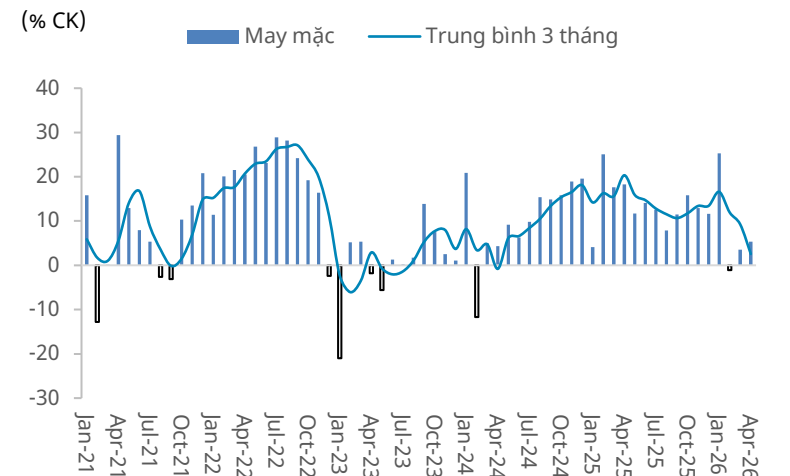
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Tăng trưởng khối lượng sản xuất ngành dệt may TQ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

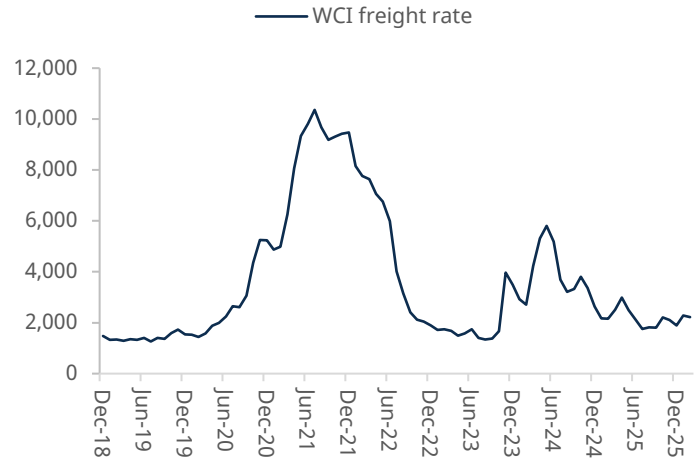
IIP mảng may mặc theo tháng



Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

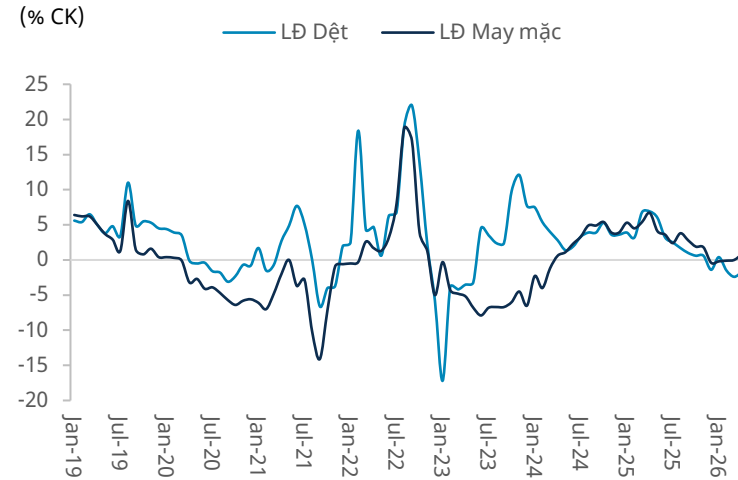
Dệt may - Triển vọng và rủi ro (tt.)

Chỉ số giá vận tải biển



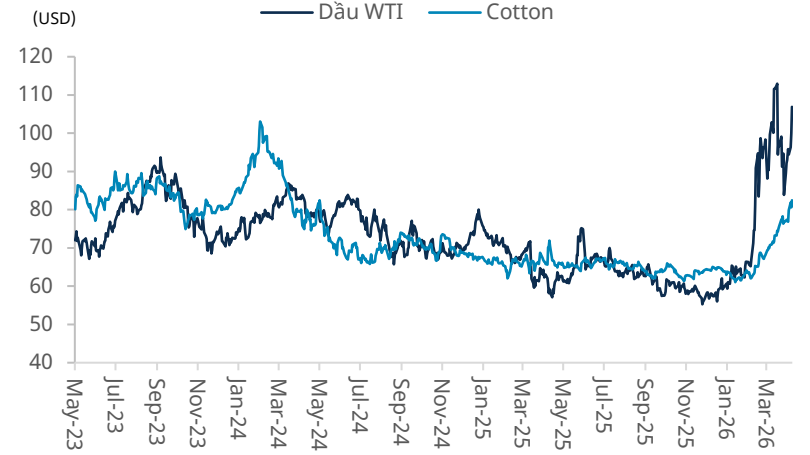
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số sử dụng lao động ngành dệt may VN



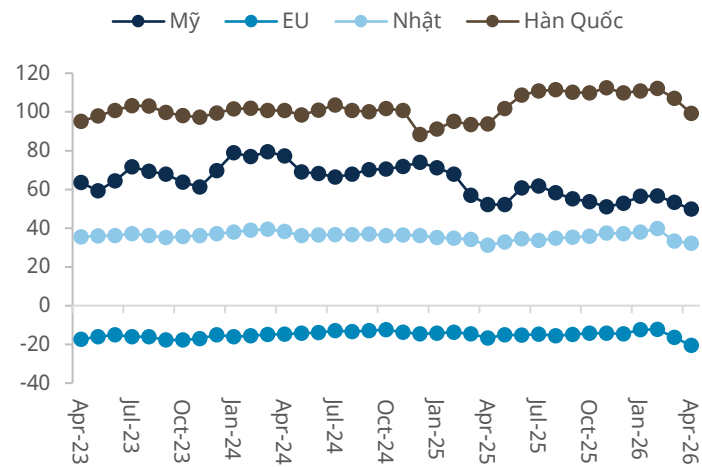
Nguồn: GSO, Mirae Asset Vietnam Research

Giá nguyên liệu sản xuất sợi



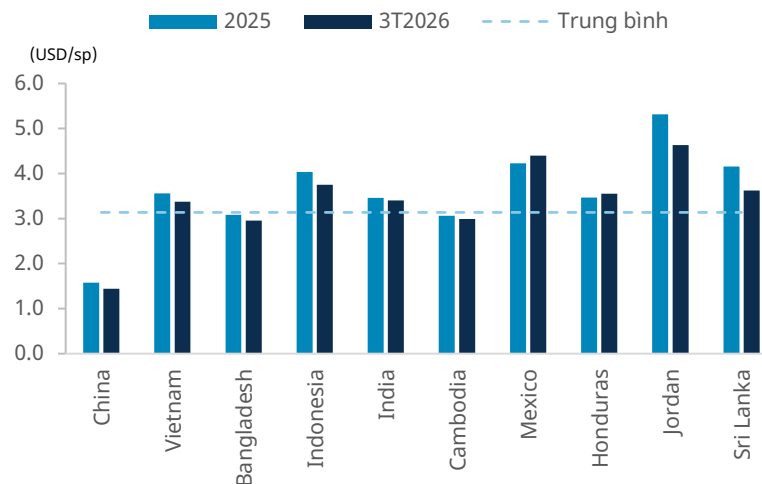
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Chỉ số niềm tin tiêu dùng các TT



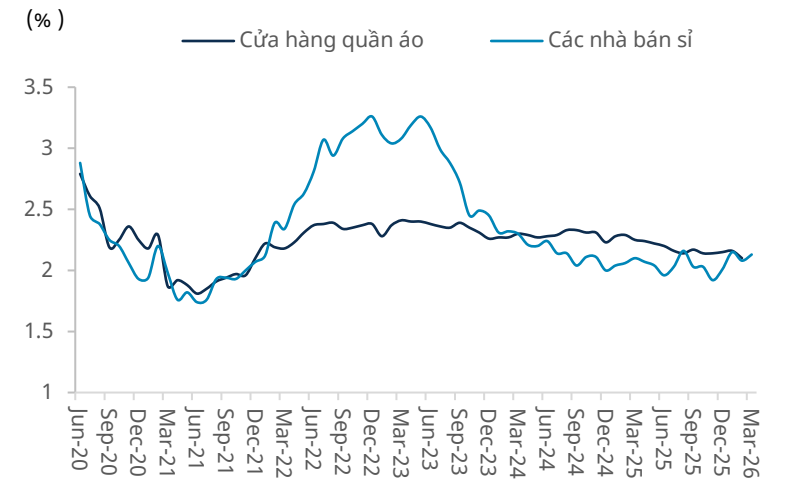
Nguồn: Thống kê các nước, Mirae Asset Vietnam Research

Đơn giá trung bình XK hàng may mặc vào TT Mỹ



Nguồn: OTEXA, Mirae Asset Vietnam Research

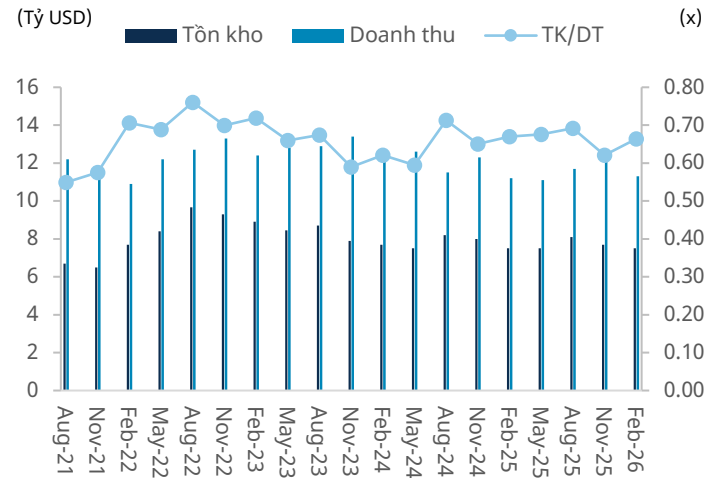
Chỉ số tồn kho/doanh thu TT Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

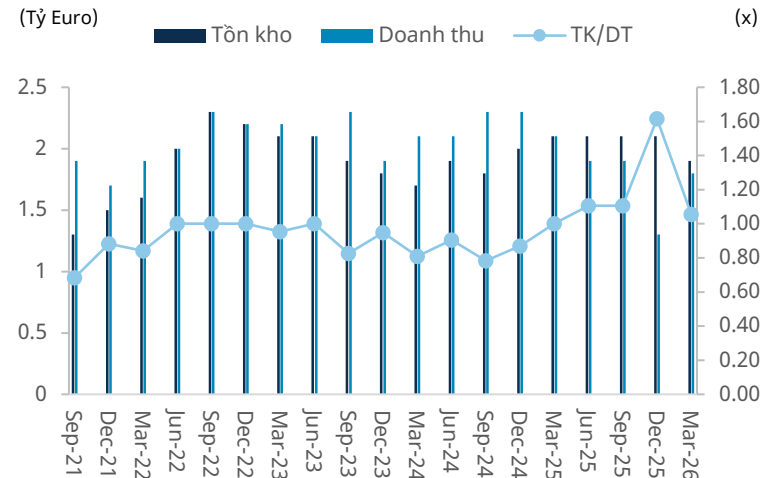
Dệt may - Tồn kho theo quý của các thương hiệu lớn

Nike



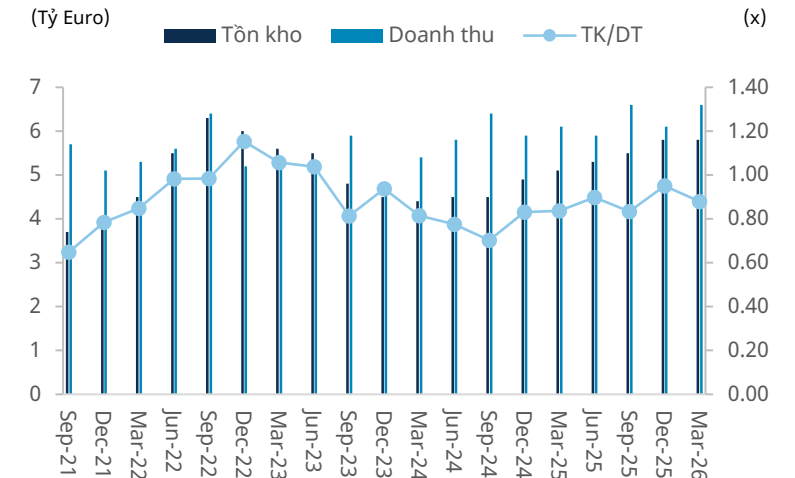
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Puma



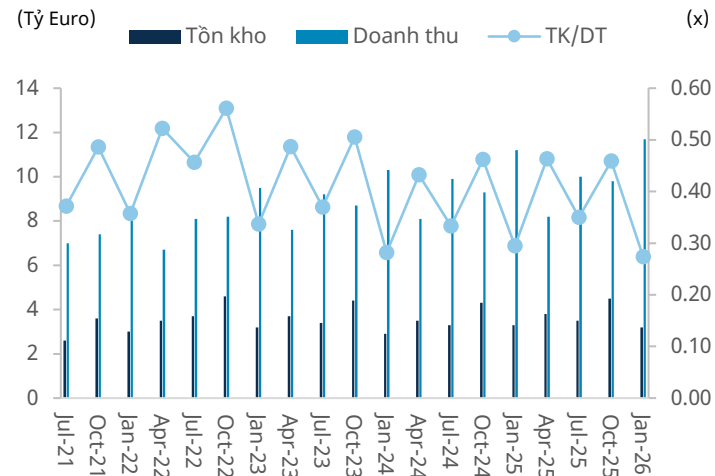
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Adidas



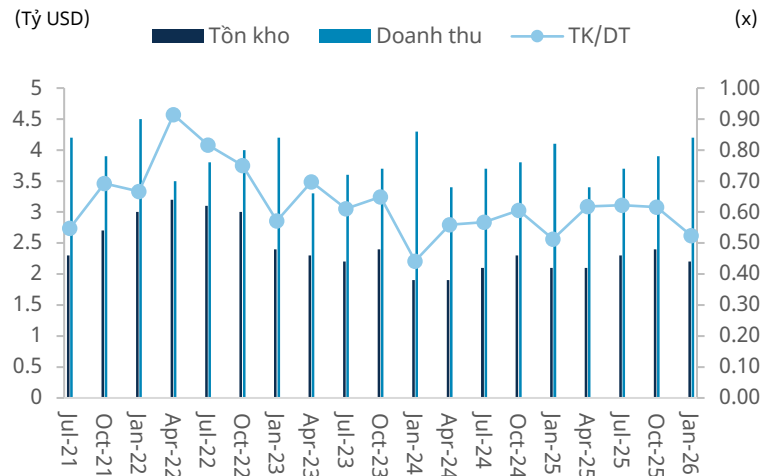
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Inditex



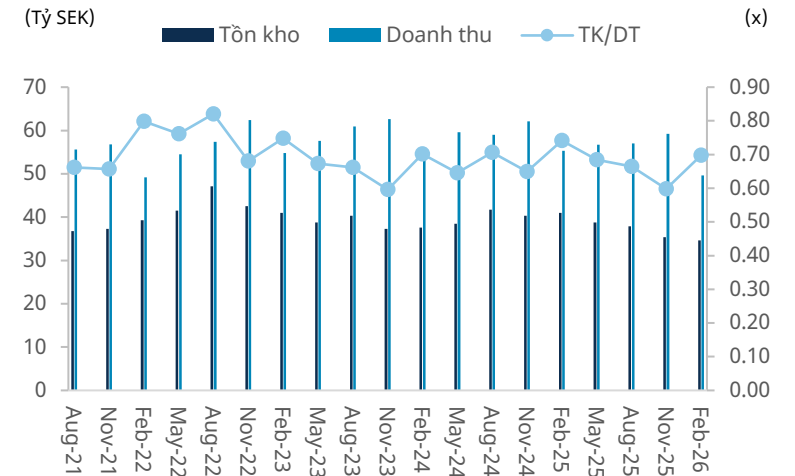
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

GAP



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

H&M



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research



Duy trì hoạt động ổn định

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

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	42,800
Thị giá (03/06/26)	34,000
Lợi nhuận kỳ vọng	26%

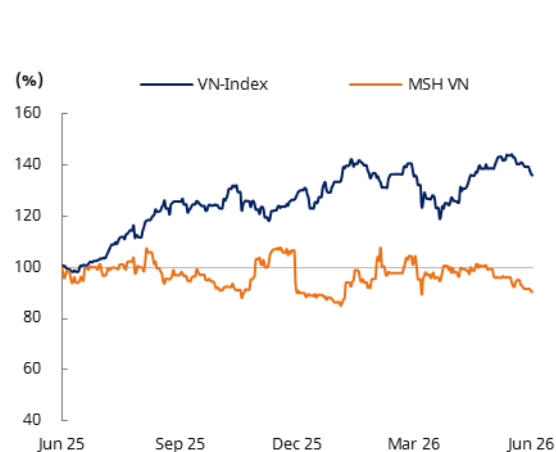
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	624
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-2.3
P/E (26F, x)	8.8

Vốn hóa (tỷ đồng)	4,062
SL cổ phiếu (triệu)	113
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	49.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	7.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	29,267
Cao nhất 52 tuần (VND)	41,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.2	-6.7	22.9
Tương đối	-13.5	-20.9	-28.3

Luận điểm đầu tư

- CTCP May Sông Hồng (MSH) là doanh nghiệp may mặc có lợi nhuận cao, trụ sở tại miền Bắc Việt Nam, vận hành trên 20 xưởng sản xuất tại tỉnh Nam Định. Đây là những vị trí tốt trong hoạt động logistics, với các dòng sản phẩm chủ lực là hàng may mặc xuất khẩu CMT và FOB (tỷ trọng doanh thu chính). MSH có danh mục khách hàng vững chắc tập trung vào thị trường Mỹ, bao gồm Walmart, Nike, Target và Haddad Brands. Công ty cũng sở hữu thương hiệu nổi tiếng trên thị trường chăn-drap-gối-nệm trong nước.
- Cập nhật HĐKD:** Hoạt động kinh doanh của MSH vẫn ổn định trong Q1 2026, khi doanh thu gần như đi ngang, đạt 1,041.2 tỷ đồng (+0.5% CK). Biên lợi nhuận gộp tăng lên 20.3% (Q1 2025: 18.4%) và lợi nhuận gộp tăng lên 211.9 tỷ đồng (+10.9% CK). Do lượng trái phiếu năm giữ giảm, thu nhập từ hoạt động tài chính giảm xuống còn 30.9 tỷ đồng (-28.6% CK). Trong quý, chi phí quản lý tăng 21.5% CK lên 88.1 tỷ đồng, do chi phí nhân viên tăng. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q1 của MSH lần lượt đạt 104.4 tỷ đồng (-5.4% CK) và 81.3 tỷ đồng (-6.8% CK).
- Dự phóng 2026:** Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng MSH sẽ tiếp tục mở rộng lực lượng lao động lên khoảng 12,500 (2025: 11,750). Năng suất và biên lãi gộp dự kiến sẽ ít thay đổi. Với những bất ổn toàn cầu gần đây và mục tiêu lạm phát trong nước (dưới 4.5%), chúng tôi kỳ vọng các khoản mục chi phí chính sẽ gia tăng. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2026 của MSH lần lượt là 5,625 tỷ đồng (+1.5% CK) và 682.2 tỷ đồng (+1.7% CK).
- Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MSH, với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn 0% sau năm 2036. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu của MSH ở mức 42,800 đồng (điều chỉnh cổ tức) với khuyến nghị Mua.
- Rủi ro chính:** Cạnh tranh về nhân công với các nhà tuyển dụng khác ở miền Bắc Việt Nam, trong bối cảnh đầu tư FDI mới ngày càng tăng; Sự phụ thuộc đầu vào vào các nhà cung cấp chính ở Trung Quốc; Biến động tỷ giá VND/USD là rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,542	5,280	5,538	5,625	5,980	6,345
LN HĐKD (tỷ đồng)	305	560	830	853	841	950
Biên LN HĐKD (%)	6.7	10.6	15.0	15.2	14.1	15.0
LN trước thuế (tỷ đồng)	307	544	823	853	841	950
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	245	413	614	624	616	695
EPS (VND)	2,173	3,322	5,113	4,993	4,925	5,561
ROE (%)	13.6	22.9	31.7	30.7	29.4	31.0
P/E (x)	11.1	10.4	7.0	8.8	8.9	7.9
P/B (x)	1.7	2.2	2.2	2.6	2.4	2.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,453	4,523	4,678	4,098	4,216	4,406
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,810	2,056	2,213	2,230	2,351	2,546

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

Bảo toàn tăng trưởng

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

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	26,000
Thị giá (03/06/26)	18,700
Lợi nhuận kỳ vọng	39%

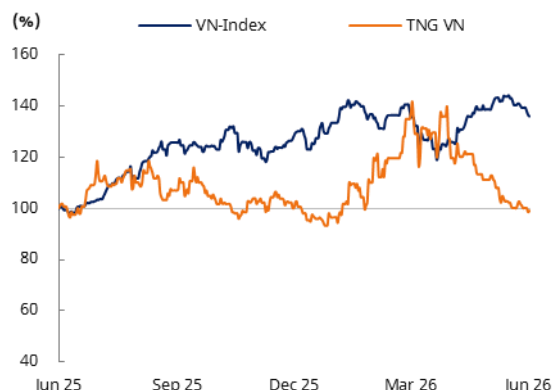
LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng)	493
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	436
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.7
P/E (26F, x)	8.4

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,407
SL cổ phiếu (triệu)	129
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	57.9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-12.2	-1.6	-2.1
Tương đối	-10.3	-6.0	-37.1

Luận điểm đầu tư

- CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) là công ty may mặc có tốc độ tăng trưởng nhanh và là doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc hàng đầu Việt Nam. Công ty có danh mục khách hàng đa dạng đến từ nhiều thị trường xuất khẩu dệt may trọng điểm của Việt Nam như Mỹ, EU, Canada. Hoạt động kinh doanh chính của TNG là sản xuất hàng may mặc CMT với các sản phẩm chủ lực là áo khoác, sản phẩm từ lông vũ, quần áo và trang phục thể thao. TNG sở hữu hơn 300 dây chuyền sản xuất tại 18 chi nhánh, có trụ sở tại tỉnh Thái Nguyên.
- Cập nhật HĐKD:** Doanh thu Q1/2026 tăng trưởng mạnh 29.2% CK, đạt 1,951.9 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 12.1% (Q1 2025: 15.2%) và lợi nhuận gộp đạt 235.9 tỷ đồng (+2.6% CK). Trong khi thu nhập tài chính gần như không đổi, chi phí tài chính tăng 9.2% CK do nợ tăng và lãi suất cao hơn. Chi phí bán hàng cũng tăng 46.4% CK trong bối cảnh giá cước vận chuyển cao. Lợi nhuận hoạt động của TNG giảm nhẹ xuống còn 50.8 tỷ đồng (-5.4% CK). Trong quý, công ty ghi nhận lợi nhuận bất thường là 25.2 tỷ đồng (Q1 2025: 168 triệu đồng). LNST Q1 của TNG đạt 60.3 tỷ đồng (+39.3% CK). Vào giữa tháng Tư, TNG đã công bố đơn từ chức của Chủ tịch Nguyễn Văn Thời.
- Dự phóng 2026:** chúng tôi dự phóng quy mô lao động trung bình của TNG chỉ tăng nhẹ, tăng 5.9% CK lên 20,000, với năng suất lao động khoảng 465 triệu đồng/người (+0.8% CK). Doanh thu của TNG dự kiến ở mức 9,300 tỷ đồng (+6.9% CK) với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 15.4%. Các khoản chi phí chính khác, đặc biệt là chi phí tài chính và quản lý, bán hàng, sẽ tăng do lạm phát. Chúng tôi dự báo lợi nhuận hoạt động và LNST năm 2026 lần lượt là 601.1 tỷ đồng (+26.5% CK) và 492.9 tỷ đồng (+25.4% CK).
- Định giá:** Chúng tôi đã sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG, với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu là 13% và giả định tăng trưởng dài hạn 0% sau năm 2036. Do đó, chúng tôi duy trì mục tiêu ở mức 26,000 đồng (điều chỉnh cổ tức) với khuyến nghị Mua.
- Rủi ro chính:** Đòn bẩy bị khai thác quá mức, cạnh tranh về lương, sự phụ thuộc đầu vào các nhà cung cấp từ Trung Quốc và biến động tỷ giá VND/USD là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,095	7,656	8,699	9,300	9,635	10,080
LN HĐKD (tỷ đồng)	292	401	475	601	590	647
Biên LN HĐKD (%)	4.1	5.2	5.5	6.5	6.1	6.4
LN trước thuế (tỷ đồng)	271	390	485	601	590	647
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	218	315	393	493	483	530
EPS (VND)	1,771	1,984	2,602	3,140	3,079	3,377
ROE (%)	11.8	16.8	20.2	23.7	21.8	22.3
P/E (x)	10.5	12.7	6.0	8.4	8.6	7.8
P/B (x)	1.3	1.6	1.2	1.6	1.5	1.4
Tổng tài sản (tỷ đồng)	5,230	5,817	6,910	6,816	6,795	6,785
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,855	1,892	2,002	2,149	2,288	2,465

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

Tổng CTCP Phong Phú (UPCoM: PPH)

Dệt may

Giữ vững hiệu suất

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



(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	37,500
Thị giá (03/06/26)	28,100
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

LNST CĐ kiểm soát (26F, tỷ đồng) 471

Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng) NA

Tăng trưởng EPS (26F, %) 1.4

P/E (26F, x) 6.6

Vốn hóa (tỷ đồng) 2,076

SL cổ phiếu (triệu) 75

Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) 30.4

Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) NA

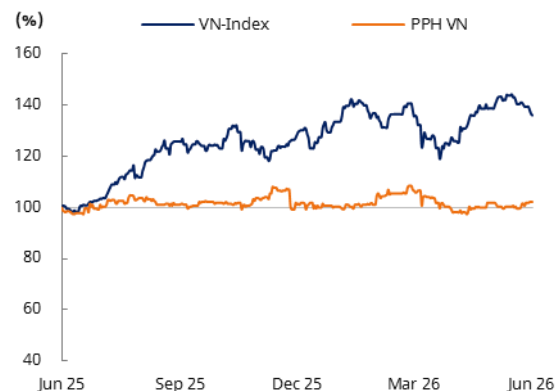
Thấp nhất 52 tuần (VND) 23,500

Cao nhất 52 tuần (VND) 29,800

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.2	-2.8	6.5
Tương đối	-6.1	-21.7	-43.2

Luận điểm đầu tư

- Tổng CTCP Phong Phú (PPH) là một nhà sản xuất dệt may tại miền Nam Việt Nam. Sau khi trải qua quá trình tái cấu trúc, PPH hiện tập trung vào hai phân khúc: sợi và sản phẩm dệt gia dụng. PPH có lợi thế vững chắc trong phân khúc sợi, nhờ vào sự hợp tác với Coats (thông qua Coats Phong Phú và PPH là công ty Việt Nam duy nhất cung cấp sợi chỉ may cho Coats trên toàn cầu). PPH cũng đang tăng công suất mặt hàng khăn và mở rộng danh mục sản phẩm dệt gia dụng. Với vị thế vững chắc, chúng tôi cho rằng PPH sẽ không chỉ duy trì được lợi nhuận mà còn thể hiện khả năng phát triển trong tương lai.
- Cập nhật HKKD:** PPH tiếp tục tăng trưởng ổn định khi doanh thu tăng 5.1% CK lên 624.6 tỷ đồng trong Q1. Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 20.5% (Q1 2025: 20%) và lợi nhuận gộp đạt 128.1 tỷ đồng (+7.6% CK). Trong quý, chi phí tài chính giảm mạnh nhờ nợ ngắn hạn giảm trong khi các chi phí khác không thay đổi nhiều. Lợi nhuận từ các công ty liên kết tiếp tục xu hướng tăng, đạt 92.5 tỷ đồng (+3.3% CK) với đóng góp chính từ Coats Phong Phú. Lợi nhuận hoạt động và LNST Q1 của PPH lần lượt đạt 137.7 tỷ đồng (+20.8% CK) và 132.3 tỷ đồng (+16.8% CK).
- Dự phóng 2026:** Trong kịch bản cơ sở năm 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PPH sẽ tăng cùng với giá sợi, ở mức 2,626 tỷ đồng (+6.9% CK). Tỷ suất lợi nhuận sẽ thu hẹp khi chi phí tăng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ các công ty liên kết sẽ duy trì mức trung bình 350 tỷ đồng (-3.8% CK). Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận hoạt động và LNST 2026 lần lượt ở mức 500.9 tỷ đồng (+6.2% CK) và 475.9 tỷ đồng (+0.7% CK).
- Định giá:** Chúng tôi đã sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) để xác định giá trị nội tại của PPH, với một số giả định chính: tỷ suất lợi nhuận yêu cầu 15%; tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2035 là 0%; và giả định PPH sẽ tăng dần quy mô lao động và năng suất qua các năm. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở 37,500 đồng với khuyến nghị Mua cho PPH.
- Rủi ro chính:** Sự hợp tác với tập đoàn Coats và sự biến động về nhu cầu toàn cầu cũng như giá nguyên liệu là những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi.



FY (31/12)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,755	2,238	2,457	2,626	2,652	2,719
LN HKKD (tỷ đồng)	325	380	472	501	467	482
Biên LN HKKD (%)	18.5	17.0	19.2	19.1	17.6	17.7
LN trước thuế (tỷ đồng)	320	384	476	501	467	482
LNST cổ đông kiểm soát (tỷ đồng)	311	374	467	471	439	453
EPS (VND)	3,865	4,473	5,599	5,678	5,291	5,461
ROE (%)	17.8	20.8	23.7	21.5	18.5	17.7
P/E (x)	6.4	6.8	4.9	6.6	7.1	6.9
P/B (x)	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,539	3,579	3,636	3,955	4,116	4,288
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,778	1,884	2,112	2,316	2,490	2,677

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

Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.

* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.

* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

Đối tượng tiếp nhận được nhắc đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

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

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

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