



BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC QUÝ 2 NĂM 2026

THỬ VÀNG TRONG LỬA

Tháng 4, 2026





LỜI MỞ ĐẦU

Bước sang Quý 2/2026, bức tranh kinh tế toàn cầu đang chứng kiến một cuộc chuyển pha đầy thách thức. Những kỳ vọng về một chu kỳ chính sách tiền tệ nới lỏng đã phải nhường chỗ cho sự điều hành chính sách thận trọng, đồng thời rủi ro địa chính trị tại Trung Đông nhen nhóm trở lại ngọn lửa lạm phát, buộc các Ngân hàng Trung ương lớn phải neo giữ mặt bằng lãi suất ở vùng thắt chặt.

Giữa bối cảnh ngoại biên đầy giông bão đó, thị trường tài chính Việt Nam cũng đang trải qua những "phép thử" khắc nghiệt. Áp lực tỷ giá căng thẳng, sự dịch chuyển của dòng vốn ngoại và điểm nghẽn thanh khoản cục bộ của hệ thống ngân hàng đã tạo ra những rào cản không nhỏ trong ngắn hạn. Chính vì vậy, Kafi lựa chọn chủ đề "**Thử vàng trong lửa**" cho Báo cáo Chiến lược Quý 2/2026. Chúng tôi cho rằng, đây không phải là lúc để cuốn theo sự hoảng loạn hay sự hưng phấn thái quá, mà là thời điểm của sự thanh lọc và định vị lại giá trị cốt lõi.

Dù đối diện với nhiều sức ép, thử thách trên đang thúc đẩy những nỗ lực "cởi trói" thể chế từ phía nhà điều hành. Từ phía Chính phủ Việt Nam, sự quyết liệt trong việc gỡ vướng Nghị quyết 79 để khơi thông nguồn lực Doanh nghiệp Nhà nước, các chính sách đón đầu dòng vốn FDI đăng ký mới, cùng lộ trình nâng hạng thị trường chứng khoán đang được rút ngắn từng ngày chính là những bệ phóng vĩ mô vững chắc cho một chu kỳ tăng trưởng ổn định của thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính nói chung.

Trong Quý 2 này, sự phân hóa sẽ diễn ra cực kỳ sâu sắc, nhường sân khấu cho chiến lược phòng thủ chủ động và những nhóm ngành sở hữu biên an toàn cao (định giá thấp). Kafi hân hạnh tiếp tục đồng hành cùng Quý nhà đầu tư trong việc giữ kỷ luật đầu tư, nhận diện những cơ hội vàng giữa vòng xoáy biến động.

MỤC LỤC

I. Bối cảnh đầu tư

Bối cảnh đầu tư Q1 - 2026

Bối cảnh đầu tư Q2 - 2026

- Rủi ro bất định ngoại biên
- Cấu trúc chính sách trong nước
- Cơ chế, sự kiện nổi bật

Kịch bản thị trường

II. Thị trường

Tổng quan diễn biến thị trường

III. Danh mục chiến lược

Cơ cấu danh mục

Tiêu điểm doanh nghiệp

ĐIỂM NHẤN CHÍNH

I. Bối cảnh đầu tư

Tổng kết hiệu suất của chỉ số chung VNIndex quý 2 năm 2025 ghi nhận mức giảm 6.16% QoQ, cấu trúc thị trường đa phần trong xu hướng điều chỉnh, riêng lẻ một vài nhóm ngành thuộc nhóm ngành năng lượng, bảo hiểm giữ được động lượng tích cực. Nhìn chung, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn (dẫn dắt) đều đã vi phạm đường xu hướng dài hạn, đẩy thị trường vào trạng thái cần thời gian để cân bằng cung/cầu trở lại.

Về môi trường đầu tư, bức tranh vĩ mô đang chịu chi phối mạnh bởi các xung đột địa chính trị (đặc biệt tại Trung Đông), trực tiếp kích hoạt rủi ro lạm phát chi phí đẩy và làm trì hoãn lộ trình nới lỏng tiền tệ toàn cầu. Ở trong nước, nền kinh tế đối mặt với nhiều thách thức về tỷ giá, lạm phát và áp lực thanh khoản. Dù vậy, điểm sáng từ nỗ lực cải tiến thể chế (Nghị quyết 79, Nghị quyết FDI), lộ trình nâng hạng thị trường và sự bứt phá của kênh thị trường vốn sẽ đóng vai trò bệ phóng cốt lõi để tháo gỡ các điểm nghẽn cấu trúc.

II. Thị trường

Kafi đánh giá xu hướng dài hạn vẫn duy trì tích cực, song cấu trúc trong ngắn – trung hạn cần thời gian tích lũy lại để hấp thụ điều kiện vĩ mô thay đổi theo hướng thắt chặt. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi đánh giá thị trường trong quý 2 vận động trong xu hướng đi ngang (biên độ 1570-1780 điểm) với vùng định giá giao dịch bình quân đạt 13.5x, điều chỉnh so với dự phóng xu hướng tích lũy hướng lên (sideway-up) ở thời điểm đầu năm.

III. Danh mục

Kafi khuyến nghị chuyển pha sang chiến lược "phòng thủ chủ động" với tỷ trọng cổ phiếu duy trì ở mức 60-80%. Hành động trọng tâm là thu hẹp danh mục, tiết chế tuyệt đối đòn bẩy (margin) và không mua đuổi. Ưu tiên tái cơ cấu dòng tiền vào các cổ phiếu có bệ đỡ giá trị thực chất và phòng thủ tốt (Ngân hàng quốc doanh, Tiện ích, Đầu tư công) để quản trị rủi ro rung lắc. Danh mục chiến lược thêm vào: CTG, BMP, REE và thu gọn danh mục (còn 9 mã cổ phiếu).

Bối cảnh đầu tư

Bối cảnh đầu tư Q1 - 2026

Bối cảnh đầu tư Q2 - 2026

Kịch bản thị trường

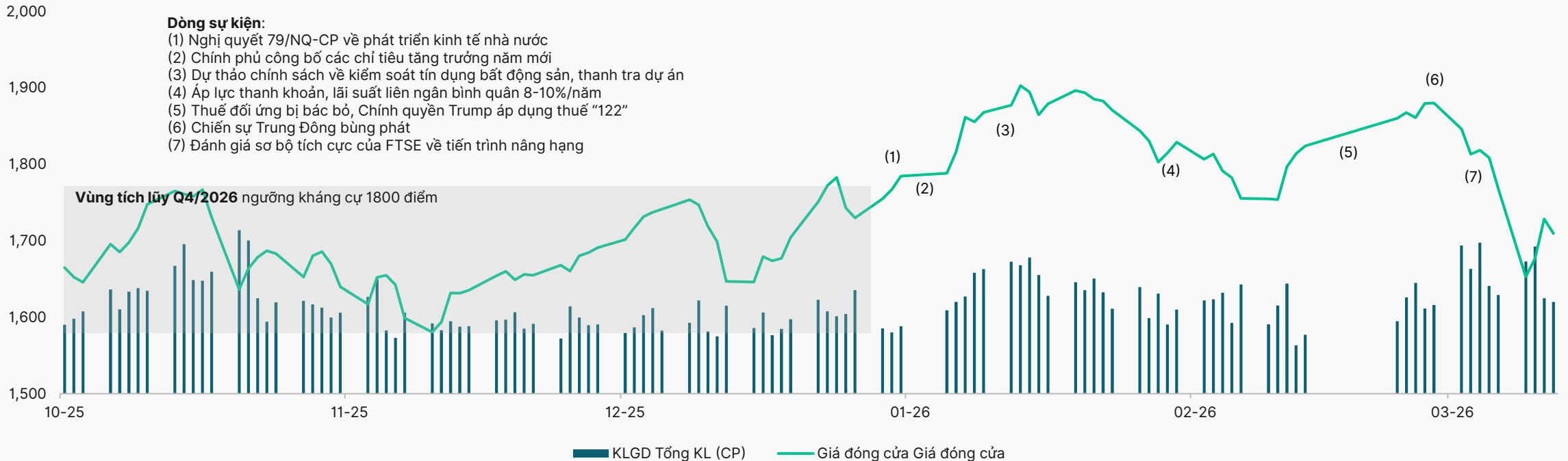


Xu hướng VNIndex quý I

VN-Index bước vào giai đoạn tái tích lũy khi dòng tiền phân hóa mạnh và cấu trúc kỹ thuật suy yếu

Diễn biến thị trường chứng khoán Q1/2026

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Thị trường ghi nhận tình trạng phân hóa cao khi dòng tiền tập trung cục bộ vào nhóm cổ phiếu Doanh nghiệp Nhà nước (được kích hoạt bởi Nghị quyết 79/NQ-CP). Ngược lại, độ rộng thị trường nghiêng về xu hướng điều chỉnh, thực trạng là hiệu suất danh mục sẽ chịu mức chiết khấu lớn.

- **Môi trường đầu tư đầy thử thách:** Thị trường đang đối diện với sự giằng co giữa nền tảng cơ bản (chủ trương thúc đẩy kinh tế, tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường đạt mức ấn tượng 41.5% YoY trong năm 2025) và những rào cản ngoại biên – chính sách tiền tệ. Tâm lý nhà đầu tư suy yếu trước áp lực thắt chặt tiền tệ cục bộ (lãi suất nhích tăng và điều hướng kiểm soát cung tiền của NHNN) cùng với rủi ro địa chính trị phức tạp. Nhìn lại bối cảnh quý 1, dòng tiền đầu tư hiện đang lùi lại để thích nghi chính sách thay đổi và chờ đợi các chất xúc tác mới, tâm lý này dự kiến tiếp diễn trong quý 2 sắp tới.
- **Góc nhìn kỹ thuật,** VN-Index đã đánh mất cấu trúc tăng giá ngắn hạn, lùi về vùng vận động cũ để bước vào giai đoạn tái tích lũy (đi ngang). Việc chinh phục lại vùng đỉnh 1.900 điểm trong ngắn hạn là một thách thức lớn. Do đó, chiến lược giao dịch cần chuyển hướng sang gia tăng phòng thủ và thiết lập tiêu chuẩn khắt khe đối với điểm giải ngân mới.

Đánh giá bối cảnh vĩ mô

Q1/2026 chứng kiến sự chuyển pha nhanh của môi trường vĩ mô khi NHNN ưu tiên ổn định tỷ giá và lạm phát hơn là nói lỏng mạnh

Bước sang Quý 1/2026, bức tranh vĩ mô chứng kiến sự chuyển pha nhanh chóng so với năm 2025 dưới sức ép từ các "thiên nga đen" địa chính trị. Môi trường đầu tư hiện đang vận động trong trạng thái phục hồi phân hóa: sản xuất công nghiệp đóng vai trò trụ cột dẫn dắt tăng trưởng, trong khi cầu tiêu dùng nội địa vẫn cho thấy độ trễ nhất định.

- Ngân hàng Nhà nước (NHNN) buộc phải linh hoạt điều chỉnh chính sách trong giai đoạn đầu năm. Trọng tâm chính sách tạm thời dịch chuyển từ việc ưu tiên nói lỏng tín dụng sang trạng thái điều hành ổn định vĩ mô, thiết lập phòng tuyến bảo vệ tỷ giá và kiềm chế lạm phát.

Bối cảnh đầu tư tại Q1/2026

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Cấu phần	Thế giới	Việt Nam
Kinh tế	<p>Mỹ: Lạm phát còn dai dẳng, thị trường lao động hạ nhiệt; PMI sản xuất phục hồi, cho thấy khu vực sản xuất có dấu hiệu tạo đáy.</p> <p>Trung Quốc: Hạ mục tiêu tăng trưởng 2026 xuống 4.5%, thấp hơn đáng kể so với mặt bằng 5% của chu kỳ trước.</p>	<p>Chính phủ giữ mục tiêu tăng trưởng cao: GDP 10%, tín dụng 15% trong năm 2026. Sản xuất và đầu tư công là hai động lực chính hỗ trợ tăng trưởng đầu năm.</p> <p>Dù vậy, điều hành chính sách vẫn thận trọng, đặc biệt với thanh tra, kiểm soát thị trường bất động sản.</p>
Tiền tệ	<p>Các NHTW lớn trong khối G7 duy trì lập trường thận trọng trước rủi ro địa chính trị và lạm phát.</p> <p>Lợi suất TPCP Mỹ và DXY tăng tiếp tục gây áp lực lên tỷ giá và dòng vốn tại các thị trường mới nổi.</p>	<p>Lãi suất huy động tăng 150–300 bps trong Q1/2026, làm chi phí vốn và mặt bằng đầu tư kém thuận lợi hơn.</p> <p>NHNN giảm quy mô phát hành giấy tờ có giá trên OMO.</p> <p>Tỷ giá chịu áp lực trở lại sau biến động từ chiến sự.</p>
Sự kiện	<p>Căng thẳng Mỹ – Israel – Iran làm gia tăng rủi ro tại eo biển Hormuz, qua đó gây sức ép lên giá dầu, lạm phát và chuỗi cung ứng toàn cầu.</p> <p>Sau khi cơ chế thuế đối ứng bị bác bỏ, Mỹ chuyển sang công cụ thay thế nhằm duy trì áp lực bảo hộ thương mại.</p>	<p>Nâng hạng thị trường chứng khoán theo chuẩn FTSE là chất xúc tác lớn về tâm lý và định vị dòng vốn.</p> <p>Kỳ họp Quốc hội khóa XVI định hình bộ máy lãnh đạo mới, qua đó củng cố định hướng điều hành và mục tiêu tăng trưởng.</p> <p>Các thay đổi thể chế quan trọng bắt đầu có hiệu lực, nổi bật là Luật Đất đai, Luật Các TCTD sửa đổi và Nghị quyết 79 về phát triển kinh tế nhà nước.</p>

Bối cảnh đầu tư quý 2

Bối cảnh đầu tư vẫn chịu áp lực tương tự thời điểm đầu năm. Động lực tập trung từ câu chuyện trong nước.

Quan điểm từ phía Kafi về rủi ro địa chính trị Trung Đông, sẽ mất thời gian để hai bên tiến đến đàm phán cuối cùng tuy vậy mức độ ảnh hưởng đã bớt cực đoan (kỳ vọng không còn mở rộng). Tình hình chiến sự kéo dài bao lâu kéo theo áp lực lên giá năng lượng, chi phí vận tải và kỳ vọng lạm phát như thế nào? Trong bối cảnh bất định đó, chu kỳ nói lỏng tiền tệ toàn cầu nhiều khả năng sẽ chậm hơn và kém quyết liệt hơn so với kỳ vọng trước đây, đồng nghĩa mặt bằng lãi suất vẫn chưa đủ thuận lợi để hỗ trợ một nhịp mở rộng định giá mạnh của tài sản đầu tư.

Với Việt Nam, trọng tâm đang dịch chuyển rõ hơn về các động lực nội tại, nơi định hướng điều hành vẫn nghiêng về hỗ trợ tăng trưởng, phát triển thị trường vốn và củng cố niềm tin nâng hạng, qua đó tạo nền ổn định hơn cho diễn biến của thị trường chứng khoán. Song song đó, chúng tôi đánh giá đỉnh ảnh hưởng của các sự kiện tiêu cực trong-ngoài nước đang tập trung tại thời điểm Q1-Q2. Sau đó môi trường đầu tư cải thiện dần trong nửa sau của năm 2026.

Bối cảnh đầu tư tại Q2/2026 (theo kịch bản cơ sở của Kafi Research)

| Nguồn: Kafi Research đánh giá

Cấu phần	Yếu tố	Nội dung chính	Q1/26	Q2/26
Chính sách vĩ mô	Rủi ro bất định ngoại biên	Địa chính trị khu vực Trung Đông	●	●
		Chính sách thuế quan từ chính quyền Trump	●	●
		Dữ liệu kinh tế bị ảnh hưởng	●	●
	Cấu trúc chính sách trong nước	Dư địa chính sách tiền tệ trong nước	●	●
		Chính sách thắt chặt tín dụng bất động sản	●	●
		Động lực từ vận hành nhóm chính sách lớn	●	●
Cơ chế thị trường	Cơ chế/sự kiện nổi bật	Phát triển thị trường vốn	●	●
		Nâng hạng thị trường theo FTSE	●	●

Chú thích: Mức độ đánh giá: Tiêu cực -> Tích cực



Chiến lược đầu tư Q2/2026

Chu kỳ đầu tư tăng trưởng dài hạn không thay đổi, nhưng ngắn hạn cần điều chỉnh kỳ vọng

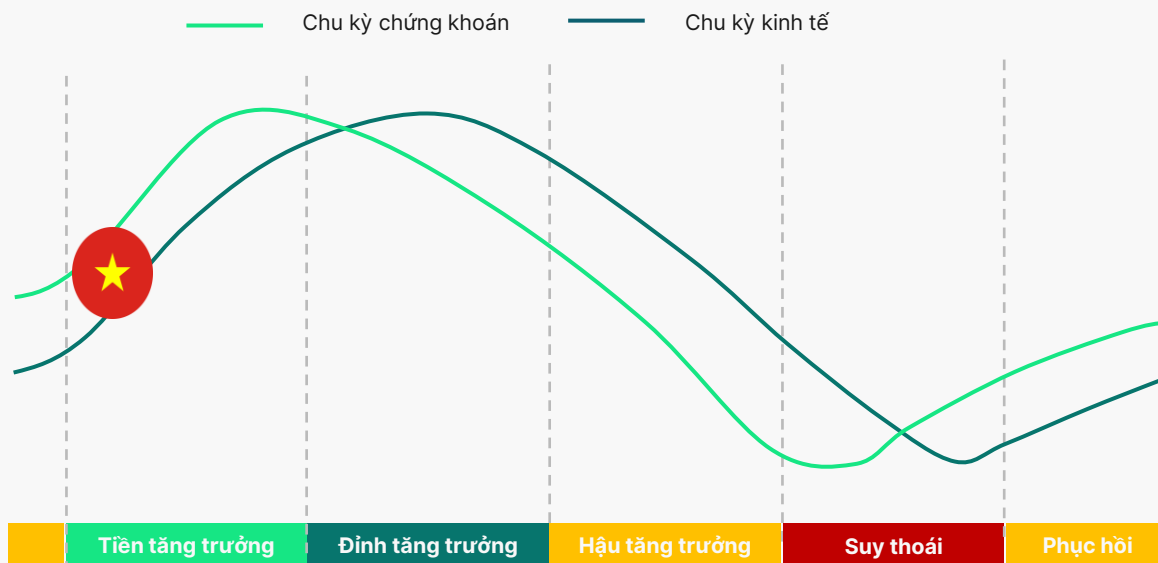
Q2/2026 nhiều khả năng là giai đoạn phòng thủ chủ động trong pha tái tích lũy. Dù rủi ro ngoại biên đã bớt cực đoan hơn Q1 nhờ căng thẳng Trung Đông hạ nhiệt, thị trường vẫn chịu sức ép từ chính sách thuế quan của Mỹ, tác động lan sang triển vọng tăng trưởng và tâm lý đầu tư toàn cầu.

Trong nước, dư địa nới lỏng tiền tệ còn hạn chế và xu hướng kiểm soát tín dụng bất động sản vẫn hiện hữu, nhưng được bù đắp phần nào bởi động lực từ nhóm chính sách lớn, phát triển thị trường vốn và câu chuyện nâng hạng FTSE. **Vì vậy, chiến lược phù hợp là duy trì tỷ trọng cổ phiếu ở mức an toàn, ưu tiên nhóm phòng thủ và các cổ phiếu có luận điểm đầu tư nhờ vào hỗ trợ của chính sách rõ ràng.**

Do đó các ngành được khuyến nghị trong báo cáo này: **(1) Ngân hàng, (2) Xây dựng – Vật liệu xây dựng, (3) Bảo hiểm**

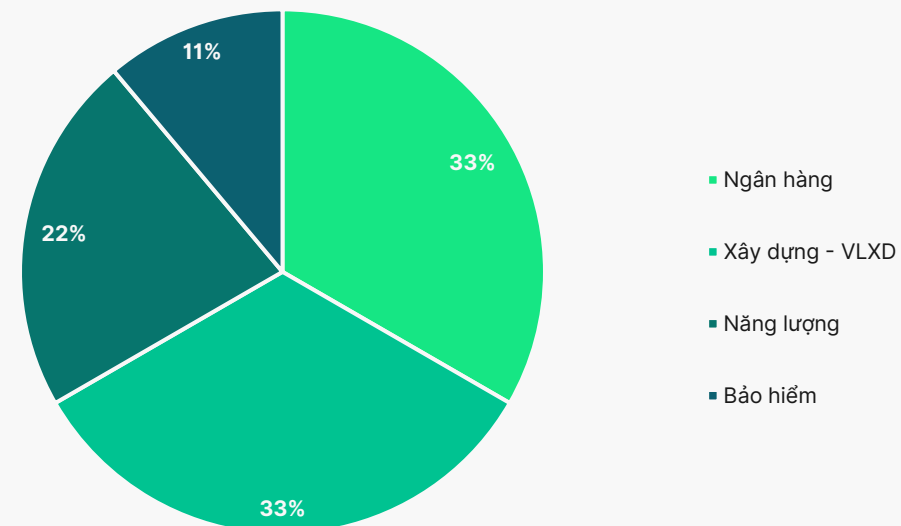
Chu kỳ đầu tư

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Phân bố tỷ trọng ngành gợi ý theo DMCL Kafi

| Đơn vị: % - Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Quan điểm kỹ thuật

VN-Index đang trong pha tích lũy sau điều chỉnh, với vùng vận động chính của Q2 quanh 1,600–1,800 điểm

VN-Index xác lập vùng cân bằng ngắn hạn quanh 1,570 – 1,600 điểm sau nhịp điều chỉnh mạnh giữa Quý 1, với các tín hiệu kỹ thuật tích cực (phân kỳ dương, MACD cắt lên) tạo nền cho nhịp hồi phục. Bước sang đầu tháng 4, chỉ số ghi nhận nhịp tăng đồng thuận đi kèm thanh khoản vượt MA20, qua đó củng cố vùng đáy và mở rộng đà hồi phục theo hướng kiểm định vùng 1,780 – 1,800 điểm, xa hơn là 1,800+. Tâm lý nhà đầu tư, được hỗ trợ bởi kỳ vọng địa chính trị hạ nhiệt và thông tin tích cực về lộ trình nâng hạng. Tuy nhiên, sự cải thiện thanh khoản hiện tại chưa đủ để xác nhận dòng tiền quay lại bền vững, do đó thị trường cần thêm thời gian tích lũy và kiểm định khi tiến gần các vùng kháng cự mạnh.

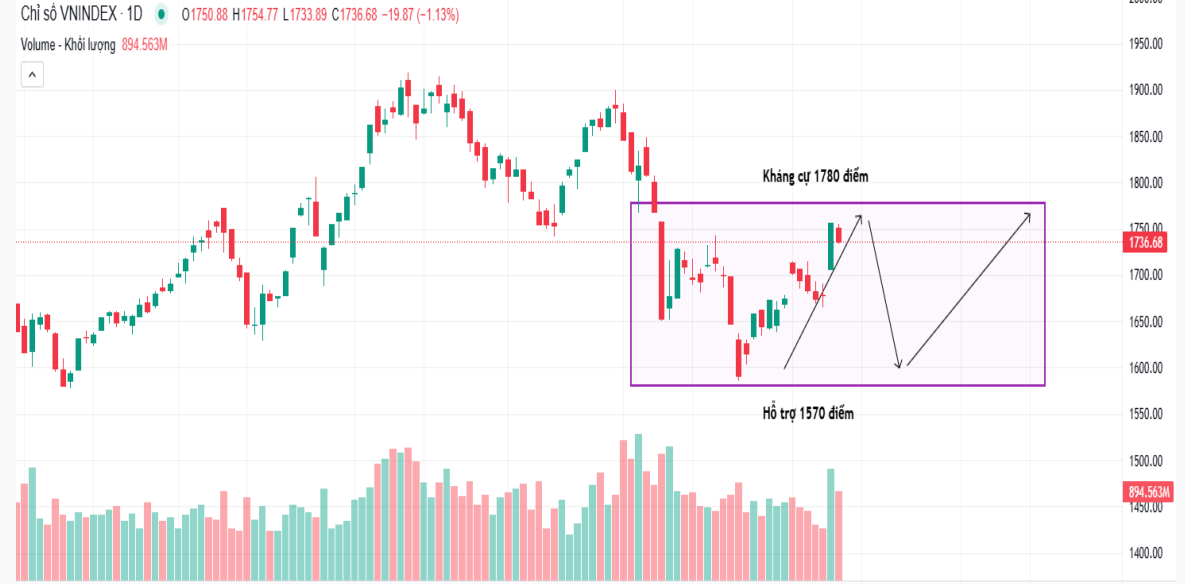
Kịch bản cơ sở: Tích lũy trong biên độ (mở rộng theo hướng đi lên)

- VN-Index trong Quý 2 được kỳ vọng vận động theo hướng kiểm định vùng 1,800+ điểm, nhưng đi kèm với các nhịp rung lắc đan xen. Biên độ dao động khả năng trong khoảng 1,600 – 1,800 điểm, phản ánh quá trình: (1) Tái tích lũy sau nhịp điều chỉnh mạnh; (2) Cơ cấu lại dòng tiền giữa các nhóm ngành và (3) Hấp thụ áp lực cung tại vùng giá cao.
- Đây là giai đoạn tích lũy nền cần thiết, tạo tiền đề cho lộ trình nâng hạng thị trường dự kiến bắt đầu từ Quý 3/2026, khi dòng tiền có thể cải thiện rõ rệt hơn và đóng vai trò dẫn dắt xu hướng.

Biểu đồ VNIndex (tuần) vi phạm xu hướng tăng trung hạn từ sự kiện thuế quan T5/2025 | Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Xu hướng Q2/2026 kỳ vọng quay về trạng thái tích lũy (kịch bản cơ sở) | Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Kinh tế toàn cầu dưới sức ép

Hạ dự báo tăng trưởng của kinh tế toàn cầu tác động bởi giá năng lượng, lạm phát và chuỗi cung ứng từ cú sốc địa chính trị Trung Đông

Bức tranh kinh tế toàn cầu Quý 1/2026 đang đối mặt với những thử thách khắc nghiệt từ "thiên nga đen" địa chính trị. Các hệ lụy trực tiếp gây ách tắc dòng chảy thương mại và chuỗi cung ứng hàng hóa toàn cầu, và các hệ lụy sâu rộng đến tổng cầu và định hướng điều hành chính sách của các Ngân hàng Trung ương lớn.

- Dù nền kinh tế Mỹ đã "hạ cánh mềm" sau chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ vừa qua; song, cú sốc địa chính trị Trung Đông đang đe dọa bẻ gãy quỹ đạo tích cực này. Sự gián đoạn của chuỗi cung ứng hàng hóa và đà leo thang của giá năng lượng toàn cầu đang kích hoạt trở lại rủi ro lạm phát chi phí đẩy, trực tiếp bóp nghẹt biên lợi nhuận của khu vực sản xuất và dịch vụ. Bên cạnh đó, dưới áp lực kép từ chi phí vận hành và lãi suất nền gia tăng trở lại đã gây áp lực lên sức mua và niềm tin của người tiêu dùng.

Tổng quan bức tranh vĩ mô, kinh tế toàn cầu đang đối diện với làn sóng hạ dự báo tăng trưởng, buộc kế hoạch đầu tư từ doanh nghiệp hay điều hướng chính sách từ Chính phủ phải chuyển sang tâm thế phòng thủ toàn. Nếu kịch bản chiến sự tiêu cực dẫn đến cuộc chiến sa lầy và kéo dài, không chỉ nước Mỹ mà kinh tế toàn cầu có thể bước vào giai đoạn suy thoái và khủng hoảng kinh tế.

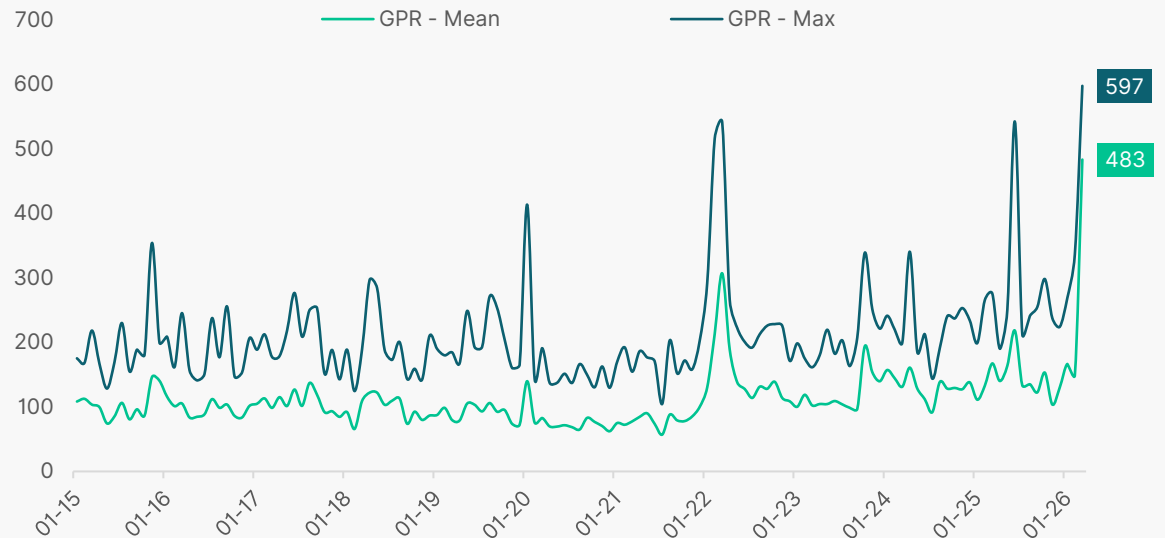
Đánh giá tăng trưởng kinh tế năm 2026

| Nguồn: WorldBank, Kafi Research tổng hợp

Khu vực kinh tế	2025	2026F (dự phóng đầu năm)	2026F (dự phóng cập nhật)
Toàn cầu	2.6%	2.6%	2.4%
Mỹ	2.1%	2.2%	2.1%
Châu Âu	1.4%	1.2%	0.8%
Trung Quốc	5.0%	4.4%	4.1%
Asean	4.5%	4.5%	4.3%

Rủi ro địa chính trị đẩy lên cao nhất trong vòng thập kỷ

| Nguồn: Caldara & Iacoviello, Kafi Research



Chính sách tiền tệ toàn cầu

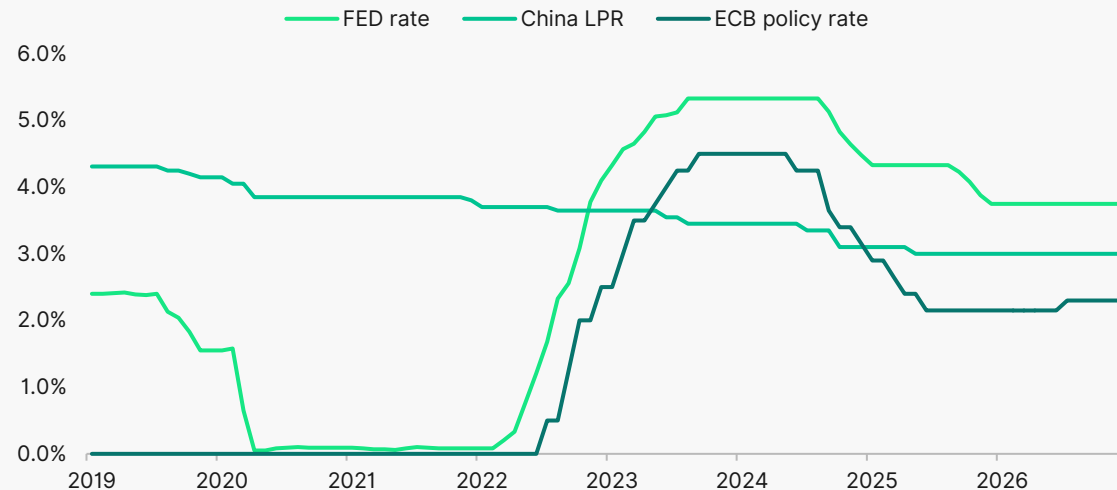
Các NHTW lớn buộc phải duy trì lập trường thận trọng hơn khi lạm phát toàn cầu chịu sức ép từ giá năng lượng

Bước sang Quý 2/2026, bức tranh điều hành vĩ mô toàn cầu rơi vào trạng thái đình trệ và hạn chế tối đa các dự địa chính sách tiền tệ hỗ trợ kinh tế tăng trưởng. Hệ quả trực tiếp, lãi suất tại nền kinh tế lớn điều chỉnh tăng gây áp lực rút ròng dòng vốn đầu tư tại các nền kinh tế đang phát triển.

- Tiến trình hạ nhiệt lạm phát toàn cầu đang gặp phải lực cản lớn từ đà leo thang của giá năng lượng và sự đứt gãy chuỗi cung ứng. Cụ thể, dữ liệu tháng 3 cho thấy chỉ số PPI tại các nền kinh tế lớn đã tăng vọt trở lại (Mỹ tăng 0.6%, Châu Âu tăng 0.8% MoM) dưới áp lực trực tiếp từ đà tăng hơn 60% của giá năng lượng thế giới chỉ trong một quý.
- Điều này trực tiếp làm đình trệ đà giảm của lạm phát lõi, từ đó đặt các nhà hoạch định chính sách vào thế bị động. Tại nhóm NHTW lớn của Mỹ (FED), Châu Âu (ECB), Anh Quốc (BoE) đồng thuận giữ nguyên lãi suất điều hành, tuyên bố tạm ngừng lộ trình cắt giảm lãi suất trước đó để phòng thủ trước rủi ro lạm phát khó kiểm soát. Trong khi, từ phía NHTW Nhật bản (BOJ) và Úc (RBA) càng thúc đẩy định hướng thắt chặt chính sách tiền tệ từ trước; lần lượt BOJ phát tín hiệu “điều hòa” tiếp tục nâng lãi suất từ giữa năm và RBA đã tăng 50 bps lãi suất điều hành trong 3 tháng đầu năm.

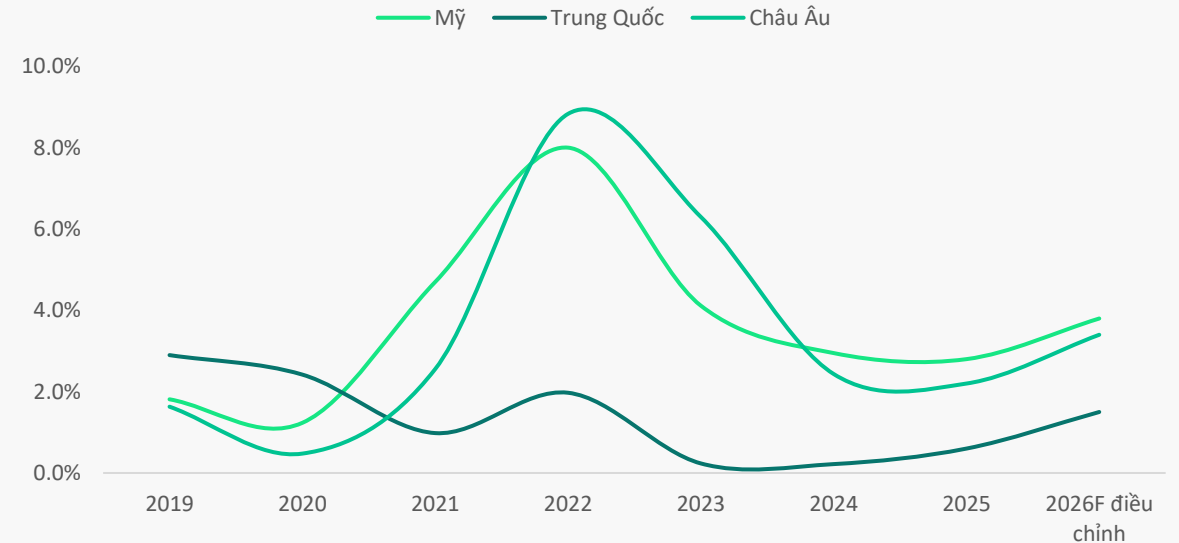
Diễn biến lãi suất điều hành

| Đơn vị: %/năm - Nguồn: Trading Economic, Kafi Research tổng hợp



Diễn biến lạm phát (cập nhật dự phóng WorldBank)

| Đơn vị: %YoY - Nguồn: Trading Economic, Kafi Research tổng hợp



Biến động địa chính trị

Sản lượng dầu thô thiếu hụt 12-14 triệu thùng mỗi ngày trước tình hình eo biển Hormuz bị phong tỏa

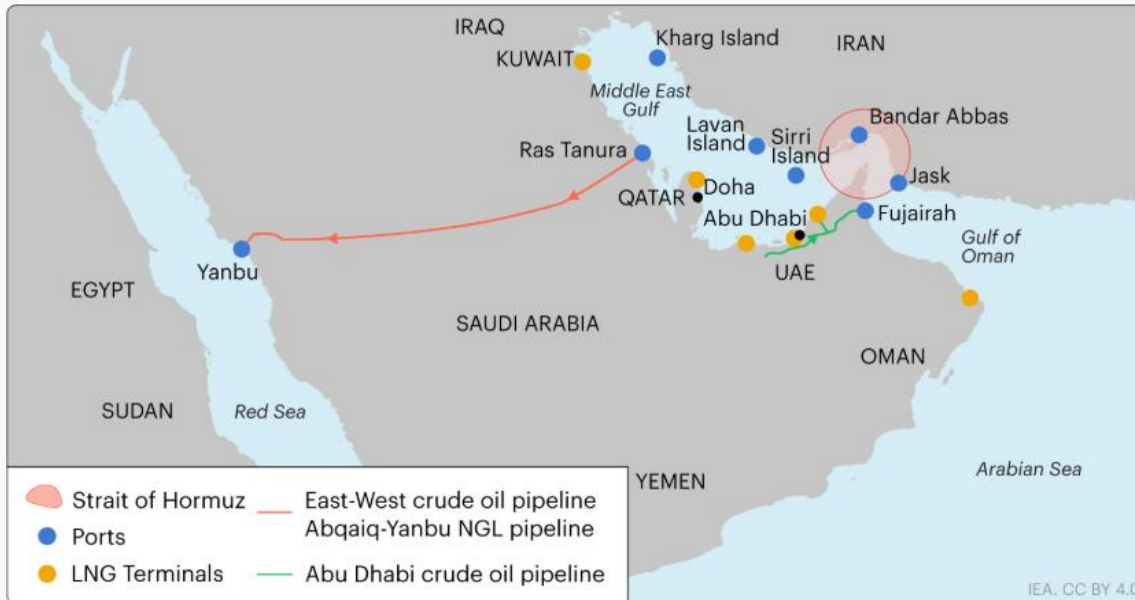
Cụ thể, quy mô ảnh hưởng chiến sự Mỹ - Iran như thế nào? Nghiêm trọng nhất là khi lưu lượng hàng hải qua eo biển Hormuz – yết hầu năng lượng của thế giới bị tắc nghẽn.

- Nút thắt vận tải tại Hormuz khiến nguồn cung năng lượng bị cô lập cục bộ (khoảng 20% tổng cung dầu thô đi qua eo biển này). Việc thiếu hụt các tuyến hàng hải thay thế hữu hiệu và an toàn đã đẩy chi phí kho vận tăng vọt, trực tiếp tạo rủi ro neo cao giá dầu thô và kích hoạt lại áp lực lạm phát chi phí đẩy trên toàn cầu. Hệ lụy từ sự gián đoạn này sẽ giáng đòn mạnh nhất vào các nền kinh tế Châu Á, khu vực vốn là điểm đến của 80% - 84% lượng dầu thô và 83% sản lượng khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) đi qua vùng biển này.

Ngay cả trong kịch bản lệnh ngừng bắn hoàn toàn được thông qua, độ trễ gián đoạn vẫn rất lớn. Theo nhận định từ Viện Nghiên cứu Chiến lược và Quốc tế (CSIS), quá trình khắc phục hoàn toàn hạ tầng dầu khí và đảm bảo an toàn lưu thông qua Hormuz sẽ cần ít nhất 6 tháng. Hệ thống vẫn thâm hụt khoảng 12 đến 14 triệu thùng dầu thô mỗi ngày gây áp lực leo thang đối với mặt bằng giá dầu thô toàn cầu và cước phí vận tải biển. Kafi nhận định mức giá dầu thô thế giới bình quân cả năm duy trì ở mức 80-90\$/thùng.

Bản đồ eo biển Hormuz (Trung Đông)

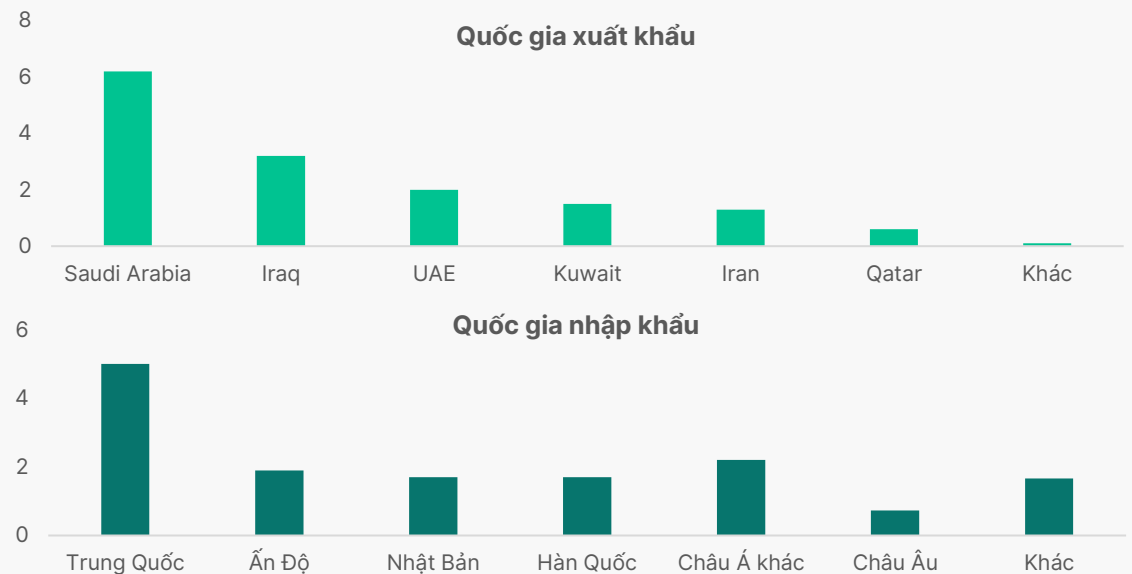
| Nguồn: IEA, Kafi Research tổng hợp



Thông tin liên hệ: research@kafi.vn

Giao thương dầu thô qua tuyến eo biển Hormuz

| Đơn vị: Triệu thùng dầu/ngày - Nguồn: EIA, Kafi Research tổng hợp



Kịch bản địa chính trị

Kafi nghiên cứu về kịch bản “căng thẳng trung lập”, tức xung đột chưa mở rộng nhưng vẫn đủ gây áp lực lên lạm phát và tỷ giá

Cập nhật tình hình chiến sự mới nhất tại ngày 08/04, các bên đang tiến đến quy tình đàm phán “ngừng bắn tạm thời”, eo biển Hormuz được mở cửa. Kafi nghiêng về kịch bản “căng thẳng trung lập” với xác suất 70%: xung đột chưa được giải quyết hoàn toàn nhưng mức độ lan rộng đã được khoanh vùng, nhờ đó tác động lên thị trường hàng hóa và tâm lý đầu tư không còn ở trạng thái cực đoan như giai đoạn đầu.

Với cách tiếp cận đầu tư, trọng tâm không nằm ở diễn biến quân sự cụ thể mà ở mức độ ảnh hưởng đến giá dầu, lạm phát và điều kiện tài chính, làm dấy lên lo ngại về rủi ro “lạm phát đình trệ” trên toàn cầu.

- Trong kịch bản cơ sở, đối với kinh tế Việt Nam Kafi đánh giá áp lực lạm phát tiềm ẩn trong ngắn hạn, làm phức tạp thêm nỗ lực kiểm soát giá cả và buộc ngân hàng trung ương phải trì hoãn lộ trình nới lỏng tiền tệ. Nền kinh tế Việt Nam chịu áp lực kép về cân đối tỷ giá khi diễn biến chỉ số DXY tăng trở lại và áp lực lạm phát trước biến động giá xăng dầu. Song, ở kịch bản hiện tại, Kafi nhận định NHNN duy trì điều tiết thanh khoản linh hoạt, không dẫn đến điều hướng nâng lãi suất điều hành.

Kịch bản chiến sự

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Kịch bản	Kịch bản tiêu cực (30%) Chiến tranh sa lầy	Kịch bản cơ sở (70%) Căng thẳng trung lập, ảnh hưởng được khoanh vùng
Thời gian	>3 tháng	2-3 tháng
Giao thương quốc tế	Eo biển Hormuz đóng cửa hoàn toàn Đường hàng không khu vực Trung Đông tê liệt	Eo biển Hormuz bị phong tỏa, hoạt động ở mức hạn chế trong vòng 1 tháng
Giá dầu (WTI)	Giá dầu bình quân cả năm đạt >90\$ thùng. Nếu hạ tầng khai thác trong khu vực bị phá hủy hoàn toàn.	Dao động quanh mức 80-90 USD/thùng. Nguồn cung ngoài OPEC, dự trữ chiến lược đóng vai trò giảm xóc thiếu ngắn hạn. Khi các thỏa thuận, đàm phán dần ngã ngũ, các nhà cung ứng dầu sẽ điều chỉnh giá để cạnh tranh bán hàng trở lại.
Lạm phát Việt Nam	5.8% YoY (+2.5%)	4.5% YoY(+1.2%)
Tăng trưởng GDP Việt Nam	7.4% YoY (-1.62%)	8.5% YoY (-0.55%)

Tiến triển diễn biến thuế quan

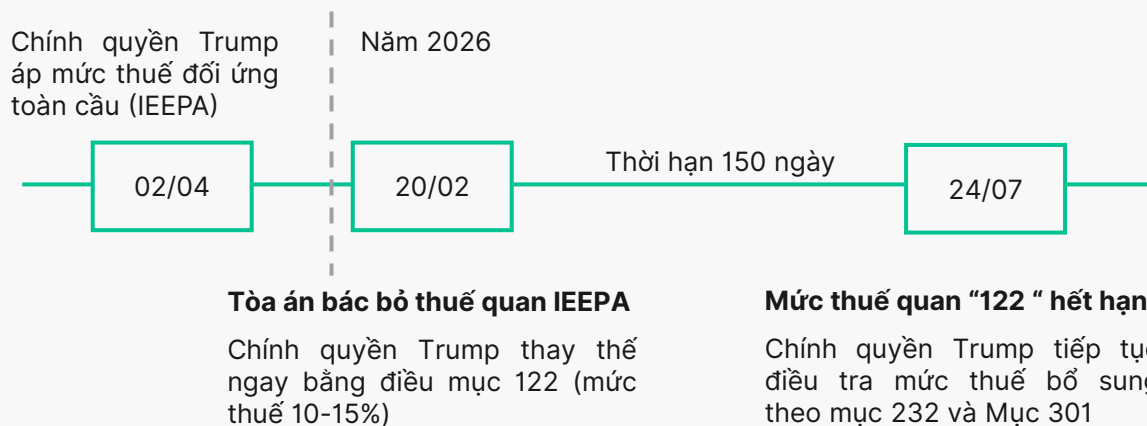
Mỹ không hạ nhiệt bảo hộ thương mại mà chuyển sang trạng thái duy trì sức ép có kiểm soát qua công cụ thuế mới

Kafi đánh giá rào cản bảo hộ thương mại của Mỹ sẽ không hạ nhiệt mà chỉ chuyển đổi về hình thức. Sau khi Tòa án tối cao bác bỏ điều luật thuế đối ứng IPEEA (năm 2025), Chính quyền Trump nhanh chóng có phương án áp dụng mức thuế mới (điều 122) với mức thuế phụ thu 10-15% trong thời hạn 150 ngày. Sau thời hạn trên, Chính quyền Trump khả năng cao sẽ tiếp tục áp dụng mức thuế bổ sung mới, tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng mức thuế này sẽ không gây hiệu ứng bất ngờ như bối cảnh năm 2025.

- Với “điều khoản 122” này, các quốc gia có mức thuế trên 15% trước đó, hưởng lợi ngắn hạn khi mức thuế cập nhật ở mức thấp hơn. **Xét riêng thị trường Trung Quốc, ngoài mức thuế 15% theo mục 122, hàng hóa nước này vẫn bị áp thuế trừng phạt riêng biệt (mục thuế 301), tức lợi thế cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam với Trung Quốc vẫn được đảm bảo.**
- Hướng về thời điểm điều khoản thuế 122 kết thúc, Kafi đánh giá Chính quyền vẫn sẽ duy trì sức ép thuế quan để đảm bảo các mục tiêu kinh tế như tái cấu trúc chuỗi cung ứng, đôn bẫy đàm phán địa chính trị, bổ sung nguồn thu ngân sách. Nếu Quốc hội Mỹ không gia hạn Mục thuế 122, Chính quyền Trump áp mức thuế suất dựa trên kết quả của hai loại điều tra chính: An ninh Quốc gia (Mục 232) và Hành vi Thương mại Không công bằng (Mục 301). Các quốc gia đã nỗ lực đàm phán thương mại trước đó kỳ vọng sẽ giảm tải được sức ép này; trong đó, Việt Nam cũng đã có thỏa thuận thương mại vào đầu năm 2026.

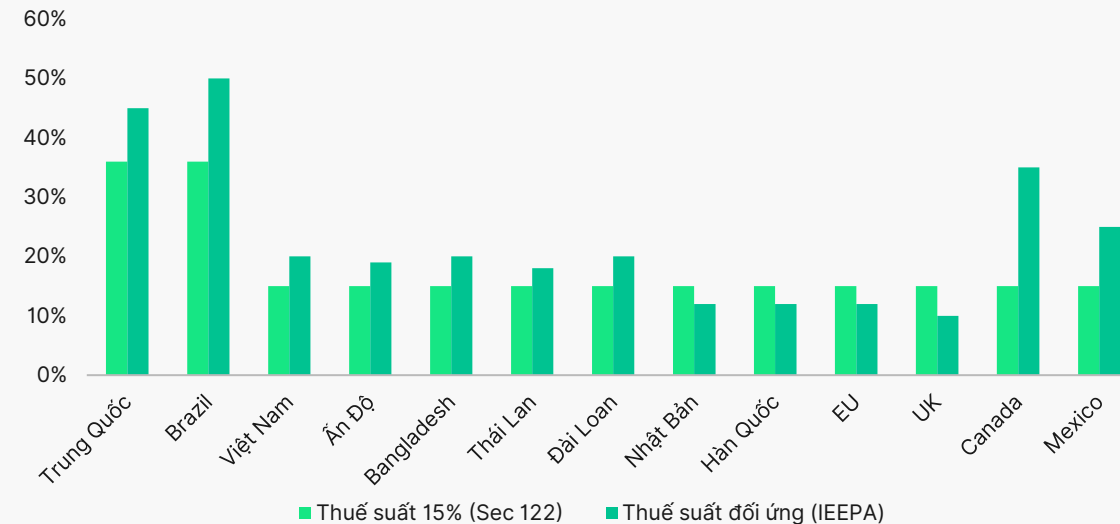
Dòng sự kiện áp thuế của Chính quyền Trump

| Nguồn: Kafi tổng hợp



Mức thuế “122” điều chỉnh áp dụng với các quốc gia

| Nguồn: Kafi tổng hợp



Bối cảnh chính sách tiền tệ trong nước

Hệ quả lệch pha huy động – tín dụng và áp lực thanh khoản cục bộ trong hệ thống ngân hàng từ chính sách tín dụng 2025

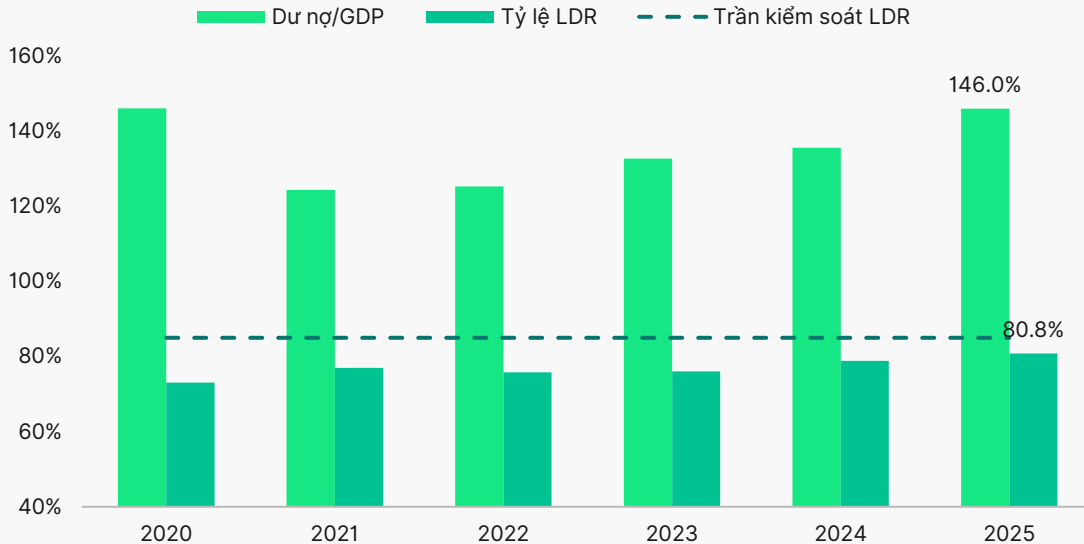
Môi trường chính sách tiền tệ nới lỏng quyết liệt trong năm 2025 với mặt bằng lãi suất duy trì ở vùng đáy đã tạo lực đẩy quan trọng cho phục hồi kinh tế, song cũng bộc lộ những rủi ro cấu trúc. Lãi suất cho vay thấp khiến dòng vốn chảy ra nền kinh tế nhanh hơn, đạt tăng trưởng 19.07% YTD.

- Ở chiều ngược lại, nền lãi suất huy động kém hấp dẫn đã làm suy yếu dòng tiền gửi khu vực dân cư, gây ra tình trạng lệch pha nghiêm trọng giữa tăng trưởng huy động và tín dụng, đẩy hệ thống ngân hàng vào trạng thái căng thẳng thanh khoản cục bộ. Thể hiện rõ qua chỉ số LDR đáng báo động khi tiệm cận mức trần kiểm soát 85%, dẫn đến việc các NHTM buộc phải lao vào cuộc đua tăng lãi suất huy động nhằm hút tiền gửi trở hệ thống. Đầu năm 2026, với nhiều sự thay đổi về chính sách thuế, bộ máy điều hành và rủi ro địa chính trị làm khuếch đại hiệu ứng trên.

Dưới góc độ kiểm soát ổn định vĩ mô, hiệu quả của dòng vốn tín dụng đang có dấu hiệu suy giảm khi nền kinh tế phải đối mặt với tình trạng "thâm dụng vốn". Tính đến cuối năm 2025, tỷ lệ dư nợ tín dụng/GDP của Việt Nam đã phình to lên mức 146%. Đặt lên bàn cân khu vực, đây là mức đòn bẩy rất cao, vượt xa các nền kinh tế có cùng quy mô trong khối ASEAN và tiệm cận nhóm các nước phát triển. Hệ số này cảnh báo dư địa chính sách tiền tệ để kích thích tăng trưởng đã tới giới hạn. Kết quả, NHNN đã có những biện pháp "nắn" dòng vốn vay ngay từ thời điểm đầu năm nay.

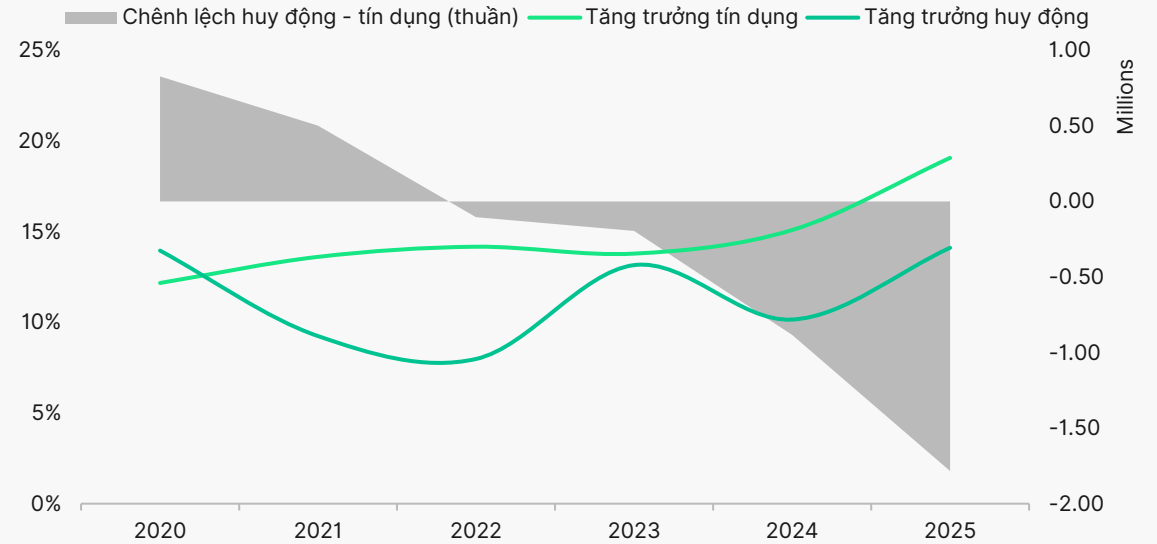
Tỷ lệ dư nợ tín dụng/GDP

Đơn vị: Nghìn tỷ - Nguồn: Bộ Tài Chính, Kafi Research



Tăng trưởng huy động – tín dụng

Đơn vị: Nghìn tỷ đồng - Nguồn: GSO, Kafi Research



Áp lực điều hành trong bối cảnh ưu tiên ổn định vĩ mô

Lạm phát và tỷ giá cùng chịu áp lực trong tháng 3, buộc NHNN thiên về mặt bằng lãi suất cao để giữ ổn định vĩ mô

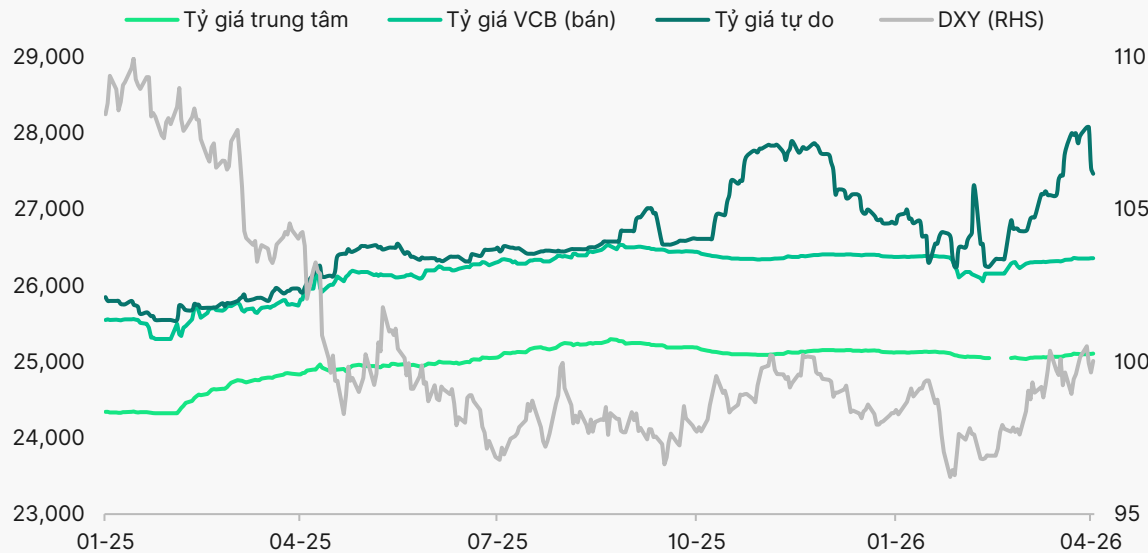
Mặt bằng lãi suất đầu năm nhích tăng lên trước áp lực cân đối thanh khoản hệ thống ngân hàng (nêu trên). Nối tiếp đó, tình hình chiến sự leo thang khiến trọng tâm điều hành ổn định tỷ giá và lạm phát của NHNN càng được đề cao, khiến điều hướng chính tiền tệ càng thắt chặt hơn.

- Xét riêng trong tháng 3, tỷ giá tự do tăng mạnh ~3%, chịu áp lực lớn từ xu hướng tăng của chỉ số DXY sau khi tình hình chiến sự leo thang. Trong khi diễn biến tỷ giá từ phía NHTM có phần ổn định hơn nhờ hành động điều tiết chủ động từ phía NHNN. Trong bối cảnh xu hướng đầu tư toàn cầu xoay chiều, việc kiểm soát biến động tỷ giá rất quan trọng để níu giữ dòng chảy vốn ngoại không thoát ra khỏi nền kinh tế (yếu tố kiểm soát cung tiền).
- Tương tự, CPI tháng 3 vọt lên 4.56% (YoY), kéo lạm phát bình quân Quý 1 đạt 3.51% ảnh hưởng trực tiếp từ đà leo thang của giá năng lượng thế giới, dù Chính phủ đã nỗ lực can thiệp bình ổn bằng công cụ tài khóa. Nếu tình hình chiến sự kéo dài chắc chắn sẽ đẩy áp lực đến giá cả tiêu dùng khác, gián tiếp bào mòn sức mua trong dài hạn.

Tổng quan, Kafi đánh giá việc thiết lập một mặt bằng lãi suất cao là trạng thái bắt buộc. Động thái này nhằm giải quyết bài toán kép: Vừa gỡ nút thắt thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, vừa tạo lực đỡ cho các biến số vĩ mô khi dư địa can thiệp đã cạn kiệt. Trong phần còn lại của H1/2026, nền kinh tế buộc phải chấp nhận đánh đổi một phần tốc độ tăng trưởng ngắn hạn để bảo toàn sự vững chắc của các cân đối lớn, chờ đợi sự hạ nhiệt từ các biến số ngoại biên.

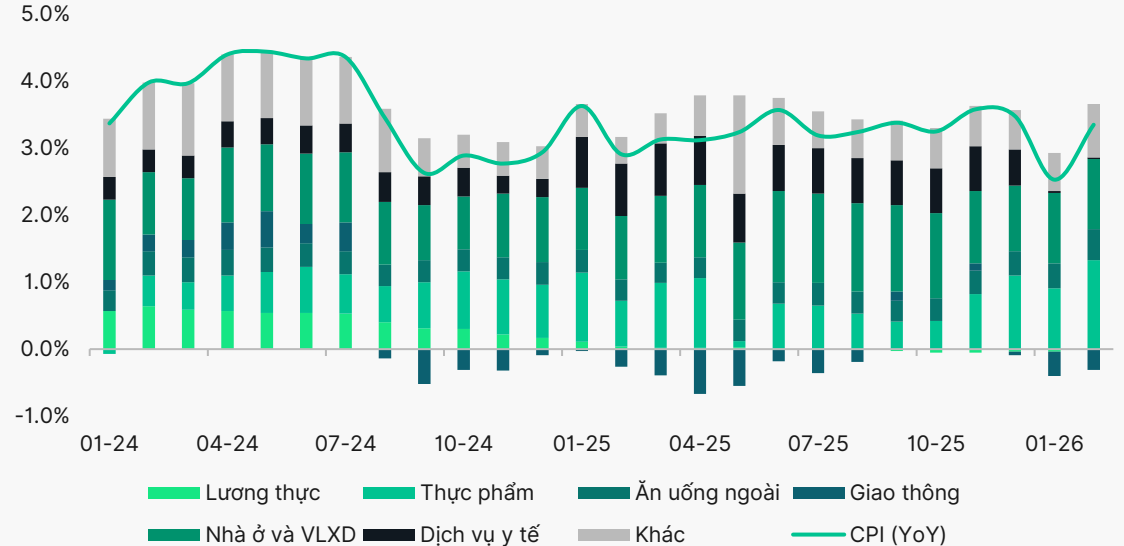
Diễn biến tỷ giá

Đơn vị: VND/USD - Nguồn: FiinPro Kafi Research



Diễn biến lạm phát

Đơn vị: %YoY - Nguồn: GSO, Kafi Research



Điều kiện thanh khoản cải thiện dần trong quý 2

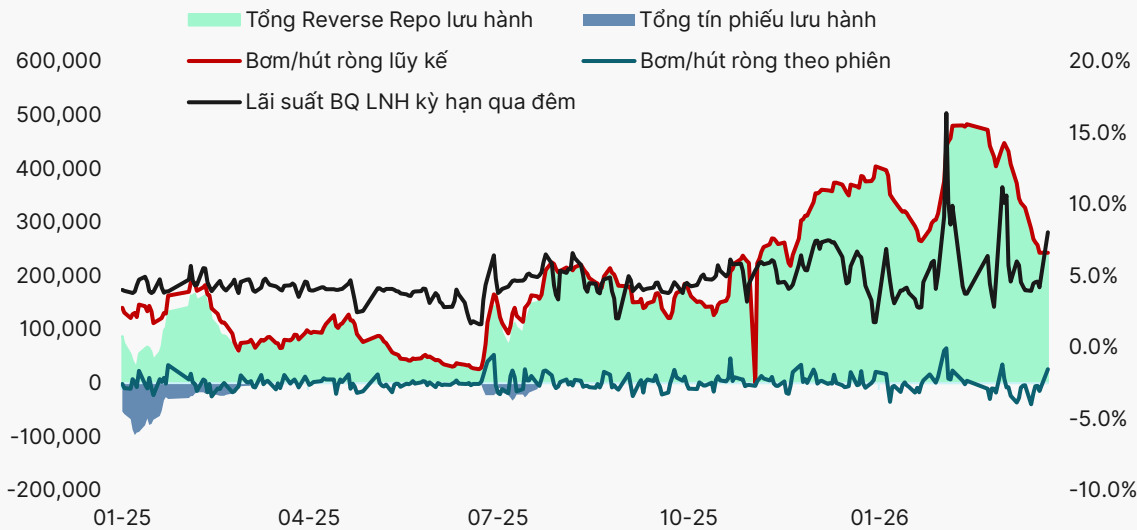
Điều hướng hỗ trợ tới giới hạn, hai yếu tố cần xem xét trong giai đoạn quý 2

Kafi cho rằng áp lực thanh khoản đã qua đỉnh căng nhất của Quý 1 và có thể hạ nhiệt dần trong Quý 2 nhờ (1) dòng tiền ngân sách quay lại khi giải ngân đầu tư công tăng tốc, (2) áp lực tỷ giá hạ bớt khi rủi ro Trung Đông dịu xuống, và (3) tăng trưởng tín dụng được kiểm soát hơn. Nhận định trên được đặt trên bối cảnh:

- Thanh khoản Quý 1 căng thẳng cục bộ: lãi suất liên ngân hàng qua đêm có thời điểm lên 17%/năm, buộc NHNN phải bơm OMO quy mô lớn, bình quân khoảng 400.000 tỷ đồng, nhưng độ trễ dòng tiền quay lại hệ thống khiến áp lực chưa thể giải tỏa ngay.
- Từ cuối tháng 2, áp lực ngoại biên tiếp tục làm điều kiện thanh khoản thêm thắt chặt: tỷ giá tự do tăng khoảng 4,5-4,6% MoM chỉ sau gần 30 ngày chiến sự, trong bối cảnh vốn ngoại rút ròng; khi NHNN giảm hỗ trợ qua OMO, lãi suất huy động 12 tháng tại nhóm NHTMCP tiếp tục leo lên khoảng 7-8%/năm.

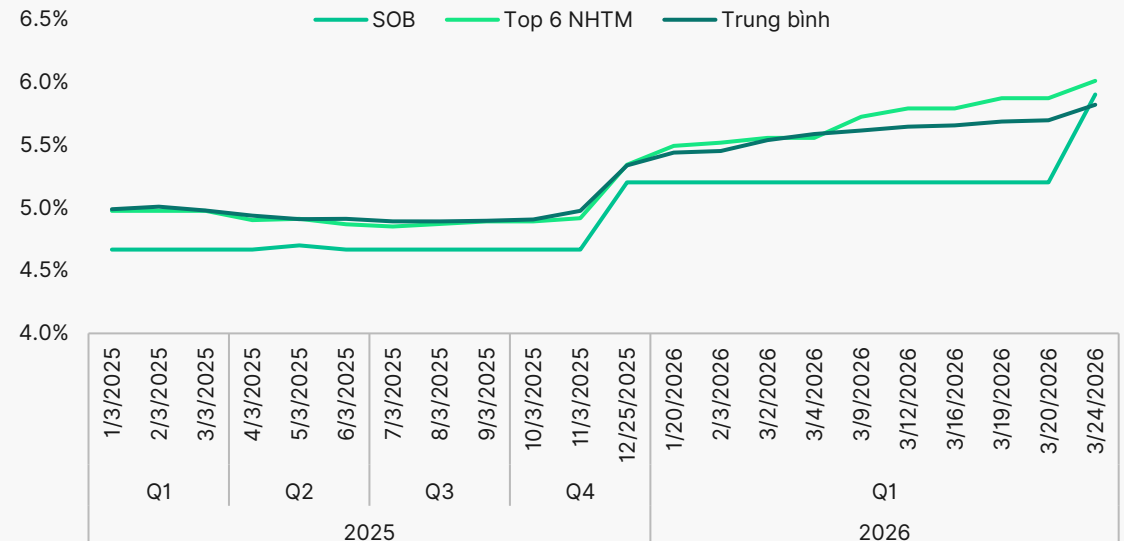
Diễn biến thị trường mở

Đơn vị: Nghìn tỷ - Nguồn: Bộ Tài Chính, Kafi Research



Lãi suất huy động

Đơn vị: Nghìn tỷ đồng - Nguồn: GSO, Kafi Research



Bối cảnh ngành Bất động sản

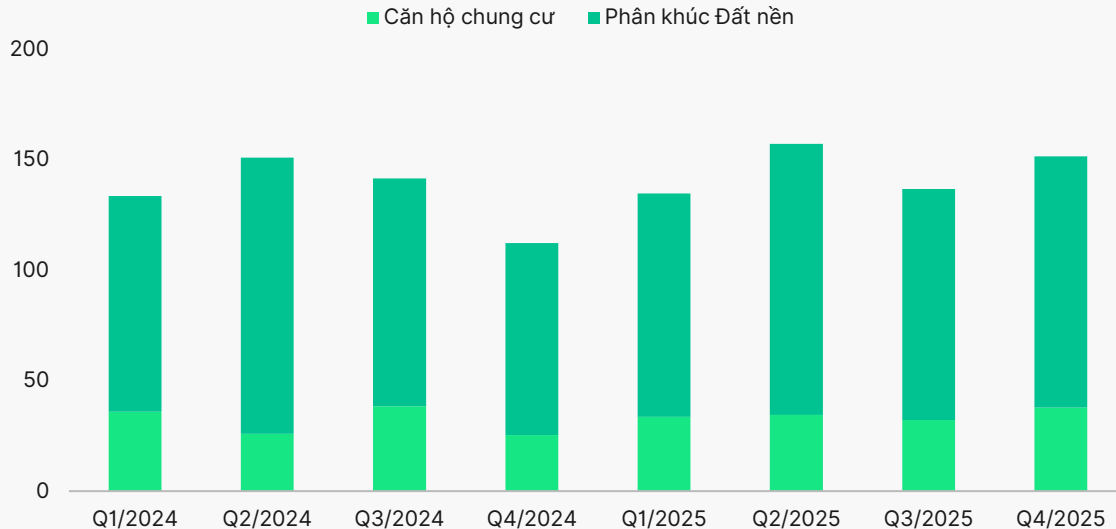
Tín dụng nới lỏng thúc đẩy thị trường bất động sản đầu cơ, gây rủi ro giảm vòng quay tiền

Kafi đánh giá sự phục hồi của thị trường bất động sản thời gian qua mang theo những tín hiệu rủi ro tiềm ẩn. Điều kiện chính sách tiền tệ nới lỏng của năm 2025 thay vì thẩm thấu vào hoạt động sản xuất kinh doanh, thì dòng vốn tín dụng này một phần được đẩy vào các tài sản mang tính đầu cơ. Việc dòng vốn khổng lồ bị chôn vùi vào các tài sản bất động sản bị định giá quá cao không chỉ giải thích cho sự suy giảm trầm trọng của vòng quay tiền, mà còn để lại rủi ro đọng vốn, đe dọa trực tiếp đến sự phục hồi bền vững của nền kinh tế.

- Theo báo cáo Bộ Xây dựng, thị trường năm 2025 bứt phá với gần 580.000 giao dịch (tăng 8% so với 2024), đặc biệt tăng tốc vào cuối năm. "Trợ lực" chính đến từ mặt bằng lãi suất thấp và hiệu ứng thanh lọc của các bộ Luật mới. Thực tế, với sự khan hiếm của phân khúc bất động trung – thấp cấp khiến cho dòng tiền chuyển sang nhóm dự án nhà cũ, ghi nhận mức tăng giá 15-30% tùy vị trí.
- Bức tranh nguồn cung 2025 thể hiện rủi ro lớn nhất là sự mất cân đối cấu trúc khi hơn 80% rổ hàng sơ cấp thuộc phân khúc cao cấp và hạng sang. Phân khúc bình dân gần như "tuyệt chủng", cho thấy thị trường dù đã thoát đáy thanh khoản nhưng vẫn chưa giải được bài toán nhà ở "vừa túi tiền".

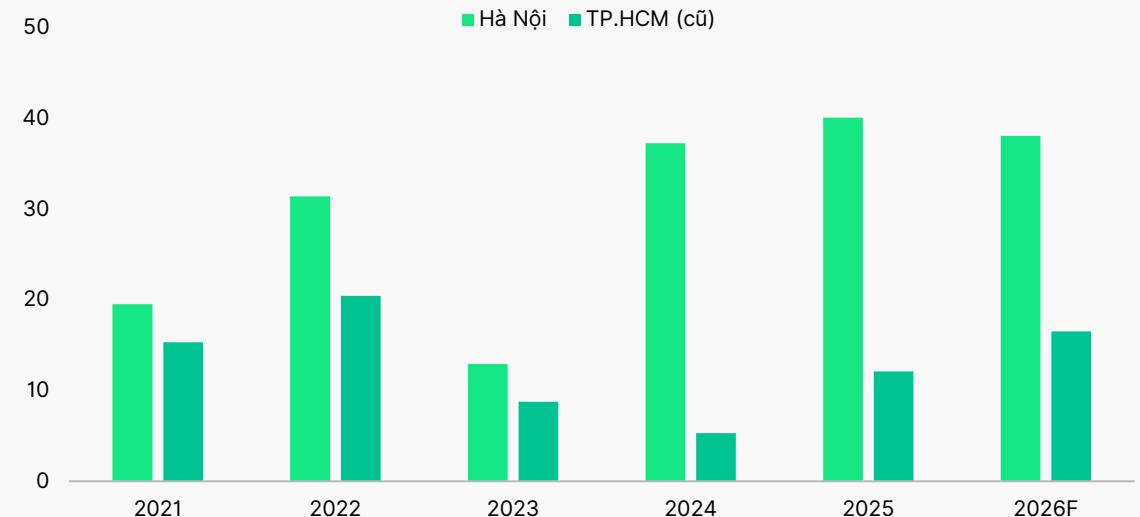
Số lượng giao dịch

| Đơn vị: Nghìn giao dịch - Nguồn: Bộ Xây dựng, Kafi Research



Nguồn cung dự án mới

| Đơn vị: Nghìn căn - Nguồn: Bộ xây dựng, Kafi Research



Định hướng điều hành thị trường Bất động sản

Chính sách bất động sản năm 2026 đi theo hướng kép: siết đầu cơ nhưng mở đường cho nhu cầu ở thực.

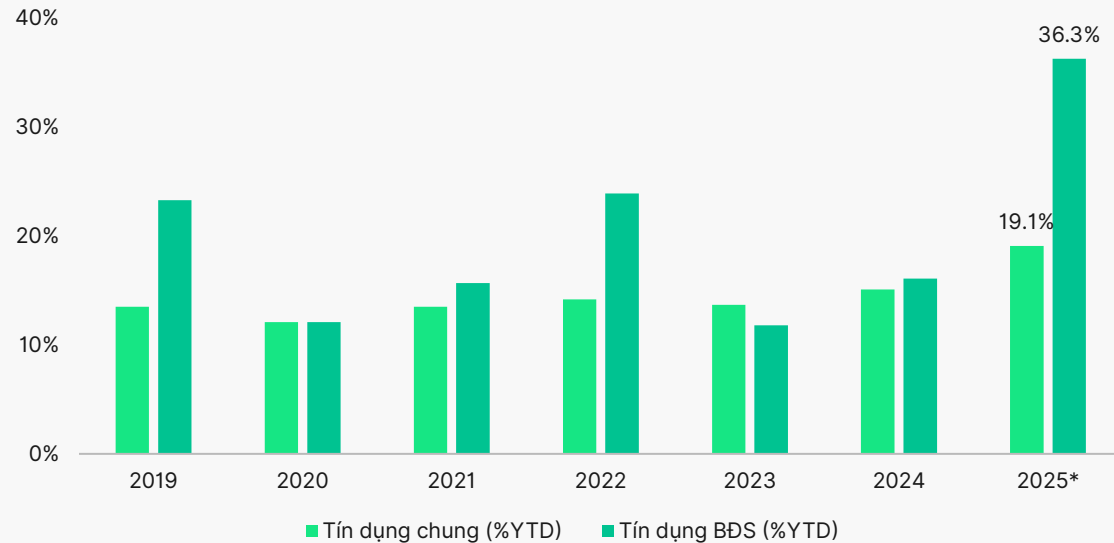
Nhìn lại năm 2025, môi trường tiền tệ nới lỏng đã kích hoạt sự bứt tốc của dư nợ tín dụng bất động sản (tăng vọt lên mức 36.3%, vượt xa biên độ tăng trưởng chung của toàn nền kinh tế). Sự lệch pha này phát đi tín hiệu cảnh báo về việc dòng vốn đang có xu hướng mang tính đầu cơ, chảy mạnh vào các tài sản rủi ro thay vì luân chuyển vào khu vực sản xuất kinh doanh cốt lõi. Điều này đặt ra yêu cầu cấp thiết phải có sự can thiệp từ cơ quan điều hành.

Bước sang đầu năm 2026, bức tranh chính sách thể hiện rõ chiến lược "gọng kìm kép" của cơ quan quản lý. Một mặt, Chính phủ liên tục đẩy mạnh công tác thanh tra, giám sát và sử dụng các hàng rào kỹ thuật nhằm siết chặt triệt để dòng vốn đầu cơ và minh bạch hóa thị trường. Ngược lại, các bộ ngành lại vô cùng quyết liệt trong việc tháo gỡ nhanh các nút thắt pháp lý tồn đọng, đặc biệt là các cơ chế thí điểm mở đường cho phân khúc nhà ở thương mại giá phù hợp, qua đó chủ động nắn dòng vốn tín dụng chảy vào các dự án phù hợp với nhu cầu ở thực.

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, cường độ của các biện pháp thanh tra và kiểm soát mạnh tay gây hệ lụy ngắn hạn. Việc siết van tín dụng đột ngột không chỉ gây ra hiện tượng tắc nghẽn thanh khoản cục bộ tại thị trường bất động sản, mà còn kích hoạt tâm lý thận trọng toàn nền kinh tế. Nhìn chung tạo ra hiệu ứng vòng quay tiền bị gián đoạn làm suy giảm động lực đầu tư và kéo lùi đà phục hồi của sức cầu tiêu dùng nội địa trong những tháng đầu năm 2026.

Tín dụng lĩnh vực bất động sản và toàn nền kinh tế

| Đơn vị: %YTD - Nguồn: Bộ Xây dựng, SBV, Kafi Research



Điều hướng chính sách kiểm soát thị trường

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Chính sách	Điều luật	Nội dung chính
Kiểm soát tín dụng BĐS	Chỉ đạo NHNN	Kiểm soát TTTD Bất động sản thấp TTTD toàn hệ thống
Quản trị rủi ro ngân hàng	Thông tư 14/2025/TT-NHNN	Chuyển từ quản lý "room" tín dụng chung sang quản lý vốn dựa trên rủi ro. (Tiệm cận tiêu chuẩn Basel III)
Mã định danh điện tử	Nghị định 357/2025/NĐ-CP	Tạo tính minh bạch cho người mua và các định chế tài chính khi thẩm định tài sản thế chấp, giảm rủi ro pháp lý, mục tiêu tăng trưởng thị trường bền vững.
Thí điểm nhà ở thương mại phù hợp	Đang lấy ý kiến	Áp trần lợi nhuận cho chủ đầu tư là 15%, được bù lại nhóm chính sách ưu đãi khác. Đa dạng nguồn cung.

Chính sách tiêu biểu: Nghị quyết 79-NQ/TW

Nghị quyết 79 mở ra câu chuyện tái định giá khối DNNN thông qua cải thiện hiệu quả vốn, quản trị và đầu tư chiến lược

Ra đời trong bối cảnh phân mảnh chuỗi cung ứng toàn cầu, Nghị quyết 79 mang sứ mệnh cốt lõi là "rã đông" khối tài sản hơn 1,2 triệu tỷ đồng đang ngủ đông tại các tập đoàn nhà nước. Điểm đột phá là việc buộc khối doanh nghiệp nhà nước (DNNN) phải tách bạch nhiệm vụ chính trị để bước vào sân chơi cạnh tranh sòng phẳng, với mục tiêu tối thượng là tối ưu hóa tỷ suất sinh lời trên vốn (ROE). Nghị quyết trực tiếp tháo gỡ hai "nút thắt" kìm hãm khối quốc doanh thập kỷ qua mang yếu tố định hướng mục tiêu phát triển của doanh nghiệp.

- Đặc biệt, cởi trói khẩu vị rủi ro: Lần đầu tiên, cơ chế bảo vệ cán bộ "dám nghĩ, dám làm" được thể chế hóa, đi kèm với việc cho phép thuê CEO quốc tế và trả lương theo KPI thực tế. Điều này giải phóng tâm lý sợ sai, tạo đà cho các quyết định đầu tư mạo hiểm vào công nghệ lõi.
- Tái cấu trúc dòng vốn (2026-2027): Điểm nhấn chiến lược là việc chuyển đổi SCIC thành Quỹ đầu tư quốc gia (Sovereign Wealth Fund) mang dáng dấp của Temasek (Singapore). Cơ chế quản lý dịch chuyển từ "tiền kiểm" sang "hậu kiểm", dọn đường cho các thương vụ M&A xuyên biên giới để kiến tạo 50 doanh nghiệp vươn lên Top 500 Đông Nam Á và đưa 1-3 "đại bàng quốc doanh" lọt Top 500 toàn cầu vào năm 2030.

Trên góc nhìn đầu tư, định hướng phát triển khối kinh tế nhà nước kỳ vọng liên tục được sửa đổi, đẩy mạnh trong chu kỳ "kỷ nguyên vươn mình"; đây sẽ là chủ đề đầu tư xuyên suốt trong năm nay. Diễn biến trên TTCK, nhịp bút phá của nhóm cổ phiếu quốc doanh ngay sau thềm ban hành Nghị quyết 79 chủ yếu phản ánh sự hưng phấn mang tính đầu cơ của dòng tiền ngắn hạn hơn là sự cải thiện thực chất về nền tảng. Dù áp lực chốt lời hiện tại đã đưa định giá nhóm này bước vào nhịp điều chỉnh và tích lũy, chúng tôi kiên định đánh giá sự "thanh lọc" này là bước lùi cần thiết. Mục tiêu dài hạn, Nghị quyết 79 đóng vai trò là ngòi nổ cho một chu kỳ tái định giá (re-rating) toàn diện nhóm cổ phiếu trụ cột dựa trên hiệu suất sử dụng vốn, tập trung vào 3 nhóm ngành trọng điểm:

- Ngân hàng (VCB, BID, CTG): Hưởng lợi trực tiếp từ cơ chế được phép giữ lại lợi nhuận (thay vì nộp ngân sách) để bồi đắp vốn cấp 1, qua đó cải thiện tỷ lệ CAR và mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng dài hạn.
- BDS Công nghiệp & Cao su (GVR, BCM, PHR): Trực tiếp khơi thông các nút thắt pháp lý trong việc chuyển đổi quỹ đất nông nghiệp khổng lồ sang đất công nghiệp, tối ưu hóa định giá tài sản rỗng để đón chu kỳ FDI mới.
- Năng lượng chiến lược (ACV, GAS, BSR, VGI): Hưởng lợi nhờ cơ chế rút gọn thủ tục phê duyệt đầu tư, giải phóng điểm rơi lợi nhuận từ các đại dự án tỷ đô đang bị dồn nén (Cảng hàng không Long Thành, quy hoạch Điện VIII, hạ tầng 6G).

Bên cạnh đó, Thông tư 19/2025/TT-BTC quy định một khung thời gian xử lý (1 năm) đối với điều kiện của doanh nghiệp đại chúng niêm yết phải có tối thiểu 10% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 nhà đầu tư nắm giữ, sẽ tiếp tục thúc đẩy làn sóng thoái vốn doanh nghiệp nhà nước trong năm nay.

Chính sách tiêu biểu: Nghị định 20/2026/NĐ-CP

Chính sách hỗ trợ kinh tế tư nhân và hạ tầng. “Mở đường” cho dự thảo Nghị quyết về kinh tế vốn đầu tư nước ngoài

Bước chuyển đổi quan trọng của khu vực sản xuất công nghiệp. Đứng trước áp lực khốc liệt phải giữ chân dòng vốn FDI chất lượng cao đồng thời giải phóng năng lực đổi mới sáng tạo nội sinh, kết hợp cùng định hướng từ Nghị quyết 198/2025/QH15, đã xúc tác cho sự ra đời của Nghị định 20/2026/NĐ-CP với các ưu đãi về thuế, hỗ trợ tiếp cận đất đai và thúc đẩy chuyển đổi số cho khối kinh tế tư nhân.

Kafi nhận thấy Nghị định 20 có bước tiến nổi bật, thiết lập một "sân chơi" đặc quyền để phát triển và thúc đẩy đầu tư ở nhóm doanh nghiệp sản xuất có định hướng quốc tế hóa. Đứng với chủ trương của Chính phủ về việc thúc đẩy nhóm doanh nghiệp tư nhân tham gia vào các chuỗi giá trị sản xuất, mở rộng R&D, hướng đến các ngành công nghiệp có giá trị gia tăng cao.

Để khuếch đại tối đa của công cuộc tái cấu trúc, nhóm chính sách chuyên biệt mới nhằm khơi thông toàn diện dòng vốn FDI kỳ vọng được ban hành, qua đó hoàn thiện chu trình chuyển đổi chiến lược nền công nghiệp quốc gia. Đây có thể là định hướng thúc đẩy tiếp theo của Chính phủ sau loạt điều hành về phát triển kinh tế tư nhân, kinh tế nhà nước để tạo nên một bức tranh thúc đẩy toàn diện.

Nghị định 20/2026/NĐ-CP

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Cấu phần	Nội dung
Hỗ trợ phát triển hạ tầng Khu công nghiệp (KCN)	Ngân sách cấp tỉnh được phép cùng đầu tư vào các hạ tầng thiết yếu (như giao thông, tiện ích, giải phóng mặt bằng), giúp giảm áp lực vốn cho các nhà phát triển KCN
Trợ giá thuê đất	Doanh nghiệp công nghiệp thuộc diện công nghệ cao, SME, Startup sẽ được giảm tối thiểu 30% tiền thuê đất trong 5 năm đầu
Quỹ đất cho công nghệ	Yêu cầu các KCN phải dành bình quân 20ha hoặc 5% diện tích để hỗ trợ cho doanh nghiệp công nghệ
Ưu đãi Thuế và R&D	Doanh nghiệp công nghệ, khởi nghiệp được hưởng thuế TNDN 0% trong 2 năm đầu và giảm 50% trong 4 năm tiếp theo, được khấu trừ chi phí R&D lên tới 200%

Dự thảo Nghị quyết kinh tế vốn đầu tư nước ngoài

| Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: Bộ Tài Chính, Kafi Research

Cấu phần	Nội dung
Ưu đãi đặc biệt cho FDI công nghệ cao và xanh	Ngân sách cấp tỉnh được phép cùng đầu tư vào các hạ tầng thiết yếu (như giao thông, tiện ích, giải phóng mặt bằng), giúp giảm áp lực vốn cho các nhà phát triển KCN
Phát triển KCN thế hệ mới	Doanh nghiệp công nghiệp thuộc diện công nghệ cao, SME, Startup sẽ được giảm tối thiểu 30% tiền thuê đất trong 5 năm đầu
Ràng buộc chuyển giao công nghệ và liên kết	Gắn chặt ưu đãi với yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa và chuyển giao công nghệ. Tạo cơ chế cho các doanh nghiệp liên doanh FDI

Phát triển thị trường vốn

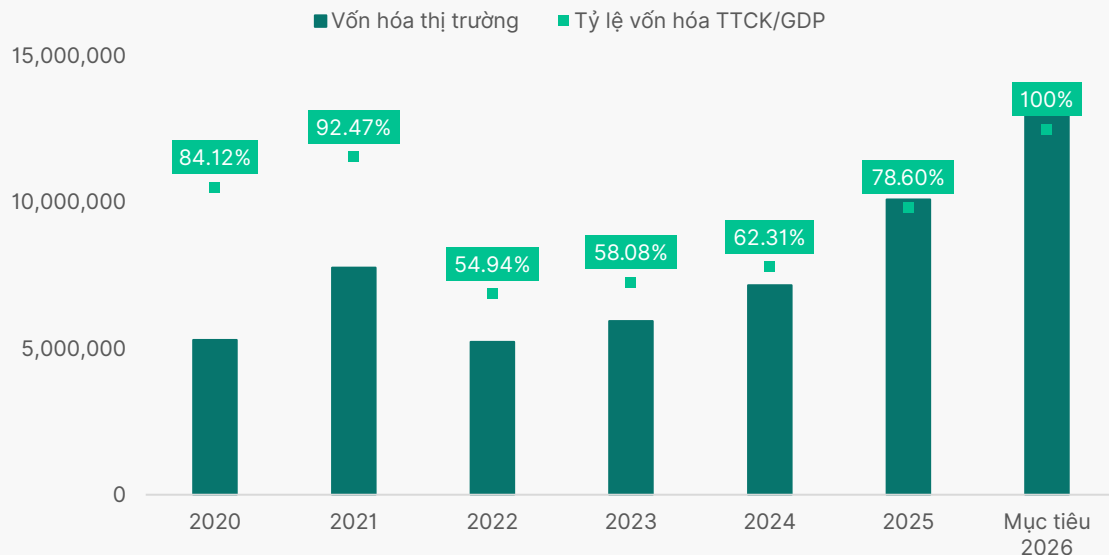
Mở rộng quy mô thị trường vốn là điều kiện cần để giảm tải áp lực cho hệ thống tín dụng và hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Việc thúc đẩy thị trường chứng khoán vươn lên quy mô 100% GDP là nước đi quyết định nhằm giải phóng áp lực thanh khoản cho các tổ chức tín dụng. Như đã phân tích ở chuyên mục “bối cảnh chính sách tiền tệ”, hệ thống ngân hàng phần nào đã tiệm cận giới hạn của khung kiểm soát để tiếp tục gánh vác nhu cầu vốn dài hạn của nền kinh tế. Doanh nghiệp cần đa dạng hóa kênh huy động vốn, giảm thiểu sự phụ thuộc rủi ro vào đòn bẩy nợ vay.

- Dữ liệu năm 2025 cho thấy sự bùng nổ dòng vốn huy động qua kênh cổ phần hóa (ghi nhận tăng trưởng kỷ lục thông qua nghiệp vụ phát hành hành cổ phiếu ra công chúng đạt 38,554 tỷ đồng). Sự bứt phá này khẳng định vai trò dẫn vốn ngày càng trọng yếu của thị trường chứng khoán, được tiếp sức bởi nỗ lực minh bạch hóa thể chế và nền tảng lợi nhuận vững chắc của các doanh nghiệp niêm yết
- Định hướng từ phía Chính phủ, các cơ chế/chính sách đặc thù được ban hành để đẩy nhanh tiến trình nâng hạng thị trường chứng khoán mở rộng sức hút đầu tư với dòng vốn nước ngoài. Song song đó, việc tinh gọn thủ tục phê duyệt phát hành cổ phần và trái phiếu ra công chúng sẽ tạo bộ phóng chiến lược, giúp thị trường bứt tốc về quy mô vốn hóa và giúp đa dạng thêm cấu trúc hàng hóa đa ngành.

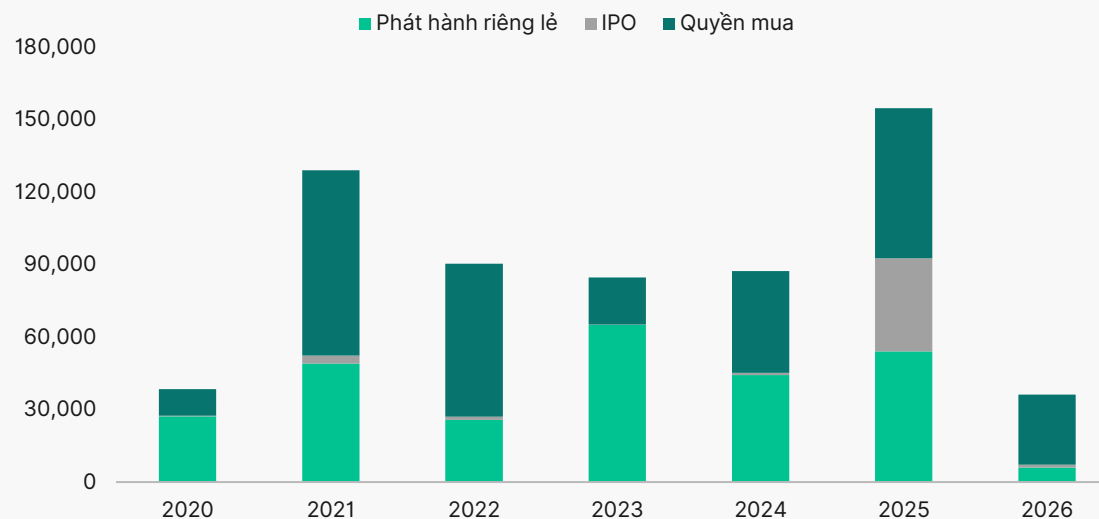
Mục tiêu vốn hóa thị trường chứng khoán

| Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Dữ liệu huy động vốn qua thị trường chứng khoán

| Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: Kafi Research



Chính thức nâng hạng TTCK

Nâng hạng là cú hích lớn về niềm tin và định vị dòng vốn trung hạn, nhưng chưa đủ để tạo chuyển biến ngay trong ngắn hạn

Tại kỳ đánh giá giữa kỳ tháng 4/2026, Việt Nam chính thức đáp ứng đủ yêu cầu tiếp nối quá trình nâng hạng trong kỳ đánh giá tháng 9 tới. Đánh giá mức độ tác động thực tế của sự kiện nâng hạng chỉ đóng vai trò như một cú hích giải tỏa tâm lý đầu tư và kiến tạo niềm tin bền vững, chứ chưa thể lập tức trở thành lực đẩy chủ động từ dòng tiền đột biến làm thay đổi cục diện thị trường nếu điều kiện vĩ mô không thuận lợi. Hướng về các yếu tố hưởng lợi dài hạn đến từ (1) dòng vốn ngoại sẽ giải ngân dần trải và quy mô không đáng kể, (2) phần bù rủi ro thị trường điều chỉnh giảm sẽ thúc đẩy định giá thị trường hấp dẫn hơn từ phía NĐT ngoại.

- Cụ thể, FTSE Russell đánh giá cao nỗ lực cải cơ chế vận hành thị trường của cơ quan quản lý TTCK Việt Nam. Trong đó, 2 tiến triển lớn là giao dịch không yêu cầu ký quỹ (Non-prefunding) đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và cơ chế môi giới quốc tế (global broker).
- Kafi Research ước tính, Việt Nam sẽ đón quy mô dòng vốn thụ động (Passive Funds) mô phỏng chỉ số đạt xấp xỉ 2.04 tỷ USD. Tuy nhiên trong ngắn hạn cận kề thời điểm nâng hạng, thị trường sẽ chịu áp lực bán cơ cấu cục bộ do các quỹ Cận biên (Frontier) buộc phải thoái vốn, trong khi lộ trình giải ngân của các quỹ Mới nổi (EM) được chia thành 4 giai đoạn để giải ngân, dần trải tới T9/2027.

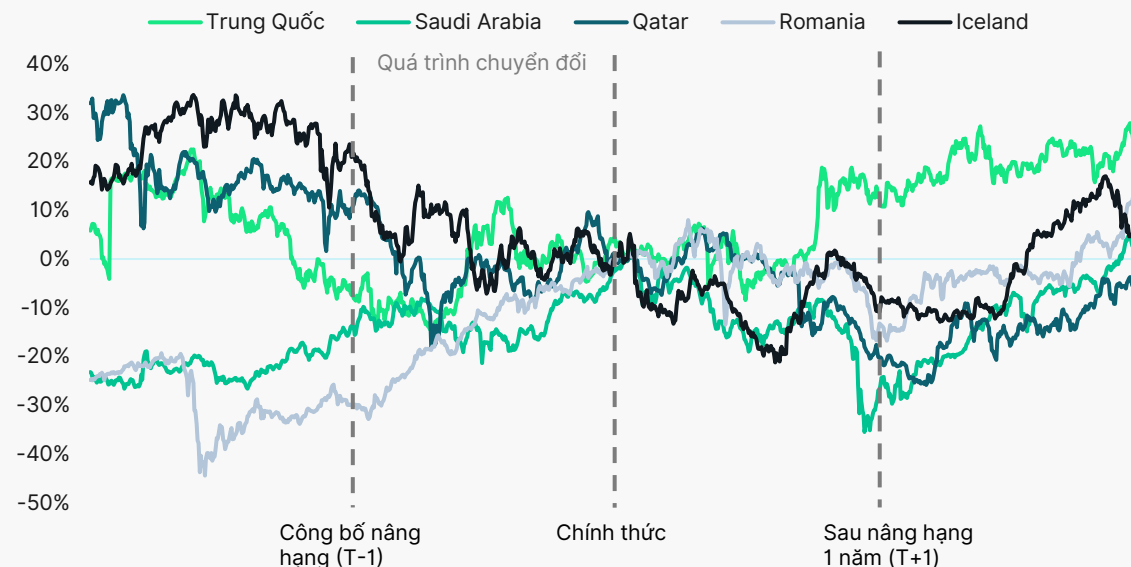
Các cơ chế/chính sách điều chỉnh sau kỳ đánh giá T10/2025

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Quỹ tham chiếu chỉ số	Tỷ trọng	Quy mô AUM (Tỷ USD)	Giá trị giải ngân kỳ vọng (Tỷ USD)
Quỹ ETF FTSE Global All Cap	0.037%	203.6	0.08
Quỹ ETF FTSE Emerging All Cap	0.350%	158.4	0.56
Quỹ ETF FTSE Global All World	0.024%	113.8	0.03
Quỹ ETF FTSE Emerging	0.227%	12	0.03
Mutual Fund		600 -1,000	1.38
Tổng cộng			2.08
Tranche 1 (T9 - 2026) – 10%			0.28
Tranche 2 (T3 - 2027) – 20%			0.42
Tranche 3 (T6 - 2027) – 35%			0.73
Tranche 4 (T9 - 2027) – 35%			0.73

Diễn biến TTCK thế giới thường ẨM ĐẠM tại thời điểm nâng hạng

| Nguồn: LSEG, Investing, Kafi Research



Kịch bản điều hành và tác động đến thị trường

Tổng hợp dẫn chứng nêu trên về điều kiện thị trường, môi trường đầu tư tại H1/2026 không còn thuận lợi như giai đoạn năm 2025 và đặc biệt bị ảnh hưởng xấu bởi rủi ro địa chính trị Trung Đông. Chúng tôi đánh giá thị trường đã hình thành vùng điểm cao trào trong trung – dài hạn (đỉnh) quanh vùng 1900 điểm. Thị trường có xác suất cao hình thành nhịp hồi phục sau biên độ điều chỉnh lớn trong tháng 3, tuy vậy rất khó để thị trường vượt lên vùng điểm số hình thành đầu năm.

Kafi điều chỉnh kỳ vọng về định hướng vận động trong vùng biên tích lũy trong quý 2 (hỗ trợ 1570 – kháng cự 1780 điểm), tương ứng với chiến lược gia tăng tại vùng hỗ trợ và thu hẹp danh mục ở vùng kháng cự. Giữ trạng thái danh mục ở thể thận trọng trong quý 2, và các động lực thúc đẩy mới từ chính sách trong và ngoài nước.

Chủ đề	Cấu phần	Kịch bản tiêu cực (30%)	Kịch bản cơ sở (70%)
Môi trường đầu tư	Chính sách Tiền tệ	NHNN nâng lãi suất điều hành. Nếu biến động địa chính trị leo thang (>3 tháng) buộc NHNN điều hướng chính sách thắt chặt hơn, để giữ cân đối tỷ giá và kim hãm lạm phát. Trước đó, không gian điều hành đã gặp áp lực: Dự trữ ngoại tệ thu hẹp, băng ~2 tháng nhập khẩu và giới hạn hỗ trợ thanh khoản từ phía NHNN	NHNN giữ nguyên lãi suất điều hành
	Lãi suất huy động	+100 bps (Trường hợp NHNN nâng thêm 50 bps lãi suất điều hành)	+20-40% bps. Chúng tôi cho rằng trạng thái thanh khoản hệ thống ngân hàng sẽ ổn định hơn từ quý 2 trở đi (LSHĐ kỳ vọng tạo đỉnh) , dựa trên (1) chính sách tài khóa được hỗ trợ mạnh hơn khi Bộ máy điều hành nhà nước mới vận hành, (2) địa chính trị hạ nhiệt, (3) tỷ lệ LDR (ngân hàng) giảm dần khi đầu ra tín dụng đang được kiểm soát.
	Tỷ giá	+2% YTD	+2.8% YTD
	Chính sách Tài khóa	Kafi kỳ vọng Bộ máy điều hành mới thúc đẩy giải ngân đầu tư công kích hoạt sớm ngay trong quý 2. Chính sách tài khóa đẩy mạnh là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026, bù đắp cho áp lực điều hành trên chính sách tiền tệ. Việc tăng giải ngân ngân sách sẽ hỗ trợ thanh khoản thiếu hụt còn găm giữ tại Kho bạc (mức bội thu Q1/2026 ước đạt 299.3 tỷ đồng).	
Thị trường	Tăng trưởng EPS	+14.3% (điều chỉnh giảm 3% so với dự phóng đầu năm)	+17.3% (giữ nguyên so với dự phóng đầu năm)
	Vùng biên vận động	Động lượng thị trường càng suy yếu bởi áp lực chi phí vốn – kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp thu hẹp. Khả năng thủng đáy 1600 điểm và hướng điều chỉnh về vùng 1400 điểm (P/E 10.5x)	Tái tích lũy (sideway) trong biên độ 1570 – 1780 điểm. Đơn giản, chúng tôi kỳ vọng thị trường đã hình thành vùng hỗ trợ cân bằng nhưng khó bứt bởi điều kiện chi phí đầu tư (lãi suất) vẫn ở mức cao.
	Mức P/E bình quân	~11.5x	~13.5x
	Mức P/E đáy	10.5x	12.7x
	Thanh khoản	GTGD: 23k tỷ /phiên (-14.8% so với Q1)	GTGD: 30-33 tỷ /phiên (+18% so với Q1)
Nhóm ngành ưu tiên	Bảo hiểm, Năng lượng, Tiện ích	Ngân hàng, Xây dựng – VLXD, Bất động sản	

Chủ đề	Cấu phần	Đơn vị	2023	2024	2025	2026F đầu năm	2026F điều chỉnh
Môi trường đầu tư	Tăng trưởng GDP	%YoY	5.05%	7.09%	8.02%	9%	8.6%
	Sản xuất công nghiệp IIP	%YoY	5.76%	8.84%	9.2%	10.5%	10.0%
	Chỉ số quản trị mua hàng PMI (bình quân)	Điểm	48.3	51.0	50.6	>50	>50
	FDI thực hiện	Tỷ USD	23.2	25.4	27.6	29.5	30.1
		%YoY	3.51%	9.35%	9.0%	7.0%	9.0%
	Kim ngạch xuất khẩu	Tỷ USD	354.7	405.9	475.0	527.3	546.2
		%YoY	-4.47%	14.44%	17.0%	11%	15%
	Kim ngạch nhập khẩu	Tỷ USD	326.4	381.0	455.0	505.5	536.1
		%YoY	-9.07%	16.74%	19.4%	11%	17.8%
	Cán cân thương mại	Tỷ USD	44.0	9.0	20.0	~22	~10
Tỷ giá	USD/VND	23,866	24,335	26,377	26,911	27,115	
	%YTD	1.08%	1.97%	3.23%	2%	2.8%	
	CPI	%YoY	3.58%	2.94%	3.31%	~3.8%	~4.3%
Dòng tiền đầu tư	Tăng trưởng tín dụng	%YTD	13.79%	15.09%	19.01%	17.5%	17%
	Giải ngân đầu tư công	Nghìn tỷ VND	663	636	795	993	993
		%YoY	22.9%	-4.1%	25.1%	22.3%	22.3%
		%KH TTCP	93.1%	93.1%	87.1%	92.0%	92.0%
Chi phí đầu tư	Lãi suất huy động bình quân	%/năm	6.84%	4.79%	4.97%	5.50%	6.20%
	Lãi suất OMO	%/năm	4.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%

Thị trường

Tổng quan diễn biến thị trường



TỔNG QUAN Q1/2026

VN-Index trong bối cảnh toàn cầu: Sự trở dậy của nội lực

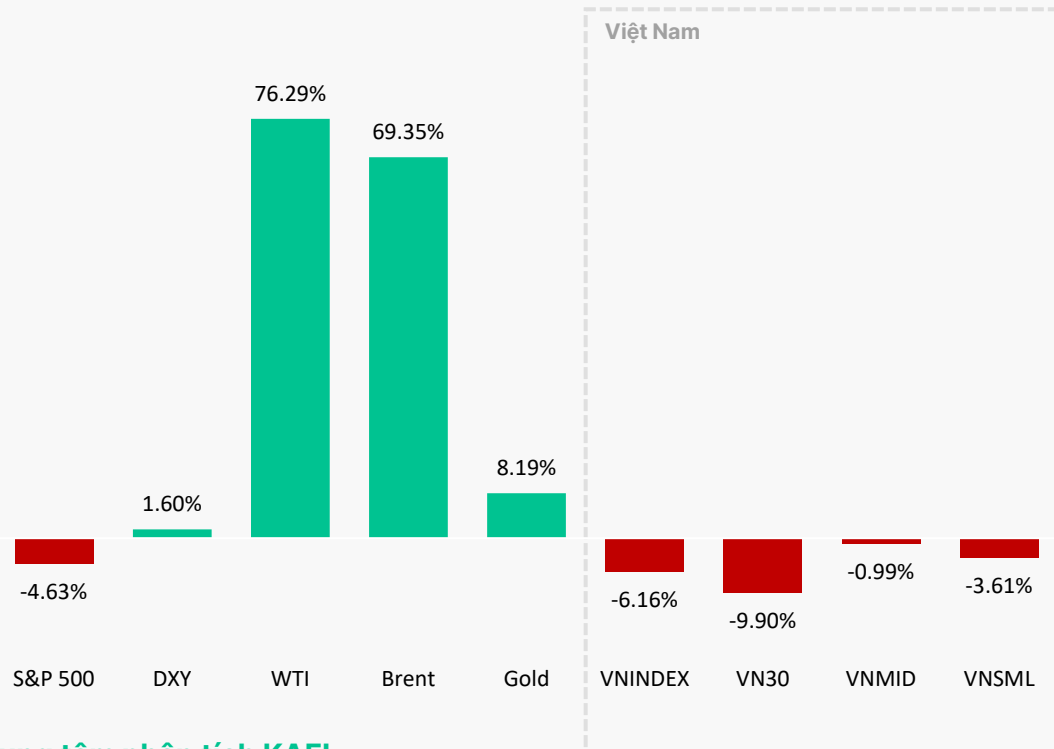
Bước sang quý 1/2026, thị trường chứng khoán Việt Nam trải qua sự chuyển trạng thái rõ rệt từ **risk-on sang risk-off** dưới tác động của các yếu tố ngoại biên. Trong nửa đầu quý, VN-Index duy trì xu hướng tăng thận trọng, với dòng tiền tập trung vào nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn, giúp chỉ số có thời điểm tiếp cận vùng 1,900 điểm.

Tuy nhiên, căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông leo thang đã kích hoạt làn sóng giảm giá trên thị trường tài chính toàn cầu, kéo theo sự gia tăng mạnh của giá dầu và hàng hóa. Diễn biến này nhanh chóng đảo chiều tâm lý nhà đầu tư, khiến dòng tiền rút khỏi các thị trường cận biên và mới nổi.

Kết thúc quý, VN-Index giảm -6.16%, trong khi VN30 giảm **-9.90%**, phản ánh áp lực bán tập trung ở nhóm cổ phiếu trụ. So với các tài sản toàn cầu, thị trường Việt Nam thuộc nhóm có hiệu suất kém trong bối cảnh giá hàng hóa tăng mạnh.

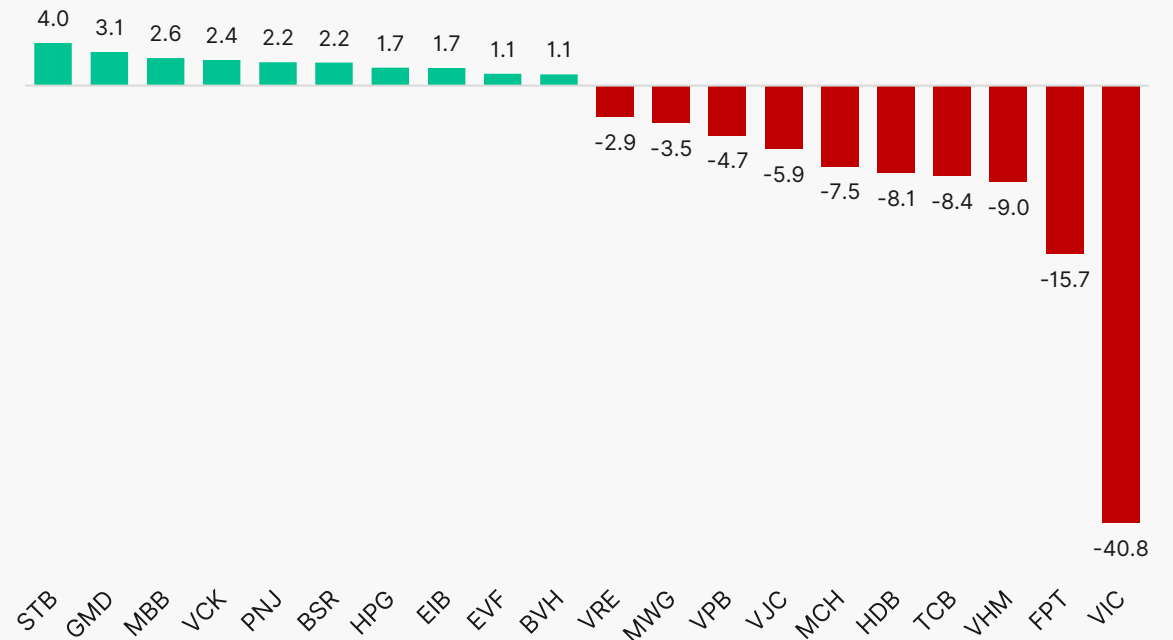
Hiệu suất của VN-Index so với các chỉ số chính trong khu vực và toàn cầu

| Nguồn: Fiipro-X, Kafi Research



Đóng góp điểm số của Top cổ phiếu ảnh hưởng chỉ số

| Nguồn: Fiipro-X, Kafi Research



TỔNG QUAN Q1/2026

Dòng tiền xoay trục theo giá hàng hóa và địa chính trị

Diễn biến thị trường trong nửa sau quý 1 cho thấy sự phân hóa rõ nét giữa các nhóm ngành, với dòng tiền tập trung vào các chủ đề liên quan đến giá hàng hóa và yếu tố địa chính trị. Các nhóm Dầu khí, Hóa chất, Cảng biển và Điện ghi nhận diễn biến tích cực nhờ hưởng lợi từ giá dầu tăng và chi phí logistics gia tăng, cùng với các yếu tố hỗ trợ từ chính sách.

Ngược lại, phần lớn các nhóm ngành còn lại chịu áp lực điều chỉnh trong bối cảnh tỷ giá tăng, chi phí đầu vào cao và rủi ro lạm phát quay trở lại. Các nhóm nhạy cảm với chu kỳ kinh tế như Ngân hàng, Bán lẻ và Bất động sản ghi nhận diễn biến kém tích cực hơn.

Nhìn chung, dòng tiền chuyển dịch sang các nhóm ngành **mang tính phòng thủ và hưởng lợi ngắn hạn**.

Tỷ trọng phân bổ dòng tiền tại các nhóm vốn hóa và nhóm ngành qua các tháng của năm 2025

Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research

	04/2025	05/2025	06/2025	07/2025	08/2025	09/2025	10/2025	11/2025	12/2025	01/2026	02/2026	03/2026	YTD	% Thay đổi GTKL	
VN30	56.4%	50.2%	46.0%	45.3%	51.0%	52.2%	55.8%	53.3%	58.2%	61.2%	58.2%	53.4%	-9.9%	4.5%	Dòng tiền tại nhóm vốn hóa lớn duy trì tăng
VNMIID	34.0%	37.4%	40.6%	42.4%	38.2%	38.8%	36.3%	38.7%	31.0%	29.7%	33.6%	36.8%	-1.0%	-3.7%	
VNSML	6.7%	8.1%	9.3%	8.7%	7.5%	6.1%	5.0%	5.5%	5.5%	4.5%	5.2%	5.6%	-3.6%	-2.7%	
Dầu khí	1.5%	1.5%	3.3%	1.8%	2.4%	1.9%	1.5%	3.4%	2.4%	5.9%	6.3%	7.3%	51.3%	179.4%	Dòng tiền dẫn dắt
Bảo hiểm	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.6%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	36.9%	117.2%	
Hàng cá nhân & Gia dụng	1.1%	1.2%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	1.0%	1.8%	1.3%	8.4%	119.1%	
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	1.5%	1.8%	2.0%	1.4%	1.2%	1.2%	0.9%	1.2%	1.4%	2.5%	2.3%	3.2%	10.9%	151.3%	
Hóa chất	3.1%	3.5%	4.4%	3.5%	2.7%	1.8%	1.7%	2.7%	3.0%	3.5%	4.0%	5.9%	19.7%	95.8%	
Bán lẻ	3.1%	3.1%	3.5%	2.8%	2.4%	2.6%	2.8%	2.9%	3.6%	3.0%	4.2%	3.6%	-2.2%	17.4%	Dòng tiền hồi phục
Dịch vụ tài chính	13.9%	12.8%	12.7%	18.7%	17.9%	17.2%	17.0%	16.1%	13.7%	13.6%	11.0%	15.0%	0.9%	-10.1%	
Công nghệ Thông tin	4.9%	4.2%	3.6%	2.9%	2.6%	3.8%	3.3%	3.7%	2.4%	3.3%	5.2%	3.6%	20.9%	24.3%	
Tài nguyên Cơ bản	5.3%	4.5%	5.0%	5.6%	6.1%	8.6%	5.2%	4.8%	4.5%	4.2%	6.4%	5.2%	1.5%	1.5%	
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	5.4%	6.9%	6.0%	6.4%	5.0%	4.5%	6.3%	6.7%	5.7%	5.1%	5.4%	6.0%	-1.3%	-15.5%	
Ô tô và phụ tùng	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	0.7%	1.5%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	9.2%	-24.4%	Dòng tiền suy yếu
Y tế	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	2.0%	-44.7%	
Du lịch và Giải trí	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.0%	1.2%	1.9%	2.4%	3.9%	1.5%	1.1%	1.1%	-14.5%	-50.7%	
Xây dựng và Vật liệu	4.7%	5.7%	5.5%	5.6%	6.0%	6.1%	5.5%	4.9%	4.4%	3.9%	4.3%	5.2%	7.5%	-7.2%	
Thực phẩm và đồ uống	7.1%	7.5%	8.3%	6.6%	6.1%	5.9%	6.5%	7.3%	8.1%	6.8%	7.4%	5.7%	-48.4%	-2.8%	
Ngân hàng	26.7%	26.1%	23.3%	23.9%	28.6%	25.7%	24.8%	22.3%	25.2%	28.4%	25.1%	22.5%	-1.0%	8.2%	
Bất động sản	18.9%	18.3%	17.9%	17.2%	15.9%	16.9%	20.9%	18.7%	19.7%	15.4%	13.5%	13.0%	-15.5%	-27.0%	

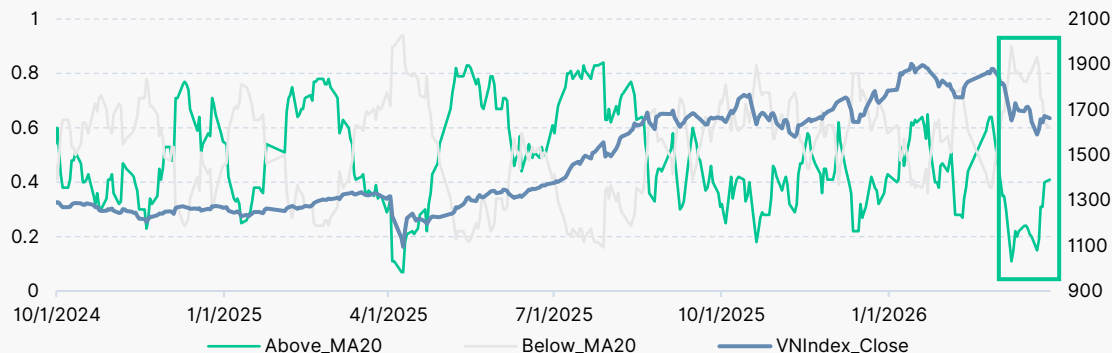
TỔNG QUAN Q1/2026

Độ rộng co hẹp, nhịp hồi thiếu xác nhận

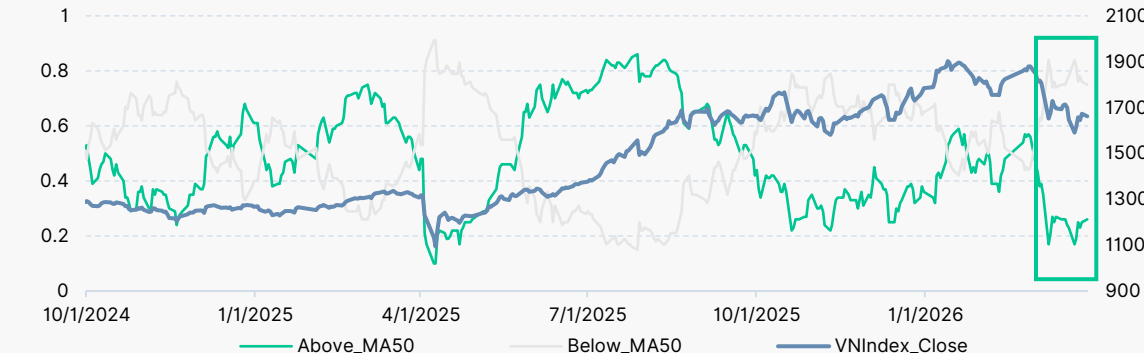
Độ rộng cổ phiếu trên/dưới các đường MA

| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research, Đơn vị: %

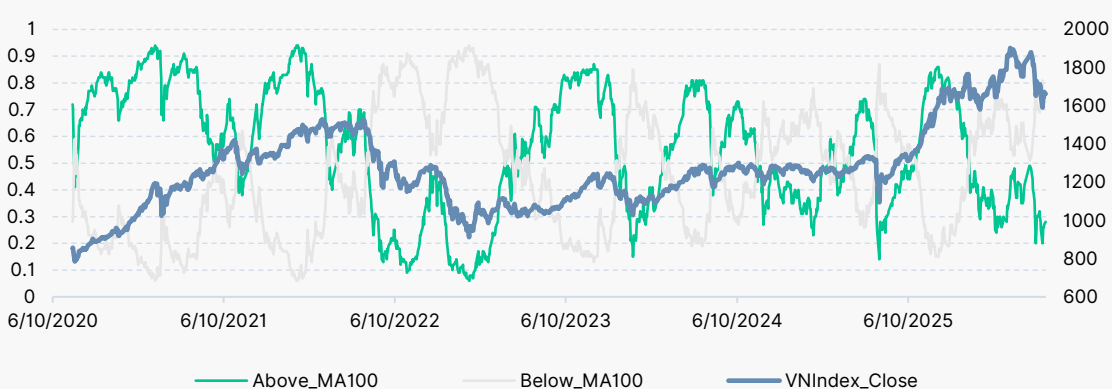
MA20



MA50



MA100



MA200



Độ rộng thị trường suy yếu đáng kể trong giai đoạn điều chỉnh của quý 1, khi tỷ lệ cổ phiếu giao dịch dưới các đường trung bình quan trọng (MA20, MA50, MA100, MA200) đồng loạt gia tăng, cho thấy áp lực bán lan tỏa trên diện rộng.

Dù thị trường ghi nhận sự cải thiện nhất định vào cuối quý khi số lượng cổ phiếu quay trở lại trên MA20 tăng lên, tín hiệu này chủ yếu mang tính ngắn hạn. Các chỉ báo trung và dài hạn vẫn duy trì ở mức yếu, phản ánh nền tảng xu hướng chưa được củng cố.

Nhịp hồi hiện tại mang tính kỹ thuật hơn là xác nhận xu hướng, và cần thêm thời gian tích lũy để hình thành nền bền vững.

TỔNG QUAN Q1/2026

Áp lực bán ròng duy trì, dòng vốn ngoại chưa quay trở lại

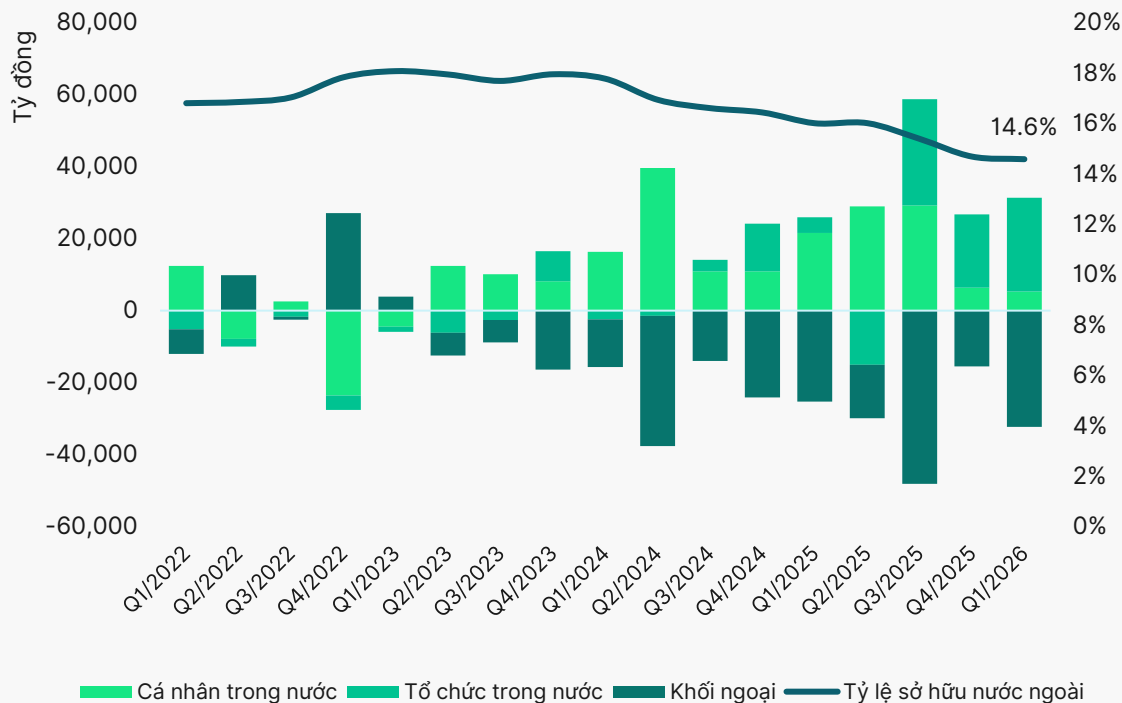
Dòng vốn ngoại tiếp tục duy trì trạng thái bán ròng trong suốt quý 1, với áp lực bán tập trung chủ yếu ở các nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn như Ngân hàng, Bất động sản và Công nghệ. Điều này tạo thêm áp lực lên chỉ số trong bối cảnh dòng tiền nội chưa đủ mạnh để hấp thụ hoàn toàn lượng cung.

Xu hướng này phản ánh sự thận trọng của nhà đầu tư nước ngoài trước các biến động vĩ mô toàn cầu, bao gồm rủi ro địa chính trị và xu hướng dịch chuyển dòng vốn sang các tài sản an toàn hơn. Đáng chú ý, dù kỳ vọng nâng hạng thị trường theo FTSE được đánh giá tích cực, yếu tố này hiện chưa đủ để thu hút dòng vốn quay trở lại.

Dòng vốn ngoại **chưa đóng vai trò hỗ trợ xu hướng**, khiến thị trường vẫn phụ thuộc chủ yếu vào dòng tiền nội.

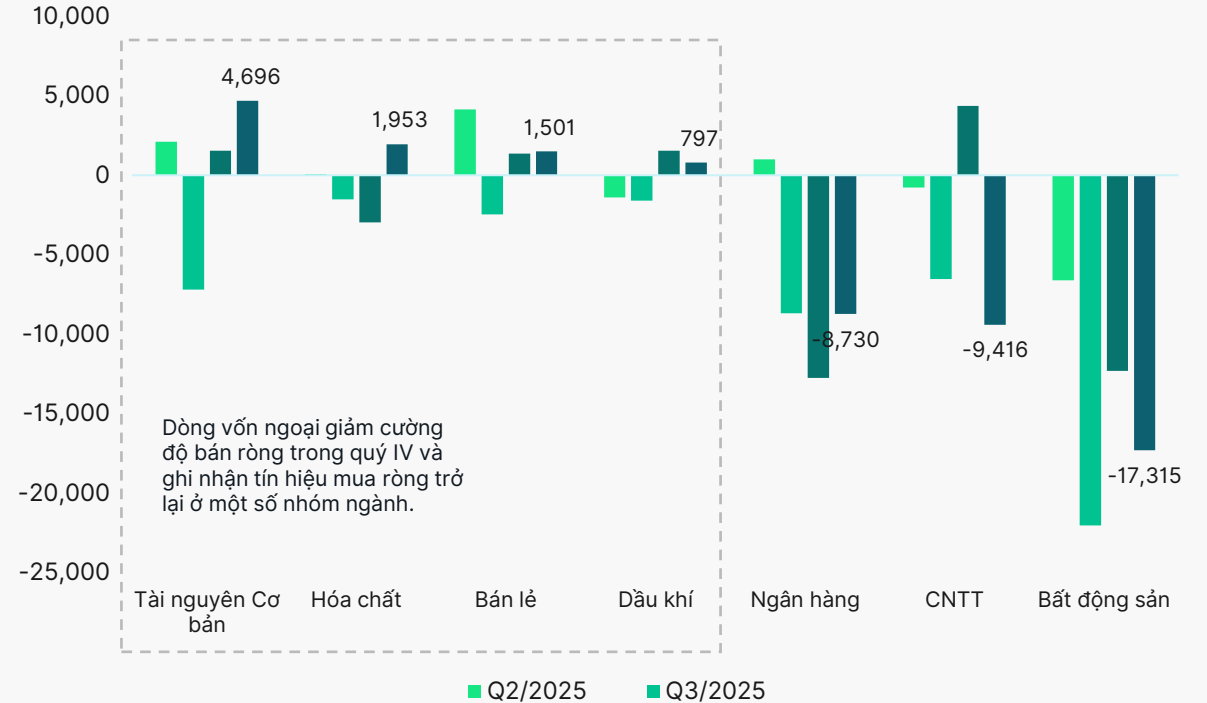
Diễn biến dòng vốn ngoại theo thời gian và lũy kế năm 2025

| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



GTGD ròng của khối ngoại tại các nhóm ngành

| Nguồn: Kafi Research, Đơn vị: Tỷ VNĐ



Định giá

Định giá phân hóa

Mặt bằng P/E 13.5x của VN-Index đã chiết khấu gần như trọn vẹn các rủi ro địa chính trị và áp lực chi phí vốn gia tăng. Kafi đánh giá đây là "vùng định giá cân bằng", thiết lập một biên an toàn lý tưởng cho dòng tiền lớn. Mặc dù kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận (EPS) toàn thị trường được tinh chỉnh từ 17% xuống mức thực tế hơn là 14% YoY, định giá hiện tại vẫn cung cấp tỷ lệ Lợi nhuận/Rủi ro cực kỳ hấp dẫn. Nếu loại trừ kịch bản cực đoan NHNN buộc phải đảo chiều nâng lãi suất, rủi ro thị trường sụt giảm sâu khởi vùng giá hiện tại là rất hạn chế.

Bức tranh định giá Quý 1/2026 bộc lộ sự phân hóa sắc nét dưới sức ép của môi trường vĩ mô. Dòng tiền thể hiện rõ khẩu vị phòng thủ khi chỉ ưu tiên neo đậu tại nhóm hưởng lợi trực tiếp từ diễn biến giá hàng hóa (Năng lượng, Dầu khí) và các doanh nghiệp có xúc tác từ dòng vốn Nhà nước; trong khi phần lớn thị trường chịu sức ép định giá lại (re-rating) do lo ngại lãi suất duy trì ở mức cao. Ngoài chiến lược đầu tư theo chủ đề phòng thủ, NĐT có thể lựa chọn vị thế với nhóm ngành có sự điều chỉnh lớn (under-value), tức vị thế mua an toàn như Bất động sản, Công nghệ.

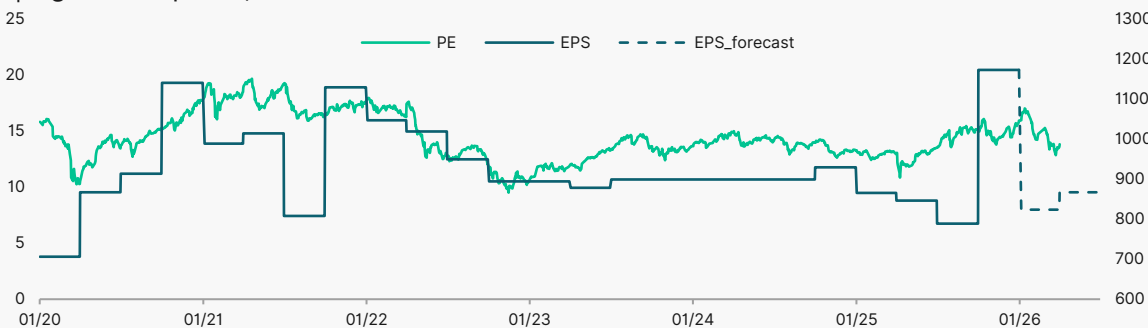
Chỉ số P/E của VN-Index theo thời gian

Nguồn: Fiipro-X, Kafi Research



Biểu đồ tương quan VNIndex và EPS

Nguồn: Fiipro-X, Kafi Research



Định giá theo từng nhóm ngành

Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Danh mục chiến lược

Cơ cấu danh mục
Tiêu điểm doanh nghiệp



Hiệu suất đầu tư

Chênh lệch hiệu suất đầu tư của DMCL đã thu hẹp so với VNIndex

Danh mục chiến lược Kafi đạt hiệu suất 1.22% trong quý 1 năm 2026 (kể từ thời điểm công bố báo cáo ngày 05/01), và đạt tăng trưởng 10.6% kể từ thời điểm thành lập danh mục tại quý 2/2025.

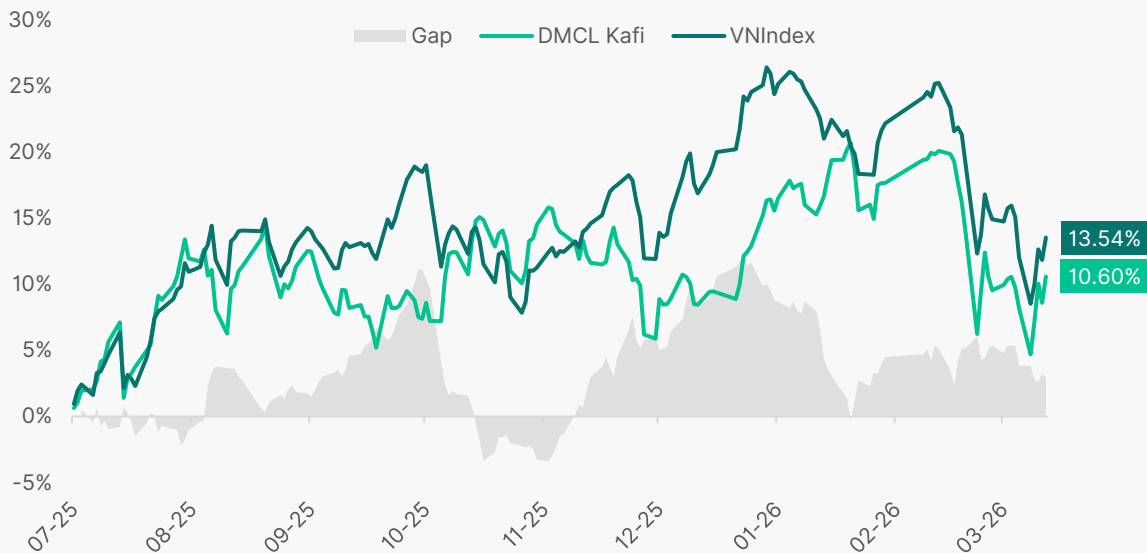
- Đánh giá, DMCL Kafi vượt trội thị trường bởi sự mất cân đối về cấu trúc tăng của thị trường tập trung ở một số cổ phiếu vốn hóa lớn, rủi ro điều chỉnh cục bộ ở nhóm này không gây ảnh hưởng đến DMCL của Kafi. Nếu NĐT bám sát và có chiến lược giao dịch chủ động hoàn toàn có thể ghi nhận tỷ suất sinh lời trên 20-50% đối với các khuyến nghị như VCB, PNJ, IDC, POW, PVS.
- Chúng tôi bảo lưu việc cơ cấu danh mục trên triết lý đầu tư cân bằng. Tuy vậy sẽ đẩy mức độ phòng thủ lên cao trong chiến lược cơ cấu danh mục trong quý 2/2026. **Việc giải ngân vào các nhóm cổ phiếu cơ bản có định giá tốt là phương án an toàn, chấp nhận giảm độ tương quan (beta) với VNIndex trong khoảng 3-6 tháng tới.**

Minh bạch, công bố thông tin:

- Triết lý đầu tư của Danh mục chiến lược Kafi tập trung vào yếu tố tăng trưởng của doanh nghiệp (đánh giá cập nhật cho KQKD 12T tiếp theo).
- Phương pháp tính hiệu suất DMCL quý: Thời điểm công bố báo cáo là thời điểm mở vị thế, hiệu suất được tính đến ngày công bố BCCL tiếp theo. Do thời điểm công bố BCCL chỉ 1 lần vào cuối quý, do đó NĐT chủ động mua/bán theo các cơ hội đầu tư được khuyến nghị để có hiệu suất thực tế cao hơn DMCL Kafi chỉ được đánh giá cuối kỳ. Lưu ý, cổ phiếu được thêm vào DMCL nếu có mức điều chỉnh trên 10% -15%, NĐT cân nhắc hạ tỷ trọng 50%-100% vị thế cổ phiếu để quản trị danh mục đầu tư tổng thể.

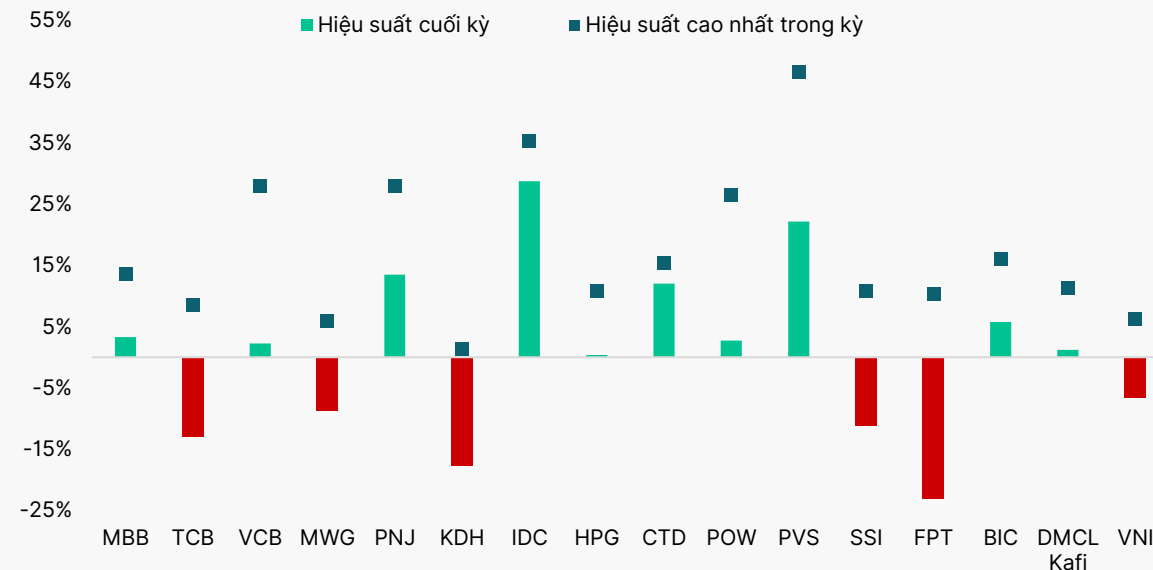
Hiệu suất đầu tư của Danh mục chiến lược (DMCL) Kafi

Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Tổng hợp hiệu suất doanh mục cổ phiếu riêng trong Q1/2026*

Nguồn: Kafi Research tổng hợp



*Hiệu suất BCCL năm 2025 được tính tại giá đóng cửa ngày 31/03

Cơ cấu danh mục

Phòng thủ danh mục cho chiến lược cả năm 2026

Kế hoạch đầu tư trong H1/2026, Kafi nhận định xu hướng vĩ mô và chu kỳ thị trường chứng khoán vẫn đang ủng hộ cho vị thế nắm giữ cổ phiếu với vị thế khuyến nghị 60-80% danh mục. Chúng tôi đánh giá động lượng thị trường suy yếu hơn so với cấu trúc tích cực của năm 2025, dẫn đến chiến lược giao dịch cần thận trọng.

- Ngắn hạn, diễn biến thị trường trong tháng 4 có thể xuất hiện nhịp hồi dựa trên (1) bộ máy điều hành Nhà nước mới, (2) kết quả điều tra nâng hạn giữa kỳ, (3) kỳ vọng ảnh hưởng từ địa chính trị thu hẹp. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá đây là thời điểm tốt để cấu trúc danh mục theo hướng phòng thủ hơn và bảo lưu nhận định vùng 1800-1900 điểm là ngưỡng kháng cự trung – dài hạn mà điều kiện vĩ mô – thị trường hiện tại không thuận lợi để thử thách trở lại.
- Điểm lưu ý với vị thế giao dịch mới: (1) các chiến lược giao dịch chủ động ưu tiên giao dịch trong tháng 4, (2) tuân thủ chặt chẽ kỷ luật quản trị rủi ro (stop-loss) và ưu tiên hiện thực hóa lợi nhuận nhanh thay vì chiến lược nắm giữ “buy & hold”, (3) tiết chế sử dụng đòn bẩy (margin) và không mua đuổi (FOMO) trong các phiên thị trường hưng phấn.
- Cơ cấu DMCL Kafi: Chúng tôi thu hẹp danh mục tổng thể để đánh giá thêm các yếu tố rủi ro hiện hữu, tạm thời bổ sung các cổ phiếu bám theo chủ đề về đầu tư công, doanh nghiệp nhà nước và tiện ích. Trường hợp cổ phiếu FPT, KDH, SSI, MWG chúng tôi loại cổ phiếu ra khỏi danh mục vì tiềm ẩn rủi ro về hoạt động kinh doanh điều chỉnh.

Cập nhật DMCL các kỳ

| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Kỳ đầu tư	Danh sách nắm giữ	Danh sách thêm vào/loại bỏ
Q2/2026	MBB, VCB, CTD, HPG, PVS, BIC	CTG, REE, BMP TCB, MWG, PNJ, KDH, IDC, POW, SSI, FPT
Q1/2026	MBB, VCB, CTD, HPG, IDC, PVS, FPT, MWG, SSI	TCB, KDH, POW, PNJ, BIC DGW, NLG, DGC
Q4/2025	MBB, DGW, NLG, HPG, FPT	VCB, MWG, SSI, CTD, DGC, IDC, PVS VPB, VCG, BMP, CMG, VCI
Q3/2025	MBB, VPB, DGW, NLG, HPG, VCG, BMP, FPT, CMG, VCI	

Cổ phiếu	Tăng trưởng	Định giá	Động lượng kỹ thuật	Khuyến nghị hành động
MBB	●	+	●	Nắm giữ
CTG	●	+	●	Mua mới
VCB	●	+	●	Nắm giữ
HPG	+	●	●	Nắm giữ
CTD	+	+	●	Nắm giữ
BMP	●	●	●	Mua mới
PVS	●	●	●	Nắm giữ
BIC	●	+	●	Mua mới

VCB

Giá mục tiêu cơ bản: 74,100 VND
 Điểm mua kỹ thuật: 58,000-60,000 VND

VỮNG NỀN TẢNG - ĐÓN SÓNG NQ 79

Luận điểm đầu tư:

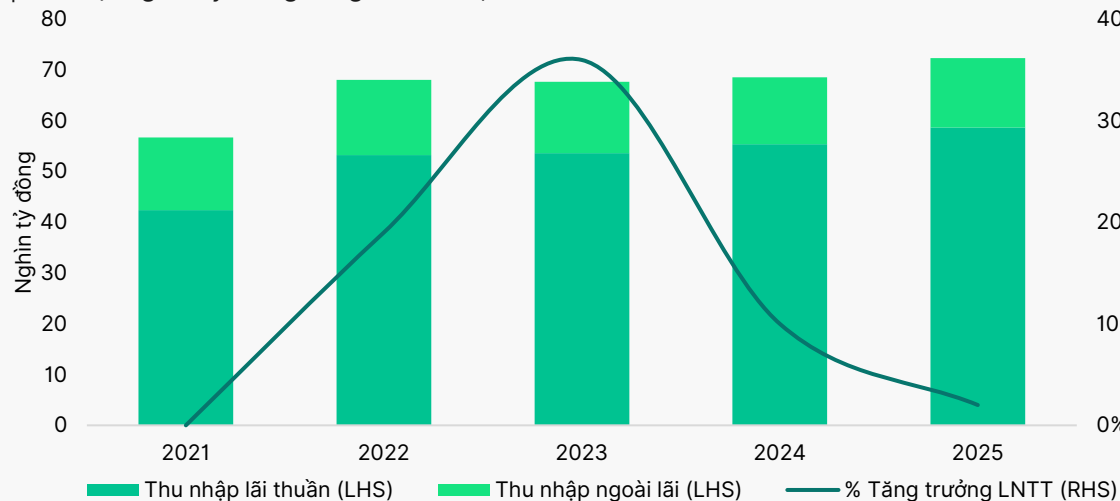
- **Tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành.** VCB sở hữu lợi thế tăng trưởng tín dụng vượt trội nhờ đặc quyền từ NHNN khi tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém, với hạn mức 2026 dự kiến 13-18% (so với ~12-13% toàn hệ thống). Kết hợp với nền tảng CASA mạnh giúp duy trì chi phí huy động thấp, NIM dự kiến ổn định quanh 2.6-2.7%, hỗ trợ Thu nhập lãi thuần tăng trưởng hai chữ số.
- **Dẫn đầu chất lượng tài sản.** Chất lượng tài sản tiếp tục là điểm nhấn khi VCB đã xử lý mạnh nợ xấu trong 2025 (Tỷ lệ Nợ xấu nội bảng ~0.58%, LLCR ~259%), đồng thời giảm đáng kể các nhóm nợ rủi ro. Việc áp dụng chuẩn cao hơn hướng tới Basel III củng cố nền tảng vốn và tạo dư địa mở rộng tín dụng bán buôn (FDI, hạ tầng). VCB duy trì vị thế phòng thủ tốt nhất trong nhóm SOCBs. Ngoài ra, dư địa hoàn nhập dự phòng sau khi xử lý nợ xấu giúp tăng lợi nhuận trong các năm tới, đặc biệt khi chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện.
- **Tái định giá từ bán 6.5% vốn cho nhà đầu tư chuyên nghiệp.** Catalyst chính đến từ kế hoạch phát hành riêng lẻ ~6.5% vốn (quy mô ~1.5 tỷ USD), có thể thúc đẩy re-rating từ mức P/B hiện tại ~2.1x lên vùng 2.8-3.0x, đồng thời củng cố CAR và hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.
- **Rủi ro:** Khả năng tái định giá diễn ra chậm hơn kỳ vọng do thị trường biến động;

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	484,629 tỷ đồng
SLCP lưu hành	8,355 tr cp
Biên độ 52W	52,122 - 76,000
KLGD TB 3T	12,464,075 cp
Beta	0.84
P/B hiện tại	2.1x
P/B TB 5 năm	3x
P/B ngành	1.5x

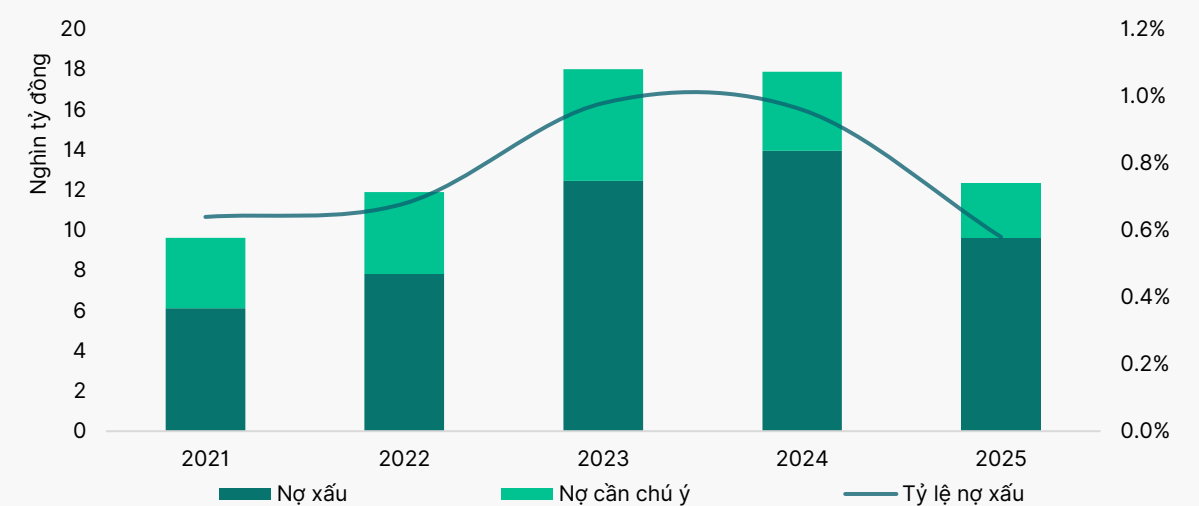
Kết quả kinh doanh của VCB qua các năm

| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: VCB, Kafi research



Chất lượng tài sản

| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng, Nguồn: VCB, Kafi research



MBB

Giá mục tiêu cơ bản: 35,500 VND

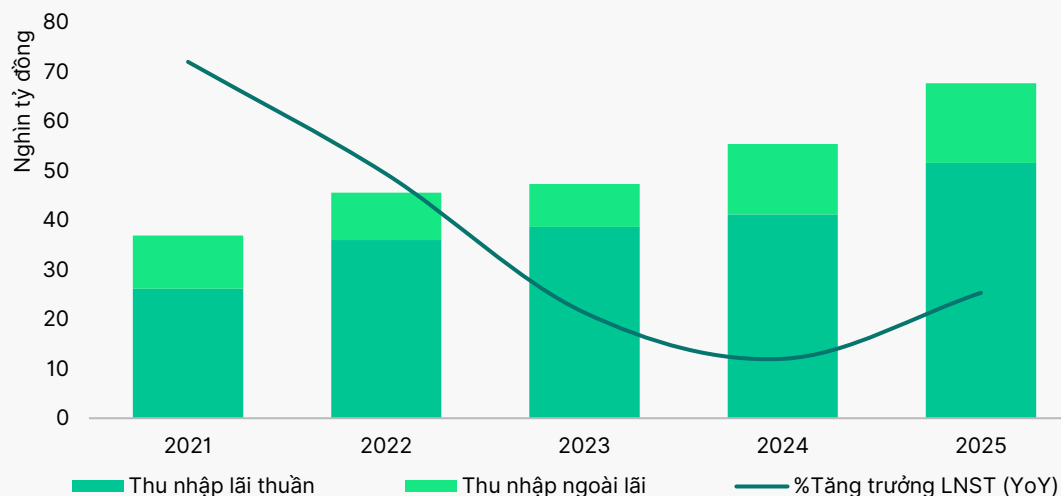
Điểm mua kỹ thuật: 25,500-26,000 VND

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	209,027 tỷ đồng
SLCP lưu hành	8,054 tr cp
Biên độ 52W	15,500 – 29,000
KLGD TB 3T	33,448,064 cp
Beta	0.8
P/B hiện tại	1.5x
P/B TB 5 năm	1.3x
P/B ngành	1.5x

Kết quả kinh doanh của MBB qua các năm

| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: MBB, Kafi research



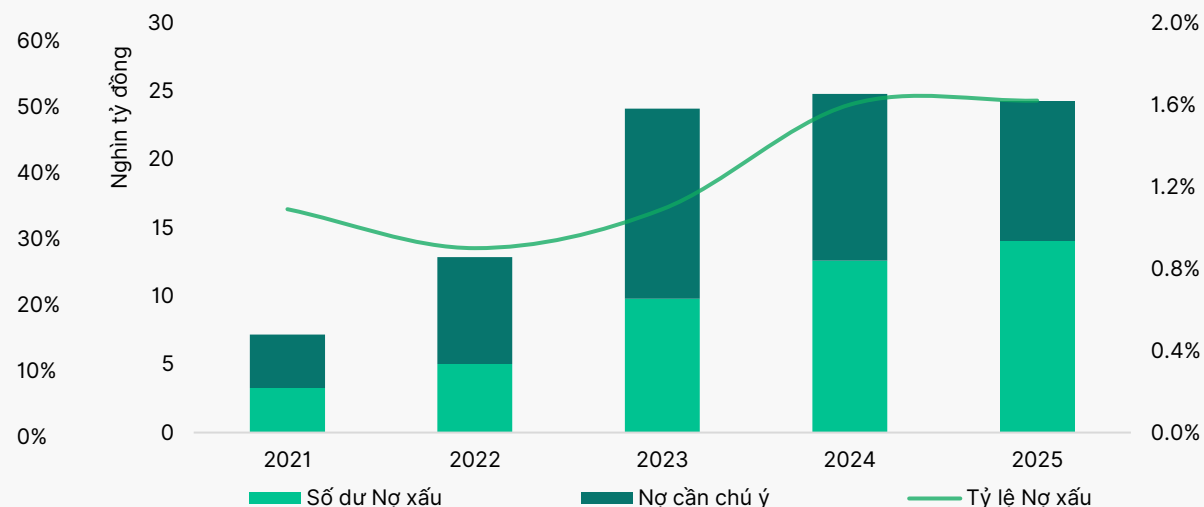
TĂNG TRƯỞNG TOÀN DIỆN

Luận điểm đầu tư:

- **Động lực tăng trưởng quy mô tín dụng vượt trội nhờ nhận chuyển giao ngân hàng yếu kém:** Trong khi trung bình toàn ngành năm 2026 dự kiến chỉ tăng trưởng tín dụng khoảng 15%, MBB được kỳ vọng bứt phá với mức tăng 30.5%. MBB đang hướng tới giai đoạn 2026 - 2030 với việc chuẩn bị nguồn lực tham gia các siêu dự án quốc gia và các dự án ngách. Tín dụng bán lẻ hiện chiếm 45% dư nợ và sẽ tăng thêm 1.5% - 2%/năm. Trong mảng bất động sản, MBB chuyển hướng dòng vốn sang nhóm khách hàng có nhu cầu ở thực với lãi suất cạnh tranh 6.5 – 9.5%.
- **Năng lực bảo vệ Biên lãi ròng (NIM) ở mức 4%:** Dù chi phí vốn của toàn ngành dự báo chịu áp lực tăng, MBB vẫn kiểm soát tốt nhờ duy trì vị thế tỷ lệ CASA lớn (37.8%). Nhờ tệp 35 triệu KH, tiền gửi tăng trưởng mạnh 29% với lãi suất huy động trung bình chỉ 5.1% – thuộc nhóm thấp nhất ngành. MBB chọn chiến lược giữ lãi suất hợp lý để bù đắp chi phí. Nhờ vậy, NIM được dự báo sẽ đi ngang quanh mức 4% năm 2026.
- **Chất lượng tài sản được củng cố:** năm 2025, MBB chủ động trích lập 9.3 nghìn tỷ đồng, giúp tỷ lệ LLR duy trì quanh 100%, tạo bộ đệm an toàn trước chu kỳ BĐS điều chỉnh. Tỷ trọng trái phiếu BĐS giảm còn 10% danh mục. Với Novaland, MBB giữ nguyên nhóm 1 nhưng không cấp thêm dư nợ và yêu cầu TSĐB vượt dư nợ hiện hữu. Để đáp ứng đà tăng trưởng tín dụng cao và tuân thủ chuẩn mực Basel III, ban lãnh đạo dự kiến sẽ có kế hoạch tăng vốn trong giai đoạn 2026–2028.

Chất lượng tài sản

| Nguồn: MBB, Kafi research



CTG

Giá mục tiêu cơ bản: 43,400 VND
Điểm mua kỹ thuật: 34,000-35,500 VND

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	268,736 tỷ đồng
SLCP lưu hành	7,766 tr cp
Biên độ 52W	23,182 – 41,500
KLGD TB 3T	16,332 cp
Beta	0.78
P/B hiện tại	1.4x
P/B TB 5 năm	1.4x
P/B ngành	1.5x

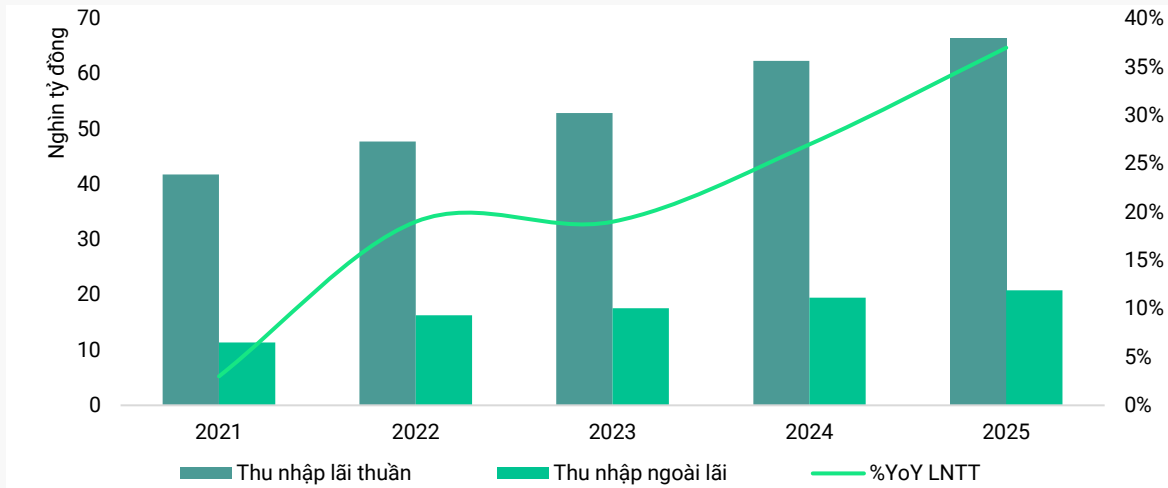
ROE BỀN VỮNG 2026

Luận điểm đầu tư:

- **Lợi nhuận đột biến từ việc bán Vietcombank Tower và thu hồi TSDB:** Ngân hàng cùng đối tác đang nỗ lực hoàn thành việc chuyển nhượng dự án này ngay trong nửa đầu năm 2026. Việc chuyển nhượng được xác nhận sẽ bám sát nguyên tắc giá thị trường. Việc thanh lý tài sản lớn sẽ tạo ra dòng thu nhập bất thường, đóng góp trực tiếp lên lợi nhuận ròng trong ngắn hạn. Năm 2026, CTG ước tính sẽ thu hồi 10 nghìn tỷ đồng từ xử lý tài sản đảm bảo.
- **Chất lượng tài sản :** Bộ đệm dự phòng dày và danh mục tín dụng ít nhạy cảm với bất động sản dân dụng sẽ bảo vệ lợi nhuận cốt lõi của CTG trong bối cảnh vĩ mô biến động. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của CTG hiện duy trì ở mức rất cao là 158.8% và mục tiêu định hướng năm 2026 sẽ tiếp tục duy trì quanh mức 160-170%. Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.1%. Cơ cấu cho vay rủi ro thấp khi dư nợ bất động sản chỉ chiếm khoảng 20%, trong khi 85% dư nợ được phân bổ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh.
- **Khả năng duy trì ROE > 21% trong năm 2026:** CTG được kỳ vọng duy trì ROE trên 21% nhờ tăng trưởng tín dụng hưởng lợi từ đầu tư công, lợi thế cho vay lãi suất thấp ở nhóm khách hàng doanh nghiệp, và NIM ổn định quanh 2.6% nhờ CASA duy trì cao khoảng 25%. Bên cạnh đó, chất lượng tài sản ổn định và chi phí tín dụng được kiểm soát sẽ tiếp tục hỗ trợ khả năng sinh lời.
- **Rủi ro:** biến động vĩ mô hơn dự kiến, khiến NIM thu hẹp và tăng trưởng tín dụng khiêm tốn, ảnh hưởng đến KQKD.

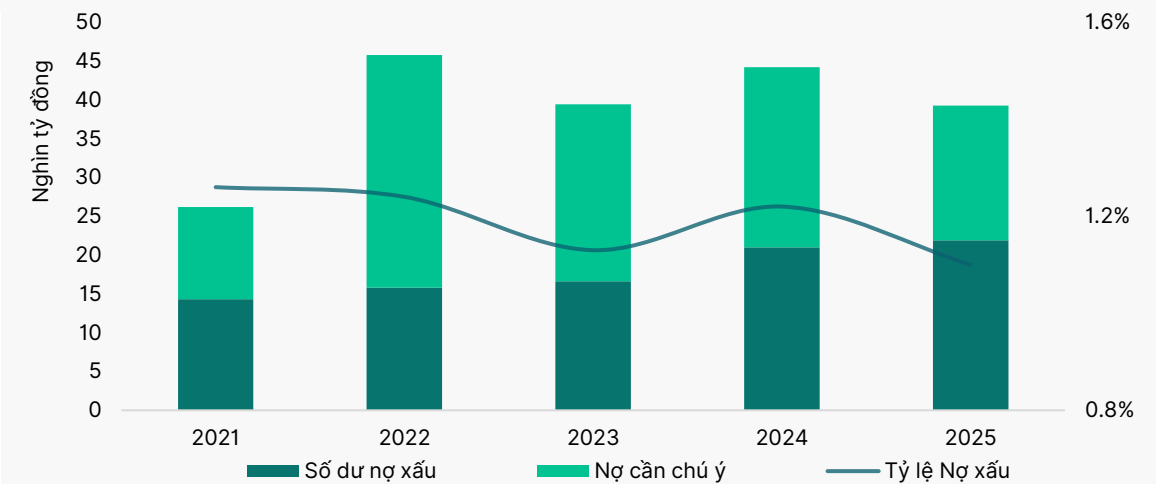
Kết quả kinh doanh của CTG qua các năm

| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: CTG, Kafi research



Chất lượng tài sản

| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: CTG, Kafi research



CTD

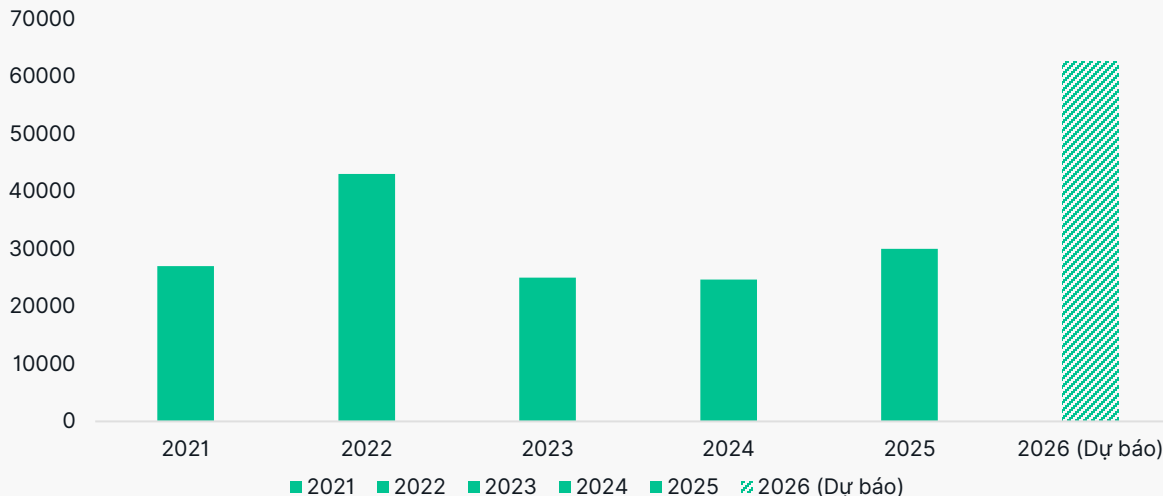
Giá mục tiêu cơ bản: 94,000 VND
 Điểm mua kỹ thuật: 77,000-81,000 VND

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	8,211.181 tỷ đồng
SLCP lưu hành	106,500.4 tr cp
Biên độ 52W	60,522 – 97,419
KLGD TB 3T	1,171 tr cp
Beta	0.95
P/B hiện tại	0.91x
P/B TB 5 năm	0.87x
P/B ngành	1.33x

Lượng backlog của CTD qua các năm

| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: CTD, Kafi research



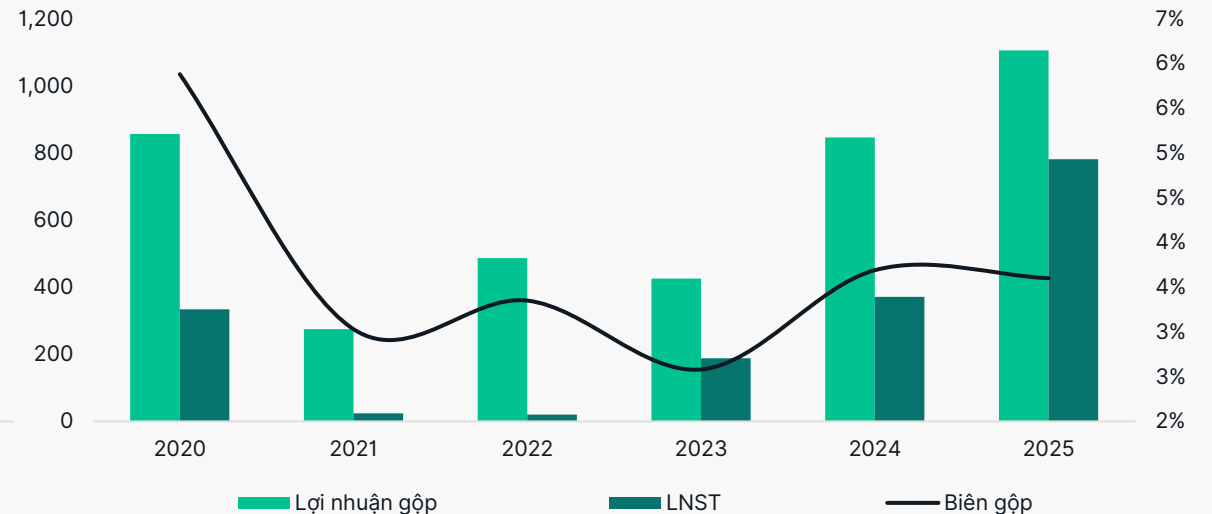
CÙNG CỐ VỊ THẾ ĐẦU NGÀNH

Luận điểm đầu tư:

- **Backlog kỷ lục:** CTD đang nắm giữ 62,500 tỷ VND backlog (+78% YoY) trong đó khoảng 94% từ khách hàng lặp lại (Vingroup, Sun Group, Masterise). Kết quả H1 FY2026 cho thấy doanh thu CTD đạt 17,459 tỷ (+50%), lãi ròng 523 tỷ (75% kế hoạch cả năm) chứng minh năng lực chuyển hóa backlog vẫn được duy trì ổn định nhưng không có sự bứt phá đáng kể..
- **Đa dạng hóa sang hạ tầng và quốc tế giảm rủi ro chu kỳ BĐS:** CTD đã trúng thầu tại sân bay Long Thành, sân bay Gia Bình đón đầu tổng vốn đầu tư công 2026. Về quốc tế, doanh thu nước ngoài đã chiếm 30% H1 FY2026 với các dự án tại Đài Loan (96 triệu USD), Ấn Độ, Mỹ và Kazakhstan giúp CTD đa dạng hóa danh mục dự án góp phần giảm thiểu rủi ro bị ảnh hưởng bởi chu kỳ BĐS trong nước.
- **Cam kết không trích lập dự phòng:** Ban lãnh đạo CTD đặt mục tiêu năm 2026 không trích lập thêm dự phòng và không phát sinh nợ xấu mới trong năm 2026. Cùng với bảng cân đối lành mạnh nhất ngành (tổng nợ vay/VCSH ~55%), lợi nhuận ròng có dư địa tăng nhanh hơn doanh thu. Ngoài ra, phân khúc BĐS dân dụng có dấu hiệu phục hồi hỗ trợ CTD giảm các rủi ro phát sinh của khoản nợ từ lĩnh vực này.

Kết quả kinh doanh CTD qua các năm

| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng, Nguồn: CTD, Kafi research



HPG

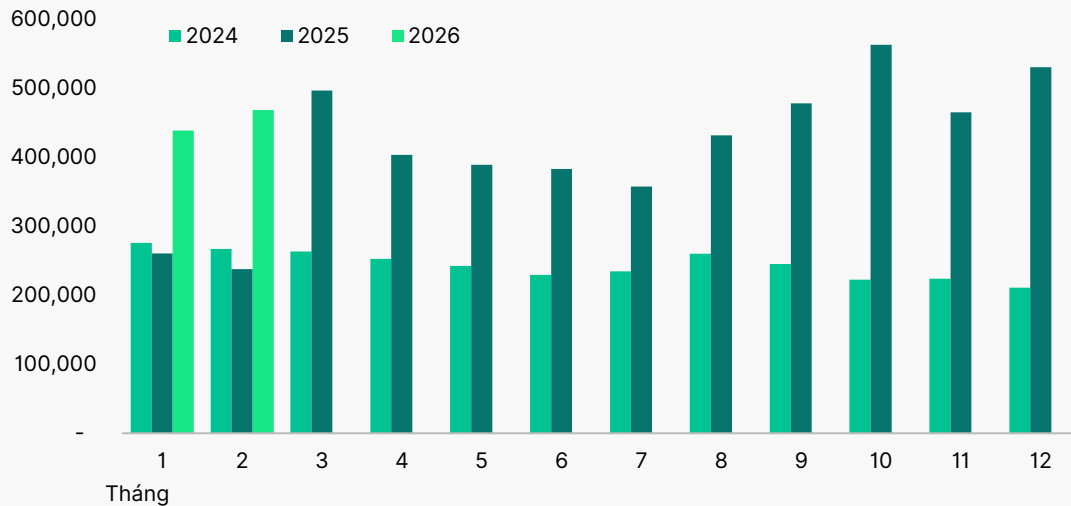
Giá mục tiêu cơ bản: 39,000 VND
Điểm mua kỹ thuật: 27,000-27,500 VND

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Thép và sản phẩm thép
Vốn hóa	209,924 tỷ đồng
SLCP lưu hành	7,675 tr cp
Biên độ 52W	52,122 - 76,000
KLGD TB 3T	33,445,260 cp
Beta	0.76
P/E hiện tại	13.5x
P/E TB 5 năm	18.8x
P/E ngành	18.6x

Sản lượng tiêu thụ HRC của Hoà Phát

| Đơn vị: Tấn – Nguồn: VSA, Kafi research



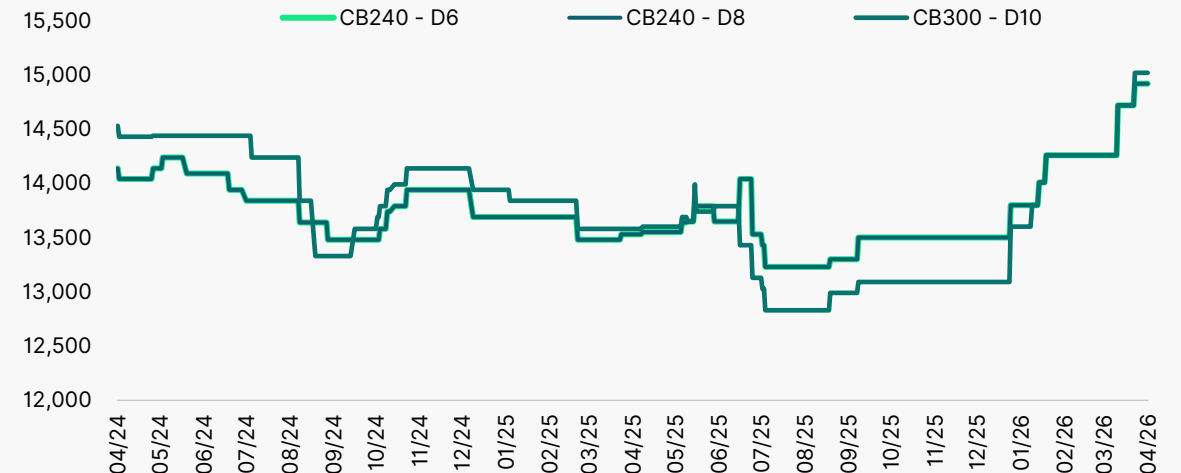
CÂU CHUYỆN THUẾ QUAN – CÙNG CỐ VỊ THẾ NỘI ĐỊA

Luận điểm đầu tư:

- **Quyết định áp thuế 27.83% đối với thép HRC khổ rộng từ Trung Quốc.** Ngày 02/04/2026, Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống lẩn tránh tạm thời 27.83% đối với HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng đây là sự kiện chính sách then chốt của HPG trong năm 2026, qua đó giúp doanh nghiệp củng cố thị phần nội địa.
- **Nhu cầu thép xây dựng được thúc đẩy mạnh mẽ bởi đầu tư công.** Luỹ kế 2M2026, HPG đã bán 887,616 tấn (29.34% YoY). Triển vọng thị trường thép xây dựng sôi động vẫn được củng cố, chủ yếu nhờ vào nhu cầu cao của hàng dự án. Việc đẩy mạnh triển khai các dự án đầu tư công trong năm 2025, nhất là nửa cuối năm và năm 2026, năm đầu tiên trong kế hoạch 5 năm 2026-2030 được xem là yếu tố then chốt để thúc đẩy cầu thép xây dựng tăng sớm từ sau Tết.
- **Mặt bằng giá thép tăng mạnh từ đầu năm, hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận.** HPG đã 6 lần tăng giá bán thép xây dựng (+8.24%) từ đầu năm 2026. Nhờ nhu cầu mạnh mẽ trong mùa cao điểm xây dựng và áp lực từ thép TQ hạ nhiệt trong bối cảnh nước này tiếp tục thực hiện cắt giảm sản lượng trong năm 2026. Chúng tôi duy trì dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2026/27 lần lượt đạt 15.4%/15.7%.
- **Rủi ro:** Giá than cốc và quặng sắt duy trì ở mức cao do khủng hoảng nguồn cung từ chiến tranh Trung Đông

HPG đã 7 lần tăng giá bán (+10.44%) từ đầu năm 2026

| Đơn vị: VND/Kg, Nguồn: Kafi research



BMP

Giá mục tiêu cơ bản: 150,500 VND

Điểm mua kỹ thuật: 121,000-127,000 VND

Dữ liệu giao dịch

Ngành	VLXD
Vốn hóa	10,797 tỷ đồng
SLCP lưu hành	81,860,938 cp
Biên độ 52W	105,100 – 188,800
KLGD TB 3T	207,346
Beta	0.67
P/E hiện tại	8.7x
P/E TB 5 năm	10.9x
P/E ngành	11.2x

ĐÓN “GIÓ” TĂNG TRƯỞNG – VỮNG BƯỚC TRONG CHU KỲ MỚI

Luận điểm đầu tư:

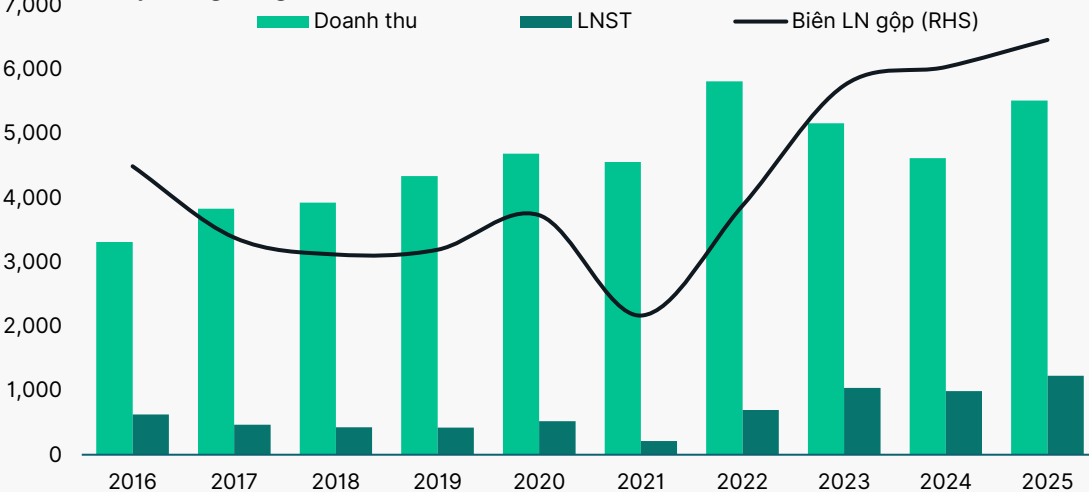
BMP hội đủ ba yếu tố cốt lõi của một cổ phiếu phòng thủ kiêm tăng trưởng: câu chuyện sản lượng được hậu thuẫn bởi đầu tư công, tỷ suất cổ tức tiền mặt vượt trội so với lãi suất tiết kiệm, và biên lợi nhuận được bảo vệ tốt trong chu kỳ nguyên liệu thuận lợi.

- **Hưởng lợi từ chu kỳ đầu tư công** Ống nhựa PVC/HDPE là vật tư thiết yếu trong các công trình hạ tầng cấp thoát nước và giao thông - đúng vào nhóm được Chính phủ ưu tiên giải ngân năm 2026. Doanh thu BMP ước tính tăng 10% và lợi nhuận sau thuế tăng 8% trong năm 2026, được hỗ trợ bởi mục tiêu tăng trưởng sản lượng tối thiểu 10%/năm.
- **Tỷ suất cổ tức hấp dẫn ~9,3%**. BMP duy trì chính sách tỷ lệ phân phối lợi nhuận cao qua nhiều năm. Với mức cổ tức bình quân trong các năm gần đây đạt trên 12,000đ/cp. Mức cổ tức cao phù hợp cho mục tiêu đầu tư dài hạn khi tỷ suất cổ tức ~9,3% tại vùng giá hiện tại vượt trội đáng kể so với lãi suất tiết kiệm.
- Giá vật liệu xây dựng đang có xu hướng tăng trở lại cùng với đà hồi phục của ngành xây dựng và đẩy mạnh đầu tư công. BMP hiện đang giữ một lượng tồn kho hạt nhựa PVC được tích lũy ở mức giá thấp từ khoảng 3 tháng trước, trong khi giá bán sản phẩm đầu ra điều chỉnh tăng theo mặt bằng thị trường. Cơ chế "mua thấp – bán cao" này tạo ra khoản lợi nhuận tồn kho (inventory gain) trong ngắn hạn, giúp biên lợi nhuận gộp mở rộng.

Các yếu tố cần theo dõi: (1) cạnh tranh từ các doanh nghiệp cùng ngành và (2) biến động giá nguyên liệu ảnh hưởng biên lợi nhuận trong dài hạn

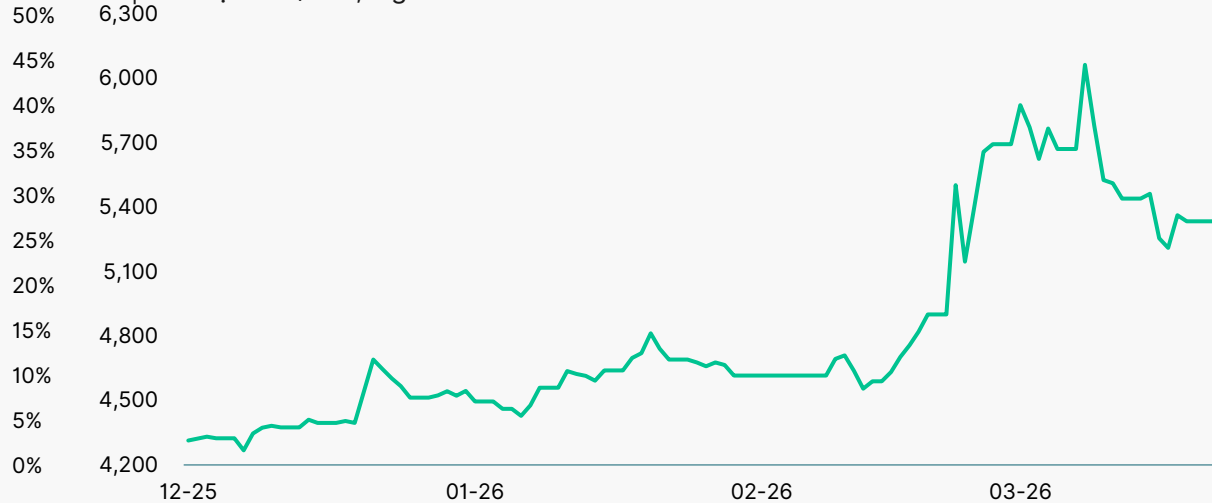
Doanh thu – lợi nhuận của BMP qua các năm

Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: BMP, Kafi research



Xu hướng giá nguyên liệu PVC của BMP

Đơn vị: CNY/Tấn, Nguồn: Kafi research



REE

Giá mục tiêu cơ bản: 82,800 VND
 Điểm mua kỹ thuật: 64,000-65,000 VND

Dữ liệu giao dịch

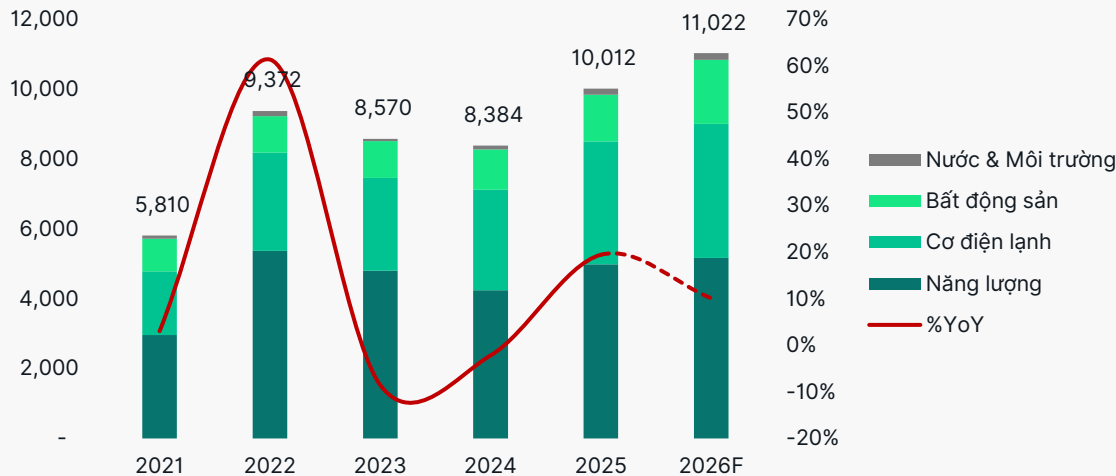
Ngành	Đa ngành
Vốn hóa	
SLCP lưu hành	541,658,139 cp
Biên độ 52W	52,200 – 71,700
KLGD TB 3T	818,836
Beta	0.44
P/E hiện tại	14.2x
P/E TB 5 năm	12.3x
P/E ngành	11.2x

ĐÓN “GIÓ” TĂNG TRƯỞNG – VỮNG BƯỚC TRONG CHU KỲ MỚI

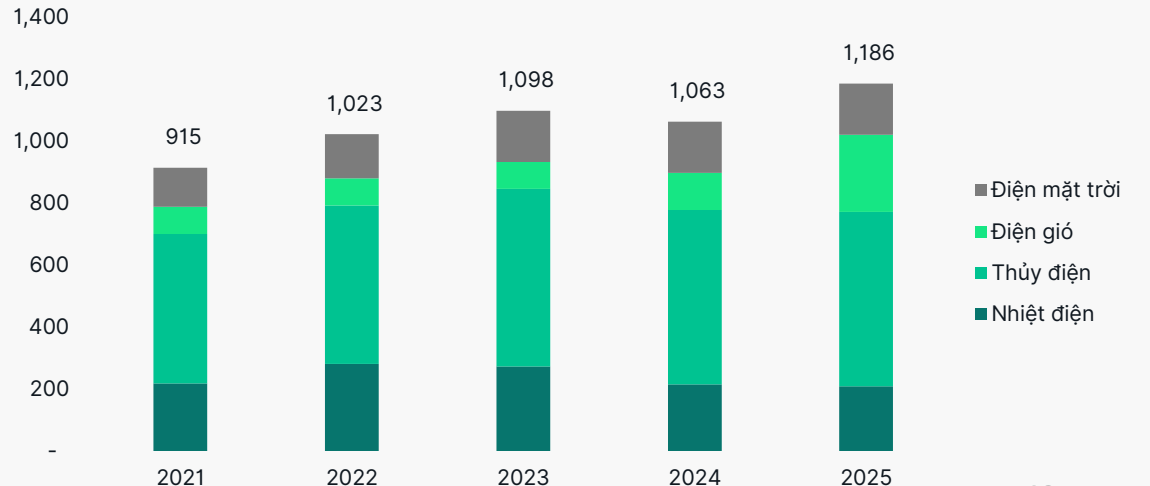
Luận điểm đầu tư:

- **Mở rộng công suất NLTT tạo đà tăng trưởng dài hạn, đặc biệt ở mảng điện gió.** Hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng gia tăng nhu cầu điện trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng cao và định hướng phát triển NLTT theo QHĐ8, REE đặt mục tiêu nâng tổng công suất lên 3,000 MW đến năm 2030F. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sẽ được dẫn dắt bởi các dự án điện gió mới (Duyên Hải, V1-3 GĐ2 và V1-5&6 GĐ2) dự kiến vận hành từ 2026, giúp tăng khoảng 15% công suất sở hữu. Bên cạnh đó, thương vụ M&A tiếp quản tổ hợp điện gió Phú Cường với tổng công suất 1,400 MW được kỳ vọng là bước nhảy vọt về quy mô cho REE trong lĩnh vực NLTT.
- **Mảng cơ điện lạnh (M&E) phục hồi nhờ khối lượng backlog lớn.** Hoạt động M&E được kỳ vọng quay lại đà tăng trưởng khi tổng giá trị hợp đồng ký mới duy trì ở mức cao, ước đạt 4,488 tỷ đồng (+18% YoY), đến từ các dự án hạ tầng trọng điểm như sân bay Phú Quốc, Viettel Data Center, Trung tâm hội nghị APEC **Mảng bất động sản duy trì tăng trưởng ổn định.** Chúng tôi dự phóng tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê sẽ đạt 93% trong năm 2026 (+1% YoY), với E.Town 6 tăng từ 53% năm 2025 lên 80% năm 2026 nhờ nhu cầu gia tăng đối với văn phòng hạng B chất lượng cao tại khu vực rìa trung tâm TP.HCM. Ngoài ra, dự án nhà ở The Light Square còn hơn 600 tỷ đồng doanh thu chưa ghi nhận, tạo nguồn đóng góp đáng kể cho kết quả kinh doanh năm 2026.
- **Rủi ro:** (1) Các dự án điện gió mới chậm tiến độ; (2) Chu kỳ ENSO chuyển sang pha trung tính và El Nino ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện; (3) Lãi suất cho vay tăng cao tác động tiêu cực đến tỷ lệ hấp thụ các dự án bất động sản

Doanh thu theo mảng của REE qua các năm
 | Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: REE, Kafi research



Tổng công suất lắp đặt thực sở hữu
 | Đơn vị: MW, Nguồn: REE, Kafi research



BIC

Giá mục tiêu cơ bản: 30,100 VND
 Điểm mua kỹ thuật: 23,500-24,000 VND

CƠ HỘI TỪ MÔI TRƯỜNG LÃI SUẤT VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG VƯỢT TRỘI

Luận điểm đầu tư:

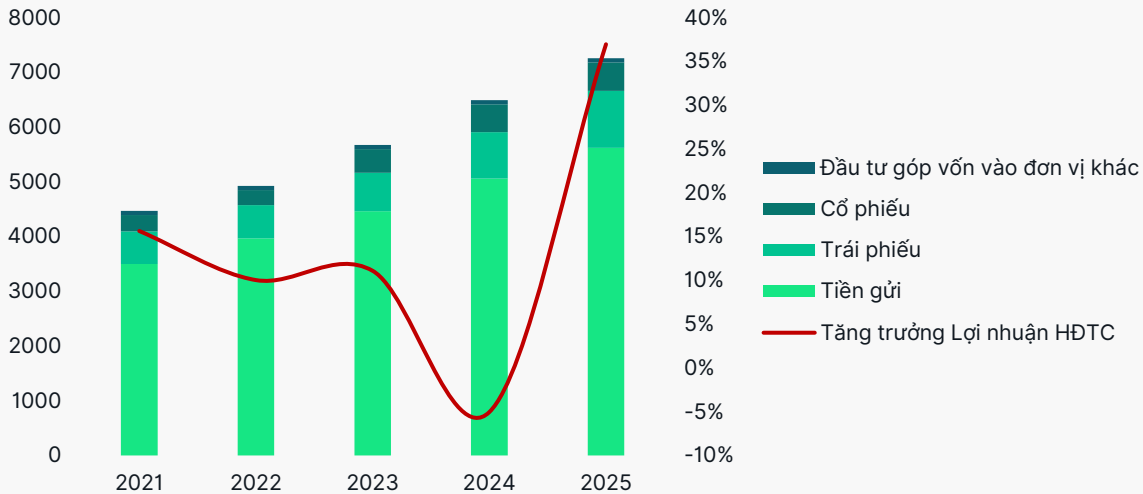
- **Hưởng lợi từ xu hướng lãi suất tăng, củng cố lợi nhuận tài chính.** Trong bối cảnh lãi suất huy động được kỳ vọng duy trì xu hướng đi lên trong năm 2026, BIC được hưởng lợi trực tiếp nhờ cơ cấu danh mục đầu tư với khoảng 77% là tiền gửi ngắn hạn. Điều này cho phép doanh nghiệp nhanh chóng tái đầu tư với mức lợi suất cao hơn. Năm 2025, lợi nhuận từ hoạt động tài chính đạt hơn 511 tỷ đồng (+37% YoY), đóng góp tới 75% lợi nhuận trước thuế, tiếp tục khẳng định vai trò là động lực tăng trưởng chính trong ngắn hạn.
- **Hiệu quả hoạt động vượt trội nhờ kiểm soát tốt tỷ lệ bồi thường.** BIC duy trì tỷ lệ chi bồi thường ở mức thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành, qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận của mảng kinh doanh bảo hiểm. Lợi thế này đến từ chất lượng đầu vào khách hàng tốt thông qua kênh bancassurance.
- **Định giá hấp dẫn so với nền tảng cơ bản và các doanh nghiệp cùng ngành.** Hiện BIC đang giao dịch ở mức P/B khoảng 1.4x, thấp hơn trung bình ngành bảo hiểm là 1.9x. Chúng tôi ước tính giá mục tiêu là 30,148 VND/cp, tương ứng P/B forward khoảng 1.8x. Với lợi thế cạnh tranh từ hệ sinh thái ngân hàng mẹ có quy mô tài sản hàng đầu, cùng chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn, BIC tiếp tục là lựa chọn phù hợp trong trung – dài hạn.
- **Rủi ro:** (1) Các yếu tố bất khả kháng như thiên tai làm tăng tỷ lệ bồi thường; (2) Chính phủ siết chặt quản lý với Thông tư 67/2023/TT-BTC có thể làm tăng chi phí vận hành và làm chậm tốc độ chốt hợp đồng.

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa	
SLCP lưu hành	202,067,057 cp
Biên độ 52W	17,700 – 31,600
KLGD TB 3T	167,478 cp
Beta	0.6
P/B hiện tại	1.4x
P/B TB 5 năm	1.3x
P/B ngành	1.9x

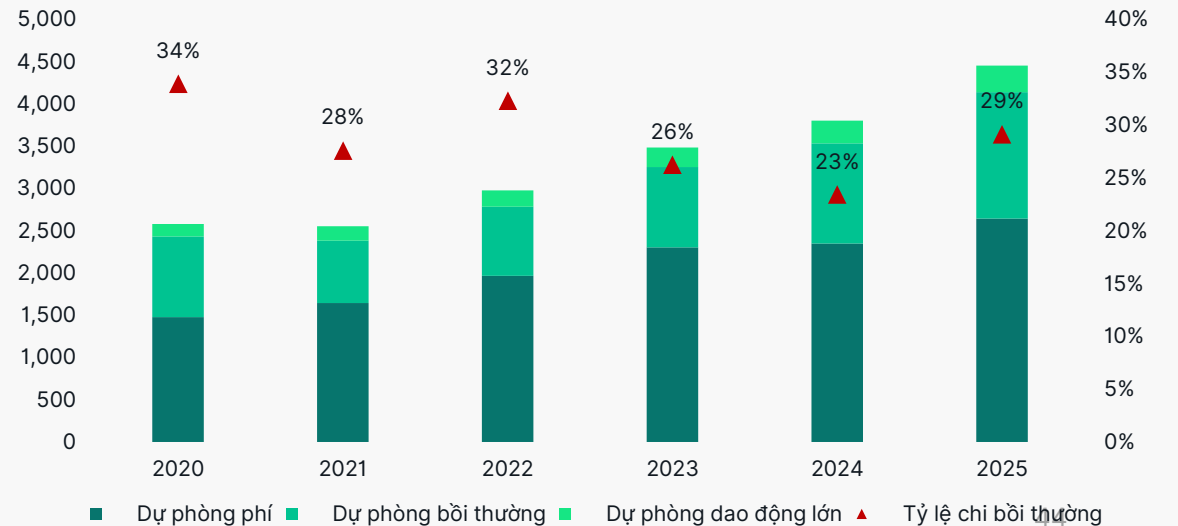
Danh mục đầu tư và lợi nhuận hoạt động đầu tư tài chính qua các năm

| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: BIC, Kafi research



Dự phòng nghiệp vụ & Tỷ lệ chi bồi thường

| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: BIC, Kafi Research



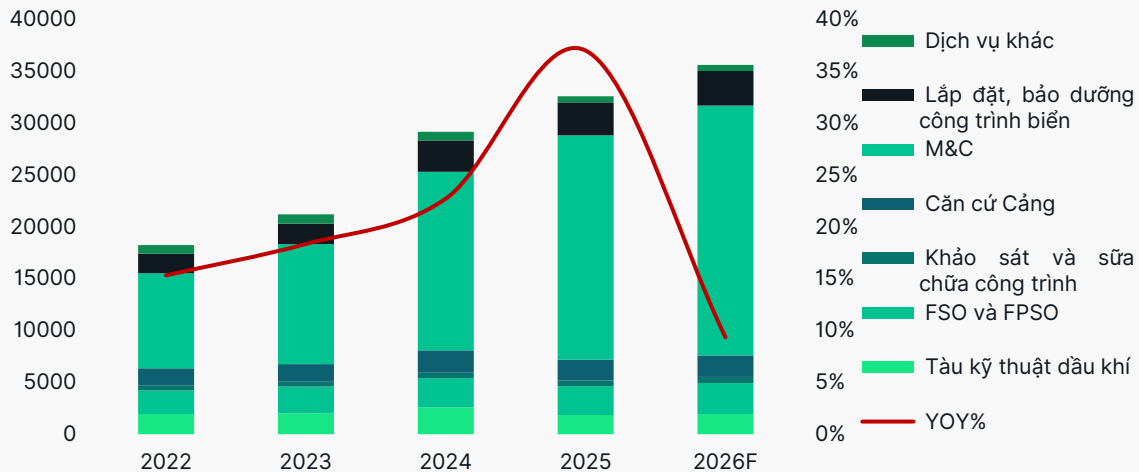
PVS

Giá mục tiêu cơ bản: 54,600 VND
Điểm mua kỹ thuật: 36,000-38,000 VND

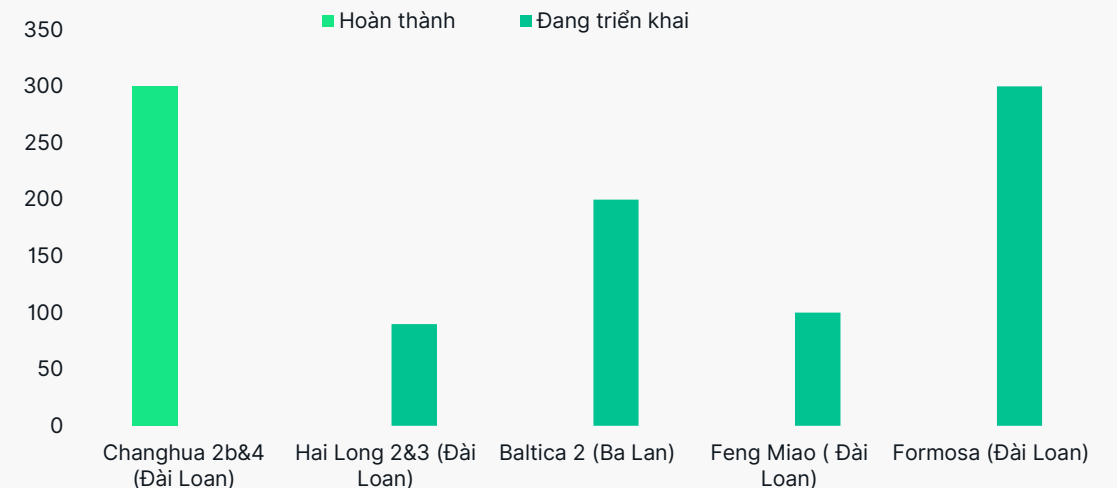
Dữ liệu giao dịch

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa	
SLCP lưu hành	511,423,930 cp
Biên độ 52W	20,000 – 54,600
KLGD TB 3T	7,118,211
Beta	0.90
P/E hiện tại	11.5x
P/E TB 5 năm	22.8x
P/E ngành	9.5x

Doanh thu theo mảng của PVS qua các năm
| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: PVS, Kafi research



Danh mục hợp đồng điện gió ngoài khơi
| Đơn vị: triệu USD, Nguồn: PVS, Kafi research



TĂNG TRƯỞNG TRONG CHU KỲ MỚI

Luận điểm đầu tư:

- **Mảng M&C vào cao điểm ghi nhận doanh thu.** Năm 2026, PVS dự kiến đạt khoảng 17.380 tỷ đồng doanh thu, chủ yếu bởi các dự án trọng điểm như Lô B – Ô Môn (EPCI #1, #2, #3), Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng 2B và gói thầu 4.9 sân bay Long Thành. Nhờ các dự án này đã được khởi động từ 2024–2025 và đang triển khai đúng tiến độ, doanh thu được kỳ vọng ghi nhận ổn định trong năm. Đáng chú ý, Sư Tử Trắng 2B (trúng thầu 7/2025, hoàn thành dự kiến Q3/2026) sẽ là động lực tăng trưởng chính do quy mô lớn và tiến độ rõ ràng.
- **Mảng FSO ghi nhận tăng trưởng mạnh 2026 - 2027.** FSO Lạc Đà Vàng hạ thủy ngày 6/2/2026 và dự kiến vận hành thương mại từ quý 4/2026. Chúng tôi dự phóng dự án đóng góp doanh thu khoảng 240 tỷ đồng năm 2026 tăng lên khoảng 650 tỷ đồng/năm từ năm 2027 khi vận hành toàn phần. Bên cạnh đó, FSO Lô B dự kiến bắt đầu ghi nhận từ quý 4/2027, mang lại doanh thu khoảng 840 tỷ đồng/năm.
- **Điện gió ngoài khơi quốc tế: Bàn đạp dài hạn cho PVS.** Về dài hạn, điện gió ngoài khơi được kỳ vọng trở thành động lực tăng trưởng mới của PVS khi doanh nghiệp đẩy mạnh mở rộng sang các hạng mục giá trị cao như OSS, với backlog khoảng 1 tỷ USD từ các dự án Hai Long 2&3, Baltica 2, Feng Miao và Formosa. Đồng thời, các dự án xuất khẩu điện sang Singapore và Malaysia đang trong giai đoạn khảo sát
- **Rủi ro:** (1) Rủi ro từ bất ổn địa chính trị tại Trung Đông có thể làm chậm tiến độ dự án dầu khí; (2) biến động giá thép, chi phí logistics và vật tư nhập khẩu làm gia tăng chi phí, từ đó gây áp lực lên biên lợi nhuận mảng M&C và điện gió.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.