



BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC QUÝ 4 NĂM 2026

TÌM VỀ GIÁ TRỊ

Tháng 10, 2026





LỜI MỞ ĐẦU

Bước vào quý cuối cùng của năm 2026, kinh tế toàn cầu tiếp tục đối mặt với những bất định khi các cú sốc năng lượng, căng thẳng địa chính trị và rủi ro thương mại vẫn chưa hoàn toàn hạ nhiệt. Giá năng lượng duy trì ở mức cao làm gia tăng áp lực lạm phát, khiến kỳ vọng chính sách tiền tệ chuyển dịch theo hướng thắt chặt hơn. Trong bối cảnh các ngân hàng trung ương lớn được thị trường kỳ vọng tiếp tục nâng lãi suất, chi phí vốn toàn cầu có nguy cơ duy trì ở mức cao, trong khi nguồn vốn giá rẻ dần thu hẹp. Những diễn biến này có thể khiến dòng vốn quốc tế trở nên thận trọng và chọn lọc hơn, đặc biệt đối với các thị trường mới nổi.

Đối với Việt Nam, tăng trưởng kinh tế tiếp tục được hỗ trợ bởi những động lực nội tại, song áp lực từ môi trường bên ngoài ngày càng hiện hữu. Cú sốc năng lượng làm gia tăng rủi ro lạm phát, trong khi tăng trưởng tín dụng cao và nhu cầu huy động vốn gia tăng tiếp tục gây sức ép lên thanh khoản và mặt bằng lãi suất. Đặc biệt, áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp cùng nhu cầu phát hành trái phiếu Chính phủ trong những tháng cuối năm có thể khiến chi phí vốn tiếp tục neo cao. Điều này đặt ra thách thức đối với công tác điều hành chính sách tiền tệ, đồng thời ảnh hưởng đến triển vọng huy động vốn và khả năng mở rộng hoạt động của doanh nghiệp.

Trong ba quý đầu năm, TTCK Việt Nam trải qua nhiều nhịp biến động trước các cú sốc bên ngoài và những áp lực nội tại, dù xu hướng tăng vẫn được duy trì với sự phân hóa đáng kể giữa các nhóm cổ phiếu. Bước sang 4Q26, mặt bằng định giá của nhiều doanh nghiệp đang mở ra những cơ hội đầu tư đáng chú ý, trong khi triển vọng tăng trưởng kinh tế, chính sách hỗ trợ và tiến trình nâng hạng thị trường tiếp tục tạo ra các động lực tích cực. Tuy nhiên, rủi ro lạm phát, lãi suất và tỷ giá vẫn là những biến số cần được theo dõi chặt chẽ. Kafi cho rằng cơ hội tái định giá vẫn hiện hữu, song khả năng duy trì xu hướng tăng sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào sự cải thiện của điều kiện thanh khoản và tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp.

Với chủ đề “Tìm về giá trị”, Báo cáo Chiến lược Quý 4/2026 của Kafi hướng đến chiến lược đầu tư thận trọng và có chọn lọc, ưu tiên các doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững chắc, triển vọng tăng trưởng rõ ràng và mức định giá hấp dẫn. Kafi đề xuất duy trì tỷ trọng cổ phiếu ở mức 50% danh mục, đồng thời tận dụng mặt bằng lãi suất cao thông qua các công cụ thị trường tiền tệ và tài sản sinh lãi có kỳ hạn phù hợp nhằm duy trì khả năng linh hoạt trong phân bổ vốn. Việc gia tăng tỷ trọng cổ phiếu sẽ được cân nhắc khi các điều kiện tài chính và chi phí vốn xuất hiện tín hiệu cải thiện rõ nét hơn. Kafi kỳ vọng tiếp tục đồng hành cùng Quý Nhà đầu tư trong quá trình tìm kiếm những cơ hội tạo lập giá trị bền vững, đồng thời duy trì kỷ luật đầu tư trước những biến động của thị trường trong giai đoạn cuối năm.

MỤC LỤC

I. Bối cảnh đầu tư

Bối cảnh và môi trường đầu tư

Bối cảnh đầu tư 1H26

- Điểm nhấn 1H26
- Diễn biến trên thị trường quốc tế
- Diễn biến kinh tế trong nước

Các chủ đề trọng yếu trong 4Q26

- Môi trường đầu tư
- Sự kiện quốc tế
- Sự kiện trong nước

Phụ lục chỉ số vĩ mô

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

Trong 1Q–3Q26, TTCK Việt Nam trải qua nhiều nhịp biến động trước các cú sốc bên ngoài và áp lực từ môi trường kinh tế trong nước. Căng thẳng địa chính trị, chính sách thương mại và cú sốc năng lượng làm gia tăng rủi ro lạm phát, thúc đẩy xu hướng thắt chặt tiền tệ toàn cầu và đẩy chi phí vốn lên cao. Trong nước, tăng trưởng tín dụng nhanh cùng áp lực huy động vốn khiến thanh khoản và mặt bằng lãi suất trở thành những biến số cần được theo dõi chặt chẽ.

Bước sang 4Q26, kinh tế Việt Nam tiếp tục được hỗ trợ bởi các động lực tăng trưởng nội tại, tiến độ giải ngân đầu tư công và tiến trình nâng hạng thị trường. Tuy nhiên, rủi ro lạm phát, tỷ giá và áp lực huy động vốn trong những tháng cuối năm có thể thu hẹp dư địa chính sách tiền tệ. Kafi cho rằng triển vọng thị trường vẫn được hỗ trợ bởi các yếu tố nền tảng tích cực, song cần duy trì quan điểm thận trọng trước những bất định về chi phí vốn và dòng vốn quốc tế.

II. Thị trường

TTCK Việt Nam duy trì xu hướng tăng trong ba quý đầu năm, song đà tăng chưa thực sự đồng đều giữa các nhóm cổ phiếu. Diễn biến chỉ số vẫn chịu ảnh hưởng đáng kể từ nhóm vốn hóa lớn, trong khi sự phân hóa về định giá và triển vọng lợi nhuận tiếp tục tạo ra khác biệt giữa các ngành.

Trong 4Q26, mặt bằng định giá của nhiều doanh nghiệp đang mở ra những cơ hội đầu tư đáng chú ý, đặc biệt khi thị trường tiếp tục đón nhận các động lực từ tăng trưởng kinh tế và tiến trình nâng hạng. Tuy nhiên, áp lực lãi suất và thanh khoản có thể hạn chế khả năng mở rộng định giá trong ngắn hạn. Kafi cho rằng xu hướng tăng bền vững cần được củng cố bởi sự cải thiện của chi phí vốn, kết quả kinh doanh và độ rộng thị trường, thay vì chỉ phụ thuộc vào diễn biến của một số cổ phiếu vốn hóa lớn.

III. Danh mục

Kafi chuyển sang chiến lược đầu tư thận trọng và có chọn lọc trong 4Q26, đề xuất duy trì tỷ trọng cổ phiếu ở mức 50% danh mục. Trọng tâm là các doanh nghiệp đầu ngành, có nền tảng tài chính vững chắc, triển vọng lợi nhuận rõ ràng và định giá hấp dẫn. Danh mục ưu tiên nhóm ngân hàng, thép và vật liệu xây dựng, đồng thời lựa chọn cơ hội tại nhóm dầu khí, năng lượng, tiêu dùng và chứng khoán dựa trên các động lực tăng trưởng riêng biệt.

Đối với 50% danh mục còn lại, Kafi ưu tiên các công cụ thị trường tiền tệ và tài sản sinh lãi nhằm tận dụng mặt bằng lãi suất cao, đồng thời duy trì khả năng linh hoạt trong phân bổ vốn. Nhà đầu tư nên lựa chọn kỳ hạn phù hợp với nhu cầu thanh khoản và khẩu vị rủi ro, chủ động gia tăng tỷ trọng cổ phiếu khi xuất hiện những tín hiệu cải thiện rõ nét về chi phí vốn và điều kiện thị trường.

Bối cảnh đầu tư

Nhìn lại ba quý đầu năm



Một năm đầy biến động

Sau giai đoạn chịu sức ép từ thanh khoản và các cú sốc bên ngoài, thị trường bước vào 4Q26 với kỳ vọng xuất hiện những động lực hỗ trợ mới

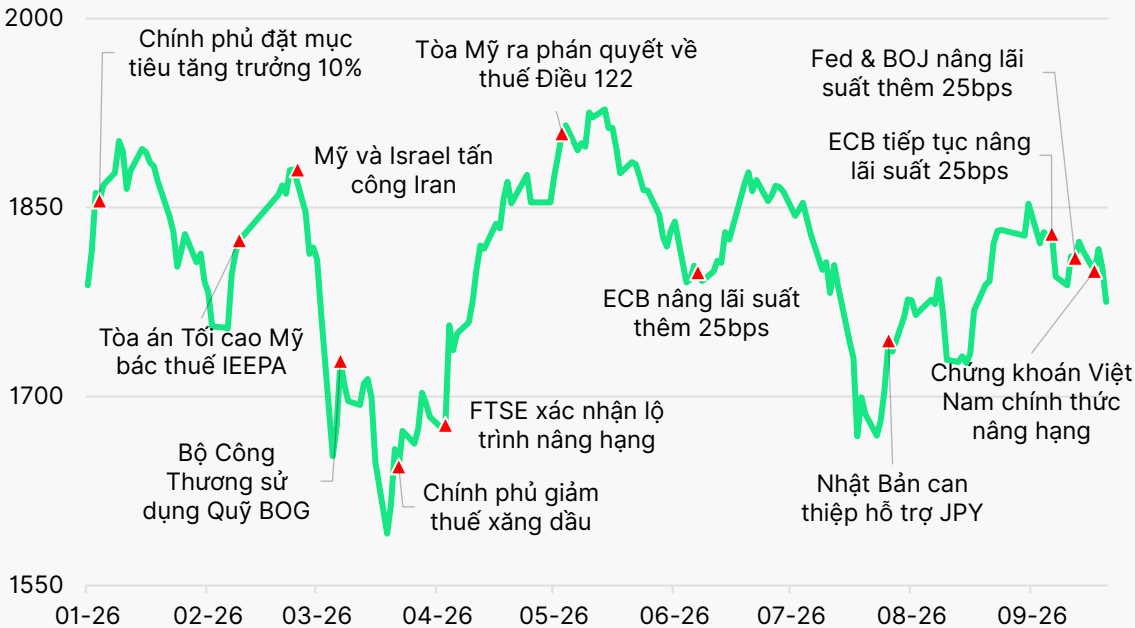
Trong 1Q–3Q26, TTCK Việt Nam trải qua nhiều nhịp biến động trước những diễn biến phức tạp của môi trường quốc tế và áp lực từ các yếu tố trong nước. Dù thị trường ghi nhận sự phục hồi đáng kể sau các đợt điều chỉnh, diễn biến vẫn cho thấy sự phân hóa rõ nét giữa các nhóm cổ phiếu.

Bước sang 4Q26, thị trường được kỳ vọng đón nhận những động lực tăng trưởng mới từ chính sách và triển vọng kinh tế trong nước. Các yếu tố hỗ trợ đang dần hình thành, tạo điều kiện cải thiện tâm lý nhà đầu tư và mở ra cơ hội tái định giá.

Tuy nhiên, những rủi ro bên ngoài vẫn hiện hữu và có thể tiếp tục chi phối diễn biến thị trường. Trong bối cảnh đó, xu hướng tăng nhiều khả năng đi kèm sự phân hóa, với cơ hội tập trung vào những nhóm ngành có triển vọng tăng trưởng rõ ràng và định giá hấp dẫn.

Các sự kiện đáng chú ý trong ba quý đầu năm 2026

| Nguồn: Kafi Research



Quốc tế

- Chiến tranh Iran
- Lạm phát
- Lãi suất

Nội địa

- Lạm phát
- Lãi suất
- Thương mại
- Thanh khoản ngân hàng

1Q26 – 3Q26: Các sự kiện đã diễn ra

4Q26: Các chủ đề quan trọng

- Thuế quan
- Chiến sự
- Lạm phát
- Lãi suất

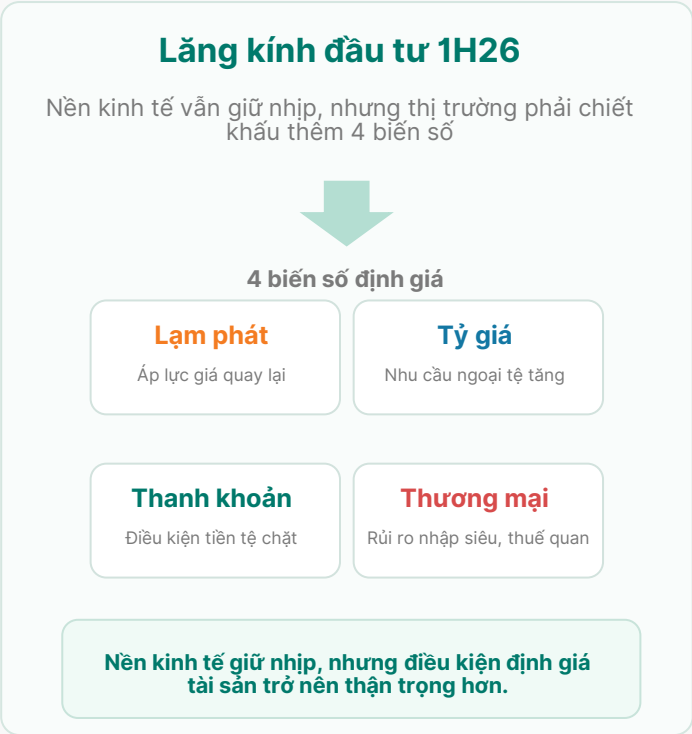
- Tỷ giá
- Lãi suất
- Chính sách kinh tế
- Mục tiêu tăng trưởng 10%

Lăng kính đầu tư 1H26

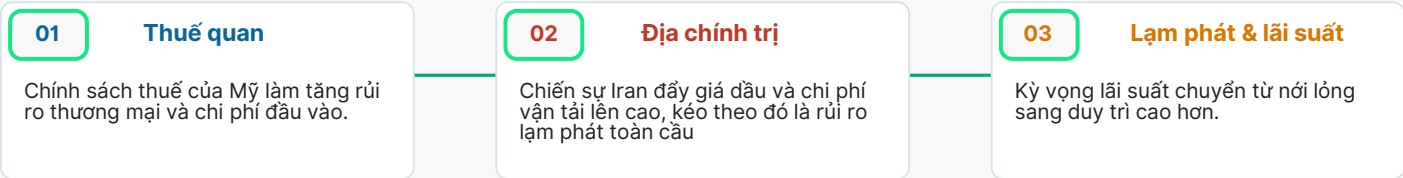
Thuế quan, chiến tranh Iran và cú sốc năng lượng bao trùm lấy nền kinh tế thế giới trong nửa đầu năm

1H26 không phải giai đoạn nền kinh tế mất đà, mà là giai đoạn thị trường phải chiết khấu đồng thời nhiều biến số hơn: lạm phát, tỷ giá, thanh khoản và thương mại. Đà tăng trưởng kinh tế vẫn được duy trì, nhưng những thay đổi trong chính sách thuế quan, chiến sự Trung Đông, giá năng lượng tăng cao và chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng với huy động đã khiến môi trường đầu tư trở nên phức tạp hơn.

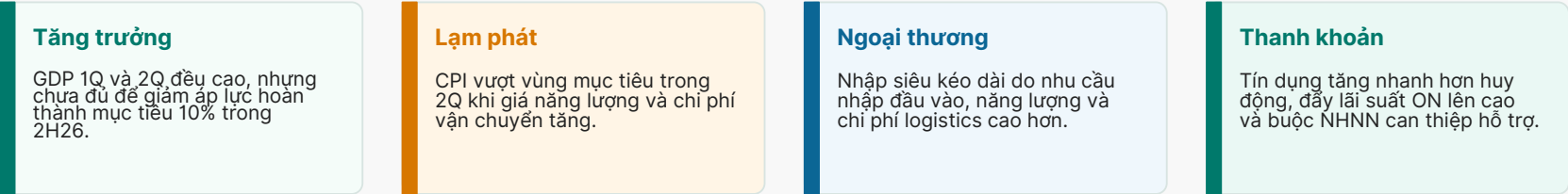
Trong bối cảnh đó, TTCK Việt Nam vẫn duy trì xu hướng tăng nhưng chất lượng vận động chưa thực sự đồng thuận. Dòng tiền tập trung chủ yếu vào một số cổ phiếu vốn hóa lớn, trong khi phần còn lại của thị trường phân hóa rõ nét trước áp lực chi phí vốn, tỷ giá và các rủi ro thương mại còn hiện hữu.



Quốc tế: từ chính sách thương mại đến sự kiện địa chính trị



Trong nước: tăng trưởng giữ nhịp, tuy nhiên các thách thức dần lộ rõ



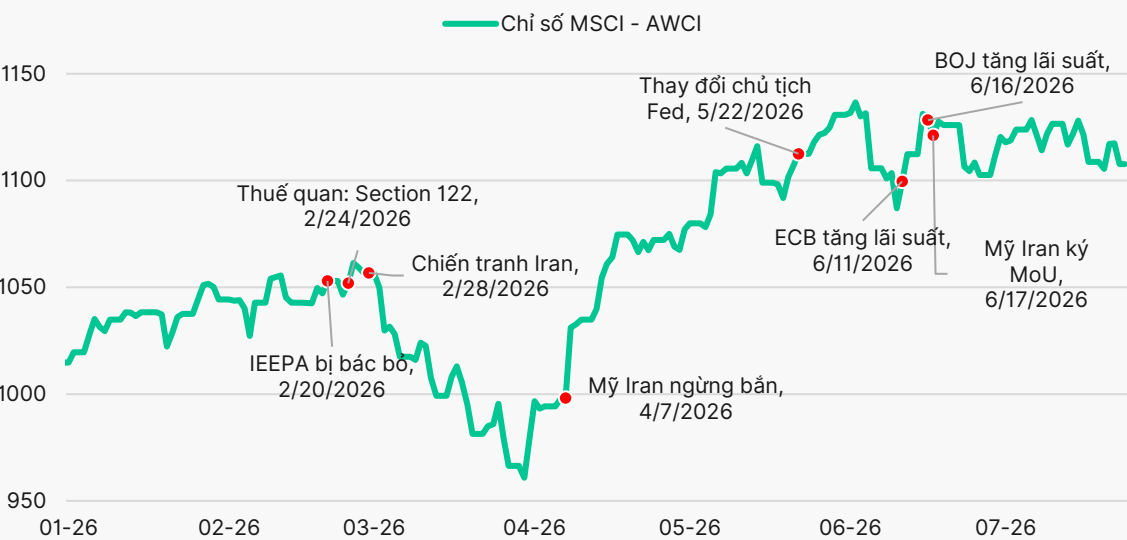
Sự kiện địa chính trị

Chiến tranh Iran bùng phát gây gián đoạn dòng chảy hàng hóa và áp lực làm tăng giá năng lượng

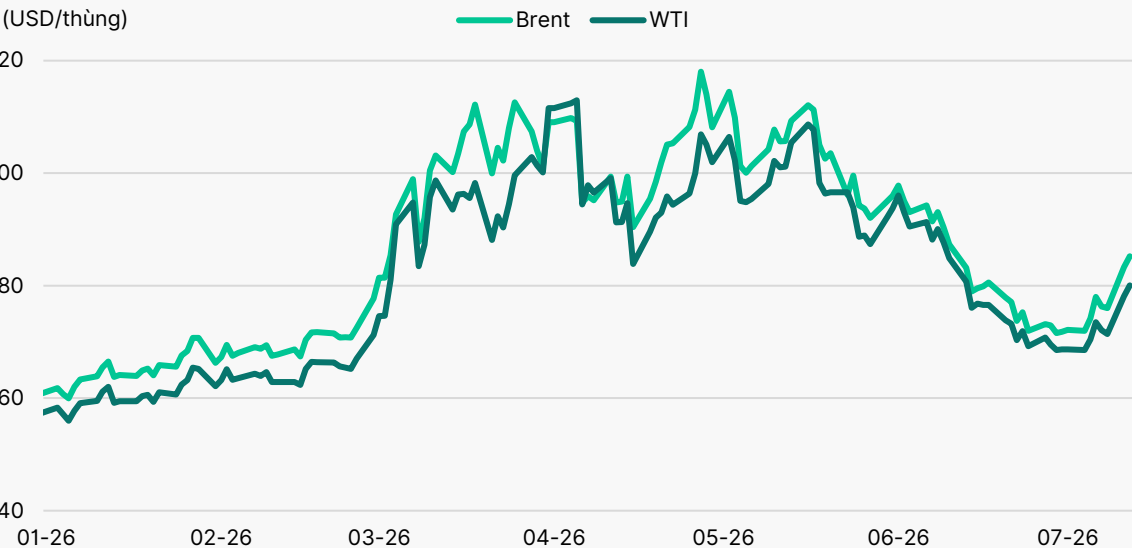
Đối với bối cảnh quốc tế, TTCK toàn cầu trong 1H26 liên tục chịu tác động từ những thay đổi trong chính sách thương mại và các cú sốc địa chính trị. Chính sách thuế quan của Mỹ, bất ổn tại Venezuela và căng thẳng giữa các nền kinh tế lớn khiến nhà đầu tư thường xuyên phải định giá lại triển vọng tăng trưởng, qua đó làm gia tăng biến động và thúc đẩy dòng tiền chuyển sang trạng thái phòng thủ.

- **Chiến sự Iran là sự kiện tiêu cực bao trùm thị trường trong giai đoạn này.** Xung đột bùng phát đã kích hoạt làn sóng bán tháo trên diện rộng, làm gián đoạn xu hướng phục hồi của TTCK toàn cầu và kéo khẩu vị rủi ro xuống thấp. Dù thị trường dần hồi phục sau các tín hiệu ngừng bắn và đàm phán, tâm lý đầu tư vẫn thận trọng do nguy cơ xung đột tái diễn và triển vọng tăng trưởng toàn cầu suy yếu.
- **Tác động của xung đột nhanh chóng lan rộng sang thị trường hàng hóa và hoạt động thương mại.** Rủi ro gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông và vận tải qua eo biển Hormuz đẩy giá dầu lên cao, đồng thời làm gia tăng chi phí logistics, sản xuất và nhập khẩu tại nhiều nền kinh tế.

Các sự kiện thế giới chi phối hoàn toàn diễn biến của TTCK thế giới trong 1H26
| Nguồn: MSCI, Kafi Research



Giá năng lượng tăng mạnh khi chiến sự Iran diễn ra
| Đơn vị: USD/thùng - Nguồn: Investing, Kafi Research



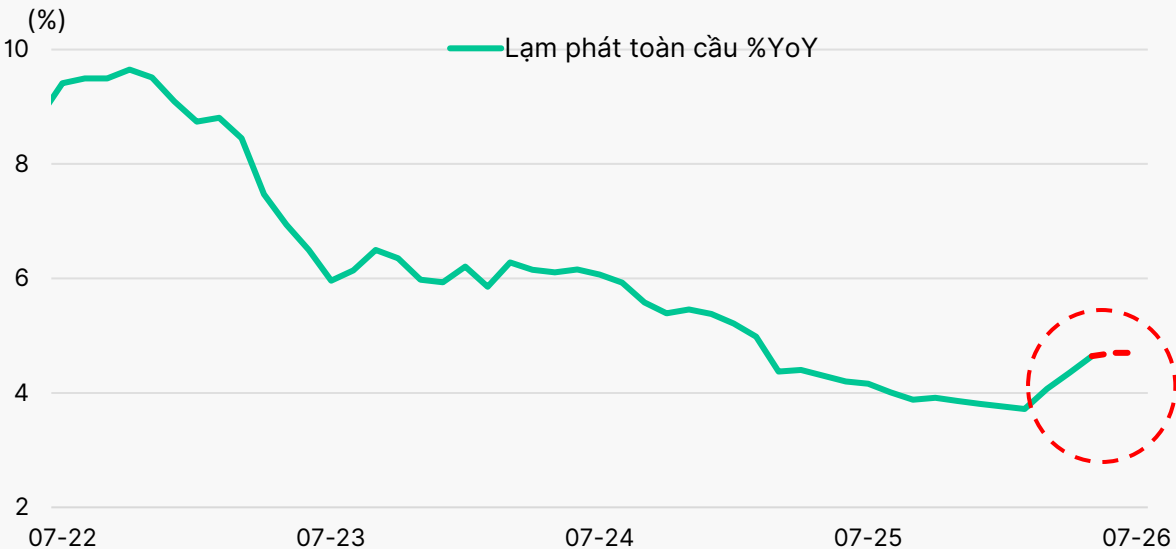
Áp lực lạm phát và môi trường lãi suất toàn cầu

...qua đó các hệ lụy bắt đầu lộ diện, đe dọa cho sự tăng trưởng toàn cầu

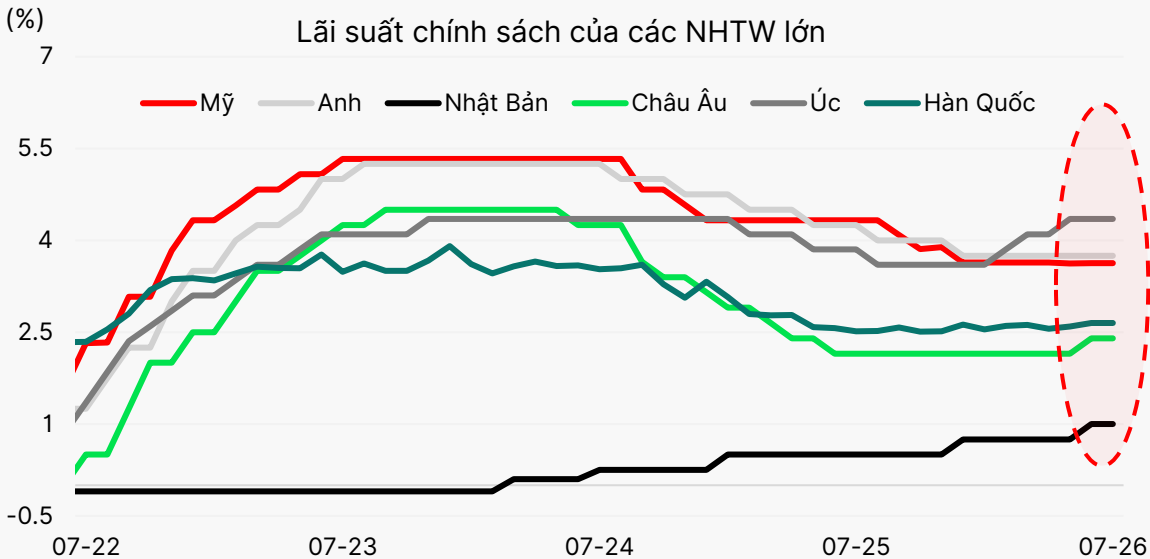
Từ các cú sốc địa chính trị và năng lượng, áp lực lạm phát toàn cầu quay trở lại sau một giai đoạn hạ nhiệt. Giá dầu tăng cao nhanh chóng truyền dẫn vào chi phí vận tải, sản xuất và giá tiêu dùng, trong khi lạm phát cơ bản tại nhiều nền kinh tế vẫn cao hơn mục tiêu của các NHTW.

- **Rủi ro lạm phát dai dẳng khiến kỳ vọng nói lỏng tiền tệ bị đảo chiều.** Thị trường dần chuyển từ kỳ vọng cắt giảm lãi suất sang kịch bản lãi suất duy trì ở mức cao lâu hơn, thậm chí tăng trở lại nhằm ngăn áp lực giá lan rộng và neo giữ kỳ vọng lạm phát.
- **Fed là trường hợp điển hình cho sự thay đổi trong định hướng chính sách tiền tệ.** Khi PCE tiếp tục rời xa mục tiêu 2% của Fed và thị trường bắt đầu định giá khả năng Fed nâng lãi suất trong năm 2026. Diễn biến này làm tăng lợi suất trái phiếu, chi phí vốn và tiếp tục gây sức ép lên định giá của các tài sản rủi ro.

Rủi ro lạm phát toàn cầu trở lại khi cuộc chiến tại Iran nổ ra...
| Đơn vị: % - Nguồn: IMF, Kafi Research



....khiến các NHTW lớn đều đang thận trọng hơn trong việc kiểm soát lạm phát
| Nguồn: Fred, Bloomberg, Kafi Research

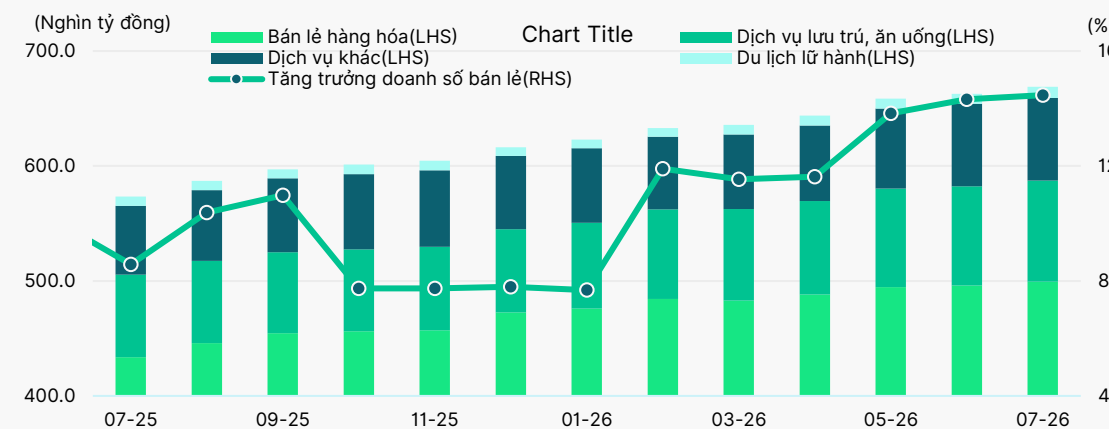
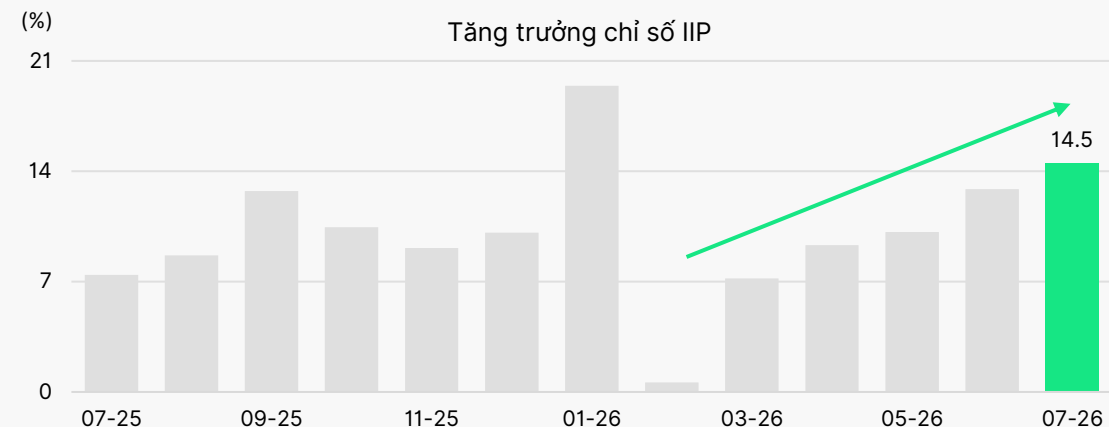
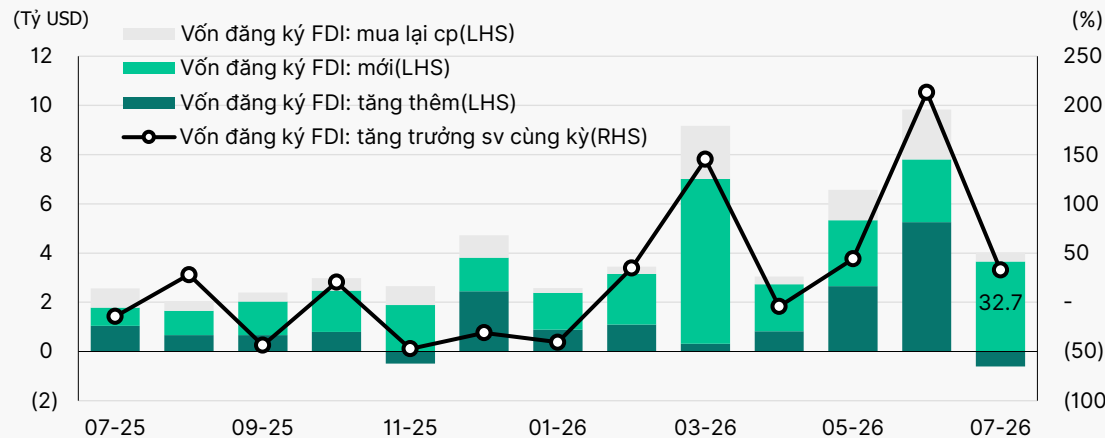
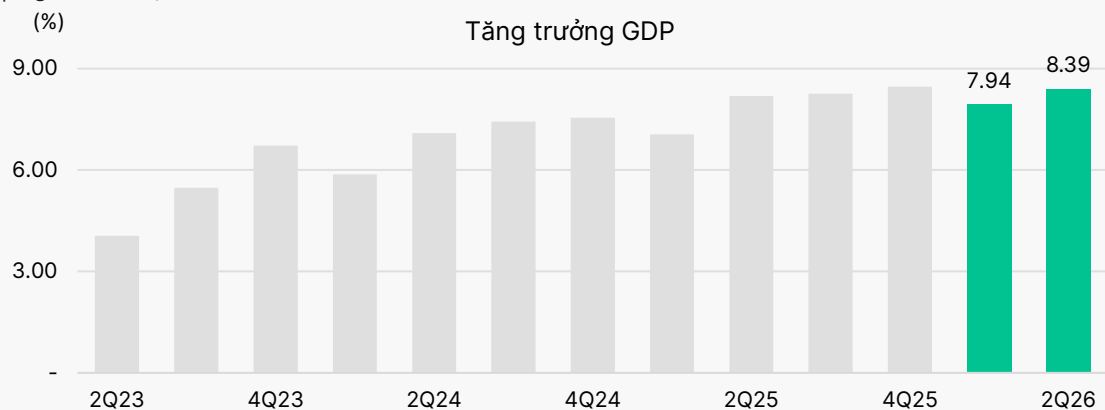


Tăng trưởng ghi nhận những số liệu tích cực

Dữ liệu kinh tế nửa đầu năm cho thấy những điểm tích cực....

Các chỉ số cho thấy nền kinh tế Việt Nam trong 1H26 vẫn tăng trưởng tích cực...

Nguồn: NSO, Kafi Research



Nhưng cũng cho thấy những tín hiệu tiêu cực

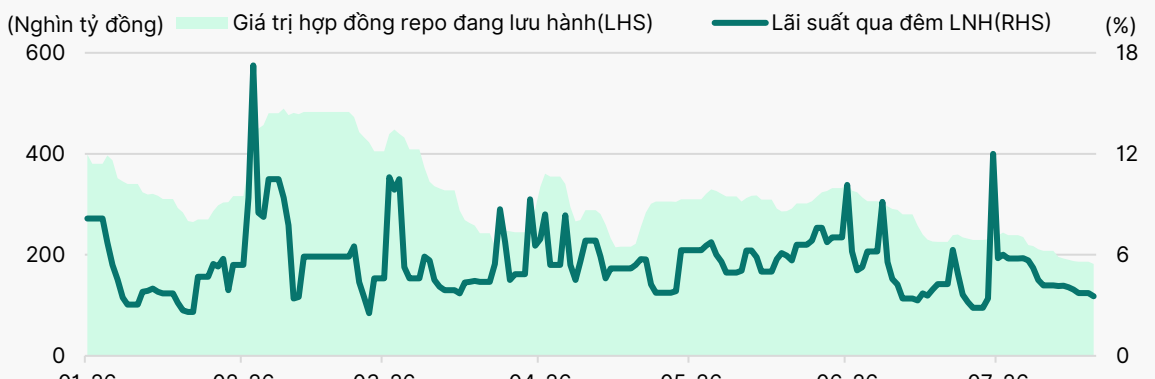
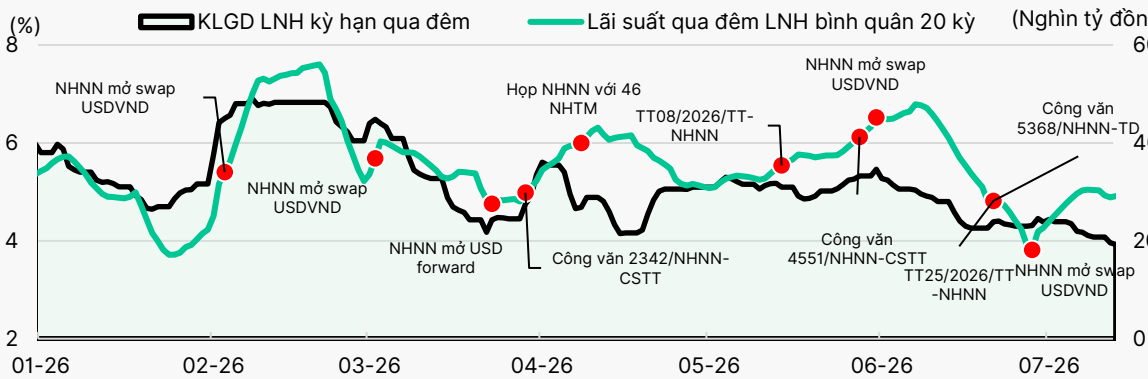
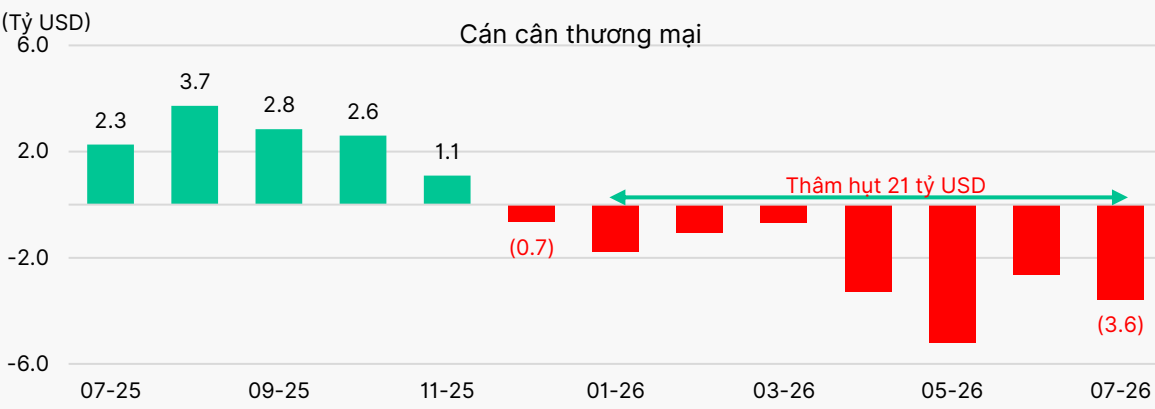
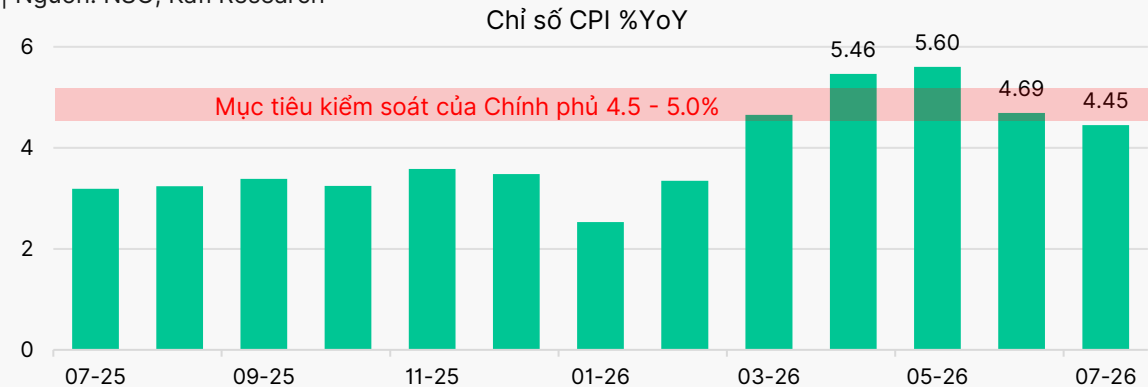
...tuy nhiên rủi ro đã dần hiện diện

Tuy nhiên, song song với các động lực tăng trưởng tích cực, những rủi ro vĩ mô cũng hiện diện rõ hơn trong 1H26. Áp lực lạm phát gia tăng khi giá năng lượng, vận chuyển và hàng hóa chịu tác động từ căng thẳng địa chính trị. Đồng thời, cán cân thương mại tiếp tục duy trì trạng thái thâm hụt trong 7 tháng đầu năm, chủ yếu đến từ khu vực doanh nghiệp trong nước, trong khi khu vực FDI vẫn duy trì thặng dư. Diễn biến này làm suy yếu nguồn cung ngoại tệ từ thương mại, gia tăng áp lực lên tỷ giá và thu hẹp phần nào dư địa điều hành của NHNN.

Bên cạnh đó, chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động tiếp tục khiến thanh khoản hệ thống ngân hàng kém dồi dào, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu vốn cho sản xuất và giải ngân các dự án gia tăng. Những yếu tố này cho thấy dư địa điều hành trong 2H26 sẽ chịu ràng buộc lớn hơn bởi yêu cầu đồng thời hỗ trợ tăng trưởng, kiểm soát lạm phát và duy trì ổn định tiền tệ.

...nhưng đồng thời cũng cho thấy những khó khăn trước mắt

Nguồn: NSO, Kafi Research



Tỷ giá duy trì ổn định khi mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao

Tỷ giá duy trì sự ổn định trong nửa đầu năm, nhưng nền tảng hỗ trợ chủ yếu đến từ mặt bằng lãi suất cao

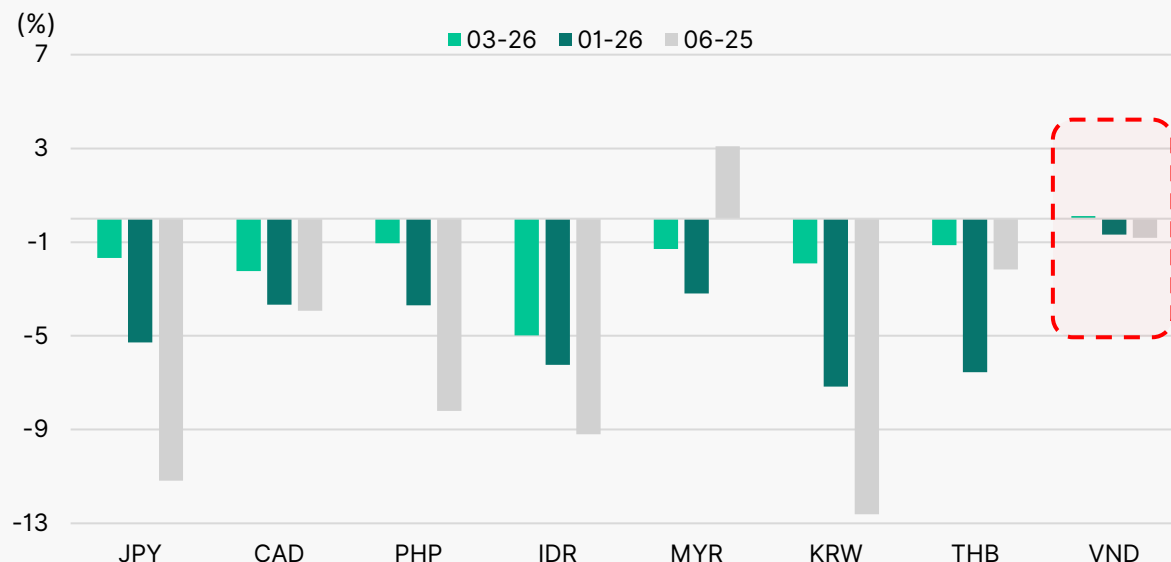
Về diễn biến tỷ giá, VND là một trong những đồng tiền biến động ít nhất trong khu vực trong 1H26, nhưng diễn biến này chưa hoàn toàn phản ánh nền tảng ngoại hối thuận lợi. Thanh khoản VND căng thẳng khiến lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao, qua đó mở rộng chênh lệch lãi suất VND-USD, tạo lớp đệm hỗ trợ tỷ giá.

- **Sự ổn định của tỷ giá hiện tại đi kèm một sự đánh đổi về điều kiện vốn.** Mặt bằng lãi suất cao giúp hạn chế áp lực lên USDVND, nhưng đồng thời phản ánh chi phí vốn lớn và tình trạng thanh khoản kém dồi dào trong hệ thống ngân hàng.
- **Rủi ro tỷ giá có thể trở nên rõ nét hơn khi dòng chảy vốn được khơi thông.** Nếu thanh khoản cải thiện kéo lãi suất VND hạ nhiệt trong khi lãi suất USD vẫn duy trì ở mức cao, chênh lệch lãi suất sẽ thu hẹp và làm suy yếu lớp đệm đang hỗ trợ VND và gia tăng áp lực lên USDVND.

Do đó, diễn biến ổn định của USDVND trong 1H26 nên được nhìn nhận như một trạng thái cân bằng tạm thời, thay vì tín hiệu cho thấy rủi ro tỷ giá đã được loại bỏ

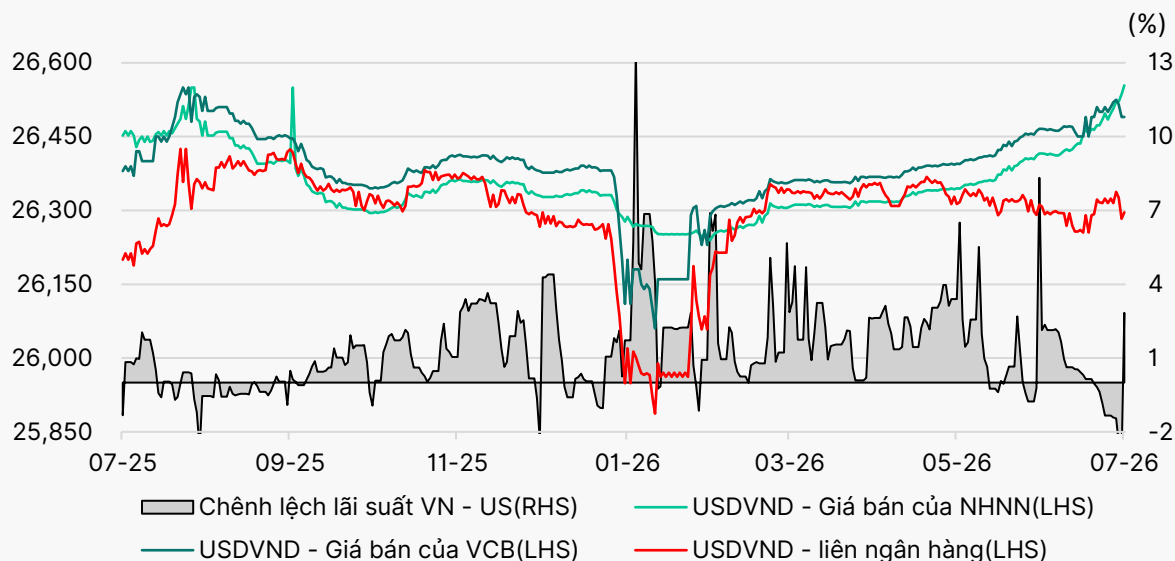
Giá trị đồng nội tệ ít biến động nhất so với các nước còn lại...

| Đơn vị: % - Nguồn: Investing, Kafi Research



...chủ yếu đến từ mặt bằng lãi suất cao trong hệ thống liên ngân hàng

| Nguồn: NHNN, Fred, Vietcombank, Kafi Research



Thị trường chứng khoán trở về vùng định giá hấp dẫn

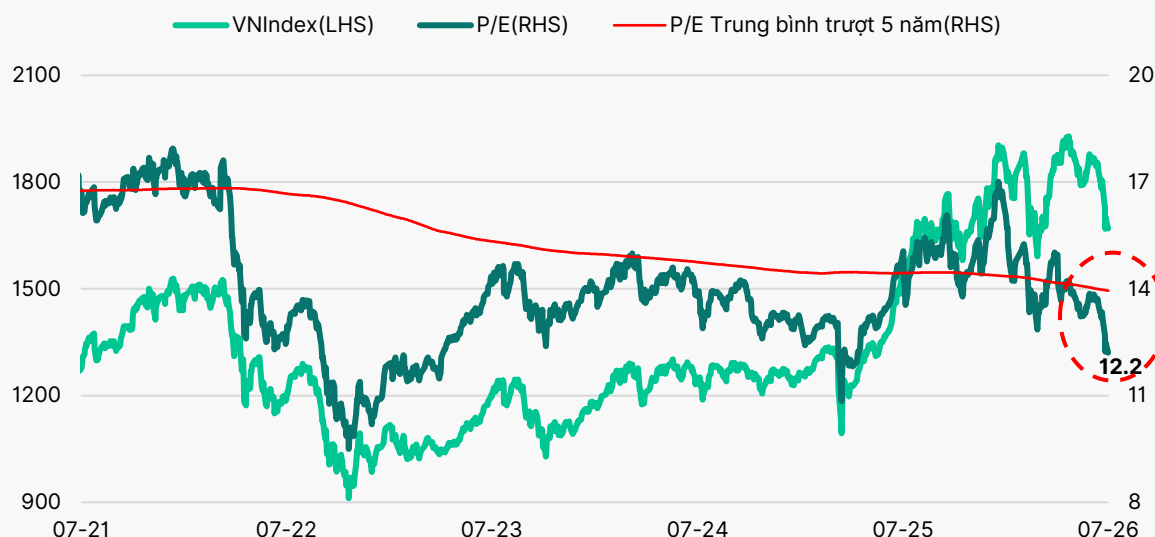
Định giá hiện tại của TTCK Việt Nam đang ở vùng hấp dẫn...

Sau giai đoạn thị trường phải chiết khấu đồng thời nhiều rủi ro về lạm phát, tỷ giá, thanh khoản và thương mại, mặt bằng định giá của TTCK Việt Nam đã trở nên hấp dẫn hơn rõ rệt. P/E VNIndex hiện quanh 12,2 lần, thấp hơn mức trung bình trượt 5 năm và tạo thêm dư địa tái định giá khi các điều kiện về thanh khoản, lãi suất và tâm lý đầu tư dần cải thiện.

Trong bối cảnh dòng vốn toàn cầu đang tập trung mạnh vào chủ đề AI, định giá tại Mỹ và các trung tâm công nghệ châu Á ngày càng phụ thuộc vào một nhóm cổ phiếu dẫn dắt như Nvidia, TSMC, SK Hynix, Samsung Electronics hay SoftBank Group. Sự tập trung này làm gia tăng rủi ro *crowded positioning*, đặc biệt khi mặt bằng lãi suất cao và các cú sốc vĩ mô có thể kích hoạt hoạt động tái cân bằng danh mục. Trong khi đó, Việt Nam nổi bật như một lựa chọn mang tính đa dạng hóa khi được FTSE Russell xác nhận nâng hạng lên Secondary Emerging, có hiệu lực từ tháng 9/2026. Với định giá tương đối hấp dẫn và triển vọng tăng trưởng dựa nhiều hơn vào tiêu dùng nội địa, tín dụng, đầu tư hạ tầng và quá trình đô thị hóa, TTCK Việt Nam có cơ hội thu hút dòng vốn tìm kiếm một câu chuyện tăng trưởng khác biệt và dài hạn hơn trong khu vực

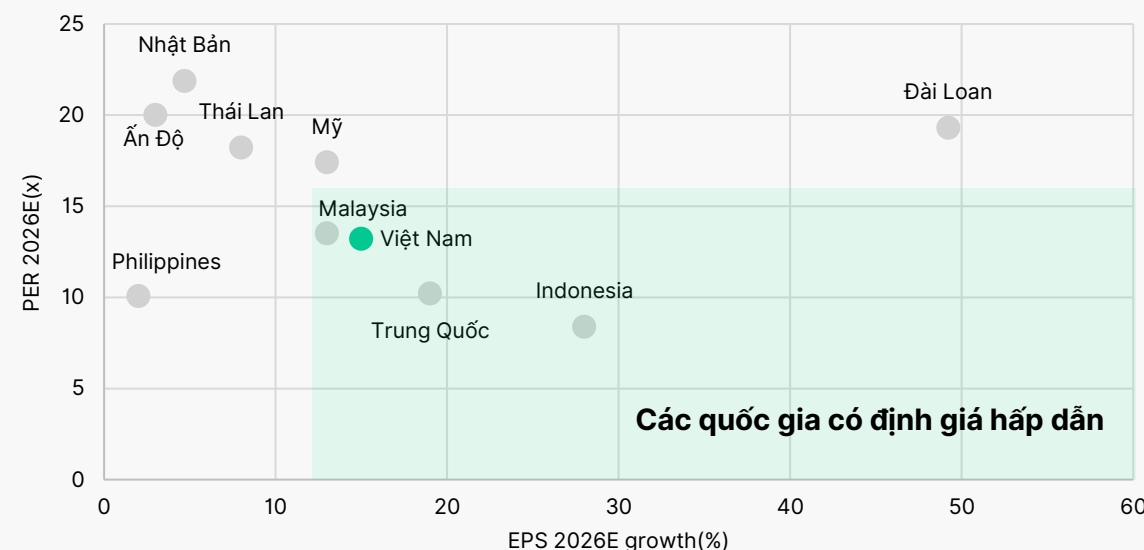
Chỉ số PE của VNIndex ở thời điểm hiện tại đang thấp hơn trung bình 5 năm

| Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Định giá của thị trường ở thời điểm hiện tại đang khá hấp dẫn

| Nguồn: Bloomberg, Kafi Research



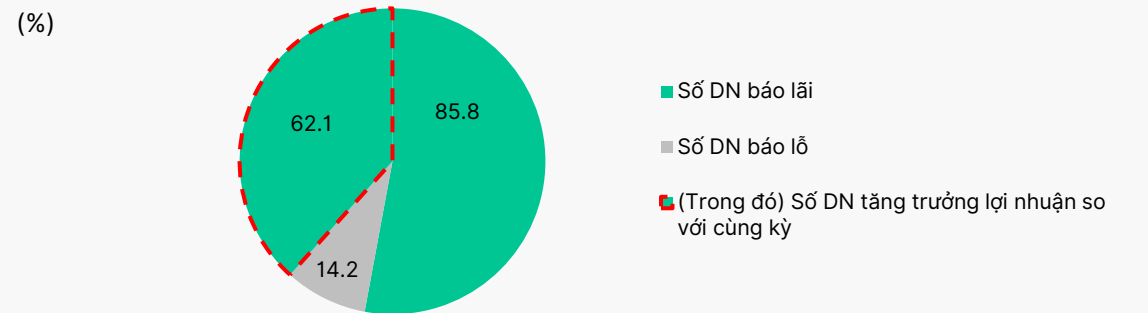
Các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tốt trong 1H26

...và được hỗ trợ thêm bởi kết quả kinh doanh tích cực

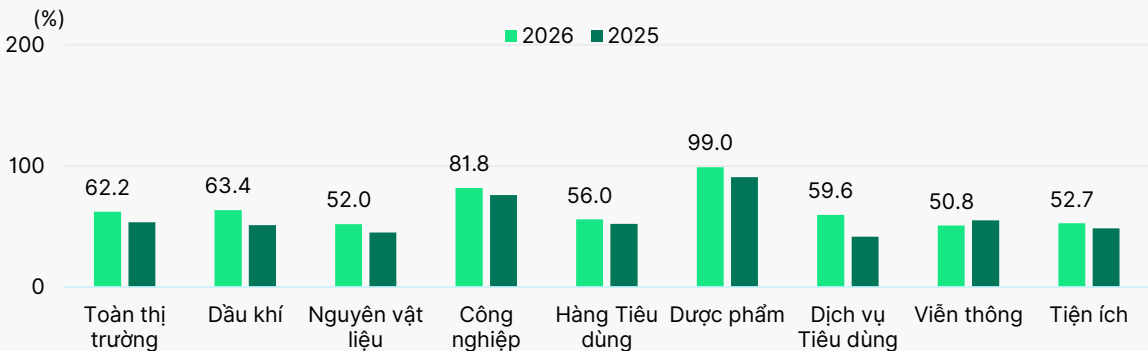
Bên cạnh mặt bằng định giá hấp dẫn, kết quả kinh doanh quý 2/2026 cho thấy nền tảng lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết vẫn duy trì tích cực. Gần như toàn bộ vốn hóa thị trường đã công bố báo cáo, trong đó gần 86% doanh nghiệp báo lãi và hơn 60% doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ. Điều này cho thấy cơ hội đầu tư trong 2H26 không chỉ đến từ định giá, mà còn được hỗ trợ bởi tăng trưởng cơ bản của doanh nghiệp.

Theo ngành, dầu khí, tài chính, nguyên vật liệu, tiện ích, viễn thông và công nghiệp là các nhóm ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận nổi bật, trong khi toàn thị trường tăng trưởng khoảng 49.7% YoY. Độ rộng lợi nhuận tích cực hơn là cơ sở quan trọng để kỳ vọng xu hướng tăng của thị trường sẽ có nền tảng vững hơn trong 2H26.

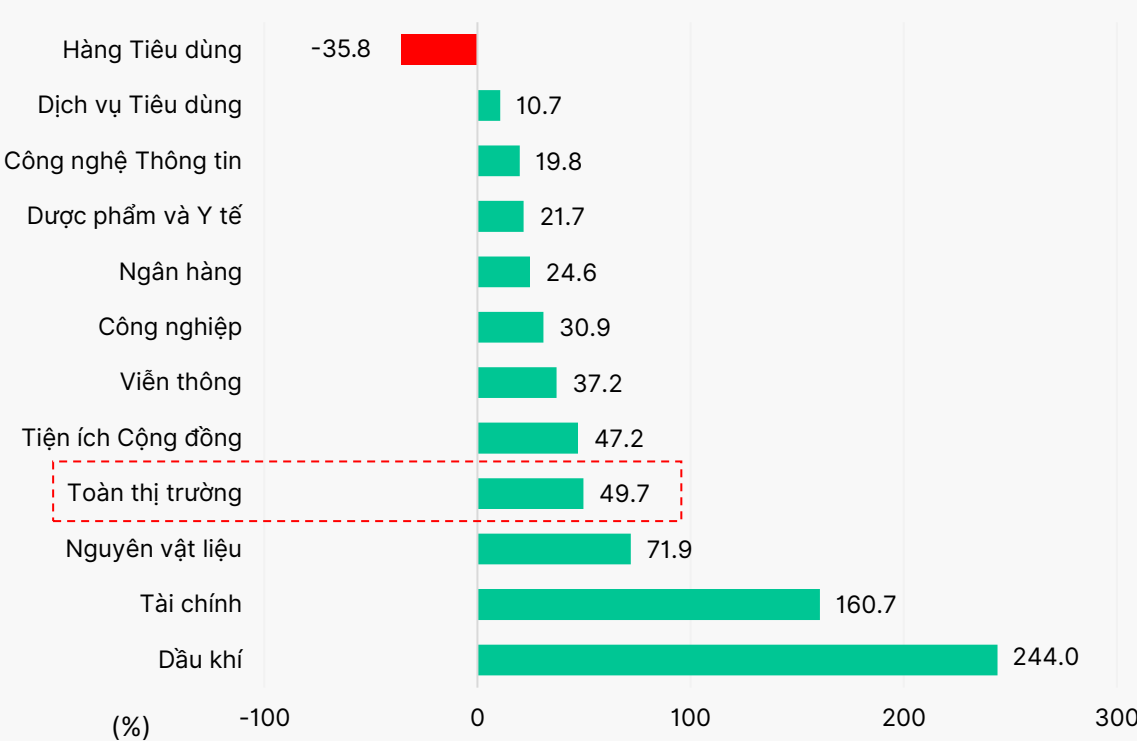
Tổng quan KQKD Quý 2/2026
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm theo ngành
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Tăng trưởng lợi nhuận Quý 2/2026 theo ngành
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Các yếu tố trọng yếu trong 4Q26

Môi trường đầu tư

Các sự kiện trọng yếu trong và ngoài nước

Cơ hội và thách thức trong 4Q26

Trong một năm đầy những thách thức, các động lực mở ra cơ hội tăng trưởng trong giai đoạn cuối năm

Bước sang giai đoạn cuối của năm 2026, TTCK Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng dù môi trường đầu tư tiếp tục đan xen nhiều yếu tố bất định. Rủi ro địa chính trị, chính sách thuế quan, mặt bằng lãi suất toàn cầu và áp lực tỷ giá có thể tiếp tục tạo ra các nhịp biến động ngắn hạn. Tuy nhiên, phần lớn cú sốc của 1H26 đã được thị trường phản ánh, trong khi mặt bằng định giá trở nên hợp lý hơn sau giai đoạn phân hóa và điều chỉnh.

Động lực của thị trường quý cuối của năm được kỳ vọng đến từ sự cải thiện của các yếu tố nội tại. Tiến trình nâng hạng, tăng tốc giải ngân đầu tư công, các biện pháp tháo gỡ điểm nghẽn thanh khoản ngân hàng và chính sách hỗ trợ tiêu dùng có thể tạo thêm dư địa cho tăng trưởng lợi nhuận và dòng tiền. Dù vậy, cơ hội nhiều khả năng tiếp tục mang tính chọn lọc, tập trung vào những doanh nghiệp có nền tảng tài chính lành mạnh, triển vọng lợi nhuận rõ ràng và mức định giá còn hấp dẫn.

Bối cảnh đầu tư 4Q26

| Nguồn: Kafi Research

Góc nhìn	Yếu tố	Nội dung chính	1Q26-3Q26	4Q26
Thế giới	Địa chính trị	Rủi ro địa chính trị khu vực Trung Đông, chiến tranh Nga – Ukraine		
		Chính sách thuế quan của Mỹ đối với các đối tác thương mại		
	Lãi suất toàn cầu	Khuynh hướng về lãi suất của các NHTW lớn trên thế giới		
Trong nước	Chính sách tiền tệ	Diễn biến về thanh khoản của hệ thống ngân hàng Việt Nam		
		Diễn biến về mặt bằng lãi suất trong nước		
	Chính sách tài khóa	Tiến độ thực hiện các dự án hạ tầng, tốc độ giải ngân đầu tư công và phát hành TPKB		
		Các chính sách hỗ trợ tiêu dùng, cải thiện sức mua trong nước		
	Thị trường chứng khoán	Định giá của các nhóm cổ phiếu trên thị trường chứng khoán		
		Thanh khoản và dòng vốn		

Chú thích: Mức độ đánh giá: Tiêu cực – Trung lập – Tích cực

Quốc tế: các chủ đề trọng yếu giai đoạn cuối năm

Thế giới: rủi ro địa chính trị, áp lực lạm phát diện rộng đe dọa đến tăng trưởng toàn cầu

Đối với các cơn bão đến từ vĩ mô toàn cầu, rủi ro trong 4Q26 không còn tập trung ở một sự kiện đơn lẻ mà đến từ sự cộng hưởng giữa địa chính trị, thuế quan và xu hướng tăng lãi suất. Căng thẳng Trung Đông có thể giảm so với giai đoạn cao điểm, nhưng giá năng lượng, vận tải và bảo hiểm vẫn có khả năng neo cao; đồng thời, Section 301 và lập trường thắt chặt hơn của các NHTW tiếp tục gây áp lực lên thương mại, tỷ giá và dòng vốn.

Tác động lên doanh nghiệp vì vậy sẽ phân hóa mạnh theo khả năng kiểm soát chi phí và mức độ phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu. Hàng không, vận tải, dệt may và thủy sản có thể chịu sức ép rõ hơn, trong khi dầu khí, tiện ích, bảo hiểm và các doanh nghiệp có khả năng chuyển phần chi phí gia tăng sang giá bán sẽ có lợi thế tương đối.

Các chủ đề quan trọng của quốc tế trong 4Q26
| Nguồn: Kafi Research

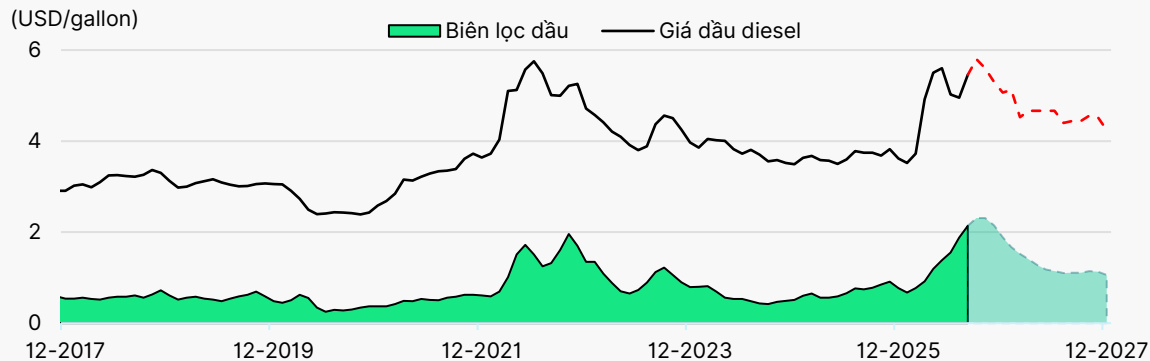
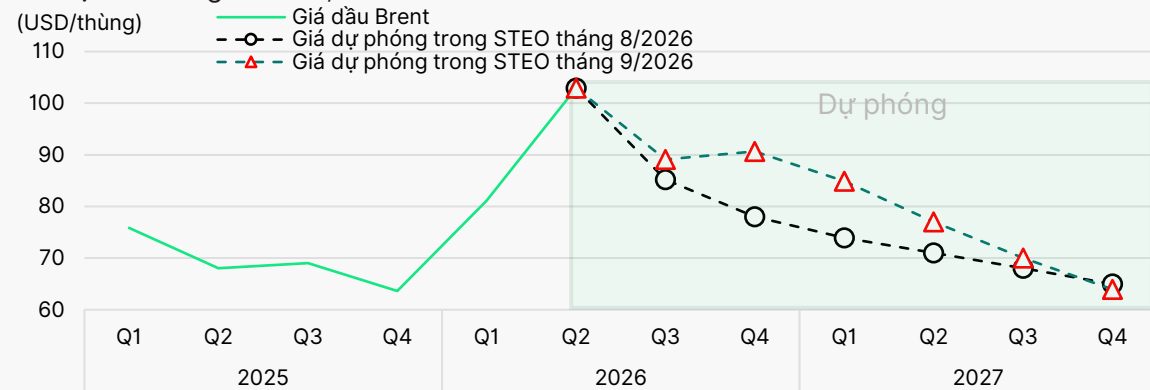
Yếu tố	Nội dung chính	Triển vọng trong 4Q26	Ngành chịu ảnh hưởng
Địa chính trị	Chiến sự Trung Đông	Rủi ro địa chính trị đã hạ nhiệt nhưng chưa được loại bỏ. MoU Mỹ–Iran giúp giảm nguy cơ xung đột lan rộng, song chưa tạo ra một khuôn khổ hòa bình bền vững; giá dầu, cước vận tải và phí bảo hiểm vì vậy có thể tiếp tục biến động trên nền cao.	Dầu khí, bảo hiểm
	Thuế quan	Rủi ro thương mại đối với Việt Nam sẽ tiếp tục gia tăng trong 2H26. Bên cạnh biện pháp thuế mới đã được áp dụng, hai nhánh điều tra về sở hữu trí tuệ và dư thừa công suất vẫn có thể dẫn tới các hạn chế bổ sung, gây phân hóa mạnh giữa các ngành xuất khẩu.	Khu công nghiệp, logistics, cảng biển, thủy sản, dệt may
Lãi suất toàn cầu	Khuynh hướng tăng lãi suất	Chính sách tiền tệ toàn cầu đang dịch chuyển theo hướng thắt chặt hơn. Một số NHTW lớn đã tăng lãi suất, trong khi Fed phát tín hiệu cứng rắn hơn về lập trường chính sách tiền tệ và có thể điều chỉnh lãi suất vào cuối năm, duy trì áp lực lên lợi suất USD, tỷ giá và dòng vốn tại các thị trường mới nổi.	Bảo hiểm, ngân hàng

Giá năng lượng: Các sự kiện địa chính trị khiến kỳ vọng giá năng lượng tăng cao

Các điểm nóng như chiến tranh Iran – Mỹ, Nga – Ukraine vẫn chưa đi đến hồi kết

Giá dầu thế giới được kỳ vọng duy trì ở mức cao đến hết năm...

Đơn vị: USD - Nguồn: EIA, Kafi Research

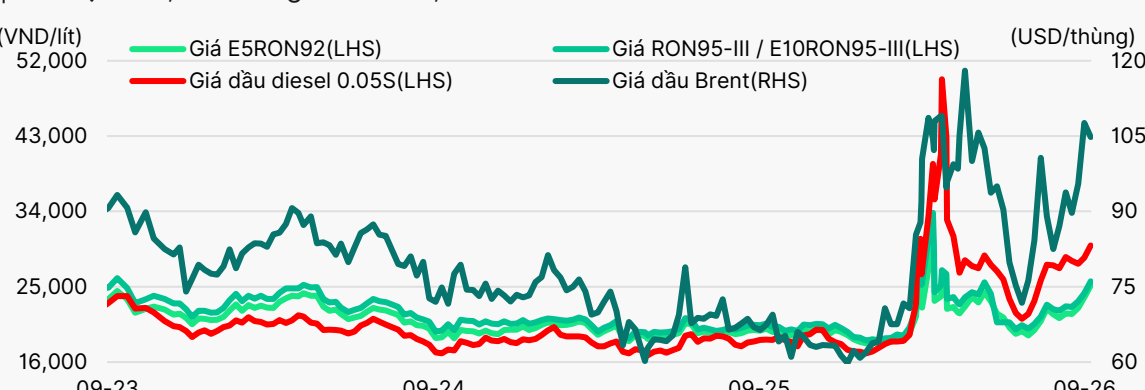


Cú sốc năng lượng toàn cầu chưa có dấu hiệu sớm hạ nhiệt khi bất định nguồn cung vẫn ở mức cao. Giá dầu Brent được EIA điều chỉnh tăng đáng kể trong dự báo tháng 9 so với tháng trước, phản ánh rủi ro nguồn cung và mức độ bất định cao liên quan đến diễn biến địa chính trị tại Trung Đông. Mặc dù giá dầu được kỳ vọng giảm dần trong năm 2027, mặt bằng giá trong những quý tới vẫn cao hơn đáng kể so với trước cú sốc và khó nhanh chóng quay trở lại vùng thấp.

Biến động giá dầu thế giới đã nhanh chóng truyền dẫn sang thị trường năng lượng trong nước. Giá xăng E5RON92, RON95 III và dầu diesel đều ghi nhận những nhịp tăng mạnh cùng với diễn biến của giá dầu Brent, cho thấy mức độ nhạy cảm cao của giá nhiên liệu nội địa trước các cú sốc bên ngoài. Việc mặt bằng giá năng lượng duy trì ở mức cao không chỉ tác động trực tiếp đến chi phí nhiên liệu mà còn làm gia tăng chi phí vận tải, logistics và đầu vào sản xuất trong nền kinh tế.

...trong khi giá xăng dầu trong nước đã phản ánh rõ cú sốc năng lượng

Đơn vị: VND, USD - Nguồn: MOIT, Kafi Research



Diễn biến điều hành giá xăng dầu nội địa trong năm 2026	
Tiêu chí	Diễn biến
Số kỳ điều chỉnh	38 kỳ (+27% so với bình thường)
Giai đoạn cao điểm 05/03-29/04	17 kỳ vs 9 kỳ (+89%)
Tần suất điều chỉnh	~2,2 kỳ/tuần (So với 1 kỳ/tuần thông thường)
Chi từ quỹ BOG	~6,29 nghìn tỷ đồng (trong đó ~5,42 nghìn tỷ được chi từ ngày 10-25/03)

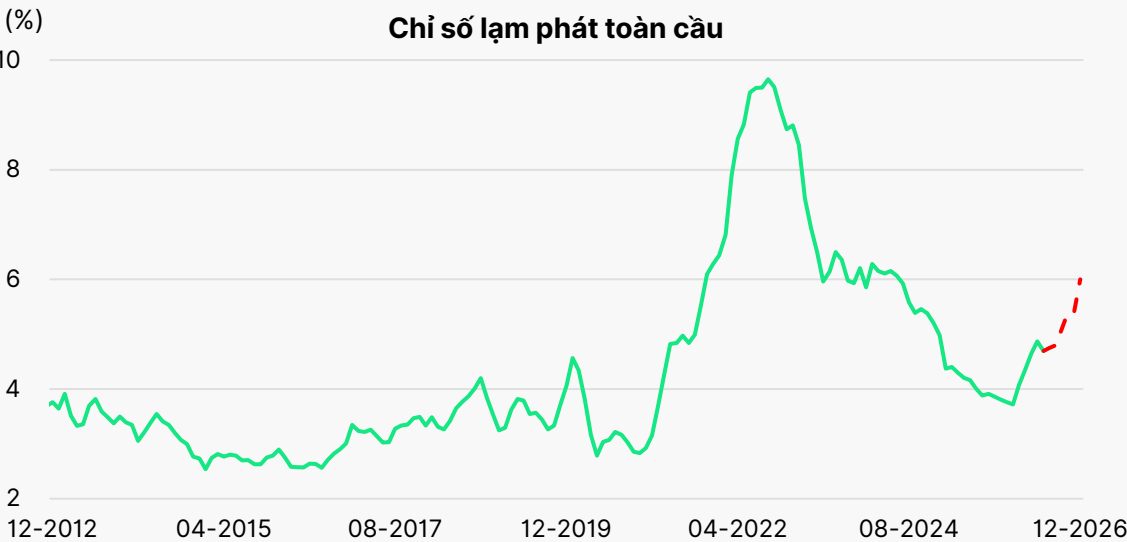
Lạm phát: Cú sốc năng lượng làm gián đoạn quá trình hạ nhiệt lạm phát toàn cầu

Lạm phát toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng cho đến năm 2027

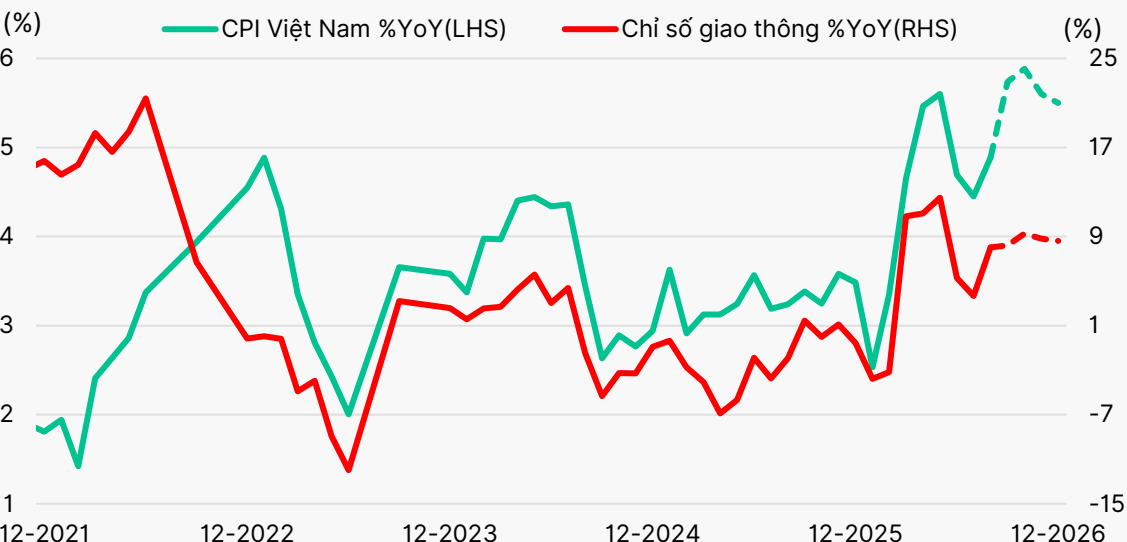
Áp lực lạm phát toàn cầu đang quay trở lại khi cú sốc năng lượng bắt đầu truyền dẫn vào mặt bằng giá. Sau giai đoạn hạ nhiệt kéo dài từ năm 2022, lạm phát thế giới đã có dấu hiệu tạo đáy và được kỳ vọng tăng trở lại trong những tháng cuối năm 2026. Giá năng lượng cao hơn làm gia tăng chi phí vận tải, sản xuất và hàng hóa đầu vào, qua đó khiến quá trình đưa lạm phát trở về mục tiêu của các NHTW trở nên khó khăn hơn.

Việt Nam vẫn chịu ảnh hưởng đáng kể từ cú sốc năng lượng toàn cầu do mức độ phụ thuộc nhất định vào nguồn cung và giá nhập khẩu. Dù các biện pháp như sử dụng Quỹ bình ổn và đa dạng hóa nguồn cung có thể giúp hạ nhiệt áp lực trong ngắn hạn, việc giá dầu quốc tế duy trì ở mức cao vẫn có thể đẩy lạm phát trong nước vượt mục tiêu, qua đó thu hẹp dư địa điều hành chính sách tiền tệ trong phần còn lại của năm.

Lạm phát toàn cầu có dấu hiệu tăng tốc trong giai đoạn cuối năm...
| Đơn vị: % - Nguồn: IMF, Kafi Research



...và lạm phát của Việt Nam cũng chịu ảnh hưởng mạnh từ cú sốc năng lượng
| Đơn vị: % - Nguồn: IMF, NSO, Kafi Research



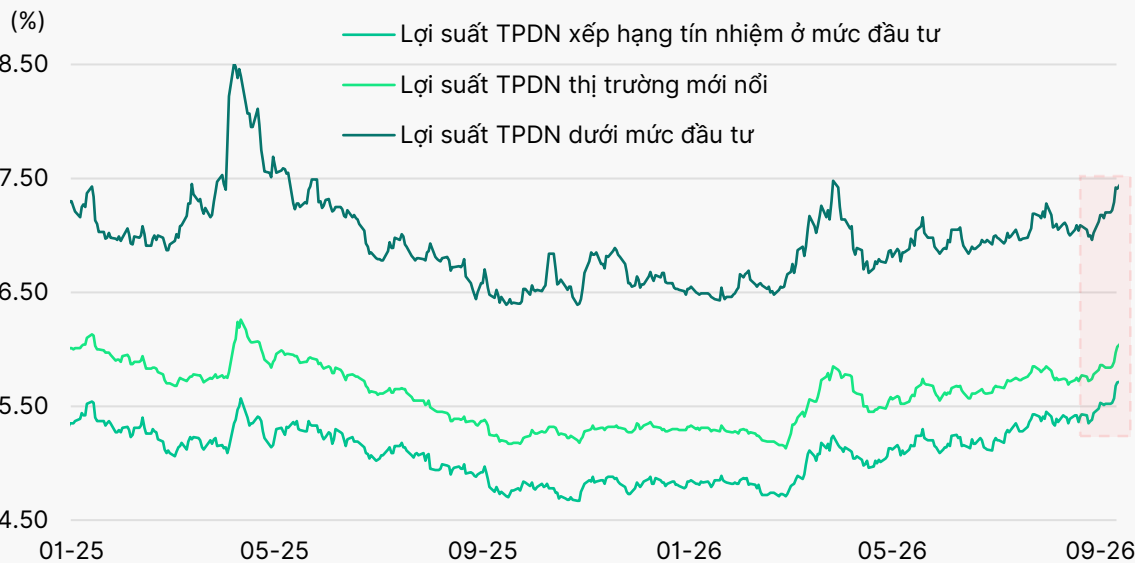
Chi phí vốn: Lợi suất cao tiếp tục tạo áp lực lên chi phí vốn toàn cầu

Lợi suất trái phiếu tăng mạnh khi lạm phát và rủi ro toàn cầu gia tăng

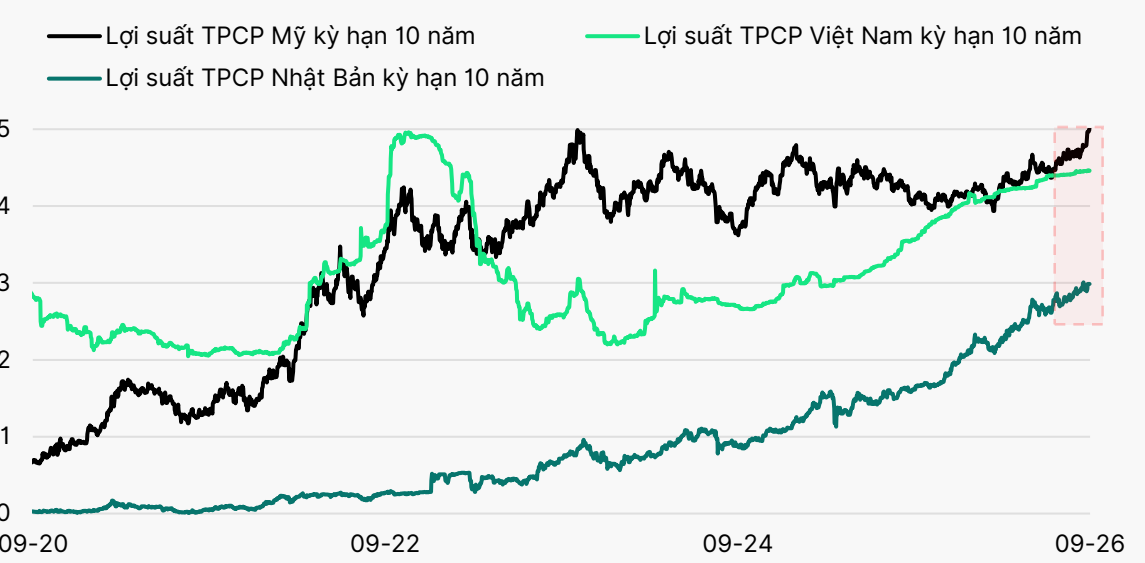
Chi phí huy động vốn trên thị trường quốc tế đang có xu hướng tăng trở lại khi lợi suất trái phiếu duy trì ở mức cao trên nhiều phân khúc rủi ro. Lợi suất trái phiếu doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm mức đầu tư, trái phiếu doanh nghiệp thị trường mới nổi và nhóm dưới mức đầu tư đều tăng trong những tháng gần đây, phản ánh không chỉ mặt bằng lãi suất phi rủi ro cao mà còn mức bù rủi ro mà nhà đầu tư yêu cầu đối với tín dụng doanh nghiệp. Diễn biến này cho thấy điều kiện tài chính toàn cầu đang trở nên kém thuận lợi hơn so với giai đoạn cuối 2025 và đầu 2026.

Ở cấp độ quốc gia, lợi suất TPCP tại các nền kinh tế lớn cũng duy trì ở vùng cao, qua đó nâng mức lợi suất tối thiểu mà nhà đầu tư kỳ vọng khi phân bổ sang các tài sản rủi ro hơn. Khi lợi suất tài sản an toàn gia tăng, doanh nghiệp phải trả chi phí vay cao hơn để thu hút vốn, trong khi equity cũng phải cạnh tranh với mức sinh lời ngày càng hấp dẫn của fixed income. Điều này có thể hạn chế khả năng mở rộng định giá và khiến dòng vốn trở nên chọn lọc hơn, đặc biệt đối với các thị trường và doanh nghiệp có đòn bẩy cao hoặc khả năng tạo dòng tiền yếu.

Lợi suất trái phiếu Mỹ ở các phân khúc
| Đơn vị: % - Nguồn: FRED, Kafi Research



Lợi suất TPCP ở một số quốc gia
| Nguồn: Fred, BOJ, HNX, Kafi Research



Lãi suất: Chu kỳ thắt chặt tiền tệ toàn cầu khiến dòng vốn trở nên thận trọng hơn

Hầu hết các NHTW lớn trên thế giới đều đã hành động để kìm hãm lạm phát

Chu kỳ thắt chặt tiền tệ toàn cầu đã tiếp tục được nối dài khi Fed và BoJ đồng loạt nâng lãi suất trong tháng 9, trong khi thị trường vẫn kỳ vọng thêm các đợt tăng tại nhiều NHTW lớn. Fed nâng lãi suất thêm 25bps lên 3.75–4.00%, trong khi BoJ đưa lãi suất lên 1.25%. Diễn biến này cho thấy áp lực kiểm soát lạm phát vẫn hiện hữu và mặt bằng lãi suất toàn cầu khó sớm quay lại trạng thái nới lỏng.

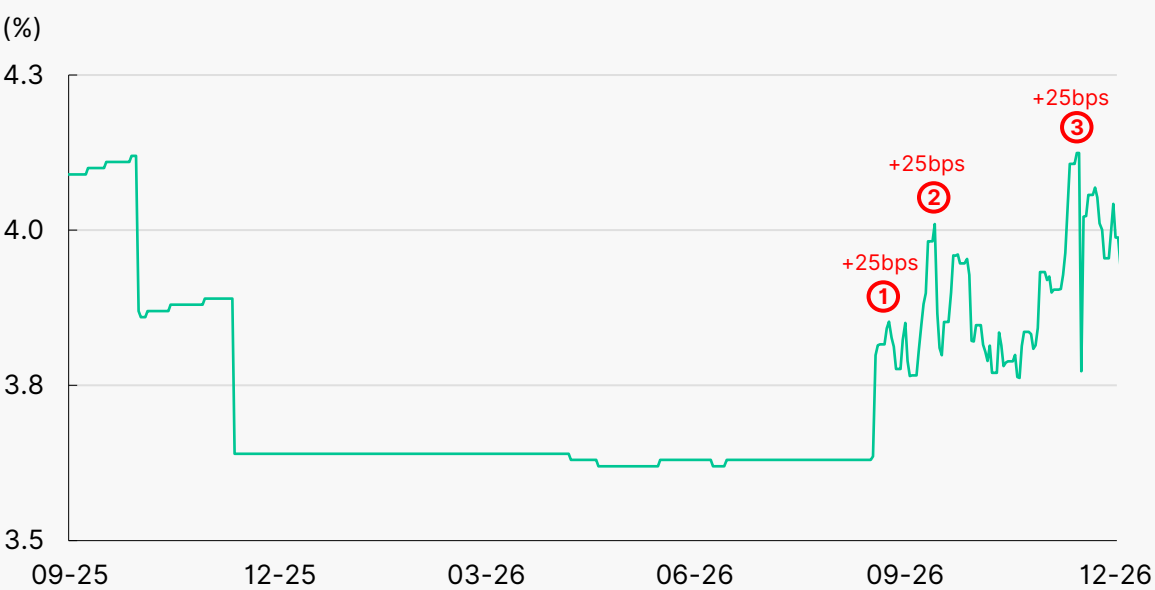
Đáng chú ý, chu kỳ tăng lãi suất tại Nhật Bản nhằm kiểm soát lạm phát và hỗ trợ đồng nội tệ vẫn chưa kết thúc. Trong nhiều năm, mặt bằng lãi suất thấp tại Nhật Bản đã tạo ra nguồn vốn chi phí thấp cho đầu tư quốc tế và các chiến lược carry trade bằng JPY. Việc BoJ tiếp tục nâng lãi suất làm chi phí funding tăng và chênh lệch lợi suất thu hẹp, qua đó hạn chế một phần nguồn vốn giá rẻ cho thị trường toàn cầu.

Trong khi Nhật Bản là một nguồn cung vốn chi phí thấp quan trọng, Mỹ lại là một trong những điểm đến lớn của dòng vốn toàn cầu, đặc biệt vào nhóm công nghệ và hyperscaler. Việc Fed tiếp tục thắt chặt đúng lúc nhu cầu CAPEX cho AI và trung tâm dữ liệu tăng mạnh khiến chi phí tài trợ tại các điểm đến này cao hơn. Khi nguồn vốn giá rẻ thu hẹp và chi phí vốn tại nơi hấp thụ vốn cùng tăng, dòng vốn quốc tế nhiều khả năng sẽ trở nên chọn lọc hơn.

Kỳ vọng về lãi suất điều hành của các NHTW lớn trên thế giới
| Đơn vị: % - Nguồn: Fred, CME FedWatch, RateProbability, Kafi Research

NHTW	Lãi suất hiện tại	Kỳ họp tới (đcb)	Xác suất	Trong 12 tháng tới (đcb)
Fed	3.88%	+17.3	69%	+79.6
ECB	2.50%	+15.8	63%	+84.8
BoJ	1.25%	+5.6	22%	+84.2
BoE	3.75%	+19.2	77%	+112.3
BoC	2.25%	+18.1	74%	+116.7
RBA	4.35%	+23.1	92%	+67.3

Fed vẫn được kỳ vọng tiếp tục thắt chặt sau đợt tăng tháng 9
| Đơn vị: % - Nguồn: CME FedWatch, RateProbability, Kafi Research



Thuế quan: Đạo luật 301 và nguồn gốc xuất xứ gây áp lực lên thương mại toàn cầu

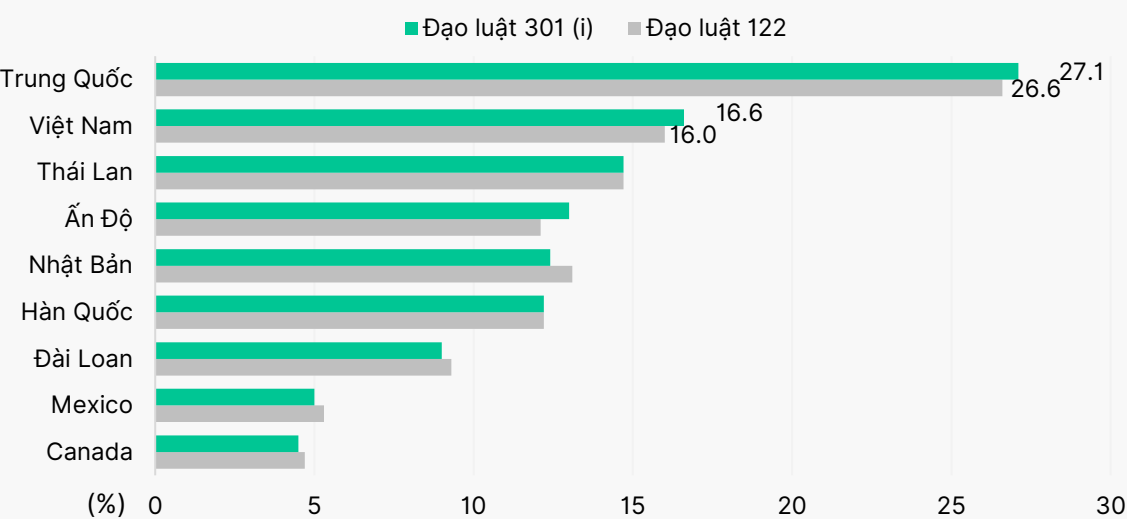
Sự trở lại của thuế quan với các đạo luật mới có thể tiếp tục gây sức ép lên hoạt động giao thương và có thể kéo theo hành động trả đũa giữa các nước

Rủi ro thuế quan đối với Việt Nam vẫn chưa khép lại. Biện pháp Section 301 đầu tiên với mức thuế bổ sung 12,5% nhìn chung có tác động không quá lớn do phạm vi áp dụng còn hạn chế và có các diện miễn trừ. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn nằm trong các cuộc điều tra riêng liên quan đến sở hữu trí tuệ và dư thừa công suất sản xuất, qua đó rủi ro thuế quan trong thời gian tới vẫn còn rất lớn.

Rủi ro trung chuyển hàng hóa nhằm hưởng lợi từ chênh lệch thuế quan đang trở lại. Trong báo cáo gần nhất của Nhà Trắng về “mạng lưới trung chuyển để né thuế”, Việt Nam hiện được xếp vào cấp độ 2 trong 3 cấp độ phân loại, phản ánh mức độ liên kết cao với chuỗi cung ứng khu vực Trung Quốc và nguy cơ bị tăng cường kiểm soát xuất xứ. Hiện tại mức thuế tối đa 40% đối với hàng hóa trung chuyển theo đạo luật IEEPA trước đó đã bị vô hiệu, nhưng rủi ro đối mặt với mức thuế bổ sung cao hơn là rất lớn.

Thuế quan hiệu dụng của Việt Nam và các quốc gia

| Nguồn: Global Trade Alert, USITC DataWeb, Kafi Research



Ghi chú: Thuế quan hiệu dụng với từng quốc gia là mức thuế quan bình quân gia quyền, theo tỷ trọng nhập khẩu 2024; Đạo luật 122 – 10% thuế đối với tất cả đối tác thương mại của Hoa Kỳ, hiệu lực từ 24/02/2026 – 24/07/2026; Đạo luật 301 (i) về “Lao động cưỡng bức” – Từ 10% đến 12.5% thuế đối với các đối tác của Hoa Kỳ, hiệu lực từ 24/07/2026.

Các nền kinh tế được Nhà Trắng phân nhóm theo rủi ro trung chuyển hàng hóa

| Nguồn: WhiteHouse, Kafi Research

Cấp độ	Phân nhóm	Tiêu chí	Các nền kinh tế
1	Nhóm dẫn đầu quy mô lớn và đa dạng hóa	Khối lượng lớn hàng hóa liên quan Trung Quốc; nền tảng công nghiệp đa dạng và các trung tâm xuất khẩu lớn sang Mỹ, Israel; Nhật Bản; Mexico; Hàn Quốc; khiến rủi ro chuyển tải có thể lẫn trong dòng thương mại hợp pháp.	Canada; Liên minh châu Âu; Ấn Độ; Đài Loan
2	Nhóm dẫn đầu về quy mô, có mức độ hội nhập kinh tế đáng kể với Trung Quốc	Khối lượng chuyển tải đáng kể, cùng mức độ hội nhập sâu vào chuỗi cung ứng Trung Quốc, từ nguồn đầu vào, sản xuất, logistics đến các tuyến trung chuyển khu vực.	Brazil; Indonesia; Malaysia; Thái Lan; Thổ Nhĩ Kỳ; Việt Nam
3	Nhóm nền kinh tế nhỏ, dễ trở thành điểm trung chuyển mang tính cơ hội	Quy mô nhỏ hơn nhưng có các lợi thế dễ bị tận dụng như chi phí thấp, khu thương mại tự do, cảng/biên giới, kho ngoại quan, lắp ráp ngách hoặc năng lực thực thi hải quan hạn chế.	Argentina; Azerbaijan; Bangladesh; Campuchia; Chile; Colombia; Costa Rica; Cộng hòa Dominica; Georgia; Jordan; Kazakhstan; Kenya; Lào; Morocco; Myanmar; Oman; Panama; Peru; Philippines; Singapore; Sri Lanka; Thụy Sĩ; Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất (UAE); Uzbekistan

Trong nước: các động lực và thách thức trong giai đoạn tới

Trong nước: nội lực được kỳ vọng sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng trong giai đoạn nước rút

Đối mặt với các cơn bão đó, các động lực trong nước cần được củng cố và gia tốc để sẵn sàng đưa nền kinh tế và TTCK bước vào nhịp tăng trưởng tiếp theo. Trọng tâm trong 4Q26 là khơi thông thanh khoản ngân hàng, ổn định mặt bằng lãi suất, đẩy nhanh giải ngân đầu tư công và duy trì các chính sách hỗ trợ sức mua nội địa.

Khi các chính sách đi vào thực thi, dòng tiền ngân sách quay trở lại nền kinh tế cùng điều kiện vốn bớt căng thẳng có thể cải thiện tăng trưởng lợi nhuận và thanh khoản thị trường. Kết hợp với mặt bằng định giá hấp dẫn hơn và tiến trình nâng hạng, cơ hội tái định giá được kỳ vọng tập trung tại ngân hàng, chứng khoán, xây dựng – vật liệu xây dựng, bán lẻ và các doanh nghiệp vốn hóa lớn.

Các chủ đề quan trọng của Việt Nam trong 4Q26
| Nguồn: Kafi Research

Yếu tố	Nội dung chính	Triển vọng trong 4Q26	Ngành chịu hưởng/ưu tiên
Chính sách tiền tệ	Thanh khoản hệ thống ngân hàng	Khơi thông thanh khoản sẽ là trọng tâm điều hành trong 4Q26. Các điều chỉnh về SFL, LDR, tiền gửi KBNN và room tín dụng, kết hợp với swap USDVND và OMO, được kỳ vọng giảm áp lực cân đối nguồn vốn và ổn định lãi suất liên ngân hàng.	Ngân hàng, chứng khoán
	Mặt bằng lãi suất	Mặt bằng lãi suất khó giảm sâu. Điều kiện thanh khoản cải thiện và định hướng giảm chi phí vay có thể sẽ hỗ trợ lãi suất thị trường 1 và 2, song chênh lệch giữa tín dụng và huy động cùng áp lực trong giai đoạn cuối năm giới hạn dư địa nói lỏng.	Bất động sản, chứng khoán, xây dựng
Chính sách tài khóa	Giải ngân và nguồn vốn	Đầu tư công sẽ trở thành động lực tăng trưởng quan trọng trong 4Q26. Việc giao KPI giải ngân cho các địa phương, tháo gỡ dự án trọng điểm và đẩy mạnh phát hành TPKB sẽ đưa dòng tiền ngân sách trở lại nền kinh tế, đồng thời hỗ trợ thanh khoản hệ thống.	Xây dựng, VLXD
	Tiêu dùng	Sức mua nội địa được kỳ vọng cải thiện rõ hơn vào cuối năm. Chính sách giảm VAT, tăng lương cơ sở và nâng mức giảm trừ gia cảnh sẽ cải thiện thu nhập khả dụng, qua đó hỗ trợ tiêu dùng trong mùa cao điểm.	Bán lẻ, tiêu dùng
Thị trường chứng khoán	Định giá	Mặt bằng định giá hấp dẫn. Khi loại trừ ảnh hưởng của VIC và VHM, P/E của phần còn lại trên thị trường đang ở dưới trung bình năm năm và tương đối hấp dẫn so với một số thị trường trong khu vực.	Toàn ngành
	Thanh khoản và dòng vốn	Nâng hạng thị trường và lãi suất hạ nhiệt là hai động lực chính. Với kỳ vọng môi trường lãi suất hạ nhiệt và thanh khoản hệ thống được khai thông vào 4Q26 có thể hỗ trợ dòng vốn nội quay lại với thị trường chứng khoán, trong khi tiến trình nâng hạng mở ra kỳ vọng thu hút thêm dòng vốn quốc tế.	Chứng khoán, ngân hàng

Nâng hạng: Chất xúc tác quan trọng cho thị trường Việt Nam

Việc chính thức được nâng hạng khiến kỳ vọng dòng vốn nước ngoài sẽ hỗ trợ diễn biến của thị trường

Việt Nam đang bước vào giai đoạn hiện thực hóa câu chuyện nâng hạng khi FTSE Russell xác nhận đưa thị trường vào nhóm **Secondary Emerging Market** theo lộ trình từ tháng 9/2026. Đây là yếu tố có thể giúp mở rộng tập nhà đầu tư, hỗ trợ thu hút dòng vốn thụ động khoảng 1,5 tỷ USD và tạo thêm sự quan tâm từ các quỹ chủ động toàn cầu.

Bên cạnh tác động về dòng tiền, câu chuyện nâng hạng còn mang ý nghĩa tích cực đối với tâm lý thị trường và mặt bằng định giá. Việc thanh khoản có thể cải thiện, độ nhận diện của thị trường tăng lên và vai trò của khối ngoại được củng cố sẽ là nền tảng quan trọng để hỗ trợ quá trình tái định giá của TTCK Việt Nam trong giai đoạn tới.

Lộ trình nâng hạng và thêm vào các rổ chỉ số của FTSE

Nguồn: LSEG, Kafi Research

Tiêu chí/Thị trường	China A Shares	Romania	Iceland	Việt Nam
Thay đổi xếp hạng TTCK	Chưa phân loại → Thị trường mới nổi thứ cấp	Thị trường cận biên → Thị trường mới nổi thứ cấp	Thị trường cận biên → Thị trường mới nổi thứ cấp	Thị trường cận biên → Thị trường mới nổi thứ cấp
Thông báo nâng hạng	26/09/2018	26/09/2019	03/2022: Đánh giá 04/2022: Xác nhận	09/2025: Đánh giá 04/2026: Xác nhận
Bắt đầu chính thức có hiệu lực	24/06/2019	21/09/2020	19/09/2022	21/09/2026
Lộ trình phân bổ tỷ trọng vào các rổ FTSE	24/06/2019: 20% 23/09/2019: 40% 23/03/2020: 10% 22/06/2020: 30%	21/09/2020: 100%	19/09/2022: 33,33% 19/12/2022: 33,33% 20/03/2023: 33,33%	21/09/2026: 10% 22/03/2027: 20% 21/06/2027: 35% 20/09/2027: 35%
Tỷ trọng ước tính FTSE Global All Cap	0,73%	0,004%	0,0137%	0,0490%
Tỷ trọng ước tính FTSE Emerging All Cap	6,77%	0,038%	0,1299%	0,4880%
Tỷ trọng ước tính FTSE All-World	0,71%	0,004%	0,0142%	0,0311%
Tỷ trọng ước tính FTSE Emerging	6,50%	0,038%	0,1336%	0,3089%

Ước tính dòng tiền từ các quỹ thụ động

Nguồn: LSEG, Kafi Research

Chỉ số	FTSE Emerging
Số lượng quỹ ETF	15
Tổng tài sản của toàn bộ quỹ (triệu USD)	133.071
AUM của các quỹ lớn (triệu USD)	VWO: 109.643 SCHE: 12.859 VFEG: 5.890
Dòng vốn ước tính (triệu USD)	~1,500 – 2,200*

Dòng tiền ước tính từ các quỹ thụ động theo lộ trình

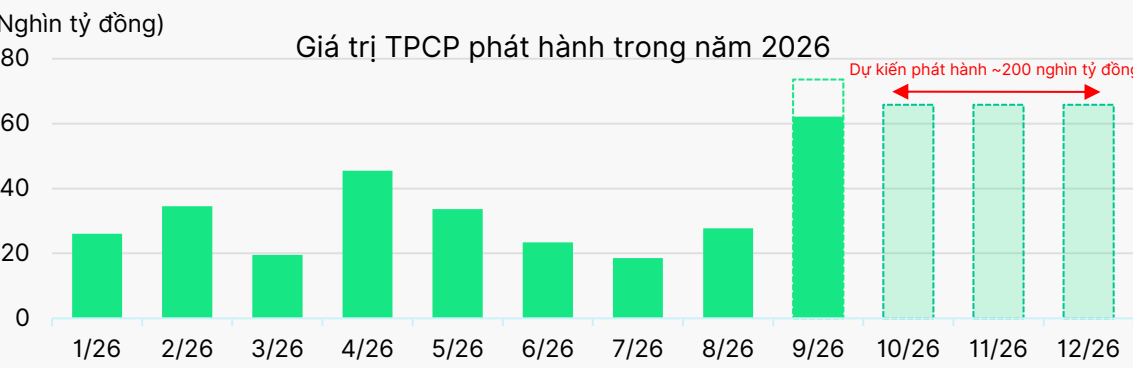
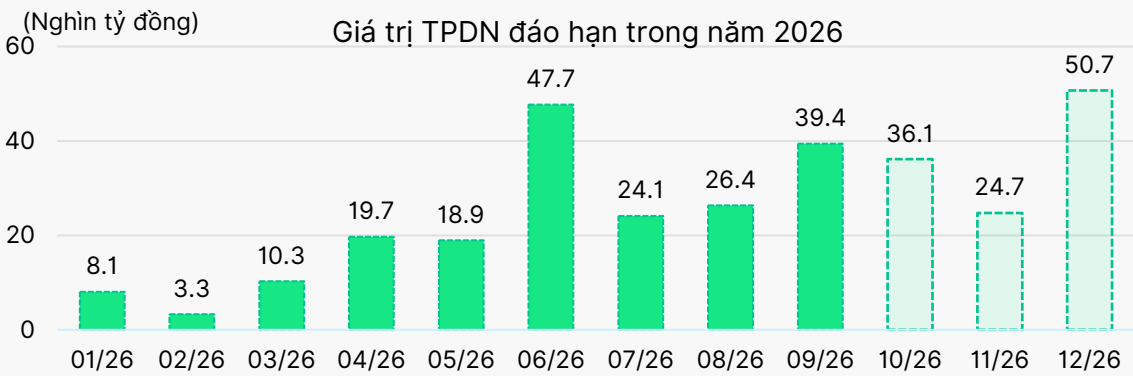
Nguồn: LSEG, Kafi Research

Thời điểm	Tỷ lệ	Dòng vốn thụ động	Lũy kế
21/09/2026	+10%	~220 triệu USD	~220 triệu USD
22/03/2027	+20%	~440 triệu USD	~660 triệu USD
21/06/2027	+35%	~770 triệu USD	~1.43 tỷ USD
20/09/2027	+35%	~770 triệu USD	~2.20 tỷ USD

Thị trường trái phiếu: Căng thẳng trong giai đoạn cuối năm

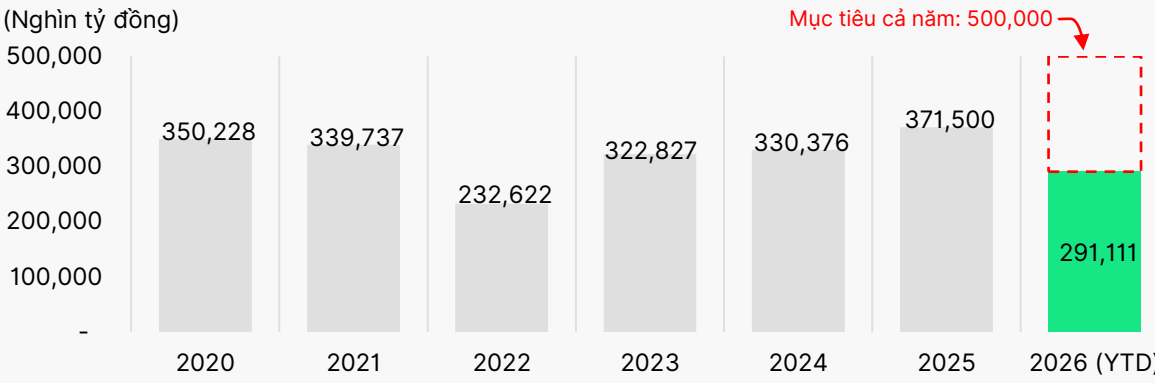
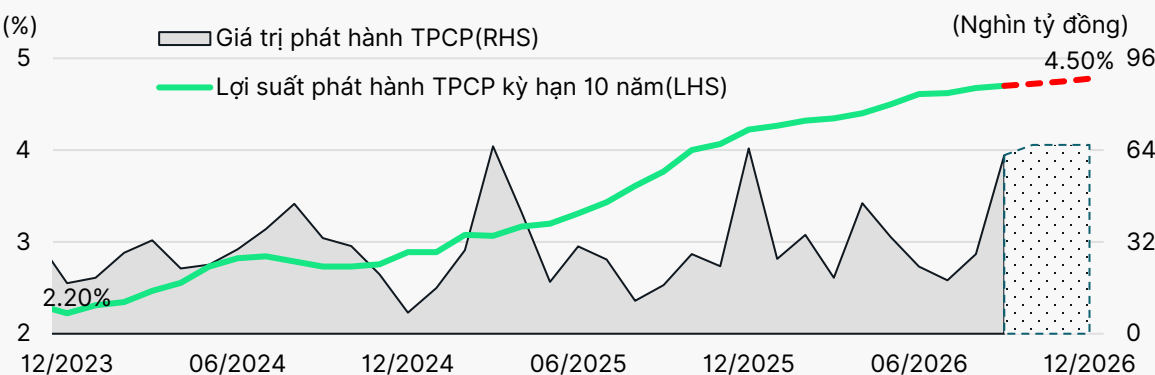
Áp lực đáo hạn TPDN cũng như phát hành TPCP là yếu tố cần quan sát

Diễn biến TPDN và TPCP trong năm 2026
Đơn vị: Nghìn tỷ đồng, % - Nguồn: HNX, Kafi Research



Áp lực đáo hạn TPDN gia tăng trong những tháng cuối năm, đặt ra thách thức đối với thanh khoản và chi phí tái cấp vốn của doanh nghiệp. Dù Nghị định 200/2026/NĐ-CP cho phép doanh nghiệp phát hành trái phiếu nhằm cơ cấu lại các khoản nợ của chính mình, khả năng huy động vốn vẫn phụ thuộc vào điều kiện thị trường và năng lực tài chính của tổ chức phát hành. Trong bối cảnh mặt bằng lợi suất tăng, các doanh nghiệp có nhu cầu tái cấp vốn lớn có thể tiếp tục chịu áp lực chi phí lãi vay.

Đối với thị trường trái phiếu Chính phủ, áp lực phát hành cũng dự kiến gia tăng đáng kể trong 4Q26 nhằm đáp ứng nhu cầu vốn ngân sách. Với mục tiêu phát hành 500 nghìn tỷ đồng trong năm, Kafi ước tính áp lực phát hành trong quý cuối năm là gần 200 nghìn tỷ đồng. Nguồn cung TPCP gia tăng trong bối cảnh thanh khoản chịu áp lực có thể đẩy lợi suất phát hành lên cao hơn, đồng thời tạo sức ép lên mặt bằng lãi suất và chi phí huy động vốn trong thời gian tới.



Lãi suất: Áp lực lãi suất giai đoạn cuối năm

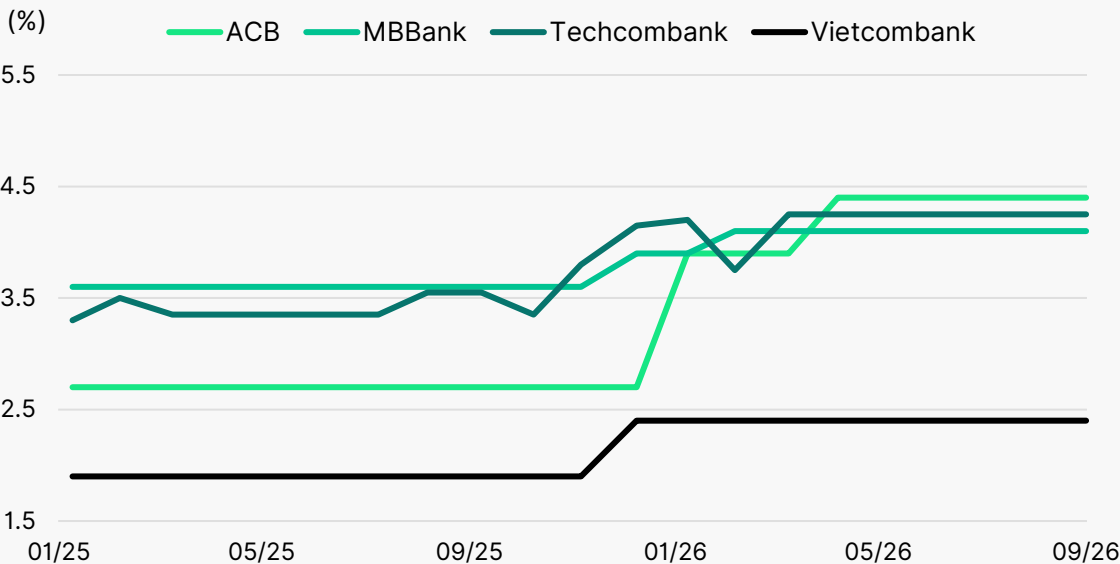
Mặt bằng lãi suất cao trong giai đoạn cuối năm là thách thức lớn

Môi trường lãi suất cao tiếp tục tạo thêm áp lực lên hoạt động đầu tư và mở rộng sản xuất kinh doanh. Bên cạnh những thách thức về chi phí vốn đã đề cập, mặt bằng lãi suất huy động tại các ngân hàng đang có xu hướng gia tăng, phản ánh áp lực cạnh tranh thu hút tiền gửi và nhu cầu đảm bảo nguồn vốn cho hoạt động tín dụng trong những tháng cuối năm.

Áp lực lãi suất có thể tiếp tục gia tăng trong 4Q26 khi nhu cầu vốn bước vào giai đoạn cao điểm cuối năm. Các ngân hàng thường đẩy mạnh hoạt động tín dụng nhằm hoàn thành kế hoạch kinh doanh, qua đó làm gia tăng nhu cầu thanh khoản và có thể đẩy lãi suất liên ngân hàng lên cao. Áp lực đồng thời trên thị trường huy động và liên ngân hàng có thể tiếp tục duy trì chi phí vốn ở mức cao, khiến doanh nghiệp và nhà đầu tư thận trọng hơn trong quyết định phân bổ vốn và triển khai các kế hoạch đầu tư.

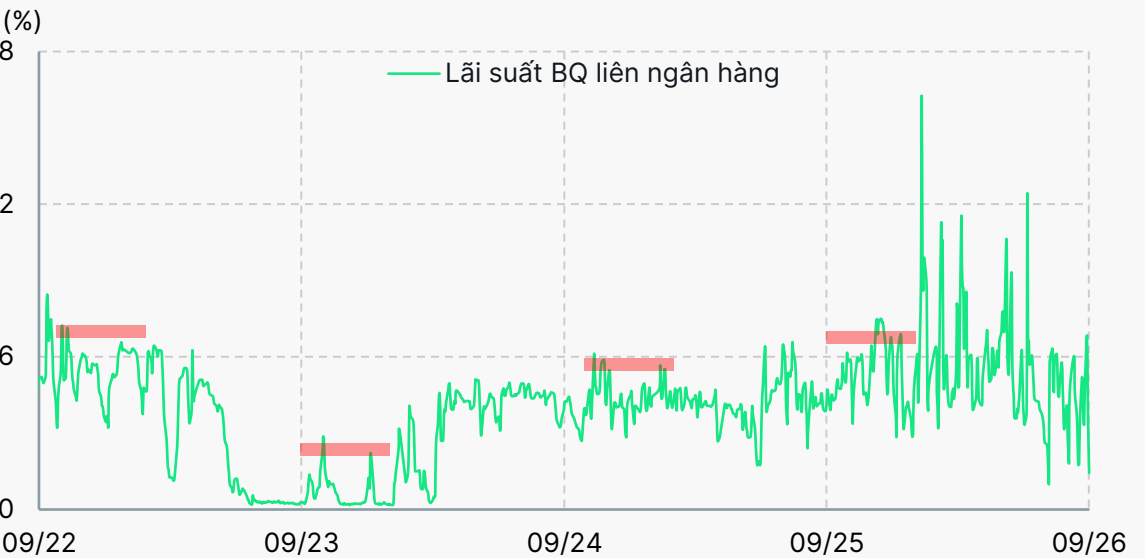
Lãi suất huy động của các ngân hàng

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



Diễn biến lãi suất liên ngân hàng giai đoạn cuối năm

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



	05-26	06-26	07-26	08-26	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2023	2024	2025	2026E
Sức khỏe nền kinh tế												
Tăng trưởng GDP (%)					8.25	8.46	7.94	8.39	4.98	7.04	8.02	9.00
Lạm phát (%)	5.6	4.69	4.45	4.89	3.27	3.44	3.51	5.25	3.25	3.63	3.31	4.50
Tỷ lệ thất nghiệp (%)					2.22	2.22	2.21	2.23	2.3	2.22	2.22	2.22
Thương mại và đầu tư												
FDI giải ngân (Tỷ USD)	2.35	3.28	2.17	2.05	7.08	8.82	5.41	7.62	23.18	25.35	27.62	30.15
FDI đăng ký (Tỷ USD)	6.57	9.84	3.41	2.57	7.02	9.88	15.20	19.45	39.39	38.23	38.42	38.61
Xuất khẩu (Tỷ USD)	46.93	50.79	53.08	54.79	128.32	125.16	122.68	143.24	353.41	401.65	471.11	563.64
Nhập khẩu (Tỷ USD)	52.14	53.43	56.67	54.91	119.49	122.11	126.19	154.37	326.03	379.57	453.78	574.67
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	18.52	28.61	25.59	26.01	19.30	19.37	19.45	22.92	-4.70	13.65	17.29	19.64
Tăng trưởng nhập khẩu (%)	33.54	45.74	41.68	37.90	21.17	20.58	26.70	37.13	-9.01	16.42	19.55	26.64
USDVND	26,313	26,312	26,298	26,073	26,424	26,296	26,342	26,312	24,269	25,485	26,298	26,500
Sản xuất và tiêu dùng												
Chỉ số PMI (điểm)	52.8	51.8	52.9	53.3	51.1	53.8	52.7	51.7	48.3	51.0	50.6	52.3
Chỉ số sản xuất công nghiệp (%)	10.14	12.87	14.47	14.41	9.61	6.44	9.07	10.77	1.50	8.35	9.23	11.70
Tăng trưởng doanh số bán lẻ (%)	11.31	11.82	12.20	14.95	10.50	9.77	10.36	11.82	9.60	8.96	9.25	11.50
Lãi suất và tiền tệ												
Lãi suất chính sách	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	7.03	12.00	6.50	6.50	4.73	8.15	6.55	12.00	5.38	3.63	8.15	7.55
Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%)	4.25	4.35	4.36	4.42	3.59	4.00	4.11	4.35	2.20	2.80	4.00	4.75

Nguồn: Bloomberg, S&P Global, IMF, NSO, HNX, Fiinpro-X, Kafi Research

Thị trường

Tổng quan diễn biến thị trường

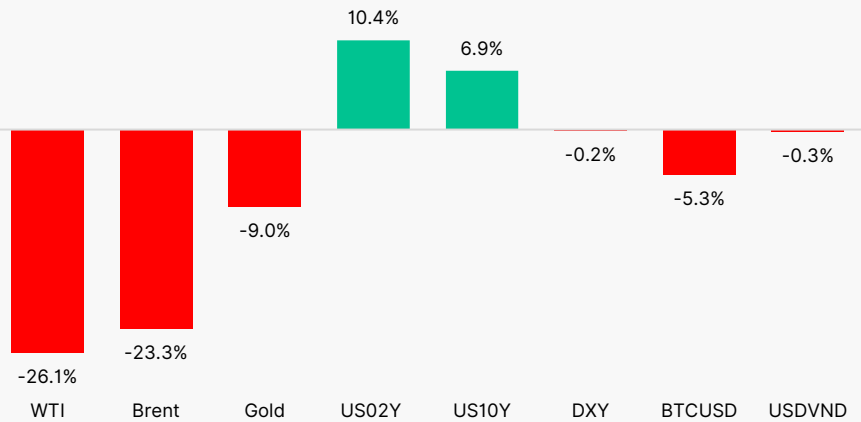


TỔNG QUAN Q2/2026

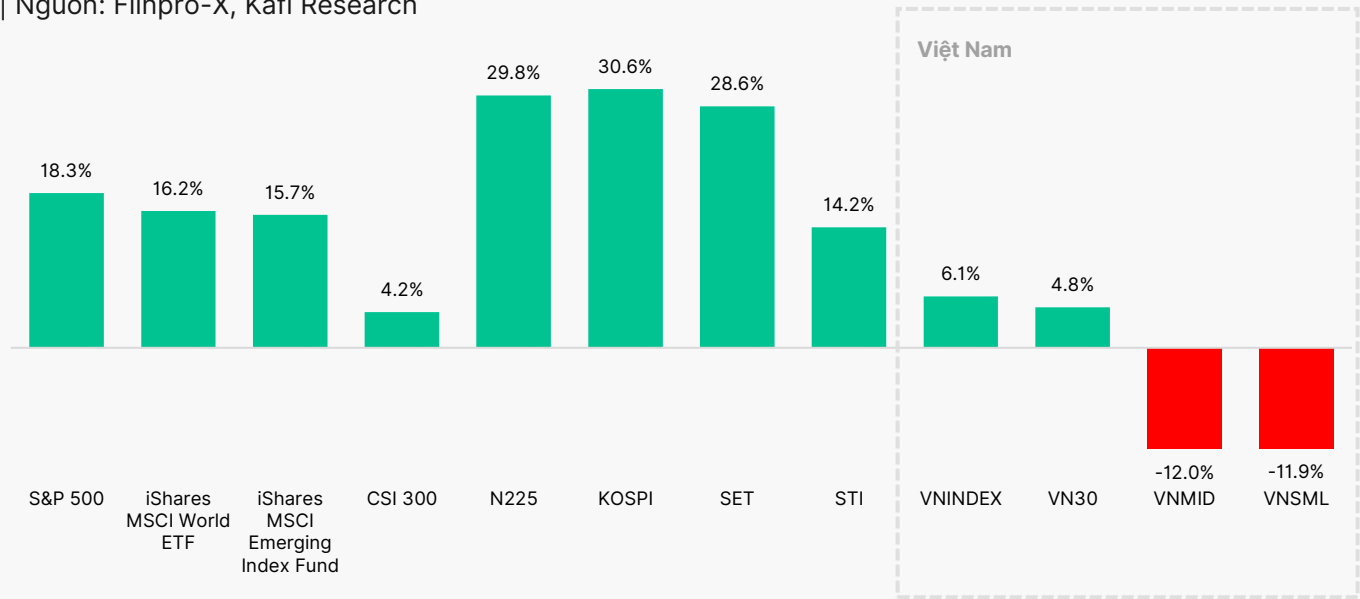
Áp lực bên ngoài hạ nhiệt, nhưng chưa tạo động lực đáng kể cho thị trường chứng khoán Việt Nam

- **Bức tranh các lớp tài sản có sự phân hóa rõ nét trong quý II.** Giá dầu điều chỉnh mạnh từ vùng đỉnh cuối quý I khi rủi ro gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông hạ nhiệt, trong khi lợi suất TPCP Mỹ tăng trở lại và mặt bằng lãi suất quốc tế vẫn duy trì ở mức cao. DXY và USD/VND nhìn chung ít biến động hơn, cho thấy áp lực từ tỷ giá không gia tăng đáng kể, nhưng điều kiện tài chính bên ngoài cũng chưa chuyển sang trạng thái hỗ trợ rõ rệt đối với các tài sản rủi ro.
- Trong bối cảnh đó, **thị trường chứng khoán toàn cầu duy trì hiệu suất tích cực, trong khi mức tăng của thị trường Việt Nam thấp hơn đáng kể.** S&P 500 và MSCI World tăng lần lượt 18.3% và 16.2%, nhiều thị trường châu Á cũng ghi nhận hiệu suất vượt trội. VN-Index chỉ tăng 6.1%, thấp hơn VN MID và VNSML, phản ánh sự phân hóa lớn giữa chỉ số vốn hóa lớn và phần còn lại của thị trường.

Hiệu suất của các nhóm hàng hóa và tỷ giá từ 01/04/2026
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Hiệu suất của VN-Index so với các chỉ số chính trong khu vực và toàn cầu
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research

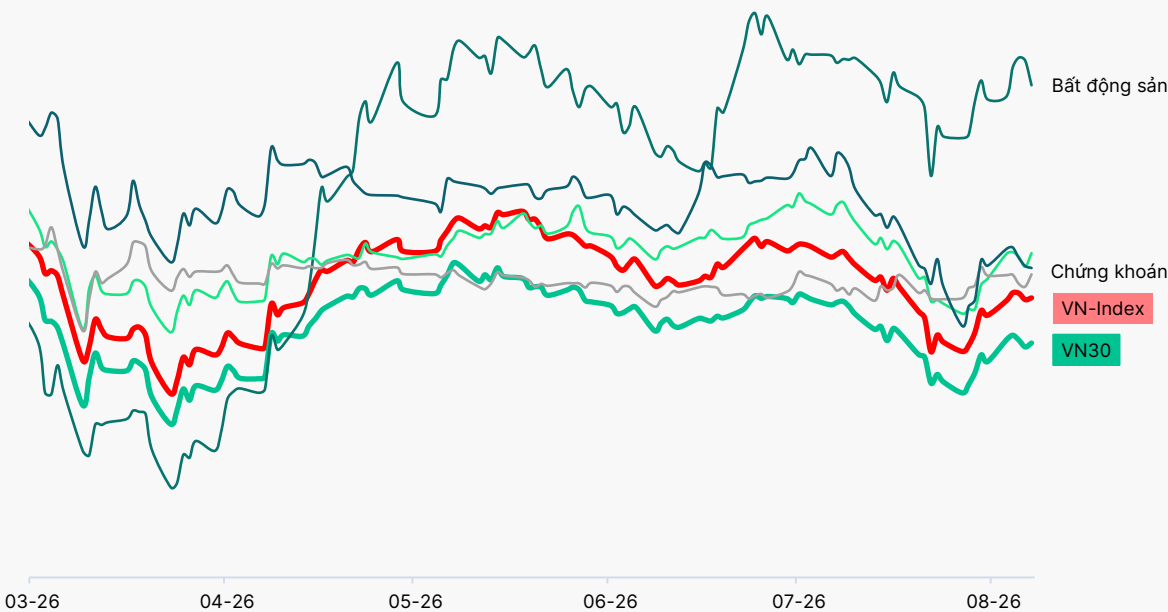


DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG

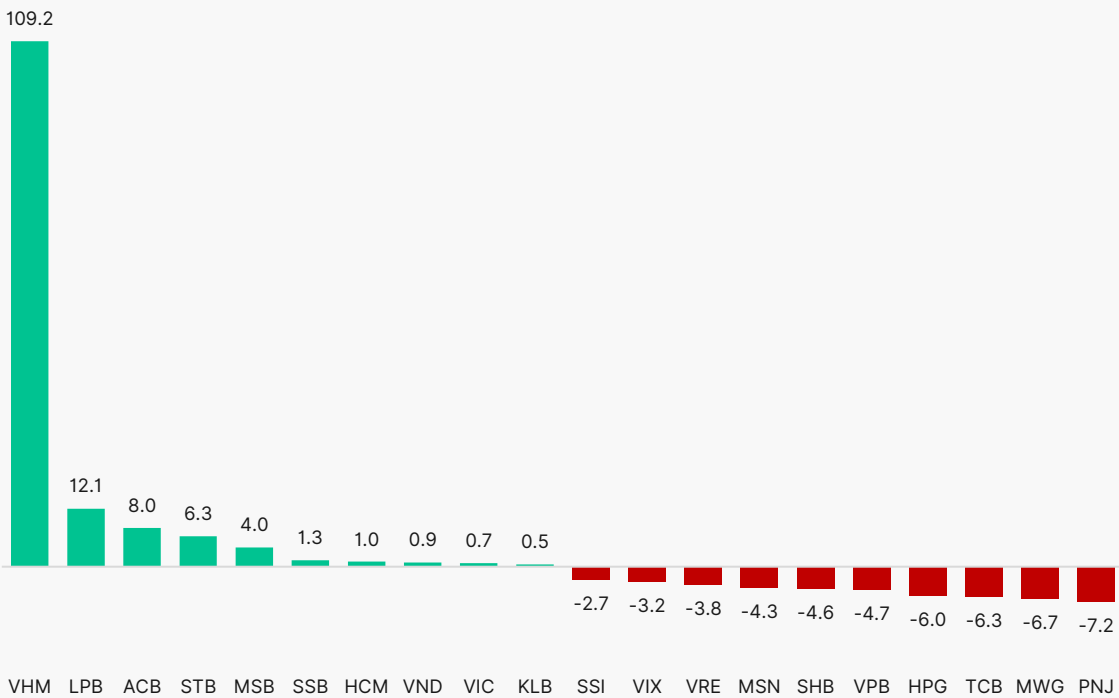
VN-Index hồi phục cuối tháng 7 nhưng cấu trúc tăng vẫn mang tính tập trung

- Nhịp điều chỉnh trong quý II đã kéo phần lớn nhóm ngành trở lại vùng giá thấp của năm, thậm chí một số nhóm thiết lập đáy mới trước khi lực cầu cải thiện từ cuối tháng 7. Tuy nhiên, tốc độ hồi phục giữa các ngành có sự chênh lệch đáng kể, cho thấy dòng tiền chưa quay trở lại trên diện rộng.
- Ở cấp độ chỉ số, đà hồi phục tiếp tục phụ thuộc đáng kể vào một số cổ phiếu vốn hóa lớn, trong khi nhóm cổ phiếu tạo tác động tiêu cực vẫn phân bố khá rộng. Sự lệch pha giữa VN-Index và mặt bằng cổ phiếu cho thấy chất lượng của nhịp hồi chưa thực sự đồng thuận; khả năng mở rộng xu hướng vì vậy sẽ cần được xác nhận bởi độ rộng và sự tham gia của nhiều nhóm ngành hơn.

Diễn biến VN-Index
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Đóng góp điểm số của Top cổ phiếu ảnh hưởng chỉ số
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



DÒNG TIỀN

Dòng tiền bắt đầu tái cơ cấu

Xuyên suốt giai đoạn điều chỉnh cũng như nhịp hồi phục gần đây, Ngân hàng, Chứng khoán và Bất động sản tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong thanh khoản thị trường, cho thấy dòng tiền chưa rời khỏi các nhóm vốn hóa lớn dù mức độ phân bổ có sự thay đổi qua từng tháng. Riêng tháng 7, ba nhóm này vẫn chiếm hơn 60% tổng giá trị giao dịch.

Ở nhóm còn lại, dòng tiền cải thiện tại Công nghệ thông tin, Tài nguyên cơ bản, Thực phẩm & Đồ uống và Bán lẻ; trái lại, Hóa chất, Dầu khí, Xây dựng & Vật liệu và một số ngành công nghiệp tiếp tục thu hẹp tỷ trọng. **Dòng tiền hiện tại vì vậy thiên về luân chuyển và chọn lọc; các nhóm được kỳ vọng hưởng lợi từ chính sách trong 2H26 vẫn cần thêm tín hiệu xác nhận về thanh khoản.**

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

| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research

	12/2025	01/2026	02/2026	03/2026	04/2026	05/2026	06/2026	07/2026	% Thay đổi index 3M	% Thay đổi GTKL 3M	
Ngân hàng	25.2%	28.4%	25.1%	22.7%	24.1%	25.0%	29.1%	28.0%	-0.1%	-1.7%	Nhóm thanh khoản trụ cột
Dịch vụ tài chính	13.7%	13.6%	11.0%	15.0%	14.2%	12.2%	14.0%	16.9%	-4.6%	-12.3%	
Bất động sản	19.7%	15.4%	13.5%	13.0%	20.2%	19.6%	20.3%	16.8%	1.9%	8.4%	
Thực phẩm và đồ uống	8.1%	6.8%	7.4%	5.7%	5.3%	5.0%	5.6%	6.0%	7.0%	-16.7%	Nhóm dòng tiền phân hóa
Hàng cá nhân & Gia dụng	0.6%	1.0%	1.8%	1.3%	1.1%	0.5%	0.7%	2.3%	0.4%	-0.9%	
Tài nguyên Cơ bản	4.5%	4.2%	6.4%	5.2%	5.3%	4.1%	3.1%	3.8%	-3.1%	-43.0%	
Công nghệ Thông tin	2.4%	3.3%	5.2%	3.5%	2.7%	3.7%	4.0%	3.2%	-4.2%	-13.5%	
Bán lẻ	3.6%	3.0%	4.2%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	-1.5%	-22.9%	
Hóa chất	3.0%	3.5%	4.0%	5.8%	2.8%	2.7%	1.9%	1.7%	-15.9%	-59.3%	Nhóm dòng tiền suy yếu
Dầu khí	2.4%	5.9%	6.3%	7.2%	3.3%	4.7%	2.8%	3.5%	-7.5%	-35.1%	
Xây dựng và Vật liệu	4.4%	3.9%	4.3%	5.2%	5.9%	5.3%	4.0%	3.5%	-2.6%	-35.9%	
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	5.7%	5.1%	5.4%	6.0%	5.1%	6.0%	4.9%	5.3%	-4.6%	-15.7%	
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	1.4%	2.5%	2.3%	3.2%	1.9%	2.3%	1.8%	2.1%	-2.1%	-35.2%	
Ô tô và phụ tùng	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	-12.7%	-29.3%	
Bảo hiểm	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	-5.4%	-35.0%	

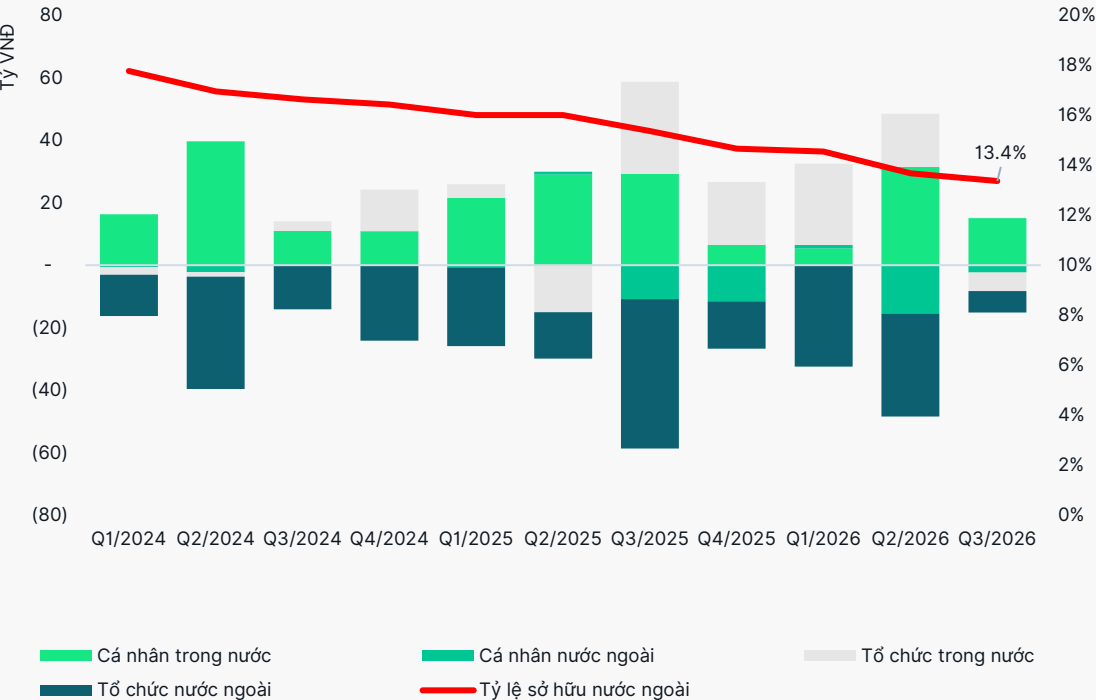
KHỐI NGOẠI & TỰ DOANH

Áp lực bán ròng hạ nhiệt nhưng xu hướng dòng vốn ngoại chưa đảo chiều

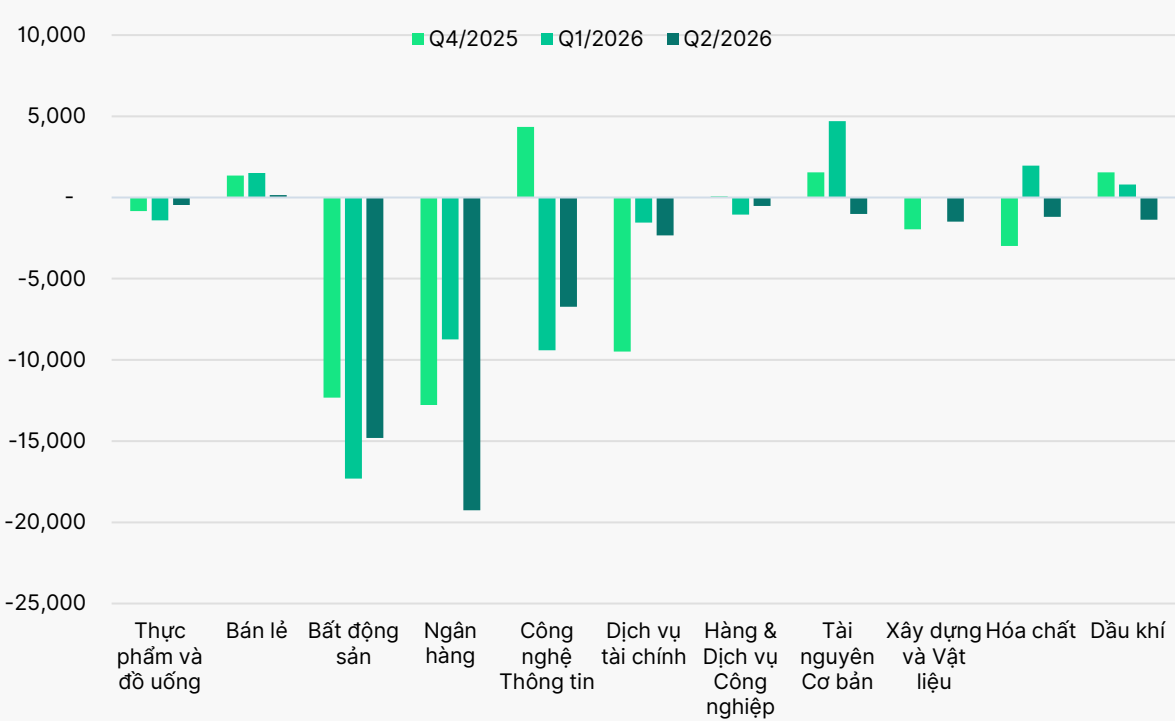
Khối ngoại duy trì trạng thái bán ròng trong phần lớn quý II, tiếp nối xu hướng rút vốn đã xuất hiện từ các quý trước. Áp lực bán tập trung đáng kể tại một số nhóm có tỷ trọng vốn hóa lớn như Ngân hàng và Bất động sản, trong khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên thị trường tiếp tục xu hướng giảm. Điều này khiến dòng vốn ngoại vẫn đóng vai trò là lực cản đối với cân bằng cung – cầu, đặc biệt tại nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn.

Quy mô bán ròng có thời điểm thu hẹp cùng nhịp hồi của thị trường, nhưng chưa đủ cơ sở để xác nhận một sự đảo chiều bền vững. Trong bối cảnh đó, khả năng duy trì thanh khoản và xu hướng thị trường trong ngắn hạn vẫn phụ thuộc chủ yếu vào dòng tiền trong nước; trong khi sự trở lại bền vững của khối ngoại, nếu xuất hiện, sẽ đóng vai trò là yếu tố hỗ trợ bổ sung hơn là giả định cơ sở cho nửa cuối năm.

GTGD theo nhóm Nhà đầu tư
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research, Đơn vị: Tỷ VNĐ



GTGD ròng của khối ngoại tại các nhóm ngành
| Nguồn: Kafi Research, Đơn vị: Tỷ VNĐ



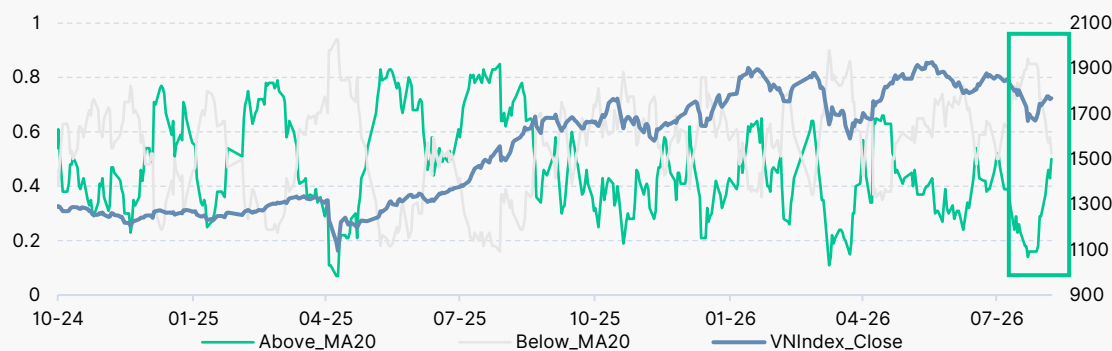
THỐNG KÊ ĐỘ RỘNG

Độ rộng kỹ thuật cải thiện từ vùng đáy

Độ rộng cổ phiếu trên/dưới các đường MA

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

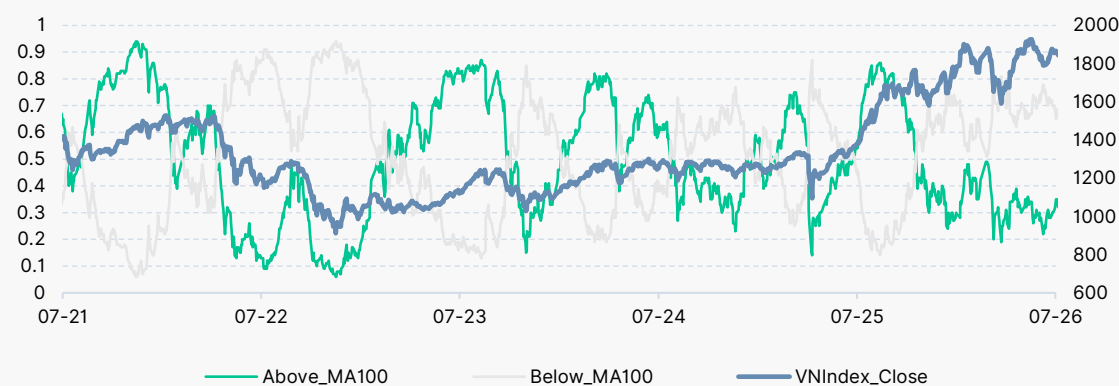
MA20



MA50



MA100



MA200



Tỷ lệ cổ phiếu giao dịch trên MA20 và MA50 phục hồi nhanh từ vùng thấp cùng nhịp hồi của VN-Index, phản ánh trạng thái kỹ thuật và lực cầu ngắn hạn đã được cải thiện. Tuy nhiên, tỷ lệ cổ phiếu duy trì trên MA100 và đặc biệt MA200 vẫn ở vùng thấp, cho thấy phần lớn thị trường chưa tái thiết lập xu hướng tăng trung – dài hạn.

Sự phân kỳ giữa độ rộng ngắn hạn và dài hạn củng cố quan điểm rằng thị trường hiện vẫn ở giai đoạn hồi phục và tái cân bằng sau điều chỉnh, hơn là bước vào một xu hướng tăng đồng thuận. Việc độ rộng MA100–MA200 tiếp tục cải thiện sẽ là điều kiện quan trọng để xác nhận chất lượng và tính bền vững của nhịp hồi trong 2H26.

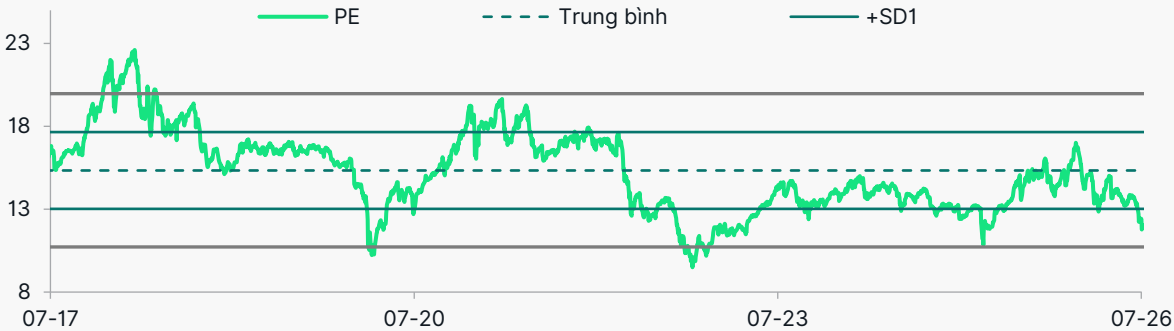
ĐỊNH GIÁ

Định giá đã quay về vùng hấp dẫn hơn sau nhịp điều chỉnh

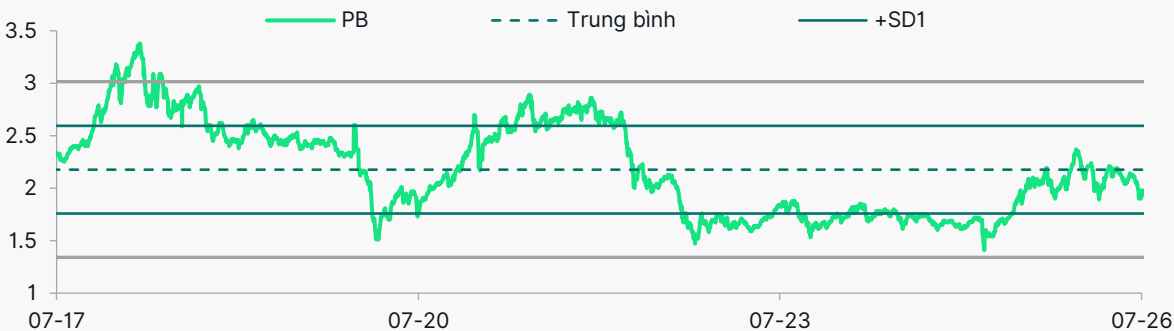
Nhịp điều chỉnh đã đưa P/E VN-Index xuống vùng thấp hơn khoảng một độ lệch chuẩn so với trung bình lịch sử và thấp hơn đáng kể so với đầu năm. Đồng thời, định giá hiện tại của nhiều nhóm ngành đã giảm về dưới mức đầu năm và thấp hơn trung bình 5 năm, cho thấy phần đáng kể của áp lực điều chỉnh đã được phản ánh vào mặt bằng giá.

Tuy nhiên, mức định giá thấp chủ yếu tạo ra vùng đệm tốt hơn về mặt rủi ro – lợi nhuận và chưa phải điều kiện đủ để hình thành một xu hướng tăng mới. Khả năng tái định giá trong 2H26 vẫn phụ thuộc vào sự cải thiện đồng thời của thanh khoản, kết quả kinh doanh và độ rộng thị trường; trong bối cảnh đó, cơ hội nhiều khả năng tiếp tục phân hóa ở cấp độ ngành và doanh nghiệp.

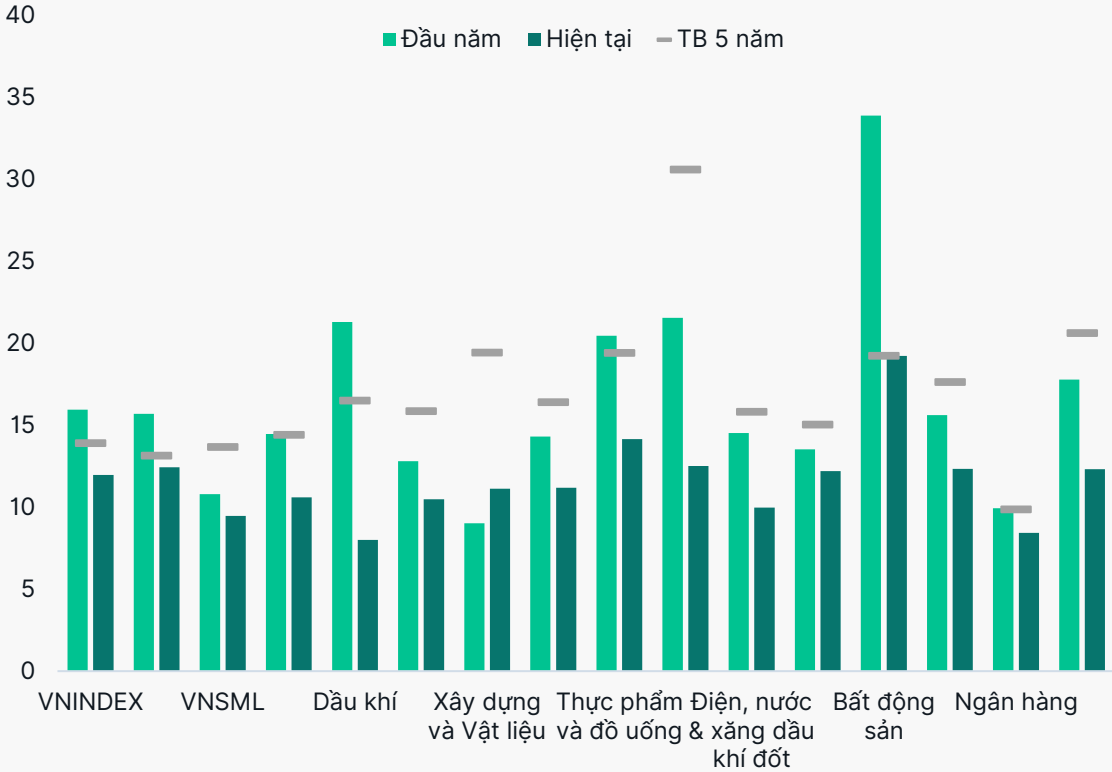
Chỉ số P/E của VN-Index theo thời gian
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Chỉ số P/B của VN-Index theo thời gian
| Nguồn: Fiinpro-X, Kafi Research



Chỉ số P/E theo từng nhóm ngành
| Nguồn: Kafi Research tổng hợp



Danh mục chiến lược

Cơ cấu danh mục
Tiêu điểm doanh nghiệp



Chiến lược đầu tư 4Q26

Chủ động có chọn lọc các động lực tăng trưởng trong 4Q26

Tiêu chí xây dựng DMCL Kafi
| Nguồn: Kafi Research

50% Cổ phiếu chọn lọc

Tiêu chí lựa chọn

01 **Triển vọng tăng trưởng**
Ưu tiên các doanh nghiệp có tăng trưởng lợi nhuận tích cực

02 **Chất lượng doanh nghiệp**
Ưu tiên doanh nghiệp có ROE tốt, dòng tiền ổn định, vốn hóa lớn

03 **Định giá hấp dẫn**
Lựa chọn các cổ phiếu đã được chiết khấu về vùng hấp dẫn

04 **Đầu tư theo chủ đề**
Ưu tiên các ngành được hưởng lợi trực tiếp từ bối cảnh vĩ mô và dòng tiền

50% Tiền gửi và các công cụ thị trường tiền tệ

Yếu tố theo dõi và nhóm ngành ưu tiên

Lãi suất	Nếu áp lực chi phí vốn hạ nhiệt dần, nhóm tài chính có thể được hỗ trợ trước.	Ngân hàng: VCB, CTG, MBB
Đầu tư công	Giải ngân mạnh hơn có thể kéo theo nhu cầu vật liệu và xây lắp.	Thép, VLXD: HPG, BMP
Năng lượng	Biến động giá dầu tiếp tục tạo câu chuyện lợi nhuận cho nhóm hưởng lợi trực tiếp.	Dầu khí: BSR, PVS
Nâng hạng	Kỳ vọng dòng vốn và thanh khoản cải thiện hỗ trợ nhóm hưởng lợi trực tiếp.	Tài chính: SSI, HCM, VCI
Tiêu dùng	Sức mua và nhu cầu mua sắm cải thiện là động lực cho nhóm bán lẻ.	Bán lẻ: MWG, FRT

Dù mặt bằng định giá đang tạo ra những cơ hội đầu tư hấp dẫn, Kafi duy trì quan điểm thận trọng trước các rủi ro về lãi suất, thanh khoản và dòng vốn trong 4Q26. Theo đó, Kafi đề xuất tỷ trọng cổ phiếu ở mức 50% danh mục, tập trung vào các doanh nghiệp có nền tảng vững chắc và động lực tăng trưởng rõ ràng, đồng thời chủ động nâng dần tỷ trọng khi xuất hiện những tín hiệu tích cực, đặc biệt là sự hạ nhiệt của chi phí vốn.

- Ngân hàng: Ưu tiên các ngân hàng có bộ đệm vốn tốt, chất lượng tài sản ổn định và khả năng kiểm soát NIM. Nhóm ngân hàng quốc doanh được lựa chọn nhờ lợi thế về quy mô, nguồn vốn và vai trò chủ lực trong cung ứng tín dụng cho các dự án trọng điểm.
- Đầu tư công và vật liệu xây dựng: Tập trung vào doanh nghiệp đầu ngành, có vị thế tại các dự án lớn và khả năng kiểm soát chi phí đầu vào tốt. Những doanh nghiệp có lợi thế về quy mô, nguồn nguyên liệu và khả năng chuyển phần tăng chi phí vào giá bán sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn khi giá vật liệu biến động.
- Các nhóm có động lực riêng: Với dầu khí, ưu tiên doanh nghiệp hưởng lợi từ giá năng lượng cao, biên lợi nhuận dầu thuận lợi và khối lượng công việc đã ký lớn; với bán lẻ, lựa chọn doanh nghiệp có khả năng mở rộng thị phần và kiểm soát tồn kho; còn chứng khoán ưu tiên các công ty có thị phần lớn và hưởng lợi rõ hơn từ tiến trình nâng hạng.

Đối với 50% danh mục còn lại, Kafi ưu tiên các công cụ thị trường tiền tệ và tài sản sinh lãi nhằm tận dụng mặt bằng lãi suất cao, đồng thời duy trì nguồn vốn sẵn sàng cho những cơ hội mới.

Phân bố tỷ trọng ngành gợi ý theo DMCL Kafi
| Đơn vị: % - Nguồn: Kafi Research

Ngành	Tỷ trọng (%)
Ngân hàng	33%
Tài chính	11%
Thép	11%
VLXD	11%
Dầu khí	22%
Bán lẻ	11%

Trung tâm phân tích KAFI

35

Cơ cấu danh mục

Danh mục chiến lược trong 4Q26 được xây dựng theo hướng thận trọng, chọn lọc và duy trì tính linh hoạt

Trong 4Q26, Kafi ưu tiên chiến lược đầu tư có chọn lọc, tập trung vào những doanh nghiệp sở hữu nền tảng tài chính vững chắc, động lực tăng trưởng rõ ràng và câu chuyện đầu tư riêng, thay vì phân bổ vốn dàn trải. Danh mục chiến lược được xây dựng theo hướng kết hợp các cổ phiếu có khả năng duy trì tăng trưởng với những doanh nghiệp được hưởng lợi từ các yếu tố hỗ trợ đặc thù của từng ngành.

- Nhóm ngân hàng: VCB và CTG được ưu tiên nhờ vai trò cung ứng vốn cho nền kinh tế, đặc biệt là các dự án đầu tư trọng điểm. MBB tiếp tục được lựa chọn nhờ nền tảng kinh doanh vững chắc và triển vọng tăng trưởng tín dụng.
- Nhóm năng lượng và vật liệu: PVS và BSR được kỳ vọng hưởng lợi từ triển vọng ngành dầu khí, trong bối cảnh giá dầu và biên lợi nhuận có khả năng duy trì ở mức thuận lợi đến năm 2027. HPG được lựa chọn nhờ nền tảng sản xuất và cơ hội từ các dự án đầu tư trọng điểm, trong khi BMP được chú ý nhờ hiệu quả hoạt động và nền tảng tài chính ổn định.
- Nhóm tiêu dùng và dịch vụ tài chính: MWG được kỳ vọng hưởng lợi từ sự phục hồi của tiêu dùng nội địa và hoạt động bán lẻ. SSI là đại diện của nhóm chứng khoán, với động lực tăng trưởng gắn liền với triển vọng nâng hạng thị trường và khả năng thu hút dòng vốn đầu tư.

Cập nhật DMCL các kỳ
| Nguồn: Kafi Research tổng hợp

Kỳ đầu tư	Danh sách năm giữ	Danh sách thêm vào/loại bỏ
Q4/2026	MBB, VCB, CTG, HPG, BMP, PVS	BSR, MWG, SSI BIC, CTD, REE
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

Cổ phiếu	Tăng trưởng	Định giá	Động lượng kỹ thuật	Khuyến nghị hành động
MBB				Nắm giữ
CTG				Nắm giữ
VCB				Nắm giữ
HPG				Nắm giữ
BMP				Nắm giữ
PVS				Nắm giữ
BSR				Mua mới
MWG				Mua mới
SSI				Mua mới

Chủ đề đầu tư 4Q26

Ngành	Đánh giá	Luận điểm đầu tư	Cổ phiếu theo dõi
<u>Ngân hàng</u>	Tích cực	Triển vọng ngành được hỗ trợ bởi các chính sách tháo gỡ áp lực thanh khoản và cân đối nguồn vốn. Thông tư 25/2026/TT-NHNN nâng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung và dài hạn từ 30% lên 40%, tạo thêm không gian cung ứng tín dụng trong bối cảnh nhu cầu vốn duy trì cao. Bên cạnh đó, Quyết định 1743/QĐ-NHNN nâng tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước được tính vào mẫu số LDR từ 20% lên 50%, qua đó giảm áp lực huy động và hỗ trợ khả năng mở rộng tín dụng. Nhóm ngân hàng thương mại nhà nước được kỳ vọng hưởng lợi rõ hơn nhờ có lợi thế tiếp nhận dòng tiền ngân sách và giữ vai trò chủ lực trong truyền dẫn tín dụng.	MBB, CTG, VCB TCB, BID, ACB
<u>Chứng khoán</u>	Trung lập	Việt Nam chính thức được FTSE Russell nâng hạng và bắt đầu đưa vào hệ thống chỉ số từ tháng 9/2026 là động lực tích cực đối với thanh khoản và dòng vốn quốc tế. Tuy nhiên, quá trình bổ sung tỷ trọng được thực hiện theo bốn giai đoạn đến tháng 9/2027, trong khi hoạt động của công ty chứng khoán vẫn nhạy cảm với mặt bằng lãi suất và thanh khoản thị trường. Vì vậy, tác động tích cực nhiều khả năng diễn ra dần thay vì tập trung ngay trong 4Q26.	SSI HCM, VCI, VCK
<u>Xây dựng</u>	Trung lập	Đầu tư công tiếp tục tạo nguồn công việc lớn khi vốn ngân sách giải ngân trong 8T26 đạt 546,8 nghìn tỷ đồng, tăng 18,5% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, giá cát, đá, thép và nhiều vật liệu xây dựng đã tăng đáng kể tại nhiều địa phương, làm gia tăng chi phí thi công và gây sức ép lên biên lợi nhuận. Khối lượng công việc lớn vì vậy chưa đồng nghĩa với tăng trưởng lợi nhuận tương ứng.	CTD HHV
<u>Thép</u>	Trung lập	Nhu cầu thép được hỗ trợ bởi tiến độ đầu tư hạ tầng và sự phục hồi của hoạt động xây dựng, trong khi định hướng phát triển ngành tiếp tục ưu tiên nâng cao năng lực sản xuất trong nước. Tuy nhiên, giá nguyên liệu đầu vào và giá bán thép còn biến động, khiến dự địa cải thiện biên lợi nhuận chưa thực sự rõ ràng. Kafi ưu tiên doanh nghiệp đầu ngành nhưng chưa cho rằng đây là thời điểm phù hợp để nâng tỷ trọng trên diện rộng.	HPG HSG
Bất động sản	Trung lập	Nguồn cung mới đang phục hồi nhờ các vướng mắc pháp lý từng bước được tháo gỡ, nhưng khả năng hấp thụ vẫn là điểm cần theo dõi. Trong Q2/26, số dự án nhà ở thương mại được cấp phép mới tăng mạnh, trong khi lượng giao dịch thành công chỉ bằng 71,5% quý trước; lãi suất cho vay bất động sản phổ biến ở mức 12–14%/năm cũng tiếp tục hạn chế sức mua. Do đó, cơ hội chủ yếu nằm ở các doanh nghiệp có bảng cân đối lành mạnh và dự án đủ điều kiện triển khai.	KDH VHM, NLG, VPL
Khu công nghiệp	Trung lập	Nền tảng dài hạn vẫn tích cực khi vốn đầu tư nước ngoài đăng ký 8T26 tăng 55,4% và tỷ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp lớn duy trì ở mức cao. Tuy vậy, rủi ro thương mại, chi phí đất và tiến độ giải phóng mặt bằng có thể khiến tốc độ ghi nhận kết quả kinh doanh phân hóa mạnh giữa các doanh nghiệp.	IDC, SZC, KBC

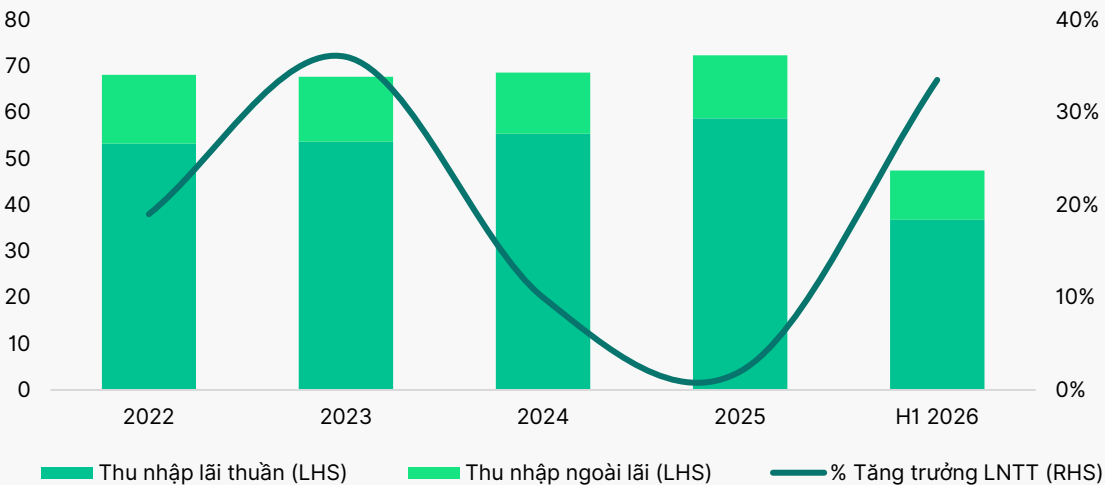
Ngành	Đánh giá	Luận điểm đầu tư	Kafi lựa chọn
<u>Bán lẻ</u>	Trung lập	Sức mua trong nước đang cải thiện khi tổng mức bán lẻ 8T26 tăng 13,3%, nhưng nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng chỉ đạt 7,6%. Một phần kết quả thuận lợi của năm nay còn đến từ chu kỳ thay mới thiết bị và hàng tồn kho có giá vốn thấp. Khi các yếu tố này giảm dần trong năm 2027, tốc độ tăng lợi nhuận có thể không còn thuận lợi như nền hiện tại.	MWG DGW
<u>Cảng biển</u>	Trung lập	Hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục hỗ trợ sản lượng hàng hóa qua cảng khi tổng kim ngạch thương mại 8T26 tăng 28,7%. Tuy nhiên, triển vọng thương mại toàn cầu vẫn chịu ảnh hưởng bởi thuế quan và căng thẳng địa chính trị, khiến sản lượng và giá cước có thể biến động mạnh hơn trong các quý tới.	GMD, HAH VSC
<u>Bảo hiểm</u>	Tích cực	Mặt bằng lãi suất và lợi suất trái phiếu duy trì ở mức cao tiếp tục hỗ trợ thu nhập đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm, đặc biệt với những đơn vị có tỷ trọng lớn tiền gửi kỳ hạn và trái phiếu doanh nghiệp trong danh mục tài sản. Bên cạnh đó, áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp gia tăng trong 4Q26 có thể thúc đẩy nhu cầu phát hành mới để cơ cấu lại nợ. Nghị định 200/2026/NĐ-CP đã cho phép mục đích phát hành trái phiếu bao gồm cơ cấu lại nợ của chính doanh nghiệp, qua đó có thể mở rộng nguồn cung trái phiếu mới trên thị trường và tạo thêm cơ hội đầu tư cho các doanh nghiệp bảo hiểm có khả năng phân bổ vào nhóm tài sản này. Tuy nhiên, mức độ hưởng lợi vẫn phụ thuộc vào chất lượng tín dụng và khả năng lựa chọn tổ chức phát hành.	BVH, PVI BMI, MIG, BIC
<u>Dầu khí</u>	Tích cực	Mặt bằng giá năng lượng duy trì ở mức cao do căng thẳng tại Trung Đông và gián đoạn nguồn cung tiếp tục tạo nền tảng thuận lợi cho chuỗi dầu khí. Hoạt động lọc dầu toàn cầu vẫn chịu sức ép khi công suất tại Nga bị gián đoạn bởi các cuộc tấn công, trong khi nguồn cung sản phẩm dầu từ Trung Đông chưa phục hồi hoàn toàn. EIA dự báo các gián đoạn tại nhà máy lọc dầu Nga có thể còn ảnh hưởng đến thị trường đến hết 1H27, đồng thời nâng dự báo biên lọc dầu diesel bình quân năm 2027 lên 1,25 USD/gallon, cao hơn đáng kể so với dự báo trước đó. Điều này hỗ trợ triển vọng biên lọc dầu của BSR, trong khi giá dầu cao và nhu cầu đầu tư thăm dò khai thác tiếp tục tạo môi trường thuận lợi cho PVS.	BSR, PVS GAS
<u>Công nghệ</u>	Trung lập	Nhu cầu chuyển đổi số và đầu tư hạ tầng số tiếp tục tăng, trong đó thuê bao 5G gần gấp đôi so với cùng kỳ và nhiều dự án trung tâm dữ liệu đang được thúc đẩy. Tuy nhiên, kỳ vọng tăng trưởng đã được phản ánh khá nhiều vào định giá của nhóm công nghệ, trong khi yêu cầu về hiệu quả đầu tư ngày càng cao. Kafi cho rằng cần chờ mức định giá hấp dẫn hơn trước khi tăng tỷ trọng.	FPT CMG
<u>Điện</u>	Trung lập	Nhu cầu điện tiếp tục tăng cùng sản xuất công nghiệp, đầu tư hạ tầng và quá trình số hóa nền kinh tế. Bộ Công Thương dự kiến nhu cầu điện năm 2026 tăng khoảng 8,9–9,2%, trong khi phụ tải đã liên tục lập mức cao mới trong năm. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho các đơn vị có nguồn điện ổn định và khả năng được huy động cao, dù rủi ro về thủy văn và giá nhiên liệu vẫn cần được theo dõi.	REE, POW NT2
<u>Hóa chất</u>	Trung lập	Giá phân bón có thể tiếp tục được hỗ trợ bởi biến động nguồn cung và giá năng lượng, trong khi việc phân bón chuyển sang chịu thuế giá trị gia tăng 5% từ tháng 7/2025 giúp doanh nghiệp được khấu trừ thuế đầu vào. Tuy nhiên, đây không còn là yếu tố mới đối với 4Q26 và phần lớn lợi ích đã được thị trường nhận diện; triển vọng lợi nhuận vẫn phụ thuộc đáng kể vào giá khí, giá phân bón quốc tế và nhu cầu nông nghiệp.	DCM

VCB

Giá mục tiêu: 78,400 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 35.2%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	503,847 tỷ đồng
SLCP lưu hành	8,356 tr cp
Biên độ 52W	54,000 – 75,369
KLGD TB 3T	5.8 tr cp
Beta	0.61
P/B hiện tại	1.95x
P/B TB 5 năm	2.99x
P/B ngành	1.4x

Kết quả kinh doanh của VCB qua các năm
| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: VCB, Kafi research

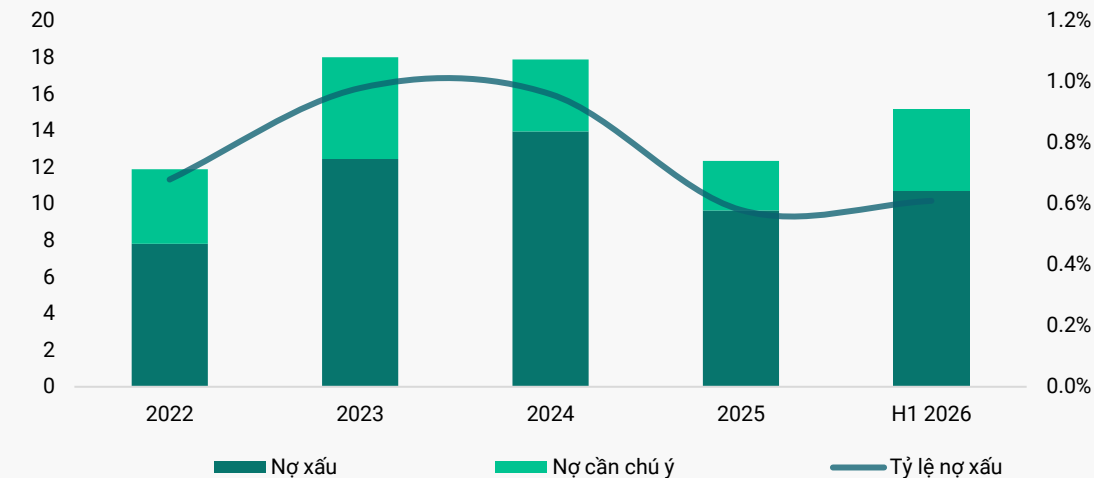


TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN, ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

Luận điểm đầu tư:

- **NIM phục hồi, củng cố tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi.** Sau khi giảm từ 3.46% năm 2022 xuống 2.67% năm 2025, NIM phục hồi lên khoảng 2.9% trong H1 2026, nhờ tỷ trọng cho vay trung và dài hạn tăng lên 42%, hỗ trợ lợi suất tài sản. Nguồn vốn chi phí thấp là lợi thế của VCB nhờ việc nới cách tính LDR đối với tiền gửi KBNN làm giảm nhu cầu huy động vốn chi phí cao và lợi thế CASA giúp kiểm soát chi phí huy động vốn tốt hơn trong môi trường lãi suất huy động tăng. Chúng tôi dự phóng NIM đạt 2.96% và 3.2% trong 2026F và 2027F, hỗ trợ LNTT đạt 54.4 và 63.8 nghìn tỷ đồng (+23.5% và +17.3% YoY).
- **Chất lượng tài sản vượt trội tạo bộ đệm bảo vệ lợi nhuận.** Trong H1 2026, Tỷ lệ Nợ xấu đạt 0.61%, LLCR 279% và nợ nhóm 2 0.25%. Chúng tôi dự báo tỷ lệ NPL tăng nhẹ lên 0.64% trong 2026F khi một phần nợ nhóm 2 chuyển thành nợ xấu, trước khi giảm về 0.58% trong 2027F nhờ tốc độ hình thành nợ xấu mới chậm lại, hiệu quả thu hồi nợ cải thiện và tăng trưởng tín dụng giúp mở rộng mẫu số. Trong H2 2026, một khoản TPDN từng bị phân loại Nợ xấu (2025) có thể được nâng hạng trở lại, qua đó tạo khả năng hoàn nhập dự phòng khoảng 2,200 tỷ đồng sau thuế. Khoản này chưa nằm trong kịch bản cơ sở và sẽ là upside nếu chất lượng tài sản tiếp tục ổn định.
- **Thương vụ bán 6.5% vốn chiến lược hỗ trợ tái định giá cho VCB.** Thị trường đang định giá VCB tại 2x P/B, dưới ngưỡng -1SD lịch sử 2.6x, mức thấp nhất 5 năm, phản ánh phần nào lo ngại về ROE thấp hơn quá khứ. Năm 2026, thương vụ bán 6.5% vốn cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài có thể trở thành catalyst tái định giá. Chúng tôi ước tính nếu giao dịch được thực hiện tại P/B 2.8x–3.0x sẽ hỗ trợ tái định giá VCB từ nhà đầu tư chiến lược dài hạn.

Chất lượng tài sản
| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng, Nguồn: VCB, Kafi research

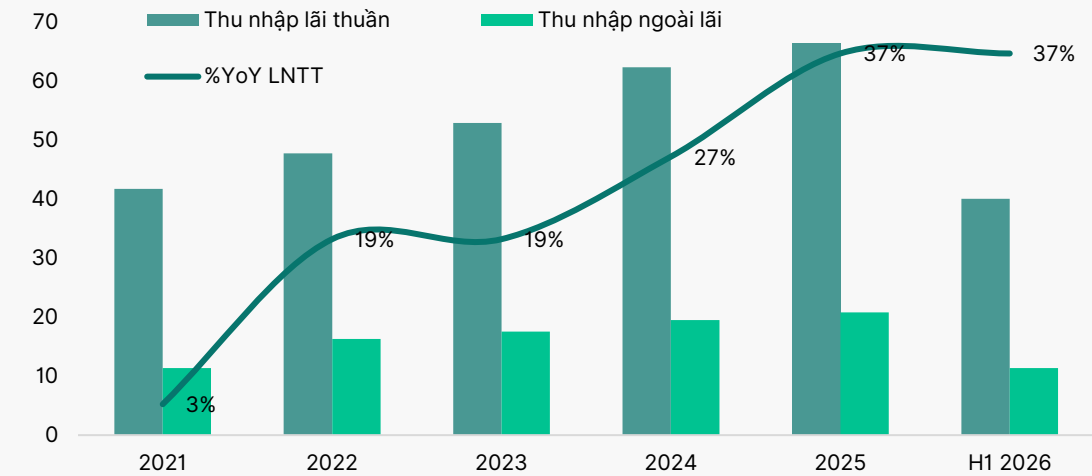


CTG

Giá mục tiêu: 44,500 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 48.3%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	245,047 tỷ đồng
SLCP lưu hành	7,766 tr cp
Biên độ 52W	28,750 – 40,869
KLGD TB 3T	8.5 tr cp
Beta	0.94
P/B hiện tại	1.17x
P/B TB 5 năm	1.41x
P/B ngành	1.4x

Kết quả kinh doanh của CTG qua các năm
| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: CTG, Kafi research

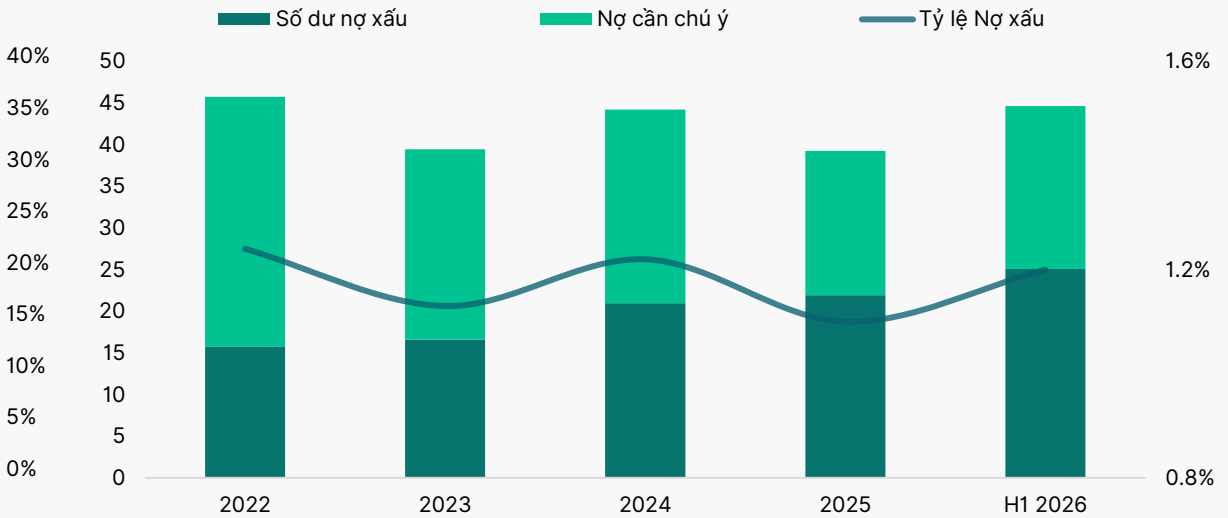


NỘI LỰC CÙNG CỐ, DƯ ĐỊA TÁI ĐỊNH GIÁ MỞ RỘNG

Luận điểm đầu tư:

- NIM duy trì bền vững, chất lượng tài sản trong khả năng kiểm soát.** Chúng tôi kỳ vọng NIM duy trì 2.83 (2026) và 2.87% (2027), nhờ quản trị chi phí vốn hiệu quả, lợi thế nguồn tiền gửi FDI và sự cải thiện của cơ cấu tài sản sinh lời. Tại cuối H1/2026, NPL 1.2%, nợ nhóm 2 0.9% và tỷ lệ bao phủ 134%, cùng chính sách trích lập thận trọng và định hướng đưa tỷ lệ bao phủ trở lại khoảng 150%, chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản trong khả năng kiểm soát và bộ đệm dự phòng đủ để hấp thụ rủi ro tín dụng.
- Thu hồi nợ đã xử lý rủi ro trở thành nguồn thu bán định kỳ, hơn là khoản thu bất thường.** CTG đã ghi nhận khoảng 8.5 nghìn tỷ đồng năm 2024, 10 nghìn tỷ đồng (2025), 4.4 nghìn tỷ đồng (+11% YoY) tại H1 2026, và kỳ vọng duy trì mức 10 nghìn tỷ đồng (2026F). Nguồn thu này có biên lợi nhuận cao, không phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng mới và ít chịu tác động từ chi phí vốn; cùng với năng lực xử lý nợ chuyên biệt và quy mô nợ ngoại bảng còn lớn, chúng tôi kỳ vọng khoản thu này tiếp tục đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trung hạn. Chúng tôi dự phóng LNTT tăng 18% năm 2026 và 12% năm 2027, ROE duy trì 20%, phản ánh nền tảng lợi nhuận được hỗ trợ bởi NIM ổn định, tăng trưởng thu nhập dịch vụ và nguồn thu hồi nợ có tính lặp lại.
- Tăng vốn tạo nền tảng cho tăng trưởng dài hạn.** CTG có khoảng 44.4 nghìn tỷ đồng lợi nhuận giữ lại từ 2023–2025 có thể sử dụng để tăng vốn; riêng các phương án từ lợi nhuận 2023–2024 nếu được phê duyệt có thể đưa vốn điều lệ vượt 105 nghìn tỷ đồng. Ban lãnh đạo cho biết việc nâng sở hữu Nhà nước từ 64.45% lên 65% chỉ có tác động hạn chế, do đó CTG đang ưu tiên các phương án tăng vốn quy mô lớn hơn để củng cố nền tảng vốn và mở rộng dư địa tăng trưởng. Triển vọng này tiếp tục được hỗ trợ bởi Nghị quyết 79-NQ/TW, nhấn mạnh yêu cầu nâng cao năng lực tài chính và vai trò chủ lực của các NHTM NN

Chất lượng tài sản
| Nguồn: CTG, Kafi research

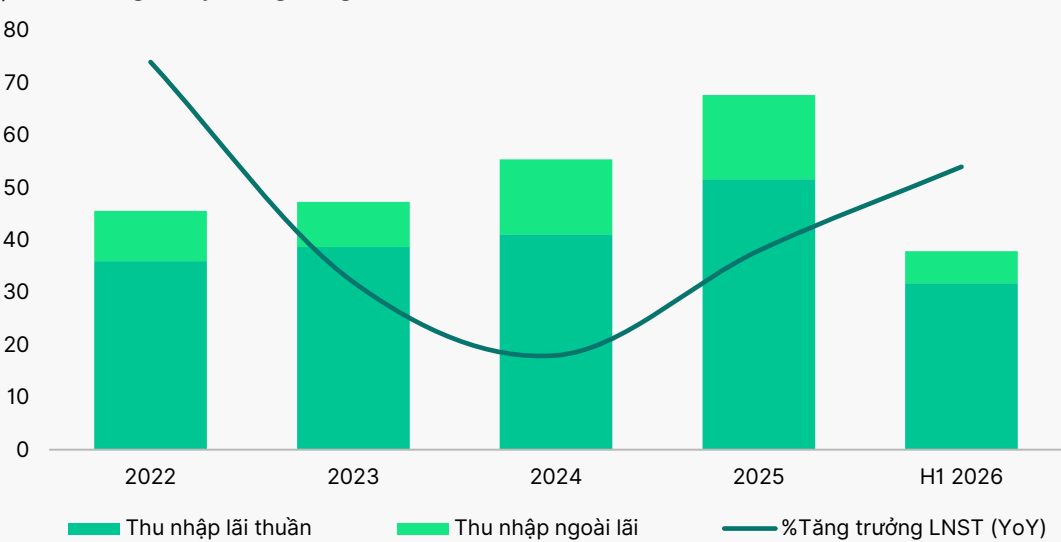


MBB

Giá mục tiêu: 27,700 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 40.9%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa	208,911 tỷ đồng
SLCP lưu hành	10,068 tr cp
Biên độ 52W	18,034 – 23,227
KLGD TB 3T	13.5 tr cp
Beta	0.74
P/B hiện tại	1.26x
P/B TB 5 năm	1.36x
P/B ngành	1.4x

Kết quả kinh doanh của MBB qua các năm
| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: MBB, Kafi research

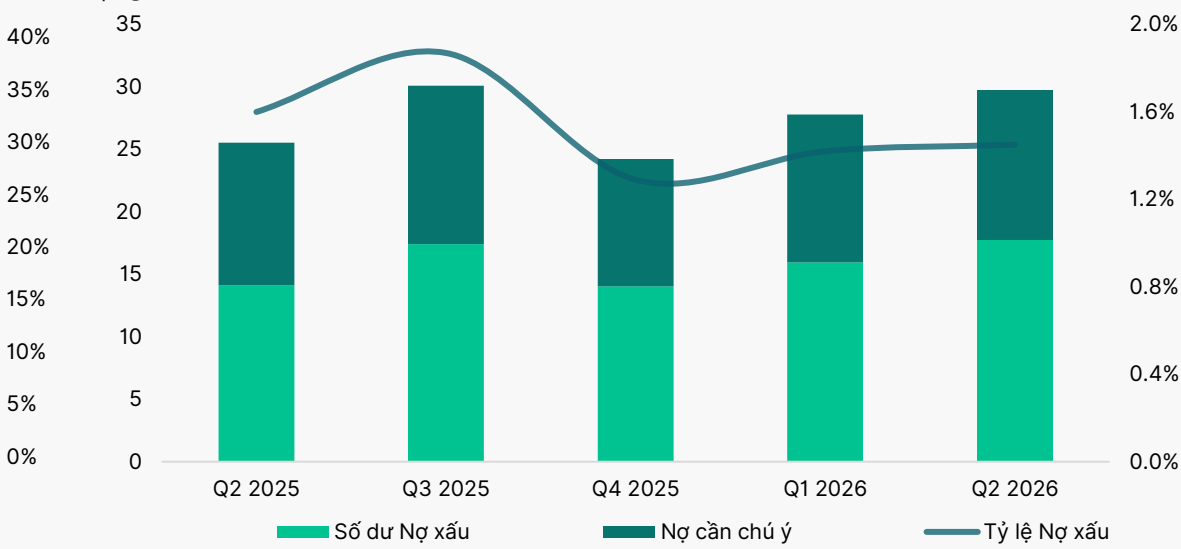


TĂNG TRƯỞNG TOÀN DIỆN

Luận điểm đầu tư:

- MBV tạo dư địa duy trì tăng trưởng tín dụng cao hơn ngành trong trung hạn.** Việc tham gia chuyển giao bắt buộc MBV tạo điều kiện để MBB duy trì hạn mức tăng trưởng tín dụng cao trong thời gian thực hiện phương án tái cơ cấu. Dư địa room lớn, kết hợp với nhu cầu vốn từ khách hàng doanh nghiệp, FDI và các dự án trọng điểm, hỗ trợ MBB tiếp tục mở rộng thị phần tín dụng. Chúng tôi dự phóng tín dụng tăng 32.2% năm 2026 và 30.3% năm 2027, qua đó hỗ trợ LNTT đạt 41,245 tỷ đồng (+20% YoY) và 48,586 tỷ đồng (+18% YoY). Khả năng duy trì tăng trưởng tín dụng trên 30% (2026–2027) tạo lợi thế khác biệt cho MBB, trong khi phần lớn các NH khác được giao hạn mức tín dụng ban đầu thấp hơn đáng kể (11–13% năm 2026).
- Lợi thế nguồn vốn hạn chế áp lực NIM.** MBB duy trì lợi thế huy động nhờ CASA thuộc nhóm cao nhất hệ thống, tệp khách hàng lớn và hệ sinh thái số, qua đó giảm mức độ phụ thuộc vào tiền gửi kỳ hạn chi phí cao. Dù CASA giảm từ 38% xuống 34% và tăng trưởng tiền gửi H1 2026 thấp hơn tín dụng, nền tảng nguồn vốn tiếp tục giúp MBB hạn chế áp lực tăng chi phí vốn. Chúng tôi dự phóng NIM duy trì tương đối ổn định ở 3.88% năm 2026 và 3.87% năm 2027, trong bối cảnh cạnh tranh huy động vẫn ở mức cao và định hướng của MBB không tăng lãi suất cho vay mà dùng khối lượng để bù biên lãi.
- Tăng vốn củng cố năng lực tăng trưởng; Mcredit là động lực tái định giá trung hạn.** Các kế hoạch tăng vốn giúp MBB củng cố bộ đệm vốn và khả năng mở rộng bảng cân đối, hỗ trợ tăng trưởng tín dụng cao trong giai đoạn 2026–2027. Đồng thời, hiệu quả cải thiện tại các công ty thành viên, nổi bật là Mcredit với lợi nhuận H1 2026 tăng 67%, giúp đa dạng hóa nguồn đóng góp lợi nhuận ngoài ngân hàng mẹ. Khả năng IPO Mcredit trong trung hạn có thể giúp thị trường nhận diện rõ hơn giá trị công ty con và tạo thêm dư địa tái định giá.

Chất lượng tài sản
| Nguồn: MBB, Kafi research



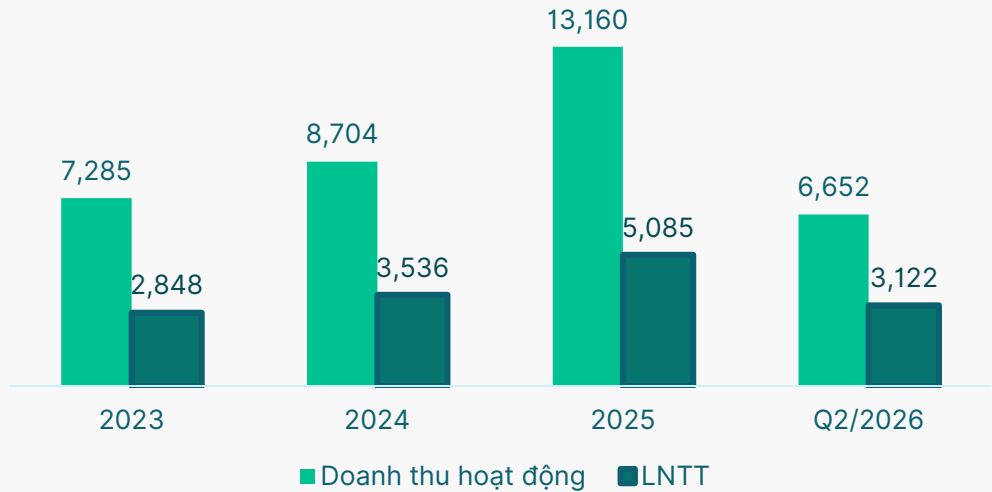
SSI

Giá mục tiêu: 30,000 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 27.4%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Chứng khoán
Giá hiện tại (04/08/2026)	23,550 đồng
Giá mục tiêu	30,000 đồng
SLCP lưu hành	2,503.1 tr cp
Vốn hóa	58,950 tỷ đồng
BVPS (30/06/2026)	15,817 đồng
P/B mục tiêu	1.9x
P/B trung bình 5 năm	1.9x
Khuyến nghị	MUA

Doanh thu hoạt động và LNTT của SSI

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



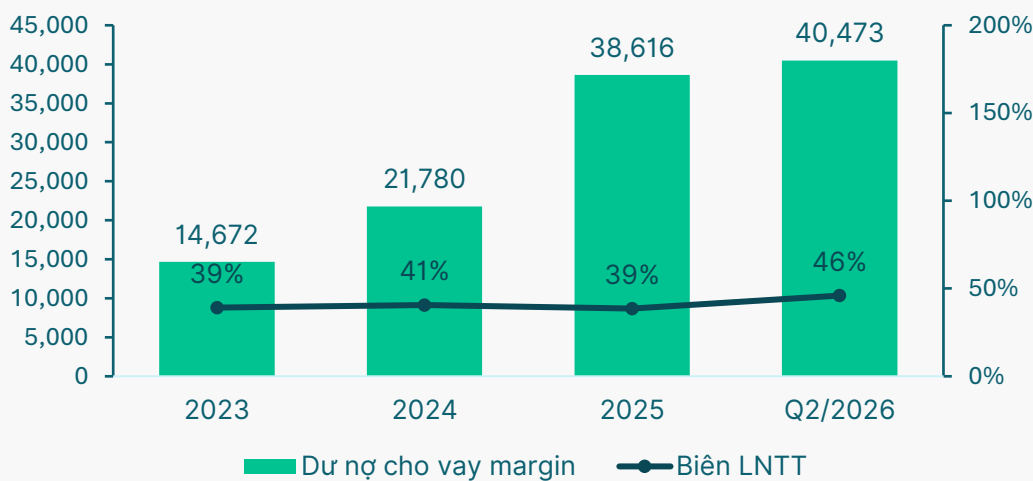
VỊ THẾ VỐN DẪN ĐẦU, HƯỞNG LỢI TỪ CHU KỲ NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG

Luận điểm đầu tư:

- Vị thế vốn và cho vay margin hàng đầu ngành:** Sau đợt tăng vốn, vốn điều lệ SSI đạt 25,030 tỷ đồng; phát hành cổ phiếu thưởng 5:1 dự kiến hoàn tất tháng 9/2026 đưa vốn điều lệ vượt 30,000 tỷ đồng, cao nhất ngành chứng khoán. Dự nợ cho vay ký quỹ cuối Q2/2026 đạt 40,473 tỷ đồng (+9.6% QoQ), đưa SSI trở lại vị trí thứ 2 toàn ngành, chỉ sau TCBS, và là 1 trong 5 công ty có dư nợ vượt 1 tỷ USD.
- Chất lượng lợi nhuận cải thiện, ROE tăng bền vững:** Q2/2026 LNTT tăng 32% svck, biên LNTT mở rộng từ 39% lên 46%, ROE lên khoảng 14%. Cho vay ký quỹ trở thành trụ cột lợi nhuận chính, đóng góp khoảng 33% doanh thu hoạt động, trong khi danh mục tự doanh ưu tiên tài sản thu nhập cố định (khoảng 86%) giúp lợi nhuận ổn định hơn.
- Hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ nâng hạng thị trường:** FTSE Russell chính thức nâng hạng Việt Nam lên Mới nổi Thứ cấp từ 21/9/2026, hoàn tất phân bổ vốn ngoại đến 9/2027. Là một trong số ít công ty có đủ quy mô vốn, mạng lưới khách hàng tổ chức quốc tế (Morgan Stanley, HSBC, Credit Suisse, Deutsche Bank...) và hạ tầng số hóa (SSI iBoard Pro), SSI ở vị trí thuận lợi để đón dòng vốn ngoại và mở rộng dịch vụ môi giới tổ chức, ngân hàng đầu tư.

Dư nợ cho vay margin và biên LNTT của SSI

| Đơn vị: Tỷ đồng, % – Nguồn: SSI, Kafi research

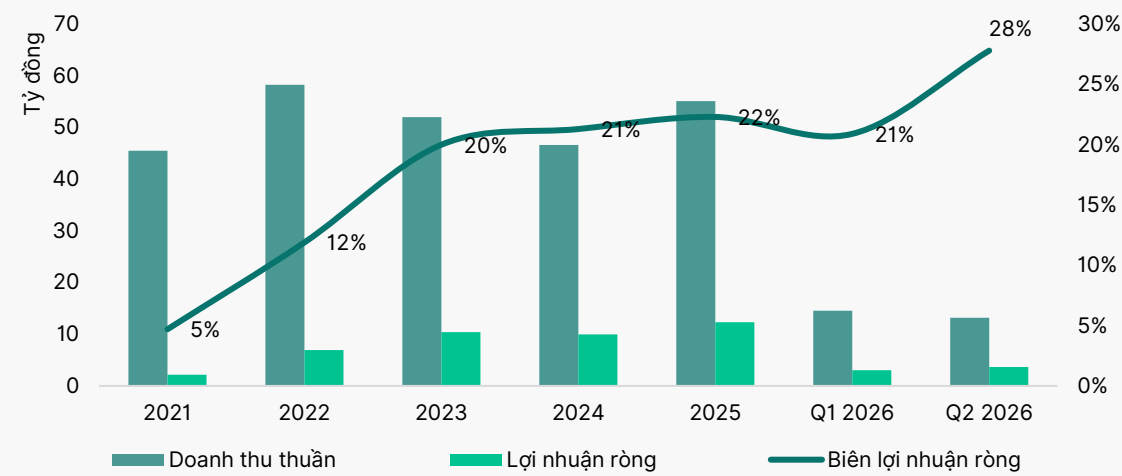


BMP

Giá mục tiêu: 165,530 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 15.7%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Nhựa
Vốn hóa	11,677 tỷ đồng
SLCP lưu hành	81 tr cp
Biên độ 52W	87,100 – 145,000
KLGD TB 3T	202,800 cp
Beta	1.4
P/B hiện tại	4.3x
P/B TB 5 năm	2.8x
P/B ngành	2.0x

Kết quả kinh doanh của BMP qua các năm
| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: BMP, Kafi research

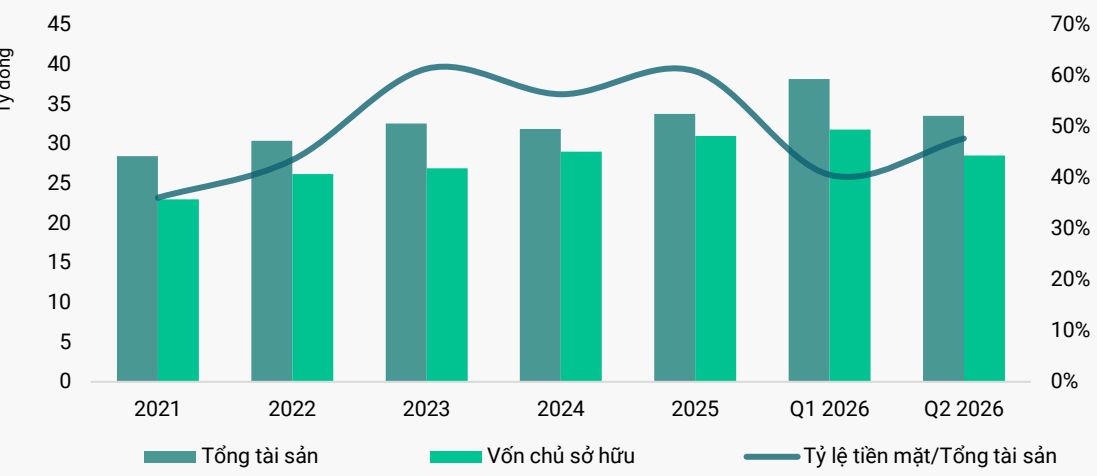


VỊ THẾ ĐẦU NGÀNH TRONG CHU KỲ XÂY DỰNG MỚI

Luận điểm đầu tư:

- Hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ phục hồi xây dựng và đầu tư công:** ~90% doanh thu từ xây dựng dân dụng giúp BMP hưởng lợi sớm nhất từ chu kỳ phục hồi BĐS nhà ở. Sản lượng ống nhựa toàn ngành tăng ~24% trong 9T2025; kế hoạch đầu tư công 320 tỷ USD giai đoạn 2026–2030 mở thêm dư địa cầu cho phân khúc ống HDPE hạ tầng.
- Bảng cân đối lành mạnh — vốn chủ sở hữu tài trợ ~85% tổng nguồn vốn:** cơ cấu nguồn vốn gần như không vay nợ tạo dư địa duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cao và không cần huy động vốn bên ngoài, giảm thiểu chi phí lãi vay trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao hơn 2025.
- Rủi ro chi phí đầu vào PVC, được bù đắp một phần bởi tăng giá bán:** giá hạt PVC Trung Quốc tăng 14% YTD (tại 20/4/2026) do dầu Brent tăng 56% YTD; Trung Quốc bãi bỏ hoàn thuế VAT xuất khẩu PVC 13% từ 1/4/2026 sẽ đẩy chi phí đầu vào của NTP, BMP, HSG tăng. BMP đã tăng giá bán ống PVC 15% svck từ tháng 4/2026, giúp bù đắp một phần áp lực chi phí.

Chất lượng tài sản
| Đơn vị: Nghìn tỷ đồng – Nguồn: BMP, Kafi research



HPG

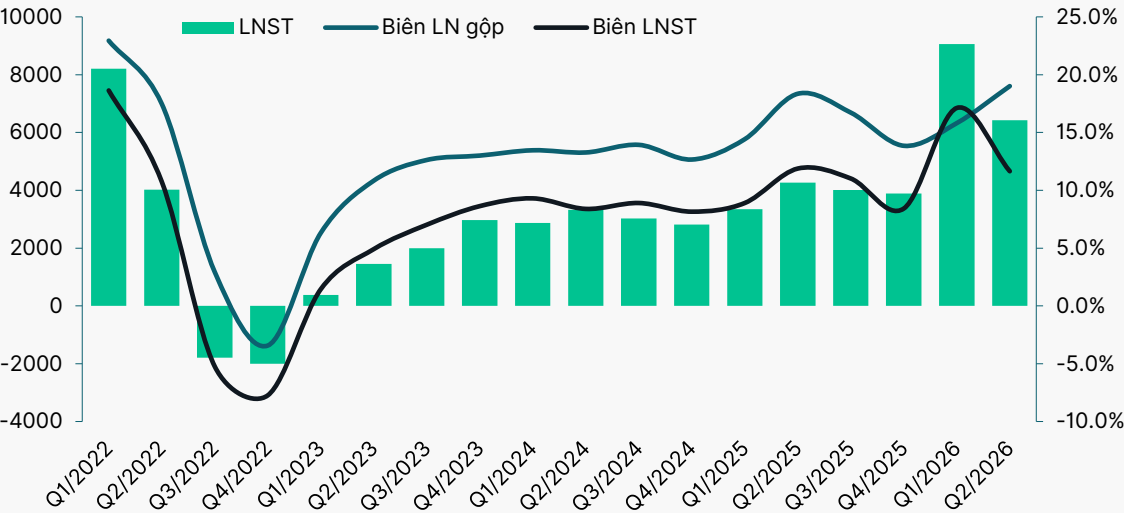
Giá mục tiêu cơ bản: 30,782 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 52.8%

Dữ liệu giao dịch

Ngành	Thép
Vốn hóa	183.2 nghìn tỷ
SLCP lưu hành	8,443 tr cp
Biên độ 52W	20,100 – 30,850
KLGD TB 3T	20.7 tr cp
Beta	0.84
P/B hiện tại	1.30x
P/B TB 5 năm	1.65x
P/B ngành	1.39x

LNST, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế của HPG theo từng quý

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



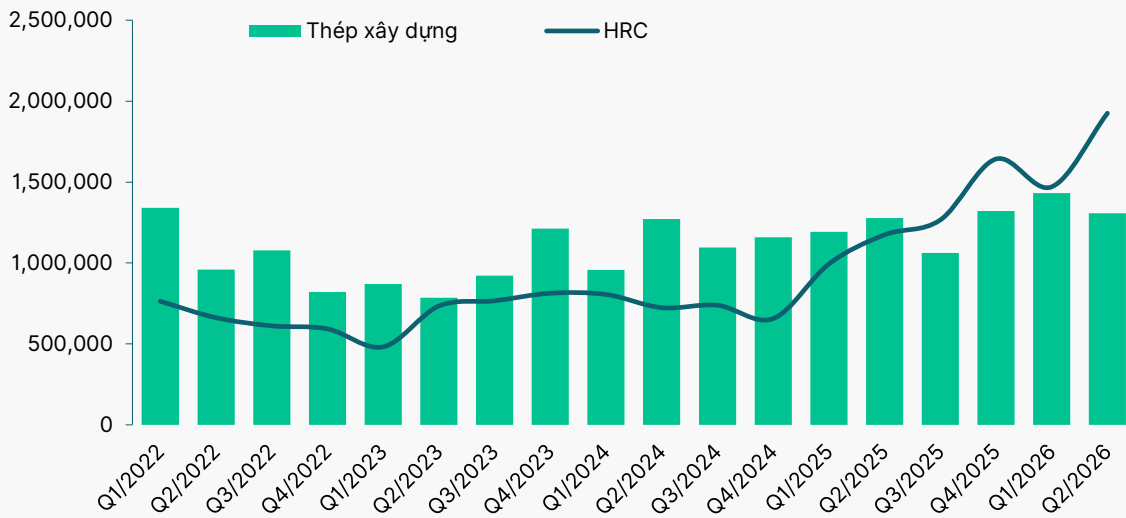
TỪ TĂNG CÔNG SUẤT ĐẾN TĂNG LỢI NHUẬN

Luận điểm đầu tư:

- KQKD Q2/2026 ghi nhận giữ vững đà tăng trưởng.** HPG ghi nhận doanh thu thuần Q2/2026 đạt 55,557 tỷ đồng, (+55% YoY; +5% QoQ); lợi nhuận thuần đạt 6,424 tỷ đồng, +51% YoY. Mặc dù lợi nhuận giảm 29% so với Q1/2026, nguyên nhân chủ yếu do quý trước có khoảng 3,900 tỷ đồng lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn dự án BDS; nếu loại trừ khoản này, lợi nhuận cốt lõi Q2 tăng 26% QoQ. Động lực tăng trưởng đến từ sản lượng thép tiêu thụ đạt 3.80 triệu tấn (+30% YoY; +11% QoQ), đồng thời tỷ suất lợi nhuận cải thiện khi Dung Quất 2 tăng công suất và HRC được hưởng lợi từ các biện pháp phòng vệ thương mại.
- Dung Quất 2 và hàng rào phòng vệ thương mại giúp HPG tăng mạnh sản lượng và thị phần HRC.** HRC đang là động lực tăng trưởng lớn nhất của HPG. Trong Q2/2026, công ty tiêu thụ 1.93 triệu tấn HRC, +64% YoY và +31% QoQ; lũy kế 6T2026 đạt 3.40 triệu tấn, +57% YoY. Quan trọng hơn, HPG không chỉ tăng sản lượng mà còn chiếm thị phần nhanh. Thị phần HRC tăng từ 26% trong Q2/2025 lên 30% trong Q1/2026 và 40% trong Q2/2026; riêng tháng 6/2026 đạt 43.4%, bỏ xa Formosa ở mức 20.6%. Xu hướng này được hỗ trợ bởi việc HRC nhập khẩu vào Việt Nam giảm xuống 1.6 triệu tấn trong Q2/2026, -25% YoY và -16% QoQ, trong bối cảnh Việt Nam tăng cường phòng vệ thương mại đối với HRC Trung Quốc
- Thép xây dựng được hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa.** HPG tiêu thụ 1.31 triệu tấn thép xây dựng trong Q2/2026, +2% YoY; lũy kế 6T2026 đạt 2.74 triệu tấn, +11% YoY. Đáng chú ý, tiêu thụ thép xây dựng trong nước 6T2026 đạt 2.46 triệu tấn, +18% YoY, cho thấy cầu nội địa đang đóng vai trò chính trong tăng trưởng sản lượng. Triển vọng dài hạn đến từ dự án Trục Đại lộ cảnh quan Sông Hồng, được HPG kỳ vọng là yếu tố then chốt đóng góp cho sản lượng thép.

Sản lượng thép xây dựng và HRC của HPG

Nguồn: VSA, Kafi research



MWG

Giá mục tiêu cơ bản: 94,400 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 30.4%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa	107.9 nghìn tỷ
SLCP lưu hành	1,476 tr cp
Biên độ 52W	62,500 – 94,400
KLGD TB 3T	4.0 tr cp
Beta	1.06
P/B hiện tại	3.02x
P/B TB 5 năm	3.58x
P/B ngành	3.51x

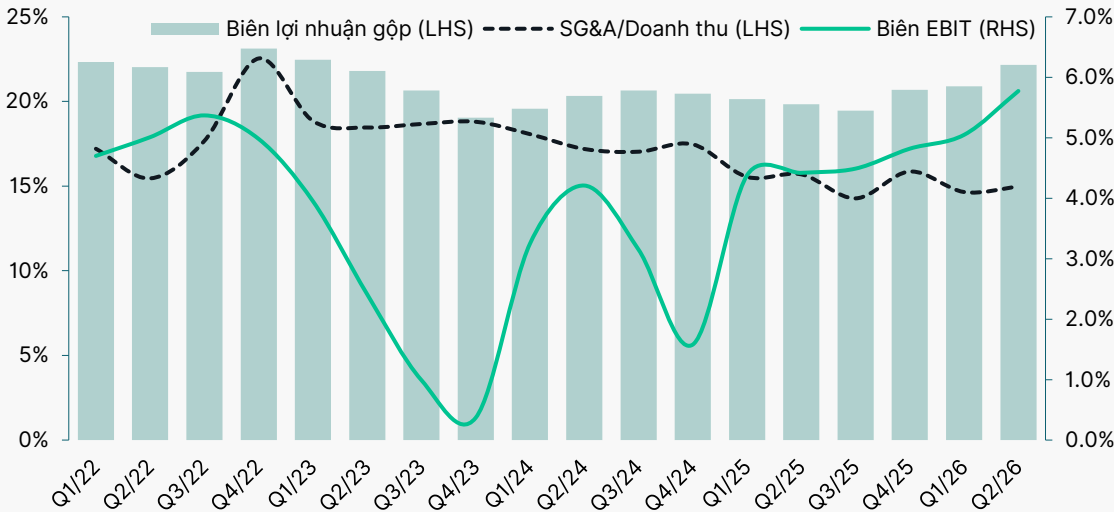
BIÊN LỢI NHUẬN TIẾP TỤC CẢI THIẾN, TĂNG TRƯỞNG VƯỢT KỲ VỌNG

Luận điểm đầu tư:

- KQKD Q2/2026: Bứt phá vượt kỳ vọng nhờ khả năng sinh lời của hai chuỗi.** MWG đạt lợi nhuận sau thuế 3,355 tỷ đồng (+102% YoY; +22% QoQ) trên doanh thu thuần 48,751 tỷ đồng (+30% YoY; +5% QoQ), vượt kỳ vọng của chúng tôi. Biên lợi nhuận gộp tăng 2.1 điểm % YoY lên mức kỷ lục 22.2%, còn tỷ lệ SG&A/doanh thu giảm 0.7 điểm % xuống 15.0%, đưa biên LNST từ 4.4% lên 6.9%. ĐMX dẫn dắt với biên lợi nhuận thuần kỷ lục 8.1%, BHX tiếp tục tăng lợi nhuận mạnh, An Khang có lãi quý đầu tiên. Lợi nhuận tài chính thuần đạt 504 tỷ đồng (+38% YoY; +16% QoQ) khi đầu tư tài chính ngắn hạn tăng từ 41,831 tỷ đồng lên 45,665 tỷ đồng. Doanh thu tăng 30% trong khi lợi nhuận tăng gấp đôi, cho thấy đòn bẩy hoạt động rõ nét hơn các quý trước.
- Bách Hóa Xanh duy trì tăng trưởng lợi nhuận mạnh.** BHX đạt doanh thu khoảng 15,186 tỷ đồng (+31% YoY) và lợi nhuận thuần 510 tỷ đồng (+180% YoY; +27.5% QoQ). Biên lợi nhuận thuần đi từ 1.6% ở Q2/2025 lên 3.4%, cao hơn mức 3.0% của Q1/2026. BHX mở 632 cửa hàng trong 6T2026 và toàn bộ số này đã có lợi nhuận hoạt động dương ở cấp độ cửa hàng, nên chuỗi vừa mở rộng nhanh vừa nâng được biên lợi nhuận. Chúng tôi duy trì ước tính BHX mở 1,100 cửa hàng năm 2026 và 1,000 cửa hàng năm 2027, phần lớn tại miền Bắc và miền Trung, với SSSG 1.2% và lợi nhuận dự phóng 2,130 tỷ đồng (+204% YoY).
- TGDD/ĐMX tiếp tục bứt phá với biên lợi nhuận kỷ lục.** Trong Q2/2026, Chuỗi TGDD/ĐMX đạt doanh thu khoảng 32.7 nghìn tỷ đồng (+26% YoY) và lợi nhuận thuần 2,658 tỷ đồng, đưa biên lợi nhuận thuần lên 8.1% từ 5.1% cùng kỳ. Lũy kế 6T2026, chuỗi đạt 65.4 nghìn tỷ đồng doanh thu (+27.6% YoY) và chúng tôi giữ dự phóng doanh thu ICT&CE năm 2026 ở 134 nghìn tỷ đồng (+27% YoY). Sau mức biên kỷ lục của Q2, khả năng duy trì sức sinh lời phụ thuộc vào cơ cấu sản phẩm, biên lợi nhuận gộp và tốc độ tăng doanh thu cửa hàng hiện hữu trong các quý tới.

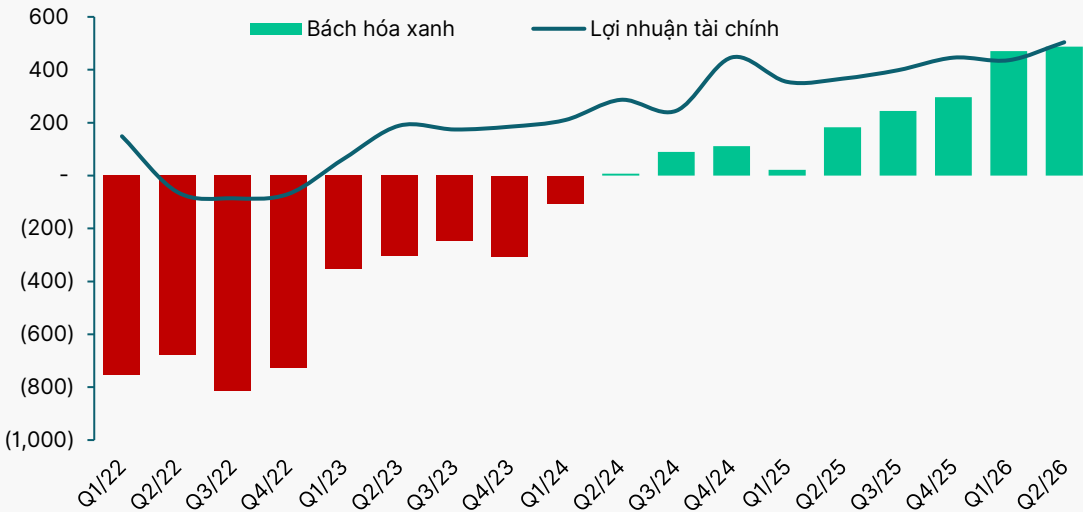
Biên EBIT tăng vượt trội kể từ Q1/25, SG&A/doanh thu duy trì mức tốt so với Q1/2026

Nguồn: MWG, Kafi research



Bách hóa xanh và lợi nhuận tài chính dẫn đầu đà tăng trưởng

Nguồn: MWG, Kafi research

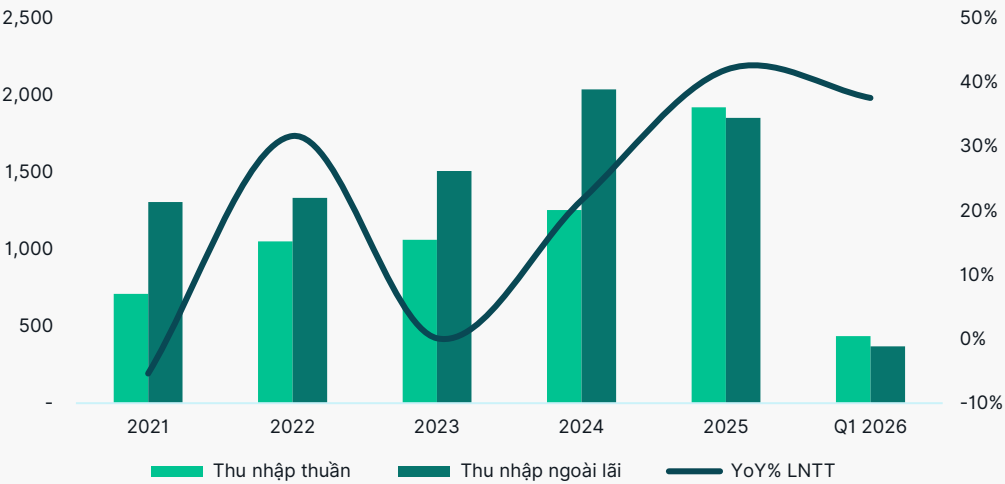


PVS

Giá mục tiêu: 51,200 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 31.96%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Dầu khí
Vốn hóa	5,114.20 tỷ đồng
SLCP lưu hành	511.42 tr cp
Biên độ 52W	26,400 – 54,600
KLGD TB 3T	6,562,884 cp
Beta	0.9
P/B hiện tại	1.19x
P/B TB 5 năm	1.28x
P/B ngành	1.67x

Kết quả kinh doanh của PVS qua các năm
| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: PVS, Kafi research

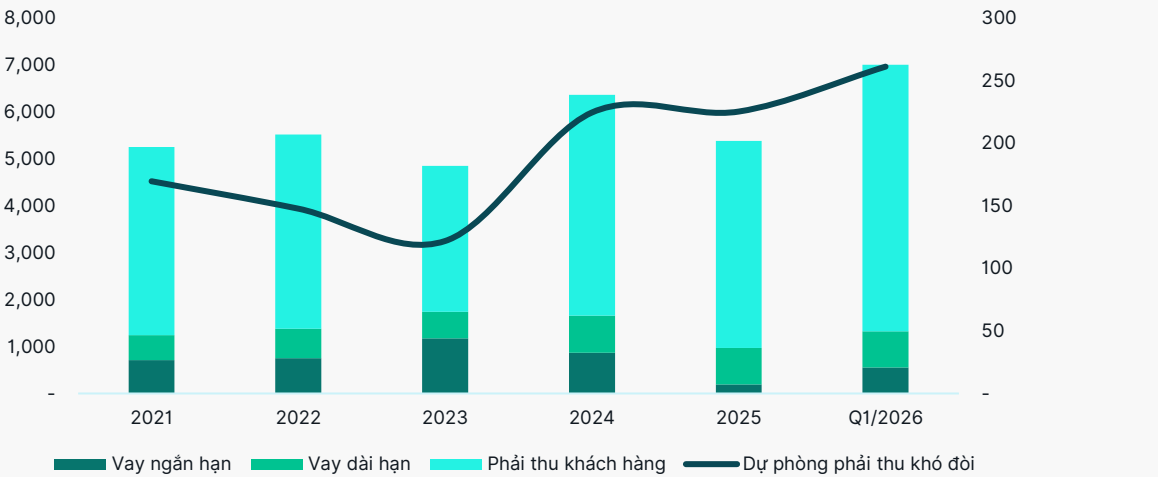


HƯỞNG LỢI KÉP TỪ DẦU KHÍ VÀ ĐIỆN KHÍ

Luận điểm đầu tư:

- Backlog dầu khí trong nước bước vào giai đoạn hiện thực hóa:** Đối với Lạc Đà Vàng, liên doanh PTSC Asia Pacific đã hoàn tất đóng mới và bàn giao FSO PTSC LDV ngày 23/06/2026, sẵn sàng phục vụ đón dòng dầu đầu tiên. Công trình có sức chứa trên 500,000 thùng dầu, công suất xử lý 20,000 thùng/ngày, trọng tải hơn 74.000 DWT và hoàn thành chỉ sau hơn 18 tháng kể từ ngày ký hợp đồng. Song song đó, ngày 22/04/2026, PVS chính thức ký hợp đồng EPCIC dự án Sư Tử Trắng 2B với PVEP Cửu Long để thực hiện toàn bộ công tác và chạy thử cho giàn xử lý trung tâm ST-CGF, cầu dẫn, khu nhà ở mới và hệ thống đường ống ngầm, dự kiến hoàn thành lắp đặt ngoài khơi vào tháng 08/2028, giúp duy trì nguồn cung khí dài hạn cho Việt Nam.
- Năng lực và sự bứt phá trong lĩnh vực Điện gió ngoài khơi:** Bên cạnh dầu khí truyền thống, PVS đang mở rộng mạnh mẽ sang điện gió ngoài khơi. Ngày 27/01/2026, PVS và Semco Maritime đã tổ chức lễ First-Cut cho dự án trạm biển áp ngoài khơi Formosa 4 OSS tại Đà Loan, với công suất 495 MW, PVS đảm nhiệm chế tạo phần topside tại Vũng Tàu và bàn giao dự kiến vào cuối năm 2027. Đối với dự án Feng Miao 1, PVS đã hoàn thành chế tạo và hạ thủy toàn bộ chân đế cùng cọc móng với tổng khối lượng trên 8.000 tấn, hoàn thành sớm hơn kế hoạch khoảng 1 tháng. Đặc biệt, với chân đế OSS thuộc nhóm kết cấu HVAC Offshore Substation Jacket có độ sâu nước lớn nhất thế giới, tiếp tục củng cố năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp trong mảng này.

Chất lượng tài sản
| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: PVS, Kafi research

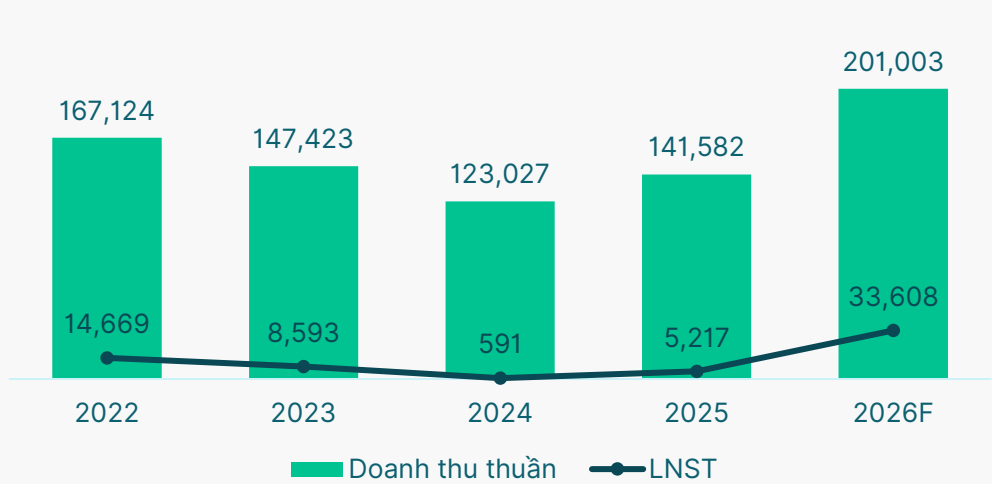


BSR

Giá mục tiêu: 29,100 VND
Lợi nhuận kỳ vọng: 10.49%

Dữ liệu giao dịch	
Ngành	Dầu khí
Giá hiện tại (09/07/2026)	26,350 đồng
Giá mục tiêu	29,100 đồng
SLCP lưu hành	5,007.3 tr cp
Vốn hóa	131,942 tỷ đồng
Beta	1.0
EV/EBITDA hiện tại	9.8x
EV/EBITDA trung vị ngành	3.0x
EV/EBITDA trung bình 5 năm	9.2x

Doanh thu thuần và LNST của BSR qua các năm
| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: BSR, Kafi research

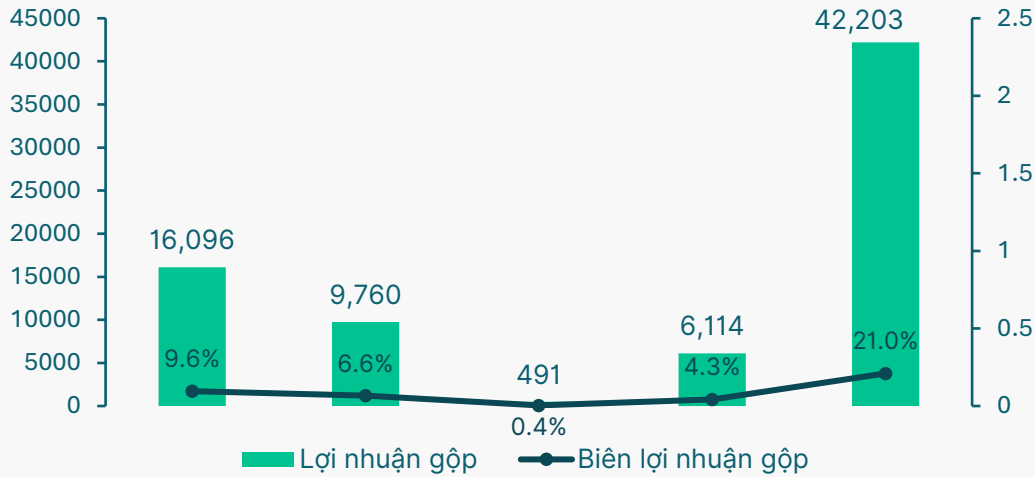


HƯỞNG LỢI TỪ CRACK SPREAD VÀ NHU CẦU XĂNG E10

Luận điểm đầu tư:

- Crack spread phục hồi mạnh, hỗ trợ lợi nhuận 2026:** Nguồn cung Trung Đông gián đoạn khiến các nhà máy lọc dầu châu Á đồng loạt giảm công suất, đẩy biên lọc dầu Singapore từ 2-10 USD/thùng lên trên 40 USD/thùng cuối tháng 3/2026. Crack spread Jet/Kerosene tăng từ 19.38 lên 83.92 USD/thùng và Diesel từ 18.3 lên 78.64 USD/thùng trong giai đoạn tháng 1-4/2026, giúp BSR dự phóng lợi nhuận gộp 2026 đạt 42,203 tỷ đồng, biên gộp 21.0%.
- Xăng E10 và nền vận tải đa phân khúc hỗ trợ đầu ra:** Triển khai E10 toàn quốc từ 01/06/2026 giúp bảo vệ đầu ra xăng nền, trong khi luân chuyển hành khách và hàng hóa tháng 6/2026 tăng 10.0% và 6.0% YoY tiếp tục hỗ trợ tiêu thụ nhiên liệu. Về dài hạn, dự án nâng cấp Nhà máy Dung Quất nâng công suất từ 148,000 lên 171,000 thùng/ngày, mở rộng danh mục sang SMFO, SAF và nhiên liệu sinh học.

Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của BSR
| Đơn vị: Tỷ đồng, % – Nguồn: BSR, Kafi research



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.