



# Xây nền Dựng sóng

Báo cáo Chiến lược  
Nửa cuối năm 2026

SSI RESEARCH

## TÓM TẮT

Kinh tế Việt Nam vẫn giữ được đà tăng trưởng, nhưng động lực tăng trưởng đang thay đổi. Thay vì dựa vào xuất khẩu, tiêu dùng hay một chu kỳ toàn cầu thuận lợi, tăng trưởng ngày càng được dẫn dắt bởi đầu tư trong nước, phát triển cơ sở hạ tầng, cải cách thể chế và phát triển chiều sâu thị trường vốn. Do đó, việc nhập siêu tăng nhanh nên được nhìn nhận không phải như một dấu hiệu của sự suy yếu, mà nhiều hơn như "dấu chân nhập khẩu" của một quốc gia đang mở rộng năng lực sản xuất.

Câu chuyện sâu xa hơn của năm 2026 là Việt Nam đang ngày càng tập trung vào việc xây dựng động lực tăng trưởng của riêng mình. Trên các lĩnh vực hạ tầng, nhà ở, thị trường vốn, cải cách doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và đơn giản hóa thủ tục hành chính, các nhà hoạch định chính sách đang dịch chuyển từ quản lý cầu ngắn hạn sang mở rộng năng lực sản xuất dài hạn. Đầu tư công, thu hút FDI, nới lỏng điều kiện kinh doanh và cải cách pháp lý ngày càng hướng đến cùng một mục tiêu: giảm chi phí kinh doanh và nâng cao khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế.

Triết lý này có lẽ thể hiện rõ nét nhất trên thị trường tài chính. Câu chuyện nâng hạng thị trường của Việt Nam đang vượt ra ngoài trọng tâm truyền thống về các quyết định phân loại của FTSE hay MSCI. Diễn biến quan trọng hơn là Chính phủ đang ngày càng chú trọng làm cho Việt Nam thực sự có thể đầu tư, thông qua việc nâng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (free float), thoái vốn DNNN, phát triển chiều sâu thị trường vốn, cải thiện hạ tầng thanh toán bù trừ, nâng cao chất lượng quản trị, tăng cường bảo vệ nhà đầu tư và mở rộng nguồn cung tài sản có thể đầu tư. Theo nghĩa này, nâng hạng thị trường ngày càng không chỉ là câu chuyện đạt được một "danh hiệu", mà quan trọng hơn là quá trình xây dựng những nền tảng và điều kiện cần thiết để thực sự xứng đáng với vị thế của Việt Nam.

Nguyên tắc tương tự cũng áp dụng cho tín nhiệm quốc gia. Cải cách hạ tầng, tái cấu trúc các dự án PPP, kỷ luật tài khóa, cải thiện thực thi pháp luật và nỗ lực tháo gỡ các điểm nghẽn dự án tồn đọng từ lâu đều củng cố năng lực thu hút vốn dài hạn của đất nước. Xếp hạng tín nhiệm quốc gia, cũng như phân loại thị trường cổ phiếu, suy cho cùng là kết quả chứ không phải mục tiêu. Mục tiêu là tạo ra một nền kinh tế mà các nhà đầu tư toàn cầu có thể giải ngân vốn vào với sự tin tưởng.

Thị trường có thể vẫn biến động trong ngắn hạn. Lãi suất duy trì ở mức cao trong thời gian dài hơn, thanh khoản thắt chặt, áp lực bán ròng của khối ngoại và bất định địa chính trị nhiều khả năng sẽ giữ VN-Index dao động trong biên độ hẹp. Tuy nhiên, bên dưới những nhiễu động chu kỳ, nền tảng vĩ mô đang được cải thiện. Hạ tầng đang trở nên khả thi hơn về mặt tài chính, thị trường vốn dễ tiếp cận với dòng tiền đầu tư, chính sách nhà ở ngày càng định hướng theo nhu cầu thật, và nền kinh tế ngày càng chú trọng vào thực thi.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng nhóm vật liệu xây dựng và các ngành hưởng đến tiêu dùng được định vị để mang lại tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhất trong năm 2026, được hỗ trợ bởi các mục tiêu chính sách tham vọng và xu hướng tái cấu trúc mang tính cấu trúc, trong khi nhóm tài chính sẽ duy trì đà mở rộng nhờ nhu cầu tín dụng ổn định. Tăng trưởng LNST của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) toàn thị trường loại trừ Vingroup được dự báo ở mức 20,9% (24,8% nếu bao gồm VIC), với thị trường giao dịch loại trừ VIC ở mức P/E dự phóng 10,3 lần (12,7 lần nếu bao gồm VIC). Trong môi trường lãi suất cao, chúng tôi ưu tiên các doanh nghiệp đầu ngành có sức mạnh định giá và bảng cân đối kế toán vững mạnh, duy trì sự chọn lọc trong ngành ngân hàng với ưu tiên các NHTM Nhà nước (NHTMNN) có chất lượng tài sản vượt trội, và nhận thấy sức hấp dẫn phòng thủ ở các doanh nghiệp dồi dào tiền mặt thuộc các ngành cao su, dầu khí và phân bón. Lộ trình IPO ngày càng mở rộng và sức bền của ngành công nghệ thông tin mang lại thêm các kênh để luân chuyển danh mục sang các cơ hội tăng trưởng mới.

**Lưu ý trung tâm của báo cáo này rất đơn giản: Việt Nam không còn chờ đợi các cơ hội đến từ bên ngoài mà đang ngày càng tự tạo ra con sóng của riêng mình — thông qua đầu tư cơ sở hạ tầng, cải cách thể chế, phát triển thị trường vốn và các cải cách giúp cả nền kinh tế lẫn thị trường trở nên có thể đầu tư được. Việc nâng hạng có thể sẽ theo sau, nhưng chúng đang ngày càng trở thành hệ quả hơn là chất xúc tác.**

## Quan điểm vĩ mô của SSI Research

Biến số	Quan điểm SSI Research	Ghi chú
Dầu Brent	Trung bình 80 - 90 USD/thùng trong năm 2026 với xu hướng giảm dần vào giai đoạn cuối năm	Đạt đỉnh vào cuối tháng 4
Xung đột Trung Đông	Xung đột hạ nhiệt; biến động dần quay về mức bình thường, dù giá vẫn duy trì cao hơn mặt bằng trước xung đột	Eo biển Hormuz dự kiến dần được khai thông từ tháng 7
GDP cả năm	8,5-9% (cho thấy tăng trưởng 6 tháng cuối năm khoảng 9,5-10%, dẫn dắt bởi đầu tư và giải ngân đầu tư công)	Q2: Kịch bản cơ sở: 8,2-8,5%
CPI	Tiếp cận ngưỡng trần 4,5%, nhưng vẫn trong tầm kiểm soát ở vùng 4,5-5%	
Lãi suất điều hành / thanh khoản	Duy trì ở mức cao lâu hơn; lãi suất huy động đi ngang và chỉ có thể hạ nhiệt vào cuối năm nếu giải ngân đầu tư công giúp cải thiện thanh khoản hệ thống	
VND	Áp lực mất giá nhẹ, giảm hơn so với 2025; có thể được hỗ trợ phần nào nếu Fed cắt giảm lãi suất vào cuối 2026	
Đầu tư công	Kế hoạch khoảng 1,1 triệu tỷ đồng, với tiến độ giải ngân dồn về cuối kỳ (nửa đầu năm 2026 mới đạt 21,6%), yếu tố có thể tạo chuyển biến quan trọng	Thúc đẩy cả tăng trưởng lẫn thanh khoản hệ thống
Tăng trưởng tín dụng hệ thống	Khoảng 15% (17% nếu bao gồm hạn mức tái cơ cấu, 11,5% cho phần còn lại)	

## Định vị thị trường, ngành và cổ phiếu

Biến số	Quan điểm SSI Research	Ghi chú
VN-Index	Duy trì kịch bản cơ sở: 1.920 điểm, kịch bản tích cực: 2.120 điểm	Đi ngang trong biên độ trong ngắn hạn và cải thiện dần về cuối năm
Tăng trưởng lợi nhuận	Tăng trưởng lợi nhuận 2026 dự báo đạt khoảng 20,9%	Tạo nền tảng hỗ trợ cơ bản cho thị trường dù thanh khoản còn hạn chế
Định giá	P/E dự phóng khoảng 12-13x (loại Vingroup: 10,3x)	Thấp hơn mức trung bình 5 năm, đặc biệt khi loại trừ nhóm Vingroup
Quan điểm chiến lược	Chọn lọc cơ hội tích lũy khi thị trường điều chỉnh	Lợi nhuận đóng vai trò nâng đỡ thị trường, nhưng thanh khoản hạn chế sẽ giới hạn dư địa tăng

## Định vị theo ngành

Biến số	Quan điểm SSI Research	Ghi chú
Ngành ưu tiên	Hạ tầng/xây dựng, một số ngân hàng chọn lọc, bán lẻ và nhóm doanh nghiệp nhà nước	Phù hợp với xu hướng đẩy mạnh đầu tư công và phục hồi tiêu dùng
Ngân hàng	Ưu tiên các ngân hàng có năng lực huy động tốt và chất lượng tài sản vững	Áp lực NIM và việc siết lọc tín dụng vẫn là rào cản
Bất động sản	Giá và thanh khoản chững lại do điều kiện tín dụng thắt chặt hơn	Nguồn cung đang tăng trong khi cầu vẫn còn hạn chế
Tiêu dùng	Đà tăng được hỗ trợ bởi tăng trưởng thu nhập và các chính sách của Chính phủ	Xu hướng tiêu dùng chuyển dịch sang các nhu cầu mang tính trải nghiệm
Dầu khí	Chọn lọc cơ hội sau khi biến động giá dầu nhiều khả năng đã qua đỉnh	Lợi nhuận dự kiến bình thường hóa khi giá dầu ổn định
Công nghệ thông tin	Duy trì tăng trưởng tích cực (>15%) nhưng phụ thuộc vào khả năng thích ứng với AI	Hưởng lợi từ xu hướng thuê ngoài dịch vụ CNTT mang tính cấu trúc
Nhóm phòng thủ	Phân bổ chọn lọc (hàng tiêu dùng thiết yếu, tiện ích)	Phù hợp để cân bằng danh mục trong các giai đoạn biến động

## MỤC LỤC

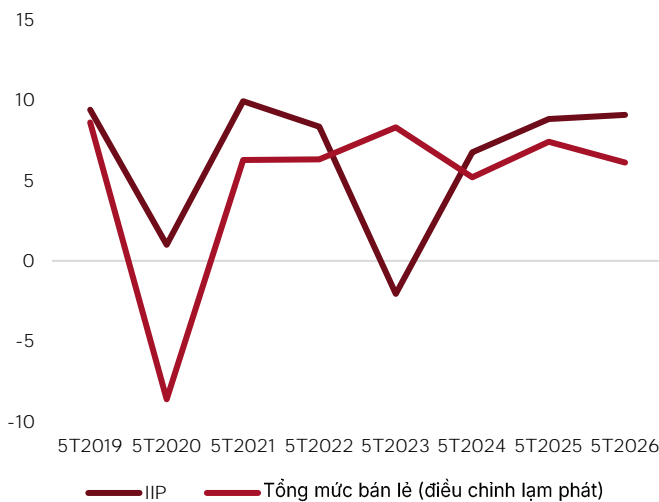
Đánh giá Vĩ mô Việt Nam 5T2026: Tăng trưởng đang Xoay trục, không phải Chậm lại .....	5
Triển vọng Vĩ mô Việt Nam Nửa cuối năm 2026 .....	8
Dự báo nhanh GDP Quý 2/2026 .....	8
Triển vọng Chính sách: Điều cần Kỳ vọng trong tháng 6 & Quý 3/2026.....	9
Phát triển Thị trường Vốn Việt Nam: Từ Huy động Vốn đến Tạo dựng Khả năng Đầu tư .....	10
Tổng quan TTCK Việt Nam trong 5T2026: Biến động mạnh và đà tăng tập trung .....	11
Triển vọng thị trường nửa cuối năm 2026 .....	15
Góc nhìn theo chu kỳ: Biến động ngắn hạn mở ra cơ hội dài hạn.....	18
Làn sóng IPO năm 2026: Mở rộng cơ hội đầu tư và thúc đẩy luân chuyển dòng vốn chiến lược .....	20
Các chủ đề đầu tư .....	21
Cổ phiếu ưa thích.....	22
Ngành Ngân hàng: Ưu thế thuộc về các ngân hàng duy trì kỷ luật vận hành .....	23
Ngành Bất Động Sản: Nguồn cung phục hồi, nhu cầu suy yếu do áp lực lãi suất .....	31
Ngành Bán lẻ: Vượt qua thách thức ngắn hạn, củng cố vị thế dài hạn .....	40
Ngành Thực phẩm & Đồ uống: Áp lực duy trì lợi nhuận trước sóng gió .....	43
Ngành Dầu khí: Xung đột Trung Đông gây gián đoạn cung và thúc đẩy giá dầu tăng mạnh .....	46

## Đánh giá Vĩ mô Việt Nam 5T2026: Tăng trưởng đang Xoay trục, không phải Chậm lại

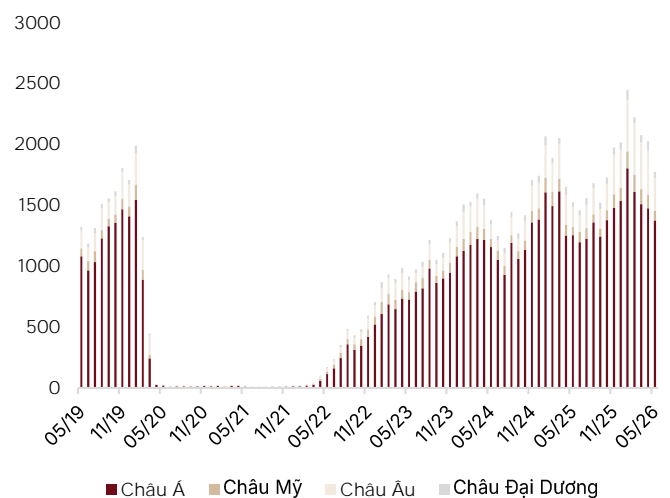
Kinh tế Việt Nam vẫn giữ được đà tăng trưởng, nhưng động lực tăng trưởng đang thay đổi. Chúng tôi ước tính tăng trưởng GDP Quý 2/2026 ở mức **8,2–8,5% so với cùng kỳ (YoY)**, với khả năng vượt kỳ vọng từ dữ liệu tháng 6 có thể đẩy con số này tiến gần **9% YoY**. Diễn biến vĩ mô then chốt trong chu kỳ này không phải là cầu suy yếu, mà là sự xoay trục sang tăng trưởng dẫn dắt bởi đầu tư, trong đó tích lũy tài sản ngày càng thay thế tiêu dùng và xuất khẩu ròng để trở thành động lực chính. Do đó, sự xuất hiện của thâm hụt thương mại hàng hóa đáng kể nên được nhìn nhận như "dấu chân nhập khẩu" của một chu kỳ đầu tư đi lên, chứ không phải bằng chứng về năng lực cạnh tranh suy giảm.

**Hoạt động kinh tế vẫn vững chắc trong suốt tháng 5.** Sản xuất công nghiệp tiếp tục tăng trưởng ở một trong những nhịp độ mạnh nhất trong nhiều năm, du lịch đạt mức kỷ lục, và doanh số bán lẻ duy trì sự ổn định. Tuy nhiên, tiêu dùng vẫn còn yếu. Mặc dù tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng **11,2% YoY** trong 5T2026, tăng trưởng thực chỉ đạt khoảng **6,1%**, với động lực ngày càng tập trung vào du lịch, lưu trú và lễ hành thay vì tiêu dùng hàng hóa trên diện rộng.

Chỉ số sản xuất công nghiệp & tăng trưởng doanh thu bán lẻ (%)



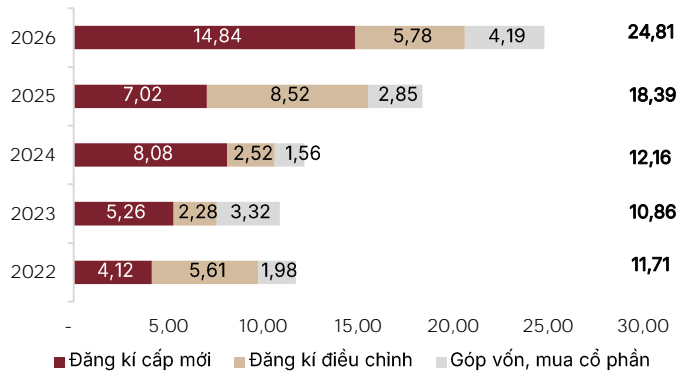
Lượng khách quốc tế đến Việt Nam theo tháng (nghìn người)



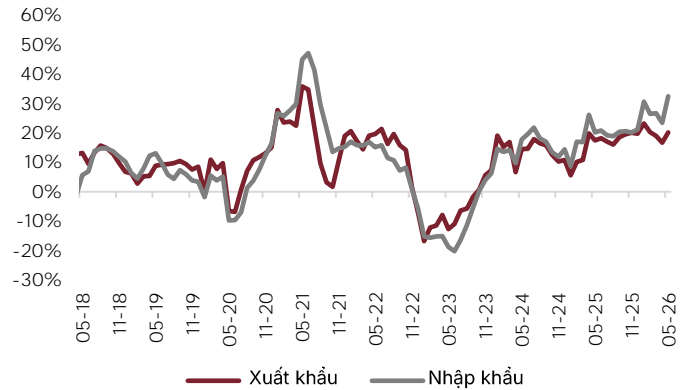
Nguồn: Cục Thống kê

**Tín hiệu mạnh mẽ nhất đến từ đầu tư.** Vốn FDI giải ngân đạt **9,75 tỷ USD (+9,6% YoY)** trong 5T2026, mức cao nhất trong 5 tháng đầu năm trong vòng 5 năm, với **82,7% hướng vào lĩnh vực chế biến – chế tạo**. Các dự án mở rộng quy mô lớn từ Samsung, SK và BYD tiếp tục củng cố vị thế của Việt Nam như một trung tâm sản xuất khu vực. Giải ngân đầu tư công đạt **21,6% kế hoạch năm**, phù hợp với đặc điểm thực thi dồn về cuối năm trong lịch sử của Việt Nam. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng chỉ tiêu hạ tầng sẽ tăng tốc đáng kể trong nửa cuối năm.

## Dòng vốn FDI vào Việt Nam (từ đầu năm, tỷ USD)



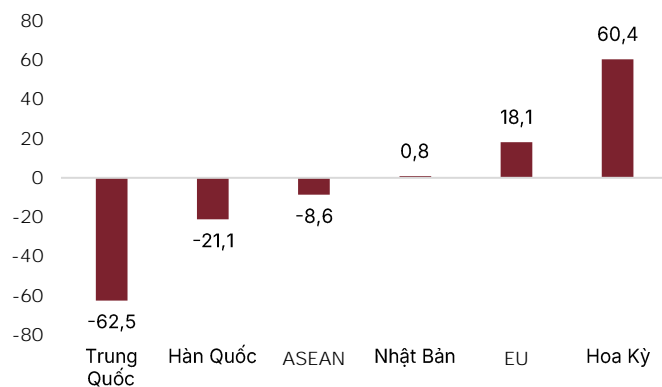
## Tăng trưởng xuất nhập khẩu



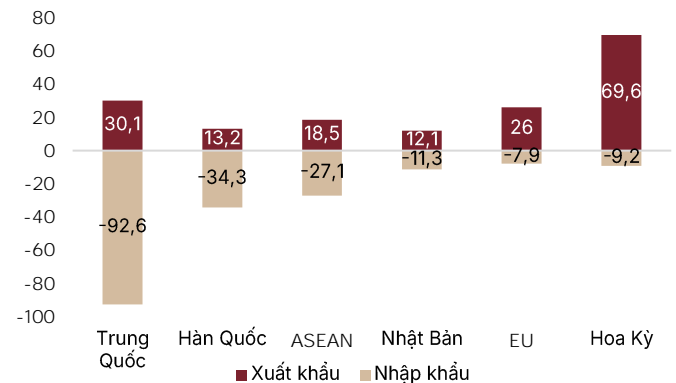
Nguồn: Cục Thống kê

**Sự suy giảm mạnh của cán cân thương mại là dịch chuyển vĩ mô đáng chú ý nhất trong nửa đầu năm 2026.** Nhập khẩu máy móc, thiết bị và đầu vào sản xuất đã tăng tốc song hành với hoạt động đầu tư, dẫn đến **thâm hụt thương mại 13,8 tỷ USD** trong 5T2026 so với mức **thặng dư 5,1 tỷ USD** một năm trước đó. Thâm hụt thương mại là đặc điểm của mô hình tăng trưởng này, không hẳn là một vấn đề. Dữ liệu xuất khẩu Quý 3 sẽ là phép thử để xác định liệu nó phản ánh việc đẩy mạnh nhập khẩu để sản xuất xuất khẩu và đầu tư mở rộng năng lực sản xuất, và/hoặc sự đẩy nhanh nhập khẩu trước nguy cơ hành động thương mại tiềm tàng từ Hoa Kỳ.

## Cán cân thương mại (tỷ USD)



## Kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa (tỷ USD)

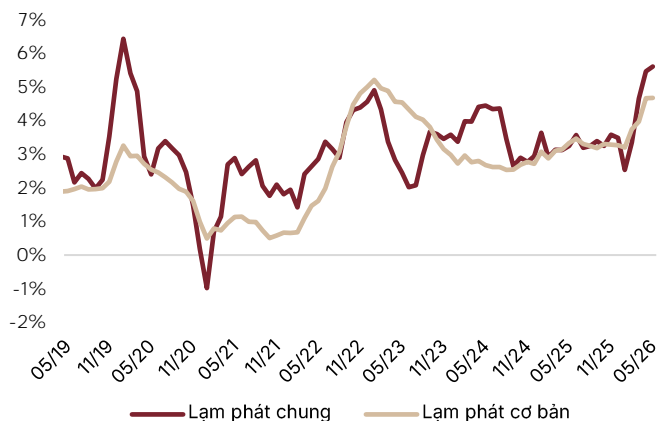


Nguồn: Cục Hải quan

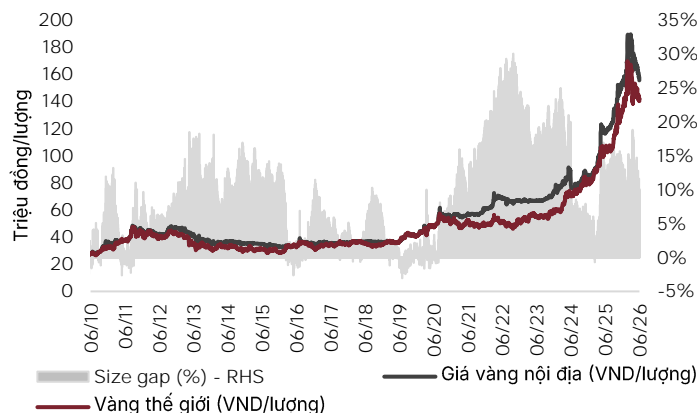
Nhập khẩu tăng vọt (+30,8% YoY), chủ yếu là hàng hóa vốn và trung gian (chiếm ~94% tổng kim ngạch), phù hợp với một chu kỳ đi lên của hoạt động sản xuất tái xuất khẩu. Sự suy giảm gần đây của cán cân thương mại mang tính hẹp, không phải trên diện rộng, mà tập trung vào đầu vào điện tử và máy móc. Một tín hiệu then chốt đến từ Hàn Quốc: xuất khẩu sang Việt Nam tăng vọt ~70% YoY vào giữa tháng 5 (với thâm hụt thương mại từ Hàn Quốc là mức tăng nhanh nhất trong 5 tháng, +72% YoY), chủ yếu ở linh kiện điện tử và bán dẫn. Điều này cho thấy sự tích lũy hàng tồn kho ở khâu thượng nguồn trước một đợt tăng tốc sản xuất khu vực, chứ không phải tình trạng quá nóng. Phép thử dịch chuyển sang Quý 3: liệu điều này có chuyển hóa thành xuất khẩu điện tử mạnh hơn, hay một phần phản ánh việc đẩy nhanh nhập khẩu khiến thâm hụt trở nên dai dẳng hơn?

**Lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát nhưng để lại ít dư địa chính sách.** Lạm phát CPI bình quân đạt **4,31%** trong 5T2026, gần với mục tiêu **4,5%** của Chính phủ, trong khi lạm phát cơ bản duy trì ở mức tương đối kiềm chế là **4,04%**. Áp lực lạm phát hiện tại chủ yếu xuất phát từ năng lượng và các dịch vụ do Nhà nước quản lý giá, thay vì từ cầu vượt mức, hàm ý rằng việc điều hành chính sách sẽ phụ thuộc nhiều vào các biện pháp hành chính và ổn định tỷ giá.

**Lạm phát chung và lạm phát cơ bản (%)**



**Giá vàng trong nước & thế giới**



Nguồn: CEIC, Cục Thống kê

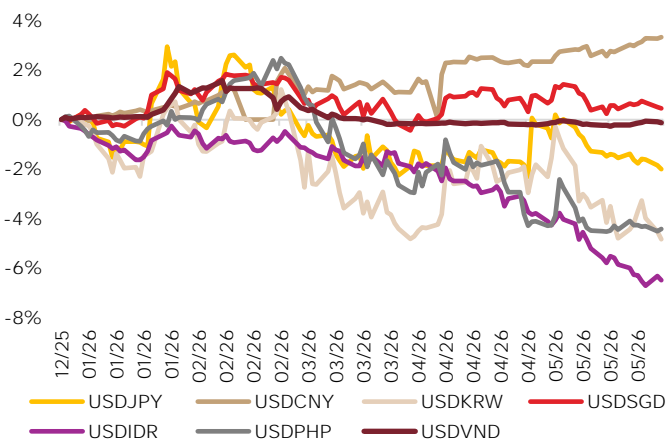
Sự tăng tốc của CPI theo tháng, từ 2,5% trong tháng 1 lên 5,6% trong tháng 5, phần lớn phản ánh sự truyền dẫn giá năng lượng từ xung đột Mỹ – Iran đang diễn ra và gián đoạn tại Eo biển Hormuz, vốn đã đẩy giá dầu Brent lên đỉnh vào cuối tháng 4 và giữ quanh mức 90 USD/thùng kể từ đó. Mặc dù mức bình quân 5 tháng là 4,31% vẫn trong tầm với của mục tiêu 4,5%, quỹ đạo theo tháng đã vượt ngưỡng này kể từ tháng 4. Về tỷ giá, chênh lệch lãi suất VND–USD rộng cho đến nay đã giúp giữ VND gần như đi ngang so với đầu năm.

Thông điệp quan trọng nhất từ Chính phủ là sự chú trọng ngày càng tăng vào thực thi từ phía cung. Chính phủ tái khẳng định cam kết theo đuổi tăng trưởng cao, đồng thời yêu cầu xây dựng các kịch bản kinh tế vĩ mô chi tiết hơn, tăng cường lập kế hoạch dự phòng, đẩy nhanh giải ngân đầu tư công, và xóa bỏ nhanh hơn các điểm nghẽn hành chính. Cùng lúc đó, các cơ quan chức năng đang mở rộng chương trình cải cách ra ngoài lĩnh vực hạ tầng. Bộ Xây dựng đang chuẩn bị sửa đổi Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản nhằm thúc đẩy nhà ở cho thuê dài hạn thông qua ưu đãi tiếp cận đất đai, ưu đãi tài chính, khung quy hoạch riêng và các chỉ tiêu phát triển. Cùng với mở rộng hạ tầng và thu hút FDI, các sáng kiến này cho thấy các nhà hoạch định chính sách ngày càng tập trung vào mở rộng năng lực sản xuất hơn là kích thích cầu ngắn hạn.

**Chênh lệch tỷ giá niêm yết & Thị trường tự do**



**So sánh sức mạnh các đồng tiền trong khu vực (%)**



Nguồn: Bloomberg, Cục Thống kê

Rủi ro bên ngoài vẫn tập trung vào chính sách thương mại. Các cuộc điều tra gần đây theo Mục 301 của USTR liên quan đến tình trạng dư thừa công suất mang tính cấu trúc, bảo hộ sở hữu trí tuệ và lao động cưỡng bức cho thấy một sự dịch chuyển rộng hơn trong chiến lược thương mại của Hoa Kỳ hướng tới các cơ chế thực thi theo từng vấn đề cụ

thể. Việt Nam đã phản ứng bằng cách đẩy mạnh thực thi sở hữu trí tuệ, phát động chiến dịch cao điểm xử lý trên toàn quốc đối với vi phạm bản quyền, hàng giả và vi phạm nhãn hiệu, đồng thời chuẩn bị sửa đổi để tăng cường cả chế tài hành chính lẫn hình sự. Những hành động này nên được nhìn nhận không chỉ là cải cách quy định trong nước mà còn là nỗ lực giải quyết các lĩnh vực mà Hoa Kỳ quan ngại và củng cố vị thế của Việt Nam trong các vòng đàm phán thương mại tương lai.

## Triển vọng Vĩ mô Việt Nam Nửa cuối năm 2026

### Dự báo nhanh GDP Quý 2/2026

Chúng tôi neo dự báo nhanh vào **GDP thực Quý 1/2026 ở mức +7,83% YoY** (giá so sánh 2020) và cập nhật với hai tháng dữ liệu cứng của Quý 2 đã có (tháng 4 + tháng 5). Cách tiếp cận này nâng dự báo trung tâm của chúng tôi lên **8,2–8,5% YoY, với khả năng tiến tới ~9% nếu dữ liệu tháng 6 có sự bất phá**. Do đó, chúng tôi xem mức ~7,9–8,0% như ngưỡng sàn thận trọng:

Kịch bản	GDP Quý 2/2026 YoY	Điều kiện kích hoạt
Lạc quan (Bull)	~9%	Chỉ số SXCN (IIP) tháng 6 > 11%, đầu tư tăng tốc
Cơ sở (quan điểm chủ đạo)	<b>8,2–8,5%</b>	Sự xoay trục sang đầu tư được duy trì
Thận trọng	7,9–8,0%	Đầu tư công không tăng tốc như kỳ vọng

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP thực Quý 2/2026 ở mức **8,2–8,5% YoY**, với khả năng vượt kỳ vọng tiến tới **~9% nếu dữ liệu tháng 6 mạnh hơn**, tăng tốc từ mức **7,83%** của Quý 1 khi tăng trưởng xoay trục dứt khoát hơn về chân kiềng đầu tư. Bước nhảy này được dẫn dắt bởi chu kỳ FDI giải ngân đang diễn ra và kế hoạch chi đầu tư công dồn về cuối năm đang dần phát huy tác dụng vào nửa cuối năm.

Trong nửa cuối năm 2026, một sự cải thiện đáng kể về thanh khoản hệ thống ngân hàng khó có khả năng xảy ra, và lãi suất được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao trong thời gian dài hơn. Những áp lực này phần lớn xuất phát từ yếu tố trong nước, hàm ý rằng ngay cả một đợt cắt giảm lãi suất tiềm năng của Cục Dự trữ Liên bang (Fed) vào cuối năm 2026 cũng có thể chỉ mang lại sự nhẹ nhõm hạn chế. Kết quả là, áp lực tỷ giá sẽ giảm bớt so với mặt bằng năm 2025.

Trên một góc nhìn rộng hơn, GDP danh nghĩa nhiều khả năng đang đánh giá thấp những cải thiện về năng suất tiềm ẩn. Việc đẩy nhanh phê duyệt dự án, cải thiện quản trị, mở rộng dịch vụ công số hóa và chi phí giao dịch trên toàn nền kinh tế giảm xuống đang cùng nhau nâng cao năng lực tăng trưởng mang tính cấu trúc của Việt Nam. Qua lăng kính này, động lực tăng trưởng tiềm ẩn có thể đang vận hành cao hơn con số công bố, phản ánh ở hiệu quả gia tăng, các nâng cấp về thể chế và cải thiện năng suất mà các thước đo GDP truyền thống nắm bắt chậm.

Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm rằng động lực tăng trưởng vẫn còn nguyên vẹn, với hoạt động kinh tế được kỳ vọng tăng tốc trong nửa cuối năm 2026 để đạt mục tiêu cả năm của chúng tôi quanh mức 9% YoY, hàm ý tăng trưởng nửa cuối năm gần 10% khi các động lực quan trọng như FDI giải ngân và đầu tư công đạt đỉnh. Các rủi ro chính bao gồm thâm hụt thương mại hàng hóa mở rộng và hệ lụy tỷ giá, những thay đổi tiềm tàng trong chính sách thương mại theo Mục 301 của Hoa Kỳ, và lạm phát có thể tiệm cận/vượt mục tiêu điều hành. Trong khi đó, chi tiêu hạ tầng công mạnh hơn cùng việc tái khởi động xây dựng dự án bất động sản và mở bán mới nên được hiểu là sự tiếp nối của quỹ đạo tăng trưởng cơ sở, chứ không phải một bất ngờ tích cực mang tính chu kỳ.

## Triển vọng Chính sách: Điều cần Kỳ vọng trong tháng 6 & Quý 3/2026

Kết luận 18 của Bộ Chính trị định vị năm 2026 là năm bản lề, với những đột phá có ý nghĩa hơn được kỳ vọng trong giai đoạn 2027–2030. Điều này đóng vai trò như một đối trọng hữu ích đối với những câu chuyện tăng trưởng quá lạc quan. Đồng thời, sự xoay trục đang diễn ra trong lĩnh vực bất động sản — đặc biệt hướng tới nhà ở cho thuê — báo hiệu một mô hình bền vững hơn, phù hợp với cơ cấu nhân khẩu học, ngay cả khi nó không lập tức giảm bớt áp lực thanh khoản do đặc tính suất sinh lợi thấp hơn và dòng tiền chậm hơn.

Kết luận 18 giao hơn 30 nhiệm vụ liên quan đến tăng trưởng cho Quý 2/2026, nhiều nhiệm vụ hiện đã đến hoặc quá hạn. Một số hạng mục liên quan đến hạ tầng và bất động sản phần lớn đang được triển khai, quy hoạch sử dụng đất sửa đổi, số hóa hồ sơ địa chính, khung khổ xử lý các dự án năng lượng tái tạo và hạ tầng đình trệ — song hành với các biện pháp nới lỏng quy định nhằm tới cắt giảm 50% thời gian thực hiện thủ tục hành chính và loại bỏ các điều kiện kinh doanh không cần thiết.

Các hạng mục có ý nghĩa lớn hơn đối với thị trường vẫn còn ở phía trước. Hai đề án mang tính cột mốc của ngành tài chính, hiện đại hóa hệ thống ngân hàng (NHNN) và cải cách toàn diện thị trường vốn (Bộ Tài chính), sẽ phải hoàn thành trước cuối Quý 2. Kế hoạch đẩy nhanh tái cơ cấu, cổ phần hóa DNNN và thoái vốn nhà nước đến hạn vào tháng 5, song hành với việc tái cấu trúc SCIC theo mô hình quỹ đầu tư quốc gia (sovereign wealth fund) — cả hai đều báo hiệu một nỗ lực mới nhằm giải phóng phần vốn cổ phần do Nhà nước nắm giữ và phát triển chiều sâu thanh khoản thị trường. Điều này càng trở nên cấp bách khi **MSCI dự kiến công bố đợt rà soát phân loại thị trường thường niên vào tháng 6**, một cột mốc then chốt cho tham vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi đã áp ủ từ lâu của Việt Nam. Vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đạt ~**407 tỷ USD** vào cuối năm 2025 (77,6% GDP), nhưng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng thấp vẫn là một ràng buộc cấu trúc lớn, đặc biệt ở các DNNN đã cổ phần hóa, nơi Nhà nước hoặc cổ đông kiểm soát thường vẫn nắm giữ 90–99% sở hữu. Trong số 789 công ty đại chúng có nguồn gốc nhà nước đã niêm yết hoặc đăng ký giao dịch, hàng chục công ty vẫn chưa đáp ứng yêu cầu tối thiểu về cơ cấu cổ đông hoặc vốn. Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng hạn chế làm suy giảm thanh khoản, hạn chế khả năng tiếp cận của khối ngoại, làm suy yếu cơ chế xác lập giá và cuối cùng giới hạn tỷ trọng của Việt Nam trong các bộ chỉ số chuẩn (benchmark) toàn cầu. Để giải quyết vấn đề này, nhiều đề xuất đã được cơ quan quản lý đưa ra như kết hợp các biện pháp pha loãng sở hữu và huy động vốn, bao gồm phát hành thêm ra công chúng, phát hành riêng lẻ, ESOP, và khả năng giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước thông qua đấu giá hoặc giao dịch thỏa thuận.

Hàm ý rộng hơn là câu chuyện nâng hạng thị trường của Việt Nam đang dịch chuyển từ cải cách vận hành sang khả năng đầu tư và chất lượng nguồn cung: gia tăng sự sẵn có của cổ phiếu chất lượng cao, thanh khoản tốt và dễ tiếp cận có thể quan trọng không kém hạ tầng giao dịch và cơ chế CCP trong việc thu hút dòng vốn ngoại quy mô lớn.

## Phát triển Thị trường Vốn Việt Nam: Từ Huy động Vốn đến Tạo dựng Khả năng Đầu tư

Các cải cách thị trường vốn của Việt Nam đang hội tụ về một nhận thức cốt lõi xuyên suốt cả hai trục cổ phiếu và hạ tầng: ràng buộc then chốt chưa bao giờ là nguồn cung vốn, mà là nguồn cung tài sản mà nhà đầu tư thực sự sẵn lòng tài trợ.

Về phía cổ phiếu, việc sửa đổi Luật Chứng khoán đánh dấu một sự dịch chuyển thận trọng trong quan điểm quản lý từ tiền kiểm sang hậu kiểm, đồng thời củng cố khung khổ hiện hành. Một số điều khoản quan trọng như: nới lỏng yêu cầu về công ty đại chúng khi IPO, cho phép các quỹ hoán đổi danh mục ETF trong một phân khúc mà nhà đầu tư ngoại đã nắm giữ phần lớn chứng chỉ quỹ, và thành lập tổ chức bảo lãnh thanh toán trái phiếu nhằm khôi phục niềm tin sau giai đoạn căng thẳng trái phiếu doanh nghiệp gần đây. Do dự luật vẫn đang ở giai đoạn dự thảo ban đầu, chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm các điều khoản được bổ sung khi các thành viên thị trường tham gia góp ý.

Logic tương tự giờ đây cũng định hình chính sách hạ tầng. Khung khổ trái phiếu PPP sẽ mở cửa thị trường vốn cho các pháp nhân tham gia dự án, nhưng vốn chưa bao giờ là điểm nghẽn duy nhất. Với nhu cầu đầu tư hạ tầng ước tính ở mức **30–40 tỷ USD/năm** cho đến năm 2040, các nhà đầu tư tổ chức sẽ chỉ cam kết với trái phiếu hạ tầng ở những nơi mà các dự án cơ sở mang lại hiệu quả kinh tế có thể dự báo và một lộ trình thu hồi vốn đáng tin cậy.

Đó chính xác là khoảng trống mà các sửa đổi PPP được đề xuất tìm cách lấp đầy, đáng chú ý nhất là thông qua việc khôi phục mô hình Xây dựng – Chuyển giao (Build-Transfer), thông qua định giá đất thanh toán rõ ràng hơn, ghi nhận sớm hơn các nghĩa vụ liên quan đến đất, và khả năng cải thiện việc khai thác giá trị quỹ đất thanh toán. Câu hỏi thú vị là liệu một nhà đầu tư có thể được coi là đã hoàn thành nghĩa vụ về đất thông qua bảo lãnh ngân hàng hay không, thay vì phải chờ đến khi dự án hoàn thành và việc hạch toán ngân sách Nhà nước tương ứng, một thay đổi sẽ rút ngắn thời gian thu hồi vốn và cải thiện đáng kể tính khả thi về tài chính (bankability), nếu nó vượt qua được những e ngại của cơ quan quản lý.

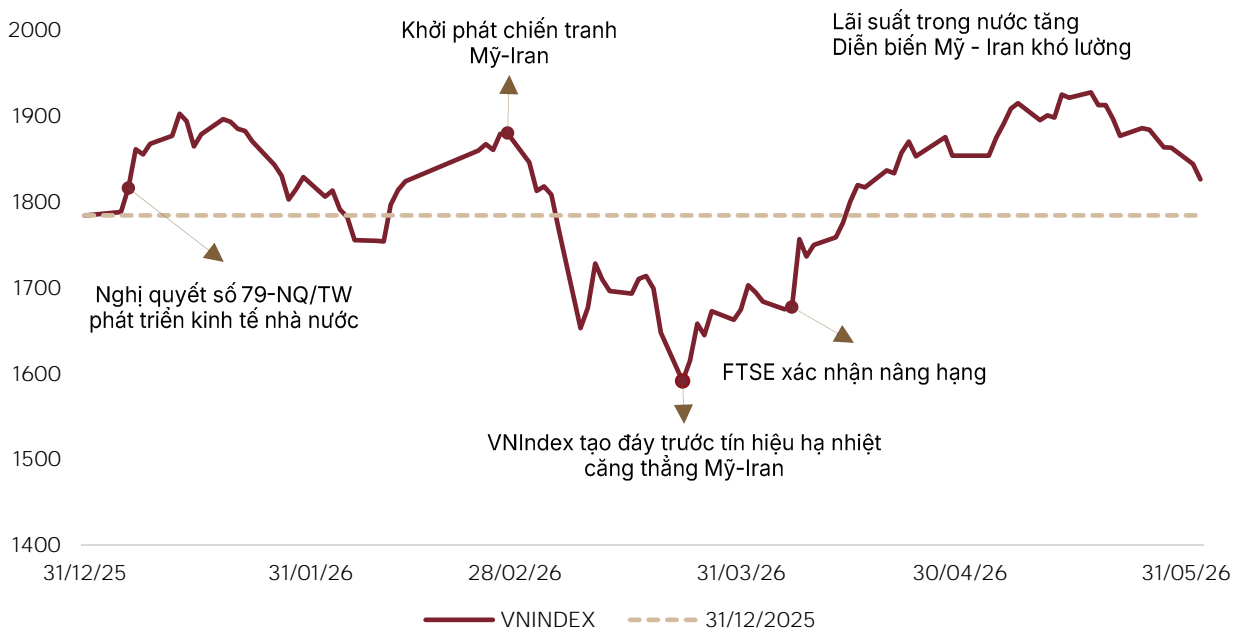
Tổng hợp lại, hai trục cải cách phản ánh cùng một nhận thức ngày càng chín muồi: một thị trường vốn vận hành hiệu quả đòi hỏi cả chứng khoán có thể đầu tư lẫn dự án có thể đầu tư. Tín hiệu sâu xa hơn nằm ở chỗ Nhà nước ngày càng sẵn sàng chia sẻ rủi ro về thời điểm và định giá với nhà đầu tư, từ việc duy trì tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng sau niêm yết ở thị trường cổ phiếu đến cơ chế bồi thường chậm tiến độ trong hạ tầng. Đó cũng chính là kiểu cam kết mà dòng vốn tư nhân dài hạn luôn tìm kiếm và đánh giá cao.

## Tổng quan TTCK Việt Nam trong 5T2026: Biến động mạnh và đà tăng tập trung

**VN-Index tăng 4,4% trong 5 tháng đầu năm 2026.** Từ đầu năm đến nay, thị trường đã trải qua một giai đoạn biến động mạnh dưới tác động đan xen của các yếu tố hỗ trợ và bất lợi, bao gồm Nghị quyết số 79-NQ/TW (tháng 1/2026), việc FTSE xác nhận nâng hạng thị trường Việt Nam (tháng 4/2026), cùng với rủi ro địa chính trị liên quan đến căng thẳng Mỹ-Iran và xu hướng tăng của lãi suất trong nước. Sau khi có thời điểm vượt mốc 1.900 điểm vào cuối tháng 1, VN-Index điều chỉnh mạnh xuống 1.591 điểm vào ngày 23/3. Từ vùng đáy này, chỉ số đã tăng lên 1.863 điểm vào ngày 29/5, tương đương mức phục hồi 17,1% (~272 điểm) chỉ trong hơn hai tháng, cho thấy lực cầu nội địa vẫn duy trì khả năng chống chịu khá tốt. Tuy nhiên, đà phục hồi mang tính tập trung cao, với nhóm bất động sản dẫn dắt mức tăng (+51,8%), chủ yếu nhờ VIC, VHM và VPL, trong khi nhóm tài chính tăng hơn 10%. Đáng lưu ý, nếu loại trừ các cổ phiếu dòng Vingroup, VN-Index chỉ tăng khoảng 5,4% từ đáy tháng 3 và giảm 1,1% tính từ đầu năm. Riêng trong tháng 5, VN-Index tiếp tục dao động trong biên độ rộng và có thời điểm vượt mục tiêu 1.920 điểm của SSI Research, trước khi đóng cửa tại 1.863,5 điểm, tăng 0,5% so với tháng trước.

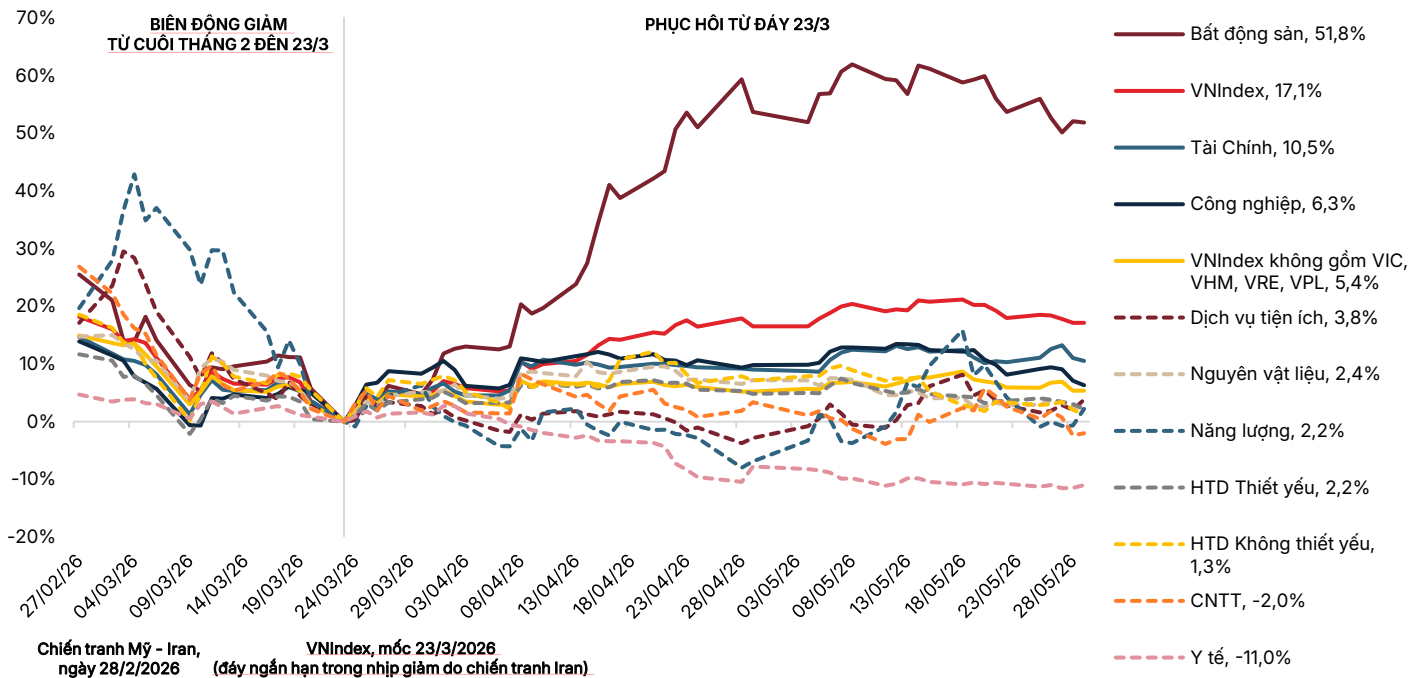
Xét trên chu kỳ rộng hơn kể từ vùng đáy tháng 11/2022, thị trường đã ghi nhận nhịp tăng mạnh khoảng 120% tới đỉnh tháng 5/2026, tiệm cận mức tăng khoảng 130% từng xuất hiện trong các chu kỳ đi lên trước đó (2016-2018 và 2020-2022).

Thị trường biến động trước các yếu tố tác động trái chiều trong 5 tháng đầu năm 2026



Nguồn: SSI Research

## Sự phục hồi chưa đồng đều



Nguồn: SSI Research

### Các nhóm ngành gắn với DNNN dẫn dắt diễn biến, nhưng độ rộng thị trường vẫn hẹp

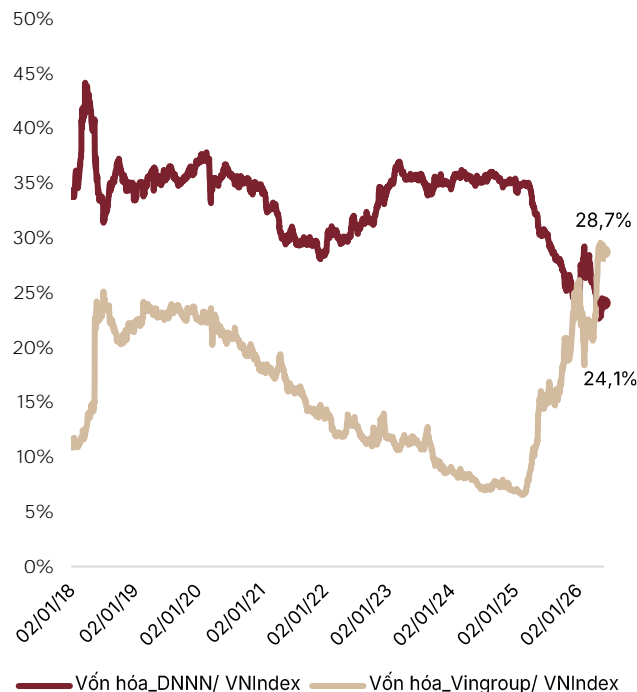
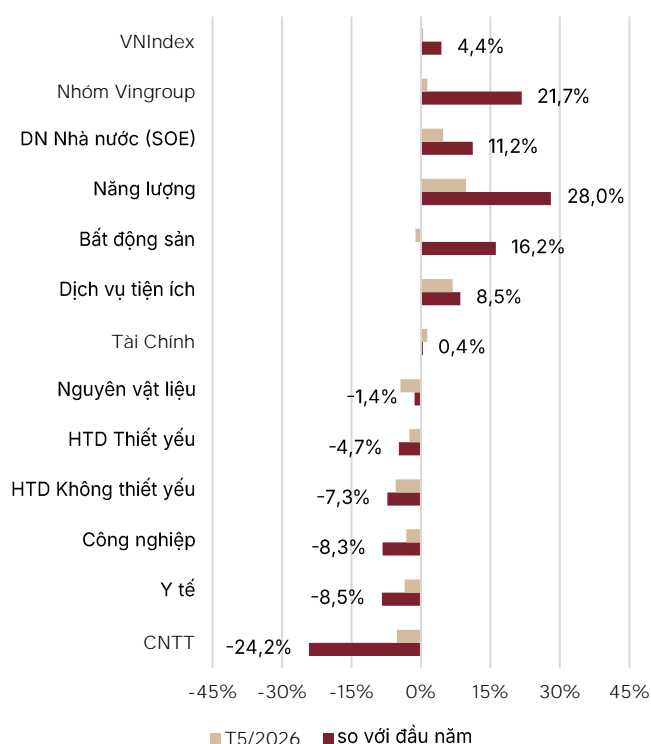
Diễn biến lợi suất lũy kế trong 5 tháng đầu năm 2026 cho thấy sự dịch chuyển đáng chú ý của dòng tiền sang các nhóm ngành gắn với khu vực Nhà nước và các tài sản liên quan đến DNNN. Sau khi Nghị quyết số 79-NQ/TW được ban hành vào tháng 1/2026 hướng tới nâng cao hiệu quả quản trị và hoạt động của doanh nghiệp nhà nước, dòng vốn có xu hướng ưu tiên các ngành và cổ phiếu thuộc khu vực Nhà nước. Nhóm năng lượng (+28%) và tiện ích (+8,5%) là những ngành có diễn biến tích cực nhất từ đầu năm, trong khi nhóm tài chính nhìn chung đi ngang. Trong khi đó, các ngành như công nghệ, công nghiệp và y tế tiếp tục kém khả quan hơn so với mặt bằng chung.

### Sự dịch chuyển mang tính cấu trúc trong thị trường

Sự dịch chuyển này đồng thời phản ánh một thay đổi đáng kể trong cấu trúc thị trường. Trong năm 2025, diễn biến chỉ số chủ yếu được dẫn dắt bởi các chính sách hỗ trợ khu vực tư nhân, qua đó thúc đẩy mạnh vốn hóa của nhóm doanh nghiệp tư nhân và làm giảm tỷ trọng của nhóm DNNN trong VN-Index. Tuy nhiên, trong 5 tháng đầu năm 2026, xu hướng này đã phần nào đảo chiều: nhóm DNNN ghi nhận mức tăng vốn hóa 11,2%, cao hơn mức tăng của VN-Index (+4,4%), qua đó nâng tỷ trọng trong chỉ số lên khoảng 24% và bù đắp một phần mức thu hẹp của năm trước.

### Độ rộng thị trường vẫn là điểm đáng lưu ý

Dù đã xuất hiện sự luân chuyển giữa các nhóm ngành, độ rộng thị trường vẫn ở mức yếu. Trên HOSE, chỉ có 133 mã tăng giá so với 288 mã giảm trong giai đoạn này, cho thấy mức tăng của chỉ số vẫn chủ yếu được dẫn dắt bởi một nhóm tương đối hẹp các cổ phiếu thay vì phản ánh sự cải thiện đồng đều trên diện rộng. Điều này cũng phản ánh diễn biến của chỉ số có thể đang tích cực hơn so với bức tranh chung của thị trường.

**Biến động thị trường, nhóm SOE, nhóm Vin và ngành trong tháng 5 và 5 tháng đầu năm****Tỷ lệ Vốn hóa của nhóm SOE trên HOSE**

Nguồn: SSI Research

Nguồn: SSI Research. Dữ liệu tại ngày 29/5/2026

Ghi chú: Nhóm SOE chỉ bao gồm các công ty NY trên HOSE có Tỷ lệ SHNN ≥ 50%.

**Thanh khoản thị trường hạ nhiệt nhưng vẫn ở mức cao so với năm 2025**

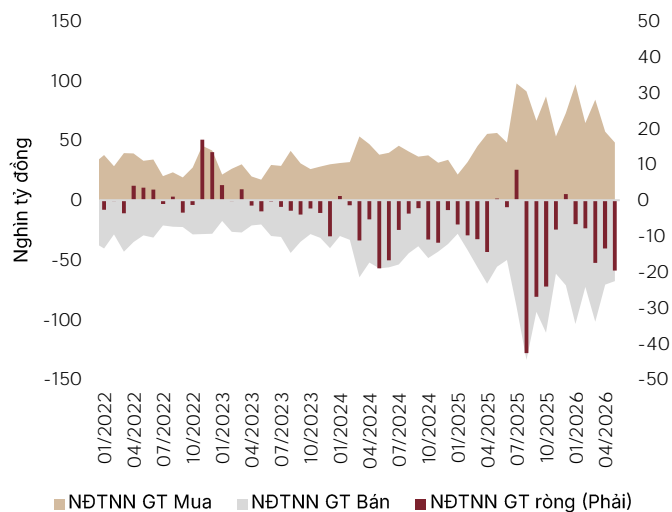
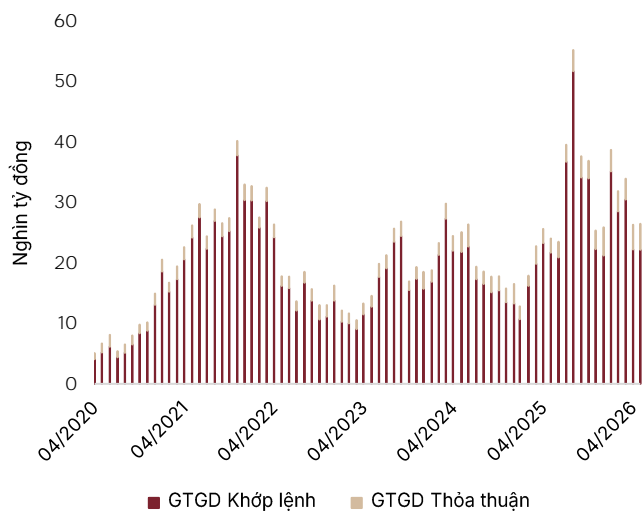
Hoạt động giao dịch cho thấy xu hướng hạ nhiệt dần, với giá trị khớp lệnh giảm từ 38,6 nghìn tỷ đồng/phiên trong tháng 1 xuống khoảng 26 nghìn tỷ đồng/phiên trong giai đoạn tháng 4-5. Tuy nhiên, giá trị giao dịch bình tính chung cả 5 tháng đầu năm vẫn đạt 31,4 nghìn tỷ đồng/phiên, cao hơn khoảng 9% so với mức bình quân 28,8 nghìn tỷ đồng/phiên của cả năm 2025, cho thấy mức độ tham gia của dòng tiền trên thị trường của cả giai đoạn vẫn duy trì tích cực bất chấp đà hạ nhiệt ngắn hạn.

**Khối ngoại tiếp tục là lực cản đáng kể đối với thị trường**

Áp lực bán ròng của khối ngoại gia tăng rõ nét trong giai đoạn này; riêng tháng 5 ghi nhận giá trị bán ròng gần 19,5 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất theo tháng kể từ đầu năm. Lũy kế 5 tháng đầu năm, giá trị bán ròng đạt khoảng 65 nghìn tỷ đồng, tương đương xấp xỉ một nửa tổng giá trị bán ròng của cả năm 2025. Mức độ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài cũng suy giảm đáng kể, khi tỷ trọng giao dịch trong tổng thanh khoản toàn thị trường giảm xuống khoảng 11% trong tháng 5, từ mức bình quân 13% trong 4 tháng đầu năm. Các yếu tố chính chi phối xu hướng rút vốn kéo dài này bao gồm lo ngại về biến động lãi suất trong nước, lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ duy trì ở mức cao, cùng với xu hướng dòng vốn quốc tế tái phân bổ sang các thị trường có lợi thế rõ nét hơn ở các chủ đề AI và bán dẫn.

## Thanh khoản thị trường suy yếu nhưng vẫn ở mức cao so với năm 2025

## Xu hướng khối ngoại đẩy mạnh bán ròng



Nguồn: SSI Research

## Triển vọng thị trường nửa cuối năm 2026

**Triển vọng: Kịch bản cơ sở ở mức 1.920 điểm; kịch bản tích cực đạt 2.120 điểm**

Chúng tôi duy trì quan điểm từ đầu năm với mục tiêu cơ sở cho VN-Index ở mức 1.920 điểm và kịch bản tích cực ở mức 2.120 điểm, phản ánh sự cân bằng giữa các yếu tố hỗ trợ từ nền tảng vĩ mô và các động lực cấu trúc với những trở lực ngắn hạn đến từ thanh khoản thắt chặt hơn và bất định về lãi suất. Dù xu hướng tăng vẫn được hậu thuẫn bởi các yếu tố nền tảng, thị trường nhiều khả năng sẽ bước vào giai đoạn tích lũy trong các tháng tới trước khi cải thiện rõ hơn vào cuối năm. Khả năng chỉ số hướng lên các vùng điểm số cao hơn nên được nhìn nhận như một kịch bản trung hạn kéo dài sang năm 2027, phụ thuộc vào mức độ cải thiện rõ nét hơn của điều kiện tiền tệ trong nước và sự phục hồi bền vững của dòng vốn ngoại, đặc biệt là các dòng vốn gắn với chu kỳ nâng hạng thị trường.

### Các yếu tố hỗ trợ chính cho triển vọng 6 tháng cuối năm 2026

**Tăng trưởng được thúc đẩy bởi chính sách.** Hỗ trợ tài khóa cho tăng trưởng kinh tế vẫn được duy trì rõ nét. Trong bối cảnh giải ngân đầu tư công nửa đầu năm 2026 còn ở mức thấp, chúng tôi kỳ vọng chi đầu tư hạ tầng sẽ tăng tốc đáng kể trong nửa cuối năm, qua đó tạo thêm xung lực cho tâm lý thị trường.

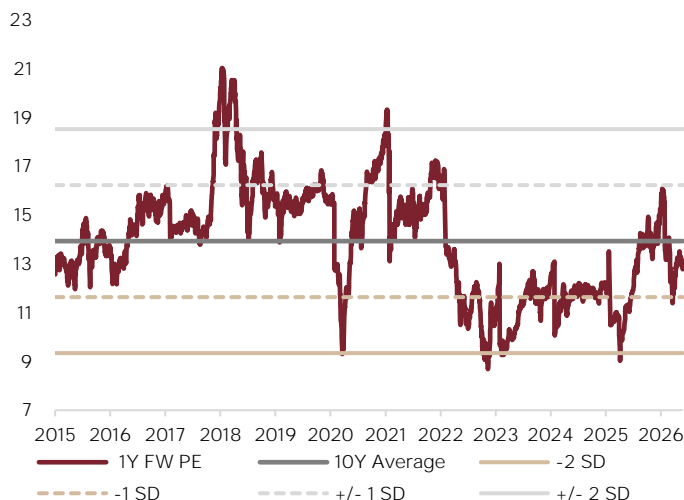
**Áp lực chi phí đầu vào hạ nhiệt.** Diễn biến hạ nhiệt của giá dầu có thể góp phần giảm bớt lo ngại về lạm phát. Dù lạm phát toàn phần nhiều khả năng đã tạo đỉnh trong nửa đầu năm 2026 và một số rủi ro dư âm vẫn có thể kéo dài, mức độ ảnh hưởng của biến động giá năng lượng tới tâm lý thị trường có thể sẽ suy giảm trong nửa cuối năm.

**Cổ phiếu tiếp tục duy trì sức hấp dẫn tương đối.** Dù lãi suất huy động có thể nhích lên và qua đó cải thiện sức hấp dẫn của kênh tiền gửi, sự chững lại của các kênh đầu tư khác, đặc biệt là bất động sản, vàng hay tiền số, có thể giúp cổ phiếu tiếp tục giữ vị thế tương đối thuận lợi trong danh mục của cả nhà đầu tư cá nhân lẫn tổ chức.

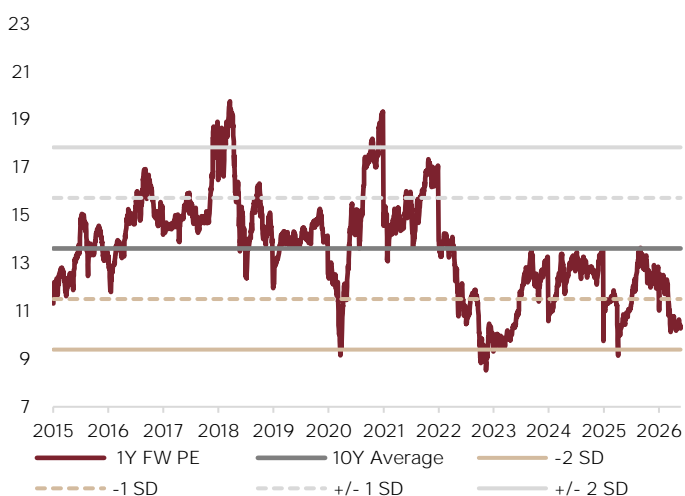
### Định giá hấp dẫn tiếp tục mở ra cơ hội chọn lọc

VN-Index hiện giao dịch tại mức P/E dự phóng khoảng 13x, tương đối sát với bình quân 5 năm. Nếu loại trừ nhóm cổ phiếu liên quan đến Vingroup, mặt bằng định giá của thị trường trở nên hấp dẫn hơn, ở khoảng 10,3x. Điều này cho thấy cơ hội vẫn hiện hữu ở nhiều nhóm ngành và cổ phiếu riêng lẻ, đặc biệt trong bối cảnh dòng tiền tiếp tục xoay vòng trong thị trường thay vì rút ra khỏi thị trường.

#### PE VNIndex dự phóng, so với trung bình 10 năm



#### PE dự phóng của VNIndex, không gồm các cổ phiếu nhóm Vingroup



Nguồn: SSI Research

**Cập nhật về nâng hạng thị trường.** Quyết định của FTSE Russell nâng hạng Việt Nam lên nhóm Thị trường Mới nổi thứ cấp, với thời điểm dự kiến chính thức đưa vào bộ chỉ số từ tháng 9/2026, có thể tạo động lực đáng kể cho dòng vốn ngoại và thanh khoản thị trường. SSI Research ước tính dòng vốn thụ động có thể đạt khoảng 1,4 tỷ USD, chủ yếu đến từ các ETF liên quan đến Vanguard, và được giải ngân theo bốn đợt theo quý trong giai đoạn 2026–2027. Để so sánh, quy mô này tương đương khoảng một nửa giá trị bán ròng lũy kế 65 nghìn tỷ đồng của khối ngoại trong 5 tháng đầu năm 2026, cho thấy chu kỳ nâng hạng có tiềm năng bù đắp đáng kể áp lực rút vốn đang diễn ra.

#### Cập nhật dòng vốn ước tính theo danh sách cổ phiếu tiềm năng của FTSE Russell

STT	Mã	Vốn hóa (triệu USD)	Vốn hóa free float (triệu USD)	Tổng dòng vốn vào ước tính (triệu USD)	Số ngày giao dịch ước tính
1	VIC	58.582	16.051	535	19,6
2	VHM	23.395	3.509	117	3,4
3	HPG	6.980	3.420	114	5,0
4	FPT	4.923	2.412	80	2,2
5	MSN	4.063	2.083	69	4,8
6	SSI	2.563	1.794	60	3,4
7	VNM	4.651	1.535	51	6,6
8	STB	5.040	1.512	50	3,0
9	VCB	19.735	1.310	44	2,2
10	VJC	3.877	1.163	39	4,8
11	VRE	2.683	1.073	36	3,9
12	VIX	1.665	1.662	55	1,8
13	NVL	1.175	576	19	1,4
14	VCI	1.061	743	25	3,7
15	SHB	2.407	722	24	0,9
16	GEX	1.627	814	27	1,3
17	VND	1.029	720	24	2,1
18	KBC	1.073	526	18	5,0
19	KDH	972	486	16	4,0
20	BID	11.790	472	16	1,2
21	DGC	655	321	11	2,5
22	BSR	5.495	440	15	0,8
23	GEE	2.529	329	11	1,7

Nguồn: SSI Research, FTSE Russell. Dữ liệu tại ngày 4/6/2026

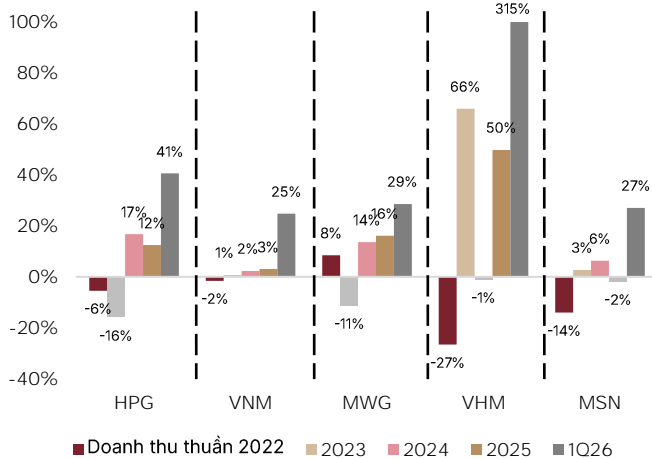
Tiêu chí	Đơn vị	HOSE		TOÀN THỊ TRƯỜNG	
		31/12/24	29/05/26	31/12/24	29/05/26
Vốn hóa thị trường	(tỷ USD)	204,35	333,84	281,26	403,61
Tổng room ngoại	(tỷ USD)	84,66	153,29	110,75	175,79
	(%)	<b>41,43%</b>	<b>45,92%</b>	<b>39,38%</b>	<b>43,55%</b>
Giá trị room ngoại còn trống	(tỷ USD)	42,69	109,25	65,71	128,73
	(%)	<b>20,89%</b>	<b>32,73%</b>	<b>23,36%</b>	<b>31,89%</b>
Sở hữu nước ngoài	(tỷ USD)	42,01	44,07	45,13	47,14
	(%)	<b>20,56%</b>	<b>13,20%</b>	<b>16,05%</b>	<b>11,68%</b>

Nguồn: SSI Research

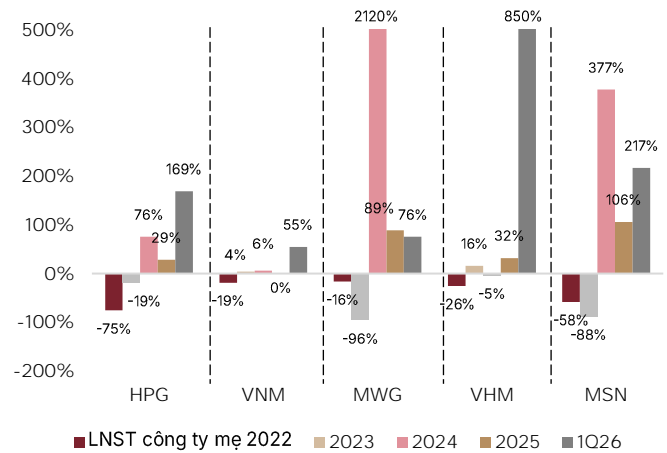
#### Xu hướng tăng trưởng theo mô hình chữ K tiếp tục nghiêng về nhóm doanh nghiệp dẫn đầu

Áp lực cạnh tranh gia tăng được kỳ vọng sẽ tiếp tục tái định hình cấu trúc ngành tại nhiều lĩnh vực trọng yếu như vật liệu xây dựng, bán lẻ, thực phẩm & đồ uống và bất động sản, qua đó tạo điều kiện để các doanh nghiệp đầu ngành tiếp tục củng cố thị phần ngay cả khi các lực cản vĩ mô vẫn hiện hữu. Diễn biến này phản ánh một quá trình phục hồi theo mô hình chữ K, trong đó nhóm doanh nghiệp dẫn đầu tiếp tục nới rộng khoảng cách về hiệu quả hoạt động, trong khi các doanh nghiệp quy mô nhỏ hơn và năng lực vốn hạn chế phải đối mặt với áp lực lớn hơn lên biên lợi nhuận và bảng cân đối kế toán.

## Tăng trưởng doanh thu



## Tăng trưởng NPATMI



Nguồn: SSI Research

## Các rủi ro chính cần được theo dõi chặt chẽ

Dù triển vọng trung hạn vẫn được hỗ trợ, các yếu tố rủi ro ngắn hạn vẫn hiện hữu tương đối rõ nét.

**Mặt bằng lãi suất duy trì cao.** Lãi suất nhiều khả năng tiếp tục chịu áp lực tăng, phản ánh chênh lệch kéo dài giữa tăng trưởng tín dụng và huy động vốn. Việc các chương trình ân hạn gốc vay mua nhà hết hiệu lực cũng có thể tiếp tục tạo sức ép lên thị trường bất động sản và hệ thống ngân hàng trong các quý tới.

**Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy yếu.** Nợ xấu (NPL) trong quý I/2026 là có sự gia tăng một phần xuất phát từ yếu tố mùa vụ. Tuy nhiên, trong bối cảnh điều kiện tài chính tiếp tục thắt chặt, áp lực gia tăng về chất lượng tín dụng, đặc biệt tại nhóm ngân hàng quy mô nhỏ và các ngân hàng có tỷ trọng cho vay BĐS ở mức cao, vẫn là yếu tố cần được theo dõi chặt chẽ.

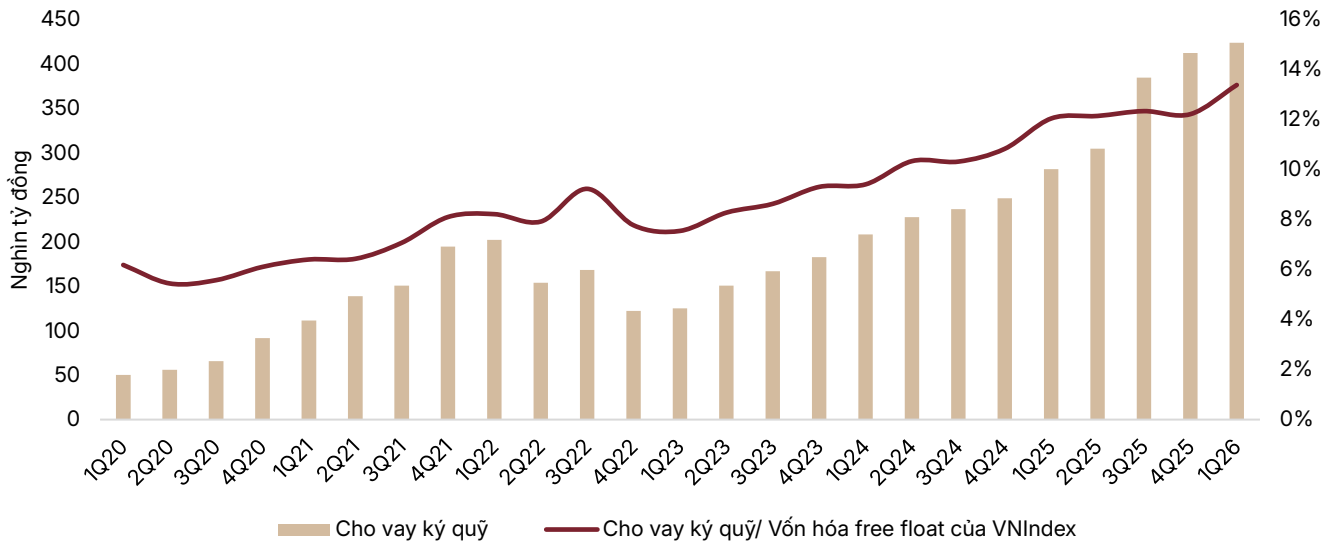
**Dư nợ margin tiếp tục gia tăng.** Dư nợ margin toàn thị trường ước đạt 424 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 3/2026, tăng 3% so với quý trước và khoảng 50% so với cùng kỳ. Tính từ cuối năm 2023, dư nợ margin đã tăng 132% (tương đương tăng thêm 241 nghìn tỷ đồng), tương ứng khoảng 98% tổng giá trị bán ròng lũy kế của khối ngoại trong cùng giai đoạn — cho thấy vai trò của nguồn vốn vay margin trong việc hấp thụ áp lực bán từ khối ngoại và các hoạt động tăng vốn như phát hành thêm và IPO của doanh nghiệp. Dù tỷ lệ margin trên vốn chủ sở hữu vẫn ở mức có thể kiểm soát, khoảng 102%, nhờ được hỗ trợ bởi tăng vốn và lợi nhuận giữ lại của các CTCK, tỷ lệ margin trên vốn hóa free-float của HOSE đã tăng lên 13,4% vào cuối tháng 3/2026, từ mức 12,2% năm 2025 và 10,8% năm 2024, phản ánh xu hướng tích lũy đòn bẩy ngày càng rõ hơn. Nếu khối ngoại tiếp tục bán ròng, biến động thị trường có thể gia tăng, đặc biệt trong bối cảnh mặt bằng margin cao khiến thị trường nhạy cảm hơn với các cú sốc thanh khoản và sự đảo chiều của dòng vốn bên ngoài.

## Rủi ro tập trung chỉ số

Câu chuyện tăng trưởng của Việt Nam ngày càng gắn với định hướng chính sách nhằm huy động vốn tư nhân và củng cố vai trò của các tập đoàn tư nhân lớn, qua đó tạo tiền đề để thị trường dần nhìn nhận tích cực hơn đối với giá trị của các tập đoàn tư nhân lớn. Tuy nhiên, diễn biến chỉ số hiện vẫn chưa phản ánh đầy đủ bức tranh này, khi mức tăng đang tập trung mạnh vào một số ít cổ phiếu vốn hóa lớn, nổi bật là VIC - cổ phiếu đang chiếm tỷ trọng đáng kể trong vốn hóa thị trường. Đà tăng của VIC phản ánh cả mức độ đồng thuận cao hơn với định hướng chính sách lẫn nhu cầu tái cơ cấu kỹ thuật từ nhóm nhà đầu tư đang ở trạng thái thiếu tỷ trọng, hơn là sự cải thiện lợi nhuận trên diện rộng. Vì vậy,

Chỉ số hiện vẫn phản ánh chưa đầy đủ mức độ lan tỏa của tăng trưởng, trong khi diễn biến thị trường còn đi sau quá trình mở rộng ngày càng rõ nét của khu vực kinh tế tư nhân.

### Dư nợ margin tính trên vốn hóa free-float của HOSE



Nguồn: SSI Research

Tổng hợp các yếu tố trên, mặt bằng lãi suất duy trì cao cùng điều kiện thanh khoản thắt chặt nhiều khả năng sẽ khiến thị trường tiếp tục dao động trong biên độ hẹp trong ngắn hạn, trước khi quỹ đạo tích cực hơn dần hình thành vào những tháng cuối năm. Tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp cũng có thể chững lại tạm thời trong 1-2 quý, khi chi phí vốn cao hơn và áp lực lạm phát bắt đầu ảnh hưởng rõ hơn tới khả năng sinh lời của các nhóm ngành nhạy cảm với lãi suất và biên lợi nhuận. Trong bối cảnh đó, chiến lược giao dịch mang tính chiến thuật, mua khi điều chỉnh và chốt lời khi thị trường hồi phục, vẫn là cách tiếp cận hiệu quả nhất trong các tháng tới.

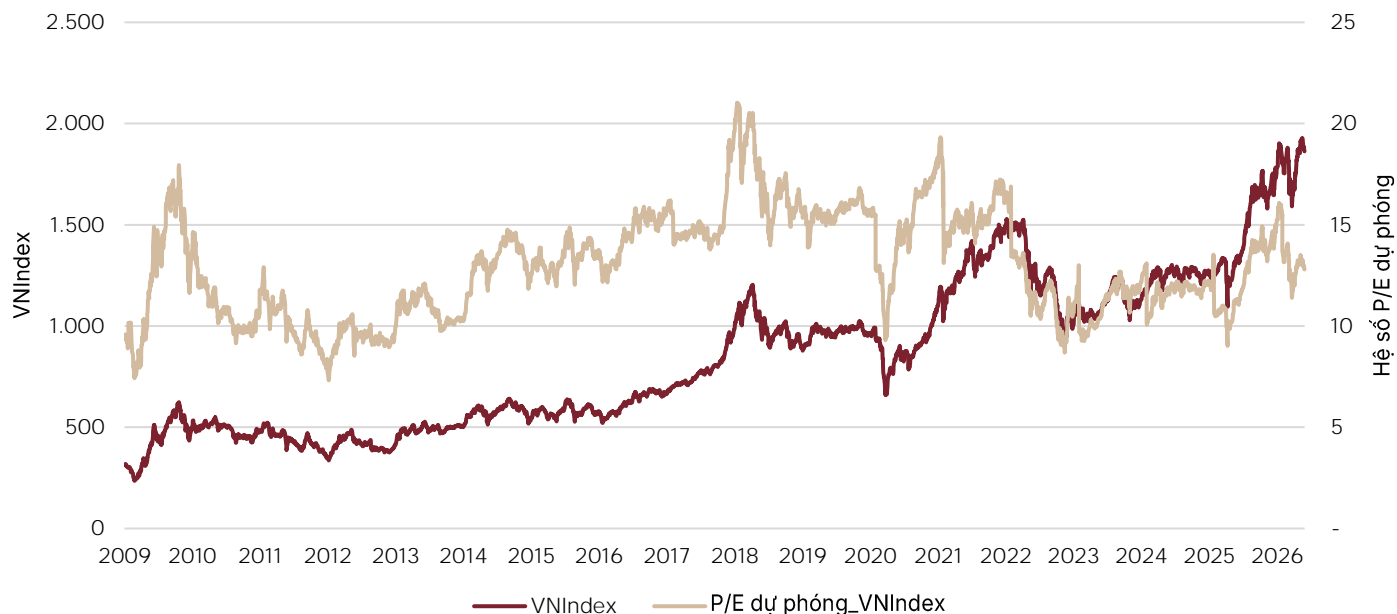
### Góc nhìn theo chu kỳ: Biến động ngắn hạn mở ra cơ hội dài hạn

Lịch sử cho thấy các giai đoạn chịu áp lực vĩ mô và biến động mạnh của thị trường thường lại mở ra những chu kỳ đầu tư có mức sinh lời hấp dẫn nhất. Cả năm 2011 và 2022 đều ghi nhận áp lực hệ thống ở mức cao, bao gồm lạm phát tăng mạnh, thắt chặt tiền tệ, rủi ro địa chính trị gia tăng và thanh khoản suy giảm. Tuy nhiên, ở cả hai chu kỳ, nhịp phục hồi sau đó đều rất đáng kể: VN-Index tăng 60-80% trong cả hai giai đoạn 2012-2014 và 2023-2025, qua đó tạo mức gia tăng tài sản đáng kể cho các nhà đầu tư tích lũy vị thế trong giai đoạn điều chỉnh.

Bối cảnh năm 2026 hiện mang nhiều đặc điểm bất lợi quen thuộc của các chu kỳ trước, bao gồm lãi suất gia tăng, áp lực lạm phát và bất định địa chính trị quốc tế ở mức cao. Dù vậy, nền tảng vĩ mô hiện tại được đánh giá có sức chống chịu tốt hơn đáng kể so với các giai đoạn trước, nhờ gánh nặng nợ công thấp hơn rõ rệt, cấu trúc nền kinh tế đa dạng hơn và tiến trình cải cách pháp lý cũng như thị trường vốn tiếp tục được duy trì. Trên tương quan tổng thể, áp lực của thị trường hiện tại vẫn trong tầm kiểm soát và ít mang tính hệ thống hơn so với các giai đoạn từng mở đường cho các nhịp phục hồi trước đây.

Đối với nhà đầu tư có tầm nhìn trung và dài hạn, năm 2026 có thể trở thành một giai đoạn tích lũy quan trọng, khi biến động ngắn hạn đang che lấp các vùng định giá hấp dẫn hơn. Dư địa tăng giá có thể dần mở ra khi điều kiện tiền tệ bớt thắt chặt, tăng trưởng lợi nhuận trở lại quỹ đạo bình thường hơn và các động lực cấu trúc, bao gồm chu kỳ nâng hạng thị trường, bắt đầu phát huy tác động rõ nét hơn.

Nhóm chỉ tiêu	2011	2022	2026	Nhận xét (2026 so với 2022 và 2011)
<b>Tăng trưởng GDP</b>	5,89% Giảm tốc từ mức 6,78% năm 2010; không đạt mục tiêu 7,0–7,5%.	8,02% Tăng tốc từ mức 2,58% năm 2021.	8,5–9% Tăng tốc từ mức 8,0% năm 2025.	<b>Trung lập:</b> Tăng trưởng năm 2026 có thể không đạt mức tăng tốc mạnh như với năm 2022 do nền cao 2025, nhưng vẫn ổn định hơn và ít chịu áp lực hơn so với giai đoạn giảm tốc năm 2011.
<b>Tăng trưởng tín dụng</b>	14,31% Giảm từ mức 31,9% năm 2010; không đạt mục tiêu 20%.	14,5% Tăng từ mức 13,5% năm 2021.	Mục tiêu 15% Chậm lại từ mức 19% năm 2025.	<b>Kém tích cực hơn:</b> Tăng trưởng tín dụng đang chậm lại so với nhịp tăng tốc ghi nhận trong năm 2022, dù vẫn được kiểm soát tốt hơn và bền vững hơn so với chu kỳ tăng nóng giai đoạn 2010–2011.
<b>P/E thị trường (Bình quân / Thấp nhất / Cao nhất)</b>	12,9x/7,9x/10,0x	11,8x / 8,8x / 13,7x	12,7x (P/E dự phóng hiện tại)	<b>Trung lập:</b> P/E dự phóng hiện tại gần như tương đương với mức định giá bình quân ghi nhận trong năm 2011 và 2022.
<b>Tăng trưởng lợi nhuận</b>	-6,0% Giảm từ mức trên 20% trong năm 2010.	11,5% Chậm lại từ mức 34,8% trong năm 2021.	20,3% (không bao gồm VIC) – đi ngang so với tăng trưởng năm 2025	<b>Tích cực hơn:</b> triển vọng tổng thể vẫn vững và bền vững hơn so với các chu kỳ trước, dù tăng trưởng lợi nhuận có thể <b>chậm lại trong các quý tới</b> sau kết quả tích cực của quý 1/2026, khi lãi suất cao hơn và lạm phát bắt đầu gây sức ép lên khả năng sinh lời.
<b>Lạm phát</b>	18,1%	3,15%	4,0–4,5%	<b>Trung lập:</b> Áp lực lạm phát trong năm 2026 cao hơn so với năm 2022, chủ yếu do giá bất động sản và nhiên liệu tăng, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức hai chữ số cực đoan của năm 2011.
<b>VND mất giá</b>	10,1%	3,6%	2,0–3,0%	<b>Tích cực hơn:</b> Độ ổn định của tỷ giá đã cải thiện so với cả năm 2011 và 2022, nhờ chênh lệch lãi suất VND–USD được nới rộng.
<b>Sự kiện địa chính trị</b>	Mùa xuân Ả Rập: đẩy giá dầu Brent vượt 100 USD/thùng. Giá dầu bình quân tăng 40% so với cùng kỳ.	Chiến tranh Nga–Ukraine (2/2022): đẩy giá Brent bình quân tăng 40% so với cùng kỳ, lên 99 USD/thùng.	Xung đột Mỹ–Israel–Iran (2/2026): đẩy giá Brent vượt 100 USD/thùng trong giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 5 và bình quân đạt 88 USD/thùng từ đầu năm đến nay (so với mức bình quân 67 USD trong năm 2025).	<b>Trung lập:</b> Tiêu cực hơn năm 2022 do rủi ro tại eo biển Hormuz tác động mạnh hơn tới châu Á so với chiến tranh Nga–Ukraine. Tuy nhiên, mức độ vẫn thấp hơn năm 2011, khi giá dầu duy trì trên 100 USD/thùng trong thời gian dài đến năm 2014.
<b>Lãi suất</b>	Tăng mạnh 300–500 điểm cơ bản lên mức cao nhất lịch sử.	Tăng 300–400 điểm cơ bản từ đầu quý 2 và đạt đỉnh vào quý 4.	Lãi suất trong nước đã tăng 300 điểm cơ bản kể từ quý 4/2025; dự kiến đạt đỉnh vào giữa năm 2026.	<b>Ít tiêu cực hơn:</b> Trong khi năm 2022 chịu áp lực đột ngột từ chu kỳ tăng lãi suất toàn cầu và cú sốc thanh khoản nghiêm trọng trên thị trường trái phiếu trong nước, lãi suất năm 2026 có thể “neo cao” và tương đồng nhiều hơn với năm 2011 do chênh lệch mang tính cấu trúc giữa tăng trưởng tín dụng và huy động. Mặt bằng lãi suất hiện tại vẫn thấp hơn đáng kể so với năm 2011, khoảng 5–7 điểm phần trăm.
<b>Thị trường bất động sản</b>	Thanh khoản lao dốc và giá giảm sau giai đoạn bùng nổ 2009/2010, do lãi suất cao và việc NHNN siết tín dụng.	Chững lại do việc siết thị trường trái phiếu doanh nghiệp và các nút thắt pháp lý trong cấp phép. Tín dụng bất động sản tăng 25% (khoảng 20% tổng dư nợ).	Chững lại do lãi suất cao. Tăng trưởng tín dụng bất động sản bị khống chế ở mức 15% (khoảng 25% tổng dư nợ).	<b>Trung lập:</b> Dù các nút thắt pháp lý đã cải thiện đáng kể so với năm 2022, lượng hàng tồn kho trong năm 2026 vẫn ở mức cao do mặt bằng giá cao và làn sóng mở bán mạnh trong ba năm qua, trong đó nguồn cung chủ yếu tập trung ở phân khúc cao cấp. Do đó, sự mất cân đối cung–cầu hiện nay gần với chu kỳ năm 2011 hơn là năm 2022.
<b>Tín dụng/GDP</b>	76%	124%	145%	<b>Tiêu cực:</b> Tỷ lệ cao hơn đáng kể trong năm 2026 phản ánh mức đòn bẩy hệ thống gia tăng so với các giai đoạn trước, đặc biệt ở khu vực tư nhân.
<b>Nợ công/GDP</b>	55,4%	37,3%	35,0–36,0%	<b>Tích cực:</b> So với các chu kỳ trước (đặc biệt là năm 2011), tỷ lệ nợ công/GDP hiện tại thấp hơn đáng kể. Điều này tạo dư địa tài khóa lớn để Chính phủ triển khai các chính sách hỗ trợ.

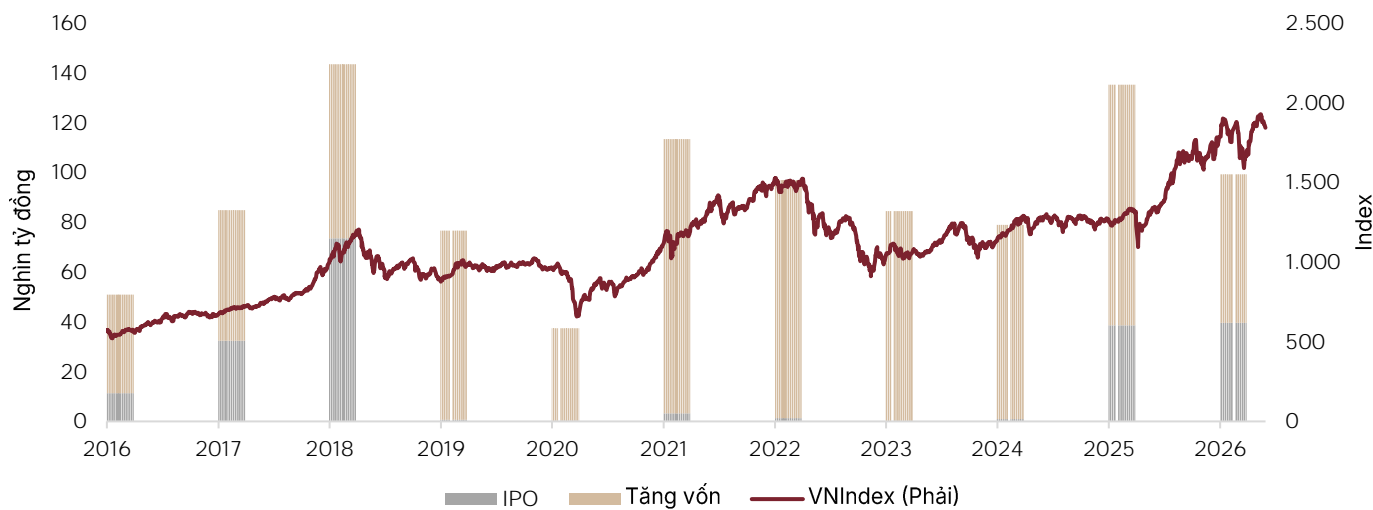


Nguồn: SSI Research

## Làn sóng IPO năm 2026: Mở rộng cơ hội đầu tư và thúc đẩy luân chuyển dòng vốn chiến lược

Làn sóng IPO năm 2026 tiếp tục duy trì trạng thái sôi động, với nhiều thương vụ đáng chú ý đang trong lộ trình triển khai — bao gồm Highlands Coffee, CP Vietnam, Điện Máy Xanh, HDBS, LPBS và Kafi Securities — với tổng quy mô ước tính khoảng 35–40 nghìn tỷ đồng, chưa bao gồm khả năng phát hành bổ sung từ tiến trình cổ phần hóa DNNN. So với năm 2025, giai đoạn chủ yếu được dẫn dắt bởi các thương vụ tách công ty con hoặc mảng kinh doanh để IPO và tập trung vào một số ngành nhất định, danh mục IPO sắp tới có độ phủ rộng và mức độ đa dạng cao hơn đáng kể, đồng thời nghiêng nhiều hơn về các doanh nghiệp gắn với tiêu dùng. Điều này có thể góp phần mở rộng tập tài sản có thể đầu tư, cải thiện chiều sâu thị trường và cân bằng hơn cơ cấu ngành.

Dù vậy, khả năng hấp thụ nguồn cung mới nhiều khả năng sẽ diễn ra thận trọng hơn so với các chu kỳ IPO trước đây (2016–2018 và 2020–2022), trong bối cảnh mặt bằng lãi suất kém hỗ trợ hơn và điều kiện thanh khoản chặt chẽ hơn. Tuy nhiên, làn sóng IPO này vẫn là chất xúc tác tích cực cho triển vọng trung hạn, mở ra thêm lựa chọn để nhà đầu tư xoay vòng danh mục và tái phân bổ vốn sang các cơ hội tăng trưởng mới bên ngoài nhóm vốn hóa lớn hiện hữu.



Nguồn: SSI Research

## Các chủ đề đầu tư

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm rằng **vật liệu xây dựng và bán lẻ sẽ là những nhóm ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận nổi bật nhất trong năm 2026**, trong khi **nhóm tài chính** nhiều khả năng vẫn duy trì tăng trưởng nhờ nhu cầu tín dụng ổn định.

Ngành	Tăng trưởng doanh thu			Tăng trưởng NPATMI			P/E			P/B		
	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F
Hàng tiêu dùng không thiết yếu	15,9%	13,3%	16,7%	164,7%	33,1%	29,8%	22,2	16,6	19,8	3,2	3,2	3,2
Hàng tiêu dùng thiết yếu	8,6%	-0,2%	12,3%	19,5%	11,6%	13,6%	19,9	19,4	14,7	3,7	3,7	2,9
Năng lượng	8,5%	16,7%	21,6%	-5,1%	11,6%	9,3%	15,2	14,5	15,5	1,9	1,8	2
Tài chính				15,7%	15,9%	18,8%	9,2	9,6	8,2	1,5	1,5	1,4
Công nghiệp	7,8%	12,0%	8,9%	11,6%	13,5%	10,6%	22,3	14,6	12,4	3,5	2,3	1,8
Công nghệ thông tin	18,1%	11,4%	-12,3%	20,3%	18,8%	14,7%	28,4	17,3	12,1	6,3	3,8	2,5
Vật liệu	14,8%	5,7%	32,1%	52,0%	25,9%	53,4%	14,6	12,4	7,9	1,6	1,5	1,3
Bất động sản	9,9%	55,6%	38,4%	15,9%	28,2%	46,2%	11,4	28,9	23,6	1,2	3,4	3,6
Tiện ích	2,5%	16,0%	31,0%	-19,5%	88,9%	8,4%	21,7	13,5	12,4	1,1	1,2	1,1
<b>Tổng cộng/Bình quân</b>	<b>10,6%</b>	<b>19,2%</b>	<b>21,5%</b>	<b>17,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>24,8%</b>	<b>12,3</b>	<b>14,7</b>	<b>12,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2</b>
<b>Nếu loại VIC</b>	<b>9,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>18,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,9%</b>	<b>12,3</b>	<b>11,7</b>	<b>10,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>

Nguồn: SSI Research

### Vật liệu xây dựng: Động lực tăng trưởng dài hạn từ chính sách

Ngành xây dựng tiếp tục là mắt xích then chốt trong mục tiêu tăng trưởng hai chữ số của Việt Nam trong 5 năm tới. Bộ Xây dựng đặt mục tiêu tăng trưởng hàng năm ở mức 14,5%, cao hơn đáng kể so với mức bình quân lịch sử 5 năm và 10 năm lần lượt là 6,7% và 8,1% — phản ánh mức độ cam kết chính sách cao và động lực mở rộng hạ tầng được duy trì bền bỉ. Cả trung ương lẫn địa phương được kỳ vọng sẽ ưu tiên các dự án đầu tư công trọng điểm thông qua cơ chế đặc thù nhằm bảo đảm nguồn cung vật liệu xây dựng, qua đó tạo lực cầu trực tiếp cho ngành. Với tăng trưởng Các công ty dẫn đầu cũng có thể hưởng lợi từ việc gia tăng thị phần, áp lực cạnh tranh thấp từ hàng nhập khẩu, và giá bán bình quân cao hơn.

### Ngân hàng: Cơ hội chọn lọc trong bối cảnh áp lực NIM và chất lượng tài sản

Chúng tôi tiếp tục duy trì cách tiếp cận chọn lọc đối với nhóm ngân hàng. Dù ngành vẫn được hỗ trợ bởi tín dụng tăng trưởng hai con số, biên lãi ròng (NIM) nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực thu hẹp do chi phí huy động gia tăng, tỷ lệ CASA suy giảm và rủi ro nợ xấu tăng lên, đặc biệt trong bối cảnh thanh khoản của thị trường bất động sản còn yếu.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng thương mại nhà nước có chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ nợ xấu thấp và bộ đệm dự phòng rủi ro tín dụng vững. Đồng thời, một số ngân hàng có câu chuyện tăng trưởng hấp dẫn vẫn có thể mang lại cơ hội giao dịch chiến thuật cho nhà đầu tư chấp nhận mức độ rủi ro cao hơn, dù tỷ trọng phân bổ cần phù hợp với mức độ bất định vẫn còn lớn của quỹ đạo chất lượng tài sản.

### Tiêu dùng: Trụ cột tăng trưởng dài hạn đi cùng xu hướng mở rộng thị phần

Tiêu dùng tư nhân tiếp tục là một trong những trụ cột cốt lõi của mô hình tăng trưởng Việt Nam, đóng góp khoảng 60% GDP và được định hướng tăng 14–15% mỗi năm trong 5 năm tới nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng hai chữ số của nền kinh tế. Mức thu nhập cải thiện, với GDP bình quân đầu người dự kiến tăng trưởng CAGR khoảng 11% lên quanh 8.500 USD vào năm 2030, sẽ tiếp tục củng cố cầu ở cả nhóm hàng không thiết yếu lẫn hàng tiêu dùng thiết yếu.

Chính sách hỗ trợ tiếp tục đóng vai trò tích cực, với các biện pháp như giảm 2% GTGT và điều chỉnh thuế thu nhập cá nhân giúp cải thiện thu nhập khả dụng của hộ gia đình. Hiệu ứng tài sản từ đà tăng giá bất động sản đô thị cũng góp phần hỗ trợ chi tiêu tiêu dùng, với tăng trưởng bán lẻ tại TP.HCM và Hà Nội liên tục vượt mức bình quân chung của cả nước.

Về mặt cấu trúc, kênh bán lẻ hiện đại tiếp tục gia tăng thị phần khi các yêu cầu pháp lý chặt chẽ hơn về hóa đơn, thuế và tuân thủ đang thúc đẩy quá trình dịch chuyển khỏi các kênh bán lẻ truyền thống và phi chính thức. Động lực này,

cùng với cạnh tranh ngày càng gay gắt, đang tạo điều kiện để các doanh nghiệp đầu ngành tiếp tục củng cố thị phần nhờ lợi thế về quy mô, sức bền tài chính và định vị thương hiệu (ví dụ: MWG).

### Nhóm doanh nghiệp có lượng tiền mặt dồi dào: Tính phòng thủ trong môi trường lãi suất cao

Dù dư địa tăng thêm của lãi suất huy động có thể không còn nhiều, mặt bằng lãi suất nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức cao do nhu cầu tăng tín dụng và áp lực từ môi trường lãi suất toàn cầu. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp có trạng thái tiền mặt rủng rì mang lại đặc tính phòng thủ:

- Các doanh nghiệp cao su nổi bật nhờ trạng thái tiền mặt rủng rì mạnh, đồng thời được hỗ trợ bởi kỳ vọng giá cao su tăng khoảng 15% so với cùng kỳ trong năm 2026 và khả năng ghi nhận lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng quyền sử dụng đất.
- Các nhóm ngành giàu tiền mặt khác như dầu khí và phân bón (ví dụ: PVS, DPM, OIL) cũng duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh. Tuy nhiên, trong bối cảnh giá dầu nhiều khả năng đã qua đỉnh, tăng trưởng lợi nhuận có thể chậm lại trong các quý tới, khiến chiến lược mua khi điều chỉnh phù hợp hơn đối với nhóm cổ phiếu này.

### Công nghệ thông tin: Nền tảng cơ bản vẫn vững dù còn bất định liên quan đến AI

Dù bức tranh AI đang thay đổi nhanh và kéo theo những bất định ngắn hạn đối với chuỗi giá trị dịch vụ CNTT, nền tảng cơ bản của ngành vẫn duy trì vững chắc. Sự phục hồi của đơn hàng ký mới cùng tăng trưởng lợi nhuận bền bỉ, dự báo trên 15% trong năm 2026, tiếp tục củng cố quan điểm tích cực trong trung hạn, trong khi mặt bằng định giá dự phóng (P/E 12,1x) đã điều chỉnh về mức hợp lý hơn sau giai đoạn co hẹp hệ số định giá của năm trước.

### Cổ phiếu ưa thích

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng NPATMI			P/E				P/B				ROE			Tỷ suất cổ tức
	1 năm	1 năm	6/5/26	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	2024	2025	2026F	Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	2024	2025	2026F	2026F
MSN	46,4%	107.000	4.036	377,5%	105,5%	63,4%	50,4	27,1	16,6	-0,69	3,3	3,1	2,6	-1	10,8%	15,8%	19,2%	0,0%
MWG	41,0%	110.000	4.373	219,8%	89,0%	32,7%	24	18,5	12,3	-0,4	3,2	4	2,8	-0,36	14,5%	23,1%	25,6%	2,6%
HPG	37,7%	32.700	7.656	75,9%	28,5%	67,8%	15,2	13,4	7,8	-0,36	1,5	1,6	1,2	-0,46	11,1%	12,6%	18,2%	2,1%
HDB	37,3%	35.000	4.873	26,7%	29,3%	38,2%	6,7	8,1	5,5	0,1	1,6	1,8	1,3	0,42	26,8%	26,2%	26,8%	n/a
FPT	35,5%	101.600	4.878	21,5%	19,3%	14,8%	30,8	18,4	12,6	-1,62	7,5	4,5	3	-1,56	28,7%	28,3%	23,2%	2,7%
VCB	32,4%	81.700	19.684	2,4%	4,0%	15,5%	17,5	15,9	14,7	-0,59	2,6	2,1	2	-1,59	18,4%	16,5%	16,6%	0,0%
CTG	32,2%	44.800	10.053	27,4%	36,5%	21,5%	9,9	10	7,8	-1,63	1,4	1,5	1,2	-0,05	18,3%	21,0%	21,4%	0,0%
MBB	31,2%	32.800	7.689	9,5%	18,3%	21,1%	6,2	6,7	6,5	0,37	1,2	1,5	1,2	0,07	22,1%	21,6%	21,9%	4,0%
DCM	29,2%	50.000	782	28,0%	38,0%	67,9%	14,9	10,2	6,8	-0,1	1,9	1,6	1,6	0,44	14,2%	18,7%	28,0%	5,2%
HT1	28,5%	17.600	200	239,3%	355,1%	25,2%	74,2	23	15,3	-0,63	0,9	1,2	1	-0,36	1,2%	5,5%	6,7%	2,3%
PNJ	27,9%	84.000	1.284	7,2%	33,9%	26,2%	16,9	12,7	10,2	-1,93	2,9	2,5	2,2	-1,33	20,1%	23,1%	24,8%	3,0%
VPB	27,4%	33.700	8.012	58,2%	52,0%	23,2%	9,7	9,5	7	-0,84	1,1	1,4	1,1	-0,31	12,1%	16,7%	18,7%	2,3%
DGW	22,8%	49.000	337	25,3%	23,3%	32,1%	19,9	15,7	12,2	-0,68	3	2,5	2,2	-0,95	15,9%	17,1%	19,4%	2,5%
PHR	22,3%	78.900	334	-25,8%	4,0%	184,2%	17,1	18	6,5	0,27	1,9	2	1,5	0,25	12,5%	12,2%	38,9%	4,7%
TNG	20,4%	23.000	94	44,7%	24,9%	11,0%	9,8	5,7	6,3	-0,9	1,6	1,2	1,2	0,01	16,8%	20,2%	21,1%	10,5%
NT2	19,7%	27.000	250	-82,5%	1263,6%	-11,3%	75,9	6,4	6,8	-0,6	1,4	1,4	1,2	-0,62	1,9%	25,0%	19,3%	6,7%
DPM	19,5%	30.000	652	3,5%	99,6%	105,8%	32,5	15,6	8,6	0,17	1,2	1,3	1,4	1,12	4,9%	9,6%	18,7%	6,0%
BMP	19,3%	159.500	418	-4,8%	24,0%	20,8%	10,8	11,7	7,4	0,09	4	5	3,6	1,08	36,8%	44,0%	49,4%	10,8%
PVT	19,0%	23.800	359	12,4%	-5,0%	18,1%	9,6	12,5	9,3	0,07	1,3	1,5	1,1	-0,4	15,1%	12,2%	13,5%	4,5%
VNM	11,3%	65.000	4.660	5,8%	0,2%	5,7%	15,9	15,3	13,9	-1,55	4,1	4,2	4	-0,79	26,6%	26,6%	28,8%	6,8%
DPR	11,2%	46.300	138	25,4%	10,3%	80,0%	12,9	11,4	5,6	0,15	1,4	1,3	0,9	0,81	10,3%	10,3%	17,5%	10,8%
PVD	10,7%	34.000	652	19,3%	48,8%	32,3%	18,6	15,1	12,8	-0,54	0,8	0,9	0,9	0,77	4,5%	6,3%	8,3%	3,3%

Nguồn: SSI Research

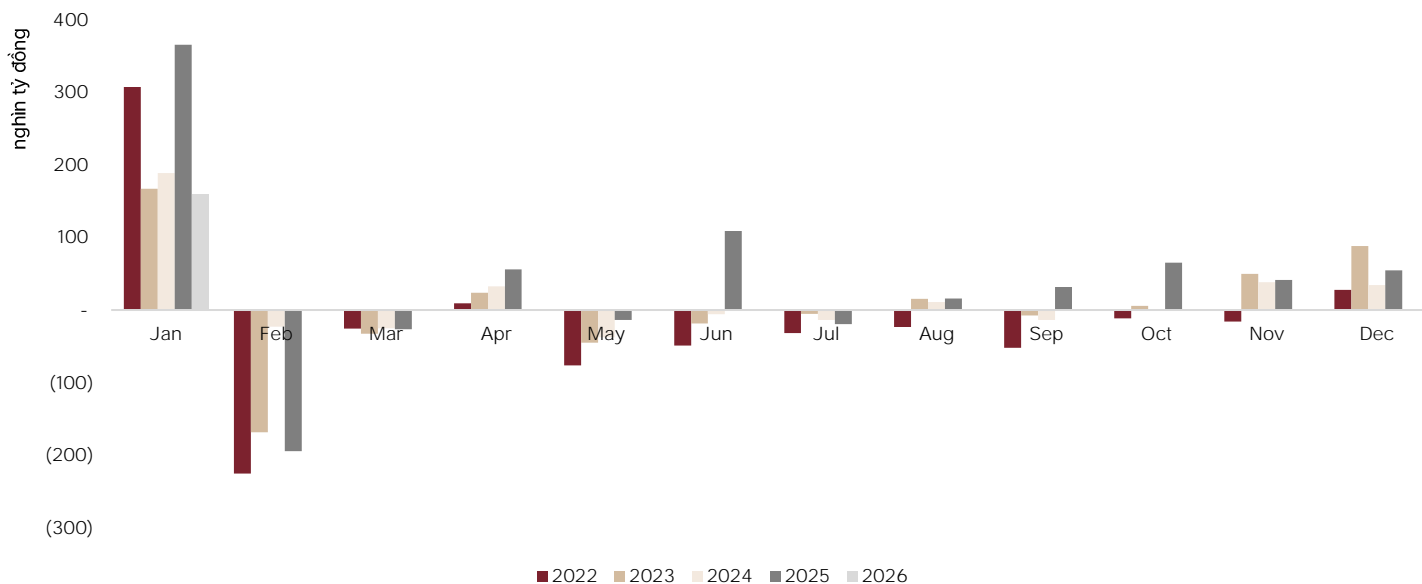
## Ngành Ngân hàng: Ưu thế thuộc về các ngân hàng duy trì kỷ luật vận hành

Sau kết quả quý I/2026 tích cực hơn kỳ vọng, ngành ngân hàng bước vào nửa cuối năm vẫn còn nhiều thách thức. Áp lực thanh khoản, biên lãi ròng (NIM) thu hẹp và chất lượng tài sản suy yếu đã bắt đầu bộc lộ từ những quý đầu năm và nhiều khả năng sẽ còn kéo dài. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hoá ngày càng lớn giữa các ngân hàng, với lợi thế nghiêng về các ngân hàng có nền tảng huy động vững chắc, năng lực vốn và kiểm soát chi phí hoạt động tốt. Trong bối cảnh hiện tại, yếu tố phân hóa không nằm ở việc né tránh áp lực, mà ở năng lực hấp thụ và kiểm soát áp lực này tốt hơn so với các đối thủ cạnh tranh.

### Nguồn vốn có thể cải thiện, song nhiều khả năng sẽ tập trung chủ yếu vào giai đoạn cuối năm.

Tính đến giữa tháng 5, tổng tiền gửi toàn hệ thống vượt 17 triệu tỷ đồng, tăng 2,98% so với đầu năm nhưng vẫn chậm hơn tốc độ tăng tín dụng. Theo đó, tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) của toàn hệ thống tiếp tục duy trì trên 100%, cho thấy trạng thái thanh khoản vẫn ở mức tương đối căng thẳng. Theo quan điểm của chúng tôi, có bốn yếu tố chính có thể hỗ trợ thanh khoản trong các quý tới, dù phần lớn tác động sẽ chỉ thể hiện rõ hơn vào cuối năm 2026:

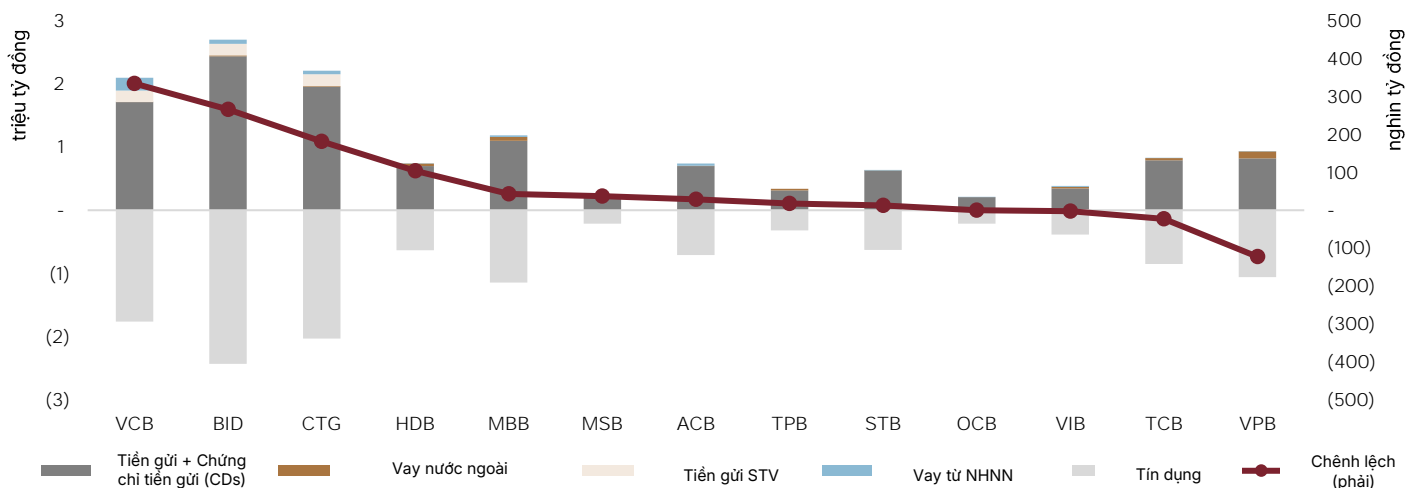
- **Dòng tiền quay lại hệ thống:** Một lượng tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng có thể dần quay trở lại, trong đó các điều chỉnh gần đây về chính sách thuế đối với hộ kinh doanh đóng vai trò hỗ trợ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quá trình này sẽ diễn ra từ từ, khó tạo ra sự cải thiện đột biến trong ngắn hạn.
- **Nguồn thu từ xuất khẩu.** Trong 5 tháng đầu năm 2026, Việt Nam ghi nhận thâm hụt thương mại lên tới 13,8 tỷ USD, phản ánh dòng ngoại tệ từ hoạt động xuất khẩu chưa trở lại đủ mạnh để hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ cải thiện dần từ cuối quý III/2026, khi hoạt động xuất khẩu có thể phục hồi theo yếu tố mùa vụ và từng bước chuyển hóa thành tích lũy tiền gửi bằng VND.
- **Dòng vốn FDI.** Khi lãi suất tiền gửi VND ở mức 8-9%, cao hơn đáng kể so với lãi suất cơ bản của Fed ở mức 3,50-3,75%, doanh nghiệp FDI có thể có thêm động lực cơ cấu lại nguồn vốn, chuyển một phần USD sang VND và gửi tại thị trường trong nước. Chênh lệch lãi suất thuận lợi này có thể phần nào bổ sung thanh khoản cho hệ thống và hỗ trợ cho nguồn vốn liên quan đến khối FDI so với các năm trước.
- **Giải ngân đầu tư công.** Đây là động lực mang tính then chốt nếu có sự cải thiện về tiến độ. Khi dòng vốn giải ngân luân chuyển qua các nhà thầu và doanh nghiệp, và quay trở lại hệ thống ngân hàng dưới dạng tiền gửi, thanh khoản toàn hệ thống có thể được cải thiện đáng kể. Quy mô kế hoạch giải ngân đầu tư công năm nay khoảng 1,1 triệu tỷ đồng, tương đương gần 6% tổng tiền gửi ngân hàng. Tuy nhiên, tiến độ thực hiện và khả năng hấp thụ vốn vẫn là những ẩn số, đặc biệt trong bối cảnh chi phí vật liệu xây dựng và giá năng lượng duy trì ở mức cao, qua đó gây áp lực lên biên lợi nhuận của nhà thầu và có thể làm chậm tiến độ triển khai dự án.

**Biểu đồ: Thay đổi theo tháng của lượng tiền mặt lưu thông**

Nguồn: NHNN, SSI Research

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh phát hành chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu và gia tăng vay vốn nước ngoài nhằm bù đắp nguồn vốn thiếu hụt trong nước. Ngân hàng Nhà nước vẫn còn dư địa hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn thông qua thị trường mở, hoán đổi ngoại tệ và tái cấp vốn. Tuy nhiên, các công cụ này chủ yếu có ý nghĩa điều tiết trong ngắn hạn và khó thay thế vai trò củng cố nền tảng huy động vốn.

Trong bối cảnh hiện nay, năng lực huy động không còn đơn thuần là yếu tố hỗ trợ, mà đã trở thành yếu tố then chốt quyết định mức độ phân hóa lợi nhuận ngắn hạn. Các ngân hàng chủ động thu xếp được nguồn vốn sớm sẽ có điều kiện đẩy nhanh tăng trưởng tín dụng, qua đó cải thiện thu nhập lãi thuần (NII) trước khi mặt bằng thanh khoản có khả năng dịu lại vào quý IV.

**Biểu đồ: Khoảng thiếu hụt nguồn vốn tại các ngân hàng trong phạm vi theo dõi**

Nguồn: Các ngân hàng, ước tính SSI Research

Ghi chú: Chênh lệch = 4 nguồn vốn huy động – dư nợ tín dụng, tính theo số dư cuối kỳ. Các trạng thái trong kỳ có thể khác biệt đáng kể. Chênh lệch âm không hàm ý áp lực thanh khoản, do trạng thái thanh khoản hằng ngày được quản trị linh hoạt với các kênh không phản ánh trong biểu đồ này.

## Tín dụng: Mục tiêu tăng trưởng 15%, nhưng trọng tâm nằm ở lĩnh vực nào sẽ nhận được vốn vay chính

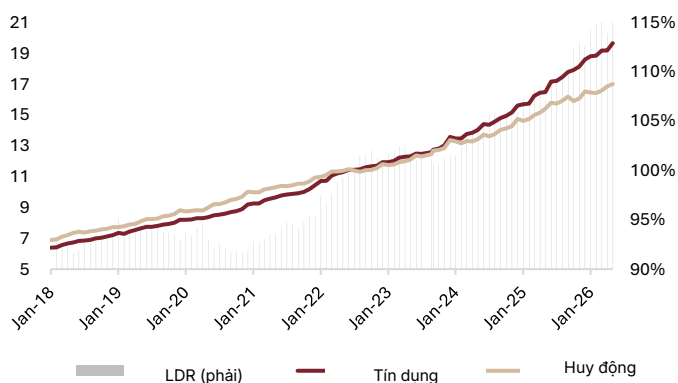
Định hướng tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống năm 2026 tiếp tục được duy trì quanh mức 15%. Trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi, hạn mức tín dụng ở mức ~17%, trong khi các ngân hàng còn lại ở mức 11,5%. Đến cuối tháng 5, tín dụng toàn hệ thống tăng 5,71% so với đầu năm, tương đương 19% so với cùng kỳ, đạt 19,6 triệu tỷ đồng. Diễn biến này cho thấy dư địa tăng trưởng trong nửa cuối năm có thể thận trọng hơn khi các ngân hàng phải bám sát hạn mức được giao cho cả năm. Theo chúng tôi, hạn mức tín dụng vẫn là công cụ điều hành chính sách trọng yếu của Ngân hàng Nhà nước, với cơ chế khuyến khích đi kèm ràng buộc; theo đó, mức độ tuân thủ các mục tiêu chính sách có thể ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng được nở hay siết hạn mức của từng ngân hàng.

Cơ chế điều hành này tạo ra hai hệ quả rõ rệt. Thứ nhất, mức độ phân hóa giữa các ngân hàng sẽ tiếp tục gia tăng, khi các tổ chức đáp ứng tốt yêu cầu chính sách có thể được nở thêm hạn mức tín dụng trong năm, và ngược lại. Thứ hai, các ngân hàng bị ràng buộc bởi hạn mức tín dụng có xu hướng đẩy nhanh giải ngân từ đầu năm nhằm tối ưu thu nhập lãi thuần thông qua dư nợ bình quân cao hơn, thay vì dồn tăng trưởng về cuối năm. Trong thời gian còn lại của năm, nhóm này cũng có thể gia tăng hoạt động bán nợ cho các ngân hàng có vị thế thuận lợi hơn, qua đó chuyển một phần dư địa bảng cân đối thành thu nhập phí.

Xét theo cơ cấu tín dụng, xu hướng dịch chuyển hình thành từ quý I/2026 vẫn đang tiếp diễn:

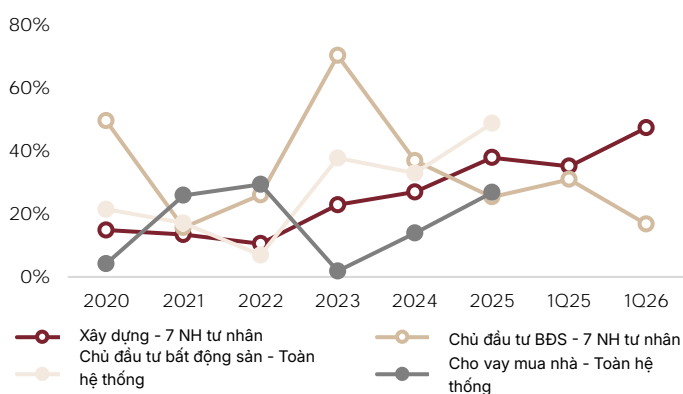
- **Cho vay xây dựng và hạ tầng** tiếp tục là động lực tăng trưởng chủ đạo, bao gồm các dự án BT, công trình dân dụng và triển khai dự án bất động sản. Phân khúc này tăng 47% so với cùng kỳ trong quý I/2026 và chúng tôi cho rằng đà tăng vẫn có thể duy trì trong các quý tới.
- **Nhà ở xã hội, nhà ở thương mại giá phù hợp và nhà ở cho thuê** đang nhận được mức độ ưu tiên cao hơn từ cơ quan quản lý. Tuy nhiên, quy mô giải ngân thực tế và mức độ khả thi vẫn bị giới hạn bởi bài toán hiệu quả. Nếu thiếu cơ chế tái cấp vốn chuyên biệt với lãi suất ưu đãi, lợi suất cho vay ở nhóm dự án này có thể chưa đủ hấp dẫn về mặt thương mại trong môi trường chi phí vốn còn cao.
- **Cho vay chủ đầu tư dự án thương mại** đang có xu hướng tập trung vào nhóm ngân hàng còn dư địa hạn mức tín dụng và có lợi thế huy động tốt hơn.
- **Cho vay mua nhà** nhiều khả năng chỉ phục hồi rõ hơn khi mặt bằng lãi suất hạ nhiệt. Theo quan điểm của chúng tôi, đây có thể là câu chuyện của năm 2027 hơn là của năm nay.

Biểu đồ: Tín dụng và tiền gửi (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, SSI Research

Biểu đồ: Dư nợ cho vay xây dựng và chủ đầu tư tại các ngân hàng trong phạm vi theo dõi



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

7 ngân hàng tư nhân bao gồm: VPB, TCB, MBB, HDB, MSB, VIB, TPB

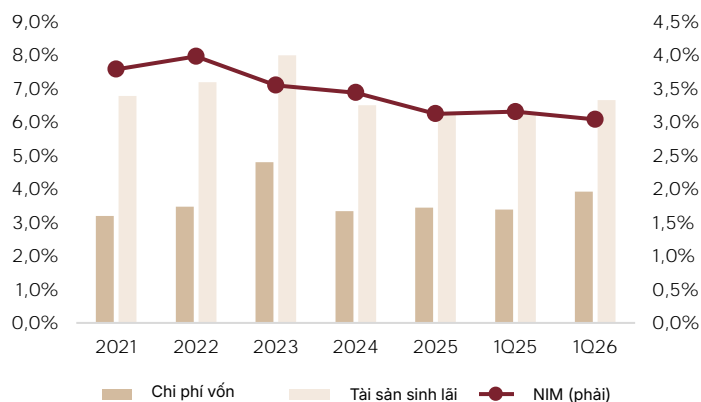
## NIM tiếp tục chịu áp lực, với mức độ phân hóa ngày càng rõ nét

Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ duy trì trong biên độ hiện tại trước khi có thể giảm dần về cuối năm, tùy thuộc vào việc giải ngân đầu tư công có giúp cải thiện thanh khoản hệ thống hay không. Triển vọng NIM phản ánh xu hướng này: nhóm ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân dự báo ghi nhận NIM giảm khoảng 10 điểm cơ bản, khi chi phí vốn tiếp tục tăng nhanh hơn tốc độ phục hồi của lợi suất tài sản sinh lãi. Trong khi đó, nhóm ngân hàng thương mại nhà nước được kỳ vọng có thể phục hồi NIM khoảng 8 điểm cơ bản nhờ cơ cấu nguồn vốn ổn định hơn và chi phí vốn thấp hơn. VCB và CTG tiếp tục là hai ngân hàng có khả năng chống chịu rõ nét nhất trong bối cảnh này.

Xét trên toàn ngành, xu hướng NIM nhiều khả năng vẫn sẽ thu hẹp, nhưng có sự phân hóa giữa các ngân hàng. Cụ thể, những ngân hàng sở hữu nền tảng CASA vững chắc và cơ cấu nguồn vốn đa dạng sẽ thể hiện khả năng chống chịu tốt hơn tương đối; ngược lại, các ngân hàng phụ thuộc nhiều vào chứng chỉ tiền gửi và tiền gửi kỳ hạn với lãi suất cao đồng thời có tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tiệm cận ngưỡng quy định 30% của NHNN sẽ tiếp tục đối mặt với áp lực lớn.

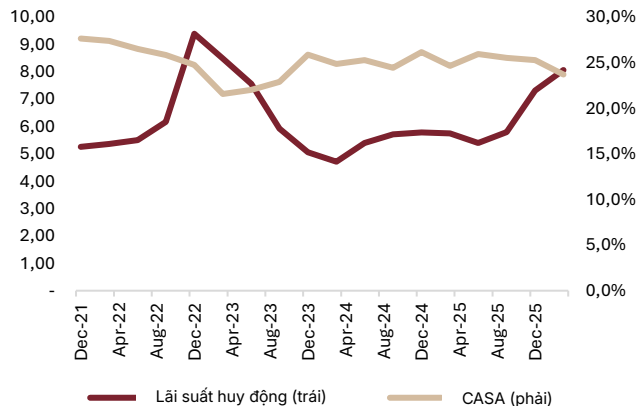
Trong bối cảnh đó, thu nhập phí ngày càng trở thành đòn bẩy lợi nhuận quan trọng hơn. Khi NIM chịu áp lực và tăng trưởng tín dụng vẫn phải vận hành trong môi trường vĩ mô thận trọng, chúng tôi kỳ vọng các nguồn thu ngoài lãi, đặc biệt là phí từ tài trợ thương mại, bảo lãnh và thư tín dụng dự phòng (L/C), sẽ có diễn biến tích cực hơn.

**Biểu đồ: NIM của các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu**



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

**Biểu đồ: Lãi suất tiền gửi và CASA**



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

## Chất lượng tài sản cần theo dõi chặt chẽ, nhưng chưa phải là rủi ro hệ thống

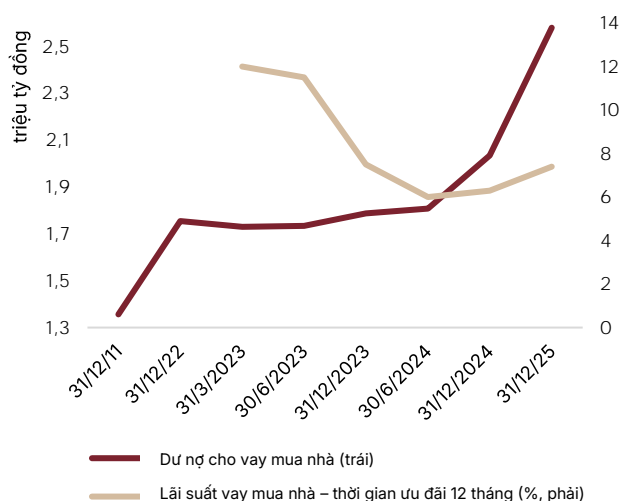
Chúng tôi cho rằng xu hướng hình thành nợ xấu sẽ tiếp tục gia tăng trong nửa cuối năm 2026 từ mức nền hiện tại vẫn ở mức có thể kiểm soát. Theo dự báo của chúng tôi cho cuối năm 2026, tỷ lệ nợ xấu (NPL) sẽ ở mức 1,8% (so với 1,76% cuối năm 2025), dư nợ nhóm 2 ở mức 1,4% (+20 điểm cơ bản), tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm về khoảng 85%, trong khi chi phí tín dụng nhìn chung đi ngang. Mặc dù quy mô rủi ro đã mở rộng hơn so với cuối năm 2025, nhưng chưa đến mức có thể kích hoạt một rủi ro hệ thống.

Dưới đây là những yếu tố cần được theo dõi chặt chẽ:

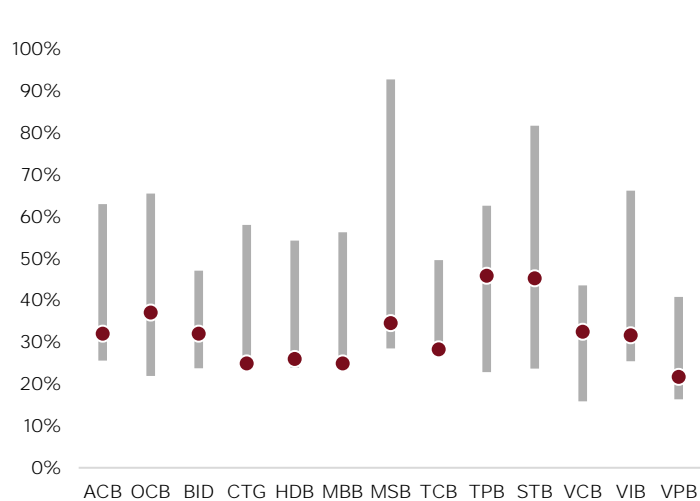
- **Rủi ro đến từ lãi suất thả nổi của các khoản vay mua nhà (điểm rơi rủi ro trong quý 3).** Các khoản vay được giải ngân trong giai đoạn 2023–2024 với mức lãi suất trong thời gian ân hạn 2-3 năm sẽ chuyển sang giai đoạn thả nổi với lãi suất cao. Nếu lãi suất tiền gửi duy trì ở mức cao lâu hơn dự kiến, tốc độ hình thành nợ xấu trong phân khúc này có thể tăng nhanh trong quý 3-4.

- **Rủi ro tái cấp vốn của các chủ đầu tư bất động sản cần phải được theo dõi kĩ từ nửa cuối năm 2026 trở đi.** Dư nợ cho vay đối với chủ đầu tư đã tăng rùng thêm khoảng 1 triệu tỷ đồng kể từ cuối năm 2023. Với kỳ hạn vay phổ biến 2-3 năm, nhu cầu tái cấp vốn sẽ gia tăng rõ rệt từ cuối năm 2026. Bên cạnh đó, trái phiếu doanh nghiệp (không tính trái phiếu ngân hàng) dự báo cũng sẽ đáo hạn khoảng 76 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối năm 2026 và 108 nghìn tỷ đồng trong năm 2027. Việc lãi suất hạ nhiệt và tiến độ bán hàng cải thiện sẽ đóng vai trò then chốt để các chủ đầu tư tự tạo dòng tiền vận hành, qua đó giảm phụ thuộc vào kênh vay vốn từ ngân hàng. Mức độ khả thi của kịch bản này sẽ quyết định xu hướng rủi ro và động lực của thị trường trái phiếu doanh nghiệp bước sang năm 2027.
- **Điều chỉnh quy hoạch tổng thể Hà Nội (yếu tố theo dõi trung hạn).** Quá trình tái cấu trúc các khu vực phát triển đô thị tại Hà Nội có thể ảnh hưởng đến giá trị tài sản bảo đảm bằng bất động sản đang thế chấp tại ngân hàng. Đây chưa phải là yếu tố tác động tức thời lên kết quả kinh doanh, do ảnh hưởng được đo bằng năm chứ không phải quý. Tuy nhiên, vấn đề này đòi hỏi các ngân hàng chủ động đánh giá lại tài sản bảo đảm và duy trì kỷ luật trích lập dự phòng. Chúng tôi xem đây là một nội dung cần được đưa vào kế hoạch quản trị rủi ro cho năm 2027, hơn là rủi ro lợi nhuận trong ngắn hạn.

Biểu đồ: Dư nợ cho vay mua nhà



Biểu đồ: CIR của các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu



Nguồn: Tổng hợp SSI Research

### Quy định pháp lý: Linh hoạt trong ngắn hạn, siết lại tiêu chuẩn trong dài hạn

Bối cảnh pháp lý trong 6 tháng cuối năm 2026 cho thấy còn nhiều thay đổi nhưng vẫn trong tầm kiểm soát: định hướng dài hạn đã dần rõ nét, trong khi cơ quan điều hành vẫn chủ động duy trì mức độ linh hoạt cần thiết trong ngắn hạn để bảo đảm an toàn hệ thống.

Xét về dài hạn, có hai diễn biến dài hạn đáng chú ý:

- **Lộ trình triển khai Basel III là tín hiệu tích cực về dài hạn.** Dự thảo sửa đổi Thông tư 22 đưa ra lộ trình áp dụng dần các tỷ lệ LCR, NSFR từ 70% lên 100% đến năm 2031, đồng thời duy trì yêu cầu CAR theo Thông tư 14. Cách tiếp cận này giúp các ngân hàng có thêm thời gian thích ứng, hạn chế áp lực phải cơ cấu lại bảng cân đối quá gấp gáp trong bối cảnh điều kiện huy động vốn vẫn tương đối khó khăn. Điểm cần theo dõi trong ngắn hạn là mức trần CDR. Với ngưỡng 85% đến năm 2028 và chưa có cơ chế chuyển tiếp đủ rõ trong dự thảo hiện tại, đây vẫn là ràng buộc đáng kể đối với một số ngân hàng. Dù vậy, chúng tôi cho rằng thông tư chính thức nhiều khả năng sẽ bổ sung lộ trình điều chỉnh CDR theo từng giai đoạn, phù hợp với tinh thần cải cách chung.

- **Khung pháp lý cho trái phiếu PPP đang dần định hình.** Bản dự thảo đầu tiên cho thấy định hướng chuyển phần lớn rủi ro tài trợ hạ tầng dài hạn ra khỏi bảng cân đối ngân hàng. Theo đó, vai trò của ngân hàng sẽ dịch chuyển theo hướng thu xếp, bảo lãnh và trung gian, thay vì nắm giữ các khoản vay kỳ hạn dài. Khung pháp lý này vẫn ở giai đoạn đầu và cần thêm thời gian để hoàn thiện chi tiết. Định hướng tổng thể là tích cực khi hướng đến giảm áp lực bảng cân đối từ các khoản tài trợ hạ tầng dài hạn, đồng thời vẫn duy trì nguồn thu phí trong chuỗi tài trợ dự án. Tuy nhiên, việc chuyển giao rủi ro chỉ mang tính một phần chứ không hoàn toàn. Các nghĩa vụ bảo lãnh và cam kết dự phòng vẫn khiến ngân hàng duy trì mức độ rủi ro tín dụng tiềm ẩn nhất định. Về dài hạn, hiệu quả của mô hình này sẽ phụ thuộc chủ yếu vào chất lượng dòng tiền của các dự án và khả năng tạo dòng tiền ổn định để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính.

**Các biện pháp hỗ trợ ngắn hạn vẫn đang được duy trì.** NHNN cho phép tính 20% tiền gửi Kho bạc Nhà nước vào tỷ lệ LDR, đồng thời loại trừ một số lĩnh vực tín dụng ưu tiên khỏi hạn mức tăng trưởng tín dụng. Đây là các điều chỉnh có mục tiêu, giúp giảm áp lực tuân thủ trong ngắn hạn mà không làm thay đổi khung chính sách. Chúng tôi cho rằng dư địa điều chỉnh ngắn hạn vẫn còn, bao gồm cả khả năng mở các kênh tái cấp vốn có chọn lọc cho những ngân hàng đáp ứng đủ điều kiện.

Xét về bản chất, đây đều là các công cụ mang tính ngắn hạn và việc NHNN tiếp tục duy trì các biện pháp này gắn chặt với bài toán lãi suất. Trong bối cảnh tăng trưởng mục tiêu vẫn ở mức cao, nguồn cung bất động sản dự kiến gia tăng và áp lực tái cấp vốn của các chủ đầu tư có xu hướng tăng từ cuối năm 2026 sang năm 2027, việc lãi suất duy trì ở mức cao như hiện nay sẽ gây khó khăn cho việc hoạch định kế hoạch sắp tới. Vì vậy, việc duy trì mặt bằng lãi suất theo hướng hỗ trợ không chỉ nhằm thúc đẩy tăng trưởng, mà cũng là điều kiện quan trọng nhằm giữ ổn định hệ thống.

Với bối cảnh đó, nhà đầu tư cần chuẩn bị cho khả năng xuất hiện những tín hiệu có vẻ “trái chiều” giữa các chính sách ngắn hạn và dài hạn khi NHNN đồng thời theo đuổi hai mục tiêu: hỗ trợ ngắn hạn để duy trì sự ổn định và hướng tới khung quản trị chặt chẽ hơn nhằm bảo đảm tăng trưởng an toàn trong dài hạn. Theo chúng tôi, đây là đặc điểm có chủ đích của điều hành chính sách hiện nay, hơn là biểu hiện của sự thiếu nhất quán.

### **Tối ưu CIR là việc làm cần thiết để duy trì tăng trưởng lợi nhuận**

Trong bối cảnh tăng trưởng doanh thu còn nhiều hạn chế, tối ưu hóa chi phí và khả năng đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi sẽ là hai yếu tố giúp duy trì tăng trưởng lợi nhuận. Việc ứng dụng AI tại các ngân hàng Việt Nam đang tăng tốc rõ rệt, đồng thời bắt đầu tạo ra sự phân hóa rõ hơn trong ngành: một nhóm ngân hàng đã xây dựng được nền tảng dữ liệu riêng và bước đầu chứng minh hiệu quả đầu tư, trong khi phần còn lại vẫn chủ yếu ở giai đoạn đầu tư hạ tầng và chưa cho thấy khả năng thương mại hóa rõ nét.

Trong ngắn hạn, AI tạo tác động rõ nhất ở bốn mảng: rút ngắn thời gian phê duyệt tín dụng, nâng hiệu quả hệ thống cảnh báo sớm, cải thiện hiệu suất thu hồi nợ và tối ưu hóa các mô hình gợi ý sản phẩm nhằm hỗ trợ bán chéo dịch vụ thu phí. Về dài hạn, xu hướng này sẽ tiếp tục hỗ trợ cải thiện CIR. Tuy nhiên, cần lưu ý một số ngân hàng đã vận hành với mặt bằng chi phí rất thấp trong nhiều năm, như MBB ở mức 25% và TCB ở mức 28% trong quý 1/2026. Điều này cho thấy dư địa cải thiện thêm không chỉ nằm ở tiết giảm chi phí mà còn cả mở rộng nguồn thu.

### **Luận điểm đầu tư**

Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng LNTT ngành ngân hàng trong 2H26 lên 17,6%, tăng nhẹ so với mức 17,0% trước đây. Mặc dù LNTT toàn ngành trong 1Q26 tăng khoảng 20% svck, vượt kỳ vọng, chúng tôi hầu như không thay đổi dự báo cả năm do môi trường hoạt động trong các quý còn lại được đánh giá sẽ thách thức hơn, đặc biệt liên quan đến chi phí vốn và áp lực lên NIM. Việc điều chỉnh tăng dự báo chủ yếu mang tính kỹ thuật, phản ánh việc cập nhật mô hình đối với HDBank sau khi nâng tỷ lệ sở hữu tại HDBank Securities (90% từ 30%) và HDSaison (75% từ 50%). Dự báo đối với các ngân hàng khác trong phạm vi theo dõi của chúng tôi nhìn chung không có thay đổi đáng kể.

Luận điểm đầu tư của năm 2026 đang dịch chuyển theo hướng dựa nhiều hơn vào hiệu quả chi phí và thu nhập phí, thay vì kỳ vọng mở rộng biên lãi ròng. Tăng trưởng tín dụng vẫn là động lực chính về quy mô, nhưng phần tăng thêm

của lợi nhuận nhiều khả năng sẽ đến từ sự phục hồi của thu nhập phí và việc kiểm soát tốt chi phí hoạt động, hơn là từ cải thiện NIM. Đây là điểm then chốt chi phối cách thị trường định giá lại ngành trong giai đoạn tới.

Trong bối cảnh 6 tháng cuối năm 2026 đòi hỏi mức độ thận trọng cao hơn, thay vì theo đuổi tăng trưởng bằng mọi giá, chúng tôi tiếp tục ưu tiên các ngân hàng có nền tảng huy động vững, kỷ luật chi phí đã được kiểm chứng và lợi thế cấu trúc về thu nhập phí hoặc bộ đệm vốn. Khả năng toàn ngành được nâng mặt bằng định giá là không lớn khi NIM vẫn chịu áp lực thu hẹp và chất lượng tài sản có xu hướng suy yếu dần. Vì vậy, hiệu quả đầu tư sẽ phụ thuộc chủ yếu vào khả năng lựa chọn cổ phiếu.

**Chúng tôi tiếp tục lựa chọn các cổ phiếu VCB, CTG và MBB.**

- **VCB (MUA, giá mục tiêu 81.700 đồng, tiềm năng tăng giá 33%):** Với nền tảng huy động mạnh nhất hệ thống, VCB là lựa chọn phòng thủ phù hợp trong môi trường lãi suất cao. Khả năng duy trì NIM, bộ đệm dự phòng cao và vị thế đầu ngành tiếp tục là các yếu tố hỗ trợ mức định giá cao hơn mặt bằng chung.
- **CTG (MUA, giá mục tiêu 44.800 đồng, tiềm năng tăng giá 32%):** Diễn biến mở rộng NIM ghi nhận trong quý 1/2026 vẫn đang tiếp diễn. Cùng với xu hướng giảm trích lập dự phòng, hiệu quả chi phí cải thiện và nền tảng huy động ổn định, đa dạng. Kết quả quý 2, đặc biệt là diễn biến NIM và chất lượng tài sản, sẽ là chất xúc tác quan trọng tiếp theo.
- **MBB (MUA, giá mục tiêu 32.800 đồng, tiềm năng tăng giá 33%):** Luận điểm đầu tư cốt lõi vẫn được duy trì, song tốc độ phục hồi của nền tảng huy động sẽ là biến số then chốt trong ngắn hạn. Nếu ngân hàng ghi nhận cải thiện rõ rệt về nguồn vốn trong giai đoạn quý 2–quý 3, cổ phiếu có thể được thị trường định giá lại. Ngược lại, nếu tín hiệu ổn định chưa đủ rõ, luận điểm đầu tư sẽ cần phải đánh giá lại. Chúng tôi tiếp tục theo dõi sát diễn biến này.

Trong kịch bản tích cực hơn, khi chính sách tài khóa được đẩy nhanh hơn kỳ vọng và thanh khoản hệ thống cải thiện sớm, **HDB** và **VPB** là hai cổ phiếu đáng lưu ý. Cả hai đều có độ nhạy cao hơn các ngân hàng khác trong chu kỳ mở rộng tín dụng. VPB hưởng lợi từ mảng tài chính tiêu dùng và SME, trong khi HDB được hỗ trợ bởi việc mở rộng hợp nhất mảng chứng khoán và tài chính tiêu dùng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng. Tuy nhiên, nếu quá trình phục hồi đến sớm hơn dự kiến, đây là hai mã có thể mang lại sức bật đáng kể.

*Rủi ro giảm giá: Nếu lãi suất huy động duy trì ở mức cao sau quý 3, đặc biệt trong trường hợp giải ngân đầu tư công thấp hơn kỳ vọng, dự báo NIM và lợi nhuận của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi của chúng tôi có thể phải điều chỉnh giảm.*

## Bảng: Tóm tắt định giá

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng LNTT			P/E				P/B				ROE			Tỷ suất cổ tức	Tỷ lệ SHNN còn lại
	1 năm	1 năm	6/5/26	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	2024	2025	2026F	Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	2024	2025	2026F	2026F	
ACB*	5%	27.500	5.129	4,7%	-7,0%	14,2%	6,86	7,89	7,22	1,36	1,38	1,3	1,19	-0,25	22%	18%	18%	2,7%	5,0%
BID	16%	48.600	11.674	13,5%	20,6%	6,6%	11,99	11,3	11,54	-0,47	1,86	1,63	1,5	-1,39	19%	19%	17%	0,0%	12,4%
CTG	32%	44.800	10.053	26,5%	36,8%	20,6%	9,95	9,97	7,78	-1,63	1,37	1,55	1,23	-0,05	19%	21%	21%	0,0%	5,0%
HDB	37%	35.000	4.873	28,5%	27,4%	36,0%	6,73	8,1	5,49	0,1	1,64	1,83	1,3	0,42	27%	26%	27%	n/a	5,3%
MBB	31%	32.800	7.689	9,6%	18,9%	20,2%	6,15	6,67	6,51	0,37	1,17	1,5	1,24	0,07	22%	21%	22%	4,0%	0,6%
MSB	22%	18.000	1.763	18,4%	2,2%	14,2%	5,49	6,87	6,92	0,74	0,82	0,91	0,91	-0,08	16%	14%	14%	0,0%	22,7%
OCB	6%	13.000	1.251	-3,2%	25,9%	10,2%	7,4	7,9	6,91	-0,14	0,89	0,94	0,8	-0,36	11%	12%	12%		2,3%
TCB	21%	38.500	8.577	20,3%	18,2%	16,0%	8,07	9,61	7,57	0,39	1,2	1,45	1,16	0,04	16%	16%	16%	2,2%	0,3%
TPB	15%	18.700	1.716	36,0%	21,1%	14,1%	7,24	6,43	4,91	-0,62	1,17	1,12	0,81	-0,65	17%	19%	19%	3,1%	6,2%
STB	-13%	60.800	5.024	32,6%	-40,0%	16,1%	8,62	23,01	22,16	1,63	1,27	1,83	1,91	2,47	20%	10%	11%	0,0%	18,1%
VCB	32%	81.700	19.684	2,4%	4,2%	15,2%	17,48	15,85	14,72	-0,59	2,56	2,11	1,96	-1,59	18%	16%	17%	0,0%	9,7%
VIB	18%	19.100	2.099	-15,9%	1,1%	14,3%	8,33	8,49	6,61	0,26	1,4	1,29	0,98	-0,76	18%	16%	16%	5,6%	0,4%
VPB	27%	33.700	8.012	85,2%	53,0%	22,4%	9,66	9,54	6,96	-0,84	1,07	1,36	1,14	-0,31	12%	17%	19%	2,3%	5,5%
<b>Tổng</b>				<b>16,5%</b>	<b>16,1%</b>	<b>17,6%</b>	<b>8,74</b>	<b>10,17</b>	<b>8,86</b>		<b>1,37</b>	<b>1,46</b>	<b>1,24</b>		<b>19%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>		

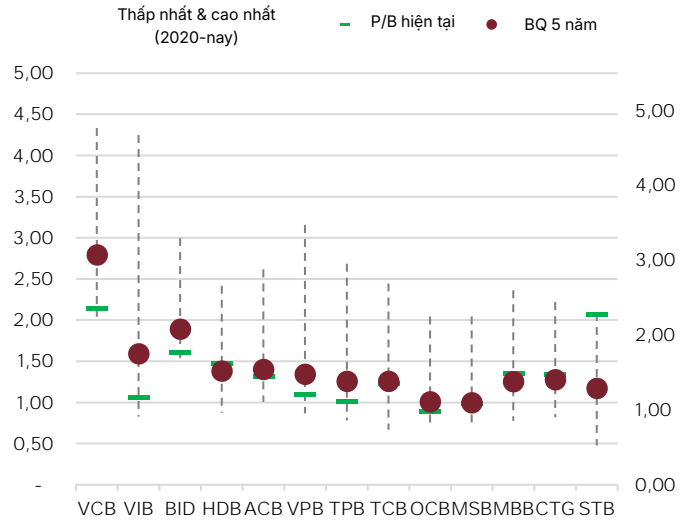
Nguồn: SSI Research

Đối với ACB: cần tính thêm lợi suất cổ tức 2,7%.

**Biểu đồ: P/B lịch sử của nhóm ngân hàng trong phạm vi theo dõi**

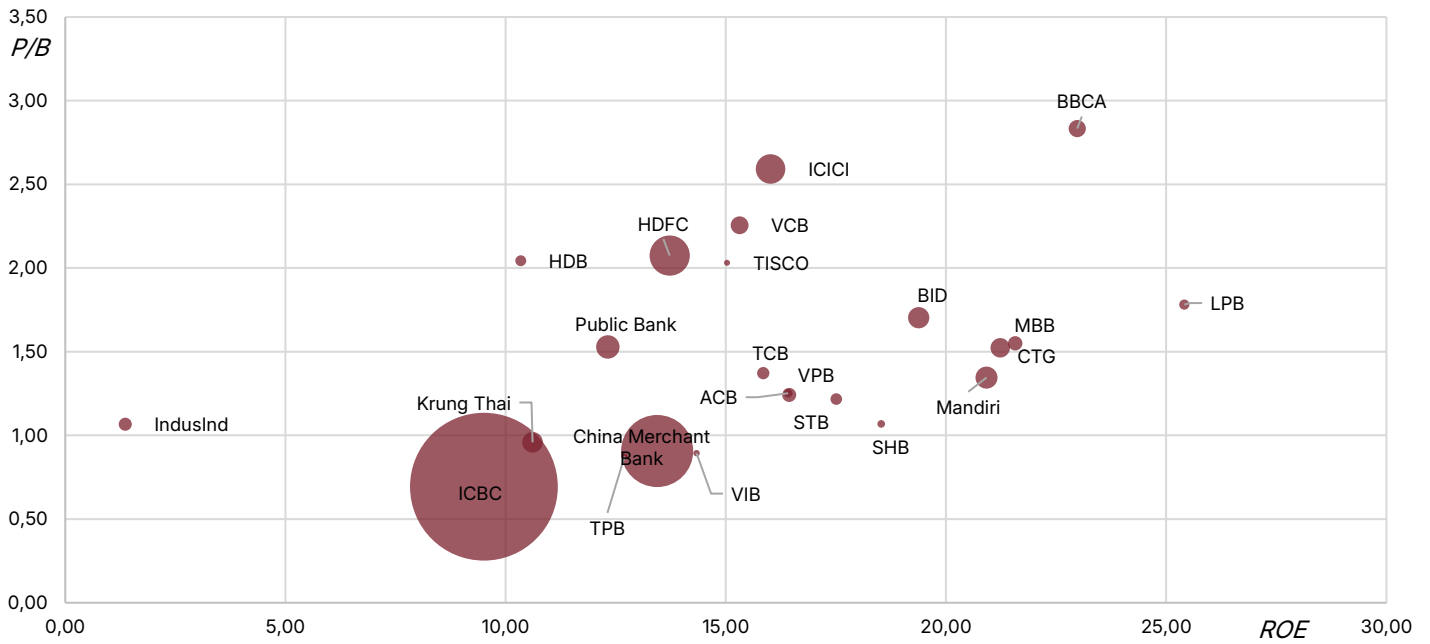


**Biểu đồ: P/B trượt của nhóm ngân hàng trong phạm vi theo dõi**



Nguồn: Tổng hợp SSI Research

**Biểu đồ: Việt Nam nổi bật về khả năng sinh lời nhưng đang giao dịch với mức định giá cao hơn**



Nguồn: Tổng hợp SSI Research

## Ngành Bất Động Sản: Nguồn cung phục hồi, nhu cầu suy yếu do áp lực lãi suất

### Tổng quan thị trường

Thị trường bất động sản đang bước vào giai đoạn phục hồi với động lực chính đến từ phía nguồn cung, nhờ quá trình tháo gỡ dần các vướng mắc pháp lý và sự cải thiện trong hoạt động phê duyệt dự án. Tuy nhiên, đà phục hồi này diễn ra trong bối cảnh nhu cầu chịu nhiều sức ép hơn, khi lãi suất vay mua nhà tăng cao và khả năng chi trả suy giảm bắt đầu tác động rõ hơn đến thanh khoản giao dịch cũng như tốc độ hấp thụ.

Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường đang chuyển từ giai đoạn tăng trưởng chủ yếu nhờ tăng giá sang giai đoạn điều chỉnh dựa trên thanh khoản. Trong bối cảnh đó, các chủ đầu tư có xu hướng ưu tiên tốc độ bán hàng hơn là biên lợi nhuận, trong khi mặt bằng giá thực tế nhiều khả năng sẽ dần được điều chỉnh thông qua các chương trình ưu đãi và hỗ trợ tài chính.

### Chuyển hướng chính sách: Trọng tâm chuyển sang khả năng chi trả và nhu cầu ở thực

Sau giai đoạn chính sách tập trung tháo gỡ vướng mắc pháp lý và khơi thông nguồn cung (cuối năm 2024–2025), trọng tâm hiện nay đang dịch chuyển sang mục tiêu nâng cao khả năng chi trả nhà ở và bảo đảm an sinh xã hội. Các biện pháp gần đây cho thấy nỗ lực rõ ràng hơn trong việc đưa thị trường nhà ở quay trở lại đúng chức năng “nhà để ở”, thay vì đơn thuần là một loại tài sản đầu tư. Các định hướng chính sách đáng chú ý bao gồm:

- Mở rộng nguồn cung nhà ở xã hội và nhà ở thương mại giá hợp lý
- Hỗ trợ phát triển nhà cho thuê và nhà ở cho công nhân
- Đẩy mạnh xu hướng giãn dân tại các đô thị lớn

Ở góc độ thị trường, sự chuyển hướng này được kỳ vọng sẽ (i) tái định hình khả năng cạnh tranh trong ngành, khi các doanh nghiệp tập trung vào phân khúc cao cấp sẽ đối mặt với áp lực nhu cầu lớn hơn trong bối cảnh tốc độ hấp thụ suy yếu và định hướng chính sách thay đổi; đồng thời (ii) củng cố môi trường tín dụng theo hướng chọn lọc hơn, với dòng vốn sẽ hướng đến các phân khúc được ưu tiên phát triển. Theo đó, quá trình phân bổ vốn nhiều khả năng sẽ phân hóa mạnh hơn, tạo lợi thế cho các chủ đầu tư có cơ cấu sản phẩm phù hợp và sức khoẻ tài chính tốt, trong khi gây áp lực lớn hơn lên những doanh nghiệp phụ thuộc vào phân khúc cao cấp và tăng trưởng dựa nhiều vào đòn bẩy.

### Lựa chọn ưu tiên: NLG và KDH

Chúng tôi ưu tiên **NLG** và **KDH** nhờ danh mục dự án chất lượng, năng lực triển khai đã được kiểm chứng và nền tảng tài chính lành mạnh. Những yếu tố này giúp hai doanh nghiệp ở vị thế thuận lợi để tận dụng cơ hội tăng trưởng trong bối cảnh thị trường đang phân hóa mạnh. Hiện cả hai cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2026 lần lượt khoảng 1,0 lần và 1,3 lần, thấp hơn khoảng 40% so với mức bình quân 5 năm là 1,6 lần và 2,2 lần, dù vẫn cao hơn 33% và 8% so với vùng đáy năm 2022. Theo quan điểm của chúng tôi, mức chiết khấu hiện tại đã phần nào phản ánh các điều kiện thị trường kém thuận lợi và cho thấy định giá đang ở vùng hấp dẫn.

## Diễn biến thị trường quý 1/2026

### Nguồn cung phục hồi, giao dịch suy yếu

Theo số liệu của Bộ Xây dựng, tổng số lượng giao dịch toàn thị trường trong quý 1/2026 đạt 139.855 sản phẩm (-8% so với quý trước, +4% svck). Riêng phân khúc căn hộ và nhà ở gắn liền với đất ghi nhận 30.857 giao dịch, giảm 19% so với quý trước và giảm 8% svck.

Số lượng dự án nhà ở thương mại đủ điều kiện mở bán trong quý 1/2026 tăng mạnh lên 106 dự án (+23% QoQ, +80% svck), tương đương 40.440 căn (+10% QoQ, +105% svck), trong khi số dự án đang triển khai tăng lên 1.362 dự án (+22% QoQ, +44% svck), tương ứng 654.405 căn (+24% QoQ, +64% svck). Các số liệu này cho thấy nguồn cung bất động sản đang phục hồi rõ nét, được hỗ trợ bởi loạt chính sách mới nhằm tháo gỡ các nút thắt pháp lý.

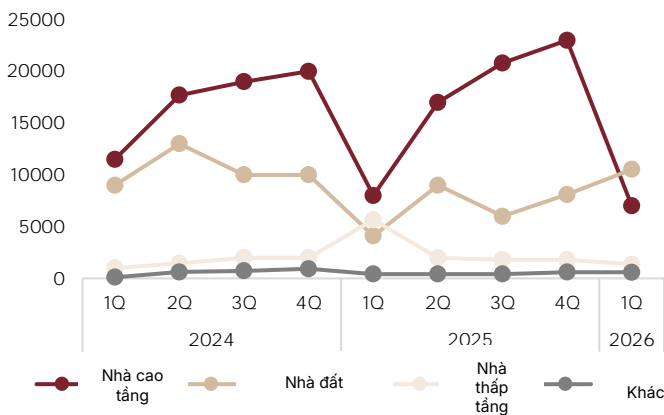
## Hà Nội bước vào nhịp điều chỉnh sau hai năm tăng mạnh; TP.HCM hồi phục nguồn cung nhưng hấp thụ chậm lại

Theo số liệu từ CBRE, trong quý 1/2026, Hà Nội ghi nhận 8.010 căn hộ mới bán mới (-46% QoQ, +104% svck), trong khi lượng căn tiêu thụ đạt 5.382 căn (-60% QoQ, +36% svck). Giá sơ cấp tiếp tục neo cao quanh 102 triệu đồng/m<sup>2</sup> (đi ngang QoQ, +29% svck), hoặc khoảng 84 triệu đồng/m<sup>2</sup> nếu tính cả các đại đô thị tại Hưng Yên (+8% QoQ, +13% svck). Giá thứ cấp bình quân nhìn chung ổn định quanh 62 triệu đồng/m<sup>2</sup>; tuy nhiên, xu hướng điều chỉnh đã xuất hiện từ cuối quý 4/2025, với nhiều dự án giảm 10-30% giá chào bán theo ghi nhận của chúng tôi.

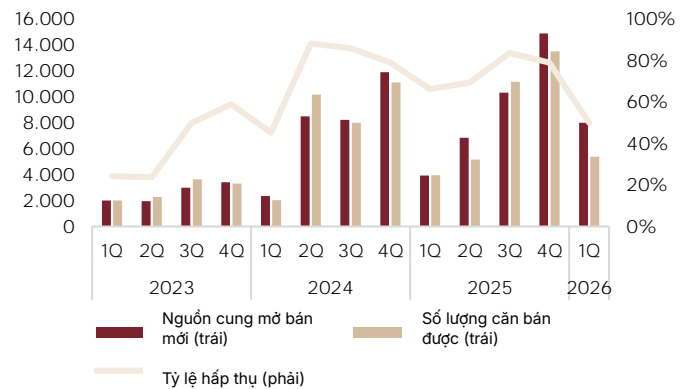
Theo số liệu từ OneMount, tại TP.HCM mở rộng, nguồn cung căn hộ mới đạt 3.700 căn trong quý 1/2026 (-75% QoQ, +86% svck), trong đó Bình Dương nổi lên là khu vực dẫn dắt nguồn cung với khoảng 2.200 căn, tương đương gần 60% tổng lượng mở bán mới. Giá sơ cấp tại khu vực TP.HCM cũ duy trì ổn định ở mức 102 triệu đồng/m<sup>2</sup> (đi ngang QoQ, +15% svck), trong khi Bình Dương ghi nhận mức tăng lên 56 triệu đồng/m<sup>2</sup> (+7% QoQ, +37% svck), được hỗ trợ bởi yếu tố sáp nhập hành chính và cải thiện kết nối hạ tầng. Số lượng căn bán được đạt khoảng 4.800 căn (-63% QoQ, +70% svck).

Đáng chú ý, phân khúc cao cấp và hạng sang vẫn chiếm tỷ trọng đa số khoảng 86% tổng nguồn cung, gần như không thay đổi so với năm 2025. Tốc độ hấp thụ tại các đợt mở bán mới cũng giảm ở cả hai thị trường. Hà Nội ghi nhận tỷ lệ hấp thụ bình quân khoảng 50% (giảm khoảng 20 điểm phần trăm so với các quý trước), trong khi TP.HCM và Bình Dương lần lượt ở mức 55% và 74% (giảm 6 điểm phần trăm QoQ). Điều này cho thấy động lực cầu đang suy yếu và thanh khoản giảm dần, khi áp lực lãi suất tăng bắt đầu ảnh hưởng rõ hơn đến nhu cầu mua ở thực lẫn đầu tư.

**Biểu đồ: Tổng lượng giao dịch tại Hà Nội**

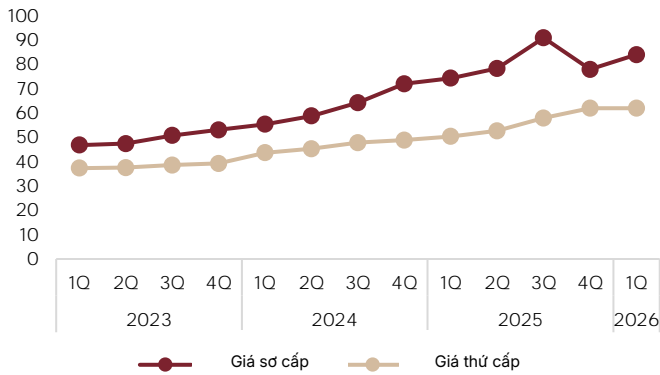


**Biểu đồ: Thị trường căn hộ Hà Nội**

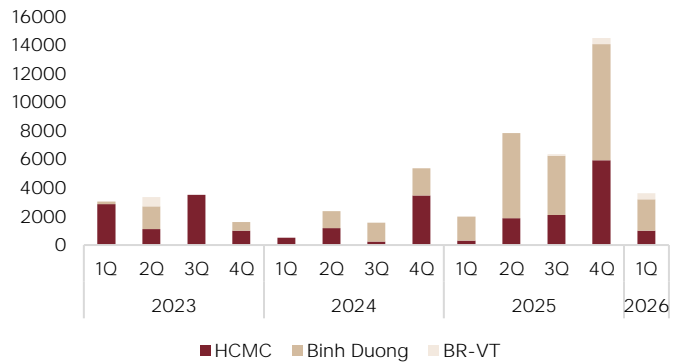


Nguồn: CBRE, OneMount, SSI Research

**Biểu đồ: Giá căn hộ tại Hà Nội (triệu đồng/m<sup>2</sup>)**

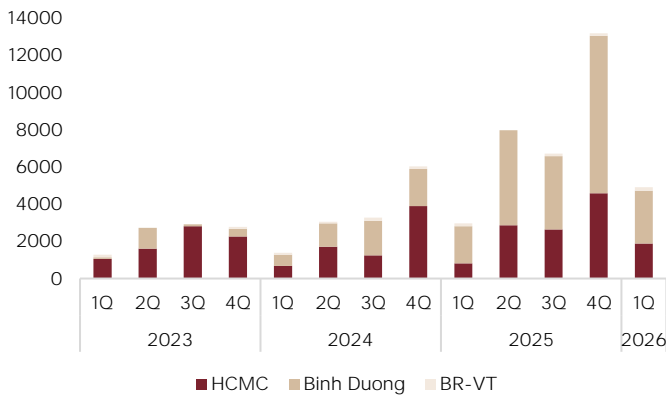


**Biểu đồ: Lượng căn hộ mở bán mới tại TP.HCM**

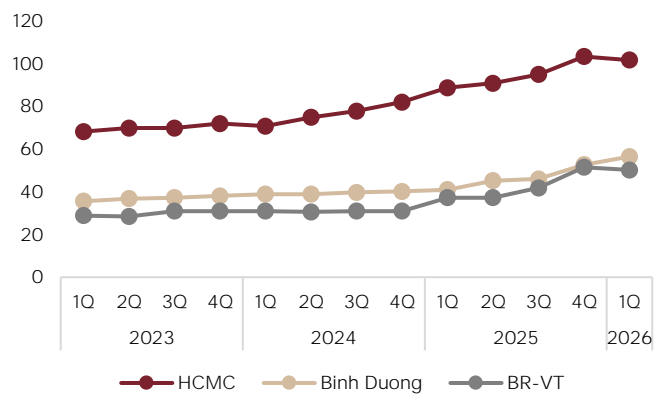


Nguồn: CBRE, OneMount, SSI Research

**Biểu đồ: Lượng căn hộ tiêu thụ tại TP.HCM**



**Biểu đồ: Giá căn hộ tại TP.HCM (triệu đồng/m<sup>2</sup>)**



Nguồn: CBRE, OneMount, SSI Research

**Doanh số bán hàng của các doanh nghiệp niêm yết**

VHM và NLG ghi nhận doanh số bán hàng tích cực, với mức tăng lần lượt +133% svck và +36% svck, nhờ được hỗ trợ bởi danh mục dự án đang triển khai và các đợt mở bán mới. Trong khi đó, KDH ghi nhận doanh số ở mức khiêm tốn hơn, chủ yếu đến từ các sản phẩm thấp tầng tại dự án Gladia.

## Doanh số bán hàng của các doanh nghiệp trong phạm vi theo dõi

	Giá trị doanh số bán hàng	Tăng trưởng	Doanh số bán hàng dự báo năm 2026	% tăng trưởng	Nhận xét
VHM	81,7 nghìn tỷ đồng trong quý 1/2026	+91% QoQ, +133% svck	262,8	+28% svck	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh số bán hàng trong quý 1/2026 chủ yếu đến từ Green Paradise và Ocean Park 2 &amp; 3, trong đó các giao dịch bán buôn đóng góp khoảng 80% tổng giá trị doanh số bán hàng</li> <li>- Tính đến cuối quý 1/2026, doanh số chưa bàn giao đạt 201,6 nghìn tỷ đồng (+8% QoQ, +68% svck)</li> <li>- VHM đã mở bán các dự án Hai Van Bay (Đà Nẵng), Global Gate Hạ Long (Quảng Ninh) và Saigon Park (TP.HCM) trong tháng 4 và tháng 5</li> </ul>
NLG	3,5 nghìn tỷ đồng trong 4 tháng đầu năm 2026	+36% svck	10,2	-14% svck	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh số bán hàng trong 4 tháng đầu năm (tính đến ngày 20/4) chủ yếu đến từ đợt mở bán Sol Garden (VSIP Hải Phòng) trong tháng 4, đóng góp khoảng 35%, cùng với các dự án đang triển khai như Mizuki Park và Izumi City</li> </ul>
KDH	300 tỷ đồng trong quý 1/2026		6,5	+47% svck	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh số bán hàng chủ yếu được hỗ trợ bởi hoạt động bán thấp tầng tại dự án Gladia, với hơn 60% trong tổng số 226 căn đã được tiêu thụ tính đến cuối quý 1/2026</li> <li>- KDH dự kiến mở bán giai đoạn cao tầng của Gladia (616 căn) trong quý 3/2026</li> </ul>

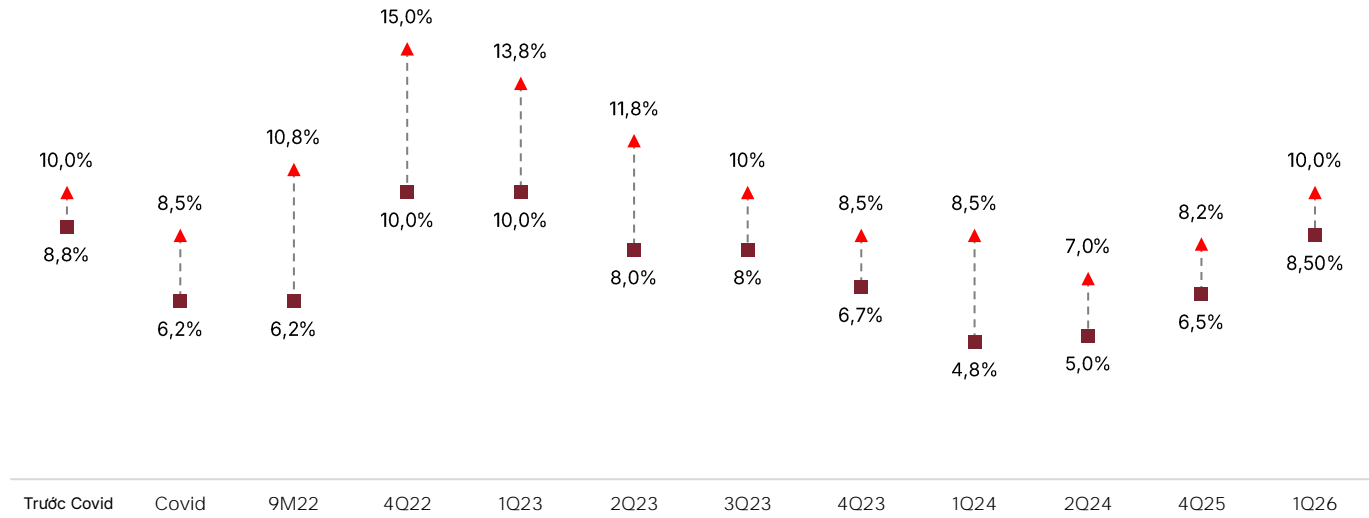
Nguồn: VHM, NLG, KDH, SSI Research

## Lãi suất vay mua nhà cao tiếp tục là lực cản đối với nhu cầu

Lãi suất ưu đãi cố định trong 12 tháng đã tăng lên 8,5–10,0%, từ mức 6,5–8,2% trước đó, trong khi lãi suất vay mua nhà thả nổi tăng lên 11–15%, từ mức 9–11%. Diễn biến này đang tạo ra lực cản rõ rệt đối với nhu cầu mua nhà. Trong khi đó, việc thị trường tiếp tục phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng khiến khả năng tiếp cận vốn chịu nhiều thách thức hơn khi thanh khoản hệ thống vẫn trong trạng thái căng thẳng.

Để đẩy mạnh tốc độ bán hàng, các chủ đầu tư đã triển khai nhiều chương trình hỗ trợ tài chính nhằm giảm áp lực chi trả cho người mua. Các biện pháp phổ biến gồm: (i) hỗ trợ lãi suất trong 2–5 năm để giảm gánh nặng tài chính ban đầu; (ii) ân hạn nợ gốc 2–5 năm và kéo dài tiến độ thanh toán để giảm áp lực dòng tiền; và (iii) bổ sung một số các ưu đãi khác như chiết khấu thanh toán sớm và các gói quà tặng. So với năm 2023, chính sách bán hàng tại một số dự án hiện mang tính hỗ trợ mạnh hơn, với mức hỗ trợ lãi suất cao hơn và thời gian ân hạn nợ gốc dài hơn.

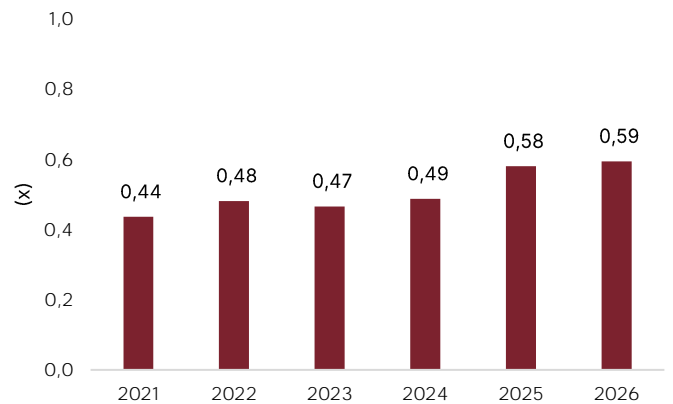
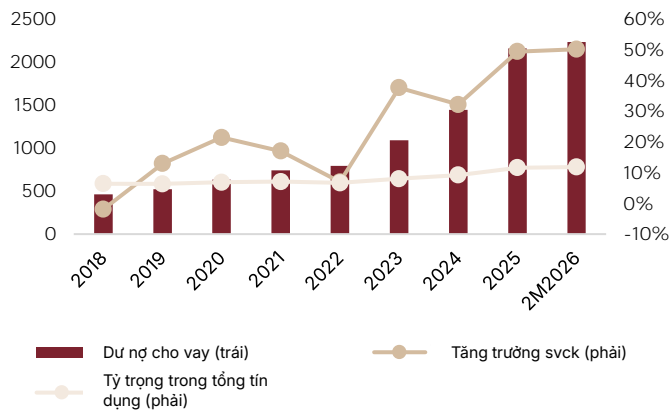
**Biểu đồ: Lãi suất ưu đãi cố định 1 năm**



Nguồn: Các ngân hàng thương mại, SSI Research

**Biểu đồ: Dự nợ cho vay đối với chủ đầu tư bất động sản (nghìn tỷ đồng)**

**Biểu đồ: Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp bất động sản**



Nguồn: NHNN, Fiiipro, SSI Research

## Một số chương trình ưu đãi bán hàng của các chủ đầu tư

Dự án		Masterise		Nam Long		Vinhomes	
		Lumiere Evergreen 2023	Hanoi Season Garden 2026	Mizuki Park - Flora 2023	Mizuki Park - Trelia Cove 2026	Ocean Park 3 2023	Hai Van Bay 2026
Nội dung	Hỗ trợ vay vốn	Tối đa 80%	Tối đa 70%	Tối đa 65%	Tối đa 65%	Tối đa 70%	Tối đa 70-80%
	Hỗ trợ lãi suất & ân hạn	Lãi suất 0% + ân hạn gốc đến khi bàn giao	Lãi suất 0% + ân hạn gốc đến khi bàn giao	Hỗ trợ lãi suất 6%/năm + ân hạn gốc 24 tháng	Hỗ trợ lãi suất 9%/năm + ân hạn gốc 24 tháng	Hỗ trợ lãi suất 0% trong 18 tháng  Lãi suất tối đa được không chế ở mức 9,5% trong 12 tháng sau thời gian hỗ trợ lãi suất	Lãi suất 0% trong 18/24/30/36 tháng (chi phí được phân bổ vào giá bán tùy theo phương án)  Lãi suất tối đa được không chế ở mức 9% trong 24 tháng sau thời gian hỗ trợ lãi suất
	Sau bàn giao	Lãi suất 0% + ân hạn gốc 3-7 tháng sau bàn giao	Lãi suất cố định 7,5% + ân hạn gốc 24 tháng sau bàn giao				

Nguồn: SSI Research tổng hợp

### Chuyển hướng chính sách theo hướng ổn định giá nhà và ưu tiên an sinh xã hội

Sau giai đoạn chính sách hỗ trợ mạnh để tháo gỡ vướng mắc pháp lý và phục hồi nguồn cung từ cuối năm 2024, các chính sách điều hành gần đây đã dịch chuyển rõ hơn sang mục tiêu nâng cao khả năng chi trả nhà ở và bảo đảm an sinh xã hội, thay vì tiếp tục ưu tiên phát triển nhà ở thương mại trong bối cảnh giá nhà tăng nhanh.

Từ năm 2025, phân khúc nhà ở xã hội đã có chuyển biến tích cực, được hỗ trợ bởi các Nghị quyết, Nghị định của Chính phủ và quá trình hoàn thiện khung pháp lý nhằm mở rộng nguồn cung. Đến cuối tháng 2/2026, Việt Nam có 737 dự án nhà ở xã hội đang triển khai với tổng quy mô 701.247 căn, tương đương khoảng 70% mục tiêu 1 triệu căn của Chính phủ.

Các động thái chính sách gần đây cho thấy trọng tâm ngày càng rõ hơn vào nhà ở xã hội, nhà ở thương mại giá hợp lý, nhà cho thuê dành cho người thu nhập thấp và công nhân, cũng như định hướng giãn dân ra khỏi khu vực lõi đô thị; được phản ánh qua các chính sách như nghị quyết của Chính phủ về phát triển nhà ở thương mại vừa túi tiền, để án khu đô thị đa mục tiêu mới được Hà Nội phê duyệt, phát triển nhà ở cho thuê. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này củng cố định hướng của Chính phủ trong việc hạn chế nhu cầu đầu cơ và khẳng định lại chức năng “nhà để ở” của thị trường nhà ở.

Sự chuyển hướng này được kỳ vọng sẽ tái định hình khả năng cạnh tranh của các chủ đầu tư truyền thống. Chúng tôi quan sát thấy nhiều doanh nghiệp ngoài ngành như **Viettel Construction, Hòa Phát, Hoa Sen...** tham gia vào phân khúc nhà ở xã hội, nhờ điều kiện triển khai thuận lợi hơn. Những chủ đầu tư truyền thống có mức độ phụ thuộc lớn vào phân khúc cao cấp hoặc các dự án premium quy mô lớn có thể đối mặt với áp lực ngày càng lớn hơn, đặc biệt trong bối cảnh tốc độ hấp thụ chậm lại và lợi thế quỹ đất dần suy yếu.

Về chính sách tín dụng, chúng tôi cho rằng cơ quan quản lý sẽ tiếp tục duy trì cách tiếp cận mang tính chọn lọc và phân hóa, ưu tiên dòng vốn cho nhu cầu ở thực và các dự án có mức giá hợp lý, thay vì áp dụng biện pháp siết chặt

trên diện rộng. Điều này có thể hỗ trợ dòng tín dụng chảy vào các phân khúc ưu tiên gắn với mục tiêu điều hành của Chính phủ, bao gồm nhà ở xã hội, nhà ở công nhân và hạ tầng khu công nghiệp.

## Triển vọng năm 2026

### Nguồn cung phục hồi trong khi nhu cầu vẫn chịu áp lực

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mở bán mới tại TP.HCM và Hà Nội trong năm 2026 có thể đạt khoảng 81.000 căn (+34% svck), nhờ các vướng mắc pháp lý tiếp tục được tháo gỡ. Dù vậy, lượng mở bán thực tế có thể thấp hơn dự báo ban đầu, khi chủ đầu tư có xu hướng giãn tiến độ ra hàng trong bối cảnh điều kiện thị trường kém thuận lợi hơn.

Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức cao sẽ tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu nhà ở, đặc biệt là nhu cầu đầu tư, trong bối cảnh giá bất động sản vẫn neo cao. Cơ cấu nguồn cung tiếp tục nghiêng mạnh về phân khúc căn hộ cao cấp và hạng sang, chiếm khoảng 86–88% tổng nguồn cung mở bán mới tại Hà Nội và TP.HCM trong giai đoạn 2025–1Q26; đây là các phân khúc thường nhạy cảm hơn với biến động lãi suất. Thị trường thứ cấp cũng được dự báo chịu tác động tiêu cực khi lãi suất thả nổi hiện dao động quanh 11–15%, đồng nghĩa áp lực trả nợ tăng đáng kể sau khi hết thời gian ân hạn.

Tuy nhiên, mức độ tác động không đồng đều giữa các loại hình bất động sản. Tiến độ triển khai hạ tầng được đẩy nhanh đang thúc đẩy nhu cầu tái định cư, qua đó hỗ trợ một phần khả năng hấp thụ tại phân khúc căn hộ và các khu đô thị được quy hoạch đồng bộ. Ngược lại, bất động sản gắn liền với đất trên thị trường thứ cấp—bao gồm đất ở, nhà phố và nhà riêng lẻ—đang đối mặt với áp lực thanh khoản lớn hơn, khi việc mở rộng các quy hoạch đô thị quy mô lớn làm gia tăng rủi ro, từ đó làm suy giảm động lực mua và nắm giữ tài sản.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi dự báo giá nhà ở thực tế trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp sẽ bước vào giai đoạn điều chỉnh, với mức giảm phân hóa theo vị trí và phân khúc sản phẩm.

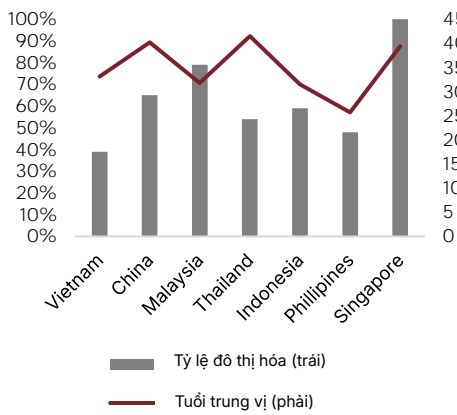
Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp phát triển bất động sản nhiều khả năng sẽ chịu áp lực thu hẹp do (i) chi phí tài chính gia tăng và mức hỗ trợ dành cho người mua nhà tăng lên trong bối cảnh lãi suất cao, (ii) cạnh tranh gay gắt hơn khi nguồn cung mở rộng và (iii) chi phí phát triển dự án tiếp tục tăng cao.

### Triển vọng dài hạn: Nhân khẩu học và hạ tầng là các động lực then chốt

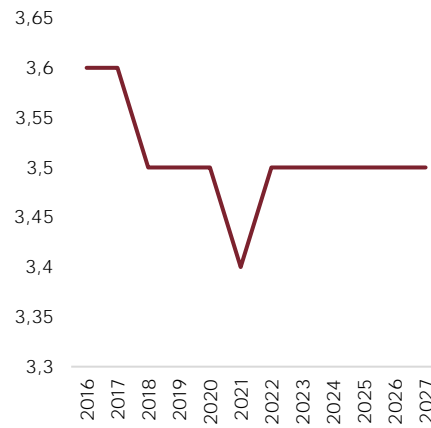
Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn thuận lợi về nhân khẩu học và đô thị hóa. Các động lực mang tính cấu trúc—bao gồm quy mô dân số lớn, tốc độ đô thị hóa cao, cơ cấu dân số trẻ, tầng lớp trung lưu tiếp tục mở rộng và quy mô hộ gia đình có xu hướng thu hẹp—tiếp tục tạo nền tảng cho nhu cầu nhà ở bền vững và hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn của thị trường.

So với Trung Quốc, Việt Nam hiện vẫn ở giai đoạn sớm hơn trong tiến trình chuyển dịch nhân khẩu học dưới một chu kỳ siết chặt có tính chất tương đồng. Độ tuổi trung vị (~33 so với ~36 của Trung Quốc năm 2016) và tỷ lệ đô thị hóa (~38% so với ~59%) cho thấy Việt Nam bước vào giai đoạn siết chặt khi nhu cầu vẫn đang mở rộng, khác với chu kỳ đã dần trường thành của Trung Quốc. Nhóm dân số trọng tâm 25–44 tuổi vẫn duy trì quanh vùng đỉnh (~30%), trong khi nhóm người mua nhà chủ lực 30–39 tuổi vẫn có quy mô lớn hơn (~16% so với ~14% của Trung Quốc), do đó vẫn còn dư địa tăng trưởng nhu cầu từ nhóm người mua này trong các năm tới. Tóm lại, tại Trung Quốc, chu kỳ siết chặt diễn ra đồng thời với giai đoạn nhu cầu đã ổn định; trong khi tại Việt Nam, xu hướng này xuất hiện khi nhu cầu vẫn còn mở rộng, qua đó tạo ra lợi thế nhân khẩu học kéo dài khoảng một thập kỷ trước khi Việt Nam tiến gần hơn tới các ngưỡng già hóa dân số như Trung Quốc hiện nay.

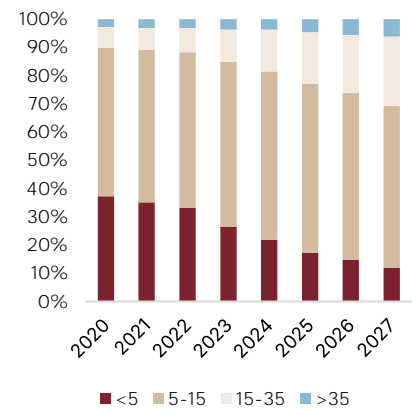
**Tỷ lệ đô thị hóa và độ tuổi trung vị của một số quốc gia**



**Quy mô hộ gia đình bình quân tại Việt Nam**



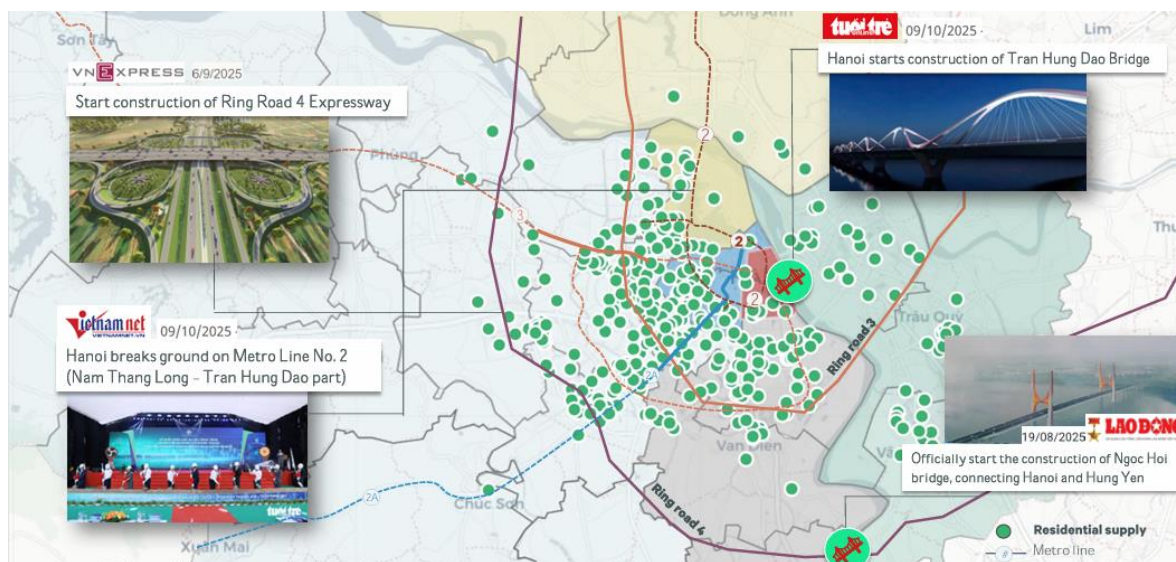
**Phân bổ thu nhập hộ gia đình (nghìn USD)**



Nguồn: World Bank, UN, EIU Forecast, OOSGA Analytics

Việc đẩy nhanh nâng cấp hạ tầng tại Việt Nam đang tái định hình mô hình phát triển không gian theo hai hướng chính: (i) thúc đẩy hình thành mô hình phát triển đô thị gắn với giao thông công cộng (TOD) và (ii) mở rộng dư địa phát triển nhà ở vừa túi tiền tại các tỉnh lân cận và đô thị vệ tinh, qua đó hỗ trợ xu hướng giãn dân đô thị đang tiếp diễn.

**Nâng cấp hạ tầng tại Hà Nội và TP.HCM**





## Ngành Bán lẻ: Vượt qua thách thức ngắn hạn, củng cố vị thế dài hạn

**Nhìn lại Q1/2026 và dự báo sơ bộ Q2/2026:** Các doanh nghiệp bán lẻ ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực. MWG, FRT và PNJ đều đạt mức lợi nhuận Q1 cao kỷ lục, nhờ tập trung vào các phân khúc bán lẻ có tỷ lệ thâm nhập của kênh thương mại hiện đại còn thấp, cùng với việc tăng giá bán (đối với sản phẩm công nghệ và trang sức) và liên tục cải thiện hiệu quả vận hành. DGW ghi nhận lợi nhuận Q1 khả quan, dù vẫn thấp hơn mức đỉnh năm 2021 do không còn độc quyền phân phối Xiaomi kể từ năm 2022. MSN cũng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, chủ yếu đến từ mảng khai khoáng không cốt lõi, trong khi mảng tiêu dùng cốt lõi chỉ tăng trưởng ở mức vừa phải. Nhìn chung, lợi nhuận so với cùng kỳ trong Q2/2026 dự kiến tiếp tục tăng trưởng tích cực. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có mức độ phụ thuộc cao vào sản phẩm công nghệ và điện máy có thể ghi nhận tốc độ tăng trưởng chậm lại so với Q1/2026, trong khi các doanh nghiệp trang sức có thể chịu áp lực do nhu cầu suy yếu khi sửa mua mang tính đầu cơ giảm dần theo đà hạ nhiệt của giá vàng.

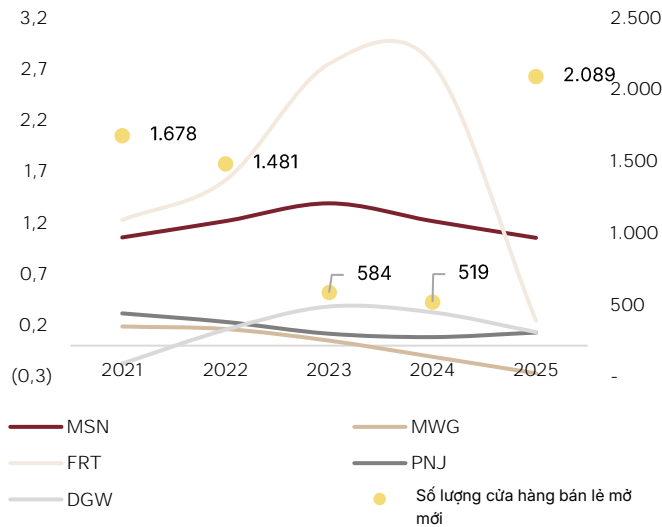
	Doanh thu	svck	LNST	svck	NPATMI	svck	Biên lợi nhuận ròng	
	1Q26	1Q26	1Q26	1Q26	1Q26	1Q26	1Q26	1Q25
<b>Bán lẻ</b>								
MWG	46.462	28,6%	2.758	78,2%	2.714	75,6%	5,9%	4,3%
FRT	15.117	29,5%	375	76,0%	287	71,1%	2,5%	1,8%
DGW	8.500	54,0%	202	89,8%	200	89,0%	2,4%	1,9%
PNJ	17.245	79,0%	1.467	116,5%	1.467	116,5%	8,5%	7,0%
MSN	24.020	27,1%	1.974	100,8%	1.246	216,6%	8,2%	5,2%

Nguồn: Các công ty, SSI Research

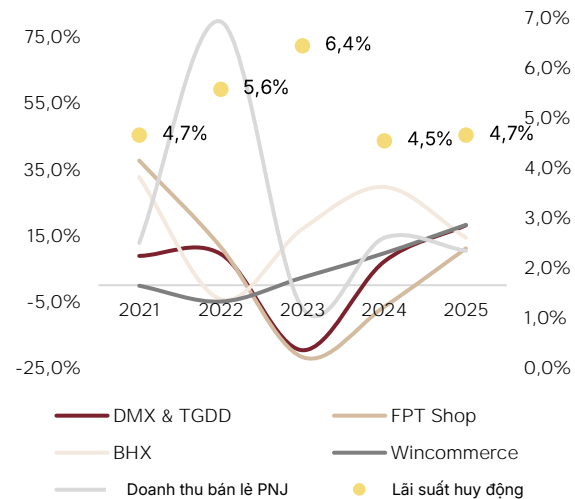
**Nền kinh tế và tiêu dùng Việt Nam dự kiến đối mặt với một số yếu tố bất lợi từ bên ngoài trong nửa cuối năm 2026.** Mặc dù KQKD từ đầu năm đến nay vẫn tích cực, điều kiện tài chính thắt chặt có thể làm suy giảm chi tiêu trong các quý tới. Lạm phát và chi phí nhiên liệu gia tăng, mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao, gây áp lực lên thu nhập của các hộ gia đình vay mua nhà trả góp. Đồng thời, hoạt động xuất khẩu của doanh nghiệp nội địa suy yếu do tác động của thuế quan và chi phí vận tải gia tăng, trong khi du lịch chững lại do giá vé máy bay ở mức cao. Đây đều là những yếu tố có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng. Bên cạnh đó, hóa đơn tiền điện có thể tăng từ tháng 6/2026 khi khung giờ cao điểm buổi tối với mức giá cao hơn được kéo dài từ 17:30–22:30 (so với 17:00–20:00 trước đây), đồng thời giá bán lẻ điện bình quân dự kiến được điều chỉnh tăng trong kỳ tới.

**Trong bối cảnh lãi suất cao hiện nay, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp bán lẻ chịu tác động ít tiêu cực hơn so với năm 2022.** Các doanh nghiệp bán lẻ hiện có vị thế tốt hơn nhờ (1) đòn bẩy tài chính thấp hơn, (2) lợi thế chi phí thấp của các đối thủ thương mại điện tử suy giảm, (3) chuỗi bách hóa của MWG và MSN từng thua lỗ trong năm 2022 nhưng đã trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026, và (4) được hỗ trợ bởi các yếu tố chính sách, bao gồm việc áp thuế trên doanh thu gây áp lực lên kênh bán lẻ truyền thống, cùng với việc siết chặt quản lý nguồn gốc thực phẩm và thuốc. Những thay đổi này góp phần cải thiện khả năng đáp ứng nghĩa vụ lãi vay của doanh nghiệp. Đáng chú ý, các doanh nghiệp như MWG và PNJ hiện đang có trạng thái tiền ròng dương, qua đó phần nào bù đắp tác động bất lợi từ môi trường lãi suất cao.

## Nợ ròng/VCSH và số cửa hàng mới



## Tăng trưởng doanh thu theo chuỗi và lãi suất huy động



Nguồn: SSI Research

## Việc tăng phí hoa hồng làm giảm lợi thế chi phí thấp của các nền tảng thương mại điện tử

Các nền tảng thương mại điện tử tiếp tục điều chỉnh tăng phí hoa hồng sau đợt tăng đầu tiên trong năm 2025. Trong tháng 5/2026, Shopee tăng thêm 1% phí giao dịch, trong khi TikTok điều chỉnh mức hoa hồng tăng thêm 0,5–2,2% tùy theo ngành hàng. Sau khi việc tăng phí vấp phải phản ứng từ người bán, Ủy ban Cạnh tranh Quốc gia đã yêu cầu các nền tảng TMĐT lớn giải trình về cơ chế phí mới, đồng thời nhấn mạnh rằng chính sách phí không nên tạo gánh nặng quá lớn cho người bán. Sau động thái này, **Shopee** đã tạm hoãn triển khai chính sách phí mới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng xu hướng tăng phí sàn của các nền tảng TMĐT vẫn sẽ tiếp diễn. Khi phí hoa hồng tiếp tục tăng, các doanh nghiệp bán lẻ sản phẩm công nghệ và điện máy sẽ đỡ chịu áp lực cạnh tranh, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng việc biên lợi nhuận cải thiện nhờ tăng phí hoa hồng mang tính cấu trúc, trong khi phần cải thiện đến từ giá bán sản phẩm công nghệ tăng trong bối cảnh thiếu hụt RAM và chip chỉ mang tính chu kỳ hơn.

## Tác động của lãi suất tăng đối với doanh nghiệp

Chiến lược của các doanh nghiệp bán lẻ đang phân hóa theo từng phân khúc. Các doanh nghiệp bán lẻ thường sử dụng vốn vay để mở rộng mạng lưới cửa hàng, do đó việc lãi suất tăng có tác động trực tiếp đến kế hoạch mở rộng. Các chuỗi chưa đạt điểm hòa vốn, như vắc-xin, có xu hướng mở mới chậm lại. Ở các phân khúc có tỷ lệ thâm nhập của thương mại hiện đại cao (như sản phẩm công nghệ và điện máy) hoặc đang gặp hạn chế về nguồn cung (như trang sức), các doanh nghiệp bán lẻ ưu tiên cải thiện tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng hiện hữu (SSSG) thay vì mở thêm điểm bán. Ngược lại, các doanh nghiệp trong mảng bách hóa và dược phẩm — nơi tỷ lệ thâm nhập của kênh hiện đại còn thấp và môi trường pháp lý tương đối thuận lợi — vẫn tiếp tục đẩy mạnh mở rộng cửa hàng nhằm giành thị phần từ kênh bán lẻ truyền thống.

Quan điểm của chúng tôi về triển vọng ngành bán lẻ như sau:

- Chúng tôi dự kiến nhu cầu suy yếu sẽ gây áp lực rõ nét hơn lên các doanh nghiệp bán lẻ sản phẩm công nghệ và điện máy, do tỷ lệ thâm nhập của kênh bán lẻ hiện đại trong lĩnh vực này đã ở mức cao và ngành mang tính chu kỳ. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng trong năm 2026 dự kiến sẽ ít nghiêm trọng hơn so với năm 2022, nhờ đòn bẩy tài chính thấp hơn đáng kể và áp lực cạnh tranh từ các nền tảng thương mại điện tử suy giảm.
- Chuỗi bán lẻ dược phẩm và bách hóa được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng doanh thu tích cực, nhờ tỷ lệ thâm nhập của kênh thương mại hiện đại còn thấp, tính thiết yếu của các sản phẩm FMCG và dược phẩm, đồng thời được hỗ trợ

trợ bởi các yếu tố chính sách thuận lợi, bao gồm việc chuyển từ cơ chế thuế khoán sang thuế dựa trên doanh thu gây áp lực lên kênh bán lẻ truyền thống, cùng với việc siết chặt quản lý đối với thực phẩm và dược phẩm giá.

- Đối với bán lẻ trang sức, diễn biến giá cổ phiếu trong ngắn hạn có thể chịu áp lực do giá vàng điều chỉnh, cùng với yếu tố mùa vụ thấp điểm trong Q2 và Q3. Tuy nhiên, các doanh nghiệp trang sức có thương hiệu vẫn ở vị thế thuận lợi để duy trì tăng trưởng doanh thu hai chữ số trong dài hạn, nhờ tiếp tục giành thị phần từ các doanh nghiệp không có thương hiệu — nhóm dự kiến sẽ gặp khó khăn hơn trong việc đảm bảo nguồn cung vàng theo yêu cầu truy xuất nguồn gốc.

## Luận điểm đầu tư và định giá

Sau nhịp điều chỉnh của giá cổ phiếu trong vài tháng gần đây, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp bán lẻ đang giao dịch ở mức định giá tương đối hấp dẫn so với trung bình lịch sử. Diễn biến này phần nào phản ánh kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ chậm lại trong ngắn hạn, cũng như tác động của lãi suất tăng lên dòng vốn vào thị trường cổ phiếu. So với giai đoạn tiêu dùng suy giảm trong năm 2022, các doanh nghiệp bán lẻ hiện có vị thế tốt hơn nhờ đòn bẩy tài chính thấp hơn, lợi thế chi phí thấp của thương mại điện tử suy giảm, chuỗi bán hàng của MWG và MSN từng thua lỗ trong năm 2022 nhưng đã trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026, đồng thời được hỗ trợ bởi các yếu tố chính sách thuận lợi. Do đó, chúng tôi khuyến nghị tích lũy các cổ phiếu thuộc mảng bán hàng, dược phẩm và trang sức cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Trong khi đó, các cổ phiếu phụ thuộc nhiều vào mảng sản phẩm công nghệ và điện máy như DGW phù hợp hơn với chiến lược giao dịch ngắn hạn ở vùng giá hiện tại.

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng NPATMI			P/E				P/B				ROE			Tỷ suất cổ tức
	1 năm	1 năm	06/05/26	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	2024	2025	2026F	Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	2024	2025	2026F	2026F
MSN	46%	107.000	4.036	377%	106%	63%	50,4	27,1	16,6	-0,69	3,3	3,1	2,6	-1	11%	16%	19%	0,0%
MWG	41%	110.000	4.373	2120%	89%	33%	24	18,6	12,3	-0,4	3,2	4	2,8	-0,36	15%	23%	26%	2,6%
FRT	43%	178.000	812	N.a	150%	34%	79,6	32	20	-0,51	13,2	6,1	4,1	-0,74	21%	27%	25%	0,0%
DGW	23%	49.000	337	25%	23%	32%	19,9	15,7	12,2	-0,68	3	2,5	2,2	-0,95	16%	17%	19%	2,5%
PNJ	28%	84.000	1.284	7%	34%	26%	16,9	12,7	10,2	-1,93	2,9	2,5	2,2	-1,33	20%	23%	25%	3,0%

Nguồn: SSI Research

## Ngành Thực phẩm & Đồ uống: Áp lực duy trì lợi nhuận trước sóng gió

Mức GDP Việt Nam vẫn ghi nhận tăng trưởng tích cực; tuy nhiên, ngành Thực phẩm & Đồ uống (F&B) phản ánh bức tranh thách thức hơn. Thu nhập thực tế của người tiêu dùng bị ảnh hưởng do lạm phát khiến các loại chi phí tăng mạnh từ đầu năm và vẫn chưa hạ nhiệt. Trong bối cảnh này, các doanh nghiệp F&B phải đối mặt với nhu cầu suy yếu và áp lực chi phí đầu vào tăng, qua đó có thể ảnh hưởng đến khả năng duy trì biên lợi nhuận. Trong ngành F&B, chúng tôi tiếp tục đánh giá tích cực VNM nhờ mức định giá hấp dẫn, triển vọng lợi nhuận ổn định và mức cổ tức bền vững.

### Người tiêu dùng duy trì tâm lý thận trọng

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo cập nhật ngành Bán lẻ gần đây, giá cả tăng đang ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng một cách rõ nét. Dữ liệu PMI gần đây cũng phản ánh nỗi lo về sự ổn định thu nhập của người tiêu dùng gia tăng, khi đơn hàng mới và niềm tin kinh doanh giảm, cùng với việc cắt giảm nhân sự và giờ làm. PMI tháng 5 đã tăng lên mức 52,8, nhưng chưa đủ đảm bảo một mức tăng bền vững.

Đối với hàng triệu công nhân và các hộ gia đình có thu nhập thấp, thu nhập thực tế đang chịu sức ép giữa chi phí sinh hoạt tăng cao và lo ngại về ổn định việc làm. Do đó, người tiêu dùng hiện nay có xu hướng thắt chặt chi tiêu, chỉ mua các mặt hàng nhu yếu phẩm và cắt giảm chi tiêu không thiết yếu.

### Doanh nghiệp cũng thận trọng trước bối cảnh hiện nay

Sau những biến động về thuế quan năm 2025, phần lớn doanh nghiệp F&B bước vào năm 2026 với quan điểm thận trọng hơn so với cùng kỳ. Tình hình tài chính nhìn chung được củng cố, đòn bẩy tài chính hạ thấp, tồn kho chỉ tăng nhẹ (không tính tích trữ nguyên liệu đầu vào), và kế hoạch đầu tư có phần thận trọng hơn kể từ Q4/2025.

Ban lãnh đạo các doanh nghiệp cũng đặt kế hoạch tăng trưởng trong năm 2026 ở mức thận trọng hơn. Dữ liệu từ Cục Thống kê cho thấy sản lượng sản xuất sữa và bia đi ngang trong vài tháng gần đây.

Trong bối cảnh đó, khả năng duy trì biên lợi nhuận sẽ là yếu tố quyết định kết quả kinh doanh năm 2026. Ngay sau khi biên lợi nhuận gộp được cải thiện trong năm 2025, các doanh nghiệp lại phải đối mặt với làn sóng lạm phát đối với chi phí đầu vào do xung đột giữa Mỹ-Iran.

Ban lãnh đạo SAB đã đề cập vấn đề giá nhôm tăng, trong khi VNM dự báo chi phí sữa bột nhập khẩu, năng lượng và bao bì nhựa tăng trong nửa cuối năm. Cả hai doanh nghiệp đã có đợt tăng giá bán trong Q1/2026; tuy nhiên mức tăng vẫn khá thận trọng nhằm tránh ảnh hưởng đến nhu cầu.

MCH cũng chịu tác động từ chi phí đầu vào tăng. Tuy nhiên, danh mục sản phẩm đang theo hướng cao cấp hóa giúp doanh nghiệp có dư địa tăng giá bán. Ngoài ra, sau khi mở rộng mạng lưới phân phối trong năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2026 sẽ lần lượt tăng 11% và 14% svck. Động lực tăng trưởng lợi nhuận dự kiến cải thiện rõ nét hơn trong nửa cuối năm 2026, nhờ hiệu ứng nền thấp so với cùng kỳ.

Các doanh nghiệp F&B quy mô nhỏ hơn có thể gặp nhiều khó khăn hơn do không nhiều khả năng chuyển lạm phát chi phí nguyên liệu sang giá bán. Trong bối cảnh người tiêu dùng ngày càng nhạy cảm với giá, rủi ro biên lợi nhuận bị thu hẹp vẫn hiện hữu đối với các doanh nghiệp này.

### Luận điểm đầu tư

Triển vọng của ngành đang là một bức tranh đa chiều. Tiêu dùng vẫn bị kìm hãm bởi áp lực lạm phát và thị trường lao động nhiều lo ngại về cắt giảm. Cùng lúc đó, tăng trưởng lợi nhuận dự kiến duy trì ở mức khiêm tốn, khi chi phí nguyên liệu thấp (yếu tố từng hỗ trợ biên lợi nhuận trong giai đoạn trước) đang tăng dần.

Tuy nhiên, giá cổ phiếu gần đây đã giảm về mức thấp so với trung bình quá khứ, mang lại tỉ suất cổ tức tốt. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp đầu ngành như VNM và SAB có thể bảo đảm tăng trưởng lợi nhuận, nhờ lợi thế thương hiệu mạnh, vay nợ thấp, và lượng tiền mặt dồi dào đảm bảo mức chi trả cổ tức đều đặn. Chúng tôi cho rằng cả hai doanh nghiệp đều có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2026.

**VNM là cổ phiếu chúng tôi ưu tiên cho ngành.** Chúng tôi cho rằng VNM có thể duy trì biên lợi nhuận nhờ chiến lược cao cấp hóa sản phẩm và tăng độ tự chủ nguồn sữa nguyên liệu trong tương lai. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 65.000 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp định giá DCF và P/E, với hệ số P/E mục tiêu là 15x, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm là 16x. Với lợi suất cổ tức kỳ vọng khoảng 7%, tổng mức sinh lời tiềm năng ước tính đạt khoảng 18%.

**SAB mang lại tổng mức sinh lời tiềm năng khoảng 14%,** bao gồm tiềm năng tăng giá khoảng 5% và lợi suất cổ tức khoảng 9%. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị mua ở vùng giá thấp hơn, do giá nhôm tăng và sự kiện tăng Thuế tiêu thụ đặc biệt sắp tới sẽ ảnh hưởng tới các công ty trong ngành bia.

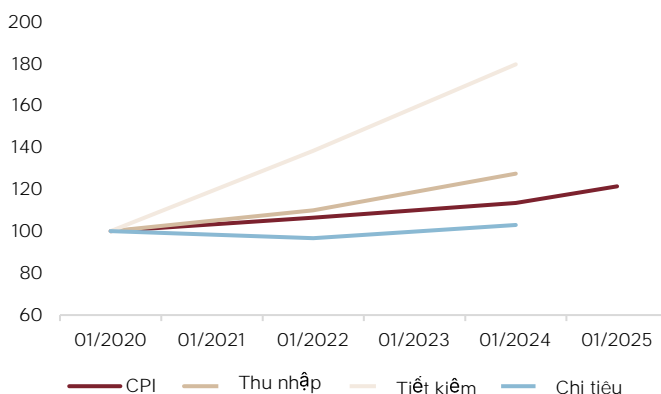
**MCH dự kiến duy trì tăng trưởng lợi nhuận tích cực,** với lợi nhuận ròng tăng 14% svck trong năm 2026. Tuy nhiên, mức định giá hiện đã tương đối cao. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức khoảng 23 lần lợi nhuận dự phóng 2026, cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành dù lợi suất cổ tức thấp hơn. Chúng tôi sẽ cập nhật cơ hội đầu tư khi định giá hấp dẫn hơn.

Mã	% Tăng giá	Giá mục tiêu	Vốn hoá (triệu USD)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	P/B			Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	ROE			Tỷ suất cổ tức
	1 năm	1 năm	06/05/26	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F		2024	2025	2026F		2024	2025	2026F	2026F
VNM	11%	65.000	4.660	5,8%	0,2%	5,7%	15,9	15,3	13,9	-1,55	4,1	4,2	4,0	-0,79	26,6%	26,6%	28,8%	7%
SAB	5%	50.000	2.341	5,2%	2,2%	3,6%	16,9	13	13,8	-1,31	3,1	2,6	3,0	-0,66	18,0%	19,3%	20,8%	9%
MCH	-1%	130.000	6.499	10,1%	-14,6%	13,9%	23,7	35,2	22,4	1,54	17,3	13,0	7,8	1,14	42,0%	45,1%	36,9%	3,8%

Nguồn: SSI Research

### Chỉ số CPI so với tăng trưởng thu nhập, tiết kiệm và chi tiêu (mốc 2018 = 100)

### PMI của Việt Nam

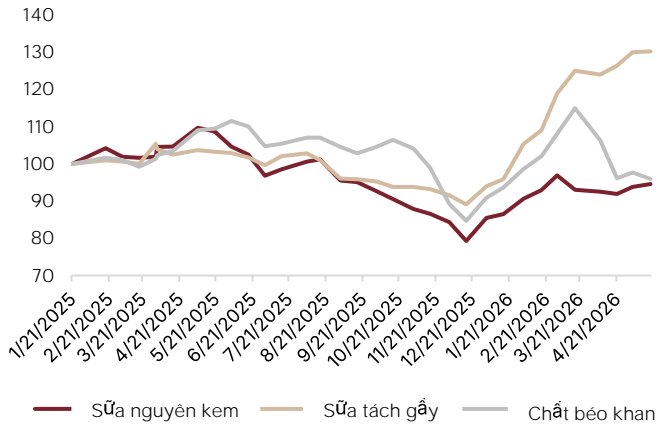


S&P Global Vietnam Manufacturing PMI Index, sa, >50 = improvement m/m

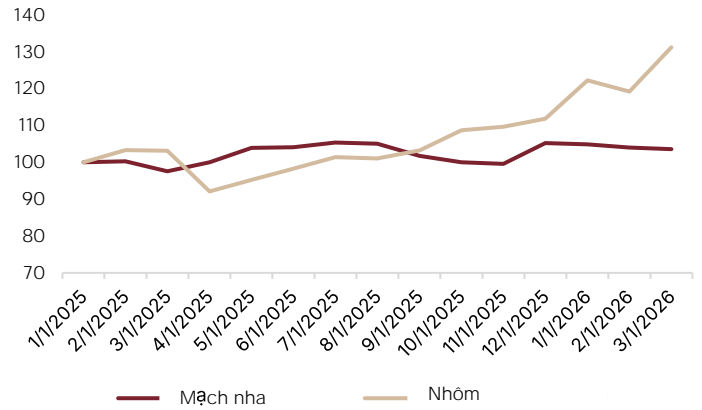


Nguồn: NSO. Lưu ý: Dữ liệu về thu nhập, tiết kiệm và chi tiêu tính đến cuối năm 2024

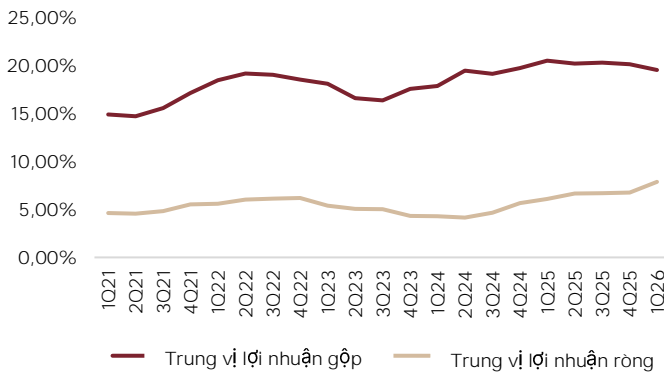
Chỉ số giá nguyên liệu sữa bột (mốc 2025 = 100)



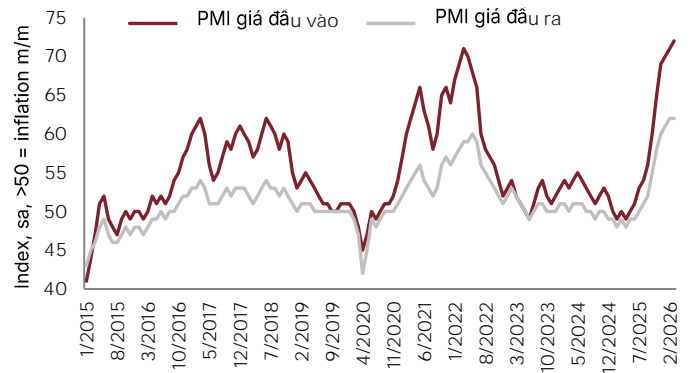
Chỉ số giá mạch nha và nhôm (mốc 2025 = 100)



Trung vị lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp F&B đang niêm yết đang ở mức cao



Chỉ số PMI chi phí đầu vào tăng mạnh hơn đầu ra



Hệ số P/E của VNM giai đoạn 2021-2026



Hệ số P/E của SAB giai đoạn 2021-2026



Nguồn: SSI Research

## Ngành Dầu khí: Xung đột Trung Đông gây gián đoạn cung và thúc đẩy giá dầu tăng mạnh

Triển vọng nửa cuối năm 2026: Trung lập

Top cổ phiếu: PVT

Theo dõi: PLX, GAS, PVD

### Nhìn lại 5 tháng đầu năm 2026

Sự leo thang của xung đột tại Trung Đông từ cuối tháng 2/2026 đã làm gián đoạn tình hình lưu thông qua eo biển Hormuz, nút thắt chiến lược đối với khoảng 20% thương mại dầu thô và LNG toàn cầu, gây ra cú sốc đối với chuỗi cung ứng năng lượng toàn cầu (trong đó có Việt Nam):

- **LNG:** Sự kiện này (đi đôi với thiệt hại hạ tầng liên quan trong khu vực) đã làm cho thị trường khí tự nhiên/LNG toàn cầu bị thắt chặt đáng kể.
- **Sản phẩm xăng dầu và dầu thô:** Khoảng 30% nhu cầu xăng dầu của Việt Nam phụ thuộc vào nhập khẩu (đặc biệt là nhiên liệu hàng không), với 2 nhà máy lọc dầu lớn là Dung Quất và Nghi Sơn – đáp ứng khoảng 70% còn lại – cũng cần nhập khẩu đầu vào để duy trì công suất vận hành cao (đặc biệt là Nghi Sơn).

**Bảng 1: Hai nhà máy Dung Quất và Nghi Sơn đáp ứng khoảng 70% nhu cầu xăng dầu của Việt Nam**

	Năm vận hành thương mại	Công suất (thùng/ngày)	Khả năng cung ứng nhu cầu xăng dầu nội địa	Loại dầu thô sử dụng theo thiết kế*	Diễn giải
Dung Quất	2009	148.000	30%-40%	Dầu ngọt, nhẹ (sử dụng 100% dầu Bạch Hổ hoặc các loại dầu tương đương)	Dung Quất sử dụng khoảng 65-70% nguồn dầu thô trong nước, phần còn lại nhập khẩu, chủ yếu từ Tây Phi, khu vực Địa Trung Hải, Mỹ và một phần từ Trung Đông. Nhà máy có khả năng xử lý hơn 30 loại dầu thô khác nhau. BSR đã đảm bảo đủ nguồn dầu thô đầu vào để duy trì công suất vận hành cao (~120%) đến đầu tháng 7/2026, với nguồn trong nước dự kiến hỗ trợ khoảng ~90% công suất đến hết năm 2026.
Nghi Sơn	2018	200.000	~40%	Dầu chua (chủ yếu từ Kuwait)	Trong những năm qua, Nghi Sơn đã duy trì sự phụ thuộc nhiều vào nguồn dầu thô Kuwait, nhưng đã bắt đầu tiếp nhận, chế biến thành công lộ dầu không phải từ Kuwait vào đầu năm 2026, cho thấy sự đa dạng hóa nguồn nguyên liệu đang dần cải thiện.

Nguồn: Các công ty, SSI Research

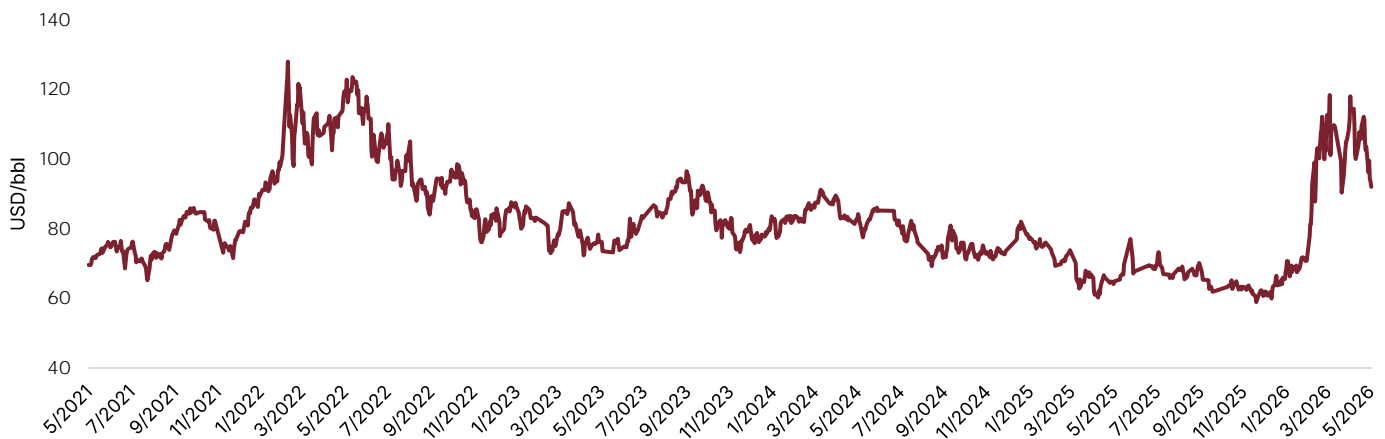
\* Dầu thô được phân loại là dầu chua/ngọt khi hàm lượng lưu huỳnh trong đó lần lượt lớn hơn hoặc thường thấp hơn 0,5%.

- **LPG:** Hơn 50% nhu cầu LPG trong nước được đáp ứng thông qua nhập khẩu, trong đó khoảng 70% sản lượng LPG nhập khẩu đến từ thị trường Trung Đông.

**Rủi ro về giá:** Giá dầu thô tăng mạnh, sát vùng đỉnh năm 2022 với tính biến động cao (năm đó xảy ra xung đột Nga-Ukraine), qua đó kéo theo giá các loại nhiên liệu chính (xăng dầu, LNG, LPG) và các khoản phụ phí tăng và biến động

mạnh. Tính đến cuối tháng 5/2026, giá dầu Brent đạt 92 USD/thùng (+44% svck), với mức bình quân 5 tháng đầu năm 2026 là 88 USD/thùng (+25% svck, +45% tính từ đầu năm).

## Biểu đồ 2: Diễn biến giá dầu thô Brent

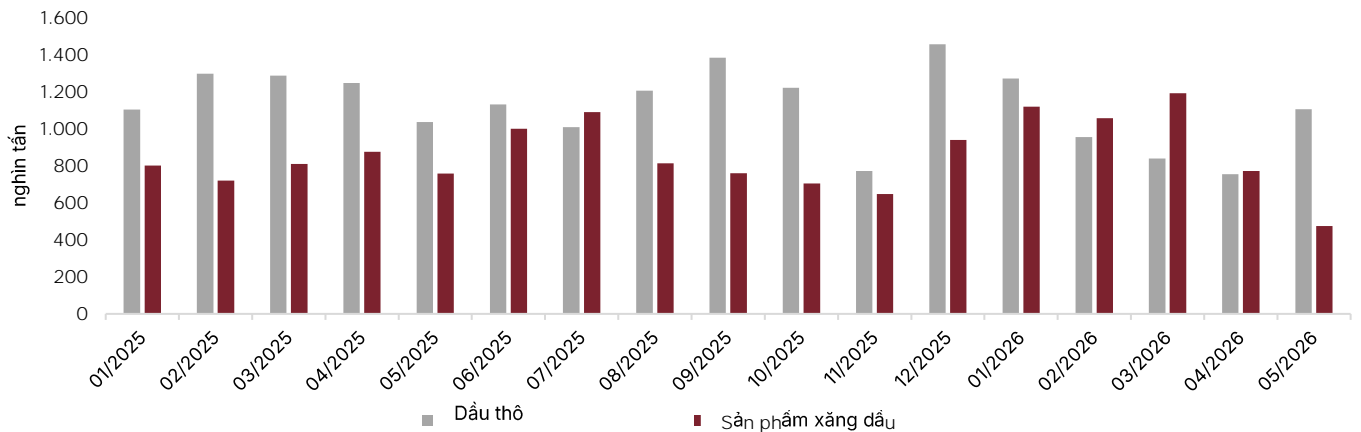


Nguồn: Bloomberg, SSI Research (tính đến tháng 5/2026)

Trong bối cảnh này, Chính phủ đã triển khai nhiều biện pháp nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia, đồng thời hạn chế các tác động tiêu cực từ biến động giá năng lượng toàn cầu:

- **Thị trường xăng dầu**

- ✓ Triển khai sử dụng linh hoạt quỹ bình ổn giá xăng dầu và đa dạng hóa các phương án đảm bảo nguồn cung dầu thô/sản phẩm xăng dầu. Tính đến tháng 5/2026, nhập khẩu dầu thô vẫn được chú trọng để phục vụ hoạt động lọc dầu trong nước và đã phục hồi về mức trước khi xảy ra xung đột (**Biểu đồ 3**).
- ✓ Giảm nhiều loại thuế
- ✓ Tăng tính linh hoạt trong điều hành giá (thay vì chỉ tuân thủ chu kỳ điều chỉnh giá 7 ngày/lần – vào thứ Năm hàng tuần)
- ✓ Khuyến khích đẩy nhanh lộ trình chuyển sang xăng E10
- ✓ Sự chủ động tìm kiếm nguồn cung từ các doanh nghiệp đầu ngành như Petrolimex (PLX: HOSE) và PVOIL (OIL: UpCOM)

**Bảng 3: Nhập khẩu dầu thô và xăng dầu giai đoạn 2025 – T5/2026**

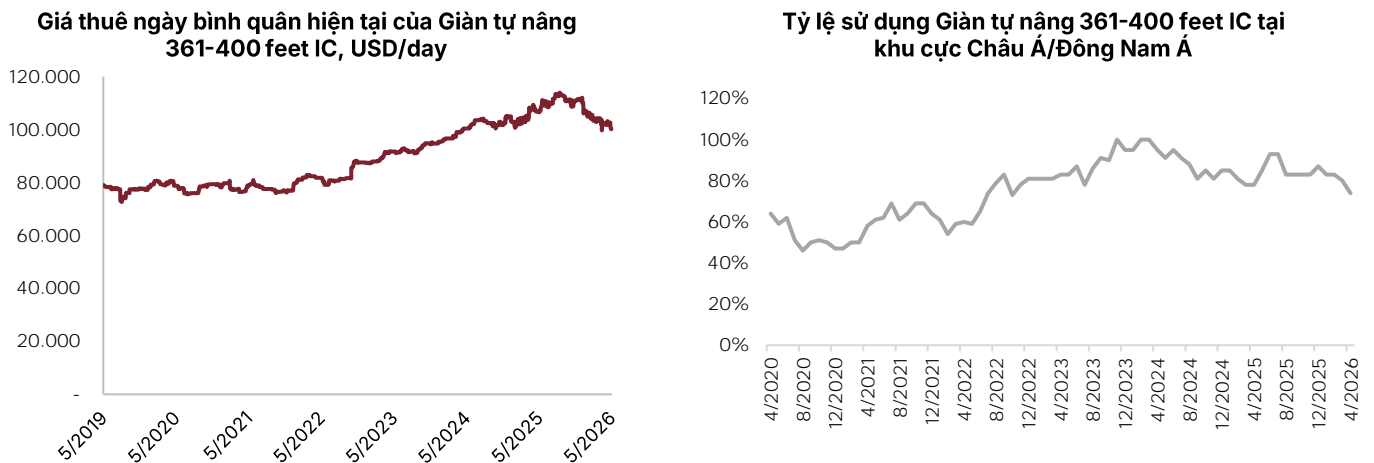
Nguồn: Hải quan Việt Nam, SSI Research

- **LPG/LNG:** PV GAS (GAS: HOSE) đã chủ động đa dạng hóa nguồn nhập khẩu (ví dụ như nhập từ Mỹ, Úc và các quốc gia Đông Nam Á), qua đó khẳng định vị thế doanh nghiệp đầu ngành của công ty tại thị trường LPG/LNG Việt Nam.
- **Khí tự nhiên** vẫn là nguồn nhiên liệu quan trọng nhằm đảm bảo ổn định cung ứng điện quốc gia do nhiên liệu này vẫn hoàn toàn có thể chủ động từ nguồn trong nước. Vai trò chiến lược của nhiên liệu này càng rõ nét hơn khi Việt Nam sắp bước vào giai đoạn cao điểm mùa khô về nhu cầu điện trong bối cảnh nhiều thách thức về tăng huy động thủy điện, chịu tác động của hình thái thời tiết El Niño quay trở lại.

Mặc dù biến động giá năng lượng đã hạ nhiệt so với mức đỉnh vào tháng 2–4/2026, nhìn chung giá năng lượng vẫn đang ở mức cao so với giai đoạn trước xung đột, cho thấy áp lực chi phí vẫn hiện hữu đối với các doanh nghiệp nhập khẩu và nền kinh tế. Ngoài ra, dù nguồn cung năng lượng trong nước đến hiện tại vẫn được đảm bảo, rủi ro thiếu hụt vẫn hiện hữu nếu xung đột Trung Đông kéo dài.

### Giá thuê giàn tự nâng

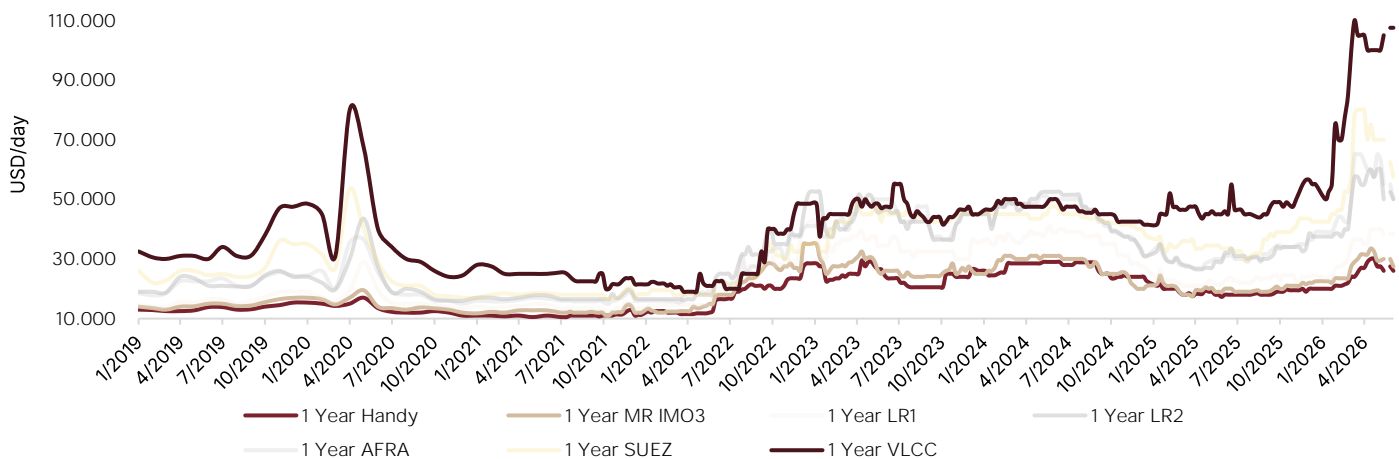
Trên thị trường khoan ngoài khơi, giá thuê giàn tự nâng tại Trung Đông hiện dao động trong khoảng 140.000–185.000 USD/ngày. Trong khi đó, khu vực Đông Nam Á nhìn chung có diễn biến kém tích cực hơn so với Trung Đông, với dữ liệu hiện tại cho thấy giá thuê bình quân khoảng 100.000–110.000 USD/ngày, đồng thời tỷ lệ sử dụng giàn đạt khoảng 74%, thấp hơn so với mức bình quân 80–90% trong 2 năm gần đây. Tuy nhiên, mức giá thuê này hiện vẫn đảm bảo lợi nhuận cho các doanh nghiệp khoan như PVD (điểm hòa vốn khoảng 55.000–60.000 USD/ngày).

**Biểu đồ 4: Giá thuê giàn tự nâng**

Nguồn: RigLogix

**Nhu cầu tàu chở dầu** và mức giá thuê tàu cũng có mối liên hệ chặt chẽ với nhu cầu dầu toàn cầu. Hiện tại, xung đột Trung Đông vẫn còn nhiều bất định. Áp lực kéo dài lên thương mại toàn cầu buộc chuỗi cung ứng phải điều chỉnh thích ứng. Cú sốc ban đầu đối với nguồn cung dầu đã buộc nhiều quốc gia phải kích hoạt nguồn dự trữ và chấp nhận nhập khẩu với chi phí cao. Nếu hiện trạng này của thị trường tiếp diễn và hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz đạt trạng thái bình thường mới, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với dầu, sản phẩm dầu (kéo theo nhu cầu tàu chở dầu) sẽ phục hồi mạnh, khi các quốc gia bước vào giai đoạn tái tích trữ nhằm phòng ngừa rủi ro.

Số liệu mới nhất cho thấy giá thuê tàu định hạn 1 năm đã giảm 15–18% so với mức đỉnh vào cuối tháng 4, ngoại trừ phân khúc tàu dầu thô cỡ lớn (VLCC) vẫn duy trì trên 100.000 USD/ngày. Diễn biến này phần nào đã phản ánh sự hạ nhiệt trong các tin tức chiến sự gần đây; dù vậy mức giá thuê tàu vẫn khó có khả năng quay về mặt bằng trước giai đoạn xung đột cho đến khi các bên đạt được các thỏa thuận bền vững hơn.

**Biểu đồ 5: Diễn biến giá thuê tàu chở dầu định hạn 1 năm**

Nguồn: Hellenic, SSI Research

## Triển vọng nửa cuối năm 2026 – Biến động giá dẫn ổn định

Sau giai đoạn biến động mạnh của giá dầu, xu hướng giá dầu trong dài hạn sẽ phụ thuộc vào sự phục hồi của chuỗi cung ứng dầu khí. Với nhiều hạ tầng dầu khí trọng yếu như nhà máy lọc dầu, trung tâm xuất khẩu và hệ thống đường ống bị phá hủy, nguồn cung từ Trung Đông sẽ cần thời gian để trở lại mức trước chiến tranh. Về dài hạn, các bên mua có xu hướng đa dạng hóa nguồn cung dầu khí từ ngoài thị trường Trung Đông nhằm giảm rủi ro địa chính trị. Tuy nhiên, mặt bằng giá dầu cao dự kiến cũng sẽ kìm hãm nhu cầu, qua đó hạn chế đà tăng của giá dầu. Theo dự báo mới nhất của IEA, nhu cầu dầu toàn cầu trong năm 2026 dự kiến giảm 420 nghìn thùng/ngày xuống còn 104 triệu thùng/ngày (thấp hơn 1,3 triệu thùng/ngày so với dự báo trước xung đột).

**Bảng 6: Kịch bản cơ sở của chúng tôi về xung đột Trung Đông**

Kịch bản	Giả định	Giá dầu Brent bình quân năm 2026 (USD/thùng)	Diễn giải
Cơ sở	Tình hình bình ổn sau xung đột	80-90	Giá dầu: Duy trì ở mức cao trong vài tháng tới trước khi dần hạ nhiệt về mức ổn định trước khi kết thúc năm 2026 Thiếu hụt nguồn cung năng lượng: Tiếp tục thắt chặt trong ngắn hạn nhưng dần cải thiện trong trung hạn (ví dụ như sản phẩm xăng dầu, dầu thô, LNG và LPG)

*Nguồn: SSI Research (Giá dầu Brent bình quân năm 2025 đạt 68 USD/thùng)*

Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, giá dầu dần hạ nhiệt từ mức nền cao trong nửa đầu năm 2026 kỳ vọng sẽ giúp tăng sự ổn định cho lợi nhuận nhóm doanh nghiệp trung nguồn và hạ nguồn (GAS, PLX, OIL, BSR), trong khi nhóm doanh nghiệp thượng nguồn (PVD, PVS) và tàu chở dầu (PVT) có thể hưởng lợi chủ yếu từ xu hướng tăng trưởng nhu cầu trong dài hạn thay vì cú sốc nguồn cung trong ngắn hạn. Cụ thể, lợi nhuận của nhóm doanh nghiệp trung nguồn và hạ nguồn thường biến động mạnh/chịu ảnh hưởng kém tích cực khi giá dầu biến động lớn như trong nửa đầu năm 2026, nhưng sẽ dần ổn định/phục hồi khi mức biến động thu hẹp về trạng thái bình thường. **Đối với nhóm doanh nghiệp thượng nguồn**, chúng tôi kỳ vọng nhiều chiến dịch thăm dò và khai thác được triển khai trở lại ở cả thị trường trong nước và quốc tế, qua đó hỗ trợ khối lượng công việc cho toàn ngành. **Đối với thị trường tàu chở dầu**, bối cảnh thị trường hiện nay (quãng đường dài hơn, nhu cầu xây dựng lại kho dự trữ tăng cao khi eo biển Hormuz mở lại, cùng xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng dầu khí) sẽ tạo nền tảng tích cực cho nhu cầu và giá cước trong trung hạn (2-3 năm), thay vì chỉ trong ngắn hạn.

### Một số dự án thăm dò và khai thác trọng điểm:

- Lô B – Ô Môn:** Phần thượng nguồn đang trong quá trình xây dựng. Ở hạ nguồn, liên danh Doosan – PECC2 đã trúng gói thầu EPCI nhà máy điện Ô Môn 4, trong khi Ô Môn 2 và 3 vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị. Dự án dự kiến đón dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2027. Tuy nhiên, do chưa có cam kết mua điện rõ ràng từ EVN, PVN vẫn chưa thể đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID).
- Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B:** Dự kiến hoàn thành vào giai đoạn 2027-2028, với công suất khoảng 300 triệu feet khối khí/ngày và 20 nghìn thùng condensate/ngày.
- Nam Du – U Minh:** Jadestone Energy (sở hữu 100% dự án) đã trình Kế hoạch phát triển mỏ (FDP) lên PVN để phê duyệt. Sau khi được phê duyệt, quá trình đấu thầu EPCI sẽ được triển khai. Mỏ nằm ở khu vực Tây Nam Bộ, với trữ lượng khoảng 171 tỷ feet khối khí, kỳ vọng cung cấp khí cho khu vực từ 2029-2030.
- Khánh Mỹ – Đầm Dơi:** Hợp đồng EPCI đã được ký giữa PVEP và Vietsovpetro, với mục tiêu đón dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2027 (trữ lượng khoảng ~4 tỷ m<sup>3</sup>).

**Bảng 7: Tác động của xung đột Trung Đông đến các doanh nghiệp/ cổ phiếu trong danh mục theo dõi**

Mã	Phân khúc	Tác động	Diễn giải
PVD	Thượng nguồn	Ít, tích cực	Chúng tôi kỳ vọng hoạt động thăm dò và khai thác sẽ tiếp tục sôi động, qua đó hỗ trợ giá thuê ngày và tỷ lệ sử dụng giàn tự nâng.
PVS	Thượng nguồn	Ít, tích cực	Chúng tôi kỳ vọng chi đầu tư (CAPEX) sẽ tiếp diễn trong dài hạn cho các dự án thăm dò và khai thác mới và hiện hữu, góp phần củng cố khối lượng công việc và biên lợi nhuận.
GAS	Trung nguồn	Nhiều, tích cực	Giá FO/dầu thô cao tạo ra lợi ích ngắn hạn cho biên lợi nhuận gộp. Việc tăng ưu tiên sử dụng nguồn khí tự nhiên nội địa giúp duy trì sản lượng khí khô ổn định.
PVT	Trung nguồn	Nhiều, tích cực	Tình trạng gián đoạn và rủi ro an ninh gia tăng tại eo biển Hormuz làm tăng nhu cầu tấn – dậm cả trong ngắn và dài hạn, khi các bên đa dạng hóa nguồn cung dầu khí từ các khu vực xa hơn như châu Mỹ và Nga.
PLX & BSR	Hạ nguồn	Trung lập đến tích cực	Biến động giá dầu dẫn hạ nhiệt có thể hỗ trợ biên lợi nhuận ổn định trong dài hạn.

Nguồn: SSI Research

**Định giá:** Chúng tôi kỳ vọng định giá ngành Dầu khí sẽ khó bứt phá trong nửa cuối năm 2026 sau khi đạt đỉnh trong nửa đầu năm, do giá cổ phiếu có xu hướng theo sát biến động giá dầu. Trong bối cảnh này, việc lựa chọn cổ phiếu và thời điểm đầu tư sẽ đóng vai trò then chốt nhằm tối ưu hóa tỷ suất sinh lời trong nửa cuối năm 2026, đồng thời tạo điểm mua phù hợp cho mục tiêu nắm giữ dài hạn.

#### Khuyến nghị

Chúng tôi lựa chọn PVT (KHẢ QUAN, giá mục tiêu 26.200 đồng/cp) là cổ phiếu ưa thích trong ngành, nhờ mức tăng trưởng lợi nhuận tích cực 18% svck trong năm 2026, cùng thị trường tàu chở dầu có thể thuận lợi đến năm 2027, nhờ bức tranh nhu cầu của thị trường đã thay đổi trong bối cảnh các doanh nghiệp chủ động đa dạng hóa nguồn cung để giảm thiểu rủi ro.

Chúng tôi tiếp tục theo dõi các cổ phiếu PLX (TRUNG LẬP, giá mục tiêu 43.200 đồng/cp), GAS (TRUNG LẬP, giá mục tiêu 86.000 đồng/cp) và PVD (TRUNG LẬP, giá mục tiêu 34.000 đồng/cp). Trong đó, GAS và PVD được đánh giá tích cực nhờ triển vọng tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026. Đồng thời, PLX cũng có thể xem xét nhờ khả năng lợi nhuận phục hồi dần sau khi ghi nhận lỗ trong Q1/2026 do khoản trích lập hàng tồn kho lớn.

Mã	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng NPATMI			P/E				P/B			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)	
	1 năm	1 năm	06/05/26	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	2024	2025	2026F	Độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm	2024	2025	2026F	2026F
GAS	1,2%	86.000	7.831	-10,40%	9,80%	16,70%	16	15,6	15,8	0,71	2,6	2,6	2,8	0,30	16,70%	17,90%	18,10%	2,3%
PVD	10,7%	34.000	652	19,30%	48,80%	32,30%	18,6	15,1	12,8	(0,54)	0,8	0,9	0,9	0,77	4,50%	6,30%	8,30%	3,3%
PVS	-2,3%	37.800	756	18,40%	51,40%	8,50%	17,6	14,4	11,4	(1,86)	1,2	1,3	1,2	0,54	8,90%	12,30%	12,20%	1,8%
PVT	19,0%	23.800	359	12,4%	-5,0%	18,1%	9,6	12,5	9,3	0,07	1,3	1,5	1,1	(0,40)	15,1%	12,2%	13,5%	4,5%
PLX	2,9%	43.200	2.038	2,00%	-7,40%	-14,10%	16,5	16,8	23,1	1,19	1,8	1,7	2,0	0,42	10,80%	10,30%	8,70%	2,4%

Nguồn: Các công ty, SSI Research

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

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

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

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

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

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

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

### Chiến lược thị trường

#### Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

### Phân tích Cổ phiếu

#### Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc Phân tích Cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321