

Báo cáo Triển vọng Việt Nam 6 tháng cuối năm 2026

Bảo toàn tài sản - Chờ đợi thời cơ

Tháng 7/2026

MỤC LỤC

Triển vọng vĩ mô Thế giới: Triển vọng hấp bệnh dựa trên những thỏa thuận mong manh	3
Triển vọng vĩ mô Việt Nam: Nền tảng cho mục tiêu tăng trưởng hai chữ số	8
Triển vọng TTCK Việt Nam: Bảo toàn tài sản - Chờ đợi thời cơ	27

TRIỂN VỌNG NGÀNH

1. Ngành Ngân hàng: Vững vàng trước biến động	40
2. Ngành Xây dựng và Ngành Thép: Tăng trưởng trong thách thức	58
3. Ngành Bất động sản dân cư: Thị trường ảm đạm trong bối cảnh lãi suất cao	79
4. Ngành BĐS Khu công nghiệp: Bước vào chu kỳ phát triển mới	97
5. Ngành Dầu khí: “Từ giếng dầu đến lợi nhuận”	113
6. Ngành Điện: Một chu kỳ mới đang lộ diện	131
7. Ngành Logistics: Vững tay chèo, lái sóng lớn	149
8. Ngành CNTT: Tiến tới kỷ nguyên chuyển đổi AI	160
9. Ngành Tiêu dùng bán lẻ: Bước đệm vững chắc từ tiêu dùng thiết yếu	175



Thế giới

Triển vọng bất bênh khi dựa trên những thỏa thuận mong manh



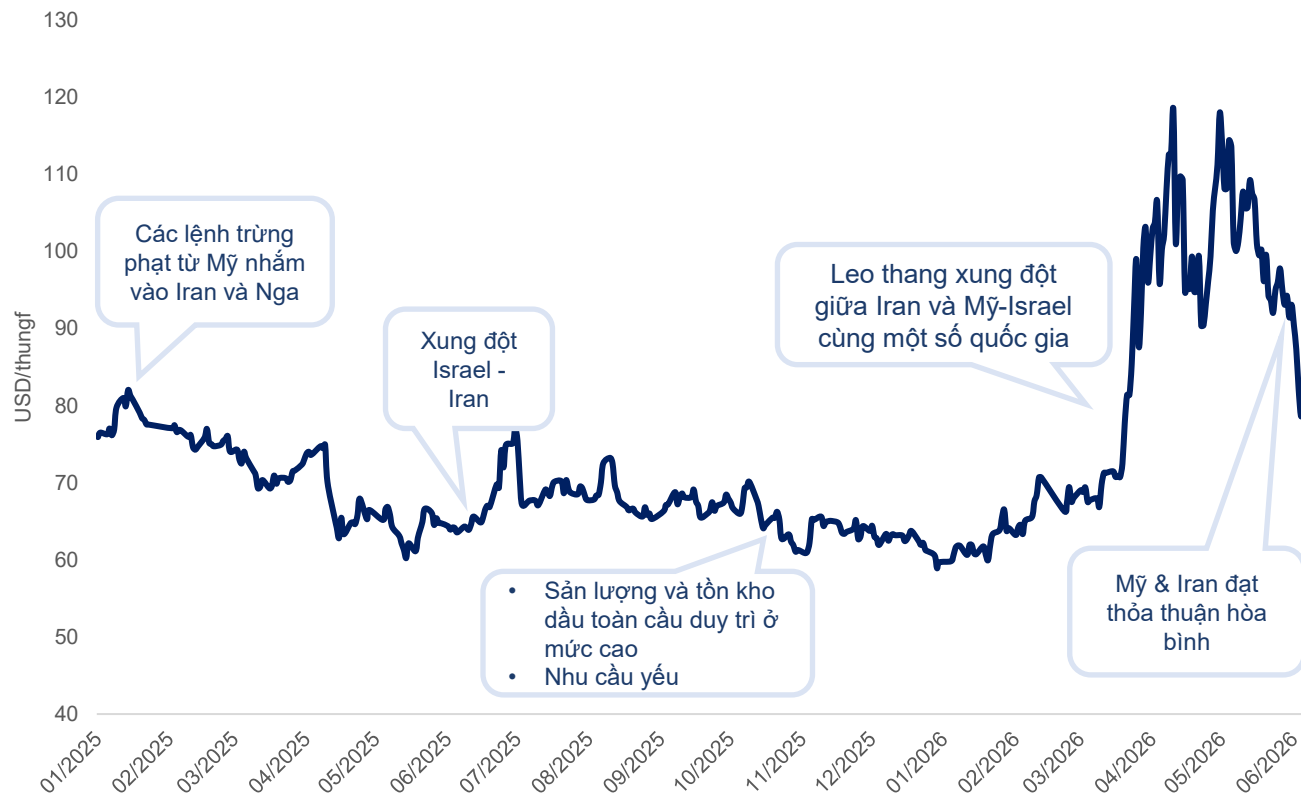
Triển vọng kinh tế thế giới nửa cuối năm đối mặt với ba rủi ro chính: vòng xoáy xung đột địa chính trị khu vực Trung Đông, chính sách bảo hộ thương mại và bong bóng đầu tư vào lĩnh vực AI

- Thỏa thuận ngừng bắn giữa Mỹ và Iran đóng vai trò then chốt trong chính sách tiền tệ nửa cuối năm
- Áp lực lạm phát kéo dài đẩy chính sách tiền tệ toàn cầu đảo chiều
- Cuộc chiến bảo hộ thương mại vẫn tiếp diễn và khó lường
- Tăng trưởng toàn cầu được dự báo sẽ ở mức 2.5% trong năm 2026, thấp nhất kể từ đại dịch Covid-19



Thỏa thuận ngừng bắn giữa Mỹ và Iran đóng vai trò then chốt trong chính sách tiền tệ nửa cuối năm

Kịch bản giá dầu trong nửa cuối năm 2026



Kịch bản tăng giá

Kịch bản cơ sở

Kịch bản giảm giá

- Đàm phán Mỹ–Iran đổ vỡ. Rủi ro địa chính trị Trung Đông gia tăng.
- OPEC+ tiếp tục cắt giảm sản lượng.
- Nhu cầu dầu phục hồi mạnh.
- Thị trường thiếu hụt nguồn cung.
- **Vùng giá: >90 USD/thùng**

- Thỏa thuận Mỹ–Iran được duy trì.
- Dầu Iran quay lại thị trường từng bước.
- OPEC+ tiếp tục điều tiết sản lượng.
- Nguồn cung dần hồi phục nhưng không quá nhanh.
- Nhu cầu dầu tăng trưởng ổn định. Cung cầu duy trì trạng thái cân bằng.
- **Vùng giá: 75-85 USD/thùng**

- Dầu Iran quay lại nhanh hơn dự kiến.
- OPEC+ tăng sản lượng để bảo vệ thị phần.
- Nhu cầu dầu tăng chậm.
- Tồn kho dầu toàn cầu gia tăng.
- Thị trường chuyển sang dư cung.
- **Vùng giá: <70 USD/thùng**

Kịch bản giá dầu dự phóng của một số tổ chức cho năm 2026:

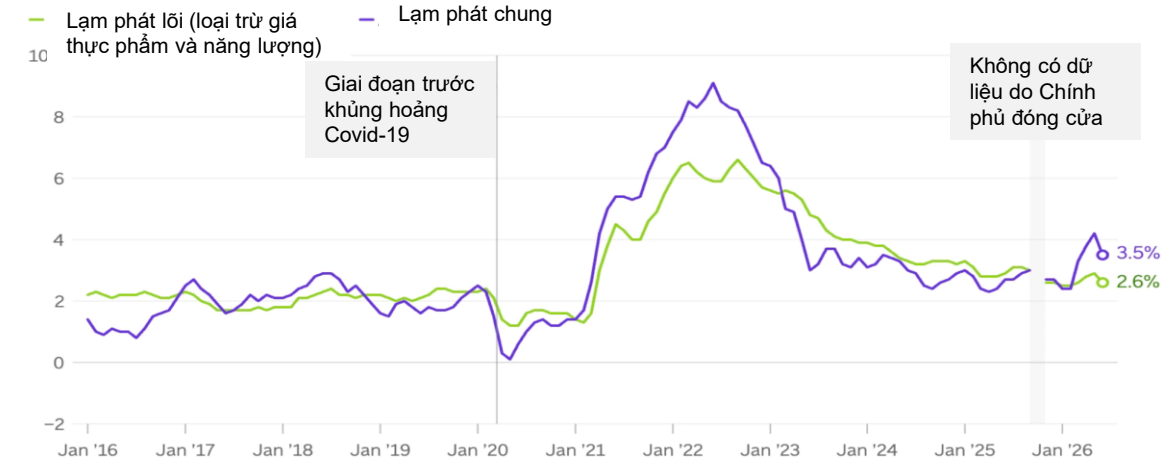
- Barclays: 85 USD/bbl
- Goldman Sachs: 83-85 USD/bbl
- EIA: 89 USD/bbl

• Nguồn: Investing.com, MBS Research

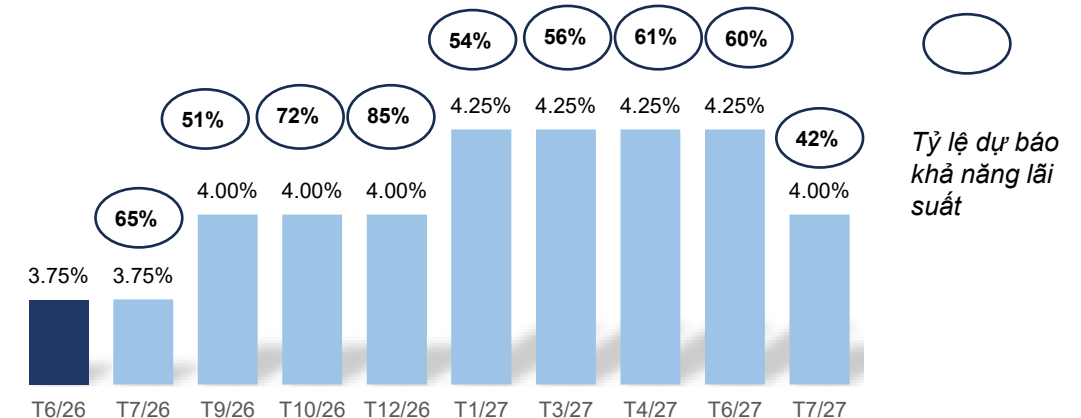
Áp lực lạm phát kéo dài đẩy chính sách tiền tệ toàn cầu đảo chiều

- **Lạm phát thế giới cao hơn về mặt cấu trúc** khó hạ nhiệt, ngoài nguyên nhân do cú sốc giá dầu còn chịu tác động bởi chi phí hạ tầng và điện năng tăng vọt từ "cơn sốt AI", cùng với việc Trung Quốc thoát khỏi tình trạng giảm phát. Chính áp lực lạm phát này đã buộc các ngân hàng trung ương lớn phải chuyển sang lập trường thắt chặt hơn so với đầu năm.
- **Những NHTW đầu tiên khởi động chu kỳ thắt chặt** : NHTW châu Âu vào đầu T6 đã quyết định nâng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản - đánh dấu lần tăng lãi suất đầu tiên kể từ T9/2023. Tại Châu Á, các NHTW đã phải tăng lãi suất nhằm giảm lực tỷ giá. Nhật Bản nâng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản vào 16/6, đưa lãi suất lên 1% – mức cao nhất trong 31 năm , đồng thời dự kiến sẽ tăng lãi suất thêm 25 điểm nữa trong năm nay. Hàn Quốc đã tăng 25 điểm cơ bản trong T7, cao nhất trong vòng 3 năm qua.
- FED đã từ bỏ xu hướng nói lỏng để chuyển sang lập trường trung lập hoặc thắt chặt hơn do lạm phát dai dẳng và kinh tế Mỹ vẫn tăng trưởng mạnh mẽ. Thị trường bắt đầu định giá **khả năng sẽ có một đợt tăng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản ngay trong năm 2026 và một lần nữa vào đầu năm 2027**.
- Tuy nhiên cũng cần lưu ý rằng cuộc bầu cử giữa nhiệm kỳ của Mỹ vào tháng 11 và cuộc tổng bầu cử của Israel cuối tháng 10, đều có thể ảnh hưởng đến thỏa thuận hòa bình ở Trung Đông, và tác động gián tiếp đến giá dầu và các quyết định về lãi suất.

Lạm phát Mỹ khó hạ nhiệt về ngưỡng mục tiêu 2%



Chúng tôi cho rằng Fed sẽ tăng lãi suất 25 điểm cơ bản trong cuộc họp tháng 9 và thêm 1 đợt tăng vào đầu năm 2027



Cuộc chiến bảo hộ Thương mại vẫn tiếp diễn

Cuộc điều tra theo Mục 301 của Đạo luật Thương mại 1974 là công cụ bảo hộ thương mại mạnh mẽ của Mỹ. Cơ quan Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) dùng cơ chế này để cáo buộc các quốc gia đối tác có hành vi thương mại "không hợp lý" và có thể tiến hành áp thuế bổ sung thay thế cho thuế đối ứng

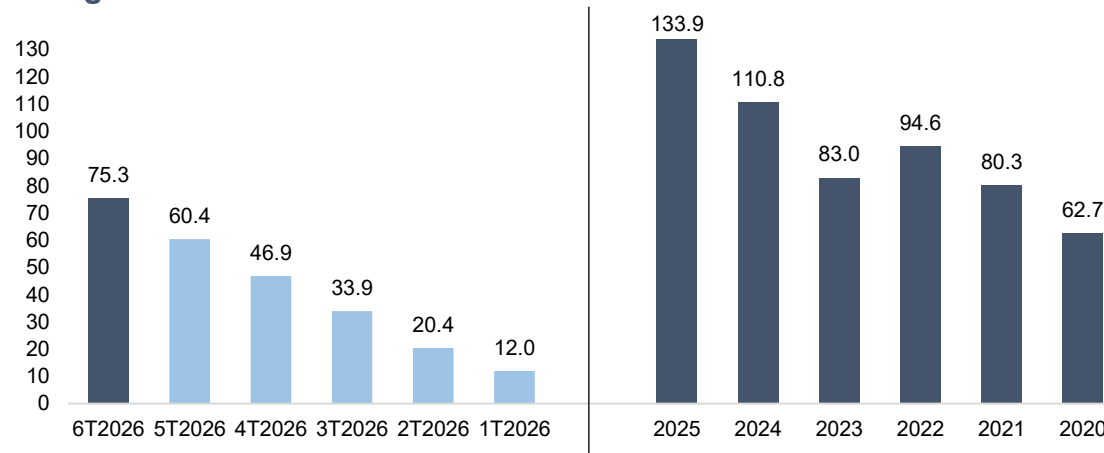
Đối với Việt Nam, USTR đã liên tiếp khởi xướng các cuộc điều tra quan trọng:

- Điều tra về Sở hữu Trí tuệ : USTR xếp Việt Nam vào nhóm "Quốc gia ưu tiên đặc biệt" và điều tra liệu việc chậm giải quyết các quan ngại về bảo hộ bản quyền, xử lý hàng giả, vi phạm trực tuyến
- Điều tra về Lao động Cường bức: Mỹ điều tra 60 nền kinh tế, bao gồm Việt Nam, với cáo buộc không thực thi hiệu quả lệnh cấm nhập khẩu hàng hóa sản xuất bằng lao động cưỡng bức

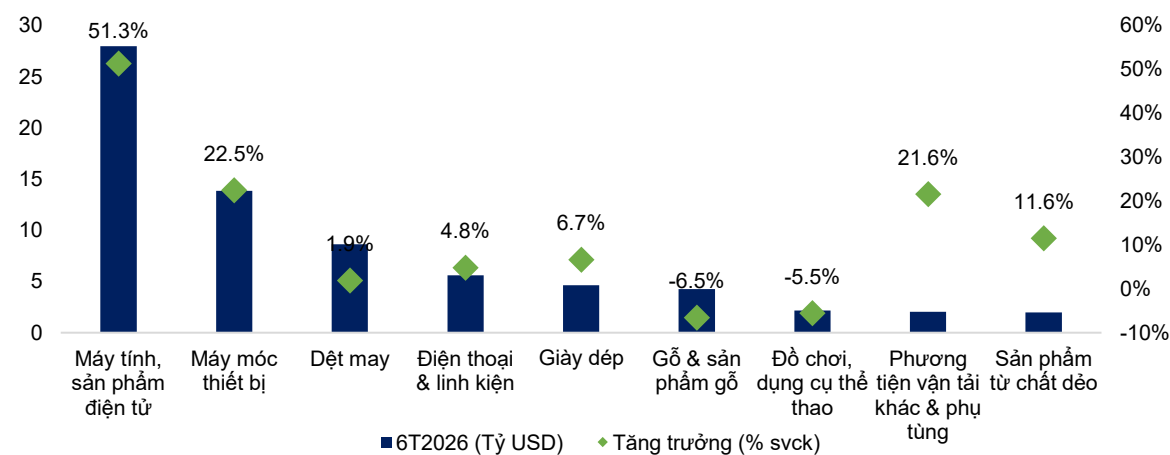
Dự kiến cuối tháng 7, USTR sẽ đưa ra phán quyết cuối cùng. **Trường hợp xấu, các mặt hàng xuất khẩu VN sẽ bị áp thêm 12.5% trên mức thuế MFN thông thường như trước đây, tổng cộng ~22.5%.**

- Chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực chủ yếu đối với các mặt hàng dệt may, da giày, và đồ gỗ khi 3 mặt hàng này chịu sự cạnh tranh với các đối tác khác có thuế suất thấp hơn như Bangladesh (dệt may); Malaysia (đồ gỗ). Đối với các mặt hàng điện tử, tác động trực tiếp không lớn.
- Mặc dù tác động tổng thể đối với Việt Nam không quá lớn song chúng tôi cho rằng đây cũng là một rủi ro cần lưu ý, trong bối cảnh thị trường thiếu vắng các thông tin tích cực, thông tin tiêu cực và khó dự báo sẽ dễ dàng bị khuếch đại.

Thặng dư thương mại Việt Nam – Mỹ tiếp tục tăng lên kỷ lục trong 6 tháng đầu năm



Các mặt hàng có kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ lớn nhất trong 6T2026



Tăng trưởng toàn cầu được dự báo sẽ ở mức 2.5% trong năm 2026, thấp nhất kể từ đại dịch Covid-19

- Nền kinh tế toàn cầu trong 6 tháng đầu năm bị chi phối bởi cú sốc lớn từ xung đột Trung Đông, dẫn đến giá năng lượng tăng mạnh, áp lực lạm phát gia tăng và kỳ vọng chính sách tiền tệ thắt chặt hơn. Tăng trưởng toàn cầu dự báo chậm lại từ mức 2.9% của năm 2025 xuống 2.5% vào năm 2026 – mức thấp nhất kể từ đại dịch COVID-19.
- Mỹ:** Nền kinh tế duy trì sức bền tốt bất chấp cú sốc năng lượng. Tăng trưởng GDP quý I đạt 2.1% nhờ đầu tư tư nhân (đặc biệt trong lĩnh vực AI) và tiêu dùng nội địa. Thị trường lao động ổn định với tỷ lệ thất nghiệp duy trì quanh ngưỡng 4.2% - 4.3% trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, lạm phát có xu hướng tăng trở lại với PCE T5 tăng 4.1% svck – cao nhất kể từ T4/2023 do tác động của giá năng lượng. WB dự báo GDP Mỹ sẽ tăng 2.2% trong năm nay – tương đương so với năm ngoái - khi các tác động tiêu cực của cuộc xung đột lên tăng trưởng kinh tế sẽ được bù trừ bởi chính sách tài khóa nới lỏng và đầu tư mạnh vào AI.
- Trung Quốc** duy trì mức tăng trưởng tương đối ổn định. GDP Q1 tăng 5% svck với động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ xuất khẩu, đặc biệt là các sản phẩm công nghệ và liên quan đến AI, trong khi tiêu dùng và đầu tư tư nhân vẫn khá yếu. Trước bối cảnh này, Chính phủ Trung Quốc được kỳ vọng sẽ tiếp tục đẩy mạnh các biện pháp hỗ trợ tài khóa nhằm duy trì mục tiêu tăng trưởng khoảng 4.2% - 4.5% trong năm 2026.

Dự báo vĩ mô thế giới 2026 - 2027

	2024	2025	2026F	2027F
Thế giới	2.9	2.9	2.5	2.8
Các nước phát triển	1.8	1.8	1.5	1.8
Hoa Kỳ	2.8	2.1	2.2	2.1
Khu vực EU	1.0	1.4	0.8	1.3
Nhật Bản	1.1	0.7	0.9	0.8
Các nước đang phát triển	4.4	4.4	3.6	4.2
Trung Quốc	5.0	5.0	4.2	4.3
Indonesia	5.0	5.1	5.0	5.2
Thái Lan	2.9	2.4	1.7	2.1
Nga	4.9	1.0	0.8	0.7
Brazil	3.4	2.3	1.9	2.0
Ấn Độ	7.1	7.7	6.6	7.2
Nam Phi	0.5	1.1	1.0	1.5
Tăng trưởng thương mại toàn cầu	3.8	4.8	2.9	3.3
Dự báo các chỉ số hàng hóa cơ bản				
Chỉ số hàng hóa cơ bản	105.1	98.4	119.8	104.5
Chỉ số năng lượng	101.5	90.0	119.6	98.4
Giá dầu (US\$/bbl)	80.7	69.0	94.0	76.0
Chỉ số phi năng lượng	112.5	115.4	120.2	116.7

• Nguồn: World Bank, MBS Research



Triển vọng Việt Nam

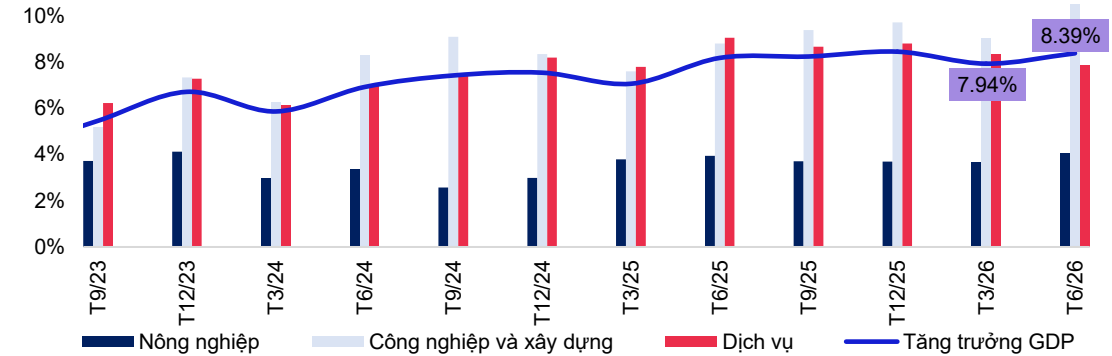
Nền tảng cho mục tiêu tăng trưởng hai chữ số

- Chúng tôi cho rằng xuất khẩu sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 18 - 19%, thâm hụt Thương mại giảm dần xuống còn 5 ~ 7 tỷ trong năm 2026
- Kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công sẽ tăng tốc trong giai đoạn cuối năm
- Bội thu ngân sách tạo dư địa cho chính sách tài khóa mở rộng
- Chúng tôi cho rằng sức ép tỷ giá sẽ tăng lên trong nửa cuối năm nhưng chưa vượt tầm kiểm soát
- Lãi suất sẽ ổn định hơn trong nửa cuối năm song mặt bằng chung sẽ khó giảm mạnh

Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm đạt mức cao nhất kể từ năm 2000

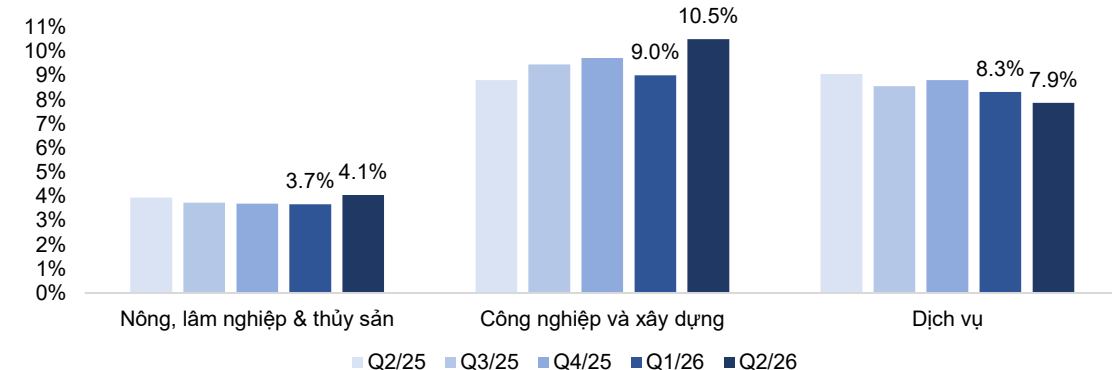
- Bất chấp các thách thức từ biến động toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam vẫn ghi nhận kết quả tích cực với GDP Q1 và Q2 lần lượt tăng 7.94% và 8.39% svck. GDP trong 6T26 tăng 8.18% - cao hơn đáng kể so với mức 7.63% của cùng kỳ năm ngoái và là mức tăng cao nhất kể từ năm 2000. Song, mức này vẫn thấp hơn mục tiêu của kịch bản tăng trưởng năm 2026 đạt 10% (trong đó, mục tiêu tăng trưởng 6 tháng đầu năm là 9.7%).
- Trong 6T26, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 9.81%, đóng góp 47.2% vào mức tăng trưởng chung của toàn nền kinh tế. Mức tăng trưởng tích cực này chủ yếu nhờ: công nghiệp chế biến, chế tạo (+10.23 svck); xây dựng (+9.5% svck); và sản xuất điện (+9.3% svck) – cao hơn so với mức 4.2% của cùng kỳ năm ngoái. Ngành khai khoáng cũng khi nhận mức tăng trưởng khá khi tăng 6.7% svck – cao hơn nhiều so với mức giảm 4.3% của cùng kỳ năm ngoái.
- Khu vực dịch vụ tăng 8.1% svck trong 6T26, đóng góp 47.1%. Trong khi đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3.9%, đóng góp 5.7% vào GDP.
- Theo cập nhật kịch bản tăng trưởng của Cục thống kê, để đạt được mục tiêu tăng trưởng 10% thì GDP Q3, Q4 cần lần lượt tăng 11.16% và 12.09% svck – cao hơn kịch bản NQ01 Chính phủ đặt ra đầu năm từ 1 – 1.7 điểm phần trăm nhằm bù đắp cho phần thiếu hụt của 6 tháng đầu năm.

Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành (% svck)



• Nguồn: Cục thống kê, MBS Research

Tăng trưởng GDP các thành phần kinh tế theo quý (% svck)

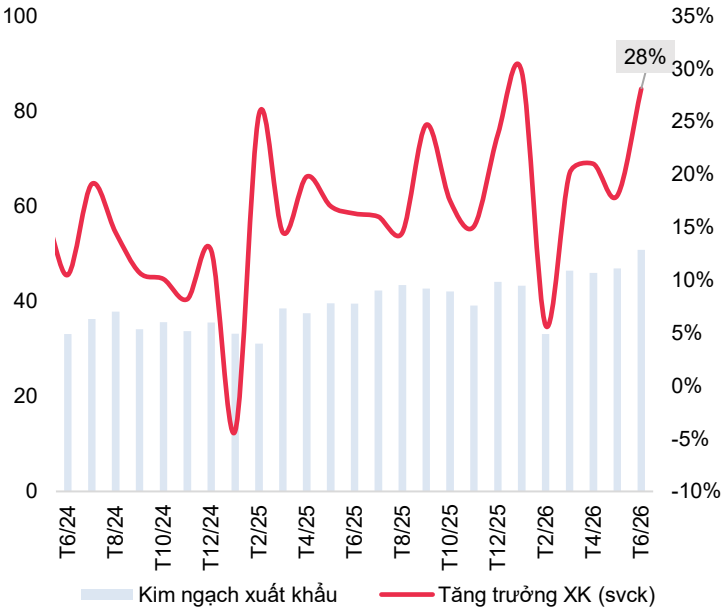


• Nguồn: Cục thống kê, MBS Research

Xuất khẩu Việt Nam tăng trưởng tích cực 21% nhờ làn sóng đầu tư công nghệ

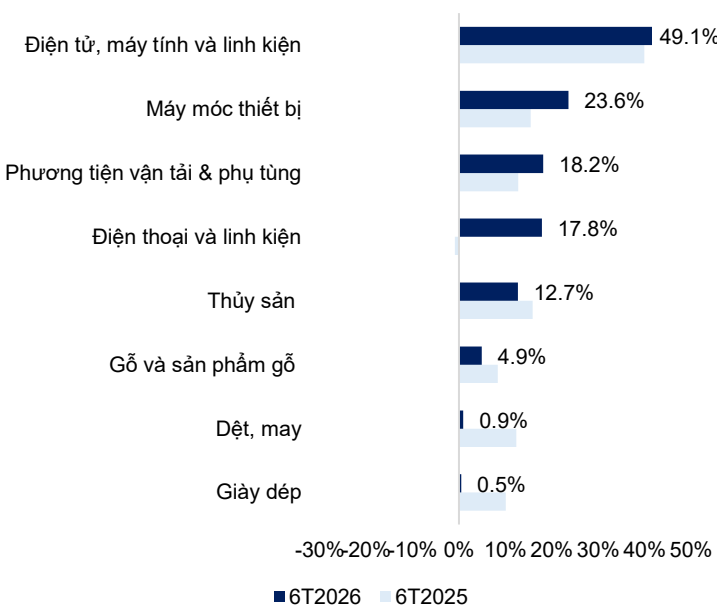
- Trong 6T26, kim ngạch xuất khẩu đạt 266.52 tỷ USD (+21% svck) – cao hơn so với mức tăng trưởng 14.4% của cùng kỳ năm ngoái. Các mặt hàng có mức tăng trưởng cao bao gồm: Chất dẻo nguyên liệu (+57.5% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+49.1% svck); đồ chơi, dụng cụ thể thao (+31.6% svck).
- Về thị trường xuất khẩu: Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 86.5 tỷ USD (+22% svck). Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 37.9 tỷ USD, tăng 30.2% svck – cao hơn nhiều so với mức tăng 4.2% của cùng kỳ năm ngoái. Ngoài ra, kim ngạch xuất khẩu sang EU cũng ghi nhận mức tăng trưởng 2 chữ số khi tăng 16.3% svck, đạt 31.8 tỷ USD.
- Các sản phẩm công nghệ cao tiếp tục là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu, khi 3 nhóm mặt hàng: máy tính, sản phẩm điện tử & linh kiện (+49.1% svck); máy móc thiết bị (+23.6% svck); điện thoại & linh kiện (+17.8% svck) chiếm hơn một nửa tổng kim ngạch xuất khẩu của cả nước trong 6 tháng đầu năm. Trong khi đó, các mặt hàng xuất khẩu truyền thống như: Giày dép, dệt may chỉ tăng nhẹ 0.5% - 0.9% svck, chiếm tỷ trọng ~12%.

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa qua các tháng (Tỷ USD)



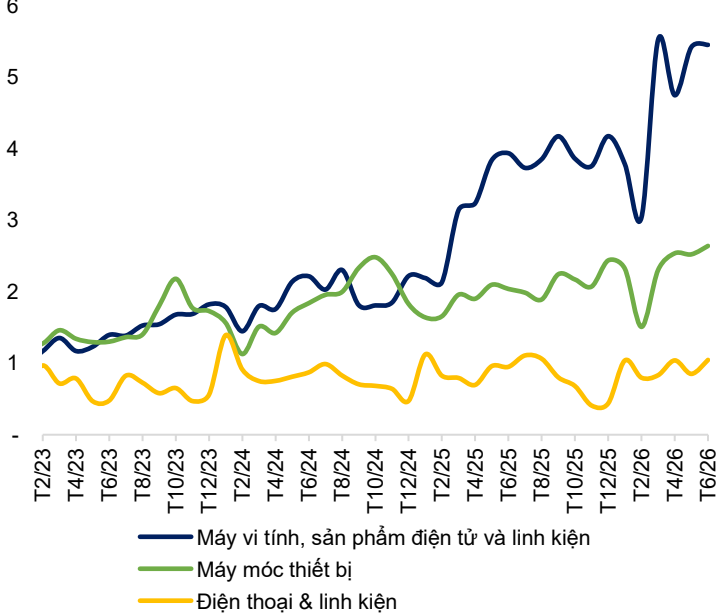
• *Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research*

Tăng trưởng của các mặt hàng xuất khẩu chủ lực trong 6T26 (% svck)



• *Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research*

Giá trị các mặt hàng công nghệ xuất khẩu sang Mỹ hàng tháng tăng mạnh (Tỷ USD)

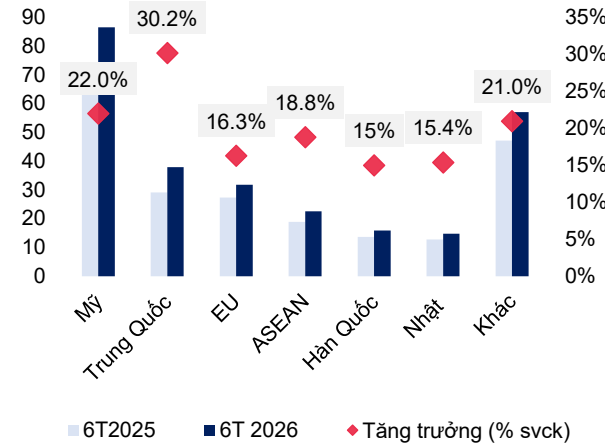


• *Nguồn: Tổng cục Hải quan, MBS Research*

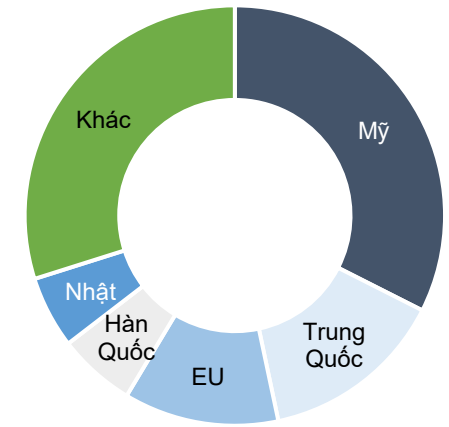
Chúng tôi cho rằng xuất khẩu sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 18 - 19% trong năm 2026

- Trong 6T26, giá trị xuất khẩu từ khu vực FDI đạt hơn 213 tỷ USD (+26% svck) – chiếm 80% tổng kim ngạch xuất khẩu. Hoạt động xuất khẩu của khu vực kinh tế trong nước ghi nhận sự cải thiện tích cực khi bắt đầu tăng trưởng dương trở lại, lần lượt đạt 3.5% và 15% trong T5 và T6. Lũy kế 6T26, giá trị xuất khẩu từ khu vực kinh tế trong nước đạt hơn 53.5 tỷ USD (+4.6% svck) – chiếm 20% tổng kim ngạch, chủ yếu nhờ xuất khẩu sang thị trường TQ tăng mạnh 30%.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng xuất khẩu vẫn sẽ duy trì mức tăng trưởng 18 – 19% trong năm 2026**, nhờ: (1) Chu kỳ đầu tư vào AI vẫn sẽ tiếp tục kéo dài trong vài quý tới bất chấp các lo ngại về lãi suất tăng. Tổng vốn đầu tư của Alphabet, Amazon, Meta và Microsoft dự kiến tăng gấp đôi trong năm 2026. Ngoài nhu cầu thương mại, căng thẳng địa chính trị gia tăng trên toàn cầu đang thúc đẩy các quốc gia theo đuổi AI chủ quyền (sovereign AI), khi các chính phủ ngày càng xem hạ tầng AI và năng lực bán dẫn là ưu tiên chiến lược mang tính sống còn đối với an ninh quốc gia. (2) XK khu vực kinh tế trong nước tăng trở lại nhờ chiến lược đa dạng hóa thị trường như: EU, Hàn Quốc, trong đó Trung Quốc đóng vai trò chủ lực đối với mặt hàng nông, lâm thủy sản.
- Rủi ro: gia tăng chi phí vận chuyển, năng lượng gián đoạn chuỗi cung ứng, một số mặt hàng XK chủ lực của Việt Nam như dệt may, da giày, đồ gỗ sẽ chịu thuế cáo hơn theo cuộc điều tra theo Mục 301 của Đạo luật Thương mại 1974 (Mỹ).

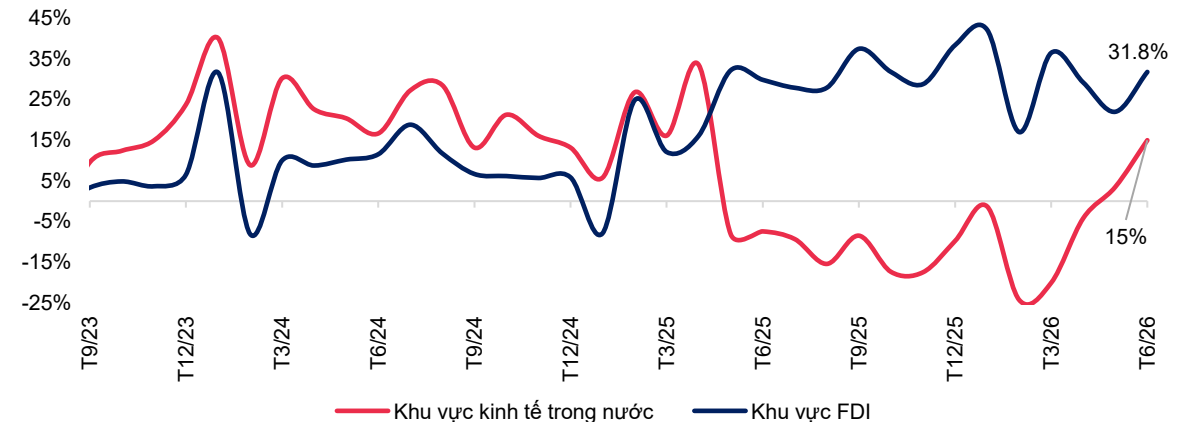
Tăng trưởng xuất khẩu theo từng thị trường trong 6T26 (Tỷ USD)



Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu trong 6T26



Tăng trưởng xuất khẩu theo tháng của doanh nghiệp nội địa và FDI (% svck)

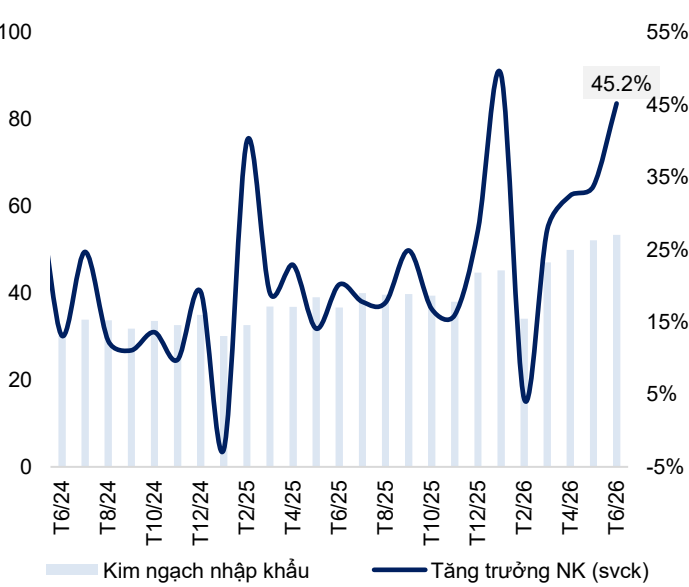


• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Nhập khẩu tăng mạnh 33.4% trong 6 tháng đầu năm khi nhu cầu nhập khẩu điện tử, linh kiện, và chi phí vận chuyển tăng

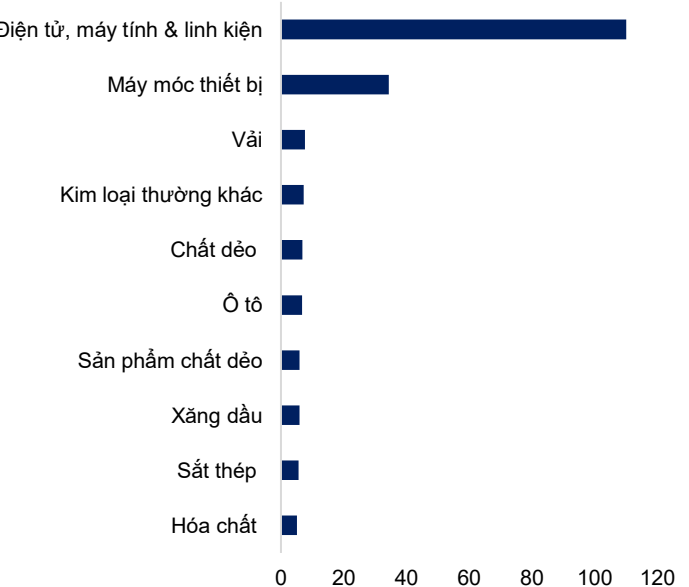
- Trong 6T26, kim ngạch nhập khẩu đạt 283.17 tỷ USD (+33.4% svck). Trong đó, nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Sản phẩm khác từ dầu mỏ (+83.8% svck); xăng dầu (+73.5% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+62% svck); máy móc thiết bị (+22.9% svck). Các mặt hàng liên quan đến xăng dầu ghi nhận đà tăng trưởng mạnh, được thúc đẩy nhờ giá năng lượng thế giới tăng cao, và một phần nhờ xu hướng tăng cường tích trữ hàng tồn kho của các doanh nghiệp dầu khí. Nhóm máy tính, linh kiện điện tử, máy móc thiết bị tăng mạnh trong bối cảnh nhiều dự án công nghệ của các tập đoàn lớn như Samsung, LG, Intel,... đang được mở rộng.
- Về thị trường, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm 40.7% tổng kim ngạch), ghi nhận mức tăng trưởng 36% svck. Đáng chú ý, kim ngạch nhập khẩu từ Hàn Quốc ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng khi tăng 49% svck (cùng kỳ năm ngoái tăng 5.5%). Bên cạnh đó, kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ cũng đạt mức tăng trưởng hai chữ số khi tăng 26.7% svck. Các mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: máy móc thiết bị (+52.1% svck); gỗ & sản phẩm gỗ (+59.7% svck); đậu tương & rau quả (+43.5% svck). Qua đó, cho thấy nỗ lực của Việt Nam trong việc thu hẹp mức thặng dư thương mại với Mỹ nhằm giảm thiểu rủi ro thuế quan.

Nhập khẩu tăng mạnh 45.2% svck trong T6/2026, lũy kế 6T tăng 33.4% svck



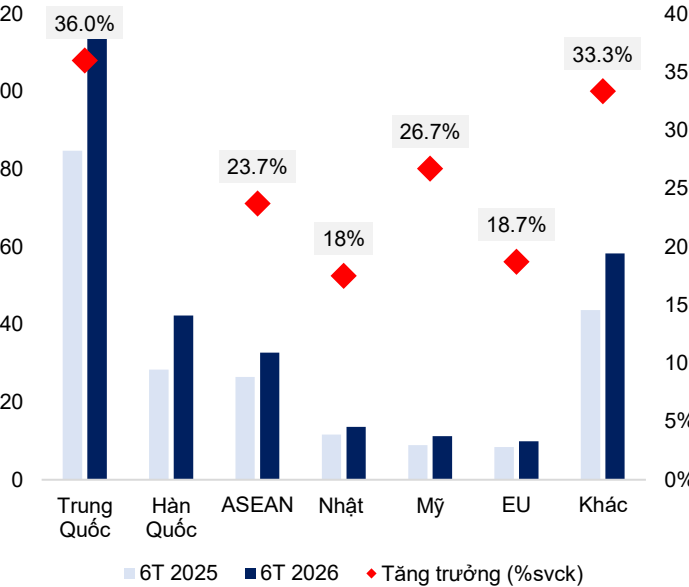
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Các mặt hàng nhập khẩu có giá trị lớn nhất trong 6T2026 (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Thị trường nhập khẩu của Việt Nam trong 6T2026 (Tỷ USD)

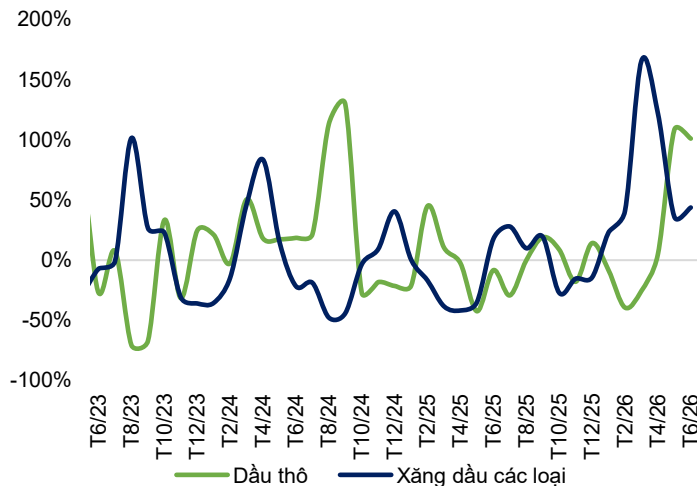


Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Nhập khẩu dự báo sẽ tăng 24% – 26% trong năm 2026, thâm hụt thương mại hàng hóa ước đạt 5 – 7 tỷ USD

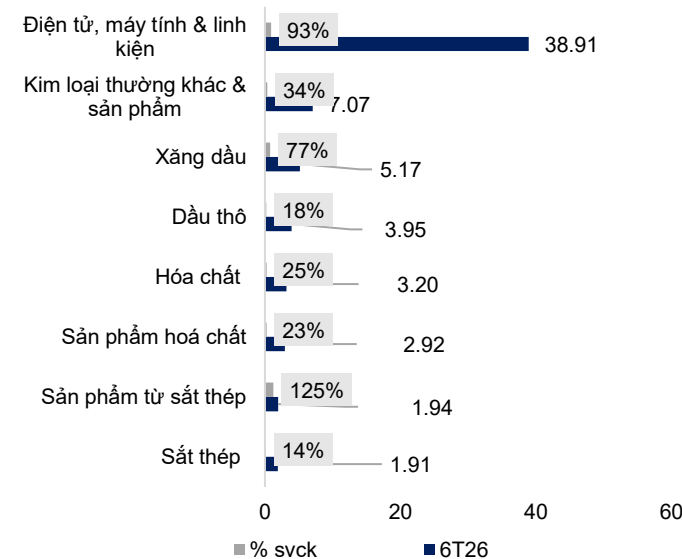
- Tăng trưởng NK sẽ hạ nhiệt trong những tháng cuối năm do: (1) giảm nhập khẩu các mặt hàng linh kiện điện tử theo chu kỳ mùa vụ, (2) giảm nhập khẩu xăng dầu và dầu thô khi cú sốc năng lượng dần hạ nhiệt. Tuy nhiên, nhập khẩu trong năm nay dự kiến vẫn sẽ ở mức cao trong bối cảnh: (1) Chi phí vận chuyển tăng mạnh. (2) Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục xu hướng tăng nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ để thu hẹp mức thặng dư thương mại với nước này. (3) Nhu cầu nhập khẩu máy móc thiết bị, dây chuyền công nghệ dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh nhằm phục vụ cho mở rộng sản xuất, đầu tư hạ tầng.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm, Việt Nam ghi nhận mức thâm hụt thương mại 16.65 tỷ USD (cùng kỳ năm ngoái thặng dư 7.95 tỷ USD). 6T26, khối FDI ghi nhận thặng dư thương mại gần 8.3 tỷ USD (-63% svck), trong khi khối DN trong nước thâm hụt tới gần 25 tỷ USD (+72% svck). Tuy nhiên, khi nhập khẩu hạ nhiệt dần vào các tháng cuối năm theo chu kỳ, **thâm hụt thương mại sẽ thu hẹp lại, cả năm 2026 ước khoảng 5 - 7 tỷ USD.**

Kim ngạch nhập khẩu dầu thô, xăng dầu các loại ghi nhận mức tăng trưởng mạnh sau chiến sự Trung Đông bắt đầu (% svck)



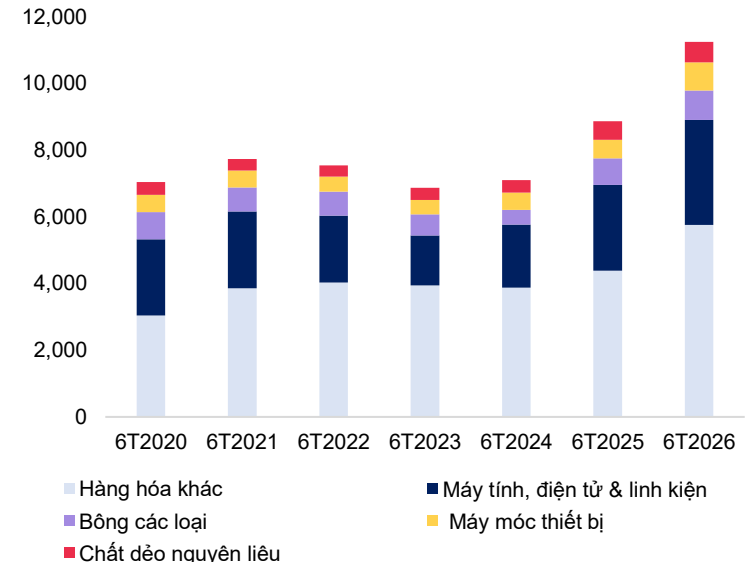
• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Các mặt hàng có tăng giá trị nhập siêu trong 6T26



• Nguồn: Tổng cục Hải quan, MBS Research

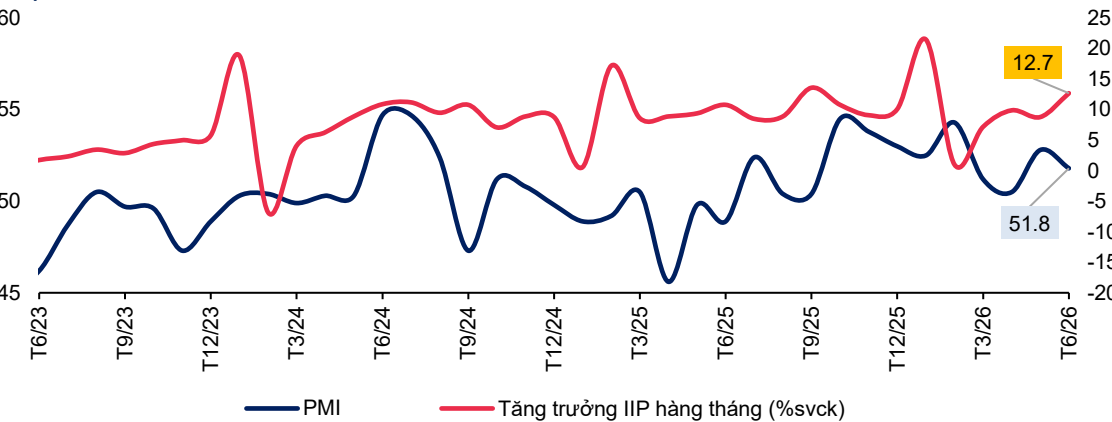
Việt Nam tích cực gia tăng nhập khẩu từ Mỹ trong 6 tháng đầu năm (Triệu USD)



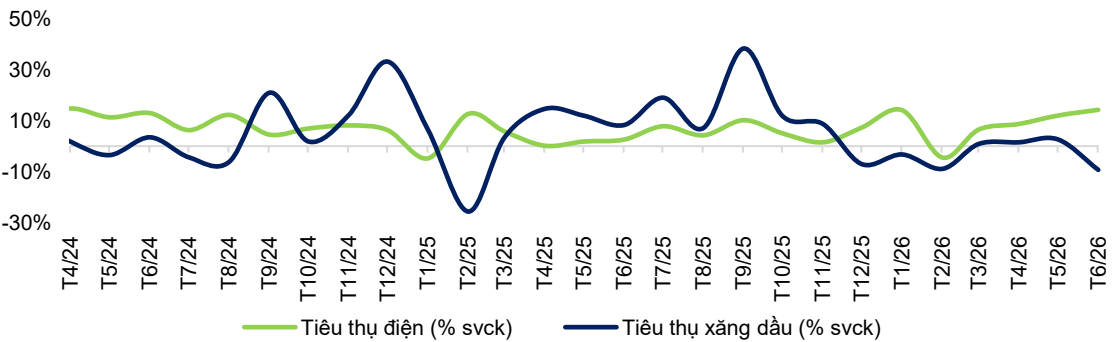
• Nguồn: Tổng cục Hải quan, MBS Research

Sản xuất công nghiệp giữ nhịp tăng trưởng ổn định trong bối cảnh hoạt động thương mại diễn ra sôi động

Hoạt động sản xuất công nghiệp duy trì đà tăng trưởng tích cực, với chỉ số IIP T6 bật tăng 12.7% svck trong bối cảnh xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ và nhu cầu khách hàng dần cải thiện. Lũy kế 6T26, chỉ số IIP tăng 10.8% svck - mức cao nhất kể từ năm 2019. Cùng với đó, chỉ số PMI đã duy trì ở trên ngưỡng 50 điểm 12 tháng liên tiếp, đến T6 ở mức 51.8 điểm.



Sản lượng tiêu thụ điện +9.9% svck, tiêu thụ xăng dầu -2.9% svck trong 6T26



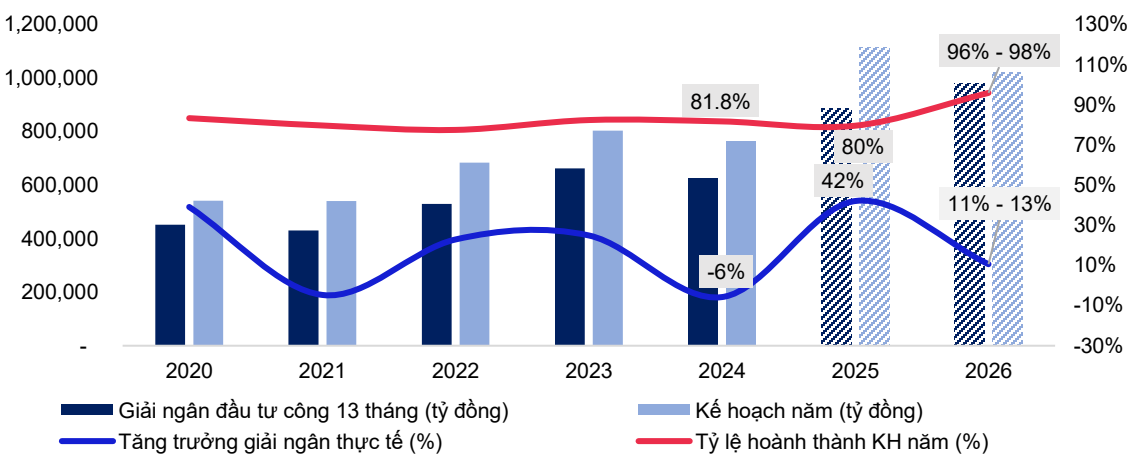
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) +10.8% svck trong 6T26. Trong đó, chế biến chế tạo +11.4% svck, nhờ: Sản xuất kim loại (+21.5% svck); xe có động cơ (+17.7% svck); sản xuất đồ uống (+15.4% svck). Ngành sản xuất điện cũng tăng 9.6% svck – cao hơn mức 4.5% của cùng kỳ năm ngoái.

Ngành	T1	T2	T3	T4	T5	T6	6T2026
Toàn ngành công nghiệp	21.5%	1.0%	7.2%	9.9%	8.8%	12.7%	10.8%
Công nghiệp chế biến, chế tạo	23.6%	2.3%	7.9%	10.0%	9.0%	12.6%	11.4%
Kim loại	35.4%	32.5%	8.7%	14.8%	21.3%	27.3%	21.5%
Xe có động cơ	36.6%	5.3%	12.5%	23.6%	21.9%	20.5%	17.7%
Sản xuất đồ uống	26.1%	14.7%	12.6%	15.6%	12.8%	16.6%	15.4%
Hoá chất và sản phẩm hoá chất	35.2%	7.8%	21.8%	24.8%	8.3%	4.0%	14.8%
Sản phẩm từ cao su và plastic	25.8%	-3.9%	5.6%	12.1%	15.0%	15.3%	11.8%
Thuốc	23.4%	-9.0%	-9.3%	7.1%	23.2%	29.6%	11.5%
Gỗ & sản phẩm từ gỗ	21.7%	4.3%	-1.6%	7.1%	18.8%	18.7%	11.5%
Sản xuất, chế biến thực phẩm	17.7%	6.5%	12.5%	10.6%	9.8%	11.9%	11.1%
Thủy sản	23.7%	11.8%	20.0%	16.8%	15.5%	18.7%	18.2%
Chế biến thức ăn chăn nuôi	18.7%	9.2%	8.1%	12.4%	5.9%	9.1%	9.9%
Chế biến sữa	13.4%	-4.4%	10.3%	3.9%	-3.5%	5.8%	4.3%
Máy tính và sản phẩm điện tử	20.9%	-2.1%	6.5%	8.9%	6.6%	12.1%	10.9%
Giấy & sản phẩm từ giấy	31.9%	8.7%	1.8%	10.1%	11.1%	12.5%	10.6%
Máy móc thiết bị	4.9%	-19.6%	16.7%	24.3%	9.3%	19.6%	10.2%
Dệt may	16.3%	3.6%	6.4%	12.8%	9.5%	13.0%	10.0%
Thiết bị điện	21.1%	-6.9%	6.1%	5.6%	7.8%	5.9%	6.0%
Than cốc, sản phẩm dầu mỏ tinh chế	9.3%	1.8%	4.9%	5.8%	3.9%	2.9%	4.1%
Sản xuất da & các sản phẩm từ da	20.5%	7.4%	5.2%	4.4%	3.4%	5.8%	4.0%
Phân bón	3.6%	-13.0%	4.8%	1.6%	-3.1%	-9.4%	-3.8%
Xử lý nước	13.6%	-5.6%	11.2%	7.1%	8.7%	8.7%	8.9%
Sản xuất và phân phối điện	14.1%	-4.5%	4.6%	10.9%	8.5%	16.6%	9.6%
Khai khoáng	10.3%	5.4%	4.7%	4.0%	6.0%	8.8%	5.8%

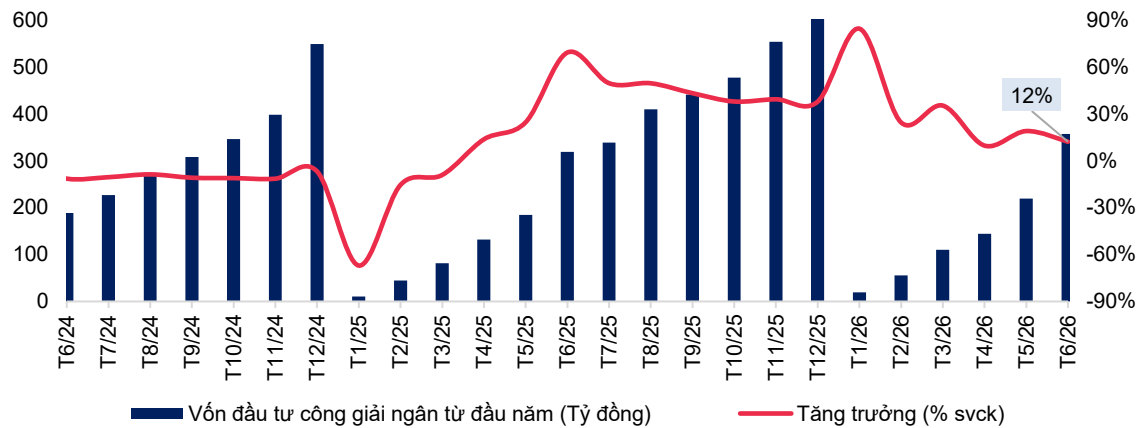
Giải ngân đầu tư công tăng tốc trong giải đoạn cuối năm

- Theo số liệu của Bộ Tài chính, tính đến ngày 30/6/2026, tổng vốn đầu tư công đã được giải ngân đạt gần 357 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 34.9% kế hoạch năm và 35.4% kế hoạch do Thủ tướng Chính phủ giao. So với cùng kỳ năm 2025, kết quả giải ngân cao hơn khoảng hơn 38.3 nghìn tỷ đồng về số tuyệt đối nhưng lại thấp hơn 0.5% về tỷ lệ.
- Theo Bộ tài chính, tiến độ giải ngân trong các tháng đầu năm chưa có sự bứt tốc rõ nét do tình trạng thiếu hụt vật liệu xây dựng như đất đắp, cát và đá diễn ra ở nhiều địa phương, trong khi chi phí nhiên liệu và vận chuyển tăng cao, khiến tổng mức đầu tư bị đội lên khiến buộc phải điều chỉnh dự án hoặc hợp đồng, do đó làm chậm tiến độ thực hiện.
- Từ nay đến cuối năm, áp lực lên tiến độ giải ngân vốn đầu tư công đến cuối năm 2026 là rất lớn khi lượng vốn cần giải ngân còn khoảng gần 666 nghìn tỷ đồng để giải ngân 100% kế hoạch. Song, tốc độ giải ngân vốn đầu tư công được kỳ vọng sẽ tăng tốc về cuối năm. Để đốc thúc tiến độ giải ngân, Chính phủ dự kiến thí điểm phương án chấm điểm KPI trong giải ngân đầu tư công từ T7-T9.
- Trong bối cảnh thâm hụt thương mại gia tăng và tiêu dùng nội địa chưa khởi sắc rõ nét do áp lực lạm phát, đầu tư công tiếp tục giữ vai trò quan trọng đối với mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng của năm 2026. Do đó, chúng tôi cho rằng tốc độ giải ngân đầu tư công sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong thời gian tới với kỳ vọng tỷ lệ giải ngân có thể đạt 96% - 98% kế hoạch, tương đương với khoảng 982 – 1002.3 nghìn tỷ đồng (+11% - 13% svck).

Tỷ lệ hoàn thành giải ngân vốn đầu tư giai đoạn 2020-2025 và kế hoạch 2026



Tính đến cuối tháng 6, giải ngân đầu tư công tăng 12% svck



• *Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research*

Các dự án chiến lược đầu tư bằng vốn ngân sách trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 - 30

Dự án	TMĐT (Tỷ VNĐ)	Hình thức đầu tư	Chủ đầu tư và đơn vị thi công	Quy mô	Tiến độ triển khai
5 dự án metro tại HN	1,315,256	Dự kiến vốn ngân sách và PPP	Toàn bộ dự án Chủ đầu tư: Ban Quản lý đường sắt đô thị Hà Nội Tổng thầu: Vinhomes - Vinspeed	304 km	Dự án khởi công năm 2026 và dự kiến hoàn tất vào 2030
Tuyến số 1: Thường Tín - sân bay Nội Bài	389,527	Chưa xác định		81 km	Hành lang kinh tế chủ đạo Bắc - Nam, kết nối trực tiếp các đầu mối giao thông quốc gia
Tuyến số 2: Sân bay Nội Bài - sân vận động Hùng Vương	271,708	Chưa xác định		57 km	Kết nối Cảng hàng không quốc tế Nội Bài với lõi di sản kinh tế - văn hóa trung tâm
Tuyến số 8: Hòa Lạc - Dương Xá	317,393	Chưa xác định		91 km	Kết nối khu khoa học công nghệ Hòa Lạc với các trung tâm sản xuất và logistics năng động tại phía Đông
Tuyến số 10: Đông Anh - Times City	206,786	Chưa xác định		43 km	Vành đai giao thông kết nối các đô thị và các cực tăng trưởng mới, giảm áp lực lên hệ thống giao thông nội đô
Tuyến số 14: Cầu Thăng Long - Gia Lâm	129,842	Chưa xác định		32 km	Kết nối khu vực phía Tây với các đại đô thị đa mục tiêu phía Đông, tạo ra chuỗi giá trị đô thị hiện đại
Đường cao tốc:					
Đường Vành đai 4 (TP.HCM)	120,400	BOT và vốn ngân sách	Đơn vị thi công: Becamex IDC, Đèo Cả Group,....	159 km	GPMB kể từ Q2/26 và khởi công trong 2026. Hoàn tất dự án năm 2028
Đường Vành đai 3 (TP.HCM)	75,400	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công: CIENCO4, Tổng công ty Xây dựng số 1 (CC1), Tập đoàn Hòa Bình,...	76,3 km	Hiện tại đạt 90% xây dựng, hoàn thành trong 2026
Cao tốc Quy Nhơn - Pleiku	43,200	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công: CTCP Lizen (LCG) – CTCP 471 (C71) – CTCP Tập đoàn Trí Nam và Liên danh Vinaconex – Trường Long – New Sun,...	125 km	Dự kiến hoàn tất GPMB vào Q3/26 và khai thác từ năm 2029
Đường sắt:					
Đường sắt HN - HP - LC	203,000	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công: Chưa công bố	400 km với 18 ga	Đang trong quá trình thiết kế, GPMB dự kiến hoàn tất dự án vào 2030
Metro Bến Thành - Tham Lương	55,000	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công : Thaco	12 km	Khởi công 2026, hoàn tất năm 2028
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,700,000	Đang lựa chọn hình thức	Đơn vị thi công: Chưa công bố	1,541 km với 23 ga	Đang trong quá trình lựa chọn hình thức đầu tư, thiết kế, dự kiến xây dựng từ 2026 và hoàn tất toàn tuyến 2035

• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

FDI đăng ký mới và đầu tư khu vực tư nhân tích cực trở lại

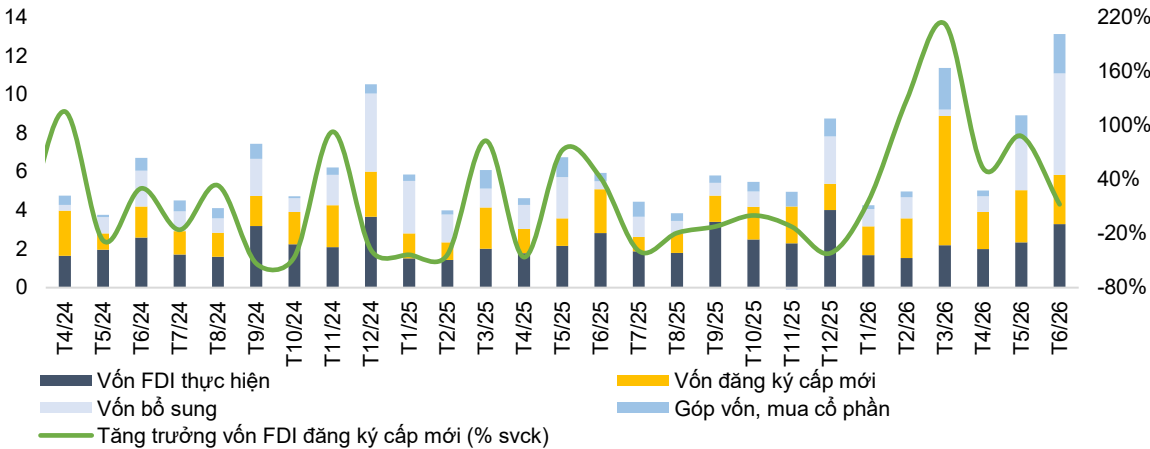
Vốn đầu tư FDI:

- Trong 6 tháng đầu năm, tổng vốn FDI thực hiện đạt 13.03 tỷ USD (+11.2% svck), đánh dấu mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây.
- Vốn FDI đăng ký cấp mới trong 6T26 đạt 17.39 tỷ USD (+87.2% svck). Đây là tín hiệu tích cực, cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục coi Việt Nam là điểm đến đầu tư hấp dẫn. Bên cạnh đó, giá trị góp vốn và mua cổ phần cũng đạt gần 6.22 tỷ USD (+90% svck), phản ánh hoạt động này vẫn diễn ra sôi nổi với quy mô lớn. Vốn đăng ký điều chỉnh trong 6T26 đạt 11.04 tỷ USD (+24% svck).
- Nguồn vốn FDI đăng ký cấp mới trong 6 tháng đầu năm chủ yếu đến từ Singapore (+204.2% svck), Hàn Quốc (gấp 23.4 lần svck), và Nhật Bản (+44.7% svck).
- Xét theo lĩnh vực, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo dẫn đầu khi thu hút 10.76 tỷ USD (chiếm 62% tổng vốn đăng ký cấp mới). Một số dự án nổi bật bao gồm: Dự án nhà máy nhiệt điện LNG Huỳnh Lập (2.2 tỷ USD); Dự án Samsung Electro-mechanics Việt Nam số 2 (1.2 tỷ USD); Trung tâm dữ liệu AI tại KNC Tân Phú (2.1 tỷ USD),...

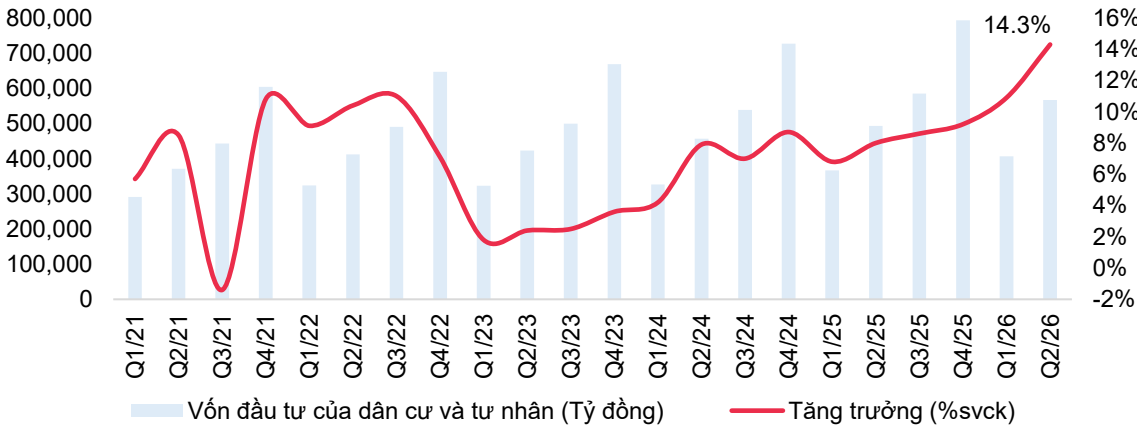
Vốn đầu tư khu vực tư nhân:

- Vốn đầu tư của tư nhân trong Q2/26 đạt hơn 566.9 nghìn tỷ đồng (+14.3% svck). Trong 6 tháng đầu năm, cả nước ghi nhận gần 111.7 nghìn doanh nghiệp mới thành lập (+22.5% svck) với tổng số vốn đăng ký hơn 1.3 triệu tỷ đồng (+64.8% svck).

Tổng vốn FDI qua các tháng trong giai đoạn 2024 – 2026 (Tỷ USD)



Dòng vốn đầu tư FDI khởi sắc trong 6 tháng đầu năm

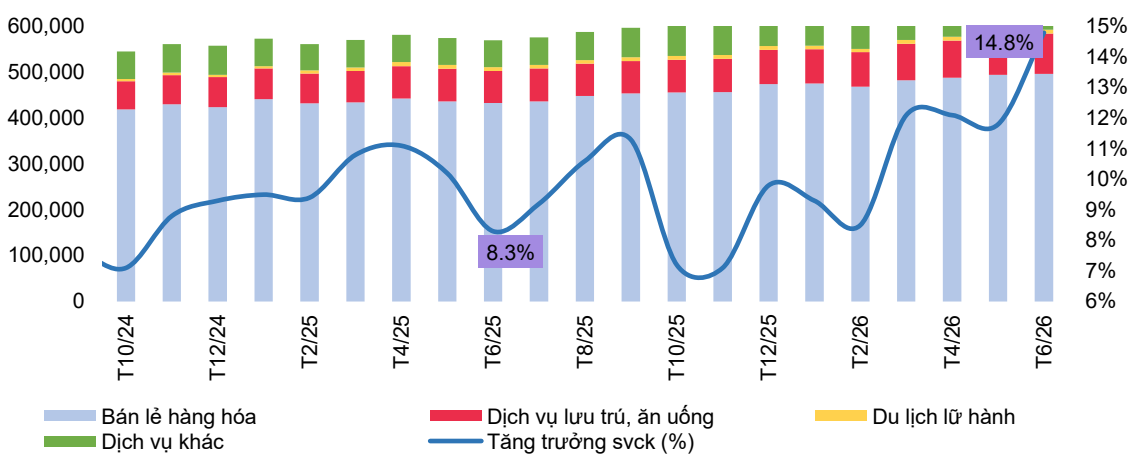


• *Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research*

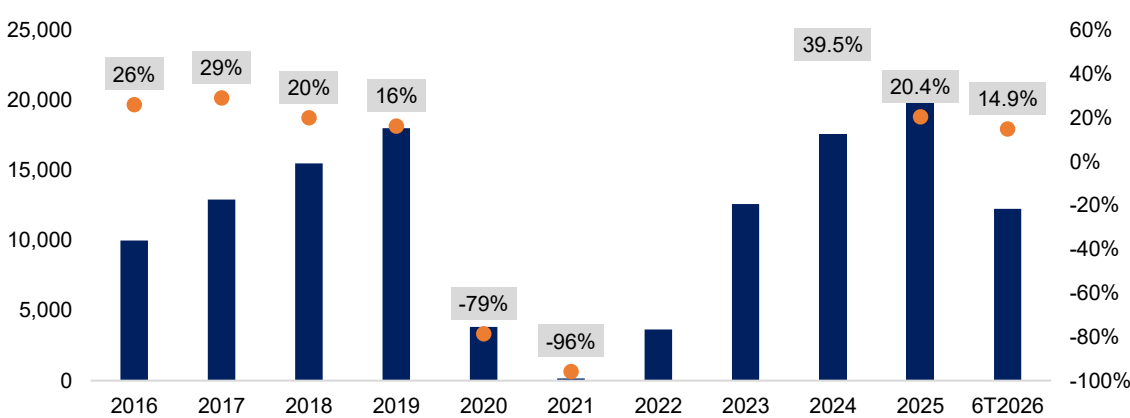
Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Tỷ đồng)

- Lũy kế 6T26, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 12.9% svck. Tuy nhiên, nếu loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng thực tế chỉ đạt 7.3% - tăng nhẹ so với mức 7.2% của cùng kỳ năm ngoái.
- Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 12.5% svck; doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 15.6% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 15% svck. Trong 6 tháng đầu năm, Việt Nam thu hút được 12.3 triệu lượt khách (+14.9% svck) - hoàn thành gần 50% mục tiêu đón 25 triệu lượt khách quốc tế trong năm 2026 của ngành du lịch, qua đó tạo nền tảng thuận lợi để bứt phá trong những tháng cuối năm.
- Mặc dù vẫn còn những thách thức hiện hữu đối với tiêu dùng nội địa trong năm nay trong bối cảnh áp lực lạm phát gia tăng khiến xu hướng “thắt lưng buộc bụng” gia tăng. Theo khảo sát của NielsenIQ, năm 2025 chỉ khoảng 43% người được hỏi cho biết họ thắt chặt chi tiêu, thì đến năm 2026, con số này đã tăng lên 57%. Song, chúng tôi cho rằng tiêu dùng nội địa sẽ giữ được đà tăng trưởng ổn định đến cuối năm, tăng trưởng lũy kế đạt ~11-12% nhờ: (1) sản xuất và đầu tư công tăng tốc sẽ thúc đẩy số lượng việc làm trong các lĩnh vực thâm dụng lao động; (2) các chính sách tài khóa hỗ trợ như: kéo dài giảm thuế VAT 8% đến 2026, giảm học phí, nâng mức giảm trừ gia cảnh đối với người nộp thuế lên 15.5 triệu đồng/tháng và mức giảm trừ đối với mỗi người phụ thuộc là 6.2 triệu đồng/tháng sẽ hỗ trợ cho tiêu dùng nội địa; (3) sự phục hồi mạnh mẽ của lĩnh vực du lịch.

Tiêu dùng nội địa được kỳ vọng tăng trưởng 11% – 12% trong năm 2026



Tổng lượng khách du lịch tới Việt Nam (Nghìn lượt người)

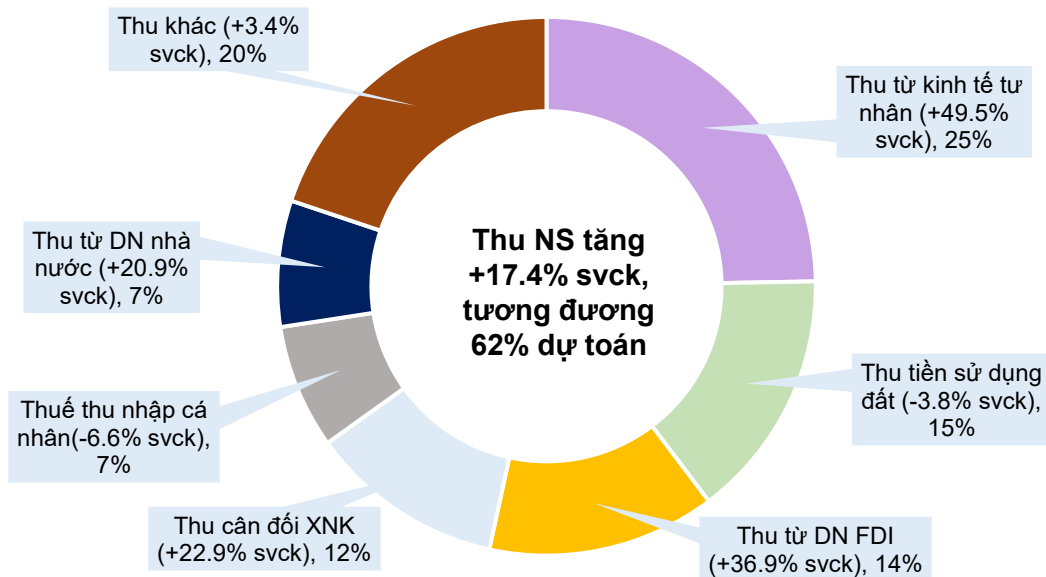


• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Chính sách tài khóa: Bội thu ngân sách tạo dư địa cho chính sách tài khóa mở rộng

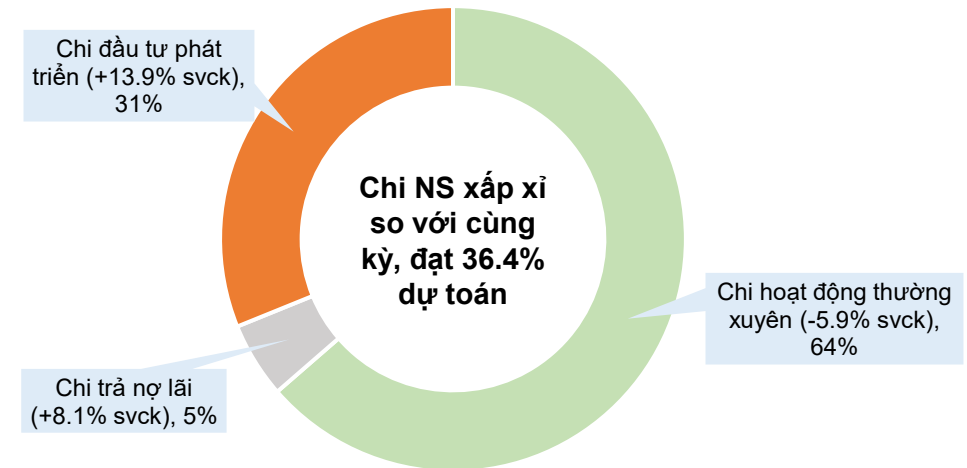
- Trong 6T26, thu ngân sách nhà nước ước đạt hơn 1.5 triệu tỷ đồng (+17.4% svck), tương đương 62% dự toán năm. Trong đó, nguồn thu nội địa tiếp tục đóng vai trò chủ lực với hơn 1.3 triệu tỷ đồng (+16.5% svck). Song, mức tăng trưởng này thấp hơn nhiều so với mức tăng 28.3% của cùng kỳ năm trước, cho thấy động lực từ các nguồn thu thuế trong nước bắt đầu giảm tốc. Việc này diễn ra trong bối cảnh Nhà nước mở rộng các chính sách miễn, giảm thuế như: giảm thuế MFN đến hết T6, thuế bảo vệ môi trường và một số khoản phí, lệ phí nhằm hỗ trợ sản xuất kinh doanh và bình ổn thị trường.
- Tổng chi NSNN 6T26 đạt hơn 1.1 triệu tỷ đồng, tương ứng 36.4% dự toán và đi ngang so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó chi đầu tư phát triển tăng 13.9% svck, chiếm tỷ trọng 31.1%, chi hoạt động thường xuyên giảm 5.9% svck, chiếm 63.5% tỷ trọng chi ngân sách.
- Kết thúc 6 tháng đầu năm 2026, ngân sách nhà nước bội thu hơn 419 nghìn tỷ đồng (+82.1% svck).

Cơ cấu tổng thu ngân sách nhà nước trong 6T26



• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Cơ cấu tổng chi ngân sách nhà nước trong 6T26

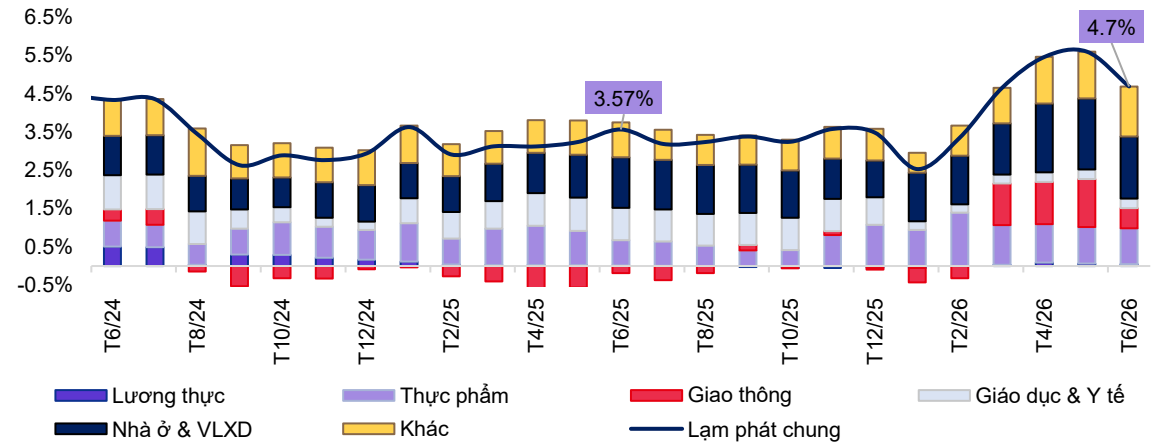


• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

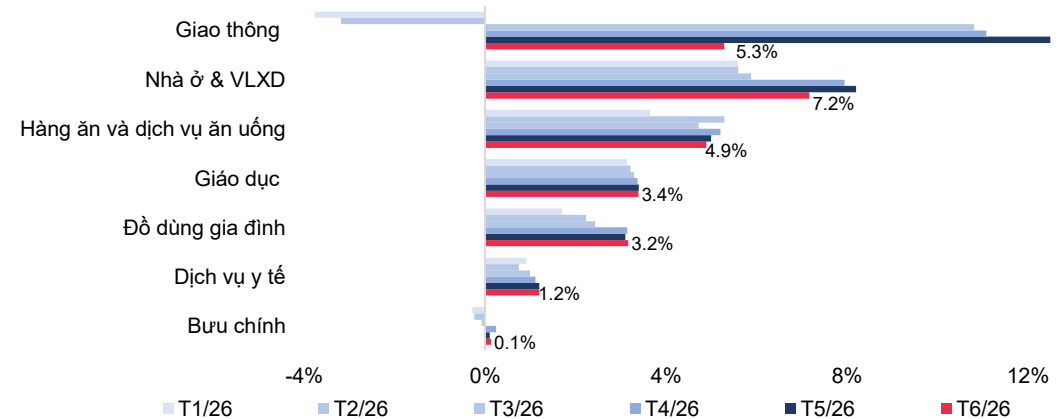
Lạm phát trong 6T26 tiệm cận ngưỡng giới hạn của Chính phủ dưới áp lực giá năng lượng

- Khi xung đột khu vực Trung Đông leo thang vào cuối tháng 2/2026, giá năng lượng thế giới lập tức tăng vọt, cụ thể trung bình giá dầu Brent trong nửa đầu T3 đã tăng 31.3% so với cùng kỳ năm ngoái, có thời điểm xấp xỉ 120 US\$, cao nhất trong vòng 4 năm qua. Trong nước, giá xăng RON 95 trung bình trong nửa đầu T3 đã tăng 31% so với đầu năm và 21% svck. Theo đó, chỉ số CPI trong T3 đã bật tăng mạnh lên mức 4.65%, và neo trên mức 5% trong T4 và T5.
- Giá dầu hạ nhiệt dần từ T4 đã giúp hạ nhiệt giá xăng, dầu trong nước, và giảm áp lực lên chỉ số CPI trong kỳ. Song, do mặt bằng giá vẫn cao hơn so với cùng kỳ, chỉ số CPI T6 vẫn neo ở mức khá cao khi tăng 4.7% svck. Tính chung trong 6T26, chỉ số CPI ở tiệm cận ngưỡng giới hạn của Chính phủ, khi tăng 4.38% svck (cùng kỳ năm ngoái tăng 3.27%), và lạm phát cơ bản tăng 4.12% svck.
- Các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: Chỉ số giá nhóm hàng ăn & dịch vụ ăn uống tăng 4.8%, chủ yếu do: giá thịt lợn tăng 4.9% do nguồn cung hạn chế trong dịp Lễ, Tết và chi phí chăn nuôi ở mức cao; giá ăn uống ngoài gia đình tăng 6.9% do chi phí nguyên liệu và dịch vụ tăng. (2) Giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở tăng 14.1% do giá vật liệu xây dựng và nhu cầu xây dựng tăng. (3) Giá điện sinh hoạt tăng 5.5% svck do nhu cầu sử dụng điện tăng. (4) Giá nhóm giao thông tăng 5.2% chủ yếu do giá xăng dầu tăng mạnh kể từ T3. (5). Giá nhóm giáo dục tăng 3.3% do một số trường dân lập, tư thục, nghề, điều chỉnh giá học phí.

Chỉ số CPI và lạm phát cơ bản lần lượt tăng 4.7% svck và 4.5% svck trong tháng 6



Diễn biến các nhóm hàng hóa chính trong rổ CPI kể từ đầu năm (% svck)

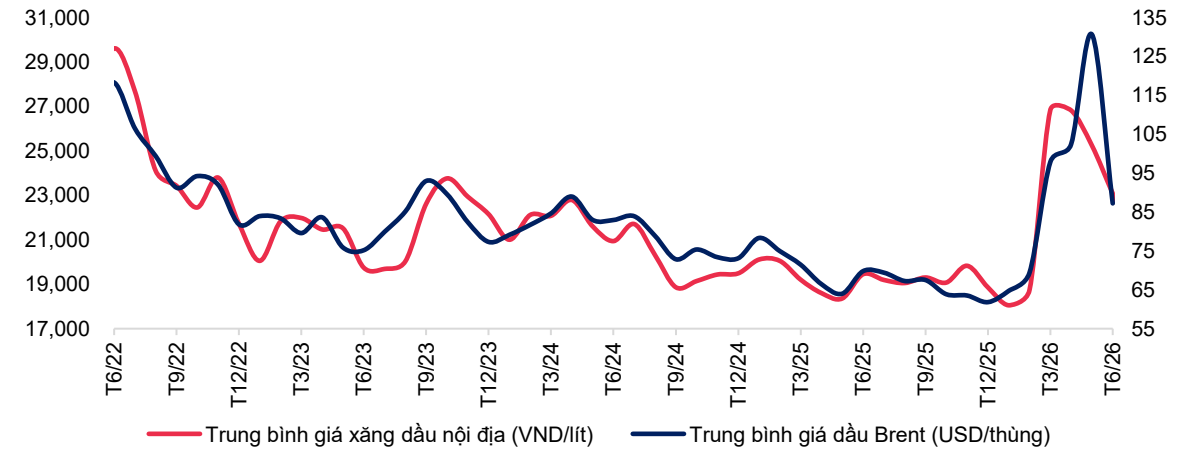


• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

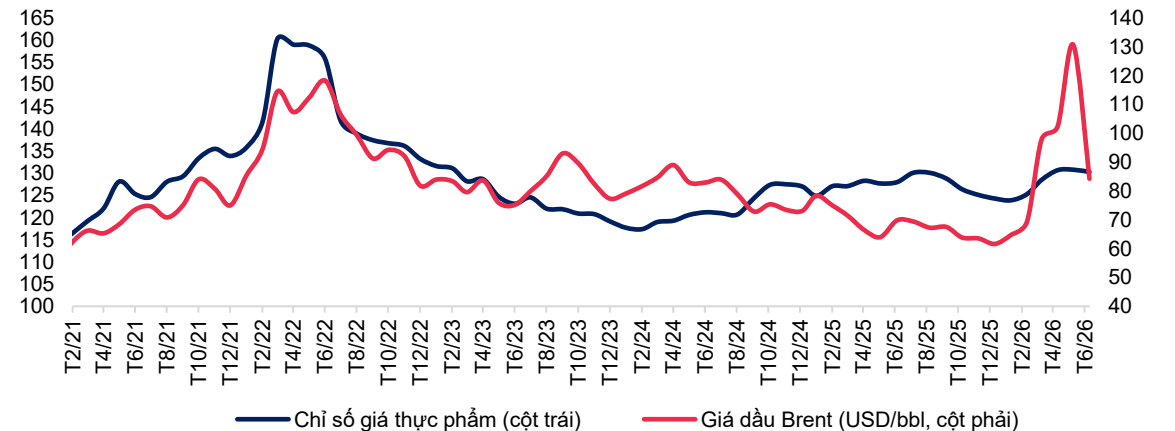
Lạm phát dự kiến sẽ tăng 4% - 4.5% svck trong năm 2026

- Mặc dù đến tháng 6, giá dầu Brent đã hạ nhiệt về dao động quanh mức 73 USD/thùng (-38% so với mức đỉnh năm 2026), giúp giá xăng, dầu nội địa giảm lần lượt 37 – 51% từ đỉnh. Song, hiện giá xăng dầu trung bình hiện vẫn cao hơn 16% svck. Do đó, dự kiến vẫn sẽ gây áp lực lên lạm phát trong nước trong vài tháng tới. Thêm vào đó, rủi ro về việc giá dầu tăng trở lại vẫn còn hiện hữu khi hai quốc gia này bất ngờ mở lại các cuộc không kích vào đầu T7, làm dấy lên lo ngại về sự gián đoạn hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz.
- Là quốc gia nhập khẩu năng lượng ròng, việc mặt bằng giá dầu neo ở mức cao hơn so với năm ngoái tăng sẽ gây áp lực đáng kể lên giá xăng dầu nội địa. Theo đó, việc này sẽ đẩy chi phí vận tải và cuối cùng là giá bán của các loại hàng hóa trong năm nay. Ngoài ra, chỉ số CPI cũng đối mặt với áp lực từ các yếu tố khác như: (1) Giá VLXD sẽ tăng do nhu cầu triển khai các công trình hạ tầng và BĐS dân cư tăng mạnh, trong đó giá thép được dự báo tăng 7% svck; (2) Các quy định về thu thuế các hộ kinh doanh phần nào sẽ tác động đến giá cả đến tay người tiêu dùng. (3) Các tác động của yếu tố tỷ giá và tăng trưởng tín dụng tăng mạnh trong năm 2025 sẽ dần phản ánh vào giá cả hàng hóa của năm 2026.
- Theo đó, chỉ số CPI có thể tiếp tục duy trì quanh mức cao trên 4% trong vài tháng tới, trước khi hạ nhiệt dần về cuối năm. Do đó, chúng tôi dự báo **CPI bình quân năm 2026 có thể tăng 4% - 4.5% svck**.

Diễn biến giá xăng, dầu nội địa và giá dầu Brent



Giá lượng thực đến cuối năm đối mặt với áp lực tăng giá dưới tác động của biến động giá dầu, giá phân bón, và ảnh hưởng của El Nino

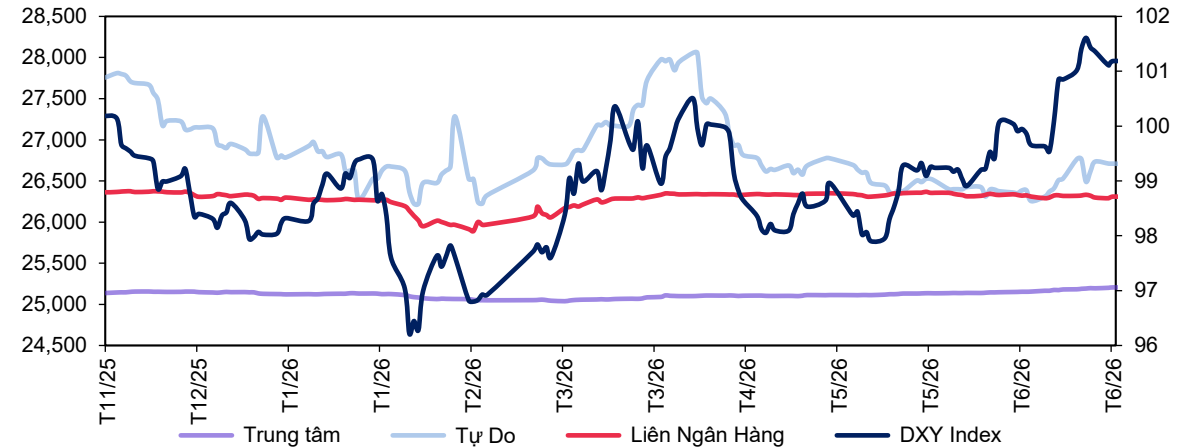


• Nguồn: PVOIL, Bloomberg, FAO, MBS Research

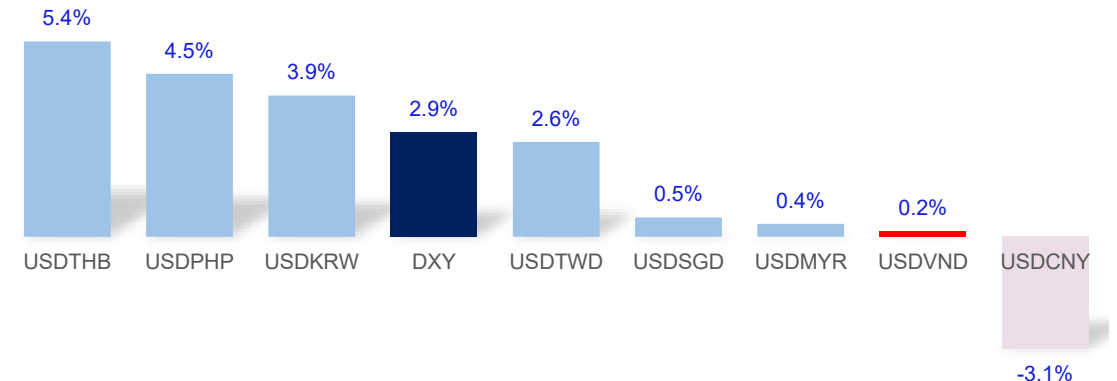
Tỷ giá USD/VND vững vàng trong 6 tháng đầu năm bất chấp nhiều thách thức

- Khởi đầu năm ở mức 98.27, chỉ số DXY duy trì đà giảm đều trong 2 tháng đầu năm trước khi bật tăng lên mức 100.51 vào cuối tháng 3 (+2.3% so với đầu năm) trong bối cảnh chiến sự Trung Đông thúc đẩy giá dầu tăng mạnh. Đến cuối T6, chỉ số DXY neo ở mức 101.19 (+3% so với đầu năm), khi thị trường kỳ vọng Fed sẽ tăng lãi suất ít nhất 1 lần trong năm nay.
- Về yếu tố nội tại, thâm hụt thương mại hàng hóa trong 6 tháng đầu năm ghi nhận mức cao kỷ lục gần 17 tỷ USD (cùng kỳ năm ngoái thặng dư 7.95 tỷ USD). Thêm vào đó, áp lực lạm phát cũng đã tăng đáng kể kể từ tháng 3. Lũy kế 6T26, chỉ số CPI tăng 4.38% svck.
- Bất chấp các thách thức trên, đồng VND vẫn duy trì ổn định, thời điểm mất giá nhất cũng chỉ tăng khoảng 0.4% so với đầu năm. Trong khi đó, các đồng tiền khác trong khu vực mất giá từ 2% - 6%.
- Diễn biến này diễn ra một phần nhờ mặt bằng lãi suất cao trong nước. Thêm vào đó, tỷ giá cũng được hỗ trợ nhờ dòng vốn FDI giải ngân tích cực, đạt 13.03 tỷ USD (+11.2% svck). Ngoài ra, việc giá vàng quốc tế hạ nhiệt kể từ đầu tháng 3, hiện dao động quanh vùng US\$4,000/ounce (-25% từ mức đỉnh thiết lập ở T1/26), giúp giảm nhu cầu USD phục vụ cho việc nhập khẩu vàng trong nước.
- Đến cuối T6, tỷ giá USD/VND liên ngân hàng ở mức 26,310 (+0.15% so với đầu năm).

Tỷ giá trung tâm và tự do rục rịch tăng trở lại trong T6, trong khi tỷ giá liên ngân hàng gần như đi ngang trong kỳ



VND duy trì ổn định trong khi các đồng tiền khác trong khu vực mất giá mạnh

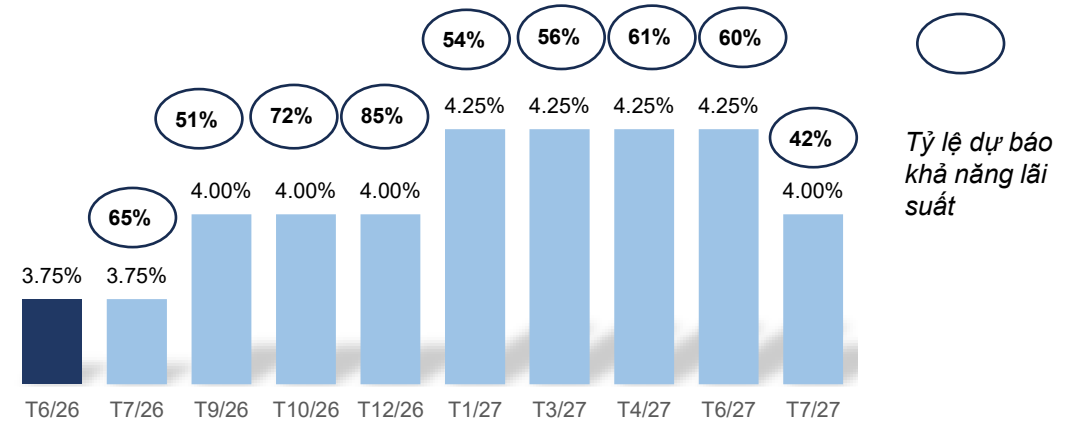


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research. Dữ liệu đến ngày 30/6/2026

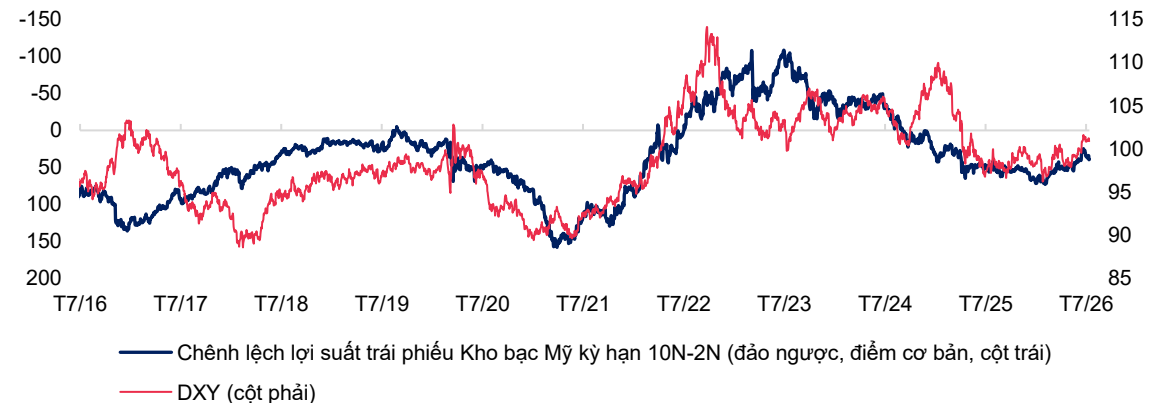
Chúng tôi cho rằng sức ép tỷ giá sẽ tăng lên trong nửa cuối năm nhưng chưa vượt tầm kiểm soát

- **Chúng tôi cho rằng đồng USD sẽ mạnh lên trong nửa cuối năm do:** (1) lợi suất trái phiếu kho bạc Mỹ lên cao hơn khi các nhà đầu tư nhận thấy khả năng Fed sẽ tăng lãi suất vào cuối năm nay ngày càng cao. Lợi suất trái phiếu kho bạc Mỹ tăng là một yếu tố mạnh mẽ hỗ trợ USD; (2) với quan điểm cứng rắn về bảo hộ Thương mại, chính quyền TT Trump luôn tìm cách áp thuế toàn cầu cũng như yêu cầu các đối tác thu hẹp thặng dư Thương mại với Mỹ. Tác động của các chính sách này sẽ hỗ trợ cho USD.
- Ở chiều ngược lại, VNĐ sẽ được hỗ trợ phần nào bởi: thâm hụt Thương mại thu hẹp dần trong 6 tháng cuối năm khi áp lực nhập khẩu xăng dầu giảm bớt, đồng thời các mặt hàng linh kiện điện tử cũng bước vào chu kỳ xuất siêu cho cuối năm.
- Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng tỷ giá USD/VND sẽ dao động trong khoảng 26,800 – 27,000 (tương ứng với mức tăng 2% - 2.8% so với đầu năm) đến cuối năm 2026.

Thị trường kỳ vọng Fed sẽ tăng lãi suất 25 điểm cơ bản trong cuộc họp tháng 9 và thêm 1 đợt tăng vào đầu năm 2027



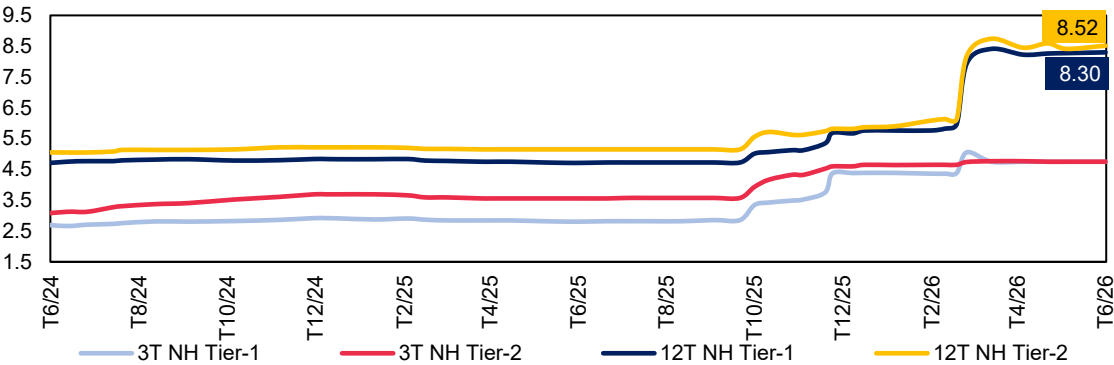
Chúng tôi cho rằng DXY sẽ mạnh lên trong 2H2026 (trên ngưỡng 100 điểm)



• Nguồn: UOB, MBS Research

Lãi suất huy động tăng vọt, thị trường liên ngân hàng biến động mạnh

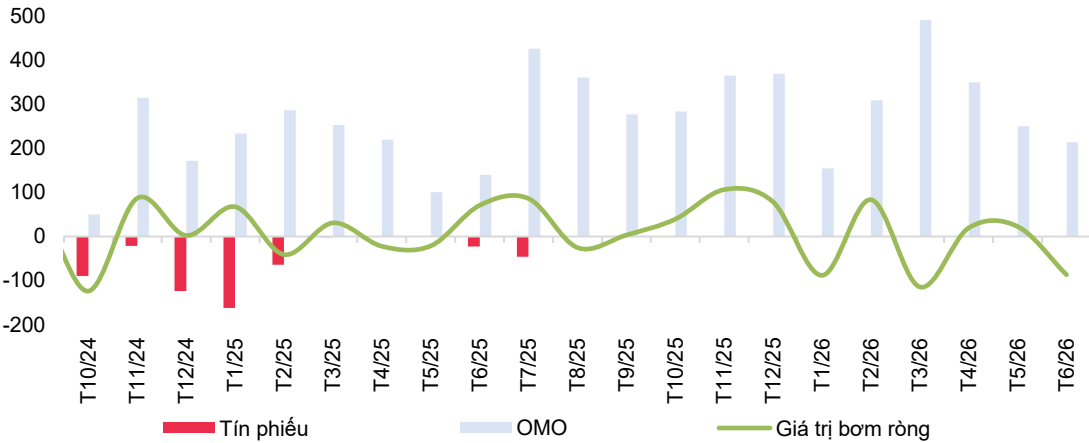
Lãi suất HĐ: TB kỳ hạn 12T của nhóm NH Tier-1 ở mức 8.3% (+254 đcb sv đầu năm); nhóm NH Tier-2 ở mức 8.52% (+265 đcb)



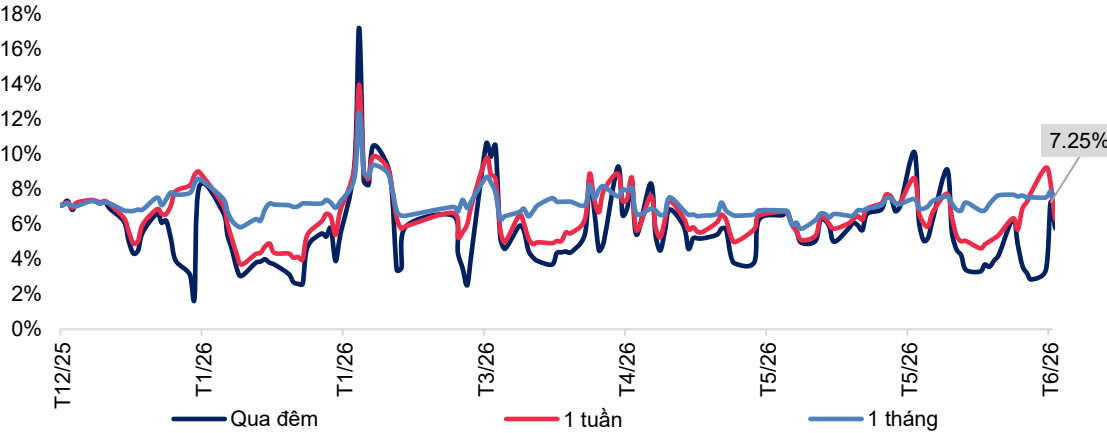
*NH Tier-1: BID, CTG, VCB, MBB, VPB, TCB, ACB, SHB

*NH Tier-2: STB, HDB, LPB, VIB, TPB, NAB

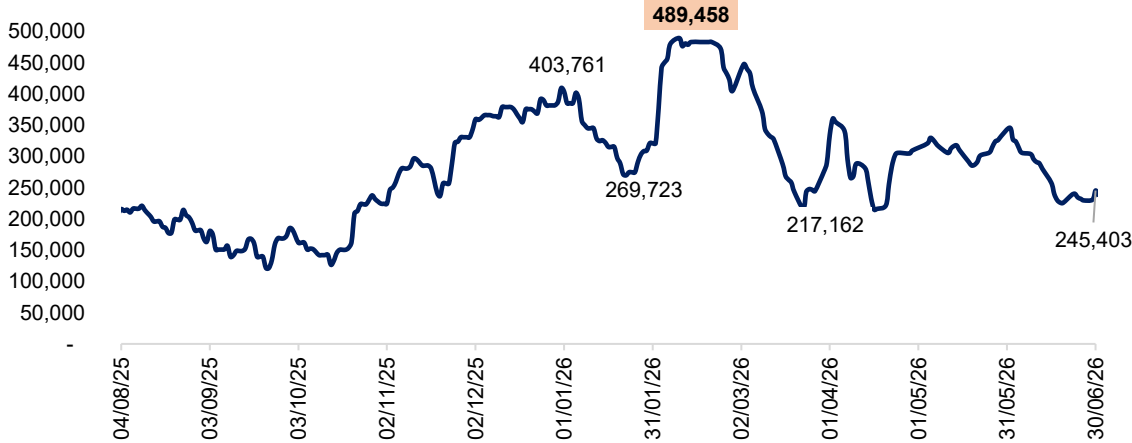
Trong 6T26, NHNN đã hút ròng 164 nghìn tỷ (cùng kỳ năm ngoái bơm ròng 79 nghìn tỷ, cả năm 2025 bơm ròng 367 nghìn tỷ)



Lãi suất liên ngân hàng qua đêm từ đầu năm ghi nhận nhiều lần biến động mạnh



Lượng OMO lưu hành trong hệ thống (Tỷ đồng)



Lãi suất sẽ ổn định hơn trong nửa cuối năm song mặt bằng chung sẽ khó giảm mạnh

Biến động lãi suất sẽ ổn định hơn nhờ:

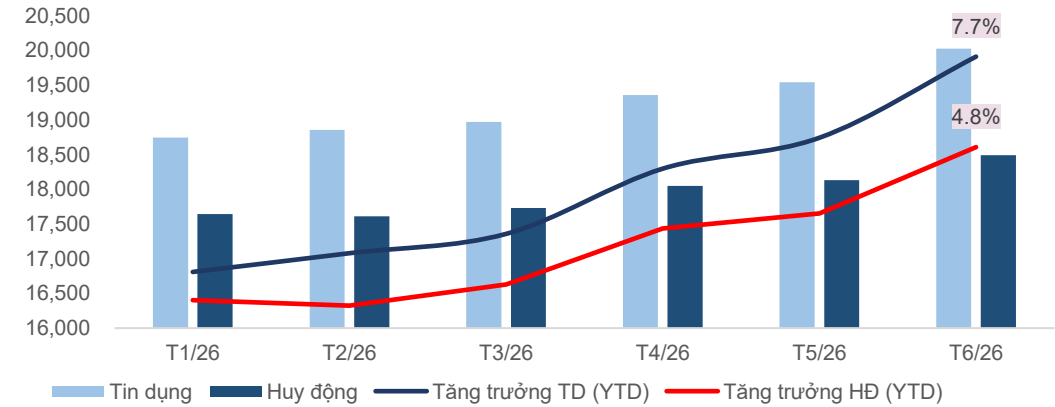
- Tăng tỷ lệ tiền gửi KBNN nhằm tài trợ thanh khoản hệ thống.
- Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công sẽ tăng vòng quay của tiền trong nền kinh tế

Tuy nhiên mặt bằng chung sẽ khó giảm mạnh do:

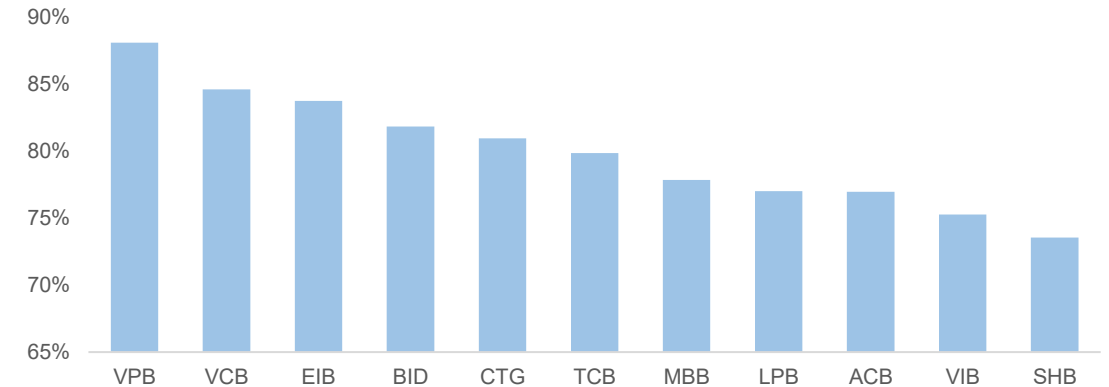
- (1) Cầu tín dụng sẽ tăng trở lại khi các dự án hạ tầng lớn được triển khai, đặc biệt là vốn dài hạn. Nhu cầu vốn của nền kinh tế được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh trong 5 năm tới, với mục tiêu nâng tỷ lệ tổng vốn đầu tư toàn xã hội/GDP từ 32% lên 40%.
- (2) Hiện nay tỷ lệ LDR và Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung & dài hạn của các NH lớn đều đang chạm ngưỡng
- (3) Áp lực từ chính sách tiền tệ của các NHTW lớn

Chính sách tiền tệ của các NHTW lớn bắt đầu có dấu hiệu đảo chiều khi xuất hiện đợt tăng lãi suất đầu tiên kể từ khi chiến sự Trung Đông nổ ra. Cụ thể, vào đầu tháng 6, NHTW châu Âu (ECB) thông báo nâng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản lên mức 2.25%, qua đó đánh dấu lần tăng lãi suất đầu tiên kể từ năm 2023. Về Fed, thị trường hiện đang định giá khoảng 50% khả năng Fed sẽ nâng lãi suất vào cuộc họp T9/26 dưới áp lực lạm phát gia tăng. Do đó, trong trường hợp điều này xảy ra, dư địa giảm lãi suất trong nước sẽ bị hạn chế đáng kể.

Tín dụng ▲7.7% so với đầu năm, thấp hơn so với cùng kỳ 2025 là 9.9%



Tỷ lệ LDR của các NH lớn hiện đang trên mức 80%, áp lực huy động vẫn lớn để đáp ứng các tiêu chí về LDR và Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung & dài hạn



- *Nguồn: NHNN, Các NHNY, MBS Research*

Dự báo các chỉ tiêu kinh tế trọng yếu trong năm 2026

Mặc dù có khởi đầu tích cực với GDP 6T đầu năm tăng 8.18% svck, nền kinh tế Việt Nam vẫn đang đối mặt với một loạt các thách thức: (1) Cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt gần 17 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm; (2) Rủi ro lạm phát gia tăng khi mặt bằng giá năng lượng năm nay tăng mạnh so với cùng kỳ; (3) Chính sách tiền tệ của các NHTW lớn có dấu hiệu đảo chiều khiến dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ của Việt Nam thu hẹp; (4) Áp lực tỷ giá có thể gia tăng trong thời gian tới dưới áp lực từ việc đồng USD duy trì vị thế khi thị trường kỳ vọng Fed sẽ sớm nâng lãi suất.

Các chỉ tiêu kinh tế	2022	2023	2024	2025	2026F
1. GDP và các thành phần kinh tế					
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	366.1	430	476.3	514	555 - 558
Tăng trưởng GDP (%)	8.02	5.05	7.09	8.02	8 - 8.5
Công nghiệp & xây dựng (%)	7.8	3.7	8.2	8.95	9.1
Dịch vụ (%)	10	6.8	7.4	8.6	9
Nông, lâm nghiệp & thủy sản (%)	3.4	3.8	3.3	3.8	4
Xuất khẩu hàng hóa (%)	10.6	-4.4	14.3	17	17.5 - 19.8
Nhập khẩu hàng hóa (%)	8.4	-8.9	16.7	19.4	24 - 26.6
Cán cân thương mại (tỷ USD)	11.2	28	24.8	20.03	-(5 - 7)
2. Đầu tư					
Đầu tư công (nghìn tỷ đồng)	530	662.6	635.6	756.6	982 – 1002.3
Đầu tư tư nhân (nghìn tỷ đồng)	1,873	1,920	2,064	2,237	2,414
Đầu tư nước ngoài (tỷ USD)	22.4	23.2	25.4	27.6	29
3. Các chỉ số tài chính					
Tỷ giá USD/VND (cuối năm)	23,612	24,353	25,058	26,297	26,800 - 27,000
% so với đầu năm	2.9	3.1	4.6	3.3	2.0 – 2.8
Lạm phát (%)	3.15	3.25	3.63	3.3	4.0 - 4.5
Tăng trưởng tín dụng (%)	12.1	13.7	15.1	20	15 - 16
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (*)	7.8	4.8	4.7	5.5	8.2 – 8.4

(*) Lãi suất tiền gửi 12 tháng của 6 NHTM VCB, BID, CTG, MBB, TCB và ACB. Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

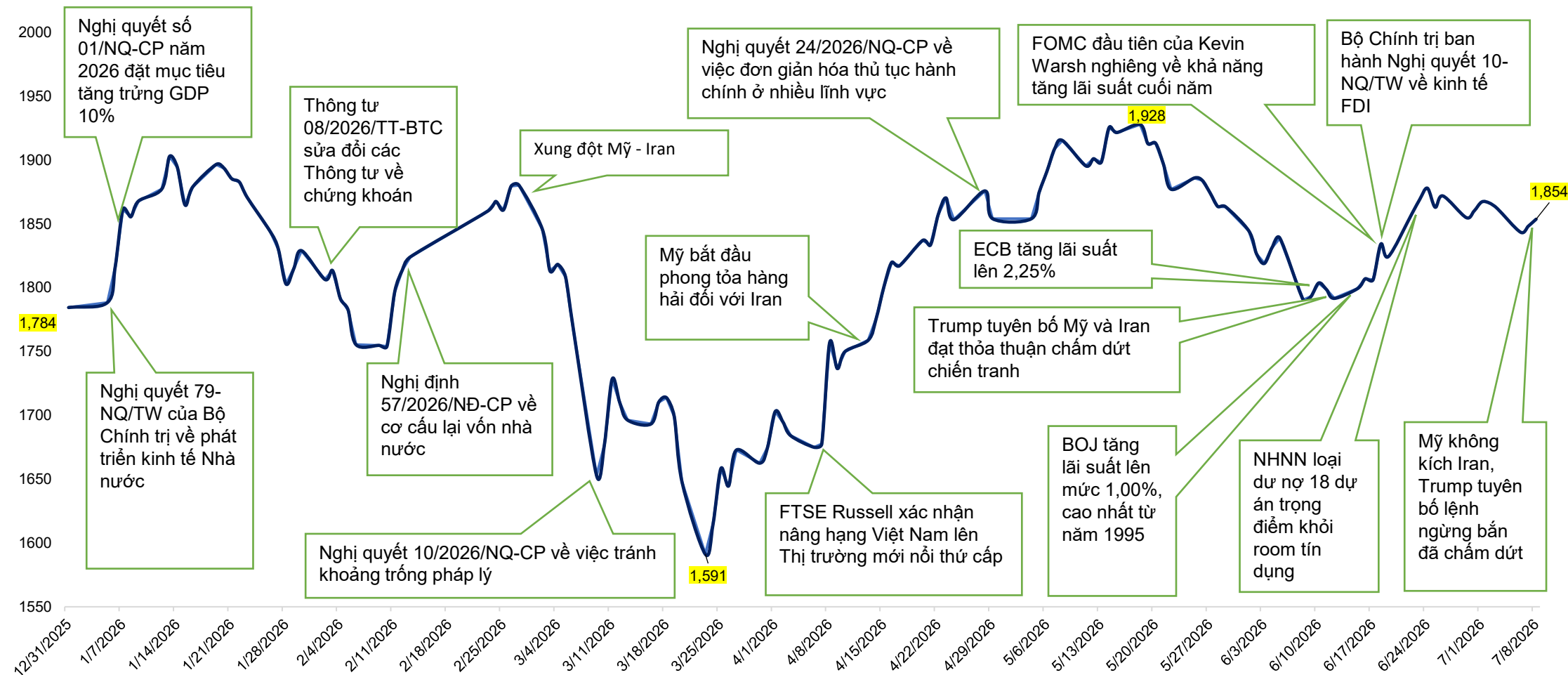


Triển vọng TTCK Việt Nam

Bảo toàn tài sản - Chờ đợi thời cơ

- Chúng tôi dự báo lợi nhuận của các DN niêm yết tăng trưởng lần lượt 18.3% và 16.2% trong năm 2026 và 2027
- Chúng tôi dự báo Vn-index sẽ đạt ở mức 1,770 – 1,850 vào cuối năm 2026, cao hơn so với dự báo trước đây do chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tốt hơn dự kiến

Nửa đầu năm 2026 là bài kiểm tra khắc nghiệt đối với năng lực quản trị rủi ro ngoại lai của TTCK Việt Nam. Vnindex nằm trong số các chỉ số chứng khoán tăng ít nhất.

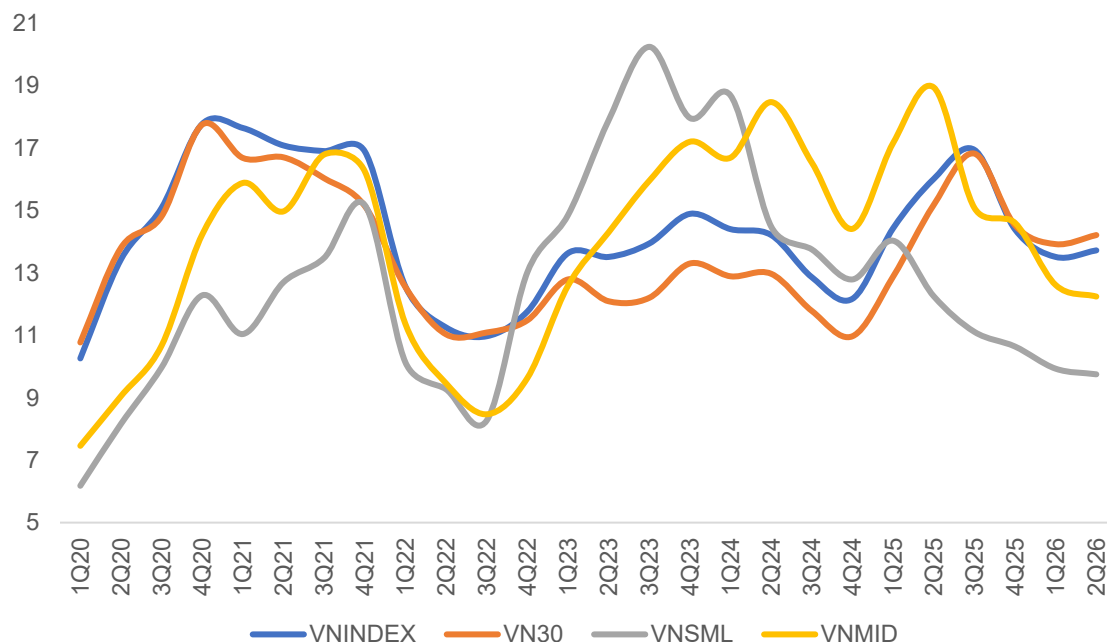


• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 08/07/2026

Sau nhịp điều chỉnh chung quanh tháng 11/2025, VN30 nhanh chóng hồi phục và mở rộng khoảng cách, trong khi Smallcap và Midcap thể hiện xu hướng yếu hơn rõ rệt, thậm chí Smallcap giảm trở lại về cuối kỳ.

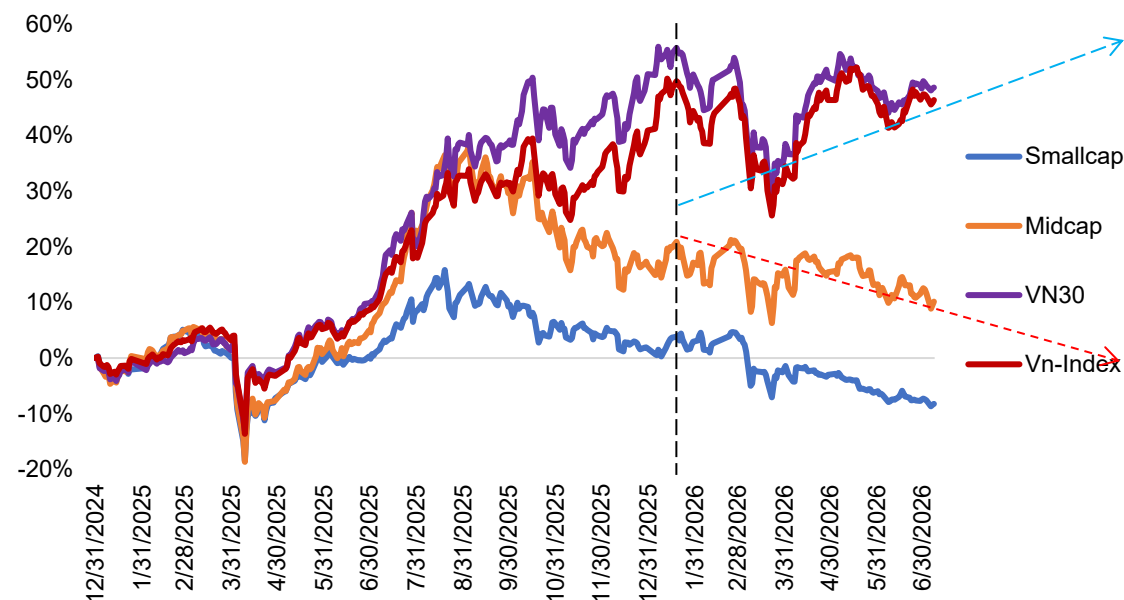
- Nửa đầu năm 2026, cơ hội đầu tư trên thị trường khá hạn chế và mang tính chọn lọc cao. Không nhóm vốn hóa nào thực sự nổi bật. Nhà đầu tư đang ưu tiên bảo toàn vốn hơn là tìm kiếm tăng trưởng mạnh. Nhóm VN30 tuy giảm ít hơn nhưng vẫn chịu áp lực, trong khi Smallcap thể hiện rõ rủi ro cao hơn.
- Dù định giá cao hơn, dòng tiền vẫn đổ mạnh vào nhóm Large-cap nhờ chất lượng tài sản tốt, thanh khoản cao, lợi nhuận ổn định và hưởng lợi trực tiếp từ kỳ vọng nâng hạng FTSE Russell

Diễn biến P/E của các chỉ số Vnindex, VN30, VNMidcap và Smallcap



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 08/07/2026

Diễn biến các nhóm chỉ số theo vốn hóa

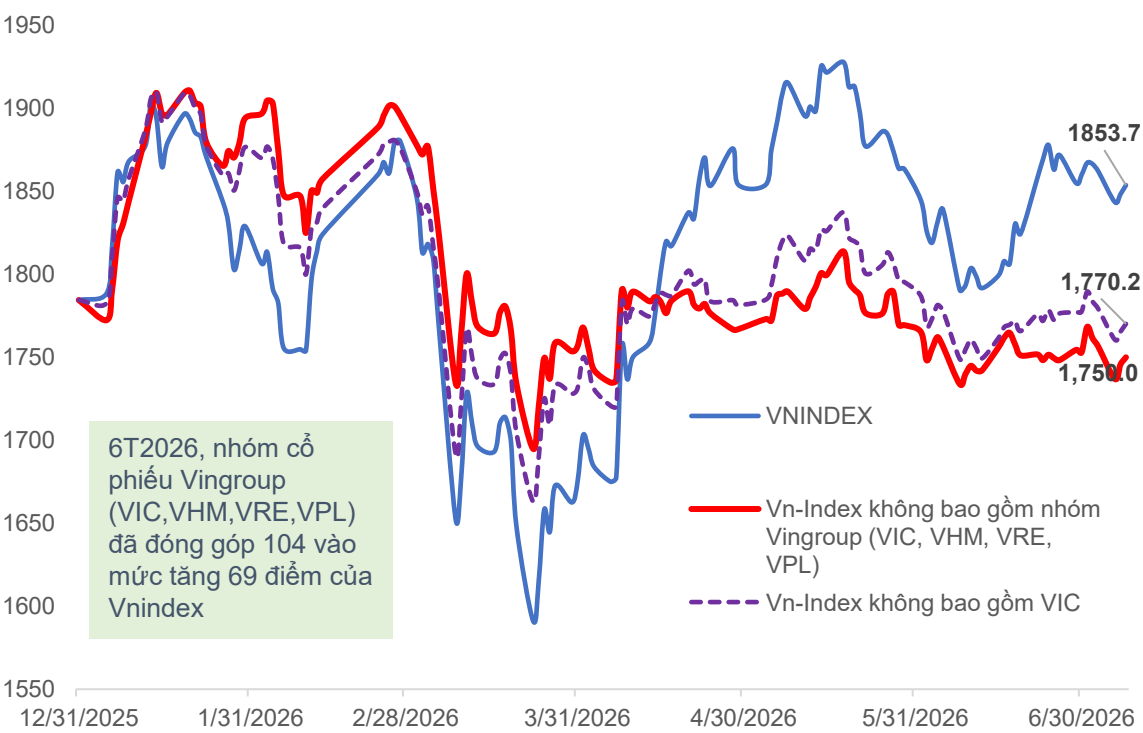


• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 08/07/2026

Trạng thái của Vn-Index trên ngưỡng 1860 điểm là một sự thành công về mặt kỹ thuật nhưng lại là một thất bại về mặt độ rộng Thị trường đang vận hành trong một trạng thái phân kỳ cấu trúc, nơi chỉ số tăng nhưng nội lực thị trường suy yếu

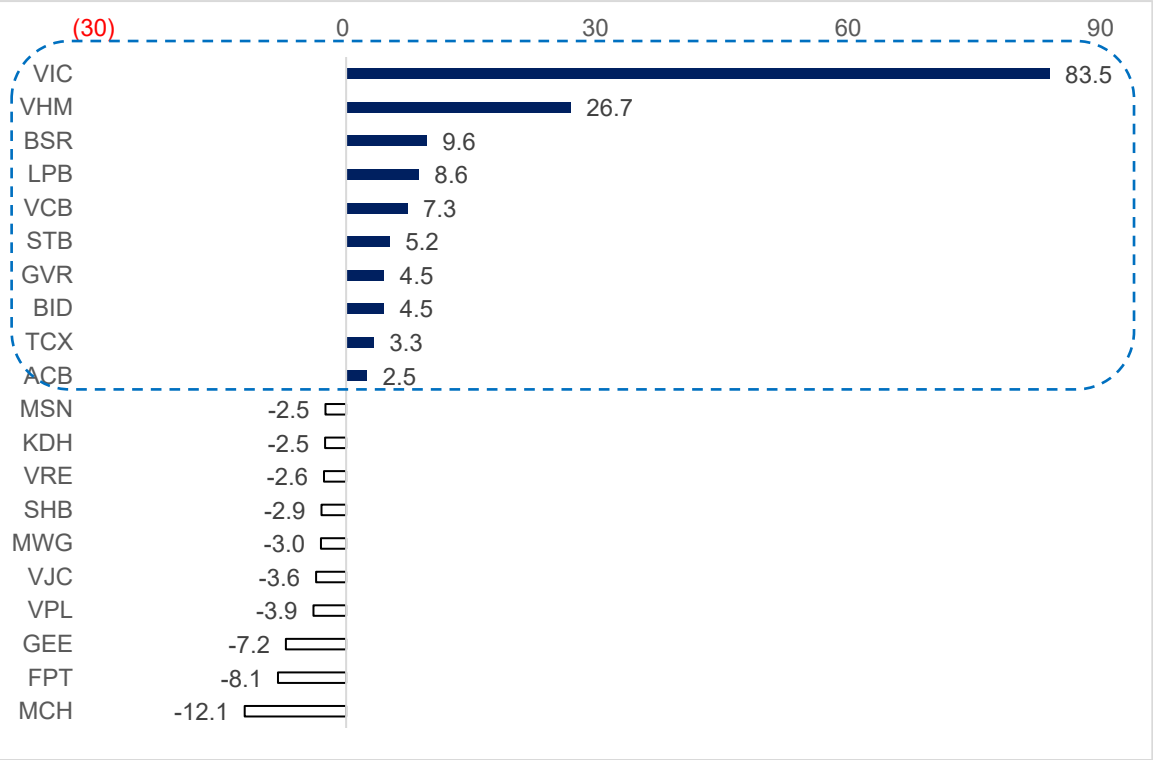
Sự tập trung vào một số cổ phiếu cũng đang diễn ra thực tế tại TTCK các nước, chẳng hạn như nhóm Mag-7(Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Nvidia, Tesla) cũng đóng góp khoảng 35% giá trị vốn hóa và khoảng 60% điểm số tăng của S&P500 trong năm 2025. Hoặc TSMC, tập đoàn sản xuất bán dẫn lớn nhất thế giới , chiếm 30% giá trị vốn hóa và đóng góp 22% điểm số của TTCK Taiwan năm 2025.

Mô phỏng diễn biến của Vn-index từ đầu năm đến nay khi loại trừ tác động của nhóm nhóm cổ phiếu Vingroup (~29% vốn hóa): Xanh vỏ đỏ lòng



• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 08/07/2026

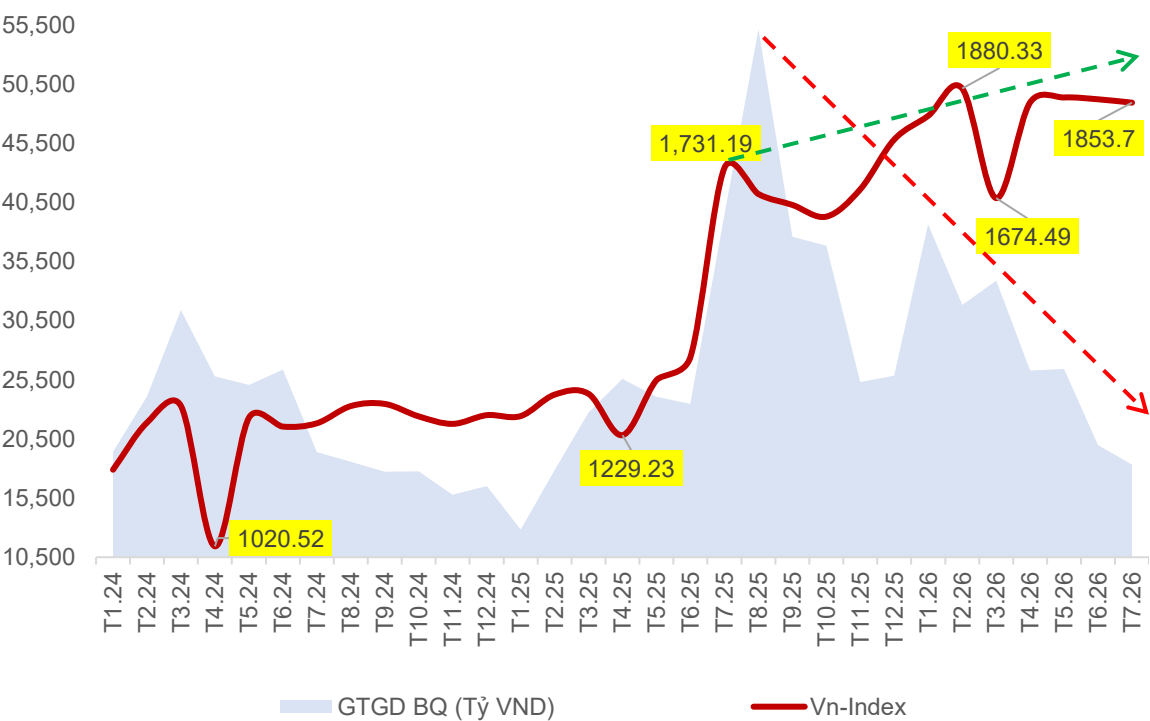
Nhóm Vingroup đóng góp 104 điểm trong mức tăng 69 điểm từ đầu năm của chỉ số Vn-Index



• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 08/07/2026

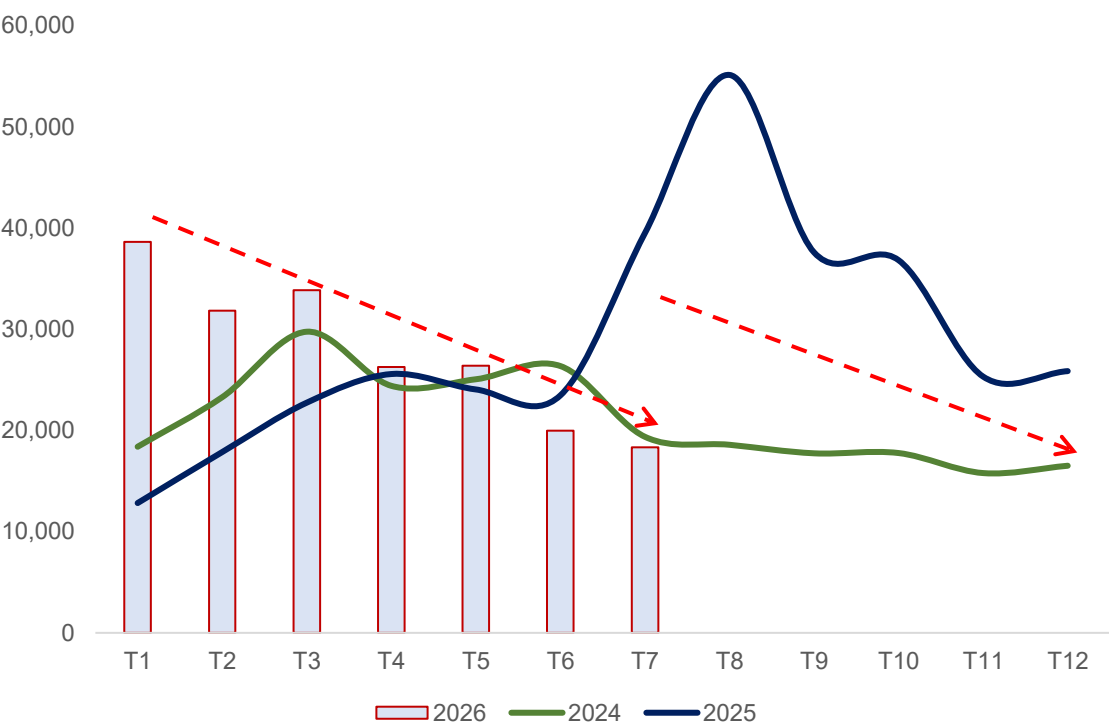
Thị trường đã trải qua một bước ngoặt quan trọng về trạng thái kể từ khi thanh khoản đạt đỉnh cực đại tại ngưỡng VN-Index 1.731,19 điểm. Kể từ cột mốc này, cấu trúc thị trường đã thay đổi từ giai đoạn bùng nổ sang trạng thái suy yếu dần về nội lực, bất chấp những nỗ lực duy trì điểm số ở các vùng cao mới.

Sự lệch pha giữa thanh khoản và điểm số là chỉ báo sớm về rủi ro hệ thống đang gia tăng. Đối với các nhà đầu tư tổ chức, khi "nhiên liệu" thanh khoản không còn dồi dào, khả năng hấp thụ các áp lực bán tháo sẽ trở nên cực kỳ hạn chế.



• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 08/07/2026

Việc thiếu vắng dòng tiền "mồi" vào cuối năm, cộng với nền thanh khoản đang thấp hơn cả mức trung bình lịch sử, sẽ khiến thị trường thiếu động lực bứt phá.



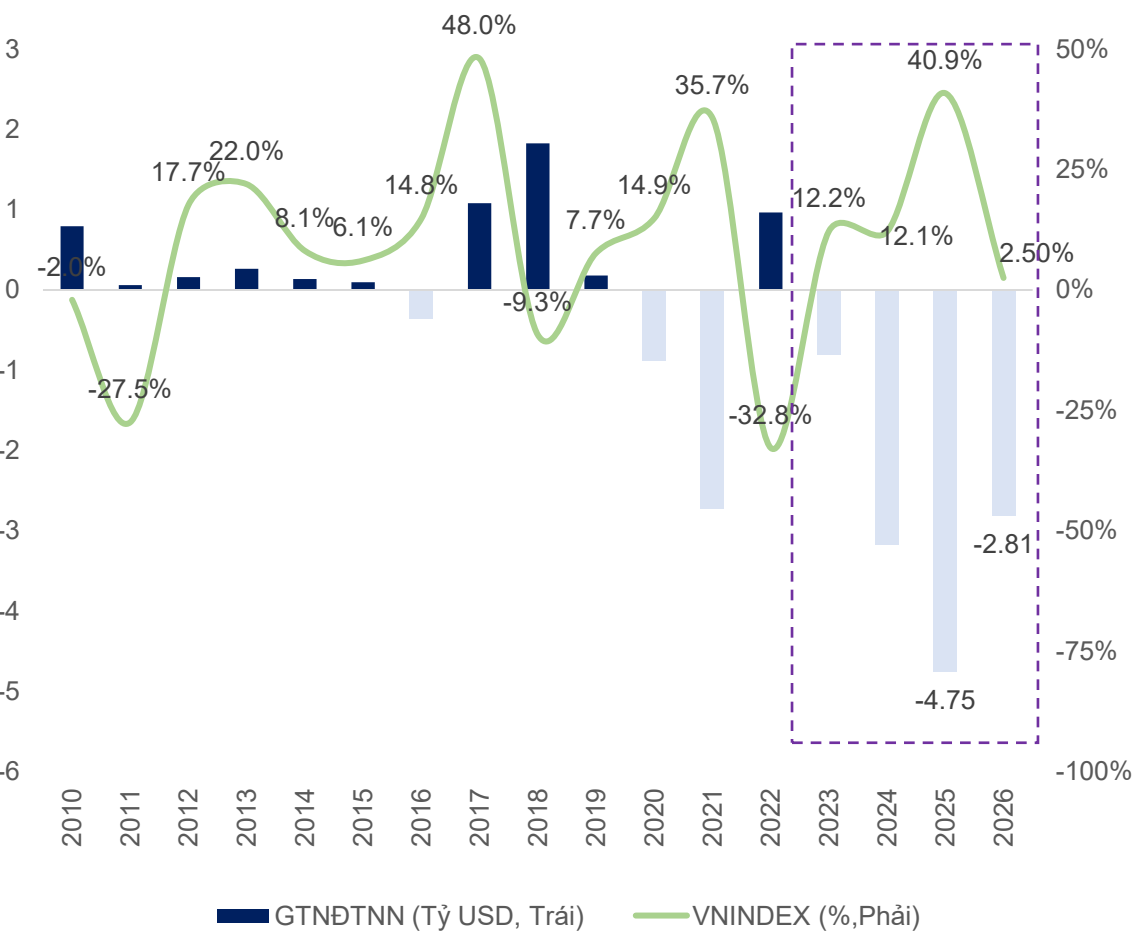
• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 19/12/2025

- Trong nửa đầu năm, thị trường chứng khoán Việt Nam chứng kiến sự phân hóa sâu sắc khi dòng tiền chịu tác động mạnh mẽ từ các xung đột địa chính trị toàn cầu. Bức tranh định giá hiện tại cho thấy một tín hiệu tích cực về mặt kỹ thuật: 16/18 nhóm ngành có P/E thấp hơn bình quân 5 năm. Con số này khẳng định rằng dù có những đợt sóng đầu cơ ngắn hạn, phần lớn các nhóm ngành vẫn đang ở vùng định giá hấp dẫn, tạo dư địa tăng trưởng bền vững cho các nhà đầu tư tổ chức trong trung hạn.

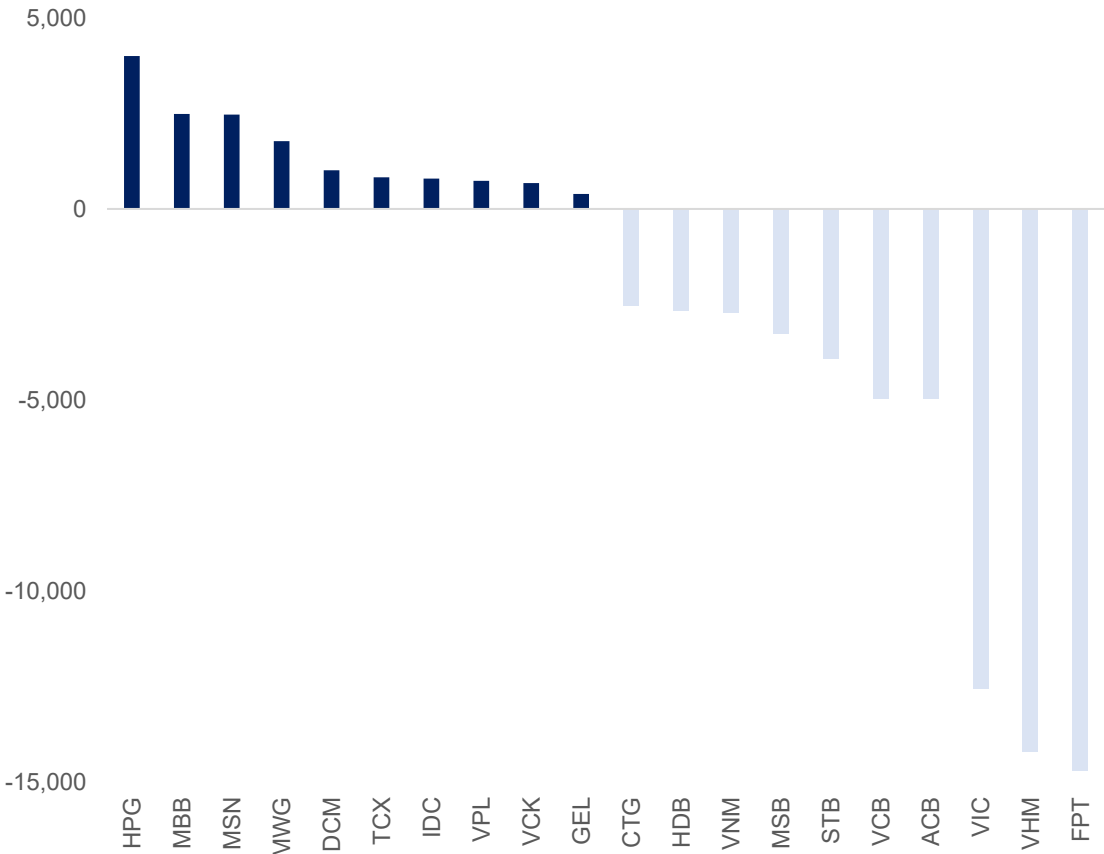
	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	YTD		P/E	P/E MAX	P/E MIN	P/E Aver 5Yr
Dầu khí	43.7%	20.9%	-15.0%	-11.0%	16.6%	-13.0%	0.9%	34.4%	Ô tô và phụ tùng	6.37	47.78	10.69	26.98
Hóa chất	29.2%	4.9%	-12.2%	2.3%	0.5%	-5.1%	-1.6%	14.2%	Hàng cá nhân & Gia dụng	7.91	17.43	6.73	12.65
Tài nguyên Cơ bản	17.6%	3.9%	-3.0%	-2.3%	0.3%	-1.7%	-1.3%	12.5%	Ngân hàng	9.60	15.62	6.75	10.07
Xây dựng và Vật liệu	4.5%	5.4%	-2.2%	-1.0%	-2.8%	2.5%	-2.7%	3.6%	Dầu khí	11.48	35.56	5.20	14.99
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	6.0%	3.3%	-7.5%	-1.0%	3.3%	-0.1%	-2.1%	1.4%	Xây dựng và Vật liệu	11.75	39.40	9.49	21.76
Ô tô và phụ tùng	-0.2%	4.1%	6.0%	-5.2%	-0.7%	-0.4%	1.5%	4.8%	Điện, nước & xăng dầu khí đốt	11.82	38.72	10.61	16.29
Thực phẩm và đồ uống	2.5%	-4.2%	-2.7%	-0.3%	-0.9%	-0.3%	-0.3%	-6.2%	Tài nguyên Cơ bản	11.96	2288.44	-1230.54	-12.36
Hàng cá nhân & Gia dụng	16.3%	1.6%	-6.6%	-3.2%	-1.8%	-1.4%	-7.5%	-4.3%	Bảo hiểm	12.68	18.77	11.75	15.22
Y tế	4.0%	0.7%	-1.6%	-2.1%	-2.2%	1.4%	-0.8%	-0.7%	Công nghệ Thông tin	13.16	30.92	12.95	21.74
Bán lẻ	7.5%	1.4%	-9.3%	1.4%	-8.6%	2.6%	-0.3%	-6.2%	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	13.20	26.17	11.63	17.14
Truyền thông	0.9%	-2.0%	-8.1%	-1.0%	1.8%	19.6%	7.1%	17.3%	Hóa chất	13.53	26.97	4.50	16.20
Du lịch và Giải trí	-3.8%	-2.5%	-8.3%	7.2%	1.7%	2.2%	-0.5%	-4.6%	Bán lẻ	13.85	109.30	10.86	33.23
Viễn thông	74.0%	-13.0%	-11.6%	-2.4%	3.6%	-5.9%	-1.9%	24.9%	Dịch vụ tài chính	14.33	47.31	4.99	17.24
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	28.1%	-1.6%	-12.9%	-3.1%	9.0%	-4.1%	-1.6%	9.3%	Thực phẩm và đồ uống	15.26	25.00	13.80	20.00
Bảo hiểm	11.2%	8.7%	-0.1%	-9.2%	-1.7%	-3.7%	-4.0%	-0.3%	Y tế	15.44	21.44	12.14	15.57
Bất động sản	-11.5%	13.0%	-12.9%	40.2%	1.3%	3.2%	-0.8%	26.7%	Viễn thông	21.41	1470.23	-3.27	97.17
Dịch vụ tài chính	7.8%	6.0%	-8.9%	1.6%	0.0%	2.2%	1.6%	9.8%	Du lịch và Giải trí	23.41	2161.50	-25.77	111.06
Ngân hàng	10.3%	-1.8%	-8.8%	3.1%	2.6%	2.6%	0.5%	7.7%	Bất động sản	24.24	26.02	12.53	18.25
Công nghệ Thông tin	7.7%	-9.9%	-18.2%	0.6%	-3.7%	-1.7%	2.5%	-22.5%					

Quy mô bán ròng này đặt ra thách thức lớn về khả năng hấp thụ thanh khoản của thị trường. Tuy nhiên, sự bền bỉ của chỉ số VN-Index cho thấy sự trưởng thành của dòng vốn nội tiềm năng

Việc bán ròng 11,5 tỷ USD trong 4 năm qua là kết quả của sự kết hợp giữa áp lực thắt chặt tiền tệ toàn cầu và chiến lược chốt lời của nhà đầu tư nước ngoài (bán ròng ở những năm Vn-Index tăng) khi thị trường Việt Nam đạt được những mức tăng trưởng ấn tượng về điểm số



Top 10 cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài mua/bán ròng trong năm 2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research. Dữ liệu được cập nhật ngày 18/06//2026

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của các DN niêm yết tăng trưởng lần lượt 18.3% và 16.2% trong năm 2026 và 2027

Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành trong giai đoạn 2026 – 2027 (**)

Ngành	FY25	FY26F	FY27F
Dầu khí	38.0%	57.0%	-13.0%
VLXD	14.0%	39.0%	20.0%
Bán lẻ	70.0%	33.0%	25.0%
Vận tải	27.0%	33.0%	11.0%
BĐS KCN	48.0%	30.0%	0.0%
BĐS Dân cư	35.0%	28.0%	18.0%
Điện	96.0%	23.0%	5.0%
Ngân hàng	15.8%	18.0%	21.5%
Công nghệ	20.0%	17.0%	18.0%
Xây dựng (*)	2.3%	10.2%	6.7%
Thực phẩm	18.0%	8.0%	12.0%
Dvu tài chính	84.0%	-4.0%	12.0%
Hàng không	5.0%	-16.0%	-1.0%
Xuất khẩu	24.0%	-23.0%	51.0%
Toàn thị trường	24.7%	18.3%	16.2%

(**) Ước tính dựa trên 83 DNNY trong phạm vi nghiên cứu của MBS Research, tương đương 69% vốn hóa thị trường). (*) Tăng trưởng LN 2026 của ngành Xây dựng đã loại bỏ LN đột biến từ thoái vốn của VCG

- Chúng tôi cho rằng sản xuất tăng tốc, và hoạt động đầu tư hạ tầng mạnh mẽ sẽ tiếp tục lan tỏa đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết với dự báo tăng trưởng lần lượt 18.3% và 16.2% trong năm 2026 và 2027. Tuy nhiên, chi phí tài chính sẽ tăng lên trong bối cảnh lãi suất thiết lập mặt bằng mới, do đó **các DN có trạng thái “tiền mặt ròng” sẽ chống chịu tốt hơn.**
- Chúng tôi dự báo ngành **Ngân hàng** tăng 18% trong năm 2026, cao hơn so với năm 2025, nhờ 3 NH lớn (VCB, CTG và BID) đạt tăng trưởng tín dụng tốt và ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận 2 chữ số. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo TTTD cả năm 2026 xuống mức 15% so với đầu năm và cho rằng NIM năm 2026 sẽ tiếp tục chịu áp lực thu hẹp so với năm trước. Thu nhập ngoài lãi được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ phí dịch vụ, hoạt động thanh toán và sự phục hồi từng phần của bancassurance tại một số ngân hàng. Chất lượng tài sản toàn ngành cuối 2026 được dự báo duy trì so với cuối 2025.
- Vật liệu xây dựng** ước tính tăng trưởng lợi nhuận 39% trong năm 2026 và 20% trong 2027 chủ yếu do đóng góp từ HPG khi nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động, trong khi các doanh nghiệp thép khác như HSG, NKG cũng đã bắt đầu cơ cấu lại thị trường xuất khẩu và dịch chuyển về thị trường nội địa giúp lợi nhuận phục hồi. Giá bán và sản lượng thép dự kiến cải thiện khi nhu cầu xây dựng hạ tầng tăng mạnh.
- Nhóm ngành **Bán lẻ** tăng trưởng ổn định 33% chủ yếu được hỗ trợ bởi sự phục hồi của tiêu dùng thiết yếu nhờ (1) sản xuất và đầu tư công tăng tốc thúc đẩy số lượng việc làm trong các lĩnh vực thâm dụng lao động; (2) các chính sách tài khóa hỗ trợ như: kéo dài giảm thuế VAT 8% đến 2026, nâng mức giảm trừ gia cảnh.
- Ngành **Dầu khí** sẽ tăng tốc ở mức 57%, đóng góp phần lớn từ BSR (+188% svck), PVD (+17% svck) nhờ sự đóng góp chủ yếu giai đoạn nửa đầu 2026 khi giá dầu tăng cao. Hoạt động thúc đẩy các dự án dầu khí nội địa dự kiến đem lại lượng backlog cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây, tạo sức bật tốt cho các doanh nghiệp dầu khí trong nước. Tuy nhiên lợi nhuận 2027 dự kiến suy giảm từ mức nền cao trong năm nay.
- Ở chiều ngược lại, tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 giảm ở một số nhóm ngành như **Dịch vụ tài chính** (-4.0%) do thanh khoản thị trường giảm, **Xuất khẩu** (-23.0%) & **Hàng không** (-16.0%) do ảnh hưởng bởi chi phí nhiên liệu nhưng các nhóm này sẽ có lợi nhuận phục hồi tốt trong năm 2027.

Chúng tôi nâng dự báo Vnindex cao hơn so với dự báo đầu năm nhờ triển vọng lợi nhuận tốt hơn dự kiến

- Đầu năm 2026, chúng tôi là **đội ngũ phân tích có quan điểm thận trọng nhất thị trường**. Trong [Báo cáo chiến lược phát hành vào đầu năm 2026](#), chúng tôi cho rằng VN-Index có thể hướng đến vùng 1,860 trong nửa đầu năm. Trong nửa sau 2026, chúng tôi hạ kỳ vọng với luận điểm lãi suất thiết lập mặt bằng mới sẽ dần tác động đến thanh khoản của thị trường dự báo Vn-index sẽ đạt ở mức 1,670 – 1,750 vào cuối năm 2026. Tính đến thời điểm hiện nay, các dự báo này vẫn tương đối chính xác.
- Hiện tại, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm rủi ro tỷ giá và lãi suất vẫn sẽ tiếp tục tác động tiêu cực đến thanh khoản thị trường trong những tháng cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tốt hơn so với dự báo ban đầu, nhờ vào các nhóm ngành như Dầu khí (hưởng lợi từ giá dầu); Vật liệu xây dựng, BĐS Dân cư và BĐS KCN (lợi nhuận tốt hơn dự kiến ban đầu nhờ các dự án hạ tầng được đẩy mạnh).
- Chúng tôi sử dụng vùng định giá 13 – 13.5 P/E cho năm 2026. Trên cơ sở kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở mức 18 - 19%, **Chúng tôi dự báo Vn-index sẽ đạt ở mức 1,770 – 1,850 vào cuối năm 2026.**
- Với quan điểm cân trọng về diễn biến thị trường trong những tháng cuối năm , trong bối cảnh lãi suất tăng, chúng tôi ưu tiên các cổ phiếu có tăng trưởng lợi nhuận rõ rệt, ROE cải thiện, nền tảng tài chính vững chắc và mức định giá vẫn đang ở vùng hấp dẫn.

				Dự báo kịch bản	
	2023	2024	2025	Cuối năm 2026	
				Giả định tăng trưởng EPS 18%	Giả định tăng trưởng EPS 19%
				18%	19%
Tăng trưởng EPS (%)	-15.4%	17.4%	25.0%		
Định giá thị trường (P/E)					
Thấp nhất trong năm	11.5	12.8	10.8	12.0	12.5
Cao nhất trong năm	14.6	14.8	15.8	13.5	13.8
Cuối năm	13.9	13.3	15.8	13.0	13.5
VN-index					
Thấp nhất trong năm	1,027	1,217	1,094	1,635	1,717
Cao nhất trong năm	1,238	1,284	1,810	1,839	1,896
Cuối năm	1,130	1,267	1,785	1,771	1,855
% so với cuối năm trước	12.0%	12.1%	40.9%		

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research dự báo

Danh mục cổ phiếu tâm điểm 6 tháng cuối năm

STT Cổ phiếu		Ngành	Vốn hóa	Giá mục tiêu Dư địa tăng giá		PE		PB		Tăng trưởng lợi nhuận (%)		ROE%	
			(tỷ VNĐ)	(VNĐ/cp)	%	Hiện tại	2026	Hiện tại	2026	2026	2027	2026	2027
1	VPB	Ngân hàng	209,456	40,500	53%	8.0	6.4	1.2	1.0	36%	27%	16.9%	18.1%
2	CTG	Ngân hàng	253,202	50,900	56%	6.6	6.4	1.3	1.2	15%	12%	20.5%	19.7%
3	HPG	VLXD	189,990	32000	42%	9.1	8.6	1.4	1.3	44%	21%	15.7%	19.1%
4	VRE	BDS	58,852	38,900	52%	8.6	10.9	1.2	1.1	-15%	19%	10.1%	10.8%
5	KBC	BDS KCN	26,840	39,700	39%	16.5	16.8	1.1	1.4	6%	31%	8.6%	10.2%
6	GMD	Cảng biển	32,115	95,300	27%	17.9	15.8	2.1	2.1	15%	23%	17.5%	20.4%
7	PHP	Cảng biển	12,326	56,800	51%	13.1	12.1	1.7	0.8	51%	23%	25.9%	24.9%
8	POW	Năng lượng	42,336	16,900	22%	13.3	8.5	1.1	1	112%	-17%	12.0%	9%
9	PVS	Dầu khí	18,920	57,300	49%	9.8	7.7	1.2	1.2	41.3%	-3.8%	16.3%	14.3%
10	MWG	Bán lẻ	110,719	121,000	58%	13.6	10.5	3.2	2.7	35%	25%	25.8%	26%

• Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Chủ đề đầu tư với nhóm cổ phiếu trả cổ tức hấp dẫn nhưng vẫn đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trung hạn

- Trong bối cảnh lãi suất tăng, nhóm doanh nghiệp không chia cổ tức hoặc kỳ vọng lợi nhuận xa trong tương lai sẽ bị chiết khấu mạnh theo mô hình DCF, ngược lại, nhóm doanh nghiệp có dòng tiền tốt và trả cổ tức tiền mặt đều sẽ ít nhạy cảm hơn với lãi suất tăng và trở nên hấp dẫn tương đối.
- Tiêu chí lựa chọn cổ phiếu theo chủ đề này của chúng tôi sẽ tập trung vào các doanh nghiệp có khả năng cân đối cả hai mục tiêu: (1) có khả năng chỉ trả cổ tức với tỷ suất hợp lý trong giai đoạn 2026-27 dựa trên lịch sử trả cổ tức ổn định trong 2-3 năm gần đây, (2) song song với việc trả cổ tức, doanh nghiệp vẫn đảm bảo tiềm năng tăng trưởng dài hạn thông qua tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và ROE duy trì ổn định trong các năm qua.

Các doanh nghiệp có tỷ lệ trả cổ tức cao kèm khả năng tăng trưởng ổn định

STT	Doanh nghiệp	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Niêm yết	Tỷ suất cổ tức trung bình 2024-25	Tỷ suất cổ tức 2026	Ước tính tăng trưởng LN 2026-27	ROE (TTM)	P/E hiện tại	P/B hiện tại
1	VEA	Ô tô & phụ tùng	45,786	UPCOM	13.6%	14.7%	3.6%	25.2%	6.0	1.6
2	MSH	Dệt may	3,533	HOSE	12.2%	11.6%	7.5%	33.1%	5.6	1.9
3	SAB	F&B	59,447	HOSE	10.10%	10.4%	8.0%	19.9%	12.3	2.7
4	THG	Xây dựng & Vật liệu	1,302	HOSE	7.4%	10.1%	6.6%	21.4%	8.1	1.7
5	TNG	Dệt may	2,291	HNX	10.1%	9.3%	6.2%	20.2%	5.6	1.2
6	VCS	Xây dựng & Vật liệu	5,440	HNX	9.4%	9.1%	1.7%	12.6%	9.5	1.2
7	BMP	Xây dựng & Vật liệu	12,394	HOSE	8.9%	8.6%	6.6%	44.1%	9.7	4.8
8	QTP	Năng lượng	4,993	HOSE	8.6%	8.5%	12.5%	19.4%	4.7	0.9
9	TIP	Bất động sản KCN	1,173	HOSE	9.2%	8.3%	1.4%	11.9%	5.0	0.6
10	QNS	F&B	17,845	UPCOM	8.4%	8.2%	6.5%	18.6%	9.3	1.7
11	SCS	Du lịch và Giải trí	4,613	HOSE	8.0%	8.0%	9.9%	50.6%	6.1	2.7
12	VNM	F&B	117,455	HOSE	7.4%	7.3%	7.0%	25.9	11.4	3.6
13	VLB	Xây dựng & Vật liệu	2,217	UpCOM	6.6	7.2%	20.3%	44.3%	7.0	2.9
14	TLG	Tiêu dùng	4,643	HOSE	6.1%	7.2%	9.4%	18.3%	9.6	1.9
15	PGI	Bảo hiểm	2,041	HOSE	6.4%	6.6%	5.8%	12.7%	8.1	1.0
16	LPB	Ngân hàng	155,339	HOSE	6.2%	6.4%	8.7%	25.2%	13.9	3.8
17	IDC	Bất động sản KCN	14,497	HNX	5.7%	6.4%	10.5%	32.0%	7.8	2.2

• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu được cập nhật ngày 30/06//2026

Chủ đề đầu tư với nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt ròng lớn

- Trong bối cảnh lãi suất tăng, việc lựa chọn các doanh nghiệp sở hữu lượng tiền mặt ròng lớn cũng là một chiến lược đầu tư cần quan tâm. Ngoài khả năng hưởng lợi từ nền lãi suất cao, lượng tiền mặt dồi dào còn tạo điều kiện để doanh nghiệp nắm bắt các cơ hội tăng trưởng trong tương lai, cụ thể khi thị trường suy giảm hoặc các đối thủ gặp khó khăn về thanh khoản, các doanh nghiệp có tiền mặt lớn có thể thực hiện các thương vụ mua bán, sáp nhập, mở rộng đầu tư hoặc triển khai các dự án mới với chi phí hợp lý. Điều này giúp tạo nền tảng cho tăng trưởng lợi nhuận trong các chu kỳ phục hồi tiếp theo của doanh nghiệp.
- Tiêu chí lựa chọn cổ phiếu theo chủ đề này của chúng tôi sẽ tập trung vào các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt ròng trên vốn hóa ở mức cao (trên 50%) và chất lượng quản trị doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ cải thiện. Một số cổ phiếu thậm chí còn giao dịch ở mức vốn hóa thấp hơn so với lượng tiền mặt ròng mà doanh nghiệp đang nắm giữ, đồng nghĩa với việc nhà đầu tư gần như đang mua hoạt động kinh doanh cốt lõi với mức giá chiết khấu đáng kể, điều này cũng tiềm ẩn khả năng DN lọt vào tầm ngắm thấu tóm. Khi chất lượng quản trị các DN này được cải thiện, hiệu quả sử dụng vốn sẽ tăng và lượng tiền mặt lớn sẽ thực sự tạo ra giá trị cho cổ đông.

Các doanh nghiệp sở hữu lượng tiền mặt lớn so với giá trị vốn hóa

STT	Doanh nghiệp	Ngành	Niêm yết	Vốn hóa (tỷ VND)	Tỷ lệ tiền mặt ròng trên vốn hóa	Ước tính tăng trưởng 2026-27 (4 quý gần nhất)	ROE (4 quý gần nhất)	P/E hiện tại	P/B hiện tại
1	PVG	Xăng dầu – khí đốt	HNX	224	201.3%	5.1%	2.9%	14.1	0.4
2	TIP	Bất động sản KCN	HOSE	1,173	127.2%	-11.1%	11.9%	5.0	0.6
3	VIP	Vận tải xăng dầu	HOSE	692	117.5%	49.2%	6.7%	9.8	0.5
4	TV2	Năng lượng	HOSE	1,789	108.4%	4.3%	7.3%	13.4	1.4
5	VLC	Chăn nuôi	UPCoM	2,730	103.4%	16.1%	0.0%	140.2	0.8
6	VTO	Vận tải xăng dầu	HOSE	859	101.3%	18.8%	10.3%	6.5	0.7
7	OIL	Xăng dầu – khí đốt	UPCoM	14,454	85.3%	10.3%	4.2%	15.7	1.3
8	PVS	Dầu khí	HNX	19,843	76.8%	14.4%	12.7%	10.3	1.3
9	DTD	Bất động sản KCN	HNX	987	65.7%	-1.3%	21.0%	7.0	0.7
10	DPR	Cao su	HOSE	3,284	64.6%	17.6%	11.4%	10.0	1.2
11	FOC	Viễn thông	UPCoM	1,278	60.5%	7.8%	19.8%	7.5	1.6
12	LHG	Bất động sản KCN	HOSE	1,420	55.3%	12.1%	16.7%	4.8	0.7
13	PGC	Xăng dầu – khí đốt	HOSE	824	54.1%	11.7%	13.0%	7.3	0.9
14	SIP	Bất động sản KCN	HOSE	11,634	53.5%	18.2%	27.9%	8.9	2.6
15	PAN	Tiêu dùng	HOSE	5,327	53.2%	8.2%	12.9%	4.6	1.0

• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu được cập nhật ngày 30/06//2026

Dòng vốn nước ngoài sẽ tái phân bổ vào thị trường Việt Nam, song cơ hội không dành cho tất cả

Danh sách các cổ phiếu dự kiến được phân bổ vào chỉ số FTSE Emerging All-cap trong kỳ rà soát T9/20026

- Dựa theo các tiêu chí lựa chọn của bộ chỉ số FTSE Global All-cap: (1) vốn hóa lớn hơn 165 triệu USD, tỷ lệ freefloat lớn hơn 10%, đảm bảo room nước ngoài; thanh khoản thuộc Top 85% thị trường, cổ phiếu không bị hạn chế và kiểm soát. Với dữ liệu ngày 12/06/2026, chúng tôi mô phỏng danh mục cổ phiếu có khả năng được lựa chọn vào bộ chỉ số FTSE Global All-Cap và khối lượng giao dịch trong kỳ review vào T9/2026.
- Chúng tôi lựa chọn 30 mã có thể được FTSE lựa chọn. Chúng tôi lưu ý rằng Danh mục này có thể sẽ có sự thay đổi vào thời điểm công bố chính thức do sự thay đổi về thời điểm chốt dữ liệu.

STT	Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá trị mua vào dự kiến (triệu US\$)	Ước số ngày giao dịch tương đương	Giai đoạn 1 (10%) (triệu USD)	Giai đoạn 2 (20%) (triệu USD)	Giai đoạn 3 (35%) (triệu USD)	Giai đoạn 4 (35%) (triệu USD)
1	VIC	1,506,529.07	415.54	17.02	41.55	83.11	145.44	145.44
2	VHM	569,698.04	109.37	4.09	10.94	21.87	38.28	38.28
3	HPG	195,876.78	97.54	4.92	9.75	19.51	34.14	34.14
4	SHB	73,743.11	95.79	3.63	9.58	19.16	33.53	33.53
5	SSI	65,142.21	88.43	5.78	8.84	17.69	30.95	30.95
6	MSN	102,804.59	87.36	8.46	8.74	17.47	30.58	30.58
7	VIX	41,777.41	87.01	3.51	8.70	17.40	30.45	30.45
8	FPT	125,207.77	72.18	2.22	7.22	14.44	25.26	25.26
9	MCH	168,668.26	64.48	38.62	6.45	12.90	22.57	22.57
10	VNM	123,307.37	57.09	7.86	5.71	11.42	19.98	19.98
11	VCK	81,326.32	53.23	12.87	5.32	10.65	18.63	18.63
12	STB	133,661.79	52.23	3.45	5.22	10.45	18.28	18.28
13	VND	26,031.33	40.75	3.46	4.08	8.15	14.26	14.26
14	VCI	27,084.11	35.00	6.19	3.50	7.00	12.25	12.25
15	VJC	106,963.33	33.46	4.37	3.35	6.69	11.71	11.71

• Nguồn: MBS ước tính dựa trên dữ liệu ngày 12/06/2026

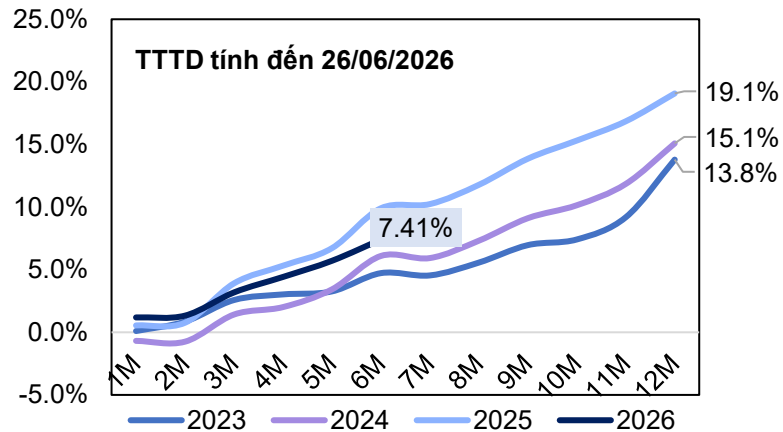
Vững vàng trước biến động

- TTTD toàn ngành năm 2026 dự kiến quanh mức 15% trong khi NIM tiếp tục xu hướng thu hẹp svck do lãi suất huy động tăng cao và áp lực giữ ổn định lãi suất cho vay.
- Chất lượng tài sản cuối 2026 dự báo không thay đổi nhiều so với 2025 nhờ tác động từ ND 86/2024 dịu lại và xử lý nợ xấu tích cực trong 2 năm gần nhất giúp chi phí trích lập chỉ tăng 9.3% svck.
- Chúng tôi duy trì quan điểm định giá toàn ngành hấp dẫn với P/B thấp hơn 5% trung bình 3 năm và 12% trung bình 5 năm dù ROE ngành vẫn quanh 17% và tăng trưởng lợi nhuận khoảng 18% svck. Chúng tôi ưu tiên 3 cổ phiếu CTG, ACB và VPB.

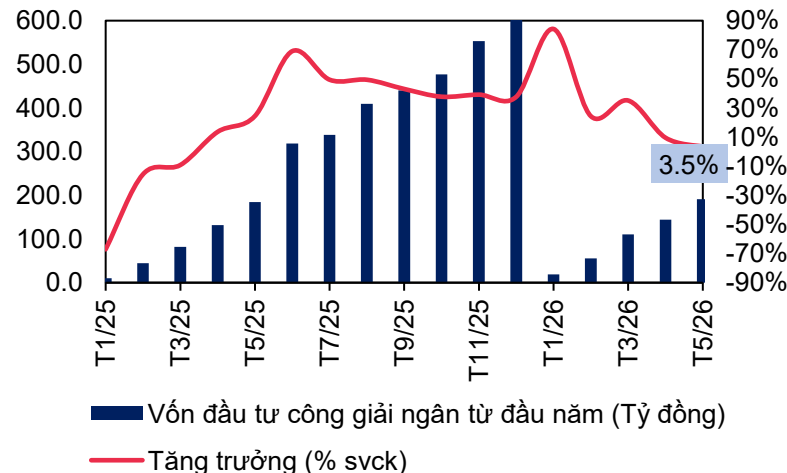
Tăng trưởng tín dụng toàn ngành năm 2026 được dự báo đạt khoảng 15%

- Tính đến 26/06/2026, TTTD toàn hệ thống đạt 7.4%, thấp hơn mức tăng của cùng kỳ năm trước và tiếp tục được dẫn dắt bởi cho vay doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng tín dụng bán lẻ trong năm 2026 tiếp tục chịu sức ép do (i) mặt bằng lãi suất cho vay tăng mạnh so với năm trước, khi lãi suất huy động gia tăng do các ngân hàng chịu áp lực thanh khoản trong thời gian dài; (ii) những thay đổi pháp lý liên quan đến thuế hộ kinh doanh (HKD) khiến dòng tín dụng kinh doanh cũng hạn chế theo; (iii) định hướng kiểm soát tín dụng vào lĩnh vực đầu cơ BĐS và hạn chế tăng trưởng lĩnh vực này không cao hơn tín dụng toàn hệ thống, làm giảm tốc động lực lớn nhất của mảng cho vay KHCN.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo TTTD toàn hệ thống trong năm 2026 đạt khoảng 15%, với động lực chính tiếp tục đến từ tín dụng DN. Tính đến hết tháng 5/2026, giải ngân đầu tư công đạt 190.9 nghìn tỷ đồng, +3.5% svck và mới chỉ hoàn thành 18.6% KH cả năm. Do vậy, tiến độ giải ngân đầu tư công nhiều khả năng sẽ được đẩy mạnh trong nửa cuối 2026, thúc đẩy tín dụng DN toàn hệ thống gia tăng. Ngược lại, tín dụng bán lẻ được dự báo phục hồi thận trọng hơn, đặc biệt ở các khoản vay mua nhà và vay HKD, trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cho vay (LSCV) vẫn ở mức cao hơn so với 2025 và môi trường pháp lý có nhiều thay đổi.
- Bên cạnh nhóm ngân hàng quốc doanh được hưởng lợi từ việc thúc đẩy đầu tư công, nhóm ngân hàng tư nhân có lợi thế về cho vay XNK, KCN và chuỗi cung ứng đi cùng với tỷ lệ LDR thấp như ACB, HDB,... được dự báo sẽ có dư địa cho vay lớn hơn các nhóm ngân hàng khác khi ít chịu áp lực thanh khoản hơn. CASA cao cũng sẽ là lợi thế giúp các ngân hàng có dư địa giảm lãi suất, gia tăng sức cạnh tranh trong mảng cho vay bán lẻ với nhu cầu vẫn đang yếu.

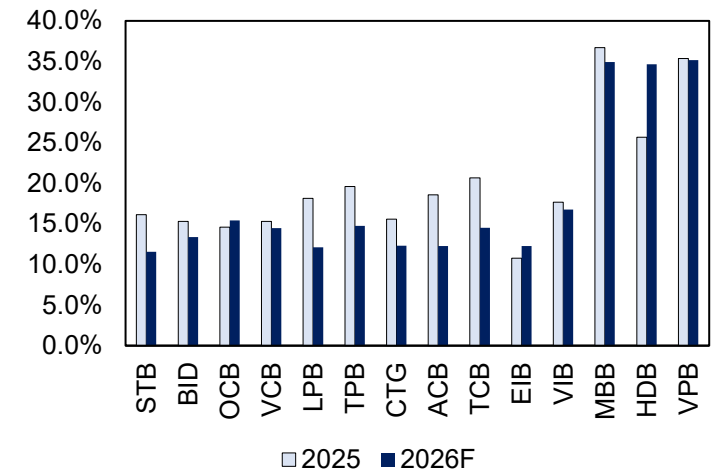
Tăng trưởng tín dụng 6T26 vượt mức 7.4% so với đầu năm, thấp hơn so với mức tăng của cùng kỳ năm trước



Dư địa thúc đẩy đầu tư công lớn trong nửa cuối 2026 là nền tảng của TTTD



Dự báo TTTD 2026 các NHNY theo dõi



• Nguồn: NHNN, MBS Research tổng hợp

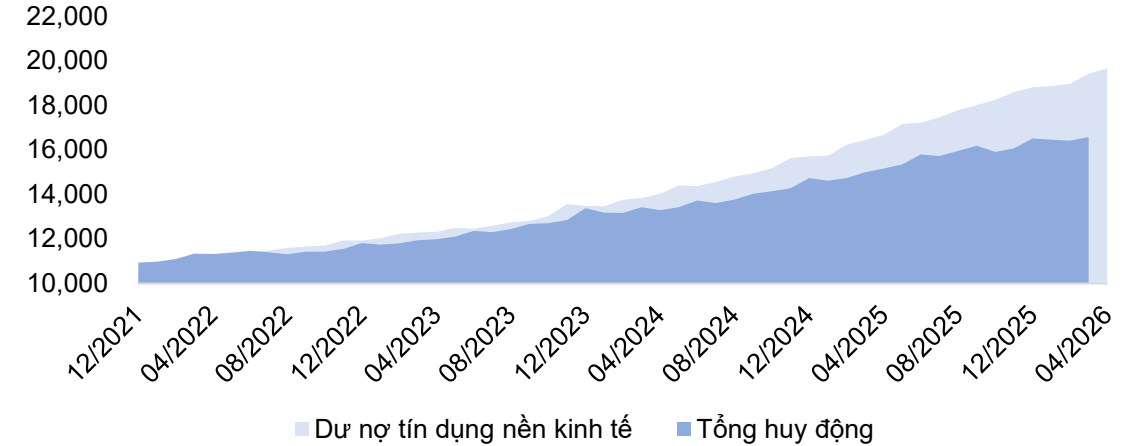
• Nguồn: Bộ tài chính, MBS Research

• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Mặt bằng lãi suất huy động neo cao dưới áp lực thanh khoản vẫn lớn

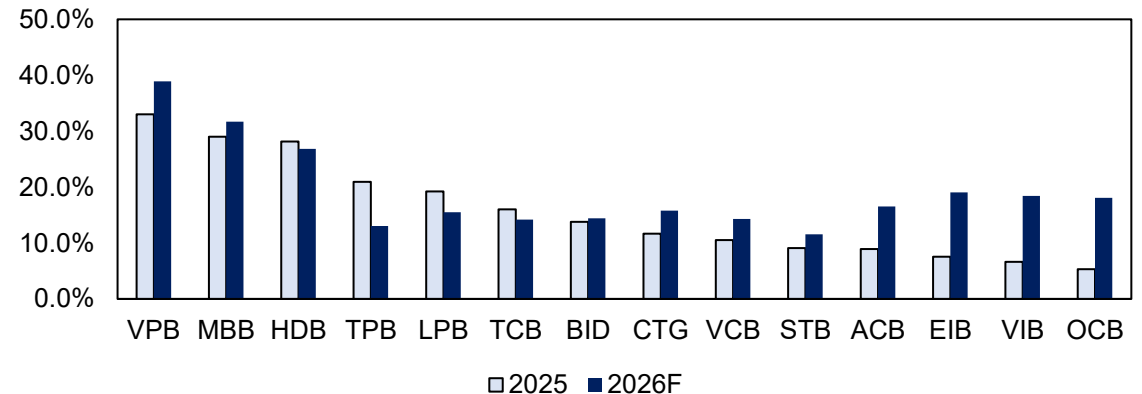
- Tính đến ngày 26/05/2026, chênh lệch giữa tổng tín dụng và tổng huy động vốn toàn hệ thống đạt hơn 1.4 triệu tỷ đồng, tăng hơn 40% so với cuối năm 2025. Điều này khiến tỷ lệ LDR toàn ngành tiếp tục neo ở mức cao, gia tăng áp lực thanh khoản lên hệ thống ngân hàng. Trong 5 tháng đầu năm 2026, NHNN tiếp tục điều tiết thanh khoản theo hướng thận trọng và linh hoạt, nhằm cân bằng giữa mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và ổn định thị trường tiền tệ. Cụ thể, NHNN hút ròng gần 80 nghìn tỷ đồng qua kênh thị trường mở, trái ngược với mức bơm ròng gần 20 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm trước. Bên cạnh hoạt động OMO, NHNN cũng đã thực hiện 3 đợt hoán đổi ngoại tệ từ đầu năm đến nay nhằm hỗ trợ thanh khoản VND trong ngắn hạn. Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng vẫn biến động mạnh, trong đó lãi suất qua đêm có thời điểm tăng lên 17.25% trong Q1/26 và 10.45% trong Q2/26.
- Chúng tôi cho rằng chênh lệch giữa TTHĐ và TTĐD sẽ chưa thể cải thiện trong ngắn hạn. Một mặt, các ngân hàng cần tăng huy động để thu hẹp chênh lệch giữa tín dụng và nguồn vốn, giảm áp lực thanh khoản và đảm bảo các tỷ lệ an toàn theo quy định. Mặt khác, việc duy trì mặt bằng lãi suất huy động cao sẽ tiếp tục gây áp lực lên chi phí vốn, từ đó gây sức ép lên NIM.
- Bên cạnh đó, định hướng giảm lãi suất cho vay theo chỉ đạo của NHNN có thể khiến các ngân hàng giảm nhẹ cạnh tranh huy động bằng lãi suất, trong khi tín dụng vẫn tiếp tục gia tăng nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng GDP có thể khiến chênh lệch tín dụng và huy động càng thêm lớn, qua đó làm gia tăng áp lực thanh khoản đối với toàn hệ thống trong các quý còn lại của năm.

TTĐD liên tục vượt trội so với TTHĐ, tạo áp lực lên thanh khoản hệ thống



• Nguồn: SBV, MBS Research

Dự báo TTHĐ của các NHNY cuối 2026

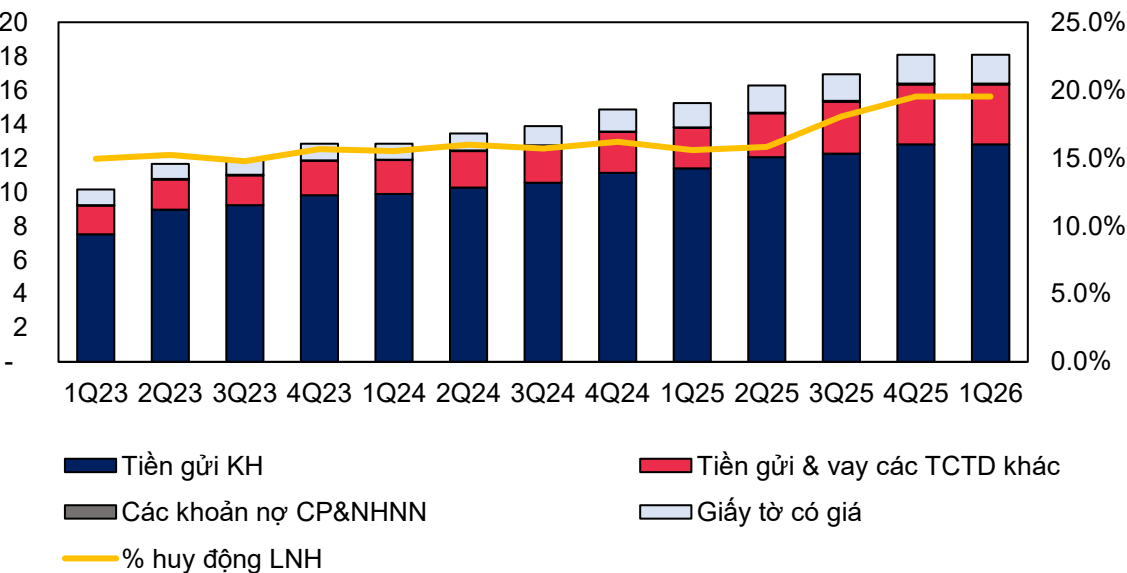


• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Áp lực giảm NIM lớn trong Q1/26 do mặt bằng lãi suất huy động gia tăng

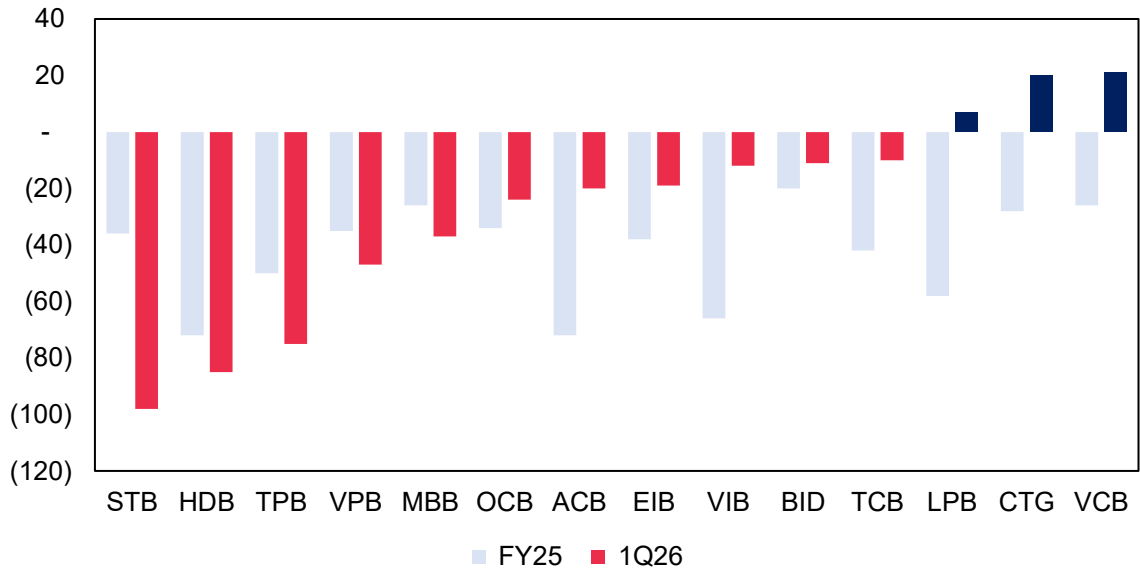
- Trong Q1/26, mặt bằng lãi suất huy động (LSHĐ) tăng cao so với cuối năm 2025, trong đó một số ngân hàng ghi nhận lãi suất huy động vượt 8%/năm ở các kỳ hạn 6 tháng và 12 tháng trước khi điều chỉnh giảm theo chỉ đạo của NHNN. Áp lực cạnh tranh huy động gia tăng khiến chi phí vốn của các ngân hàng niêm yết tăng 71 điểm cơ bản svck và 32 điểm cơ bản so với quý trước. Huy động qua kênh GTCG tăng 9.7% so với đầu năm và 31% svck, chiếm 12.7% tổng huy động. Mức lãi suất huy động GTCG được ghi nhận gia tăng đáng kể theo mặt bằng lãi suất huy động và được dự báo sẽ chưa thể giảm nhiệt trong 1-2 quý tiếp theo.
- Ở chiều ngược lại, lợi suất tài sản chỉ cải thiện ở mức khiêm tốn, tăng 35 điểm cơ bản svck và 3 điểm cơ bản so với quý trước. Mức cải thiện svck chủ yếu đến từ việc lãi suất cho vay trong Q1/26 cao hơn nền thấp của cùng kỳ năm trước. Mặt khác, cơ cấu tín dụng dịch chuyển theo hướng tăng tỷ trọng cho vay trung và dài hạn cải thiện lợi suất cho vay. Do đó, NIM toàn ngành trong Q1/26 tiếp tục ghi nhận giảm 15 điểm cơ bản so với quý trước và svck.

Cơ cấu huy động theo từng loại công cụ



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Mức suy giảm NIM của các NHNY trong Q1/26 cải thiện so với mức giảm của cả năm 2025 (điểm cơ bản svck)

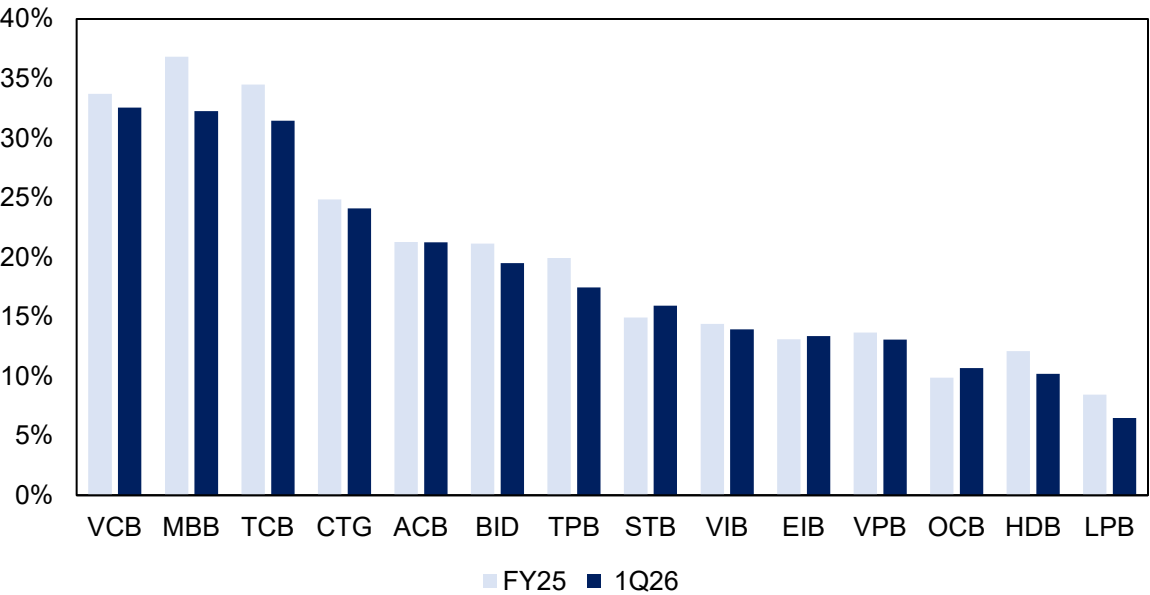


• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Chúng tôi dự báo NIM 2026 sẽ tiếp tục xu hướng giảm svck dưới áp lực gia tăng chi phí vốn do thanh khoản căng thẳng

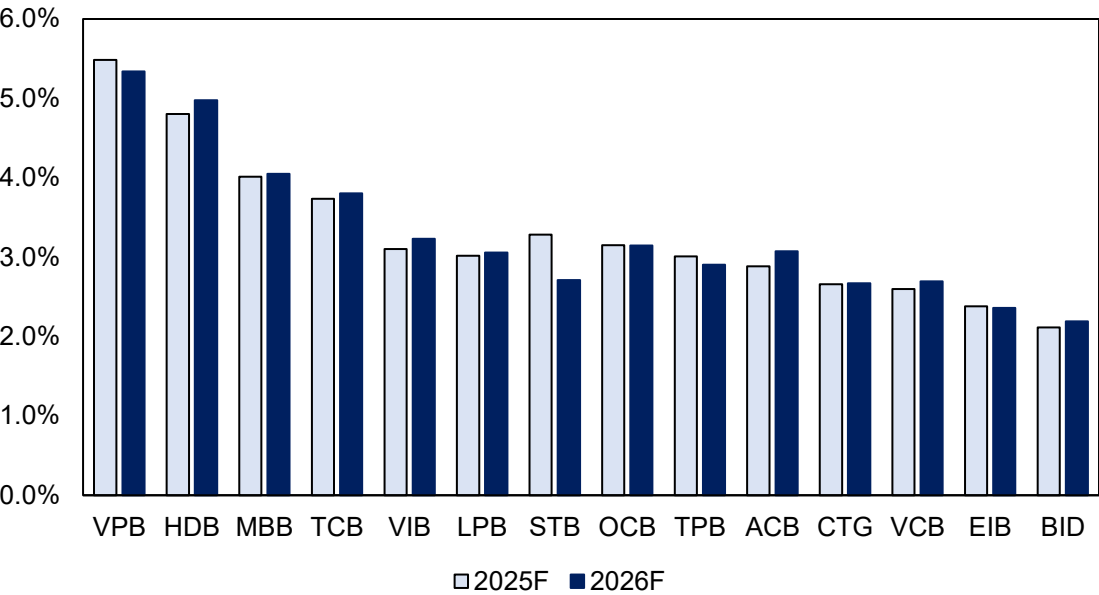
- Chúng tôi dự báo NIM toàn ngành năm 2026 tiếp tục giảm svck, chủ yếu do chi phí vốn vẫn neo ở mức cao do (i) tăng trưởng huy động chưa theo kịp TTDD, khiến các ngân hàng phải duy trì các chương trình lãi suất ưu đãi cao để thu hút tiền gửi; (ii) lãi suất liên ngân hàng bình quân 5T26 đạt 5.8%, cao hơn đáng kể so với mức bình quân 5T25, phản ánh áp lực thanh khoản hệ thống vẫn hiện hữu, (iii) lãi suất OMO duy trì ở mức 4.5%, cho thấy mặt bằng chi phí vốn ngắn hạn khó giảm mạnh trong ngắn hạn và (iv) lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm có thể tạo áp lực định giá đối với danh mục chứng khoán đầu tư, cũng như tiếp tục tạo mặt bằng tham chiếu cao cho chi phí vốn trung và dài hạn
- Nhóm ngân hàng có quy mô lớn được dự báo sẽ có mức giảm NIM thấp hơn toàn ngành nhờ lợi thế về CASA (như VCB, TCB, MBB, CTG, ACB...) và được hỗ trợ bởi các nguồn vốn chi phí thấp như nhóm ngân hàng quốc doanh. Ngoài ra, những ngân hàng có LDR thấp như ACB, HDB... cũng cho thấy được khả năng chống chịu với NIM tốt hơn nhờ áp lực gia tăng thanh khoản trung và dài hạn thấp hơn toàn ngành

CASA của các NHNY tại cuối Q1/26 suy giảm nhẹ dưới áp lực cạnh tranh lãi suất nhằm gia tăng huy động



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Dự báo NIM 2026 của các NHNY theo dõi

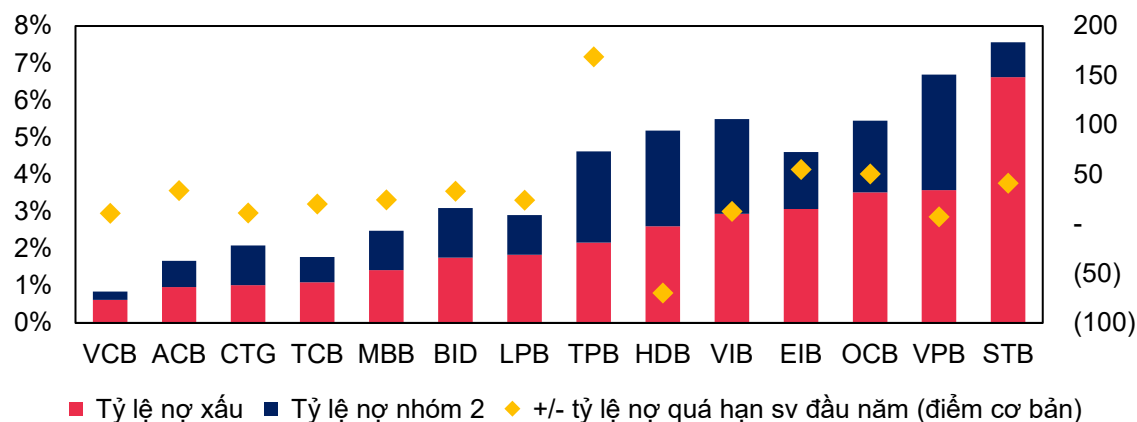


• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

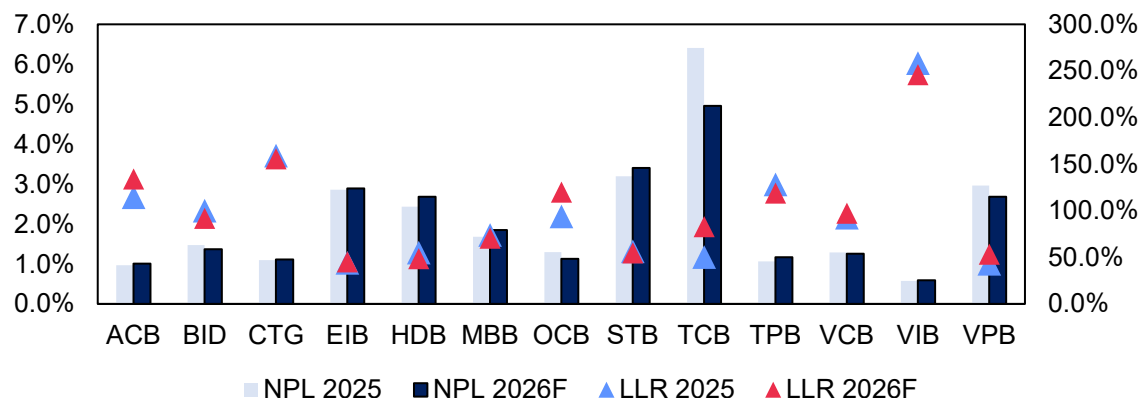
Chất lượng tài sản cuối 2026 dự báo không suy giảm thêm svck

- Nhìn chung, chất lượng tài sản toàn ngành cuối Q1/26 giảm nhẹ so với cuối năm 2025, tuy nhiên vẫn cải thiện đáng kể svck. Tỷ lệ nợ xấu cuối Q1/26 đạt 2.0%, tăng 13 điểm cơ bản so với đầu năm chủ yếu do tỷ lệ nợ xấu của nhóm NHTM tư nhân tăng 15 điểm cơ bản, đặc biệt là các ngân hàng bán lẻ quy mô nhỏ. Với nhóm ngân hàng quốc doanh, dư nợ xấu cuối Q1/26 tăng 11% so với đầu năm, thấp hơn đáng kể so với mức tăng 30% của Q1/25, cho thấy nhóm ngân hàng quốc doanh ghi nhận sự cải thiện chất lượng tài sản đáng kể, trong đó CTG giảm nợ xấu 6% so với đầu năm. Trong bối cảnh lãi suất cho vay gia tăng có thể tạo áp lực lên chất lượng tài sản, các ngân hàng thận trọng hơn trong việc trích lập, với tổng chi phí trích lập dự phòng Q1/26 tăng 27.5% svck, trong khi chi phí trích lập dự phòng cả năm 2025 chỉ tăng 9.3% svck. Một số ngân hàng đã thận trọng tăng mạnh trích lập dù chất lượng tài sản không bị suy giảm đáng kể so với đầu năm như VCB, VIB.
- Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của các NHNY theo dõi không suy giảm thêm so với cuối 2025. Tỷ lệ trích lập dự phòng trong năm 2026 cũng được dự báo tương đương svck, do mặt bằng lãi suất cho vay cao hơn và tác động của NĐ 86 vẫn còn nhưng sẽ dịu hơn so với 2 quý trước. Do đó, mức tăng chi phí dự phòng trong phần còn lại của năm được kỳ vọng sẽ thấp hơn so với Q1/26, do nhiều ngân hàng đã chủ động tăng trích lập ngay từ đầu năm. Theo đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu toàn ngành được dự báo duy trì quanh mức 80% tại cuối năm 2026.

Chất lượng tài sản toàn ngành cuối Q1/26 giảm nhẹ so với cuối năm 2025



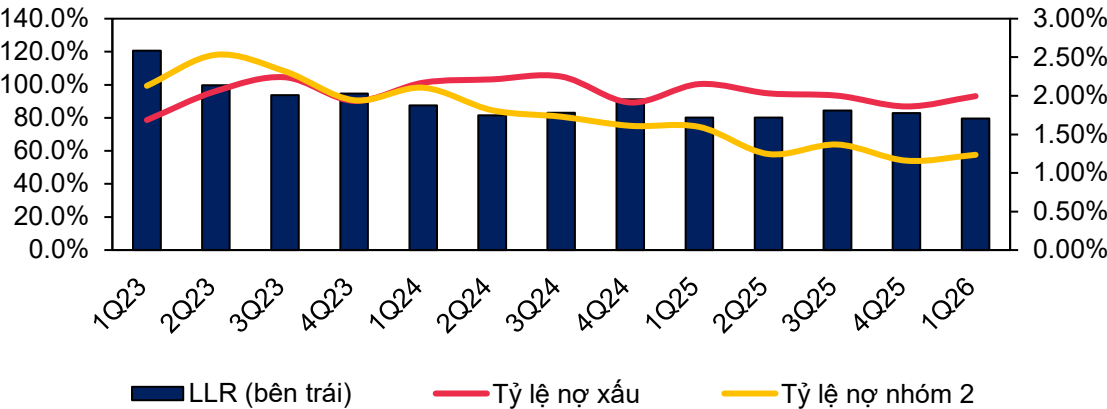
Dự báo nợ xấu và LLR của các NHNY năm 2026



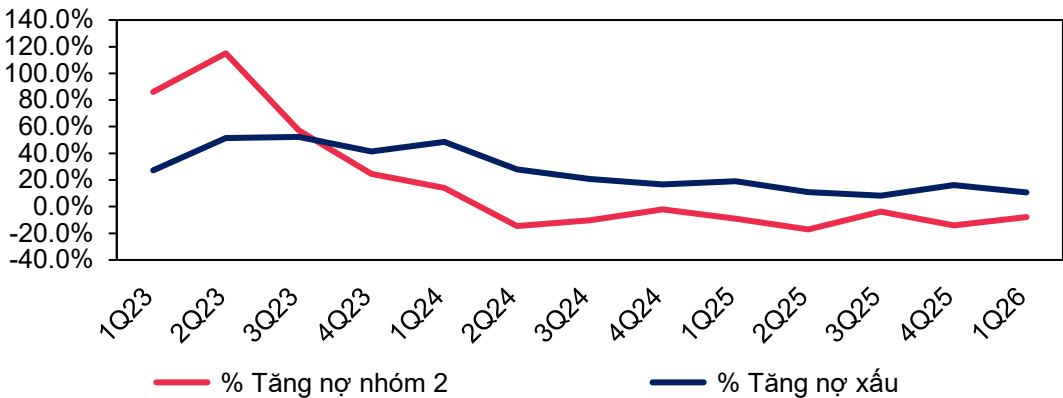
• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Chất lượng tài sản cuối 2026 dự báo không suy giảm thêm svck

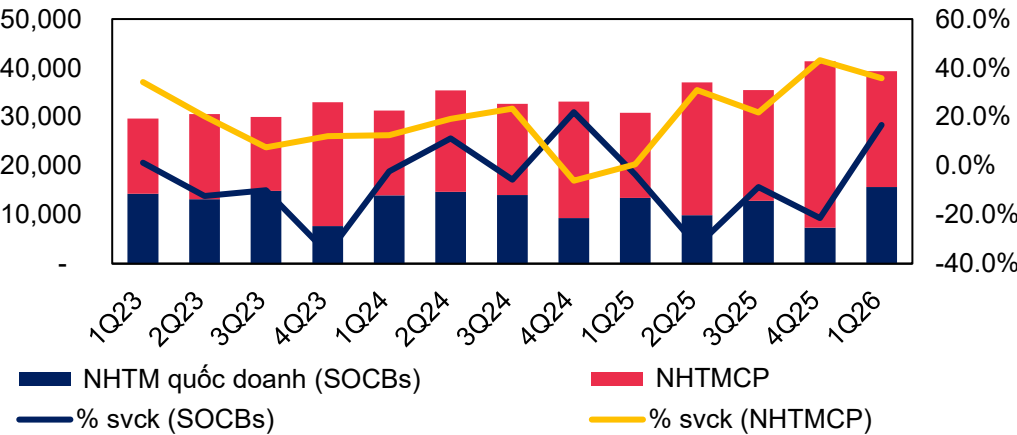
Chất lượng tài sản toàn ngành cuối Q1/26 suy giảm so với cuối năm 2025, tuy nhiên vẫn cải thiện so với cùng kỳ



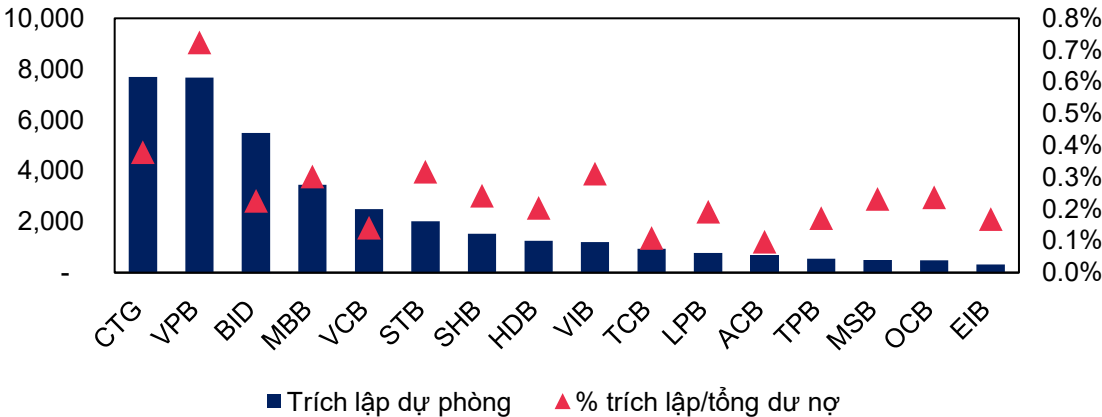
Tình hình gia tăng nợ xấu và nợ nhóm 2 toàn ngành theo quý



Chi phí trích lập trong Q1/26 của nhóm NHTM tư nhân tiếp tục tăng cao hơn mức tăng của nhóm ngân hàng quốc doanh



Tình hình trích lập của các NHNY trong Q1/26 (% , tỷ đồng)

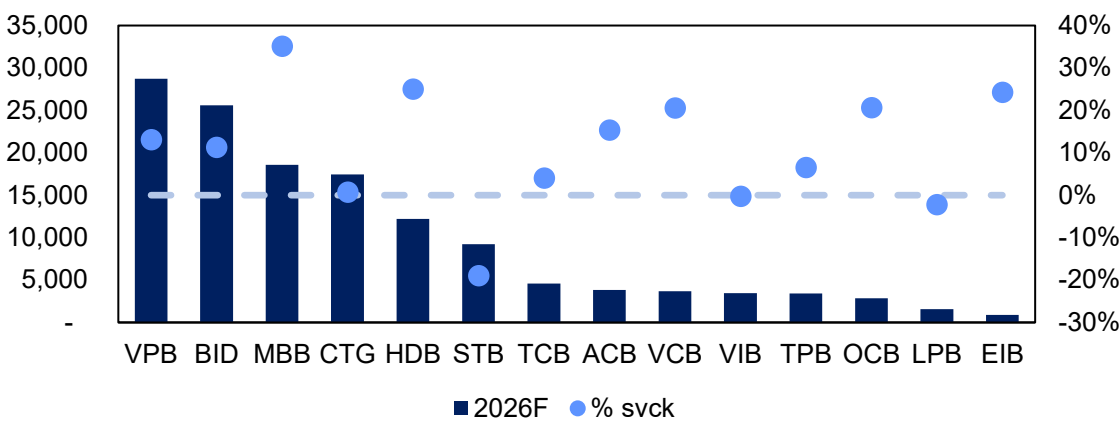


• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

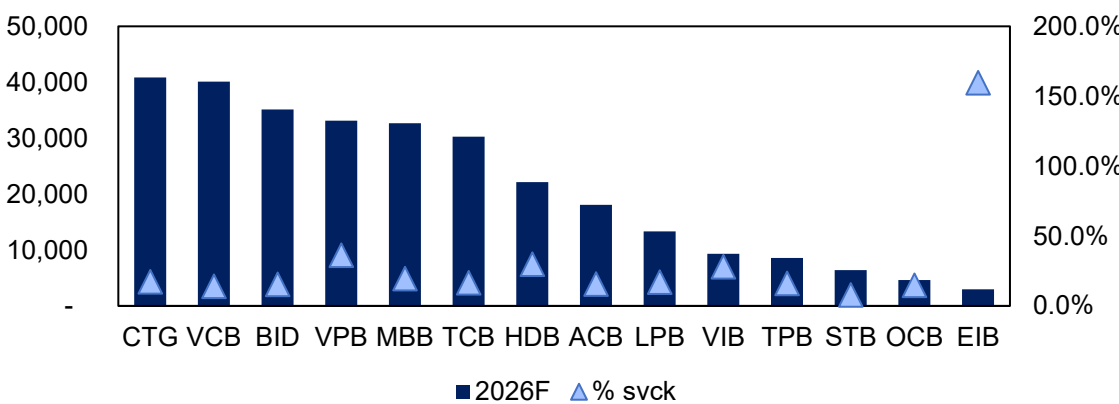
Chúng tôi ước tính lợi nhuận của các NHNY theo dõi tăng 17.9% trong năm 2026

- LNTT trong Q1/26 của các NHNY tăng trưởng 14% svck, trong đó nhóm ngân hàng quốc doanh ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đạt 24.5% svck do mức nền thấp của cùng kỳ, cao hơn mức tăng 9.2% svck của nhóm ngân hàng tư nhân.
 - Nhóm NH quốc doanh ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập lãi thuần, tăng 22.4% svck do TTTD khả quan và NIM cải thiện svck. Trong khi đó, thu nhập lãi thuần của nhóm NH tư nhân chỉ tăng 13.7% do NIM tiếp tục giảm sâu. Trên mức nền cao của thu nhập ngoài lãi toàn ngành trong năm 2025, thu nhập ngoài lãi trong Q1/26 tăng trưởng 10.6% svck nhờ sự cải thiện đáng kể của lãi thuần từ phí dịch vụ (+43% svck) và hoạt động khác. Thu nhập từ nợ đã xử lý rủi ro ghi nhận mức tăng chậm so với mức nền so sánh cao của cùng kỳ.
 - Chi phí trích lập trong Q1/26 của nhóm NH quốc doanh tăng 16.7% svck, trong khi đó, chi phí trích lập của nhóm NHTM tư nhân tăng 35.8% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng LNST trong năm 2026 của các NHTM chúng tôi theo dõi tăng khoảng 17.9% svck, nhờ sự phục hồi đáng kể của thu nhập lãi thuần. Chúng tôi dự báo NIM sẽ tiếp tục theo xu hướng giảm nhưng có thể ghi nhận mức tương đương 2025 ở một số ngân hàng có quy mô lớn như VCB và CTG. Tuy nhiên, TTTD khả quan hơn có thể giúp thu nhập lãi thuần năm 2026 có thể tăng khoảng 17% svck. Thu nhập ngoài lãi trong năm 2026 kỳ vọng tiếp tục được dẫn dắt bởi các mảng thu phí dịch vụ và hoạt động khác khi các hoạt động thanh toán tăng trưởng tốt và hoạt động bảo hiểm phục hồi tại một số ngân hàng. Thu nhập từ hoạt động thu hồi nợ đã xử lý rủi ro có thể tăng trưởng thấp hơn cùng kỳ do mức nền cao năm trước. Chi phí trích lập dự phòng của các ngân hàng MBS Research theo dõi có thể tăng khoảng 9.3% svck. Xu hướng cải thiện CIR chủ yếu vẫn đến từ việc tiết giảm các chi phí nhân lực và vận hành nhờ hiệu quả từ chuyển đổi số trong nhiều năm liền trước.

Chi phí dự phòng rủi ro của các NHTM trong phạm vi theo dõi của MBS Research dự kiến tăng 9.3% trong năm 2026



Dự báo tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 của các NHNY MBS Research theo dõi



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Hành lang pháp lý ngân hàng tiếp tục được hoàn thiện, đưa ra những giải pháp hỗ trợ ngắn hạn, song hướng đến nâng cao tiêu chuẩn an toàn hệ thống và tăng trưởng bền vững

	Trước thay đổi	Sau thay đổi	Đánh giá tác động lên các NHTM
Tổng tiền gửi trong cách tính tỷ lệ LDR của các ngân hàng	a) Tiền gửi của tổ chức trong nước và nước ngoài (bao gồm cả tiền gửi của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài khác), trừ các khoản sau đây: (i) Tiền gửi các loại của Kho bạc Nhà nước; (ii) Tiền ký quỹ và tiền gửi vốn chuyên dùng của khách hàng; b) Tiền gửi của cá nhân, trừ tiền ký quỹ và tiền gửi vốn chuyên dùng. c) Tiền huy động từ phát hành kỳ phiếu, tín phiếu, chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu.	a) Tiền gửi của tổ chức trong nước và nước ngoài (bao gồm cả tiền gửi của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài khác), trừ các khoản sau đây: (i) Tiền ký quỹ và tiền gửi vốn chuyên dùng của khách hàng; (ii) Tiền gửi không kỳ hạn của KBNN; (iii) 80% số dư tiền gửi có kỳ hạn của KBNN. b) Tiền gửi của cá nhân, trừ tiền ký quỹ và tiền gửi vốn chuyên dùng. c) Tiền huy động từ phát hành kỳ phiếu, tín phiếu, chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu.	Chúng tôi cho rằng các ngân hàng quốc doanh sẽ được hưởng lợi một phần khi một phần tiền gửi có kỳ hạn của KBNN được tính vào tổng huy động, do nắm giữ phần lớn lượng tiền gửi của KBNN, trong khi đó nhóm NHTMCP sẽ không có tác động gì đáng kể từ TT 08/2026.
Quy định thực hiện dự trữ bắt buộc của các TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài	Thông tư 30/2019/TT-NHNN: quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc (DTBB) cho tiền gửi bằng đồng Việt Nam không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 12 tháng là 3%, tiền gửi từ 12 tháng trở lên là 1%;	Thông tư 23/2025 /TT-NHNN: quy định các NHTM nhận chuyển giao bắt buộc NHTM được kiểm soát đặc biệt được giảm 50% tỷ lệ DTBB, tức tỷ lệ DTBB cho tiền gửi bằng đồng Việt Nam không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 12 tháng là 1.5%, tiền gửi từ 12 tháng trở lên là 0.5%;	Từ đầu năm 2026, nhóm ngân hàng nhận CGBB bắt đầu được áp dụng mức giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Trong bối cảnh TTTD cao hơn tăng trưởng huy động, ưu đãi này giúp nhóm ngân hàng nhận chuyển giao có thêm nguồn vốn, giúp phần nào giảm bớt áp lực huy động vốn, hỗ trợ chi phí vốn và biên lãi ròng. Tuy nhiên, mức độ hưởng lợi thực tế sẽ phụ thuộc vào quy mô tiền gửi thuộc diện tính dự trữ bắt buộc so với quy mô tín dụng của các ngân hàng.

• Nguồn: MBS Research

Hành lang pháp lý ngân hàng tiếp tục được hoàn thiện, đưa ra những giải pháp hỗ trợ ngắn hạn, song hướng đến nâng cao tiêu chuẩn an toàn hệ thống và tăng trưởng bền vững

	Trước thay đổi	Sau thay đổi	Đánh giá tác động lên các NHTM
Quy định về tỷ lệ sở hữu của NĐTNN tại các tổ chức tín dụng Việt Nam	Nghị định số 01/2014/NĐ-CP: Tổng mức sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) không vượt quá 30% vốn điều lệ của một ngân hàng thương mại Việt Nam.	Nghị định số 69/2025/NĐ-CP: Tổng mức sở hữu cổ phần của các NĐTNN tại NHTM nhận chuyển giao bắt buộc (không bao gồm các NHTM do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ) được nói lên mức 49% vốn điều lệ của NHTM nhận chuyển giao bắt buộc.	- Ba ngân hàng hưởng lợi trực tiếp từ thay đổi quy định này là HDB, MBB và VPB, với tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại lần lượt là 17.49%, 23.23% và 25.96% – đều chưa chạm trần 30% theo quy định cũ. - VPB duy trì tỷ lệ CAR cao hàng đầu trong ngành, ngoài ra MBB và HDB chưa công bố kế hoạch cụ thể nào để tận dụng lợi thế từ quy định mới.
	- Nghị quyết 42/2017 về xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng đã hết hiệu lực ngày 31/12/2023, và đã mang lại những kết quả ban đầu tích cực trong việc xử lý nợ xấu. - Tuy nhiên, sau khi nghị quyết hết hiệu lực, tỷ lệ nợ xấu đã tăng mạnh, mặc dù các NHTM đã chủ động chuẩn bị và ứng phó kịp thời.	- Việc luật hóa giúp các quy định có hiệu lực lâu dài và không bị giới hạn thời gian như Nghị quyết 42, giải phóng nguồn vốn bị “mắc kẹt”. - Đơn giản hóa quy trình thu hồi và xử lý tài sản bảo đảm thông qua khung pháp lý rõ ràng, thống nhất, đồng thời yêu cầu sự phối hợp liên ngành với trách nhiệm cụ thể được phân định rõ ràng.	- Những ngân hàng có tỷ trọng cho vay bất động sản lớn như TCB, VPB, HDB và SHB có thể là nhóm hưởng lợi từ thay đổi chính sách lần này. Do quy định mới liên quan đến xử lý tài sản bảo đảm, việc nâng cao tính minh bạch pháp lý sẽ hỗ trợ thu hồi tài sản nhanh hơn và hiệu quả hơn. - Chúng tôi cho rằng các ngân hàng lớn có chi phí dự phòng cao như CTG và VPB, cũng như các ngân hàng nhỏ hơn như OCB, MSB và VIB, sẽ hưởng lợi nhiều hơn so với mặt bằng chung nếu dự thảo quy định mới được thông qua

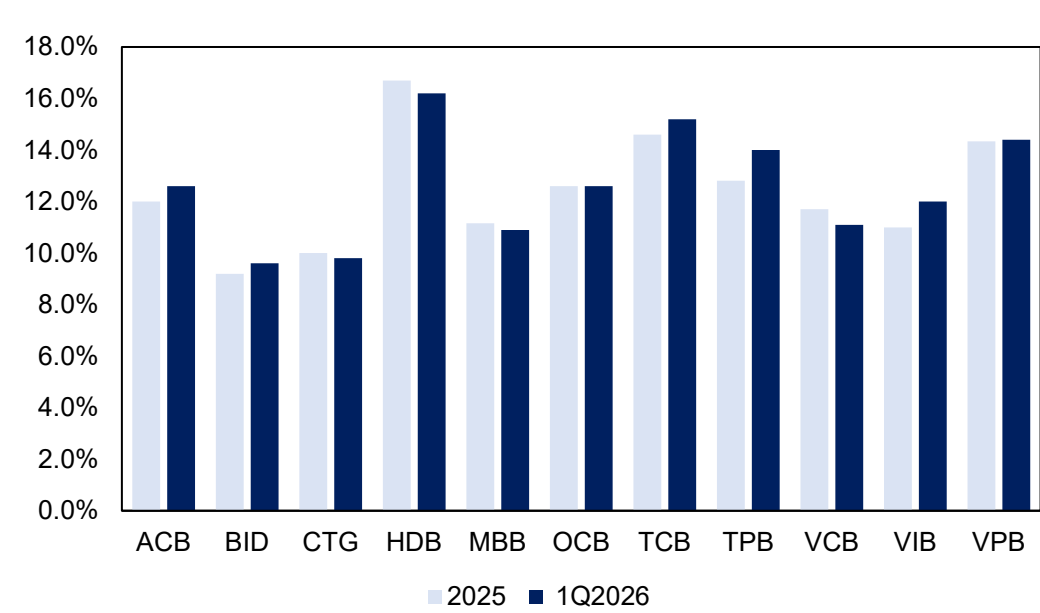
• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Nội dung		TT22/2019	Dự thảo Thông tư sửa đổi bổ sung	Đánh giá tác động lên toàn ngành Ngân hàng
Tỷ lệ đòn bẩy LEV	Không có		LEV = T1 / Exposure measure Tối thiểu 3%; D-SIB chỉ được chia lợi nhuận tiền mặt khi đáp ứng đồng thời CET1+buffer và LEV+buffer; báo cáo NHNN khi có yêu cầu	- Exposure measure (EM) -Tổng trạng thái rủi ro không chỉ đo lường tổng tài sản nội bảng có rủi ro mà cả giá trị trạng thái giao dịch phái sinh, ngoại bảng và giao dịch chưa tất toán, do vậy sẽ bao quát hơn so với chỉ có chỉ số CAR
Tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi (LDR)	LDR (Tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi) L = Dư nợ cho vay + ủy thác cho vay D = Tổng tiền gửi, gồm cả một số khoản liên ngân hàng; lộ trình tính tiền gửi Kho bạc		CDR (Tỷ lệ dư nợ cấp tín dụng so với huy động vốn) C = Dư nợ cấp tín dụng + ủy thác cấp tín dụng + dư nợ đầu tư trái phiếu doanh nghiệp - nhiều khoản mục trong vốn chủ sở hữu D = Tổng tiền gửi, loại trừ tiền gửi TCTD khác; tính 20% tiền gửi có kỳ hạn Kho bạc; nguồn vốn ủy thác cho vay của CP, cá nhân và tổ chức khác Khi LCR và NSFR đạt 100% thì không phải tuân thủ CDR nhưng vẫn phải báo cáo thống kê tỷ lệ này	- Mặc dù dư nợ đầu tư TPDN được tính thêm vào tử số, chúng tôi đánh giá việc giảm trừ nhiều khoản mục lớn trong vốn chủ sở hữu có thể bù đắp được mức tăng của dư nợ đầu tư TPDN trong cấu phần tín dụng (C). Bên cạnh đó, các ngân hàng đang có tỷ lệ tiền gửi của các TCTD lớn có thể bị ảnh hưởng khi tính tỷ lệ CDR thay cho tỷ lệ LDR, trong khi đó các ngân hàng quốc doanh sẽ được hưởng lợi một phần khi một phần tiền gửi có kỳ hạn của KBNN tiếp tục được tính vào tổng huy động.
Tỷ lệ khả năng chi trả	Tỷ lệ dự trữ thanh khoản và tỷ lệ khả năng chi trả trong 30 ngày		LCR (%) = HQLA đủ điều kiện/Dòng tiền ra ròng trong 30 ngày tiếp theo * 100% Bắt buộc từ 01/01/2028; cho phép đăng ký áp dụng sớm và phải tuân thủ ngay mức 100% nếu đăng ký Lộ trình LCR riêng lẻ 70% (2028), 80% (2029), 90% (2030), 100% (2031+) Nếu đã áp dụng sớm nhưng chưa đạt LCR/NSFR 100% thì vẫn phải báo cáo tỷ lệ thanh khoản cũ và không được công bố việc tuân thủ sớm;	- Tăng nhu cầu nắm giữ HQLA (tài sản chất lượng cao có tính thanh khoản), có thể ảnh hưởng NIM nếu bank phải tăng tài sản thanh khoản lợi suất thấp. Bank có quy mô nhỏ được cho là sẽ chịu tác động lớn hơn do thiếu lợi thế cạnh tranh khi thu hút các tài sản chất lượng cao và thanh khoản tốt.
Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn	40%/37%/34%/30% theo lộ trình tại TT22		NSFR = nguồn vốn ổn định sẵn có/nguồn vốn ổn định yêu cầu Lộ trình 90% (2028), 95% (2029), 100% (2030+) Bắt buộc từ 01/01/2028; cho phép đăng ký áp dụng sớm và phải tuân thủ ngay mức 100% nếu đăng ký	- Có thể thay thế vai trò quản lý của tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn theo hướng Basel III. Bank có tỷ trọng cho vay trung dài hạn cao, funding ngắn hạn cao sẽ bị áp lực tăng CASA/TD dài hạn/vốn dài hạn.

Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ chú trọng hơn việc nâng cao bộ đệm vốn nhằm đảm bảo các quy định khắt khe hơn, hướng tới tiệm cận tiêu chuẩn Basel III, do vậy chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ có xu hướng hạn chế trả cổ tức tiền mặt

- Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh TTTD cao trong hai năm vừa qua, cùng với việc tín dụng liên quan đến lĩnh vực bất động sản chiếm khoảng 28-30% tổng tín dụng, ngành ngân hàng càng phải chú trọng đến việc đảm bảo bộ đệm vốn vững chắc, để đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng. Trong bối cảnh đó, Thông tư 14/2025/TT-NHNN ra đời thay thế Thông tư 41/2016, nhằm siết chặt hơn các tiêu chuẩn vốn, tính toán rủi ro theo hướng tiệm cận Basel III. Vì vậy, các NHTM sẽ đối diện với áp lực cao hơn trong việc phải tiếp cận, áp dụng các tiêu chuẩn khắt khe hơn và nâng cao CAR.
- Đồng thời, việc cấp phép hoạt động sản xuất kinh doanh vàng cho các ngân hàng mở ra cơ hội mới, song cũng làm tăng yêu cầu duy trì bộ đệm vốn bền vững với các ngân hàng thực hiện nghiệp vụ này. Cùng với yêu cầu vốn cao hơn để phục vụ TTTD, chúng tôi cho rằng xu hướng gia tăng vốn cấp 1 và tiếp tục hạn chế chi trả cổ tức tiền mặt sẽ tiếp diễn toàn ngành trong năm 2026. Điều này giúp nâng cao mức độ an toàn vốn, đáp ứng tốt hơn các tiêu chuẩn mới của Thông tư 14/2025, và tạo nền tảng cho TTTD bền vững trong trung hạn.

CAR của các ngân hàng niêm yết theo dõi



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

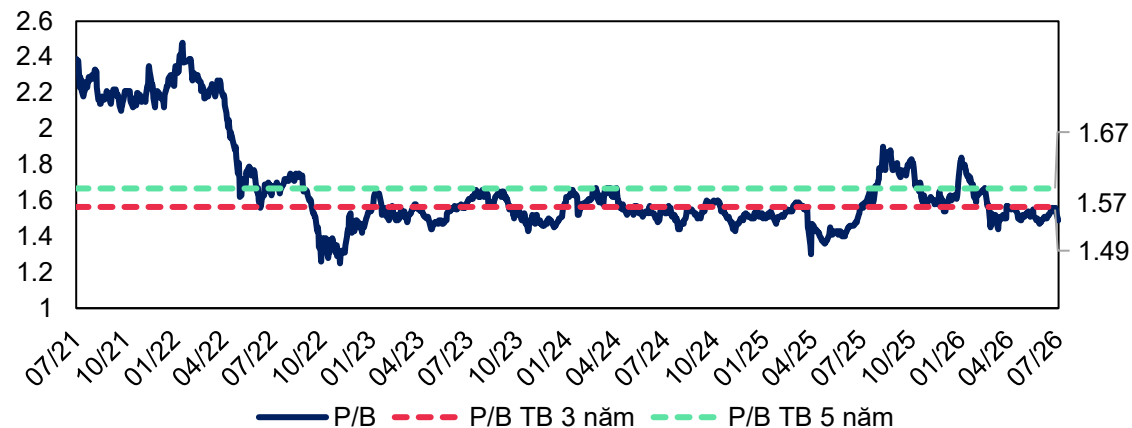
Kế hoạch tăng vốn của các NHNY trong năm 2026 - 2027

Ngân hàng	PHÁT HÀNH RIÊNG LẺ		PHÁT HÀNH THÊM	ESOP		Tổng vốn huy động dự kiến (*) (tỷ đồng)
	Số lượng cổ phiếu (tr cp)	Tỷ lệ pre-deal	Tỷ lệ PHT cho CĐHH	Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	Tỷ lệ ESOP	
BID	780.00	10.7%				35,100
MBB	200.00	2.5%	10.0%			11,435
TCB				17.00	0.2%	170
VCB	543.10	6.5%				38,462
VIB				8.17	0.2%	82
VPB	624.37	7.9%				21,141

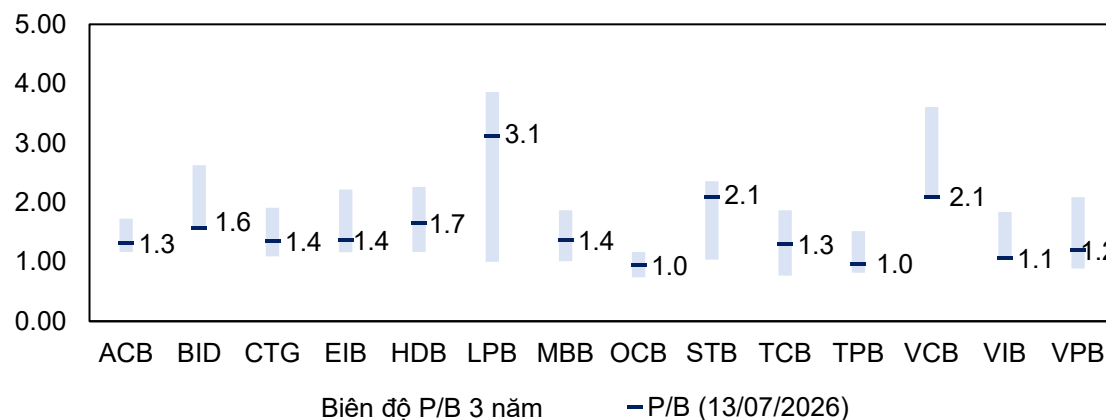
(*) Trong đó: tổng vốn huy động từ phát hành riêng lẻ được tính dựa trên giá phát hành do MBS Research ước tính

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận duy trì quanh mức 17-18%

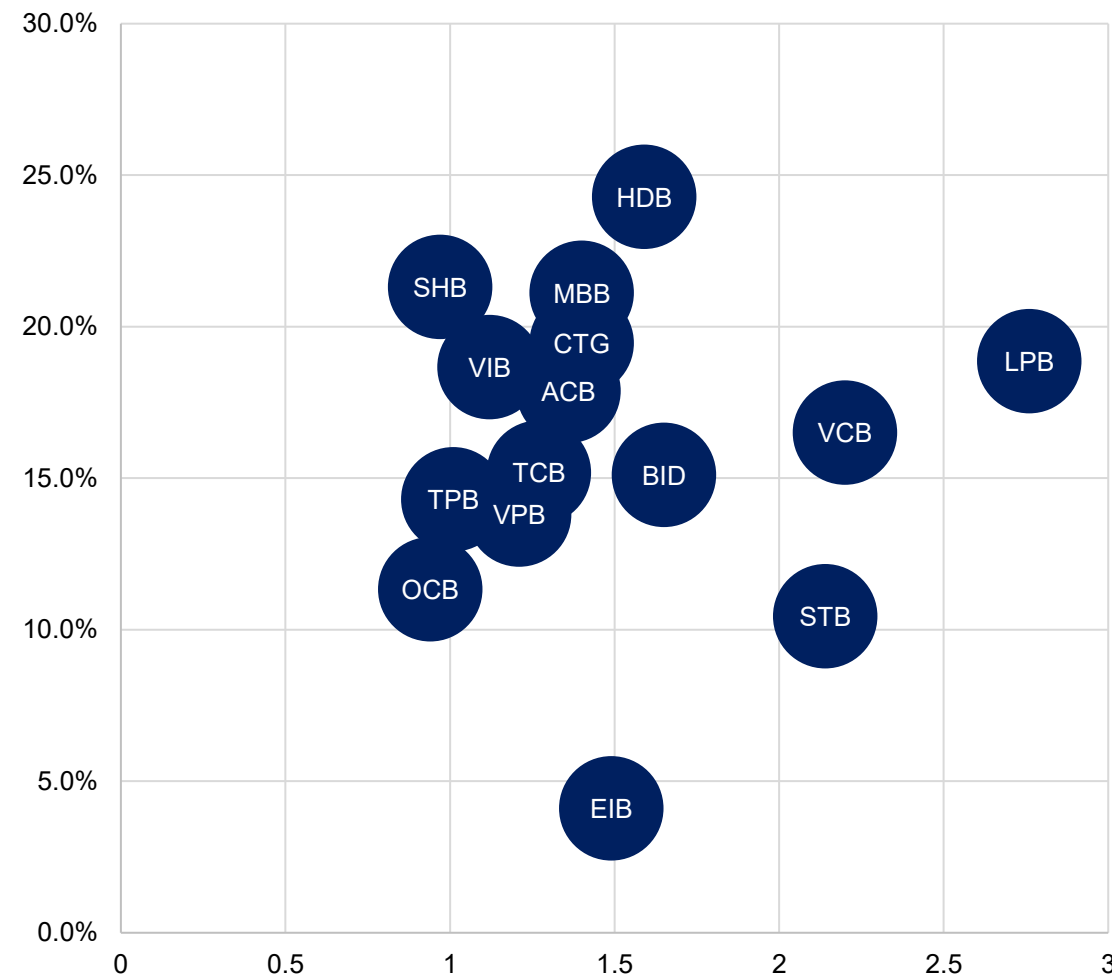
P/B toàn ngành đang giảm về mức 1.5x, giảm lần lượt 5% và 12% so với bình quân 3 năm và 5 năm



P/B của nhiều ngân hàng đang ở vùng thấp so với trung bình 3 năm như BID, VCB, VIB, TPB



Tương quan giữa ROE (TTM) và P/B của các ngân hàng MBS Research theo dõi



Lựa chọn của chúng tôi: CTG, ACB và VPB

Những ngân hàng được dự báo sẽ trở thành những cơ hội đầu tư hấp dẫn có những yếu tố sau:

- Được hưởng lợi nhờ xu hướng thúc đẩy đầu tư công như nhóm NHTM quốc doanh hay có hạn mức tín dụng cao hơn ngành như nhóm nhận chuyển giao bắt buộc;
- Chất lượng tài sản được duy trì khả quan hơn so với toàn ngành giúp tận dụng lợi thế chi phí tín dụng trong bối cảnh TTTD chọn lọc như hiện tại (ví dụ ACB, CTG, VCB, TCB...), đi kèm với khả năng giảm lãi suất chống chịu được áp lực bảo mòn NIM trong phần còn lại của năm 2026;
- Những “câu chuyện” liên quan đến việc thay đổi ban lãnh đạo nhằm hoàn tất các nghĩa vụ tái cơ cấu như STB, NVB hay những khoản lợi nhuận one-off như bán tài sản như CTG cũng sẽ thu hút được dòng tiền đầu cơ.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
CTG	KHẢ QUAN	50,900	▪ TTTD 2026 dự báo đạt khoảng 12% svck do room tín dụng hạn chế hơn. Động lực TTTD chính sẽ dịch chuyển từ nhóm KHCN sang cho vay KHDN lớn và FDI trên cơ sở thúc đẩy hạ tầng và thương mại quốc tế nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 10% đồng thời hạn chế dòng tín dụng vào lĩnh vực đầu cơ BĐS. NIM được dự báo sẽ duy trì ở mức 2.7%, tương đương với năm 2025. ▪ Chất lượng tài sản được dự báo sẽ cải thiện nhẹ so với cuối 2025. Chi phí tín dụng tiếp tục cải thiện xuống mức 0.6% (2025: 0.7%). Thu nhập từ xử lý nợ đạt kế hoạch 10 nghìn tỷ đồng trong năm 2026. ▪ LNTT 2026 ước tính đạt xấp xỉ 50 nghìn tỷ đồng, +15.0% svck, hoàn thành 108% kế hoạch cả năm. Ước tính này chưa bao gồm khoản thu nhập bất thường từ việc chuyển nhượng Vietinbank Tower, dự kiến được ghi nhận vào Q2/26 do chưa có thông tin xác thực và đáng tin cậy. ▪ P/B mục tiêu được điều chỉnh giảm xuống mức 1.8x do điều chỉnh giảm chung của toàn ngành trước áp lực thanh khoản và môi trường lãi suất cao hơn. Mặc dù vậy, KQKD diễn biến khả quan theo dự báo của chúng tôi nhờ tiết giảm chi phí trích lập, đồng thời duy trì CLTS hàng đầu ngành, do đó CTG vẫn xứng đáng với mức P/B mục tiêu cao hơn từ 25-30% so với toàn ngành (1.5x).

• Nguồn: MBS Research

Lựa chọn của chúng tôi: CTG, ACB và VPB

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
ACB	KHẢ QUAN	28,700	- TTTD cả năm dự báo ở mức ~12% svck và được thúc đẩy chủ yếu bởi nhóm KH MMLC, trong khi nhóm SME và KHCN vẫn chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi rõ ràng. Cho vay KHCN tiếp tục được thúc đẩy bởi hoạt động cho vay mua nhà đối với các sản phẩm nhà phố và nhà đã có sổ. Do đó, NIM được dự báo sẽ tiếp tục giảm và đạt mức 2.8% trong năm 2026. Thu nhập ngoài lãi khả quan hơn nhờ thu phí thanh toán và bảo hiểm. - Chất lượng tài sản tiếp tục được cải thiện và duy trì mức vượt trội so với toàn ngành. Nợ xấu và nợ nhóm 2 dự kiến sẽ đạt mức 1.0% và 0.5% tại cuối 2026. Chi phí tín dụng duy trì quanh mức 0.4%, tương đương 2025 nhờ đó chi phí trích lập giảm 8.1% svck. - LNTT 2026 ước tính tăng 13.8%, đạt 22,239 tỷ đồng, hoàn thành 100% KH cả năm. - KQKD chưa thực sự quá khả quan khi các mảng cho vay chủ lực bị ảnh hưởng do nhu cầu thấp, lãi suất cho vay cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này đã phản ánh vào mức định giá hấp dẫn của hiện tại (P/B = 1.2x, thấp hơn 20% so với toàn ngành). Việc duy trì chất lượng tài sản vượt trội giúp ACB giảm áp lực trích lập khi mở rộng tín dụng, điều này sẽ dần phản ánh vào KQKD và từ đó gia tăng định giá của ngân hàng. P/B mục tiêu ở mức 1.5x, giảm theo tương quan với định giá toàn ngành so với dự báo gần nhất (1.6x).
VPB	KHẢ QUAN	40,500	- Là một trong những ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc, VPB được cấp hạn mức tín dụng cao hơn toàn ngành ở mức 35% đồng thời không bị hạn chế TTTD vào lĩnh vực BĐS thấp hơn TTTD chung. TTTD tiếp tục được dẫn dắt bởi cho vay doanh nghiệp. - Áp lực thanh khoản của VPB là khá cao so với ngành do tỷ lệ LDR của VPB liên tục neo cao, do đó chúng tôi dự báo NIM của VPB tiếp tục suy giảm trong năm 2026 do áp lực phải tăng cường huy động. Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi kỳ vọng được thúc đẩy bởi thu phí thanh toán, bảo hiểm theo các khoản vay mua xe và thu hồi nợ xấu. Chi phí trích lập năm 2026 được dự báo tăng khoảng 13% svck. - Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của VPB tiếp tục cải thiện so với cùng kỳ, tuy nhiên bộ đệm dự phòng vẫn duy trì ở mức thấp, tương đương svck. Ngoài ra, VPB dự kiến phát hành riêng lẻ tỷ lệ 5%, giúp duy trì CAR vượt trội so với toàn ngành ở mức 14%. - Chúng tôi điều chỉnh giảm P/B mục tiêu xuống 1.5x trước bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động tăng cao tạo áp lực chung lên thị trường, tuy nhiên vẫn phản ánh triển vọng lợi nhuận khả quan, ROE cải thiện về mức tiệm cận trung bình ngành và chất lượng tài sản tiếp tục phục hồi.

• Nguồn: MBS Research

Dự phóng KQKD 2026-2027 của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của MBS Research (1)

Chỉ số tài chính	<u>VCB</u>		<u>BID</u>		<u>CTG</u>		<u>VPB</u>		<u>TCB</u>		<u>STB</u>	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Tổng thu nhập HĐ	86,715	101,925	105,623	121,294	98,722	109,092	94,627	120,872	59,359	71,051	31,096	36,120
% svck	19.7%	17.5%	15.8%	14.8%	13.1%	10.5%	26.8%	27.7%	11.2%	19.7%	-3.0%	16.2%
Thu nhập lãi thuần	72,063	86,015	75,212	90,855	77,742	87,196	76,940	101,150	41,405	50,192	25,567	29,984
Thu nhập thuần ngoài lãi	14,652	15,910	30,411	30,439	20,980	21,895	17,686	19,721	17,953	20,859	5,529	6,135
Chi phí trích lập	4,104	7,333	25,590	30,327	18,172	19,262	28,827	37,543	4,071	5,212	9,189	7,376
% svck	28.6%	78.7%	11.3%	18.5%	5.1%	6.0%	13.5%	30.2%	-7.9%	28.0%	-19.3%	-19.7%
LNST	41,868	47,494	36,008	40,792	40,055	45,040	33,144	42,201	29,807	35,128	6,403	10,287
% svck	19.0%	13.4%	18.3%	13.3%	14.9%	12.4%	36.1%	27.3%	14.8%	17.9%	7.8%	60.7%
TTTD	14.5%	14.0%	13.4%	13.1%	12.3%	12.6%	35.2%	35.3%	14.5%	15.1%	11.6%	16.3%
Tăng trưởng huy động	15.0%	14.2%	14.4%	13.9%	13.2%	14.3%	41.5%	34.8%	14.5%	16.9%	11.6%	13.9%
LDR	82.7%	83.3%	83.2%	84.9%	83.6%	84.8%	107.0%	107.6%	95.5%	95.8%	77.4%	82.9%
CASA	33.9%	33.0%	21.3%	21.5%	25.2%	25.4%	14.6%	14.4%	33.9%	32.2%	14.6%	14.5%
NIM	2.8%	2.9%	2.2%	2.3%	2.7%	2.8%	5.4%	5.3%	3.5%	3.7%	2.7%	2.9%
CIR	34.9%	34.6%	33.2%	33.0%	31.0%	31.0%	25.8%	25.3%	30.0%	30.5%	44.0%	43.0%
NPL	0.6%	0.7%	1.4%	1.3%	1.1%	1.2%	3.2%	2.9%	1.2%	1.1%	5.0%	3.8%
LLR	246.0%	209.8%	91.6%	86.7%	155.6%	147.4%	56.9%	61.8%	118.8%	123.8%	82.6%	113.8%
ROE	16.9%	16.2%	19.1%	18.4%	20.4%	20.6%	16.9%	18.1%	16.1%	16.2%	10.2%	14.5%
ROA	1.6%	1.6%	1.0%	1.0%	1.4%	1.5%	2.3%	2.2%	2.4%	2.4%	0.7%	1.0%
EPS	5,008	5,682	4,950	5,506	5,134	5,772	4,131	5,272	4,099	4,830	3,397	5,457
BVPS	32,231	37,913	27,288	32,071	27,027	31,587	25,294	30,565	28,095	32,925	34,967	40,112

• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Dự phóng KQKD 2026-2027 của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của MBS Research (2)

	<u>ACB</u>		<u>TPB</u>		<u>HDB</u>		<u>VIB</u>		<u>EIB</u>		<u>OCB</u>	
Chỉ số tài chính	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Tổng thu nhập HĐ	37,210	43,266	21,366	24,500	49,649	68,977	23,091	26,873	7,065	8,297	12,234	13,987
% svck	10.1%	16.3%	12.5%	14.7%	16.3%	38.9%	15.4%	16.4%	-3.1%	17.4%	5.6%	14.3%
Thu nhập lãi thuần	28,730	33,269	14,436	16,345	41,987	59,099	17,048	19,953	5,320	6,385	9,631	10,917
Thu nhập thuần ngoài lãi	8,480	9,997	6,930	8,156	7,662	9,878	6,043	6,920	1,744	1,912	2,603	3,071
Chi phí trích lập	3,063	3,575	3,455	3,948	9,031	11,984	4,083	4,780	1,529	1,837	2,640	2,793
% svck	-8.1%	16.7%	8.3%	14.3%	-7.4%	32.7%	17.8%	17.1%	0.2%	20.2%	11.6%	5.8%
LNST	17,776	20,658	8,413	9,644	21,743	30,105	8,928	10,583	1,189	1,497	4,144	5,029
% svck	13.8%	16.2%	13.7%	14.6%	27.3%	38.5%	22.5%	18.5%	4.6%	25.9%	3.3%	21.4%
TTTD	12.3%	18.6%	14.8%	14.5%	34.6%	32.8%	16.7%	19.1%	12.3%	17.0%	15.4%	15.2%
Tăng trưởng huy động	13.2%	18.0%	15.4%	13.9%	28.6%	29.7%	18.4%	18.4%	15.9%	18.7%	19.0%	19.1%
LDR	84.3%	84.8%	0.0%	0.0%	76.0%	77.5%	88.3%	88.1%	82.6%	83.2%	76.1%	81.1%
CASA	21.2%	21.3%	20.4%	20.2%	11.4%	10.4%	14.2%	13.8%	12.6%	11.6%	9.1%	8.5%
NIM	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%	4.4%	4.7%	3.0%	3.0%	2.0%	2.1%	2.9%	3.0%
CIR	32.0%	32.0%	34.6%	34.7%	27.0%	28.0%	34.0%	33.0%	57.0%	55.0%	36.0%	35.0%
NPL	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	2.7%	2.5%	2.7%	2.4%	2.9%	2.7%	3.4%	3.0%
LLR	133.7%	119.6%	97.0%	112.9%	48.5%	50.6%	53.1%	64.2%	45.0%	47.3%	54.5%	73.8%
ROE	17.2%	16.9%	16.9%	16.3%	25.1%	26.6%	17.5%	17.5%	4.5%	5.3%	11.5%	12.4%
ROA	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%	2.1%	2.2%	1.5%	1.6%	0.4%	0.5%	1.2%	1.3%
EPS	3,063	3,559	3,033	3,476	4,203	5,807	2,623	3,109	638	804	1,556	1,888
BVPS	18,701	22,234	18,275	21,752	19,530	25,653	16,280	19,240	14,614	15,437	14,289	16,160

Bảng so sánh các ngân hàng

Ngân hàng	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tiềm năng tăng giá</u>	<u>Khuyến nghị</u>	<u>P/B định giá</u>	<u>P/E</u>		<u>P/B</u>		<u>Tăng trưởng LNST</u>		<u>ROE</u>		<u>ROA</u>	
	(VND/cp)				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
ACB	28,750	28.1%	KHẢ QUAN	1.5x	7.3x	6.3x	1.2x	1.0x	13.8%	16.2%	17.2%	16.9%	1.7%	1.8%
BID	52,800	32.2%	KHẢ QUAN	1.8x	8.1x	7.3x	1.5x	1.2x	18.3%	13.3%	19.1%	18.4%	1.0%	1.0%
CTG	50,900	56.1%	KHẢ QUAN	1.8x	6.3x	5.6x	1.2x	1.0x	14.9%	12.4%	20.4%	20.6%	1.4%	1.5%
EIB	18,200	-5.9%	TRUNG LẬP	1.2x	30.3x	24.1x	1.3x	1.3x	4.6%	25.9%	4.5%	5.3%	0.4%	0.5%
HDB	37,450	40.3%	KHẢ QUAN	1.7x	6.4x	4.6x	1.4x	1.0x	27.3%	38.5%	25.1%	26.6%	2.1%	2.2%
LPB	N/A	N/A	N/A	N/A	13.3x	11.4x	2.7x	2.2x	1.5%	16.3%	22.0%	20.9%	1.8%	1.8%
MBB	N/A	N/A	N/A	N/A	6.3x	4.6x	1.2x	0.9x	15.9%	37.7%	20.2%	22.5%	1.7%	1.9%
OCB	N/A	N/A	N/A	N/A	7.0x	5.7x	0.8x	0.7x	3.3%	21.4%	11.5%	12.4%	1.2%	1.3%
STB	58,800	-14.2%	TRUNG LẬP	1.6x	20.2x	12.6x	2.0x	1.7x	7.8%	60.7%	10.2%	14.5%	0.7%	1.0%
TCB	47,950	48.2%	KHẢ QUAN	1.7x	7.9x	6.7x	1.2x	1.0x	14.8%	17.9%	16.1%	16.2%	2.4%	2.4%
TPB	20,500	31.8%	KHẢ QUAN	1.1x	5.1x	4.5x	0.9x	0.7x	13.7%	14.6%	16.9%	16.3%	1.6%	1.6%
VCB	74,500	26.5%	KHẢ QUAN	2.2x	11.8x	10.4x	1.8x	1.6x	19.0%	13.4%	16.9%	16.2%	1.6%	1.6%
VIB	24,200	56.1%	KHẢ QUAN	1.4x	5.9x	5.0x	1.0x	0.8x	22.5%	18.5%	17.5%	17.5%	1.5%	1.6%
VPB	40,500	53.4%	KHẢ QUAN	1.5x	6.4x	5.0x	1.0x	0.9x	36.1%	27.3%	16.9%	18.1%	2.3%	2.2%
TB các NHTMCP Nhà nước				1.9x	8.7x	7.8x	1.5x	1.3x	17.3%	13.1%	18.8%	18.4%	1.3%	1.4%
TB các NHTMCP tư nhân				1.5x	10.6x	8.2x	1.3x	1.1x	18.5%	27.1%	16.2%	17.0%	1.6%	1.7%
Trung bình				1.6x	10.2x	8.1x	1.4x	1.1x	18.0%	21.5%	16.7%	17.3%	1.5%	1.6%

Giá đóng cửa tại ngày 13/07/2026

• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Triển vọng 2H26 | Ngành Xây dựng và Ngành Thép

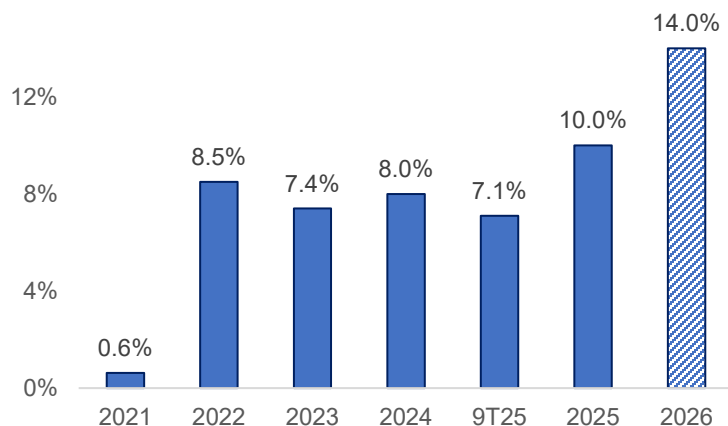
Tăng trưởng trong thách thức



Ngành xây dựng dự báo tăng 14% svck trong 2026, động lực chính đến từ xây dựng hạ tầng và dân dụng

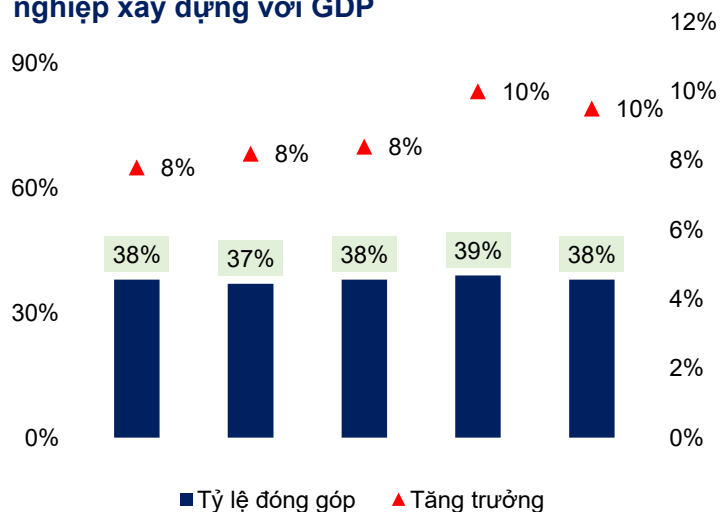
- Theo kế hoạch từ Bộ Xây dựng, Bộ đặt kế hoạch tăng trưởng ngành xấp xỉ dự báo ở mức 14% nhằm góp phần vào mức tăng trưởng kế hoạch 10% của Chính phủ. Trong bối cảnh đó, xây dựng hạ tầng dự báo trở thành điểm sáng trong bối cảnh (1) đẩy nhanh triển khai hạ tầng các lĩnh vực như đường sắt, cảng biển, điện và (2) kết hợp nguồn vốn tư nhân nhằm giảm áp lực đối với vốn ngân sách thông qua các dự án PPP như Trục đại lộ Sông Hồng, sân bay Gia Bình. Tính đến hết 5T/26, vốn đầu tư công giải ngân đạt mức 245,000 Tỷ VNĐ (+13% svck và đạt 24% kế hoạch năm). Chúng tôi dự báo giải ngân ĐTC có thể đạt khoảng 99% kế hoạch, tương đương 1,050 Tỷ VNĐ và tăng 14% svck
- Đối với xây dựng dân dụng, động lực tăng trưởng đến từ nguồn cung BĐS khi Chính phủ hiện nay thực hiện chiến lược phát triển nhà ở cho thuê với NOXH và nguồn cung BĐS đến từ các đại dự án. Cụ thể hơn, nguồn cung NOXH dự báo đạt khoảng 410,000 Căn trong năm 2026 (tăng trưởng 20% svck) thông qua chiến lược phát triển BĐS cho thuê tích cực triển khai các dự án NOXH cho thuê gi Hơn nữa, tập trung tháo gỡ vướng mắc đối với các dự án như Nghị quyết của UBND TP.HCM. Bên cạnh đó, việc các chủ đầu tư lớn tích cực triển khai các đại đô thị giúp nguồn cung căn hộ tại HN và TP.HCM dự báo tăng trưởng 12%/9% svck.

Dự báo giá trị ngành xây lắp sẽ tăng 14.5% trong năm 2026, trong khi Q1 tăng 9% svck



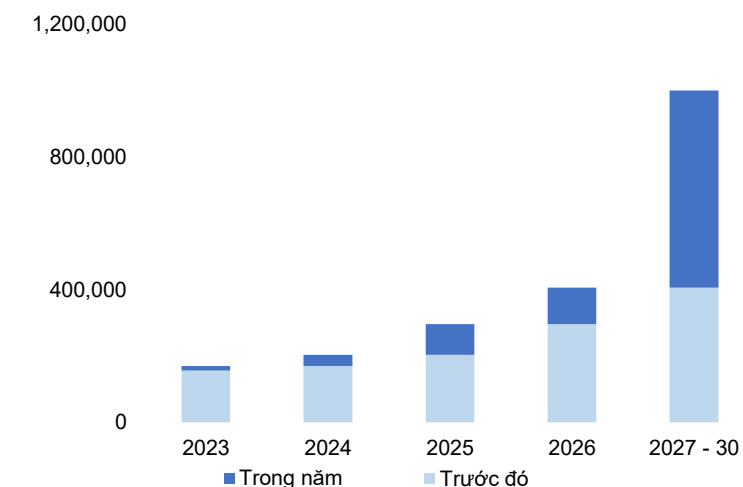
• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Tăng trưởng và tỷ lệ đóng góp của ngành công nghiệp xây dựng với GDP



• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Số căn NOXH hoàn thành tăng 50% svck trong 2026 hướng đến mục tiêu 1 triệu căn vào 2030

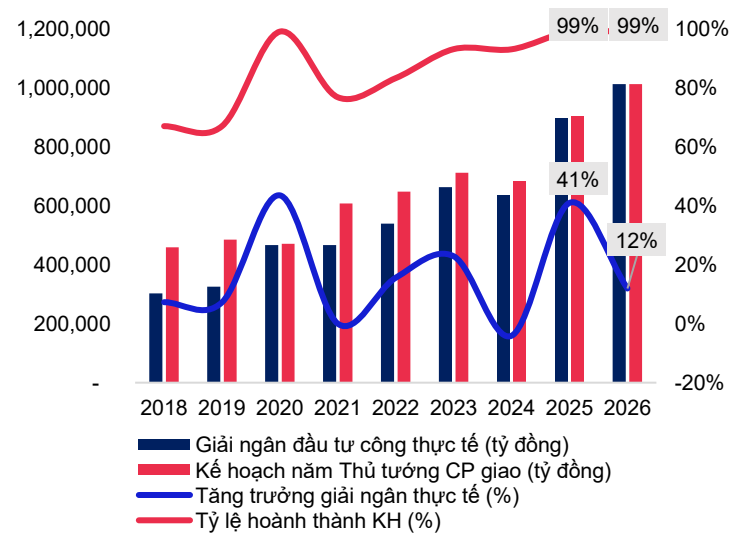


• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Giải ngân đầu tư công dự báo tăng trưởng lần lượt 12% trong giai đoạn 2026

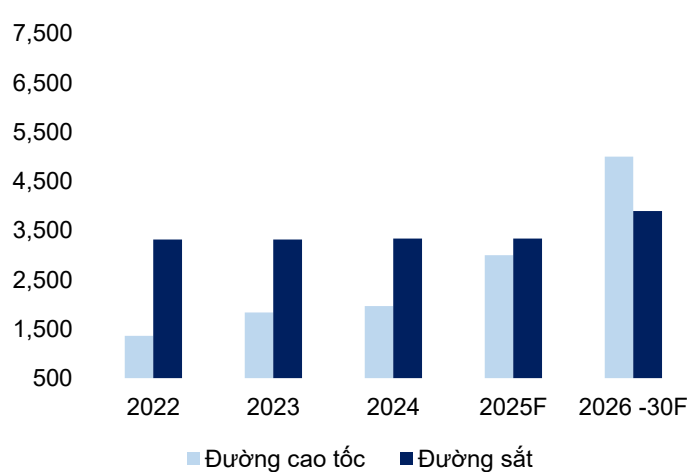
- Chúng tôi đánh giá trong thời điểm hiện nay, các dự án hạ tầng có thể được giải quyết vướng mắc nhanh hơn so với chu kì đầu tư công 2020 -25 trong bối cảnh (1) các thủ tục, vướng mắc về đền bù và GPMB cũng như phân quyền cho các địa phương giúp tiến độ được đẩy nhanh triển khai và (2) tập trung thực hiện các đại dự án theo hình thức đầu tư PPP nhằm tận dụng nguồn vốn tư nhân và giảm thiểu áp lực đối với vốn ngân sách.
- Năm 2026 trở thành năm bản lề đối với chu kì đầu tư công trung hạn 2026 -30 nhờ các chiến lược tăng trưởng đầu tư công. Cụ thể hơn mục tiêu phát triển ngành công nghiệp đường sắt bao gồm Nghiên cứu, triển khai đến nguyên vật liệu (Thép ray) thông qua các dự án như đường sắt HN – HP, LC, đường sắt tốc độ cao HN – QN, đường sắt Cần Giờ hay đường sắt cao tốc Bắc – Nam. Bên cạnh đó, theo kế hoạch phê duyệt việc quy hoạch 100 năm của TP.HN, chúng tôi đánh giá các dự án hạ tầng triển vọng có thể được đẩy nhanh tiến độ như BT Sông Hồng, nhà hát Opera, cải tạo Hồ Tây,....
- Bên cạnh pháp lý được đẩy mạnh, chúng tôi cho rằng đề xuất chấp thuận cho TCTD loại trừ các khoản vay của nhà đầu tư thực hiện các dự án Đặc thù không tính vào hạn mức tăng trưởng hàng năm của các TCTD có thể tác động tích cực tới việc tiếp cận nguồn vốn của các chủ đầu tư nhằm triển khai dự án.

Vốn đầu tư công dự kiến giải ngân



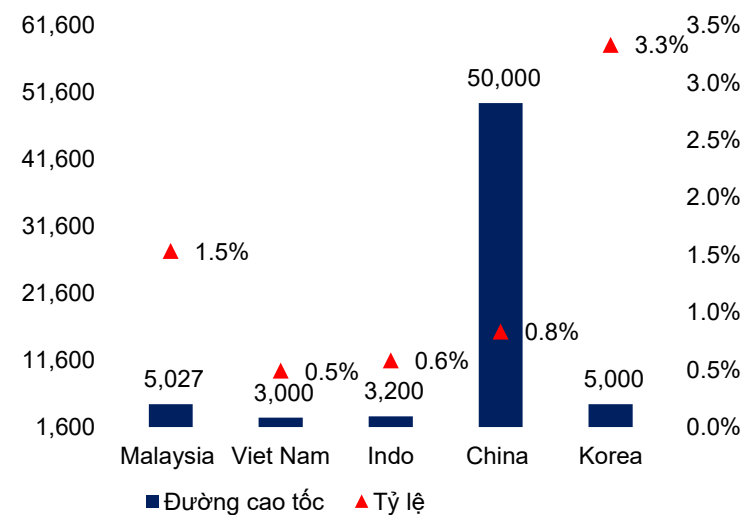
Nguồn: Bộ Tài Chính, MBS Research dự báo

Số km cao tốc và đường sắt giai đoạn 2026 -30



Nguồn: Bộ Xây dựng

Tỷ lệ đường cao tốc tại 1 số quốc gia



Nguồn: MBS Research tổng hợp

Các dự án chiến lược trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 - 30

Dự án	TMĐT (Tỷ VNĐ)	Hình thức đầu tư	Chủ đầu tư và đơn vị thi công	Quy mô	Tiến độ triển khai
Các dự án hạ tầng phức hợp: Thực hiện quy hoạch tầm nhìn 100 năm của TP.HN					
Trục Đại lộ Cảnh quan sông Hồng	737,000	PPP	Chủ đầu tư: Đại Quang Minh, Thaco và Hòa Phát . Đơn vị thi công: Chưa xác định	11,000 ha	Hiện tại đang trong quá trình điều chỉnh quy hoạch và xác định đền bù, GPMB; dự kiến giai đoạn 2026 - 30 sẽ thực hiện xây dựng hạ tầng
Khu phức hợp Olympic	925,000	PPP	CĐT và tổng thầu: Vingroup	10,000 ha	Đang xây dựng 1 số hạng mục như sân vận động. Dự kiến hoàn tất dự án năm 2035
Khu Liên hợp thể thao Rạch Chiếc	145,600	PPP	CĐT và tổng thầu: Sungroup	186 ha	Hiện tại đang trong quá trình thu hồi đất, hoàn thành năm 2030
Dự án cải tạo Hồ Tây	30,000	PPP	CĐT và tổng thầu: dự kiến Sungroup	12 km	Bắt đầu từ Q3/26 và hoàn tất vào năm 2030
Đường cao tốc: Cả nước có khoảng 3,345 km cao tốc và mục tiêu 5,000 km vào năm 2030					
Đường Vành đai 4 (TP.HCM)	120,400	BOT và vốn ngân sách	Đơn vị thi công: Becamex IDC, Đèo Cả Group,....	159 km	GPMB kể từ Q2/26 và khởi công trong 2026. Hoàn tất dự án năm 2028
Đường Vành đai 4 - Vùng thủ đô	85,800	PPP	Đơn vị thi công: CityLand, Saigon Sunflower, VEC, Horizon, Vinaconex,...	113 km	Đã hoàn tất GPMB, hoàn thành vào năm 2027
Đường Vành đai 3 (HCM)	75,400	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công: CIENCO4, Tổng công ty Xây dựng số 1 (CC1), Tập đoàn Hòa Bình,...	76,3 km	Hiện tại đạt 90% xây dựng, hoàn thành trong 2026
Cao tốc Quy Nhơn - Pleiku	43,200	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công: CTCP Lizen (LCG) – CTCP 471 (C71) – CTCP Tập đoàn Trí Nam và Liên danh Vinaconex – Trường Long – New Sun,...	125 km	Dự kiến hoàn tất GPMB vào Q3/26 và khai thác từ năm 2029
Trung Lương - Mỹ Thuận (GD2)	36,200	BOT	Đơn vị thi công Liên danh HHV - CII - Tasco và Xây dựng Hoàng Long	96 km	Xây dựng từ 2026, hoàn thành 2028
Cao tốc Bắc - Nam (mở rộng)	154,246	PPP	Đơn vị thi công Chưa công bố	1,164 km	Khởi công năm 2027, hoàn thành năm 2030

• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

Các dự án chiến lược trong chu kì đầu tư công trung hạn 2026 - 30

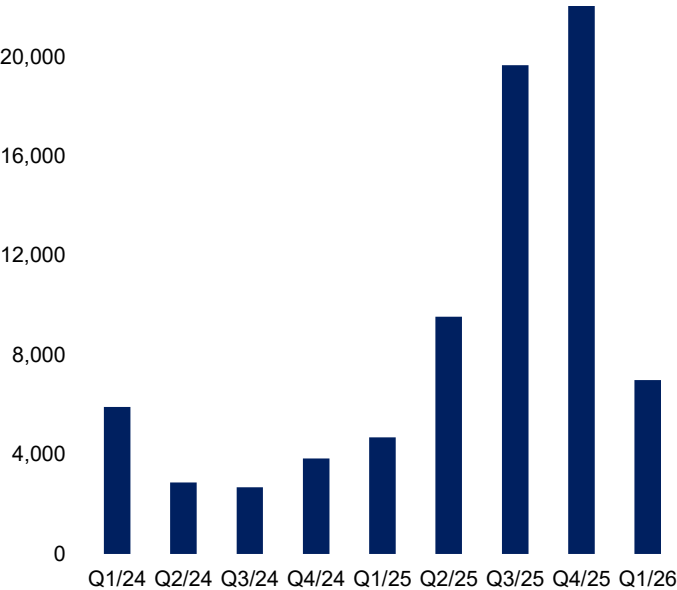
Dự án	TMĐT (Tỷ VNĐ)	Hình thức đầu tư	Đơn vị thi công	Quy mô	Tiến độ triển khai
Đường sắt: Các dự án đường sắt lớn dẫn dắt tăng trưởng của vốn ĐTC giai đoạn 2026 - 30					
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,700,000	Đang lựa chọn hình thức	Đơn vị thi công Chưa công bố	1,541 km với 23 ga	Đang trong quá trình lựa chọn hình thức đầu tư, thiết kế, dự kiến xây dựng từ 2026 và hoàn tất toàn tuyến 2035
Đường sắt HN - HP - LC	203,000	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công :Chưa công bố	400 km với 18 ga	Đang trong quá trình thiết kế, GPMB dự kiến hoàn tất dự án vào 2030
Đường sắt Hà Nội - Quảng Ninh	152,000	PPP	CĐT và tổng thầu :Vingroup	120 km với 4 ga	Dự kiến khởi công 2026 và hoàn tất trong 2028
Metro Bến Thành - Cần Giờ	102,000	BOO	CĐT và tổng thầu :Vinspeed	54 km	Khởi công trong 2025, hoàn tất năm 2028
Metro Bến Thành - Tham Lương	55,000	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công : Thaco	12 km	Khởi công 2026, hoàn tất năm 2028
Đường sắt Thủ Thiêm - Long Thành	80,000	BOT	Đơn vị Thi công :Đại Quang Minh	48 km	Khởi công 2026, hoàn tất năm 2029
Năng lượng: Mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng					
Điện Hạt nhân Ninh Thuận 1&2	300,000	Vốn tư nhân	Đơn vị thi công: Dự kiến Nhà thầu nước ngoài	6,000 MW	Hoàn tất năm 2035
LNG Hải Phòng	178,000	Vốn tư nhân	CĐT và tổng thầu :Vingroup	4,800 MW	Hoàn tất năm 2030
LNG Cà Ná (GD1)	57,000	Vốn tư nhân	CĐT: Trung Nam Group	4,800 MW	Dự kiến khởi công 206, hoàn tất năm 2030
Nhiệt điện LNG Quảng Ninh	55,000	Liên doanh	Đơn vị thi công :PV Power, COLAVI, Marubeni Corporation và Tokyo Gas	1,500 MW	Đang GPMB, hoàn tất dự án giai đoạn 2028 - 30
Sân bay: Mục tiêu 36 sân bay vào năm 2050					
Sân bay Gia Bình	196,000	PPP	CĐT: Masterise Đơn vị thi công: Coteccons	30 tr hành khách	Hoàn tất năm 2030
Sân bay quốc tế Ninh Bình	25,000	PPP	Chưa công bố	NA	Đang trong quá trình nghiên cứu khả thi
Sân bay Phú Quốc (mở rộng)	22,000	PPP	Đơn vị thi công: Sungroup	20 tr hành khách	Hoàn tất năm 2027
Cảng biển					
Cảng Nam Đồ Sơn	373,000	Vốn tư nhân		42 triệu TEU	Đang trong quá trình nghiên cứu khả thi
Cảng trung chuyển Cần Giờ	113,500	Vốn tư nhân		N/A	Trong quá trình lựa chọn nhà đầu tư
Cảng tổng hợp Cái Mép Hạ	50,800	Vốn tư nhân		N/A	N/A
Cảng nước sâu Liên Chiểu	45,000	Vốn tư nhân		5,7 triệu TEU	Dự kiến hoàn tất 2030

• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

Mảng xây dựng dân dụng dự báo tăng trưởng nhờ nguồn cung BĐS tích cực

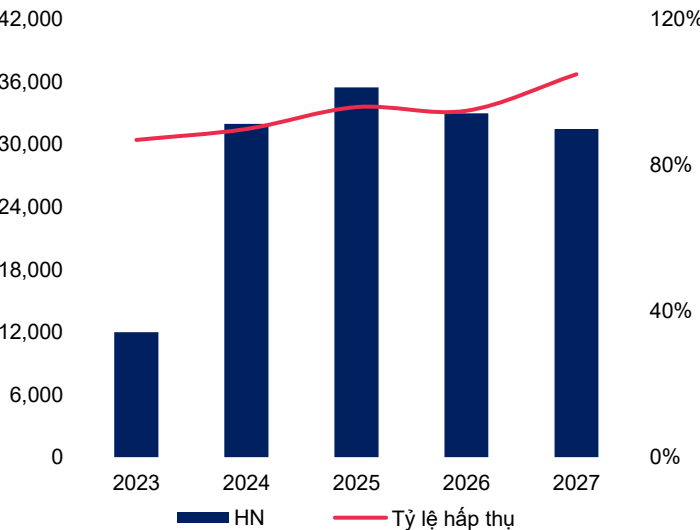
- Động lực tăng trưởng chính của ngành xây lắp đến từ xây dựng dân dụng trong bối cảnh nguồn cung bất động sản tiếp tục đà phục hồi trong năm 2026. Nhờ những vướng mắc pháp lý liên quan đến tiền sử dụng đất và quy hoạch được tháo gỡ, nguồn cung căn hộ tại TP.HCM dự báo tăng trưởng lần lượt 4%/18% svck. Bên cạnh đó, tại HN dù ghi nhận mức giảm nhẹ khoảng 3%/1% svck tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao trên 30,000 căn và chúng tôi lưu ý nguồn cung này chưa bao gồm các dự án căn hộ cho thuê mới đc phê duyệt. Bên cạnh đó, việc tỷ lệ hấp thụ ở mức cao (khoảng trên 80%) cho thấy tình hình bán hàng thuận lợi nhờ đó giúp đẩy nhanh tiến độ thu tiền cho các chủ đầu tư.
- Nhờ đó, theo đánh giá của chúng tôi các doanh nghiệp mảng xây dựng dân dụng có thể được hưởng lợi nhờ (1) backlog dự báo tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nguồn việc nhiều hơn đến từ nhu cầu triển khai dự án mới của các chủ đầu tư và (2) Chi phí trích lập dự phòng giảm nhờ cơ cấu tài chính của của các chủ đầu tư lành mạnh hơn góp phần có dòng tiền để thanh toán cho các nhà thầu xây lắp.

Số căn NOXH được cấp phép trên cả nước (Căn)



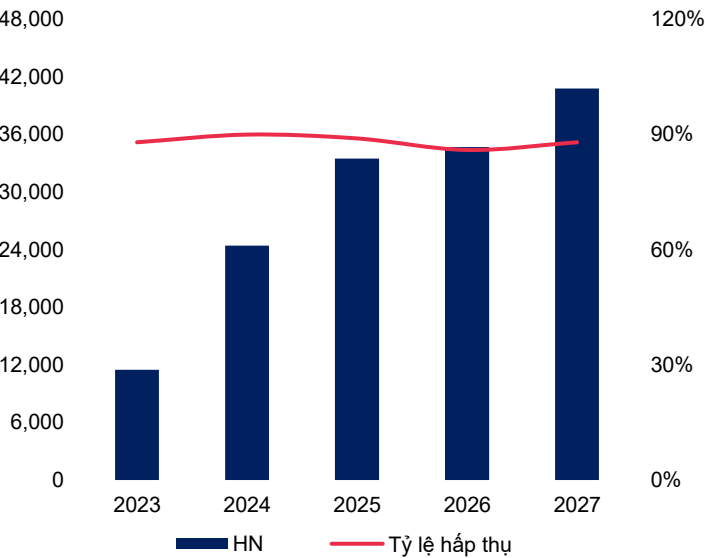
• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Nguồn cung căn hộ TP. HN giảm lần lượt khoảng 3%/1% svck trong 2026 – 27, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao (Căn)



• Nguồn: CBRE Report, MBS Research tổng hợp

Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM có thể phục hồi 4%/18% svck trong 2026 – 27 (Căn)

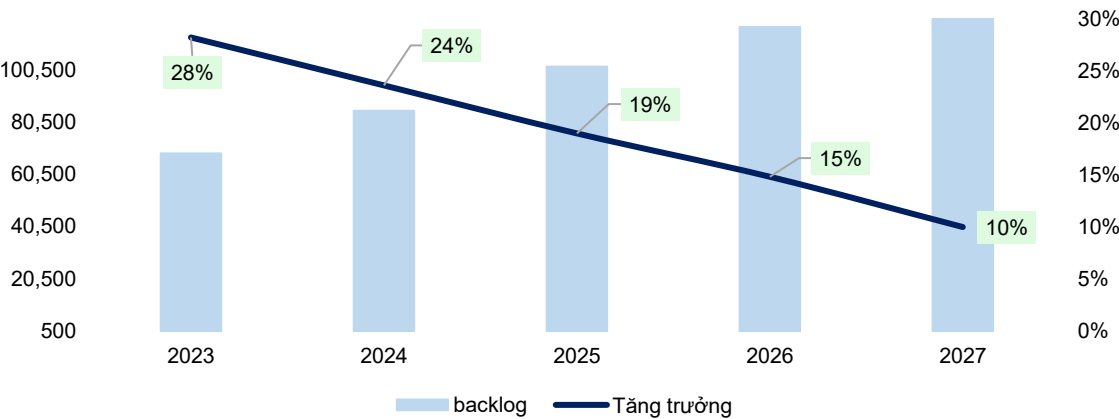


• Nguồn: CBRE Report, MBS Research tổng hợp

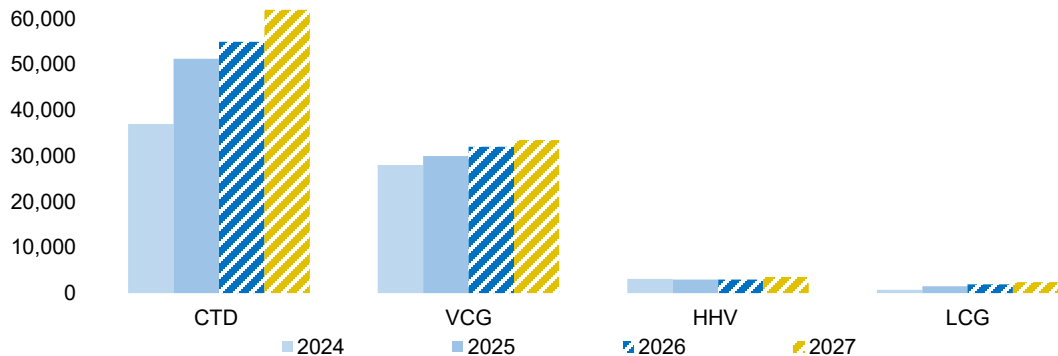
Backlog các DN xây dựng niêm yết dự báo tăng trưởng 15%/10% svck vào năm 2026- 27

- Chúng tôi cho rằng bên cạnh các dự án hạ tầng trọng điểm, nguồn cung BĐS tăng trưởng trở thành động lực cải thiện đối với các doanh nghiệp xây lắp trong năm 2026. Nhờ đó, **Chúng tôi dự báo backlog các DN xây dựng niêm yết, dự kiến tăng trưởng 15% svck trong năm 2026** trong đó chủ yếu đóng góp từ các doanh nghiệp lớn. Trong năm 2026, doanh nghiệp xây dựng dân dụng dự báo có thể được hưởng lợi nhiều hơn so với các doanh nghiệp hạ tầng trong bối cảnh các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng chưa tham gia vào các dự án đường sắt quy mô lớn. Cụ thể hơn, đối với CTD được hưởng lợi trong bối cảnh triển khai các dự án lớn như sân bay Gia Bình, Phú Quốc (mở rộng) giúp backlog tăng 30% svck. Đối với các doanh nghiệp hạ tầng, VCG dự báo tăng trưởng khoảng 9% svck và HHV dự báo tăng 7% svck trong khi CII tăng 20% nhờ dự án mới Trung Lương – Mỹ Thuận (GD2).
- Sang năm 2026, chúng tôi đánh giá, backlog của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng có thể tăng trưởng cao hơn so với các doanh nghiệp hạ tầng với những lý do chính sau (1) các chủ đầu tư BĐS lớn đang tập trung triển khai các đại dự án với quy mô lớn với mục tiêu mở bán dự án trong bối cảnh nhu cầu BĐS ở mức cao và (2) Chính phủ trao quyền cho các chủ đầu tư lớn trong việc triển khai và vận hành 1 số dự án đầu tư hạ tầng như Sân bay Phú Quốc hay sân bay Gia Bình. Bên cạnh đó, trong bối cảnh các dự án hạ tầng tập trung vào triển khai mạng lưới đường sắt, việc trúng thầu có thể khó khăn hơn do hiện tại việc đấu thầu cũng đang tập trung vào các chủ đầu tư lớn,
- Backlog của các doanh nghiệp hạ tầng có thể tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2027 khi triển khai dự án cao tốc Bắc – Nam (mở rộng).

Backlog của các doanh nghiệp niêm yết(Tỷ VNĐ) dự báo tăng trưởng 19%/15% svck vào năm 2025-26



Backlog của các doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực xây lắp (Tỷ VNĐ)



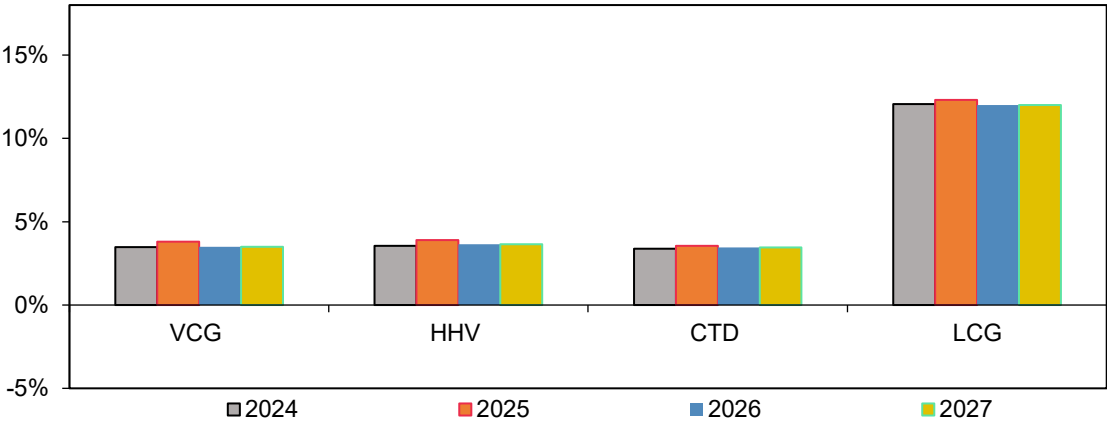
Nguồn: FiinproX, MBS Research tổng hợp

Biên LN gộp có thể suy giảm và chi phí tài chính tăng mạnh trong năm 2026 do giá NVL và mặt bằng lãi suất cao hơn

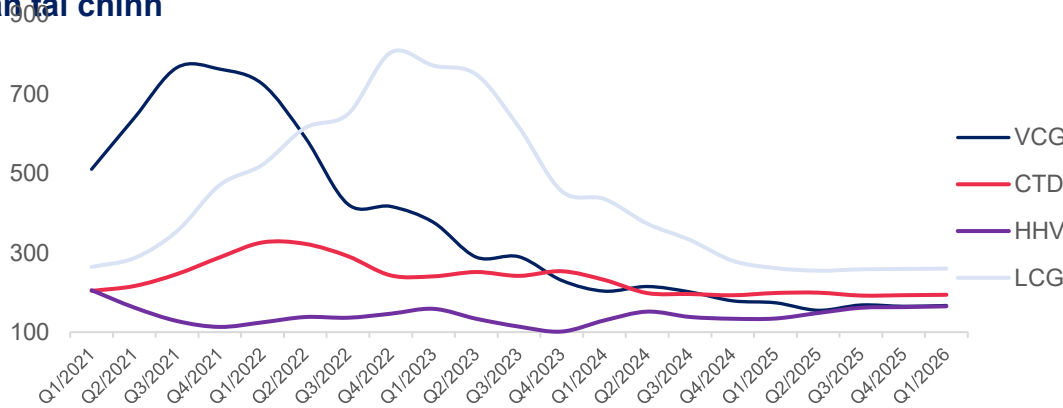
- So với đầu năm, các nhà thầu gặp khó khăn hơn giá nguyên vật liệu như cát, đá xây dựng và thép tăng mạnh trong bối cảnh chi phí đầu vào và vận chuyển tăng mạnh kể từ cuộc chiến tranh Mỹ - Iran diễn ra. Cụ thể hơn, giá thép xây dựng đã tăng khoảng 12% so với đầu năm và tương đương mức tăng 10% svck, bên cạnh đó giá cát xây dựng tăng 15% svck trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung. Dù các doanh nghiệp xây lắp có thể kí hợp đồng chia sẻ chênh lệch giá đối với chủ đầu tư. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có thể suy giảm khoảng 0.2% - 0.6 điểm % svck do tác động tiêu cực của đà tăng NVL.
- Cụ thể hơn, chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng xây dựng của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng VCG, HHV, CII có thể giảm khoảng 0.3 điểm % svck trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng. Đối với CTD, biên LN gộp duy trì ổn định nhờ kí kết hợp đồng chia sẻ chênh lệch giá đối với CĐT
- Sang năm 2027, chúng tôi dự báo biên gộp của các doanh nghiệp xây lắp dự báo duy trì ổn định so với năm 2026 nhờ giá thầu có thể cải thiện hơn khi chi phí đầu vào tăng và các dự án hạ tầng lớn sẽ được triển khai từ 2027 như cao tốc Bắc – Nam mở rộng giúp backlog của doanh nghiệp xây lắp hạ tầng duy trì tăng trưởng.

• Nguồn: FiinproX, MBS research tổng hợp

Biên LN gộp toàn ngành xây lắp dự báo sẽ giảm khoảng 0.2 – 0.4 điểm % svck trong năm 2026 và kì vọng duy trì ổn định trong năm 2027



Số ngày phải thu của các DN xây dựng giảm dần cho thấy khả năng thu tiền của các nhà thầu tốt hơn nhờ các chủ đầu tư đã vượt qua GD khó khăn tài chính

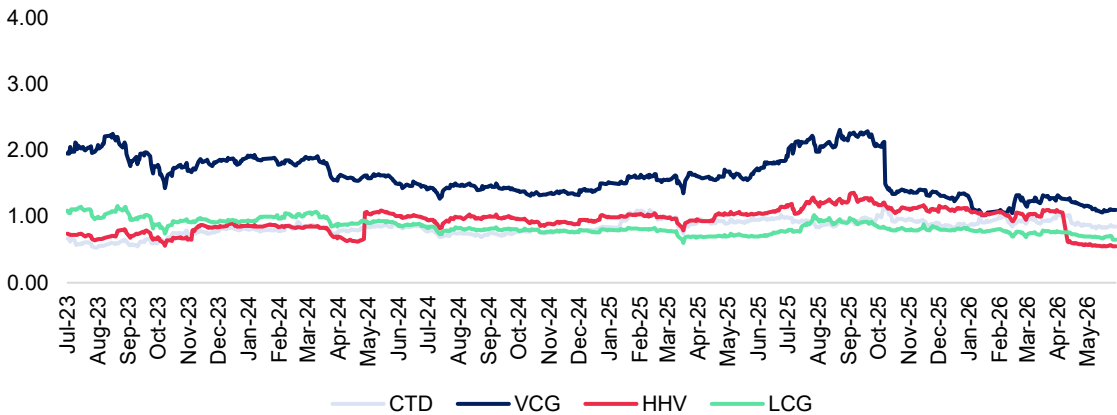


• Nguồn: FiinproX, MBS research tổng hợp

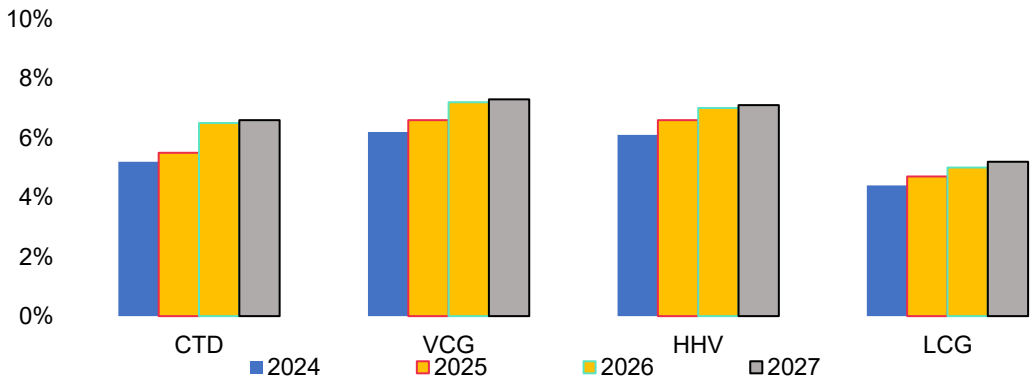
Định giá của các DN xây lắp đang ở mức hấp dẫn, có thể tích lũy trong những giai đoạn giảm mạnh của thị trường

- Hiện tại mức định giá PB của các doanh nghiệp xây lắp đang ở mức thấp hơn so với trung bình 3 năm trong bối cảnh thị trường lo ngại 1 số doanh nghiệp có thể gặp vướng mắc pháp lý tại các dự án lớn như sân bay Long Thành, bên cạnh đó nhà đầu tư lo ngại lãi suất duy trì ở mức cao tác động tiêu cực tới lợi nhuận ròng và ROE của các doanh nghiệp xây lắp.
- Chúng tôi dự báo biên gộp suy giảm và chi phí tài chính tăng có thể được bù đắp bởi doanh thu tăng trưởng. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm lợi nhuận ròng so với dự báo đầu năm. Cụ thể hơn,, ROE mảng xây lắp của các DN niêm yết (CTD,VCG, HHV, CII) dự kiến đạt khoảng 5.3% - 6.6% (+0.4đ % svck) vào năm 2026 nhờ doanh thu tăng trưởng tuy nhiên biên gộp thu hẹp.
- Chúng tôi đánh giá sang chu kì đầu tư công trung hạn 2026 – 30, triển vọng tăng trưởng các doanh nghiệp có thể phân hoá trong bối cảnh thực hiện chiến lược nâng cấp mạng lưới đường sắt thông qua các dự án lớn như đường sắt HN – HP – LC và đường sắt cao tốc Bắc – Nam. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp hạ tầng như VCG, CII hay HHV có thể hưởng lợi trong bối cảnh triển khai cao tốc Bắc – Nam (mở rộng).
- Đối với chiến lược đầu tư, chúng tôi cho rằng hiện nay mức định giá đang ở mức hấp dẫn tuy nhiên NĐT còn lo ngại vấn đề pháp lý và lãi suất cao ảnh hưởng tới các doanh nghiệp. Do đó chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu trong những nhịp giảm sâu của thị trường nhằm hướng tới chu kì đầu tư công 2026 – 30.
- Chúng tôi ưa thích CTD và CII nhờ (1) mức định giá hấp dẫn, với mức PB đang ở dưới trung bình 3 năm và (2) được hưởng lợi trong bối cảnh đẩy mạnh giải ngân ĐTC.

Mức định giá PB của các doanh nghiệp xây lắp đang ở mức trung bình 3 năm



ROE của các doanh nghiệp niêm yết dự báo tăng trưởng khoảng 0.3/0.2 điểm % trong giai đoạn 2026-27



• Nguồn: FiinproX, MBS Research tổng hợp

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp ngành xây lắp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	CTD			VCG			HHV			CII		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	29,125	34,850	37,318	16,071	16,312	16,900	3,581	3,939	4,215	2,620	2,830	2,971
%svck	25%	20%	8%	25%	2%	4%	8%	10%	7%	-13%	8%	5%
LN gộp	1080	1,270	1,333	2,271	2,026	2,368	1,547	1,721	892	1,669	1,750	1,785
Biên LN gộp (%)	3.8%	3.7%	3.7%	16%	18%	18%	43%	44%	44%	64%	62%	60%
EBITDA	654	991	1050	2,122	2,620	2,750	1,595	1,745	1,880	1,895	1,968	2,086
Biên EBITDA (%)	2%	3%	3%	15%	17%	17%	45%	44%	45%	72%	70%	70%
LN ròng	760	820	850	3,695	1,036	1,204	610	670	690	275	299	320
%svck	50%	8%	4%	337%	-72%	16%	43%	10%	3%	-24%	9%	7%
EPS (đ/cp)	4,380	6,870	6,340	6,444	2,850	3,135	1,197	1,317	1,357	440	480	513
BVPS (đ/cp)	86,515	90,004	90,250	18,650	19,850	21,835	19,600	19,780	20,560	14,257	14,520	14,680
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(31,498)	(31,570)	(32,005)	(4,551)	(4,680)	(4,592)	(14,174)	(14,256)	(14,368)	(3,256)	(3,289)	(3,586)
Nợ/VCSH	17%	18%	17%	59%	60%	60%	374%	385%	381%	135%	142%	146%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	3%	4%	10%	5%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROAE (%)	5%	7%	7%	31%	14%	15%	6%	7%	7%	2%	3%	3%
ROAA (%)	2%	2%	2%	13%	7%	8%	1%	1%	1%	1%	2%	2%

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu CTD,CII trong ngành xây dựng

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
CTD	Khả quan	94,500	- Với vị thế là DN đầu ngành, kết hợp cùng các chủ đầu tư lớn như Vingroup, Masteries hay Sungroup do đó được hưởng lợi trong bối cảnh các DN tăng tốc triển khai dự án và nguồn cung BĐS phục hồi nhờ đó CTD được hưởng lợi mạnh mẽ trong bối cảnh ngành xây dựng phục hồi với 3 phân khúc chính đến từ dân dụng, côngnghiệp và hạ tầng. Nhờ đó, doanh thu tăng trưởng lần lượt 20%/8% svck vàonăm 2026-27. - Biên LN gộp phục hồi khoảng 0.5 điểm % svck trong năm tài chính 2026 nhờ trúng thầu các dự án lớn có biên lợi nhuận cao và đã kí kết hợp đồng chia sẻ trượt giá NVL đối với chủ đầu tư. Nhờ đó tính đến hết hết Q2/26, doanh nghiệp không bị ảnh hưởng bởi đà tăng của giá NVL. Sang năm 2027, biên gộp dự báo giảm 0.1 điểm % svck. - Mức định giá P/B đang thấp hơn trong giai đoạn phục hồi của ngành xây dựng
CII	Khả quan	23,000	- CII được hưởng lợi trong bối cảnh doanh nghiệp trúng thầu dự án cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận (mở rộng), nhờ đó doanh thu mảng xây lắp và BOT có thể tăng trưởng khoảng 10% trong giai đoạn 2027 – 28. Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh cao tốc này luôn duy trì lưu lượng xe ở mức cao, mảng BOT của doanh nghiệp có thể tăng trưởng mạnh mẽ từ 2028. - Sang năm 2026, TP.HCM dự kiến có thể tổ chức đấu giá đất đối với 5 lô đất tại Thủ Thiêm và điều này có thể giúp định giá của CII được cải thiện. - Kết luận, chúng tôi đánh giá CII được hưởng lợi trong bối cảnh trúng thầu tại dự án xây lắp giúp backlog tăng trưởng, bên cạnh đó, việc đấu giá lại quỹ đất tại Thủ Thiêm có thể giúp doanh nghiệp được định giá lại nhờ tích lũy quỹ đất giá rẻ.
VCG	Khả quan	23,100	- Mặc dù tiếp tục được hưởng lợi trong bối cảnh tăng trưởng đầu tư công và backlog dự kiến tiếp tục tăng khoảng 8% svck. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá câu chuyện của VCG không còn hấp dẫn khi vốn đầu tư công tập trung chủ yếu vào các dự án đường sắt thay vì đường cao tốc như 2020 – 25 nhờ đó VCG không được hưởng lợi đáng kể trong việc thi công xây lắp các dự án này. - LN năm 2026 có thể ghi nhận suy giảm 40% svck do nền cao của năm 2025 khi ghi nhận lợi nhuận từ việc bán dự án.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

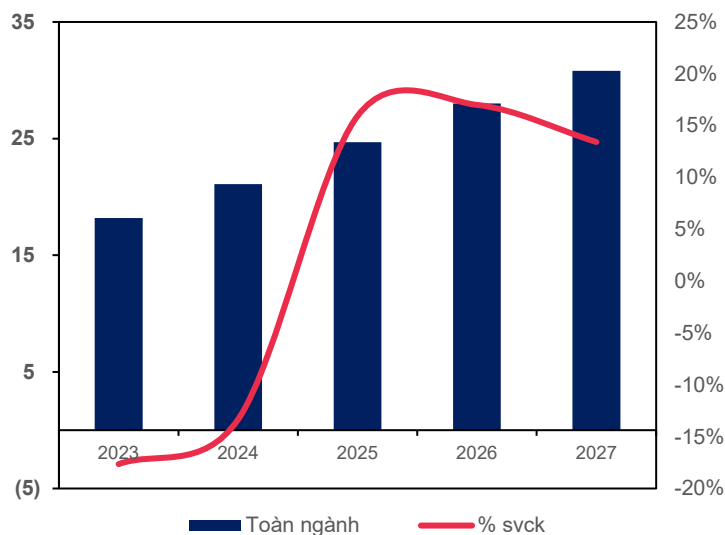
Doanh nghiệp	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	VND/CP	VND/CP		VNDbn	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
CTCP XNK và Xây dựng VN	VCG VN	19,800	23,100	Khả quan	12,500	4.3	11.5	1.4	1.3	12.9%	4.6%	33.6%	10.9%
CTCP Fecon	FCN VN	11,950	N/A	KKN	1,897	26.0	25.1	0.8	0.7	0.8%	0.9%	2.7%	2.9%
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	HHV VN	11,400	13,000	Trung lập	2,450	12.5	11.2	0.9	0.8	1.5%	1.7%	4.9%	5.2%
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. Hồ Chí Minh	CII VN	17,750	23,000	Khả quan	11,700	82.1	80.5	1.5	1.4	0.3%	0.4%	0.9%	1.1%
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN	6,700	N/A	KKN	2,350	34.1	32.2	0.9	0.8	0.9%	1.1%	1.6%	1.8%
CTCP Xây dựng Cotecons	CTD VN	72,800	94,000	Khả quan	8,200	13.1	12.2	1.0	0.9	2.9%	3.0%	3.7%	4.1%
CTCP Lizen	LCG VN	8,550	N/A	KKN	1,100	13.8	14.5	0.9	0.8	2.4%	2.2%	5.7%	5.4%
Trung bình					6,028	26.6	26.7	1.1	1.0	3.2%	2.0%	7.6%	4.5%

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

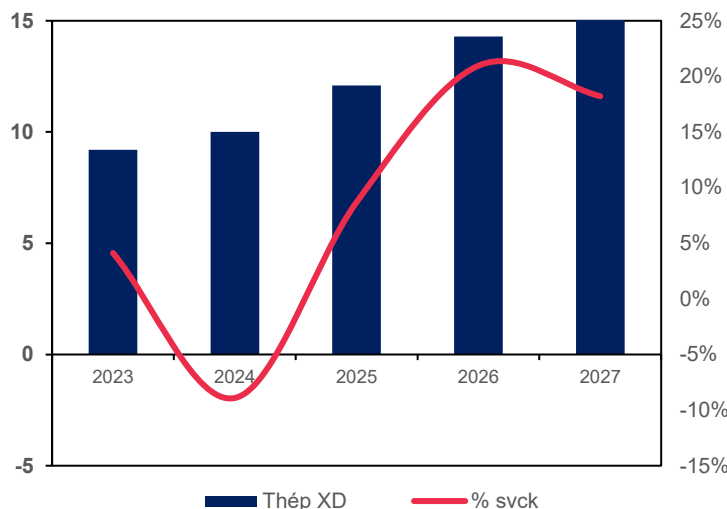
Ngành thép: Tiêu thụ nội địa tiếp tục trở thành động lực tăng trưởng

- Tính đến 5T26, tiêu thụ ngành thép phân hoá rõ rệt giữa thị trường nội địa và xuất khẩu. Trong khi thị trường nội địa duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ tăng tích cực nhờ ngành xây dựng khả quan và (2) thép nội địa có khả năng nâng cao thị phần nhờ áp thuế đối với các loại thép Trung Quốc. Cụ thể hơn, tiêu thụ toàn ngành đạt 13 Triệu tấn (+18% svck) trong đó thép HRC và thép xây dựng cải thiện lần lượt 35% và 22% svck.
- Chúng tôi dự báo trong năm 2026, tiêu thụ nội địa toàn ngành tiếp tục tích cực khi ghi nhận tăng trưởng 13% svck đạt mức 27 Triệu tấn. Trong đó, tiêu thụ thép xây dựng tăng 18% svck đạt mức 14.5 triệu tấn Động lực chính đến từ nhu cầu thép cho ngành xây lắp diễn ra tích cực trong bối cảnh nguồn cung BĐS cải thiện và tăng cường giải ngân đầu tư công. Bên cạnh đó, sản lượng HRC tăng mạnh 15% svck nhờ (1) nhà máy DQ2 đi vào vận hành đóng góp khoảng 5 triệu tấn HRC cho thị trường và (2) thép VN gia tăng thị phần trong bối cảnh thép nhập khẩu bị áp thuế.
- Sang năm 2027, trong bối cảnh tiếp tục giải ngân ĐTC mạnh mẽ bên cạnh tập trung triển khai các dự án BĐS cho thuê, tiêu thụ toàn ngành dự báo tăng 10% svck lên mức gần 31 triệu tấn thép.

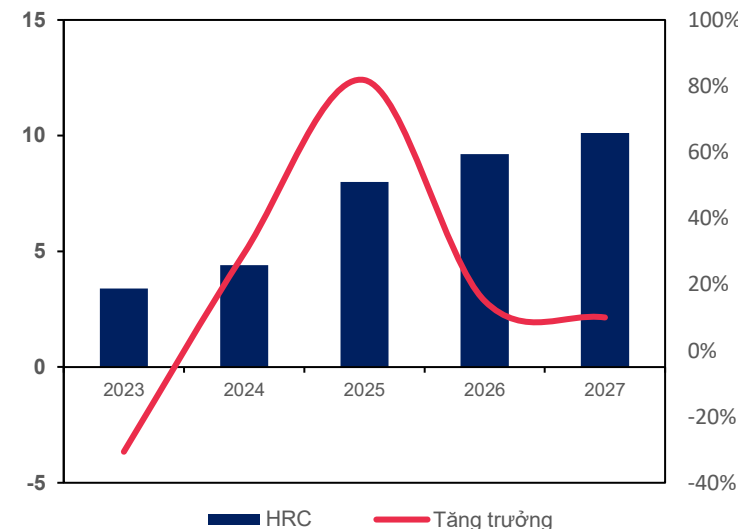
Dự báo tăng trưởng nội địa sẽ ở mức 13%/10% svck (Triệu tấn)



Thép xây dựng đóng góp với mức tăng 18%/8% svck



Thép HRC trở thành điểm sáng khi tiêu thụ tăng 15%/10% svck



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

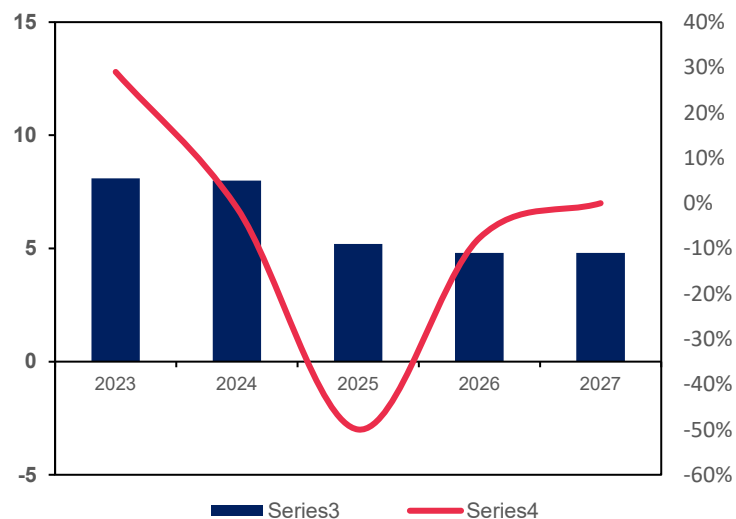
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

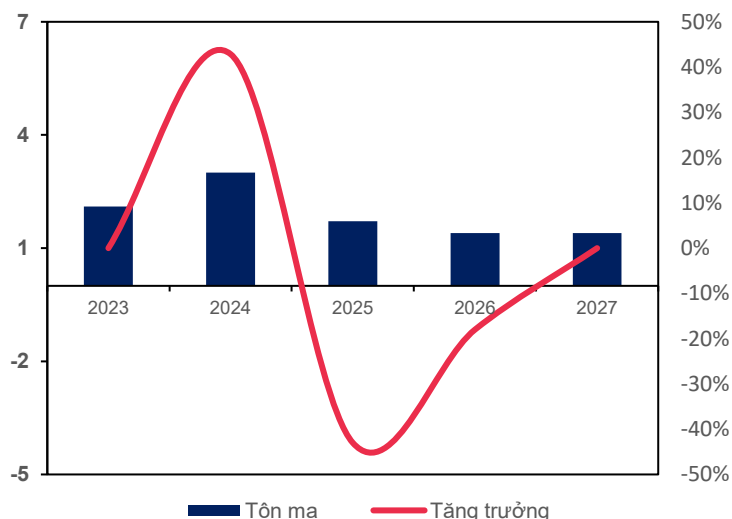
Xuất khẩu bị tác động tiêu cực trong bối cảnh áp lực dư cung trên thế giới

- Xuất khẩu thép suy giảm trong năm 5T26 trong bối cảnh các đối tác thương mại chính như EU và Mỹ áp thuế CBPG. Mức thuế trung bình ở mức 35.-65%, việc áp thuế CBPG đối với dòng sản phẩm HRC và tôn mạ khiến sản lượng và giá xuất khẩu giảm mạnh svck. Hơn nữa, việc dư cung thép tại EU trong bối cảnh nhu cầu phục hồi yếu hơn kì vọng đã tác động tiêu cực tới sản lượng xuất khẩu. Cụ thể hơn, sản lượng xuất khẩu thép xây dựng và tôn mạ giảm lần lượt 18%/30% svck, dù điểm sáng đến từ HRC với tăng 40% so với nền thấp năm 2025 nhờ thiếu hụt thép HRC tạm thời do gián đoạn sản xuất tại Iran.
- Trong năm 2026, chúng tôi dự báo, sản lượng xuất khẩu có thể giảm 10% svck do là năm đầu tiên bị áp thuế và nhu cầu yếu tại các thị trường xuất khẩu (EU và Mỹ) và nhu cầu tiêu thụ tại EU, Mỹ chưa có tín hiệu phục hồi rõ ràng và tác động tiêu cực của thuế quan, chúng tôi thận trọng dự báo sản lượng xuất khẩu có thể đi ngang svck và đạt mức 5.4 Triệu tấn. Giá xuất khẩu trong năm 2026 dự báo giảm khoảng 7% svck trong bối cảnh áp lực giảm giá từ EU và Mỹ hiện hữu trong bối cảnh mặt bằng lãi suất neo cao hơn khi FED đưa ra tín hiệu cho thấy không cắt giảm lãi suất trong nửa cuối 2026.
- Sang năm 2027, xuất khẩu dự báo đi ngang trong bối cảnh thép xây dựng tiếp tục giảm khoảng 15% svck do dư cung trên thế giới tuy nhiên được bù đắp bởi mức tăng 7% của HRC trong bối cảnh gián đoạn sản xuất tại Iran.

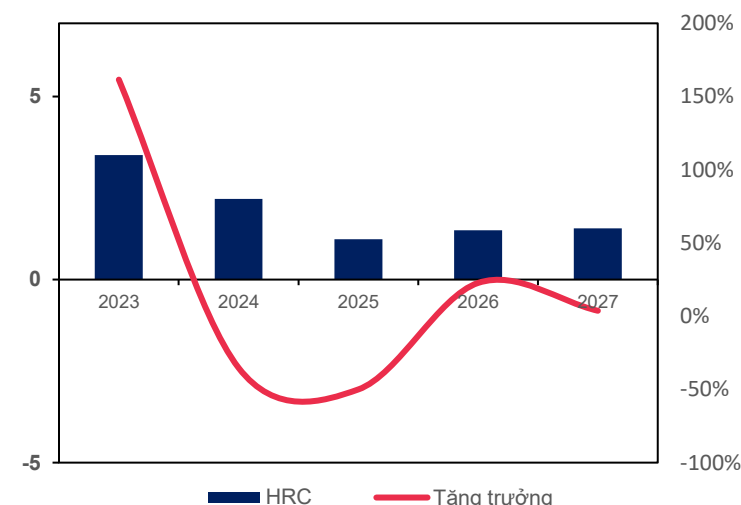
Xuất khẩu dự báo tiếp tục suy giảm vào năm 2026 và có thể ổn định trong 2027



Xuất khẩu tôn mạ giảm mạnh 18% trong năm 2026 và đi ngang trong 2027



Thép HRC có thể tăng khoảng 24%/8% svck trong bối cảnh gián đoạn sản xuất tại Iran



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

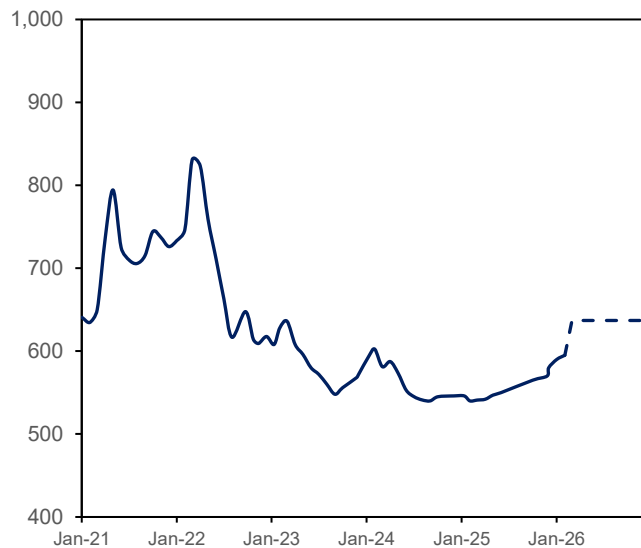
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

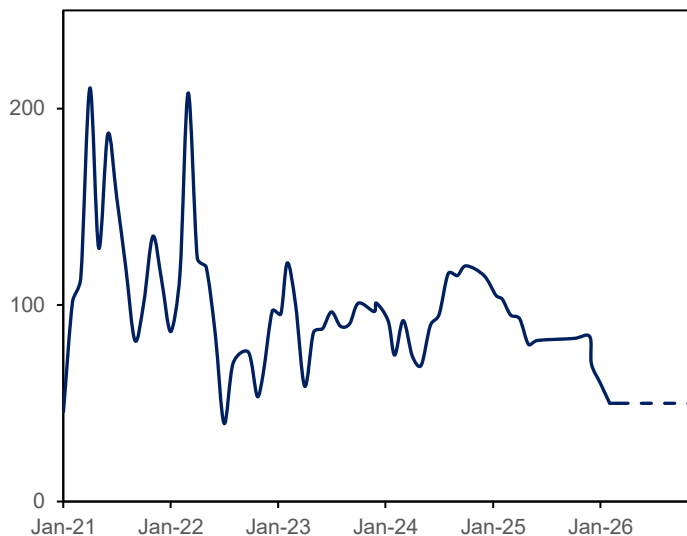
Giá thép dự báo tăng trưởng trong năm 2026 - 27

- Nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh giải ngân vốn đầu tư công và xây dựng dân dụng. Thị trường nội địa đã ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng lần lượt tăng 25% và 22% đối với thép xây dựng và HRC trong 5T26, bên cạnh đó việc áp thuế CBPG đối với HRC giúp chênh lệch giữa thép VN và TQ giảm khoảng 21% svck về mức khoảng 50 USD/tấn. Nhờ áp lực từ thép TQ giảm mạnh và nhu cầu phục hồi tích cực, giá thép trong nửa sau 2026 dự báo có thể duy trì ở mức cao.
- Lũy kế cả năm 2026, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng trong năm 2026 có thể phục hồi khoảng 9% svck, bên cạnh đó giá HRC có thể tăng 7% svck trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ tích cực và áp lực từ thép TQ suy giảm nhờ mức chênh lệch giảm từ tác động của thuế CBPG.
- Sang năm 2027, chúng tôi dự báo giá thép tiếp tục được hưởng lợi từ nhu cầu tăng trưởng với các sản phẩm mới như thép tay và đầu tư hạ tầng, giá thép xây dựng và HRC dự báo có thể cải thiện lần lượt 8%/5% svck.

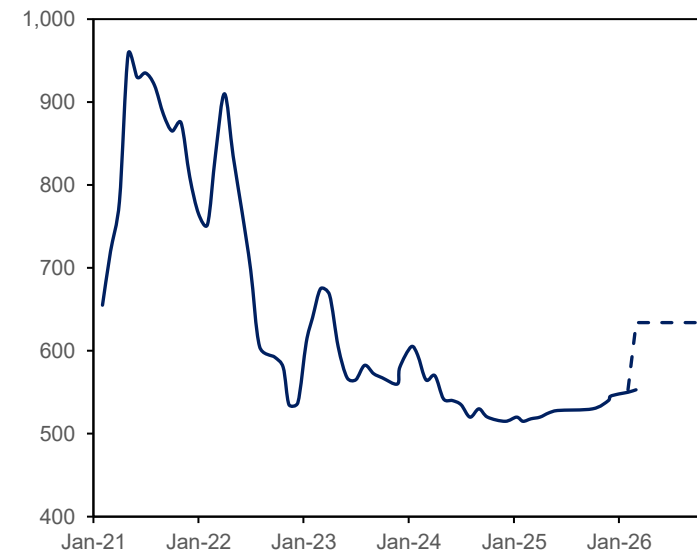
Dự báo giá thép xây dựng dự báo phục hồi khoảng 9% svck vào năm 2026



Chênh lệch giữa thép VN và thép TQ dự báo giảm khoảng 21% svck



Dự báo giá thép HRC có thể tăng trưởng 6% svck trong năm 2026



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

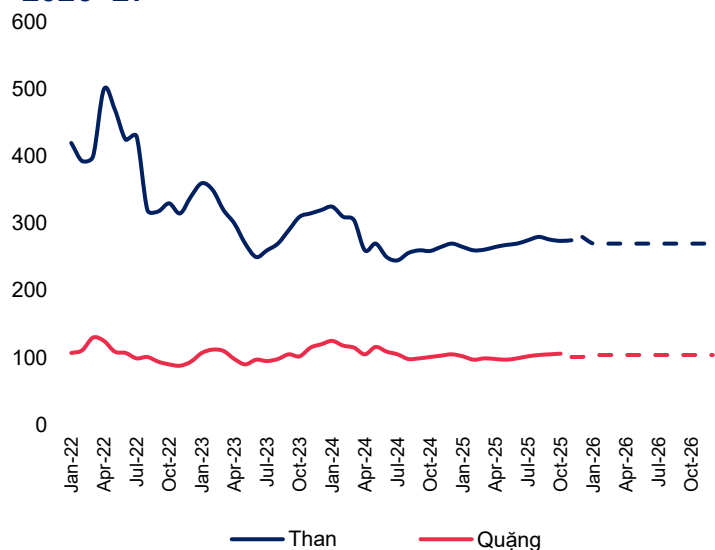
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Biên LN tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2026

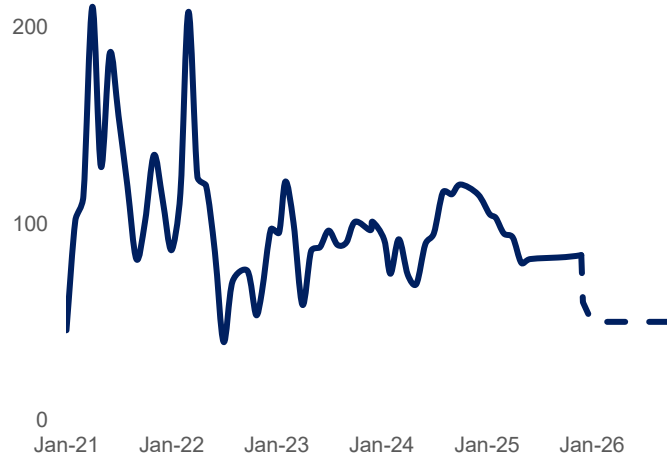
- Giá nguyên vật liệu than và quặng dự báo có thể duy trì ổn định trong vòng 1 năm tới nhờ (1) nhu cầu nguyên vật liệu sản xuất thép dự báo giảm trong bối cảnh TQ tiếp tục thực hiện chính sách cắt giảm sản lượng thép khoảng 2% trong năm 2026 và (2) nguồn cung ổn định tại Úc và Brazil. Tính đến 5T26, ngành thép TQ tiếp tục duy trì sản lượng âm đậm trong bối cảnh sản xuất thép tại nước này tiếp tục suy giảm 5% svck. Chiến lược cắt giảm sản lượng đã diễn ra từ năm 2023 và tiếp tục trong những năm tới trong bối cảnh giá thép nước này suy giảm 12% svck và các quốc gia tiếp tục áp thuế CBPG đối với thép nhập khẩu từ TQ.
- Sang năm 2026, giá nguyên vật liệu có thể phục hồi nhẹ nhờ giá thép tích cực hơn, tuy nhiên mức độ tăng của than và quặng sẽ chỉ ở mức lần lượt 2%/3% svck và đạt 105/280 USD/tấn và nhờ nguồn cung duy trì ổn định. Trong năm 2025, giá nguyên vật liệu giảm mạnh hơn giá thép có thể cải thiện biên LN gộp của toàn ngành lên mức 15.5% (+1.5 Điểm % svck) . Nhìn sang 2026, biên LN gộp tiếp tục cải thiện 1 điểm % svck nhờ mức tăng của giá thép cao hơn so với nguyên vật liệu.
- Sang năm 2027, chúng tôi dự báo giá than và quặng duy trì ổn định nhờ nguồn cung tăng trưởng và nhu cầu yếu, nhờ đó biên gộp toàn ngành có thể tăng khoảng 0.2 điểm % svck nhờ giá bán phục hồi.

Giá than và quặng dự báo hạ nhiệt giai đoạn 2026- 27



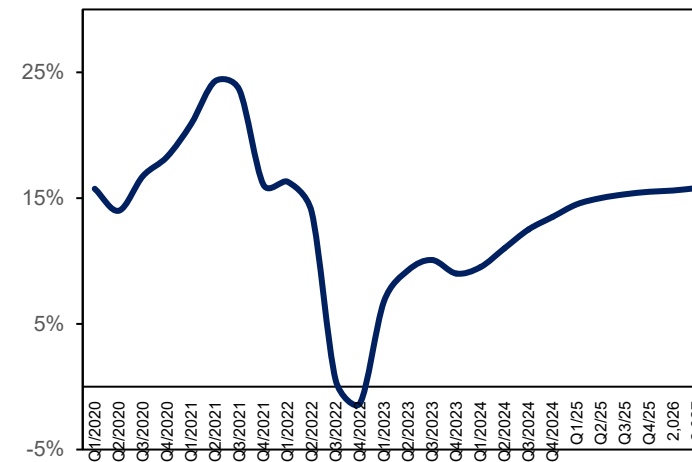
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Mức chênh lệch giữa giá tôn mạ và HRC tăng 4%/3% svck trong năm 2026 - 27



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Biên LN gộp giai đoạn 2026 - 27 phục hồi nhờ giá thép tăng trưởng, giá nguyên vật liệu duy trì ổn định

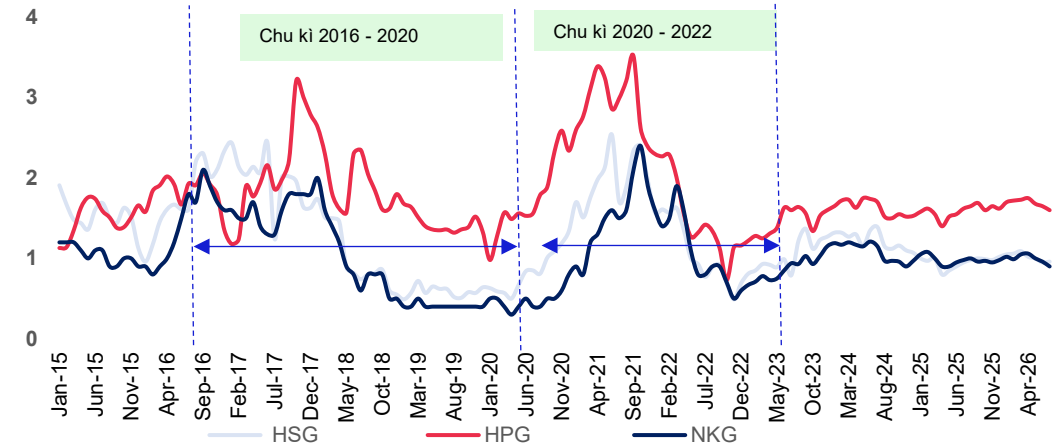


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

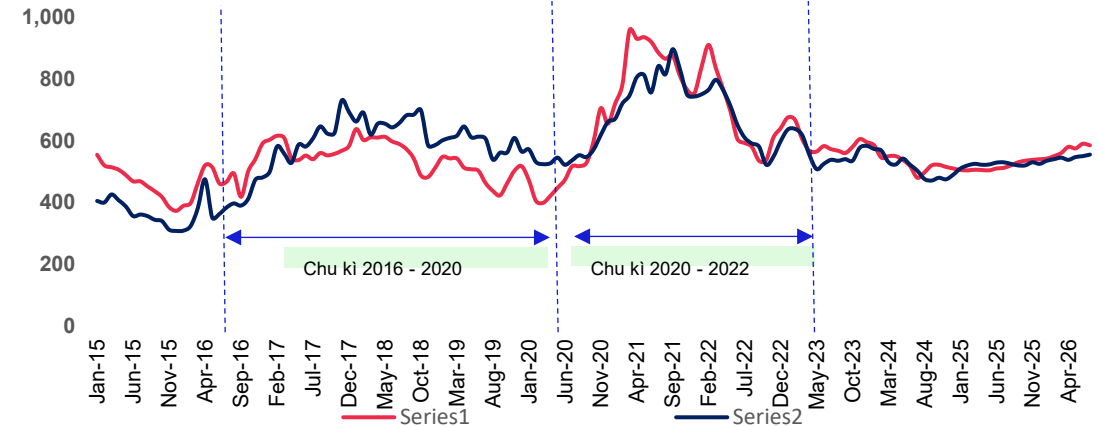
Chúng tôi lựa chọn HPG nhờ khả năng cải thiện thị phần và định giá ở mức hợp lý

- Chúng tôi đánh giá giai đoạn 2026 – 27 có thể trở thành chu kỳ tăng trưởng đối với ngành thép nội địa nhờ tiêu thụ thuận lợi và giá thép có khả năng cải thiện từ năm 2026. Cụ thể hơn, chúng tôi dự báo thị trường nội địa sẽ trở thành điểm nhấn với nhu cầu tăng trưởng tích cực nhờ (1) nguồn cung BĐS tiếp tục tăng trưởng tích cực và (2) giải ngân đầu tư công và phát triển hạ tầng đường sắt giúp mở rộng nhu cầu hướng tới dòng sản phẩm thép ray. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp nội địa có khả năng mở rộng thị phần trong 1 số dòng sản phẩm như HRC và tôn mạ nhờ việc áp thuế chống bán phá giá đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Đối với giá thép, áp lực từ nhập khẩu TQ có thể suy giảm mạnh trong năm 2026 khi Bộ Công thương đã áp thuế CBPG đối với tôn mạ và HRC và dự kiến cả HRC khổ rộng năm 2026, nhờ đó mức chênh lệch giữa giá thép nội địa và TQ có thể giảm 25% svck và nhờ đó tác động tích cực tới giá tại thị trường nội địa.
- Với những luận điểm trên, chúng tôi lựa chọn HPG đối với ngành thép nhờ (1) vị thế đầu ngành có khả năng mở rộng thị phần trong bối cảnh áp lực từ thép TQ suy giảm, (2) giá thép tăng trong khi nguyên vật liệu duy trì ổn định có thể giúp mở rộng biên LN gộp và tăng trưởng LN ròng và (3) mức định giá PB hiện tại đang thấp hơn 20% mức định giá của doanh nghiệp trong chu kỳ tăng trưởng.
- Đối với các doanh nghiệp xuất khẩu, chúng tôi đánh giá định giá hiện tại đang ở mức thấp tuy nhiên triển vọng tăng trưởng chưa rõ ràng, do đó chúng tôi sẽ đánh giá lại khi triển vọng xuất khẩu có dấu hiệu cải thiện.

Mức định giá PB của các cổ phiếu ngành thép trong 2 chu kỳ gần nhất



Giá thép trong 2 chu kỳ gần nhất



- Nguồn: Bloomberg, MBS Research tổng hợp

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp ngành thép trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	HPG			HSG			NKG		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	156,116	220,820	264,505	39,950	43,054	45,029	16,024	16,825	17,496
%svck	12%	31%	18%	2%	7%	5%	-22%	5%	4%
LN gộp	24,498	32,549	38,714	5,146	5,597	6,805	1,103	1,399	1,666
Biên LN gộp (%)	14%	14.5%	14.6%	13%	13%	13%	7%	7%	7%
EBITDA	30,565	38,191	43,568	1,729	1,948	2,095	797	820	880
Biên EBITDA (%)	18%	17%	16%	4%	5%	6%	5%	7%	8%
LN ròng	15,450	22,200	26,814	948	1,020	1,100	310	343	370
%svck	33%	42%	21%	86%	8%	6%	-31%	8%	7%
EPS (đ/cp)	2,663	3,488	4,190	1,501	1,632	1,717	715	772	826
BVPS (đ/cp)	17,320	19,609	20,670	18,850	18,990	19,280	16,600	17,100	17,350
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(7,131)	(7,265)	(7,368)	(5,892)	(5,962)	(5,995)	(3,525)	(3,625)	(3,690)
Nợ/VCSH	74%	65%	64%	42%	39%	40%	89%	88%	87%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROAE (%)	15%	19%	23%	8%	9%	197%	4%	6%	7%
ROAA (%)	8%	10%	12%	5%	6%	7%	2%	3%	3%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn HPG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
HPG	Khả quan	32,000	- HPG được hưởng lợi trong bối cảnh tiêu thụ thép xây dựng và HRC dự báo tích cực nhờ thị trường nội địa tăng trưởng. Sản lượng và giá thép xây dựng được dự báo có thể cải thiện trong nửa cuối năm do nhu cầu tăng trưởng đến từ xây dựng hạ tầng và dân dụng. Tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng lần lượt 25%/12% trong giai đoạn 2026 - 27, chủ yếu nhờ sản lượng HRC tăng mạnh (+30% svck) từ DQ2 và thép xây dựng tăng 15% - LN ròng trong năm tài chính 2026 -27 dự kiến tăng trưởng lần lượt 42%/21% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp được cải thiện, bên cạnh ghi nhận từ thoái vốn dự án. - Định giá hiện tại của HPG đang thấp hơn giá trị hợp lý. Hệ số P/B hiện tại đạt 1.6 lần, thấp hơn mức trung bình P/B 2.0 lần trong giai đoạn tăng trưởng của ngành thép.
HSG	Khả quan	15,500	- Dù thị trường tiêu thụ nội địa tăng trưởng, tiêu thụ tôn mạ chỉ tăng khoảng 7% svck do xuất khẩu khó khăn. Bên cạnh đó, trong bối cảnh nguồn cung BĐS tăng mạnh và giải ngân ĐTC, tiêu thụ tôn mạ dự báo không được hưởng lợi đáng kể. - Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng nhẹ 8%/6% so với cùng kỳ năm ngoài nhờ vào tăng trưởng sản lượng trong bối cảnh biên gộp duy trì ổn định. Dù LN có thể tăng trưởng, KQKD của HSG có thể bị tác động tiêu cực trong bối cảnh lãi suất suy trì ở mức cao - Chúng tôi điều chỉnh giảm định giá khoảng 4% so với báo cáo trước do điều chỉnh giảm LN ròng trong bối cảnh biên gộp không phục hồi như kì vọng và mặt bằng lãi suất ở mức cao hơn.
NKG	Trung lập	14,000	- HĐKD của NKG bị ảnh hưởng tiêu cực trong bối cảnh các thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ và EU thực hiện các biện pháp phòng vệ. Do đó sản lượng của NKG có thể giảm lần lượt 10% và tăng nhẹ 3% svck trong giai đoạn 2026 – 27 do thị trường xuất khẩu giảm khoảng 20%. - LN ròng của NKG dự báo tăng trưởng nhẹ do nền thấp năm 2025. Mức định giá của doanh nghiệp đang ở mức trung bình trong giai đoạn giá xuất khẩu đi ngang.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	VND/CP	VND/CP		Tỷ VNĐ	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	23,600	32,000	Khả quan	199,250	12.5	10.5	1.6	1.4	6.6%	8.9%	12.5%	16.4%
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	12,000	15,500	Khả quan	9,700	15.6	13.7	1.0	0.9	3.8%	4.4%	6.4%	7.0%
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	12,150	14,000	Trung lập	5,980	27.5	22.5	1.0	0.9	2.4%	2.7%	5.8%	6.4%
CTCP Ống thép Việt Đức	VGS VN	21,600	N/A	KKN	1,360	9.5	8.6	1.4	1.3	8.0%	8.2%	13.8%	14.2%
CTCP Tôn Đông Á	GDA VN	13,800	N/A	KKN	2,060	8.4	8.0	0.7	0.6	2.2%	2.4%	6.2%	6.4%
Trung bình					43,670	14.7	12.7	1.1	1.0	4.6%	5.3%	8.9%	9.9%

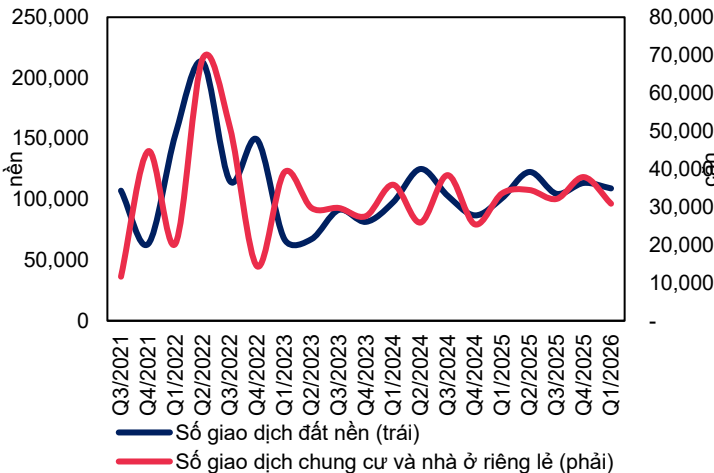
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Thị trường ảm đạm trong bối cảnh lãi suất cao

Tổng quan 6T2026: Thanh khoản ảm đạm trong bối cảnh lãi suất, giá nhà ở mức cao và chờ đợi tín hiệu từ quy hoạch

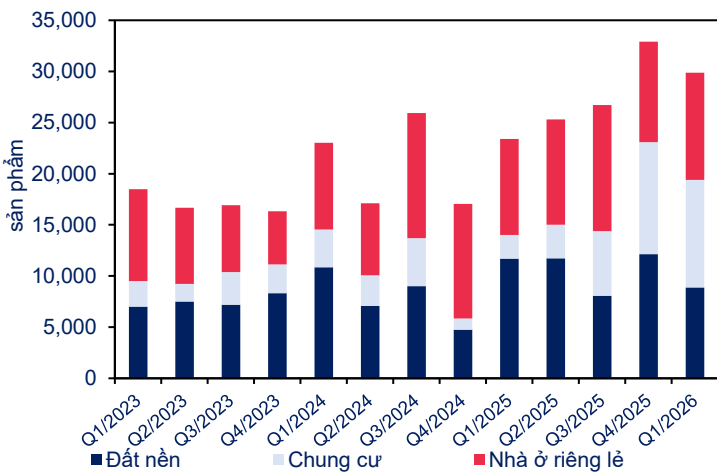
- Số lượng giao dịch có dấu hiệu giảm trong khi hàng tồn kho duy trì ở mức cao:** Trong Q1/26, theo Bộ Xây dựng, tổng lượng giao dịch đất nền, chung cư và nhà ở riêng lẻ tiếp tục giảm 8% svck, trong khi lượng hàng tồn kho cuối Q1/2026 tăng 27.8% sv đầu năm. Thanh khoản giảm trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao hơn (lãi vay cho lĩnh vực bất động sản đã tăng khoảng 1-1.5 điểm % svck), thêm vào đó việc thay đổi quy hoạch tại 1 số địa phương như Hà Nội khiến nhà đầu tư cho xu hướng thận trọng hơn.
- Giá cao đã phần nào hạn chế cầu tiêu thụ các sản phẩm bất động sản:** Cũng theo Bộ Xây dựng, giá bán chung cư sơ cấp trung bình tại hai thị trường chính Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh (trước sáp nhập) trong quý đầu năm đã tăng lần lượt 24% và 40% svck. Mặt bằng giá tăng cao khi các nguồn cung mới xuất hiện chủ yếu tại phân khúc cao cấp và hạng sang; phân khúc trung cấp và bình dân vắng bóng tại thị trường Hà Nội và chủ yếu xuất hiện ở khu vực Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu cũ (nay thuộc TP. HCM), bên cạnh đó chi phí xây dựng và tiền sử dụng đất cao hơn cũng trở thành lý do chủ đầu tư tăng giá bán. Mức giá cao đã hạn chế phần nào cầu tiêu thụ các sản phẩm bất động sản, nhất là đối với người dân có thu nhập trung bình – thậm chí trung bình khá. Do nguồn cung bất cân xứng ở dòng sản phẩm căn hộ, tỷ lệ hấp thụ đã giảm xuống khoảng 70% (so với mức 100% của năm 2025) tại thị trường HN, đối với thị trường TP.HCM nhờ 1 số dòng sản phẩm trung cấp, tỷ lệ hấp thụ đã tăng lên khoảng 77% (từ mức 66%) trong Q1/26. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá sang Q2, tỷ lệ hấp thụ có thể giảm trong bối cảnh lãi suất cao.

Tổng số lượng giao dịch đất nền, chung cư và nhà ở riêng lẻ 3T26 giảm svck...



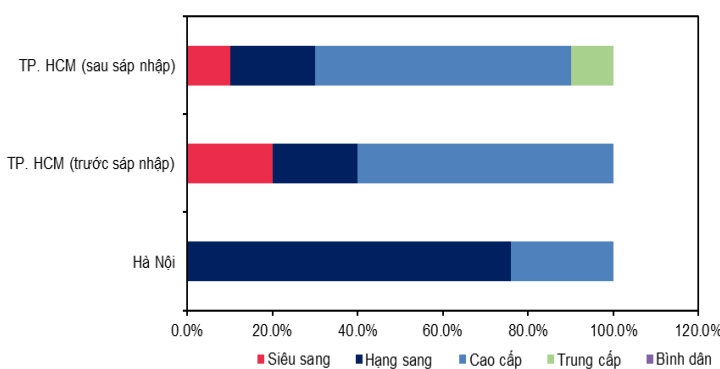
Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

... trong khi hàng tồn kho tăng sv đầu năm, chủ yếu là phân khúc chung cư và nhà ở riêng lẻ



Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Cơ cấu nguồn cung chung cư mới trong 6T/26: Chủ yếu là phân khúc cao cấp và hạng sang



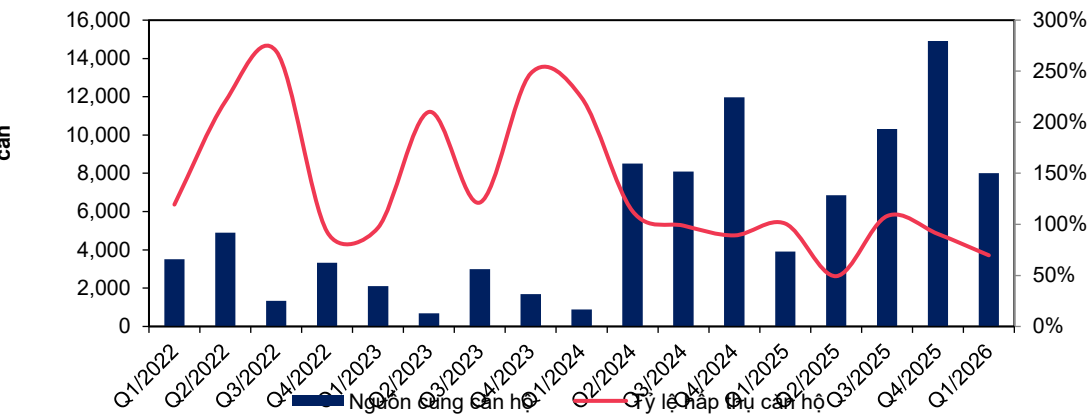
Khoảng giá các phân khúc (triệu VNĐ/ m2)

Siêu sang	> 260	Trung cấp	30-50
Hạng sang	100-260	Bình dân	< 30
Cao cấp	50-100		

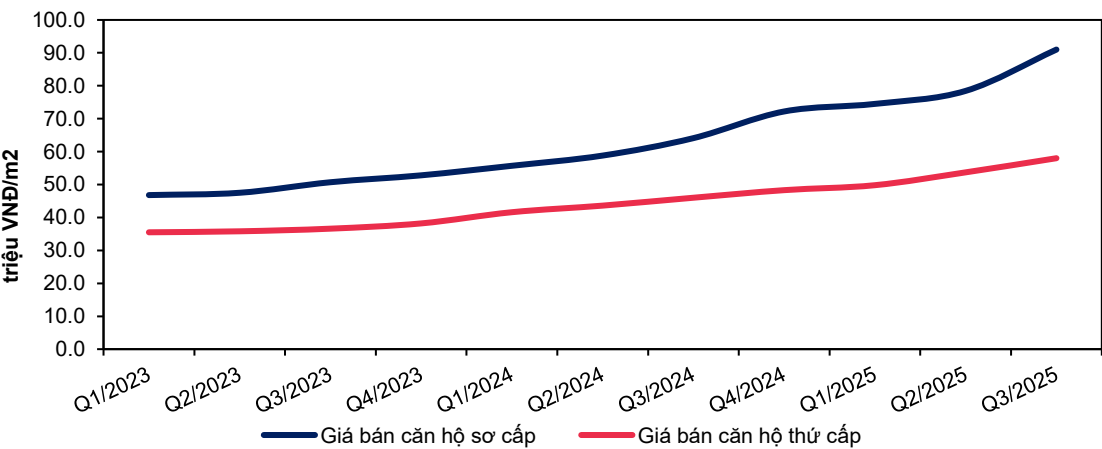
Nguồn: One Mount, MBS Research

Thị trường Hà Nội: Giá có xu hướng giảm trong bối cảnh chu kỳ đi xuống

Nguồn cung chung cư Hà Nội tăng tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ hiệu giảm, sang Q2 dự báo tỷ lệ hấp thụ tiếp tục giảm trong bối cảnh lãi suất cao và quy hoạch

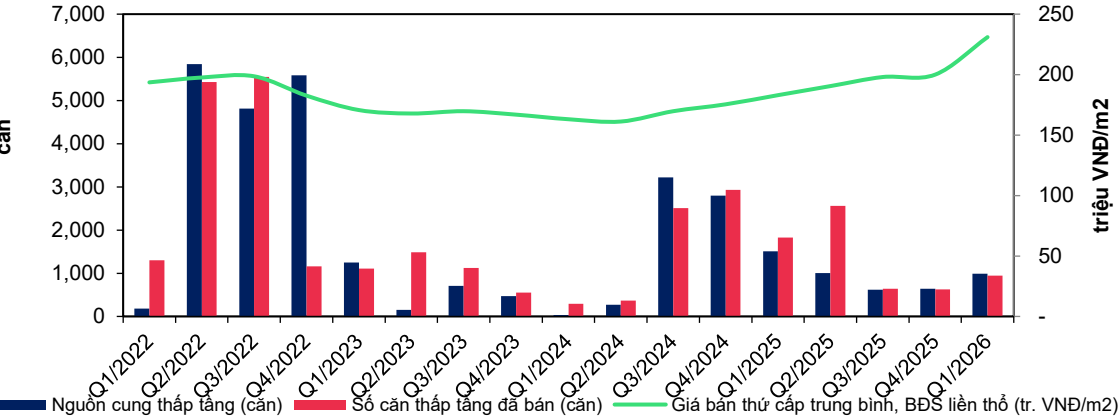


Giá bán chung cư trung bình neo cao trong Q1/2026 trong bối cảnh nguồn cung cao cấp chiếm đa số. Tuy nhiên theo quan sát của chúng tôi, giá thứ cấp đã giảm nhẹ trong Q2/26

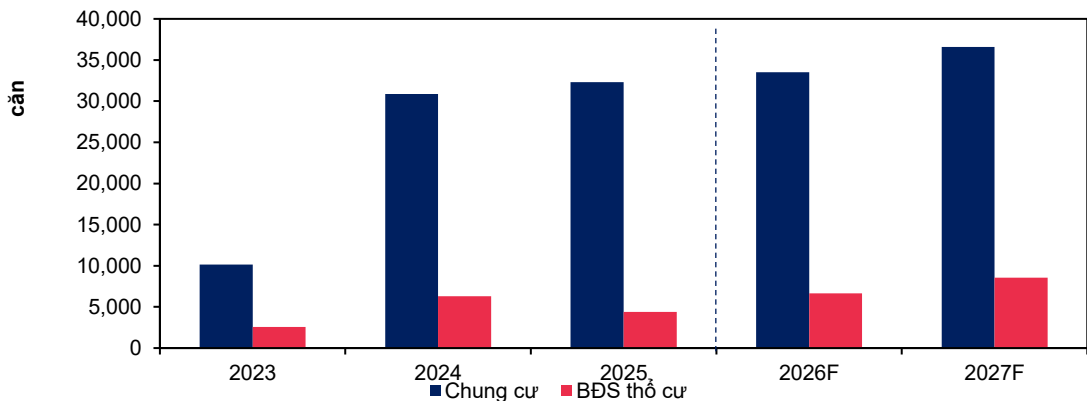


Nguồn: CBRE, MBS Research

Nguồn cung BĐS thấp tầng tại Hà Nội: Nguồn cung mới chứng tại từ đầu năm 2026, tỷ lệ hấp thụ giảm mạnh svck, trong bối cảnh giá bán đã quay lại mức cao nhất trong 3 năm gần đây



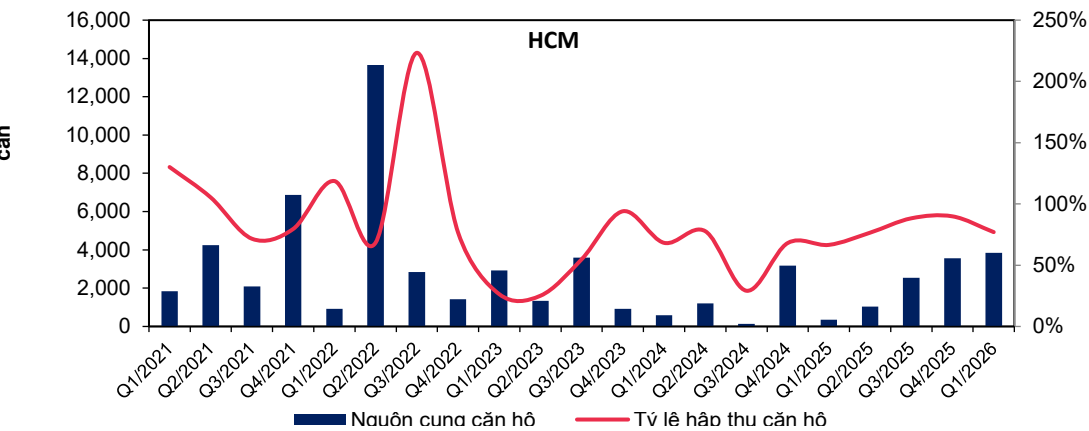
Dự báo nguồn cung BĐS Hà Nội GD 2026-2027: Nguồn cung dự báo tiếp tục tăng tuy nhiên chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ giảm mạnh trong bối cảnh lãi suất cao



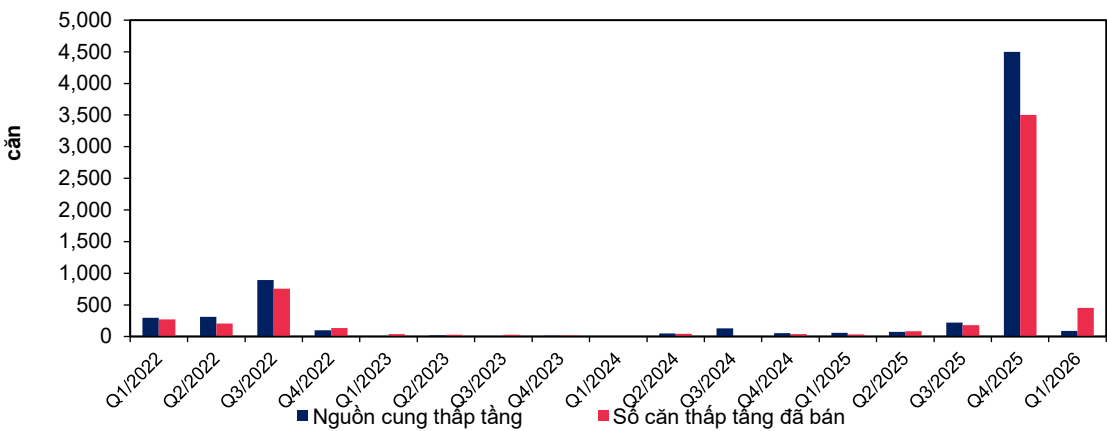
Nguồn: CBRE, MBS Research

Thị trường TP. Hồ Chí Minh: Đang trong giai đoạn phục hồi tuy nhiên bối cảnh không thuận lợi

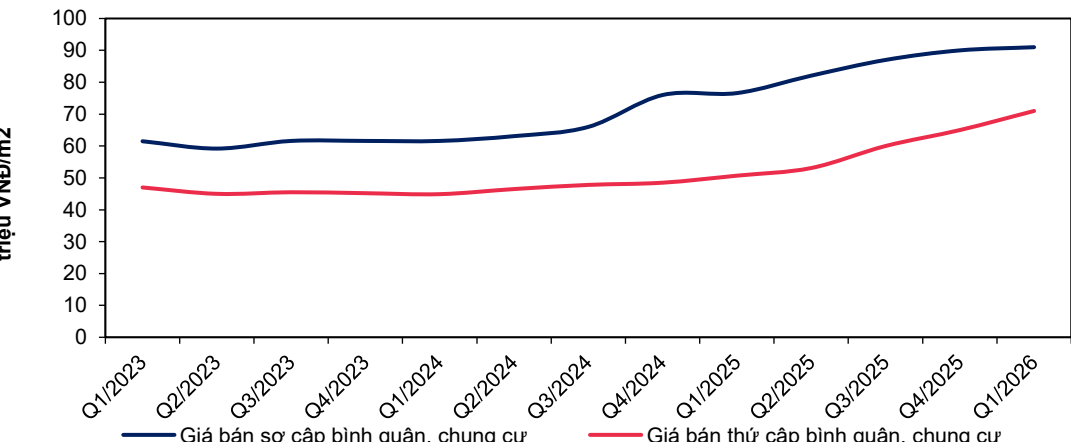
Nguồn cung căn hộ TP. Hồ Chí Minh (sau sáp nhập) ghi nhận tăng, tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ suy giảm



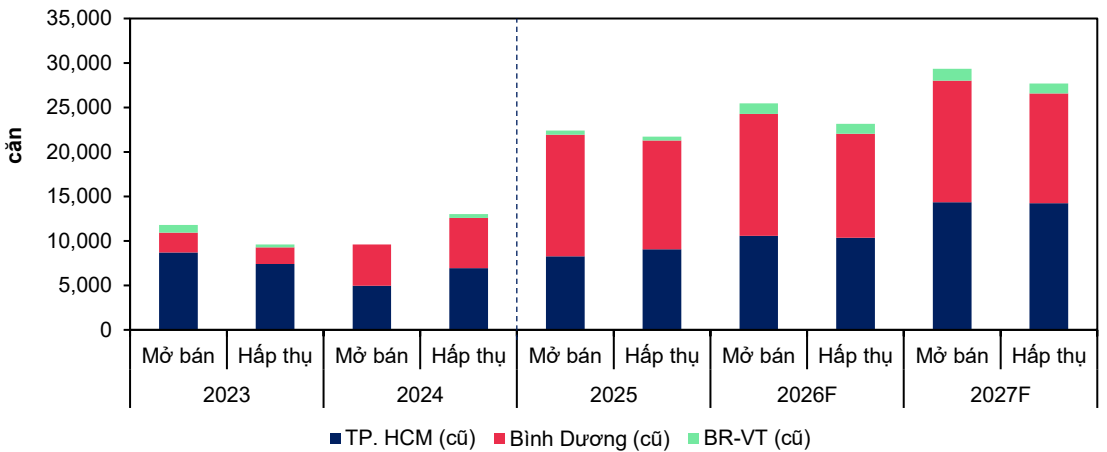
Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ BĐS thấp tầng tăng trong Q1/26, tuy nhiên sang quý 2 dự báo giảm mạnh



Giá chung cư TP. HCM (cũ): Giá bán tăng trong Q1/26 tuy nhiên có thể giảm từ Q2 khi bối cảnh vĩ mô bất lợi



Dự báo nguồn cung căn hộ tại TP. HCM (sau sáp nhập): Nguồn cung vẫn tăng nhưng khả năng hấp thụ dự báo chậm lại trong bối cảnh giá bán tăng cao



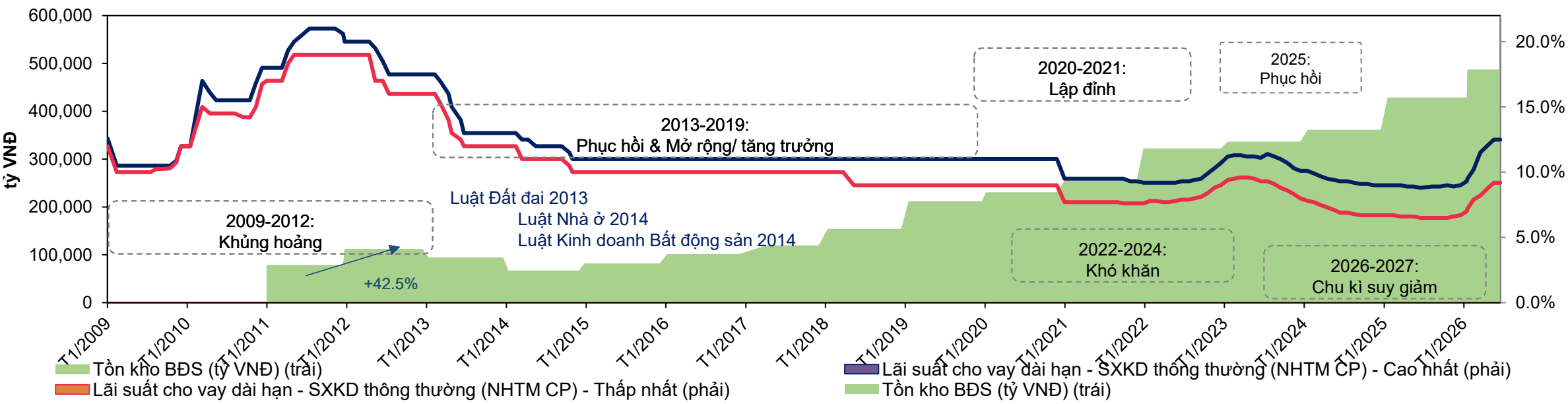
• Nguồn: CBRE, MBS Research

• Nguồn: CBRE, MBS Research

Thị trường BĐS bước vào chu kỳ suy giảm trong giai đoạn 2026 - 27

- **Mặt bằng lãi suất cao** : Mặt bằng lãi suất cao tác động tiêu cực tới thanh khoản thị trường bất động sản trong bối cảnh thị trường chứng kiến nguồn cung BĐS tăng mạnh trong giai đoạn cuối 2025. Cụ thể hơn, nhà đầu tư có xu hướng chờ đợi giá giảm nhờ có nhiều dự án lựa chọn hơn và áp lực lãi vay ở mức cao. Do đó, chúng tôi cho rằng việc ưu đãi lãi suất của dự án có thể tạo lợi thế cạnh tranh đối với các dự án nhờ giảm bớt lo ngại trong gánh nặng trả lãi.
- **Quy hoạch của HN và TP.HCM**: Quy hoạch trở thành yếu tố quan trọng trong bối cảnh hạ tầng dự kiến có thể có những thay đổi lớn nhờ các dự án đường sắt trong giai đoạn đầu tư công trung hạn 2026 -30. Tại Hà Nội, Quy hoạch tổng thể 100 năm của Thủ đô bao gồm 5 tuyến metro kết nối trục trung tâm đối với phía Tây và Đông cùng với BT Sông Hồng có thể định hình các khu vực phát triển mới đối với Thủ đô. Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng NĐT có thể ở trong trạng thái cẩn trọng hơn khi có xu hướng chờ đợi các khu vực được hưởng lợi nhờ hạ tầng phát triển.
- **Nguồn cung tăng mạnh nhờ các dự án nhà ở xã hội và khu vực ngoại thành**: Với mục tiêu phát triển nhà ở xã hội đạt mức 1 triệu căn vào năm 2030, nguồn cung NOXH dự báo tăng khoảng 40% svck trong bối cảnh triển khai chiến lược phát triển nhà ở cho thuê và các khu đô thị TOD. Đối với NOTM, nguồn cung tiếp tục tăng nhờ các dự án khu vực ngoại thành như Ocean Park 1, Smart City. Nguồn cung tăng trưởng góp phần hạ nhiệt giá bán trong khu vực trung tâm.

Giai đoạn 2026 – 27 có thể bước vào chu kỳ suy giảm trong bối cảnh lãi suất tăng và hàng tồn kho các doanh nghiệp tăng mạnh



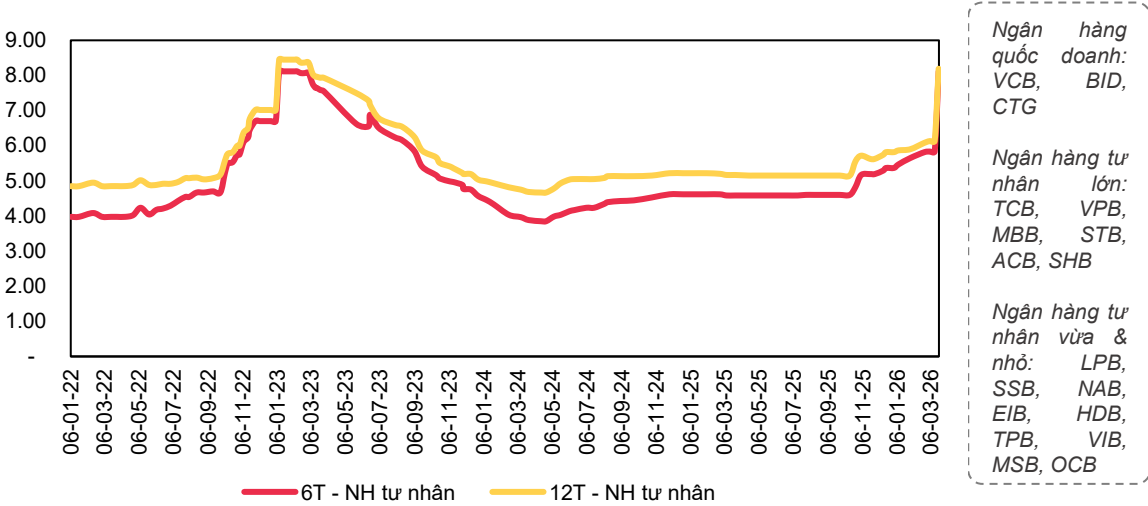
Lãi suất:
 Mật bằng lãi suất neo cao cản trở mức tăng trưởng của thị trường bất động sản

- Mật bằng lãi suất huy động tăng mạnh trong bối cảnh chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động nói rộng. Cụ thể hơn, tính đến hết tháng 6/26, tăng trưởng tín dụng ghi nhận tăng 6.77%, trong khi huy động tăng khoảng 4.7%. Do đó, lãi suất huy động đã tăng khoảng 2 điểm % svck lên mức 8% đối với kì hạn 1 năm. Trong bối cảnh đó, các ngân hàng đã tăng lãi suất cho vay trung dài hạn lên khoảng 2 điểm % svck lên hơn 12%.
 - Lãi suất cao tác động tiêu cực tới nhu cầu mua BĐS trong bối cảnh áp lực lãi vay cao hơn trở thành gánh nặng đối với nhà đầu tư do đó tác động tiêu cực tới nhu cầu. Bên cạnh đó, các chủ đầu tư thực hiện chiến lược triển khai dự án hiện hữu thay vì tìm kiếm thêm quỹ đất.
 - Trong bối cảnh lãi suất cao, các chủ đầu tư đã có 1 số chính sách hỗ trợ lãi suất cố định giảm khoảng 3 – 4% so với lãi suất thị trường và ân hạn gốc trong 1-2 năm... với mục tiêu hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ từ mức thấp hiện nay. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tỷ lệ hấp thụ có thể ở thấp do lãi suất cao và nguồn cung tăng mạnh
- 1 số chủ đầu tư hỗ trợ lãi suất trong giai đoạn mở bán năm 2026

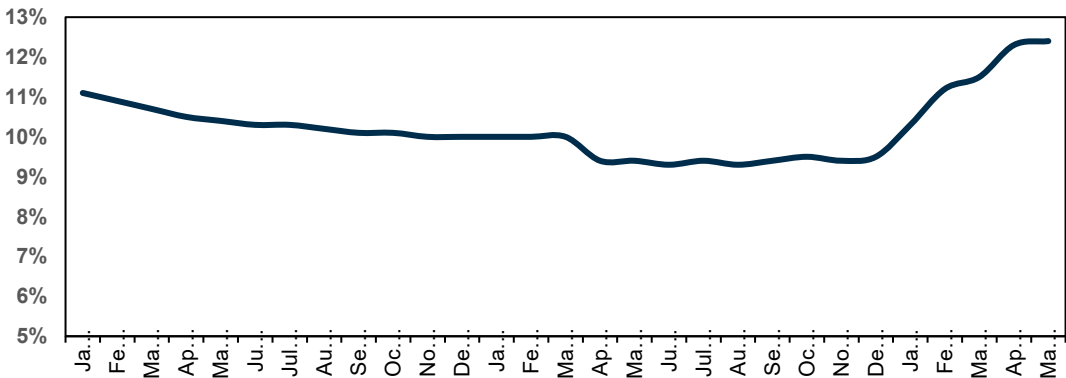
Dự án (Khu vực)	Chủ đầu tư	Quy mô	Giá bán	Chính sách bán hàng
Masterise Nguyễn Trãi	Masterise	5,000 căn hộ	120 - 220 triệu/m2	Vay tối đa 70%, lãi suất cố định 7.5% và ân hạn gốc 2 năm
Imperial Sky Park	Mik Group	3,000 căn hộ	Dự kiến khoảng 120 triệu/m2	Vay tối đa 70%, hỗ trợ lãi suất 0% trong vòng 24 tháng và ân hạn gốc 2 năm
Vinhomes Làng Vân	Vinhomes	6,200 căn thấp tầng	80 - 100 triệu/m2	Vay tối đa 80%, hỗ trợ lãi suất 0% trong vòng 18 tháng
Vin HLX	Vinhomes	48,000 căn thấp tầng	70 - 100 triệu/m2	Vay tối đa 80%, hỗ trợ lãi suất 0% trong vòng 18 tháng
Vin Cần Giờ	Vinhomes	50,000 căn thấp và cao tầng	100 - 160 triệu/m2	Vay tối đa 80%, hỗ trợ lãi suất 0% trong vòng 18 tháng. Sau đó hỗ trợ lần lượt 3.5%/7%/11.5% trong vòng 18/24/30 tháng.

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Lãi suất huy động của một số ngân hàng theo dõi đã tăng nhẹ trong Q4/2025



Lãi suất cho vay của một số ngân hàng theo dõi đã tăng nhẹ trong Q1/2026

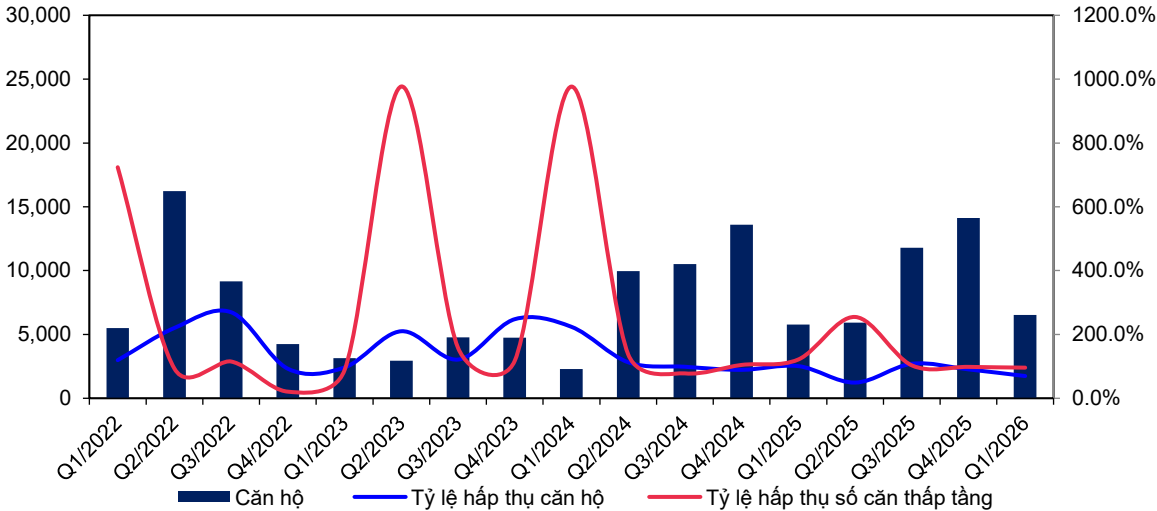


Nguồn: MBS Research tổng hợp

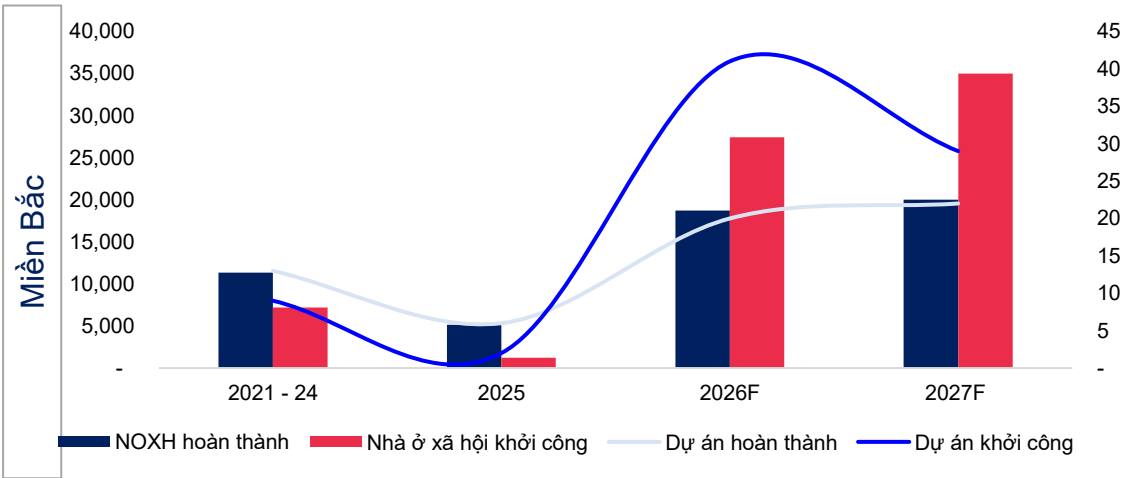
Khu vực phía Bắc: Giai đoạn suy giảm trong bối cảnh lãi suất và giá nhà ở mức cao trong khi nhu cầu chậm lại

- Theo đánh giá của chúng tôi, sau giai đoạn 2022-23 bước vào chu kỳ đi xuống của thị trường do lãi suất tăng mạnh cũng như cú sốc của thị trường trái phiếu, thị trường đã bước vào giai đoạn phục hồi trong năm 2024 – 25. Thị trường trái phiếu ổn định, những vướng mắc pháp lý liên quan đến tiền sử dụng đất được giải quyết tác động tích cực tới nguồn cung bất động sản và tỷ lệ hấp thụ. Tuy nhiên sang năm 2026, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản tại HN có thể bước vào chu kỳ suy giảm khi tỷ lệ hấp thụ và giá bán đã có xu hướng giảm so với cuối năm 2025. Cụ thể hơn, tỷ lệ hấp thụ tại phân khúc căn hộ và thấp tầng đạt lần lượt 70% và 96% (thấp hơn mức 90% và 120% cùng kỳ năm 2025).
- Chúng tôi cho rằng sức mua bất động sản suy giảm trong bối cảnh (1) lãi suất neo cao tác động tiêu cực đến nhu cầu và (2) nhà đầu tư lo ngại việc thay đổi quy hoạch tại khu vực trung tâm có thể tác động tới giá bất động sản. Cụ thể hơn, mặt bằng lãi cao có thể duy trì sang năm 2027 trong bối cảnh FED dự kiến duy trì nền lãi suất nhằm kiểm soát lạm phát bên cạnh chênh lệch giữa tăng trưởng huy động và tín dụng tại Việt Nam. Hiện tại, lãi suất hỗ trợ của các chủ đầu tư đối với người mua nhà trong 2 năm đầu đang ở mức 8% - 10% sau đó lãi suất sẽ ở mức 12 – 13% (cao hơn khoảng 1 – 1.5 điểm % so với giai đoạn 2024 – 25), theo đánh giá của chúng tôi đây trở thành cản trở đối với nhu cầu mua bất động sản khi gia tăng gánh nặng lãi vay trong bối cảnh mức lãi suất duy trì cao trong thời gian dài.
- Hơn nữa, việc Hà Nội công bố quy hoạch tổng thể 100 năm với các cực tăng trưởng mới như khu vực phía Đông, Tây và hạ tầng đường sắt được đẩy mạnh nhờ 5 tuyến metro khởi công trong Q2/26. Do đó, nhà đầu tư đang trong quá trình xác định các khu vực trung tâm mới cũng như những tiến triển liên quan đến đầu tư hạ tầng. Tóm lại, trong bối cảnh lãi suất cao và quy hoạch đô thị, thị trường BĐS có thể bước vào giai đoạn trầm lắng.

Số lượng sản phẩm giao dịch tại thị trường HN có xu hướng giảm sau khi đạt đỉnh vào năm 2025



Mục tiêu nguồn cung NOXH năm 2026 – 27 tăng mạnh so với giai đoạn 2021 - 25



• Nguồn: MBS Research tổng hợp

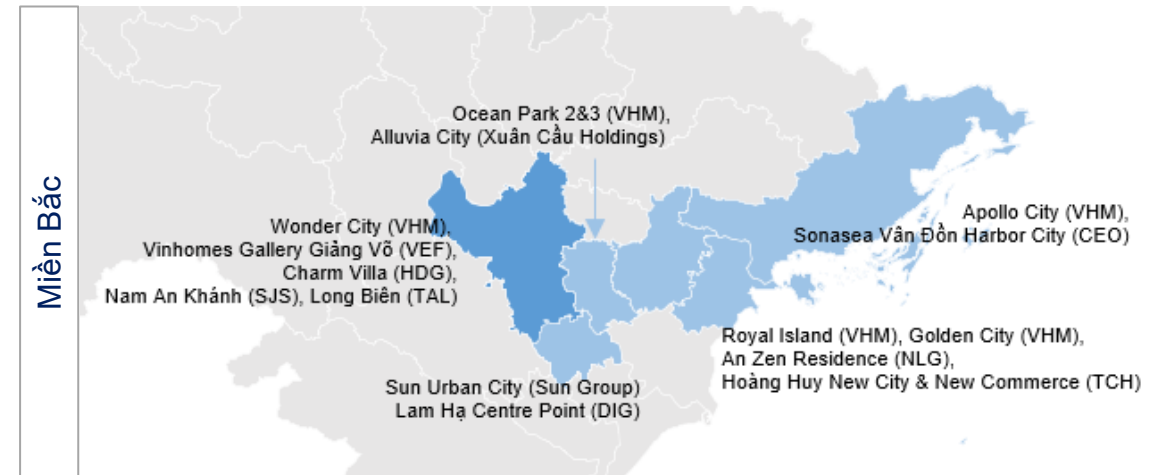
Khu vực phía Bắc: Hạ tầng phát triển trở thành động lực trong dài hạn

- Như chúng tôi đã đề cập, quy hoạch lại đô thị gia tăng khả năng kết nối đối với các khu vực ngoại thành và các đô thị vệ tinh như Hưng Yên, Quảng Ninh. Điều này giảm bớt áp lực đối với giao thông trong khu vực trung tâm và có thể góp phần phát triển các dự án TOD như Hạ Long Xanh, Cổ Loa. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng, đây sẽ trở thành yếu tố hỗ trợ trong dài hạn khi các tuyến metro được hình thành khoảng 3 – 5 năm nữa, trong bối cảnh hiện nay do hạ tầng chưa hoàn thiện lãi suất cao, các khu đô thị mở bán tại khu vực ngoại thành dự kiến tỷ lệ hấp thụ có thể giảm về mức 56 – 60% so với khoảng 90% của năm 2025.
- Chúng tôi cho rằng xu hướng khu vực TOD ngày càng hình thành rõ nét đặc biệt tại khu vực phía Bắc nhờ 5 tuyến metro nội thành HN và tuyến đường sắt cao tốc HN - QN. Bên cạnh các dự án thương mại, phân khúc nhà ở cho thuê và NOXH dự kiến cũng sẽ được triển khai trong khu vực các TOD như Khu nhà ở cho thuê phường Việt – Hưng, Him Lam – Long Biên. Với chiến lược phát triển các khu vực TOD nhằm giảm bớt áp lực cho khu vực nội đô, chúng tôi cho rằng VRE có thể được hưởng lợi từ xu hướng này trong bối cảnh VRE sẽ mở thêm 3-5 TTTM tại tổ hợp dự án Global Gate (Hà Nội và Quảng Ninh) và Green Paradise trong năm 2028.
- Trong khoảng 2 – 3 năm tới, trong bối cảnh các khu vực đại đô thị của Vinhomes như Global Gate hay Green Paradise ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao hơn, nhu cầu mua sắm, vui chơi tại khu Vincom Mega Mall nhờ đó có thể nâng tổng diện tích GFA đạt 2.1 triệu m2, tỷ lệ lấp đầy đạt 93.6% vào cuối 2027 so với GFA 1.91 triệu m2 và tỷ lệ lấp đầy 88.9% cuối Q1/2026. Chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh TTTM và chuyển nhượng BĐS của VRE có thể được hưởng lợi nhờ hạ tầng triển khai từ các dự án đại đô thị lớn.

Các dự án metro chiến lược có thể trở thành động lực tăng giá trong dài hạn



Bản đồ vị trí một số dự án bất động sản đáng chú ý khu vực phía Bắc GĐ 2025-2028

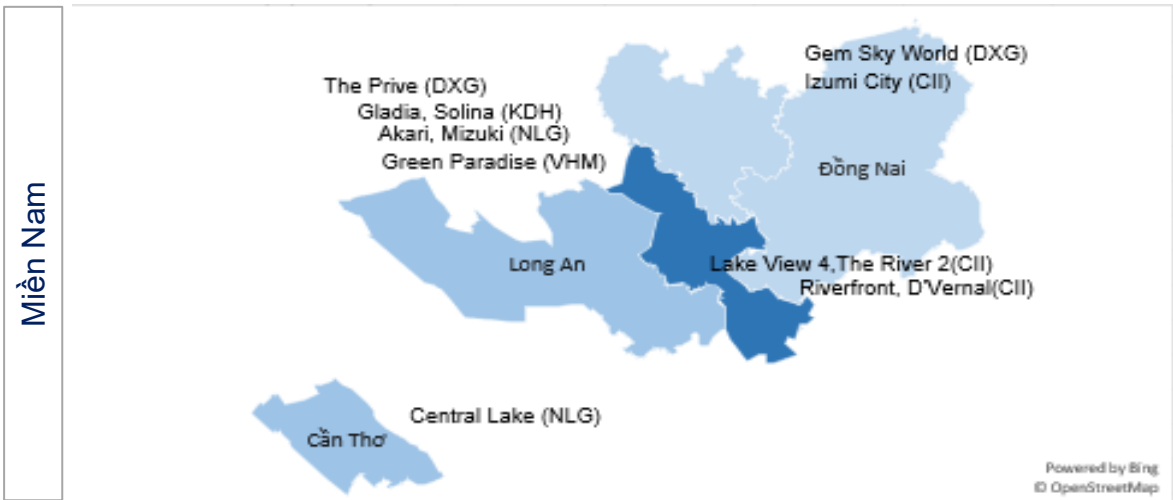


- Nguồn: MBS Research tổng hợp

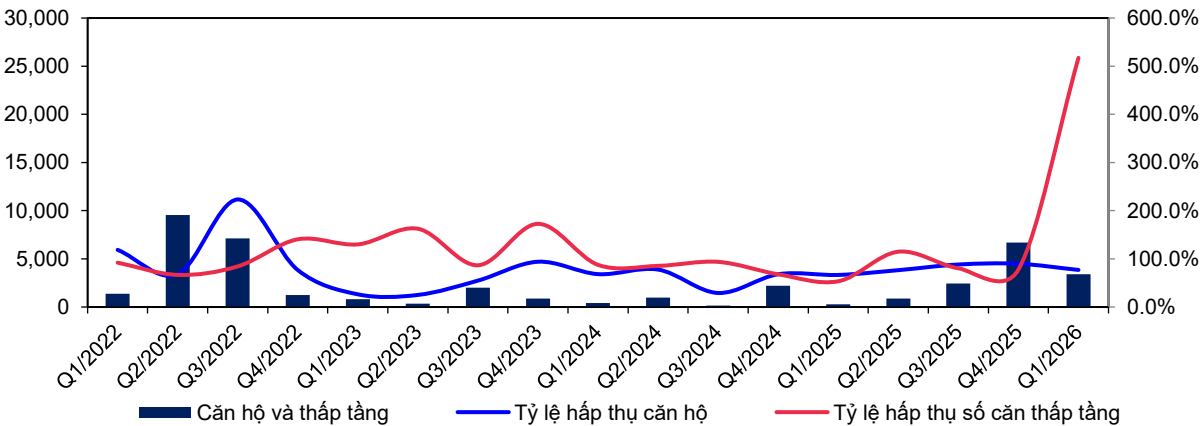
Khu vực phía Nam: Trong giai đoạn phục hồi tuy nhiên nhiều yếu tố không thuận lợi

- Thị trường phía Nam bắt đầu bước vào quá trình phục hồi kể từ cuối năm 2025 trong bối cảnh thị trường căn hộ khả quan trong bối cảnh giá căn hộ tại HN tăng cao khiến tỷ suất cho thuê thấp hơn khu vực phía Nam. Tuy nhiên trong bối cảnh hiện nay, chúng tôi cho rằng lãi suất cao có thể cản trở đà phục hồi của thị trường BĐS khu vực phía Nam khi gia tăng áp lực lãi vay đối với nhà đầu tư. Chúng tôi cho rằng hạ tầng tiếp tục trở thành động lực tăng trưởng trong dài hạn nhờ các dự án hạ tầng trọng điểm như Trung tâm tài chính quốc tế Thủ Thiêm và các tuyến metro góp phần tác động tích cực tới việc triển khai các dự án TOD như TOD Hàng Xanh và 5 khu vực TOD (940 ha) vừa được phê duyệt theo quy hoạch của TP.HCM. Dù các TOD hiện tại vẫn đang trong quá trình nghiên cứu và quy hoạch, dự kiến trong khoảng 2 – 3 năm tới khi các metro hoàn thiện, các dự án TOD khu vực phía Nam có thể triển khai nhanh hơn.
- Xét về cơ cấu sản phẩm, nguồn cung thấp tăng dần từ các đại dự án như Green Paradise (đã mở bán 4,000 căn từ cuối 2025), các phân khu tiếp theo của các dự án hiện hữu như Gladia (quận 2 cũ), Gem Sky World, Izumi City (Đông Nai). Waterpoint (Long An). Trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao, tỷ suất cho thuê thấp và việc mua bán đầu cơ khó khăn hơn do thanh khoản giảm tỷ lệ hấp thụ có thể giảm mạnh từ mức trung bình 95% của năm 2025 về mức 50 – 60% vào năm 2026.
- Đối với sản phẩm căn hộ, thị trường có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ hơn nhờ nhu cầu ở thực hiện hữu. Nguồn cung chủ yếu đến từ các dự án riêng lẻ như Prive (GD3), Khải Hoàn Imperial (1,500 căn), Thuận An Central (1,300 căn) hay Genesis (1,650 căn). Theo dự báo của CBRE, nguồn cung căn hộ dự kiến tăng 14% svck nhờ các dự án được tháo gỡ vướng mắc theo Nghị quyết của TP.HCM, tuy nhiên chúng tôi cho rằng tỷ lệ hấp thụ sẽ giảm về mức 65 – 75% từ khoảng 85% của năm 2025.

Bản đồ một số dự án bất động sản đáng chú ý khu vực phía Nam GD 2026-2028



Số lượng giao dịch căn hộ và thấp tầng và tỷ lệ hấp thụ tăng mạnh kể từ Q4/25, tuy nhiên có thể chậm lại từ Q2/26



Nguồn: Global Property Guide, MBS Research tổng hợp

Bức tranh các doanh nghiệp niêm yết: Các doanh nghiệp tập trung khai thác các dự án hiện hữu, VHM đẩy mạnh bán hàng tại các dự án mới

- Giai đoạn 2026-2027, ngoại trừ VHM tập trung mở bán tại các siêu đô thị như Green Paradise, Hạ Long Xanh, Hai Van Bay với khoảng 5,000 căn liền kề trong năm 2026, các doanh nghiệp niêm yết có quy mô nhỏ hơn như KDH, NLG, DXG tập trung khai thác các dự án từ quỹ đất hiện hữu. Cụ thể hơn VHM đặt kế hoạch bán hàng ở mức cao với kì vọng các dự án đô thị lớn có thể được hưởng lợi nhờ đón đầu các dự án hạ tầng mà liên danh Vinhomes – Vinspeed tập trung triển khai trong năm nay như đường sắt HN – QN, cầu vượt biển Cần Giờ hay Metro Bến Thành – Cần Giờ. Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất cao và các dự án hạ tầng cần thời gian triển khai, các dự án này dự kiến có tỷ lệ hấp thụ ở mức thấp khoảng 50% - 60% do nhà đầu tư cẩn trọng hơn. VRE dự kiến có thể mở rộng danh mục TTTM nhờ được hưởng lợi khi hạ tầng tại dự án của VHM tốt hơn.
- Các doanh nghiệp nhỏ hơn chủ yếu mở bán tại các dự án riêng lẻ như KDH triển khai phân khu cao tầng và thấp tầng tại Gladia (Thủ Đức) và Solina (Bình Chánh). NLG dự kiến mở bán phân khu thấp tầng tiếp theo tại Waterpoint (Long An), Izumi (Đồng Nai) và căn hộ tại Mizuki Park. Bên cạnh đó, DXG tập trung mở bán giai đoạn 3 tại chung cư Prive và dự án GSW (Đồng Nai). Chúng tôi cho rằng, trong bối cảnh tỷ suất cho thuê thấp, hoạt động đầu cơ khó khăn hơn do thanh khoản thấp, phân khúc thấp tầng với giá trị 15 – 40 tỷ tại dự án Gladia, Waterpoint sẽ khó bán hơn. Trong khi phân khúc căn hộ có thể giảm nhẹ nhưng vẫn có thể duy trì ở mức cao khoảng trên 60%.

Tổng hợp tiến độ dự án của các doanh nghiệp niêm yết theo dõi GĐ 2026-2027

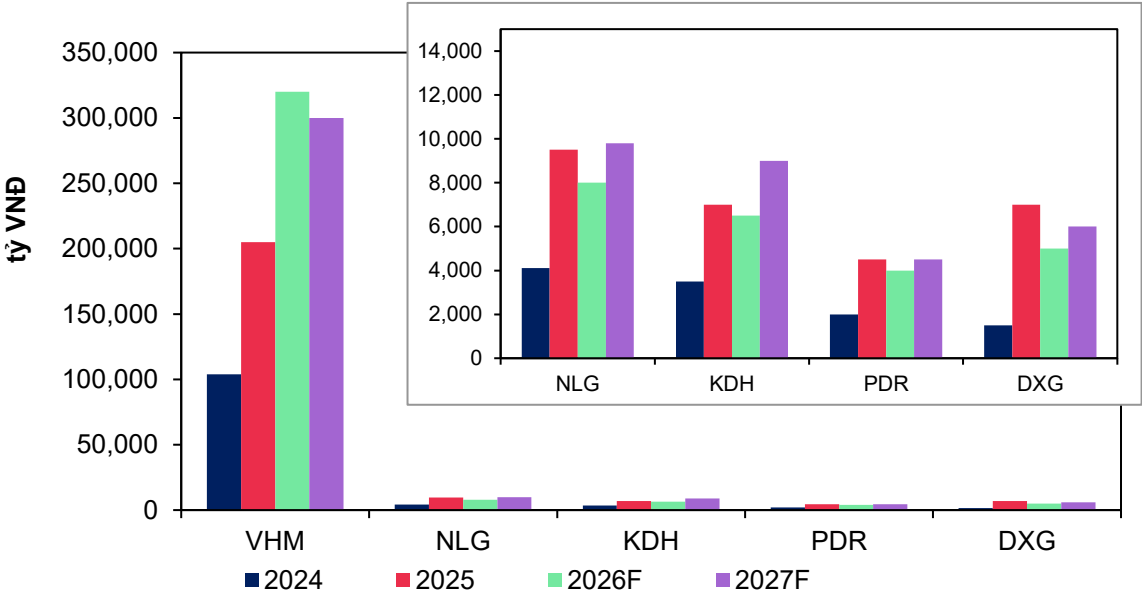
Doanh nghiệp	Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	2025	2025	2026	2026	2027	2027
				1H	2H	1H	2H	1H	2H
VHM	Wonder City	Hà Nội	133	Mở bán		Bàn giao	Bàn giao	Khởi công	Mở bán
	Golden City	Hải Phòng	241		Mở bán	Bàn giao		Bàn giao	
	Green City	Long An	197		Mở bán		Bàn giao	Bàn giao	
	Green Paradise	TP. HCM	2,870	Khởi công	Mở bán				
	Làng Vân	Đà Nẵng	512	Khởi công	Mở bán	Mở bán			
NLG	Akari City	TP. HCM	8.8					Mở bán GĐ3	
	Waterpoint GĐ1 (Southgate)	Tây Ninh (Long An cũ)	170	Mở bán phân khu mới		Bàn giao			
	Nam Long II Central Lake	Cần Thơ	80	Đã mở bán					
	Izumi City	Đồng Nai	160		Mở bán phân khu mới	Bàn giao	Tiếp tục mở bán		
	Mizuki Park	TP. HCM	26						
KDH	Paragon Đại Phước	Đồng Nai	45	GPXD	Mở bán	Mở bán		Bàn giao	
	Gladia - Thấp tầng	TP. HCM	5.8		Mở bán & bàn giao	Tiếp tục bàn giao			
	Gladia - Cao tầng	TP. HCM	6.1				Mở bán		Bàn giao
	Bình Trưng - Bình Trưng Đông	TP. HCM	18			Xây dựng		Mở bán	Bàn giao
	The Solina - 11A	TP. HCM	16		Xây dựng			Mở bán	Bàn giao
DXG	The Privé	TP. HCM	4.3		Mở bán	Tiếp tục mở bán		Bàn giao	
	Gem Sky World	Đồng Nai	92		Mở bán trở lại		Tiếp tục bàn giao		
	Opal Luxury	TP. HCM (Bình Dương cũ)	8.4			Mở bán			
	Opal Park View	TP. HCM (Bình Dương cũ)	5.0					Mở bán	
PDR	Quy Nhơn Iconic (Bắc Hà Thanh)	Gia Lai (Bình Định cũ)	43.2		Mở bán phân khu mới	Bàn giao			
	Thuận An 1&2	TP. HCM (Bình Dương cũ)	4.5		Chuyển nhượng 79% cổ phần dự án				
CII	Lake View 4	TP. HCM	1.0				Xác định tiền sd đất	Giao đất	Mở bán
	D'Veanal	TP. HCM	0.9				Xác định tiền sd đất	Giao đất	Mở bán
	Riverfront	TP. HCM	0.5						Giao đất
	The River 2	Quảng Bình	2.0						Giao đất

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn những cổ phiếu được hưởng lợi từ xu hướng xây dựng hạ tầng PPP như CII và VRE. Bên cạnh đó ưa thích DN có KQKD đột biến như DXG

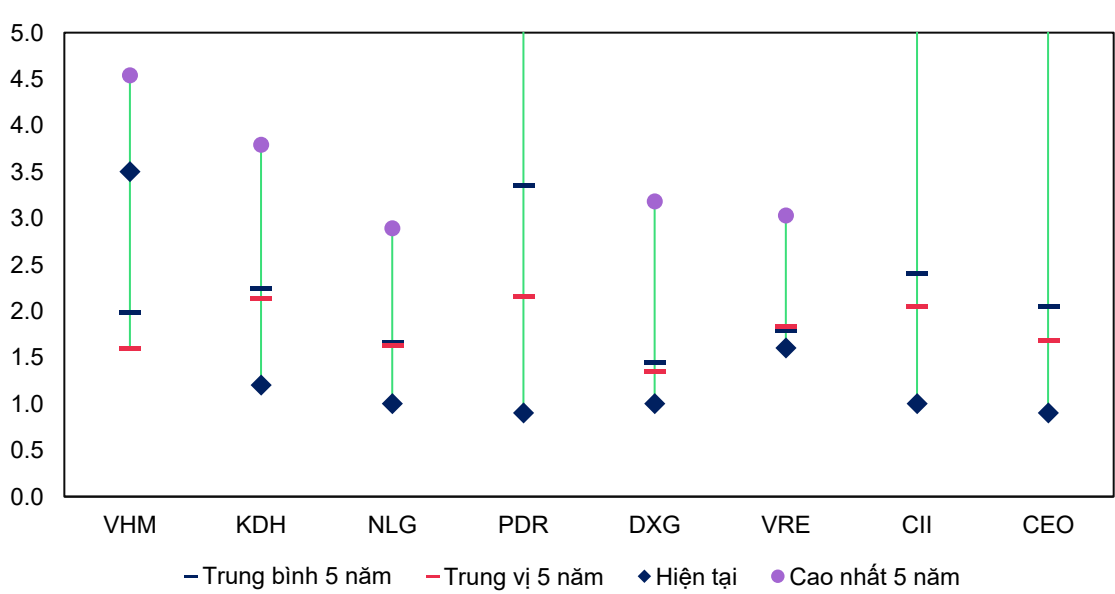
- Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2026-2027 sẽ là giai đoạn mở rộng của ngành bất động sản Việt Nam tuy nhiên nhu cầu có thể chỉ tập trung tại các dự án ở thực như căn hộ và các chủ đầu tư thực hiện các công trình PPP sẽ có lợi thế hơn CĐT truyền thống do bảng giá đất tăng mạnh. Hiện tại, hầu hết định giá P/B của các cổ phiếu ngành bất động sản chúng tôi theo dõi đang thấp hơn trung vị 5 năm do lo ngại của nhà đầu tư về việc lãi suất cao có thể tác động tới tỷ lệ hấp thụ của dự án và lợi nhuận doanh nghiệp. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, về dài hạn kỳ vọng tăng giá có thể đến từ việc hạ tầng được triển khai đồng bộ tác động tích cực tới giá bán của 1 số dự án khu vực như Long Thành, Cần Giờ
- Chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp có một trong các đặc điểm sau: (1) là doanh nghiệp phát triển bất động sản thực hiện các dự án được thanh toán bằng đất theo PPP GD 2026-2027, (2) có phân khúc sản phẩm hướng tới nhu cầu ở thực, có thể duy trì tỷ lệ hấp thụ ở mức cao và (3) có kết quả kinh doanh đột biến nhờ bàn giao dự án. Chúng tôi lựa chọn CII, VRE và DXG cho chiến lược đầu tư năm 2026.

Dự phóng doanh số ký bán của một số doanh nghiệp phát triển bất động sản trong danh mục theo dõi chủ yếu giảm svck, ngoại trừ VHM



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

P/B một số cổ phiếu bất động sản hiện tại: Hầu hết thấp hơn trung vị 5 năm, trong bối cảnh thị trường ảm đạm



Nguồn: FiinProX, MBS Research tổng hợp

Dự phóng KQKD 2026-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	VHM			KDH			NLG		
	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	153,271	191,387	240,398	4,674	4,820	5,140	5,020	5,300	4,700
Tăng trưởng (%)	50%	25%	26%	43.0%	3.1%	6.6%	-30.2%	5.6%	-11.3%
Lợi nhuận gộp	46,343	82,011	106,027	2,776	2,782	2,879	2,173	2,200	2,010
Biên lợi nhuận gộp (%)	30%	43%	44%	59.4%	57.7%	56.0%	43.3%	41.5%	42.8%
EBITDA	40,553	69,088	89,797	2,174	2,350	2,391	1,220	1,799	2,105
Biên EBITDA (%)	43%	46%	43%	46.5%	48.8%	46.5%	24.3%	33.9%	44.8%
LNST CĐ công ty mẹ	41,895	56,397	67,376	1,053	1,183	1,020	753	790	730
Tăng trưởng (%)	32%	35%	19%	30.0%	12.3%	-13.8%	45.5%	4.8%	-7.6%
EPS (VND/cổ phiếu)	10,200	13,731	16,403	938	1,054	909	1,956	2,051	1,896
BVPS (VND/cổ phiếu)	57,963	65,694	82,097	16,512	16,800	16,950	26,468	26,800	27,120
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	2,153 -	8,075	1,013	4,757	4,576	4,600	(8,581)	(7,467)	(4,672)
Nợ/VCSH	0.39	0.55	0.32	37.9%	47.9%	57.3%	37.8%	33.4%	23.5%
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	4%	0%	0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%
ROAE (%)	19%	22%	22%	5.2%	5.8%	5.0%	4.9%	4.9%	4.5%
ROAA (%)	6%	7%	9%	3.0%	3.3%	3.2%	2.4%	2.4%	2.5%

• Nguồn: MBS Research dự phóng

Dự phóng KQKD 2026-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	DXG			PDR			VRE			CII		
	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	4,192	4,500	5,818	1,907	2,663	2,877	8,837	9,181	12,213	3,322	3,826	4,156
Tăng trưởng (%)	-13.0%	7.3%	29.3%	132.0%	39.7%	8.0%	-1.5%	3.9%	33.0%	36.3%	15.2%	8.6%
Lợi nhuận gộp	2,289	2,175	3,065	871	1,274	1,385	4,732	5,287	6,703	1,769	2,028	2,218
Biên lợi nhuận gộp (%)	54.6%	48.3%	52.7%	45.7%	47.8%	48.1%	53.5%	57.6%	54.9%	53.3%	53.0%	53.4%
EBITDA	939	950	1,350	753	1,094	1,114	5,274	5,778	7,146	843	1,007	1,177
Biên EBITDA (%)	22.4%	21.1%	23.2%	39.5%	41.1%	38.7%	59.7%	62.9%	58.5%	25.4%	26.3%	28.3%
LNST CĐ công ty mẹ	231	320	550	469	1,321	1,100	6,446	5,454	6,502	450	537	644
Tăng trưởng (%)	29.3%	38.5%	71.9%	202.2%	181.8%	-16.7%	59.1%	-15.4%	19.2%	219.6%	19.5%	19.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	209	338	664	478	1,348	1,020	2,768	2,342	2,792	776	928	1,111
BVPS (VND/cổ phiếu)	12,770	12,820	13,770	13,132	14,453	14,800	20,700	23,100	25,900	11,091	11,991	13,069
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	(1,200)	(573)	(477)	4,333	5,267	5,656	2,443	2,869	3,560	(525)	(500)	(339)
Nợ/VCSH	48.0%	53.0%	50.0%	39.7%	30.2%	21.4%	13.0%	12.0%	12.0%	23.5%	24.4%	20.0%
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	1.8%	2.6%	4.4%	3.6%	9.3%	6.5%	13.5%	10.1%	10.8%	5.1%	5.6%	6.2%
ROAA (%)	0.9%	1.2%	2.1%	1.8%	5.0%	3.6%	10.5%	8.2%	8.8%	2.6%	2.9%	3.3%

• Nguồn: MBS Research dự phóng

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường VNĐ	Giá mục tiêu VNĐ	Khuyến nghị	Vốn hóa tỷ VNĐ	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg					2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F
Phát triển bất động sản													
CTCP Vinhomes	VHM VN	151,600	132,000	Trung lập	603,526	14.6	10.6	2.6	2.3	7.1	9.2	19.0	22.1
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	25,800	34,600	Khả quan	12,247	18.8	16.0	1.2	0.9	2.4	2.4	4.9	4.9
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	21,300	25,200	Khả quan	23,943	19.6	18.3	1.2	1.1	3.0	3.4	5.2	5.8
CTCP Tập đoàn Bluemarq	DXG VN	12,750	17,500	Khả quan	15,083	56.1	35.5	0.9	0.8	0.9	1.3	1.8	2.7
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	14,700	20,400	Khả quan	14,486	41.2	23.6	1.3	1.1	1.8	5.0	3.6	9.3
CTCP Hạ tầng kĩ thuật TP.HCM	CII VN	16,400	23,000	Khả quan	11,210	73.4	60.2	1.0	0.9	2.6	2.9	5.1	5.6
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG VN	12,050	n/a	KKN	9,750	40.5	n/a	1.7	n/a	1.8	n/a	4.4	n/a
CTCP Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy	TCH VN	14,600	n/a	KKN	14,495	25.8	n/a	0.9	n/a	3.6	n/a	5.7	n/a
CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	HDC VN	15,000	n/a	KKN	3,444	9.0	n/a	1.0	n/a	12.2	n/a	25.2	n/a
CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest	VPI VN	61,500	n/a	KKN	19,883	50.4	32.2	3.7	3.4	3.0	4.5	7.7	12.1
Trung bình						44.4	22.1	1.6	1.2	3.6	3.3	8.1	8.4
Trung vị						35.9	20.2	1.6	1.3	2.6	3.2	5.0	7.6

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn VRE, DXG, CII

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
VRE	Khả quan	39,800	- VRE đang tái định hình thành mô hình “One-stop Shoppertainment” thay vì chỉ hoạt động cho thuê mặt bằng truyền thống. Bằng việc kết hợp mua sắm, vui chơi và trải nghiệm khách hàng, chúng tôi kỳ vọng các TTTM của VRE có thể giữ chân khách lâu hơn và thúc đẩy chi tiêu tốt hơn trong thời gian tới. - Chu kỳ mở rộng của VRE đang diễn ra tích cực, VRE có kế hoạch sẽ mở rộng hệ sinh thái của mình với Vincom Plaza Đan Phượng trong năm 2026 và 2 TTTM trong năm 2027 để đón đầu lượt khách tăng lên. Dự kiến VRE sẽ mở thêm 3-5 TTTM tại tổ hợp dự án Global Gate (Hà Nội và Quảng Ninh) và Green Paradise trong năm 2028. Mảng chuyển nhượng BĐS dự kiến sẽ bắt đầu được thúc đẩy và điểm nóng bàn giao rơi vào năm 2027 với 2 dự án lớn là Royal Island và Golden Avenue.
DXG	Khả quan	17,500	- Hiện tại, DXG tập trung khai thác hai dự án Gem Sky World và The Privé, trong đó The Privé được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2025-2026. Trong bối cảnh nguồn cung căn hộ khan hiếm và giá bán duy trì ở mức cao, dự án này dự kiến đạt mức giá bán bình quân 120–130 triệu VNĐ/m² với biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 60%. Việc tiêu thụ hết toàn bộ đợt mở bán đầu tiên của giai đoạn 1 (~250 căn) phản ánh nhu cầu mạnh mẽ, và chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ của đợt mở bán thứ hai (~220 căn) trong năm 2025 đạt khoảng 90%. - Lợi nhuận 2026 - 27 của doanh nghiệp chủ yếu bàn giao tại GSW và Prive khi ghi nhận bàn giao các sản phẩm tại The Privé. Dòng tiền từ dự án này cũng sẽ là nguồn lực tốt để DXG phát triển các dự án khác trong dài hạn như Park View và Park City (được kỳ vọng tháo gỡ về mặt pháp lý).
CII	Khả quan	23,000	- Chúng tôi lựa chọn CII dựa trên chủ đề đầu tư các doanh nghiệp thực hiện xây lắp PPP có thể được hưởng lợi trong bối cảnh đầu tư hạ tầng tăng mạnh, bên cạnh mảng BOT tăng trưởng ở mức 10% svck. - Sang năm 2026, TP.HCM dự kiến có thể tổ chức đấu giá đất đối với 5 lô đất tại Thủ Thiêm và điều này có thể giúp định giá của CII được cải thiện do doanh nghiệp đã tích lũy quỹ đất với giá vốn thấp - Kết luận, chúng tôi đánh giá CII được hưởng lợi trong bối cảnh trúng thầu tại dự án xây lắp giúp backlog tăng trưởng, bên cạnh đó, việc đấu giá lại quỹ đất tại Thủ Thiêm có thể giúp doanh nghiệp được định giá lại nhờ tích lũy quỹ đất giá rẻ.
NLG	Khả quan	34,600	- Động lực chính cho doanh số ký bán (presale) năm 2026, bên cạnh các dự án kể trên, sẽ có thêm Paragon Đại Phước (kỳ vọng nhận giấy phép bán hàng trong Q4/25 hoặc Q1/26). - Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng lợi nhuận lần lượt 10% và 25% trong giai đoạn 2026-2027 khi ghi nhận lãi chuyển nhượng cổ phần tại dự án Izumi và bàn giao tại các dự án hoặc phân khu mới. - Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 10% so với báo cáo trước trong bối cảnh lãi suất cao hơn và tỷ lệ hấp thụ tại Izumi thấp hơn

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn VRE, DXG, CII

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
VHM	Trung lập	132,000	- VHM duy trì vị thế dẫn đầu trong phát triển BĐS, liên tục mở rộng quỹ đất sạch lớn tại các thị trường sôi động như Hà Nội, TPHCM, Quảng Ninh, Đà Nẵng. Năm 2026, việc mở bán các đại dự án lớn như Global Gate Hạ Long (4,120 ha), Làng Vân (512 ha) và Mỹ Lâm (455 ha) được kỳ vọng giúp doanh số bán hàng tăng trưởng 47% svck. - Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2026 tăng trưởng mạnh 35% svck nhờ tiếp tục ghi nhận từ dự án Green Paradise, Green City, Wonder City và OCP2&3. Chúng tôi kỳ vọng tiềm năng phát triển dài hạn từ các đại đô thị mới như Vinhomes ven vịnh Cam Ranh, Vinhomes Cam Lâm và KĐT thể thao Olympic đang được triển khai. - VHM hiện đang giao dịch ở mức P/B là 2.3x cao hơn nhiều so với trung bình 5 năm gần nhất là 1.8x. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với cổ phiếu này.
VPI	KKN	n/a	- Dự án Vlasta Thuỷ Nguyên, Vlasta Premier Phú Thuận và Vlasta Premier Phú Hội là các dự án trọng điểm của công ty trong năm 2026-27. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2026-27 tăng trưởng 56%/14% svck. - Dự án BT Phạm Văn Đồng – Gò Dưa nút giao vành đai 2 TPHCM đã được gỡ toàn bộ vướng mắc pháp lý. Dự án đang được tích cực triển khai thi công để hoàn thiện toàn bộ tuyến đường trong năm 2026. Đồng thời, công ty đang làm thủ tục để nhận bàn giao 3 lô đất tại TPHCM trong năm 2026 và lô còn lại trong năm 2027 (4 lô đất đối ứng cho dự án BT có vị trí tại đường Lý Tự Trọng, Kỳ Đồng, Kinh Dương Vương và Đào Duy Từ). - Chúng tôi nhận thấy dòng vốn đầu tư bất động sản đang có xu hướng dịch chuyển vào khu vực phía Nam và cho rằng VPI có nhiều tiềm năng phát triển nhờ sở hữu quỹ đất lớn hơn 260 ha tại TP. HCM và các tỉnh lân cận.
KDH	Khả quan	25,200	- Giai đoạn 2026-2027 KDH khi đồng loạt tiến hành triển khai xây dựng và mở bán các dự án: Gladia (khu cao tầng), Bình Trưng - Bình Trưng Đông (18.2 ha), The Solina (16.4 ha). Các dự án này, với vị trí gần trung tâm TP. HCM và phần lớn đã được trả tiền sử dụng đất trước đó, sẽ ít bị ảnh hưởng tăng chi phí bởi bảng giá đất mới có hiệu lực từ 1/1/2026; đồng thời lại hưởng lợi từ phát triển cơ sở hạ tầng và giá bán tăng theo khu vực. - Lợi nhuận ròng 2026-2027 được dự báo tăng trưởng nhẹ trong bối cảnh các dự án thấp tầng bán chậm hơn. - Chúng tôi giảm 15% giá mục tiêu so với báo cáo trước trong bối cảnh pre – sale thấp hơn 30% so với kì vọng trong bối cảnh các dự án thấp tầng tiêu thụ chậm.
PDR	Khả quan	20,400	- LN ròng của PDR có thể tăng trưởng đột biến trong năm 2026 nhờ thoái vốn khỏi dự án Thuận An 1. Doanh nghiệp trong giai đoạn 2026 – 27 có kế hoạch tăng vốn thông qua chào bán cho cổ đông hiện hữu với giá trị khoảng 2,000 tỷ nhằm tăng tốc thực hiện dự án Eco Smart City (Thủ Thiêm). - Chúng tôi cho rằng khoảng 1-2 năm tới việc mở bán dự án này có thể ghi nhận tỷ lệ hấp thụ khả quan nhờ phát triển hạ tầng tại khu vực Thủ Thiêm với các dự án như Metro Tố Hữu, cầu Ba Son và mạng lưới giao thông quanh Trung tâm Tài chính Quốc tế TP.HCM.

Phụ lục: Các định hướng chính sách mang tính hạn chế tình trạng đầu cơ, tập trung triển khai nhà ở cho thuê và NOXH

- Như chúng tôi đã đề cập ở báo cáo chiến lược gần nhất, trong nửa đầu 2026, rất nhiều văn bản pháp lý hoặc đề xuất được đưa ra nhằm mục tiêu gia tăng nguồn cung đối với thị trường và hạn chế đầu cơ bất động sản. Cụ thể hơn, 1 số Nghị quyết của TP.HCM liên quan đến tháo gỡ vướng mắc về tiền sử dụng đất đối với các dự án, bên cạnh đó đẩy nhanh quá trình đấu giá đất Thủ Thiêm với mục tiêu mang lại nguồn cung cho thị trường. Bước sang nửa cuối năm 2026, các đề xuất chính sách liên quan đến phát triển bất động sản xuất hiện ít hơn, nhưng vẫn tập trung vào hai mục tiêu chính: (1) tăng nguồn cung bất động sản, nhất là các phân khúc với mức giá trung cấp - bình dân, (2) hạn chế đầu cơ bất động sản.
- Trong bối cảnh tiền sử dụng đất tăng mạnh do áp dụng theo Luật Đất Đai (sửa đổi) cũng như chi phí xây dựng, áp lực lãi vay ở mức cao, chúng tôi nhận thấy việc các chủ đầu tư khó có thể giảm giá bán tại các dự án mới, do đó việc phát triển phân khúc nhà ở xã hội có thể gia tăng nguồn cung đa dạng hơn và tác động tích cực tới thanh khoản cho thị trường.

Một số điểm đáng chú ý tại các văn bản pháp lý gần đây liên quan đến thị trường bất động sản trong nửa cuối năm 2025

STT	Văn bản	Vấn đề	Nội dung	Đánh giá tác động
1	Dự thảo Nghị quyết về tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai 2024	Bổ sung 3 trường hợp Nhà nước thu hồi đất, trong đó có cơ chế thu hồi đất khi vượt ngưỡng đồng thuận 75%	Luật hiện hành: Liệt kê rõ 32 trường hợp nhà nước thu hồi, ngoài các trường hợp trên thì nhà nước không thu hồi, không cưỡng chế; Dự thảo mới: Bổ sung 3 trường hợp về thu hồi đất để phát triển kinh tế - xã hội vì lợi ích quốc gia, công cộng (các khoản 33, 34, 35 Điều 79). Đáng chú ý nhất là khoản 34 với cơ chế "thu hồi đất khi vượt ngưỡng đồng thuận 75% diện tích đất và 75% trên số hộ sử dụng đất"	Nếu Dự thảo được thông qua, các dự án gặp vướng mắc về GPMB sẽ có cơ sở pháp lý để giải phóng nốt phần mặt bằng còn lại và triển khai dự án. Tuy nhiên cần lưu ý rằng, khoản 34 nói trên có nhiều vấn đề như: (1) khó khăn trong xác định người sử dụng đất, (2) tạo áp lực tâm lý cho chủ đất đặc biệt là nhóm có lợi ích kinh tế lớn hơn nhóm còn lại trong cùng dự án, (3) tỷ lệ diện tích đất và số hộ sử dụng đất có thể chênh lệch lớn dẫn đến không đáp ứng điều kiện. DN có dự án có thể hưởng lợi: KDH (dự án Tân Tạo)
2	Dự thảo Nghị quyết về tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai 2024	Giá đất bồi thường và tái định cư được xác định theo bảng giá đất và hệ số điều chỉnh (Khoản 6 Điều 3)	Giá đất bồi thường và tái định cư được xác định theo bảng giá đất và hệ số điều chỉnh hàng năm. Bảng giá đất được xây dựng theo loại đất, khu vực, vị trí; khu vực có bản đồ địa chính số và cơ sở dữ liệu giá đất thì được xây dựng bảng giá đến từng thửa đất. HĐND cấp tỉnh quyết định bảng giá đất, công bố và áp dụng từ ngày 1/1/2026; sửa đổi, bổ sung bảng giá đất khi cần thiết.	Phản ánh đúng giá trị tài sản được bồi thường, tuy nhiên gây áp lực lên các doanh nghiệp phát triển bất động sản khi tiền sử dụng đất có xu hướng tăng lên hàng năm; đồng thời những lý do khách quan như chậm trễ pháp lý có thể ảnh hưởng đến chi phí bồi thường của doanh nghiệp.

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Phụ lục: Các chính sách tập trung cải tiến và hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến thị trường bất động sản

Một số điểm đáng chú ý tại các văn bản pháp lý gần đây liên quan đến thị trường bất động sản trong nửa cuối năm 2026 (tiếp theo)

STT	Văn bản	Vấn đề	Nội dung	Đánh giá tác động
3	Nghị định 261/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 100/2024/NĐ-CP và Nghị định 192/2025/NĐ-CP liên quan đến phát triển, quản lý và chính sách NOXH	Nâng trần thu nhập, mở rộng đối tượng được mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội	Tăng trần thu nhập của đối tượng được mua nhà ở xã hội: 20 triệu/tháng với người độc thân (trước đó: 15 triệu/tháng), 30 triệu/tháng với người độc thân nuôi con nhỏ (trước đó: chưa quy định riêng), 40 triệu/tháng với hai vợ chồng (trước đó: 30 triệu/tháng). UBND cấp tỉnh được phép điều chỉnh hệ số thu nhập cho phù hợp với mức sống địa phương, nhưng không vượt tỷ lệ giữa thu nhập bình quân đầu người của tỉnh so với cả nước.	Mở rộng đối tượng tiếp cận nhà ở xã hội, đặc biệt ở các thành phố lớn, điều chỉnh trần thu nhập phù hợp với lạm phát và tình hình thực tế.
4	Nghị định 261/2025/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 100/2024/NĐ-CP và Nghị định 192/2025/NĐ-CP liên quan đến phát triển, quản lý và chính sách NOXH	Cố định lãi suất vay mua nhà ở xã hội ở mức 5.4%	Quy định lãi suất cho vay ưu đãi để mua, thuê mua nhà ở xã hội; xây dựng hoặc cải tạo, sửa chữa nhà ở tại Ngân hàng Chính sách xã hội bằng 5.4%/năm. Trước đó: Lãi suất cho vay ưu đãi để mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội do Thủ tướng Chính phủ phê duyệt phù hợp với từng thời kỳ	Lãi suất cố định trực tiếp trong Nghị định với khoản vay mua NOXH mang lại ưu đãi lớn cho người vay mua nhà, nhất là trong bối cảnh các NHTM đang tăng lãi suất cho vay cố định và giảm thời gian được hưởng lãi suất cố định.
5	Dự thảo Nghị quyết về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá bất động sản	Chính sách cho vay với người mua nhà ở	Hạn mức cho vay với các khoản vay mua nhà ở (trừ nhà ở xã hội): Không quá 50% giá trị HĐMB nhà ở với các khoản vay mua nhà thứ hai, không quá 30% giá trị HĐMB nhà ở với các khoản vay mua nhà ở từ thứ 3 trở lên	Nếu dự thảo được thông qua, nội dung này sẽ có tác động lớn đến việc hạn chế đầu cơ bất động sản vốn sử dụng đòn bẩy lớn, tuy nhiên: (1) các con số chính xác cần khảo sát thêm, (2) có một vài bất cập liên quan đến vay mua nhà thứ 2 nhưng không phải để đầu cơ mà nâng cao chất lượng cuộc sống, trong khi nhà thứ nhất chưa bán được. Trên thực tế, Trung Quốc đã áp dụng biện pháp hạn chế cho vay với BĐS thứ 2 trở lên này và tương đối thành công trong việc hạn chế đầu cơ bất động sản.
6	Dự thảo Nghị quyết về cơ chế kiểm soát, kiểm chế giá bất động sản	Chính sách phát triển nhà ở thương mại giá phù hợp	Dành tối thiểu 20% trong tổng số dự án xây dựng nhà ở thương mại dự kiến phát triển trong GD 2026 - 2030 theo kế hoạch phát triển nhà ở của địa phương để phát triển dự án nhà ở thương mại giá phù hợp. Lựa chọn chủ đầu tư dự án không thông qua đấu giá, đấu thầu. Lợi nhuận định mức <= 20% tổng vốn đầu tư xây dựng dự án.	Hỗ trợ tăng cung thị trường, vẫn ở mức giá phù hợp nhưng lợi nhuận định mức cao hơn cho các chủ đầu tư, từ đó thúc đẩy động lực phát triển dự án.

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

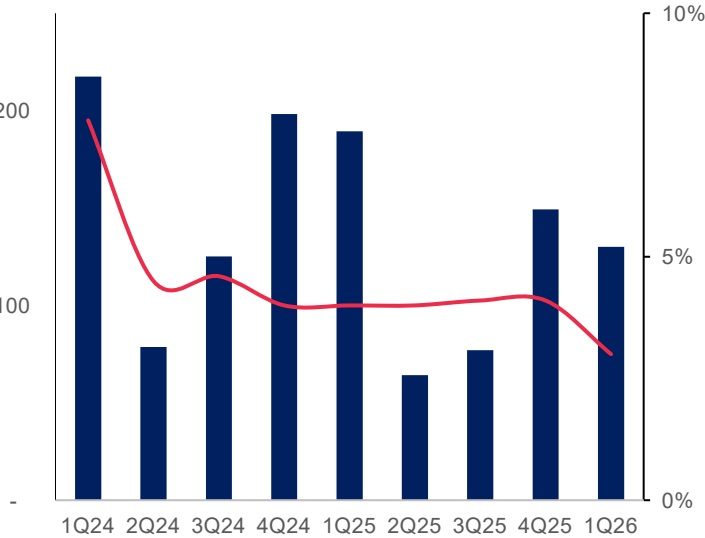
Bước vào chu kỳ phát triển mới



Thị trường KCN phía Bắc: Tình hình cho thuê đất phục hồi

- Theo báo cáo của CBRE, nhu cầu mở rộng sản xuất đang phục hồi sau giai đoạn chịu ảnh hưởng bởi chính sách thuế đối ứng của Mỹ. Tại thị trường cấp 1, diện tích hấp thụ đạt hơn 130 ha trong Q1/26, tăng từ 15% đến 72% so với ba quý liền trước. Giá chào thuê trung bình đạt 143 USD/m², tăng 3% svck, tỷ lệ lấp đầy đạt 79.6%.
- Đối với phân khúc nhà kho xây sẵn (NKXS) và nhà xưởng xây sẵn (NXXS), tại thị trường cấp 1, nguồn cung mới đạt hơn 160,000 m². Diện tích hấp thụ đạt 250,000 m², cao hơn nguồn cung mới. Tỷ lệ lấp đầy của NXXS tăng lên 86.4%, tăng 0.7 điểm% qoq, trong khi NKXS đạt 80.2%, tăng 4.8 điểm% qoq. Giá chào thuê trung bình duy trì ổn định, đạt 4.9 USD/m²/tháng đối với NKXS và 5.1 USD/m²/tháng đối với NXXS, tương ứng tăng 5.4% và 2.7% svck.
- Năm 2026, nguồn cung mới được kỳ vọng vẫn ở mức cao, nhưng có thể thấp hơn năm 2025. Trên nền tảng kinh tế vĩ mô ổn định, cơ sở hạ tầng được cải thiện và các chính sách ưu đãi mới từ việc thành lập các khu thương mại tự do (FTZ) được kỳ vọng sẽ là động lực quan trọng giúp thị trường lấy lại đà tăng trưởng mạnh mẽ hơn.

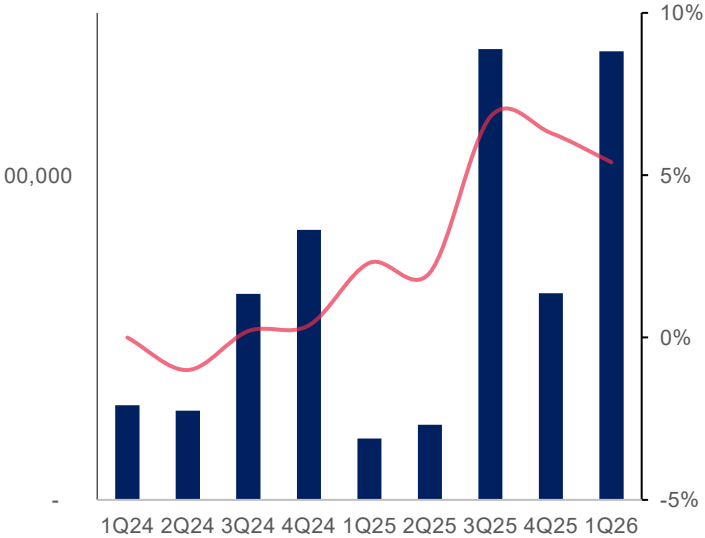
Giá thuê KCN tăng chậm lại



■ Diện tích hấp thụ (ha, cột trái) — Tăng giá svck (% , cột phải)

• Nguồn: CBRE, MBS Research

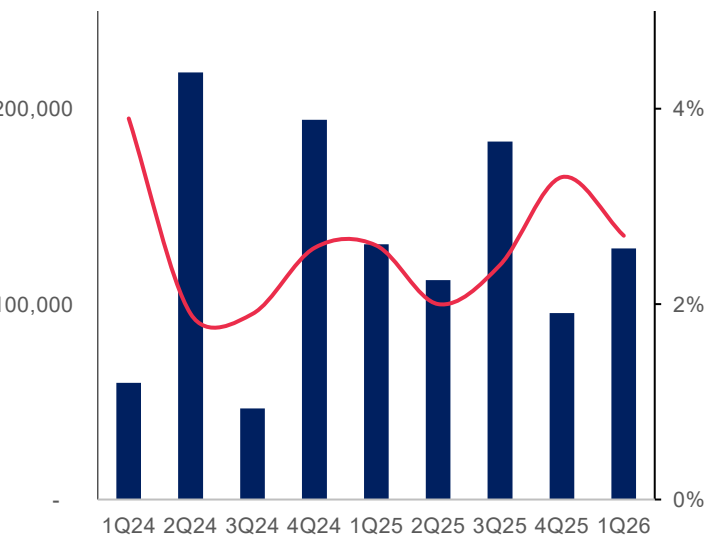
Nhu cầu thuê NKXS cao



■ Diện tích hấp thụ (m2, cột trái) — Tăng giá svck (% , cột phải)

• Nguồn: CBRE, MBS Research

Nhu cầu thuê NXXS ổn định



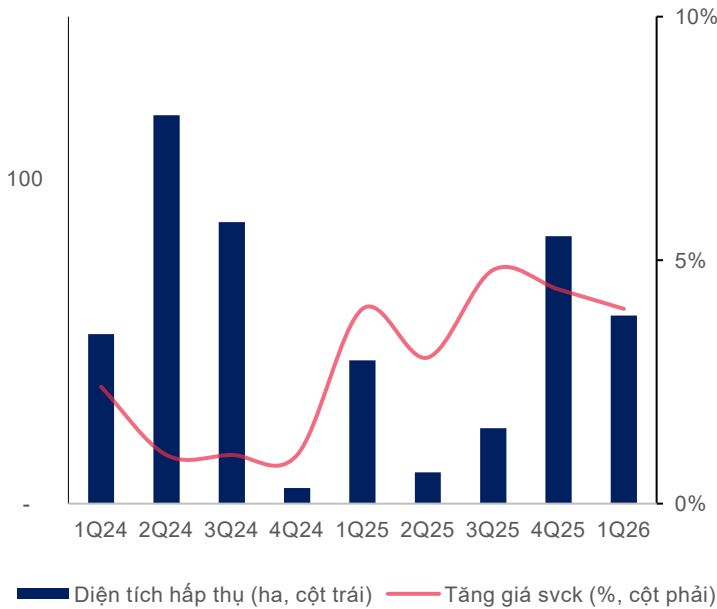
■ Diện tích hấp thụ (m2, cột trái) — Tăng giá svck (% , cột phải)

• Nguồn: CBRE, MBS Research

Thị trường KCN phía Nam: Nhu cầu thuê NKXS/NXXS ổn định

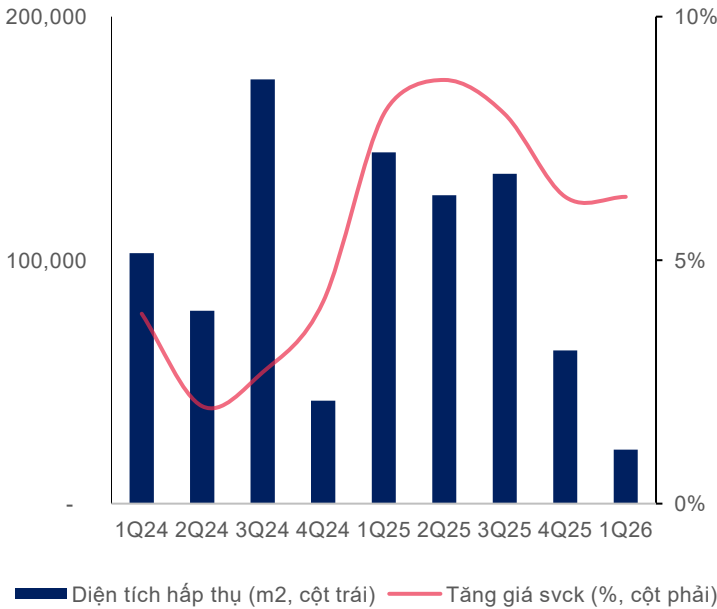
- Tiếp đà tăng trưởng của năm 2025, hoạt động cho thuê NKXS/NXXS duy trì hoạt động ổn định trong Q1/26. 46% diện tích nhà xưởng được hấp thụ đến từ ngành điện tử, trong khi phân khúc cho thuê nhà kho tốt từ nhu cầu lưu trữ hàng hóa từ các nền tảng thương mại điện tử. Tỷ lệ lấp đầy của NXXS/NKXS khá tích cực, lần lượt đạt 93% và 77%. Giá chào thuê trung bình đạt 5.2 USD/m²/tháng đối với NXXS và 5.0 USD/m²/tháng đối với NKXS.
- Đối với đất KCN, thị trường ghi nhận nguồn cung mới và giao dịch cho thuê tập trung tại Đồng Nai và Long An. Nhờ vị trí chiến lược gần hệ thống cảng biển, các KCN mới đã góp phần hỗ trợ giá chào thuê trung bình tăng lên 183 USD/m², tăng 4% svck.

Nhu cầu thuê KCN tăng nhờ nguồn cung mới



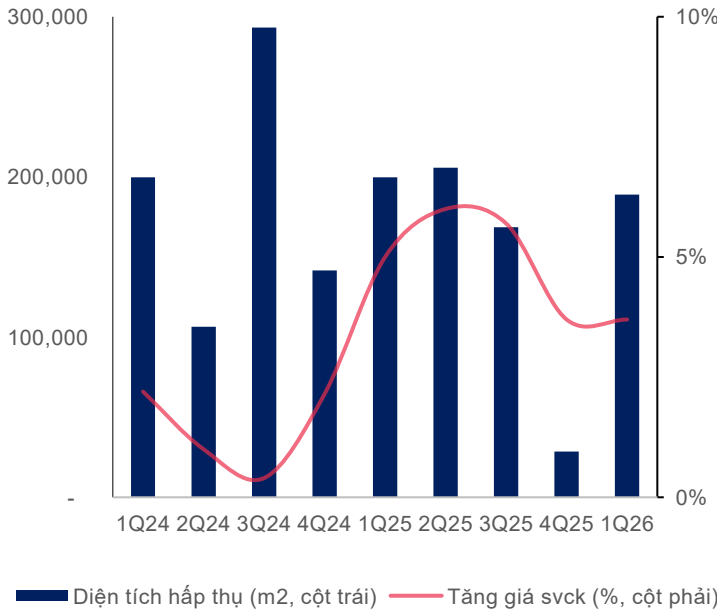
• Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá cho thuê NKXS và ...



• Nguồn: CBRE, MBS Research

... NXXS tăng chậm lại



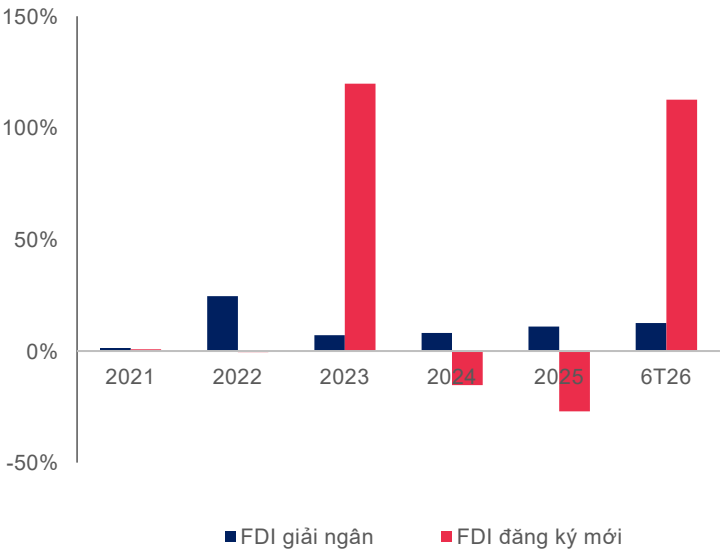
• Nguồn: CBRE, MBS Research

Dòng vốn FDI tích cực bất chấp rủi ro chính trị, kinh tế thế giới

Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo vẫn là ngành chủ lực của dòng vốn FDI. Trong 6 tháng đầu năm 2026, vốn FDI giải ngân đạt 10.8 tỷ USD (+13% svck), vốn FDI đăng ký mới đạt 10.8 tỷ USD (+113% svck), vượt mức đạt được của cả năm ngoái. Hoạt động sản xuất của doanh nghiệp FDI diễn ra mạnh mẽ, giá trị xuất và nhập khẩu lần lượt tăng trưởng 32% và 50% yoy.

Việt Nam đã nhận được nhiều đề xuất triển khai các dự án FDI lớn, đặc biệt ở lĩnh vực công nghệ cao. TPHCM đang là tâm điểm thu hút nhà đầu tư đổ vốn vào hạ tầng số, dự án trung tâm dữ liệu, AI như dự án SGI-HCM Campus, dự án TT dữ liệu của G42, dự án TT dữ liệu và nghiên cứu công nghệ cao của Viettel, dự án CMC Hyperscale Data Centers,...

Tăng trưởng vốn FDI vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo

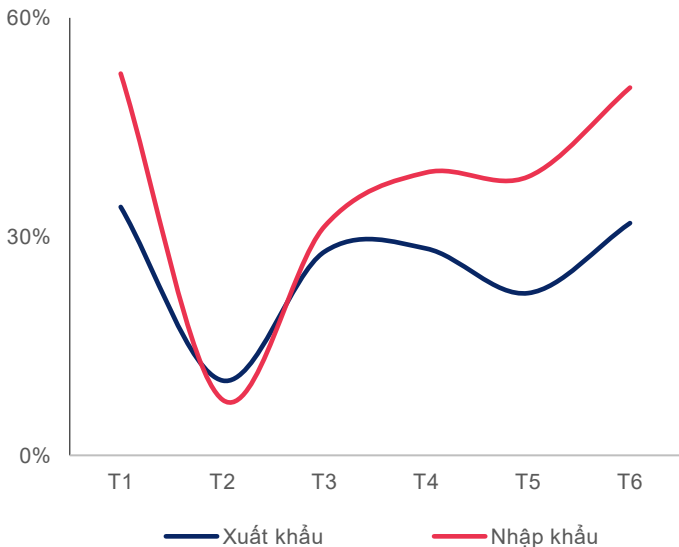


• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Dự án FDI công nghệ cao được đề xuất triển khai

Nhà đầu tư	Dự án	Lĩnh vực	Vốn đầu tư dự kiến
Accelerated Capital và Kinh Bắc	TT dữ liệu ứng dụng AI (SGI-HCM Campus)	Công nghệ	2 tỷ USD
G42, Microsoft, FPT, VinaCapital và Việt Thái	TT dữ liệu và AI	Công nghệ	2.1 tỷ USD
Luxshare-ICT (đối tác của Apple)	Sản xuất linh kiện điện tử, module mới cho AI, AR/VR	Sản xuất công nghiệp	Mở rộng quy mô lên tới 10 tỷ USD
IPTP Networks	AIDC DeCenter công suất tối thiểu 10 MW	Công nghệ	200 triệu USD

Hoạt động xuất nhập khẩu của doanh nghiệp FDI tăng trưởng tích cực



• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Dự án FDI sản xuất lớn trong 6T26

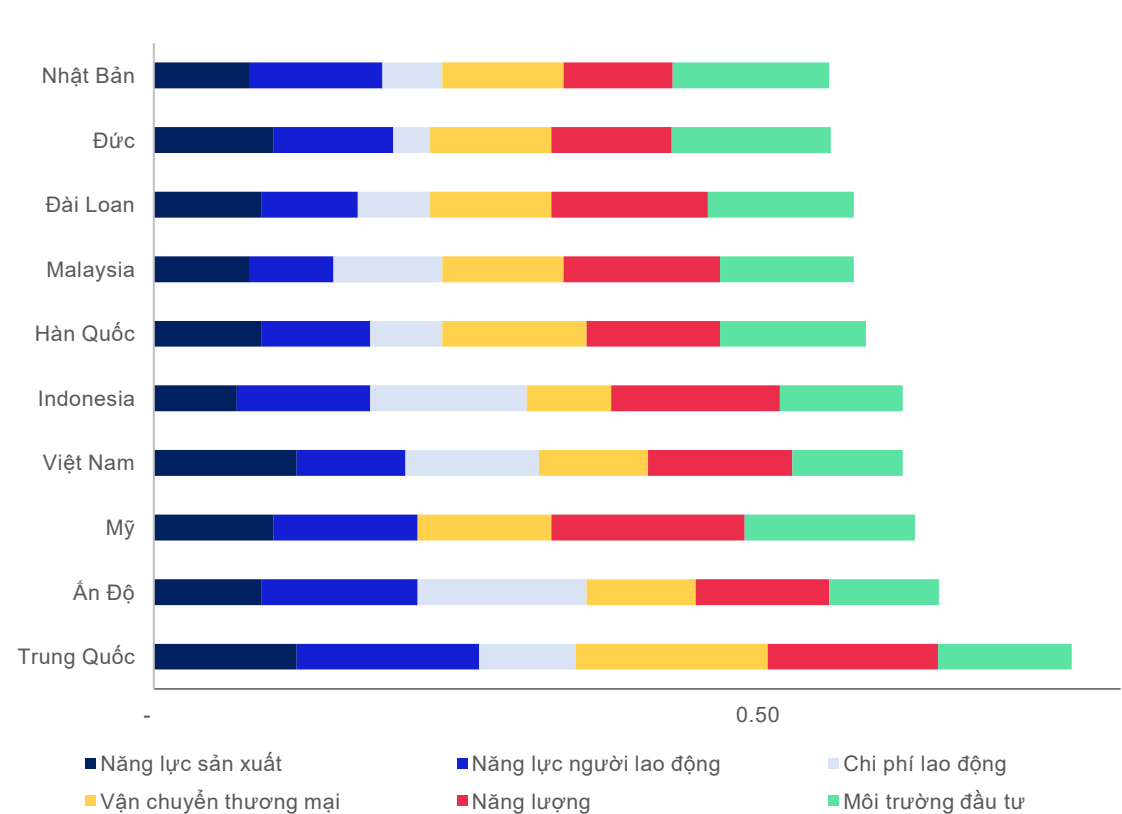
Dự án	Vốn (tỷ USD)	Loại	Lĩnh vực
Samsung đóng gói chip	4.0	ĐK mới	Bán dẫn
LNG Quỳnh Lập	2.2	Điều chỉnh	Năng lượng
TT dữ liệu AI Tân Phú	2.1	ĐK mới	AI & Dữ liệu
Samsung kiểm thử chip	1.5	ĐK mới	Bán dẫn
TT dữ liệu Evolution DC	0.5	ĐK mới	Dữ liệu
Seojin Việt Nam	0.45	Điều chỉnh	Sản xuất
Vật liệu pin Posco	0.4	ĐK mới	Vật liệu
Sản xuất thép Singvin	0.38	ĐK mới	Sản xuất
Sản xuất vải Future Textile	0.35	Điều chỉnh	Dệt may

• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Việt Nam là ứng viên tiềm năng hút dòng vốn sản xuất dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc

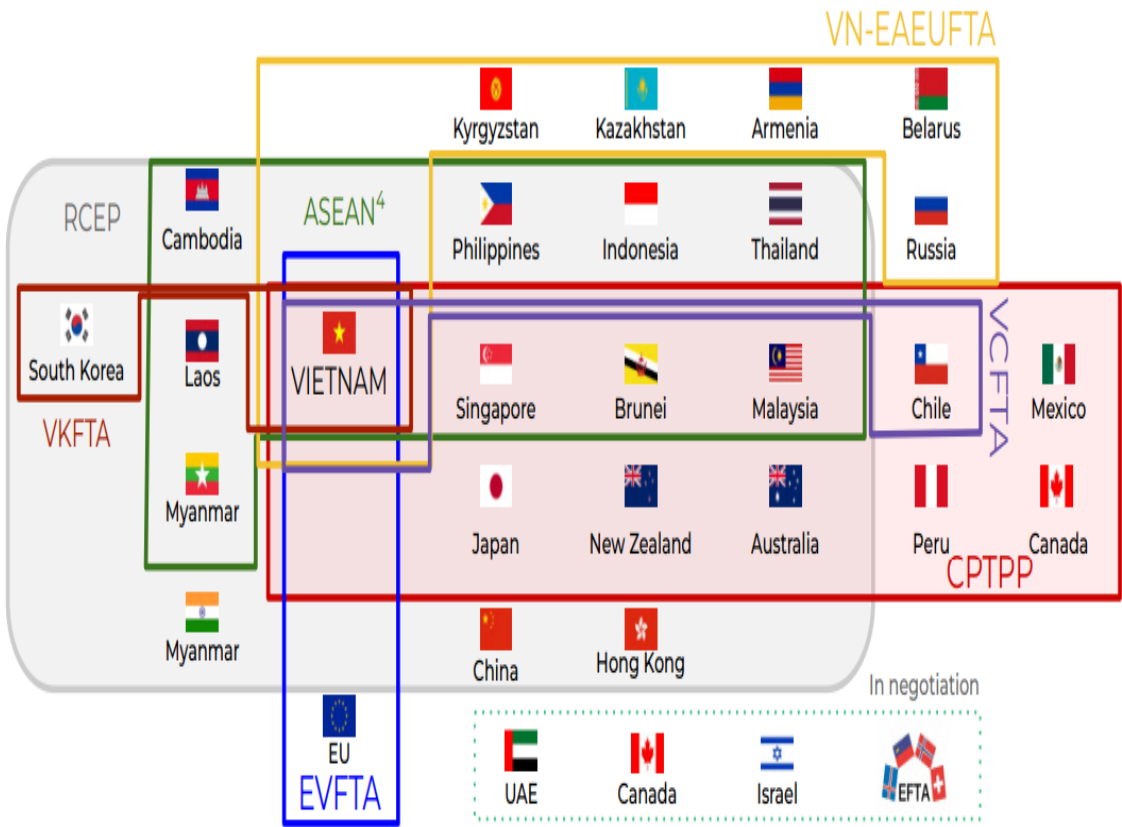
- Theo Export Potential Index của Bloomberg Economics, Việt Nam có nhiều yếu tố cạnh tranh để thu hút dòng vốn sản xuất dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc. Tuy xếp sau Ấn Độ và Mỹ, Việt Nam được xếp hạng cao hơn Indonesia, Malaysia và Thái Lan. Ba yếu tố là thế mạnh của Việt Nam gồm năng lực sản xuất, chi phí lao động và năng lượng. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn còn nhiều hạn chế khiến giá trị gia tăng xuất khẩu còn thấp. Việt Nam cần cải thiện ba yếu tố gồm năng lực người lao động, chi phí logistics và môi trường đầu tư.
- Thế mạnh khác nằm ở chính sách hội nhập sâu rộng. Mạng lưới 16 FTA đang có hiệu lực của Việt Nam bao phủ 87% nền kinh tế thế giới, giúp đa dạng hoá thị trường xuất khẩu.

Việt Nam có năng lực cạnh tranh hơn so với các nước khác trong khu vực



• Nguồn: Bloomberg Economics

Đa dạng hoá thị trường xuất khẩu nhờ các hiệp định FTA



• Nguồn: MBS Research

Nghị quyết 10-NQ/TW thay đổi về chất trong thu hút vốn đầu tư nước ngoài

Nghị quyết 10-NQ/TW ban hành ngày 08/06/2026 xác định khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài (FDI và FII) là động lực dẫn truyền năng lực trong nền kinh tế trên cơ sở phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số, chuyển đổi xanh, nâng cao năng lực tự chủ chiến lược.

Điểm cốt lõi của Nghị quyết mới là sự chuyển đổi từ tư duy thu hút theo chiều rộng sang phát triển theo chiều sâu. Sự thay đổi này thể hiện qua 4 khía cạnh là nâng tầm vai trò khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài trong nền kinh tế, định vị không gian phát triển, thiết kế công cụ ưu đãi mới và thay đổi vị thế khu vực kinh tế sang chủ động kiến tạo và lan toả. Nghị quyết mới có ý nghĩa quan trọng trong bối cảnh dòng vốn đầu tư thế hệ mới đang tìm kiếm điểm đến đáp ứng tiêu chuẩn ESG khắt khe hơn, đòi hỏi Việt Nam phải thay đổi để nâng cao năng lực cạnh tranh với các quốc gia khác.

Định hướng	Mục tiêu	Tác động
Là kênh tiếp nhận vốn trung và dài hạn, công nghệ tiên tiến và quản trị hiện đại	FDI đăng ký đạt 40-50 tỷ USD/năm và FDI thực hiện đạt 30-40 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2026-2030.	Xác định trụ cột tăng trưởng mới, nâng tầm giá trị đóng góp của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đưa Việt Nam trở thành nước phát triển, thu nhập cao.
	Đóng góp 30% GDP và 25% tổng vốn đầu tư toàn xã hội đến năm 2045.	
	75% vốn từ nền kinh tế phát triển, 30% tập đoàn đa quốc gia trong danh sách Fortune 500, có ít nhất 3 tập đoàn công nghệ hàng đầu thế giới.	Nâng cao chất lượng vốn đầu tư, tiếp nhận quy trình quản trị hiện đại.
Không gian phát triển mới	Tỷ lệ nội địa hoá đạt 45-50%, 10,000 doanh nghiệp nội địa tham gia trong đó 500-1,000 nhà cung ứng cấp I;	Tăng cường liên kết, chia sẻ tri thức, hỗ trợ phát triển doanh nghiệp trong nước;
	Tỷ trọng lao động qua đào tạo đạt 80%.	Nâng cao năng lực tự chủ chiến lược, sức cạnh tranh của nền kinh tế.
	Thay đổi thu hút theo địa giới hành chính sang cụm ngành, chuỗi giá trị, hệ sinh thái đổi mới sáng tạo	Định hình không gian đầu tư theo quy hoạch mới
Cơ chế ưu đãi mới	Tỷ lệ KCN sinh thái chiếm 10% tổng số KCN	Chuyển đổi mô hình từ KCN truyền thống sang KCN sinh thái, công nghệ cao, trung tâm dữ liệu, AI,...
	Thí điểm mô hình thể chế vượt trội như trung tâm tài chính, khu thương mại tự do, khu kinh tế,...	Tăng cường thu hút dòng vốn chất lượng cao, thể hệ mới, đồng thời kiểm soát rủi ro.
	Hỗ trợ theo tiến độ thực hiện cam kết, đi kèm cơ chế hậu kiểm, thu hồi ưu đãi nếu vi phạm.	Tăng trách nhiệm của nhà đầu tư, không thu hút vốn bằng mọi giá.

• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Nghị định 20/2026/NĐ-CP đặt doanh nghiệp công nghệ nội địa vào vị trí trung tâm của chiến lược phát triển kinh tế tư nhân

Nhóm chính sách	Nội dung hỗ trợ theo Nghị định 20	Tác động trực tiếp
Đất đai hạ tầng	Các KCN cần đảm bảo 20 ha hoặc 5% diện tích cho doanh nghiệp công nghệ tư nhân;	Mở ra không gian cho nghiên cứu, đầu tư, sản xuất công nghệ cao.
	Hỗ trợ thuê nhà, đất, hạ tầng thuộc tài sản công phục vụ sản xuất, R&D.	
Tài chính	Giảm tối thiểu 30% giá thuê đất 5 năm đầu.	Giảm chi phí đầu tư ban đầu, cải thiện hiệu quả dự án công nghệ.
	Miễn thuế TNDN trong 2 năm đầu và giảm 50% trong 4 năm tiếp theo cho doanh nghiệp công nghệ, khởi nghiệp sáng tạo.	Tăng khả năng tích lũy vốn, tái đầu tư công nghệ.
	Miễn thuế TNCN trong 2 năm, giảm thuế 50% trong 4 năm tiếp cho nhà sáng lập, nhà đầu tư, nhân sự công nghệ.	Thu hút nhân lực chất lượng cao, khuyến khích góp vốn.
	Khấu trừ chi phí R&D lên tới 200%; trích tối đa 20% thu nhập vào quỹ R&D;	Khuyến khích đầu tư công nghệ lõi, sản phẩm có hàm lượng chất xám.
Quản trị - Vận hành	Hỗ trợ chi phí đào tạo, phát triển kỹ năng công nghệ.	Giảm chi phí xây dựng đội ngũ kỹ sư, chuyên gia.
	Miễn phí/hỗ trợ phần mềm kế toán, hóa đơn điện tử, tư vấn quản trị	Giảm chi phí tuân thủ, chuẩn hóa vận hành doanh nghiệp.
	Ưu đãi có thời hạn rõ ràng, không thay đổi giữa kỳ	Giảm rủi ro chính sách, tăng khả năng lập kế hoạch dài hạn.

Nghị định 20/2026/NĐ-CP được Chính phủ ban hành ngày 15/01/2026, nhằm quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Nghị quyết số 198/2025/QH15 của Quốc hội về một số cơ chế, chính sách đặc biệt phát triển kinh tế tư nhân.

Nghị định đánh dấu bước chuyển quan trọng trong tư duy chính sách khi đặt doanh nghiệp công nghệ nội địa vào vị trí trung tâm của chiến lược phát triển kinh tế tư nhân. Thay vì ưu đãi dàn trải, Nghị định 20 tập trung hỗ trợ 3 nhóm chính gồm quỹ đất xây dựng công trình dự án (thuê đất trong KCN, tài sản công), tài chính (tiền thuê đất, TNDN, TNCN), quản trị và vận hành (đào tạo, công cụ quản trị). Chính sách mang tính “thực chi” hỗ trợ doanh nghiệp trong nước tăng khả năng chịu đựng trong giai đoạn đầu, cải thiện dòng vốn, đồng thời từng bước mở rộng quy mô và nâng cấp năng lực nhân sự, công nghệ.

Quan trọng hơn, việc ưu tiên doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp công nghệ, khởi nghiệp sáng tạo trong tiếp cận hạ tầng KCN - vườn ươm - tài sản công tạo nền tảng để doanh nghiệp nội địa tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị công nghệ, hợp tác với doanh nghiệp FDI chất lượng cao, qua đó hình thành năng lực công nghệ nội sinh thay vì chỉ dừng ở vai trò gia công.

• Nguồn: MBS Research

Nâng cấp, hoàn thiện cơ sở hạ tầng theo hướng sinh thái, thông minh là một trong những nhiệm vụ quan trọng để thu hút đầu tư chiến lược

Xây dựng KCN sinh thái

Đặc điểm	Tiêu chí
Công nghệ	Thu hút dự án thuộc chuỗi giá trị cao như thiết bị điện tử, chip bán dẫn, công nghệ sinh học, phần mềm và xe điện.
	Hạ tầng số đồng bộ, ứng dụng IoT và AI trong quản lý, vận hành và giám sát.
Môi trường và sinh thái tuần hoàn	Tối thiểu 20% doanh nghiệp áp dụng biện pháp bảo vệ môi trường.
	Tối thiểu 25% diện tích cho hạ tầng dùng chung, hệ thống cây xanh, mạng lưới giao thông nội khu và các công trình dịch vụ thiết yếu.
	Tích hợp hệ thống điện mặt trời mái nhà, NLTT, trạm sạc xe điện để giảm phát thải carbon.
	Chất thải, nước thải hoặc năng lượng dư thừa của nhà máy này trở thành đầu vào sản xuất của nhà máy khác trong cùng KCN.
Cộng sinh và liên kết sinh thái	Doanh nghiệp FDI liên kết, chuyển giao công nghệ cho các doanh nghiệp phụ trợ trong nước.
	Trung tâm nghiên cứu, phòng thí nghiệm dùng chung hoặc vườn ươm khởi nghiệp.
Mô hình KCN – Đô thị - Dịch vụ	Phát triển đồng bộ NOXH cho công nhân, nhà ở chuyên gia, trường học, bệnh viện, trung tâm thương mại và khu vui chơi giải trí trong nội khu.

Tại Việt Nam, dự án chuyển đổi sang KCN sinh thái theo khung quốc tế đã được triển khai từ năm 2014. Cho tới nay, Việt Nam có 5 KCN thí điểm gồm DEEP C (Hải Phòng), Amata (Đồng Nai), Hiệp Phước (TPHCM), Hoà Khánh (Đà Nẵng), Trà Nóc 1&2 (Cần Thơ). Giai đoạn đầu triển khai, hai KCN DEEP C và Amata đạt được nhiều kết quả khả quan và khả năng hoàn thiện tiêu chí KCN sinh thái trong các năm tới.

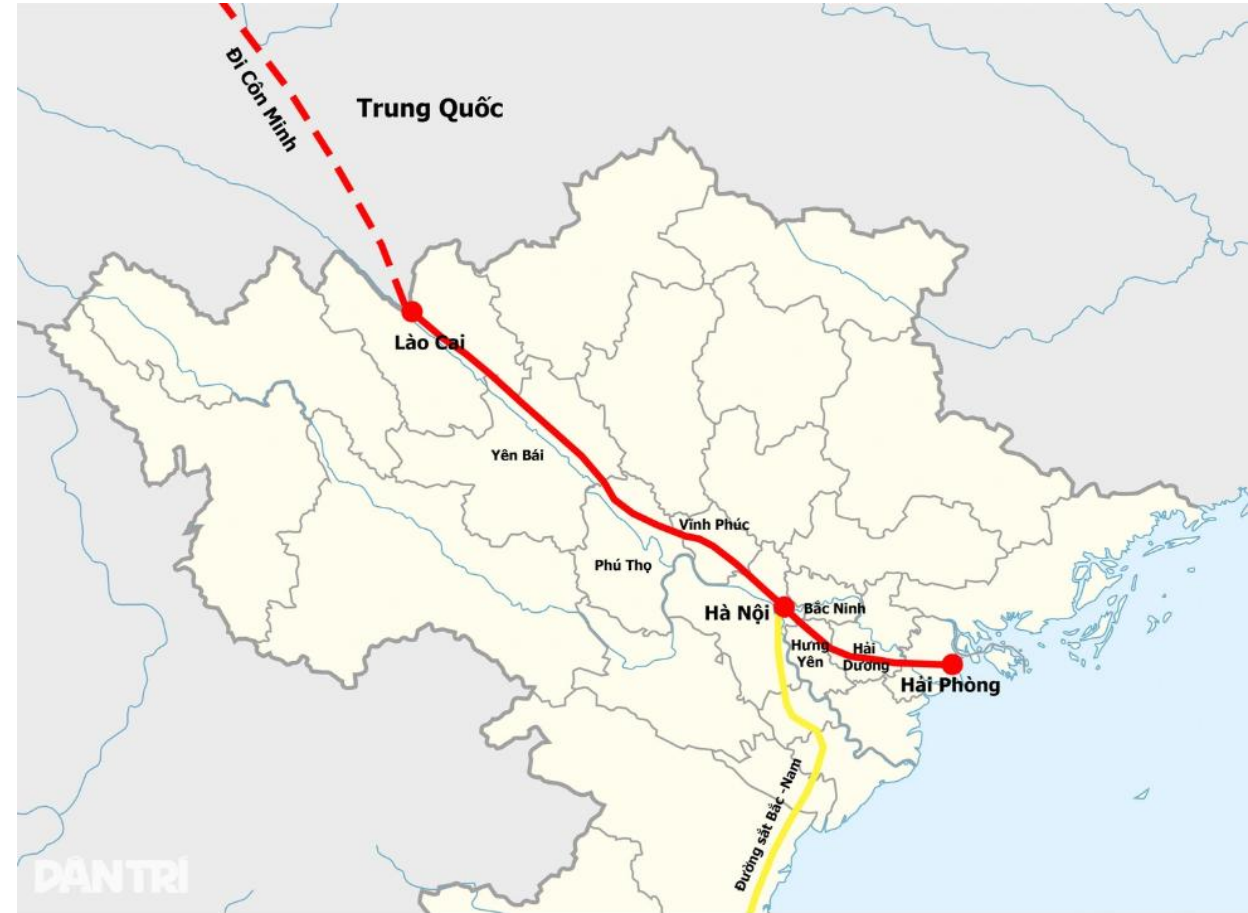
Đối với doanh nghiệp KCN niềm yết, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp lớn như BCM, KBC và IDC đang từng bước phát triển các KCN mới theo hướng KCN sinh thái, thông minh theo tiêu chuẩn quốc tế:

- BCM hợp tác với World Bank để phát triển mô hình KCN sinh thái (Eco-Industrial Park – EIP) thông qua xây dựng hai KCN mới (Cây Trường và Bàu Bàng mở rộng giai đoạn 2) trở thành KCN sinh thái, thông minh thế hệ mới, ưu tiên thu hút các ngành công nghệ cao, thân thiện với môi trường. Ngoài ra, được sự hỗ trợ từ Sembcorp - tập đoàn đa ngành dẫn đầu về phát triển năng lượng tái tạo tại Châu Á, BCM hướng tới cung cấp nguồn điện xanh và ổn định cho các KCN. Đây là bước đi chiến lược của Becamex để thu hút dòng vốn FDI công nghệ cao.
- KBC tham gia thực hiện hai dự án điện gió Vân Canh 1 và Vân Canh 2 tại Gia Lai, tổng sản lượng điện dự kiến là 1.1 tỷ kWh/năm. Với chiến lược đầu tư vào phát triển điện gió, KBC hướng tới việc cung cấp giải pháp năng lượng sạch cho các khách thuê trong KCN; đặc biệt là trong cam kết với các nhà đầu tư FDI công nghệ cao, AI data center,...
- IDC phát triển hai KCN mới là Tân Phước 1 (470 ha) và Vinh Quang (226 ha) theo hướng KCN sinh thái. IDC hợp tác chiến lược với VinEnergó, VinFast, V-Green và Xanh SM để thúc đẩy phát triển hệ sinh thái xanh và di chuyển xanh trong các KCN. Đồng thời, công ty đang xây dựng hệ thống năng lượng mặt trời áp mái để trực tiếp phân phối điện cho khách thuê trong các KCN do công ty quản lý.

Khu vực phía Bắc: Tuyến đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng mở khoá hành lang kinh tế xuyên biên giới Việt - Trung

- Dự án đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng có chiều dài khoảng 419 km, nối giữa ga Lào Cai (TP Lào Cai) tới khu bến Lạch Huyện (TP Hải Phòng). Dự án đi qua địa phận 9 tỉnh, thành phố gồm: Lào Cai, Yên Bái, Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương, Hải Phòng. Tổng mức đầu tư khoảng 203,231 tỷ đồng (8.4 tỷ USD). Dự án chạy dọc theo sông Hồng và đường cao tốc Hà Nội - Lào Cai, rất thuận lợi cho kết nối đường bộ và đường sắt. Việc phát triển giao thông vận tải đường sắt trên hành lang kinh tế Đông Tây "Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng" giúp thúc đẩy kinh tế mậu dịch qua lại giữa Việt Nam và Trung Quốc, tạo không gian phát triển mới cho đô thị, KCN, dịch vụ... tại các tỉnh/thành dự án đi qua.
- Dự án sẽ đi qua nhiều tỉnh thành và kết nối tới các KCN lớn, dự kiến phục vụ các KCN tại Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương cũ và đặc biệt là các KCN, cảng biển tại Hải Phòng như **KCN DEEP C**, **KCN Nomura**, **KCN Trảng Duệ (KBC)**, **KCN Đồ Sơn**, **KCN Cầu Kiền**.
- Dự án đóng vai trò huyết mạch logistics kết nối các vùng kinh tế trọng điểm, qua đó giúp: (1) Giảm tải cho đường bộ, tăng cường vận tải hàng hóa khối lượng lớn, (2) Kết nối các vùng sản xuất, trung chuyển hàng hóa từ Lào Cai (cửa khẩu) đến các cảng biển Lạch Huyện (Hải Phòng) và Cái Lân (Quảng Ninh), (3) Phục vụ phát triển công nghiệp, đô thị và logistics cho toàn vùng kinh tế động lực phía Bắc.

Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng



Khu vực phía Bắc: Quy hoạch phát triển KCN sau sáp nhập

- Tỉnh Bắc Ninh đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch tỉnh sau sáp nhập. Theo đó, quy hoạch mới bổ sung một loạt dự án trọng điểm. Dự án Cảng hàng không quốc tế Gia Bình có quy mô 1,960 ha, sẽ là động lực phát triển mới cho tỉnh Bắc Ninh. Các tuyến đường kết nối cảng hàng không với các trung tâm thành phố lớn (Hà Nội, Hải Phòng) đang được chuẩn bị đầu tư. Nhờ đó, Bắc Ninh định hướng phát triển thêm 4 KCN mới, **gồm KCN Lương Tài 3, KCN Gia Bình III, KCN CCN Đào Viên và KCN Gia Bình II mở rộng, và tăng diện tích cho 3 KCN, gồm KCN Lương Tài 1&2 và KCN Thuận Thành III phân khu B.**
- TP Hải Phòng sẽ xây dựng một loạt tuyến đường kết nối với trung tâm thành phố, đặc biệt tuyến hành lang giao thông kết nối các khu vực của tỉnh Hải Dương trước đây với địa phương phía Tây thành phố Hải Phòng và KKT Đình Vũ - Cát Hải. Tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng, từ cửa khẩu Lào Cai qua Hà Nội, Hưng Yên, Hải Dương đến ga cảng Lạch Huyện (TP. Hải Phòng), sẽ giúp việc đi lại của người dân, nhu cầu vận tải các doanh nghiệp được thuận tiện hơn, đem lại lợi thế cho các KCN ở đây. Năm 2026-27, một loạt KCN mới dự kiến được đưa vào khai thác gồm **Tràng Duệ 3, Kim Thành 2 GD1, Bình Giang, Vinh Quang**,.....Đây là các KCN mới được chấp thuận chủ trương đầu tư từ năm ngoái và đang được chủ đầu tư đẩy mạnh GPMB và xây dựng hạ tầng. Ngoài ra, Hải Phòng đang triển khai 24 CCN với diện tích hơn 1,116 ha. Phía Đông có 16 CCN với diện tích 713.5 ha, nhiều dự án đã xây dựng hạ tầng, phân bổ tại Tiên Lãng, Kiến Thụy, An Lão, An Dương, Thủy Nguyên và Khu kinh tế ven biển phía Nam. Phía Nam có 8 dự án CCN với diện tích 409 ha nhưng tiến độ triển khai còn chậm do vướng mắc GPMB.

Dự án KCN mới tại Bắc Ninh và...

Chủ đầu tư	KCN	Diện tích	Ghi chú
KBC	Quế Võ 2 MR	140 ha	Xây dựng hạ tầng, dự kiến bàn giao hơn 90 ha cho Luxshare trong năm 2026
Gilimex Bắc Ninh	Thuận Thành III phân khu C	196 ha	Đang xây dựng hạ tầng

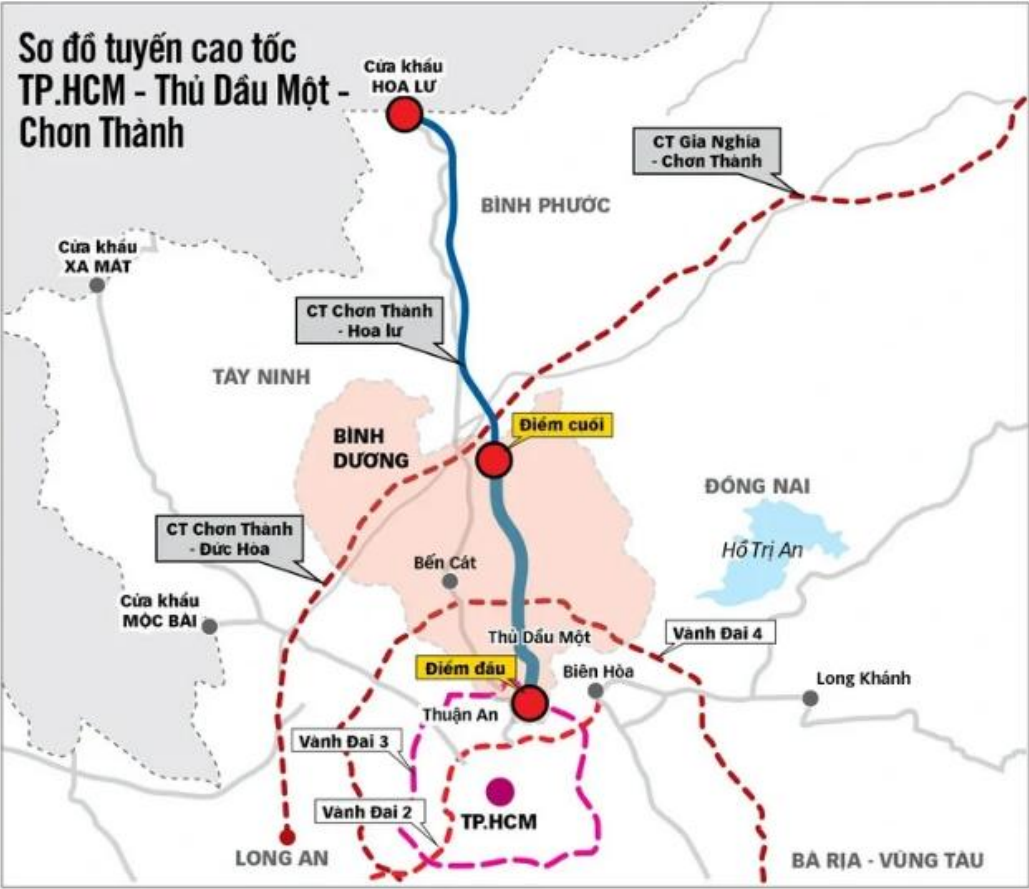
... Hải Phòng sẽ được đưa vào khai thác trong năm 2026-27

Chủ đầu tư	KCN	Diện tích	Ghi chú
KBC	Tràng Duệ 3	653 ha	GPMB và xây dựng hạ tầng, dự kiến bàn giao 70 ha trong năm 2026.
	Kim Thành 2 GD1	235 ha	GPMB và xây dựng hạ tầng, có thể mở bán trong năm 2026.
	Bình Giang	148 ha	GPMB và xây dựng hạ tầng, có thể bàn giao trong năm 2027.
IDC	Vinh Quang	226 ha	Đang xây dựng hạ tầng, phát triển KCN theo hướng sinh thái.
VHM	Nam Tràng Cát	200 ha	
	Ngũ Phúc GD1	239 ha	
	Tân Trào GD1	227 ha	

• Nguồn: MBS Research

Khu vực phía Nam: Đường cao tốc TPHCM-Thủ Dầu Một-Chơn Thành kết nối liên vùng

- Đường cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành có chiều dài 70km đi qua TP.HCM, Bình Dương, Bình Phước. Tổng mức đầu tư dự án là 17.4 nghìn tỷ đồng (giai đoạn 1). Dự án là trục cao tốc Bắc - Nam của khu vực Bình Dương, Bình Phước (kết nối Vành đai 4, Vành đai 3, dẫn đến đường Vành đai 2 TP.HCM), nối tiếp tuyến cao tốc Gia Nghĩa (Đắk Nông) - Chơn Thành (Bình Phước), kết nối các sân bay và cảng biển... Dự án kết nối nhiều KCN lớn tại Bình Dương như **KCN Sóng Thần, KCN Kim Huy, KCN Đại Đăng, KCN Đồng An 2, KCN Tân Phú (TP. Thủ Dầu Một), và các KCN thuộc Thuận An, Tân Uyên, Bắc Tân Uyên, Phú Giáo, Bàu Bàng**. Và tại Bình Phước như **KCN Becamex Bình Phước (BCM và IJC), KCN Minh Hưng, KCN Chơn Thành I&II**. Dự án có ý nghĩa quan trọng giúp giảm tải cho QL13, rút ngắn đáng kể thời gian di chuyển từ TPHCM, Bình Dương lên Bình Phước, tạo động lực phát triển công nghiệp, kết nối hạ tầng giao thông thuận lợi giúp các KCN tại Bình Dương và Bình Phước lấp đầy nhanh chóng và thu hút thêm nhiều dự án mới.
- Ngoài ra, hai tuyến Bàu Bàng - An Bình - Cái Mép và TPHCM – Cần Thơ sẽ là các tuyến đường sắt “xương sống” của hệ thống vận tải phía Nam trong thời gian tới. Tuyến Bàu Bàng – An Bình – Cái Mép có chiều dài khoảng 127km, có tốc độ thiết kế 160 km/h cho tàu khách và 120km/h cho tàu hàng, tổng mức đầu tư gần 153,000 tỷ đồng, kết nối trực tiếp các KCN từ thủ phủ công nghiệp Bình Dương, Đồng Nai với cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải. Tuyến TPHCM – Cần Thơ có chiều dài khoảng 174km, vốn đầu tư giai đoạn 1 hơn 173,600 tỷ đồng. Tuyến này được thiết kế tốc độ 200km/h cho tàu khách và 160km/h cho tàu hàng, sẽ là cầu nối quan trọng, đưa nông sản, hàng hóa từ Đồng bằng Sông Cửu Long đến các trung tâm công nghiệp và cảng biển quốc tế. Dự kiến hai tuyến này khi hoàn thành giúp tiết kiệm khoảng 2.2 tỷ USD chi phí logistics mỗi năm, đưa TP.HCM và vùng Nam Bộ trở thành trung tâm logistics của khu vực.



Khu vực phía Nam: Đô thị KHCN tại khu vực phía Bắc TPHCM định hình không gian phát triển KCN mới

- TPHCM đã công bố đề án phát triển Đô thị KHCN ở phía bắc TPHCM với mục tiêu tạo động lực tăng trưởng mới dựa trên kinh tế tri thức, thu hút vốn FDI chất lượng cao và đào tạo nguồn nhân lực gắn với công nghiệp 4.0. Đô thị KHCN với “vùng đầu não” rộng 220 ha tập trung tại phường Bình Dương tích hợp hệ sinh thái công nghiệp thể hệ mới gồm Khu công nghệ số tập trung TPHCM (100 ha), trung tâm khám phá khoa học (6.6 ha), công viên công nghệ-giáo dục, công viên kinh doanh – logistics, khu phức hợp KHCN và đổi mới sáng tạo, trung tâm thương mại thế giới WTC. Kết nối với trung tâm là Vành đai phát triển công nghệ cao bao gồm các KCN khoa học công nghệ quy mô lớn như: **VSIP III, Bình Dương Riverside, Lai Hưng, Cây Trường (BCM)...**, tạo không gian hiện thực hóa các kết quả nghiên cứu thông qua sản xuất thử và sản xuất hàng loạt. Bổ trợ cho vùng lõi là khu dịch vụ cấp vùng khoảng 1,500 ha tại Bàu Bàng được quy hoạch tích hợp dịch vụ đô thị, giáo dục, y tế, văn hoá và thể thao.
- Đây là mô hình tiên phong phát triển xanh, hướng tới mục tiêu phát thải ròng bằng “0” vào năm 2050 và nâng cao vị thế quốc tế của TPHCM. Điểm khác biệt cốt lõi của đề án là đưa “bộ não” nghiên cứu vào ngay giữa vùng sản xuất quy mô lớn để rút ngắn chu trình từ nghiên cứu và phát triển (R&D) đến thương mại hóa. Chúng tôi đánh giá đây là bước đi đột phá và linh hoạt nhằm tận dụng cơ sở hạ tầng sẵn có để chuyển đổi phía bắc TPHCM từ trung tâm sản xuất truyền thống thành trung tâm đổi mới sáng tạo công nghệ cao.

Đô thị KHCN phía bắc TPHCM nằm tại giao cắt của mạng lưới giao thông liên vùng



Khu vực phía Nam: Đồng Nai và Tây Ninh quy hoạch phát triển KCN mới

Đồng Nai bước vào chu kỳ phát triển mới

- Ngày 30/04/2026, Quốc hội đã chính thức thông qua Nghị quyết thành lập thành phố Đồng Nai, mở ra một giai đoạn phát triển mới cho địa phương. Mục tiêu đưa Đồng Nai trở thành một cực tăng trưởng mới của khu vực và cả nước, với định hướng phát triển Đồng Nai trở thành “hình mẫu tiên phong” về **sản xuất chế tạo xanh, tiên tiến** và giữ vai trò cửa ngõ logistics quốc tế. Trong bối cảnh sân bay Long Thành, các tuyến cao tốc liên vùng và hệ thống đường vành đai đang được triển khai, nhu cầu phát triển thêm quỹ đất KCN tại Đồng Nai ngày càng lớn. Để đáp ứng nhu cầu này, **Đồng Nai đang mời gọi đầu tư 14 dự án hạ tầng KCN, KCN số và khu công nghệ cao, nhằm bổ sung quỹ đất sản xuất và chuẩn bị để đón dòng vốn đầu tư thế hệ mới trong giai đoạn 2026 – 30**. Song song với mở rộng quỹ đất, Đồng Nai đang chuyển trọng tâm từ phát triển công nghiệp theo chiều rộng sang lựa chọn ngành nghề có hàm lượng công nghệ cao hơn. Đồng Nai định vị hệ thống KCN, KKT theo hướng hiện đại, sinh thái và tích hợp với các chuỗi cung ứng quốc tế. Các mô hình được ưu tiên gồm KCN chuyên ngành, KCN công nghệ cao, KCN sinh thái, dịch vụ hỗ trợ công nghiệp, trung tâm nghiên cứu phát triển, công viên khoa học, trung tâm đào tạo nghề, trung tâm đổi mới sáng tạo và vườn ươm khởi nghiệp.

Tây Ninh định hình cực tăng trưởng mới

- Tây Ninh hướng tới hình thành trung tâm công nghiệp, dịch vụ và logistics quy mô lớn ở cửa ngõ kết nối TP.HCM với Campuchia. Tỉnh đang tập trung thúc đẩy đầu tư hạ tầng tại hơn 20 KCN, trong đó, khoảng 3,250 ha đất công nghiệp dự kiến đủ điều kiện tiếp nhận nhà đầu tư trong giai đoạn 2026 - 2028. Riêng năm 2026, tỉnh đặt mục tiêu đưa vào khai thác khoảng 1,770 ha đất công nghiệp sạch. Năm 2026, Tây Ninh dự kiến có 7 KCN đủ điều kiện đón nhà đầu tư, gồm **KCN Bình Hòa Nam 1, KCN Đông Nam Á giai đoạn 2, KCN Nam Tân Tập, KCN Hiệp Thạnh (GVR), KCN Tandoland cùng hai KCN thành phần Đức Hòa III - Long Việt và Đức Hòa III - Long Đức**. Sang năm 2027, Tây Ninh dự kiến tiếp tục bổ sung hơn 1,470 ha đất công nghiệp từ các dự án **KCN Lộc Giang (KBC), KCN An Thạnh giai đoạn 1, KCN Thế Kỷ, KCN Long Hậu giai đoạn 2 mở rộng (LHG) và các KCN thành phần còn lại thuộc KCN Đức Hòa III**.
- Tây Ninh vừa phê duyệt nhiệm vụ quy hoạch chung đô thị Trảng Bàng đến năm 2050 với quy mô 38,237 ha, đánh dấu bước đi quan trọng trong chiến lược phát triển công nghiệp và logistics của địa phương. Trảng Bàng được xác định là đô thị chuyên ngành công nghiệp - dịch vụ - logistics, đóng vai trò động lực tăng trưởng phía Nam của tỉnh Tây Ninh và là một mắt xích quan trọng trên hành lang kinh tế TP.HCM - Mộc Bài - Phnom Penh. Nhờ vị trí cửa ngõ biên giới cùng khả năng kết nối đa phương, Trảng Bàng được kỳ vọng trở thành trung tâm trung chuyển hàng hóa và logistics quan trọng của khu vực phía Nam. Đặc biệt, cảng cạn Hưng Thuận cùng các trung tâm logistics đang được quy hoạch sẽ góp phần hoàn thiện chuỗi cung ứng phục vụ các KCN trong và ngoài tỉnh.

Dự phóng KQKD 2026-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

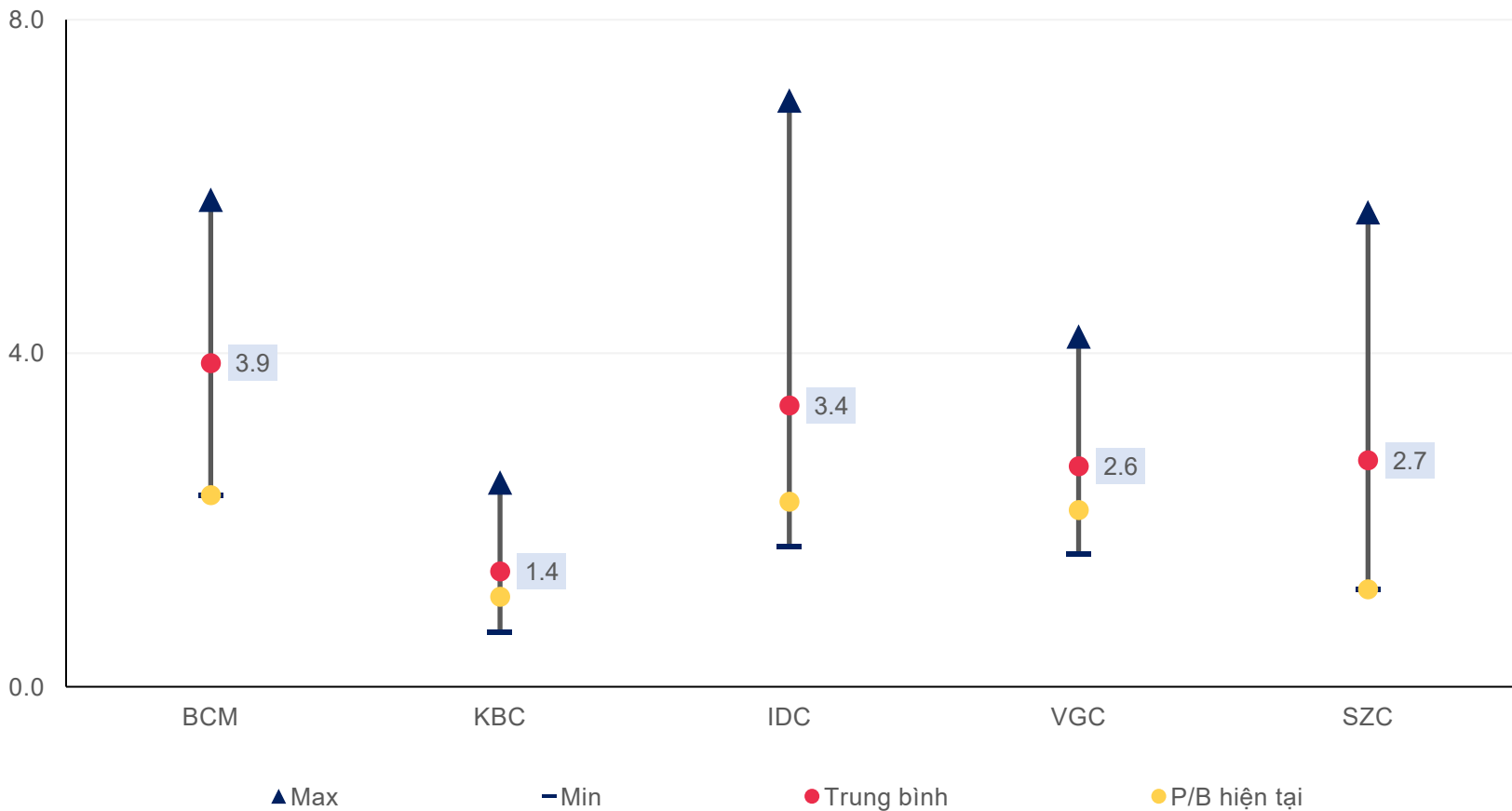
Tỷ đồng	BCM			KBC			IDC			VGC			SZC		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	6,953	9,238	9,806	6,687	9,934	13,276	8,588	9,310	11,028	13,507	14,985	17,192	1,098	369	394
yoy (%)	32%	33%	6%	141%	49%	34%	-3%	8%	18%	12%	11%	15%	26%	-66%	7%
LN gộp	4,165	5,393	5,869	3,190	4,359	6,154	3,060	3,350	3,944	3,998	4,445	5,468	560	125	142
Biên LN gộp (%)	60%	58%	60%	48%	44%	46%	36%	36%	36%	30%	30%	32%	51%	34%	36%
EBITDA	2,654	3,556	3,801	2,255	3,173	4,639	3,650	3,699	4,162	4,154	4,755	5,679	809	243	266
Biên EBITDA (%)	78%	73%	73%	51%	38%	38%	47%	44%	41%	31%	32%	33%	73%	71%	70%
LN ròng	3,501	3,970	4,188	2,104	2,231	2,915	1,932	2,027	2,328	1,403	1,591	2,170	345	61	62
yoy (%)	60%	13%	5%	451%	6%	31%	-3%	5%	15%	27%	13%	36%	14%	-82%	2%
EPS (VND/CP)	3,383	3,836	4,047	2,461	2,369	3,095	5,446	5,342	6,136	3,130	3,549	4,839	1,916	338	346
BVPS (VND/CP)	22,005	24,353	26,896	26,335	28,704	31,799	17,021	19,297	22,357	20,059	21,892	25,223	17,795	17,133	16,979
Tiền mặt ròng/CP	- 6,747	- 4,934	- 3,752	9,313	4,147	6,279	13,385	13,090	14,146	- 2,231	73	4,790	- 354	- 2,880	- 3,142
Nợ vay/VCSH	92%	93%	86%	76%	66%	46%	64%	29%	33%	48%	55%	51%	64%	72%	75%
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	2%	2%	0%	0%	0%	4%	7%	7%	5%	5%	5%	4%	4%	2%
ROAE (%)	17%	17%	16%	10%	9%	10%	32%	29%	29%	16%	16%	19%	11%	2%	2%
ROAA (%)	6%	6%	6%	4%	3%	5%	9%	9%	10%	5%	6%	7%	4%	1%	1%

• Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

Định giá về vùng hấp dẫn

Hiện nhóm cổ phiếu KCN trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi đang giao dịch với mức P/B trượt là 1.8x và P/B forward là 1.7x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm gần nhất là 2.8x. Chúng tôi cho rằng ngành KCN đang vào giai đoạn phát triển mới, nhiều doanh nghiệp đang mở rộng nhanh quỹ đất. Giá cổ phiếu KCN chiết khấu sâu trong khi giá trị tài sản ngày càng gia tăng nhờ quỹ đất mới.

Diễn biến P/B trong 5 năm gần nhất của nhóm cổ phiếu trong phạm vi nghiên cứu



• Nguồn: FiinproX, MBS Research

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu BCM, KBC và IDC nhờ quỹ đất lớn chưa khai thác cho giai đoạn cạnh tranh mới của ngành

Luận điểm đầu tư:

- Đổi mới chính sách trong thu hút vốn đầu tư trong nước và nước ngoài vào lĩnh vực công nghệ cao đánh dấu bước chuyển mình của ngành KCN, thay đổi từ xây dựng KCN truyền thống sang KCN sinh thái, công nghệ cao và hạ tầng số. Các KCN thế hệ mới được kỳ vọng tích hợp năng lượng tái tạo, hệ thống xử lý nước tuần hoàn, hạ tầng số và không gian xanh nhằm đáp ứng yêu cầu từ các doanh nghiệp công nghệ cao, bán dẫn, điện tử và xe điện. Đây là giai đoạn phát triển mới của ngành buộc các doanh nghiệp phải đi theo. Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn chưa khai thác và sẵn sàng chuyển đổi như BCM, KBC và IDC, đây sẽ là các doanh nghiệp hưởng lợi lớn trong xu thế phát triển mới.

Rủi ro:

- Rủi ro từ việc Mỹ mở điều tra theo mục 301 của Đạo luật Thương mại Mỹ năm 1974 nhằm áp thuế quan cao trên diện rộng, đồng thời sử dụng các cuộc điều tra như công cụ đàm phán thương mại;
- Rủi ro nhu cầu thuê giảm sút khi chi phí nguyên vật liệu tăng cao tác động đến kế hoạch đầu tư của khách thuê;
- Rủi ro chi phí GPMB tăng sau khi Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực từ năm 2025, giá đền bù áp dụng theo cơ chế giá thị trường, khiến chi phí tăng;

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường		P/E(x)		P/B(x)		ROE (%)		ROA (%)	
						2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Becamex IDC	BCM	48,700	89,600	Khả quan	50,405	14.4	12.7	2.2	2.0	17%	17%	6%	6%
Kinh Bắc City	KBC	28,600	39,700	Khả quan	26,934	16.1	16.8	1.5	1.4	10%	9%	4%	3%
Idico	IDC	39,300	58,000	Khả quan	14,914	7.2	7.4	2.3	2.0	32%	29%	9%	9%
Viglacera	VGC	42,400	57,700	Khả quan	19,010	13.5	12.5	2.1	1.9	16%	16%	5%	6%
Sonadezi Châu Đức	SZC	21,000	30,700	Khả quan	3,780	11.0	62.1	1.2	1.2	11%	2%	4%	1%
Trung bình						12.4	22.3	1.8	1.7	17%	15%	6%	5%

Danh mục khuyến nghị và luận điểm đầu tư

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
BCM	Khả quan	89,600	- BCM đang phát triển các dự án KCN theo mô hình KCN sinh thái thông minh thể hệ mới, khởi đầu với KCN Bàu Bàng mở rộng (GĐ2 - quy mô 380ha), KCN Cây Trường (quy mô 700ha) và chuyển đổi dần các KCN truyền thống theo hướng tự động hóa và bền vững. Bên cạnh đó, BCM cùng với VSIP đầu tư các KCN thể hệ mới, dự kiến tại TPHCM, Khánh Hòa, Tây Ninh, Lâm Đồng, Bình Phước, tạo dư địa tăng trưởng cho các năm tới; - Chúng tôi cho rằng LN của BCM đang bước vào giai đoạn tăng tốc để tạo dòng tiền cho đầu tư nhiều dự án lớn sau khi kế hoạch tăng vốn chưa thể thực hiện. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã giảm về vùng hấp dẫn, thấp hơn nhiều so với giá trị tài sản công ty sở hữu.
KBC	Khả quan	39,700	- KBC được chấp thuận đầu tư nhiều dự án KCN và KĐT mới, gồm KCN Trảng Duệ 3, KCN Kim Thành 2 GĐ1, KCN Quế Võ 2 mở rộng, KCN Phú Bình, KCN Sông Hậu 2, KCN Bình Giang, KĐT Trảng Cát, khu phức hợp Trump International, và mới đây đã nhận chuyển nhượng dự án TTTM và văn phòng Láng Hạ. Tổng quỹ đất KCN mới thêm 2,200 ha và đất BĐS nhà ở thêm 1,500 ha, đảm bảo cho phát triển dài hạn của công ty; - KBC mở rộng hợp tác với các đối tác công nghệ cao, tham gia đầu tư xây dựng KCN theo hướng xanh. Năm 2026-27, chúng tôi kỳ vọng doanh thu KCN tăng trưởng 77%/6% svck nhờ quỹ đất KCN lớn và nhiều hợp đồng MOU đã ký. Theo kế hoạch, KĐT Trảng Cát sẽ được giải phóng xong mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2026-27 để có thể chuyển nhượng 20 ha đất. Nhờ đó, chúng tôi dự phóng LN ròng 2026-27 tăng 6%/31% svck.
IDC	Khả quan	58,000	- IDC mở rộng nhanh quỹ đất KCN mới cho phát triển trung hạn. 4 KCN mới được cấp phép gồm Tân Phước 1, Vinh Quang giai đoạn 1, Phú Long và Mỹ Xuân B1 mở rộng, tổng quỹ đất KCN tăng thêm 1,200 ha; - IDC có những lợi thế về quỹ đất KCN sinh thái gần 700 ha và năng lực phát triển KCN xanh. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cho thuê đất KCN năm 2026-27 tăng trưởng tích cực, tăng 41% và 37% svck. Qua đó, chúng tôi dự phóng LN ròng 2026-27 tăng 5%/15% svck;
VGC	Khả quan	57,700	- Động lực tăng trưởng chính từ mảng BDS KCN với quỹ đất sẵn sàng bàn giao ~1,000 ha. VGC có 3 KCN mới được chấp thuận đầu tư Green One 259 ha (Hưng Yên); Tây Phổ Yên 499 ha (Thái Nguyên); Phù Ninh 278 ha (Phú Thọ), đảm bảo quỹ đất trong dài hạn. - Sở hữu tài sản chất lượng cùng triển vọng kinh doanh phục hồi (tăng trưởng LN ròng 2026-27 lần lượt 13%/36% svck), VGC hiện đang ở mức chưa tương xứng với vị thế với P/E hiện tại đạt 14.8x và P/B đạt 2.2x, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 2 năm.
SZC	Khả quan	30,700	Tiềm năng phát triển của tỉnh BRVT cũ còn rất lớn với nhiều dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm đang được đẩy mạnh xây dựng. Dự án cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu được đưa vào khai thác giúp tăng lợi thế cho KCN Châu Đức để thu hút doanh nghiệp đầu tư có quy mô lớn. Công ty sở hữu quỹ đất lớn chưa khai thác (KCN: hơn 400 ha, KĐT: 500 ha).

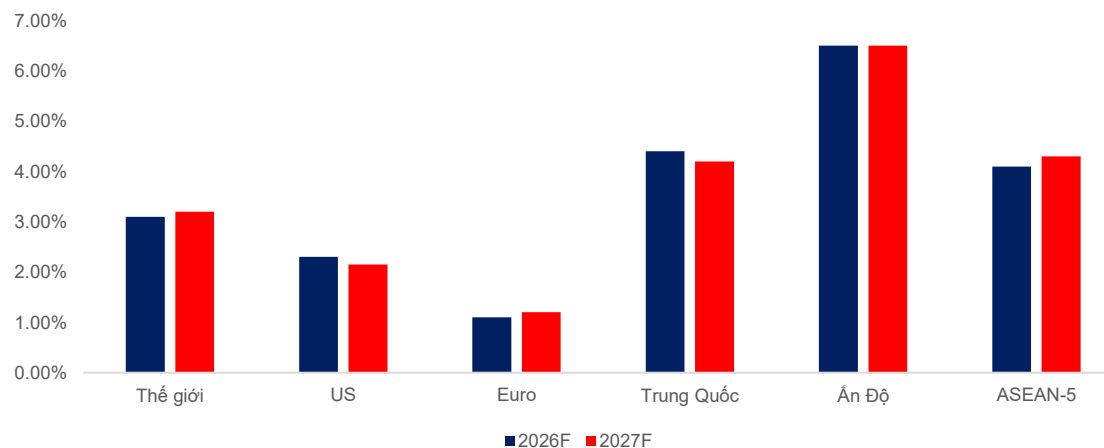
“Từ giếng dầu đến lợi nhuận”



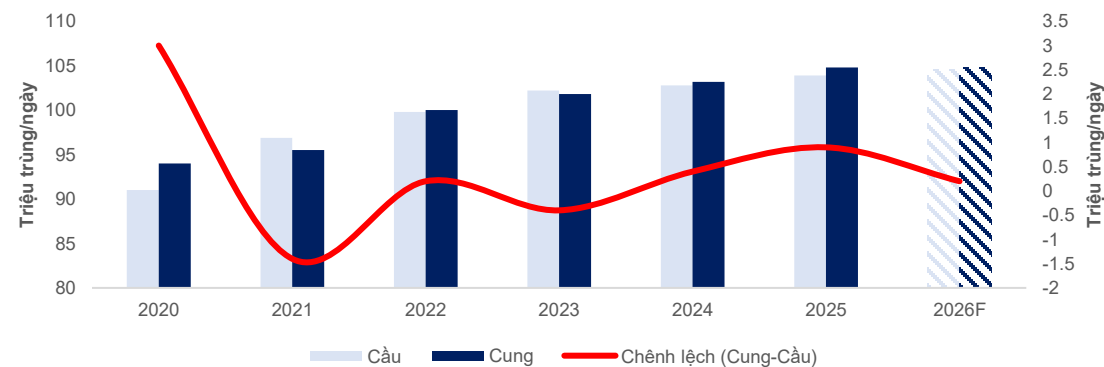
Bối cảnh vĩ mô: Áp lực từ xung đột tại Trung Đông, tăng trưởng toàn cầu chậm lại trong khi giá dầu dự kiến neo cao

- Theo IMF, tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2026 đạt khoảng 3.1%, thấp hơn mức 3.4% của giai đoạn 2024-25 nhưng vẫn cao hơn ngưỡng thường gắn với suy thoái kinh tế toàn cầu. Trong khi đó, OECD cho rằng nền kinh tế thế giới đang chịu tác động từ cú sốc năng lượng phát sinh từ xung đột Trung Đông, khiến triển vọng tăng trưởng suy yếu và áp lực lạm phát gia tăng.
- Động lực tăng trưởng tiếp tục phân hóa giữa các khu vực. Mỹ duy trì sức chống chịu tương đối tốt nhờ đầu tư liên quan đến AI và nhu cầu nội địa ổn định, trong khi châu Âu chịu áp lực lớn hơn từ chi phí năng lượng. Tại châu Á, Trung Quốc vẫn ghi nhận tăng trưởng cao hơn mặt bằng chung thế giới nhờ xuất khẩu công nghệ và đầu tư vào các lĩnh vực công nghệ cao, dù lĩnh vực bất động sản và tiêu dùng nội địa chưa phục hồi hoàn toàn → Nhìn chung, kinh tế toàn cầu nhiều khả năng tăng trưởng chậm lại nhưng không rơi vào pha suy thoái.
- Nguồn cung dầu toàn cầu được cải thiện trong 2H2026 khi căng thẳng Iran - Mỹ hạ nhiệt, giúp giảm rủi ro gián đoạn tại Trung Đông và tạo điều kiện cho nguồn dầu Iran quay trở lại thị trường. Đồng thời, OPEC+ tiếp tục khôi phục sản lượng, trong khi nguồn cung ngoài OPEC từ Mỹ, Brazil, Canada và Guyana vẫn duy trì tăng trưởng tích cực.
- Nhu cầu dầu toàn cầu năm 2026 được kỳ vọng đạt khoảng 105.3 mbpd, tăng 0.9 mbpd svck nhờ tăng trưởng GDP toàn cầu duy trì quanh 3.1%. Tuy nhiên, giá năng lượng tăng cao và bất ổn địa chính trị đã khiến triển vọng tiêu thụ suy yếu, với nhu cầu thực tế hiện được thị trường kỳ vọng quanh 104-104.5 mbpd.
- Chúng tôi cho rằng cán cân dầu mỏ toàn cầu trong 2H2026 sẽ chuyển từ trạng thái lo ngại thiếu hụt do xung đột Trung Đông sang trạng thái cân bằng hơn, thậm chí xuất hiện dư cung nhẹ. Điều này hỗ trợ quan điểm giá Brent nhiều khả năng duy trì trong vùng 70-80 USD/thùng thay vì quay lại vùng trên 90 USD/thùng như trong giai đoạn căng thẳng địa chính trị cao điểm.

Ước tính tăng trưởng GDP từng khu vực giai đoạn 2026-2027

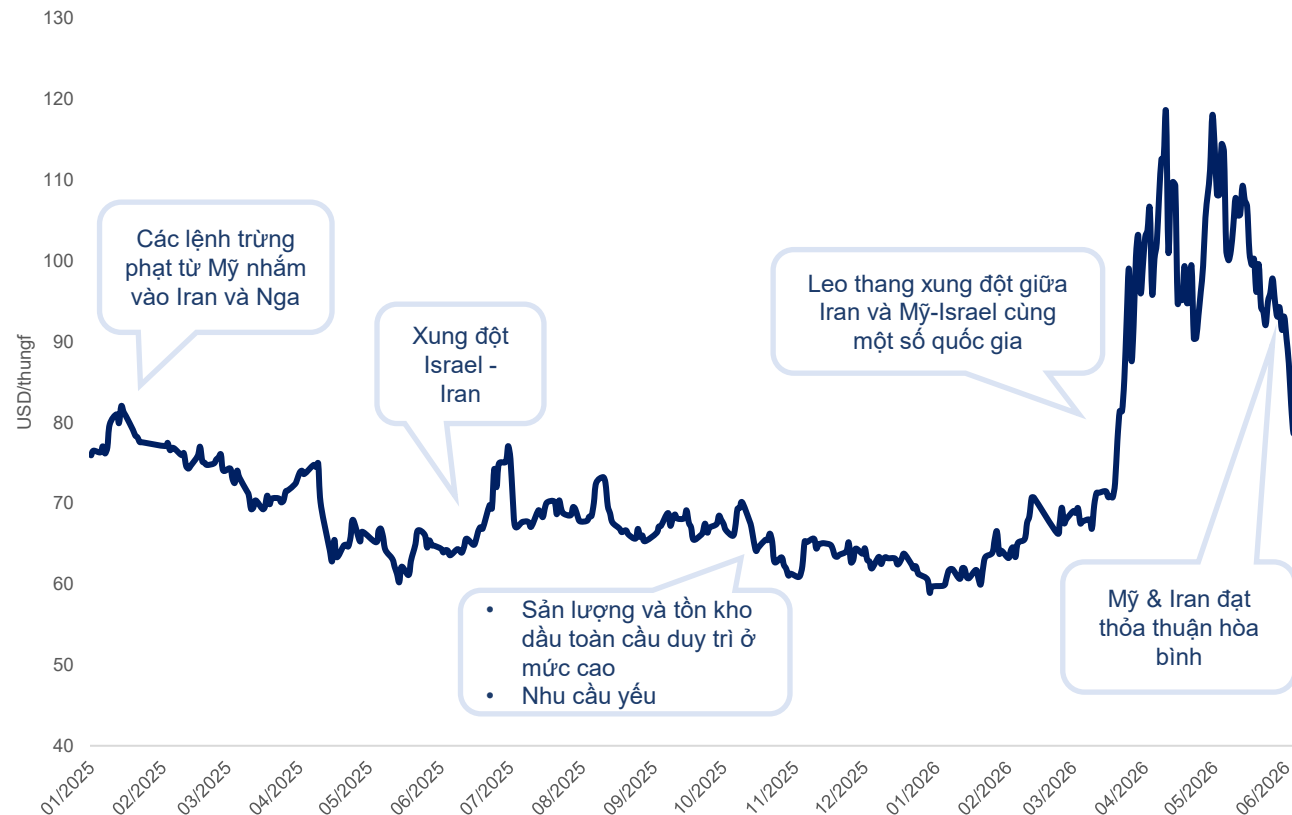


Dự phóng cung và cầu dầu toàn cầu



• Nguồn: IMF, IEA, MBS Research dự báo

Kịch bản giá dầu: Tiếp tục duy trì ở vùng cao trong nửa cuối năm



Kịch bản tăng giá

Kịch bản cơ sở

Kịch bản giảm giá

- Đàm phán Mỹ-Iran đổ vỡ. Rủi ro địa chính trị Trung Đông gia tăng.
- OPEC+ tiếp tục cắt giảm sản lượng.
- Nhu cầu dầu phục hồi mạnh.
- Thị trường thiếu hụt nguồn cung.
- Vùng giá: >90 USD/thùng

- Thỏa thuận Mỹ-Iran được duy trì.
- Dầu Iran quay lại thị trường từng bước.
- OPEC+ tiếp tục điều tiết sản lượng.
- Nguồn cung dần hồi phục nhưng không quá nhanh.
- Nhu cầu dầu tăng trưởng ổn định. Cung cầu duy trì trạng thái cân bằng.
- Vùng giá: 75-85 USD/thùng

- Dầu Iran quay lại nhanh hơn dự kiến.
- OPEC+ tăng sản lượng để bảo vệ thị phần.
- Nhu cầu dầu tăng chậm.
- Tồn kho dầu toàn cầu gia tăng.
- Thị trường chuyển sang dư cung.
- Vùng giá: <70 USD/thùng

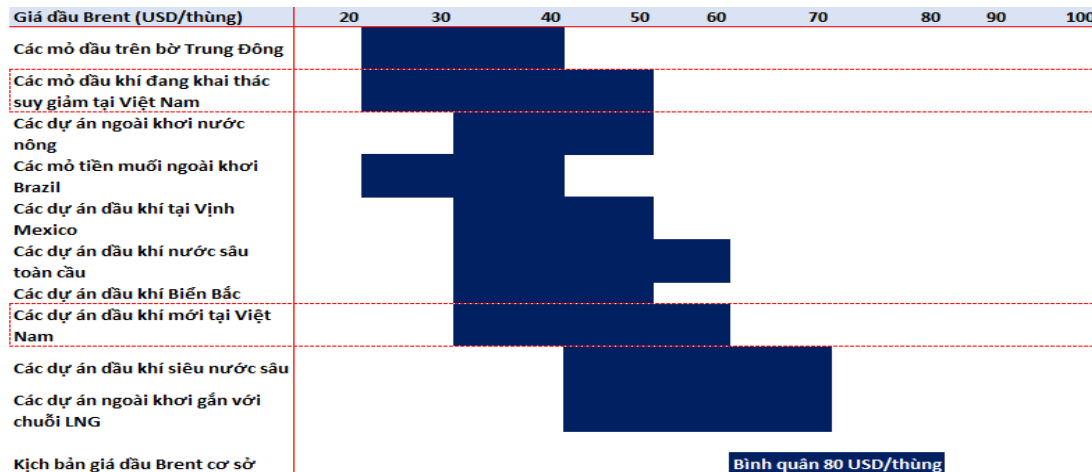
• Nguồn: Investing.com, MBS Research

Kịch bản giá dầu dự phóng của một số tổ chức cho năm 2026F:

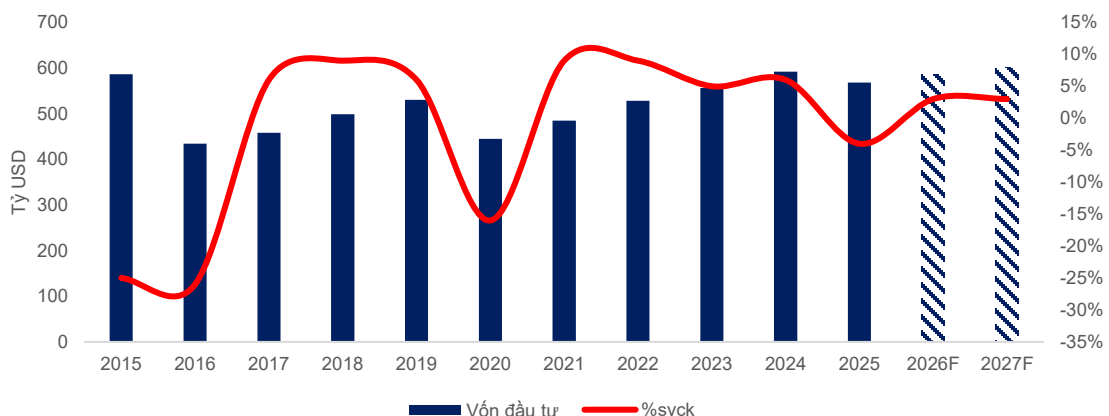
- Barclays: 85 USD/bbl
- Goldman Sachs: 83-85 USD/bbl
- EIA: 89 USD/bbl

Thượng nguồn: Chu kỳ đầu tư khai thác dầu khí là tâm điểm cuộc chơi

Một số vùng giá hòa vốn của các dự án dầu khí thượng nguồn



Dự phóng tổng vốn đầu tư các dự án thượng nguồn toàn cầu



- Chu kỳ đầu tư offshore toàn cầu tiếp tục duy trì tích cực bất chấp biến động giá dầu và căng thẳng địa chính trị. Theo Rystad Energy, tổng vốn đầu tư offshore năm 2026 dự kiến vượt 300 tỷ USD, đánh dấu năm thứ hai liên tiếp duy trì trên ngưỡng này và tương đương mức tăng khoảng 5% svck. Đáng chú ý, dầu khí vẫn chiếm khoảng 70% tổng vốn đầu tư offshore, phản ánh nhu cầu bổ sung nguồn cung năng lượng dài hạn.
- Mặc dù Việt Nam vẫn tiếp tục triển khai các dự án dầu khí nội địa, tiến độ phát triển các dự án lớn lại phụ thuộc nhiều vào quyết định đầu tư của các đối tác nước ngoài như ExxonMobil, PTTEP, MOECO, Eni hay JVPC. Trong giai đoạn giá dầu thấp 2015-2020, phần lớn các tập đoàn dầu khí quốc tế cắt giảm ngân sách đầu tư và trì hoãn các dự án offshore có quy mô lớn, khiến nhiều dự án trọng điểm tại Việt Nam bị kéo dài tiến độ.
- Sau khi Mỹ và Iran đạt được thỏa thuận hòa bình, rủi ro gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông giảm đáng kể, kéo giá Brent từ vùng trên 90 USD/thùng về quanh 75-80 USD/thùng. Tuy nhiên, mặt bằng giá dầu hiện tại vẫn cao hơn đáng kể so với mức hòa vốn của phần lớn các dự án offshore trên thế giới (khoảng 40-60 USD/thùng), qua đó duy trì động lực đầu tư của các công ty dầu khí quốc tế. Trong bối cảnh đó, các đối tác phát triển dầu khí lớn tại Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục duy trì ngân sách E&P và đẩy nhanh tiến độ các dự án trọng điểm. Đây là yếu tố quan trọng đối với Việt Nam khi phần lớn các dự án khí lớn như Lô B - Ô Môn, Cá Voi Xanh, Kinh Ngự Tráng hay Nam Du - U Minh đều phụ thuộc vào quyết định đầu tư của các đối tác nước ngoài.

Thượng nguồn: Các dự án dầu khí tại Việt Nam hiện đang được thúc đẩy mạnh mẽ

- Sản lượng dầu thô Việt Nam đã giảm từ khoảng 352,000 bpd năm 2015 xuống dưới 170,000 bpd năm 2025, tương đương CAGR khoảng -7%/năm, phản ánh sự suy giảm tự nhiên của các mỏ chủ lực như Bạch Hổ, Rồng và Sư Tử Đen. Điều này khiến việc đưa các dự án mới vào khai thác trở thành yêu cầu cấp thiết nhằm duy trì sản lượng và đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.
- Trong số các dự án hiện nay, Lô B - Ô Môn và Cá Voi Xanh được xem là hai dự án chiến lược với tổng trữ lượng khoảng 257 tỷ m3 khí, chiếm tỷ trọng đáng kể trong nguồn tài nguyên khí còn lại của Việt Nam. Trong đó, Lô B dự kiến đón dòng khí đầu tiên từ năm 2027 và sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng nhất của ngành dầu khí trong giai đoạn 2027-2030. Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2026-2028 sẽ là chu kỳ đầu tư thượng nguồn mạnh nhất của Việt Nam trong hơn một thập kỷ qua, với Lô B - Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B và Lạc Đà Vàng đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng.

Một số dự án dầu khí nội địa tiêu biểu hiện tại

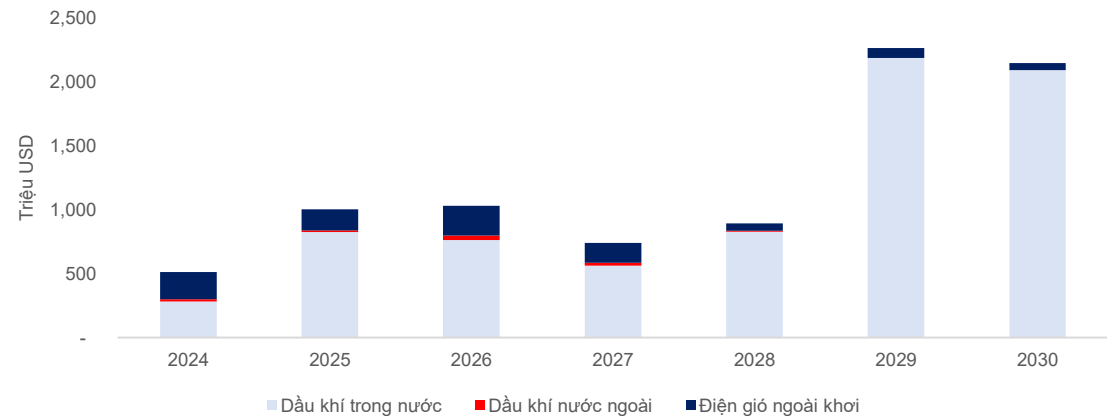
Dự án	Loại	Trữ lượng	Chủ đầu tư	Vốn đầu tư	First Oil/Gas (dự kiến)	Tiến độ
Lô B - Ô Môn	Khí	107 bcm	PVN, MOECO, PTTEP	12 tỷ USD	2027	Đang triển khai EPCI ngoài khơi, đường ống và chuỗi điện
Cá Voi Xanh	Khí	150 bcm	ExxonMobil & PVN	10 tỷ USD	2030	Chưa FID, tiếp tục đàm phán cơ chế giá khí và phương án tiêu thụ
Sư Tử Trắng 2B	Khí	20 bcm	Cuu Long JOC	1.3 tỷ USD	2026	Đang triển khai phát triển mỏ, dự kiến khai thác 2026-2027
Lạc Đà Vàng	Dầu	100-113 triệu thùng	Murphy Oil & PVEP	693 triệu USD	2026-2027	Đã FID, đang triển khai phát triển mỏ
Kinh Ngư Trắng	Dầu	12-15 nghìn bpd	Idemitsu, Teikoku, PVEP	N/A	2025	Đã đưa vào khai thác từ 2025, tiếp tục gia tăng sản lượng trong 2026
Kền Bấu	Khí	200-250 bcm (ước tính)	ENI & PVEP	N/A	Sau 2028	Tiếp tục thăm lượng và đánh giá phương án phát triển
Thiên Nga - Hải Âu	Khí	10 bcm	EnQuest & PVEP	349 triệu USD	2026-2027	Đang khai thác thương mại
Nam Du - U Minh	Khí	5,6 bcm	PVN, GAS	750 triệu USD	N/A	Đang hoàn thiện phương án phát triển và cơ chế tiêu thụ khí; kỳ vọng thúc đẩy FID trong giai đoạn 2026-2027

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Thương nguồn: PVS và PVD là hai doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp trong bối cảnh hiện tại

- PVS là doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp nhất từ chu kỳ đầu tư thương nguồn mới của Việt Nam. Sau nhiều năm thiếu vắng các dự án quy mô lớn, việc triển khai Lô B - Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B và Lạc Đà Vàng đã giúp backlog của PVS tăng lên khoảng 4.5-5.0 tỷ USD giai đoạn 2026-2030, cao nhất trong lịch sử hoạt động. Bên cạnh các hợp đồng EPCI truyền thống, PVS còn mở rộng sang lĩnh vực điện gió ngoài khơi, tạo thêm nguồn công việc dài hạn và giúp duy trì khả năng tăng trưởng sau khi các dự án dầu khí hiện tại hoàn thành. Trong ngắn hạn, Lô B - Ô Môn tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng nhất khi các gói thầu EPCI ngoài khơi bước vào giai đoạn thi công cao điểm trong giai đoạn 2026-2028. Gần đây còn có thông tin đang tham gia đấu thầu các gói EPC thuộc dự án mở rộng một mỏ dầu ngoài khơi tại Qatar. Tổng giá trị các hợp đồng được ước tính khoảng 3 tỷ USD. Tuy nhiên, do chưa có thông tin rõ ràng về dự án này và với quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa đưa dự án này vào ước tính backlog.
- Chúng tôi ước tính các gói EPCI thuộc dự án Lô B sẽ bước vào giai đoạn ghi nhận lợi nhuận mạnh trong năm 2026 và hoàn tất thi công trong năm 2027. Bên cạnh đó, các dự án gói đầu như Lạc Đà Vàng, Nam Du – U Minh và Cá Voi Xanh được kỳ vọng sẽ bổ sung nguồn công việc đáng kể, qua đó duy trì lượng backlog ở mức cao cho PVS trong vòng 3–5 năm tới. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ duy trì quanh mức 4.8–5.0% trong giai đoạn này, nhờ sự thay đổi trong phương pháp hạch toán chi phí bảo hành từ giá vốn sang chi phí bán hàng, đồng thời tận dụng hiệu quả đòn bẩy hoạt động khi nhiều khoản chi phí cố định như hệ thống điện, đội ngũ kỹ sư nòng cốt, cảng chế tạo và nhà xưởng được phân bổ trên quy mô doanh thu lớn hơn.

Ước tính backlog các dự án M&C của PVS



Dự phóng tiến độ một số dự án M&C của PVS

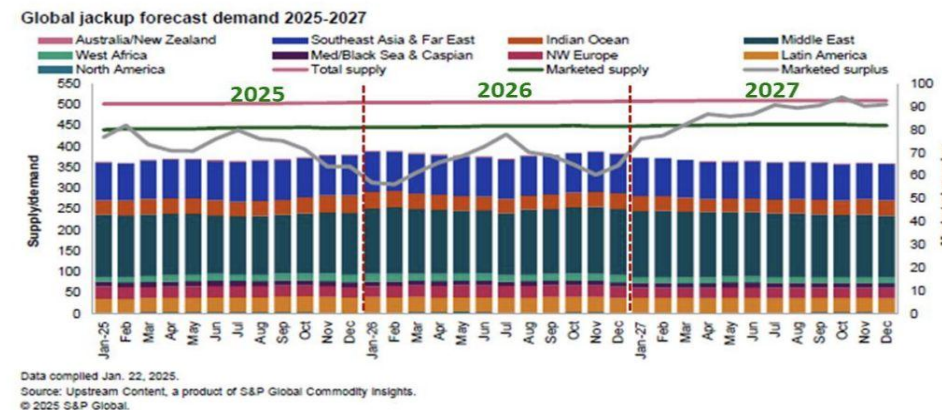
Tên dự án	Quy mô dự án (triệu USD)	Loại dự án	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Lô B - EPCI#1	550	Dầu khí trong nước	32%	60%	100%		
Lô B - EPCI#2	400	Dầu khí trong nước	70%	90%	100%		
Lô B - EPCI#3	257	Dầu khí trong nước	30%	80%	100%		
Lạc Đà Vàng 1	245	Dầu khí trong nước	85%	100%			
Lạc Đà Vàng 2	88	Dầu khí trong nước		20%	30%	65%	100%
Cá Voi Xanh	5,000	Dầu khí trong nước				5%	30%
CRPO 125&126 - KSA	40	Dầu khí nước ngoài	30%	70%	100%		
CRPO 135 - KSA	39	Dầu khí nước ngoài		50%	80%	100%	
Điện gió Hải Long - Đài Loan	90	Điện gió ngoài khơi	80%	100%			
Điện gió Baltica - Poland	180	Điện gió ngoài khơi	10%	60%	100%		
Điện gió Fengmiao	100	Điện gió ngoài khơi	25%	70%	100%		
Dự án Formosa (35 chân đế - Đài Loan)	160	Điện gió ngoài khơi		50%	80%	100%	

Nguồn: PVS, PVD, MBS Research

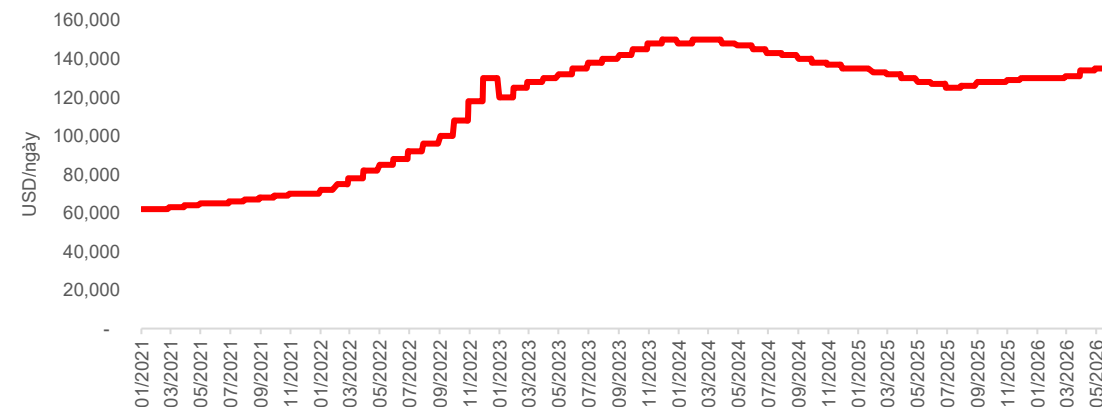
Thượng nguồn: PVS và PVD là hai doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp trong bối cảnh hiện tại

- Thị trường khoan Đông Nam Á tiếp tục duy trì diễn biến tích cực nhờ nhu cầu khoan tăng cao trong khi nguồn cung giàn khoan tự nâng vẫn hạn chế. Dayrate khu vực đã tăng mạnh từ dưới 60,000 USD/ngày năm 2020 lên khoảng 140,000 USD/ngày trong năm 2026, trong khi tỷ lệ sử dụng giàn duy trì trên 90%, cho thấy thị trường vẫn ở trạng thái thắt chặt. Trong bối cảnh đó, PVD được hưởng lợi từ mặt bằng giá thuê giàn cao và nhu cầu khoan gia tăng, đặc biệt từ các dự án trọng điểm trong nước như Lô B, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng 2B và các chương trình khoan của PVEP.
- Theo ước tính của S&P Global và Westwood Global Energy Group, tổng số giàn khoan tự nâng toàn cầu vào khoảng 395 giàn cuối năm 2026 và ước tính tăng lên 405 giàn vào năm 2027. Trong đó số giàn tại khu vực Đông Nam Á ước tính từ 55-60 giàn (chiếm ~13-14% tổng giàn khoan tự nâng toàn cầu), con số gần như không đổi so với năm 2024. Về phía cầu, nhu cầu khoan vẫn đang tăng tại khu vực trong bối cảnh các nước đang đẩy mạnh tự chủ nguồn năng lượng. Westwood Global dự phóng tỷ lệ sử dụng giàn (utilization) tại Đông Nam Á đạt 90% trong năm 2026 và có thể tăng nhẹ lên 91% vào 2027.
- Trong bối cảnh nhu cầu khoan khu vực tiếp tục duy trì ở mức cao, hầu hết các giàn khoan của PVD đã được lấp đầy lịch hoạt động. PVD I và PVD VIII đang hoạt động tại Việt Nam, trong đó PVD VIII dự kiến chuyển sang Malaysia từ Q3/2026. PVD II và PVD III đã ký hợp đồng dài hạn 3 năm tại Indonesia, trong khi PVD VI liên tục nhận các hợp đồng ngắn hạn nối tiếp tại Malaysia. Giàn TAD PVD V vẫn đang thực hiện hợp đồng 6 năm tại Brunei. Hiện chỉ còn PVD IX đang trong quá trình bảo dưỡng tổng thể và dự kiến đưa vào vận hành từ đầu Q2/2026. Dù chưa công bố hợp đồng cụ thể, chúng tôi kỳ vọng giàn khoan này sẽ nhanh chóng được thuê nhờ nhu cầu thị trường tích cực, với số ngày hoạt động ước đạt khoảng 250–270 ngày trong năm nay.

Ước tính cung cầu giàn khoan thế giới



Diễn biến giá cho thuê giàn khoan khu vực Đông Nam Á

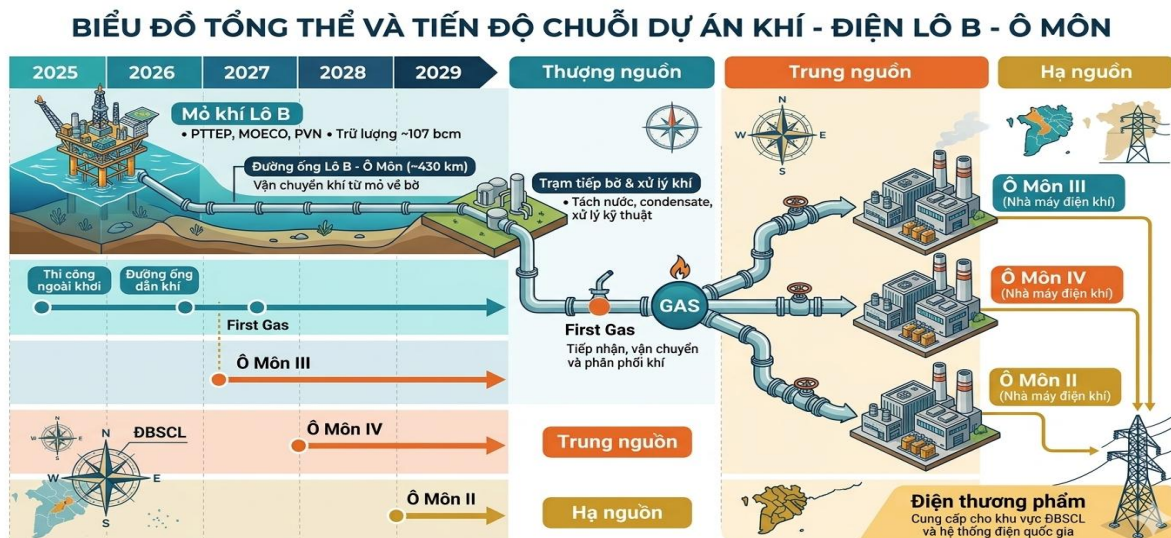


- Nguồn: S&P Global, PVD, MBS Research

Trung nguồn: Lô B – Ô Môn là động lực tăng trưởng chính của ngành khí giai đoạn hiện tại

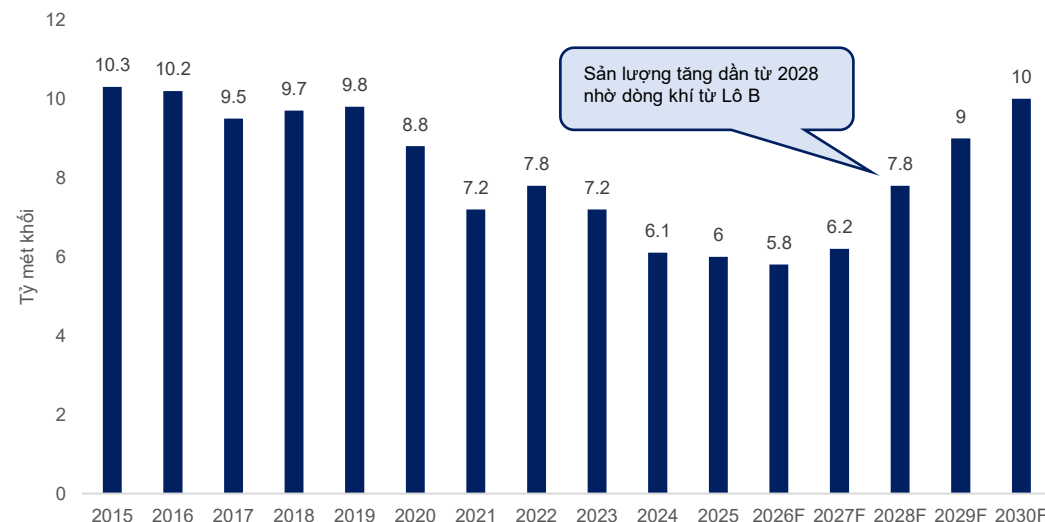
- Sản lượng khí trong nước đã giảm từ khoảng 10.6 bcm năm 2015 xuống còn khoảng 6.5-7 bcm năm 2025, chủ yếu do các bể Cửu Long và Nam Côn Sơn bước vào giai đoạn suy giảm tự nhiên. Điều này làm gia tăng nhu cầu phát triển các nguồn khí mới nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.
- Với tổng trữ lượng khoảng 107 bcm và sản lượng khai thác dự kiến khoảng 5 bcm/năm, Lô B được kỳ vọng trở thành nguồn khí nội địa lớn nhất đưa vào khai thác trong giai đoạn 2027-2035, đóng vai trò bù đắp đáng kể mức suy giảm từ các mỏ khí hiện hữu. Sau khi FID của dự án khai thác và đường ống dẫn khí được thông qua, phần lớn các vướng mắc tại khâu thương vụ và trung nguồn đã được giải quyết. Hiện nay, tiến độ chuỗi dự án chủ yếu phụ thuộc vào các nhà máy điện khí Ô Môn. Chúng tôi cho rằng các vấn đề liên quan đến giá khí, PPA và thu xếp vốn tại Ô Môn III và IV đã cơ bản được tháo gỡ, trong khi Ô Môn II vẫn là mắt xích chậm nhất do thủ tục đầu tư kéo dài.
- Mặc dù vậy, với việc Ô Môn III và Ô Môn IV dự kiến vận hành đồng bộ cùng giai đoạn First Gas của Lô B, chúng tôi cho rằng rủi ro tiêu thụ khí đã giảm đáng kể so với trước đây. Điều này củng cố quan điểm rằng Lô B - Ô Môn vẫn là động lực tăng trưởng quan trọng nhất của chuỗi khí Việt Nam trong giai đoạn 2027-2030, tạo nền tảng tăng trưởng dài hạn cho GAS. Đồng thời, khối lượng công việc xây lắp và khoan tiếp tục hỗ trợ triển vọng của PVS và PVD trong những năm tới.

Ước tính timeline và chuỗi giá trị dự án Lô B – Ô Môn



• Nguồn: PVN, GAS, PVP, MBS Research

Dự phóng sản lượng khí nội địa Việt Nam



• Nguồn: EIA, MBS Research

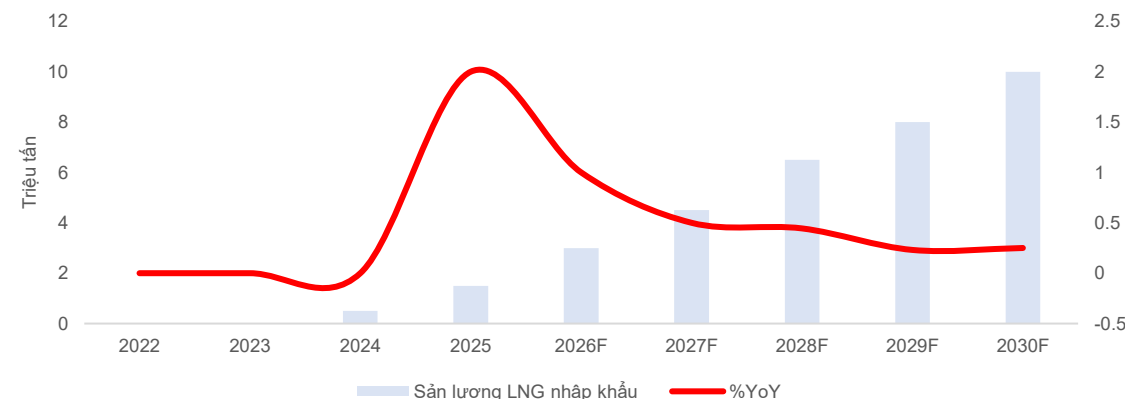
Trung nguồn: LNG là điểm sáng bên cạnh Lô B – Ô Môn

- Bên cạnh động lực từ Lô B, LNG được kỳ vọng trở thành nguồn cung khí tăng trưởng quan trọng của Việt Nam trong dài hạn nhằm bù đắp sự suy giảm của các mỏ khí nội địa. Theo Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, công suất điện LNG dự kiến đạt khoảng 22-23 GW vào năm 2030, kéo theo nhu cầu LNG nhập khẩu tăng mạnh trong những năm tới.
- Tuy nhiên, tiến độ các dự án điện LNG vẫn chậm hơn kỳ vọng do một số vướng mắc liên quan đến cơ chế bao tiêu sản lượng điện (Qc), hợp đồng mua bán điện (PPA), cơ chế chuyển ngang chi phí nhiên liệu và khả năng thu xếp vốn. Ngoại trừ Nhơn Trạch 3 & 4 đã COD, phần lớn các dự án LNG như Hải Phòng LNG, Long An LNG hay Quảng Ninh LNG đều đã có bước tiến về pháp lý, song việc hoàn thiện cơ chế thị trường điện vẫn là điều kiện quan trọng để đẩy nhanh tiến độ đầu tư.
- Về giá LNG, sau khi giảm mạnh từ đỉnh khủng hoảng năng lượng năm 2022, giá LNG giao ngay châu Á (JKM) hiện dao động quanh 11-13 USD/MMBtu trong năm 2026, thấp hơn đáng kể so với mức trên 30 USD/MMBtu giai đoạn 2022. Trong kịch bản cơ sở giá dầu Brent duy trì quanh 80 USD/thùng và căng thẳng Trung Đông hạ nhiệt sau thỏa thuận Mỹ - Iran, chúng tôi dự báo giá LNG sẽ ổn định trong vùng 10-14 USD/MMBtu trong 2H2026.
- Chúng tôi cho rằng mặt bằng giá LNG ổn định và các vướng mắc pháp lý đang dần được tháo gỡ sẽ hỗ trợ triển vọng phát triển thị trường LNG tại Việt Nam. Mặc dù đóng góp lợi nhuận trong ngắn hạn còn hạn chế, LNG nhiều khả năng sẽ trở thành động lực tăng trưởng dài hạn tiếp theo của GAS sau Lô B - Ô Môn.

Một số dự án LNG trọng điểm tại Việt Nam



Dự báo lượng LNG nhập khẩu Việt Nam

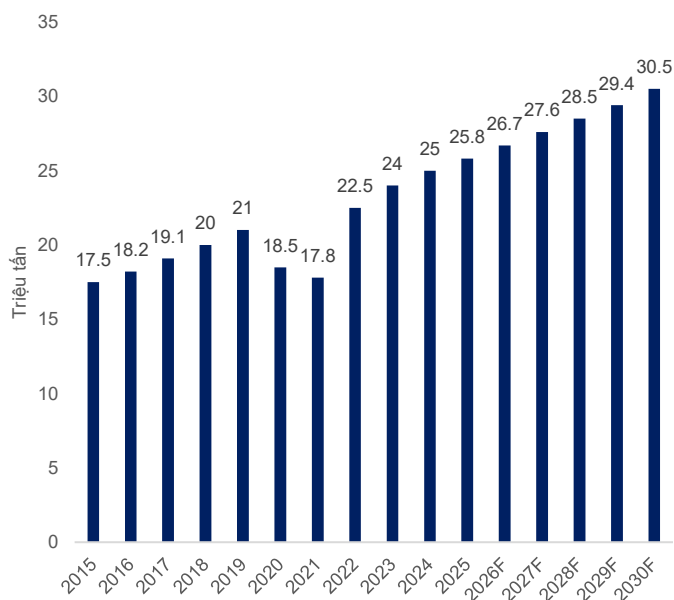


- Nguồn: Quy hoạch điện VIII, GAS, Bộ Công Thương, MBS Research

Trung nguồn: Vận tải dầu khí tăng trưởng “chậm mà chắc”

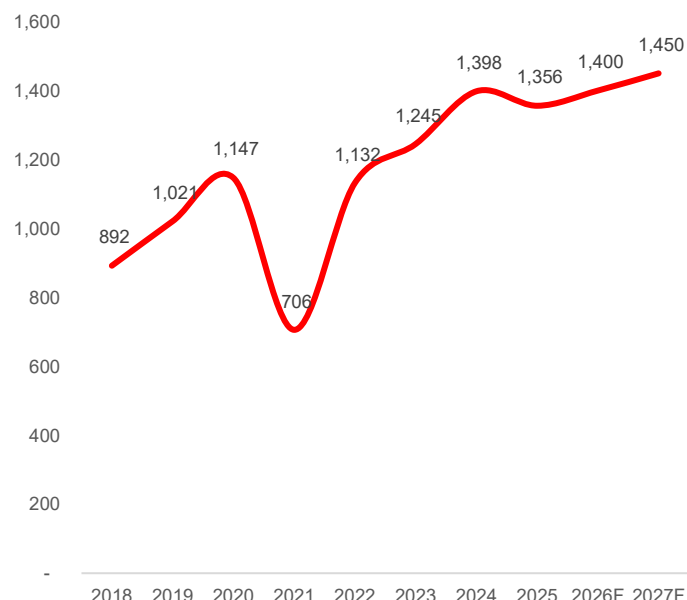
- Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam được hỗ trợ bởi tăng trưởng GDP, quá trình đô thị hóa và gia tăng sở hữu phương tiện giao thông. Chúng tôi dự báo nhu cầu sản phẩm dầu tiếp tục tăng trưởng khoảng 3-4%/năm trong giai đoạn 2026-2030. Trong khi đó, thị trường vận tải dầu khí toàn cầu tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển dòng chảy thương mại năng lượng, nhu cầu LNG gia tăng và nguồn cung tàu mới tăng chậm. Mặt bằng cước vận tải được kỳ vọng duy trì ở mức cao hơn trung bình lịch sử trong giai đoạn 2026-2027.
- Chúng tôi cho rằng PVT tiếp tục là doanh nghiệp hưởng lợi từ xu hướng mở rộng chuỗi giá trị dầu khí trong nước. Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ nhiên liệu, gia tăng nhập khẩu LNG và mặt bằng cước vận tải duy trì ở mức tích cực sẽ hỗ trợ tăng trưởng sản lượng vận chuyển và mở rộng đội tàu trong trung hạn.

Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm dầu Việt Nam



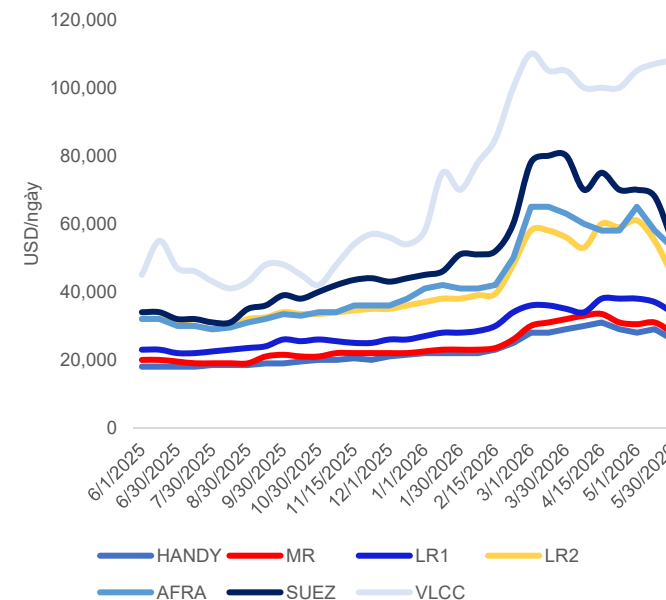
• Nguồn: IEA, Bộ Công Thương, MBS Research

Baltic Dirty Tanker Index (BDTI) - Thể hiện xu hướng thị trường vận tải dầu thô toàn cầu



• Nguồn: Baltic Exchange, MBS Research

Diễn biến giá các loại tàu vận tải dầu

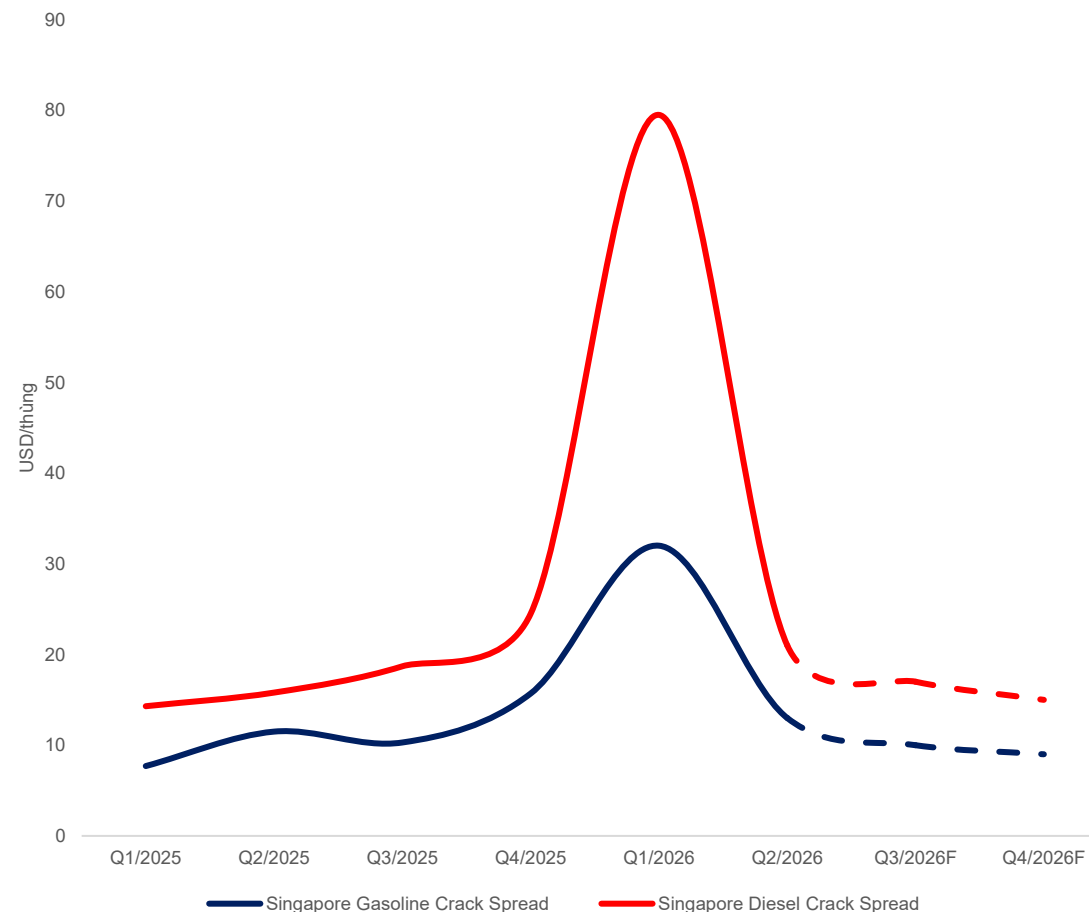


• Nguồn: Alibrashipping, MBS Research

Hạ nguồn: Crack spread châu Á 2H2026 giảm nhẹ so với mức đỉnh nhưng vẫn ở vùng khả quan

- Sau giai đoạn tăng mạnh trong Q1/2026 do xung đột Iran - Mỹ và lo ngại gián đoạn nguồn cung qua eo biển Hormuz, crack spread của các sản phẩm lọc dầu đã hạ nhiệt đáng kể khi hai bên đạt được thỏa thuận hòa bình. Tuy nhiên, mặt bằng crack spread hiện tại vẫn cao hơn mức trung bình lịch sử nhờ nhu cầu nhiên liệu duy trì ổn định trong khi công suất lọc dầu mới toàn cầu tăng chậm hơn tốc độ tăng trưởng nhu cầu sản phẩm dầu mỏ.
- Đối với diesel, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực hơn so với xăng. Nhu cầu diesel tiếp tục được hỗ trợ bởi hoạt động vận tải hàng hóa, logistics, xây dựng và sản xuất công nghiệp tại các nền kinh tế mới nổi. Trong khi đó, nguồn cung diesel toàn cầu vẫn chưa hoàn toàn trở lại trạng thái dư thừa do các lệnh trừng phạt đối với Nga đã làm thay đổi dòng chảy thương mại sản phẩm tinh chế. Chúng tôi dự báo crack diesel bình quân 2H2026 đạt khoảng 15-17 USD/thùng, thấp hơn mức đỉnh đầu năm nhưng vẫn cao hơn đáng kể mức trung bình giai đoạn 2015-2019 khoảng 10-12 USD/thùng.
- Ngược lại, triển vọng crack spread xăng thận trọng hơn khi thị trường đang đối mặt với nguồn cung mới từ các tổ hợp lọc hóa dầu quy mô lớn tại Trung Quốc, Trung Đông và châu Á. Mặc dù nhu cầu tiêu thụ xăng vẫn được hỗ trợ bởi quá trình đô thị hóa và gia tăng số lượng phương tiện giao thông tại các nền kinh tế đang phát triển, tốc độ tăng trưởng đã chậm lại so với diesel do xu hướng điện hóa phương tiện giao thông. Chúng tôi dự báo crack xăng bình quân 2H2026 dao động quanh 9-10 USD/thùng, thấp hơn diesel và giảm so với mức đỉnh trong giai đoạn căng thẳng địa chính trị.
- Sau khi premium địa chính trị được loại bỏ, lợi nhuận ngành lọc dầu sẽ quay trở lại phụ thuộc chủ yếu vào crack spread sản phẩm. Chúng tôi kỳ vọng crack diesel tiếp tục duy trì ở mức cao hơn crack xăng trong 2H2026, qua đó hỗ trợ triển vọng lợi nhuận của BSR.

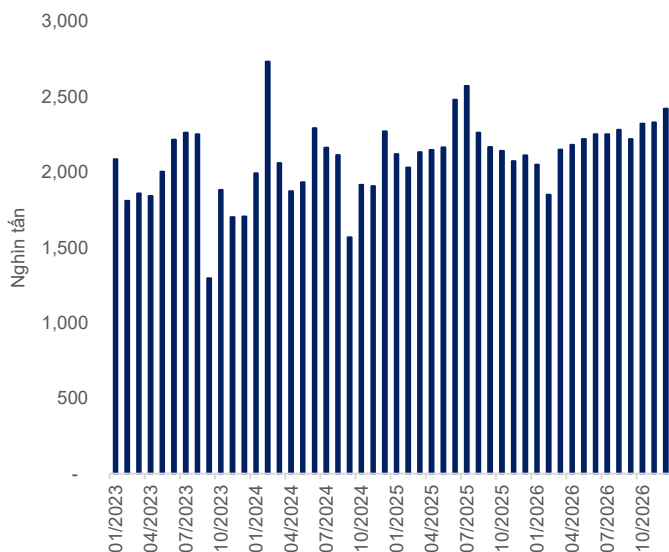
Diễn biến crack spread xăng và diesel



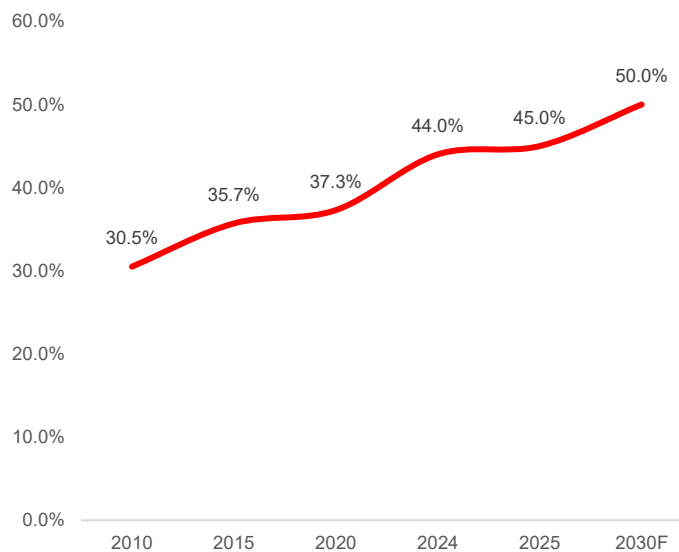
• Nguồn: BSR, Reuters, S&P Global, Wood Mackenzie, MBS Research

Hạ nguồn: Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng trong bối cảnh đô thị hóa & công nghiệp hóa tiếp diễn

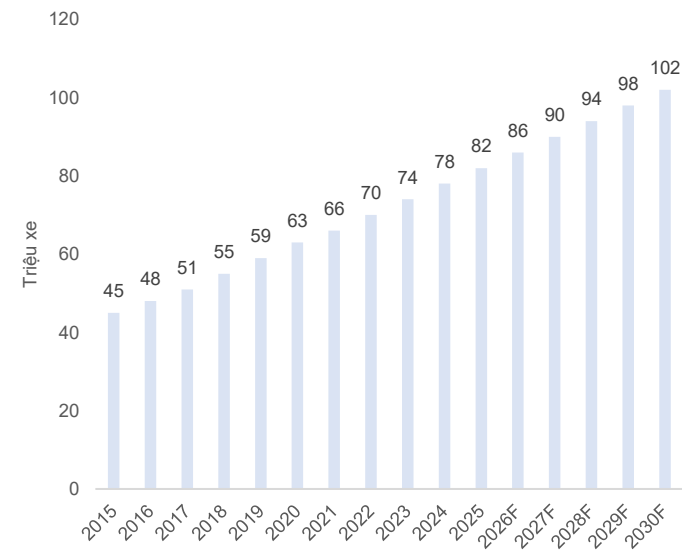
Dự phóng tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam



Ước tính tốc độ đô thị hóa tại Việt Nam



Dự phóng số lượng phương tiện giao thông tại Việt Nam



• Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

• Nguồn: Tổng cục thống kê, World Bank, MBS Research

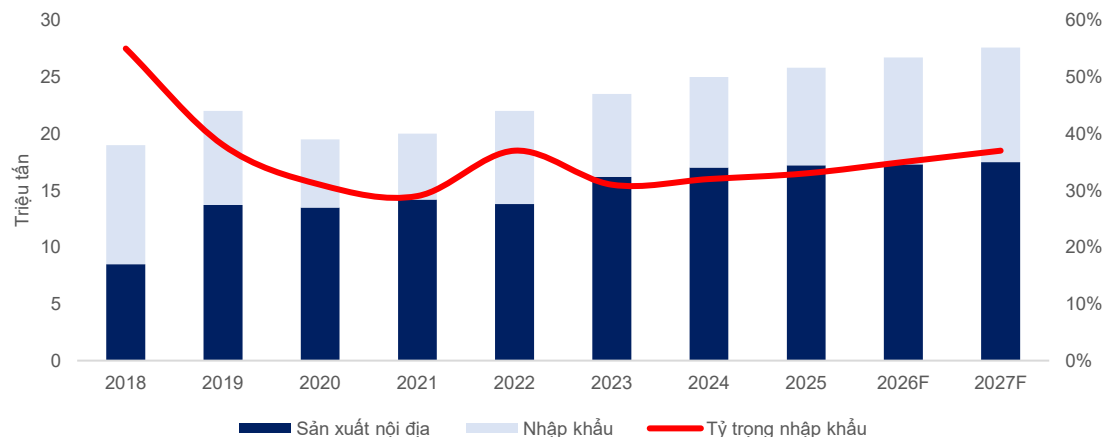
• Nguồn: Bộ Công An, Tổng cục thống kê, MBS Research

- Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong những năm tới nhờ quá trình đô thị hóa, công nghiệp hóa và gia tăng phương tiện giao thông. Theo dự báo, tổng nhu cầu sản phẩm xăng dầu trong nước có thể tăng từ khoảng 25 triệu tấn năm 2024 lên 26.5-27.0 triệu tấn năm 2026 và hơn 30 triệu tấn vào năm 2030, tương ứng tốc độ tăng trưởng khoảng 3-4%/năm. Đây là mức tăng trưởng tương đối hấp dẫn so với nhiều quốc gia trong khu vực khi nền kinh tế Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn mở rộng mạnh về sản xuất công nghiệp và tiêu dùng.
- Bên cạnh đó, tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam đã tăng từ khoảng 30% năm 2010 lên gần 45% hiện nay và được định hướng đạt khoảng 50% vào năm 2030, kéo theo nhu cầu vận tải hành khách, logistics và tiêu thụ nhiên liệu tiếp tục gia tăng. Song song với đó, số lượng phương tiện lưu hành vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng cao, đặc biệt ở nhóm ô tô cá nhân và xe thương mại.
- Việc chuyển đổi từ xăng RON 95 sang E10 hầu như không gây ra tác động tiêu cực đáng kể nào lên nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước. Nhu cầu tiêu thụ được dự báo duy trì tăng trưởng ổn định trong những năm tới góp phần giúp các doanh nghiệp phân phối như PLX mở rộng hoạt động kinh doanh.

Hạ nguồn: Việt Nam tiếp tục phụ thuộc vào nguồn xăng dầu nhập khẩu trong tương lai gần

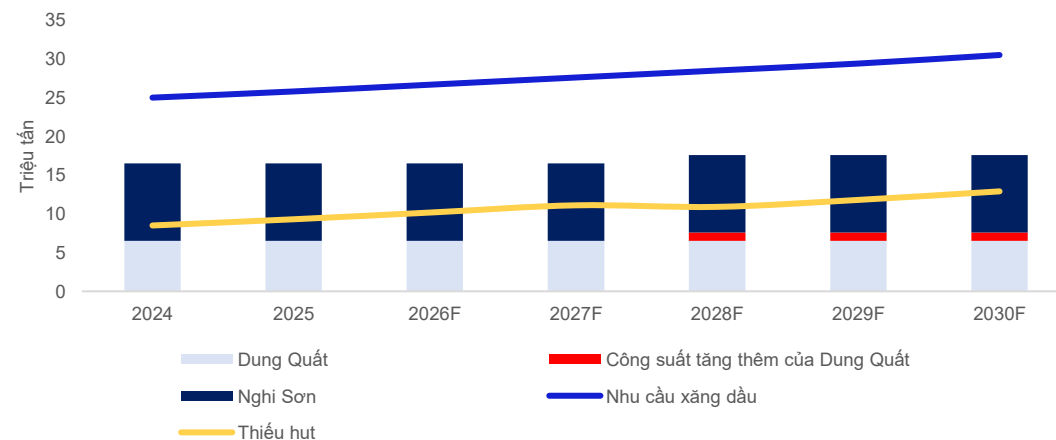
- Mặc dù nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định, năng lực lọc hóa dầu trong nước hiện vẫn chủ yếu dựa vào hai nhà máy Dung Quất và Nghi Sơn. Tổng nguồn cung nội địa hiện chỉ đáp ứng khoảng 70-80% nhu cầu thị trường, trong khi 20-30% còn lại phải được bổ sung thông qua nhập khẩu sản phẩm xăng dầu thành phẩm. Năm 2025, Việt Nam nhập khẩu khoảng 9.9 triệu tấn sản phẩm xăng dầu, tương đương gần 30% nhu cầu tiêu thụ trong nước. Điều này khiến khoảng cách cung – cầu tiếp tục duy trì và Việt Nam vẫn phụ thuộc đáng kể vào nguồn cung nhập khẩu để đảm bảo an ninh năng lượng.
- Bên cạnh việc công suất lọc dầu nội địa chưa đáp ứng đủ nhu cầu, thị trường xăng dầu Việt Nam vẫn đối mặt với một số thách thức về cơ chế điều hành và an ninh năng lượng. Theo quy định hiện hành, các doanh nghiệp dầu mỏ phải duy trì lượng dự trữ lưu thông bắt buộc nhằm đảm bảo nguồn cung cho thị trường trong nước. Trong bối cảnh Việt Nam vẫn phải nhập khẩu khoảng 30-40% nhu cầu xăng dầu, yêu cầu dự trữ này làm gia tăng nhu cầu vốn lưu động, chi phí tài chính và rủi ro tồn kho khi giá dầu biến động mạnh. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp dầu ngành như BSR và PLX, xu hướng này cũng đồng nghĩa với việc hệ thống lọc dầu nội địa tiếp tục duy trì công suất vận hành cao, trong khi nhu cầu nhập khẩu bổ sung giúp duy trì quy mô thị trường và sản lượng phân phối trong những năm tới.

Dự phóng tỷ trọng xăng dầu nội địa & nhập khẩu



• Nguồn: Bộ Công Thương, PVN, MBS Research tổng hợp

Công suất lọc dầu ước tính



• Nguồn: BSR, NSRP, PVN, MBS Research tổng hợp

Dự phóng KQKD 2025-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	PVD			PVT			PVS			PLX			BSR			GAS		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	10,892	12,016	11,852	16,013	17,214	17,558	32,556	38,794	32,183	309,924	370,373	348,139	141,582	152,361	153,746	135,129	160,122	164,128
%svck	17.3%	10.3%	-1.4%	36.5%	7.5%	2.0%	37.0%	19.2%	-17.0%	9.1%	19.5%	-6.0%	15.1%	7.6%	0.9%	30.5%	18.5%	2.5%
LN gộp	2,077	2,860	2,842	2,347	2,660	2,809	1,809	2,523	2,332	18,170	22,759	22,609	6,114	18,566	10,730	17,051	21,467	22,795
Biên LN gộp (%)	19.1%	23.8%	24.0%	14.7%	15.5%	16.0%	5.6%	6.5%	7.2%	5.9%	6.1%	6.5%	4.3%	12.2%	7.0%	12.6%	13.4%	13.9%
EBITDA	2,071	2,720	2,675	3,995	3,454	3,556	1,220	2,150	2,356	4,584	5,879	6,644	6,740	19,087	11,198	15,913	18,058	19,749
Biên EBITDA (%)	19.0%	22.6%	22.6%	24.9%	20.1%	20.3%	3.7%	5.5%	7.3%	1.5%	1.6%	1.9%	4.8%	12.5%	7.3%	11.8%	11.3%	12.0%
LN ròng	1,037	1,211	1,260	1,094	1,164	1,213	1,821	2,517	2,538	2,696	3,290	3,862	5,213	14,984	7,772	11,414	13,227	14,896
%svck	48.7%	16.7%	4.1%	-5.1%	6.4%	4.1%	70.2%	38.3%	0.8%	-6.7%	22.1%	17.4%	608.1%	187.4%	-40.9%	9.8%	15.9%	12.6%
EPS (đ/cp)	1,865	2,177	2,265	2,513	2,478	2,581	3,680	4,922	4,963	2,083	2,543	2,985	414	2,992	1,552	4,970	5,759	6,486
BVPS (đ/cp)	30,270	32,653	35,145	18,456	20,265	22,194	29,375	32,303	35,268	20,196	20,152	20,358	12,079	15,071	16,257	27,475	29,532	31,290
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	3,039	6,067	6,962	7,457	7,982	8,745	30,641	34,627	34,684	8,229	8,535	9,418	6,642	7,973	8,411	16,360	12,823	17,542
Nợ/VCSH	0.3	0.2	0.2	0.7	0.6	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.7	0.8	0.2	0.4	0.5	0.04	0.05	0.04
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5%	0.9%	0.9%	0.8%	5.2%	5.2%	0.0%	1.7%	1.7%	2.9%	3.7%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	6.0%	7.3%
ROAE (%)	6.4%	6.9%	6.7%	12.7%	12.8%	12.2%	12.7%	16.0%	14.7%	10.3%	12.6%	14.7%	9.0%	22.0%	10.0%	18.0%	19.2%	20.3%
ROAA (%)	4.0%	4.2%	4.2%	4.9%	5.0%	4.9%	5.0%	6.1%	5.7%	3.2%	3.6%	3.9%	6.0%	14.9%	6.1%	13.0%	13.3%	14.3%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn PVS

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
PVS	Khả quan	57,300	- Chúng tôi dự phóng khối lượng backlog các dự án M&C sẽ bước vào pha cao điểm trong năm 2026 để kịp đáp ứng tiến độ đón các dòng dầu và khí trong tương lai gần (2027-2030), dự kiến tổng backlog rơi vào khoảng hơn 1 tỷ USD trong năm nay. Trong đó, các gói thầu EPCI cho Lô B – Ô Môn tiếp tục là trụ cột chính, ngoài ra hợp đồng EPCIC giàn xử lý trung tâm Lạc Đà Vàng và các dự án điện gió ngoài khơi cũng được dự báo sẽ có sự đóng góp tích cực. - Giai đoạn 2026-2030, PVS đưa ra kế hoạch đẩy mạnh đầu tư, tuy sẽ gây ra đôi chút áp lực lên dòng tiền từ hoạt động đầu tư nhưng về dài hạn, việc này sẽ hỗ trợ tích cực cho kết quả kinh doanh của PVS khi có thể gia tăng công suất và tiếp nhận các hợp đồng lớn. Định giá của PVS ở giai đoạn hiện tại (P/E=11.x) tương đối hấp dẫn khi so với mức P/E trung bình 3 năm là 17.x và trung bình 5 năm là 18.x
PVD	Trung lập	35,800	- Nhu cầu giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á dự kiến tiếp tục duy trì ở ngưỡng cao, phản ánh qua việc tỷ lệ sử dụng giàn thường xuyên vượt ngưỡng 95% trong thời gian qua. Với các hợp đồng được lấp đầy, PVD ước tính sẽ đạt hiệu suất sử dụng giàn khả quan và có thể tái ký hợp đồng với mức giá cho thuê giàn cao, trung bình dao động từ 100,000-150,000 USD/ngày trong chu kỳ 2-3 năm tới. - Trong tình trạng các mỏ dầu nội địa đang dần cạn kiệt khiến việc thăm dò các mỏ mới càng trở nên cấp thiết. Đặc biệt cuộc chiến tại Trung Đông càng đẩy nhanh quá trình này, mở ra cơ hội cho mảng kỹ thuật giếng khoan của PVD, đây cũng là mảng thường xuyên đóng góp ~35-40% doanh thu của PVD. Giàn khoan PVD I ước tính sẽ hết khấu hao vào năm 2028 giúp tiết giảm chi phí cho PVD. - Chúng tôi tăng giá mục tiêu từ 33,100 trong báo cáo ngành dầu khí 04/2026 lên mức 35,800 để phản ánh rõ nét hơn bức tranh cho thuê giàn khoan và mức giá cho thuê khả quan. Tuy nhiên do giá thị trường đã tăng khá tốt trong thời gian qua, chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung Lập thay vì Khả Quan như trong báo cáo trước.
GAS	Trung lập	83,800	- Giá bán khí, đặc biệt đối với LNG và LPG đã tăng từ 100-200% kể từ khi xung đột tại khu vực Trung Đông bùng phát. Doanh thu bán khí của GAS kỳ vọng tăng trưởng tốt trong bối cảnh sản lượng không bị ảnh hưởng quá nhiều. - LNG vẫn là trụ cột tăng trưởng chính trong những năm tới nhờ nhu cầu điện khí hóa cao tại Việt Nam, trong khi đó GAS hiện là đơn vị duy nhất sở hữu kho cảng tiếp nhận và xử lý LNG. - GAS là một trong những doanh nghiệp chia cổ tức tiền mặt đều đặn trong suốt gần 10 năm qua với tỷ suất cổ tức ~2-4%.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn PVS

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
PVT	Trung lập	20,500	- Giá cước vận tải gia tăng sau khi cuộc xung đột Trung Đông bùng nổ giúp PVT tăng doanh thu nhờ giá cho thuê tàu trong khi quãng đường vận chuyển chưa bị ảnh hưởng nhiều do PVT tập trung chạy các tuyến nội địa và Đông Nam Á. - Chi phí vận hành tàu của PVT khá rẻ, tầm 80-85% so với các đối thủ, tạo cạnh tranh lớn trên thị trường. - Doanh nghiệp dự kiến đầu tư 45 triệu USD vào các dự án chuyển tiếp, đây là dự án đầu tư từ 1 đến 2 tàu (tàu dầu thô, tàu dầu sản phẩm, tàu dầu hoá chất), trọng tải khoảng 19,000 DWT đến 120,000 DWT; và dự án đầu tư mới với số tiền 85 triệu USD, kế hoạch sẽ đầu tư từ 1 đến 3 tàu (tàu dầu thô, tàu dầu sản phẩm, tàu hoá chất, tàu khí hoá lỏng, tàu hàng rời), trọng tải từ 19,000 DWT đến 140,000 DWT. Hoạt động mở rộng đầu tư hỗ trợ PVT đáp ứng số lượng hợp đồng lớn từ khách hàng trong tương lai
BSR	Trung lập	28,000	- Doanh thu tăng tốt nhờ giá bán xăng dầu tăng cao svck trong bối cảnh nguồn cung được ước tính không bị thu hẹp quá. - Lợi nhuận ròng 2026 ước tính tăng mạnh chủ yếu nhờ crack spread tăng bất phá svck, dù giai đoạn cuối năm crack spread nhiều khả năng thu hẹp so với nửa đầu năm nhưng vẫn sẽ duy trì trên mức trung bình lịch sử 3 năm qua.
PLX	Khả quan	51,600	- Với việc đẩy mạnh công nghiệp hóa đi kèm với sự gia tăng quy mô lĩnh vực logistics giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa. Ước tính sản lượng tiêu thụ xăng dầu tăng trưởng ~8%/năm trong 2-3 năm tới sẽ hỗ trợ doanh số bán hàng của PLX. - Dự thảo luật kinh doanh xăng dầu mới dự kiến có hiệu lực từ giai đoạn 2026-2027 sẽ mở đường cho các doanh nghiệp phân phối xăng dầu uy tín, quy mô chuẩn chỉnh như PLX tăng tính linh hoạt trong kinh doanh, mở rộng thị phần và mở rộng biên lợi nhuận. Phát triển mô hình cửa hàng xăng dầu kết hợp dịch vụ (thử nghiệm 12 trạm dịch vụ xe tải) → tăng doanh thu ngoài xăng dầu. - Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của PLX từ mức 44,000 trong báo cáo ngành dầu khí tháng 04/2026 lên mức 51,600 VNĐ/cp nhằm phản ánh tốt hơn kỳ vọng thỏa thuận hòa bình giữa Iran-Mỹ sớm đưa thị trường về pha bình ổn, rủi ro gián đoạn nguồn cung suy giảm và sản lượng bán hàng của PLX tiếp tục tích cực nhờ nhu cầu nội địa khả quan. Đi kèm với điều chỉnh giá mục tiêu, chúng tôi nâng khuyến nghị của PLX từ Trung Lập lên Khả Quan.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ		tr USD	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Khoan dầu															
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí	PVD VN	31,050	35,800	Trung lập	695	14.9	14.3	1.0	0.9	4.2	4.2	6.9	6.7	8.0	8.1
Velesto Energy Bhd	VEB MK	0.24	n/a	n/a	430	4.8	11.0	0.8	0.8	8.0	4.8	17.0	7.3	3.5	5.4
Valaris Ltd	VAL US	87.49	n/a	n/a	6,100	9.5	8.5	1.1	1.0	4.1	6.5	10.2	10.3	6.1	11.2
Transocean	RIG US	6.04	n/a	n/a	4,950	-14.9	2.3	0.8	0.7	-3.5	4.1	-10.0	6.4	6.8	6.8
Trung bình						3.2	8.7	0.9	0.8	3.2	4.9	6.0	7.7	6.1	7.9
Vận chuyển khí															
Tổng Công ty Khí Việt Nam	GAS VN	75,400	83,800	Trung lập	6,979	13.1	11.6	2.5	2.4	13.3	14.3	19.2	20.3	10.3	9.4
PTT PCL	PTT TB	33.25	n/a	n/a	27,200	9.5	10.5	1.0	0.9	5.0	4.9	11.1	8.8	5.1	3.9
Indraprastha Gas	IGL IN	445.0	n/a	n/a	3,750	15.0	14.8	2.3	2.5	11.0	12.2	18.5	16.9	9.0	9.2
China Gas Holdings	384 HK	6.8	n/a	n/a	4,700	7.5	7.9	0.7	0.7	4.0	3.8	10.0	8.9	6.0	6.5
Trung bình						11.4	11.3	1.7	1.7	8.3	8.8	14.7	13.7	7.6	7.3
Lọc dầu															
CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	25,750	28,000	Trung lập	4,818	8.5	16.4	1.7	1.5	14.9	6.1	22.0	9.8	1.8	3.1
Chevron Corp	CVX US	182.5	n/a	n/a	295,000	10.5	16.5	1.6	1.9	6.5	6.8	15.0	10.3	6.5	6.4
IRPC PCL	IRPC TB	1.8	n/a	n/a	1,100	8.0	15.2	0.7	0.8	3.5	1.9	7.0	3.9	4.0	8.5
Trung bình						9.9	14.0	1.4	1.4	7.3	6.3	13.3	10.2	4.3	5.6

• Dữ liệu cập nhật ngày 13/07/2026 Nguồn: Bloomber, MBS Research

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
		Bloomberg	Nội tệ			Nội tệ	tr USD	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Xây lắp dầu khí															
Tổng CTCP dịch vụ kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	PVS VN	37,000	57,300	Khả quan	712	7.2	7.5	1.1	1.0	6.1	5.5	16.3	14.3	8.4	7.9
Subsea 7 S.A.	SUBC NO	204.0	n/a	n/a	6,200	12.5	12.6	1.8	1.4	5.5	5.2	11.5	11.1	7.0	5.1
Saipem S.p.A.	SPM IM	2.35	n/a	n/a	4,800	12.0	9.8	1.8	1.1	5.0	3.5	12.0	11.2	5.5	4.2
TechnipFMC plc	FTI US	26.64	n/a	n/a	11,500	13.5	13.2	1.6	1.5	6.0	11.5	13.0	14.0	7.0	7.5
Trung bình					11.6	10.9	1.6	1.3	5.7	6.5	13.1	12.8	7.0	6.2	11.6
Vận tải dầu khí															
Tổng CTCP Vận tải dầu khí	PVT VN	18,950	20,500	Trung lập	376	7.6	7.3	0.9	0.9	5.0	4.9	12.8	12.2	4.5	4.4
Frontline Ltd.	FRO	22.1	n/a	n/a	4,900	6.5	8.5	1.3	1.5	12.0	7.8	23.0	17.6	4.0	6.1
Scorpio Tankers Inc	STNG	61.5	n/a	n/a	2,900	4.5	7.2	1.1	1.2	16.0	8.5	30.0	16.6	3.0	4.9
Teekay Group	TNK	7.8	n/a	n/a	420	7.0	9.5	1.0	0.8	7.0	4.2	14.0	8.4	4.5	5.6
Trung bình						6.5	8.2	1.1	1.1	10.0	6.4	20.0	13.7	4.0	5.3
Kinh doanh xăng dầu															
Tập đoàn xăng dầu Việt Nam	PLX VN	35,550	51,600	Khả quan	1,759	14.0	11.9	1.8	1.7	3.6	3.9	12.6	14.7	7.8	6.9
S-Oil Corp	010950 KS	111,400	n/a	n/a	7,650	5.5	9.0	0.6	1.3	6.0	4.5	12.0	10.4	3.5	6.2
Eneos Holdings Inc	5020 JP	785.0	n/a	n/a	15,400	6.0	10.2	0.5	0.7	4.5	2.9	9.0	6.8	4.5	4.8
Trung bình						9.2	11.0	1.0	1.3	4.7	3.8	11.2	10.6	5.3	6.0

• Dữ liệu cập nhật ngày 13/07/2026 Nguồn: Bloomberg, MBS Research

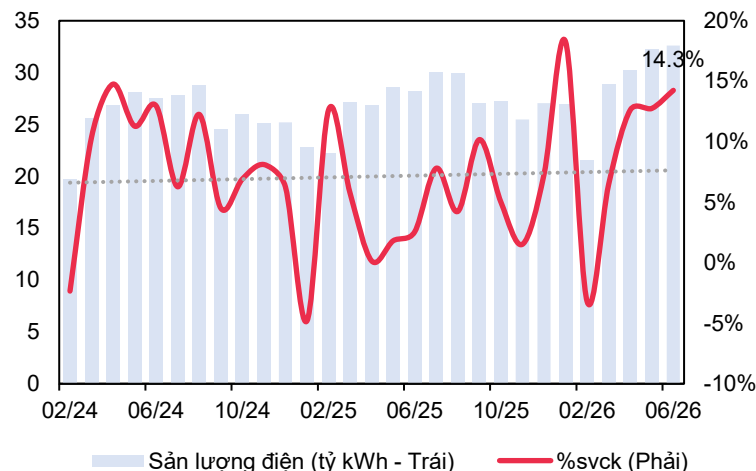
Triển vọng 2H26 | Ngành điện

Một chu kỳ mới đang lộ diện



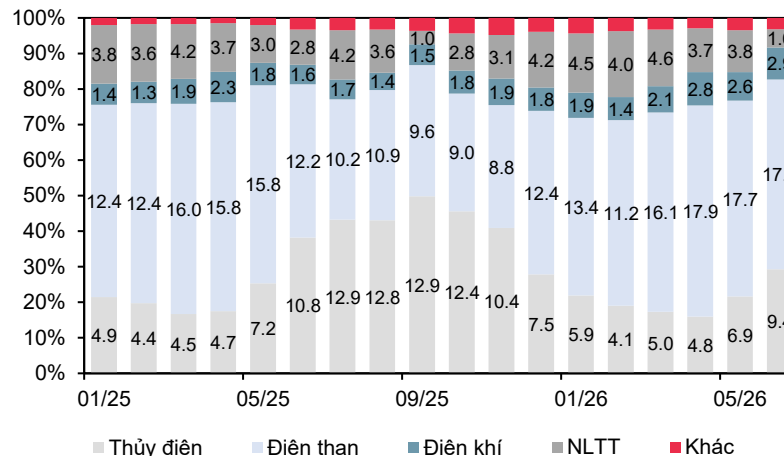
Tổng hợp ngành điện trong 6T26: Tiêu thụ điện toàn quốc phục hồi mạnh, bắt nguồn từ các đợt nắng nóng

Sản lượng điện 6T/2026 tăng 10% svck. Trong đó, quý 2 ghi nhận mức tăng đột biến trên 12% svck do các đợt nắng nóng đầu mùa



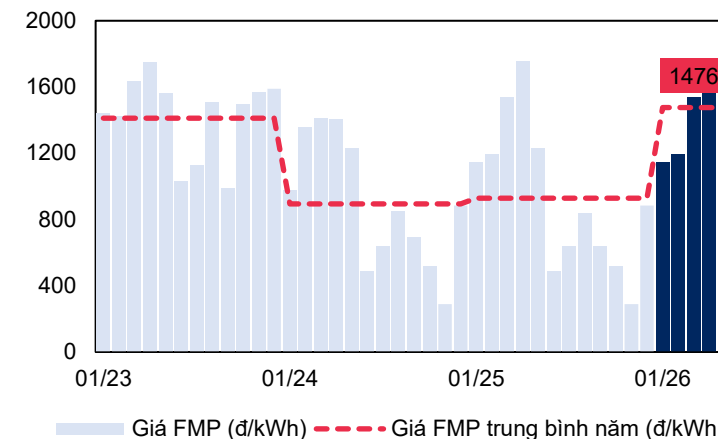
Nguồn: EVN, MBS Research

Huy động thủy điện giảm nhẹ, được bù đắp bởi nhiệt điện và NLTT do các nhà máy mới đi vào vận hành (Đơn vị: Tỷ kWh)



Nguồn: EVN, MBS Research

Giá bán bình quân 5T26 trên thị trường điện phục hồi, cho thấy nhu cầu tăng cường huy động nhiệt điện là khá cao trong mùa khô

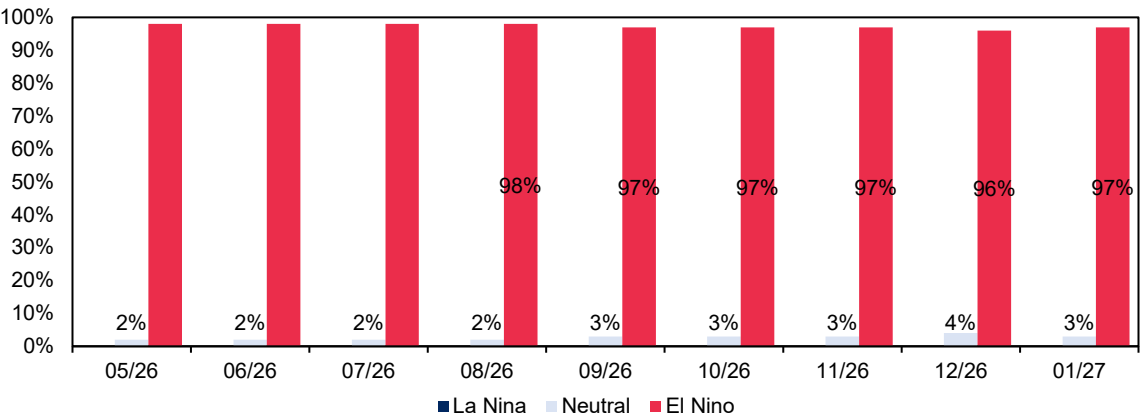


Nguồn: GENCO3, MBS Research

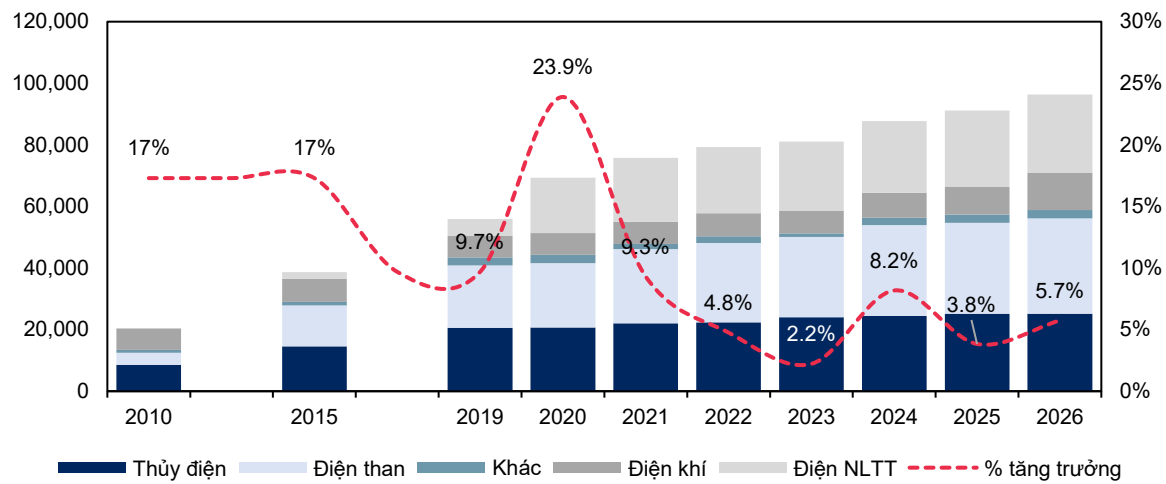
- Sản lượng điện nửa đầu 2026 tăng 10% svck, cao hơn kế hoạch vận hành của NSMO là 8.5%, cho thấy sự phục hồi rõ rệt từ mức tăng trưởng thấp của 2025. Trong đó, từ quý 2 ghi nhận mức tăng vọt lớn hơn 12%, bắt nguồn từ các đợt nắng nóng kéo dài, khiến nhu cầu điện sinh hoạt tăng đột biến, đặc biệt ở khu vực miền Bắc. Chúng tôi cho rằng xu hướng tiêu thụ điện tăng cao sẽ duy trì trong cao điểm Q3 sắp tới.
- Huy động thủy điện đi ngang trong 5 tháng đầu năm, nhưng bắt đầu giảm rõ rệt ~13% từ tháng 6, được bù đắp bởi các nguồn nhiệt điện than (+10% svck) và điện khí (+33% svck). Trong đó, tăng trưởng của điện khí có đóng góp lớn từ nhà máy mới Nhơn Trạch 3&4. Đối với NLTT, huy động tăng trưởng 5% svck, chủ yếu vẫn đến từ các dự án mới đi vào vận hành, tình trạng cắt giảm công suất được cho là đã giảm thiểu khá đáng kể những năm gần đây.
- Giá bán trên thị trường điện cải thiện mạnh, cho thấy áp lực huy động bổ sung từ nguồn nhiệt điện của hệ thống. Cụ thể, giá FMP trung bình 5T đầu năm đạt 1,455đ/kWh, tăng 13% svck, trong đó có nhiều ngày quý 2 ghi nhận giá biên (SMP) chạm trần là 1,725đ/kWh cả ngày (trừ thời điểm buổi trưa khi có ĐMT). Ở mức giá này, huy động điện than khá tối ưu về lợi nhuận trong khi huy động điện khí vẫn chưa quá hấp dẫn do mức giá này vẫn thấp hơn chi phí biến đổi nhà máy.

Triển vọng huy động 2026: Kỳ vọng vào một năm huy động nhiệt điện tích cực, bù đắp cho thủy điện

Cơ quan Quản lý Khí quyền và Đại dương của Hoa Kỳ (NOAA) đã chính thức công bố sự hình thành của EL-Nino từ 11/06/2026



Tăng trưởng nguồn thấp hơn tăng trưởng tiêu thụ từ 1-2đ%, gây áp lực thiếu hụt công suất những gian đoạn thủy văn kém (Đơn vị: MW)



Nguồn: IRI, EVN, Bộ Công Thương, MBS Research

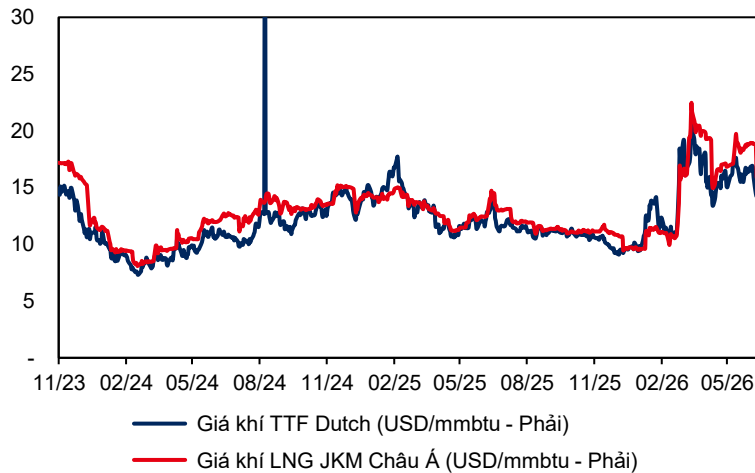
Theo IRI, pha El Nino duy trì ở xác suất cao trong cả năm 2026 đến đầu 2027, gây hạn hán ở phía Tây Thái Bình Dương bao gồm Việt Nam. Tác động rõ ràng nhất quan sát được trong các chu kỳ El Nino đó là sản lượng thủy điện sụt giảm, đặc biệt khi cường độ năm nay được đánh giá cao tương đương giai đoạn khô hạn lịch sử 2015-16, càng làm tăng nguy cơ thiếu hụt nguồn nước cho các nhà máy.

Bên cạnh tác động ở phía cung, El Nino thường đẩy nền nhiệt độ cao hơn, kéo theo nhu cầu sử dụng điện tăng mạnh, nhất là ở nhóm tiêu dùng dân cư. Trong 6T26, trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia ghi nhận nền nhiệt độ trên cả nước duy trì cao hơn mức trung bình nhiều năm (TBNN) từ 0.5-1.5 độ C, xu hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì trong các quý tới. Ngoài ra, từ 2020 đến nay, tăng trưởng nguồn luôn chậm hơn tăng trưởng phụ tải, trong khi đó cơ cấu thủy điện trong hệ thống chiếm tỉ trọng lớn ~26% và tỷ trọng các nguồn kém linh hoạt như NLTT ngày càng tăng. Nghĩa là áp lực về cung ứng của hệ thống luôn đặt trong tình trạng rủi ro thiếu hụt công suất những giai đoạn thủy văn kém. Theo đó, **trong những chu kỳ khô hạn, huy động nhiệt điện thường được tăng cường để bù đắp cho phần thiếu hụt của thủy điện**, chúng tôi cho rằng đây sẽ là xu hướng chủ đạo của 2026.

Đối với triển vọng doanh nghiệp thủy điện trong 2026, tín hiệu về một năm sản lượng giảm đang khá rõ ràng. Tuy nhiên, giá bán có thể được cải thiện khi giá thị trường điện tăng mạnh. Mặc dù vậy, mức cải thiện sẽ không quá đáng kể khi trong năm nay, tỷ lệ Qm tương đương năm ngoài quy định chỉ ở mức 2%, theo đó dư địa hưởng lợi từ thị trường điện về cơ bản không quá cao.

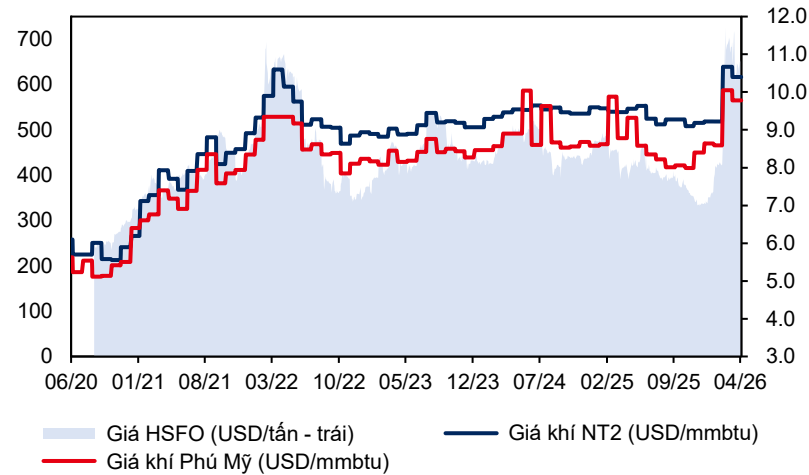
Triển vọng huy động 2026: Kỳ vọng vào một năm huy động nhiệt điện tích cực, bù đắp cho thủy điện

Giá khí LNG tăng vọt 70% YTM, bắt nguồn từ xung đột Mỹ - Iran diễn ra trong Q1/26



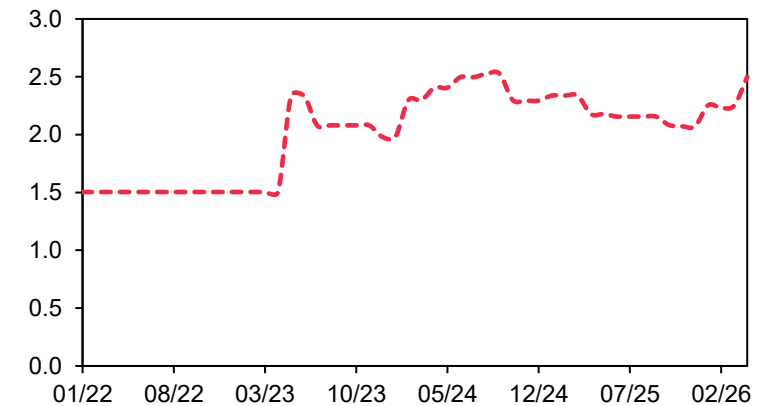
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Giá khí trong nước đang có xu hướng tăng trở lại trong Q2/26 neo theo đà tăng của giá dầu HSFO



Nguồn: Bloomberg, GENCO3, NT2, MBS Research

Giá than nhiệt cấp cho điện tăng nhẹ trở lại, tuy nhiên mức tăng chậm hơn giá khí (Đơn vị: triệu VND/tấn)



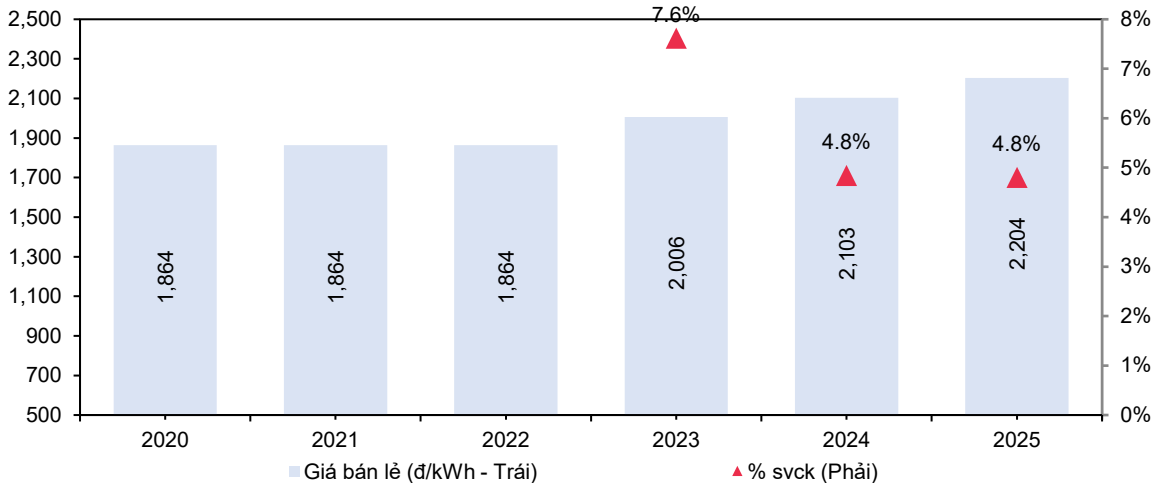
Nguồn: GENCO3, MBS Research

- Huy động điện khí:** Tăng trưởng khả quan trong bối cảnh thủy điện giảm sút. Mặc dù giá bán điện dầu, khí hiện đang cao nhất hệ thống nhưng đây là nguồn linh hoạt, rất cần thiết trong bối cảnh áp lực cung ứng điện lớn trong 2026.
- Chi phí đầu vào cao hơn giá bán trên thị trường điện do giá khí tăng mạnh từ xung đột Mỹ - Iran, dư địa huy động Qm khá thấp, và có thể làm giảm biên LN gộp. Theo đó, việc giao Qc cao rất quan trọng đối với các nhà máy. Trong 2026, quy định Qc tối thiểu điện khí nội 48%, điện khí LNG 65% và giao theo chu kỳ 6 tháng. Chúng tôi kỳ vọng giao Qc 6T cuối năm cơ bản sẽ vẫn thuận lợi đối với các nhà máy do cần đảm bảo tính sẵn sàng của nguồn trong những giai đoạn nhu cầu tăng đột biến và đảm bảo tuân thủ mức quy định về Qc tối thiểu.
- Huy động điện than:** Kỳ vọng được huy động tối ưu do là nguồn chạy nền quan trọng, nguồn cung than ổn định và giá bán rẻ. Tuy nhiên, nhiều nhà máy có dư địa tăng trưởng thấp do vốn đã vận hành ở mức cao các năm trước như QTP, HND. Hơn nữa, các nhà máy này gặp rủi ro phải dừng vận hành trong Q4 để đầu tư hệ thống giảm phát thải. Trong quá khứ, vẫn có trường hợp doanh nghiệp lùi bảo trì, bảo dưỡng để đảm bảo cung ứng điện trong giai đoạn cao điểm.
- Kỳ vọng biên LN có thể được cải thiện mạnh do giá bán trên thị trường điện phục hồi sv 2025. Hiện tại, các nhà máy điện than đang có dư địa huy động Qm khá lớn với mức biên đảm bảo, cần tận dụng tối đa để tăng doanh thu.

Triển vọng huy động 2026: Tài chính của EVN cải thiện có thể là động lực duy trì một môi trường huy động ổn định trong 2026

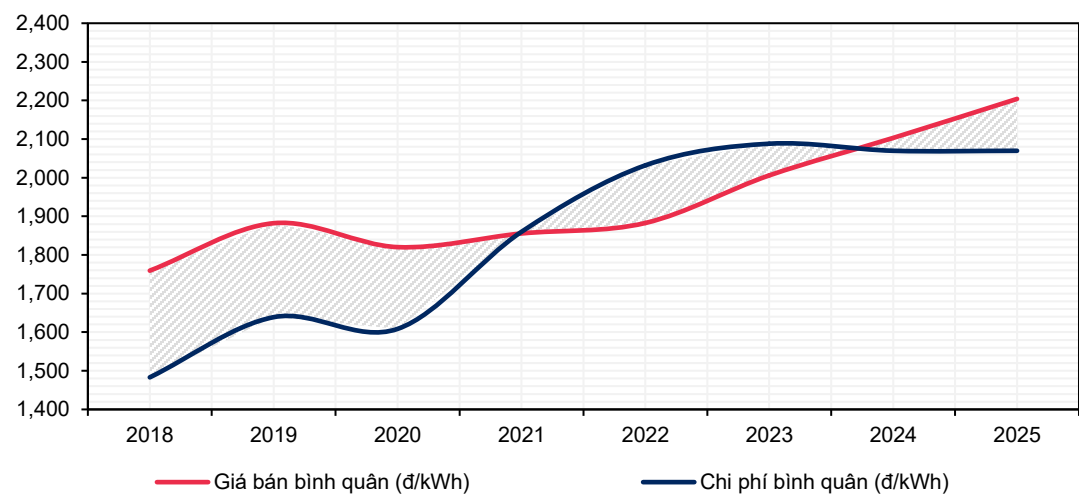
- Có thể thấy, môi trường huy động thắt chặt 2024 sâu xa hơn đến từ tình hình tài chính khó khăn của EVN. Năm 2025 cho thấy sự cải thiện rõ rệt khi EVN ghi nhận lãi ròng hợp nhất 51.8 nghìn tỷ đồng, xóa sổ lũy kế và có cơ chế huy động tốt hơn. Bên cạnh đó, chu kỳ giao Qc nhiệt điện nâng từ 1 tháng lên 3-6 tháng, giúp các nhà máy chủ động trong thu xếp đầu vào, đồng thời đảm bảo được các giao kết về bao tiêu Qc. Bên cạnh đó, các khoản công nợ cũng được EVN thanh toán, Q4/25 nhiều doanh nghiệp như POW, QTP, NT2 ghi nhận các khoản doanh thu chênh lệch tỷ giá đã tồn đọng từ lâu.
- Theo quan sát, môi trường huy động trong 6 tháng đầu năm 2026 khá ổn định so với 2025, các nhà máy được giao Qc cao, và tỷ lệ alpha (Qc) giữ nguyên 80% cho nhiệt điện, 98% cho thủy điện. Tuy nhiên, trong 2026, áp lực tăng chi phí đầu vào khá rõ do 1) Nguồn giá rẻ thủy điện giảm sút, phải huy động bù từ các nguồn đắt hơn; 2) Đầu vào như than, dầu, khí đều tăng, mặc dù bắt đầu giảm nhẹ thời gian gần đây. Ở phía đầu ra, việc rút ngắn bậc thang điện giá sinh hoạt và thay đổi giờ cao điểm nhìn chung sẽ giúp tăng hóa đơn tiền điện, một phương án tăng giá điện gián tiếp, phần nào sẽ bù đắp áp lực chi phí huy động tăng. Trong 2026, **Luật Điện Lực sửa đổi** đang tiếp tục được hoàn thiện, trong đó đề xuất cơ chế giúp phân bổ các khoản chi phí hợp lý chưa được tính đủ vào giá bán lẻ điện, nếu thông qua, điều này có thể sẽ tạo nhiều cơ sở hơn để EVN tăng giá điện trong giai đoạn tới.

Liên tục 4 đợt tăng giá điện trong 2023-25 giúp EVN về cơ bản cải thiện được doanh thu sau giai đoạn từ 2019-22 chưa tăng giá bán



Nguồn: EVN, Bộ Công Thương, MBS Research

EVN ghi nhận lãi lớn 51.8 nghìn tỷ đồng trong 2026, xóa sạch lỗ lũy kế các năm trước



Nguồn: EVN, MBS Research

Triển vọng dài hạn: Cấp thiết xây dựng một hệ thống có tính tự chủ cao nhằm đảm bảo an ninh năng lượng...

Theo báo cáo trong đề án Điều chỉnh quy hoạch Năng lượng, các chỉ tiêu an ninh năng lượng dài hạn có diễn biến xấu đi do hạn chế nguồn cung năng lượng sơ cấp (NLSC) trong nước; giảm mức độ đa dạng hóa nguồn cung NLSC và loại hình nguồn điện

Chỉ tiêu	2010	2015	2020	2024	Nhận xét/Chú thích
Tỷ số trữ lượng và sản xuất dầu và khí tự nhiên (năm)	Than: ~70 năm; Khí TN: ~40 năm; Dầu thô: ~20 năm				Trữ lượng và khả năng cung cấp dầu thô, khí tự nhiên suy giảm nếu không có phát hiện mới; than anthracite ~70 năm với tốc độ khai thác hiện tại.
Sự phụ thuộc vào nhập khẩu năng lượng (% NL sơ cấp)	(17.6)	8.4	41.0	41.9	Phụ thuộc nhập khẩu nhiên liệu tăng mạnh trong các năm gần đây. Xu hướng đáng lưu ý trong đảm bảo an ninh năng lượng.
Tỷ trọng chi phí nhập khẩu than/dầu/khí trong tổng chi phí nhập khẩu (%)	9.7	4.8	4.8	6.8	Tỷ trọng chi phí nhập khẩu nhiên liệu còn thấp.
Đa dạng hóa nhập khẩu xăng dầu (HHI*)	1,700	1,835	1,210	1,245	Mức đa dạng nguồn cung cấp cao, đảm bảo được an ninh cung cấp xăng dầu.
Đa dạng hóa nguồn phát điện (HHI)	2,971	2,539	2,827	3,073	Nguồn điện có xu hướng kém đa dạng hơn.
Đa dạng hóa nguồn cung năng lượng sơ cấp (HHI)	2,078	2,773	3,595	3,418	Cơ cấu năng lượng sơ cấp kém đa dạng hơn, cần phát triển các năng lượng tái tạo, năng lượng thay thế để đa dạng hóa nguồn cung NLSC
Cường độ năng lượng cuối cùng (kgOE/1.000USD 2015)	233.0	187.0	196.0	192.0	Hiệu quả sử dụng năng lượng cải thiện nhưng gần đây có xu hướng tăng nhẹ trở lại do nhu cầu sử dụng than nhiều hơn.
Hệ số dự phòng thô công suất phát điện (%)	30.8	32.4	37.2	42.0	Tỷ lệ dự phòng thô toàn quốc cao do tính đến công suất các nguồn điện NLTT. Dự phòng hệ thống vẫn thấp nếu xét công suất khả dụng theo mùa và giới hạn truyền tải điện liên miền
Thời gian mất điện trung bình SAIDI (phút/KH)		2,281	356.0	220.0	Độ tin cậy cung cấp điện ngày càng cao.
Số lần mất điện trung bình SAIFI (lần/KH)		13.4	3.1	2.1	
Số lần mất điện thoáng qua MAIFI (lần/KH)		2.0	0.8	1.3	
Dự trữ dầu theo ngày nhập ròng				63 ngày	Dự trữ thương mại: 25 ngày cung ứng, tương ứng với 34 ngày nhập ròng, đang bám sát mục tiêu. Dự trữ quốc gia: 9 ngày nhập ròng về sản phẩm và chưa có dầu thô dự trữ, thiếu 5 ngày nhập ròng sản phẩm và 6 ngày dự trữ dầu thô

*HHI: Chỉ số HHI càng thấp càng tốt

Triển vọng dài hạn: ... Theo đó, một hệ thống hành lang pháp lý đang gấp rút hoàn thiện trong bối cảnh rủi ro chậm trễ kế hoạch QHĐ8 hiện hữu

Quyết định 363 hướng đến tăng cường tự chủ và dự trữ năng lượng, trong đó, nổi bật quan điểm đẩy mạnh tỷ trọng đóng góp của nguồn NLTT...

Mục Tiêu (đến 2030)	Quyết định 363/QĐ-BCT (2026)	Quyết định 893/QĐ-TTg (2023)	Δ (+/-)
Tăng trưởng GDP bình quân 2026-30	10%	7%	+3% ▲
Tổng nhu cầu NL (triệu TOE)	120-130	107	+13-23 ▲
Tổng cung NL sơ cấp (triệu TOE)	150-170	155	+5 ▲
Tổng mức dự trữ xăng dầu (ngày)	90	75-80	+10-15 ▲
Tỷ trọng NLTT trong tổng cung sơ cấp (%)	25-30%	15-20%	+10đ% ▲
Mức khí thải nhà kính (triệu tấn)	433-474	399-499	+4.5 ▲
Sản lượng khai thác dầu thô (triệu tấn/năm)	5.8-8.0	6.0-6.5	+0.4 ▲
Sản lượng khai thác khí tự nhiên (tỷ m3/năm)	5.4-11	5.5-15	-2.05 ▼

Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

...Các quan điểm phù hợp với kế hoạch QHĐ8 Điều chỉnh, cùng với đẩy mạnh các nguồn điện linh hoạt khác như điện hạt nhân, thủy điện tích năng, điện sinh khối và BESS để bù đắp cho rủi ro chậm tiến độ các nguồn nhiệt điện

Đơn vị: MW		Kịch bản cơ sở			Kịch bản cao		
Nguồn điện	2025	2030	2035	2050	2030	2035	2050
Nhiệt điện than	29,539	31,055	31,055	25,798	31,055	31,055	25,798
Nhiệt điện khí nội địa	9,393	10,861	7,900	14,930	10,861	7,900	14,930
Nhiệt điện khí LNG	814	8,824	25,524	31,412	8,824	33,447	36,968
Thủy điện	24,600	33,294	39,746	40,624	34,667	40,611	40,611
Điện gió trên bờ, gần bờ	6,774	26,066	33,676	84,696	38,029	44,125	91,400
Điện gió ngoài khơi	-	-	6,000	113,503	-	17,032	139,097
Điện mặt trời (tập trung & áp mái)	17,049	46,459	77,836	293,088	73,416	124,689	295,646
Thủy điện tích năng & pin lưu trữ	-	12,394	18,298	116,810	22,271	31,331	117,310
Điện hạt nhân	-	-	6,000	10,544	-	6,000	14,031
Khác	1,399	14,339	20,885	43,098	17,221	30,238	62,890
Tổng công suất	89,569	183,291	273,949	774,503	236,363	370,953	838,681

Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

- Trong T3/2026, Bộ Công Thương phê duyệt Quyết định 363/QĐ-BCT về Điều chỉnh quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia, thay thế QĐ383 ban hành năm 2023. Các điều chỉnh mới duy trì tinh thần từ Nghị quyết số 70-NQ/TW về bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, yêu cầu tăng cường tự chủ năng lượng, hạn chế tác động ngoại sinh, đảm bảo cung ứng nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế 2 con số, cụ thể: (1) Khai thác tối đa tiềm năng của NLTT, giảm phụ thuộc nhập khẩu nhiên liệu; (2) Nâng cao năng lực dự trữ: Năng lực dự trữ xăng dầu quốc gia đạt mức 90 ngày nhập ròng, từ mức chỉ ~30 ngày hiện tại; (3) Phát triển nguồn điện nền ổn định: Xây dựng hướng đi rõ ràng để phát triển điện khí LNG, khởi động lại Điện Hạt nhân và các nguồn điện linh hoạt khác như BESS, sinh khối, thủy điện tích năng.
- Quyết Định 363 được ban hành trong bối cảnh giá các nhiên liệu hóa thạch như dầu thô, khí, than biến động khó lường, rầy lên những lo ngại về an ninh năng lượng. Các dự án nhiệt điện – vốn đã gặp nhiều rủi ro về chậm tiến độ, càng trở nên khó khăn để kịp vận hành trước 2030. Theo đó, việc đẩy mạnh NLTT + đa dạng hóa các nguồn điện linh hoạt là cần thiết để tăng sự chủ động nguồn cung và bù đắp cho thiếu hụt công suất.

Triển vọng dài hạn: Chúng tôi tổng hợp các diễn biến về chính sách quan trọng của ngành điện giai đoạn sắp tới

Dự thảo Luật điện lực sửa đổi 2026	- Cấp thiết hoàn thiện thể chế để chuyển hóa các mục tiêu của QHĐ8 Điều chỉnh thành dự án có thể đầu tư triển khai thực tế; Cải cách thị trường điện, đảm bảo môi trường đầu tư ổn định và có khả năng dự báo; & nghiên cứu cho phép phân bổ các khoản chi phí chưa được tính đủ vào giá bán lẻ điện bình quân. Dự kiến thông qua trong Q3/2026, các Thông Tư, Nghị Định dưới luật sẽ được triển khai song song để có thể ban hành một cách khẩn trương nhất.
Điện NLTT	Nghị định số 243/2026/NĐ-CP về sửa đổi Nghị định 57 (cơ chế DPPA) và Nghị định 58 về cơ chế phát triển NLTT, năng lượng mới, đã chính thức được ban hành trong T6/2026. Chỉ thị 10/CT-TTg: Khuyến khích các hộ gia đình lắp đặt điện mặt trời. - Việt Nam khai trương sàn giao dịch carbon trong nước, ghi nhận những giao dịch đầu tiên. Dự kiến thời gian thí điểm đến 2028. - Dự thảo nghị quyết về cơ chế tháo gỡ khó khăn phát triển năng lượng GD 2026-30: Đề cập đến các cơ chế ưu đãi cho Điện gió ngoài khơi.
Điện khí	Dự thảo sửa đổi Nghị định 56 và Nghị định 100, tập trung vào các cơ chế tháo gỡ cho các dự án điện khí nội + LNG.

Nhìn từ quy hoạch, thấy rõ quan điểm phát triển trong giai đoạn tới không chỉ đơn thuần tăng trưởng nguồn điện, mà còn là đảm bảo các nguồn có tính dự phòng cao, linh hoạt cho hệ thống. Đây là cơ sở để Chính Phủ xây dựng một hệ thống hành lang pháp lý giúp:

- 1) Thúc đẩy đầu tư các nguồn điện sạch NLTT;
- 2) Khuyến khích tối đa nguồn điện phân tán (ĐMT mái nhà + BESS) nhằm giảm áp lực cho hệ thống;
- 3) Xây dựng các cơ chế đặc thù + tháo gỡ vướng mắc cho các nguồn điện linh hoạt như điện khí LNG, điện gió ngoài khơi, điện hạt nhân.

Chúng tôi kỳ vọng các mục tiêu trên sẽ là chủ đạo trong giai đoạn phát triển sắp tới của ngành điện.

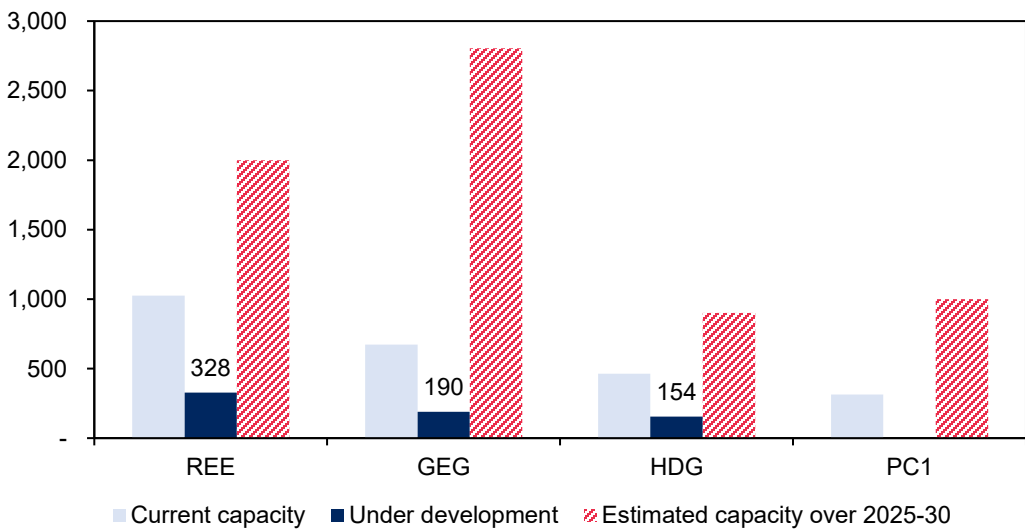
Năng lượng tái tạo: Bước vào chu kỳ phát triển mạnh mẽ

- Năm 2025 đánh dấu một giai đoạn chuyển mình của ngành NLTT sau một khoảng thời gian chững lại. Cụ thể, nhiều chính sách quan trọng được ban hành trong giai đoạn này nổi bật như Khung giá 2025 cho các loại hình NLTT; Nghị định 57 về cơ chế DPPA; Nghị định 58 về phát triển NLTT và năng lượng mới;... Hiện tại, về cơ bản các doanh nghiệp đã có đủ hành lang pháp lý để triển khai dự án mới. Trên thực tế, một số doanh nghiệp nổi bật trên sàn như REE, GEG, HDG đều đã bắt đầu tăng tốc triển khai đầu tư dự án, và đều dự kiến sẽ có nhà máy mới đi vào vận hành trong 2026-27.
- Hiện nay, hầu hết các dự án điện gió đều đang thực hiện theo hình thức đàm phán với EVN. Khung giá năm 2025 được đánh giá vẫn đảm bảo tỷ suất sinh lời IRR 12% và hiệu quả hơn rõ rệt khung giá chuyển tiếp khi ghi nhận mức cao hơn từ 9-23%. Đối với ĐMT, mặc dù khung giá ở một số khu vực duy trì ở mức thấp, việc chi phí pin giảm mạnh và hiệu suất cải thiện cũng phần nào đảm bảo tính kinh tế các dự án. Ngoài ra, khung giá 2025 cũng đang tạo động lực đầu tư ở loại hình ĐMT nổi, và khuyến khích kết hợp pin lưu trữ (BESS) do có mức giá cao hơn. REE, PC1, TV2 dành sự quan tâm lớn đến ĐMT nổi, do một số lợi ích như 1) Tận dụng hệ thống truyền tải của thủy điện sẵn có; 2) Tận dụng các mặt hồ thủy điện đang sở hữu, giảm tải được công tác GPMB và thuê đất.

Khung giá mới mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp NLTT, sau khoảng 4 năm vướng mắc chính sách

		Khu vực	FIT1	FIT2	Chuyển tiếp	Khung giá 2025 (USD)	Khung giá 2025 (VND)	%sv giá chuyển tiếp
Điện mặt trời không có hệ thống lưu trữ (BESS)	Điện mặt trời nổi	Bắc Bộ				6.6	1,686	42%
		Nam Trung Bộ	9.4	7.7	4.6	5.2	1,336	13%
		Nam Bộ				4.8	1,228	4%
	ĐMT trang trại	Bắc Bộ				5.4	1,383	17%
		Nam Trung Bộ	9.4	7.1	4.6	4.3	1,107	-7%
		Nam Bộ				3.9	1,012	-15%
Điện mặt trời không có hệ thống lưu trữ (BESS)	Điện mặt trời nổi	Bắc Bộ				7.3	1,877	na
		Nam Trung Bộ	9.4	7.7	4.6	5.8	1,487	na
		Nam Bộ				5.3	1,367	na
	ĐMT trang trại	Bắc Bộ				6.1	1,572	na
		Nam Trung Bộ	9.4	7.1	4.6	4.9	1,257	na
		Nam Bộ				4.5	1,150	na
Điện gió trên bờ	Bắc Bộ				7.6	1,959	23%	
	Nam Trung Bộ		8.5	6.2	7.0	1,807	14%	
	Nam Bộ				7.2	1,840	16%	
Điện gió gần bờ				9.8	7.1	7.7	1,987	9%

Chi phí đầu tư giảm nhanh vẫn đảm bảo triển vọng đầu tư vào nguồn NLTT, trong khi nhu cầu điện sạch ngày càng lớn (Đơn vị: triệu USD/MW)



Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, MBS Research

Năng lượng tái tạo: Ban hành những cơ chế đột phá hơn nhằm tăng tính hấp dẫn đầu tư vào ngành NLTT

Chính phủ ban hành Nghị định số 243/2026/NĐ-CP ngày 26/6/2026, sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 57/2025/NĐ-CP về DPPA và Nghị định số 58/2025/NĐ-CP về phát triển điện năng lượng tái tạo, điện năng lượng mới.

Sửa đổi, bổ sung Nghị định 57 về cơ chế DPPA	
Quan điểm: Đề xuất nhiều thay đổi tích cực so với cơ chế cũ	
Thay đổi	Tác động
Bỏ khung giá DPPA qua lưới kết nối riêng, giá do hai bên tự đàm phán	Các nhà máy đàm phán được giá cao, đang cân nhắc tham chiếu theo giá bán lẻ
Mở rộng đối tượng tham gia DPPA sang đơn vị bán lẻ điện tại KCN/KCX/khu công nghệ cao. Cho phép Data Center tham gia DPPA	Mở rộng quy mô thị trường DPPA.
Tăng tỷ lệ bán điện dư từ 20% lên 50%. Bổ sung khả năng bán điện dư >50% đến 2030	Kích thích bùng nổ ĐMT áp mái trong ngắn, trung hạn.
ĐMT mái nhà bán trực tiếp cho khách hàng lớn không cần đăng ký phát triển nguồn	Gỡ nút thắt thủ tục lớn cho DPPA ĐMT mái nhà
Minh bạch các chi phí dịch vụ DPPA	Giúp doanh nghiệp định giá hợp đồng tốt hơn.

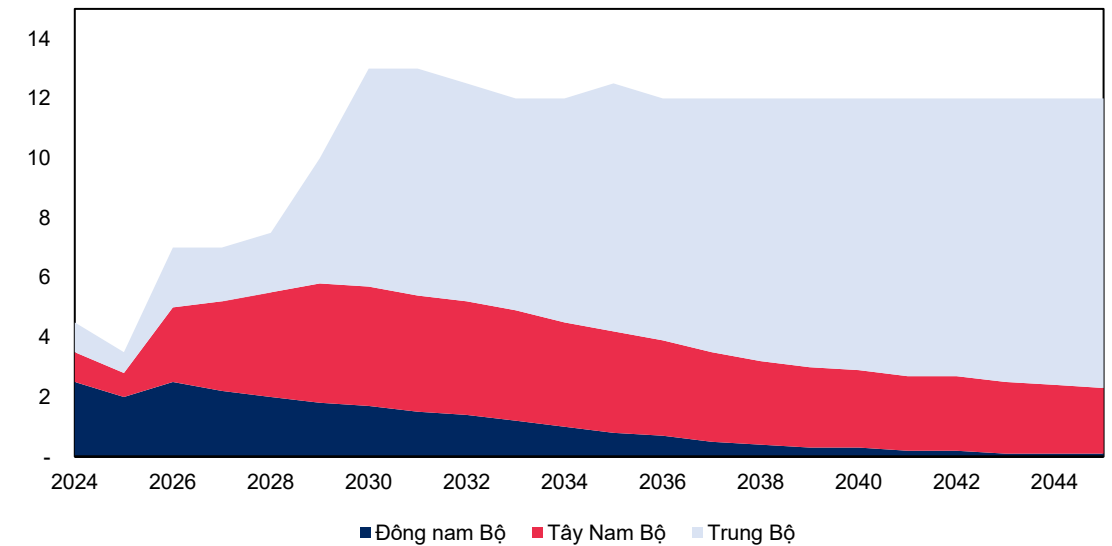
Sửa đổi, bổ sung Nghị định 58 về cơ chế phát triển NLTT	
Quan điểm: Không phát sinh nhiều vướng mắc, chủ yếu là các vướng mắc về cơ chế DPPA cho ĐMT mái nhà, sẽ được khắc phục trong Nghị định 57	
Thay đổi	Tác động
Cho phép đơn vị bán lẻ điện ngoài EVN mua điện dư	Mở rộng đầu ra cho ĐMT mái nhà
Cho phép lắp ĐMT trên tường, ban công, bề mặt công trình	Mở rộng diện tích triển khai ĐMT đô thị.
Nguồn <1kW không cần thông báo	Giảm thủ tục cho hộ dân nhỏ lẻ.
Đơn giản hóa hồ sơ bán điện dư, điều khoản kỹ thuật và thủ tục	Giảm thời gian triển khai
Khuyến khích ĐMT áp mái + BESS giai đoạn 2026–2030	Hỗ trợ thị trường pin lưu trữ BESS.

- Cơ chế DPPA có độ mở sẽ là chất xúc tác thúc đẩy đầu tư các dự án ĐMT, một nhiệm vụ rất quan trọng trong QHĐ8 Điều chỉnh. Đối với ĐMT áp mái, các cơ chế vẫn đang hướng đến yếu tố tự sản – tự tiêu, nhưng cũng đồng thời xem xét nghiên cứu để cho bên thứ 3 đầu tư và kinh doanh trên mái nhà của khách hàng. Ở hiện tại, các doanh nghiệp hưởng lợi chính từ xu hướng bùng nổ lắp đặt ĐMT áp mái chủ yếu là các doanh nghiệp nhà thầu xây lắp như CTR, PC1.

Điện khí: Đề xuất các cơ chế ưu đãi hơn nhằm thu hút đầu tư vào ngành, đặc biệt khi nguồn điện khí LNG có rủi ro chậm tiến độ rất cao GD 2026-30

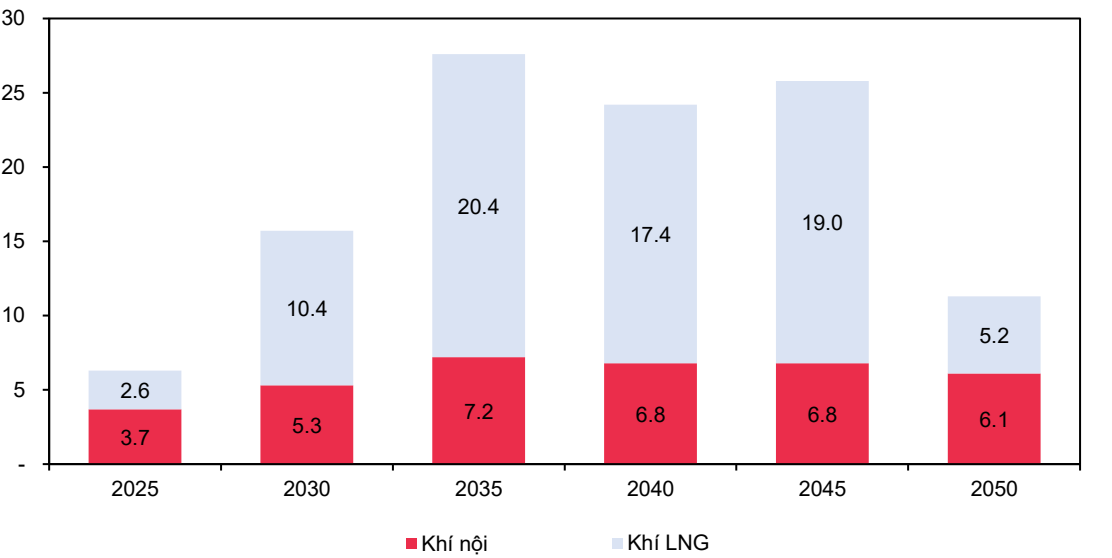
- Khả năng cấp khí nội cho sản xuất điện giảm mạnh, đạt 3.7 tỷ kWh trong 2025, giảm 22% sv mức vốn đã thấp của 2024, đặc biệt tại khu vực ĐNB. Theo GENCO3, năng lực cấp khí nội hiện tại chỉ vào khoảng 10tr m3/ngày trong khi mức tối đa có thể huy động là 28-29tr m3/ngày. Trong bối cảnh các mỏ giá rẻ cạn kiệt, các mỏ khí mới có chi phí khai thác đắt đỏ hơn, dự kiến tiếp tục tăng lên ~11-13USD/mmbtu khi các mỏ mới như Lô B, Cá Voi Xanh đi vào khai thác. Để đảm bảo tính ổn định của các nhà máy, giải pháp cấp khí LNG bổ sung là tất yếu.
- Hiện nay, các dự án LNG đều gặp rủi ro chậm tiến độ, có thể gây ra chậm các kế hoạch phát triển QHĐ8 ĐC kéo theo rủi ro an ninh năng lượng. Trong bối cảnh đó, dự thảo Nghị định 56 & Nghị định 100 sửa đổi đã được trình và xin ý kiến, đề xuất nhiều cơ chế ưu đãi hơn cho điện khí LNG bao gồm 1) Nâng Qc từ 65% lên 75%; 2) tăng thời gian bao tiêu từ 10 lên 15 năm áp dụng cho các dự án vận hành trước 2031. Nếu được thông qua, cơ chế sẽ tạo cú hích lớn hơn trong cuộc đua phát triển các dự án điện khí, chúng tôi nhận thấy POW đang là doanh nghiệp nổi bật nhất thể hiện quyết tâm dẫn đầu trong lĩnh vực này.

Khả năng cấp khí nội địa suy giảm mạnh đến 2026, trong khi phần lớn các mỏ mới được quy hoạch để cấp khí cho các nhà máy theo cụm



Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Dự kiến nhu cầu LNG tăng mạnh từ nay đến 2035 nhằm đáp ứng cho nhu cầu huy động các nhà máy (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Điện khí: Đề xuất các cơ chế ưu đãi hơn nhằm thu hút đầu tư vào ngành, đặc biệt khi nguồn điện khí LNG có rủi ro chậm tiến độ rất cao GD 2026-30

POW đang cho thấy quyết tâm lớn trong nhóm các doanh nghiệp điện khí LNG khi tham gia vào nhiều dự án nhằm đón đầu chính sách mới

Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ dự kiến	Chủ đầu tư	Tiến độ
Điện khí LNG				
Nhơn Trạch 3&4	1,624	2025	PVPower	Đi vào vận hành từ T1/2026
LNG Hiệp Phước 1	1,200	2028	Công ty TNHH Hải Linh	Đã ký PPA và khởi công trong T3/2026
LNG Bạc Liêu	3,200	2030	Delta Offshore Energy	Đang thẩm định NCKT và thu xếp vốn
LNG Quảng Ninh	1,500	2028-29	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni	T3/26 khởi công dự án đường dây giải tỏa công suất
LNG Thái Bình	1,500	2028-29	TTVN – Tokyo gas – Kyuden	Đang GPMB; dự kiến phát điện tổ máy 1 Q4/28 – tổ máy 2 Q4/29
LNG Nghi Sơn	1,500	2028		Chưa có nhà đầu tư tham gia sau 2 lần mở thầu
LNG Quỳnh Lập	1,500	2030	PVPower - Tập đoàn SK - Mía đường Nghệ An	Khởi công T5/2026, đang GPMB
LNG Quảng Trạch II	1,500	2028	EVN	Ký thỏa thuận khung cấp khí LNG trong T2/2026
LNG Hải Lăng	1,500	2028-29	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas	Đang thẩm định NCKT
LNG Cà Ná	1,500	2028	Trung Nam-Sideros River	Công tác GPMB gặp nhiều khó khăn
LNG Sơn Mỹ 2	2,250	2028	Tập đoàn AES	Đang thẩm định NCKT
LNG Sơn Mỹ 1	2,250	2028	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group	Đang thẩm định NCKT
LNG Long Sơn	1,500	2031-35		Vướng mắc trong khâu lựa chọn nhà đầu tư
LNG Long An 1	1,500	2028-29	GS Energy - Vinacapital	Đang thu xếp vốn; đàm phán PPA
LNG Long An 2	1,500	2031	GS Energy - Vinacapital	Đang thu xếp vốn; đàm phán PPA
LNG Hải Phòng I	1,600	2030	VinEnergco - Vingroup	Vingroup đang lên phương án xin thay thế bằng NLTT + BESS
LNG Hiệp Phước 2	1,500	2025-30		
LNG Công Thanh	1,500	2031-35	Tập đoàn Công Thanh	Đề xuất chuyển đổi từ NĐ Than sang LNG
LNG Hải Phòng II	3,200	2031-35	VinEnergco - Vingroup	Vingroup đang lên phương án xin thay thế bằng NLTT + BESS
LNG Vũng Áng III	1,500	2031-35	PVPower – Lilama – B.Grimm (Thái Lan)	Chấp thuận chủ trương đầu tư trong T6/2026
LNG Quảng Trạch III	1,500	2031-35	EVN	Ký thỏa thuận khung cấp khí LNG trong T2/2026
Điện khí nội địa				
Ô Môn III, IV (Lô B)	2,100	2028-30	PVN	Đang lựa chọn thầu xây dựng + đàm phán các hợp đồng
Ô Môn II (Lô B)	1,050	2027-28	Vietracimex - Marubeni	Đang lập NCKT
Dung Quất 2 (CVX)	750	2030	Semcorp	Phê duyệt NCKT, tiến độ phụ thuộc vào thượng nguồn
Dung Quất 1,3 (CVX)	1,500	2030	EVN	Đang lập NCKT, tiến độ phụ thuộc vào thượng nguồn
Miền Trung 1,2 (CVX)	1,500	2030	PVN	Đang lập NCKT
TBKHH Quảng Trị	340	2030	Gazprom (Nga)	Sử dụng khí Báo vàng

Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Dự phóng KQKD 2026-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	PC1			POW			REE			HDG			NT2			QTP			GEG		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	13,085	13,128	15,663	34,151	57,856	58,934	10,026	11,635	13,504	2,786	3,472	4,511	7,958	8,697	8,765	10,786	11,662	10,366	2,983	2,818	2,978
%svck	29.8%	0.3%	19.3%	13.2%	69.4%	1.9%	19.4%	16.1%	16.1%	2.5%	24.6%	29.9%	33.9%	9.3%	0.8%	-9.4%	8.1%	-11.1%	28.3%	-5.5%	5.7%
LN gộp	2,716	2,589	3,439	4,327	8,168	6,919	3,775	4,196	4,917	1,754	2,232	2,965	1,248	1,008	994	1,526	1,051	834	1,637	1,481	1,563
Biên LN gộp (%)	20.8%	19.7%	22.0%	12.7%	14.1%	11.7%	37.7%	36.1%	36.4%	63.0%	64.3%	65.7%	15.7%	11.6%	11.3%	14.1%	9.0%	8.0%	54.9%	52.6%	52.5%
EBITDA	2,946	2,688	3,508	5,934	10,302	9,024	4,299	4,775	5,690	1,770	2,064	2,950	1,719	1,059	1,049	1,878	1,474	1,268	2,346	2,225	2,350
Biên EBITDA (%)	22.5%	20.5%	22.4%	17.4%	17.8%	15.3%	42.9%	41.0%	42.1%	63.5%	59.5%	65.4%	21.6%	12.2%	12.0%	17.4%	12.6%	12.2%	78.6%	79.0%	78.9%
LN ròng	1,050	890	1,542	2,341	4,973	4,136	2,529	2,767	3,304	706	805	1,339	1,130	892	911	1,051	768	438	696	565	612
%svck	128.1%	-15.3%	73.3%	87.0%	112.4%	-16.8%	26.9%	9.4%	19.4%	102.6%	14.1%	66.3%	1263.5%	-21.0%	2.0%	69.8%	-27.0%	-42.9%	506.6%	-18.9%	8.4%
EPS (đ/cp)	2,553	2,163	3,749	763	1,621	1,348	4,060	4,442	5,303	1,761	1,887	3,137	3,926	3,100	3,163	2,336	1,621	926	1,944	1,576	1,709
BVPS (đ/cp)	14,345	16,508	20,257	11,196	13,119	14,481	31,337	34,909	39,343	18,379	19,849	22,918	16,880	18,584	20,295	13,211	13,486	13,360	18,035	19,788	21,729
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(15,646)	(16,108)	(11,532)	(3,135)	(2,249)	1,646	(5,065)	(10,938)	(6,785)	(8,892)	(7,688)	(4,166)	7,008	8,982	10,736	3,409	2,485	(3,684)	(14,408)	(9,828)	(6,192)
Nợ/VCSH	1.8	1.6	1.4	0.8	0.7	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.0	0.5	1.3	1.2	1.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	1.5%	1.5%	2.4%	2.4%	2.4%	3.2%	3.2%	3.2%	10.5%	10.5%	10.5%	0.8%	0.8%	0.8%
ROAE (%)	12.7%	9.4%	13.6%	6.5%	12.1%	9.0%	10.8%	10.6%	11.2%	10.4%	11.0%	15.8%	23.3%	16.7%	15.6%	17.7%	12.7%	7.3%	11.2%	8.2%	8.1%
ROAA (%)	4.6%	3.4%	5.4%	2.8%	5.2%	3.9%	6.6%	6.4%	7.0%	4.8%	4.7%	7.3%	12.6%	8.9%	8.4%	13.5%	9.7%	4.3%	4.5%	3.6%	3.8%

Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn POW, REE

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
POW	Khả quan	16,900	- Triển vọng ngành đang trở nên tích cực hơn trong bối cảnh Bộ Công Thương đang hoàn thiện cơ chế tháo gỡ vướng mắc phát triển nguồn điện khí, trong đó nổi bật đề xuất nâng tỷ lệ bao tiêu Qc điện khí LNG từ 65% lên 75% trong vòng 15 năm đầu. Sau Nhơn Trạch 3&4 vừa đi vào vận hành trong 2026, POW hiện theo đuổi nhiều dự án điện khí LNG khác thông qua các liên danh đầu tư, bao gồm LNG Quảng Ninh (1,500MW); LNG Quỳnh Lập (1,500MW) kỳ vọng đi vào vận hành trước 2031; đồng thời nghiên cứu đầu tư thêm LNG Cà Mau 3 (1,200MW), Nhơn Trạch 5 (600MW) cho thấy vị thế lớn của doanh nghiệp trong nhóm ngành này. - Môi trường huy động có sự cải thiện rõ rệt trong 2 năm trở lại đây, các nhà máy đang được phân bổ Qc cao, theo chu kỳ 6 tháng 1 lần, ở mức tối thiểu 48% cho điện khí nội và 65% cho điện khí LNG, đặc biệt quan trọng bối cảnh huy động thực tế của nhóm ngày càng suy giảm giá bán cao, giảm tính cạnh tranh trên thị trường điện. - Tăng trưởng LN đột biến trong 2026 đóng góp từ biên LN gộp các nhà máy cải thiện rõ rệt, cùng với các khoản doanh thu bất thường của Vũng Áng, Cà Mau 1&2. Từ 2027, nhu cầu tiêu thụ điện kỳ vọng tăng trưởng bền vững trên 10% từ nay đến 2030 là yếu tố bán lẻ hỗ trợ cải thiện huy động các nhà máy.
REE	Khả quan	63,400	- Doanh nghiệp đa ngành với mũi nhọn tập trung vào vào các ngành nghề tiện ích, có dòng tiền dồi dào bao gồm điện, nước sạch, và cho thuê văn phòng. Năng lực tài chính mạnh mẽ cùng bảng cân đối lành mạnh giúp REE có lợi thế chủ động trong hoạt động M&A và tìm kiếm các cơ hội đầu tư có tỷ suất sinh lời cao. - Đặt trọng tâm tăng trưởng chính vào các dự án điện, trong đó GD 2026-28 triển khai phát triển ~400MW bao gồm 376MW điện gió gần bờ và dự án thủy điện Trà Khúc 2 (30MW). Ngoài ra, REE cũng rất tích cực trong việc mở rộng danh mục đầu tư lĩnh vực NLTT, bao gồm xin phê duyệt triển khai các dự án ĐMT nổi nhằm tận dụng lợi thế sở hữu các hồ thủy điện lớn, đồng thời đang khảo sát nghiên cứu đầu tư dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500MW). Chúng tôi đánh giá tích cực với tiềm năng phát triển của REE trong lĩnh vực điện nhờ tiềm lực về quy mô vốn lớn và năng lực triển khai dự án đã được chứng minh. - Định giá P/B đã quay về mức đáy TB 2 năm (1.5x), trong khi ROE GD 2026-27 duy trì ở mức ~10-11%, cho thấy REE là một lựa chọn đầu tư phù hợp trong bối cảnh các rủi ro về lãi suất và lạm phát hiện hữu. Doanh nghiệp sở hữu dòng tiền dồi dào, sức khỏe tài chính tốt và tỷ lệ đòn bẩy ở mức hợp lý. Chúng tôi cho rằng REE là cơ hội đầu tư phù hợp trong chiến lược đầu tư ngành phòng thủ trong khi tăng trưởng LN ròng vẫn khá bền vững đạt 14% CAGR giai đoạn 2026-27.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn POW, REE

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
PC1	Khả quan	27,500	- Mảng xây lắp điện và tổng thầu hưởng lợi trong chu kỳ đẩy mạnh phát triển hạ tầng năng lượng quốc gia. Với vị thế và năng lực đã được chứng minh, doanh nghiệp kỳ vọng mảng tăng trưởng trung bình 12% GD 2026-30 với nguồn việc lớn theo QHĐ 8 Điều chỉnh. Ở mặt tiêu cực, các thông tin liên quan đến sai phạm của ban lãnh đạo ảnh hưởng lên hoạt động đi chào thầu của doanh nghiệp trong tương lai theo quan điểm của chúng tôi, các gói thầu từ EVN sẽ có thể không bị ảnh hưởng quá nhiều, nhưng danh tiếng của PC1 phần nào bị giảm sút khi chào thầu các đối tác bên ngoài, nhất là khi doanh nghiệp đang tiến ra quốc tế. - Tăng trưởng kép EPS 2026-27 đạt 35% CAGR, thúc đẩy bởi mảng BDS KCN. Bên cạnh Western Pacific - công ty LDLK PC1, sở hữu danh mục đầu tư gồm các dự án quy mô như Yên Phong IIA, Đồng Văn 5, Yên Lư MR (~370ha), doanh nghiệp xúc tiến tự đầu tư 100% cổ phần Nomura 2 (~200ha) nằm tại vị trí đắc địa Hải Phòng. - Nền giá Niken tăng nhẹ từ mức 15,000USD/tấn lên ~17-18,000USD/tấn, hỗ trợ triển vọng doanh thu mảng khai khoáng. Doanh nghiệp vẫn đảm bảo các dự án BDS quy mô vừa và nhỏ, ưu tiên bán hàng nhanh để làm động lực cho tăng trưởng ngắn hạn như bàn giao nốt Tháp Vàng trong nửa đầu 2026, lên kế hoạch triển khai dự án thấp tầng Gia Lâm trong 2026-27. - Dự kiến trong T7/2026 sẽ tiến hành họp ĐHCĐ bất thường để bầu lại BoD, chúng tôi sẽ tiếp tục theo sát để đánh giá định hướng sắp tới của doanh nghiệp
HDG	Khả quan	28,500	- Bảng cân đối lành mạnh, tỷ lệ đòn bẩy thấp và dòng tiền tốt từ mảng điện là yếu tố giúp HDG chống trội với các khó khăn thị trường. Nhờ năng lực triển khai dự án tốt, các dự án điện được hưởng mức lãi suất thấp, rủi ro tỷ giá cũng được loại bỏ sau khi doanh nghiệp tái cấu trúc khoản nợ EUR của điện gió 7A sang khoản vay nội địa. HDG là lựa chọn phù hợp trong bối cảnh rủi ro về lãi suất và lạm phát có diễn biến khó lường. - Tăng trưởng kép LN ròng 2026/27 đạt ~30% svck. Trong đó, động lực tăng trưởng chính phụ thuộc vào bàn giao Charm Villa GD3. Trong 2026, tăng trưởng nhiều khả năng sẽ phụ thuộc vào bàn giao BDS do thủy điện ghi nhận giảm sản lượng từ nền cao năm ngoái, yếu tố chu kỳ thời tiết là đặc thù của thủy điện, không làm thay đổi quan điểm định giá. - Doanh nghiệp nổi bật trong chu kỳ phát triển mới của NLTT, tham vọng tăng gấp đôi công suất đến 2030 với một số dự án đang triển khai như thủy điện nhỏ La Trọng (18MW); Sơn Linh, Sơn Nham (24MW), điện gió Phước Hữu (50MW) và Bình Gia (80MW). Ở mảng BDS, HDG ghi nhận một số dự án được đưa vào danh sách thí điểm Nghị quyết 171 như 62 Phan Đình Giót, Minh Long, Green Lane, doanh nghiệp kỳ vọng sẽ mất từ 1-2 năm hoàn thiện pháp lý, thúc đẩy triển vọng tăng trưởng từ 2028.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn POW, REE

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
GEG	Khả quan	17,100	- LN ròng 2026 mặc dù ghi nhận giảm 19% svck do không còn các khoản bất thường, tuy nhiên nếu nhìn rộng hơn, quy mô LN giai đoạn tới kỳ vọng ~500 tỷ so với mức chỉ ~200 tỷ trước 2024, các nhà máy về cơ bản đi vào vận hành ổn định. - Về chiến lược phát triển, GEG đang triển khai điện gió VPL2 Bến Tre (40MW); ĐMT Đức Huệ 2 (50MW), và mới đây trúng thầu dự án điện gió gần bờ Tân Thành (100MW). Đáng chú ý, ĐMT Đức Huệ 2 sẽ tích hợp BESS, kỳ vọng là một trong số các dự án áp dụng DPPA đầu tiên với khách hàng Samsung, giá bán ~4.0 UScent/kWh. - Định giá khá rẻ so với quy mô công suất (672MW) với P/E 9.4x và P/B 1.0x, thấp hơn mức trung bình ngành. Doanh nghiệp thuần điện và có dòng tiền tốt, thực hiện trả nợ nhiều GD 2024-25 để cải thiện cấu trúc tài chính.
NT2	Khả quan	27,300	- LN ước tính giảm 21% svck từ nền cao năm 2025, giai đoạn nhà máy được bù Qc nhiều và các khoản doanh thu từ tỷ giá được thanh toán trong Q4/25. Nếu nhìn thuần về huy động, kỳ vọng huy động sản lượng vẫn sẽ tích cực, nhà máy vẫn được giao Qc cao và được phân bổ khí khá ổn định. - Về định giá, mức giá hiện tại tương đương tỷ suất cổ tức 3.2%, không quá hấp dẫn nếu so với các kênh đầu tư thay thế trong khi triển vọng lợi nhuận ổn định.
QTP	Khả quan	13,300	- LN 2026 ghi nhận giảm chủ yếu do nền cao 2025 khi được ghi nhận các khoản doanh thu từ tỷ giá trong Q4, nếu loại bỏ khoản LN bất thường, ước tính LN tăng ~60% svck. Chúng tôi nhận thấy xu hướng huy động khá thuận lợi trong 2026, nhờ 1) Huy động thủy điện dự kiến giảm do xác suất pha El Nino trở lại từ nửa cuối năm; 2) Huy động điện khí gặp khó khăn trong bối cảnh rủi ro nguồn cung và giá khí tăng cao; 3) Giá thị trường điện duy trì ở mức cao có thể giúp đảm bảo LN nhà máy. QTP phù hợp cho giai đoạn đầu tư Q2-Q3 khi miền Bắc bước vào cao điểm tiêu thụ điện mùa nắng nóng. - Tỷ suất cổ tức ~10%, P/B hiện tại chỉ đạt 1.0x, là lựa chọn rủi ro thấp và hợp lý cho chiến lược đầu tư ngành phòng thủ. Câu chuyện huy động điện than thường khá nổi bật những năm thủy điện giảm sản lượng trong bối cảnh Việt Nam vẫn gặp nhiều rủi ro về thiếu điện. - Ở mặt hạn chế, QTP hiện đang phải đầu tư hệ thống giảm phát thải ~3,899 tỷ đồng khi dự kiến trong 2027 sẽ chuẩn bị thí điểm áp dụng hạn ngạch phát thải, có rủi ro phải dừng 2 tổ máy trong tháng 4 và tháng 9 để thực hiện nâng cấp.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		D/E
	tr USD	TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	TTM	2026	TTM	2026	Hiện tại
Điện khí												
PVPower	1,646.0	12.9	11.0	1.1	1.0	3.6	4.1	9.0	11.2	7.6	5.7	81%
GENCO3	1,000.7	6.0	15.8	1.3	1.3	8.1	3.2	26.6	11.9	4.3	5.5	135%
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	238.9	5.0	7.5	1.3	1.2	15.0	9.2	27.5	17.6	1.9	2.8	27%
Trung bình		8.0	11.4	1.2	1.2	8.9	5.5	21.0	13.6	4.6	4.7	81%
Trung vị		6.0	11.0	1.3	1.2	8.1	4.1	26.6	11.9	4.3	5.5	81%
Điện than												
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	184.0	12.3	na	0.8	na	5.2	na	6.5	na	4.4	na	0%
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	195.0	4.9	9.2	0.8	0.9	13.6	7.3	18.8	10.5	1.8	3.1	0%
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	112.8	14.2	21.1	0.6	0.6	3.7	2.9	4.5	3.4	17.8	12.6	0%
Trung bình		10.5	15.2	0.7	0.8	7.5	5.1	9.9	7.0	8.0	7.9	0%
Trung vị		12.3	15.2	0.8	0.8	5.2	5.1	6.5	7.0	4.4	7.9	0%
Thủy điện												
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	388.5	11.8	na	2.1	na	10.2	na	17.9	na	7.3	na	55%
CTCP Thủy điện Hủa Na	205.5	11.3	na	1.5	na	11.9	na	14.1	na	5.7	na	12%
CTCP Thủy điện Miền Trung	170.4	9.7	na	2.1	na	17.3	na	22.4	na	6.3	na	18%
CTCP Thủy điện Thác Bà	83.9	11.5	na	1.9	na	12.1	na	17.1	na	6.8	na	6%
CTCP Thủy điện Miền Nam	132.4	12.6	na	2.5	na	20.4	na	20.3	na	7.3	na	0%
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	190.8	18.3	na	3.1	na	13.6	na	14.5	na	10.4	na	0%
CTCP Thủy điện Thác Mơ	147.3	12.2	na	2.3	na	14.8	na	20.0	na	8.2	na	15%
Trung bình		12.5	na	2.2	na	14.3	na	18.0	na	7.4	na	15%
Trung vị		12.0	na	2.2	na	14.0	na	18.0	na	7.3	na	13%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research (dữ liệu cập nhật ngày 10/07/2026)

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		D/E
	tr USD	TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	TTM	2026	TTM	2026	Hiện tại
Doanh nghiệp đa ngành + NLTT												
CTCP Cơ Điện Lạnh	1,114.6	11.1	10.6	1.4	1.2	6.7	6.2	12.9	11.1	8.1	7.5	43%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	292.8	11.5	8.5	1.1	0.9	4.7	6.4	10.2	11.8	6.7	6.1	55%
CTCP Tập Đoàn PC1	332.8	8.6	8.7	1.3	0.9	5.0	3.9	16.5	12.9	6.1	5.9	134%
CTCP Điện Gia Lai	189.1	11.0	12.1	1.1	0.9	3.5	2.8	11.1	7.1	7.5	7.4	128%
Trung bình		10.6	10.0	1.2	1.0	5.0	4.8	12.7	10.7	7.1	6.7	90%
Trung vị		11.1	9.7	1.2	0.9	4.9	5.1	12.0	11.5	7.1	6.8	91%
Tư vấn xây dựng điện												
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	69.8	13.7	13.8	1.3	na	4.3	5.8	10.0	15.8	13.3	na	6%
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 1	33.8	6.9	na	2.3	na	7.9	na	23.4	na	4.5	na	70%
Trung bình		10.3	13.8	1.8	na	6.1	5.8	16.7	15.8	8.9	na	38%
Trung vị		10.3	13.8	1.8	na	6.1	5.8	16.7	15.8	8.9	na	38%



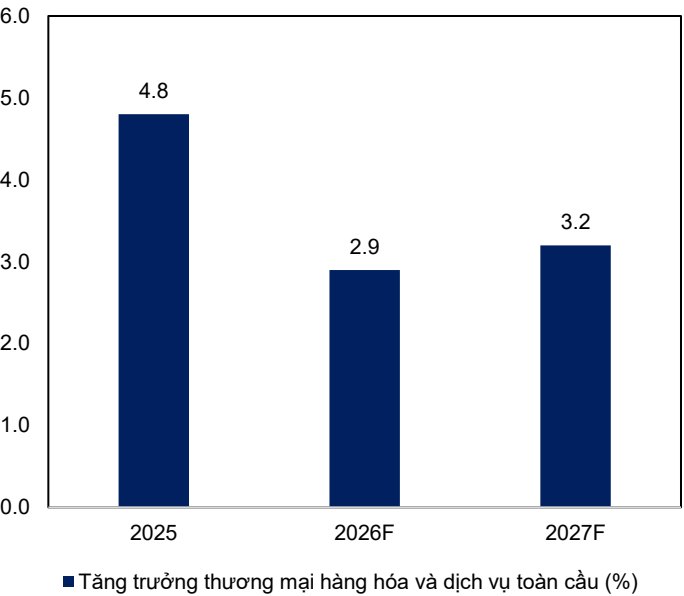
Triển vọng 2H26 | Ngành Logistics

Vững tay chèo, lái sóng lớn

Bất chấp ảnh hưởng từ chiến tranh Mỹ-Iran, tăng trưởng thương mại trong khu vực Châu Á được dự báo tiếp tục tăng trưởng bền vững

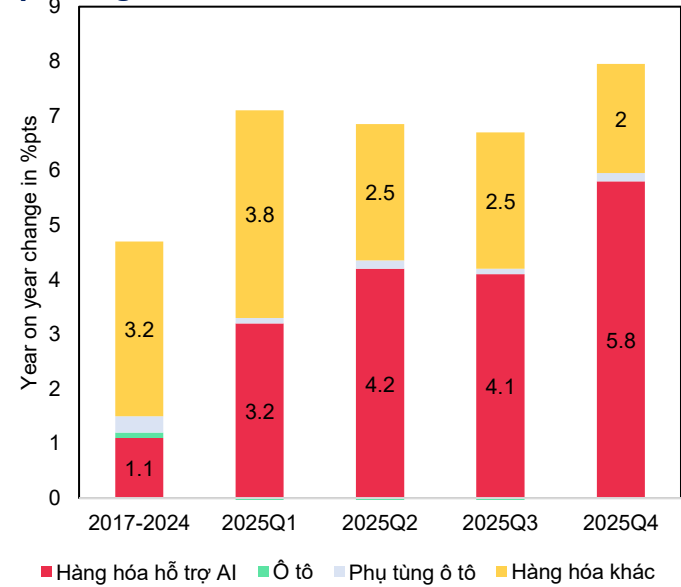
- Trong 1H2026, rủi ro địa chính trị tại khu vực Trung Đông đã gây ra các đứt gãy nghiêm trọng đối với luồng thương mại toàn cầu, đẩy chi phí logistics lên mức cao và lạm phát gia tăng đang trực tiếp bào mòn sức cầu tiêu dùng tại các thị trường phát triển như Mỹ và EU. Bước sang 2H2026, dù xung đột trực tiếp đã hạ nhiệt, các tác động từ cuộc chiến vẫn tiếp tục đè nặng lên hoạt động giao thương quốc tế, theo dự báo của World Bank, tăng trưởng thương mại hàng hóa và dịch vụ toàn cầu sẽ suy giảm tốc độ xuống mức 2.9% trong năm 2026 trước khi hồi phục lên 3.3% vào năm 2027.
- Mặc dù triển vọng chung kém sắc, khu vực Châu Á vẫn khẳng định vai trò động lực tăng trưởng cốt lõi nhờ chiến lược đa dạng hóa thị trường linh hoạt nhằm bù đắp cho sự sụt giảm tại Bắc Mỹ, kết hợp cùng xung lực mạnh mẽ từ chu kỳ đầu tư bán dẫn và thiết bị công nghệ cao phục vụ làn sóng AI.

Tăng trưởng thương mại toàn cầu giảm tốc trong 2026, trước khi hồi phục lại trong 2027



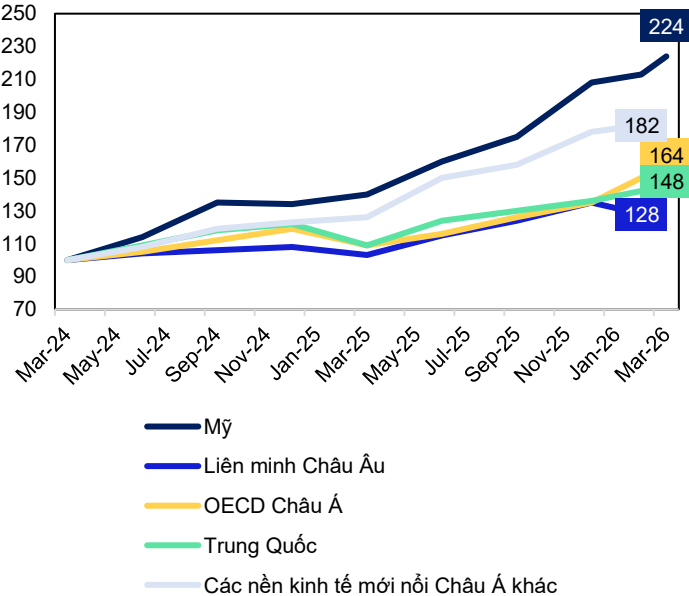
Nguồn: World Bank, MBS Research

Tỷ trọng đóng góp của các sản phẩm AI vào tăng trưởng thương mại toàn cầu gia tăng rõ rệt trong 2025



Nguồn: OECD, MBS Research

Tăng trưởng thương mại hàng hóa hỗ trợ AI theo quốc gia

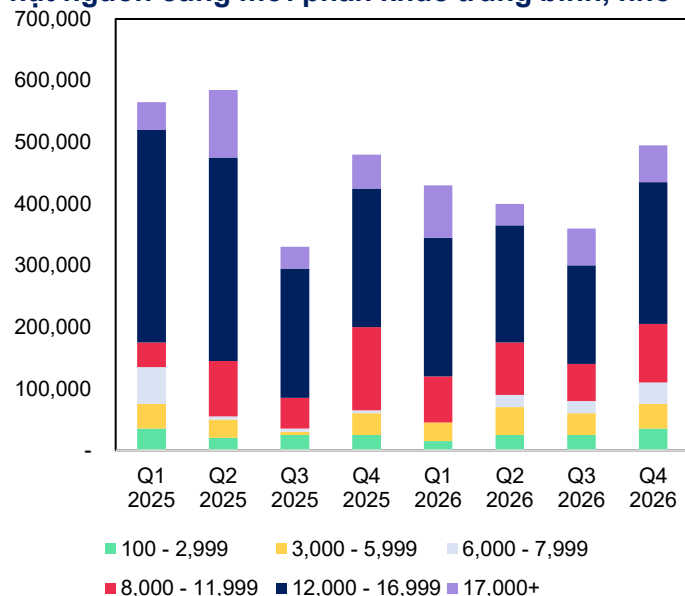


Nguồn: OECD, MBS Research

Duy trì triển vọng lạc quan với giá cước cho thuê tàu trên thế giới, dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng và neo cao trong 2H2026

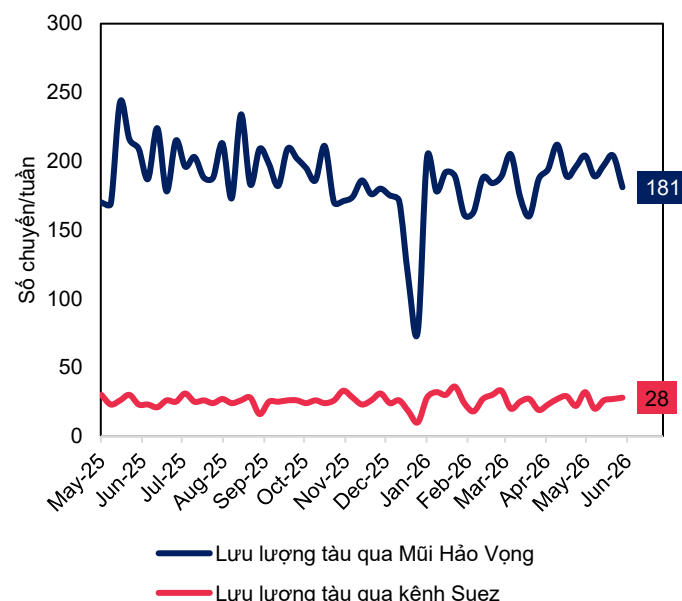
- Mặc dù ngành vận tải biển vẫn đang chứng kiến làn sóng đóng tàu mới với lượng đơn đóng mới ồ ạt, nhưng phần lớn lượng đơn đặt hàng mới lại tập trung vào phân khúc Megaship, phục vụ chạy các tuyến quốc tế, trong khi đó lượng đóng mới với tàu biển kích cỡ 3,000 TEU trở xuống nằm ở mức thấp kỷ lục. Sự bổ sung công suất khổng lồ này chính là nguyên nhân chính gây áp lực lên giá cước giao ngay. Ngoài ra, trong bối cảnh căng thẳng Mỹ - Iran cho thấy tình hình địa chính trị còn nhiều bất định, khiến cho kỳ vọng dịch chuyển trở lại khu vực Biển Đỏ tiếp tục bị đẩy lùi, qua đó thúc đẩy nhu cầu thuê tàu feeder gia tăng bền vững, đẩy giá cho thuê định hạn ở các tàu phân khúc 1,000 TEU, 1,800 TEU cho tới 3,000 TEU tăng cao, đi ngược chiều suy giảm của giá cước giao ngay.
- Do vậy chúng tôi đánh giá trong giai đoạn 2026 – 2027, giá cước cho thuê tàu tại phân khúc 1,000 – 3,000 TEU tiếp tục gia tăng và neo ở mức cao, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp sở hữu đội tàu chuyên cho thuê tiếp tục mở rộng công suất, và thành công chốt các hợp đồng dài hạn (1-2 năm) với giá cước cho thuê ở mức hấp dẫn.

Lượng đơn đóng tàu mới chủ yếu tập trung ở phân khúc lớn (trên 12,000 TEU) trong khi thiếu hụt nguồn cung mới phân khúc trung bình, nhỏ



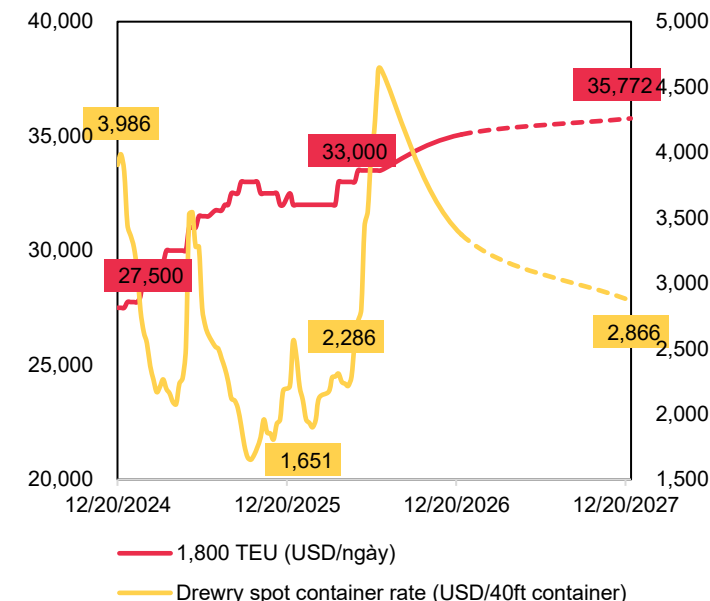
Nguồn: Xeneta, MBS Research

Lưu lượng qua kênh Suez duy trì mức thấp, trong bối cảnh địa chính trị còn nhiều bất định



Nguồn: Alphaliner, MBS Research

Xu hướng phân hóa giữa giá cước cho thuê và giá cước giao ngay sẽ kéo dài sang 2H2026-2027

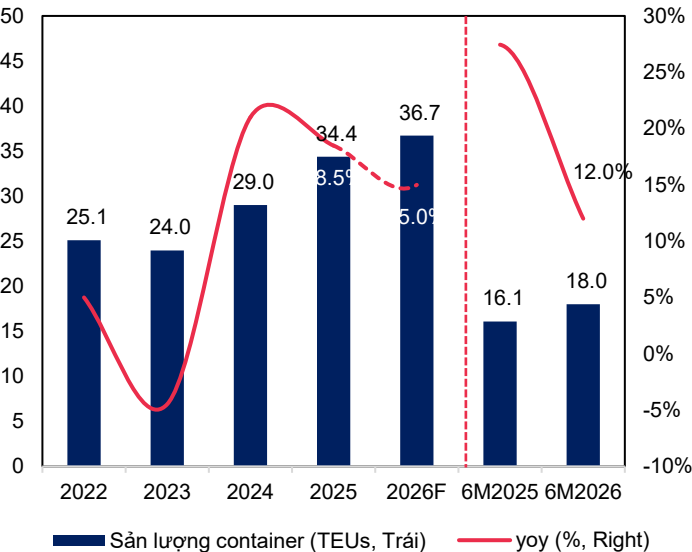


Nguồn: Drewry, Harper Pertersen, MBS Research

Nhiều động lực cộng hưởng thúc đẩy tăng trưởng sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam

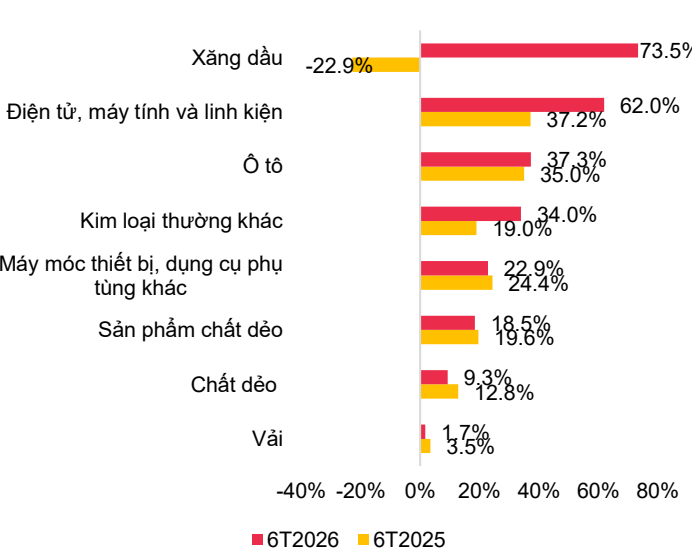
- Chúng tôi duy trì quan điểm khả quan về sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam trong 2H2026, dự kiến FY2026 sẽ đạt 36.7 triệu TEU, tăng 15% svck, trong đó đà tăng trưởng sẽ được thúc đẩy bởi hai động lực cốt lõi:
 - Làn sóng giải ngân FDI mạnh mẽ trong 1H2026 khi các tập đoàn đa quốc gia mở rộng mạng lưới sản xuất tại Việt Nam nhằm đáp ứng quy tắc xuất xứ khắt khe. Cùng với đó, sự gia tăng luân chuyển linh kiện và bán thành phẩm giữa các vùng kinh tế Bắc – Nam cũng góp phần thúc đẩy nhu cầu vận tải biển nội địa.
 - Áp lực gia tăng cước vận tải do căng thẳng Trung Đông, cùng rủi ro hàng rào thuế quan mới đã kích hoạt làn sóng nhập khẩu sớm từ khối bán lẻ Âu - Mỹ. Xu hướng này, khi được hỗ trợ bởi sức mua phục hồi tích cực tại Mỹ trong 1H2026, sẽ thúc đẩy mạnh mẽ chu kỳ tái tích lũy hàng tồn kho trong hai quý cuối năm, trực tiếp gia tăng lưu lượng container qua hệ thống cảng biển Việt Nam.

Sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam 5T2025 tăng 19.4% svck, ước tính tăng 15% svck trong cả năm 2026



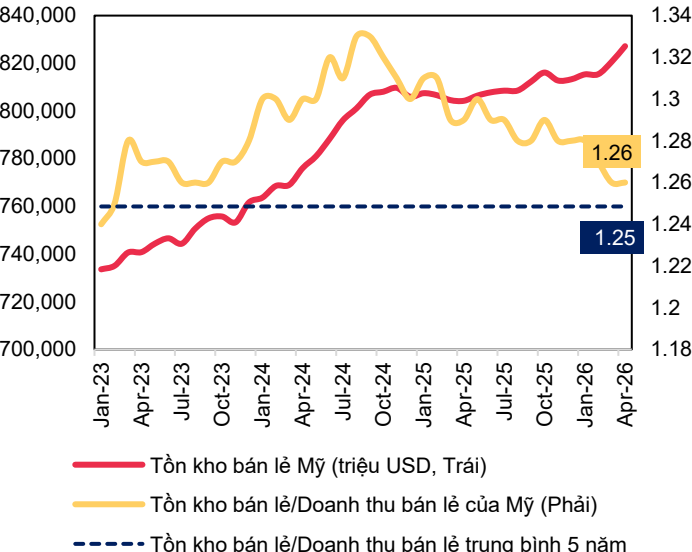
Nguồn: Bloomberg, VPA, MBS Research

Làn sóng dịch chuyển sản xuất vào Việt Nam mạnh mẽ, thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu linh kiện, máy móc trong 6T2026



Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

Nhu cầu nhập khẩu tại Mỹ dự kiến tăng trưởng tích cực, nhờ chu kỳ tái tích lũy hàng tồn kho, trên nền tảng sức cầu tiêu dùng vững vàng.

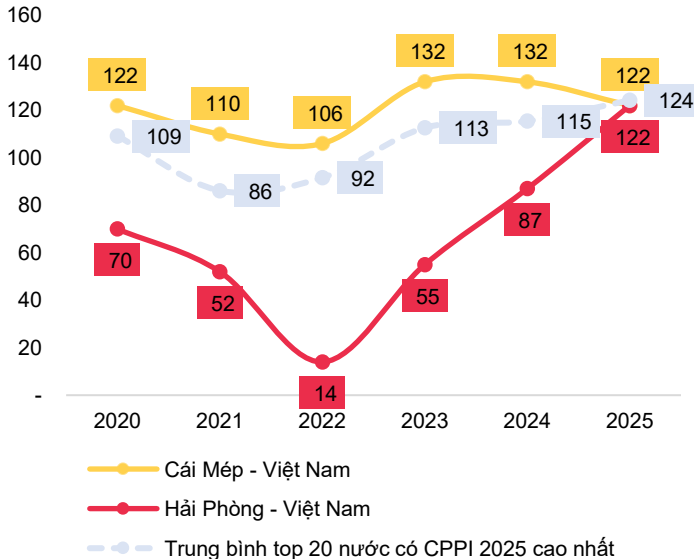


Nguồn: Cục Dự trữ liên bang Mỹ, MBS Research

Cảng nước sâu trở thành động lực chính nâng cao sức cạnh tranh của hệ thống cảng Biển Việt Nam

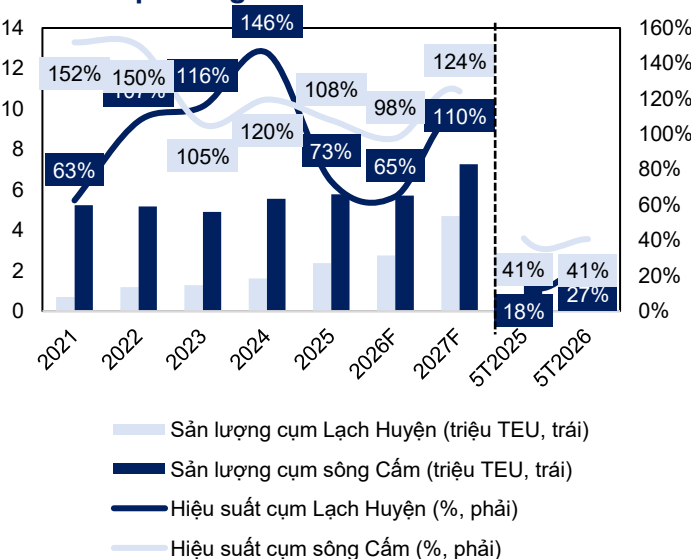
- Tại Hải Phòng, khu vực Lạch Huyện tiếp tục cho thấy khả năng khai thác vượt trội, khi trong 5T2026, khu vực Lạch Huyện ghi nhận tăng trưởng sản lượng lên tới 53.4% svck, mức tăng vượt trội so với trung bình khu vực Hải Phòng ở mức 11.8% svck, nhờ các bến mới bến 3,4 và bến 5,6 đi vào hoạt động và nhanh chóng cải thiện hiệu suất khai thác. Đối với Hồ Chí Minh, cụm cảng nước sâu khu vực Cái Mép – Thị Vải (CMTV) tiếp tục ghi nhận sản lượng tăng trưởng tích cực, tăng 10.3% svck, cao hơn so với mức tăng trưởng trung bình khu vực ở mức 9.3% svck.
- Theo báo cáo Container Port Performance Index 2025, cụm cảng Cái Mép và Hải Phòng đều giữ vị thế cao trên toàn cầu, với khu vực Hải Phòng cho thấy sự cải thiện rõ rệt trong 3 năm gần đây. Chúng tôi đánh giá nhờ khả năng duy trì vận hành ổn định và khả năng hấp thụ các cú sốc chuỗi cung ứng tốt, hai cụm cảng này sẽ tạo ra sự tin cậy vượt trội về lịch trình, giúp các hãng tàu giảm chi phí vận hành và tăng hiệu suất khai thác vượt trội so với các bến cảng khác trong khu vực, từ đó sẽ dễ dàng thu hút thêm nhiều tuyến dịch vụ mới, thúc đẩy sản lượng container tăng trưởng mạnh mẽ.

CPPI Index của Hải Phòng và Cái Mép so với trung bình top 20 cảng hàng đầu trên thế giới 2020-2025



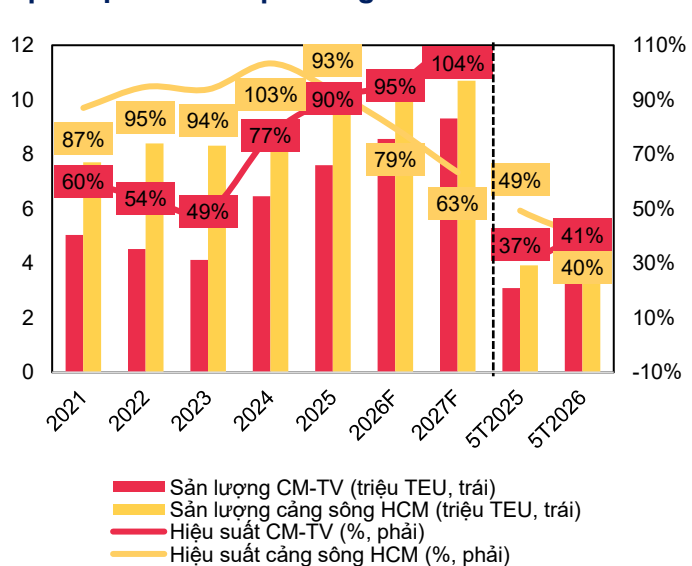
Nguồn: World Bank, MBS Research

Cụm cảng Lạch Huyện nhanh chóng lấp đầy công suất, tăng trưởng sản lượng vượt trội so với khu vực sông Cấm



Nguồn: VPA, MBS Research

Cụm cảng CMTV duy trì hiệu suất khai thác cao nhờ liên tục mở rộng các tuyến dịch vụ kết nối trực tiếp tới các thị trường xuất khẩu lớn

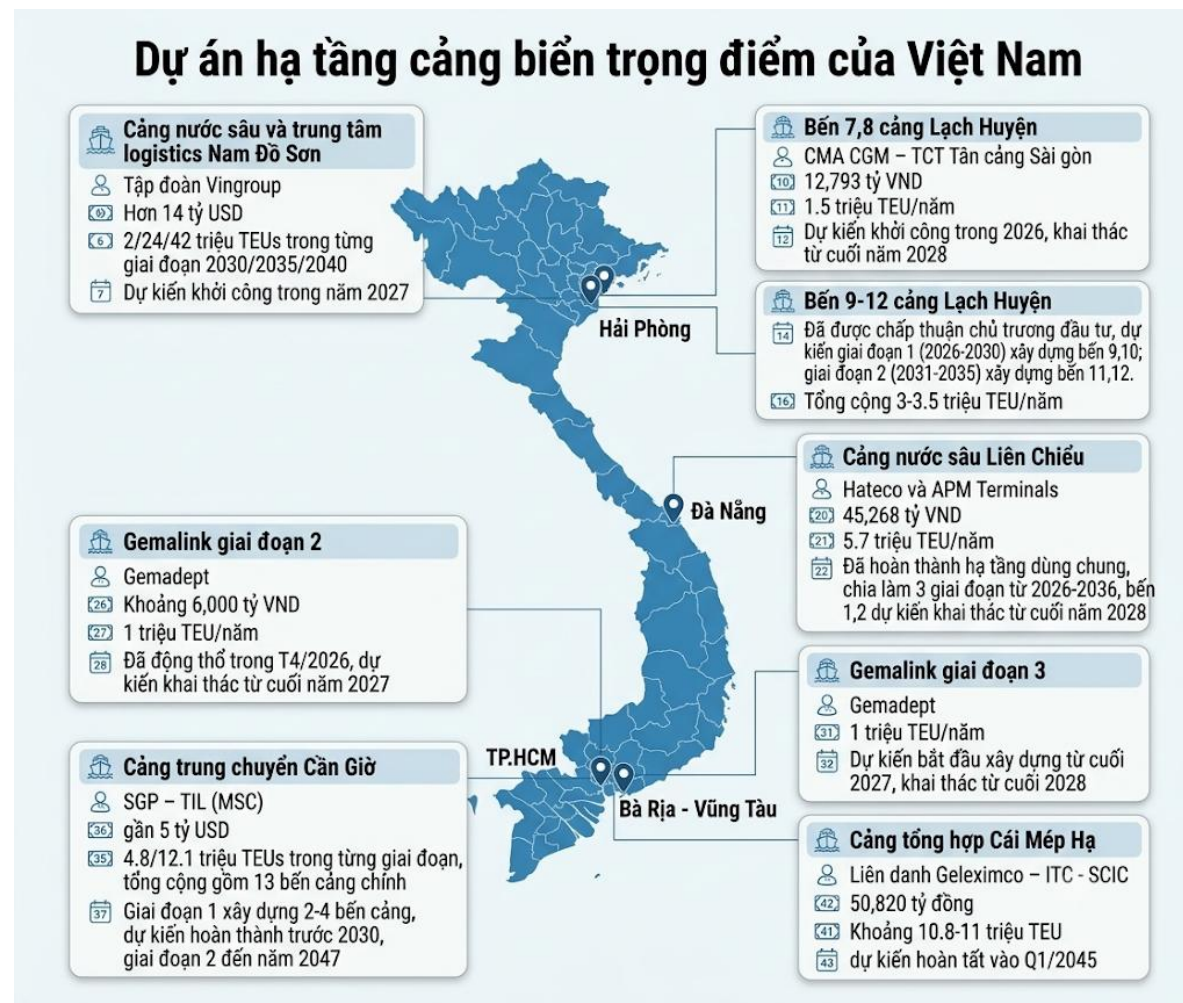


Nguồn: VPA, MBS Research

Tiếp tục đẩy mạnh phát triển hạ tầng cảng biển, nâng cao năng lực cạnh tranh cho hạ tầng cảng biển Việt Nam

- Để đáp ứng nhu cầu giao thương lớn và củng cố vị thế trên bản đồ hàng hải quốc tế, hệ thống cảng biển Việt Nam đang bước vào chu kỳ phát triển hạ tầng cảng biển mạnh mẽ, tập trung vào hai mũi nhọn: nâng cấp cụm cảng nước sâu và tối ưu hóa hiệu suất khai thác các cảng nội địa.
- **Thứ nhất, đối với động lực cảng nước sâu:** Sản lượng khai thác container qua cụm Hải Phòng và cụm TP.HCM - Bà Rịa Vũng Tàu dự kiến đến năm 2030 sẽ đạt lần lượt khoảng 14.92 triệu TEU và 18.25 triệu TEU.
 - Tại phía Bắc, động lực đến từ việc đẩy nhanh tiến độ bến 7, 8 và duyệt kế hoạch đầu tư bến 9 đến 12 tại Lạch Huyện và quy hoạch siêu cảng Nam Đồ Sơn.
 - Tại miền Trung, cảng Liên Chiểu đã hoàn thành hạ tầng dùng chung, và đang thu hút đầu tư bến bãi nhằm hình thành trung tâm logistics liên vùng.
 - Tại phía Nam, năng lực tiếp nhận tàu mẹ sẽ bứt phá nhờ dự án Gemalink Giai đoạn 2 và 3, Cảng tổng hợp Cái Mép Hạ và siêu cảng trung chuyển Cần Giờ.
- **Thứ hai, đối với việc tối ưu hiệu suất khai thác cảng sông:** Năng lực của các cảng sông đang được cải thiện đáng kể thông qua việc mở rộng kênh Hà Nam và nâng cấp vùng quay tàu khu vực Đình Vũ. Nút thắt luồng lạch được tháo gỡ giúp các bến cảng sông tiếp nhận an toàn tàu trọng tải lớn, qua đó duy trì hiệu suất khai thác và tối ưu hóa chi phí trên mỗi TEU cho các hãng tàu.

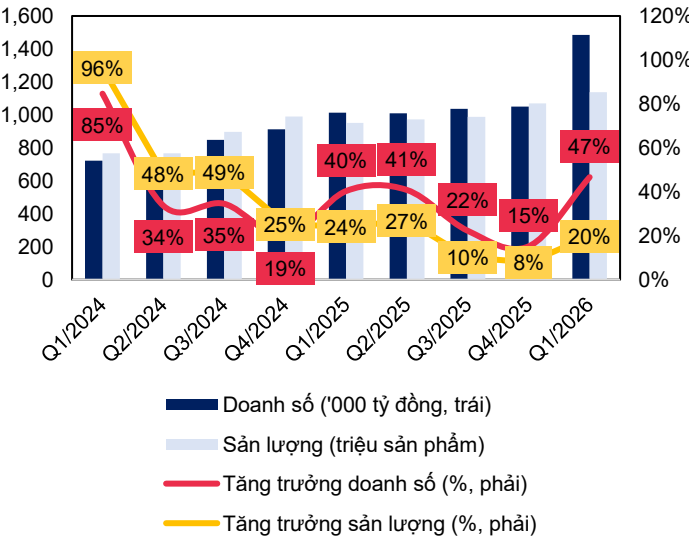
Tiến độ triển khai xây dựng các dự án hạ tầng cảng biển trọng điểm



Sự bùng nổ của thị trường thương mại điện tử tiếp tục là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng quy mô thị trường bưu chính Việt Nam

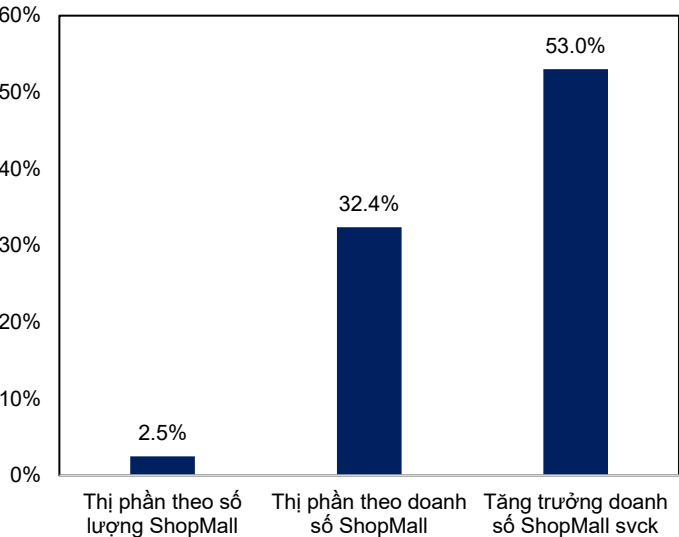
- Theo dự báo, quy mô thị trường TMĐT Việt Nam trong 2026 sẽ đạt khoảng 33.6 tỷ USD, tăng 21% svck trong 2026 và vươn lên 87.4 tỷ USD trong 2031, tương ứng với CAGR khoảng 21.1%, nhờ: (1) chi tiêu tiêu dùng tiếp tục cải thiện, (2) gia tăng hiện diện của các nhãn hàng uy tín kết hợp với kiểm soát chất lượng sản phẩm và (3) đẩy mạnh mô hình “Video commerce”, hướng tới đối tượng tiêu dùng chiếm tỷ trọng lớn hiện nay là thế hệ trẻ tuổi. Bên cạnh đó, sự hiện diện của các shop Mall đang trở thành động lực chính giữ chân khách hàng cũ và thu hút thêm lượng người tiêu dùng mới.
- Ngoài ra, trong Luật TMĐT mới, Chính Phủ yêu cầu các sàn phải minh bạch hóa và siết chặt kê khai đối với người bán hàng online, chúng tôi đánh giá các nhà bán lẻ trên sàn sẽ buộc phải sử dụng dịch vụ của các hãng chuyển phát chuyên nghiệp, có hệ thống chuẩn mực để xuất hóa đơn điện tử hợp lệ, sẽ gián tiếp đẩy một lượng lớn đơn hàng vào tay các tập đoàn bưu chính, chuyển phát lớn, uy tín.

Doanh số, sản lượng trên các sàn TMĐT lớn tiếp tục tăng mạnh trong Q1/2026



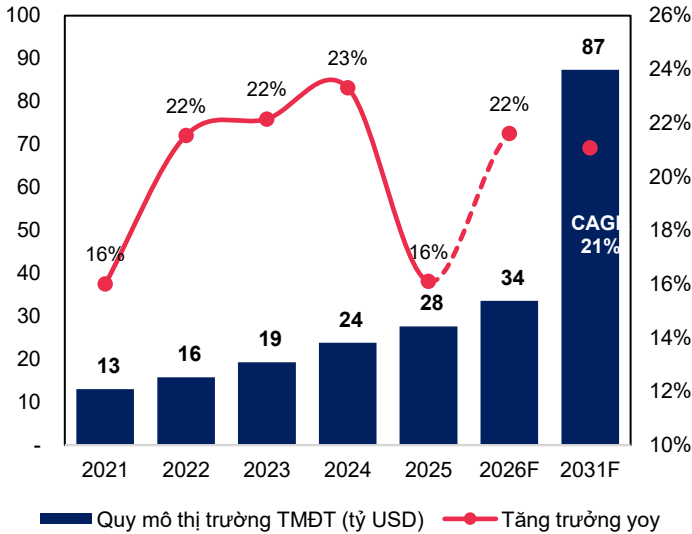
Nguồn: Metrics, MBS Research

Shop Mall trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh số trên các sàn TMĐT



Nguồn: Metrics, MBS Research

Quy mô thị trường TMĐT Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng kéo 21% trong 2026-31

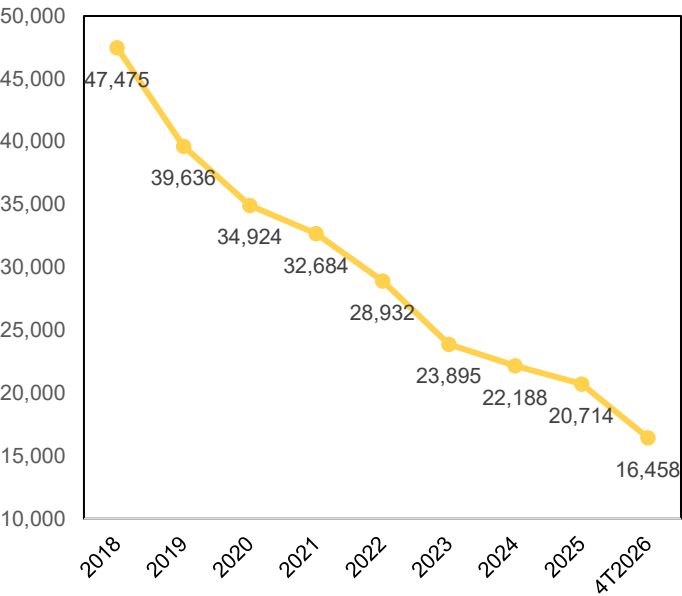


Nguồn: Modor Intelligence, MBS Research

Từ cạnh tranh về giá trong ngắn hạn, chuyển sang phát triển công nghệ và nâng cao chất lượng dịch vụ để gia tăng thị phần bền vững dài hạn

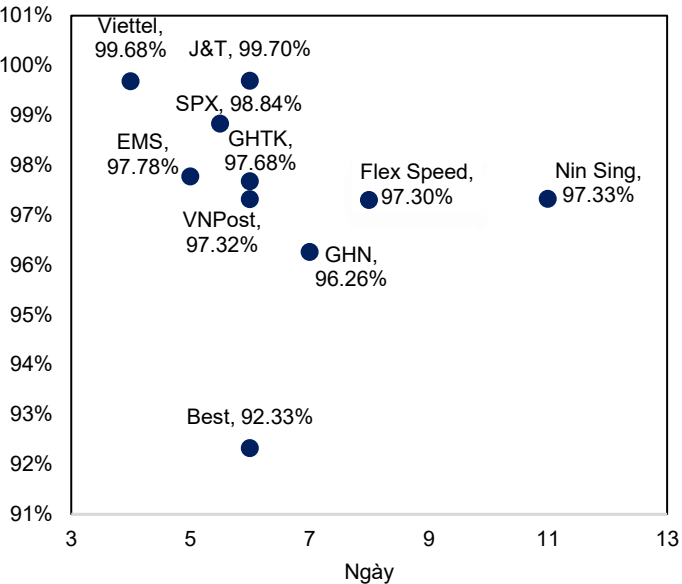
- Trong bối cảnh áp lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp vận chuyển duy trì ở mức cao, giá dịch vụ vận chuyển trung bình trong tháng 4 tiếp tục sụt giảm 20.5% so với trung bình 2025, chỉ đạt khoảng 16,500 VND/bưu kiện. Chúng tôi đánh giá chiến lược giảm giá để giành thị phần sẽ tiếp tục kéo dài trong 2H2026, trong bối cảnh các doanh nghiệp chuyển phát tiếp tục cạnh tranh thị phần gay gắt khi quy mô thị trường bưu chính đang nở ra nhanh chóng.
- Tuy nhiên chúng tôi duy trì quan điểm để gia tăng thị phần một cách bền vững khi chiến lược giảm giá không còn hiệu quả, các doanh nghiệp trong ngành sẽ cần tập trung phát triển công nghệ, cải thiện chất lượng dịch vụ, qua việc áp dụng công nghệ, phát triển hệ thống robot chia chọn tại các trung tâm khai thác, mở rộng hạ tầng kho bãi nâng cao năng lực xử lý. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp vận chuyển với chất lượng dịch vụ hàng đầu sẽ thành công gia tăng thị phần một cách bền vững trong trung và dài hạn.

Giá dịch vụ chuyển phát trung bình tiếp tục sụt giảm khi áp lực cạnh tranh neo cao



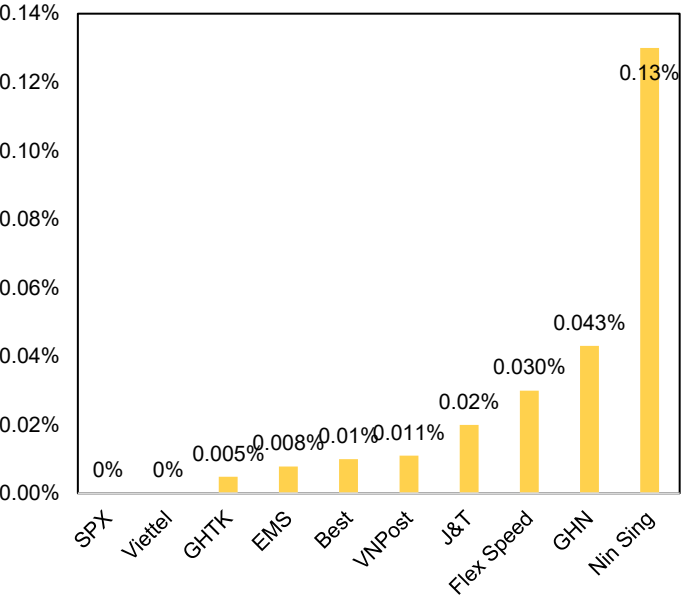
Nguồn: Metrics, MBS Research

Tỷ lệ bưu gửi đáp ứng thời gian toàn trình cam kết của các doanh nghiệp lớn năm 2025



Nguồn: Bộ Khoa học & Công nghệ, MBS Research

Tỷ lệ bưu gửi bị thất lạc, hư hỏng của các doanh nghiệp lớn trong năm 2025



Nguồn: Bộ Khoa học & Công nghệ, MBS Research

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	HAH			GMD			PHP			VSC			VTP		
	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	5,091	5,181	6,002	5,956	7,214	8,117	2,730	3,241	3,582	3,206	3,807	4,736	20,848	24,044	28,603
%svck	27.5%	1.8%	15.9%	23.3%	21.1%	12.5%	5.2%	18.7%	10.5%	15.0%	18.8%	24.4%	0.5%	15.3%	19.0%
LN gộp	1,965	2,034	2,430	2,743	3,253	3,622	1,258	1,694	1,904	1,141	1,394	1,863	1,132	1,154	1,286
Biên LN gộp (%)	38.6%	39.3%	40.5%	46.0%	45.1%	44.6%	46.1%	52.3%	53.2%	35.6%	36.6%	39.3%	5.4%	4.8%	4.5%
EBITDA	2,405	2,531	3,029	3,166	3,740	4,152	1,536	2,251	2,695	1,338	1,485	1,783	1,321	1,434	1,674
Biên EBITDA (%)	47.2%	48.9%	50.5%	53.2%	51.8%	51.2%	56.3%	69.4%	75.2%	41.7%	39.0%	37.6%	6.3%	6.0%	5.9%
LN ròng	1,207	1,240	1,472	1,759	2,032	2,500	824	1,240	1,523	341	370	467	408	383	416
%svck	85.4%	2.8%	18.7%	20.5%	15.5%	23.0%	2.0%	50.6%	22.8%	1.4%	8.5%	26.2%	6.4%	-6.1%	8.6%
EPS (đ/cp)	8,296	8,528	10,119	4,123	4,764	5,862	2,520	3,793	4,659	1,404	1,523	1,923	2,011	1,889	2,051
BVPS (đ/cp)	31,948	36,090	43,861	34,979	36,267	39,215	20,851	21,904	25,369	17,060	17,307	18,642	8,721	12,616	14,202
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(9,550)	(3,222)	(8,731)	4,623	3,249	3,514	519	1,444	3,515	(8,335)	(9,518)	(9,133)	2,917	5,303	5,455
Tổng nợ vay/VCSH	0.41	0.28	0.38	0.16	0.16	0.15	0.26	0.22	0.17	0.84	0.87	0.88	1.05	0.71	0.70
Tỷ suất cổ tức (%)	1.9%	2.0%	2.3%	4.1%	4.7%	5.8%	2.9%	4.5%	5.5%	2.4%	2.4%	2.1%	1.2%	1.2%	1.3%
ROAE (%)	29.9%	25.1%	25.3%	16.1%	17.5%	20.4%	22.4%	25.9%	24.9%	8.9%	10.7%	12.2%	24.3%	17.7%	15.3%
ROAA (%)	16.0%	16.5%	15.4%	12.2%	13.0%	15.0%	10.6%	14.4%	16.4%	4.5%	5.5%	5.8%	5.9%	4.5%	3.9%

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn GMD, PHP, HAH

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
GMD	Khả quan	95,300	- LN ròng giai đoạn 2026-2027 duy trì mức tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt đạt 15.5%/23%svck, nhờ triển vọng lạc quan của hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam, kết hợp với cải thiện khả năng khai thác khi đưa vào khai thác Nam Đình Vũ giai đoạn 3 và nâng cấp kênh Hà Nam và nâng giá dịch vụ cảng trong giai đoạn 2026-27. - Ngoài ra, việc đẩy nhanh tiến độ thi công Gemalink giai đoạn 2 và 3 (với giai đoạn 2 đi vào khai thác từ cuối 2027) sẽ tạo ra bước ngoặt về quy mô khai thác, tạo tiền đề cho GMD hấp thụ nhu cầu vận tải đang tăng cao, thúc đẩy LN ròng tăng trưởng mạnh mẽ.
PHP	Khả quan	56,800	- Triển vọng hoạt động kinh doanh tích cực hưởng lợi từ (1) triển vọng lạc quan của hoạt động thương mại Việt Nam, kết hợp với (2) nâng giá dịch vụ cảng, và (3) hoàn thành dự án nâng cấp luồng hàng hải giúp gia tăng khả năng khai thác các tàu lớn. - Với lợi thế vượt trội nhờ hợp tác liên doanh với hãng tàu lớn nhất thế giới, chúng tôi kỳ vọng bến 3, 4 Lạch Huyện sẽ nhanh chóng gia tăng hiệu suất khai thác, kết hợp với quyết định nâng 10% giá xếp dỡ cảng nước sâu, qua đó lợi nhuận từ bến 3,4 sẽ trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng LN ròng của PHP giai đoạn 2026-2027, tăng lần lượt 28.8% svck và 18.1% svck.
HAH	Khả quan	76,800	- Năm 2026 đóng vai trò năm bản lề cho HAH trước khi doanh thu bứt phá mạnh mẽ trong năm 2027 nhờ (1) tình trạng thiếu hụt nguồn cung tàu nhỏ, tạo động lực hỗ trợ giá cước cho thuê của HAH tiếp tục tăng cao, (2) Tiếp tục mở rộng quy mô đội tàu cho thuê - LN ròng 2026-2027 tăng trưởng lần lượt tăng 2.8%/18.7% svck, thúc đẩy chủ yếu bởi hoạt động cho thuê tàu, cùng với triển vọng lạc quan của LN đóng góp từ công ty con HaiAn Green Shipping Lines. Với lộ trình tiếp nhận các tàu mới từ năm 2027 với giá cước cho thuê vượt trội, điều này sẽ mở ra chu kỳ tăng trưởng mới, đảm bảo triển vọng bứt phá LN bền vững trong dài hạn cho HAH.
VSC	Khả quan	24,500	LN ròng giai đoạn 2026-27 tăng trưởng lần lượt 8.5%/26.2% svck nhờ: (1) Cải thiện hiệu suất khai thác tại các cảng sông, sau khi hoàn thành nâng cấp luồng hàng hải trước bến, kết hợp nâng giá dịch vụ giúp doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ , (2) HaiAn Green Shipping Line thúc đẩy doanh thu vận tải nhờ kế hoạch mở rộng quy mô đội tàu trong 2026-2027 và (3) Gia tăng hợp tác với HAH, giúp duy trì lượng hàng ổn định qua hệ thống cảng, từ đó thúc đẩy tăng trưởng LN từ công ty Liên doanh, liên kết trong 2026-27.
VTP	Khả quan	69,700	Triển vọng kinh doanh tích cực nhờ (1) Nhu cầu vận chuyển lớn từ thị trường TMĐT thúc đẩy sản lượng bưu gửi tăng trưởng mạnh mẽ, (2) gia tăng đóng góp từ dự án Công viên Logistics Lạng Sơn sau khi thành công xin giấy phép khai thác kho ngoại quan và (3) hợp tác với FedEx giúp VTP tiếp cận lượng lớn hàng xuyên biên giới, tạo động lực tăng trưởng LN trong trung và dài hạn

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa triệu USD	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg		2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F
1.Cảng biển quốc tế												
Westport Holding Berhad	WPRTS MK	5,215	19.4	18.2	4.6	4.6	11.7	11.0	12.0	13.1	25.0	26.3
Shanghai INTL Port	600018 CH	17,379	9.3	8.6	0.9	0.8	10.1	8.2	6.3	N/A	9.9	9.3
HUTCHISON PORT-U	HPHT-SP	1,551	19.9	16.4	0.6	0.5	6.5	5.8	0.9	3.6	3.0	3.1
INTL CONTAIN TER	ICT PM	32,295	18.9	26.8	9.2	13.1	10.9	14.9	12.5	13.9	56.0	50.1
Sihanoukville	PAS KH	277	6.5	N/A	8.3	N/A	6.0	N/A	8.5	N/A	27.3	N/A
Nanjing port	002040 CH	557	25.9	N/A	1.4	N/A	10.7	N/A	3.5		5.5	
Zhuhai port	000507 CH	631	22.2	16,61	0.9	0.6	11.1	N/A	1.2	2.1	4.5	4.0
2. Cảng biển nội địa												
CTCP Cảng Sài Gòn	SGP VN	189	15.3	N/A	1.8	N/A	N/A	N/A	6.1	N/A	12.4	N/A
CTCP Cảng Đoạn Xá	DXP VN	25	5.3	N/A	0.7	N/A	3.5	N/A	9.7	N/A	13.5	N/A
CTCP Cảng Quy Nhơn	QNP VN	49	8.3	N/A	1.3	N/A	4.7	N/A	10.5	N/A	15.7	N/A
CTCP Cảng Đồng Nai	PDN VN	222	15.9	N/A	4.4	N/A	10.2	N/A	25.7	N/A	30.0	N/A
CTCP Cảng VIP Green	VGR VN	275	14.8	N/A	6.1	N/A	11.7	N/A	38.4	N/A	44.7	N/A
Trung bình		4,889	15.1	17.5	3.3	3.9	8.8	10.0	11.3	8.2	20.6	18.5
Trung vị		417	15.6	17.3	1.6	0.8	10.2	9.6	9.1	8.3	14.6	9.3
CTCP Container Việt Nam	VSC VN	271	11.1	10.2	0.9	0.8	5.9	5.3	4.8	4.3	3.7	3.4
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	489	15.0	9.9	1.8	1.7	8.0	5.5	10.6	14.4	22.4	25.9
CTCP Tập đoàn Gemadept	GMD VN	1,286	17.1	15.8	2.2	2.1	5.0	4.5	10.2	13.0	12.1	17.5
3. Vận tải biển												
AP Moller - Maersk A/S	MAERSKB DC	35,269	12.9	16.8	0.6	0.6	4.7	5.5	3.1	3.4	4.8	3.2
COSCO SHIPPING Holdings Co Ltd	1919 HK	30,717	6.2	7.8	0.8	0.8	3.7	4.2	6.3	5.4	13.2	10.4
Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd	2603 TT	15,120	6.0	10.7	0.7	0.8	112.4	5.3	7.6	5.1	12.0	6.5
HMM Co Ltd	011200 KS	13,874	10.5	16.0	0.7	0.8	4.2	5.9	5.6	3.8	6.9	4.8
Yinson Holdings BHD	YNS MK	1,363	16.0	8.1	1.0	1.0	8.4	6.5	2.5	2.1	6.8	11.7
Regional Container Lines PCL	RCL TB	809	2.8	5.7	0.4	0.4	2.5	3.8	11.2	6.1	15.7	8.3
Hapag LLOYD AG	HLAG GR	23,549	22.7	251.5	1.2	1.2	6.8	8.9	2.9	2.0	4.7	0.2
Zim Intergrated Shipping Services Ltd	ZIM US	2,909	5.3	8.1	0.6	0.7	3.0	3.2	4.3	5.0	11.9	2.2
Trung bình			9.9	44.0	0.8	0.8	20.1	5.4	5.8	4.2	10.2	6.3
Trung vị			8.4	9.4	0.7	0.8	4.5	5.4	4.9	4.4	9.4	5.7
CTCP Vận tải & Xếp dỡ Hải An	HAH VN	368	5.9	5.7	1.5	1.4	4.1	3.5	16.0	16.5	29.9	25.1

Nguồn: Bloomberg, MBS Research (dữ liệu cập nhật tại ngày 10/07/2026)

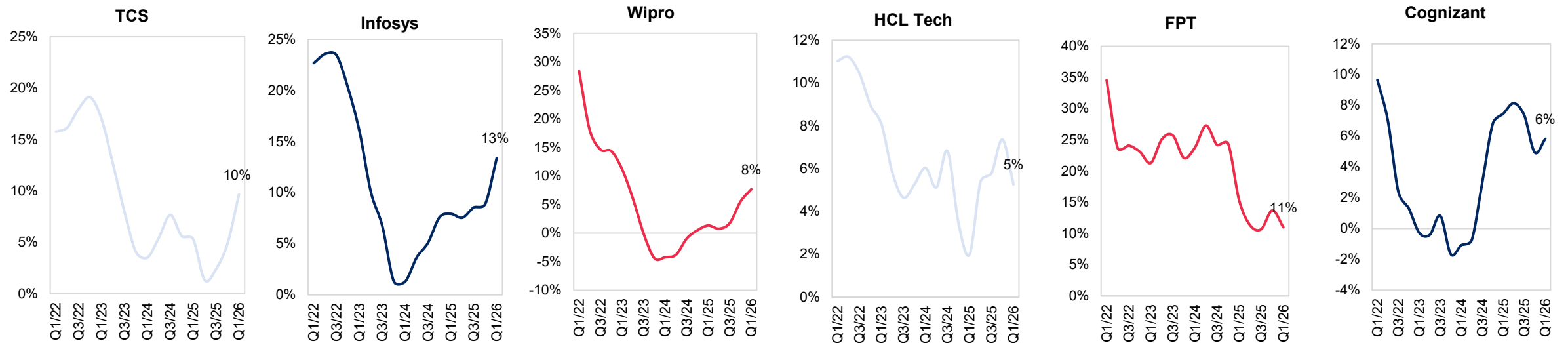
Triển vọng 2H26 | Ngành Công nghệ thông tin – Viễn thông

Tiến tới kỷ nguyên chuyển đổi AI



Bối cảnh ngành CNTT 6T26: Ngành dịch vụ CNTT toàn cầu đã bước qua giai đoạn tăng trưởng dễ dàng

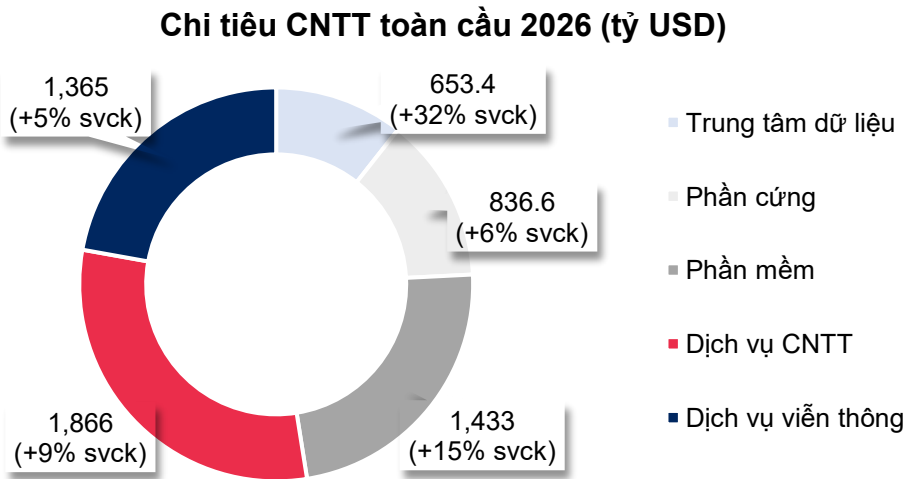
Thấy rõ xu hướng doanh thu giảm mạnh của các doanh nghiệp lớn trong ngành từ sau giai đoạn sau Covid đến nay



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

- Ngành dịch vụ CNTT & phần mềm đang trải qua giai đoạn khó khăn khi có thể thấy, mô hình tăng trưởng cũ của ngành đang yếu đi nhanh chóng. Trong nhiều năm trước, đặc biệt sau Covid-19, doanh nghiệp toàn cầu đẩy mạnh chi tiêu cho điện toán đám mây, chuyển đổi số, hiện đại hóa hệ thống lõi và các công ty dịch vụ CNTT hưởng lợi trực tiếp nhờ mô hình bán giờ công, bán đội ngũ kỹ sư. Tuy nhiên, sau giai đoạn bùng nổ, khách hàng bắt đầu thận trọng hơn. Lãi suất cao, tăng trưởng kinh tế chậm lại, áp lực cắt giảm chi phí khiến nhiều dự án công nghệ không cấp thiết bị trì hoãn. Điều này lý giải vì sao các tên tuổi lớn như Accenture, Infosys, hay nhóm IT services Ấn Độ nhìn chung không còn giữ được nhịp tăng trưởng hai chữ số như trước, dù vẫn ký được các hợp đồng lớn.
- Sự xuất hiện của AI, đặc biệt là GenAI và Agentic AI, khiến bức tranh càng phức tạp hơn. Hiện tại, AI có thể viết code, kiểm thử, hỗ trợ thiết kế giải pháp và tự động hóa một phần vận hành, khách hàng giờ không muốn trả tiền cho những đội offshore đông người như trước. Đây là rủi ro mang tính cấu trúc đối với ngành outsourcing truyền thống. AI làm giảm giá trị của các công việc lặp lại, tiêu chuẩn hóa và phụ thuộc nhiều vào nhân lực cấp thấp. Một phần doanh thu đến từ việc bán số lượng lập trình viên, số giờ công và quy mô đội dự án sẽ chịu áp lực khi cùng một khối lượng công việc có thể được hoàn thành bởi đội nhỏ hơn, nhanh hơn.

Triển vọng 2026-27: Chúng tôi cho rằng AI không làm giảm nhu cầu dịch vụ CNTT, mà sẽ tái định nghĩa chiến lược cạnh tranh của ngành



Nguồn: Gartner, MBS Research

Chi tiêu cho AI giai đoạn 2025–2027

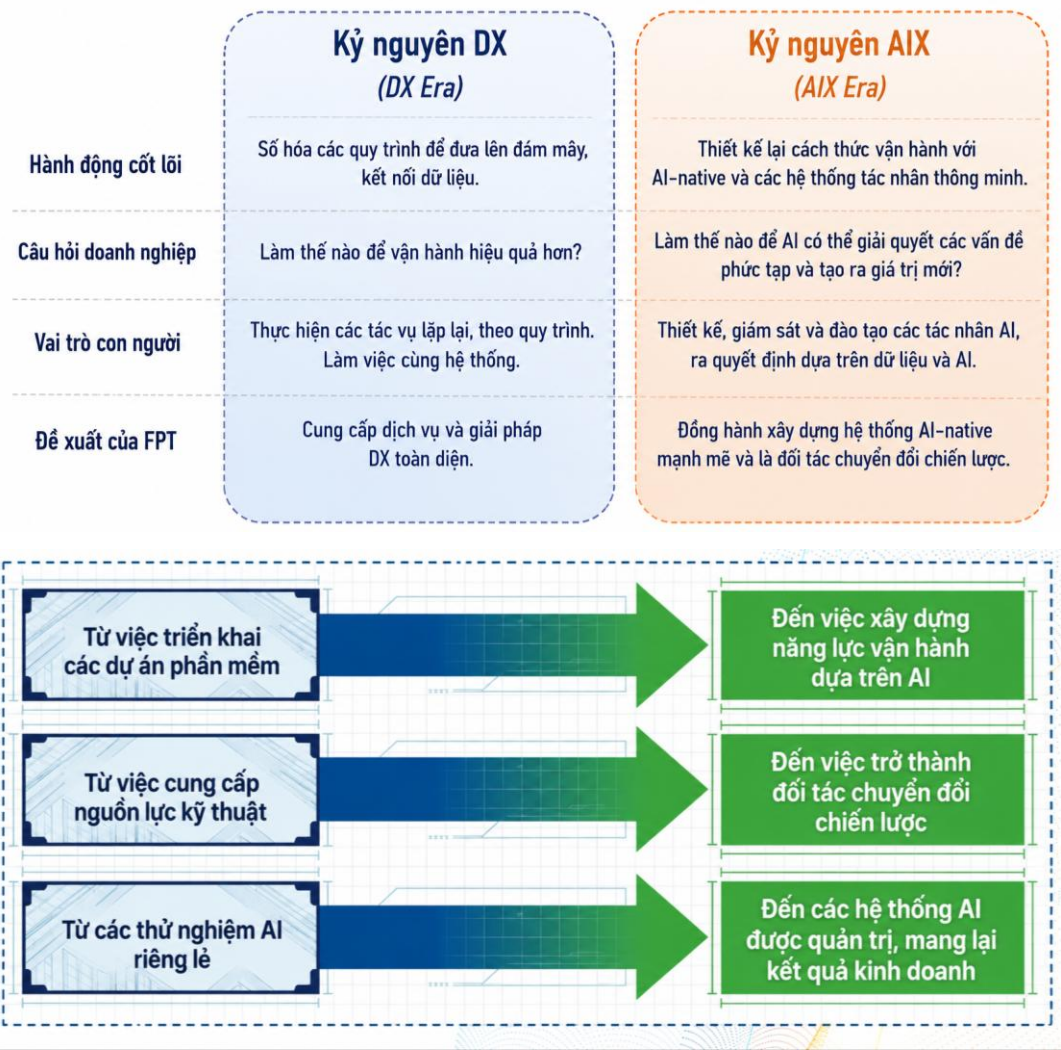
Đơn vị: Tỷ USD	2025	2026	2027	% CAGR
Dịch vụ AI	439	588	761	32%
An ninh mạng AI	26	51	86	82%
Phần mềm AI	283	452	636	50%
Mô hình AI	14	26	43	75%
Nền tảng AI cho khoa học dữ liệu và học máy	22	31	44	41%
Nền tảng phát triển ứng dụng AI	7	8	11	25%
Dữ liệu AI	1	3	6	174%
Hạ tầng AI	965	1,366	1,748	35%
Tổng chi tiêu AI	1,757	2,525	3,335	38%

Nguồn: Gartner, MBS Research

- Dù đang đối mặt với áp lực ngắn hạn, chúng tôi không cho rằng ngành dịch vụ CNTT bước vào giai đoạn thoái trào. Ngược lại, AI có thể mở ra một chu kỳ tăng trưởng mới. Theo dự báo mới nhất của Gartners, ước tính lĩnh vực Dịch vụ CNTT được dự báo đạt 1.867 tỷ USD vào năm 2026 với tốc độ tăng trưởng 8,7%, cải thiện so với mức 6.7% trong 2025, và trở thành phân khúc lớn nhất trong tổng chi tiêu CNTT toàn cầu. Hơn nữa theo báo cáo khảo sát các CIO doanh nghiệp lớn, hơn 80% dự kiến tiếp tục đầu tư mạnh vào các năng lực nền tảng như: an ninh mạng, AI tạo sinh và quản trị dữ liệu. Cũng theo Gartners, quy mô chi tiêu cho AI dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh chóng ~38% CAGR, đạt 3.335 tỷ USD đến 2027 cho thấy chu kỳ sắp tới AI sẽ là chủ đạo.
- Khác với phần mềm truyền thống, AI cần được tích hợp sâu vào dữ liệu, quy trình và hệ thống vận hành. Để tạo giá trị thực, doanh nghiệp phải chuẩn hóa dữ liệu, tích hợp hệ thống, kiểm soát rủi ro và đào tạo nhân sự, những việc mà phần lớn doanh nghiệp không thể tự làm hoàn toàn. Khoảng cách giữa “AI demo” và “AI vận hành thật” vì vậy trở thành thị trường lớn cho các công ty dịch vụ CNTT. AI không thay thế outsourcing mà tái định nghĩa nó từ bán nhân công sang bán năng lực chuyển đổi. Khách hàng không chỉ cần lập trình mà cần đối tác giúp xác định chuẩn bị dữ liệu, triển khai và mở rộng AI trên toàn tổ chức. Điều này mở ra nhu cầu mới ở các mảng như tư vấn AI, xây nền tảng, phát triển agent và vận hành mô hình. Quan trọng hơn, AI làm giảm chi phí phát triển phần mềm nhưng lại mở rộng số lượng bài toán có thể tự động hóa. Nhu cầu chuyển từ các dự án lớn sang cải tiến liên tục ở mọi phòng ban. Vì vậy, ngành vẫn còn dư địa tăng trưởng, nhưng sẽ thuộc về những doanh nghiệp có khả năng kết hợp công nghệ, dữ liệu và hiểu biết ngành để triển khai AI ở quy mô thực tế.

Triển vọng 2026-27: Chu kỳ mới sẽ cạnh tranh khốc liệt hơn - nhanh hơn, rẻ hơn, chính xác hơn

Trong kỷ nguyên mới, chuyển đổi số sẽ gắn liền với AI, các doanh nghiệp phải nhanh chóng thay đổi cách tiếp cận để thu hút khách hàng



- Nếu giai đoạn chuyển đổi số trước là cuộc đua mở rộng quy mô, giai đoạn AI sắp tới sẽ là cuộc đua tái cấu trúc năng suất. Khách hàng giờ đây yêu cầu chia sẻ lợi ích dưới dạng giá thấp hơn, thời gian triển khai ngắn, chất lượng cao hơn và cam kết hiệu quả rõ ràng, tạo ra một chu kỳ cạnh tranh giá mới trong ngành. Hơn nữa, AI rút ngắn thời gian làm việc và số lượng kỹ sư trong một dự án, doanh nghiệp vận hành theo quy trình truyền thống sẽ nhanh chóng thu hẹp lợi nhuận; doanh nghiệp chủ động dùng AI để giảm chi phí có khả năng giữ khách hàng, mở rộng thị phần và chuyển sang các hợp đồng giá trị cao hơn.
- Vì vậy, giai đoạn tới chứng kiến sự chuyển đổi toàn diện từ mô hình vận hành, bán hàng và sản phẩm của các doanh nghiệp cụ thể: (1) Áp dụng AI vào chính quy trình cung cấp sản phẩm (2) Giảm phụ thuộc vào tăng trưởng nhân sự, cải thiện doanh thu trên mỗi nhân viên, tăng tỷ lệ tái sử dụng tài sản công nghệ; (3) Nâng tầm chuỗi giá trị từ “làm theo yêu cầu” sang “cùng khách hàng định nghĩa vấn đề và chịu trách nhiệm về kết quả”.
- Sự thay đổi này cũng khiến cấu trúc nhân sự thay đổi, nhu cầu đối với lập trình viên thuần túy sẽ giảm tương đối. Ngược lại, nhu cầu sẽ tăng với các vai trò có khả năng kết hợp nhiều lớp kỹ năng, có hiểu biết vận hành thực tế như kỹ sư AI, data engineer, cloud architect, chuyên gia bảo mật, chuyên gia quy trình, chuyên gia ngành. Nếu chuyển đổi thành công, AI có thể giúp doanh nghiệp dịch vụ CNTT làm được hai việc cùng lúc, bảo vệ biên lợi nhuận ở dịch vụ cũ nhờ năng suất cao, và mở ra doanh thu mới ở các bài toán chuyển đổi AI có giá trị cao hơn. Theo FPT, chiến lược mới của ngành sắp tới không còn là chuyển đổi số (DX) đơn thuần, mà là chuyển từ DX sang AIX – AI Transformation – nơi năng lực cạnh tranh được đo bằng tốc độ biến AI thành giá trị kinh doanh thật.

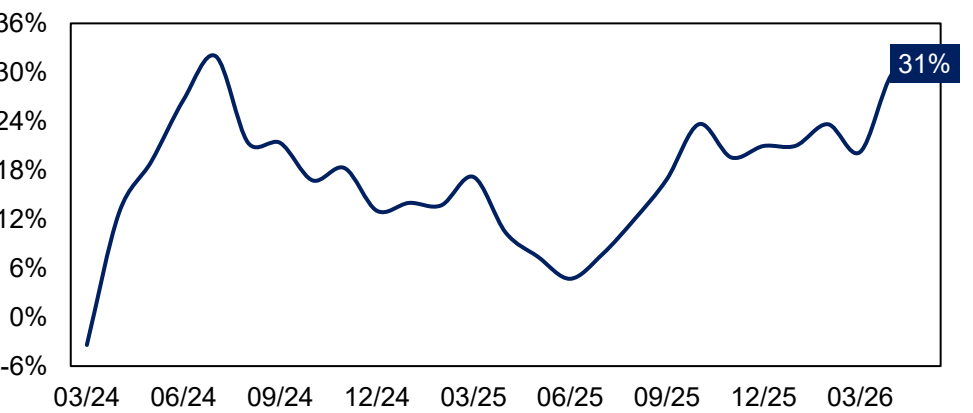
Nguồn: FPT, MBS Research

Triển vọng 2026-27: FPT đang chuyển đổi để trở thành đơn vị tích hợp & triển khai AI (AI System Integrator) hiệu quả và cạnh tranh trên thị trường

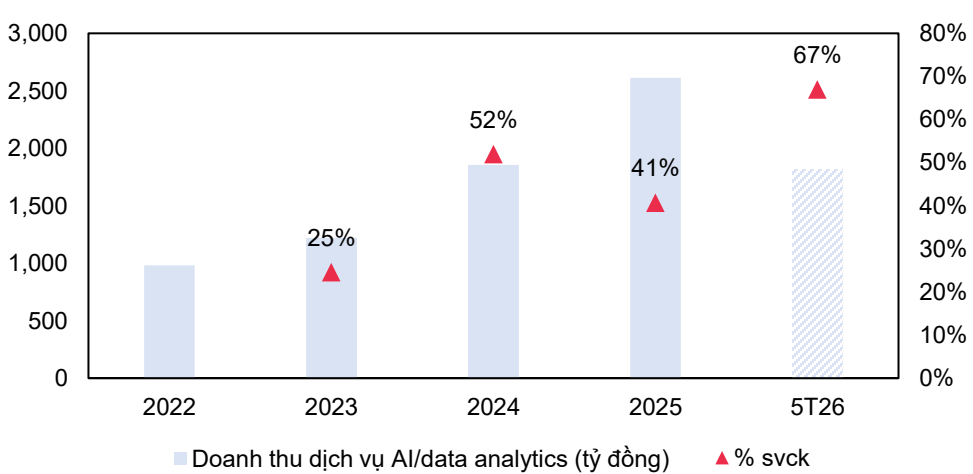
Trong buổi chia sẻ về triển vọng AI tháng 6/2026, FPT đưa ra những luận điểm quan trọng về lợi thế cạnh tranh của mình trong thời kỳ mới:

- Đối với các đối thủ lớn từ Ấn Độ, vốn có hệ thống công kênh, cấu trúc chi phí phức tạp, FPT tự tin có thể chuyển đổi nhanh hơn nhờ bộ máy linh hoạt. Hơn nữa, FPT cho rằng AI đang giúp cải thiện một điểm yếu trước giờ, đó là kinh nghiệm và kiến thức của đội ngũ chuyên gia. Trong đó, AI giúp rút ngắn thời gian học tập, hiểu và chuyển đổi được các hệ thống cũ (legacy system) ví dụ như ngôn ngữ lập trình COBOL, vốn đã cổ điển và không còn nhiều chuyên gia có thể đọc. Nhân đây, FPT cũng chia sẻ về lợi thế trên thị trường chính Nhật Bản, đã thâm nhập 20 năm, xây dựng được lòng tin và có kết nối sâu rộng với các đối tác. Doanh nghiệp cho rằng Nhật Bản hiện đang gặp vấn đề về dân số già, số lượng kỹ sư CNTT thấp trong khi đang có nhu cầu rất lớn trong việc hiện đại hóa các hệ thống legacy, thay thế các vendor cũ.
- Đối với các đối thủ nhỏ hơn, các công ty có thể nhanh, rẻ và chuyên sâu ở một vài ngành cụ thể, nhưng thường thiếu năng lực bảo mật, quản trị dữ liệu, delivery đa quốc gia, đội ngũ đủ lớn, năng lực vận hành 24/7 và uy tín để nhận các hợp đồng dài hạn với tập đoàn lớn. Hơn nữa, FPT có một hệ sinh thái các sản phẩm AI khá toàn diện bao gồm: Hạ tầng AI (Nhật Bản, Việt Nam); Các bộ sản phẩm FleziPT, bao gồm các công cụ hỗ trợ lập trình như CodeVista, AgentVista, TestVista; Các giải pháp dịch vụ ứng dụng AI chuyên biệt cho từng ngành, nổi bật như Ô tô, Ngân Hàng, Bảo Hiểm, Y tế và Bán lẻ, đã chứng minh được hiệu quả thực tế.
- Ở chiều ngược lại, chúng tôi vẫn nhìn nhận được xu hướng cạnh tranh rất gay gắt sắp tới trong đó các đối thủ lớn có năng lực R&D tốt hơn nhiều trong khi các đối thủ nhỏ ngày càng bám sát. Chúng tôi cho rằng mấu chốt là tốc độ chuyển đổi và FPT đang cho thấy sự quyết tâm lớn.

Tăng trưởng backlog ghi nhận sự phục hồi ấn tượng, các hợp đồng lớn liên tục đổ về trong 6 tháng đầu năm 2026



Doanh thu từ hoạt động dịch vụ AI/data analytics tăng trưởng mạnh mẽ, chiếm tỷ trọng ngày càng lớn



Nguồn: FPT, MBS Research

Triển vọng 2026-27: Đột phá chính sách của Việt Nam: Khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo, và chuyển đổi số là trụ cột phát triển

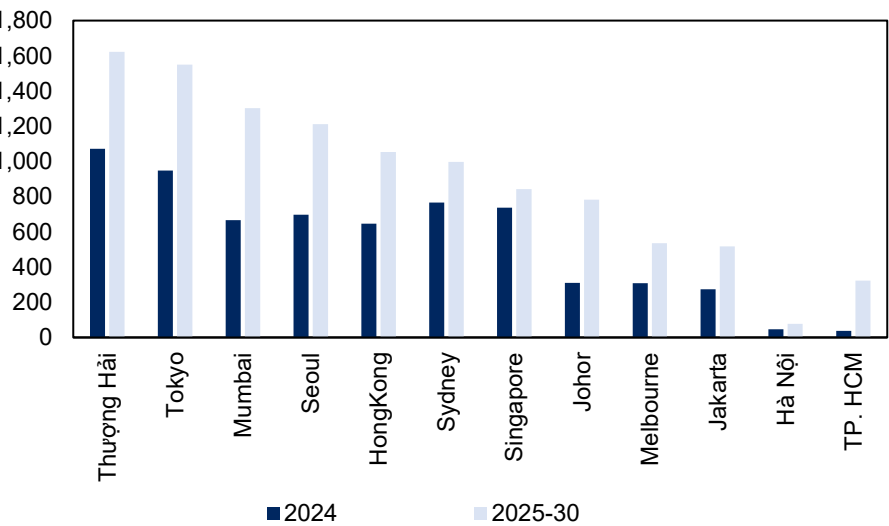
Việt Nam đang chuyển đổi từ một quốc gia ứng dụng công nghệ sang một quốc gia làm chủ công nghệ chiến lược. Chính Phủ tăng cường tinh gọn bộ máy, đẩy mạnh chuyển đổi số tại các địa phương, xây dựng một hành lang chính sách ưu đãi cho các doanh nghiệp về công nghệ, đổi mới sáng tạo

11/01/2024	Quy hoạch hạ tầng thông tin và truyền thông 2021-30 của Chính Phủ
• Tập trung phủ sóng 5G 99% dân số từ nay đến 2030; • Hình thành mạng lưới Data Center quốc gia gắn với AI, Big Data, Chính Phủ Số. Xác định hạ tầng số là xương sống của CNTT.	
22/14/2024	Nghị Quyết 57 của Bộ Chính Trị về đột phá phát triển khoa học, công nghệ, chuyển đổi số
• Nghị Quyết quan trọng của Bộ Chính Trị, định hướng công nghệ, đổi mới sáng tạo là đột phá chiến lược. • Mục tiêu 2030: Top 3 Đông Nam Á về AI, công nghệ số; Top 50 thế giới về năng lực cạnh tranh số, chính phủ điện tử.	
14/06/2025	Luật Công nghiệp Công nghệ số của Quốc Hội (Có hiệu lực từ 01/01/2026)
• Ưu đãi thuế và miễn phí thuê đất cho các doanh nghiệp lĩnh vực công nghệ ưu tiên. • Hỗ trợ chi phí R&D, chi phí thuê nhân sự, đào tạo, sản xuất thử nghiệm, tư vấn khởi nghiệp và mua công nghệ.	
27/06/2025	Luật Khoa học, Công nghệ và Đổi mới sáng tạo
• Luật hóa “đổi mới sáng tạo”. Cho phép tổ chức nghiên cứu thương mại hóa kết quả nghiên cứu và được hưởng ≥ 30% thu nhập từ kết quả đó. • Khuyến khích liên kết chuyển giao công nghệ, mở rộng nghiên cứu ứng dụng.	
Tháng 11/2025	Triển khai gói tín dụng 500.000 tỷ đồng cho khoa học-công nghệ
• 4 ngân hàng thương mại nhà nước đăng ký 240.000 tỷ đồng. Ngoài ra, có 12 ngân hàng tư nhân quy mô lớn đăng ký 20.000 tỷ đồng mỗi đơn vị. • Mức ưu đãi tối thiểu là 1% lãi suất so với lãi suất thông thường bình quân hiện nay của các ngân hàng thương mại đang cho vay; thời gian ưu đãi tối thiểu là hai năm.	
Tháng 1/2026	Nhóm doanh nghiệp CNTT đầu ngành hiện thực hóa những bước đầu tiên trong chuỗi giá trị ngành bán dẫn nước nhà
• 16/01/2026: Viettel chính thức khởi công xây dựng nhà máy chip bán dẫn đầu tiên tại Việt Nam tại khu công nghệ cao Hòa Lạc. • 28/01/2026: FPT công bố thành lập nhà máy đóng gói kiểm thử chip tại Bắc Ninh, bước đầu toàn diện năng lực trong cả 3 khâu: Thiết kế, sản xuất, đóng gói & kiểm thử	
Tháng 1/2026	Nghị Định 20/2026/NĐ-CP quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Nghị quyết số 198/2025/QH15 về kinh tế tư nhân
• Đặt doanh nghiệp công nghệ vào vị trí trung tâm của chiến lược phát triển kinh tế tư nhân. • Giảm trực tiếp chi phí đầu vào cốt lõi cho doanh nghiệp công nghệ, bao gồm đất đai, thuế, chi phí R&D, đào tạo nhân lực và chi phí tuân thủ.	
Tháng 6/2026	Nghị quyết số 10-NQ/TW của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài
• Nhà nước không còn ưu tiên các dự án chỉ mang vốn vào Việt Nam, mà ưu tiên các dự án tạo ra công nghệ, chuỗi cung ứng và hệ sinh thái trong nước. • Yêu cầu các dự án FDI chuyển giao công nghệ, phát triển R&D, đào tạo nhân lực liên kết với doanh nghiệp trong nước ,hình thành chuỗi cung ứng nội địa, nâng tỷ lệ nội địa hóa.	

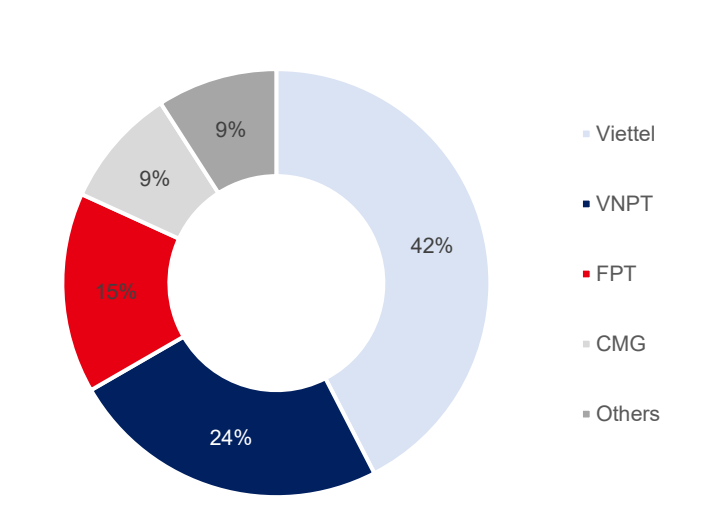
Triển vọng 2026-27: Hạ tầng công nghệ thông tin trở thành nền móng của năng lực cạnh tranh quốc gia

- Để xây dựng một hệ sinh thái công nghệ nội địa đủ mạnh, điều kiện tiên quyết là phát triển đồng bộ hạ tầng số, trong đó TTDL và hệ thống viễn thông đóng vai trò quan trọng, nhất là khi khối lượng dữ liệu đang tăng theo cấp số nhân nhờ sự bùng nổ của AI, điện toán đám mây, IoT và các dịch vụ số. Hiện tại, thị trường Việt Nam rất bé khi so sánh với các nước trong khu vực, chủ yếu chi phối bởi các công ty viễn thông lớn như Viettel, FPT Telecom, CMC nhằm cung cấp thêm dịch vụ gia tăng cho khách hàng của mình. Tuy nhiên, Việt Nam được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng cao nhờ (1) Nền kinh tế số phát triển nhanh hàng đầu khu vực APAC với lượng người dùng internet lớn; (2) Tốc độ chuyển đổi số trên khắp các cả nước từ khu vực doanh nghiệp tự nhân cho đến khu vực công; (3) Nền kinh tế chuyển từ chuộng tiền mặt sang thanh toán điện tử.
- Hiện tại, Việt Nam đón nhận nhiều cơ hội hợp tác nổi bật như Hyperscale DC 200MW của Kinh Bắc & AIC; CMC Hyperscale (120MW) giữa CMC & Samsung; Dự án TTDL ứng dụng AI của VNG & ST Telemedia; Đề xuất hợp tác đầu tư TTDL 2 tỷ USD giữa nhóm G42 (UAE), FPT và Vinacapital. Về lợi thế, bên cạnh nhu cầu tăng trưởng nhanh, Việt Nam vẫn đang có những lợi thế truyền thống nhờ chi phí đầu tư, vận hành rẻ, tỷ suất sinh lời cao, Chính Phủ cũng đang nỗ lực trong việc hoàn thiện khung pháp lý thuận lợi, minh bạch. Ở chiều ngược lại, hiện tại, thị trường TTDL vẫn chưa thể phát triển tương xứng với tiềm năng, chủ yếu nằm ở các nút thắt như (1) Hạ tầng điện chưa hoàn toàn đảm bảo; (2) Áp lực chi phí vận hành gia tăng do thay đổi chính sách giá điện + giá phần cứng tăng mạnh; (3) Hành lang pháp lý vẫn chưa hoàn toàn thông suốt.

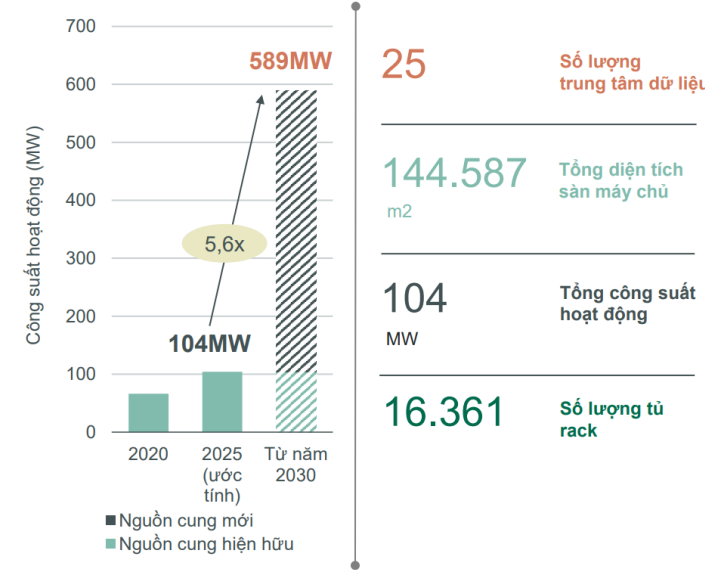
Quy mô thị trường TTDL tại Việt Nam còn khá bé khi so sánh với các nước trong khu vực (Đơn vị: MW)



Thị phần TTDL bị chi phối bởi các doanh nghiệp lớn ngành CNTT – Viễn Thông nội địa



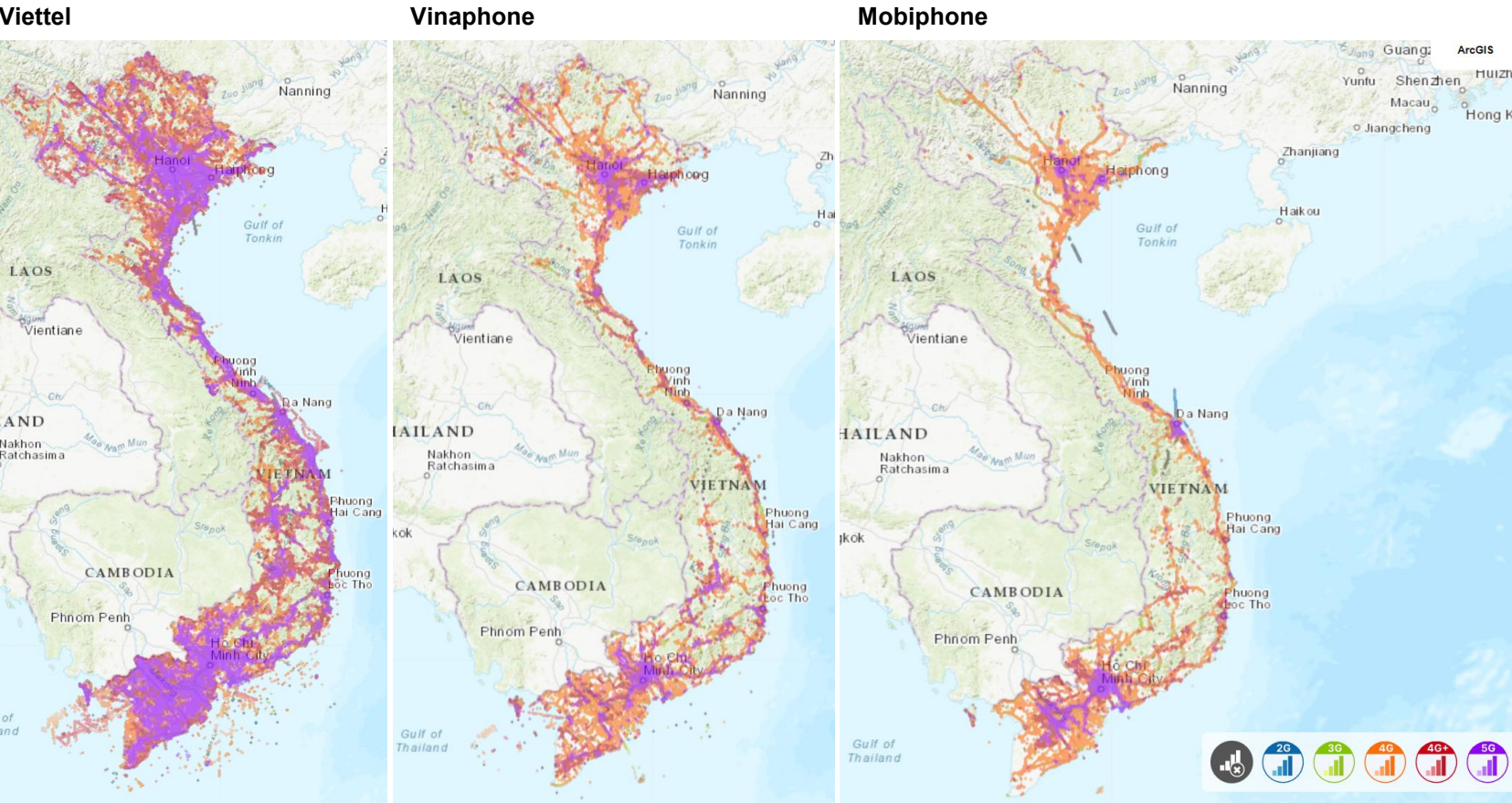
Việt Nam sẽ trở thành điểm nóng phát triển TTDL, đặc biệt tại TP.HCM (Đơn vị: MW)



Nguồn: CBRE, MBS Research

Triển vọng 2026-27: Hạ tầng công nghệ thông tin trở thành nền móng của năng lực cạnh tranh quốc gia

Việt Nam sở hữu một hạ tầng viễn thông phát triển, chất lượng dịch vụ internet thuộc nhóm tốt và rẻ hàng đầu khu vực



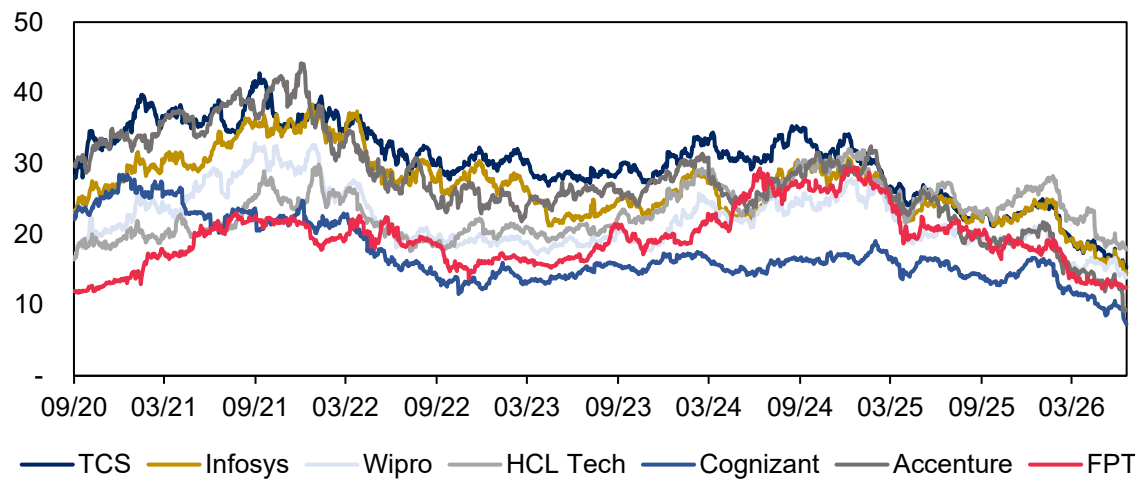
Việt Nam nằm trong nhóm có tỷ lệ phủ cáp quang (broadband) rất cao, giá cước rẻ, và tốc độ mạng thuộc nhóm nhanh nhất khu vực. Bên cạnh đó, tốc độ phủ sóng băng rộng di động mặc dù đi sau nhưng triển khai rất nhanh với 4G về cơ bản đã phủ sóng 99% dân số, trong khi 5G chỉ sau 1-2 năm triển khai, nhà mạng tiên phong là Viettel đã phủ sóng được gần 90% dân số, tạo nền tảng tốt để phát triển các dịch vụ về clouds, AI, streaming, và các dịch vụ về IoT, thành phố thông minh, công nghiệp số.

Hiện tại, mô hình cạnh tranh về giá thuê bao cơ bản đã bão hòa, các doanh nghiệp nhà mạng cạnh tranh về dịch vụ giá trị gia tăng như truyền hình, cloud, data center. Viettel luôn dẫn đầu trong các hoạt động, có năng lực vượt trội để mở rộng sang Hyperscale DC, chip bán dẫn, hạ tầng, tạo nguồn việc tốt cho các công ty con phát triển như CTR, VGI, Viettel IDC,... Mặt khác, các đối thủ như FPT Telecom vẫn có những lợi thế riêng biệt, có năng lực tham gia đấu thầu các dự án lớn về camera an ninh đô thị, hệ thống phòng cháy chữa cháy của khối hành chính công, hợp tác với Starlink cung cấp dịch vụ cho các khách hàng.

Nguồn: CBRE, MBS Research

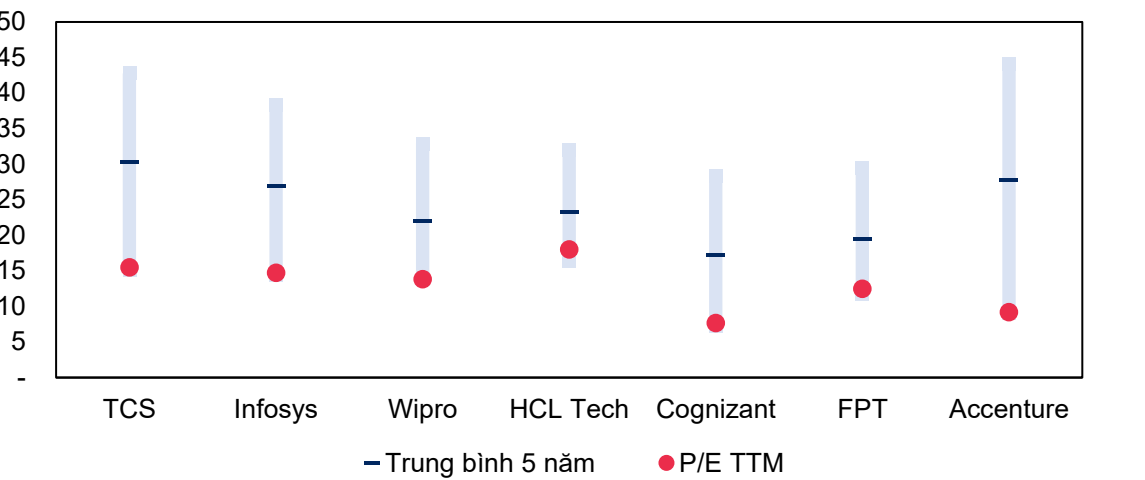
Chiến lược đầu tư 2026: Ngành dịch vụ CNTT toàn cầu đã bước qua giai đoạn tăng trưởng dễ dàng

Diễn biến P/E của các doanh nghiệp nổi bật ngành dịch vụ CNTT có tương quan cao, đều cho thấy xu hướng giảm mạnh sau khi tạo đỉnh GD 2024



Nguồn: Bloomberg (Cập nhật ngày 10/07/2026), MBS Research

Các doanh nghiệp dịch vụ CNTT hiện tại đều đang giao dịch ở vùng đáy P/E 5 năm, cơ bản đã phản ánh phần lớn những rủi ro ngắn hạn

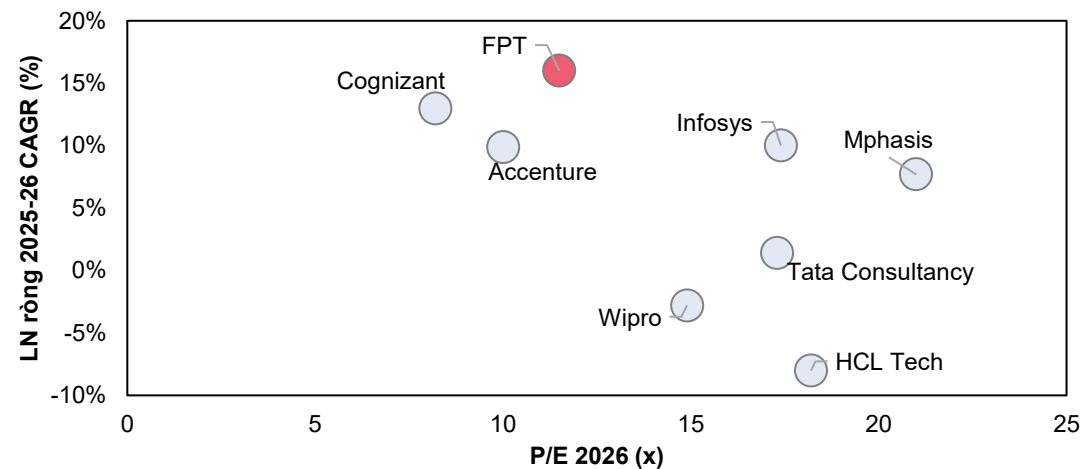


Nguồn: Bloomberg (Cập nhật ngày 10/07/2026), MBS Research

- Sự kiện ra mắt sản phẩm Agentic AI Claude Cowork của Anthropic đã kích hoạt một làn sóng bán ròng từ cuối năm ngoái do lo ngại sự phát triển của AI đang đe dọa mô hình kinh doanh nhóm dịch vụ CNTT truyền thống. Trong tháng 6, việc Accenture ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn 3%, cũng như kế hoạch doanh thu 2026 đặt ra thấp hơn kỳ vọng chỉ từ 1.5%-3.5%, tiếp tục tạo ra một làn sóng bán ròng lan tỏa cả ngành, cho thấy tâm lý bi quan của nhà đầu tư về triển vọng của nhóm. Bên cạnh đó, một yếu tố cũng khá đáng kể liên quan đến đường đi của dòng vốn, hiện tại đang bị thu hút bởi các deal IPO của các “Big Tech” như của SpaceX, sắp tới là OpenAI, Anthropic.
- Chúng tôi cho rằng đà bán ròng quyết liệt đối với nhóm dịch vụ CNTT phần nào có cơ sở, nhất là khi giai đoạn trước, nhà đầu tư phải trả một mức P/E cao hơn nhiều so với thị trường để sở hữu cổ phiếu của nhóm, phản ánh lợi thế cạnh tranh khác biệt. Tuy nhiên, khi tăng trưởng doanh thu chậm lại, chưa đáp ứng được kỳ vọng, việc bị thị trường định giá lại ở mức rẻ hơn là hoàn toàn phù hợp. Hiện tại, các doanh nghiệp dịch vụ CNTT đều đang giao dịch ở mức P/E vùng đáy 5 năm, nhìn chung đã phản ánh phần lớn các rủi ro ngắn hạn. Tuy nhiên, dòng tiền vẫn chưa có xu hướng quay trở lại, các nhà đầu tư dường như đang chờ đợi những bước đi tiếp theo của các doanh nghiệp trong chu kỳ mới.

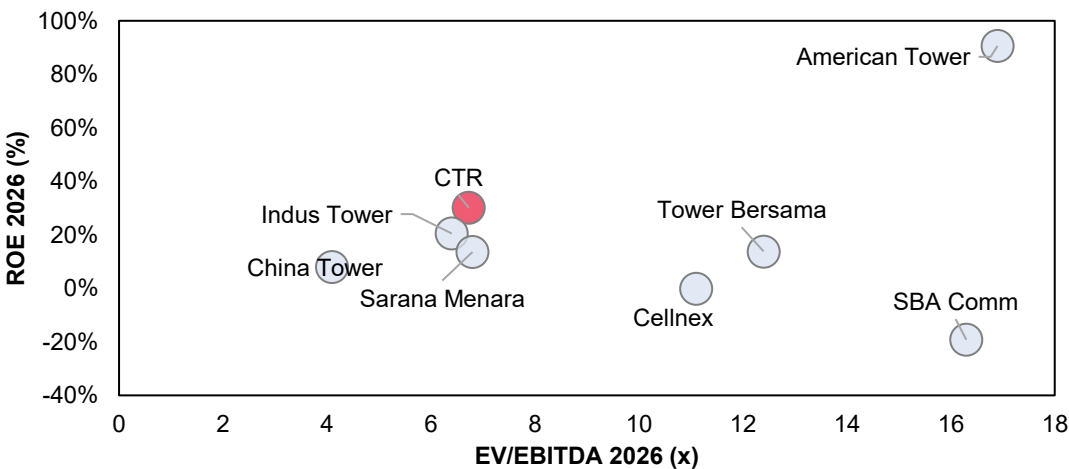
Chiến lược đầu tư 2026: So với các đối thủ quốc tế, nhóm CNTT-Viễn thông Việt Nam có mức định giá rẻ hơn mặc dù tăng trưởng vượt trội

FPT được trả mức P/E khá thấp trong khi tăng trưởng LN tốt hơn nhiều so với trung bình ngành, cho thấy doanh nghiệp đang được định giá rẻ



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

CTR ghi nhận mức ROE (%) vượt trội so với các TowerCo trong khu vực trong khi định giá EV/EBITDA khá rẻ sau đợt chiết khấu



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

- Với mức nền định giá rẻ, trong 2026, chúng tôi ưa thích nhóm cổ phiếu chiết khấu sâu, rủi ro giảm giá thấp cũng các dấu hiệu hoạt động kinh doanh phục hồi như FPT và CTR. Trong đó, có thể thấy đây là hai cổ phiếu đại diện tốt cho ngành, hiện có mức P/E khá rẻ quanh mức đáy 5 năm.
- Đối với FPT, chúng tôi kỳ vọng dự địa tăng giá lớn với mức P/E 2026-27 ~11.7x thấp hơn nhiều so với trung bình quá khứ là 20.2x, và đồng thời thấp hơn trung bình ngành (18.0x). Ở khía cạnh triển vọng kinh doanh, FPT cho thấy tốc độ phục hồi tốt với tăng trưởng kép 2026-27 đạt ~18% CAGR trong khi các đối thủ lớn như Tata Consultancy hay Infosys của Ấn Độ có tăng trưởng LN kỳ vọng dưới 10%.
- Chúng tôi quan sát chỉ số EV/EBITDA đối với các doanh nghiệp hạ tầng, và CTR ghi nhận mức định giá khá rẻ đạt ~6.7x trong khi trung bình ngành khu vực đạt ~11.0x. Mặc dù, phải nói rằng nhóm doanh nghiệp lựa chọn so sánh cơ bản thuộc các thị trường trưởng thành, có quy mô LN lớn hơn, CTR có lợi thế về hiệu quả hoạt động nhờ ROE(%) đạt ~30%, cao hơn đáng kể sv các đối thủ. Bên cạnh đó, trong bối cảnh triển vọng kinh doanh của mảng đang xoay trục sang hoạt động xây dựng ngoài tập đoàn, việc so sánh thêm với một số doanh nghiệp xây dựng trong nước là cần thiết trong thời gian tới.

Dự phóng KQKD 2026-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	FPT			CTR			FOX		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	70,208	58,904	69,744	13,940	17,024	20,121	19,507	21,790	24,376
%svck	11.6%	-16.0%	18.4%	10.5%	22.1%	18.2%	10.8%	11.7%	11.9%
LN gộp	25,895	19,238	23,179	982	1,175	1,371	9,710	10,989	12,354
Biên LN gộp (%)	36.9%	32.7%	33.2%	7.0%	6.9%	6.8%	49.8%	50.4%	50.7%
EBITDA	16,545	16,839	19,614	1,089	1,278	1,429	5,241	5,926	6,689
Biên EBITDA (%)	19.5%	22.1%	21.6%	7.8%	7.5%	7.1%	26.9%	27.2%	27.4%
LN ròng	9,369	10,974	12,997	600	701	824	3,418	3,950	4,599
%svck	19.3%	17.1%	18.4%	11.4%	16.8%	17.6%	21.9%	15.6%	16.4%
EPS (đ/cp)	5,502	6,444	7,632	5,244	6,126	7,204	4,627	5,346	6,225
BVPS (đ/cp)	21,425	25,464	29,464	15,721	19,348	24,051	14,749	17,215	20,587
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	11,200	11,200	11,200	9,265	10,287	19,769	7,555	9,544	12,462
Nợ/VCSH	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.5	0.3	0.3
Tỷ suất cổ tức (%)	1.8%	1.8%	1.8%	3.1%	3.1%	3.1%	4.7%	104.7%	204.7%
ROAE (%)	25.7%	24.7%	25.4%	33.9%	34.9%	33.2%	31.2%	32.4%	31.9%
ROAA (%)	12.7%	14.4%	15.0%	7.8%	7.8%	7.7%	13.7%	14.4%	15.0%

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn FPT, CTR

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
FPT	Khả quan	101,000	- Mảng công nghệ kỳ vọng bước vào chu kỳ phục hồi, được hỗ trợ bởi xu hướng khôi phục gia tăng chi tiêu cho CNTT và AI toàn cầu, chiến lược mở rộng sang EU và Trung Đông thông qua M&A đã đem lại nhiều hợp đồng lớn, trong khi đóng góp từ hai AI Factory cùng nhu cầu chuyển đổi số trong nước tích cực, đặc biệt tại khối khu vực công sau sáp nhập. Doanh nghiệp vẫn đang ghi nhận tăng trưởng backlog rất tích cực đạt ~32% svck trong 6T đầu năm, đặc biệt ở các thị trường chính, cho thấy năng lực cạnh tranh và lòng tin của khách hàng trong thời kỳ mới. - AI vừa là thách thức, vừa là cơ hội để FPT tái định vị lợi thế cạnh tranh. Doanh nghiệp đang đẩy mạnh ứng dụng AI nhằm nâng cao năng suất, tối ưu chi phí và chuyển dịch từ mô hình gia công CNTT sang cung cấp các giải pháp AI có giá trị gia tăng cao. Chúng tôi cho rằng quy mô linh hoạt cùng khả năng thích ứng nhanh sẽ giúp FPT đi trước nhiều đối thủ trong quá trình chuyển đổi AI, qua đó cải thiện biên lợi nhuận và duy trì năng lực cạnh tranh dài hạn. - Định giá hiện ở vùng hấp dẫn khi FPT giao dịch tại P/E khoảng 11,9x, tương đương vùng đáy 5 năm và thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp CNTT hàng đầu Ấn Độ. Chúng tôi cho rằng phần lớn các lo ngại về AI đã được phản ánh vào giá, trong khi triển vọng tăng trưởng kép LN cải thiện đạt 18% giai đoạn 2026–27.
CTR	Khả quan	101,600	- TowerCo tiếp tục là nền tảng tăng trưởng của CTR với vị thế số 1 thị trường sở hữu khoảng 12.000 trạm BTS. Dù giai đoạn mở rộng mạnh chậm lại, doanh nghiệp vẫn hưởng lợi từ xu hướng phủ sóng 5G và nguồn việc ổn định từ Viettel. Trọng tâm giai đoạn tới sẽ chuyển sang cải thiện biên lợi nhuận thông qua nâng tỷ lệ thuê chung trạm, tối ưu vận hành và khai thác hiệu quả hạ tầng hiện hữu. - Mảng nhà thầu xây dựng đang nổi lên là động lực tăng trưởng mới khi CTR mở rộng ra ngoài hệ sinh thái Viettel, cung cấp giải pháp trọn gói từ xây dựng, cơ điện, điện mặt trời áp mái đến nhà thông minh. Sau khi ghi nhận sự bứt phá từ cuối 2025, doanh nghiệp tiếp tục mở rộng sang phân khúc B2B và đầu tư công. Chúng tôi kỳ vọng mảng này đạt tăng trưởng kép doanh thu khoảng 30% giai đoạn 2026–28. - Định giá hấp dẫn khi CTR đang giao dịch quanh vùng đáy 3 năm với EV/EBITDA ~7,3x và P/E 16,4x, thấp hơn trung bình ngành. Trong khi đó, nền tảng tài chính và ROE vẫn duy trì ở mức cao, giúp CTR trở thành lựa chọn phù hợp cho nhà đầu tư tìm kiếm doanh nghiệp có rủi ro giảm giá thấp và triển vọng tăng trưởng ổn định.

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn FPT, CTR

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
FOX	Khả quan	93,000	- Băng rộng cố định tiếp tục là trụ cột doanh thu của FOX với dự phóng tăng trưởng khoảng 10% CAGR giai đoạn 2026–27, nhờ nền tảng thuê bao ổn định và khả năng duy trì thị phần. Bên cạnh doanh thu internet, doanh nghiệp tiếp tục nâng ARPU thông qua bán chéo các dịch vụ như FPT Play, thiết bị Wi-Fi, Smart TV Box, Cloud và kênh thuê riêng cho khách hàng doanh nghiệp. Trong bối cảnh thị trường băng rộng dần bão hòa, tăng trưởng sẽ chuyển dịch từ mở rộng thuê bao sang gia tăng doanh thu trên mỗi khách hàng nhờ hệ sinh thái dịch vụ đa dạng của FPT. - Trung tâm dữ liệu (Data Center) sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn khi nhu cầu lưu trữ và xử lý dữ liệu tăng mạnh nhờ AI, Cloud và yêu cầu lưu trữ dữ liệu nội địa. FOX hiện vận hành hơn 7.000 rack đạt tiêu chuẩn Tier III, với tỷ lệ lấp đầy cao tại nhiều cơ sở. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng này tăng trưởng khoảng 30% CAGR giai đoạn 2026–27, được hỗ trợ bởi việc đưa Fornix HCM02 vào khai thác tối đa công suất. - Việc tách khỏi FPT và chuyển về hệ sinh thái Bộ Công An từ tháng 3/2026 có thể mở ra dư địa tăng trưởng lớn cho FOX trong các dự án hạ tầng số quốc gia. Trong bối cảnh Chính phủ đẩy mạnh xây dựng chính phủ số và kinh tế dữ liệu, doanh nghiệp có cơ hội tham gia sâu hơn vào các dự án trung tâm dữ liệu, mạng truyền dẫn, camera an ninh đô thị, phòng cháy chữa cháy và hạ tầng số phục vụ khu vực công, qua đó mở rộng nguồn việc trong dài hạn.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
		tr USD	TTM	2026	Hiện tại	2026	Hiện tại	2026	2025	2026	2025	2026	Hiện tại
Dịch vụ CNTT													
Tập đoàn FPT	FPT VN	4,603	12.4	11.6	3.1	2.8	8.5	8.1	27.2	25.5	13.5	12.2	40.1
INFOSYS LTD	INFO IN	46,008	15.2	14.1	4.7	4.4	10.1	8.9	31.2	32.6	19.3	20.2	9.8
WIPRO LTD	WPRO IN	18,266	14.1	14.8	2.1	2.2	7.8	9.1	15.4	15.4	9.7	9.7	22.8
HCL TECH LTD	HCLT IN	33,176	18.3	18.4	4.3	4.4	11.3	11.0	24.1	24.5	15.9	18.8	7.1
TATA Consultancy	TCS IN	82,221	15.8	17.3	7.1	7.8	10.9	12.1	47.0	47.7	28.1	28.4	10.0
Accenture US	ACN US	92,561	10.1	9.9	2.6	2.6	6.3	6.4	24.9	27.0	11.7	12.9	25.0
MPHASIS LTD	MPHL IN	4,727	24.3	20.9	4.2	3.6	15.1	12.9	18.3	18.3	11.4	11.4	24.3
L&T TECHNOLOGY S	LTTS IN	55,072	32.9	29.9	4.8	4.4	20.3	18.7	15.5	15.5	3.9	3.9	97.6
Trung bình			17.9	17.1	4.1	4.0	11.3	10.9	25.4	25.8	14.2	14.7	29.6
Trung vị			15.5	16.1	4.3	4.0	10.5	10.1	24.5	25.0	12.6	12.6	23.6
Viễn thông													
CTCP Viễn thông FPT	FOX VN	1,913	14.2	12.8	4.3	3.9	8.6	7.9	32.3	32.1	13.2	14.2	84.8
China Telecom-H	728 HK	74,005	11.5	11.7	0.8	0.8	3.3	3.3	6.8	6.3	3.6	3.4	9.6
Singapore Telecom	ST SP	56,078	13.0	23.3	2.6	2.5	11.8	19.4	21.3	10.8	11.5	5.3	40.6
Telkom Indonesia	TKLM IJ	14,130	15.6	11.8	1.9	1.8	4.3	4.1	11.5	14.9	5.5	7.1	44.1
Pldt Inc	TEL PM	4,138	8.5	7.2	2.0	1.8	5.4	5.3	24.7	25.1	4.7	5.3	280.9
Telekom Malaysia	T MK	7,173	17.8	18.8	2.8	2.6	7.1	6.7	16.3	15.6	8.2	8.5	34.0
Time Dotcom Bhd	TDC MK	2,721	25.5	21.5	3.9	3.6	13.8	12.8	14.1	16.4	9.9	12.2	11.9
Trung bình			15.2	15.3	2.6	2.4	7.8	8.5	18.1	17.3	8.1	8.0	72.3
Trung vị			14.2	12.8	2.6	2.5	7.1	6.7	16.3	15.6	8.2	7.1	40.6

Nguồn: Bloomberg, MBS Research (dữ liệu cập nhật ngày 10/07/2026)

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)			ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
		tr USD	TTM	2026	Hiện tại	2026	Hiện tại	2026	Hiện tại	2025	2026	2025	2026	Hiện tại
Trung tâm dữ liệu														
Globe Telecom	GLO PM	4,216	12.7	12.3	1.3	1.4	6.8	6.6	11.0	12.2	3.3	3.8	190.8	
Advanced Info	ADVANC TB	33,796	22.3	21.8	9.4	19.1	10.3	10.1	48.1	60.4	11.3	13.5	183.1	
Keppel DC REIT	KDCREIT SP	4,332	12.5	19.2	1.3	1.3	23.1	21.1	11.1	6.6	6.8	4.2	56.5	
Sunevision Holdings	1686 HK	1,417	18.6	17.7	1.9	3.1	12.9	11.9	18.6	17.6	4.1	4.3	296.9	
NextDC Ltd	NXT AU	6,900	na	na	2.1	1.7	54.7	51.2	(1.3)	(2.9)	(0.9)	(1.1)	60.2	
Trung bình			16.5	17.8	3.2	5.3	21.6	20.2	17.5	18.8	4.9	4.9	157.5	
Trung vị			15.7	18.5	1.9	1.7	12.9	11.9	11.1	12.2	4.1	4.2	183.1	
TowerCo														
CTCP Công trình Viettel	CTR VN	354	14.8	14.7	4.1	3.8	7.4	6.7	29.7	30.8	7.6	7.5	121.0	
American Tower C	AMT US	78,969	27.3	25.3	22.4	13.2	16.1	16.7	82.1	89.8	4.6	4.9	444.5	
Cellnex Telecom	CLNX SM	19,073	na	na	1.2	1.4	11.5	10.6	(2.4)	(0.1)	(0.8)	-	175.4	
Indus Tower	INDUSTOW IN	11,163	15.0	15.1	2.7	2.9	6.9	6.9	19.8	20.5	10.6	11.1	53.3	
China Tower	788 HK	20,658	11.0	9.1	0.9	0.7	3.3	3.4	5.7	7.3	3.7	4.5	44.3	
Tower Bersama	TBIG IJ	1,786	22.7	21.9	2.6	2.6	11.4	10.3	12.3	12.7	3.1	3.2	221.1	
SBA Communication	SBAC US	19,844	16.4	23.8	na	na	21.0	16.7	na	(19.0)	9.1	6.5	na	
Sarana Menara	TOWR IJ	1,236	5.6	5.5	0.7	0.7	6.8	5.9	16.0	13.7	4.7	4.8	162.9	
Crown Castle Inc	CCI US	34,846	32.6	33.0	na	na	22.3	21.9	na	(24.8)	3.3	3.0	na	
Trung bình			18.2	18.5	4.9	3.6	11.9	11.0	23.3	14.5	5.1	5.1	174.6	
Trung vị			15.7	18.5	2.6	2.6	11.4	10.3	16.0	12.7	4.6	4.8	162.9	

Nguồn: Bloomberg, MBS Research (dữ liệu cập nhật ngày 10/07/2026)

Triển vọng 2H26 | Ngành tiêu dùng bán lẻ

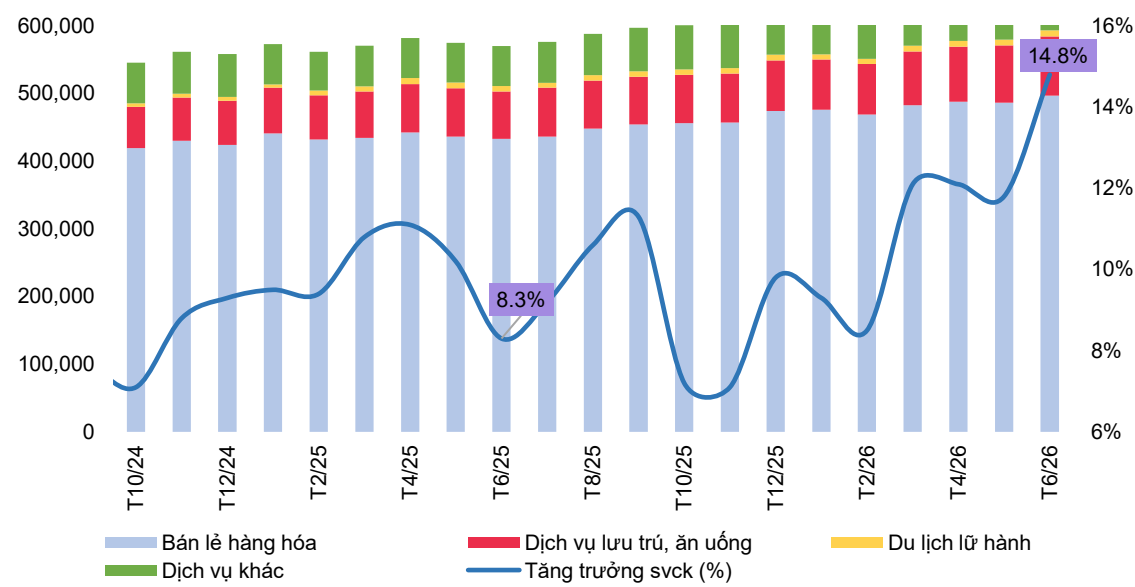
Bước đệm vững chắc từ tiêu dùng thiết yếu



Lũy kế 6T26, tăng trưởng tiêu thụ bán lẻ hàng hóa nội địa còn chậm trong bối cảnh giá bán sản phẩm tăng cao.

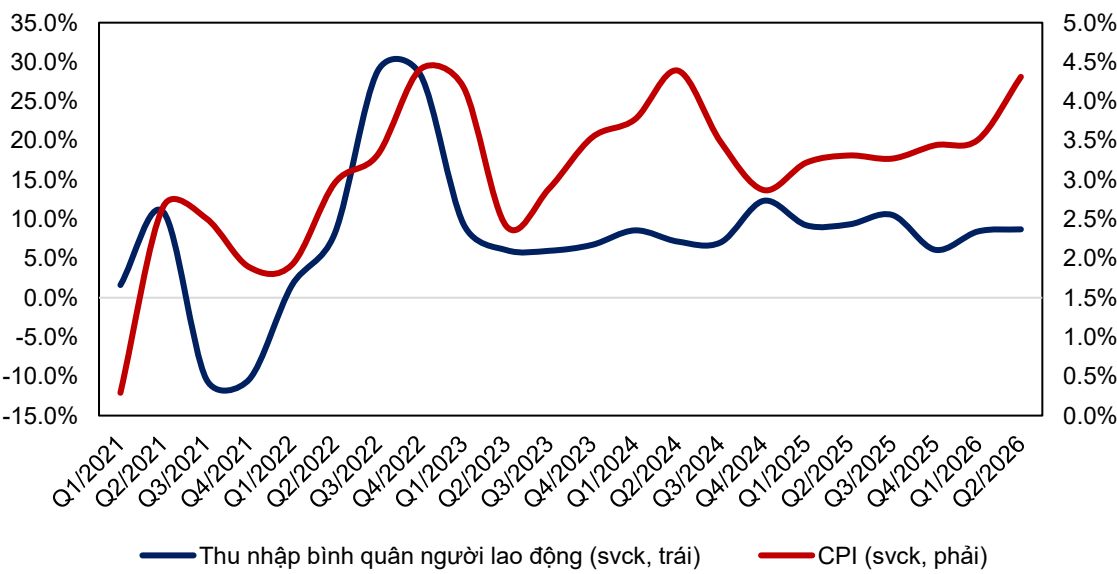
- Lũy kế 6T26, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 12.9% svck, nếu loại trừ yếu tố về giá tăng 7.3% - tăng nhẹ so với mức 7.2% cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 12.5% svck, tốt hơn năm ngoái, một phần đến từ sự phục hồi, tuy nhiên phần lớn khả năng đến từ việc hoàn thiện chuyển dịch lên hệ kinh doanh & doanh nghiệp của các đơn vị bán lẻ hàng hóa, ăn uống,... để đảm bảo thực hiện đúng quy định mới về thuế. Bên cạnh đấy, khu vực lưu trú ăn uống và dịch vụ lữ hành tiếp đà ghi nhận tăng trưởng khả quan nhờ lượng khách du lịch đến Việt Nam tăng 15% svck.
- Nhìn vào bức tranh tiêu thụ nội địa, sản lượng tiêu dùng đã có sự phục hồi tuy nhiên còn khá chậm, lý do chủ yếu đến từ (1) thu nhập khả dụng người dân chưa có tín hiệu tăng trưởng khả quan, tỷ lệ thất nghiệp duy trì 2.2% - tương đương năm 2023 - 24 cho thấy số lượng công việc mới còn nhiều hạn chế, (2) Căng thẳng địa chính trị khiến cho các chi phí bị ảnh hưởng, từ đó giá bán sản phẩm tiêu dùng tăng cao, khiến người dân e ngại việc gia tăng chi tiêu hằng ngày.

6T26, việc tăng trưởng từ doanh thu bán lẻ chủ yếu đến từ việc hoàn thiện chuyển dịch lên hệ kinh doanh của các đơn vị bán lẻ



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

...chúng tôi nhận thấy tăng trưởng tiêu dùng còn khá chậm, bị ảnh hưởng bởi giá cả sản phẩm gia tăng.

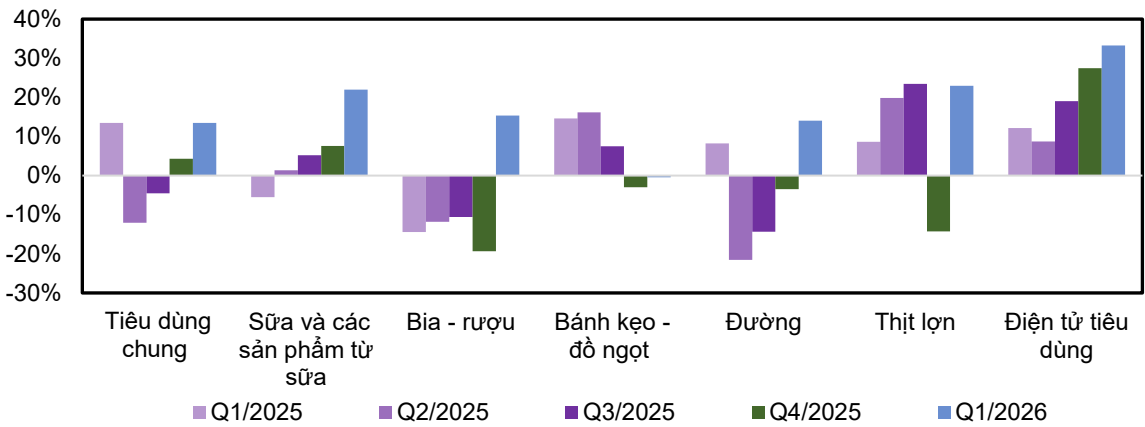


• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research
Vietnam Dynamics 2H26 | 176

Xu hướng phục hồi tiếp diễn cùng sự linh hoạt điều chỉnh giá bán giúp cho tăng trưởng các DN hầu hết ghi nhận khả quan trong Q1/2026.

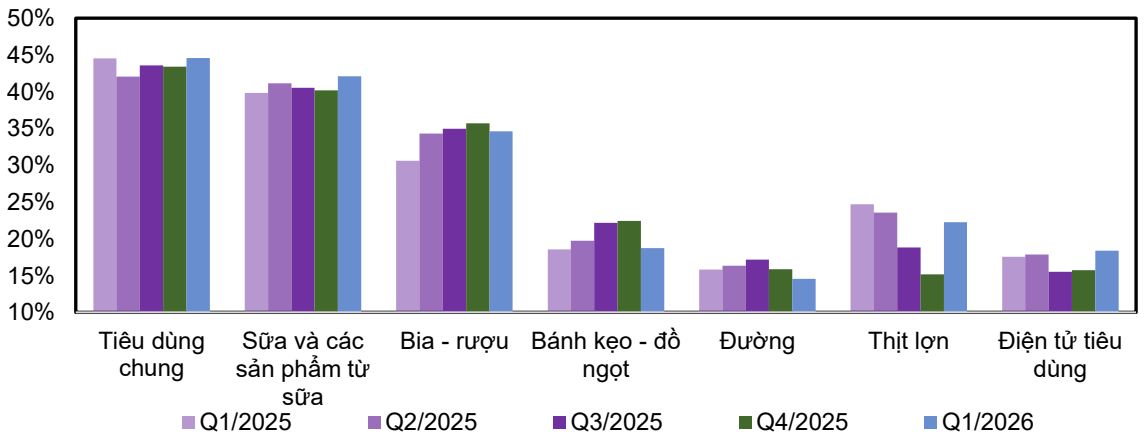
- Q1/2026, hầu hết các doanh nghiệp sản xuất và bán lẻ tiêu dùng ghi nhận tăng trưởng theo quý >10% cho thấy xu hướng phục hồi đang diễn ra trên mức nền thấp năm ngoái. Ở các ngành hàng, thị trường chung ghi nhận sản lượng tăng trưởng 1 chữ số, còn lại 1 số ngành hàng nổi bật cải thiện được giá bán khả quan nên tăng trưởng >20%. Các ngành hàng tiêu dùng chung, sữa, bia - rượu, đường ghi nhận mức tăng trưởng tốt trên mức nền thấp cùng kỳ, ngành hàng bán lẻ điện tử tiêu dùng hưởng lợi từ giá bán trung bình tăng 2 chữ số, ngành hàng thịt lợn của các doanh nghiệp lớn có được sản lượng tiêu thụ tích cực nhờ sự chuyển dịch từ các trang trại nhỏ và hộ nông dân.
- Q1/2026, nhờ sự tích cực của giá NVL đầu vào cùng khả năng linh hoạt điều chỉnh giá bán với cơ cấu sản phẩm có giá trị trung bình cao hơn tăng lên, giúp cho biên LN gộp hầu hết ngành sản xuất tiêu dùng đều tăng trưởng khả quan svck. Cụ thể, sự linh hoạt trong việc tăng cơ cấu tiêu thụ các sản phẩm có giá trị cao hơn giúp cho ngành hàng sữa, bia - rượu có biên LN gộp khả quan hơn svck trong khi các ngành hàng tiêu dùng chung, bánh kẹo - đồ ngọt, bán lẻ điện tử tiêu dùng đi ngang svck. Ngoài ra, do giá bán không nhiều khả quan trong bối cảnh giá NVL duy trì giúp cho biên LN gộp ngành đường chưa có sự khởi sắc svck.

Tăng trưởng doanh thu theo quý của các nhóm ngành thiết yếu



• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Biên LN gộp của các nhóm ngành tiêu dùng thiết yếu

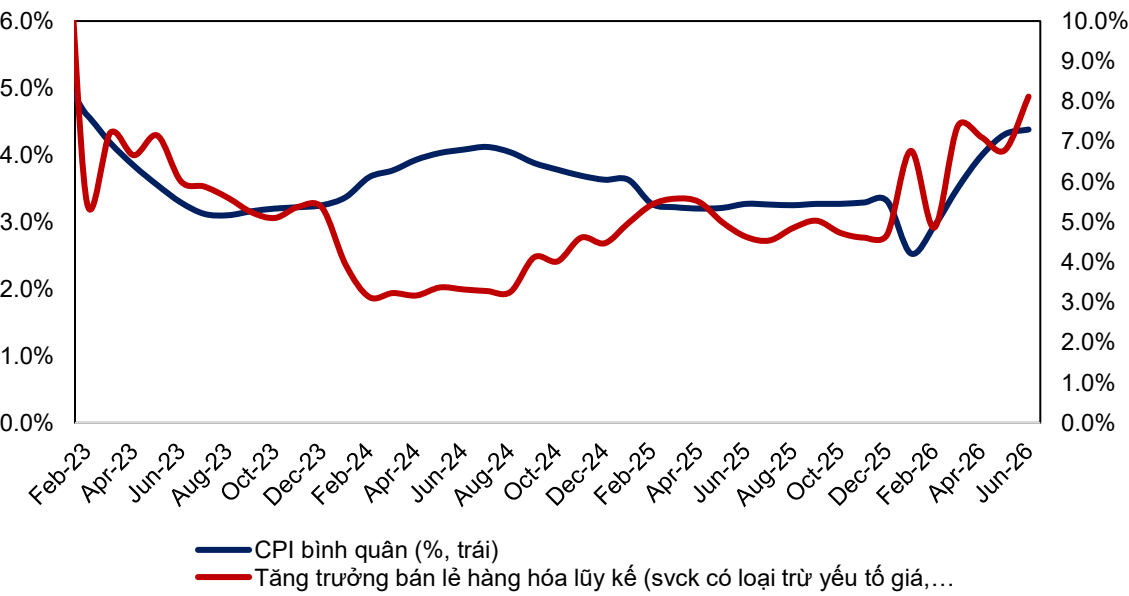


• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Lạm phát gia tăng, thu nhập cải thiện chậm, tiêu dùng không thiết yếu có thể gặp nhiều khó khăn hơn tiêu dùng thiết yếu

- Trong giai đoạn 2022-23, do ảnh hưởng từ cả yếu tố lạm phát và lãi suất cao nên tăng trưởng khá thấp, đặc biệt các ngành hàng không thiết yếu như ô tô, xe máy, điện tử tiêu dùng gặp nhiều khó khăn và lợi nhuận các doanh nghiệp đều chậm đấy. Bước sang giai đoạn 2026-2027, yếu tố lãi suất đã giảm nhiệt và mức lãi suất duy trì ở mức nền thấp trong 2 năm trở lại đây, yếu tố lạm phát duy trì ở mức nền 4% có thể gây bất lợi cho tăng trưởng bán lẻ hàng hóa chung trong giai đoạn sắp tới.
- Nhìn về phía hàng tiêu dùng, chúng tôi nhận thấy ngành hàng thiết yếu như bách hóa, dược phẩm sẽ ít bị ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ và khả năng chuyển đổi chi phí sang giá bán lẻ tốt hơn hàng không thiết yếu do người tiêu dùng thường có sự nhạy cảm về giá bán của các sản phẩm có giá trị lớn. Do vậy, các doanh nghiệp hiện có ưu thế về quy mô cửa hàng cùng đa dạng sản phẩm tiêu dùng ở mức giá tốt sẽ được hưởng lợi trong giai đoạn này. Ngược lại, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm không thiết yếu khả năng sẽ bị ảnh hưởng, ở thị trường điện tử tiêu dùng thì chu kỳ thay thế sẽ ưu tiên các sản phẩm có mức giá hợp lý với công năng đầy đủ, do vậy các doanh nghiệp có lợi thế về các gói tài chính tiêu dùng mức phí thấp hay hàng tồn kho giá tốt sẽ có được thị phần khả quan trong giai đoạn này.

Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa (loại trừ yếu tố giá) sẽ gặp nhiều khó khăn khi lạm phát gia tăng...



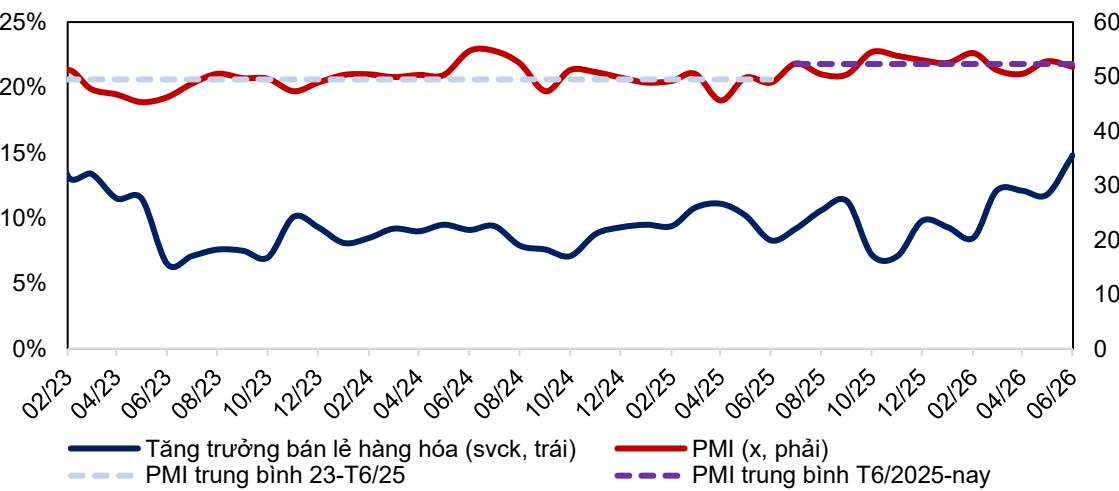
..Sản lượng tiêu thụ bị ảnh hưởng nhất phụ thuộc vào ngành hàng không thiết yếu do khó có khả năng chuyển đổi chi phí sang giá bán như ngành hàng thiết yếu.

Khả năng chuyển đổi chi phí sang giá bán lẻ	
Tiêu dùng thiết yếu (hàng bách hóa, nhu yếu phẩm hàng ngày)	✓
Tiêu dùng thiết yếu (dược phẩm chữa bệnh)	
Tiêu dùng thiết yếu (dược phẩm hỗ trợ sức khỏe)	✓
Tiêu dùng thiết yếu (hàng ăn uống)	✓
Tiêu dùng không thiết yếu	

Xu hướng phục hồi tiêu dùng thiết yếu tiếp diễn với hỗ trợ của các chính sách hỗ trợ cho thu nhập cá nhân

- Tiếp đà 1H2026, chúng tôi kỳ vọng vào khu vực sản xuất tiếp đà phục hồi khả quan với lượng đơn hàng mới tăng tốt hơn đợt vừa qua nhờ sự dịch chuyển đơn hàng từ các quốc gia sẽ tạo nhiều cơ hội việc làm cho người lao động, nhờ đó thu nhập khả dụng được cải thiện. Bên cạnh đấy, về thu nhập khả dụng của người tiêu dùng, mức giảm trừ gia cảnh được lên từ Nghị quyết 110/2025 (T11/2025) cùng với các chính sách tài chính công như (1) hỗ trợ khám sức khỏe định kỳ toàn diện, (2) miễn phí học phí cho các cấp từ mầm non đến THPT là những tín hiệu tích cực cho tăng trưởng tiêu dùng cho 2H2026 - 2027.
- Tháng 11/2025 vừa qua, Nghị quyết 110/2025 vừa được thông qua, nâng mức giảm trừ gia cảnh lên mức giảm trừ đối với người nộp thuế là 15.5 triệu đồng/tháng và mức giảm trừ đối với mỗi người phụ thuộc là 6.2 triệu đồng/tháng. Đây là một trong những tín hiệu hỗ trợ tốt cho tiêu dùng trong nước nhằm phần nào giúp gia tăng sự tự tin của người tiêu dùng. Theo tính toán, với mức nâng như Nghị quyết (áp dụng với biểu thuế cũ), tổng thu nhập từ lương sau thuế của người dân tăng thêm khoảng 10%, đây là yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng tiêu dùng năm 2026.
- **Động lực phục hồi mạnh mẽ từ khu vực sản xuất, đặc biệt là sản xuất xuất khẩu đảm bảo cho thu nhập khả dụng của người tiêu dùng gia tăng, cùng với sự hỗ trợ của các cơ chế, chính sách Chính Phủ nhằm tạo ra sân chơi cạnh tranh công bằng cho thị trường bán lẻ trong nước sẽ tạo động lực cho sự tăng trưởng và phát triển của thị trường tiêu dùng thiết yếu.**

PMI cải thiện tốt nhờ đơn hàng mới dồi dào hơn được kì vọng tạo nên nhiều công ăn việc làm cho người lao động, từ đó giúp thu nhập khả dụng cải thiện.



Mức giảm trừ gia cảnh mới giúp tỷ trọng thuế TNCN/tổng thu nhập giảm 3-5% tùy vào mức thu nhập chịu thuế/tháng

Thu nhập/tháng	Chênh lệch tuyệt đối khi áp dụng giảm trừ gia cảnh mới
10 triệu đồng	0
20 triệu đồng	(1,250,000)
25 triệu đồng	(663,750)
28 triệu đồng	(798,000)
30 triệu đồng	(1,202,500)
50 triệu đồng	(1,260,000)
70 triệu đồng	(1,575,000)
90 triệu đồng	(1,890,000)
110 triệu đồng	(6,042,500)
150 triệu đồng	(2,205,000)
.....	

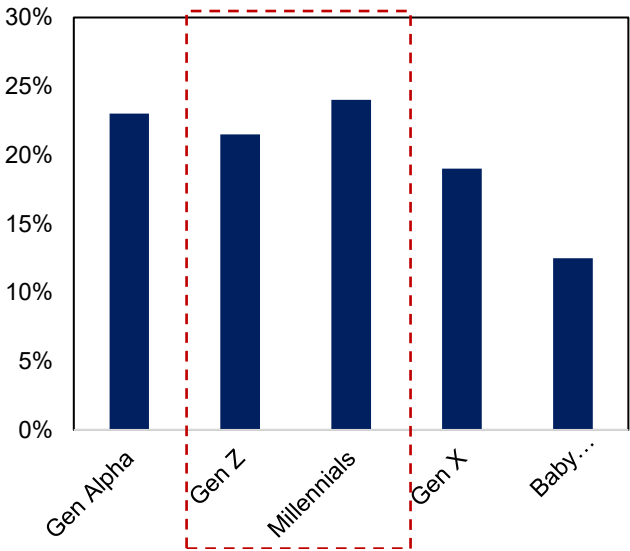
Tổng mức thuế TNCN phải nộp giảm 10% sv tổng thu thuế TNCN của ngân sách

• Nguồn: SPGlobal, Cục Thống kê, Luật TNCN, MBS Research

Năm 2026: Bắt kịp xu hướng là chìa khóa tăng trưởng cho các doanh nghiệp tiêu dùng thiết yếu trong giai đoạn tới...

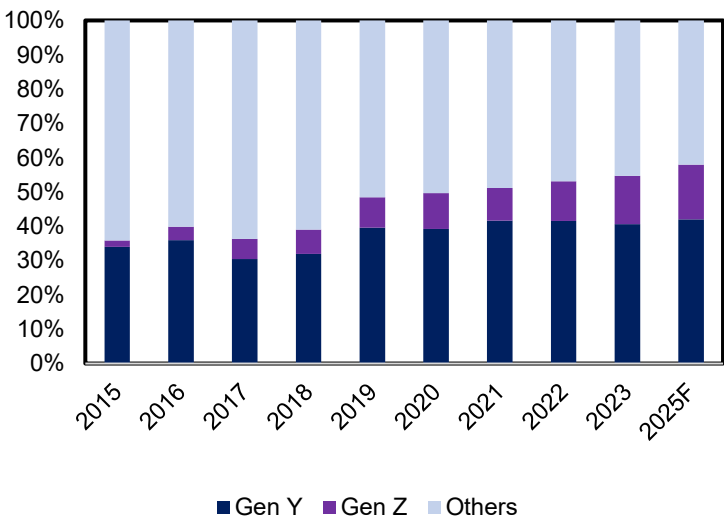
- Việt Nam đang ở giai đoạn dân số vàng cùng sự gia tăng mạnh mẽ của giai đoạn gen Z- gen Y bước vào thị trường lao động. Theo ước tính, Gen Alpha, Gen Z và Gen Y chiếm ~60% tổng người tiêu dùng tại Việt Nam và hiện nay đang xuất hiện sự thâm nhập mạnh mẽ của Gen Z - Gen Y trong thị trường lao động, do vậy xu hướng tiêu dùng mới sẽ phụ thuộc chính vào Gen Alpha, gen Z và Gen Y. Khác với các thế hệ Gen X và Boomers, các thế hệ trẻ tập trung vào sự trải nghiệm, dịch vụ mới hữu dụng và các sản phẩm tốt cho sức khỏe, ít đường. Bên cạnh đấy, các thế hệ trẻ không ngại thay đổi để được thử sức với các sản phẩm mới có giá trị dinh dưỡng cao hơn ở một mức giá tương đương. Nếu các thế hệ trước tập trung chủ yếu vào giá cả và dinh dưỡng, thì các bạn thế hệ trẻ sẽ lựa chọn dựa vào dinh dưỡng, bao bì rồi mới đến giá cả.
- Do vậy, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp được hưởng lợi trong thời gian này đã thực hiện tái định vị thương hiệu trong thời gian dài, luôn tích cực thay đổi và phát triển, nghiên cứu thêm nhiều sản phẩm khác để phù hợp với đa dạng nhu cầu tiêu dùng. Trong bối cảnh cầu tiêu dùng tăng trưởng tốt, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp đổi mới sẽ được hưởng lợi đầu tiên

Gen Z và Gen Y (Millennials) dần trở thành thế hệ tiêu dùng chính với tỷ trọng gần 50% tổng lực lượng tiêu dùng Việt Nam



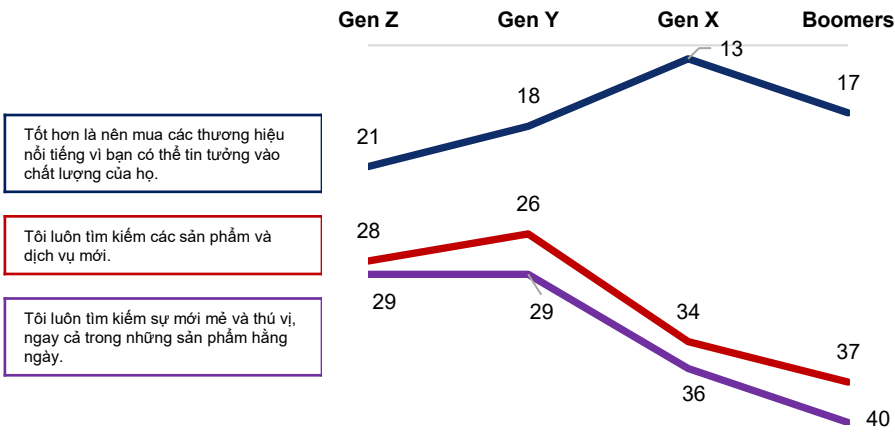
Nguồn: Cimigo, MBS Research

Gen Z và gen Y chiếm khoảng 60% tổng lực lượng lao động tại Việt Nam



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Không như các thế hệ trước, Gen Z và Gen Y thể hiện xu hướng tiêu dùng thay đổi nhanh chóng.



Tốt hơn là nên mua các thương hiệu nổi tiếng vì bạn có thể tin tưởng vào chất lượng của họ.

Tôi luôn tìm kiếm các sản phẩm và dịch vụ mới.

Tôi luôn tìm kiếm sự mới mẻ và thú vị, ngay cả trong những sản phẩm hàng ngày.

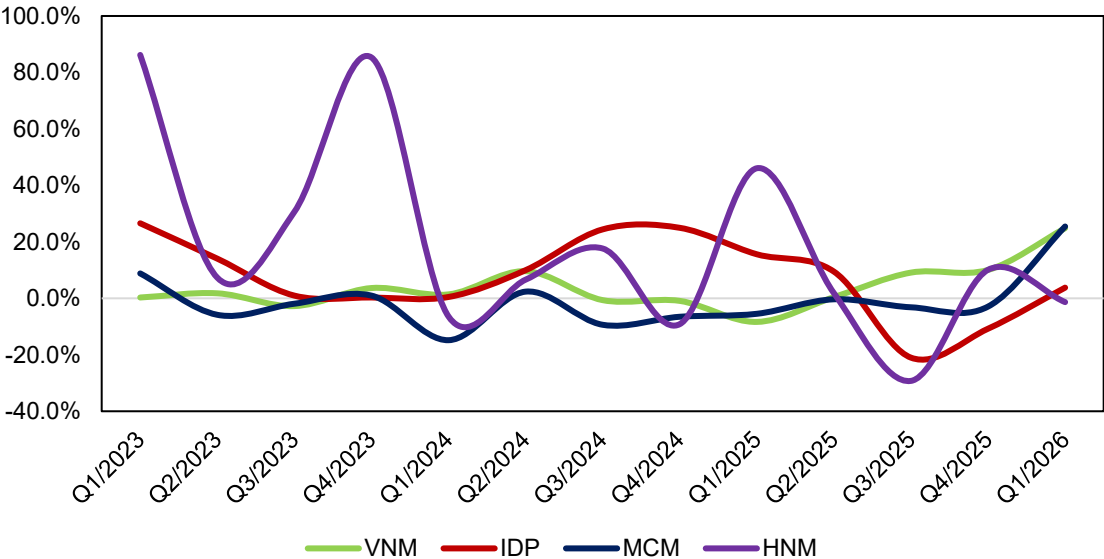
*Bảng xếp hạng lựa chọn của NIQ, số càng lớn thể hiện lượng người lựa chọn cao

Nguồn: NIQ GEN Z REPORT, MBS Research

... do đó chỉ các DN đầu ngành mới có khả năng đẩy mạnh chi phí đầu tư R&D và quảng bá để giành thêm thị phần

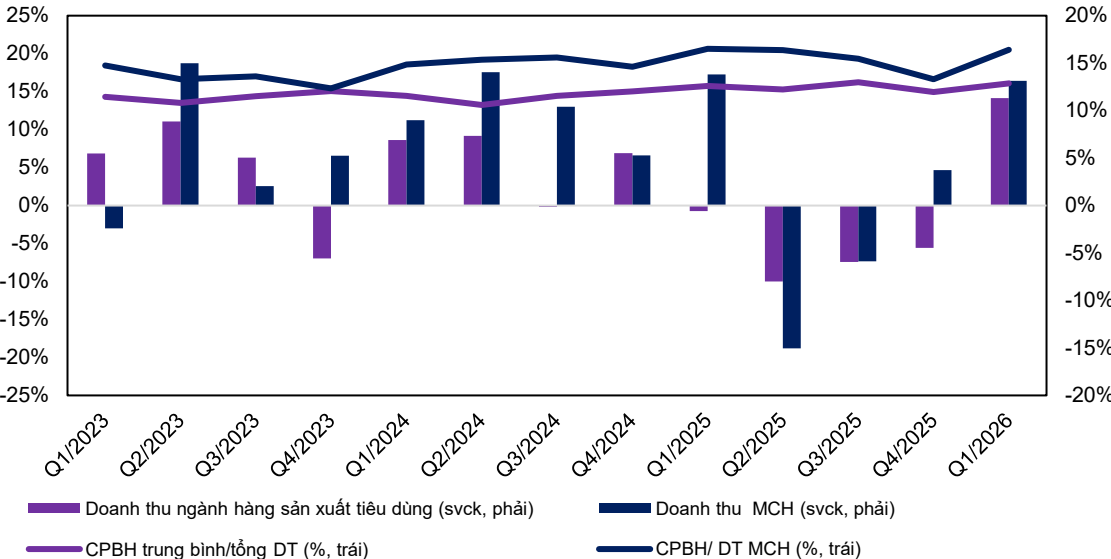
- 1H2026, các doanh nghiệp đầu ngành đã có sự tăng trưởng khả quan hơn với trung bình ngành nhờ sự chuyển mình mạnh mẽ về sản phẩm, và chúng tôi kỳ vọng xu hướng tiếp tục diễn ra trong 2H2026 - 2027. Với thị trường sữa, VNM đã thành công mở mới 30 sản phẩm với chất lượng dinh dưỡng vượt trội, bao bì bắt mắt và thu hút được nhu cầu ở đa dạng lứa tuổi. Ở thị trường sản xuất tiêu dùng chung, MCH cũng là doanh nghiệp tiên phong trong việc nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, sau khi hoàn tất hệ thống phân phối, tối ưu chi phí thì việc luân chuyển hàng hóa đã có nhiều dấu hiệu tích cực và giúp cho tăng trưởng doanh thu khả quan trong Q1/2026. Với MCH, chi phí dành cho R&D tiếp tục được đầu tư, giúp cho tăng trưởng doanh thu kép của mảng này >20% trong năm 2026-27, đảm bảo cho xu hướng dẫn dắt thị trường của MCH duy trì mạnh mẽ.

Tăng trưởng doanh thu theo quý của các doanh nghiệp sữa với sự nổi bật của VNM



• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

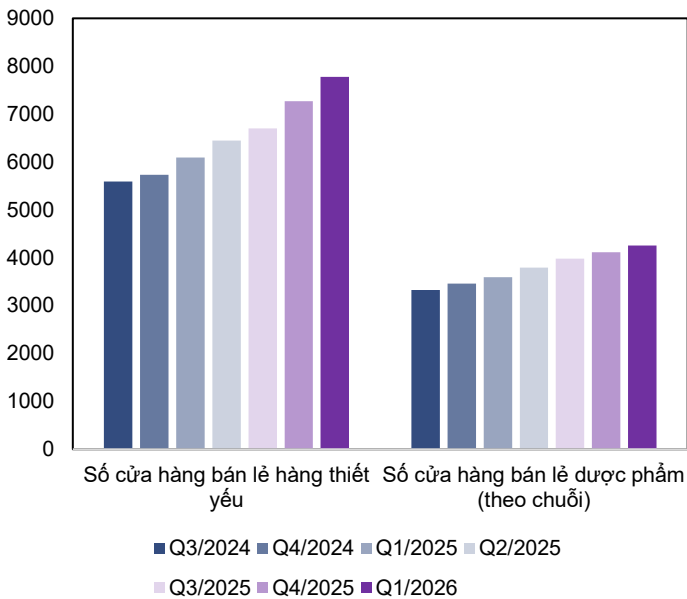
Việc đẩy mạnh quảng cáo cho các sản phẩm mới và hiện tại khiến cho MCH liên tục có được tốc độ tăng trưởng tốt hơn trung bình ngành



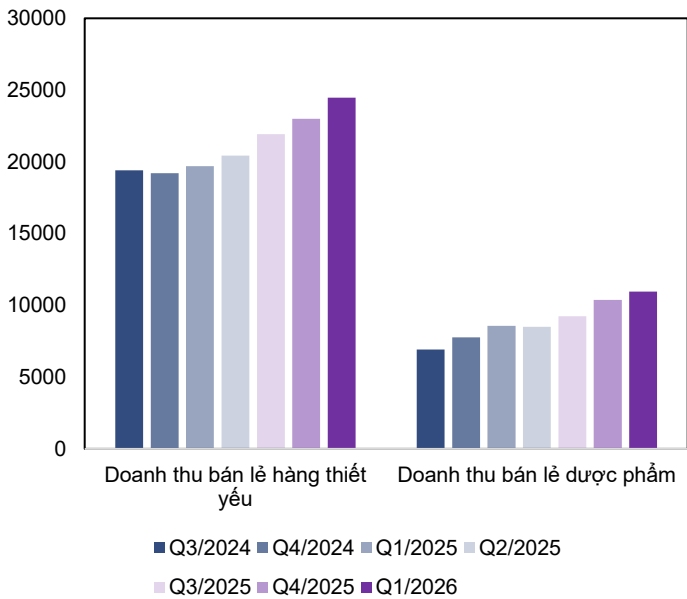
• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu: Điểm sáng thuộc về mở rộng quy mô của chuỗi bán lẻ thực phẩm và dược phẩm

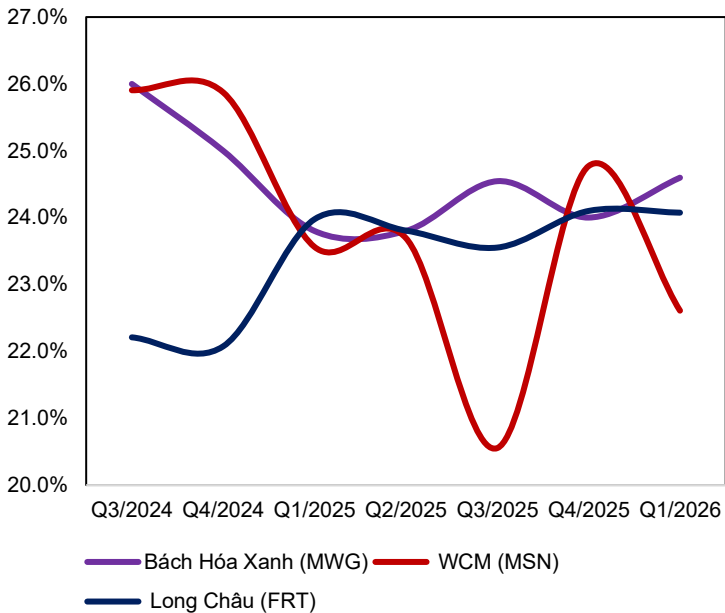
Lợi thế mô hình giúp cho chuỗi bán lẻ hàng thiết yếu tăng tốc mở rộng..



Doanh thu/CH không quá nhiều ảnh hưởng cho thấy sự ổn định trong việc mở rộng thời gian qua



Biên LN gộp của các bán lẻ tiện lợi lớn nhất tại Việt Nam

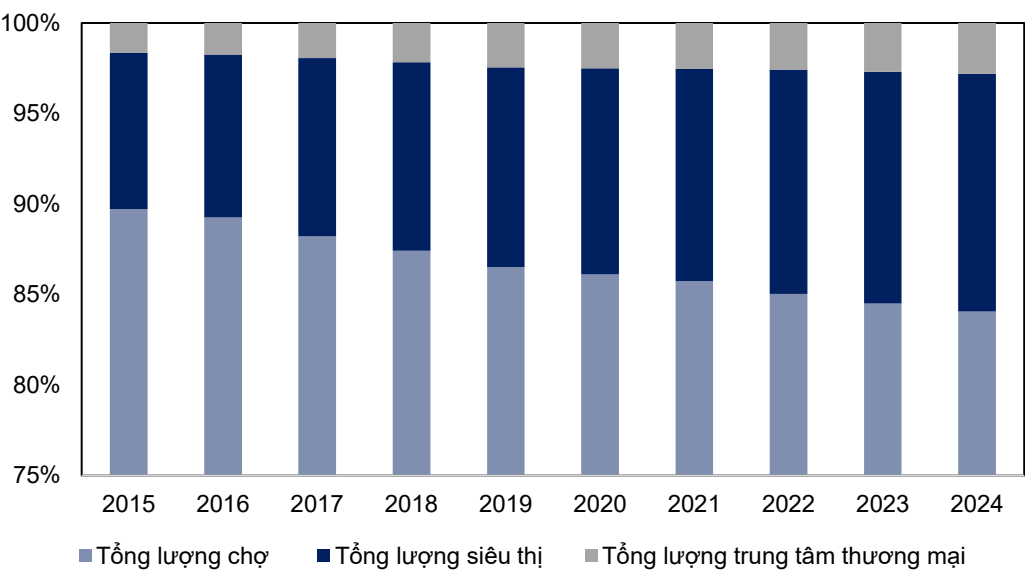


- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research
- Về chuỗi bán lẻ thực phẩm, xu hướng tiêu dùng kiểu mới cùng với mô hình chợ cóc được dịp dịp mạnh mẽ trong thời gian qua, giúp cho sự chuyển dịch lượng mua-bán sang khu vực bán lẻ hiện đại tăng trưởng khả quan. Nhờ đó, Q1/2026 đã có >500 cửa hàng được mở mới với số lượng tập trung tại miền Trung và miền Bắc, chủ yếu đến từ 2 chuỗi Bách Hóa Xanh và Wincommerce, tốc độ tăng trưởng cửa hàng của thị trường duy trì >20%. Ngoài các chuỗi quen thuộc, thị trường đang chứng kiến sự gia nhập của Meiyijia - nhà bán lẻ cửa hàng tiện lợi lớn nhất tại Trung Quốc với các thử nghiệm cửa hàng Ohmee đầu tiên tại Hà Nội; hay chuỗi siêu thị Aeon MaxValu đang mở rộng mạnh mẽ ở các khu vực cấp 1 với ~30 cửa hàng toàn quốc. Với xu hướng dân số trẻ cùng với tỷ lệ thâm nhập còn thấp, cho thấy thị trường bán lẻ thực phẩm Việt Nam còn nhiều hấp dẫn và nhiều tiềm năng tăng trưởng tốt trong trung - dài hạn.
- Về chuỗi bán lẻ dược phẩm, Long Châu vẫn là nhà bán lẻ lớn nhất với ~2,700 cửa hàng toàn quốc, tốc độ tăng trưởng kép cửa hàng đạt 37% trong năm 2022-2025 và đang tiếp tục mở rộng mạnh mẽ. Bên cạnh Long Châu, An Khang và Pharmacity đã bắt đầu kế hoạch bao phủ quy mô sau thời gian dài duy trì để tìm ra mô hình bán hàng phù hợp. Với lợi thế danh mục sản phẩm, trong Q1/2026, đã có 158 nhà thuốc hiện đại được mở mới, trong đó số nhà thuốc An Khang và Pharmacity đạt 36%. Tỷ lệ gia nhập vào thị trường đô thị đã và đang tăng trưởng nhanh chóng, trong khi đó tại nông thôn thì còn rất thấp, cho thấy tiềm năng tăng trưởng lớn trong trung - dài hạn của chuỗi nhà thuốc dược phẩm
- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu : Lợi thế mô hình thành công giúp các nhà bán lẻ tiếp đà mở rộng mạnh mẽ

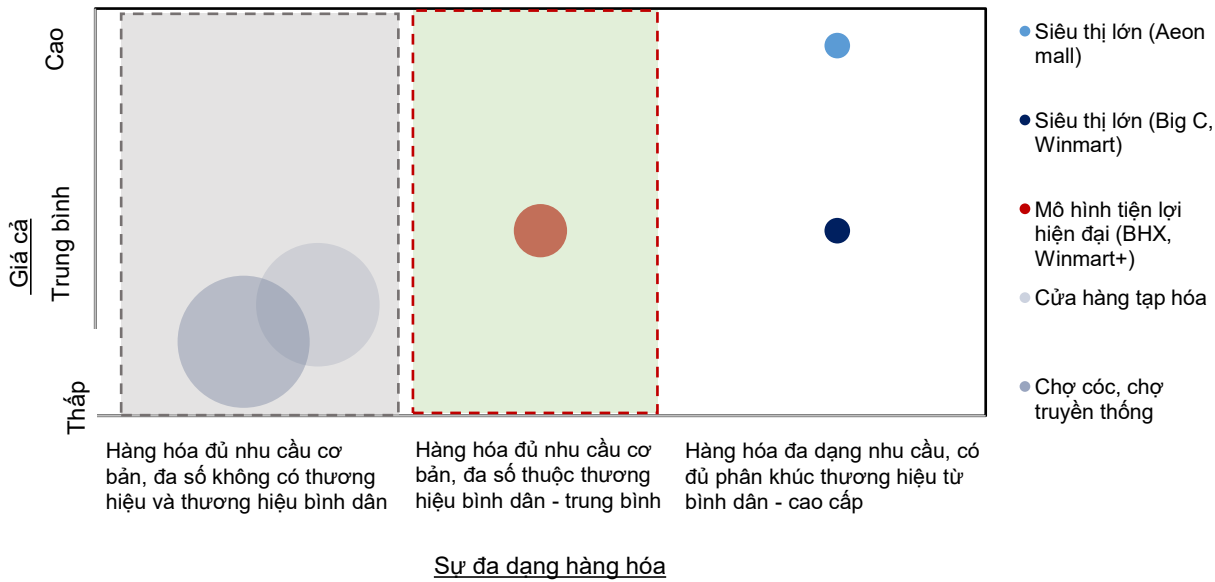
- Theo thống kê về quy mô chợ tại Việt Nam, tỷ lệ thâm nhập về bán lẻ hiện đại đã gia tăng nhanh chóng mỗi năm và đạt ~16% trong năm 2024. Trong quy mô chợ truyền thống, có ~80% chợ đạt loại 3, chúng tôi nhận thấy chỉ phù hợp với nhu cầu dân sinh cơ bản với đa dạng sản phẩm, nhiều sản phẩm không rõ nguồn gốc. Trong bối cảnh xu hướng tiêu dùng ưu tiên sức khỏe cùng xu hướng đô thị hóa tại Việt Nam, tiềm năng mở rộng của thị trường bán lẻ thiết yếu hiện đại còn lớn.
- Với chỉ đạo CP về việc đẩy mạnh dẹp bỏ chợ cóc, chợ tạm, chúng tôi nhận thấy cơ bản về mô hình chuỗi hiện đại đang phù hợp để thay thế với các lợi thế điển hình: (1) mức giá bán thực phẩm sạch của các khu mô hình bán lẻ hiện đại rẻ hơn so với trước kia, (2) mô hình bán lẻ nhỏ gọn, hiện đại, đầy đủ, phù hợp với đa dạng nhu cầu người tiêu dùng, (3) bán lẻ vật lí tích hợp kênh hỗ trợ bán hàng (website, zalo, imess,...) giúp người tiêu dùng tiện lợi mua sắm mỗi khi bận rộn, (4) sự đầy đủ, đa dạng về nguồn thực phẩm hàng ngày, sản phẩm nguồn gốc rõ ràng, tốt cho sức khỏe.

Tỷ lệ bao phủ của bán lẻ hiện đại gia tăng mạnh mẽ của các năm và đạt ~15% vào năm 2024



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

So sánh về giá cả và đa dạng hàng hóa của các mô hình bán lẻ ngày nay

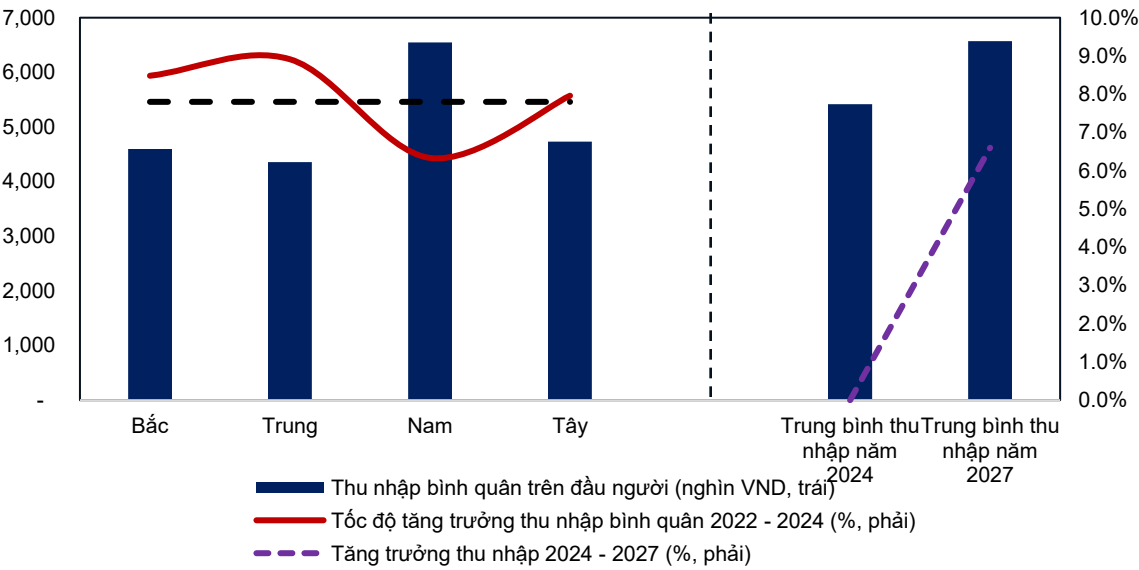


• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Phân khúc bán lẻ hàng thiết yếu : ...Thị trường bán lẻ hiện đại Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng trong thời gian tới

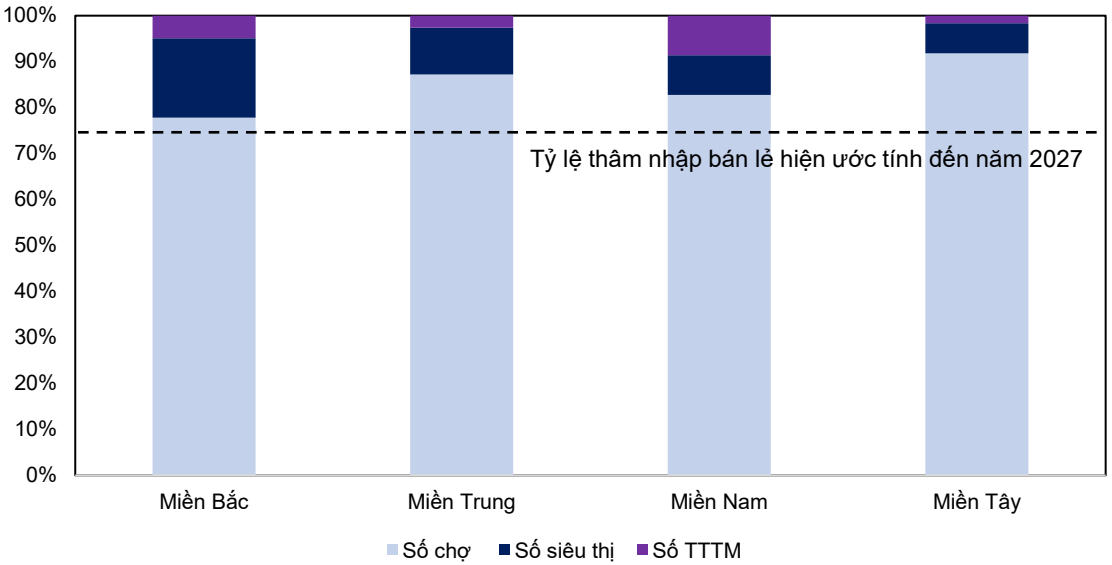
- Chúng tôi nhận thấy bước đầu, người tiêu dùng đã đón nhận mô hình bán lẻ thực phẩm mới bởi những ưu điểm “nhANH - gọn - giá cả hợp lý” thì sẽ dễ dàng tăng trưởng trong giai đoạn sắp tới. Chúng tôi kỳ vọng với yếu tố (1) thu nhập bình quân/đầu người được ước tính có tốc độ tăng trưởng kép 2024-2027 đạt 6.6%, (2) Xu hướng tiêu dùng ngày càng chú trọng vào các sản phẩm thương hiệu cùng mức giá hợp lý sẽ là động lực khả quan cho sự tăng trưởng quy mô mô hình bán lẻ hiện đại trong giai đoạn sắp tới và ước đạt 25% tới năm 2027.
- Nhìn chung, tỷ lệ thâm nhập bán lẻ ở các khu vực còn khá thấp cho thấy tiềm năng thâm nhập còn nhiều dư địa phát triển trong trung - dài hạn. Theo số liệu thống kê về quy mô bán lẻ của NSO, hiện nay tỷ lệ thâm nhập bán lẻ hiện đại của miền Bắc cao nhất tuy nhiên chưa thực sự tối ưu. Thị trường miền Bắc còn khá phân mảnh với mật độ phần lớn ở khu vực thành thị và lác đác tại thị trường nông thôn. Bên cạnh đó, khu vực miền Nam với tỷ lệ thành thị/nông thôn cùng mật độ dân số cao là địa điểm phù hợp để tiếp tục mở rộng quy mô bán lẻ, đặc biệt tiến sâu vào các khu vực nông thôn - nơi bán lẻ truyền thống vẫn chiếm đa số. Khu vực miền Trung cùng mật độ dân số nông thôn cao cũng là địa điểm phù hợp để mở rộng trung - dài hạn. Do vậy, đây là thời điểm thích hợp cho việc mở rộng mô hình bán lẻ thiết yếu hiện đại tại khu vực nông thôn, nơi còn tiềm năng lớn từ sự chuyển dịch từ mua hàng truyền thống - hiện đại.

Thu nhập bình quân đang gia tăng mạnh mẽ tại khu vực Bắc - Trung sẽ là động lực cho sự phát triển của mô hình bán lẻ hiện đại tại đây..



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

..cùng với sự đầu tư mạnh mẽ từ các nhà bán lẻ, tỷ lệ thâm nhập ước đạt 25% vào năm 2027.



• Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Phân khúc bán lẻ dược phẩm : Giai đoạn vàng cho tăng trưởng quy mô bao phủ cửa hàng.

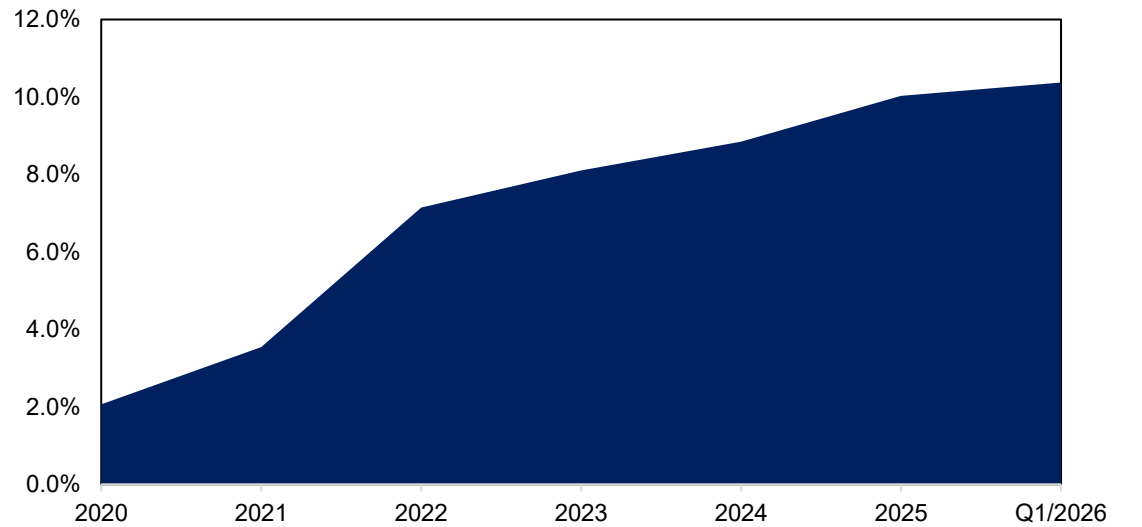
- Việc hành lang pháp lý hoàn thiện, được thông qua vào 2H2025 là tiền đề vững chắc để các chuỗi cửa hàng lớn ổn định danh mục sản phẩm và mô hình kinh doanh, từ đó bắt đầu giai đoạn vàng tăng trưởng quy mô bao phủ cửa hàng. Các chuỗi bán lẻ dược phẩm lớn dành được sự yêu thích của người tiêu dùng thế hệ mới nhờ khả năng (1) minh bạch nguồn gốc sản phẩm, (2) giá cả rõ ràng, hợp lý, (3) dịch vụ vận chuyển tiện lợi và hỗ trợ nhanh chóng. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn sắp tới, ngoài Long Châu giữ vững số lượng nhà thuốc mở mới, duy trì vị thế dẫn đầu thị trường thì các chuỗi bán lẻ dược phẩm lớn như An Khang, Pharmacy tăng tốc bao phủ cửa hàng mới, nhờ đó tốc độ tăng trưởng kép cửa hàng của thị trường chung có thể đạt 15% trong giai đoạn 2026-2027.

Điểm chạm với khách hàng gia tăng trong năm 2025 và chi tiêu về sức khỏe vẫn là xu hướng chính trong dài hạn....

Chuỗi bán lẻ dược phẩm	Cửa hàng vật lý (cửa hàng, tính đến Q1/2026)	Tổng đài hỗ trợ	Ứng dụng có dược sĩ hỗ trợ trực tuyến	Xuất hiện trên VNeID	Mô hình chăm sóc sức khỏe toàn diện
Long Châu	2,517	✓	✓	✓	✓
Pharmacy	1,080	✓	✓	✓	✗
An Khang	409	✓	✓	✓	✗
Trung Sơn Pharma	183	✓	✗	✗	✗
Medicare	64	✓	✗	✗	✗

• Nguồn: Website các nhà thuốc, MBS Research

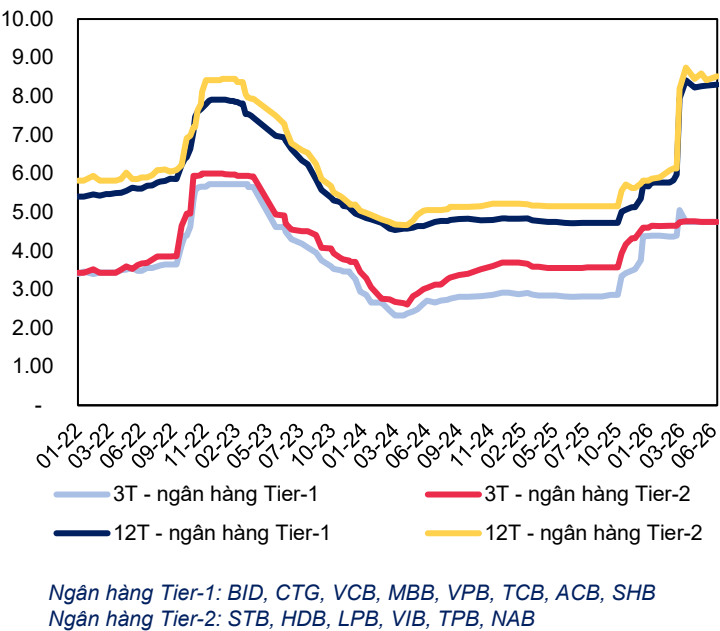
Nhờ đó tỷ lệ bao phủ chuỗi hiện đại của các nhà thuốc dược phẩm ước đạt 11% trong năm 2026.



• Nguồn: DrugBank, website các nhà thuốc, MBS Research

Phân khúc tiêu dùng không thiết yếu có thể gặp nhiều khó khăn, điểm sáng ở ngành điện tử tiêu dùng

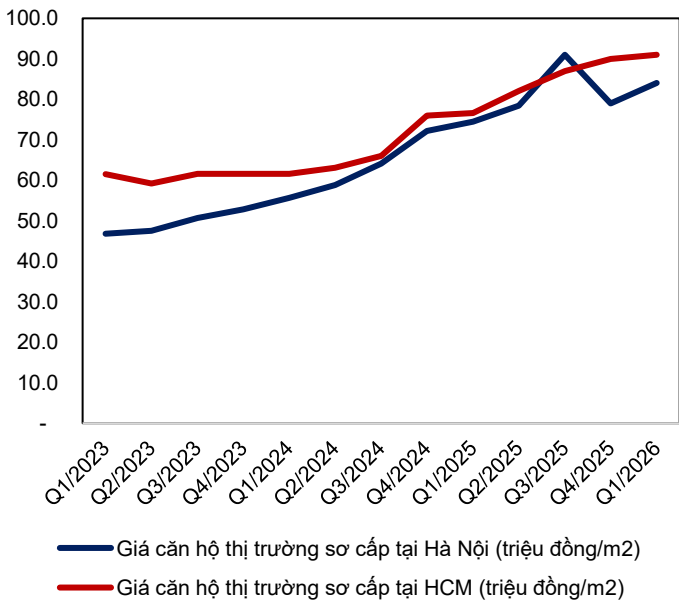
Mức nền lãi suất duy trì cao so với 2 năm trở lại đây



• Nguồn: MBS Research

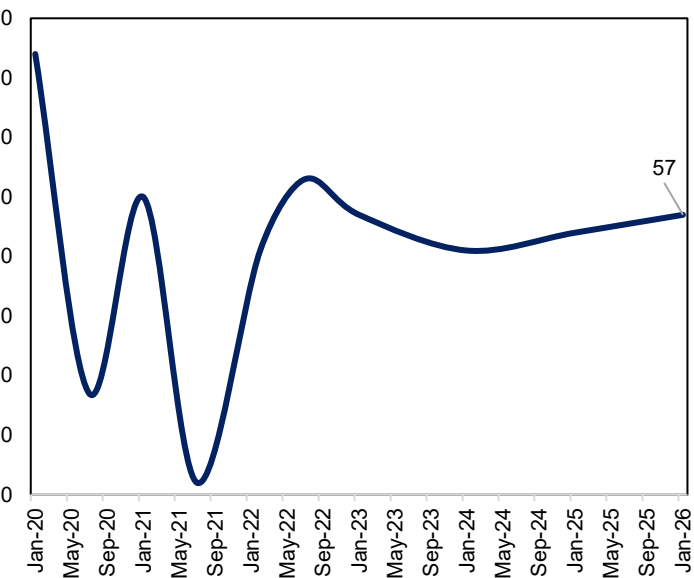
- Phân khúc không thiết yếu chưa có nhiều động lực tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2026 khi các điều kiện vĩ mô chưa thực sự ủng hộ, cụ thể khi (1) mức nền lãi suất huy động tăng cao đẩy lãi suất vay tiêu dùng lên, (2) giá bất động sản dù chững lại nhưng vẫn ở mức nền cao trong năm 2026 cũng hạn chế chi tiêu không thiết yếu. Bên cạnh đấy, áp lực giá bán tiêu dùng thiết yếu cùng nhiều chi phí gia tăng khiến cho tâm lý phòng thủ trong chi tiêu thiết yếu còn cao, do vậy nhu cầu thị trường chung chưa thực sự khả quan. Trong năm 2026, chúng tôi nhận thấy cầu tiêu thụ các sản phẩm không thiết yếu sẽ đi ngang hoặc tăng nhẹ svck.
- Ngược lại, trong bối cảnh chu kỳ thay thế sản phẩm diễn ra, ngành hàng điện tử tiêu dùng tại các doanh nghiệp hàng đầu sẽ giành lại được thị phần, có được đà tăng trưởng khả quan do thời điểm hiện tại, VN đang siết chặt quy định về thuế TMDT cùng đẩy mạnh ngăn chặn hàng giả, hàng nhái, khiến cho nhiều thương hiệu điện tử tiêu dùng đã quay trở lại đường chính ngạch vào Việt Nam, cùng việc các doanh nghiệp nhỏ phải nâng chi phí để đảm bảo lợi nhuận, mất khả năng cạnh tranh về giá bán - vốn là lợi thế lớn của các doanh nghiệp bán hàng trực tuyến.

Giá bán bất động sản đang giảm nhiệt nhưng vẫn ở mức nền cao trong 2 năm trở lại đây..



• Nguồn: CBRE, MBS Research

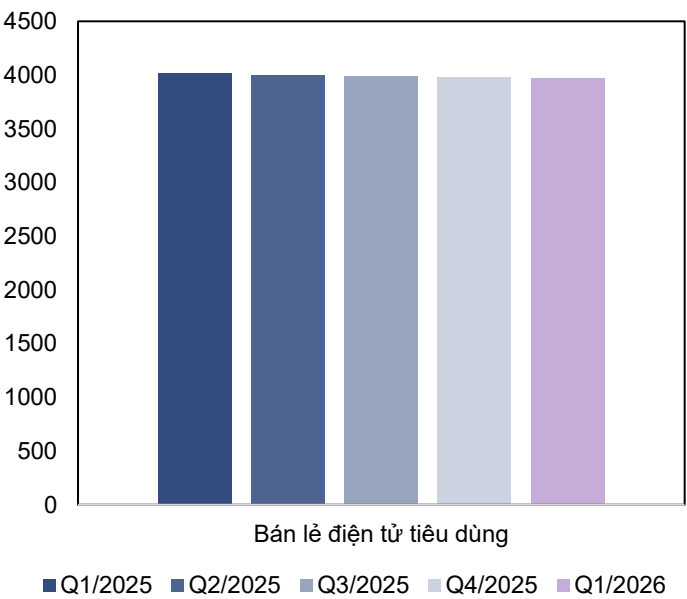
Mức độ tự tin tiêu dùng duy trì ở ngưỡng thấp giai đoạn 2023-2024 cho thấy tâm lý phòng thủ chi tiêu còn cao...



• Nguồn: Vama, Hyundai, MBS Research

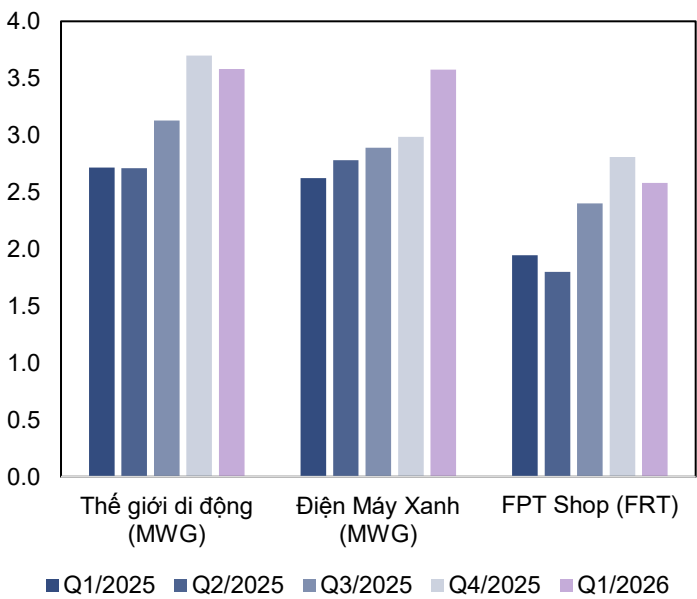
Phân khúc bán lẻ hàng không thiết yếu: Chú trọng tăng trưởng doanh thu/CH, duy trì lượng cửa hàng vật lý hiện tại

Quy mô được duy trì trong suốt thời gian vừa qua...



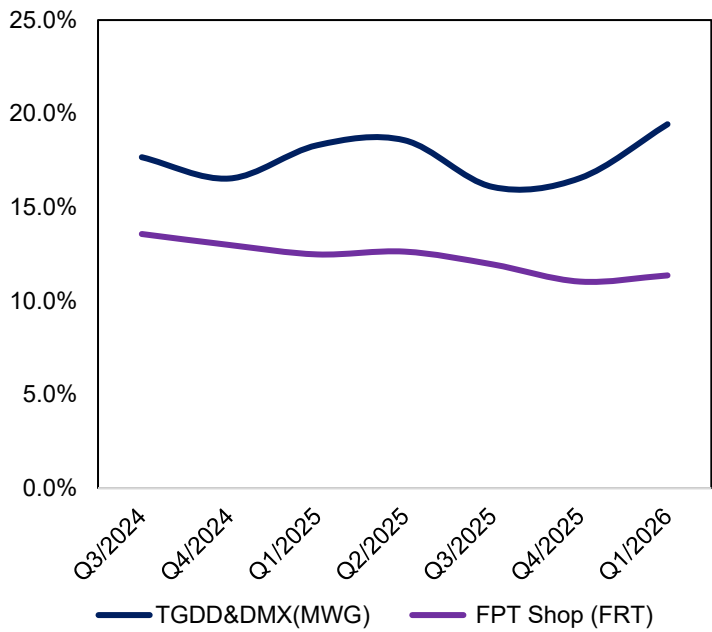
• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

..các doanh nghiệp lựa chọn đầu tư cho tăng trưởng doanh thu/CH trong xu hướng phục hồi và có được tăng trưởng rõ rệt



• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Biên LN gộp của các DN bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam



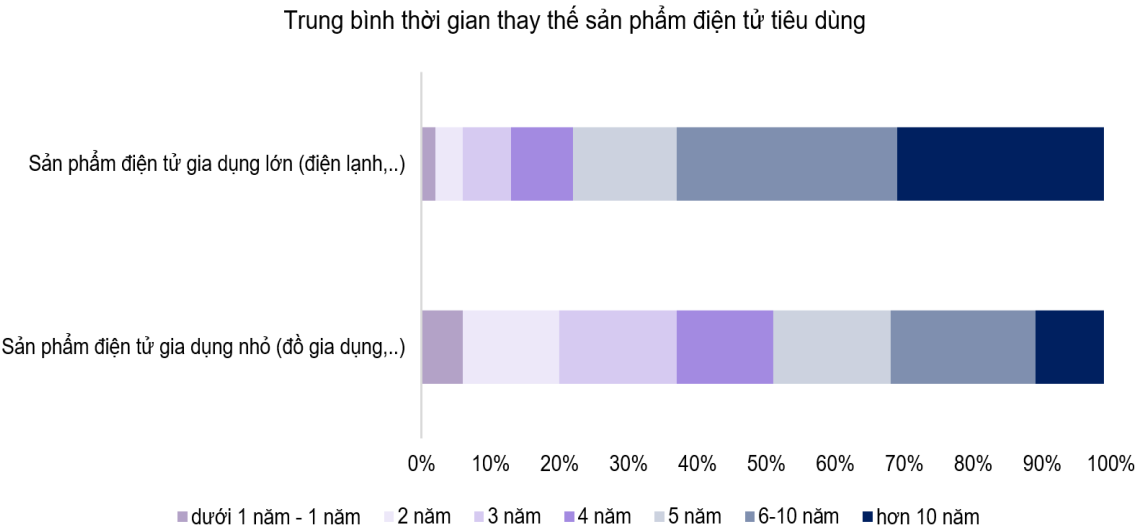
• Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Ở thị trường bán lẻ điện tử tiêu dùng, trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ còn chậm cùng xu hướng mua sắm trực tuyến dự kiến tiếp đà tăng trưởng vượt trội trong thời gian tới, sự ưu tiên hàng đầu là đảm bảo tăng trưởng doanh thu/CH. Giai đoạn này khác với giai đoạn 2023, sản lượng tiêu thụ mới trên đà phục hồi ở mức nền thấp được 2-3 năm nên việc “price-war” để giành lại thị phần rất khó diễn ra, điểm sáng thuộc về các chuỗi đứng đầu với các giải pháp tài chính phí thấp, thu hút thêm lượng giao dịch mua hàng. Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp có lợi thế về: (1) số lượng quy mô cửa hàng bao phủ, (2) mức giá bán hợp lý, (3) dịch vụ hỗ trợ tận tình và nhanh chóng, (4) các dịch vụ tài chính tiêu dùng có mức phí thấp - phê duyệt nhanh, sẽ dễ dàng kéo thêm sản lượng tiêu thụ, từ đó có mức tăng trưởng tốt hơn thị trường chung.

Phân khúc bán lẻ điện tử tiêu dùng: Nhu cầu tiếp diễn phục hồi chậm, tập trung ở các thiết bị điện gia dụng và máy tính xách tay

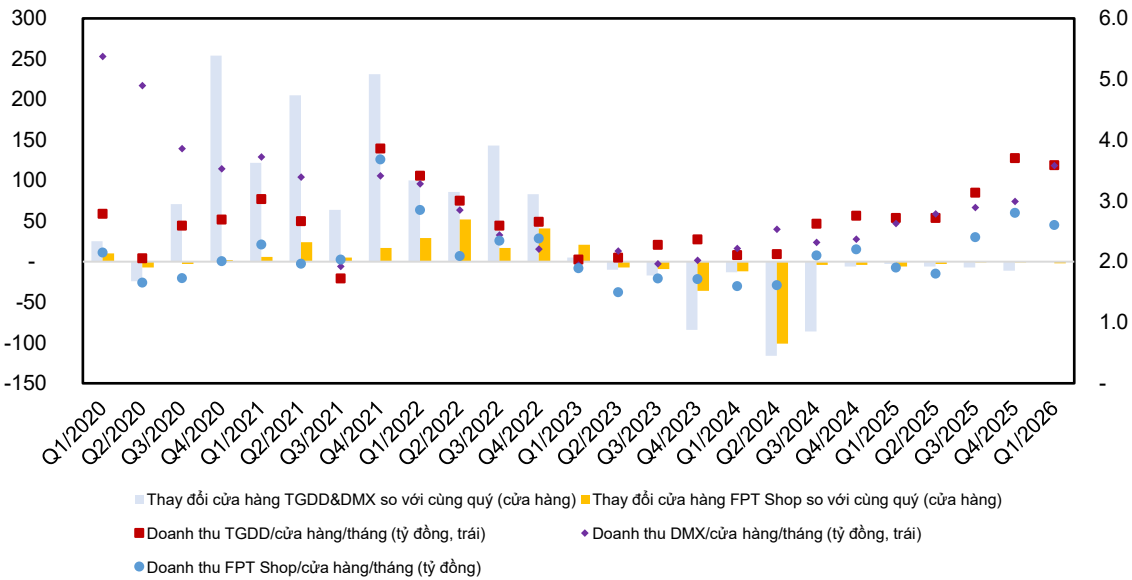
- Từ cuối năm 2025, chúng tôi nhận thấy nhu cầu thay thế sản phẩm đang diễn ra khả quan hơn với các sản phẩm điện tử gia dụng lớn và mua sắm mới các sản phẩm gia dụng thông minh nhỏ và nhu cầu tiếp tục duy trì, đặc biệt ở trong các chuỗi mua hàng lớn nhờ vào (1) sự hỗ trợ từ việc thắt chặt quy định TMĐT với việc minh bạch hóa đơn mua - bán giúp cho hàng điện tử tiêu dùng đi đường tiểu ngạch phải chịu thêm nhiều chi phí và tăng mạnh giá bán hàng, giảm khả năng cạnh tranh về giá của các doanh nghiệp nhỏ, (2) việc giá chip sản xuất ra máy tính, điện thoại dự báo tăng mạnh đến hết năm 2027 có thể thúc đẩy nhu cầu thay thế máy tính với hiệu năng cao hơn trong giai đoạn này, trước khi giai đoạn tăng giá sắp tới diễn ra. Theo dự báo, hiện giá bán mới của các sản phẩm máy tính đã tăng 15-25% svck.

Trung bình với gia dụng lớn, người tiêu dùng thay đổi ~6 năm và với đồ gia dụng nhỏ từ 3-6 năm.



• Nguồn: Cốc Cốc, MBS Research

Giai đoạn cao điểm cũ là cuối năm 2021 - giữa năm 2022 và đến hiện tại, thị trường đang chứng kiến giai đoạn phục hồi diễn ra với dự báo cuối 2025 - năm 2026 là khởi đầu chu kỳ thay thế sản phẩm và sẽ mạnh mẽ hơn vào giai đoạn tới

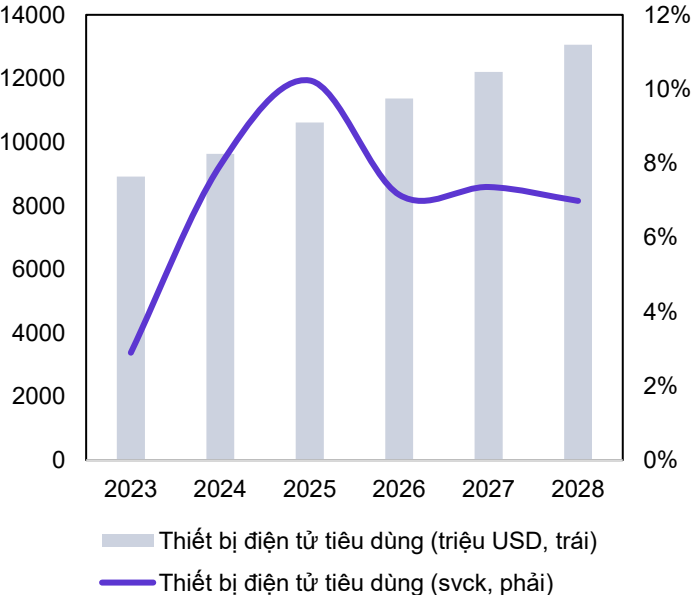


• Nguồn: Cốc Cốc, MBS Research

Phân khúc bán lẻ điện tử tiêu dùng: Nhu cầu tiếp diễn phục hồi, tập trung ở các thiết bị điện gia dụng và máy tính xách tay

- Nhìn về mặt thị trường, thị trường điện tử tiêu dùng dự báo tăng trưởng kép 8% trong giai đoạn 2026-2030 với động lực đến từ (1) xu hướng dân số trẻ với sở thích sử dụng đồ công nghệ, (2) chu kỳ thay thế sản phẩm công nghệ với xu hướng đa-zi-năng và tích hợp AI hỗ trợ, đồng bộ hóa căn nhà thông minh với xu hướng IoT. Tại thị trường điện tử tiêu dùng tại Việt Nam, tỷ lệ thâm nhập của các sản phẩm thông minh trong các hộ gia đình còn khá khiêm tốn, chỉ ~50% so với tỷ lệ thâm nhập cơ bản là 95%, tạo ra động lực tăng trưởng khả quan cho lĩnh vực này. Đặc biệt, trong chu kỳ thay thế lần này, chúng tôi nhận thấy xu hướng người tiêu dùng thay đổi khá nhiều so với giai đoạn trước. Nếu giai đoạn trước chi phí sở hữu cao - hợp lý tính năng đặc thù thì hiện tại người tiêu dùng hướng đến chi phí hợp lý - đa-zi-năng - kết nối thông minh để tiện lợi khi sử dụng.
- Biên LN gộp đã tạo đáy năm 2023 (do “price-war” giữa các chuỗi bán lẻ) và dần phục hồi trong 2024-Q1/2026; trong Q1/2026, biên gộp tăng thêm 0,5-2 điểm % so với 2023 nhưng vẫn thấp hơn nền 2019-22 do sức cầu còn yếu. Trong giai đoạn tới, bối cảnh cầu tiêu thụ vẫn tăng trưởng chậm có thể cản trở khả năng tiếp đà nói biên LN gộp của DN, tuy nhiên khó có thể giảm lại mức 2024 do mức chi phí hiện tại đã cao.

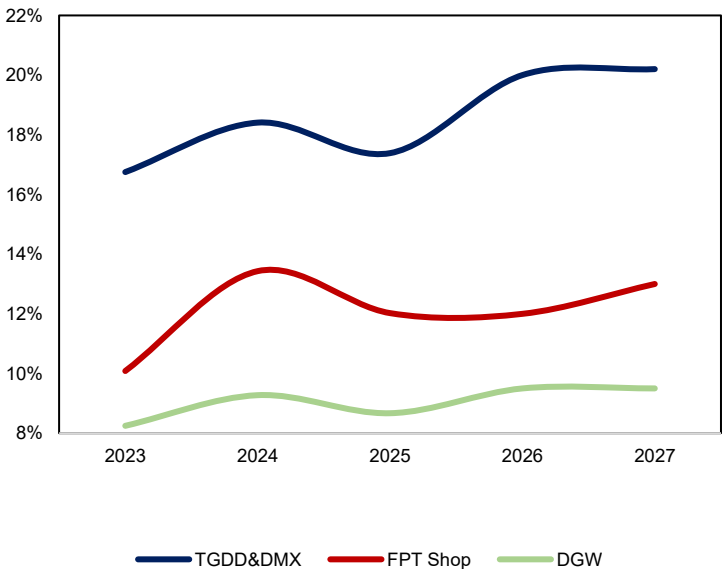
Ước tính tăng trưởng thị trường điện tử tiêu dùng năm 2026-27



Thị trường gia dụng thông minh tại Việt Nam ước tăng trưởng kép 9.6% giai đoạn 2025-2029



Dự báo biên LN gộp khả năng duy trì trong năm 2026-27



Dự phóng KQKD 2026-27 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

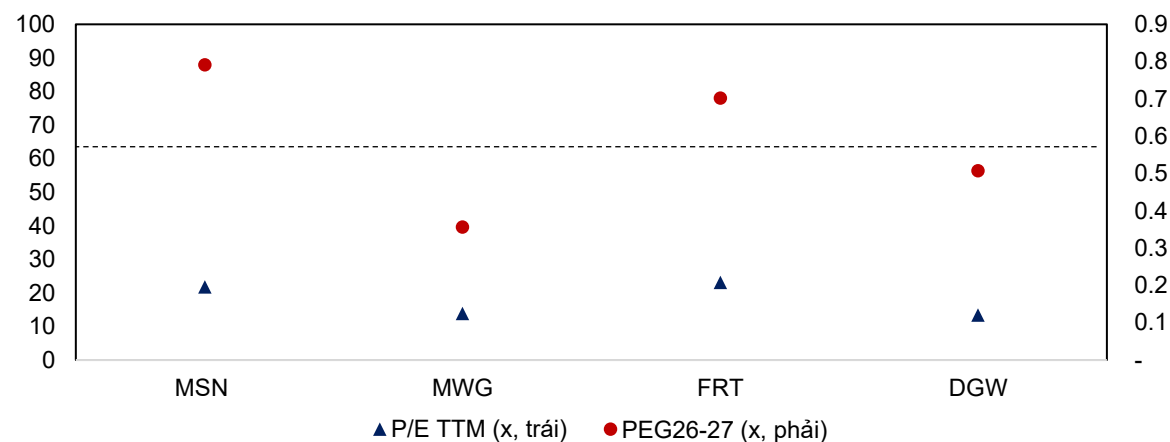
Tỷ đồng	MWG			MSN			VNM			FRT			DGW		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	156,458	194,577	231,291	81,621	92,540	113,628	63,645	66,316	70,848	51,310	61,627	73,270	26,631	32,445	38,235
%svck	16%	24%	19%	-2%	13%	23%	3%	4%	7%	27%	20%	19%	21%	22%	18%
LN gộp	30,294	40,861	49,728	25,581	30,475	36,425	26,209	27,953	29,738	10,010	12,360	14,930	2,311	2,914	3,440
Biên LN gộp (%)	19%	21%	22%	31%	33%	32%	41%	42%	42%	20%	20%	20%	9%	9%	9%
EBITDA	8,969	12,717	15,784	11,093	11,295	13,065	13,027	13,643	14,550	1,716	2,491	2,738	769	990	1,147
Biên EBITDA (%)	6%	7%	7%	14%	12%	11%	20%	21%	21%	3%	4%	4%	3%	3%	3%
LN ròng	7,037	9,490	11,871	3,754	5,471	6,897	9,414	10,082	10,686	795	1,087	1,403	547	722	872
%svck	89%	35%	25%	106%	33%	38%	0%	7%	6%	150%	37%	29%	23%	32%	21%
EPS (đ/cp)	4,788	6,485	8,112	2,702	3,598	4,959	4,503	4,794	5,081	4,378	5,986	7,730	2,473	3,260	2,940
BVPS (đ/cp)	22,184	28,270	34,372	23,248	26,447	31,009	14,682	14,545	14,759	24,495	31,879	41,563	15,689	20,817	24,306
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	6,085	9,498	17,045	- 4,505	2,747	7,308	6,582	6,776	6,923	- 7,356	- 4,720	589	- 2,078	2,539	2,456
Nợ/VCSH	0.9	0.7	0.6	1.4	1.3	1.2	0.3	0.3	0.3	2.0	1.7	1.5	0.8	0.7	0.7
Tỷ suất cổ tức (%)	1%	1%	1%	0%	0%	0%	7.6%	7.6%	7.6%	0%	0%	0%	1%	1%	1%
ROAE (%)	9%	11%	12%	10%	12%	13%	27%	29%	31%	16%	16%	16%	17%	18%	17%
ROAA (%)	23%	26%	26%	3%	4%	5%	17%	19%	20%	3%	4%	4%	6%	6%	6%

• Source: MBS Research

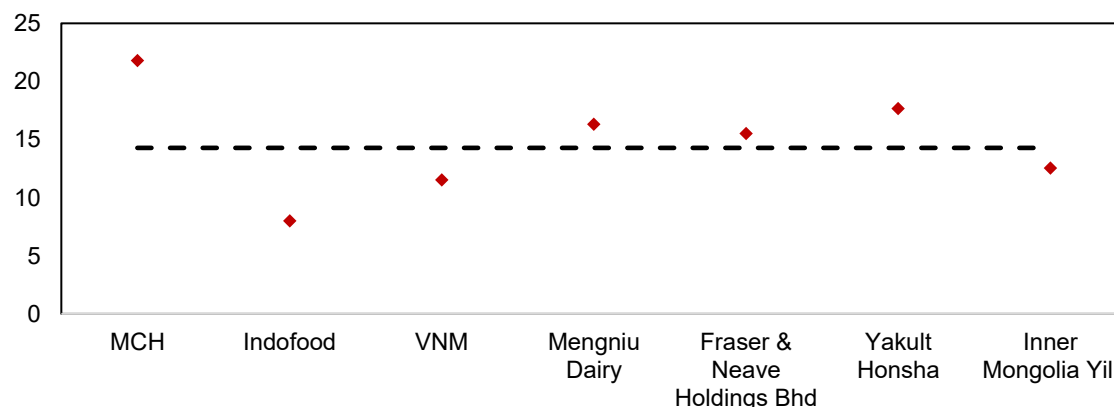
Chiến lược đầu tư: Các cổ phiếu bán lẻ tiêu dùng đang có định giá hấp dẫn trong đợt giảm giá vừa qua

- Đánh giá thị trường tiêu dùng thiết yếu sẽ khả quan hơn trong năm 2026-27, nhờ vậy, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp có yếu tố về tiêu dùng thiết yếu cho chiến lược đầu tư năm 2026. Xét về yếu tố định giá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng, chúng tôi lựa chọn MWG với PEG 26-27 dự báo là 0.4 nhờ mảng bán lẻ hiện đại (BHX) có lợi thế về vận hành mô hình thành công cùng quy mô lớn giúp tăng trưởng lợi nhuận bứt phá trong giai đoạn tới. Bên cạnh đấy, MWG có thêm yếu tố đầu tư hấp dẫn nhờ câu chuyện IPO mảng MW (Thế giới di động & DMX cùng liên doanh Erablue), nhờ vậy MWG sẽ được tái định giá hợp lý.
- Bên cạnh đấy, chúng tôi nhận thấy việc chuyển trạng thái tăng trưởng lợi nhuận ròng cùng câu chuyện thị phần sữa nội địa gia tăng sẽ là hai điều kiện lý tưởng để đầu tư cho VNM trong năm 2026. Chúng tôi nhận thấy triển vọng mở rộng và cơ hội đầu tư VNM hấp dẫn khi hiện tại, VNM được định giá thấp hơn 24% so với P/E trung bình 5 năm, thấp hơn 19.4% so với P/E trung bình ngành trong khi vẫn duy trì tỷ suất cổ tức/thị giá ~7.7%.
- Trong chiến lược đầu tư lần này, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu định giá thấp và có tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn là MWG. Ngoài ra, chúng tôi có lựa chọn thêm cổ phiếu VNM cho chiến lược phòng thủ.

MWG hiện có mức định giá thấp với tăng trưởng ~38% giai đoạn 2026-27



Hiện tại, VNM có mức P/E 2026 ~10x với tỷ suất cổ tức 6.8% cho thấy cơ hội đầu tư khả quan cho chiến lược phòng thủ.



- Nguồn: Các DN niêm yết, MBS Research

Chiến lược đầu tư 2H2026: Chúng tôi ưu tiên lựa chọn MWG và thêm cổ phiếu phòng thủ VNM.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
MWG	Khả quan	121,000	Năm 2026-27, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng đạt tốc độ tăng trưởng kép 30% với 2 động lực chính từ (1) Lợi thế tài chính tiêu dùng cùng việc giành lại thị phần trong thời gian qua sẽ giúp cho mảng bán lẻ điện tử tiêu dùng tăng trưởng khả quan ước tính DT/CH tăng trưởng 21%/14% svck trong năm 2026-27, lợi nhuận ròng ước tăng trưởng kép 34%, (2) BHX tiếp đà mở rộng quy mô, sử dụng lợi thế về logistic để mở mới mạnh mẽ, hợp lý ở các khu vực mới, tốc độ tăng trưởng kép cửa hàng mới đạt 25%, lợi nhuận ròng ước tăng trưởng kép 60% Bên cạnh đấy, IPO mảng điện tử tiêu dùng trong năm 2026 cũng là yếu tố hấp dẫn, hỗ trợ để tái định giá MWG lên một mức giá hợp lý.
MSN	Khả quan	109,000	Trong giai đoạn 2026 - 2027, sau khi ổn định hệ thống bán lẻ mới, kết hợp với việc cầu tiêu thụ ổn định hơn sẽ giúp cho mảng kinh doanh MCH quay trở lại đà tăng trưởng. Bên cạnh đấy, chúng tôi dự báo WCM tiếp đà mở mới ~900 cửa hàng/năm với sự tập trung lớn tại khu vực miền Bắc -Trung, nhờ vậy tốc độ mở mới cửa hàng đạt tăng trưởng 16%/năm. Ngoài ra, mảng MSR với lợi thế lớn từ việc giá Vonfram tăng cao (dự báo tăng x10 lần svck) sẽ giúp cho mảng này có LN ròng tăng đột biến trong năm 2026 và duy trì sự phục hồi trong năm 2027. Ngoài ra, các mảng kinh doanh bên cạnh bao gồm: PLH, MML tăng trưởng 2 chữ số, tổng hợp các mảng kinh doanh cốt lõi cùng thu nhập từ TCB, LNR MSN 2026-27 ước tăng trưởng 33%/38% svck.
VNM	Khả quan	80,800	Giai đoạn 2026-2027 là khi hệ thống phân phối nội địa được ổn định và VNM đẩy mạnh R&D sản phẩm với các chuẩn hóa về dinh dưỡng mới giúp cho danh mục sản phẩm liên tục tăng trưởng khả quan svck. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng VNM đẩy mạnh bán hàng thị trường nội địa giúp cho sản lượng duy trì tăng trưởng 1 chữ số, cùng mức nền giá sản phẩm tăng trung bình 3% với xu hướng tiêu thụ các sản phẩm có dinh dưỡng cao tăng lên, giúp cho doanh thu thị trường nội địa ước tính tăng 6% svck. Với thị trường xuất khẩu, sẽ có ~3-4 tháng bị ảnh hưởng do eo biển Helmutz đóng lại khiến cho việc vận chuyển hàng sang Trung Đông gặp nhiều khó khăn, còn việc kinh doanh các công ty con và các thị trường còn lại duy trì khả quan, do vậy tăng trưởng chung ước duy trì trong năm 2026 và tăng trở lại 2 chữ số trong năm 2027. Cùng với biên LN gộp được ước báo tăng 1d%, chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng 7%/6% trong năm 2026-27. VNM hiện được giao dịch ở mức P/E 2026-27 là 12x, thấp hơn PE trung bình 3 năm ở mức 16.0, sở hữu tỷ suất cổ tức hấp dẫn khoảng 7.6% cùng tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sau giai đoạn tái định vị hình ảnh vào nửa cuối năm 2023 cho thấy tiềm năng ổn định VNM trong trung - dài hạn.

Chiến lược đầu tư 2H2026: Chúng tôi ưu tiên lựa chọn MWG và thêm cổ phiếu phòng thủ VNM.

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
FRT	Khả quan	172,000	Trong giai đoạn 2026-27F, lợi nhuận ròng có thể đạt 1,087 tỷ đồng/1,403 tỷ đồng, tăng +37%/29% svck , nhờ vào: (1) Tốc độ tăng trưởng kép của cửa hàng chuỗi Long Châu được dự báo đạt 15%/, với doanh thu TB theo cửa hàng tăng 2%. Điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận ròng của Long Châu tăng trưởng kép 25% năm 2026- 2027; và (2) Việc mở rộng danh mục sản phẩm điện tử tiêu dùng trong các mô hình FPT Shop hiện tại, cùng việc kích cầu bằng các chương trình bán hàng hợp lý được kỳ vọng sẽ giúp cho LN ròng FPT Shop tăng trưởng kép 90% trong năm 2026-27.
DGW	Khả quan	57,300	DGW sở hữu hơn 40% thị phần máy tính xách tay và máy tính bảng tại Việt Nam cùng lượng khách hàng dồi dào (>6,000 cửa hàng bán lẻ). Do vậy, chúng tôi kỳ vọng DGW tiếp tục hưởng lợi trong bối cảnh xu hướng thay thế các sản phẩm máy tính có hiệu năng cao gia tăng nhằm phù hợp với các công cụ sử dụng AI. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ khả năng tiếp tục tăng trưởng 2 chữ số, từ đó doanh thu lĩnh vực này dự báo tăng trưởng kép 26% trong giai đoạn 2026-27. Lĩnh vực thiết bị văn phòng, trong bối cảnh giá bán đã tăng ~30% svck, nhu cầu mua mới và nâng cấp server ở các doanh nghiệp SME vẫn tăng mạnh, chủ yếu do nhu cầu chuyển đổi số và quản lý dữ liệu lớn yêu cầu mức hạ tầng cao hơn và họ phải nâng cấp để đảm bảo HDKD của doanh nghiệp. Chúng tôi dự báo với thế mạnh về nhà cung ứng của nhiều thương hiệu server nổi tiếng (HPE, H3C, Dell), doanh thu mảng thiết bị văn phòng tăng trưởng kép 39.5% trong giai đoạn 2026-27. DGW hiện có P/E TTM ~14x, thấp hơn 30% sv P/E avg 3 năm với dự báo LN ròng tăng trưởng kép 26% trong giai đoạn 2026-27. Với vị thế về nhà bán buôn lớn cùng mạng lưới KH ~6,000 cửa hàng bán lẻ, trong bối cảnh vẫn đang đẩy mạnh hợp tác với nhiều thương hiệu và có được deal độc quyền ở các ngành hàng chủ lực, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp đang được định giá rẻ hơn so với tiềm năng tăng trưởng trong giai đoạn sắp tới.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP Bloomberg	Giá thị trường ngày 13/7/2026 VND	Giá mục tiêu VND	Khuyến nghị	Vốn hóa triệu USD	P/E		P/B		ROA		ROE		PEG
						TTM	2026	TTM	2026	TTM	2026	TTM	2026	2026-27
Doanh nghiệp sản xuất và phân phối sản phẩm tiêu dùng														
Vinamilk	VNM VN	55,400	80,800	Khả quan	4,473	12.8	11.5	3.6	3.8	18.6	19.2	27.7	29.6	1.8
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH Equity	n/a	n/a	n/a	22,565	12.8	12.5	2.6	2.6	7.8	8.0	20.5	21.0	1.2
China Mengniu Dairy Co	2319 HK Equity	n/a	n/a	n/a	8,202	36.4	16.3	1.4	1.3	1.5	3.1	3.8	7.7	n/a
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH Equity	n/a	n/a	n/a	1,250	n/a	21.3	0.9	0.9	-	1.0	1.3	-	2.4
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK Equity	n/a	n/a	n/a	2,470	24.8	15.5	2.6	2.5	7.1	8.6	10.6	11.9	2.0
Yakult Honsha Co Ltd	2267 JT Equity	n/a	n/a	n/a	5,250	18.3	17.6	1.3	1.5	5.0	5.5	7.5	7.4	n/a
Masan Consumer	MCH VN	134,100	n/a	n/a	6,219	24.2	21.8	9.7	7.9	21.7	21.9	41.9	45.6	2.1
Cholimex	CMF VN	380,000	n/a	n/a	117	11.4	n/a	2.2	n/a	3.2	n/a	21.0	n/a	n/a
Indofood CPB SUK Equity	ICBP IJ Equity	n/a	n/a	n/a	4,244	8.4	8.0	1.4	1.3	6.8	7.0	17.9	16.6	3.4
Wilmar	WIL SP Equity	n/a	n/a	n/a	17,541	12.4	11.2	0.8	0.8	2.3	2.5	6.8	7.0	n/a
Trung bình						12.4								
						17.9	15.1	2.6	2.5	7.3	8.6	15.5	16.7	2.1
Doanh nghiệp bán lẻ đa ngành tại VN														
Masan Group	MSN VN	67,900	109,000	Khả quan	3,909	21.8	19.8	3.0	2.7	3.6	4.0	14.7	12.0	0.8
Mobile World Investment	MWG VN	76,000	121,000	Khả quan	4,327	13.9	10.5	3.2	2.7	10.5	12.0	25.4	28.8	0.4
FPT Digital Retail	FRT VN	113,300	172,000	Khả quan	806	23.2	21.5	4.8	4.0	4.3	4.4	28.0	28.5	0.7
Trung bình						19.6	17.3	3.6	3.1	6.1	6.8	22.7	23.1	0.6
Doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm														
FPT Digital Retail	FRT VN	113,300	172,000	Khả quan	806	23.2	21.5	4.8	4.0	4.3	4.4	28.0	28.5	0.7
Laobaixing Pha-A Equity	603883 CH Equity	n/a	n/a	n/a	1,226	21.0	13.2	1.2	1.2	1.9	3.3	5.8	9.2	10.5
Yifeng Pharma-A	603939 CH Equity	n/a	n/a	n/a	3,240	12.8	11.4	1.8	1.7	6.3	7.0	14.8	15.5	4.3
Yixintang Phar-A	002727 CH Equity	n/a	n/a	n/a	851	20.6	11.9	0.8	0.8	1.7	3.5	3.7	6.0	0.4
Dashenlin Phar-A	603233 CH Equity	n/a	n/a	n/a	2,478	13.1	11.5	2.1	2.1	4.8	5.6	16.9	18.2	0.7
Trung bình						18.1	13.9	2.1	2.0	3.8	4.8	13.8	15.5	3.3

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường ngày 13/7/2026	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E		P/B		ROA		ROE		PEG
	Bloomberg	VND	VND		triệu USD	TTM	2026	TTM	2026	TTM	2026	TTM	2026	2026-27
Doanh nghiệp bán lẻ điện tử tiêu dùng														
Erajaya Swasembada Tbk	ERAA IJ EQUITY	n/a	n/a	n/a	326	4	4.6	0.6	0.6	4.8	4.8	16.1	13.1	0.4
Bic Camera	3048 JP EQUITY	n/a	n/a	n/a	2,052	15.3	15.4	1.7	1.7	3.9	3.8	11.7	10.9	3.1
Com7	COM7 TB EQUITY	n/a	n/a	n/a	1,937	14.6	14.3	5.3	4.9	14.8	14.3	39.5	38.2	1.8
Nojima	7419 JT EQUITY	n/a	n/a	n/a	2,791	10.8	n/a	1.7	n/a	6.4	n/a	17.3	n/a	
Dohome	Dohome TB	n/a	n/a	n/a	367	19.5	15.2	0.8	0.8	1.8	2.3	4.5	5.2	1.2
Home product Cen.	HMPRO TB	n/a	n/a	n/a	2,380	13.5	12.9	2.9	2.9	8.2	8.9	20.4	22.8	4.3
Siam Global House	Global TB	n/a	n/a	n/a	1,110	16.8	15.4	1.3	1.3	5.4	5.8	8.4	8.7	1.4
Mobile World Investment	MWG VN	76,000	121,000	Khả quan	4,327	13.9	10.5	3.2	2.7	10.5	12.0	25.4	28.8	0.4
Trung bình						14.9	13.5	2.0	1.9	6.5	7.3	15.2	16.4	1.8
Doanh nghiệp bán buôn														
Digiworld	DGW VN	38,550	57,300	Khả quan	330	13.46	12	2.39	1.9	7.18	6.5	19.12	18.7	0.5
Petroleum General Distribution Services	PSD VN	17,300	n/a	n/a	35	5.06	n/a	1.15	n/a	4.47	n/a	25.59	n/a	n/a
Trung bình						9.3		1.8		5.8		22.4		

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	Bất động sản – VLXD <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i>	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	Bán lẻ - Tiêu dùng <i>Vũ Lê Giang</i> Logistics - Vật liệu cơ bản <i>Võ Đức Anh</i>



Cảm ơn!



CTCP Chứng khoán MB

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 | Fax: +84 24 3726 2601

Web: www.mbs.com.vn