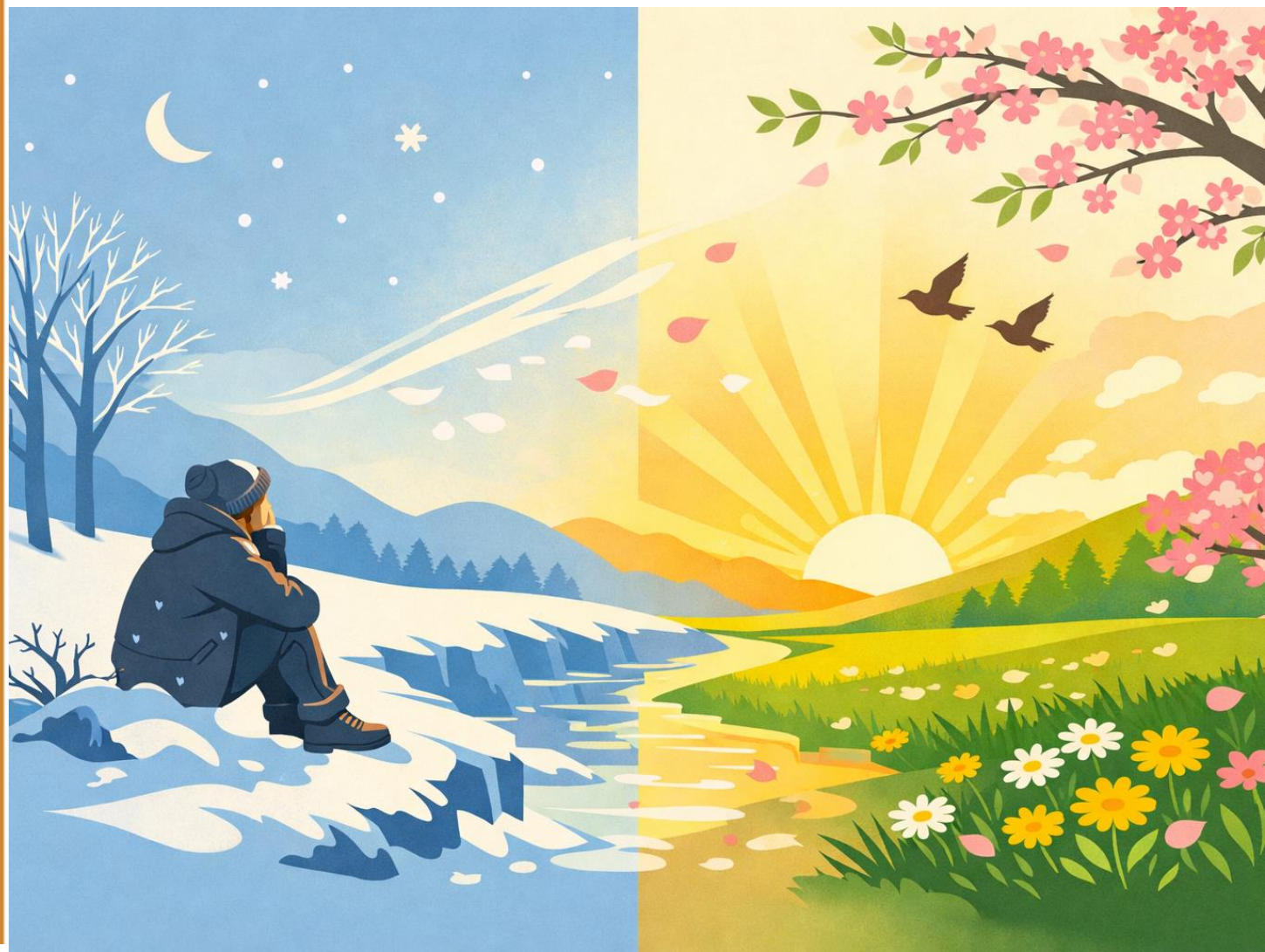


# Chiến Lược Đầu Tư

(Nửa Cuối 2026)

## Bình Minh Sau Cơn Bão



• **Vĩ mô – [Trang 4](#)**

• **Thị trường – [Trang 46](#)**

• Ngân hàng – Kỳ vọng thanh khoản cải thiện nửa cuối năm – [Trang 62](#)

• Dịch vụ tài chính – Kỷ nguyên mới cho thị trường vốn – [Trang 77](#)

• Tiêu dùng & Bán lẻ - Ngành bán lẻ đối diện nguy cơ sức mua giảm – [Trang 84](#)

• Bất động sản dân cư – Khó khăn ngắn hạn; Kiến tạo giá trị dài hạn – [Trang 95](#)

• BĐS Khu công nghiệp – Đón đầu chu kỳ FDI mới – [Trang 104](#)

• Thép – Nhu cầu xây dựng nội địa dẫn dắt tăng trưởng – [Trang 113](#)

• Xuất khẩu– Vẫn còn những biến động – [Trang 118](#)

• Cảng và Vận tải Container – Dòng chảy thương mại khả quan trong ngắn hạn – [Trang 125](#)

• Điện – Nhu cầu tăng tốc trở lại, nhiệt điện hưởng lợi – [Trang 133](#)

• Dầu khí – Bước vào cao điểm chu kỳ thượng nguồn – [Trang 145](#)

• Phân bón – Lạm phát chi phí đầu vào kìm hãm tăng trưởng lợi nhuận – [Trang 157](#)

	NGÀNH	XU HƯỚNG	CỔ PHIẾU
Tích cực	Ngân hàng	Ngành ngân hàng bước vào giai đoạn ổn định hơn trong nửa cuối năm 2026, với áp lực thanh khoản hạ nhiệt, trong khi chất lượng tài sản và chi phí dự phòng tiếp tục được kiểm soát	TCB, HDB, VCB
	Dầu khí	Chu kỳ thượng nguồn bước vào giai đoạn cao điểm, được củng cố thêm bởi nhu cầu tự chủ nguồn cung năng lượng; trong khi trung và hạ nguồn nhạy cảm với biến động giá dầu và crack spread.	PVS, PVD
	Điện	Nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới khi El Niño chiếm ưu thế, trong ngắn hạn nhiệt điện sẽ có nhiều dư địa để gia tăng huy động.	POW
	Thép	Nhu cầu xây dựng mạnh mẽ trong nước sẽ là động lực chính thúc đẩy sản lượng tăng trưởng. Bên cạnh đó, việc gia tăng bảo hộ thương mại đối với thép HRC mở ra cơ hội tăng trưởng đối với NSX nội địa.	HPG
	Đầu tư công	Áp lực hoàn thành kế hoạch ĐTC cả năm sẽ thúc đẩy mạnh mẽ tiến độ giải ngân trong nửa cuối năm. Điều này vừa hỗ trợ tâm lý thị trường, vừa tạo ra nhu cầu việc làm lớn cho các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị.	HHV
	Khu công nghiệp	FDI thế hệ mới đang thúc đẩy quá trình phân hóa giữa các chủ đầu tư sở hữu hệ sinh thái công nghiệp toàn diện và các mô hình phát triển KCN truyền thống.	KBC, IDC
	Vận tải & Cảng biển	Nhu cầu nâng cấp chuỗi cung ứng và logistics tiếp tục củng cố vai trò chiến lược của các cụm cảng cửa ngõ trong dài hạn.	GMD, PHP
	Dịch vụ tài chính	Trong nửa cuối năm 2026, thanh khoản thị trường được kỳ vọng phục hồi tích cực hơn, tạo động lực cho hoạt động cho vay ký quỹ tăng trưởng và góp phần cải thiện lợi nhuận toàn ngành chứng khoán.	
Trung lập	Bất động sản dân cư	Định hướng chính sách tập trung vào ở thực, cùng mặt bằng lãi suất cao và tín dụng BĐS thắt chặt đang thúc đẩy quá trình thanh lọc và dịch chuyển cấu trúc của ngành theo hướng ổn định hơn trong dài hạn.	NLG, KDH
	Tiêu dùng & bán lẻ	Lạm phát tăng có thể làm chậm tốc độ hồi phục sức mua, song xu hướng hiện đại hóa ngành cùng chính sách hỗ trợ của Chính phủ vẫn giữ dư địa tăng trưởng cho bán lẻ tiêu dùng trong 2H26.	PNJ, MWG, VNM
	Phân bón	Giá ure dự kiến hạ nhiệt đáng kể trong nửa cuối năm, trong khi giá dầu thế giới kỳ vọng giảm ít hơn sẽ gây áp lực đáng kể lên biên LN gộp. Dù vậy, lợi nhuận ngành sản xuất ure dự kiến vẫn tăng trong 2026.	DCM
	Xuất khẩu	Vẫn còn nhiều bất định trong môi trường thương mại liên quan đến kết quả cuối cùng của cuộc điều tra theo Section 301. Chúng tôi có quan điểm tích cực với nhóm cá tra nhưng trung lập với nhóm dệt may	VHC
Tiêu cực	Hàng không	Căng thẳng Trung Đông đẩy giá nhiên liệu bay tăng cao, khiến giá vé duy trì ở mức cao, làm suy yếu nhu cầu đi lại; các hãng hàng không cắt giảm công suất để ứng phó với áp lực chi phí và thiếu hụt nhiên liệu.	

# Cập nhật vĩ mô Việt Nam nửa đầu năm 2026



## Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục thể hiện sức tăng trưởng bền bỉ trong 5 tháng đầu năm 2026, được dẫn dắt bởi:

- Sản xuất công nghiệp duy trì mở rộng, với IIP lũy kế đạt 9,1% svck, dẫn dắt bởi chế biến chế tạo và các ngành gắn với chu kỳ đầu tư hạ tầng.
- Dòng vốn FDI đăng ký lũy kế đạt 24,81 tỷ USD (+34,9% svck), khẳng định Việt Nam tiếp tục là điểm đến ưu tiên trong làn sóng tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Thương mại tăng tốc với xuất khẩu tăng 19,5% svck và nhập khẩu tăng 30,8% svck. Nhập siêu 13,8 tỷ USD trong 5T26 chủ yếu do lượng nhập khẩu tư liệu sản xuất của nhóm FDI tăng mạnh, dự kiến chuyển hóa thành năng lực sản xuất và xuất khẩu trong các quý tới.
- Tăng trưởng bán lẻ danh nghĩa đạt 11,2% svck, được nâng đỡ bởi lượng khách quốc tế kỷ lục 10,6 triệu lượt (+14,9% svck). Tuy nhiên, loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng bán lẻ thực chỉ tăng 6,1% svck, phản ánh rõ thách thức trong việc duy trì đà tăng trưởng tiêu dùng khi áp lực lạm phát ngày càng gia tăng.
- Thu ngân sách tích cực, đạt 53% dự toán (+15,3% svck), tạo dư địa tài khóa cho nửa cuối năm.

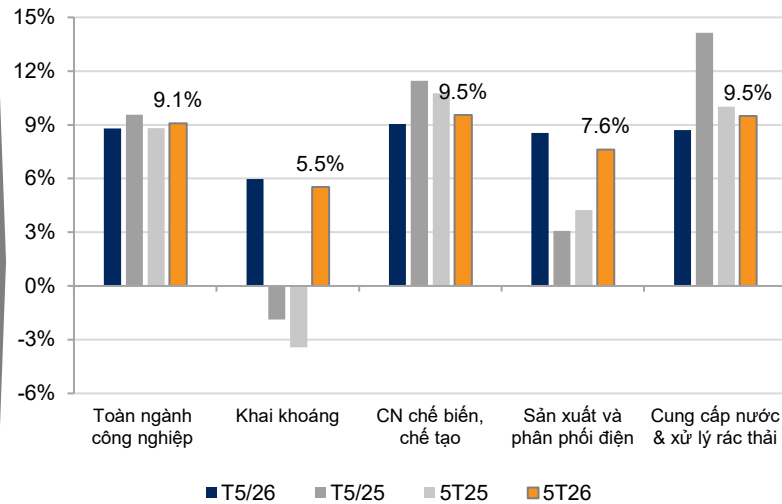
## Bên cạnh đà tăng trưởng tích cực, vẫn tồn tại những rủi ro vĩ mô cần chú ý:

- Áp lực lạm phát gia tăng, CPI bình quân 5T26 đạt 4,31% svck, tiến sát ngưỡng mục tiêu 4,5%, khến dư địa điều hành chính sách bị thu hẹp và đặt ra thách thức cho mục tiêu kép ổn định vĩ mô - thúc đẩy tăng trưởng.
- Giải ngân đầu tư công mới đạt 21,6% kế hoạch Thủ tướng giao, đòi hỏi nỗ lực tháo gỡ nút thắt trong H2/26 để khơi thông nguồn lực, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

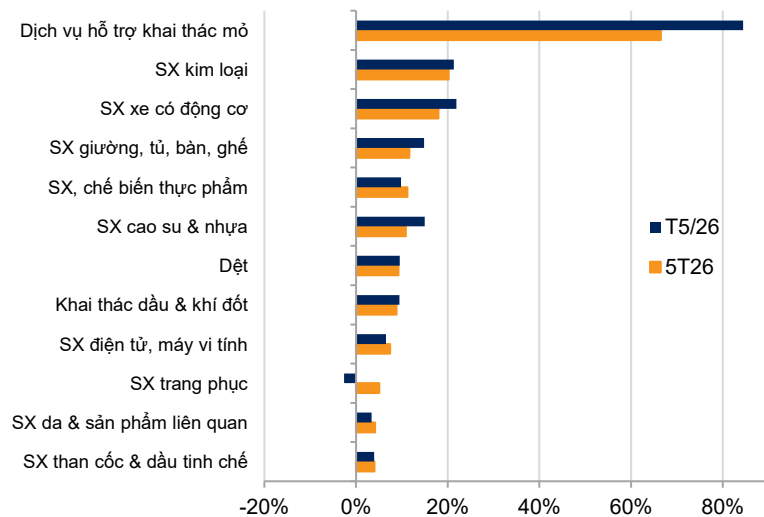
	T5/25	T6/25	T7/25	T8/25	T9/25	T10/25	T11/25	T12/25	T1/26	T2/26	T3/26	T4/26	T5/26	Xu hướng
PMI	49.8	48.9	52.4	50.4	50.4	54.5	53.8	53	52.5	54.3	51.2	50.5	52.8	Trung tính
IIP	9.6	8.0	7.4	8.7	12.7	10.4	9.1	10.1	21.5	0.6	7.2	9.9	8.8	Tích cực
Xuất khẩu (svck)	17.0	16.3	16.0	14.5	24.7	17.5	15.1	23.8	29.7	5.7	20.1	21.6	18.0	Tích cực
Nhập khẩu (svck)	14.1	20.2	17.8	17.7	24.9	16.8	16.0	27.7	49.2	4.4	27.8	32.5	33.8	Tích cực
Cán cân thương mại (tỷ USD)	0.8	2.8	2.3	3.7	2.8	2.6	1.1	-0.6	-1.8	-1.0	-0.7	-3.3	-5.2	Tiêu cực
CPI (svck)	3.2	3.6	3.2	3.2	3.4	3.2	3.6	3.5	2.5	3.4	4.7	5.5	5.6	Tiêu cực
CPI cơ bản (svck)	3.3	3.5	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.7	4.0	4.7	4.7	Tiêu cực
Bán lẻ lũy kế (% svck)	8.1	7.9	7.7	8.0	8.2	8.1	7.9	8.0	8.1	10.2	10.9	11.1	11.2	Trung tính
Khách quốc tế (triệu lượt)	1.5	1.5	1.6	1.7	1.5	1.7	2.0	2.0	2.5	2.2	2.1	2.0	1.8	Trung tính
FDI đăng ký lũy kế (svck)	51.2	32.6	33.8	27.4	15.2	15.6	7.3	0.5	-40.5	-12.6	38.4	32.0	34.9	Tích cực
FDI giải ngân (lũy kế svck)	7.9	8.1	8.4	8.8	8.5	8.8	8.9	9.0	11.3	8.8	9.1	9.8	9.6	Tích cực

## Đà sản xuất tiếp tục mở rộng, hoạt động thương mại tăng tốc

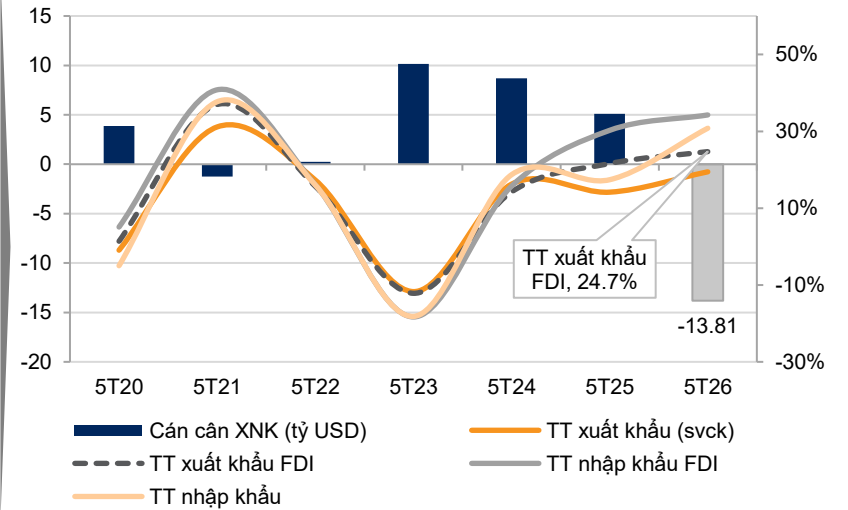
**Chỉ số IIP 5T26 tăng 9,1% svck**, trong đó sản xuất chế biến chế tạo đạt 9,5% svck. Đồng thời, các ngành trọng điểm cấp II gắn với chu kỳ đầu tư và nhu cầu nội địa ghi nhận tăng trưởng tích cực



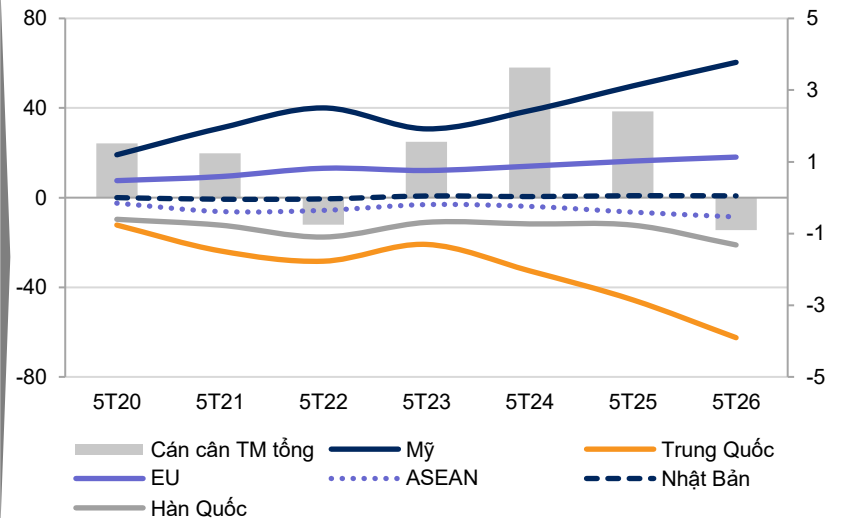
**Sản xuất kim loại (+20,2% svck) tiếp tục hưởng lợi**; trong khi nhóm điện tử, máy tính (+7,5%) tăng trưởng ổn định. Hoạt động hỗ trợ khai thác 5T26 tăng mạnh (+66,5%), được thúc đẩy bởi hoạt động khai thác dầu khí phục hồi mạnh



**Kim ngạch xuất nhập khẩu 5T26 đạt 445 tỷ USD (+25,0% svck)**, trong đó xuất khẩu (+19,5%) và nhập khẩu (+30,8%), với khu vực FDI tiếp tục dẫn dắt. Cán cân thương mại nhập siêu 13,8 tỷ USD

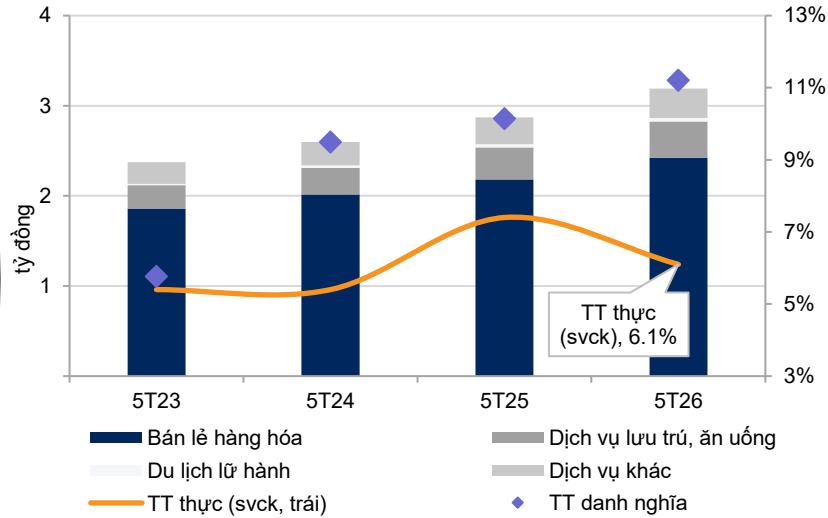


**Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu lớn nhất (xuất siêu 69,6 tỷ USD)**, trong khi Trung Quốc là nguồn nhập khẩu lớn nhất (nhập siêu 92,6 tỷ USD). Xu hướng nhập khẩu nguyên liệu đầu vào tăng cao trong 5T26

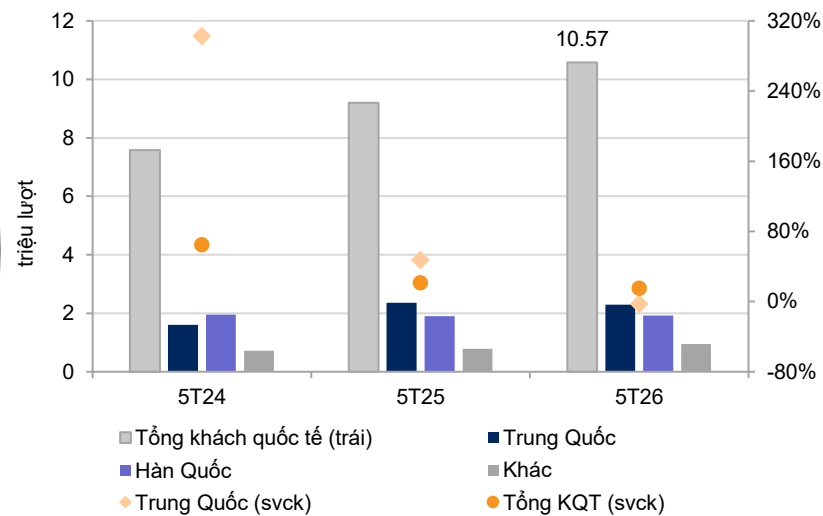


## Tiêu dùng duy trì tăng trưởng nhưng sức mua thực đang bị bào mòn bởi lạm phát

**Tổng mức bán lẻ 5T26 tăng 11,2% svck.** Tuy nhiên gần một nửa mức tăng đến từ yếu tố giá khi tăng trưởng thực đạt 6,1% (Q1/25: 7,2%), phản ánh sức mua thực tế đang phải đối mặt với sức ép lớn từ lạm phát



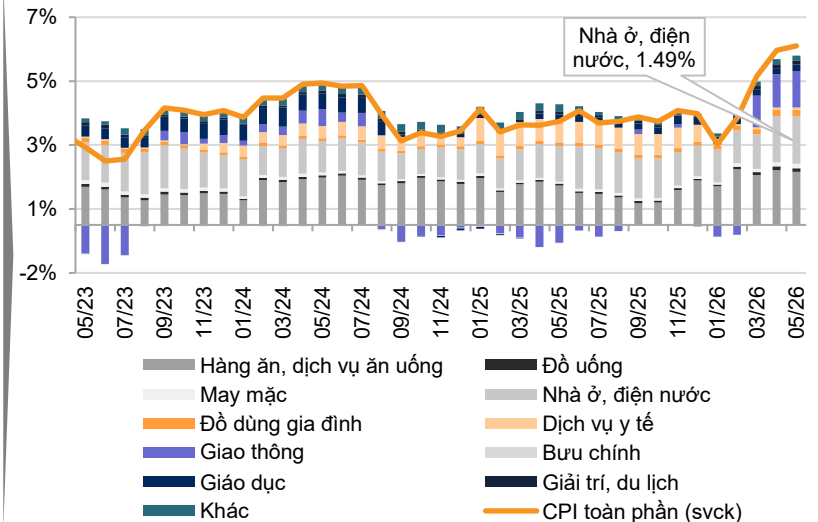
**Khách quốc tế 5T26 đạt kỷ lục 10,6 triệu lượt (+14,9% svck),** nhưng doanh thu du lịch chỉ tăng 12,2%, phản ánh tâm lý chi tiêu thận trọng trong bối cảnh áp lực lạm phát gia tăng



**CPI 5T26 đạt 4,31%,** tiến sát ngưỡng mục tiêu 4,5% của Chính phủ. **Lạm phát lõi 5T26 tăng 4,04%,** áp lực lạm phát chưa có dấu hiệu hạ nhiệt và đang lan tỏa sang các nhóm hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng thông thường

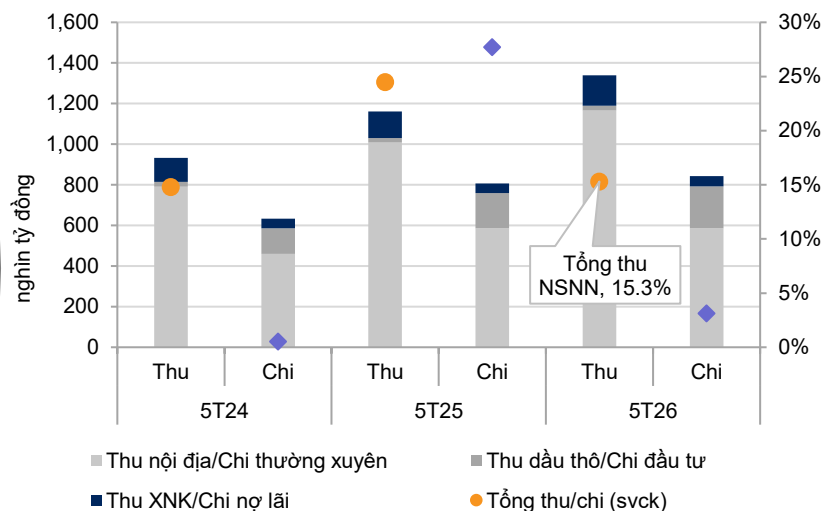
Bình quân 5T26, **giao thông (+5,22% svck), hàng ăn và dịch vụ ăn uống (+4,77% svck), nhà ở, điện nước và VLXD (+6,64% svck)** đóng góp lớn vào mức tăng CPI chung

	Tỷ trọng	sv tháng trước	T5/26 (svck)	5T26 (svck)
<b>CPI</b>	<b>100%</b>	<b>0.29%</b>	<b>5.60%</b>	<b>4.31%</b>
Hàng ăn, DV ăn uống	34%	-0.14%	5.03%	4.77%
Lương thực	4%	-0.68%	1.55%	0.61%
Thực phẩm	21%	-0.25%	4.29%	4.80%
Ăn uống ngoài gia đình	9%	0.36%	8.39%	6.57%
Đồ uống	3%	0.21%	4.29%	3.38%
May mặc	6%	0.13%	2.37%	1.91%
Nhà ở, điện nước, chất đốt & VLXD	19%	0.96%	8.19%	6.64%
Đồ dùng gia đình	7%	0.17%	3.12%	2.53%
Dịch vụ y tế	5%	0.10%	1.19%	0.99%
Giao thông	10%	0.83%	12.48%	5.22%
Bưu chính	3%	0.04%	0.07%	-0.06%
Giáo dục	6%	0.03%	3.39%	3.28%
Giải trí, du lịch	5%	0.48%	2.91%	2.22%
Khác	4%	0.14%	4.22%	3.96%
<b>Lạm phát cơ bản</b>	<b>100%</b>	<b>0.34%</b>	<b>4.67%</b>	<b>4.04%</b>

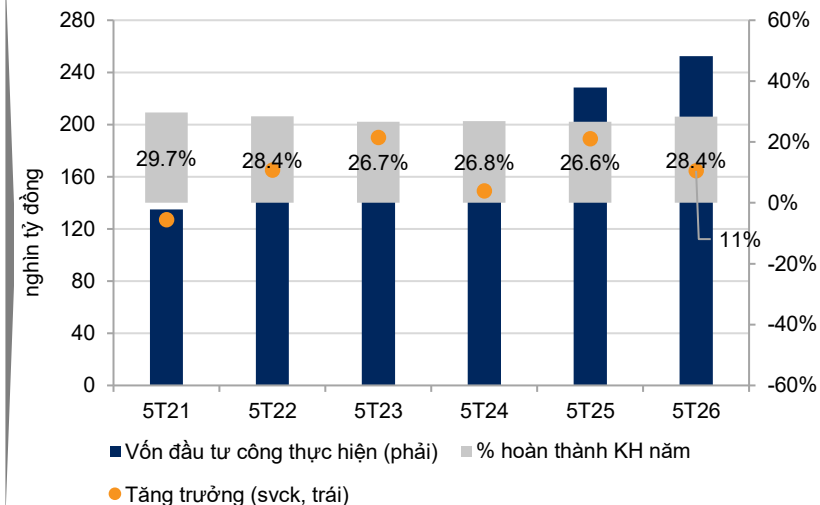


## Thu ngân sách và đầu tư FDI là điểm sáng

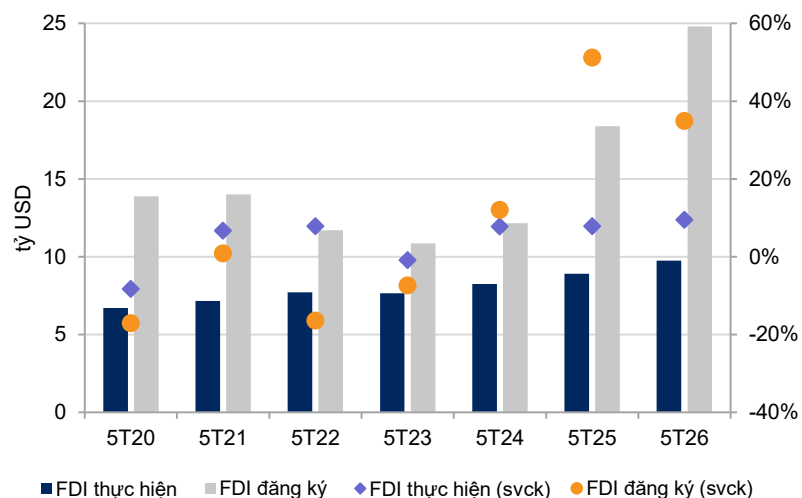
**Thu NSNN 5T26 đạt 1.340 nghìn tỷ đồng (+15,3% svck, 53% dự toán năm), là điểm sáng tích cực.** Tuy nhiên, chi đầu tư phát triển tăng 11,8% svck nhưng mới hoàn thành 18,4% kế hoạch năm



**Vốn đầu tư công thực hiện từ NSNN 5T26 đạt 28,4% kế hoạch năm.** Theo Bộ Tài chính, giải ngân 5T26 đạt 219 nghìn tỷ đồng (21,6% kế hoạch), cho thấy tiến độ cần đẩy nhanh trong H2/26

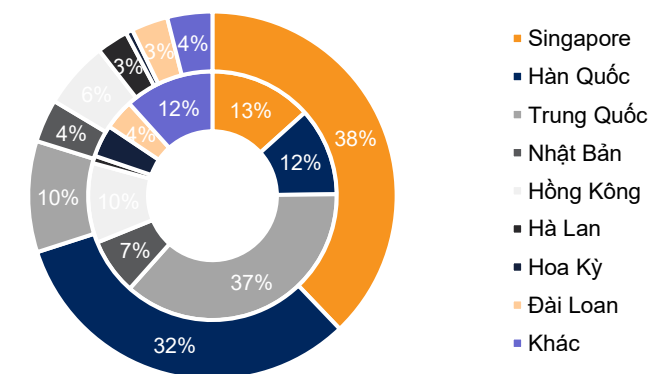


**Thu hút FDI là điểm sáng. Vốn FDI đăng ký 5T26 đạt 24,8 tỷ USD (+34,9% svck), trong khi vốn thực hiện đạt 9,75 tỷ USD (+9,6% svck), cho thấy nhà đầu tư nước ngoài đang mở rộng mạnh cơ sở sản xuất tại Việt Nam**



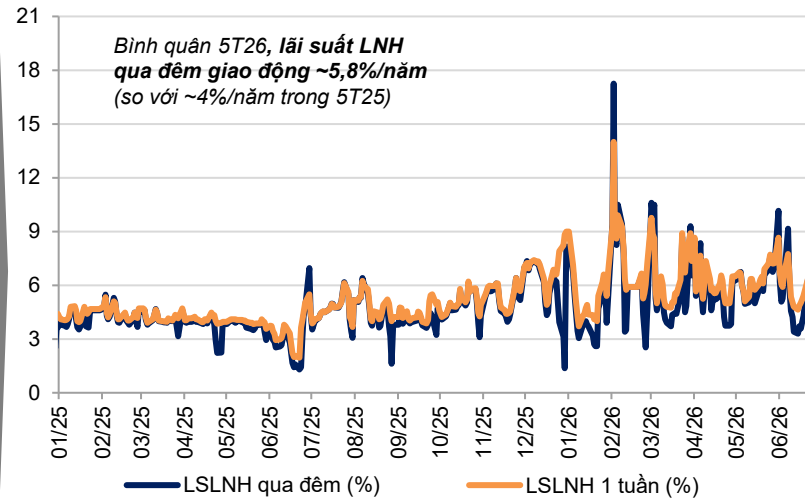
**Singapore là nhà đầu tư lớn nhất trong 5T26 với 6,8 tỷ USD, theo sau là Hàn Quốc với 4,2 tỷ USD.** Đáng chú ý, tổng số dự án đăng ký lớn nhất thuộc về Trung Quốc với 535 dự án (chiếm 37% tổng dự án)

5T26 Vốn FDI đăng ký (ngoài) & dự án (trong)

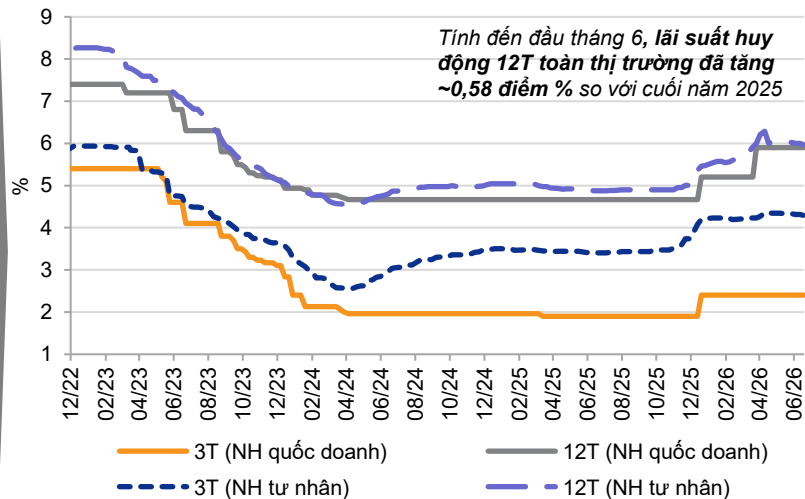


Áp lực vốn chưa giảm đáng kể, thể hiện qua lãi suất huy động ngoài quầy duy trì ở mức 8–9%/năm

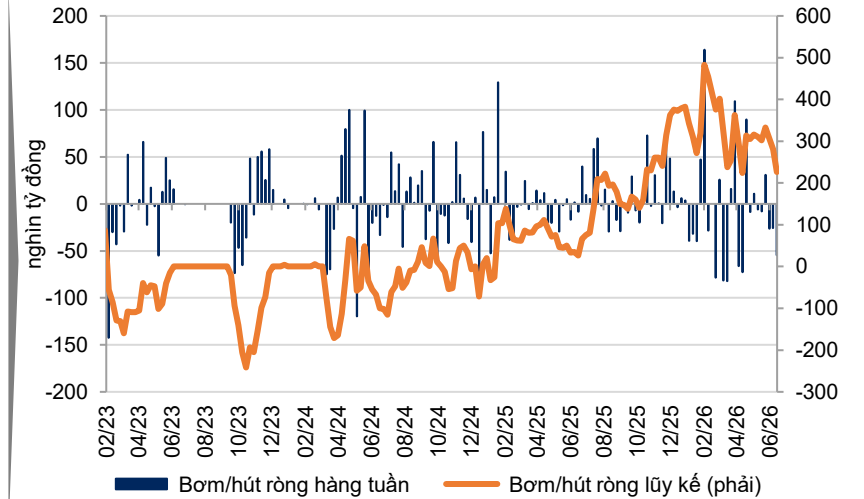
**Lãi suất LNH biến động trong 5T26.** Sau giai đoạn căng thẳng đầu Q1 khi lãi suất qua đêm có thời điểm lên gần 18%/năm, thị trường tiếp tục ghi nhận các đợt tăng ngắn hạn do áp lực thanh khoản hiện hữu



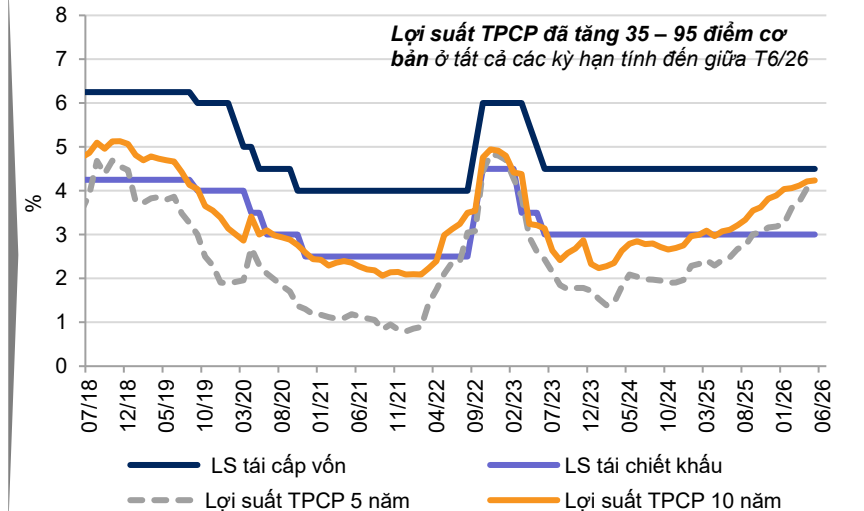
**Sau nhịp tăng trong Q1/26 (+0,61 đpt),** lãi suất huy động 12T đã giảm nhẹ từ tháng 5 theo chỉ đạo NHNN. Lãi suất có thể tiếp tục duy trì quanh vùng hiện tại trong ngắn hạn trước khi hạ nhiệt dần từ nửa cuối Q3/26



**Lượng bơm/hút OMO được NHNN điều chỉnh liên tục theo diễn biến thị trường.** Tính đến giữa tháng 6, lượng OMO lưu hành đạt ~225 nghìn tỷ, giảm so với mức đỉnh đầu năm (~476 nghìn tỷ)

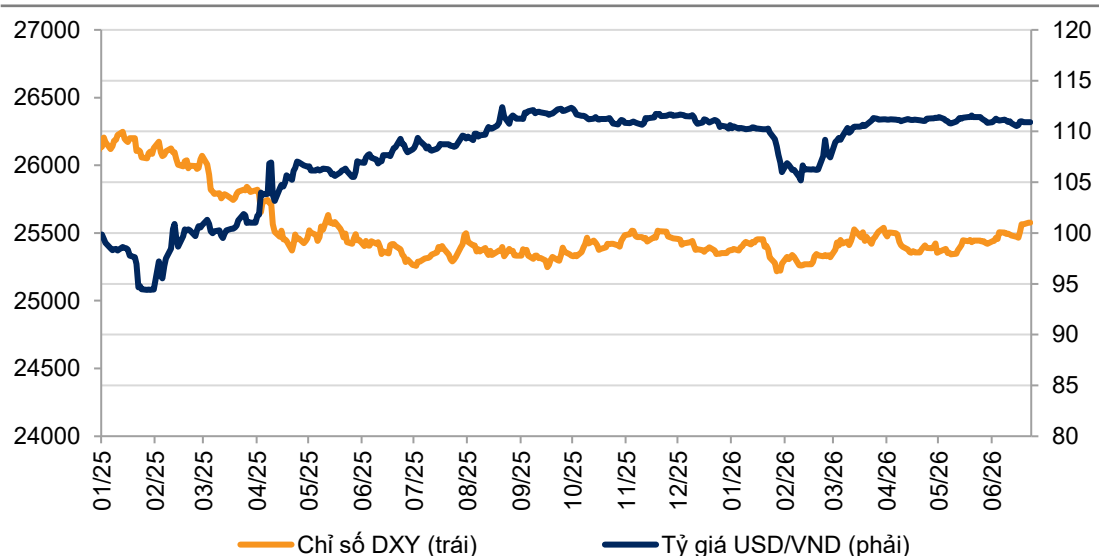


**Dù lãi suất điều hành được giữ nguyên,** lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp vẫn tăng mạnh với kỳ hạn 5 năm lên 4,18% (+75bps từ đầu năm) và kỳ hạn 10 năm lên 4,4% (+35bps) tính đến giữa tháng 6

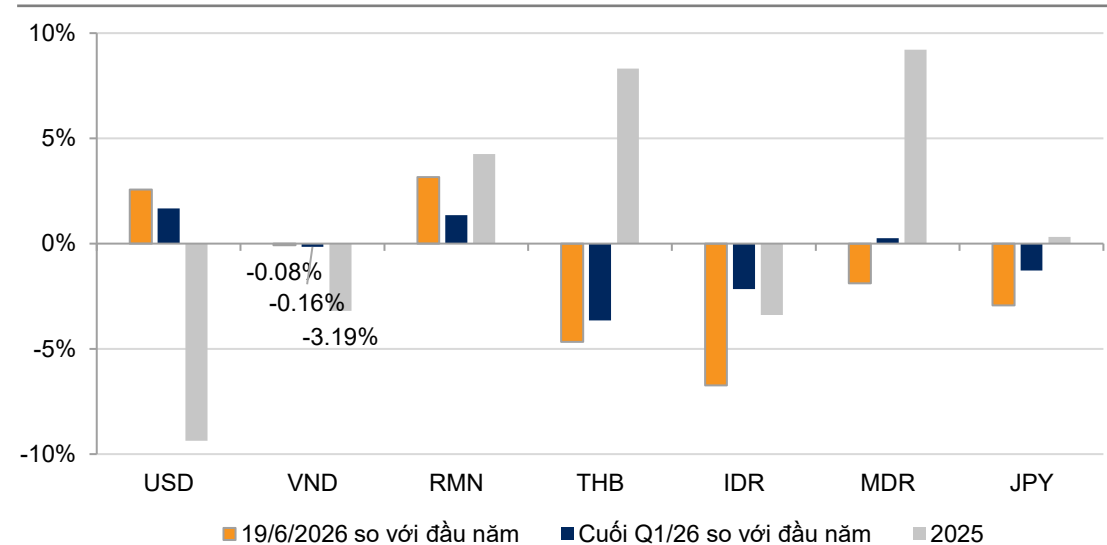


Tỷ giá tương đối ổn định trong bối cảnh nhập siêu tăng đột biến

## Tỷ giá USD/VND nhìn chung ổn định, dù áp lực từ cú sốc năng lượng và DXY neo cao



## Diễn biến của VND và các đồng tiền khu vực trong giai đoạn biến động giá năng lượng



➤ **Tỷ giá USD/VND duy trì ổn định trong 5T26 dù những áp lực bên ngoài gia tăng.** Tỷ giá USD/VND dao động trong vùng 26.274–26.368 đồng/USD, nhìn chung tương đối ổn định nhờ sự điều hành chủ động của NHNN và các yếu tố hỗ trợ nền tảng. Sau giai đoạn hạ nhiệt đầu năm, áp lực tỷ giá trở lại từ cuối Q1 khi DXY vượt ngưỡng 100 điểm do căng thẳng Mỹ–Iran, cú sốc giá năng lượng và kỳ vọng Fed duy trì lãi suất ở ngưỡng cao. Trong bối cảnh nhập siêu tăng mạnh (+30,8% svck trong 5T26), tỷ giá vẫn được giữ ổn định nhờ sự điều hành chủ động của NHNN, dòng vốn FDI tích cực, chênh lệch lãi suất VND–USD cải thiện và việc một số ngân hàng, doanh nghiệp chủ động huy động vốn quốc tế, qua đó hỗ trợ thanh khoản.

➤ **Diễn biến tỷ giá trong khu vực cũng cho thấy VND nằm trong nhóm những đồng tiền ổn định từ đầu năm.** Tính đến ngày 19/6, Rupiah Indonesia mất giá mạnh nhất khu vực với mức giảm 6,7%, buộc NHTW Indonesia nâng lãi suất điều hành thêm 50 điểm cơ bản lên 5,25% nhằm hỗ trợ đồng nội tệ, trong khi Baht Thái Lan cũng giảm 4,6%. Ngược lại, Nhân dân tệ tăng giá 3,1% nhờ nền tảng cán cân thanh toán và bộ đệm dự trữ ngoại hối cao. So với nhiều nền kinh tế nhập khẩu năng lượng trong khu vực, mức mất giá chưa tới 0,1%% của VND là tương đối khiêm tốn, dù áp lực điều hành tỷ giá vẫn duy trì khi hệ quả của cú sốc giá năng lượng sẽ kéo dài sang H2/26.

# Triển vọng vĩ mô thế giới 2H2026

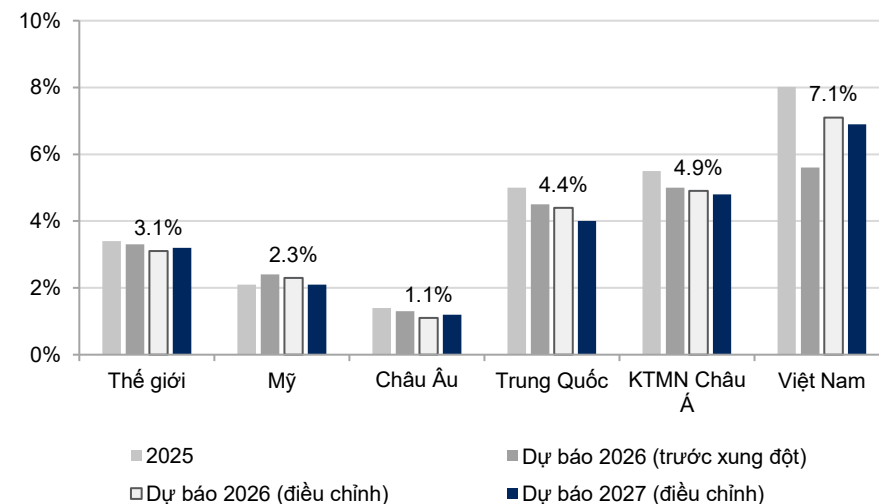


**Bước sang nửa cuối năm 2026, tâm điểm chú ý của giới đầu tư toàn cầu sẽ là cách nền kinh tế thế giới thích ứng với bối cảnh mới: tăng trưởng chậm lại, áp lực giá cả hiện hữu và điều kiện tài chính khó nới lỏng như kỳ vọng trước đó.** Dù vậy, nền kinh tế toàn cầu vẫn có những điểm tựa và kỳ vọng để vượt qua giai đoạn thách thức:

- Đàm phán Mỹ-Iran được kỳ vọng cải thiện, giúp Hormuz mở lại trong Q3/26 và đưa giá dầu Brent bình quân năm về vùng 85USD/thùng theo kịch bản cơ sở.
- Mỹ tiếp tục đóng vai trò trụ cột tăng trưởng của kinh tế thế giới trong H2/26 nhờ sức chống chịu bền bỉ của tiêu dùng, đầu tư và khu vực dịch vụ.
- Kinh tế toàn cầu tiếp tục tăng trưởng nhưng chậm hơn, song dòng vốn toàn cầu vẫn được kỳ vọng duy trì nhờ các lĩnh vực dẫn dắt như AI, hạ tầng năng lượng, quốc phòng và tái cấu trúc chuỗi cung ứng.

## Ở chiều ngược lại, một số rủi ro và thách thức vẫn hiện hữu:

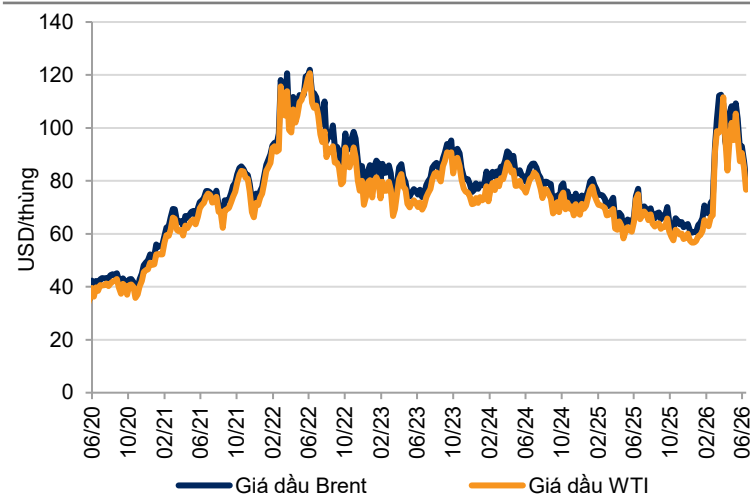
- IMF hạ dự báo tăng trưởng toàn cầu xuống 3,1% trong khi thương mại thế giới giảm tốc, phản ánh một số động lực tăng trưởng đang suy yếu do hệ quả của xung đột địa chính trị.
- Cú sốc năng lượng khiến Fed duy trì lập trường thận trọng lâu hơn do lo ngại về lạm phát, qua đó gia tăng áp lực lên tỷ giá và dòng vốn tại các thị trường mới nổi.



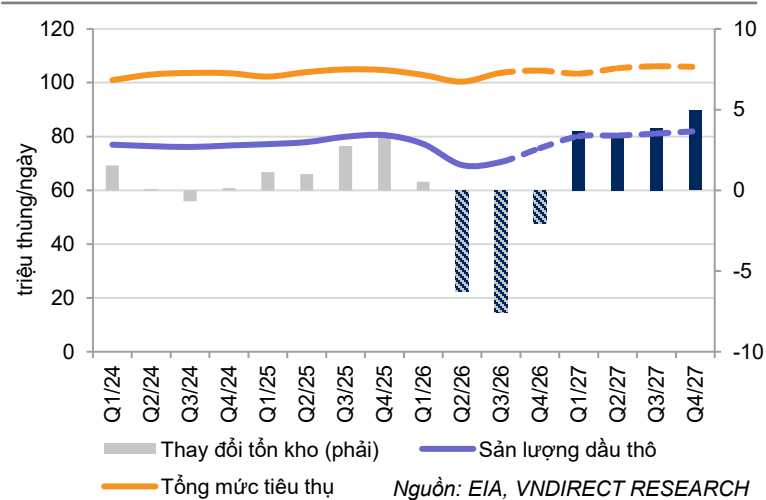
Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu phân này tính đến ngày 19/6/2026

Nhìn lại gần bốn tháng gián đoạn eo biển Hormuz, mức độ rủi ro địa chính trị và kỳ vọng giá năng lượng đã thay đổi đáng kể so với đầu năm

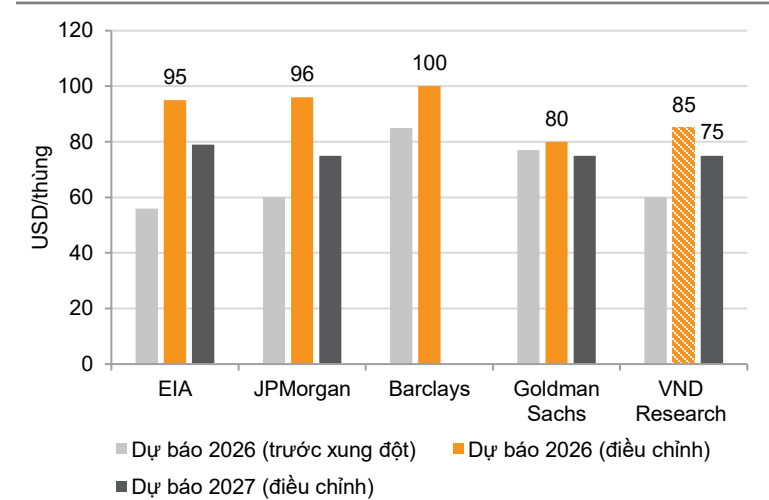
## Giá dầu neo ở ngưỡng trên 100 USD/thùng trong phần lớn ba tháng qua



## Tồn kho dầu dự kiến tiếp tục suy giảm đến hết Q3, tái tích lũy từ Q4



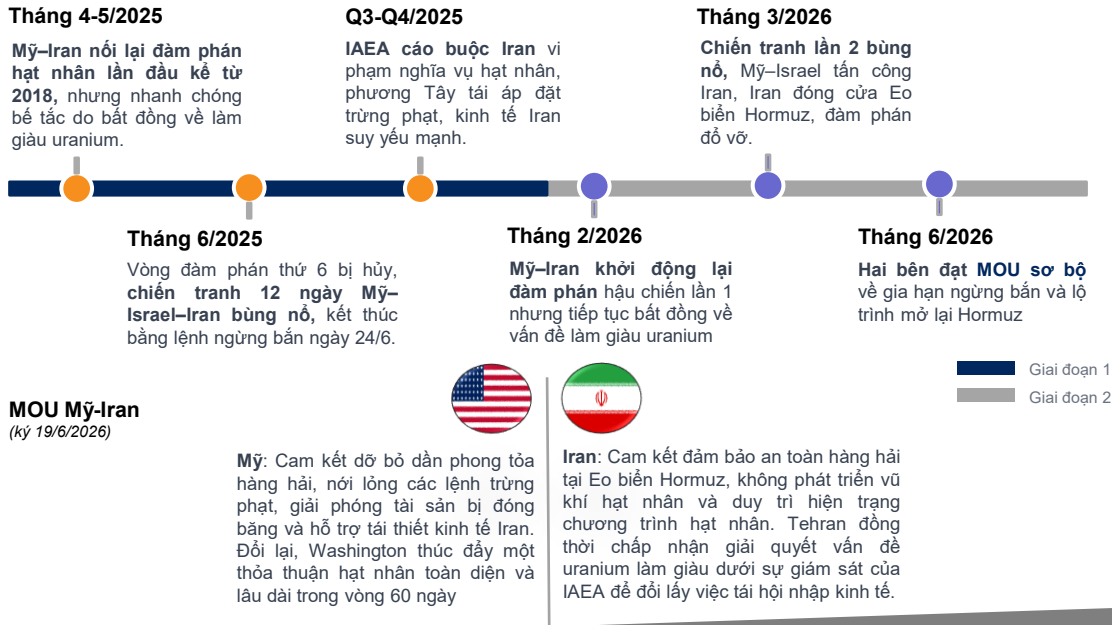
## Giá dầu H2/26 kỳ vọng giảm dần về cuối năm khi căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt



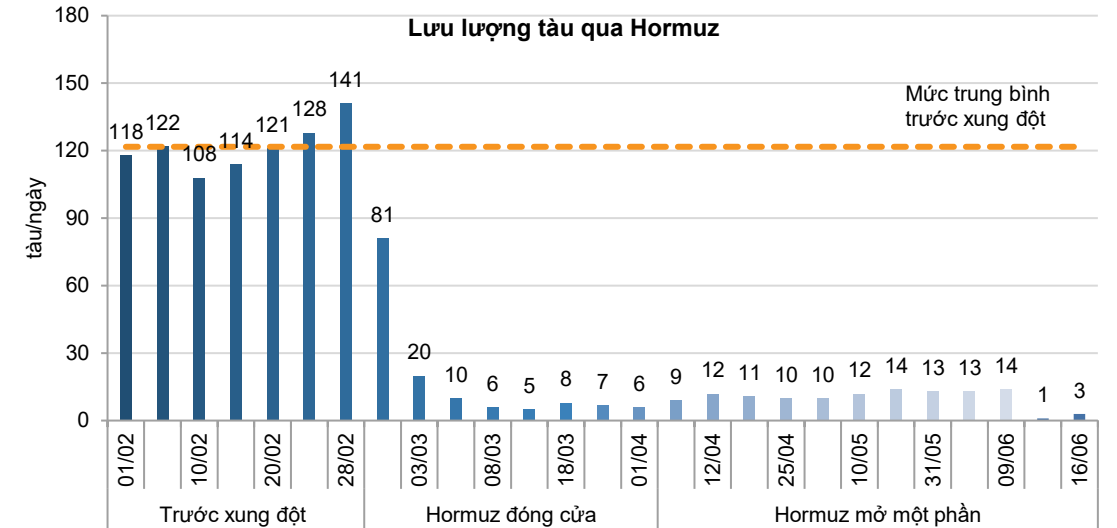
- Sau gần bốn tháng gián đoạn tại eo biển Hormuz, thị trường dầu mỏ đã tái định giá đáng kể rủi ro địa chính trị. Giá dầu Brent hiện dao động quanh 70-75 USD/thùng, gần như đã xóa bỏ phần lớn mức premium hình thành trong giai đoạn căng thẳng nhất (khi giá từng vượt 110 USD/thùng), nhờ thỏa thuận ngừng bắn Mỹ-Iran được xác nhận và triển vọng mở lại eo biển Hormuz ngày càng rõ nét.
- Trong bối cảnh rủi ro địa chính trị dần hạ nhiệt, diễn biến nguồn cung và tồn kho toàn cầu trở lại là yếu tố chi phối giá dầu. Theo IEA (05/2026), tồn kho dầu toàn cầu đã giảm khoảng 246 triệu thùng trong tháng 3-4 và dự kiến tiếp tục giảm bình quân 8,5 triệu thùng/ngày trong Q2; đồng thời thị trường được dự báo thiếu hụt đến hết Q3 ngay cả khi xung đột kết thúc đầu tháng 6, do hơn 14 triệu thùng/ngày nguồn cung vùng Vịnh vẫn bị gián đoạn. Trong khi đó, EIA cho rằng hoạt động vận tải qua Hormuz có thể phục hồi từ tháng 6 nhưng khó trở lại mức trước xung đột trong năm nay, hàm ý quá trình tái tích lũy tồn kho có thể chỉ bắt đầu từ Q4 và điều kiện cung-cầu dầu mỏ nhiều khả năng vẫn duy trì thắt chặt sang năm 2027.
- Trong bối cảnh đó, nhiều tổ chức hiện đưa kịch bản giá dầu Brent bình quân năm 2026 về vùng 90-95 USD/thùng. Theo quan điểm của chúng tôi, Brent bình quân 2026 dự kiến đạt 85 USD/thùng, trước khi hạ nhiệt về 75 USD/thùng trong năm 2027, chi tiết dự báo kịch bản giá dầu tại [đây](#).

Đàm phán Mỹ–Iran đạt bước ngoặt quan trọng với MOU ký ngày 19/6/2026, tạo nền tảng cho một thỏa thuận cuối cùng trong Q3/26

## Đàm phán đã thoát khỏi thế bế tắc kéo dài sau khi ký MOU, dù các vấn đề cốt lõi chưa được giải quyết hoàn toàn



## Thị trường kỳ vọng Hormuz dần phục hồi trong Q3/26 và tiến trình đàm phán tiếp tục thuận lợi hơn, hỗ trợ giá dầu hạ nhiệt

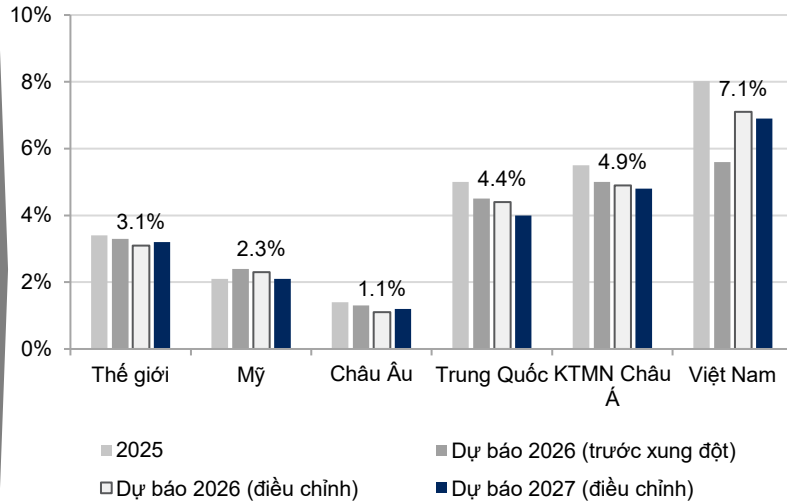


Nguồn: IMF PortWatch, VNDIRECT RESEARCH

- **Đàm phán Mỹ–Iran đã đạt bước ngoặt quan trọng sau nhiều tháng bế tắc.** Sau lệnh ngừng bắn tháng 4/2026 và MOU sơ bộ cuối tháng 5, hai bên tuyên bố đạt thỏa thuận khung ngày 14/6, với lễ ký chính thức diễn ra ngày 19/6 tại Thụy Sĩ. Theo đó, Mỹ sẽ từng bước dỡ bỏ phong tỏa và nới lỏng trừng phạt, trong khi Iran cam kết không phát triển vũ khí hạt nhân và xử lý kho uranium làm giàu dưới giám sát của IAEA. Tuy nhiên, các vấn đề cốt lõi như giới hạn làm giàu uranium dài hạn, chương trình tên lửa và cơ chế giám sát vẫn sẽ được đàm phán trong 60 ngày tới.
- **Thị trường phản ứng tích cực khi Brent giảm khoảng 6% xuống vùng 78 USD/thùng sau thông tin thỏa thuận.** Tuy nhiên, thực tế tại Hormuz vẫn khác xa các tuyên bố chính trị: dù Mỹ cho biết eo biển đã mở trở lại, dữ liệu AIS cho thấy lưu lượng tàu vẫn chỉ bằng khoảng 5–10% mức trước khủng hoảng, với hơn 500 tàu còn mắc kẹt trong Vịnh Ba Tư. Rủi ro mìn và chi phí bảo hiểm chiến tranh cao tiếp tục cản trở quá trình phục hồi lưu thông. Thị trường kỳ vọng Hormuz sẽ cần thêm vài tuần để giải phóng lượng tàu tồn đọng và từng bước khôi phục hoạt động, với khả năng trở lại trạng thái tiền khủng hoảng vào cuối Q3/26 nếu thỏa thuận được thực thi ổn định.

Động lực tăng trưởng thế giới suy yếu hơn so với đầu năm, song không phải toàn bộ bức tranh là tiêu cực

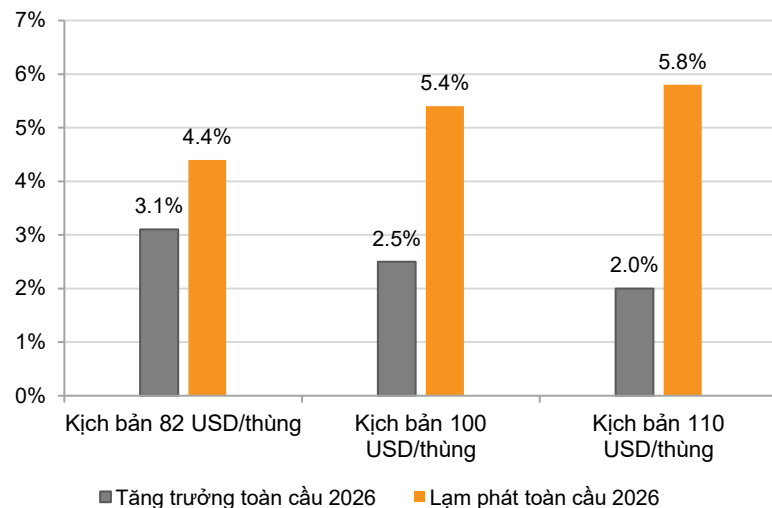
**IMF hạ dự báo tăng trưởng toàn cầu 2026 xuống 3,1%, từ mức 3,4% của đầu năm,** nguyên nhân do hệ quả trực tiếp từ cuộc xung đột địa chính trị trong Q2/26



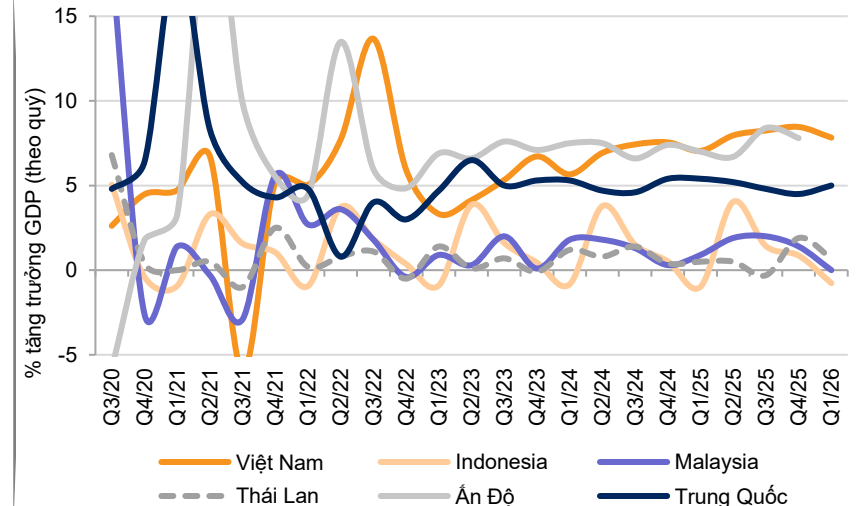
**Theo IMF, Trung Đông là khu vực chịu tác động trực tiếp lớn nhất,** trong khi Mỹ và các nền kinh tế phát triển chống chịu tương đối tốt hơn nhờ vị thế năng lượng và dự địa chính sách thuận lợi

Khu vực/Quốc gia (đơn vị: %)	Dự báo GDP (sau xung đột)		Điều chỉnh so với trước xung đột	
	2026	2027	2026	2027
<b>Thế giới</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0</b>
<b>Nền KT phát triển</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Hoa Kỳ	2,3	2,1	-0,1	0,1
Khu vực đồng Euro	1,1	1,2	-0,2	-0,2
Nhật Bản	0,7	0,6	0	0
<b>Nền KT mới nổi</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Châu Á mới nổi</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0</b>
Trung Quốc	4,4	4	-0,1	0
Ấn Độ	6,5	6,5	0,1	0,1
<b>Trung Đông &amp; Trung Á</b>	<b>1,9</b>	<b>4,6</b>	<b>-2</b>	<b>0,6</b>

**IMF dự báo lạm phát toàn cầu 2026 ở mức 4,4% trong kịch bản dầu 82 USD/thùng;** tuy nhiên, lạm phát có thể tăng lên 5,8% và tăng trưởng giảm còn 2,0% nếu giá dầu thô bình quân 2026 ở quanh 110 USD/thùng

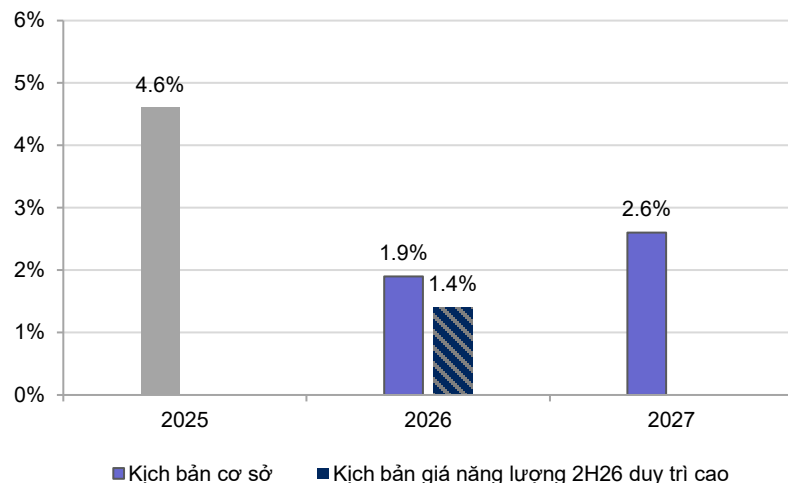


**Áp lực kép về tăng trưởng và lạm phát tập trung tại nhóm các nền kinh tế mới nổi,** đặc biệt những quốc gia nhạy cảm với giá năng lượng, chịu áp lực tỷ giá và có khả năng hấp thụ cú sốc bên ngoài thấp hơn

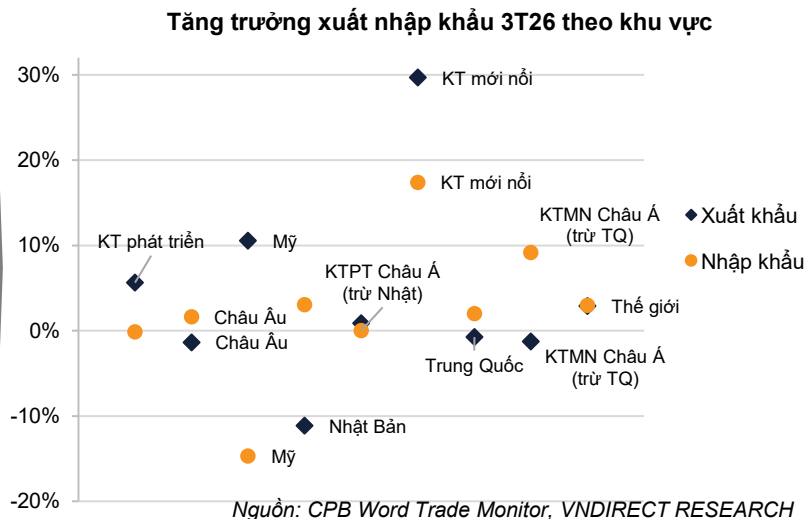


## Thuế quan và địa chính trị tiếp tục thay đổi dòng chảy thương mại toàn cầu

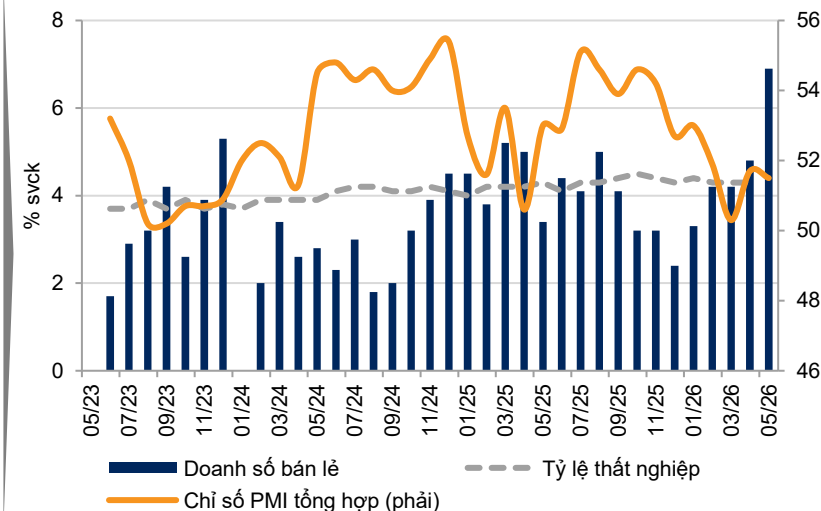
**WTO dự báo tăng trưởng thương mại hàng hóa toàn cầu 2026 đạt 1,9%** (so với 4,6% năm 2025) và có rủi ro thấp hơn nếu giá năng lượng duy trì cao trong 2H26



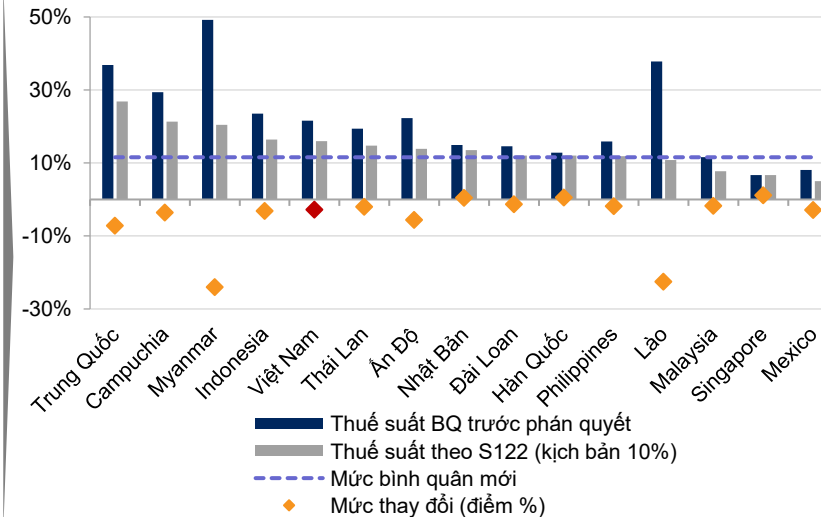
**Triển vọng thương mại khu vực Đông Nam Á trong 2H26 kỳ vọng tích cực và duy trì thích nghi với xu hướng mới**, nhờ dòng vốn FDI tiếp tục dịch chuyển vào khu vực, nhu cầu đổi mới với điện tử, bán dẫn và hạ tầng AI



**Sức khỏe các nền kinh tế lớn vẫn là biến số chính cho triển vọng thương mại H2/26.** Mỹ được kỳ vọng chống chịu tốt hơn EU sau cú sốc năng lượng nhờ động lực từ cầu nội địa và thị trường lao động

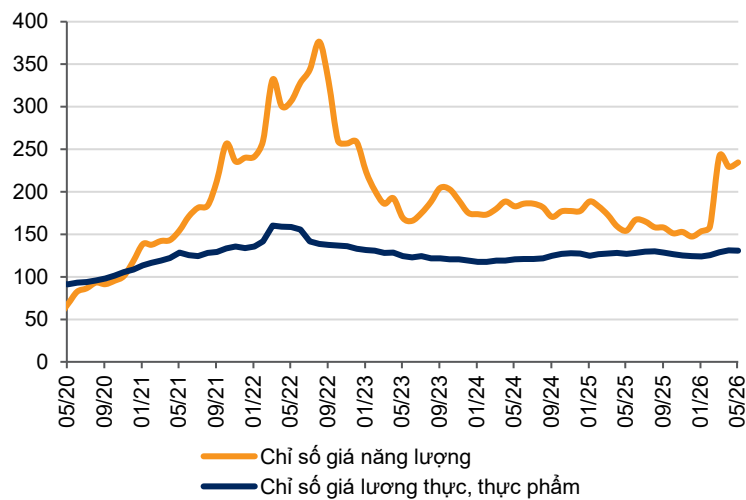


**Cần tiếp tục theo dõi sự mở rộng của các mối quan hệ hợp tác song phương, sức khỏe tiêu dùng tại các nền kinh tế lớn và rủi ro quanh biện pháp thuế quan mới từ Mỹ trong môi trường địa chính trị còn phức tạp**

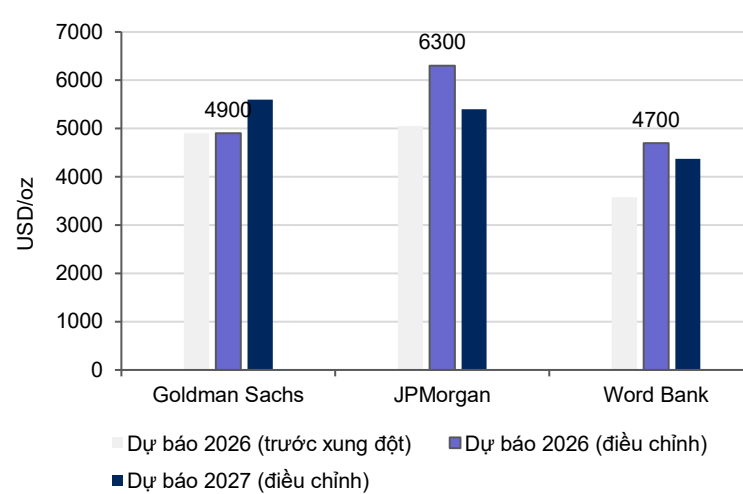


Giá hàng hóa được điều chỉnh phần lớn sau khủng hoảng địa chính trị

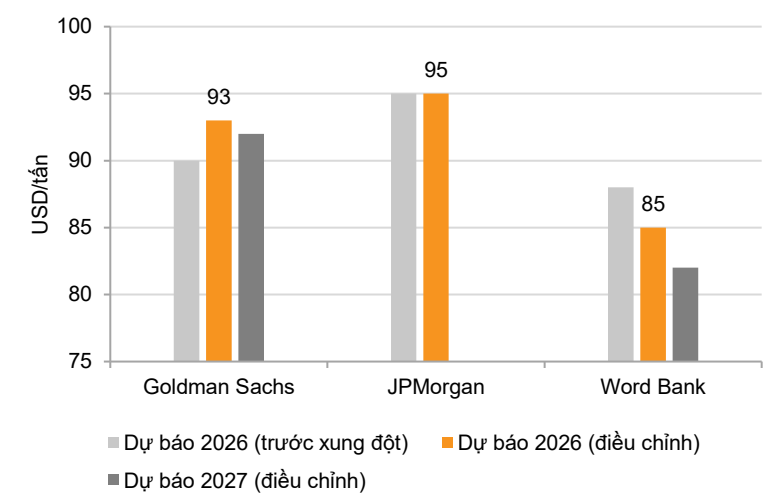
## Kịch bản cơ sở cho H2/26 là giá lương thực thực phẩm duy trì cao hơn năm 2025



## Giá vàng cũng được định giá lại cấu trúc sau cú sốc địa chính trị



## Giá quặng sắt H2/26 dự báo tiếp tục đi ngang quanh 90-95 USD/tấn



- **Lương thực:** Các tổ chức hiện không kỳ vọng một cú sốc lương thực tương tự năm 2022, nhưng cũng chưa có cơ sở để dự báo giá thực phẩm quay về mặt bằng thấp trước xung đột. Kịch bản cơ sở cho H2/26 là giá lương thực duy trì cao hơn năm 2025 khi cú sốc năng lượng dần truyền sang chi phí phân bón, sản xuất nông nghiệp và logistics với độ trễ nhất định. Kịch bản rủi ro tăng giá nếu 1) giá dầu tiếp tục duy trì trên vùng 90-100 USD/thùng trong 2H26; và 2) các yếu tố thời tiết bất lợi (El Nino trong giai đoạn 2026-2027) xuất hiện đồng thời, tạo thêm áp lực lên nguồn cung lúa mì, ngô, đậu tương và gạo.
- **Vàng:** Các tổ chức lớn hiện đang phân hóa rõ rệt trong dự báo giá vàng cuối 2026, dao động trong vùng 4.900–6.000 USD/oz, cao hơn đáng kể so với vùng 4.300–4.500 USD trước khi căng thẳng Hormuz bùng phát. Động lực chính đến từ lực mua dài hạn của các NHTW, xu hướng giảm phụ thuộc USD và nhu cầu phòng thủ địa chính trị gia tăng sau xung đột Trung Đông. Tựu chung lại, mặt bằng giá vàng cao nhiều khả năng là kịch bản cơ sở, song rủi ro giảm mạnh chủ yếu xảy ra nếu 1) căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt nhanh hơn kỳ vọng, và 2) Fed siết chính sách quyết liệt hơn đáng kể dẫn đến lợi suất TPCP Mỹ và đồng USD tăng mạnh hơn.
- **Quặng sắt:** Dự báo giá ít thay đổi so với đầu năm do phần lớn chịu ít tác động từ căng thẳng Hormuz. Goldman Sachs nâng nhẹ dự báo 2026 lên 93 USD/tấn từ 88 USD, trong khi JPMorgan giữ quanh 95 USD. Động lực chính là sản lượng gang thép Trung Quốc ổn định hơn kỳ vọng và tồn kho cảng chưa tăng mạnh. Tuy nhiên, phần lớn tổ chức vẫn cho rằng dư cung ngành thép Trung Quốc sẽ tiếp tục gây áp lực trong trung hạn.

Kịch bản cơ sở là Fed giữ lãi suất, nhưng xác suất tăng trong H2/26 đang dần lớn hơn

Thị trường chuyển từ kỳ vọng Fed cắt lãi suất 1-2 lần sang giữ lãi suất lâu hơn trong H2/26, thậm chí xác suất tăng lãi suất ngày một lớn hơn do cú sốc địa chính trị

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
7/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	65.8%	34.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.0%	0.0%	32.0%	50.5%	17.6%	0.0%	0.0%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	23.5%	45.5%	26.3%	4.7%	0.0%	0.0%
12/9/2026	0.0%	0.0%	0.0%	13.6%	36.2%	34.4%	13.8%	2.0%	0.0%
1/27/2027	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	33.1%	34.7%	16.7%	3.6%	0.3%
3/17/2027	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	29.2%	34.4%	19.9%	6.0%	0.9%
4/28/2027	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	29.2%	34.4%	19.9%	6.0%	0.9%
6/9/2027	0.0%	0.0%	0.9%	11.3%	29.7%	33.1%	18.7%	5.5%	0.8%
7/28/2027	0.0%	0.1%	2.0%	13.4%	30.1%	31.5%	17.2%	5.0%	0.7%
9/15/2027	0.0%	0.3%	3.3%	15.2%	30.2%	29.9%	15.8%	4.5%	0.6%
10/27/2027	0.1%	0.7%	4.9%	17.3%	30.2%	28.0%	14.3%	4.0%	0.6%
12/8/2027	0.1%	1.2%	6.3%	18.7%	30.0%	26.5%	13.2%	3.6%	0.5%

Dưới góc nhìn của Kevin Warsh, ưu tiên có thể không phải tăng lãi suất mạnh nhưng vẫn duy trì mặt bằng lợi suất Mỹ ổn định để củng cố niềm tin vào USD và thị trường trái phiếu Mỹ

ECONOMY • CENTRAL BANKING

## Warsh Overhauls How the Fed Talks and Keeps Markets Guessing on Rates

In debut as chairman, Kevin Warsh stripped away the central bank's policy hints and committed to bringing inflation down—but wouldn't say what that will take

By Nick Timiraos

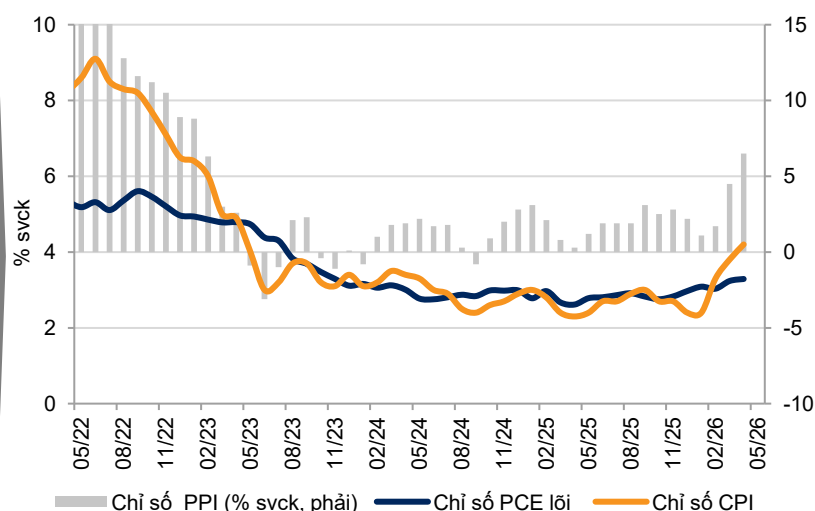
Updated June 17, 2026 9:42 pm ET

Gift unlocked article Listen (6 min)

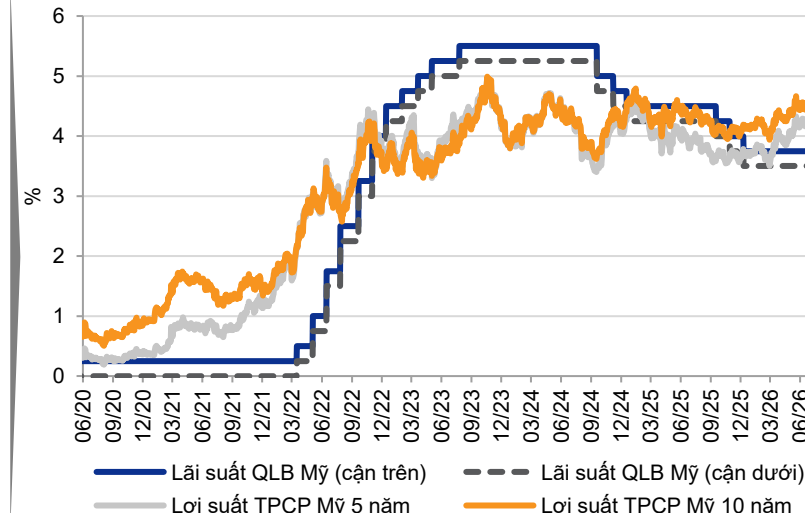


Federal Reserve Chairman Kevin Warsh declined to offer his own interest-rate forecast. AL DRAGO/BLOOMBERG NEWS

Kịch bản cơ sở hiện tại là Fed giữ nguyên lãi suất trong H2/26, Rủi ro xuất hiện nếu chỉ số CPI và PCE lõi có xu hướng tăng mạnh trong Q3-Q4/26, buộc Fed phải cân nhắc một lần tăng lãi suất trong năm 2026



Với Việt Nam và các thị trường mới nổi, đồng USD và lợi suất Mỹ duy trì cao sẽ phần nào gây áp lực lên tỷ giá và dòng vốn trong 2H26, từ đó gia tăng áp lực điều hành của NHNN trong việc cân bằng các mục tiêu vĩ mô



# Triển vọng vĩ mô Việt Nam 2H2026



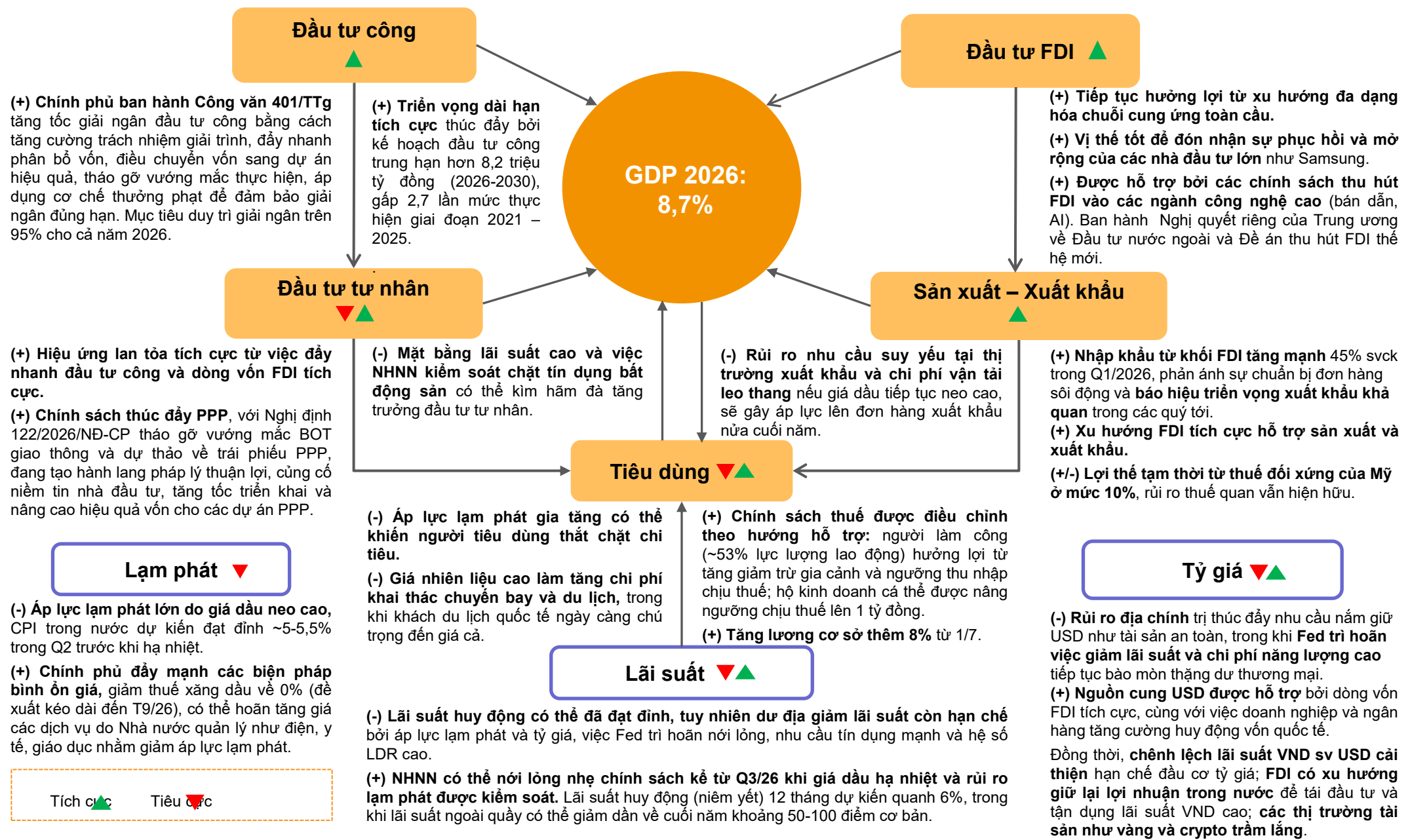
**Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam duy trì đà tăng trưởng vững chắc trong nửa cuối năm nay và dự báo tăng trưởng GDP 8,7% cho năm 2026, dựa trên các động lực sau:**

- Khu vực công nghiệp & xây dựng duy trì đà mở rộng tích cực, được thúc đẩy bởi cả đơn hàng trong nước và triển vọng xuất khẩu khả quan, làn sóng đầu tư vào hạ tầng (bao gồm cả đầu tư công và PPP), và chu kỳ mở rộng của lĩnh vực khai khoáng.
- Xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng cao, cán cân thương mại cải thiện tích cực hơn về cuối năm.
- Thu hút FDI mạnh mẽ, đặc biệt trong các lĩnh vực sản xuất điện tử, bán dẫn, năng lượng xanh, củng cố cho triển vọng của ngành sản xuất trong nước
- Chính phủ đẩy mạnh chi tiêu tài khóa để thúc đẩy tăng trưởng và ổn định vĩ mô (ổn định giá cả, an sinh-xã hội,...)
- Tiêu dùng vẫn gặp áp lực trong ngắn hạn do lạm phát cao, lãi suất tăng, siết chặt kê khai nộp thuế,... Tuy nhiên, kỳ vọng tâm lý tiêu dùng cải thiện hơn khi giá dầu và lạm phát hạ nhiệt về cuối năm.

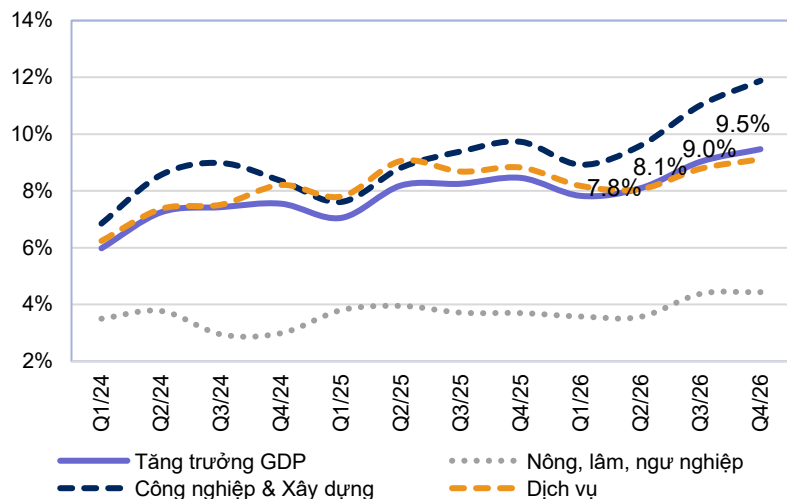
**Các rủi ro cần theo dõi:**

- Fed duy trì quan điểm thận trọng trong việc hạ lãi suất.
- Biến động giá và nguồn cung năng lượng do xung đột Mỹ-Iran tiếp tục gây ảnh hưởng tới lạm phát, tỷ giá, chính sách tiền tệ trong nước.
- Mặt bằng lãi suất cao gây áp lực lên tiêu dùng, thị trường bất động sản, đầu tư tư nhân và nợ xấu ngành ngân hàng.

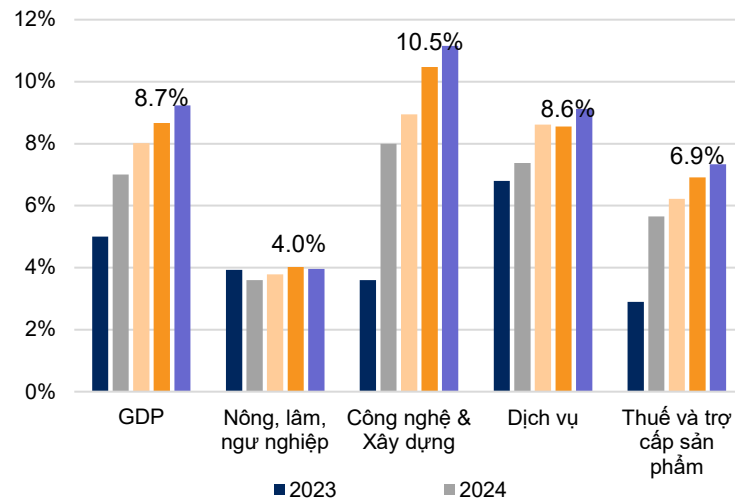
Các chỉ tiêu chính (svck)	2025	2026 (dự báo)	2027 (dự báo)
<b>GDP thực</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,2%</b>
Lạm phát (bình quân)	3,3%	4,5%	3,7%
Tổng mức bán lẻ	9,2%	11,5%	11,5%
Xuất khẩu	17,0%	18,0%	12,0%
Nhập khẩu	19,4%	22,5%	10,2%
Tăng trưởng tín dụng	19,1%	17,0%	17,0%
Tăng trưởng M2	14,0%	13,0%	14,0%
Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng	3,4%	1,5%	1,0%



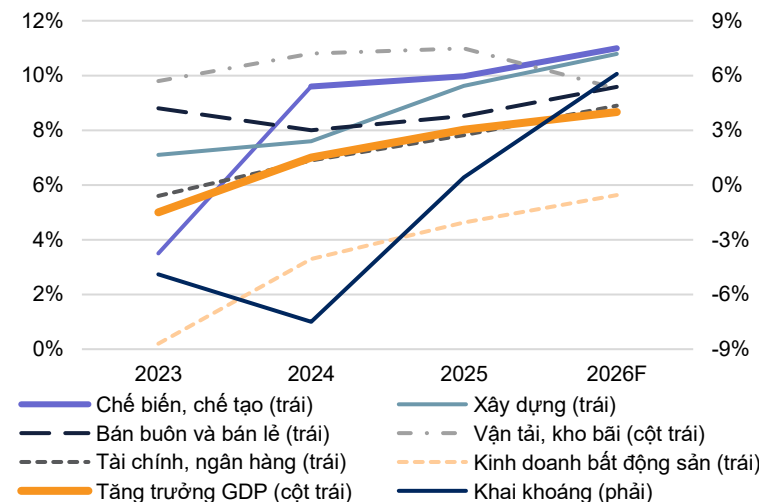
## Kỳ vọng tăng trưởng GDP bứt tốc trong 6 tháng cuối năm 2026



## Lĩnh vực công nghiệp và xây dựng đóng góp chính vào tăng trưởng GDP năm 2026



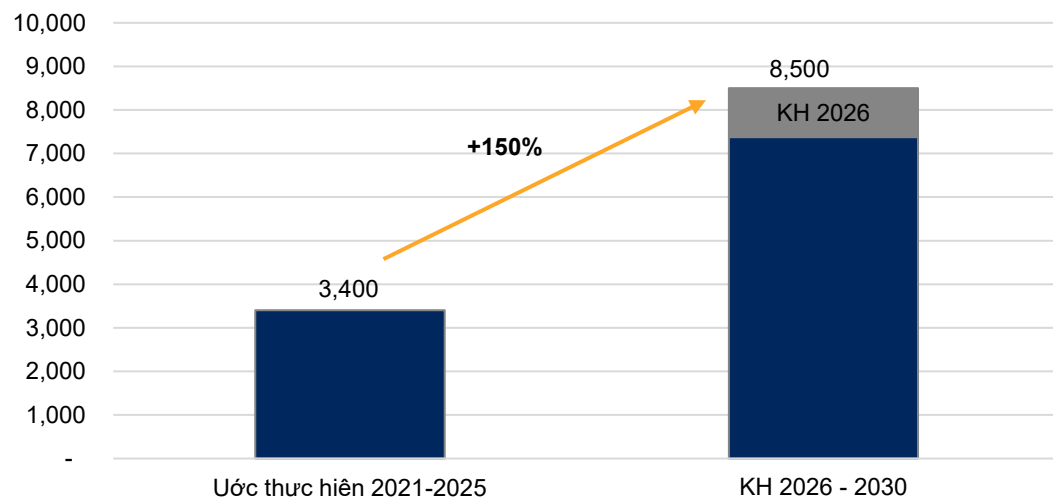
## Tăng trưởng được thúc đẩy bởi ngành chế biến chế tạo, xây dựng và khai khoáng



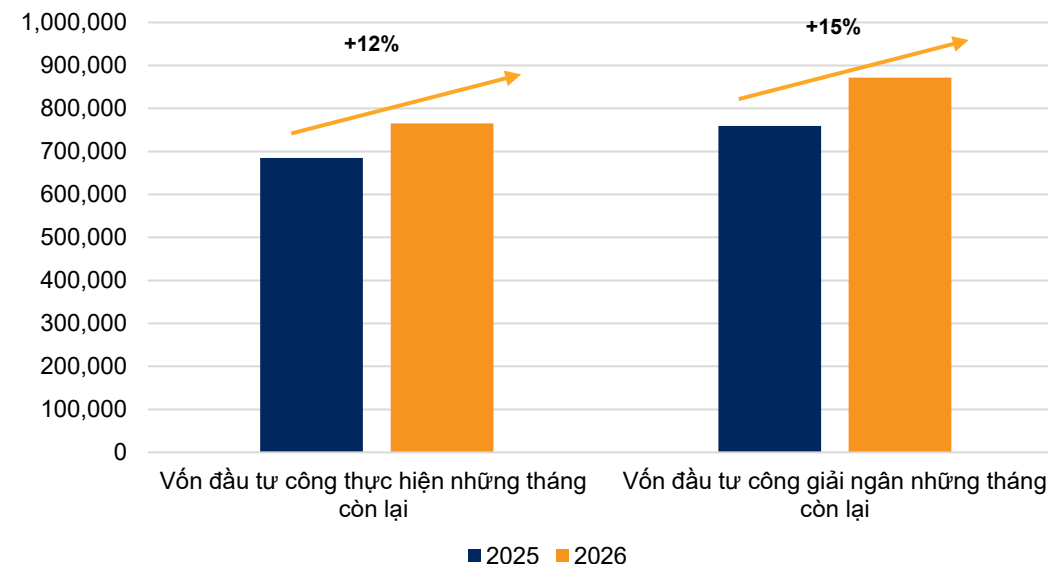
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi **dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2026 đạt 8,7%**, cao hơn mức 8,3% đưa ra tại thời điểm xung đột Trung Đông bùng phát. Sự điều chỉnh này phản ánh những tiến triển trong đàm phán Mỹ - Iran, cùng những chính sách điều hành quyết liệt của Chính phủ về đầu tư công, phát triển hạ tầng, tài khóa và tiền tệ.
- Động lực tăng trưởng chủ đạo đến từ: làn sóng đầu tư hạ tầng (bao gồm đầu tư công và đối tác công – tư PPP), dòng vốn FDI mở rộng (dự báo FDI giải ngân tăng 10% svck), xuất khẩu tăng mạnh (nâng dự báo tăng trưởng lên 18% svck trong 2026) được dẫn dắt bởi khối doanh nghiệp FDI, ngành khai khoáng phục hồi nhờ giá dầu cao và chu kỳ đầu tư, cùng việc tháo gỡ pháp lý theo Nghị quyết 16/2026 tạo hành lang khơi thông gần 3.000 dự án tồn đọng.
- Tuy vậy, nền kinh tế tiếp tục phải đối mặt với một số rủi ro: áp lực lạm phát kéo dài và môi trường lãi suất cao có thể làm suy yếu tiêu dùng thực, trong khi dư địa chính sách tiền tệ vẫn khá hạn chế do áp lực lạm phát, tỷ giá và thanh khoản. Ngoài ra, rủi ro thuế quan chưa thể loại bỏ hoàn toàn khi thời hạn Mỹ áp thuế 10% theo Section 122 kết thúc vào tháng 7 tới, có thể gây biến động thương mại và triển vọng xuất khẩu.
- Xét trên ba trụ cột kinh tế, chúng tôi dự báo **công nghiệp và xây dựng tiếp tục là động lực chính, với mức tăng trưởng 10,5% svck năm 2026 (từ mức 9% năm 2025)**. Đà tăng này được thúc đẩy bởi xuất khẩu duy trì tích cực, mở rộng khai thác dầu khí, cùng chi tiêu tài khóa và đầu tư hạ tầng mạnh mẽ. Trong khi đó, dịch vụ có thể chứng lại dưới tác động lạm phát, với mức tăng 8,6% svck năm 2026, tương đương năm trước.

Kỳ vọng đầu tư công và chính sách tài khóa được đẩy mạnh để hỗ trợ nền kinh tế

## 2026 là năm khởi đầu của kế hoạch đầu tư công trung hạn 2026-2030 rất tham vọng (đơn vị nghìn tỷ đồng)



## Giá trị đầu tư công còn lại năm 2026 là rất lớn (số liệu tính đến T4/26) (đơn vị nghìn tỷ đồng)



Để hoàn thành kế hoạch đầu tư công năm 2026, bình quân mỗi tháng còn lại cần hoàn thành 96 nghìn tỷ đồng vốn thực hiện (+11,7% sv cùng kỳ), và 109 nghìn tỷ đồng vốn giải ngân (+14,9% sv cùng kỳ). **Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ cải thiện từ Q3/26** nhờ những yếu tố hỗ trợ sau: (1) Hoàn thành kiện toàn bộ máy lãnh đạo và thực thi; (2) Đẩy mạnh phân cấp-phân quyền và phân định rõ trách nhiệm của người đứng đầu; (3) Duy trì 5 tổ công tác của Thủ tướng để giám sát và tháo gỡ vướng mắc phát sinh tại chỗ; (4) Khung pháp lý rõ ràng nhờ Kế hoạch đầu tư công trung hạn 2026-2030 đã được thông qua vào T4/26; (5) Lấy ý kiến và tiến tới ban hành cơ chế riêng cho trái phiếu hạ tầng (PPP) nhằm khơi thông dòng vốn; (6) Quyết liệt tháo gỡ nút thắt về giải phóng mặt bằng và nguồn cung vật liệu.

### Chính phủ thông qua phương án tăng 8,12% lương cơ sở (từ 1/7/2026), đồng thời triển khai đồng bộ nhóm giải pháp tài khóa hỗ trợ người dân và doanh nghiệp:

- Về thuế trực thu: Nâng ngưỡng chịu thuế của hộ kinh doanh cá thể lên 1 tỷ đồng; đẩy sớm lộ trình tăng mức giảm trừ gia cảnh và ngưỡng chịu thuế TNCN từ ngày 1/1/2026.
- Về thuế gián thu và phí: Tiếp tục giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026; đưa thuế xăng dầu về 0% (đề xuất gia hạn đến cuối T9/26) nhằm hạ nhiệt giá cả, kiểm soát lạm phát.

Những chính sách này sẽ góp phần cải thiện thu nhập thực tế và bảo vệ sức mua trước áp lực lạm phát hiện nay.

Sự cộng hưởng giữa đầu tư công và nguồn lực PPP sẽ tạo cú hích mạnh mẽ cho các đại dự án hạ tầng quốc gia thời gian tới.

## Nửa cuối năm 2026: Làn sóng “về đích” và khởi công của các đại dự án hạ tầng

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031-2035	
<b>I. Cao tốc &amp; đường vành đai</b>											
12 dự án thành phần của tuyến cao tốc Bắc – Nam phía Đông	146.990	[Orange bar]									
Cao tốc Cà Mau – Đất Mũi	57.896				[Orange bar]						
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	44.691	[Orange bar]									
Vành đai 4 Hà Nội	82.800	[Orange bar]									
Vành đai 3 TP.HCM	75.378	[Orange bar]									
Vành đai 4 TP.HCM (giai đoạn 1)	120.400			[Orange bar]							
Cao tốc TP.HCM – Mỹ Thuận (mở rộng)	36.172			[Orange bar]							
Cao tốc Quy Nhơn – Pleiku	43.734			[Orange bar]							
Dự án Trục không gian Quốc lộ 1A (Nam Hà Nội)	162.000				[Orange bar]						
Cầu vượt biển Cần Giờ	92.663					[Grey bar]					
Cao tốc Đô thị Hồ Tràm - Sân bay Long Thành	51.500					[Grey bar]					
<b>II. Đường sắt cao tốc &amp; đường sắt đô thị</b>											
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng (kết nối với Trung Quốc)	203.200				[Orange bar]						
Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	1.713.548					[Grey bar]					
Tuyến đường sắt nhẹ Thủ Thiêm - Long Thành	175.000					[Grey bar]					
Metro số 2 đoạn Tham Lương - Bến Thành - Thủ Thiêm (TP.HCM)	91.923				[Orange bar]						
Metro số 2 Nam Thăng Long – Trần Hưng Đạo (Hà Nội)	35.588				[Orange bar]						
Metro số 5 Văn Cao – Hòa Lạc (Hà Nội)	65.400				[Orange bar]						
Đường sắt Bến Thành - Cần Giờ	102.430				[Orange bar]						
Metro TP mới Bình Dương - Suối Tiên	64.370					[Grey bar]					
Metro số 6 giai đoạn 1 (Sân bay Tân Sơn Nhất - Phú Hữu)	86.529					[Grey bar]					
Metro số 3, 4, 5, 6, 7 (TP.HCM)	882.000					[Grey bar]					
<b>III. Cảng biển</b>											
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (gồm 7 giai đoạn)*	128.873				[Orange bar]						
Cảng container Liên Chiểu (Đà Nẵng)	45.268				[Orange bar]						
<b>IV. Sân bay quốc tế</b>											
Sân bay quốc tế Gia Bình (giai đoạn 1)	141.236			[Orange bar]							
Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	114.500	[Orange bar]									
<b>V. Năng lượng &amp; khác</b>											
Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 & 2	563.706							[Grey bar]			
21 dự án phục vụ Hội nghị APEC 2027 - Phú Quốc - Kiên Giang	137.280				[Orange bar]						
<b>Tổng</b>	<b>5.465.075</b>										

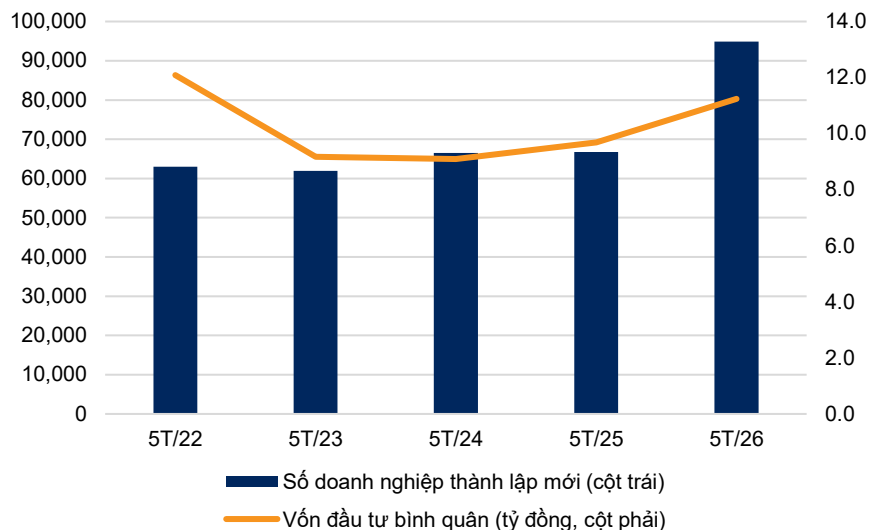
Ghi chú: [Orange bar] Đang xây dựng [Grey bar] Kế hoạch

- Thúc đẩy mô hình PPP nhằm **huy động nguồn lực xã hội**, qua đó đẩy nhanh tiến độ thi công và tối ưu hiệu quả sử dụng vốn.
- Chính phủ đã ban hành **Nghị quyết 16/2026/NQ-CP** về cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn cho các dự án **BT** nhằm xử lý dứt điểm những tồn tại lịch sử, khơi thông nguồn lực và củng cố niềm tin của nhà đầu tư hạ tầng.
- Chiến lược **bổ sung quỹ đất chuyển đổi cho doanh nghiệp** do phần lớn các dự án sẽ theo mô hình **BT (đổi đất lấy hạ tầng)**.
- Lấy ý kiến để ban hành **cơ chế riêng cho trái phiếu hạ tầng (PPP)** nhằm khơi thông dòng vốn.

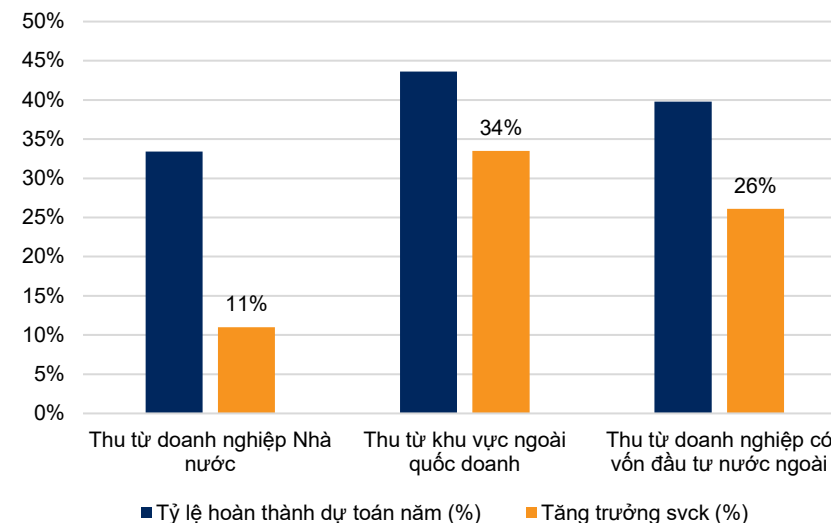
### Chính sách thúc đẩy các dự án đầu tư công trọng điểm:

- Cho phép khu vực tư nhân cùng tham gia và linh hoạt huy động vốn ngoài ngân sách;
- Trao quyền cho Ủy ban Thường vụ Quốc hội quyết định cơ chế đặc thù.
- Tách việc bồi thường, hỗ trợ tái định cư và di dời các công trình điện ≥110 kV thành một tiểu dự án độc lập
- Cho phép điều chỉnh chính sách trước và báo cáo Quốc hội tại kỳ họp gần nhất.
- Triển khai gói tín dụng ưu đãi 500 nghìn tỷ đồng với lãi suất thấp hơn từ 1 – 1,5 điểm phần trăm.

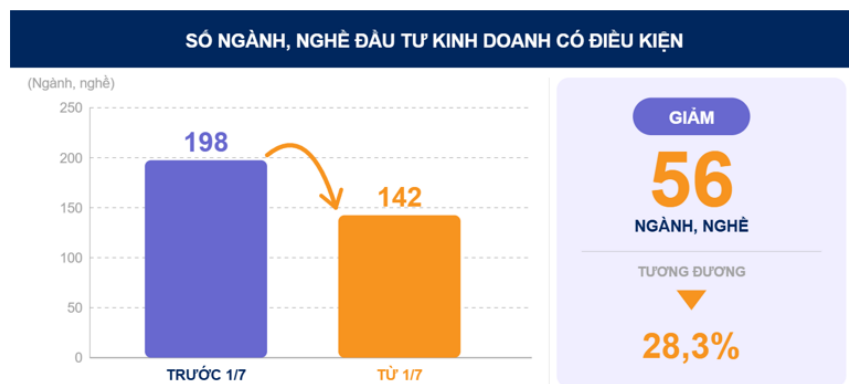
**Nghị quyết 68 tạo cú hích, số doanh nghiệp thành lập mới tăng 42% svck trong 5T/26**



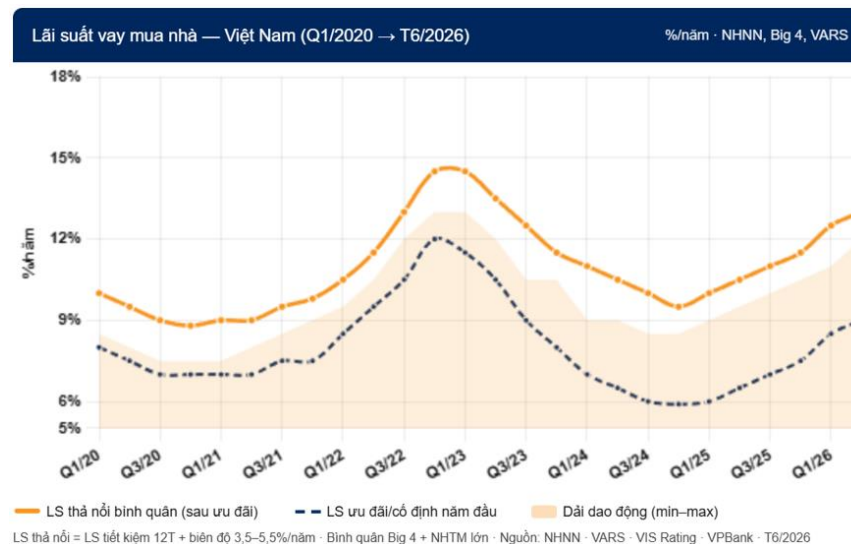
**Thu ngân sách từ cả 3 khu vực kinh tế tăng trưởng tích cực, cho thấy môi trường kinh doanh đang dần khởi sắc (dữ liệu Q1/26)**



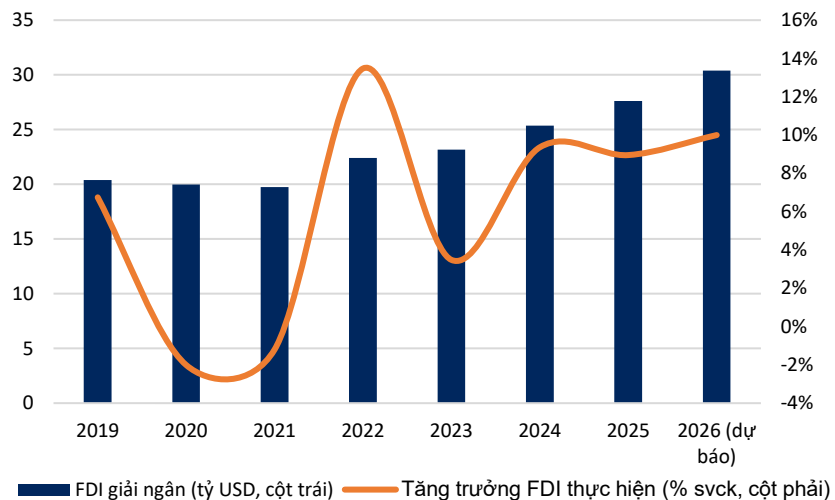
**Chính phủ cắt giảm gần 30% số ngành nghề kinh doanh có điều kiện từ 1/7**



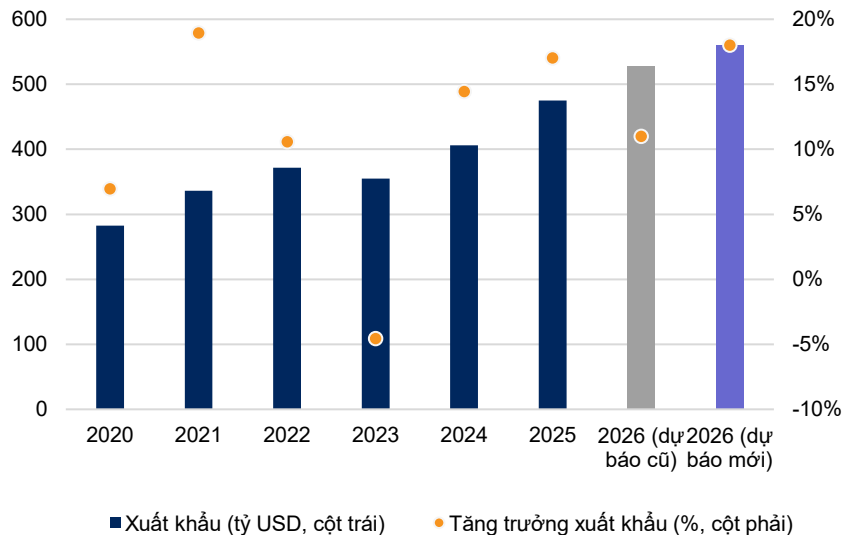
**Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất cao hơn và NHNN kiểm soát chặt tín dụng bất động sản có thể kìm hãm phần nào đà tăng trưởng đầu tư tư nhân**



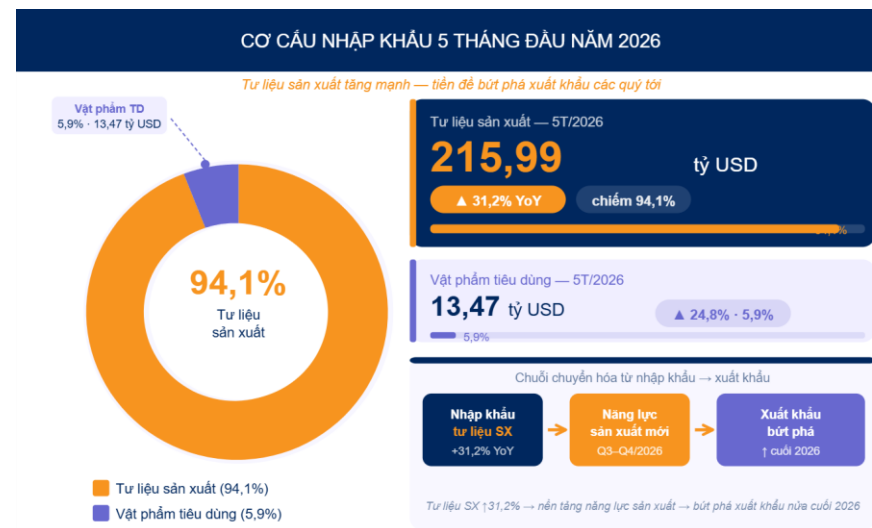
Nhờ thể chế và môi trường kinh doanh cải thiện, kỳ vọng FDI duy trì tích cực hỗ trợ ngành sản xuất và xuất khẩu



Chúng tôi nâng mạnh dự báo tăng trưởng xuất khẩu năm 2026 lên 18% (từ mức 11% đưa ra hồi đầu năm)



Xuất khẩu kỳ vọng khởi sắc khi lượng nhập khẩu tư liệu sản xuất hiện nay được chuyển hóa thành năng lực sản xuất và xuất khẩu



Kỳ vọng cán cân thương mại cải thiện từ nhập siêu lớn (gần 13,5 tỷ USD trong 5T/26) sang xuất siêu nhẹ (hơn 3,2 tỷ USD cho cả năm 2026)

**Cán cân thương mại 2026 (triệu USD)** | Cơ sở: XK 2025 = \$475,06 tỷ · NK 2025 = \$455,01 tỷ

Tăng trưởng	Nhập khẩu					
	21,5%	22,0%	22,5%	23,0%	23,5%	
Xuất khẩu	17,0%	3.012	737	(1.537)	(3.812)	(6.087)
	17,5%	5.387	3.112	838	(1.437)	(3.712)
	18,0%	7.762	5.487	<b>3.213</b>	938	(1.337)
	18,5%	10.137	7.862	5.588	3.313	1.038
	19,0%	12.512	10.237	7.963	5.688	3.413

■ Xuất siêu khá (≥ 5 tỷ USD) 
 ■ Xuất siêu nhẹ (0 – 5 tỷ USD) 
 ■ Nhập siêu 
 ■ Kịch bản cơ sở

\* Kịch bản cơ sở (XK 18,0% / NK 22,5%). Giá trị âm = nhập siêu, thể hiện bằng dấu ngoặc đơn. Đơn vị: triệu USD.

Theo Section 122 của Đạo luật Thương mại Mỹ năm 1974, mức thuế 10% hiện áp dụng đối với hàng hóa nhập khẩu sẽ hết hiệu lực vào tháng 7; rủi ro thuế quan vẫn hiện hữu và cần tiếp tục theo dõi diễn biến

**USTR đề xuất áp mức thuế bổ sung 10% - 12,5% lên hàng nhập khẩu từ 60 nước**

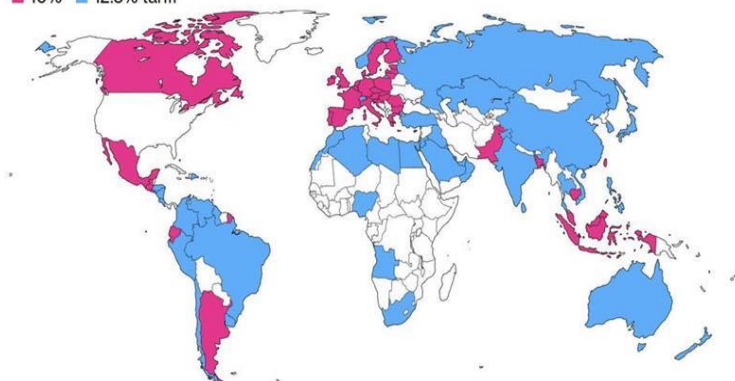
**Section 301 thế chỗ Section 122: Bước tranh thuế quan có thể ít thay đổi.**

**Ước tính thuế thay đổi với một số nền kinh tế khi Section 301 (lao động cưỡng bức) thế chỗ Section 122 (nguồn Global Trade Alert)**

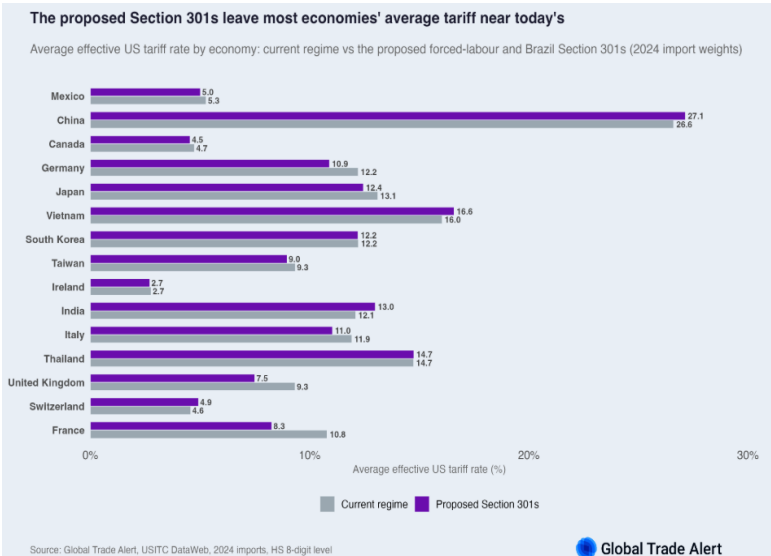
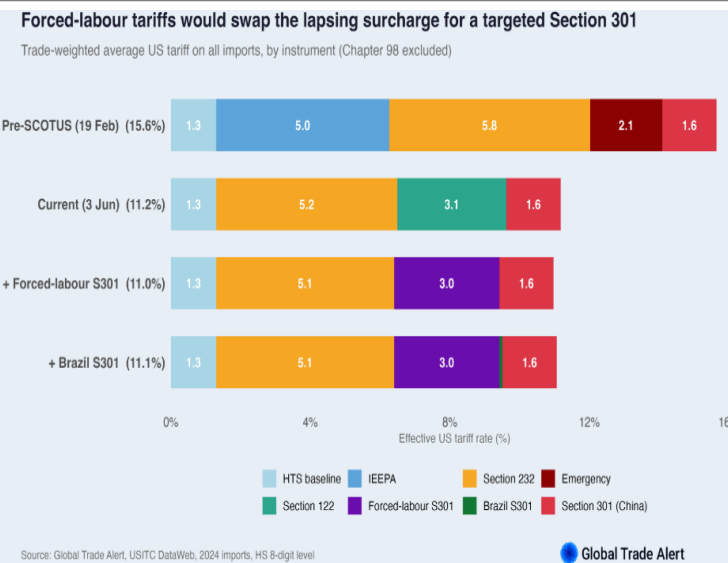
## Trump Rebuilding Tariff Wall

US proposes new levies related to forced-labor

■ 10% ■ 12.5% tariff

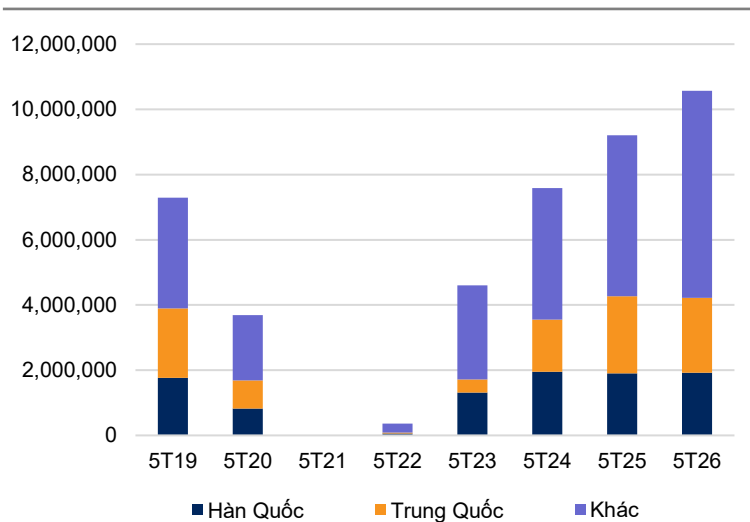


Source: Bloomberg

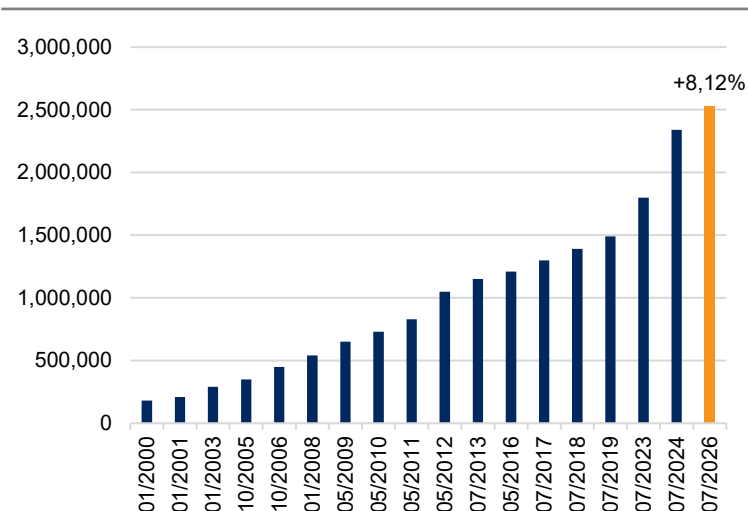


- Ngày 20/2, Mỹ áp dụng mức thuế phổ quát toàn cầu (universal tariff) 10%, thay thế các mức thuế đối ứng cao hơn trước đó, qua đó giảm thuế bổ sung đối với nhiều mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam từ 20% xuống 10%. Chính sách này mang lại sự hỗ trợ tạm thời cho hàng xuất khẩu Việt Nam trong giai đoạn từ cuối tháng 2 tới nay. Tuy nhiên, khi Section 122 hết hiệu lực vào ngày 24/7/2026, chính sách thuế của Mỹ trong nửa cuối năm 2026 sẽ trở nên khó đoán định hơn.
- Để chuẩn bị cho giai đoạn sau khi Section 122 hết hiệu lực, Văn phòng Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) vừa khuyến nghị Chính phủ Mỹ áp thuế quan mới với thuế suất dao động từ 10% đến 12,5% đối với 60 quốc gia và vùng lãnh thổ. Tuy nhiên sẽ cần thêm một phiên điều trần 07/07/2026 để có quyết định áp dụng chính thức.
- Chúng tôi nhận định mức thuế đề xuất nếu được áp dụng chính thức sẽ ít gây tác động tiêu cực tới Việt Nam. Nguyên nhân chủ yếu là các mặt hàng có tỷ trọng xuất khẩu lớn sang Mỹ, như nhóm HS 8517, 8541, 8471, 8473... (thiết bị điện, điện tử công nghệ cao), được loại trừ khỏi danh sách đánh thuế. Bên cạnh đó, mức thuế dành cho Việt Nam không chênh lệch đáng kể so với các đối thủ và mức 12,5% vẫn thấp hơn so với mức thuế đối ứng 20% trước đây theo IEEPA. Nhiều khả năng mức thuế đề xuất 10-12,5% theo Section 301 sẽ thay thế mức 10% theo Section 122 khi hết hiệu lực vào ngày 24/7/2026, qua đó giữ cho thuế hiệu dụng của Mỹ gần như không đổi. Tuy vậy, rủi ro thuế quan vẫn cần được theo dõi chặt chẽ do không loại trừ khả năng phía Mỹ áp dụng thêm biện pháp bổ sung trong thời gian tới.

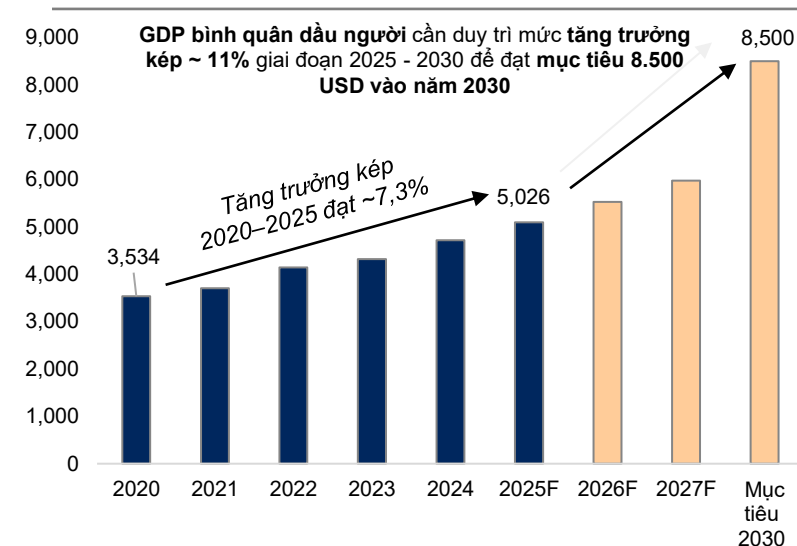
## Khách du lịch quốc tế tiếp tục tăng trưởng tích cực trong 5T26



## Chính thức tăng lương cơ sở thêm 8,12% từ ngày 1/7/2026



## GDP bình quân đầu người (USD) cải thiện và vượt ngưỡng 5.000 USD

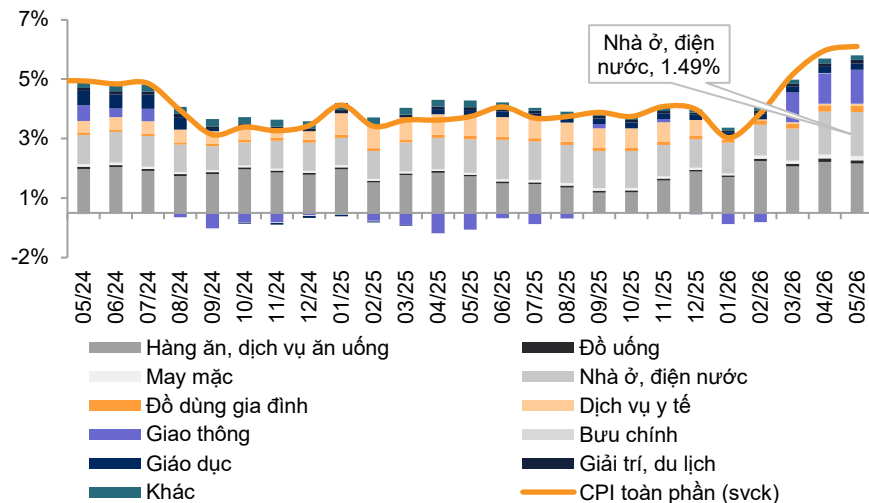


**Triển vọng tiêu dùng chưa thuận lợi trong ngắn hạn** do: (1) áp lực lạm phát đi kèm với mặt bằng lãi suất cao, (2) kiểm soát việc đóng thuế của hộ kinh doanh cá thể và (3) siết chặt kinh doanh buôn bán vỉa hè.

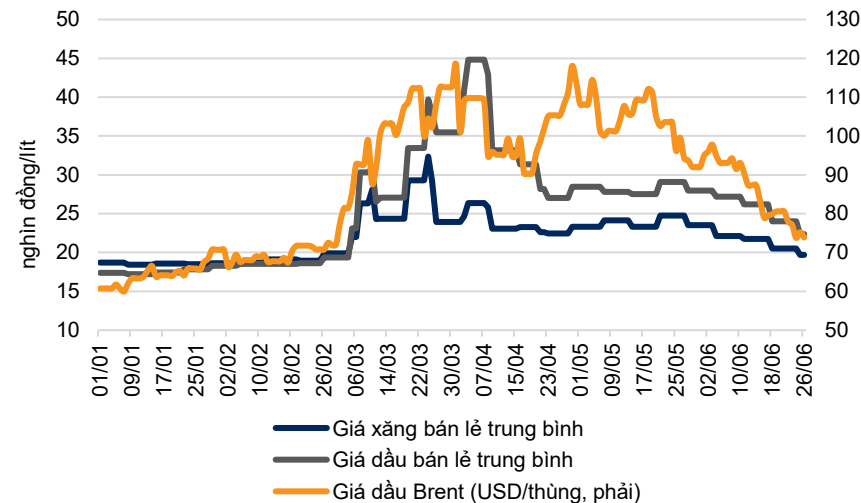
Yếu tố hỗ trợ tiêu dùng trong nửa cuối 2026 bao gồm tăng trưởng kinh tế cao giúp thu nhập cải thiện và Chính phủ tăng lương cơ sở 8% kể từ 1/7. Đồng thời một số chính sách hỗ trợ khác được thực thi:

- Về thuế trực thu: Nâng ngưỡng chịu thuế của hộ kinh doanh cá thể lên 1 tỷ đồng; đẩy sớm lộ trình tăng mức giảm trừ gia cảnh và ngưỡng chịu thuế TNCN từ ngày 1/1/2026.
- Về thuế gián thu và phí: Tiếp tục giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026; đưa thuế xăng dầu về 0% đến hết T6/26 nhằm hạ nhiệt giá cả, kiểm soát lạm phát và chúng tôi kỳ vọng Chính phủ tiếp tục gia hạn chính sách này.
- Về điều hành giá: Xem xét cẩn trọng việc tăng giá các dịch vụ công như điện, giáo dục, y tế. Nhiều khả năng sẽ lùi thời điểm tăng giá theo lộ trình để ổn định lạm phát.

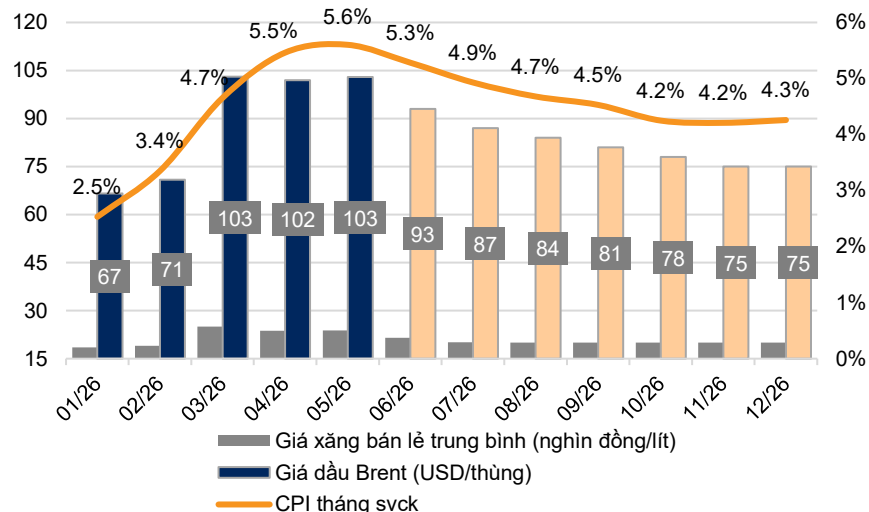
**Áp lực lạm phát lan tỏa sang nhóm hàng hóa dịch vụ tiêu dùng trong tháng 5**



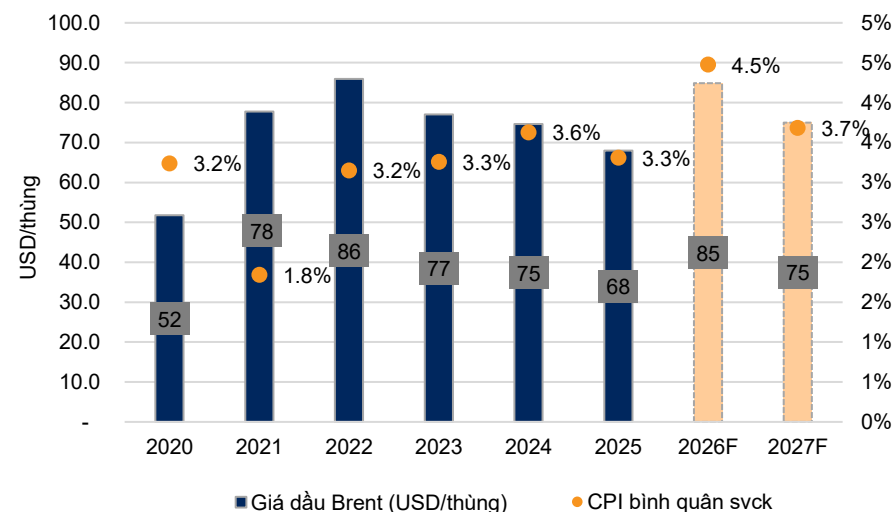
**Giá xăng trong nước đã về mức trước xung đột Mỹ - Iran**



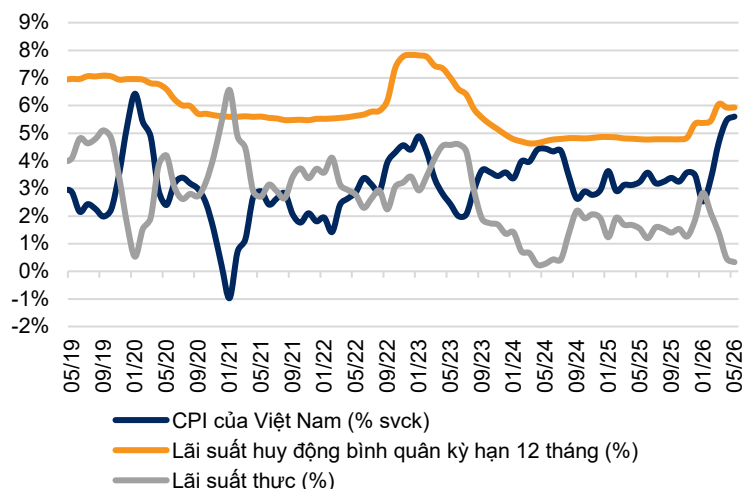
**Dù có độ trễ nhất định, việc giá xăng dầu giảm mạnh — yếu tố đầu vào quan trọng của sản xuất và logistics — sẽ giúp hạ nhiệt dần áp lực lạm phát trong nước**



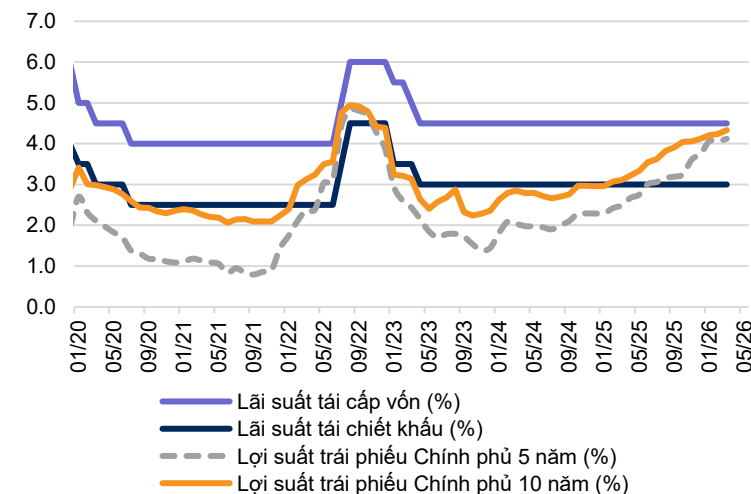
**Dự báo CPI bình quân cả năm ở mức 4,5% trong kịch bản giá dầu Brent bình quân năm ở mức 85USD/thùng**



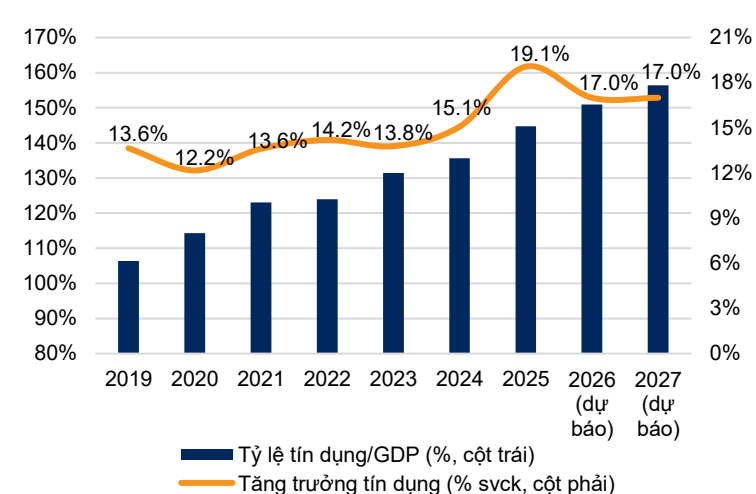
## Lạm phát tăng cao làm thu hẹp dư địa điều hành chính sách tiền tệ của NHNN



## Kỳ vọng NHNN giữ lãi suất điều hành trong nửa cuối năm nay

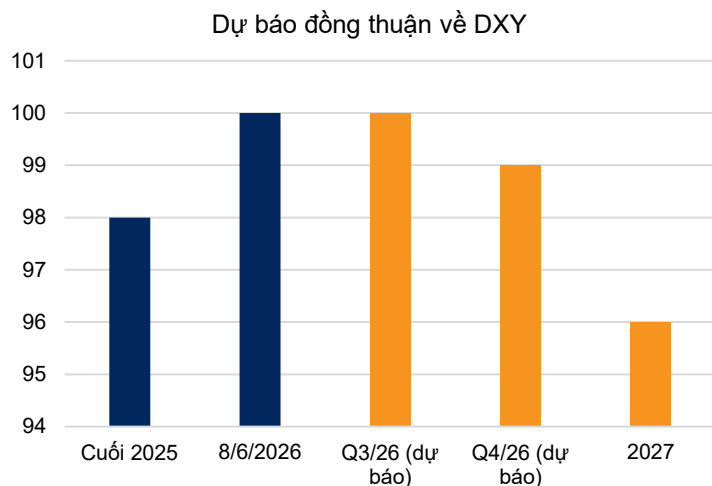


## Dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 17% năm nay, tỷ lệ tín dụng/GDP chạm mức 150%

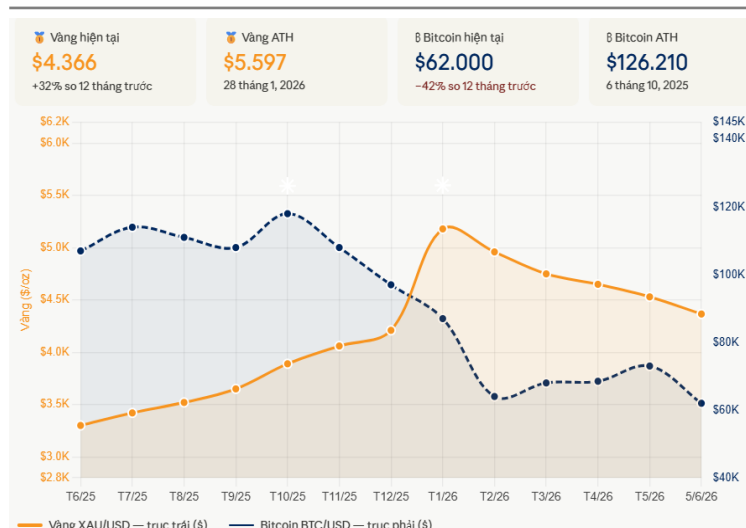


- Thời gian qua, NHNN đã triển khai nhiều giải pháp nhằm giảm lãi suất và hỗ trợ nền kinh tế, từ bơm hút vốn qua kênh OMO, hoán đổi ngoại tệ, cho phép tính 20% tiền gửi Kho bạc vào LDR, nâng tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (SMRL) đến cả biện pháp hành chính. Nhờ đó, mặt bằng lãi suất huy động có giảm nhẹ, song áp lực tăng trở lại vẫn hiện hữu khi chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động ngày càng nói rộng, trong khi tình trạng căng thẳng thanh khoản chưa được xử lý triệt để. **Trong ngắn hạn, lãi suất vẫn chịu áp lực do lạm phát và vấn đề thanh khoản còn tồn tại.**
- Chúng tôi kỳ vọng **áp lực lạm phát sẽ dần hạ nhiệt trong những tháng tới, mở ra dư địa cho NHNN trong điều hành chính sách tiền tệ.** Song song với việc nới chính sách gần đây về LDR và SMLR, NHNN có thể quyết liệt hơn trong việc triển khai đồng bộ các công cụ như OMO, hoán đổi ngoại tệ, tái cấp vốn trung dài hạn trực tiếp cho các dự án trọng điểm, và đặc biệt là kết hợp với giải pháp tài khóa như **đẩy mạnh giải ngân đầu tư công** nhằm cải thiện thanh khoản thị trường. Qua đó, mặt bằng lãi suất được kỳ vọng có thể hạ nhiệt thực chất hơn kể từ nửa cuối quý 3.
- **Về tín dụng, chúng tôi dự báo tăng trưởng cả năm đạt khoảng 17%.** NHNN sẽ tiếp tục kiểm soát dòng vốn vào các lĩnh vực rủi ro như bất động sản (do tăng trưởng nóng trong 2025), đồng thời ưu tiên vốn cho sản xuất kinh doanh và các dự án hạ tầng trọng điểm nhằm đảm bảo ổn định vĩ mô và hỗ trợ nền kinh tế thực.

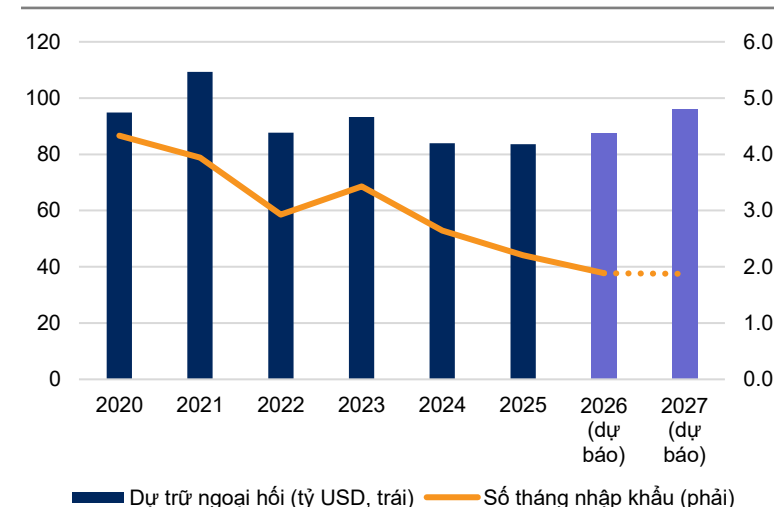
## Dự báo thị trường cập nhật cho thấy DXY có thể duy trì sức mạnh trong nửa cuối 2026 trước khi suy yếu trong 2027



## Thị trường vàng và bitcoin trầm lắng giúp giảm bớt áp lực với tỷ giá trong nước



## Dự trữ ngoại hối thu hẹp khiến dự địa can thiệp tỷ giá của NHNN hạn chế hơn

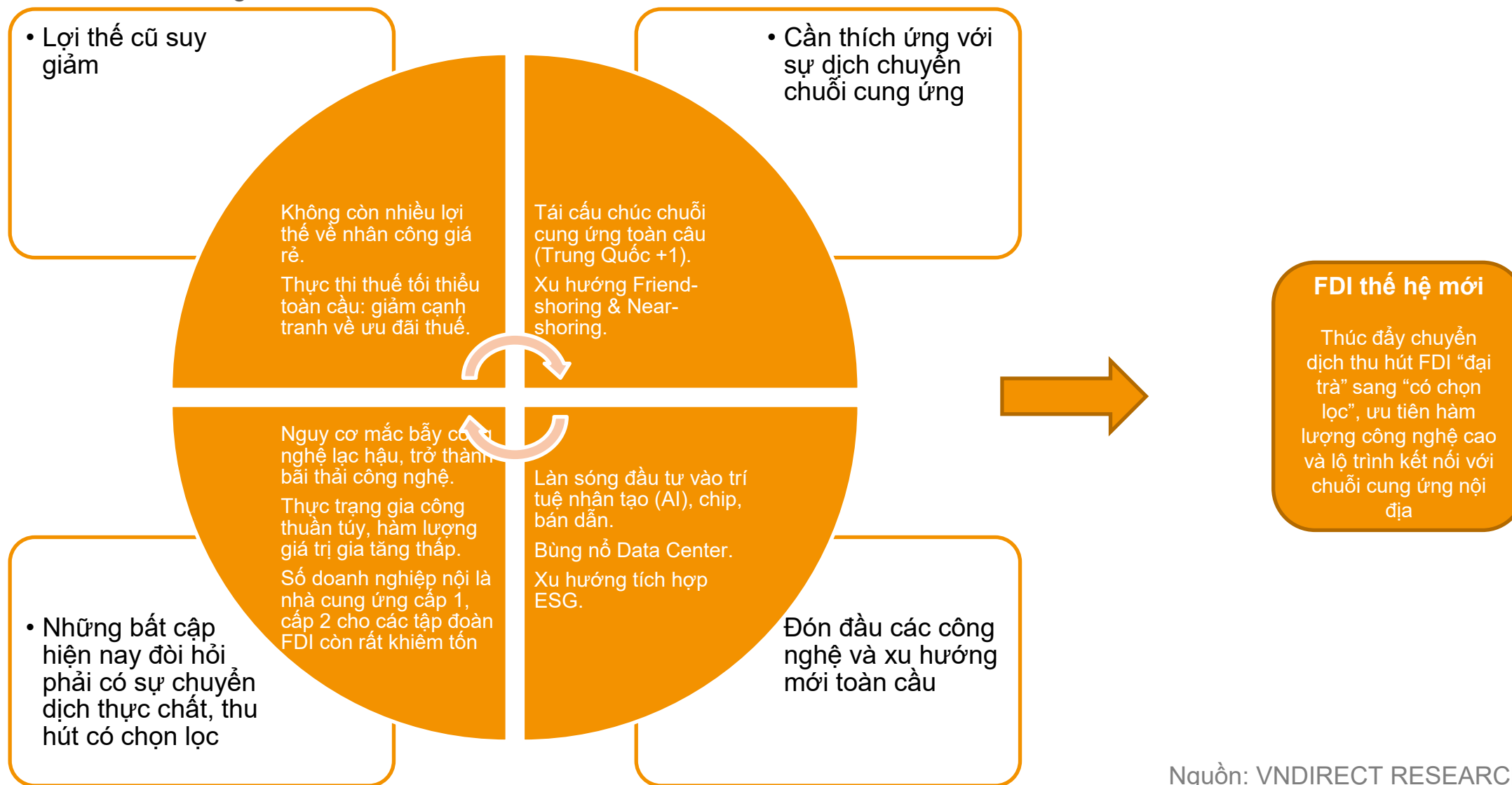


- **Tỷ giá vẫn chịu sức ép bên ngoài trong nửa cuối 2026**, chủ yếu từ rủi ro địa chính trị thúc đẩy nhu cầu trú ẩn vào USD và Fed trì hoãn giảm lãi suất. Chỉ số DXY được một số tổ chức lớn dự báo duy trì trong vùng 99-100 trong nửa cuối năm nay.
- Chiều ngược lại, yếu tố hỗ trợ ổn định tỷ giá bao gồm **nguồn cung USD có thể cải thiện** nhờ dòng vốn FDI tích cực, doanh nghiệp và ngân hàng chủ động huy động quốc tế để bổ sung nguồn vốn trong bối cảnh lãi suất trong nước tăng cao. Đồng thời, **lãi suất VND tăng giúp nới rộng chênh lệch với USD**, qua đó hạn chế đầu cơ tỷ giá. **Doanh nghiệp FDI có xu hướng giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư** và mặt bằng lãi suất VND đủ hấp dẫn, trong khi **các kênh tài sản như vàng và crypto trầm lắng**.
- Tổng thể, chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND biến động trong tầm kiểm soát, dao động khoảng 1–2% trong năm nay.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F
GDP danh nghĩa	tỷ USD	310	337	347	367	414	434	475	514	566	632
Tăng trưởng GDP thực	% svck	7,5	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	8,0	8,7	9,2
GDP bình quân đầu người	USD	3.251	3.465	3.552	3.724	4.166	4.324	4.701	5.026	5.479	6.054
Tăng trưởng XK	% svck	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,4	17,0	18,0	12,0
Tăng trưởng NK	% svck	11,8	6,9	3,7	26,7	8	-9,2	16,7	19,4	22,5	10,2
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,3	28,4	24,9	20,1	3,2	13,8
FDI thực hiện	tỷ USD	19,1	20,4	20	19,7	22,4	23,2	25,4	27,6	30,4	33,1
Tài khoản vãng lai	tỷ USD	5,8	12,2	15,1	-7,2	-1,1	25,8	28,0	33,1	13,6	25,2
Tài khoản vãng lai/GDP	% GDP	1,9	3,6	4,3	-2,0	-0,3	6,0	5,9	6,4	2,4	4,0
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	88	93	84	84	88	96
Dự trữ ngoại hối/GDP	% GDP	17,8	23,3	27,4	29,8	21,2	21,5	17,7	16,3	15,5	15,2
Dự trữ theo tháng NK	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,4	2,6	2,2	1,9	1,9
CPI (Bình quân)	% svck	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,3	4,5	3,7
Tăng trưởng tín dụng (trái, %)	% svck	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,8	15,1	19,1	17,0	17,0
Dư nợ tín dụng/GDP (phải, %)	% GDP	103	106	114	123	124	132	136	145	151	156
Tăng trưởng M2	% svck	12,4	14,8	14,7	10,7	6,2	12,5	12,3	14,0	13,0	14,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,25	6	4	4	4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
LS tiền gửi 12 tháng bình quân	%	6,9	7	5,6	5,6	5,6	4,9	4,9	5,3	6,0	6,0
Lợi suất TPCP 10 năm	%	5,1	3,4	2,4	2,1	2,1	2,2	3,0	4,0	4,7	4,5
Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng	VND/USD	23.175	23.173	23.098	22.826	22.826	24.267	25.485	26.360	26.750	27.000
Cán cân tài khóa	% GDP	2,2	2,9	2,9	3,4	3,4	3,9	2,8	2,2	3,5	4,0
Nợ công	% GDP	46	43	44	43	43	36	34	34	34	35

# Chủ đề 1: Thu hút FDI thể hệ mới & Thúc đẩy sự liên kết với doanh nghiệp nội địa

Những hạn chế của mô hình thu hút FDI truyền thống, cùng với việc các lợi thế cũ dần suy giảm, sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng toàn cầu và làn sóng công nghệ mới, đã trở thành chất xúc tác thúc đẩy Việt Nam chuyển từ cách tiếp cận FDI mang tính ‘đại trà’ sang chiến lược chọn lọc và định hướng hơn.



Tiêu chí so sánh	FDI kiểu cũ	FDI thế hệ mới
<b>Đặc điểm</b>	Khai thác tài nguyên thô, tận dụng nhân công giá rẻ và mở rộng thị trường tiêu thụ.	Tiếp cận nguồn nhân lực chất lượng cao, chuyển giao công nghệ lõi và tham gia chuỗi giá trị toàn cầu.
<b>Lĩnh vực chính</b>	Công nghiệp chế biến thô, dệt may, da giày, lắp ráp đơn giản, khai khoáng.	Công nghệ cao (bán dẫn, AI), kinh tế số, năng lượng xanh, R&D (nghiên cứu & phát triển), dịch vụ hiện đại.
<b>Lợi thế cạnh tranh của nước chủ nhà</b>	Thuế suất ưu đãi sâu, đất đai rẻ, rào cản môi trường lỏng lẻo, lương tối thiểu thấp.	Hạ tầng số đồng bộ, chính sách minh bạch dự báo được, bảo hộ sở hữu trí tuệ, nguồn nhân lực chất lượng cao, am hiểu công nghệ.
<b>Mức độ lan tỏa công nghệ</b>	Thấp. Chủ yếu là chuyển giao máy móc cũ hoặc quy trình lắp ráp ngọn, ít chia sẻ công nghệ lõi.	Cao. Thúc đẩy doanh nghiệp nội địa tham gia chuỗi cung ứng, chuyển giao tri thức và công nghệ quản trị hiện đại.
<b>Tính bền vững của dòng vốn</b>	Dễ dịch chuyển sang nước khác khi chi phí nhân công hoặc ưu đãi thuế ở nước sở tại không còn hấp dẫn.	Gắn bó lâu dài do đầu tư lớn vào hạ tầng, con người và hệ sinh thái chuỗi cung ứng tại địa phương.
<b>Tác động môi trường</b>	Nguy cơ ô nhiễm cao, tiêu tốn nhiều năng lượng và tài nguyên thiên nhiên.	Hướng tới phát triển bền vững, phát thải thấp (ESG), sử dụng năng lượng tái tạo.



## NGHỊ QUYẾT 10-NQ/TW: MỤC TIÊU PHÁT TRIỂN KINH TẾ CÓ VỐN ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI

Từ thu hút theo số lượng → phát triển nền tảng đầu tư chiến lược quốc gia, chất lượng cao

### 1 MỤC TIÊU 2030 — QUY MÔ VỐN FDI

#### GDP 2026–2030

- Vốn đăng ký **200–300 tỷ USD** (40–50 tỷ/năm); vốn thực hiện **150–200 tỷ USD** (30–40 tỷ/năm).
- **75%** vốn FDI đến từ các **nền kinh tế phát triển**, có tiềm lực công nghệ, vốn và quản trị hiện đại.
- Việt Nam thuộc **nhóm dẫn đầu ASEAN** về môi trường đầu tư kinh doanh, năng lực cạnh tranh, đổi mới sáng tạo.

### 2 MỤC TIÊU 2030 — CHẤT LƯỢNG & LAN TỎA

#### Chuỗi cung ứng

- Tỷ lệ **nội địa hóa 45–50%** trong các ngành công nghiệp chủ lực.
- Khoảng **10.000 doanh nghiệp** trong nước tham gia chuỗi cung ứng FDI, trong đó **500–1.000 nhà cung ứng cấp I**.
- Số tập đoàn **Fortune 500** tại VN tăng **30%**; có ít nhất **3 tập đoàn công nghệ** hàng đầu đặt trụ sở/R&D.
- **80%** lao động qua đào tạo · **10%** KCN sinh thái · TTCK được **MSCI nâng hạng**.

### 3 MỤC TIÊU 2045 — TẦM NHÌN DÀI HẠN

#### Đến 2045

- Khu vực FDI phát triển **hiệu quả, bền vững**, gắn kết chặt chẽ với kinh tế nhà nước & kinh tế tư nhân.
- Việt Nam thành **trung tâm sản xuất – dịch vụ – đổi mới sáng tạo – điều hành khu vực** cạnh tranh cao ở châu Á, tham gia sâu chuỗi giá trị toàn cầu.
- Thị trường vốn **hiện đại, minh bạch, an toàn**, tiệm cận thông lệ quốc tế.

~25%

tổng vốn ĐT toàn XH

~30%

đóng góp GDP

Cao

nước phát triển, thu nhập cao

### 4 CHUYỂN DỊCH CHIẾN LƯỢC CỐT LÕI

#### Tư duy mới

- Từ thu hút theo **số lượng/địa giới** → theo **cụm ngành, chuỗi giá trị, hệ sinh thái đổi mới sáng tạo**.
- Từ **ưu đãi theo đầu vào** → **hỗ trợ theo kết quả** thực hiện cam kết (chuyển giao công nghệ, nội địa hóa, đào tạo).
- Từ **quản lý hành chính** → **kiến tạo phát triển, quản trị hiện đại**; phân cấp đi đôi chuẩn hóa, hậu kiểm.
- Cơ chế **ưu đãi vượt trội** cho dự án công nghệ chiến lược; **thí điểm thể chế vượt trội** tại trung tâm tài chính quốc tế, khu thương mại tự do.

**Chuỗi tác động kỳ vọng:** Đổi mới thể chế & ưu đãi theo kết quả → FDI chất lượng cao (200–300 tỷ USD) → Lan tỏa công nghệ, nội địa hóa 45–50% → Nâng vị thế trong ASEAN & MSCI → FDI chiếm 25% vốn ĐT / 30% GDP (2045) → **Việt Nam thành nước phát triển, thu nhập cao.**

## Chính sách đồng bộ: Thúc đẩy FDI và gắn kết doanh nghiệp nội địa

### 1 ĐỘT PHÁ THỂ CHẾ & ƯU ĐÃI

- Chuyển ưu đãi **theo đầu vào** -> **gắn kết quả cam kết**; xây dựng cơ chế **hậu kiểm, thu hồi ưu đãi** nếu không thực hiện đúng.
- Hình thành cơ chế **nhà đầu tư chiến lược + quy trình đầu tư đặc biệt** cho dự án công nghệ chiến lược quy mô lớn.
- **Thí điểm thể chế vượt trội** tại Trung tâm tài chính quốc tế, khu thương mại tự do, khu công nghệ cao.
- **Không đòi hỏi bất lợi** cho doanh nghiệp (trừ quốc phòng, an ninh, môi trường theo luật).

### 3 Liên kết nội địa - nhà cung ứng

- **Chương trình quốc gia phát triển nhà cung ứng** + cơ sở dữ liệu, nền tảng kết nối doanh nghiệp trong và ngoài nước.
- Hỗ trợ doanh nghiệp Việt **liên doanh, M&A, tăng tỉ lệ góp vốn, mua công nghệ** từ doanh nghiệp FDI.
- Mục tiêu: **10.000 doanh nghiệp nội địa** tham gia chuỗi cung ứng, **500-1.000 nhà cung ứng cấp I**.
- **Tín dụng ưu đãi** cho dự án FDI xanh/ESG, **khấu hao nhanh** tài sản số & tài sản xanh.

### 2 Công nghệ chiến lược, ưu tiên mới

- Nhóm ngành cốt lõi: **chip bán dẫn, AI, dữ liệu lớn, IoT, blockchain, công nghệ sinh học, năng lượng – vật liệu mới, công nghệ xanh**.
- **Danh mục mở**, rà soát – cập nhật định kỳ theo từng giai đoạn phát triển.
- Ưu tiên cả **DN nhỏ và vừa có công nghệ lõi**, công nghệ chuyên biệt tham gia sâu chuỗi giá trị toàn cầu.
- Cơ chế **xử lý vướng mắc tập trung, nhanh, linh hoạt** cho dự án chiến lược.

### 4 Nhân lực & nhân tài

- **Cắt giảm tối đa giấy phép lao động cho chuyên gia** công nghệ cao, chuyên gia công tác ngắn ngày.
- **Cơ chế thu hút, trọng dụng** chuyên gia, nhà khoa học, người Việt Nam ở nước ngoài.
- **Địa phương được dùng ngân sách hỗ trợ** doanh nghiệp FDI **đào tạo lao động trong và ngoài nước**.
- Khuyến khích lan tỏa nhân sự, người từng làm tại doanh nghiệp FDI lập doanh nghiệp mới, dự án đổi mới sáng tạo

### 5 Quản trị số & thị trường vốn

- **Cổng một cửa đầu tư quốc gia**: số hóa toàn trình, liên thông dữ liệu, “khai một lần – dùng nhiều lần”.
- **Bộ tiêu chí đánh giá hiệu quả FDI** áp dụng cho cả Trung Ương và địa phương
- **Đẩy nhanh nâng hạng MSCI**; **thí điểm có kiểm soát sàn giao dịch tài khoản mã hóa**.
- Tăng cường **chống chuyển giá**; xác minh nguồn vốn & chủ sở hữu hưởng lợi cuối cùng.

# Giải pháp đồng bộ thu hút FDI “thế hệ mới” sẽ thúc đẩy sự phát triển của nhiều ngành kinh tế

- **Tăng capex đầu tư vào nguồn và lưới điện.** Hạ tầng kỹ thuật, lưới điện ổn định là yếu tố bắt buộc để thu hút các ngành công nghệ cao (Chip, Bán dẫn, Data Center).
- **Chuyển dịch sang năng lượng xanh.** Nhiều dự án FDI thế hệ mới ưu tiên sử dụng năng lượng tái tạo hoặc năng lượng sạch (LNG) để đạt chứng chỉ xanh.
- **Cơ chế DPPA (Mua bán điện trực tiếp):** giúp DN dễ dàng tiếp cận năng lượng tái tạo, đạt chứng chỉ xanh toàn cầu.

- **Đón đầu xu hướng:** Nhu cầu thuê đất công nghiệp gia tăng từ làn sóng FDI thế hệ mới và xu hướng kết nối khối FDI và DN phụ trợ nội địa.
- **Dịch chuyển quỹ đất:** Các doanh nghiệp có sẵn quỹ đất sạch lớn, vị trí chiến lược (Hải Phòng, Bắc Ninh, Bình Dương, Vũng Tàu) và **đạt tiêu chuẩn KCN Xanh/Sinh thái** sẽ là thời nam châm hút dòng vốn dịch chuyển.



- **Hấp thụ công nghệ nguồn.** Hợp tác quốc tế và cơ chế thúc đẩy giúp DN nội địa nhận chuyển giao công nghệ trực tiếp từ các "đại bàng" FDI.
- **Bộ phận R&D và Nhân lực:** Quỹ hỗ trợ tài chính (Nghị định 182) và Đề án 50.000 kỹ sư bán dẫn/AI tạo nguồn cung nhân lực chất lượng cao, giảm chi phí đầu tư cho doanh nghiệp.
- **Hưởng lợi từ nền kinh tế tăng capex đầu tư** vào phát triển hạ tầng số, các trung tâm dữ liệu quy mô lớn (Data center).

- **Gia tăng giá trị chuỗi cung ứng:** Hàng hóa công nghệ cao đòi hỏi hệ thống logistics hàng không và cảng biển nước sâu cực kỳ chuyên nghiệp và nhanh chóng.
- **Định hướng "Kinh tế tuần hoàn" thúc đẩy nhu cầu logistics xanh** (giảm phát thải trong vận tải).
- **Đề án kéo giảm chi phí logistics** giúp giảm chi phí, nâng cao năng lực cạnh tranh của chuỗi cung ứng logistics trong nước.

## Chính sách tháo gỡ & thúc đẩy đầu tư hạ tầng

### 1 Cơ chế PPP / BT

#### ➤ NQ 16/2026/NQ – CP

Ban hành **7/4/2026**: tháo gỡ khó khăn, vướng mắc cho các **dự án BT chuyên tiếp**, xử lý dứt điểm tồn tại lịch sử, củng cố niềm tin của nhà đầu tư hạ tầng

➤ **Bổ sung quỹ đất chuyên đổi** cho doanh nghiệp – phần lớn dự án theo mô hình BT (đổi đất lấy hạ tầng)

➤ Lấy ý kiến ban hành **cơ chế riêng cho trái phiếu hạ tầng (PPP)** nhằm khơi thông dòng vốn dài hạn

### 3 Gói tín dụng ưu đãi hạ tầng

#### ➤ 500.000 tỷ đồng

Cho dự án **điện, giao thông, công nghệ chiến lược, 23 NHTM tham gia**, đến hết năm 2030.

➤ Lãi suất ưu đãi **thấp hơn 1-1,5%** so với lãi suất cho vay bình quân cùng kỳ hạn.

➤ **2025-2026: ~100.000 tỷ đồng (20% quy mô)**, 2027-2030: phần còn lại. Ưu đãi tối thiểu 2 năm/lần giải ngân.

### 2 Phân quyền và thủ tục đặc thù

➤ **Cho phép khu vực tư nhân cùng tham gia**, linh hoạt huy động vốn ngoài ngân sách

#### ➤ Trao quyền

Ủy ban thường vụ Quốc hội quyết định **cơ chế đặc thù cho dự án trọng điểm** – rút ngắn quy trình

**Tách bồi thường, tái định cư & di dời công trình điện >=110kV thành tiểu dự án độc lập**; cho phép **điều chỉnh chính sách trước**, báo cáo Quốc hội sau

### 4 Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công

➤ **Công văn 401/ TTg-KTTH** *Mục tiêu giải ngân ít nhất 95% kế hoạch vốn 2026* Ban hành ngày **13/4/2026**; **tăng trách nhiệm giải trình** (cá thể hóa, kế hoạch theo tuần/tháng/quý), **điều chuyển vốn sang nơi giải ngân tốt, thưởng – phạt rõ ràng** (khen thưởng đơn vị làm tốt, thay cán bộ yếu kém).

➤ Các địa phương **tập trung giải phóng mặt bằng, bồi thường, hỗ trợ, tái định cư hiệu quả & phù hợp**; **bảo đảm nguồn vật liệu xây dựng**; **đẩy nhanh tiến độ thực hiện công trình**

#### ➤ NQ 27/2026/QH16

**Kế hoạch đầu tư công trung hạn 2026-2030** được Quốc hội thông qua **cuối T4/26** tạo khung pháp lý vững chắc cho các dự án triển khai.

Hà Nội đang triển khai giải phóng mặt bằng quy mô lớn cho 1.428 dự án, mở đường tái cấu trúc không gian đô thị (hình ảnh giải phóng mặt bằng vành đai 1)



**Nghị quyết 09-NQ/TW của Bộ Chính trị yêu cầu TP.HCM phải đột phá hạ tầng, hoàn thành khoảng 200km metro vào năm 2030.** Hiện thành phố mới đưa vào vận hành 20km

TP.HCM DỰ KIẾN KHỞI CÔNG THÊM 4 DỰ ÁN METRO TRONG NỬA CUỐI NĂM 2026

Dự án	Chiều dài (km)	Tổng vốn ĐT (tỷ đồng)	Khởi công → Hoàn thành
<b>H2/2026   4 DỰ ÁN MỚI — DỰ KIẾN KHỞI CÔNG NỬA CUỐI NĂM 2026</b>			
Đường sắt Thủ Thiêm – Long Thành	48	175.000	T6/2026 → 2030
Tuyến metro số 6 giai đoạn 1	22,8	86.529	T12/2026 → 2030
Tuyến metro số 1 đoạn Bình Dương – Suối Tiên	32,8	55.000	T12/2026 → 2030
Tuyến metro số 2 đoạn Thủ Dầu Một – Tao Đàn	35	N/A	T12/2026 → 2030
<b>ĐÃ KHỞI CÔNG   CÁC TUYẾN KHỞI CÔNG TRƯỚC H2/2026 — ĐỂ THAM CHIẾU</b>			
Metro số 2 đoạn Bến Thành – Thủ Thiêm	6,2	36.744	T4/2026 → 2030
Metro số 2 đoạn Bến Thành – Tham Lương	11,3	55.179	T1/2026 → 2030
Đường sắt Bến Thành – Cần Giờ	54	102.430	T12/2025 → 2028
<b>TỔNG CỘNG — 7 dự án</b>	<b>210,1</b>	<b>566.402+</b>	<b>2025 → 2030</b>

■ 4 dự án mới — H2/2026   
 ■ Đã khởi công trước đó   
 ■ Tổng kết

\* Vốn đầu tư tính bằng tỷ đồng. Metro số 2 Thủ Dầu Một – Tao Đàn chưa có tổng mức đầu tư chính thức. Nguồn: UBND TP.HCM - Sở Xây dựng - MAUR - T6/2026.

**TP.HCM dự kiến khởi công 10 dự án trọng điểm với tổng mức đầu tư 381.000 tỷ đồng trước ngày 2/7**

10 DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM TP.HCM KHỞI CÔNG TRƯỚC NGÀY 2/7/2026

Chào mừng 50 năm Ngày TP Sài Gòn – Gia Định mang tên Chủ tịch Hồ Chí Minh (2/7/1976 – 2/7/2026) · Tổng vốn: 381.326,9 tỷ đồng ≈ 14,4 tỷ USD

Dự án	Quy mô	Tổng vốn ĐT (tỷ đồng)	Hình thức → Thực hiện
<b>GIAO THÔNG   6 DỰ ÁN HẠ TẦNG GIAO THÔNG TRỌNG ĐIỂM</b>			
1 Đường sắt Thủ Thiêm – Long Thành	41,8 km 19 ga	175.000	BT 2026 → 2030
2 Cầu hầm vượt biển Cần Giờ – Bà Rịa Vũng Tàu	14,06 km 6 làn xe	92.663	BT 2026 → 2029
3 Cao tốc đô thị Hồ Tràm – Cảng HKQT Long Thành	42 km 6 làn cao tốc	51.516	BT 2026 → 2029
4 Đường liên cảng Cát Lái – Phú Hữu và nút giao Vành đai 3	5,9 km rộng 60m	8.782	ĐT C 2026 → 2028
5 Cầu Thủ Thiêm 4	2,16 km 8 làn xe	5.063,6	ĐT C 2026 → 2028
6 Cầu đường Bình Tiên (Phạm Văn Chí – Nguyễn Văn Linh)	3,2 km 30–40m	6.275	ĐT C 2026 → 2028
<b>VĂN HÓA / ĐÔ THỊ   1 DỰ ÁN CHÍNH TRANG ĐÔ THỊ VEN SÔNG</b>			
7 Công viên văn hóa Bến Nhà Rồng – Khánh Hội và cây xanh ven sông Sài Gòn	153,5 ha 5 phần khu	30.000	BT 2026 → 2029
<b>MÔI TRƯỜNG &amp; NHÀ Ở XÃ HỘI   3 DỰ ÁN (BÌNH DƯƠNG)</b>			
8 Cải thiện môi trường nước khu vực Bình Dương	60.000 m <sup>2</sup> /ngày	7.211,8	WB + NS 2026 → ...
9 NOXH Khu 3 & Khu 4 Định Hòa (Chánh Hiệp, Bình Dương)	3,52 ha 20 tầng	3.226,3	ĐT trực tiếp 2026 → 2027
10 NOXH Khu 2 & Khu 7 Việt Sing (An Phú, Bình Dương)	—	~1.589	—
<b>TỔNG CỘNG — 10 dự án</b>	—	<b>381.326,9</b>	<b>≈ 14,4 tỷ USD</b>

■ Giao thông (6 DA - 339.300 tỷ)   
 ■ Văn hóa/Đô thị (1 DA - 30.000 tỷ)   
 ■ Môi trường & NOXH (3 DA - 12.027 tỷ)

ĐT C = Đầu tư công - BT = Xây dựng - Chuyển giao - WB = Vốn vay World Bank - NOXH = Nhà ở xã hội - NS = Ngân sách TP.

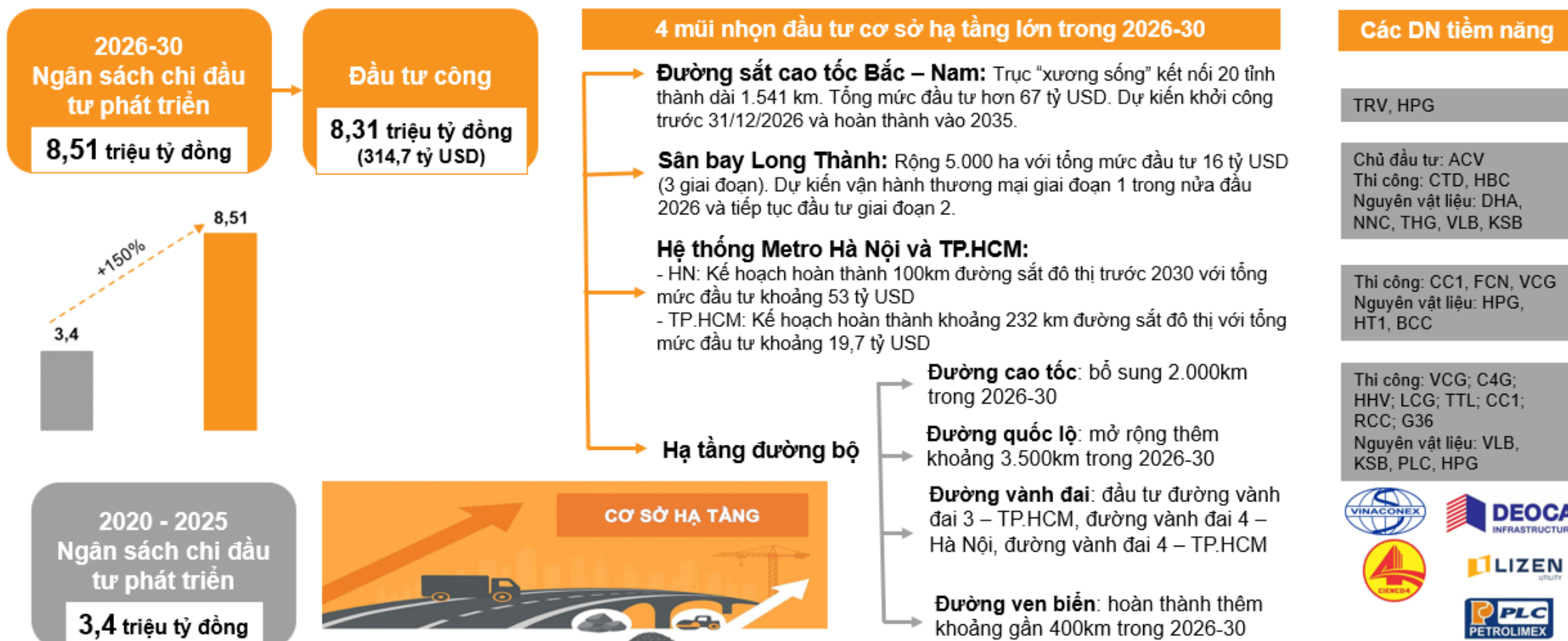
DA số 8–10 thuộc địa bàn Bình Dương, nằm trong chương trình hợp tác giữa TP.HCM và Bình Dương.

Nguồn: Sở Xây dựng TP.HCM · Báo Pháp Luật TP.HCM · CafeF · 4-6/8/2026.

Việc TP.HCM đồng loạt khởi công các dự án hạ tầng quy mô lớn trong nửa cuối năm 2026 sẽ là cú hích thúc đẩy tăng trưởng của thành phố

Chu kỳ đầu tư hạ tầng mạnh mẽ trong 2026-2030 sẽ củng cố bức tranh kinh doanh của doanh nghiệp trong các ngành nghề liên quan

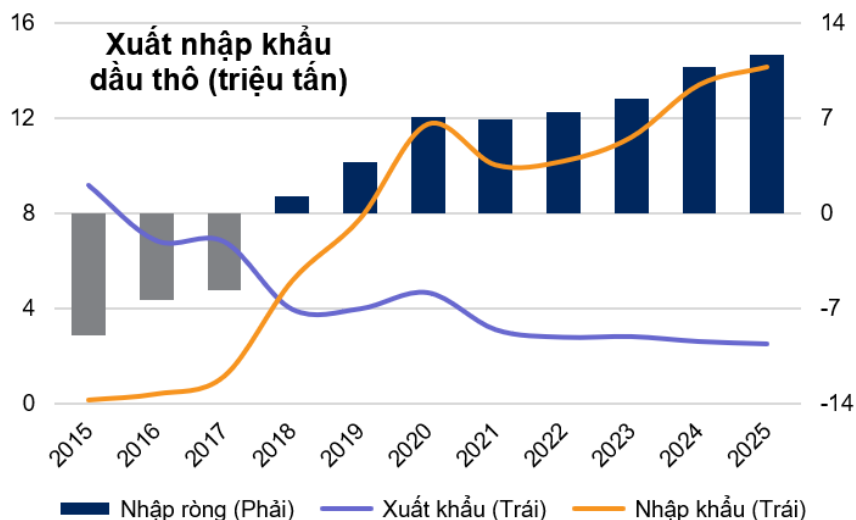
## Sơ lược chiến lược phát triển cơ sở hạ tầng Việt Nam giai đoạn 2026-2030



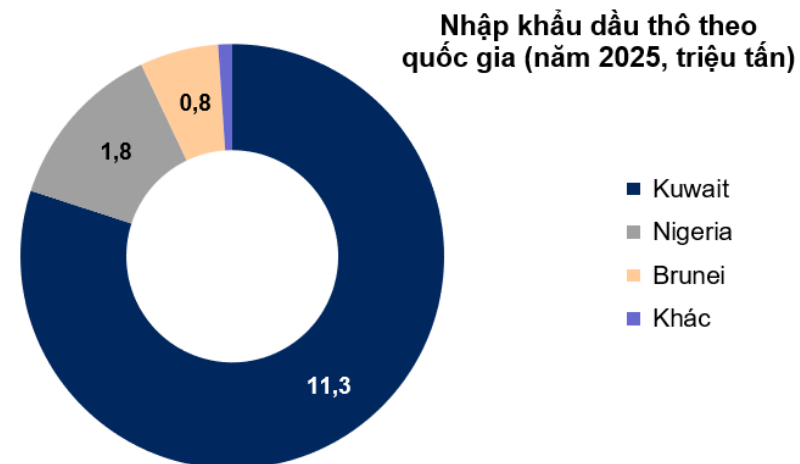
# Chủ đề 3: Rủi ro nguồn cung thúc đẩy chu kỳ đầu tư ngành dầu khí

Việt Nam hiện đang phụ thuộc nhiều vào nguồn cung nhiên liệu nhập khẩu, đặc biệt là nguồn cung đến từ khu vực vùng Vịnh

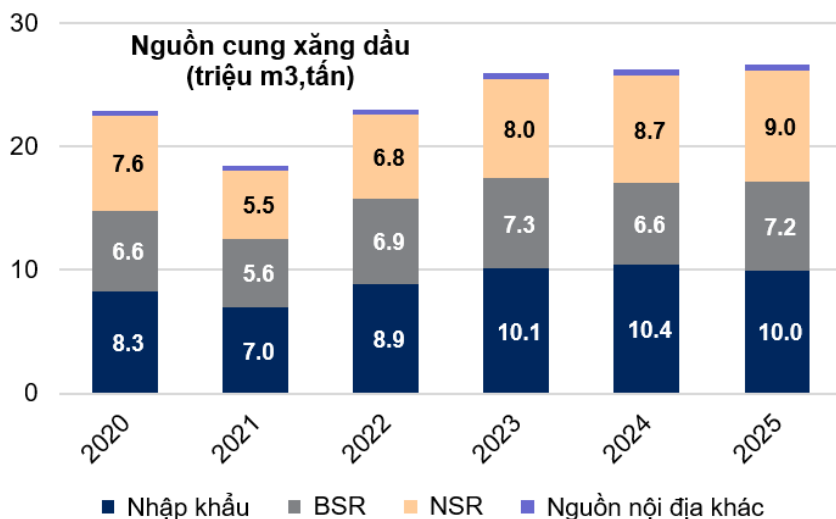
Kể từ năm 2018, Việt Nam ngày càng phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu dầu thô



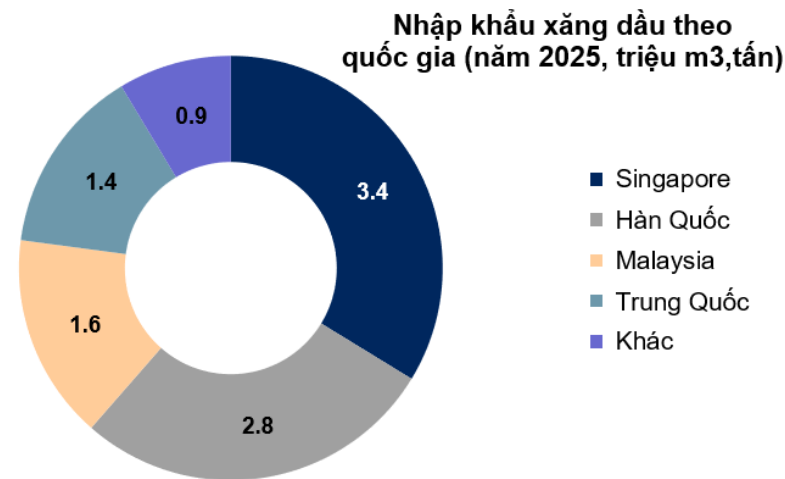
Trong đó, phần lớn dầu thô có xuất xứ từ khu vực Trung Đông (Kuwait)



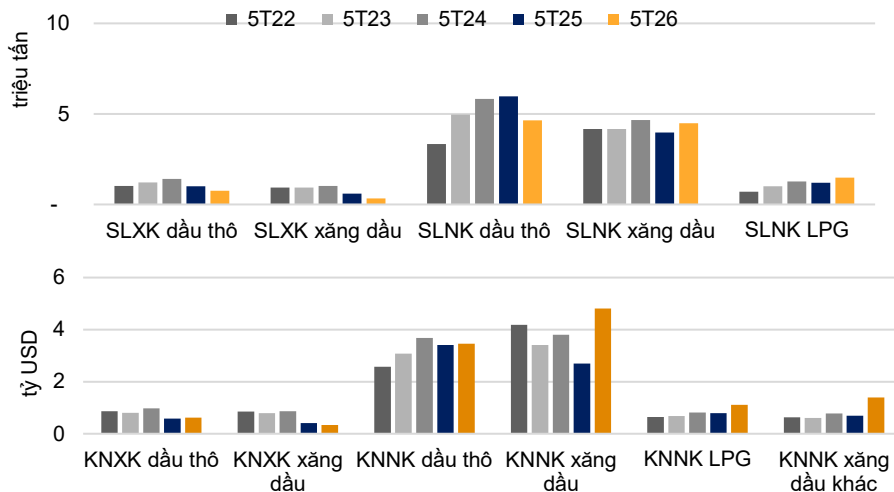
Các nhà máy trong nước đáp ứng được 60-65% nguồn cung, nhưng trong đó NSR lại phụ thuộc vào dầu thô nhập khẩu



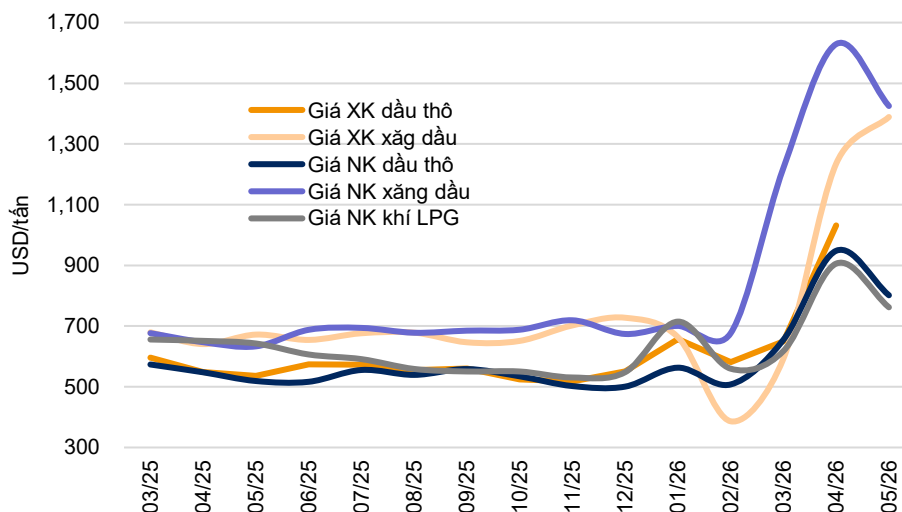
Việt Nam nhập khẩu xăng dầu thành phẩm chủ yếu từ các quốc gia trong khu vực



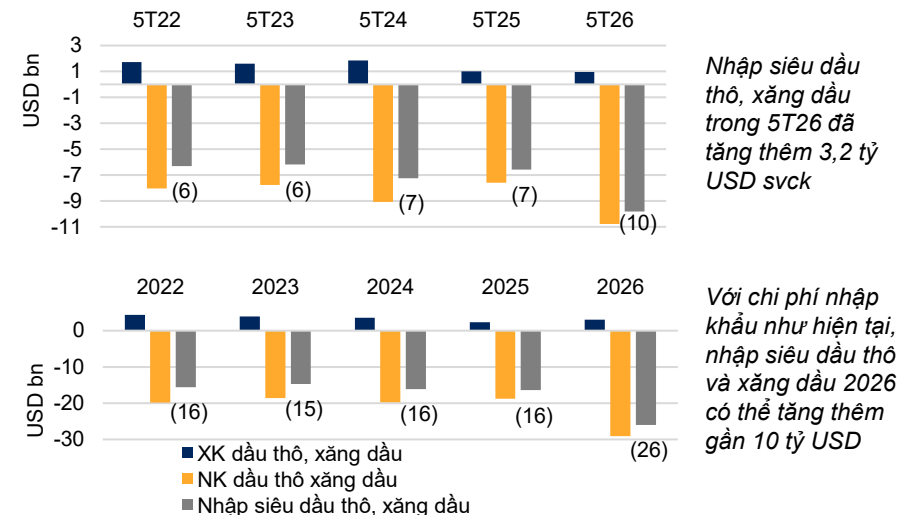
**Nhập khẩu dầu thô giảm mạnh, bù đắp bằng nhập khẩu xăng dầu thành phẩm tăng mạnh**



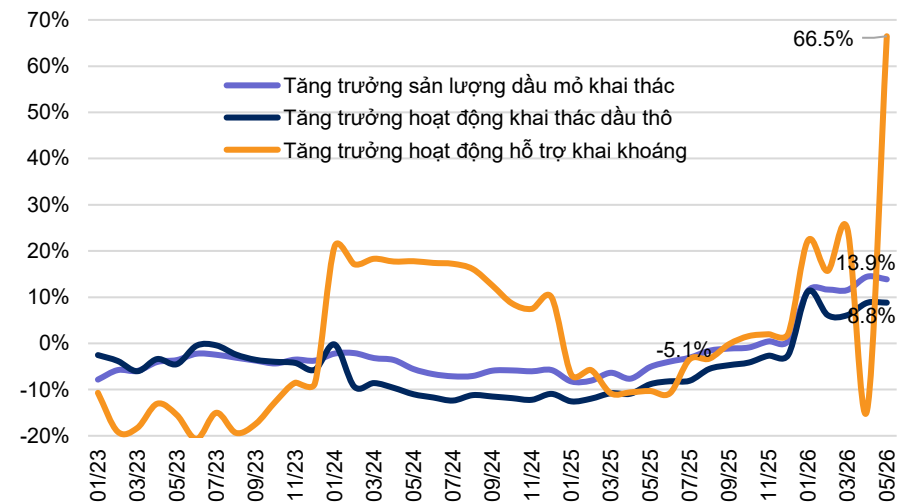
**Giá nhập khẩu xăng dầu và dầu thô leo thang**



**Chi phí nhiên liệu gia tăng khiến nhập siêu dầu thô và xăng dầu 2026 mở rộng**

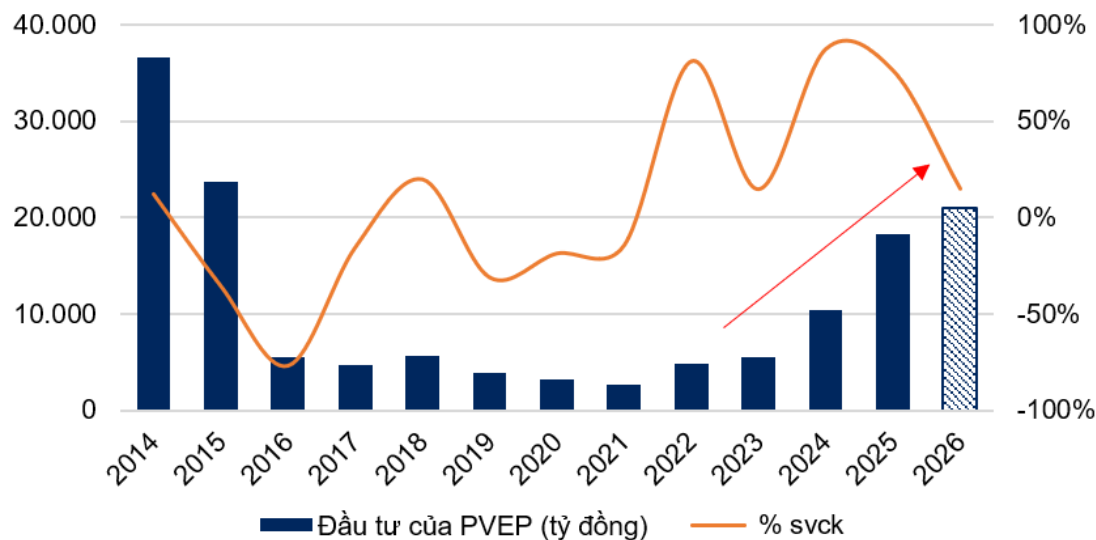


**Nhu cầu khai thác dầu thô gia tăng**



Việt Nam đã đẩy mạnh đầu tư vào thượng nguồn, đi cùng với việc cải cách thể chế trong lĩnh vực năng lượng kể từ năm 2022

## Đầu tư thượng nguồn tăng tốc kể từ sau đại dịch, và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026



## Chính phủ cũng rất tích cực trong việc cải cách thể chế, trong đó nhấn mạnh tầm quan trọng của nguồn cung dầu khí nội địa

2026-27E	Luật dầu khí sửa đổi	- Đơn giản hóa và rút ngắn thủ tục phê duyệt. - Trao thêm quyền cho PetroVietnam. - Cơ chế ưu đãi cho các mỏ cận biên và Hỗ trợ phát triển các dự án theo chuỗi đồng bộ
2026	Quy hoạch NLQG đến 2030 (điều chỉnh)	- Đẩy mạnh thăm dò - tối đa hóa khai thác để làm chậm đà suy giảm cung trong nước. - Nâng cao năng lực dự trữ năng lượng quốc gia và hạ tầng lọc hóa dầu.
2025	Chiến lược phát triển Petrovietnam đến 2030	PVN định hướng ưu tiên upstream: tăng trữ lượng, khai thác mỏ mới, đẩy mạnh khí & dầu - tạo thanh khoản và ổn định nguồn cung dài hạn.
2025	Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP	- Giúp PVN chủ động hơn trong triển khai các hoạt động dầu khí. - Dự kiến rút ngắn thời gian cho mỗi vòng thẩm định/phê duyệt. - Tạo điều kiện khơi thông tiến độ, giảm điểm nghẽn hành chính.
2024 / 2025	QHĐ 8 (điều chỉnh)	- Điện khí (khí nội địa + LNG) đóng vai trò nguồn điện nền quan trọng. - Ưu tiên khai thác tối đa nguồn điện khí nội địa, nâng cao năng lực nhập khẩu LNG cho phát điện.
2022	Luật dầu khí	Tăng nguồn cung tiềm năng nhờ khuyến khích thăm dò – phát triển mỏ nhỏ, cận biên, cho phép cơ chế PSC linh hoạt

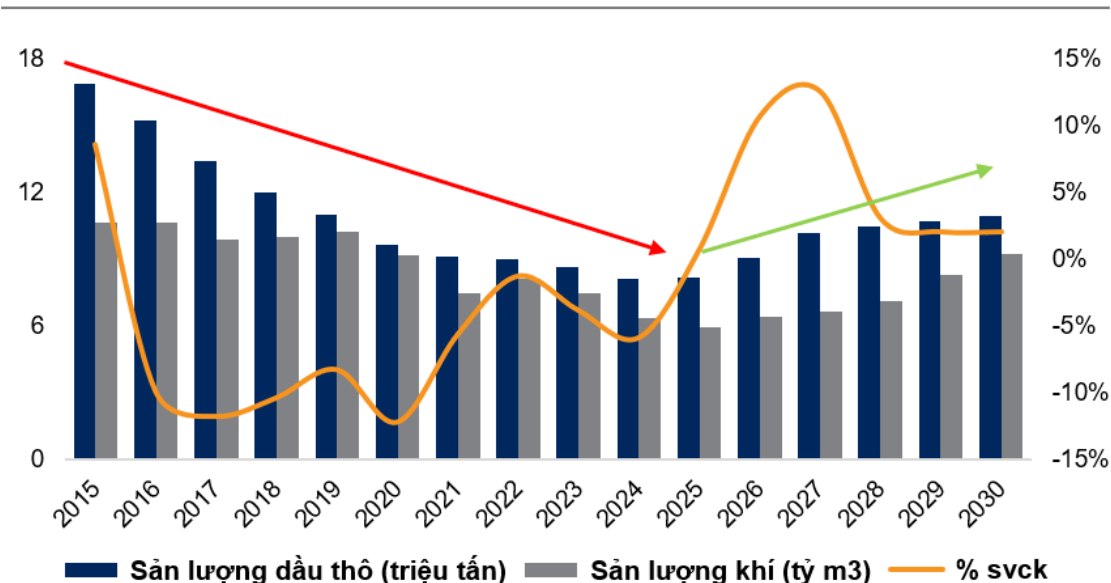
- Kể từ sau dịch Covid-19 năm 2021, PVEP (doanh nghiệp thượng nguồn của PetroVietnam) đã đẩy mạnh trở lại hoạt động đầu tư thượng nguồn, trong đó ghi nhận sự bùng nổ đầu tư trong năm 2024-25. **Tổng giá trị đầu tư giai đoạn 2022-25 cao hơn 2,6 lần so với giai đoạn trước**, là tiền đề quan trọng để hoạt động thượng nguồn tại Việt Nam bước vào giai đoạn cao điểm 2026-27.
- Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá cao **những nỗ lực của cơ quan quản lý trong việc cải cách khung pháp lý**. Hàng loạt văn bản mới như Luật Dầu khí 2023, Chiến lược năng lượng quốc gia và Nghị quyết 66 cho các dự án trọng điểm – đã góp phần tháo gỡ các điểm nghẽn, rút ngắn phê duyệt và giảm rủi ro triển khai. góp phần tái thúc đẩy đầu tư vào hoạt động dầu khí nói chung và hoạt động thượng nguồn nói riêng.
- Môi trường giá dầu cao, cải cách thể chế và tầm quan trọng của tự chủ nguồn cung năng lượng hứa hẹn sẽ **tiếp tục thúc đẩy đầu tư vào thượng nguồn** trong những năm tới.

2026-27 sẽ là giai đoạn cao điểm trong chu kỳ đầu tư thượng nguồn với việc các dự án lớn như Lô B, Lạc Đà Vàng đi vào khai thác

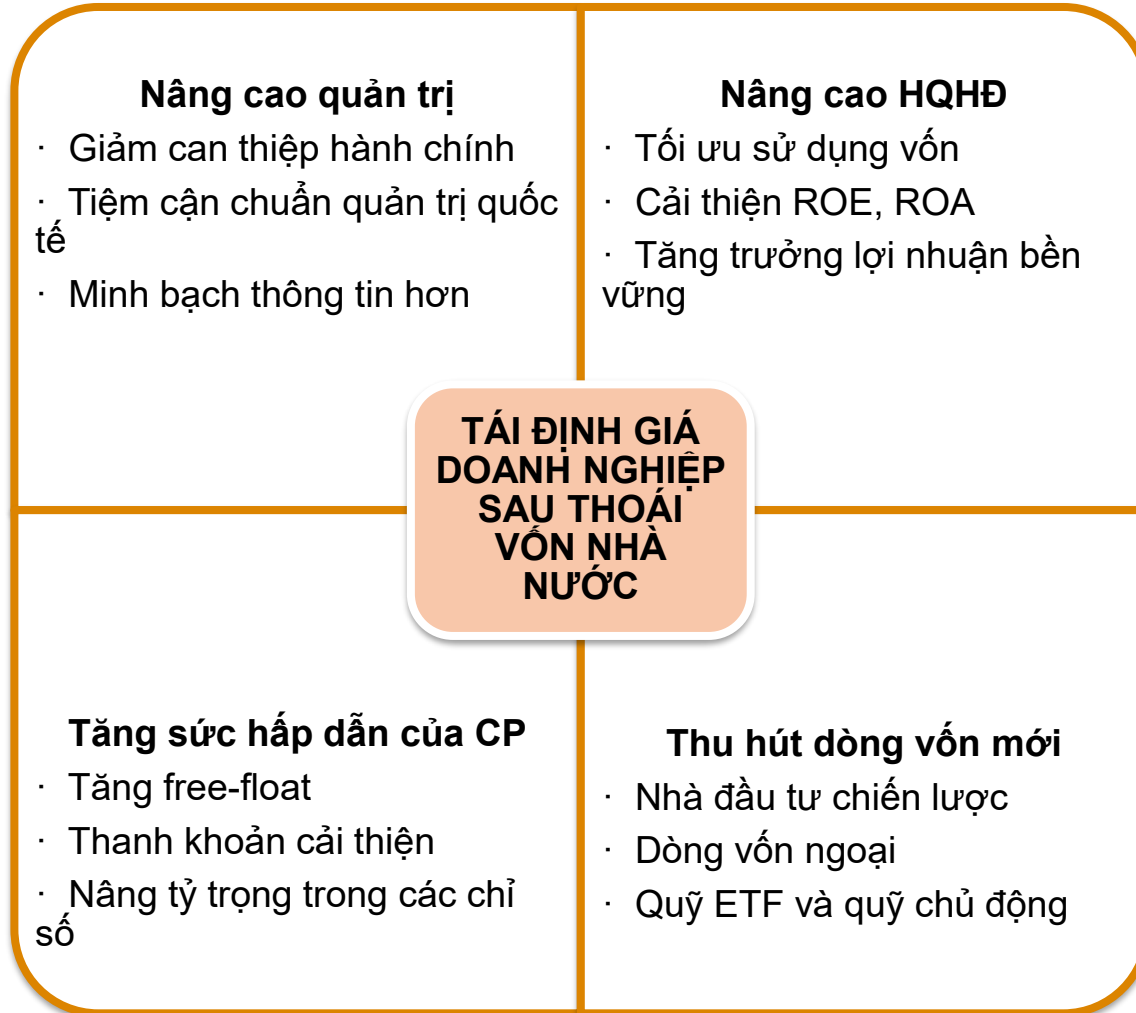
## 2026-27 sẽ là giai đoạn cao điểm trước khi đi vào khai thác của các dự án lớn như Lạc Đà Vàng và Lô B

Dự án	Capex (tr.USD)	Thời gian triển khai					
		2023	2024	2025	2026	2027	2028
Đại Hùng pha 3	112	[Bar chart showing activity from 2023 to 2025]					
Kinh Ngư Trắng	650	[Bar chart showing activity from 2023 to 2025]					
Lô B	6.700		[Bar chart showing activity from 2024 to 2027]				
Lạc Đà Vàng	693		[Bar chart showing activity from 2024 to 2026]				
Thiên Nga - Hải Âu	349			[Bar chart showing activity from 2025 to 2027]			
Sử Tử Trắng 2B	1.100				[Bar chart showing activity from 2026 to 2028]		
Khánh Mỹ - Đầm Dơi	395				[Bar chart showing activity from 2026 to 2027]		
Nam Du - U Minh	N/A				[Bar chart showing activity from 2027 to 2028]		

## Sản lượng khai thác dầu khí sẽ đảo chiều và tăng trưởng trở lại từ năm 2026



- **2026-27 dự kiến sẽ là giai đoạn cao điểm của chu kỳ thượng nguồn** lần này, với việc đi vào khai thác của các dự án trọng điểm như Lạc Đà Vàng (dầu, từ cuối 2026), và Lô B (khí, từ 2H27). Ngoài ra, một số dự án mới cũng vừa được khởi công trong năm nay như Sử Tử Trắng 2B, Khánh Mỹ - Đầm Dơi, với kỳ vọng sẽ đóng góp vào sản lượng từ cuối 2027-2028.
- Theo đó, chúng tôi kỳ vọng **sản lượng dầu khí nội địa sẽ quay lại chu kỳ tăng trưởng từ năm 2026** sau nhiều năm sụt giảm liên tục, trong đó sản lượng dầu thô đạt tăng trưởng kép 11,6% trong năm 2026-27 nhờ đóng góp sản lượng từ các dự án đã và sắp hoàn thành như Đại Hùng pha 3, Kinh Ngư Trắng và Lạc Đà Vàng. Sản lượng khí cũng kỳ vọng bước vào pha phục hồi nhờ nhu cầu điện khí phục hồi trước khi tăng trưởng từ năm 2028-29 khi chuỗi dự án Lô B đi vào vận hành ổn định.



## Chính phủ đẩy mạnh cơ cấu lại DNNN giai đoạn 2026-2030

Theo định hướng cơ cấu lại doanh nghiệp Nhà nước giai đoạn 2026-2030, Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh phân loại doanh nghiệp theo mức độ cần nắm giữ vốn, qua đó mở rộng dư địa cho hoạt động thoái vốn và cổ phần hóa tại nhiều doanh nghiệp quy mô lớn. Trọng tâm của giai đoạn mới không chỉ là giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước mà còn hướng tới nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, cải thiện quản trị doanh nghiệp và thúc đẩy hoạt động theo cơ chế thị trường.

Quá trình này được kỳ vọng tạo ra cơ hội đầu tư đáng chú ý tại các doanh nghiệp có kế hoạch thoái vốn rõ ràng. Việc giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước thường đi kèm với sự cải thiện về quản trị, gia tăng free-float, nâng cao hiệu quả hoạt động và thu hút dòng vốn chiến lược, qua đó trở thành động lực quan trọng cho quá trình tái định giá doanh nghiệp. Đặc biệt, các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất giá trị, vị thế đầu ngành hoặc còn nhiều dư địa tối ưu hóa hoạt động có thể là nhóm hưởng lợi lớn nhất từ làn sóng thoái vốn trong giai đoạn tới.

# Danh sách doanh nghiệp tiềm năng hưởng lợi từ câu chuyện thoái vốn Nhà nước giai đoạn 2026-2030

Mã CP	Tỷ lệ sở hữu Nhà nước	Động lực thoái vốn	Luận điểm chính
NTP	37,1%	SCIC thoái vốn	SCIC còn sở hữu tỷ lệ lớn, khả năng thoái vốn có thể giúp tăng free-float và thu hút NĐT chiến lược
VGC	38,6%	Bộ Xây Dựng thoái vốn	Sở hữu quỹ KCN và BĐS lớn, khả năng thoái vốn có thể giúp tái định giá DN
BVH	65,0%	Giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước	Quá trình thoái vốn mở ra cơ hội thu hút cổ đông chiến lược và tái định giá DN
PLX	77,3%	Giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước	Quá trình thoái vốn mở ra cơ hội thu hút cổ đông chiến lược và tái định giá DN
GAS	95,8%	Giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước	thoái vốn có thể giúp tái định giá DN
BSR	97,5%	Giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước	thoái vốn có thể giúp tái định giá DN
GVR	96,8%	Giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước	Quỹ đất lớn, giá trị tài sản chưa được phản ánh đầy đủ khả năng thoái vốn có thể giúp tái định giá DN

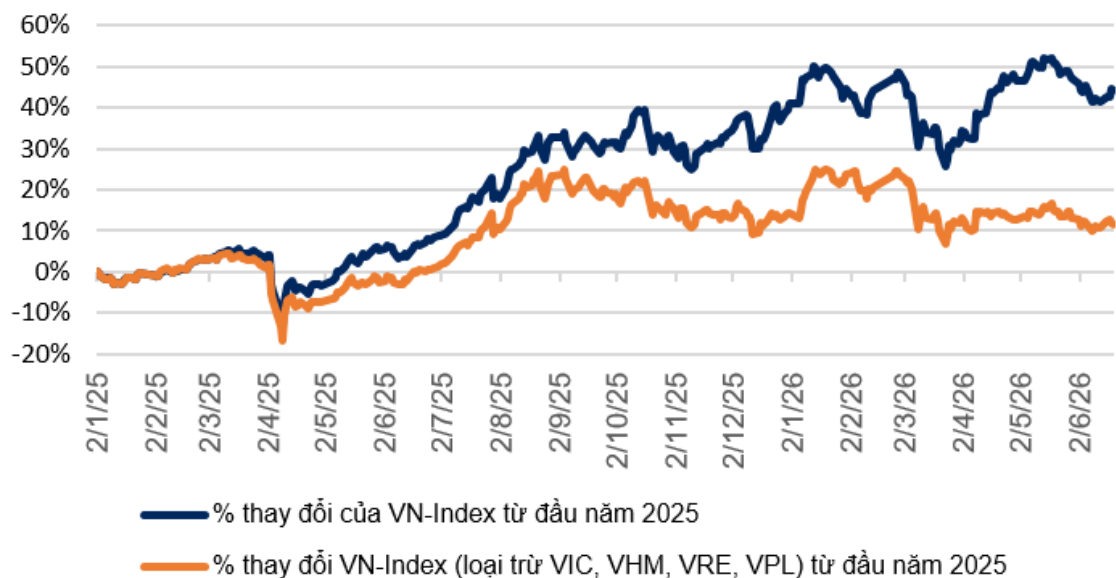
# Điểm nhấn TTCK nửa đầu năm 2026



## Vững vàng trước sóng gió toàn cầu

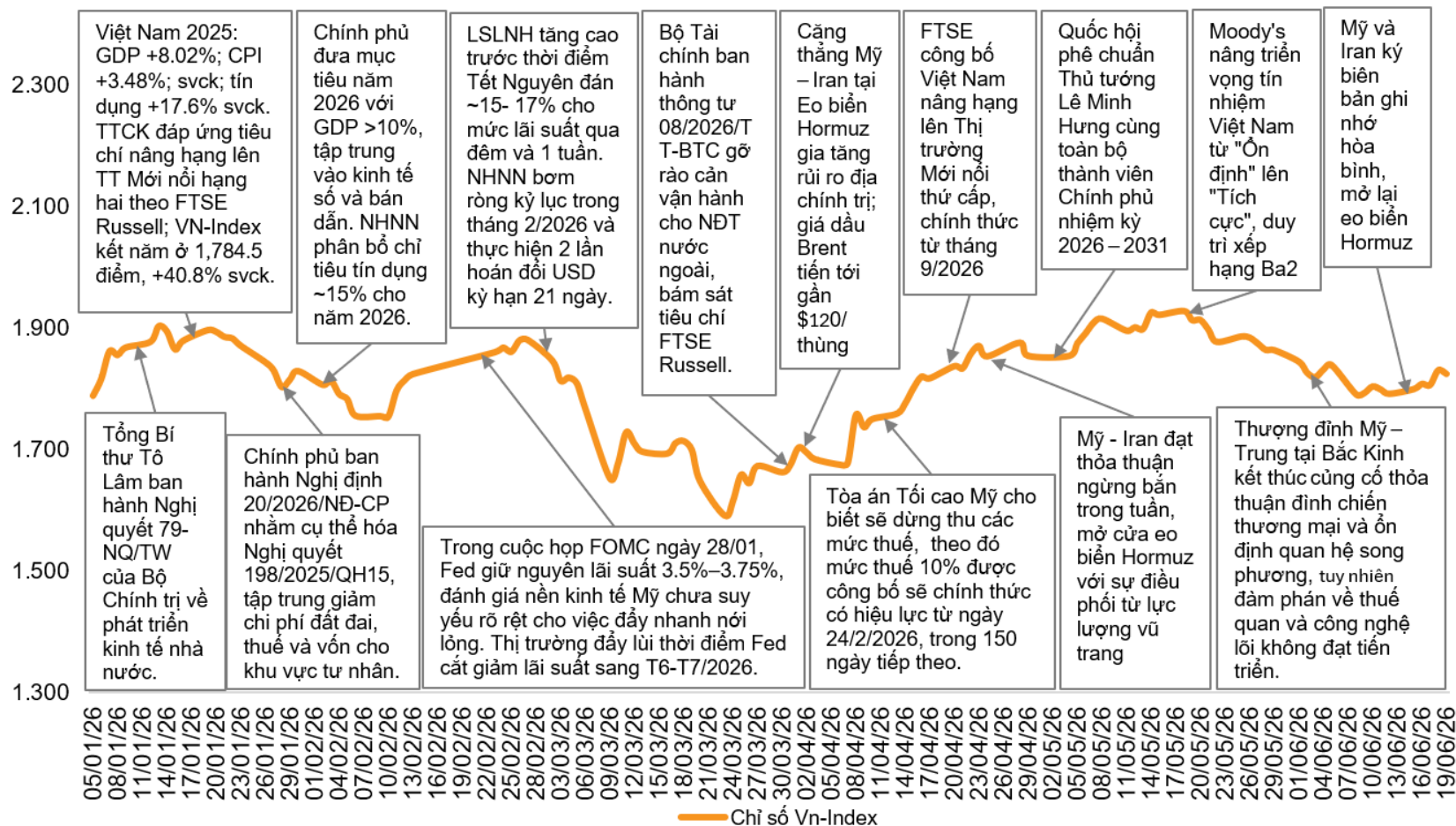
- Mặc dù chịu tác động từ nhiều yếu tố bất định của môi trường quốc tế, VN-Index vẫn tăng 2,2% trong 6T2026 nhờ nền tảng vĩ mô trong nước ổn định, lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết duy trì tăng trưởng tích cực và FTSE xác nhận lộ trình nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Thị trường diễn biến phân hóa, trong đó đà tăng của VN-Index chủ yếu được dẫn dắt bởi nhóm cổ phiếu Vingroup. Nếu loại trừ tác động của các cổ phiếu thuộc hệ sinh thái này (VIC, VHM, VRE và VPL), VN-Index thực tế giảm 2,5% trong 6T2026.
- Thanh khoản 6T2026 duy trì trên mặt bằng cao của năm 2025, với giá trị giao dịch bình quân toàn thị trường đạt hơn 29,4 nghìn tỷ đồng/phiên (+40% svck). Số tài khoản nhà đầu tư cá nhân trong nước vượt 13 triệu, tiếp tục cao hơn mục tiêu đặt ra cho năm 2030.
- Khối ngoại tiếp tục bán ròng mạnh với giá trị gần 78 nghìn tỷ đồng, trong bối cảnh dòng vốn quốc tế duy trì tâm lý thận trọng trước những rủi ro địa chính trị toàn cầu.

## Nhóm cổ phiếu Vingroup tiếp tục dẫn dắt đà tăng của VN-Index trong 6T26



Dù đối mặt với các cú sốc từ bên ngoài, VN-Index vẫn duy trì đà tăng với mức tăng 2,2% trong 6 tháng đầu năm 2026

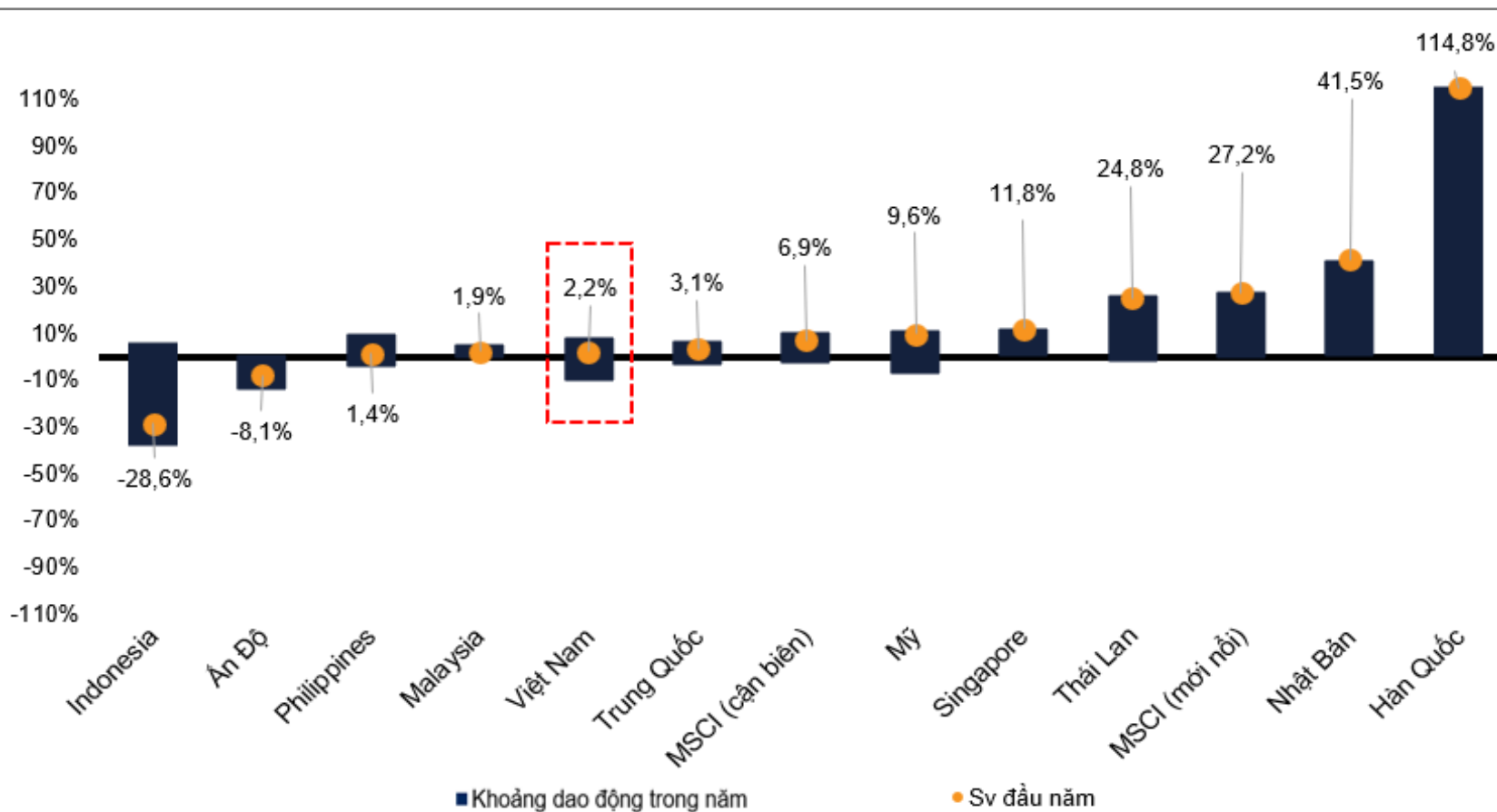
## TTCK Việt Nam được nâng đỡ khi rủi ro địa chính trị hạ nhiệt và triển vọng nâng hạng dần hiện thực hóa



- **Q1/2026 – Tích lũy trên vùng đỉnh mới (-6,2%):** VN-Index khởi đầu năm 2026 với đà tăng tích cực nhờ nền tảng vĩ mô vững chắc và các chính sách thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân được đẩy mạnh. Thanh khoản thị trường cũng được hỗ trợ bởi đợt bơm ròng quy mô lớn của NHNN. Tuy nhiên, áp lực điều chỉnh gia tăng trong nửa cuối quý khi căng thẳng Mỹ–Iran leo thang đẩy giá dầu Brent tiến sát 120 USD/thùng, trong khi quyết định áp thuế 10% của Mỹ làm gia tăng bất định đối với tâm lý nhà đầu tư và dòng vốn ngoại.
- **Q2/2026 – Phục hồi và bứt phá (+7,1%):** VN-Index lấy lại đà tăng nhờ sự cải thiện của cả yếu tố trong và ngoài nước. Rủi ro địa chính trị hạ nhiệt sau thỏa thuận ngừng bắn giữa Mỹ và Iran, giúp giảm áp lực lên giá dầu. Trong nước, FTSE Russell xác nhận lộ trình nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi thứ cấp từ T9/2026, trong khi Moody's nâng triển vọng tín nhiệm quốc gia lên "Tích cực" và duy trì hạng Ba2, qua đó củng cố niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài. Cùng với việc kiện toàn bộ máy Chính phủ nhiệm kỳ 2026–2031, VN-Index đã thiết lập đỉnh lịch sử mới vào giữa tháng 5 trước khi bước vào nhịp điều chỉnh ngắn hạn.

TTCK toàn cầu diễn biến phân hóa mạnh trong nửa đầu năm 2026,

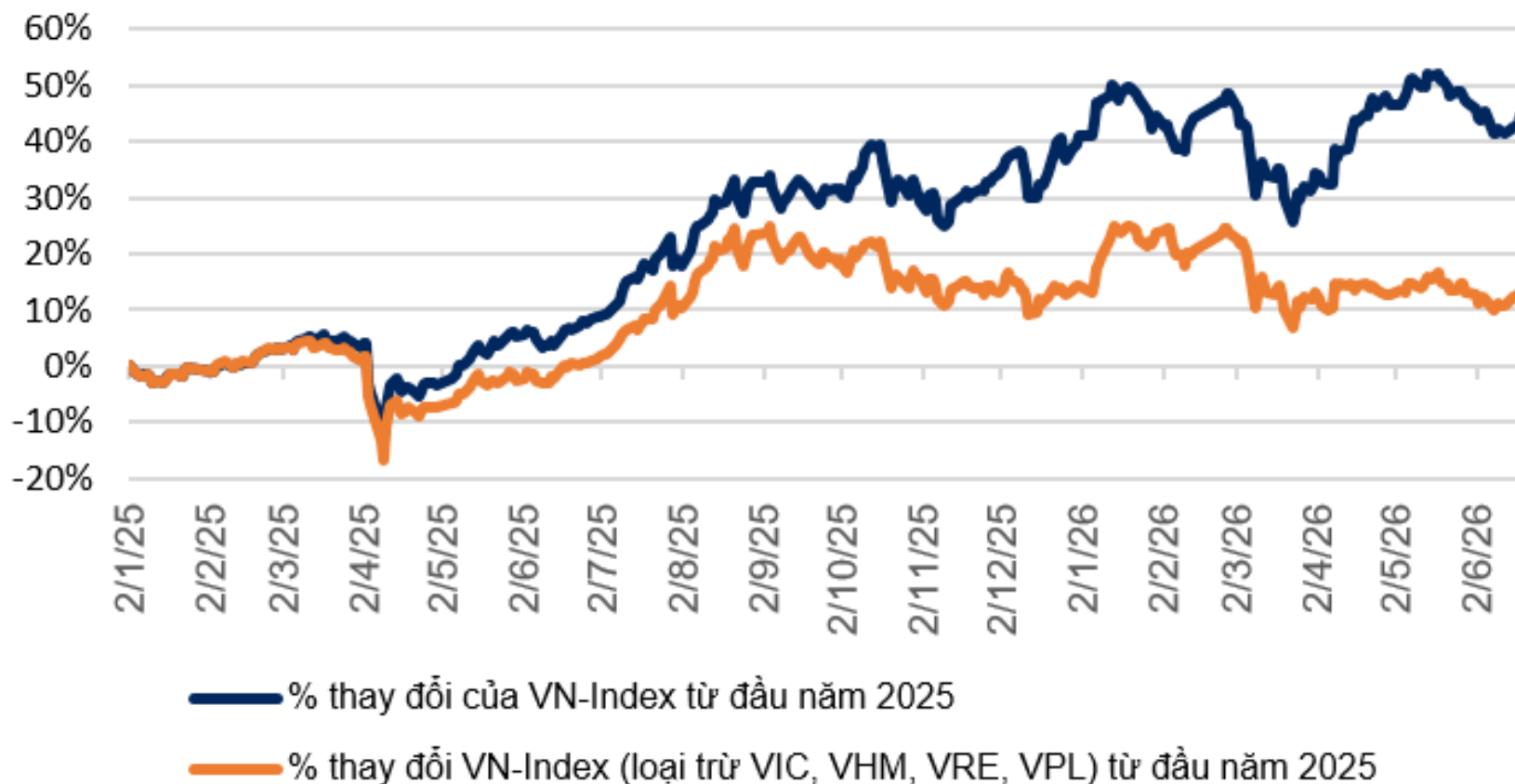
## VN-Index tăng khiêm tốn và thuộc nhóm hiệu suất trung bình khi dòng vốn ưu tiên các thị trường dẫn dắt khu vực



- **TTCK toàn cầu tiếp tục phân hóa mạnh trong 6 tháng đầu năm 2026** khi dòng vốn chịu tác động bởi ba yếu tố chính: (1) bất định từ chính sách thương mại của Mỹ; (2) căng thẳng địa chính trị Mỹ-Iran và biến động giá dầu; và (3) việc Fed duy trì lãi suất ở mức cao.
- **KOSPI** là điểm sáng nổi bật với mức tăng **114,8%** (so với +73,7% năm 2025), đưa Hàn Quốc trở thành thị trường chứng khoán lớn thứ 8 thế giới. Đà tăng được dẫn dắt bởi nhóm cổ phiếu bán dẫn như Samsung Electronics và SK Hynix nhờ nhu cầu chip AI bùng nổ.
- **MSCI Thị trường Mới nổi (EM)** tăng **27,2%**, vượt trội so với mức tăng **6,9%** của **MSCI Thị trường Cận biên (FM)** (so với lần lượt +29,2% và +36,4% năm 2025), cho thấy dòng vốn toàn cầu tiếp tục ưu tiên các thị trường mới nổi có quy mô lớn và thanh khoản cao.
- Tại Việt Nam, **VN-Index tăng 2,2%** (so với +40,8% năm 2025), thuộc nhóm hiệu suất trung bình trong khu vực và thấp hơn đáng kể so với các thị trường dẫn dắt. Dù được hỗ trợ bởi kỳ vọng nâng hạng của FTSE Russell, đà tăng của thị trường vẫn bị hạn chế bởi áp lực bán ròng kéo dài của khối ngoại và tâm lý thận trọng của dòng tiền trong nước.

Nhóm cổ phiếu Vingroup tiếp tục là động lực chính dẫn dắt đà tăng của VN-Index trong nửa đầu năm 2026

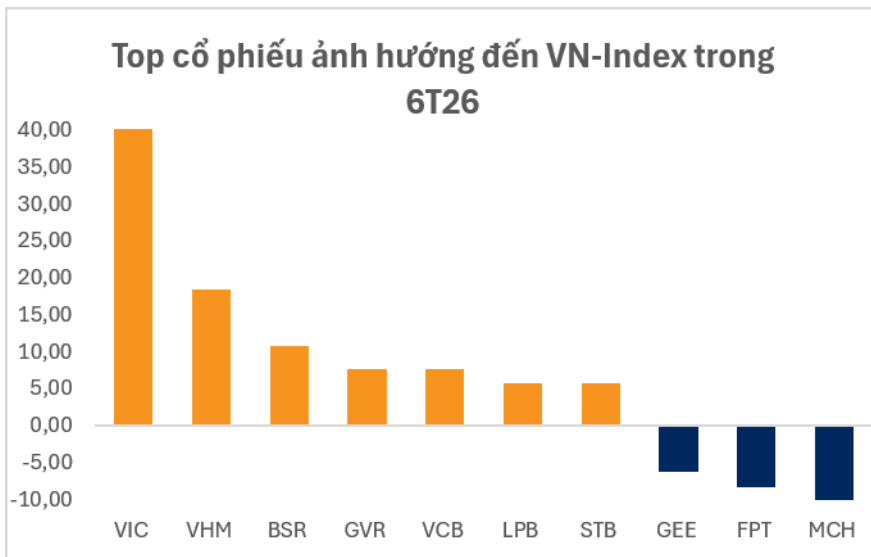
## Đà tăng của thị trường kể từ đầu năm 2025 được đóng góp chủ yếu từ nhóm cổ phiếu Vingroup



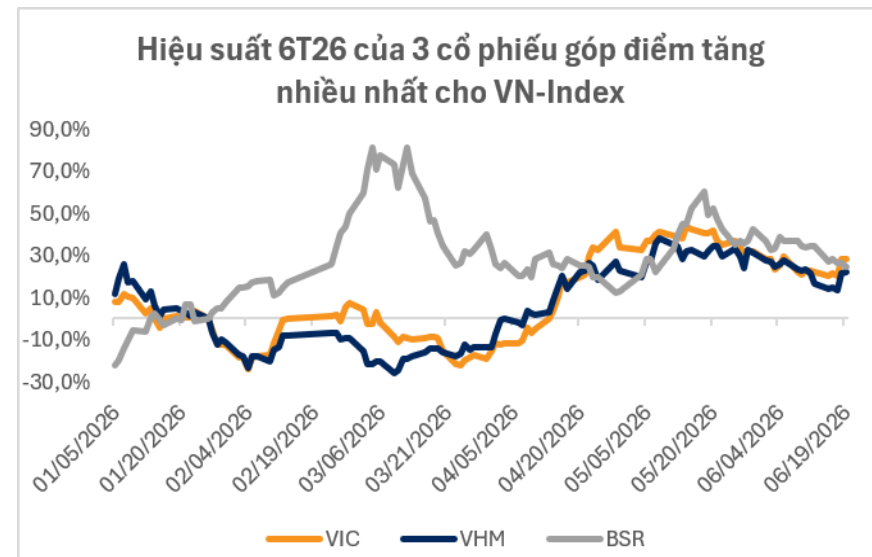
- Nhóm cổ phiếu Vingroup tiếp tục là động lực dẫn dắt thị trường và có tác động đáng kể đến diễn biến VN-Index trong nửa đầu năm 2026. Tính đến ngày 19/06/2026, VN-Index tăng 2,2% so với đầu năm và tăng 44% so với cuối năm 2024. Tuy nhiên, nếu loại trừ ảnh hưởng của các cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup gồm VIC, VHM, VRE và VPL, VN-Index thực tế giảm 2,5% trong nửa đầu năm 2026 và chỉ tăng 11,5% so với cuối năm 2024. Điều này cho thấy phần lớn mức tăng của VN-Index trong thời gian qua đến từ sự bứt phá của nhóm cổ phiếu Vingroup, trong khi diễn biến của mặt bằng cổ phiếu chung kém tích cực hơn đáng kể.

Thị trường duy trì diễn biến phân hóa mạnh trong 6T2026, đà tăng của VN-Index được hỗ trợ tích cực bởi nhóm cổ phiếu VINGROUP

VIC, VHM tiếp tục là những cổ phiếu đóng góp điểm tăng vượt trội và lớn nhất cho VN-Index trong năm 2026



Trong 6 tháng đầu năm 2026, VIC dẫn đầu với mức tăng 28,5%, tiếp theo là BSR tăng 24,9% và VHM ghi nhận mức tăng 22,2%.



Ngành bất động sản dẫn đầu về hiệu suất (+15,63%), bỏ xa nhóm xếp sau là ngân hàng (-1,45%).



Trong khi VN MID và VN30 chỉ điều chỉnh nhẹ với mức giảm lần lượt 1,5% và 3,4%, nhóm VNSML lại sụt giảm sâu nhất lên tới 8,3% YTD.



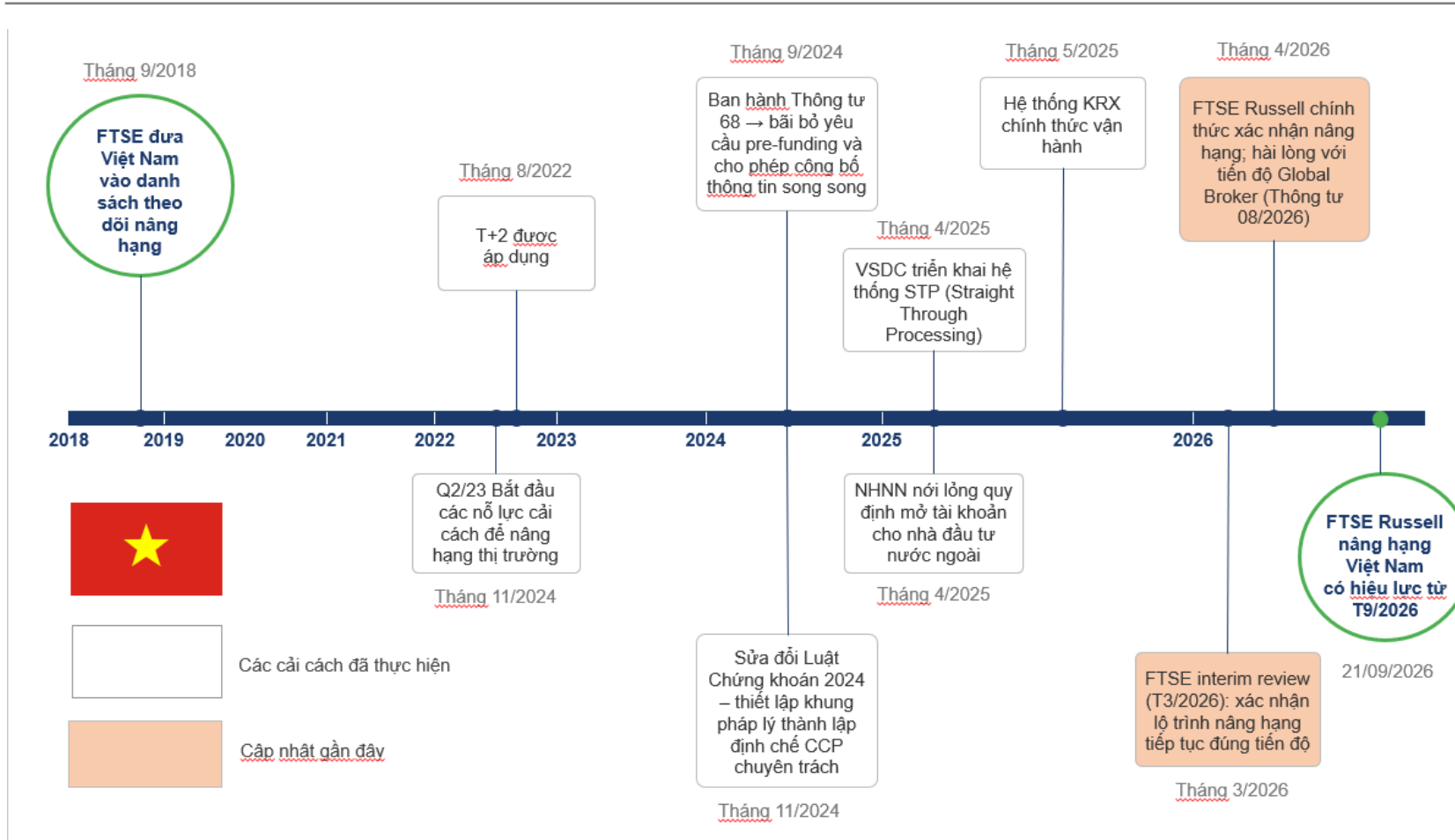
# Điểm nhấn TTCK 6 tháng đầu năm 2026

	1T (%)	3T (%)	sv đầu năm (%)	Tỷ trọng (%)	EPS 2025 (%) svck)	P/E	P/E trung bình 5 năm	P/B	P/B trung bình 5 năm	ROE	Beta
Du lịch và Giải trí	3,43%	12,85%	-7,01%	4,0%	51,1%	28,70	27,25	4,90	3,30	5,25%	0,93
Sản phẩm và Dịch vụ Tiêu dùng	0,36%	-10,19%	0,31%	0,6%	33,1%	11,72	12,97	2,08	2,14	22,91%	0,75
Dịch vụ Tài chính	-0,37%	2,09%	1,09%	6,0%	-31,3%	16,34	18,34	2,00	1,79	15,24%	0,97
Tiện ích	-0,66%	-0,05%	4,34%	1,7%	164,6%	11,37	15,47	1,48	1,55	16,19%	0,59
Tài nguyên cơ bản	-2,24%	0,50%	-4,39%	0,3%	4,4%	25,64	21,75	0,82	0,89	3,73%	0,74
Chăm sóc Sức khỏe	-2,25%	-7,60%	-7,91%	0,4%	4,7%	18,14	18,39	2,29	2,57	13,29%	0,48
Ngân hàng	-2,29%	3,02%	1,45%	30,0%	14,1%	10,65	10,11	1,64	1,65	17,62%	0,95
Viễn thông	-2,63%	-4,93%	-8,47%	0,0%	126,6%	17,81	10,13	0,98	1,15	0,30%	0,48
Ô tô và Phụ tùng	-2,65%	-4,52%	-10,63%	0,1%	-68,2%	28,18	23,94	1,45	1,48	5,29%	0,57
Thực phẩm, Đồ uống và Thuốc lá	-2,87%	-4,04%	-3,05%	8,5%	7,1%	19,01	22,13	4,20	4,35	23,16%	0,76
Xây dựng và Vật liệu	-2,93%	-6,27%	-6,75%	2,2%	41,8%	20,57	17,27	1,85	1,94	15,19%	0,80
Công nghệ	-3,84%	-6,90%	-23,08%	1,6%	21,2%	12,85	18,23	3,01	4,36	25,86%	0,81
Bán lẻ	-4,31%	0,01%	-11,94%	2,5%	84,9%	16,62	19,41	2,75	3,15	22,04%	1,11
Bảo hiểm	-4,59%	-8,20%	13,46%	0,7%	36,2%	15,35	15,66	1,81	1,73	12,33%	0,85
Hàng hoá và Dịch vụ Công nghiệp	-5,75%	0,46%	-2,08%	5,3%	38,5%	14,66	15,70	2,51	2,35	19,31%	0,88
Chăm sóc cá nhân, Dược phẩm và Tạp hóa	-7,11%	-14,02%	-15,80%	0,0%	4,5%	10,04	10,64	1,61	1,97	18,61%	0,60
Truyền thông	-7,15%	-13,05%	-22,43%	0,0%	-44,1%	28,16	21,41	0,82	1,12	3,20%	0,82
Bất động sản	-8,03%	35,81%	15,63%	30,8%	25,2%	92,89	49,73	7,49	3,72	12,80%	1,32
Hóa chất	-9,52%	-18,98%	-2,75%	0,8%	9,2%	10,54	13,91	1,44	1,78	15,25%	0,67
Năng lượng	-9,79%	-10,24%	28,21%	4,5%	25,1%	16,08	16,00	2,32	1,96	16,90%	0,77

- **Ngành Năng lượng** dẫn đầu thị trường với mức tăng **28,2%** từ đầu năm, nhờ sự bứt phá của các cổ phiếu dầu khí vốn hóa lớn như BSR, GAS và PLX trong bối cảnh giá dầu thế giới neo ở mức cao do căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông. Tuy nhiên, đà tăng chủ yếu tập trung trong giai đoạn đầu năm khi nhóm này đã điều chỉnh **10,2%** trong ba tháng gần đây, phản ánh xu hướng hạ nhiệt của giá dầu sau khi căng thẳng Mỹ-Iran lắng dịu. **Bất động sản** là nhóm có diễn biến tích cực nhất trong thời gian gần đây với mức tăng **35,8%** trong ba tháng, nâng mức tăng từ đầu năm lên **15,6%**. Động lực chủ yếu đến từ bộ ba cổ phiếu VIC, VHM và VRE, qua đó giúp nhóm Bất động sản trở thành trụ đỡ quan trọng của VN-Index trong nửa đầu năm 2026. Trong khi đó, **Ngân hàng** chỉ tăng **1,5%** từ đầu năm, thấp hơn mặt bằng chung dù vẫn duy trì nền tảng cơ bản tích cực với ROE đạt **17,6%** và định giá ở mức hấp dẫn (P/E **10,7 lần**, P/B **1,6 lần**). Diễn biến này cho thấy dư địa tăng giá của nhóm ngân hàng vẫn còn đáng kể nếu lợi nhuận tiếp tục duy trì tăng trưởng.
- Ở chiều ngược lại, áp lực điều chỉnh tập trung tại các nhóm **Công nghệ (-23,1%)**, **Truyền thông (-22,4%)** và **Chăm sóc cá nhân & Dược phẩm (-15,8%)**, phản ánh hoạt động chốt lời tại các nhóm cổ phiếu từng có mức tăng mạnh trong giai đoạn trước.

Nâng hạng là một dấu mốc lịch sử của TTCK Việt Nam, nhưng giá trị thực sự sẽ được quyết định bởi khả năng thu hút dòng vốn và nâng cao chiều sâu thị trường trong những năm tiếp theo

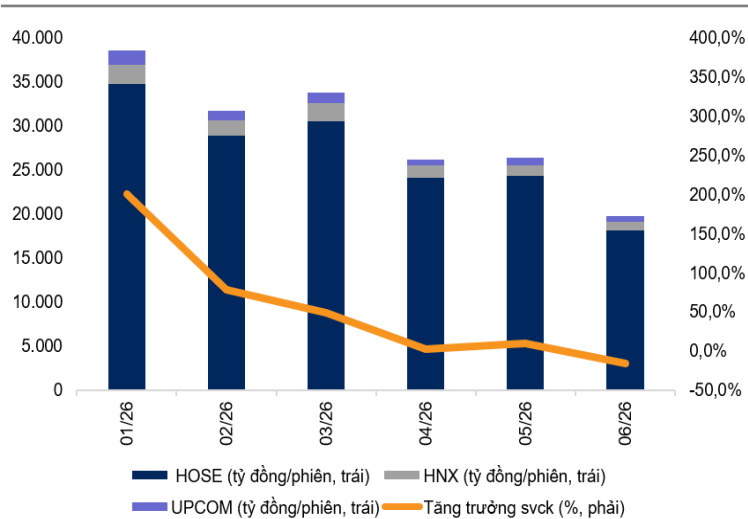
## Lộ trình hoàn thành mục tiêu nâng hạng của FTSE



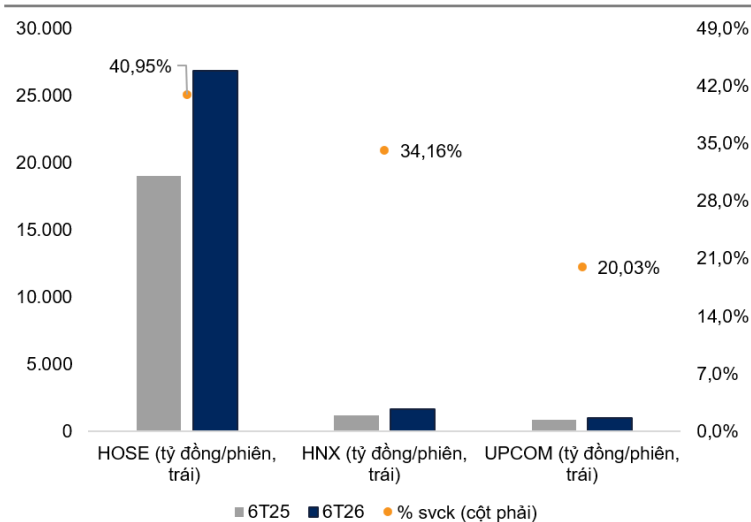
- Tại kỳ rà soát T4/2026, FTSE Russell chính thức xác nhận nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ Thị trường Cận biên lên Thị trường Mới nổi thứ cấp, có hiệu lực từ ngày 21/9/2026. Đây là cột mốc lịch sử sau gần 8 năm Việt Nam nằm trong danh sách theo dõi nâng hạng kể từ T9/2018.
- Kết quả này phản ánh những nỗ lực cải cách mạnh mẽ của Việt Nam trong việc nâng cao khả năng tiếp cận thị trường, từ tháo gỡ yêu cầu ký quỹ trước giao dịch (pre-funding), hoàn thiện khung pháp lý đến vận hành hệ thống KRX. Những cải cách này giúp thị trường tiệm cận các chuẩn mực quốc tế và tạo nền tảng thuận lợi hơn để thu hút dòng vốn toàn cầu.
- Tuy nhiên, nâng hạng chỉ là điểm khởi đầu. Để thu hút và giữ chân dòng vốn ngoại một cách bền vững, Việt Nam cần tiếp tục cải thiện chất lượng thị trường, nâng cao tiêu chuẩn quản trị doanh nghiệp, gia tăng tính minh bạch và từng bước hoàn thiện các điều kiện cần thiết cho mục tiêu nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI trong những thời gian tới.

Thanh khoản giao dịch duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2026

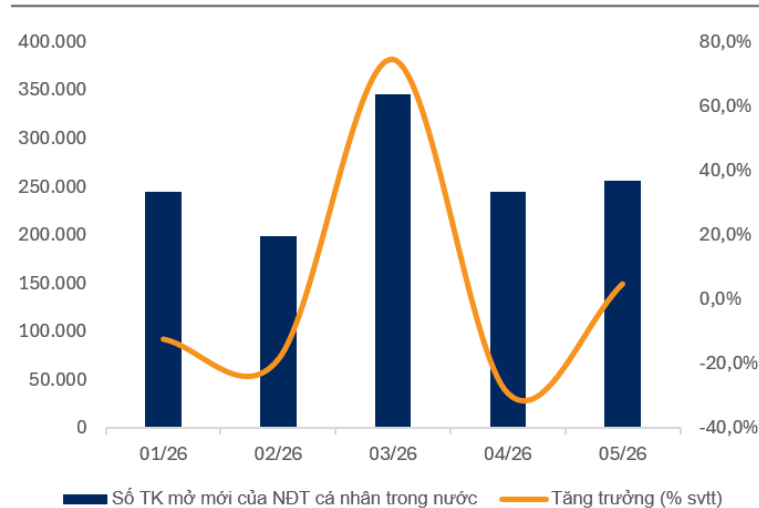
**Giá trị giao dịch bình quân toàn thị trường đạt 29.462 tỷ đồng/phiên, tăng 40% so với cùng kỳ năm 2025**



**Thanh khoản sàn HoSE dẫn đầu đà tăng**



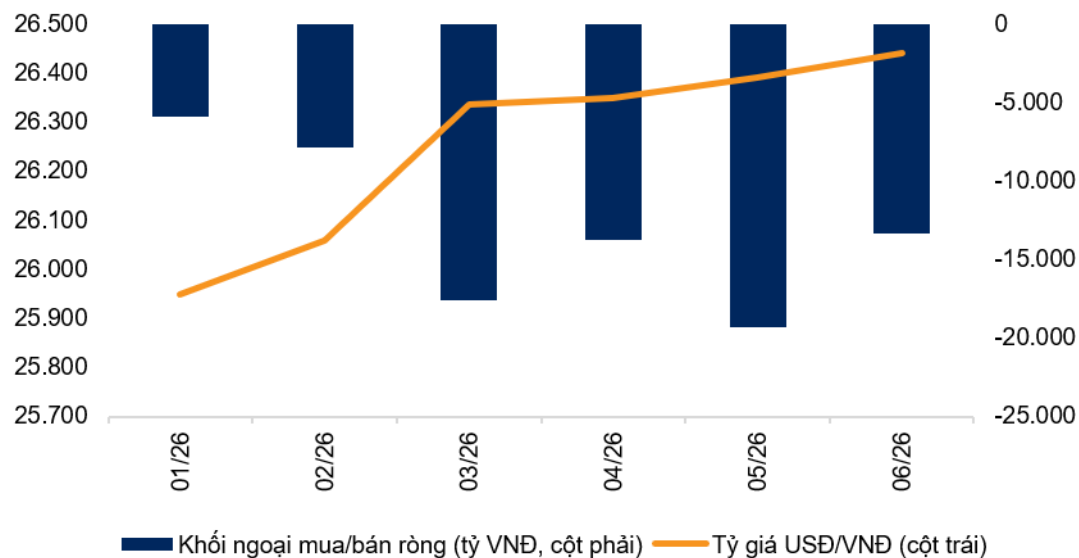
**Tài khoản mở mới của nhà đầu tư cá nhân duy trì ở mức cao, đưa tổng số vượt 13 triệu tài khoản**



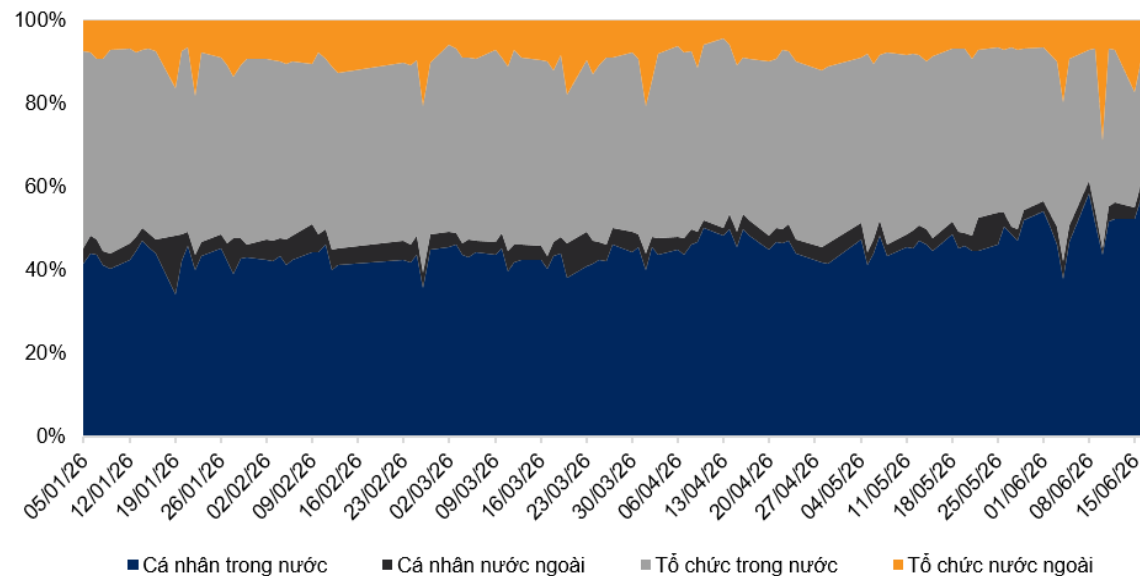
- **Thanh khoản thị trường duy trì ở mức cao trong 6 tháng đầu năm 2026**, với giá trị giao dịch bình quân đạt **29.462 tỷ đồng/phiên (+40% svck)**, gồm HoSE đạt **26.838 tỷ đồng/phiên (+40,9% svck)**, HNX đạt **1.622 tỷ đồng/phiên (+34,2% svck)** và UPCom đạt **1.002 tỷ đồng/phiên (+20,0% svck)**. So với cùng kỳ năm 2025, thanh khoản cải thiện rõ rệt trên cả ba sàn, phản ánh dòng tiền duy trì hiện diện tích cực trên thị trường dù không còn bùng nổ như giai đoạn cao điểm cuối năm 2025. Diễn biến trong kỳ phân hóa theo thời gian khi đạt đỉnh trong quý I, riêng tháng 1 tăng **201,3%** svck nhờ hiệu ứng nền thấp và đà tăng mạnh của thị trường, sau đó dòng tiền dần hạ nhiệt và đi ngang trong tháng 4–5 khi VN-Index bước vào giai đoạn tích lũy sau nhịp tăng nóng. Xét theo sàn, mức tăng tập trung mạnh nhất ở HoSE, cho thấy dòng tiền vẫn ưu tiên nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn dẫn dắt thị trường.
- **Lượng tài khoản nhà đầu tư cá nhân tiếp tục tăng mạnh**, với **1,29 triệu tài khoản mở mới** trong 5 tháng đầu năm 2026. Riêng tháng 3 ghi nhận **345.851 tài khoản**, mức cao nhất kể từ đầu năm. Tính đến cuối tháng 5/2026, tổng số tài khoản nhà đầu tư cá nhân đạt **13,09 triệu**, vượt mốc 13 triệu và tiếp tục cao hơn mục tiêu đề ra cho năm 2030 trong Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán của Chính phủ.

Khối ngoại tiếp tục bán ròng mạnh khi dòng vốn quốc tế vẫn duy trì tâm lý thận trọng trước các rủi ro địa chính trị toàn cầu

## Nhà đầu tư nước ngoài bán ròng 77.824 tỷ đồng trong 6 tháng đầu 2026



## Tỷ trọng giao dịch của khối ngoại trên toàn thị trường giảm xuống mức 11,9%, từ mức 13,5% của năm 2025



- Khối ngoại tiếp tục bán ròng mạnh **77.824 tỷ đồng** trong 6 tháng đầu năm 2026, nối dài xu hướng rút vốn từ năm 2025. Áp lực bán gia tăng trong tháng 3 và tháng 5, khi căng thẳng địa chính trị Mỹ–Iran leo thang khiến tâm lý né tránh rủi ro gia tăng và dòng vốn rút khỏi nhiều thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam. Bên cạnh đó, hoạt động chốt lời sau giai đoạn tăng mạnh của VN-Index cũng góp phần duy trì áp lực bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài.
- Tỷ trọng giao dịch của khối ngoại trên toàn thị trường giảm xuống còn 11,9%, so với mức 13,5% của năm 2025, cho thấy ảnh hưởng của dòng vốn ngoại đối với thanh khoản thị trường tiếp tục suy giảm, trong khi nhà đầu tư trong nước vẫn giữ vai trò chi phối.

# Triển vọng TTCK nửa cuối năm 2026



## Tích lũy sức mạnh sẵn sàng bứt tốc

- Lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết trên HoSE dự báo tăng trưởng 21% trong năm 2026, qua đó đưa P/E và P/B dự phóng 2026 của VN-Index lần lượt ở mức 12,2 lần và 1,89 lần, phản ánh mức định giá hấp dẫn so với lịch sử.
- Quá trình nâng cấp hạ tầng thị trường và cải cách sâu rộng tiếp tục được thúc đẩy, hỗ trợ mục tiêu nâng hạng, qua đó củng cố niềm tin nhà đầu tư, thu hút dòng vốn mới và tạo động lực tăng trưởng dài hạn cho thị trường.
- Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, VN-Index dự kiến đạt khoảng 2.014 điểm vào cuối năm 2026 (+12,8%), tương ứng P/E mục tiêu 13,5 lần, thấp hơn khoảng 12% so với trung bình 10 năm nhằm phản ánh các rủi ro bất định từ môi trường bên ngoài.

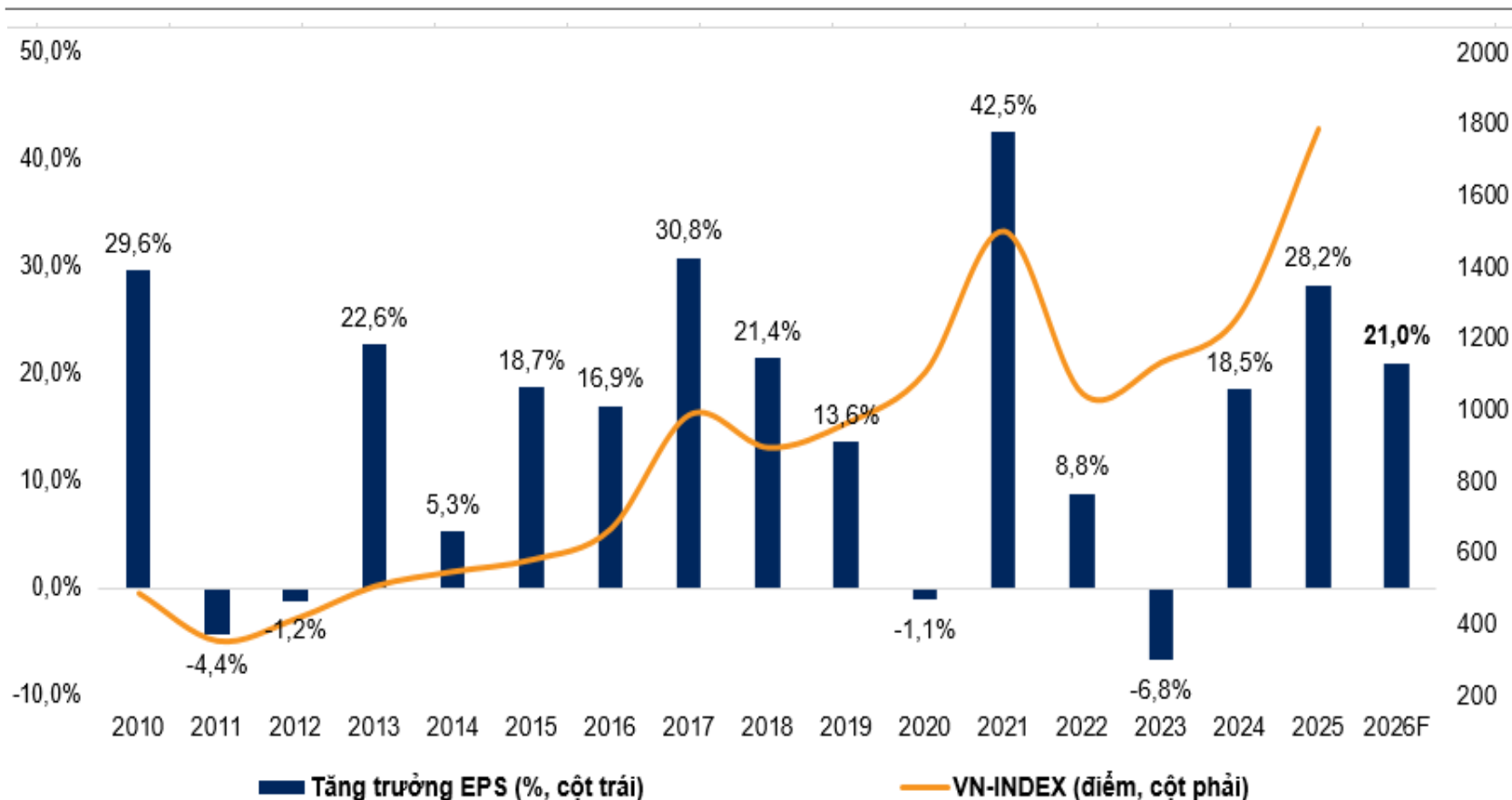
## Bảng định giá VN-Index theo P/E và tăng trưởng lợi nhuận thị trường

		Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường năm 2026 (% svck)			
		20%	21%	22%	23%
PE năm 2026 của VN- Index	11,0x	1.626	1.641	1.654	1.669
	12,0x	1.774	1.790	1.805	1.821
	13,0x	1.922	1.939	1.955	1.972
	13,5x	1.996	<b>2.014</b>	2.030	2.048
	14,0x	2.070	2.088	2.106	2.124
	15,0x	2.218	2.238	2.256	2.276
	15,3x*	2.262	2.282	2.301	2.321

\* P/E bình quân 10 năm gần nhất của Vn-Index

Tăng trưởng lợi nhuận ròng của các công ty niêm yết trên HOSE được dự báo tăng 21% trong năm 2026.

## Đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực sẽ được duy trì trong năm 2026

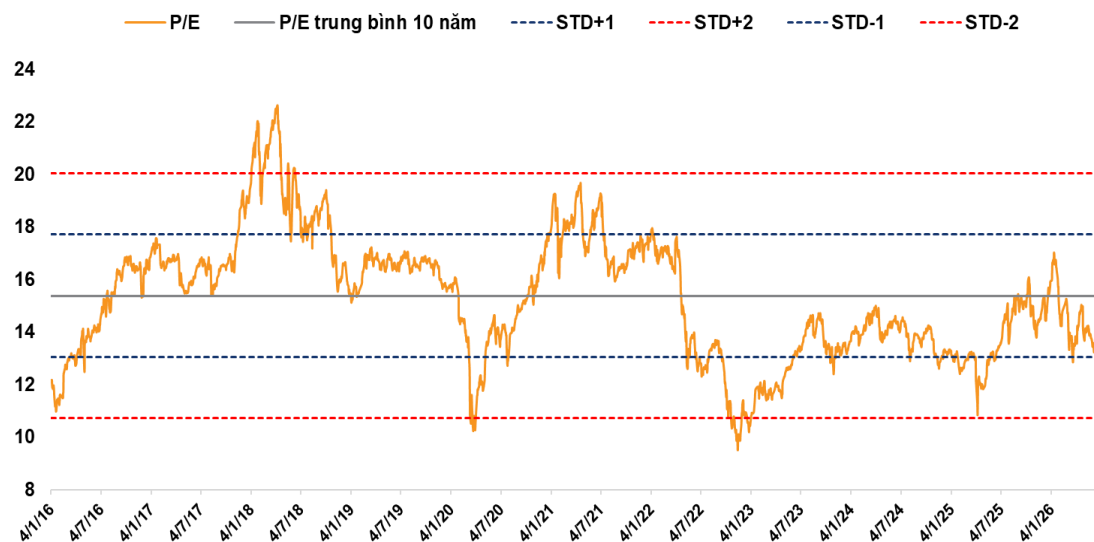


- Lợi nhuận ròng của các DN niêm yết trên HOSE tăng trưởng mạnh 50% svck trong Q1/2026, chủ yếu nhờ sự ghi nhận tăng đột biến của một số DN lớn là VHM, HPG, BSR. Trên nền tảng kết quả tích cực này, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng của các DN niêm yết trên HOSE năm 2026 lên 21% svck, cao hơn mức dự báo tăng 18% svck trong báo cáo đầu năm. Mức dự báo này tương ứng với giả định lợi nhuận ròng của các DN duy trì tăng trưởng khoảng 13-14% svck trong ba quý còn lại của năm.
- Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại trong các quý tới do không còn nhiều doanh nghiệp ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến như trong quý I. Tuy nhiên, triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết vẫn được đánh giá tích cực trong phần còn lại của năm 2026 và năm 2027, nhờ các yếu tố hỗ trợ gồm: (1) tăng trưởng GDP dự kiến duy trì ở mức cao; (2) triển vọng kinh doanh khả quan của nhiều nhóm ngành nhờ tác động lan tỏa từ chính sách tài khóa mở rộng, đẩy mạnh đầu tư tư nhân, và (3) chính sách tiền tệ tiếp tục được điều hành theo hướng hỗ trợ tăng trưởng, trong khi áp lực tỷ giá có dấu hiệu hạ nhiệt.

## Định giá thị trường quay trở lại dưới mức bình quân 10 năm

P/E trượt 12 tháng của VN-Index ở mức 13,46 lần, chiết khấu 12% so với trung bình 10 năm. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng 21% trong năm 2026, theo đó P/E dự phóng năm 2026 ước khoảng 12,2 lần.

### P/E trượt của VN-Index duy trì dưới mức bình quân 10 năm

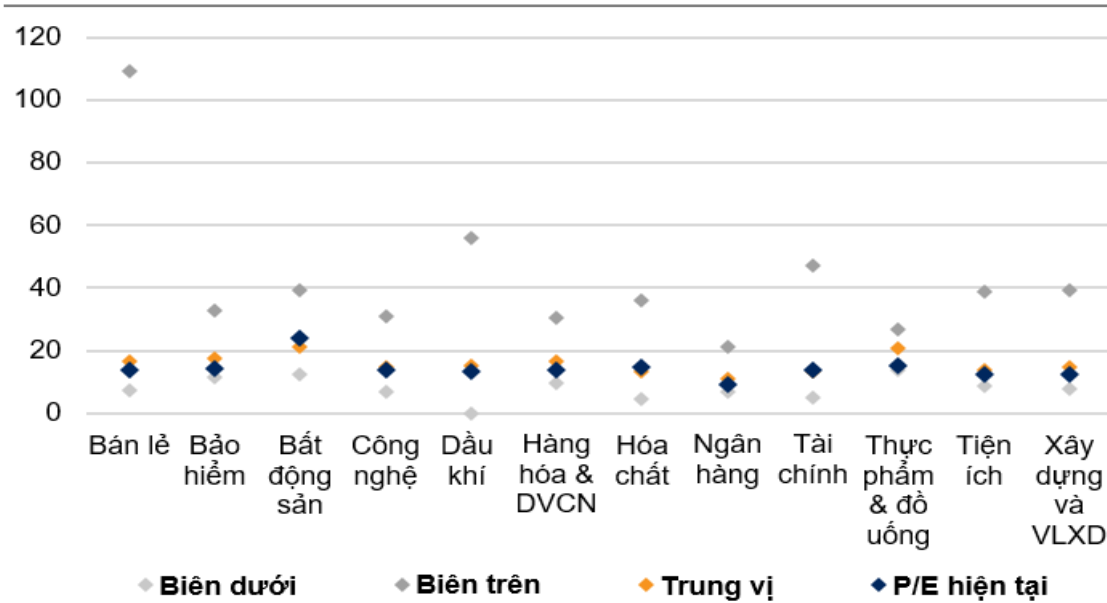


### Định giá VN-Index vẫn ở mức hấp dẫn khi so với nhiều thị trường khác (Dữ liệu ngày 19/06/2026)

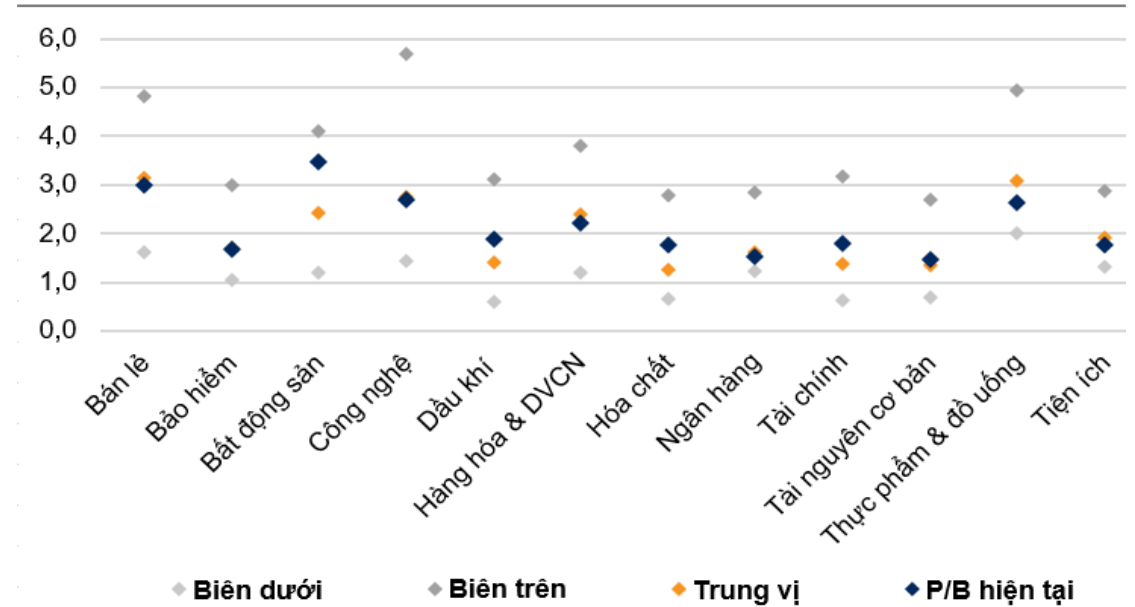
	P/E hiện tại	P/B hiện tại	P/E hiện tại so với bình quân 10 năm	P/B hiện tại so với bình quân 10 năm
Đài Loan	31,04	4,46	1,8x	2,2x
Mỹ	27,62	5,70	1,2x	1,5x
Nhật Bản	26,26	3,32	1,0x	1,2x
Hàn Quốc	24,80	2,58	1,2x	2,1x
Ấn Độ	24,47	3,27	0,8x	1,0x
Thổ Nhĩ Kỳ	22,69	1,33	2,4x	1,1x
Trung Quốc	20,33	1,58	1,3x	1,0x
Ma Rốc	19,70	3,29	0,6x	1,2x
MSCI Mới nổi	19,39	2,61	1,3x	1,6x
Singapore	17,47	1,66	1,2x	1,4x
Malaysia	14,66	1,62	0,9x	1,0x
Indonesia	14,30	1,63	0,7x	0,7x
<b>Việt Nam</b>	<b>13,46</b>	<b>2,08</b>	<b>0,9x</b>	<b>1,0x</b>
MSCI Cận biên	12,10	1,91	1,0x	1,1x
Ai Cập	10,01	2,62	0,9x	1,4x
Philippines	9,38	1,27	0,5x	0,7x
Pakistan	9,11	1,52	0,9x	0,9x

- P/E trượt 12 tháng của VN-Index hiện đã giảm xuống 13,46 lần, thấp hơn đáng kể so với mức khoảng 17 lần ghi nhận vào đầu năm 2026 và dưới mức trung bình 10 năm là 15,3 lần. Sự cải thiện về định giá chủ yếu đến từ tăng trưởng lợi nhuận tích cực của các doanh nghiệp niêm yết trong Q4/2025 và Q1/2026. Đáng chú ý, nếu loại trừ nhóm cổ phiếu Vingroup gồm VIC, VHM, VRE và VPL, P/E trượt 12 tháng của VN-Index chỉ còn khoảng 11,2 lần.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực, với mức tăng khoảng 21% svck trong năm 2026. Theo đó, P/E dự phóng năm 2026 của VN-Index ước khoảng 12,2 lần, trong khi P/E dự phóng của VN-Index nếu loại trừ nhóm cổ phiếu Vingroup chỉ ở mức khoảng 10,1 lần, cho thấy dư địa tăng giá của thị trường vẫn còn tương đối hấp dẫn.

**P/E các nhóm ngành trên sàn HoSE so với trung vị 10 năm và vùng dao động lịch sử 10 năm gần nhất (x)**



**P/B các nhóm ngành trên sàn HoSE so với trung vị 10 năm và vùng dao động lịch sử 10 năm gần nhất (x)**



➤ Mặt bằng định giá của các nhóm ngành trên sàn HoSE hiện ghi nhận sự phân hóa rõ nét khi so sánh với mức trung vị 10 năm. Theo đó, P/E hiện tại của phần lớn các nhóm ngành vẫn đang giao dịch thấp hơn mức P/E trung vị 10 năm gần nhất, phản ánh định giá chưa quá cao trong bối cảnh tăng trưởng lợi nhuận dần cải thiện. Trong khi đó, P/B của nhiều nhóm ngành đã quay trở lại vùng tiệm cận mức trung vị 10 năm, cho thấy thị trường đã phần nào phản ánh kỳ vọng hồi phục vào giá cổ phiếu. Dù vậy, dư địa tái định giá vẫn còn khi đà tăng trưởng lợi nhuận được dự báo sẽ tiếp tục được duy trì trong các quý còn lại của năm 2026.

## Phát triển thị trường vốn Việt Nam



### Mục tiêu



### Nội dung chính



### Tác động

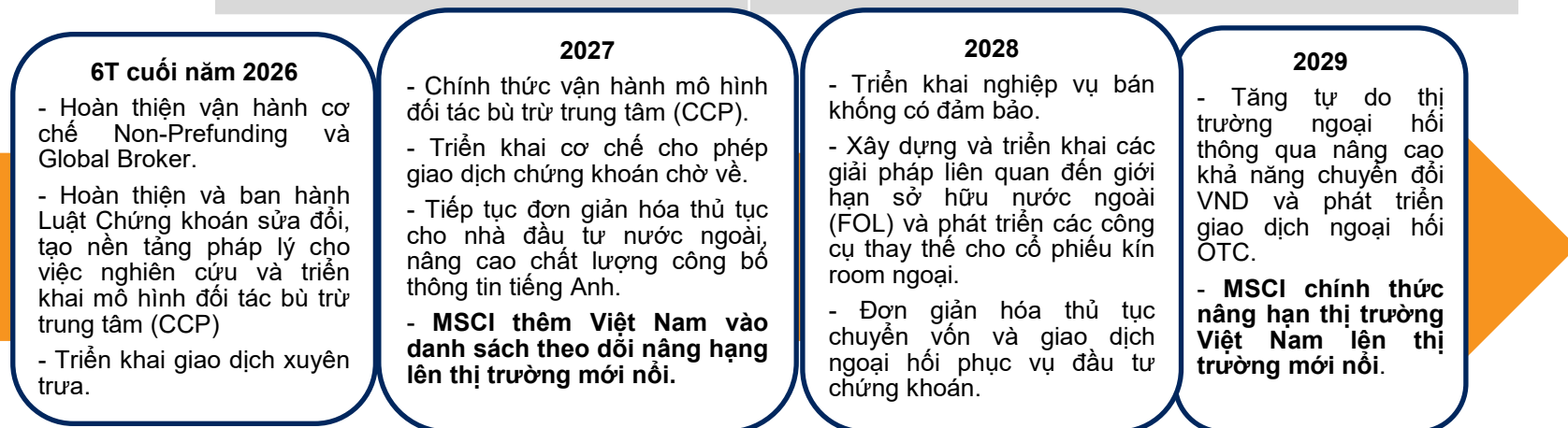
Quyết định 2014/QĐ-TTg (Phê duyệt Đề án nâng hạng thị trường)	Quyết định 318 (Tái cấu trúc nhà đầu tư & phát triển quỹ)	Thông tư số 102/2025/TT-BTC (Sửa đổi TT 91/2020 về an toàn tài chính)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nâng hạng thị trường từ Cận biên lên Mới nổi (FTSE/MSCI).</li> <li>- Phát triển sản phẩm mới phục vụ nhu cầu của thị trường</li> <li>- Thu hút dòng vốn ngoại (FII) quy mô lớn (ước tính 5-10 tỷ USD).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chuyên nghiệp hóa cơ cấu nhà đầu tư (tăng tỷ trọng nhà đầu tư tổ chức)</li> <li>- Tăng quy mô tài sản quản lý (AUM) của các quỹ.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị rủi ro hệ thống công ty chứng khoán (CTCK)</li> <li>- Nâng cao "bộ đệm" vốn trước biến động thị trường.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cơ chế giao dịch không ký quỹ trước (Non-prefunding) cho NĐT nước ngoài.</li> <li>- Lộ trình bắt buộc công bố thông tin bằng Tiếng Anh.</li> <li>- Triển khai mô hình đối tác bù trừ trung tâm</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ưu đãi thuế/phí cho các Quỹ hưu trí tự nguyện, Quỹ mở.</li> <li>- Nới lỏng điều kiện thành lập quỹ đầu tư.</li> <li>- Khuyến khích sản phẩm hưu trí bổ sung.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Điều chỉnh hệ số rủi ro đối với cho vay ký quỹ (Margin) và tự doanh trái phiếu.</li> <li>- Siết quy định về tính thanh khoản tài sản.</li> <li>- Giới hạn tỷ lệ đầu tư vào các tài sản rủi ro cao.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thanh khoản bùng nổ nhờ dòng vốn ngoại.</li> <li>- Tăng doanh thu mảng môi giới và lưu ký cho CTCK top đầu.</li> <li>- Thúc đẩy đầu tư công nghệ trong ngành, phát triển thêm các sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu thị trường</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giảm biến động tâm lý đám đông của nhà đầu tư nhỏ lẻ (FOMO/Panic sell).</li> <li>- Thúc đẩy mảng Quản lý tài sản (Wealth Management) phát triển mạnh trong ngành chứng khoán</li> <li>- Dòng tiền ổn định và dài hạn hơn</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Áp lực tăng vốn điều lệ đè nặng lên các CTCK vừa và nhỏ.</li> <li>- Thúc đẩy làn sóng M&amp;A trong ngành.</li> <li>- Hoạt động cho vay Margin trở nên chặt chẽ và an toàn hơn.</li> </ul>

**Hướng tới một thị trường vốn phát triển bền vững dài hạn, trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế**

Tổ chức xếp hạng thị trường	Các tiêu chí Việt Nam cần cải thiện	Đánh giá hiện tại
<b>MSCI</b>	Giới hạn sở hữu nước ngoài	Nhiều ngành nghề vẫn áp dụng giới hạn sở hữu nước ngoài.
	Room cho NĐT nước ngoài	Nhiều cổ phiếu chất lượng thường xuyên kín room.
	Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối	Chưa có thị trường giao dịch VND ngoài lãnh thổ, khả năng phòng hộ tỷ giá còn hạn chế.
	Quyền bình đẳng của NĐT nước ngoài	Đã cải thiện nhưng chưa hoàn toàn bình đẳng do các hạn chế FOL và khả năng tiếp cận thông tin tiếng Anh.
	Cơ chế thanh toán và bù trừ	Đã có lộ trình triển khai đối tác bù trừ trung tâm (CCP), cần theo dõi sát quá trình triển khai và hiệu quả thực tế
	Quy định thị trường bằng tiếng Anh	MSCI vẫn ghi nhận chưa phải toàn bộ văn bản pháp lý được công bố bằng tiếng Anh.
	Cho vay chứng khoán	Chưa áp dụng
	Bán khống	Chưa áp dụng

➤ Việc FTSE Russell nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên Thị trường Mới nổi thứ cấp là dấu mốc quan trọng, phản ánh những nỗ lực cải cách hạ tầng giao dịch và thanh toán nhằm đáp ứng các chuẩn mực quốc tế. Dù chưa được MSCI đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng trong kỳ rà soát 2026, tổ chức này đã ghi nhận những tiến bộ đáng kể của Việt Nam liên quan đến cơ chế non-prefunding, mô hình global broker và lộ trình triển khai CCP.

➤ Chúng tôi cho rằng Việt Nam có nhiều khả năng được MSCI đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi trong kỳ rà soát tháng 6/2027, khi hệ thống CCP dự kiến đi vào vận hành đầu năm 2027 và các cải cách hiện tại có thêm thời gian để chứng minh tính hiệu quả và ổn định. Trong kịch bản lạc quan, Việt Nam có thể được MSCI nâng hạng lên Thị trường Mới nổi thứ cấp vào kỳ đánh giá tháng 6/2028; trong khi kịch bản cơ sở là kỳ đánh giá tháng 6/2029.



## P/E và P/B dự phóng năm 2026 của VN-Index theo mức tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường năm 2026

	Hiện tại 19/06/2026	P/E và P/B dự phóng 2026 của VN-Index theo mức tăng trưởng lợi nhuận của thị trường			
		20%	21%	22%	23%
P/E (lần)	13,46	12,34	<b>12,23</b>	12,13	12,03
P/B (lần)	2,08	1,91	<b>1,89</b>	1,87	1,86
VN-Index đóng cửa (điểm)	<b>1.824,53</b>				

## Bảng định giá VN-Index theo P/E và mức tăng trưởng lợi nhuận thị trường năm 2026

	Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường năm 2026 (% svck)			
	20%	21%	22%	23%
11,0x	1.626	1.641	1.654	1.669
12,0x	1.774	1.790	1.805	1.821
13,0x	1.922	1.939	1.955	1.972
13,5x	1.996	<b>2.014</b>	2.030	2.048
14,0x	2.070	2.088	2.106	2.124
15,0x	2.218	2.238	2.256	2.276
15,3x*	2.262	2.282	2.301	2.321

\* P/E bình quân 10 năm gần nhất của Vn-Index

- Tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên HoSE duy trì tích cực trong năm 2026 sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ VN-Index, đồng thời giúp mặt bằng định giá thị trường trở nên hấp dẫn hơn. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ đạt 2.014 điểm vào cuối năm 2026, tương ứng mức P/E mục tiêu 13,5 lần, thấp hơn khoảng 12% so với mức trung bình 10 năm nhằm phản ánh những rủi ro bất định từ môi trường bên ngoài, đặc biệt là căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông.
- Trong dài hạn, với nền tảng kinh tế vĩ mô ổn định, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực cùng các động lực từ câu chuyện nâng hạng thị trường, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn dư địa để được tái định giá ở mức cao hơn trong những năm tới.

TTCK Việt Nam đã trải qua nửa đầu năm 2026 với nhiều thách thức đến từ những biến động của môi trường bên ngoài, song vẫn cho thấy khả năng chống chịu tích cực. Chúng tôi cho rằng nửa cuối năm 2026 sẽ mở ra nhiều cơ hội hơn cho thị trường khi các động lực hỗ trợ đang dần hội tụ. Việc được FTSE Russell chính thức nâng hạng, cùng những cải cách về hạ tầng thị trường, sẽ góp phần củng cố niềm tin và thu hút dòng vốn mới. Cùng với nền tảng vĩ mô ổn định và tăng trưởng lợi nhuận DN tích cực sẽ tạo động lực để thị trường bứt tốc trong nửa cuối năm 2026

## Kịch bản cơ sở

Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường	Tăng trưởng 21%.
MSCI	Việt Nam được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi T6/2027 và chính thức được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi vào T6/2029.
Thanh khoản thị trường	Giá trị giao dịch bình quân năm 2026 tăng 16% so với năm 2025, lên mức 34 nghìn tỉ đồng/phiên. Dự phóng dựa trên kỳ vọng thanh khoản sẽ cải thiện trong nửa cuối năm nhờ việc triển khai giao dịch xuyên trưa và Việt Nam được FTSE Russell chính thức nâng hạng từ T9/2026.
Fed	Giữ nguyên lãi suất trong nửa cuối năm 2026. Tuy nhiên, rủi ro xuất hiện nếu lạm phát, thể hiện qua chỉ số CPI và PCE lõi, tăng mạnh trong Q3-Q4/26, buộc Fed phải cân nhắc tăng lãi suất một lần trong năm.
Sức mạnh USD	Chỉ số DXY duy trì dưới 100 điểm. Tỷ giá USD/VND ổn định (tăng 1-2% trong năm 2026).
Tín dụng toàn hệ thống	Tăng trưởng 17%.
Mặt bằng lãi suất	Lãi suất huy động và lãi suất cho vay duy trì ổn định trong nửa cuối năm 2026.
Chỉ số P/E của VN-Index	13,5 lần (chiết khấu 12% so với mức bình quân 10 năm gần nhất nhằm phản ánh những rủi ro bất định từ môi trường bên ngoài)
<b>Dự báo VN-Index 2026</b>	<b>VN-Index đóng cửa tại 2.014 điểm, thị trường tăng 12,8% so với giá đóng cửa ngày 31/12/2025</b>

	NGÀNH	XU HƯỚNG	CỔ PHIẾU
Tích cực	Ngân hàng	Ngành ngân hàng bước vào giai đoạn ổn định hơn trong nửa cuối năm 2026, với áp lực thanh khoản hạ nhiệt, trong khi chất lượng tài sản và chi phí dự phòng tiếp tục được kiểm soát	TCB, HDB, VCB
	Dầu khí	Chu kỳ thượng nguồn bước vào giai đoạn cao điểm, được củng cố thêm bởi nhu cầu tự chủ nguồn cung năng lượng; trong khi trung và hạ nguồn nhạy cảm với biến động giá dầu và crack spread.	PVS, PVD
	Điện	Nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới khi El Niño chiếm ưu thế, trong ngắn hạn nhiệt điện sẽ có nhiều dư địa để gia tăng huy động.	POW
	Thép	Nhu cầu xây dựng mạnh mẽ trong nước sẽ là động lực chính thúc đẩy sản lượng tăng trưởng. Bên cạnh đó, việc gia tăng bảo hộ thương mại đối với thép HRC mở ra cơ hội tăng trưởng đối với NSX nội địa.	HPG
	Đầu tư công	Áp lực hoàn thành kế hoạch ĐTC cả năm sẽ thúc đẩy mạnh mẽ tiến độ giải ngân trong nửa cuối năm. Điều này vừa hỗ trợ tâm lý thị trường, vừa tạo ra nhu cầu việc làm lớn cho các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị.	HHV
	Khu công nghiệp	FDI thế hệ mới đang thúc đẩy quá trình phân hóa giữa các chủ đầu tư sở hữu hệ sinh thái công nghiệp toàn diện và các mô hình phát triển KCN truyền thống.	KBC, IDC
	Vận tải & Cảng biển	Nhu cầu nâng cấp chuỗi cung ứng và logistics tiếp tục củng cố vai trò chiến lược của các cụm cảng cửa ngõ trong dài hạn.	GMD, PHP
	Dịch vụ tài chính	Trong nửa cuối năm 2026, thanh khoản thị trường được kỳ vọng phục hồi tích cực hơn, tạo động lực cho hoạt động cho vay ký quỹ tăng trưởng và góp phần cải thiện lợi nhuận toàn ngành chứng khoán.	
Trung lập	Bất động sản dân cư	Định hướng chính sách tập trung vào ở thực, cùng mặt bằng lãi suất cao và tín dụng BĐS thắt chặt đang thúc đẩy quá trình thanh lọc và dịch chuyển cấu trúc của ngành theo hướng ổn định hơn trong dài hạn.	NLG, KDH
	Tiêu dùng & bán lẻ	Lạm phát tăng có thể làm chậm tốc độ hồi phục sức mua, song xu hướng hiện đại hóa ngành cùng chính sách hỗ trợ của Chính phủ vẫn giữ dư địa tăng trưởng cho bán lẻ tiêu dùng trong 2H26.	PNJ, MWG, VNM
	Phân bón	Giá ure dự kiến hạ nhiệt đáng kể trong nửa cuối năm, trong khi giá dầu thế giới kỳ vọng giảm ít hơn sẽ gây áp lực đáng kể lên biên LN gộp. Dù vậy, lợi nhuận ngành sản xuất ure dự kiến vẫn tăng trong 2026.	DCM
	Xuất khẩu	Vẫn còn nhiều bất định trong môi trường thương mại liên quan đến kết quả cuối cùng của cuộc điều tra theo Section 301. Chúng tôi có quan điểm tích cực với nhóm cá tra nhưng trung lập với nhóm dệt may	VHC
Tiêu cực	Hàng không	Căng thẳng Trung Đông đẩy giá nhiên liệu bay tăng cao, khiến giá vé duy trì ở mức cao, làm suy yếu nhu cầu đi lại; các hãng hàng không cắt giảm công suất để ứng phó với áp lực chi phí và thiếu hụt nhiên liệu.	

# Ngân hàng



## Kỳ vọng thanh khoản cải thiện nửa cuối năm

- Chúng tôi kỳ vọng ngành ngân hàng bước vào giai đoạn ổn định hơn trong nửa cuối năm 2026, với áp lực thanh khoản hạ nhiệt.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận toàn ngành tiếp tục duy trì tăng trưởng tích cực, nhờ kiểm soát chi phí hoạt động, chất lượng tài sản ổn định và sự gia tăng đóng góp từ thu nhập ngoài lãi. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận toàn ngành được dự báo duy trì đã tăng trưởng khoảng 16% svck.
- Trong bối cảnh đó, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có lợi thế trong huy động vốn, CASA vững chắc, bộ đệm vốn lớn tạo dư địa tăng trưởng tín dụng, và cơ cấu thu nhập đa dạng, qua đó nâng cao khả năng chống chịu trước các biến động của chu kỳ kinh tế.

## Cổ phiếu ưa thích

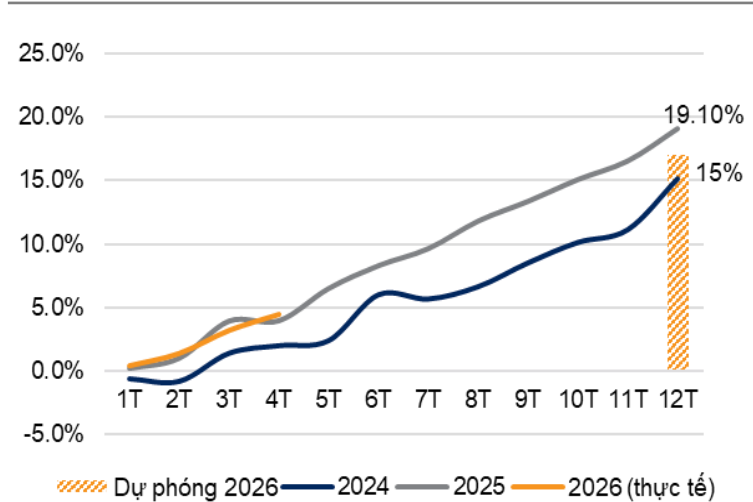
Mã	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
TCB	39.200	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tăng trưởng tín dụng cao hơn ngành, nhưng NIM thu hẹp</li><li>• Phí dịch vụ và danh mục đầu tư là động lực chính của thu ngoài lãi</li><li>• Chất lượng tài sản dự kiến duy trì tốt</li></ul>
HDB	37.100	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tăng trưởng tín dụng là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026</li><li>• Hệ sinh thái ngày càng hoàn thiện thúc đẩy tăng trưởng thu ngoài lãi</li><li>• Kỳ vọng kế hoạch niêm yết các công ty con HDS, HD Saison giúp thúc đẩy quá trình tái định giá ngân hàng</li></ul>
VCB	67.100	<ul style="list-style-type: none"><li>• Giải ngân công thức đẩy tăng trưởng tín dụng của VCB</li><li>• Chi phí vốn được kiểm soát do nắm giữ lượng CASA lớn</li><li>• Doanh thu ngoài lãi sẽ hỗ trợ thêm cho lợi nhuận của ngân hàng năm tới (đặc biệt là doanh thu từ phí)</li></ul>

Chỉ tiêu	2025	Dự phóng 2026	Chi tiết
<b>Tăng trưởng tín dụng toàn ngành *</b>	19%	17%	- Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn trong năm 2026, do 1) áp lực thanh khoản kéo dài và 2) định hướng kiểm soát chặt hơn đối với tín dụng bất động sản, qua đó hạn chế tốc độ mở rộng ở nhóm lĩnh vực có nhu cầu vốn lớn.
<b>Thu ngoài lãi</b>	18%	16%	- Thu nhập ngoài lãi tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định, nhờ đóng góp tích cực từ thu nhập phí trong bối cảnh thị trường chứng khoán sôi động và thị trường trái phiếu phục hồi, và thu hồi nợ xấu
<b>LNTT</b>	17%	16%	- Lợi nhuận toàn ngành tiếp tục duy trì tăng trưởng tích cực, nhờ kiểm soát chi phí hoạt động, chất lượng tài sản ổn định và sự gia tăng đóng góp từ thu nhập ngoài lãi
<b>NIM</b>	3,14%	3,15%	- NIM duy trì ổn định nhờ: 1) áp lực thanh khoản hệ thống dần được cải thiện, giảm bớt áp lực chi phí vốn, 2) Chuyển dịch sang cho vay trung và dài hạn tại các lĩnh vực có biên lãi cao như bất động sản và hạ tầng, giúp cải thiện lợi suất tài sản
<b>Tỷ lệ nợ xấu</b>	2,1%	2,0%	- Tỷ lệ nợ xấu duy trì ổn định nhờ: 1) tăng trưởng tín dụng cao giúp quy mô dư nợ tăng nhanh, hỗ trợ kiểm soát tỷ lệ NPL, 2) quá trình chuyển nhóm nợ thường có độ trễ; và 3) việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án bất động sản góp phần cải thiện dòng tiền của khách hàng, qua đó hỗ trợ khả năng trả nợ
<b>Chi phí dự phòng</b>	1,06%	1,0%	- Chi phí dự phòng trên dư nợ tín dụng dự kiến duy trì ở mức 1% trong năm 2026
<b>Tỷ lệ CIR</b>	31%	30%	- CIR giảm nhờ nâng cao hiệu quả vận hành thông qua số hóa và tối ưu nhân sự

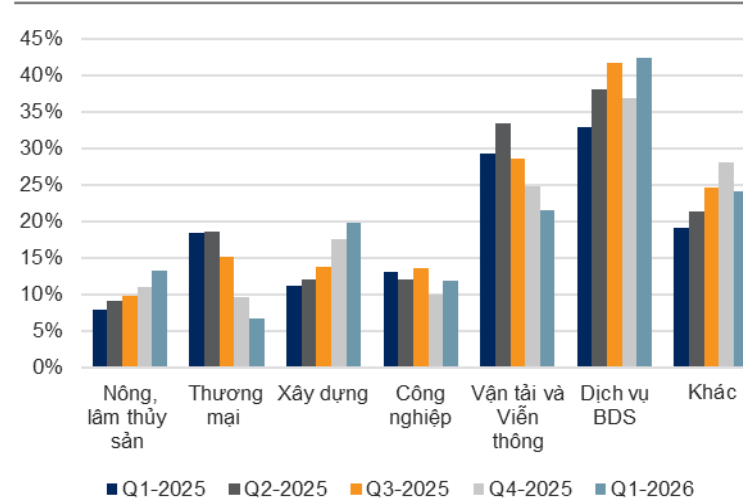
\* Tăng trưởng tín dụng là số liệu của toàn ngành ngân hàng; các chỉ tiêu còn lại được xây dựng dựa trên dự báo của 13 ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi.

Đà tăng tín dụng duy trì tích cực, tạo áp lực lên cấu trúc nguồn vốn của hệ thống

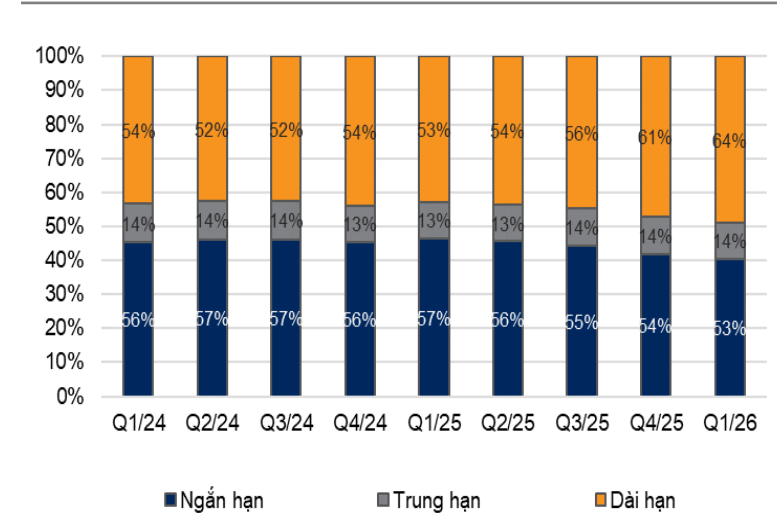
## Nhu cầu tín dụng của nền kinh tế tiếp tục ở mức cao (+5,7% từ đầu năm)



## Tăng trưởng tín dụng (svck) tiếp tục cao tại nhóm xây dựng và BĐS trong Q1/26



## Tỷ trọng cho vay trung và dài hạn tăng



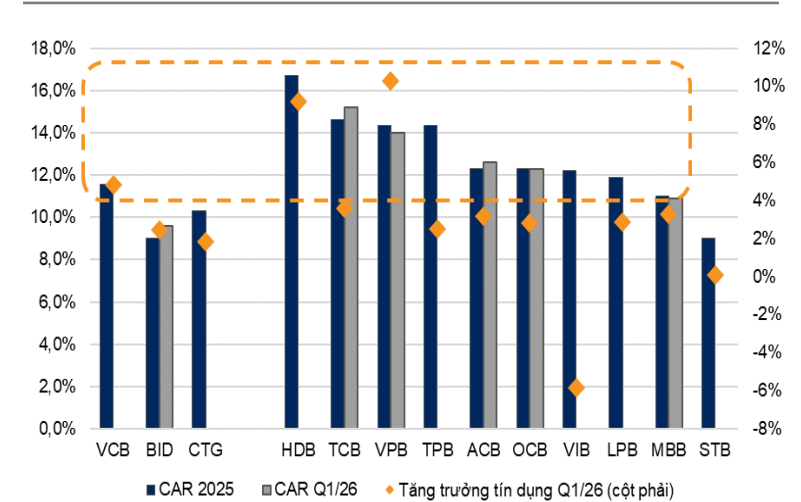
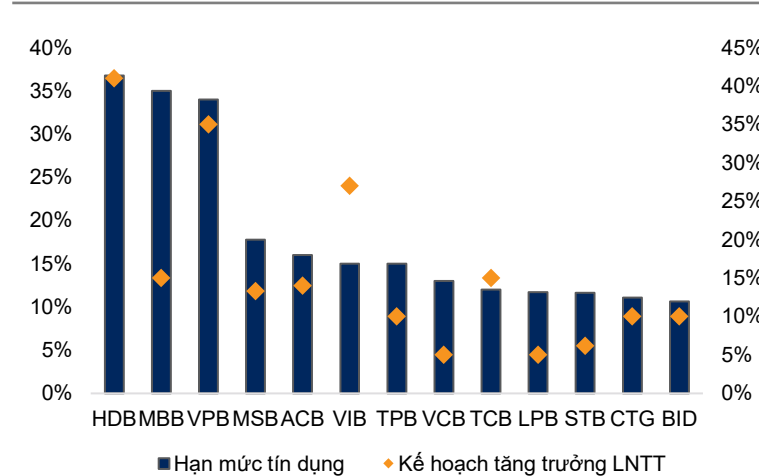
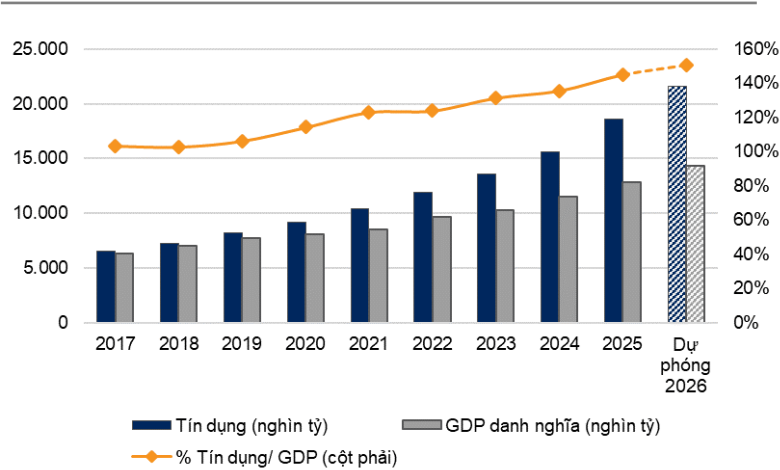
- Tăng trưởng tín dụng toàn ngành duy trì ở mức cao trong 5T26 (5,7% từ đầu năm và +18,2% svck tính đến 29/5/2026) dù nền so sánh năm 2025 đã ở mức cao. Động lực chính đến từ 1) nhu cầu vốn cho các đại dự án quốc gia, 2) sự phục hồi của thị trường bất động sản, và 3) tăng trưởng mạnh của nhóm xây dựng.
- Đà mở rộng tín dụng tại các lĩnh vực này tiếp tục kéo tỷ trọng cho vay trung và dài hạn tăng lên trong Q1/26, phản ánh nhu cầu tài trợ vốn dài hạn ngày càng lớn của nền kinh tế.
- Cơ cấu tài sản dịch chuyển về kỳ hạn dài làm gia tăng áp lực thanh khoản và yêu cầu cân đối kỳ hạn nguồn vốn, qua đó thúc đẩy nhu cầu huy động vốn và áp lực lên mặt bằng lãi suất

Tăng trưởng tín dụng phân hóa, lợi thế thuộc về nhóm ngân hàng có CAR cao

**Tỷ lệ tín dụng/ GDP dự phóng tăng lên 151%, cao hơn các nước có cùng rating BB (52%)**

**Hạn mức tín dụng và kế hoạch LNTT của các ngân hàng trong năm 2026**

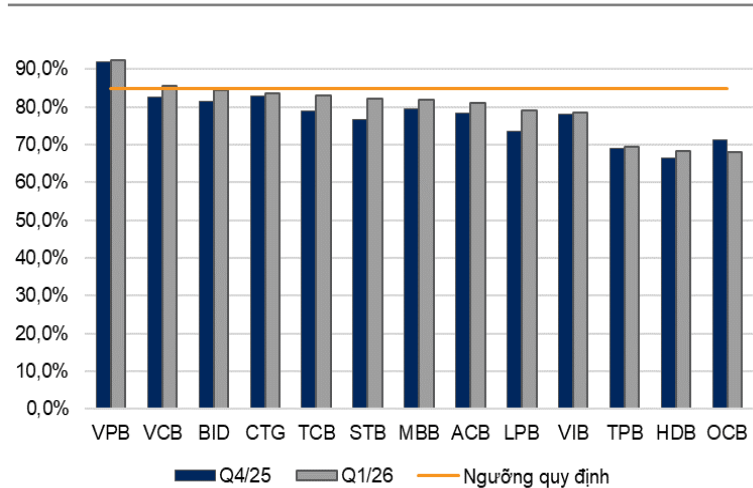
**VPB, HDB và VCB có CAR cao ghi nhận tăng trưởng tín dụng tốt trong Q1/26**



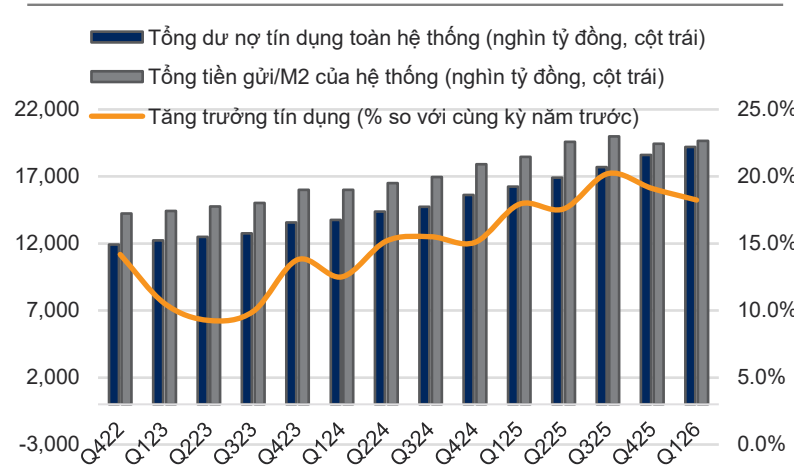
- Chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2026 xuống 16% từ mức 19% trước đó. Theo dự phóng của chúng tôi, tỷ lệ tín dụng/GDP của Việt Nam sẽ tăng lên 151% vào năm 2026, cao hơn đáng kể so với mức bình quân 52% của các quốc gia có cùng mức xếp hạng tín nhiệm BB. Điều này cho thấy dư địa mở rộng tín dụng của hệ thống đang thu hẹp và tăng trưởng sẽ phân hóa nhiều hơn giữa các ngân hàng.
- Trong bối cảnh đó, các ngân hàng có tỷ lệ CAR cao sẽ có lợi thế rõ rệt nhờ 1) dư địa tăng trưởng tín dụng lớn hơn, 2) khả năng đáp ứng nhu cầu vốn của các dự án quy mô lớn, và 3) bộ đệm vốn tốt hơn trước các lĩnh vực có hệ số rủi ro cao như bất động sản và xây dựng.
- Ngược lại, các ngân hàng có CAR thấp sẽ chịu áp lực bổ sung vốn lớn hơn để duy trì tăng trưởng tín dụng, trong đó áp lực này rõ nét hơn tại một số ngân hàng quốc doanh.

Chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động, cùng áp lực tỷ giá và lạm phát, khiến thanh khoản hệ thống tiếp tục chịu sức ép.

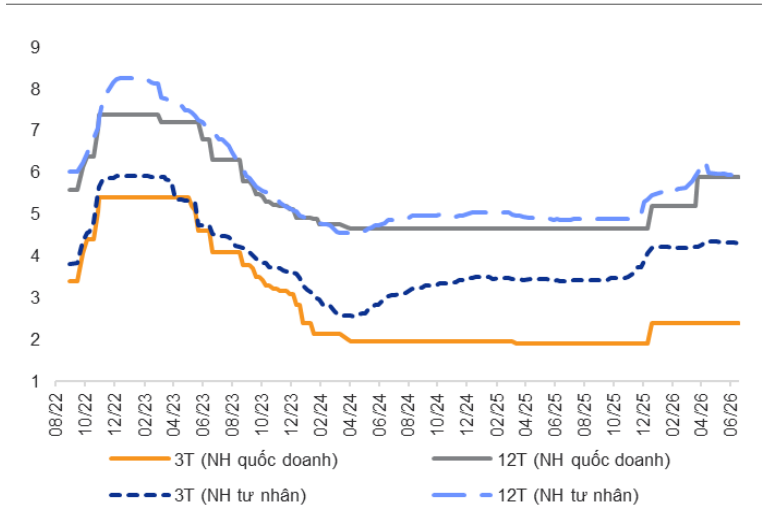
## Nhiều ngân hàng tiến sát ngưỡng LDR quy định trong Q1/26



## Khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng và huy động tiếp tục nới rộng



## Áp lực thanh khoản khiến mặt bằng lãi suất huy động tăng

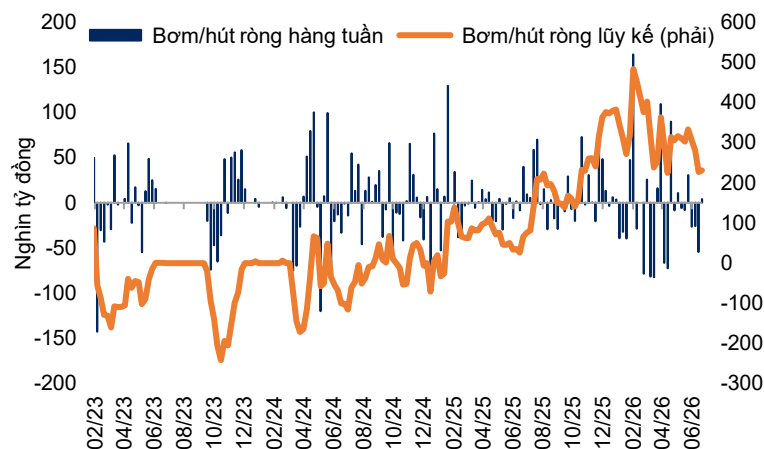


- Áp lực thanh khoản của hệ thống tiếp tục gia tăng khi tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao trong khi huy động vốn theo kịp chậm hơn trong năm 2025. Trong Q1/26, áp lực này trở nên rõ nét hơn do 1) cú sốc địa chính trị khiến giá dầu và lạm phát tăng cao (CPI tháng 5 tăng 5,6% svck, CPI lõi tăng 4,67% svck) và NHNN ưu tiên ổn định tỷ giá, 2) tín dụng tăng nhanh trong khi huy động theo chậm hơn, và 3) tiến độ giải ngân đầu tư công chưa đạt kỳ vọng. Điều này đẩy mặt bằng lãi suất huy động tăng khoảng 60 điểm cơ bản lên 5,93% vào cuối T5/26.
- Để hỗ trợ thanh khoản và ổn định mặt bằng lãi suất, SBV đã triển khai nhiều biện pháp gồm 1) cho phép tính 20% tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước vào LDR, 2) tăng cường điều phối với các NHTM, và 3) thanh tra các ngân hàng tăng lãi suất huy động quá mức.

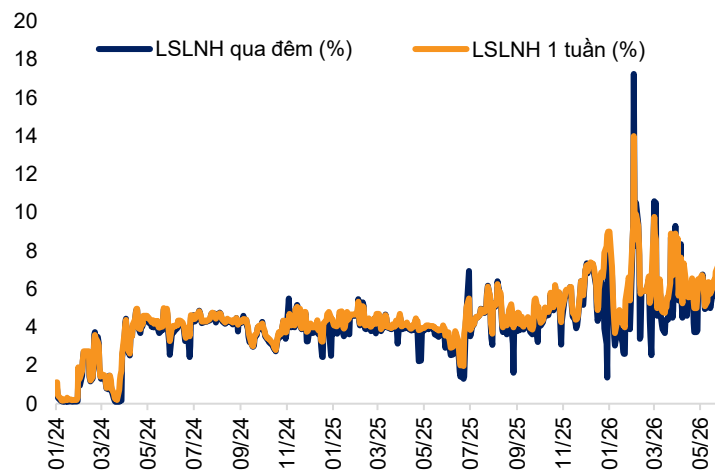
## 2H26: Áp lực thanh khoản được kỳ vọng hạ nhiệt

Áp lực thanh khoản hệ thống được kỳ vọng sẽ giảm nhờ 1) giải ngân đầu tư công tăng tốc; 2) hoạt động xuất khẩu duy trì tích cực, 3) gia tăng huy động vốn từ thị trường quốc tế; và 4) các kế hoạch tăng vốn của ngân hàng

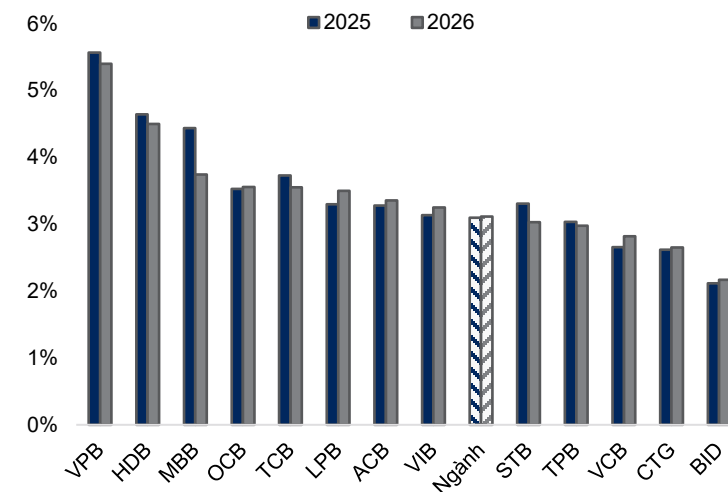
### OMO liên tục ở trạng thái bơm ròng trong 5T26



### Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm



### Dự phóng NIM của các ngân hàng trong danh mục



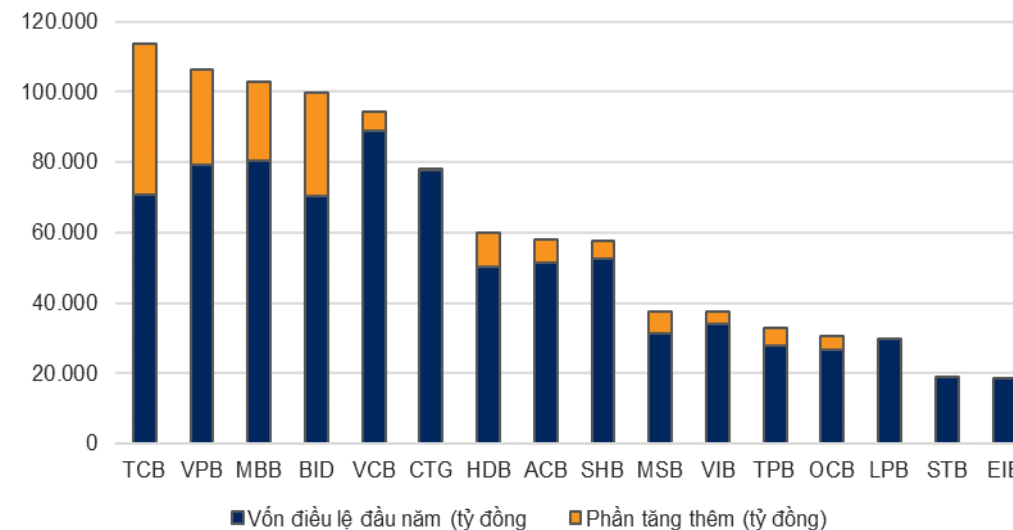
- Chúng tôi kỳ vọng áp lực thanh khoản sẽ dần hạ nhiệt từ Q3/2026 nhờ tiến độ giải ngân của Kho bạc Nhà nước được đẩy mạnh hơn, cùng với sự cải thiện của hoạt động xuất khẩu trong các tháng cuối năm và xu hướng gia tăng huy động vốn quốc tế của các ngân hàng thương mại. Bên cạnh đó, các chính sách mới của Chính phủ nhằm thúc đẩy huy động vốn, như nới lỏng điều kiện phát hành trái phiếu đối với doanh nghiệp PPP và xem xét triển khai tái cấp vốn cho một số dự án nhà ở cho thuê dài hạn, được kỳ vọng sẽ góp phần giảm áp lực lên thanh khoản hệ thống.
- Chúng tôi dự phóng NIM ngành ngân hàng duy trì quanh mức 3,1% trong năm 2026, cao hơn khoảng 10 điểm cơ bản so với Q1/2026, nhờ lợi suất tài sản phục hồi khi lãi suất cho vay dần được tái định giá và tín dụng dịch chuyển sang các dự án đầu tư công trung và dài hạn, trong khi chi phí vốn được hỗ trợ bởi sự cải thiện của thanh khoản hệ thống.

Các ngân hàng đang đẩy mạnh tăng vốn điều lệ và bộ đệm vốn, đáp ứng các yêu cầu mới của Thông tư 14 theo định hướng tiệm cận Basel III.

## Kế hoạch tăng vốn của các ngân hàng trong năm 2026

Ngân hàng	Vốn điều lệ đầu năm (tỷ VND)	Cổ tức bằng cổ phiếu 2026 (triệu CP)	ESOP (triệu cp)	Chào bán cho cổ đông hiện hữu	Phát hành cho nhà đầu tư nước ngoài (triệu CP)	Phát hành cho nhà đầu tư trong nước (triệu CP)	Vốn điều lệ sau tăng (tỷ VND)
VCB	88.988				543		94.419
TCB	70.863		36	4.252			113.739
VPB	79.339	2.066			624		106.243
BID	70.213	1.897			264	780	99.626
CTG	77.670	16					77.832
MBB	80.550	1.208		806		200	102.687
ACB	51.367	668					58.045
VIB	34.040	323	8				37.355
TPB	27.741	416	100				32.902
STB	18.852						18.852
OCB	26.631	399					30.625
HDB	50.172					989	60.063
SHB	52.443	534					57.787
EIB	18.688						18.688
LPB	29.873						29.873
MSB	31.200	624					37.440

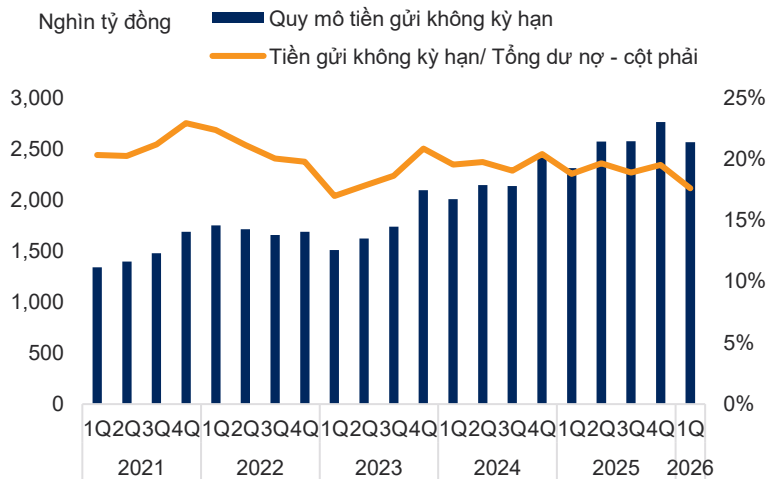
## TCB, VPB, MBB là những ngân hàng đầu tiên có vốn điều lệ vượt mức 100 nghìn tỷ đồng



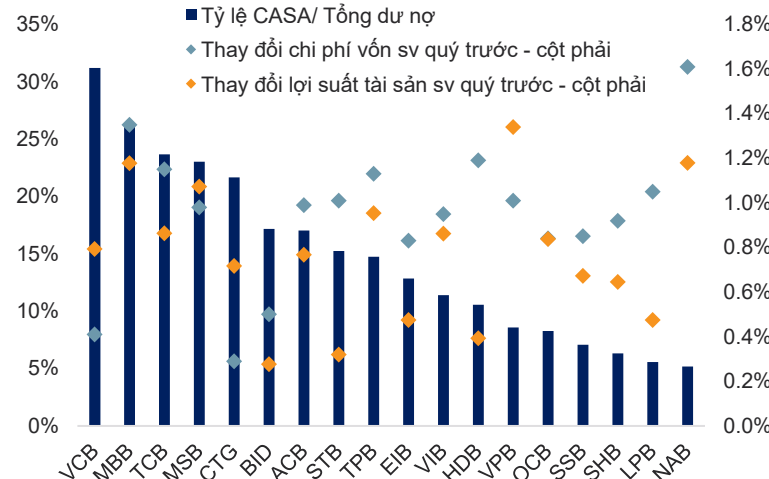
- Việc triển khai Thông tư 14 với định hướng tiệm cận Basel III đang thúc đẩy các ngân hàng đẩy nhanh kế hoạch tăng vốn trong năm 2026. Các ngân hàng tập trung tăng cường tìm kiếm nguồn vốn mới thông qua 1) phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược, và 2) phát hành ESOP nhằm củng cố bộ đệm vốn.
- Xu hướng này không chỉ hỗ trợ tăng trưởng tín dụng trong các năm tới mà còn giúp các ngân hàng cải thiện khả năng hấp thụ rủi ro và đáp ứng các tiêu chuẩn an toàn vốn ngày càng khắt khe hơn.
- Hầu hết các ngân hàng đều có kế hoạch tăng vốn điều lệ thông qua chia cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ cao. Tăng vốn điều lệ không chỉ giúp các ngân hàng chủ động trọng chiến lược kinh doanh mà còn là nền tảng để gia tăng vốn tự có và tạo dư địa phát triển các mảng kinh doanh mới.

## CASA trở thành lợi thế chiến lược dưới Basel III

### CASA toàn ngành giảm đáng kể trong Q1/26



### NH quốc doanh có tỷ lệ CASA cao chịu tác động thấp hơn từ việc chi phí vốn tăng

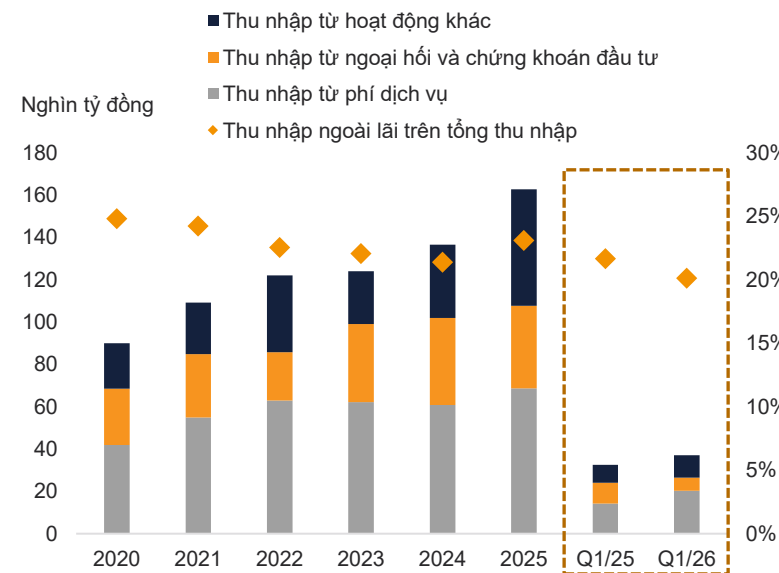


### Cấu phần ASF và trọng số

Cấu phần ASF	Hệ số ASF (Dự thảo thay thế TT22)
Vốn tự có (không bao gồm vốn cấp 2 có thời gian đáo hạn dưới 1 năm)	100%
Tiền gửi của KHCN và SMEs (< 1 năm)	90-100%
Tiền gửi KHDN lớn (<1 năm)	50%
Huy động từ Chính phủ, tổ chức công lập của Chính phủ (PSEs), tổ chức tài chính quốc tế (<1 năm)	50%-100%
Tiền gửi liên ngân hàng	50%
Huy động vay từ NHNN, TCTD khác (<1 năm)	0-50%

- Ngân hàng Nhà nước đã ban hành dự thảo sửa đổi 22/2019/TT-NHNN, theo hướng tiếp cận gần hơn với chuẩn mực Basel III thông qua việc xem xét áp dụng các chỉ tiêu quan trọng như LEV, NSFR và LCR. Chúng tôi cho rằng trong trung và dài hạn, các ngân hàng sẽ phải điều chỉnh cấu trúc nguồn vốn theo hướng bền vững hơn, trong đó ưu tiên tăng cường vốn chủ sở hữu, mở rộng các nguồn vốn vay nước ngoài kỳ hạn dài, phát hành giấy tờ có giá cho thị trường 1 đồng thời giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn vốn ngắn hạn từ thị trường liên ngân hàng.
- Ở góc độ dài hạn, chúng tôi cho rằng CASA từ KHCN và SMEs sẽ trở thành lợi thế cạnh tranh cốt lõi của các ngân hàng, đặc biệt trong bối cảnh các quy định an toàn thanh khoản tại Việt Nam đang dần được điều chỉnh theo hướng tiệm cận Basel III với các yêu cầu chặt chẽ hơn đối với NSFR, trong đó CASA và các nguồn tiền gửi KHCN và SME dưới 1 năm được tính hệ số ASF rất cao 90-100%. Các ngân hàng có CASA thấp và nền tảng huy động yếu sẽ buộc phải điều chỉnh cấu trúc nguồn vốn theo hướng kém hiệu quả hơn, như giảm tỷ trọng cho vay dài hạn hoặc tăng huy động từ các nguồn có chi phí vốn cao hơn như tiền gửi có kỳ hạn, hoặc tăng vốn. Ngược lại, các ngân hàng sở hữu CASA cao và nền tảng huy động tiền gửi bán lẻ vững chắc (VCB, CTG, TCB, MBB) sẽ có lợi thế rõ rệt cả về chi phí vốn, khả năng tăng trưởng và mức độ tuân thủ quy định.

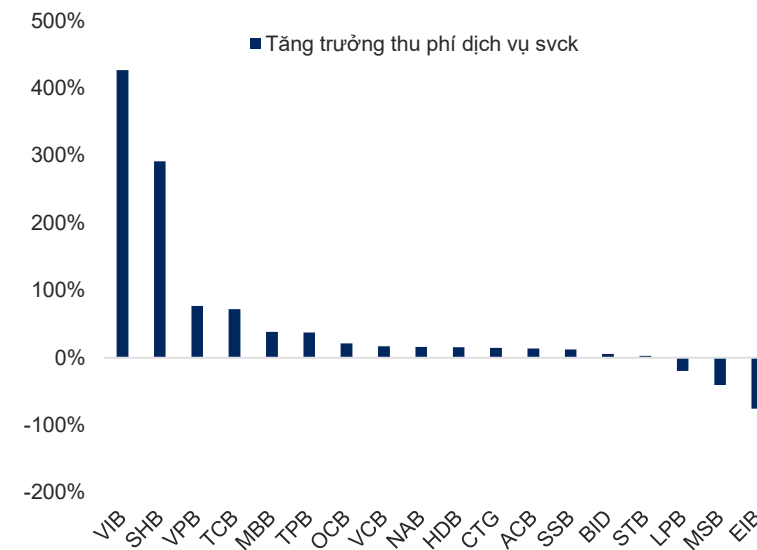
## Thu nhập ngoài lãi đang tăng trở lại đóng góp thêm và sự tăng trưởng TOI



## Thu nhập phí dịch vụ duy trì đà tăng trưởng tích cực



## ...dẫn dắt bởi các ngân hàng lớn cùng hệ sinh thái toàn diện



- Trong bối cảnh NIM chịu nhiều áp lực, thu nhập ngoài lãi đóng vai trò ngày càng quan trọng trong cơ cấu thu nhập của ngân hàng
- Thu phí dịch vụ trong Q1/2026 tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực (+41% svck), chủ yếu được dẫn dắt bởi sự cải thiện của thu nhập từ dịch vụ thanh toán, dịch vụ thẻ,... Chúng tôi kỳ vọng nguồn thu này sẽ tiếp tục tăng trưởng trong nửa cuối năm 2026 khi nhu cầu thanh toán, chi tiêu và hoạt động giao dịch của khách hàng thường gia tăng vào cuối năm. Bên cạnh đó, hoạt động tư vấn và phát hành trái phiếu doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ sôi động hơn trong nửa cuối năm, qua đó hỗ trợ tăng trưởng thu nhập ngoài lãi tại một số ngân hàng có thế mạnh trong mảng dịch vụ ngân hàng đầu tư.

## Từ ngân hàng đến nền tảng tài chính tích hợp

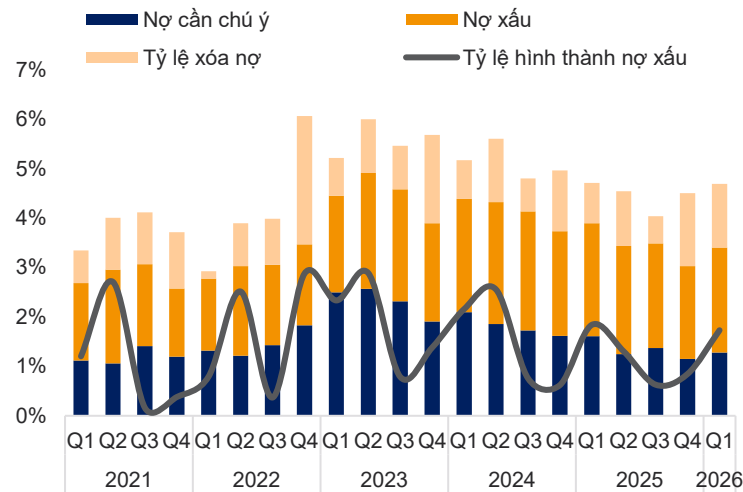
Loại hình công ty	TCB	MBB	VPB	HDB
Dịch vụ chứng khoán	TCBS	MBS	VPX	HDBS
Bảo hiểm nhân thọ	TC Life	MB Ageas MIC	OPES Life	HDI
Tài chính tiêu dùng		Mcredit	Fecredit	HD Saison
Ngân hàng số/Neo bank			Cake By VPBank	Vikki Bank
Quản lý tài sản	TCBS WM	MB Capital	VPBankS / VPBank AM	HD Capital

Tài sản số	Hướng tới phục vụ chuỗi giá trị tài sản số từ "tokenize" tài sản số đến việc lưu ký	Tập trung vào hai khâu quan trọng mà ngân hàng có năng lực lõi: đảm bảo thanh toán và cung cấp dịch vụ cho nhà đầu tư.	VPBank không kinh doanh tài sản số mà cung cấp dịch vụ hỗ trợ cho hoạt động giao dịch tài sản số	
Open API/ BaaS	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tập trung kết nối với khách hàng cung cấp dịch vụ thanh toán, quản lý dòng tiền và tích hợp vào hệ thống ERP / kế toán</li> <li>- Liên kết với các đối tác trong hệ sinh thái để hỗ trợ thanh toán, giải ngân và thu hộ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ngân hàng đi đầu lĩnh vực BaaS</li> <li>- MB đã kết hợp mạch lạc dịch vụ của mình với hơn 1.000 doanh nghiệp trong đó có những tên tuổi hàng đầu như WinCommerce, THMilk, Vietnam Airlines, Momo, Zalopay, Vetc, Epass</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Liên kết đối tác nội bộ trong cùng hệ sinh thái</li> <li>- Liên kết với các đối tác Fintech như MoMo, ZaloPay... để cung cấp dịch vụ thanh toán, nạp/rút tiền và tích hợp tài chính trên các nền tảng ví điện tử.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Liên kết đối tác nội bộ trong cùng hệ sinh thái</li> <li>- Liên kết với các đối tác như EduPay, Medipay, Payoo... để cung cấp hạ tầng thanh toán và dịch vụ tài chính nhúng trực tiếp vào các hệ sinh thái giáo dục, y tế và bán lẻ.</li> </ul>

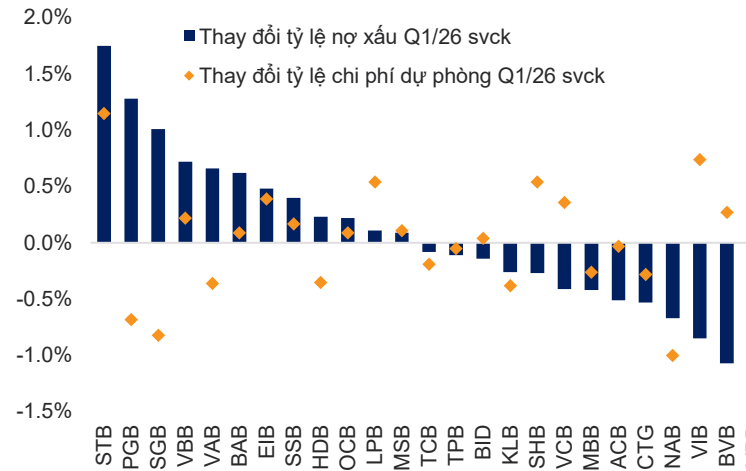
- “Beyond Banking” là chiến lược mở rộng mô hình kinh doanh của ngân hàng vượt ra ngoài các dịch vụ truyền thống như huy động, cho vay và thanh toán, hướng tới xây dựng một hệ sinh thái tài chính – tiêu dùng toàn diện.
- Lợi thế đang nghiêng về những ngân hàng có hệ sinh thái toàn diện và hoạt động hiệu quả (như VPB, MBB, TCB, ACB) tận dụng được mô hình hiệp lực tập đoàn để cải thiện doanh thu ngoài lãi. Các ngân hàng này đang từng bước xây dựng hệ sinh thái theo hướng (i) tích hợp dịch vụ trong nội bộ tập đoàn như chứng khoán, bảo hiểm, tài chính tiêu dùng nhằm tối ưu hóa nguồn lực bán chéo, và (ii) mở rộng kết nối với các đối tác bên ngoài (ví điện tử hoặc các cổng thanh toán) qua đó mang lại trải nghiệm và giữ chân được khách hàng tốt hơn trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng.

## Tỷ lệ nợ xấu duy trì trong ngưỡng kiểm soát

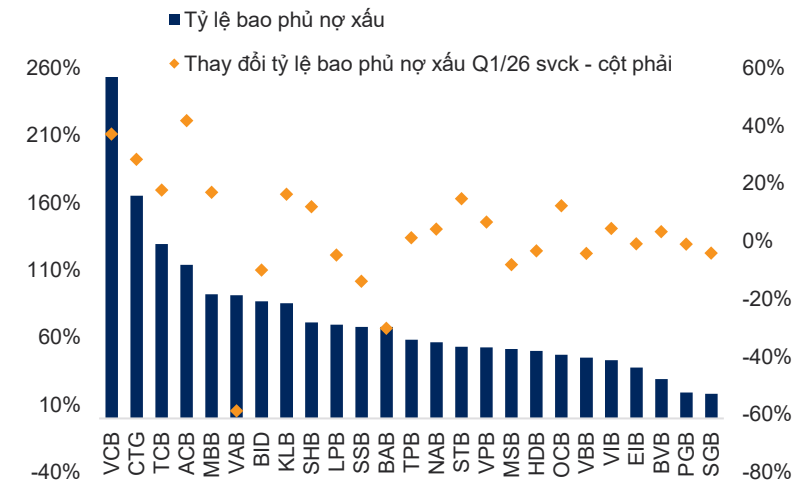
### Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành



### ... các ngân hàng nhỏ đang chịu áp lực nợ xấu gia tăng



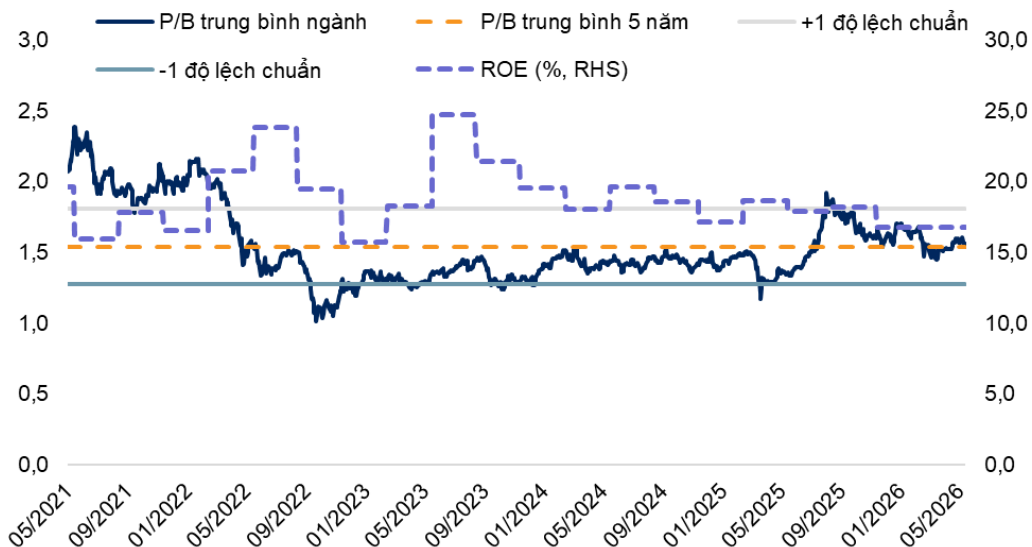
### ... Các ngân hàng sẽ cần cải thiện bộ đệm dự phòng



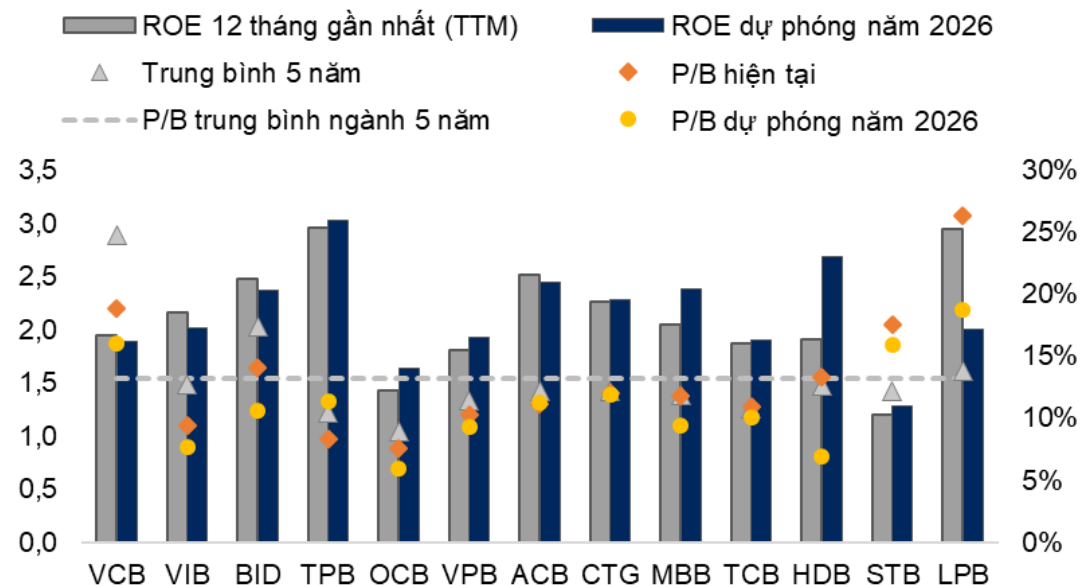
- Mặc dù, tỷ lệ hình thành nợ xấu đang có dấu hiệu gia tăng trở lại trong Q1/26, cho thấy rủi ro về chất lượng tài sản vẫn còn hiện hữu, đặc biệt ở nhóm ngân hàng vừa và nhỏ (PGB, BAB, SGB, VBB) với tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu của ngành ngân hàng sẽ duy trì trong ngưỡng kiểm soát nhờ (1) xu hướng thắt chặt tiêu chuẩn tín dụng đối với các dự án bất động sản có mức độ rủi ro cao, đồng thời đẩy mạnh tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án gặp khó khăn; và (2) đà tăng trưởng tín dụng ổn định, qua đó góp phần trung hòa và hạn chế áp lực gia tăng tỷ lệ nợ xấu.
- Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng trong danh mục theo dõi sẽ duy trì ở mức 2.1% trong năm 2026 (thấp hơn 10bps so với năm trước), trong khi chi phí dự phòng trên dư nợ tín dụng dự kiến vẫn duy trì ở mức 1% trong năm 2026.

Ưu tiên các ngân hàng có ROE cao, vốn mạnh và định giá hấp dẫn

## P/B của toàn ngành ngân hàng hiện đã về mức trung bình 5 năm trở lại đây



## VCB, VIB, BID, TPB có mức P/B thấp hơn trung bình 5 năm của chính cổ phiếu



- Xét về định giá, ngành ngân hàng hiện đang giao dịch ở mức P/B 1,54x, tương đương mức bình quân 5 năm. Chúng tôi đánh giá mặt bằng định giá hiện tại là hợp lý khi ROE forward của các cổ phiếu trong danh mục đạt 18,4%, gần tương đương ROE trượt 12 tháng là 18,2%. Trong bối cảnh định giá toàn ngành đã phản ánh phần lớn triển vọng tăng trưởng, cơ hội đầu tư trở nên chọn lọc hơn.
- Một số ngân hàng vẫn đang giao dịch dưới mức P/B trung bình 5 năm của chính mình, tạo ra cơ hội đầu tư hấp dẫn. Các cổ phiếu nổi bật gồm VCB, BID, TPB và VIB.
- Chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có ROE cao, nền tảng vốn vững chắc và khả năng thích ứng tốt với các tiêu chuẩn Basel III. Các cổ phiếu ưa thích gồm HDB, VCB và TCB.

**Thông tin cổ phiếu:**

Giá hiện tại	39.200
Tiềm năng tăng giá	17,5%
Tỷ suất cổ tức	3,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	18,4%
Thị giá vốn (tr USD)	10.488
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	16,3
Sở hữu NN (tr USD)	7.766
P/B hiện tại	1,5

Tổng quan tài chính	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng LN ròng (svck)	17,5%	16,6%	19,4%	15,6%
Tăng trưởng tín dụng (svck)	20,7%	15,5%	15,2%	14,7%
NIM	3,73%	3,55%	3,74%	3,91%
Hệ số CASA	32,2%	32,2%	35,7%	35,5%
Tỷ lệ nợ xấu	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%
Bộ đệm dự phòng (LLR)	128,1%	143,7%	148,6%	176,2%
ROAE	16,0%	16,3%	17,0%	17,2%

**Luận điểm đầu tư:****Tăng trưởng tín dụng cao hơn ngành, nhưng NIM thu hẹp**

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 15,5% trong năm 2026, cao hơn hạn mức ban đầu 12% và nhỉnh hơn mức định hướng ~15% của NHNN, nhờ lợi thế về CASA, năng lực mạnh trong thị trường vốn nợ và khả năng cao được nói thêm room tín dụng. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ cho vay bất động sản, tài trợ hạ tầng và mở rộng cho vay tín chấp, trong đó chiến lược thu xếp – hợp vốn – phân phối lại dư nợ. Ở chiều lợi suất, chúng tôi kỳ vọng AY tăng nhờ tăng tỷ trọng cho vay tín chấp và tài trợ hạ tầng, nhưng NIM năm 2026 dự kiến thu hẹp do chi phí vốn tăng nhanh hơn mức cải thiện của AY. Cụ thể, COF dự phóng tăng do áp lực huy động vốn gia tăng và tỷ lệ CASA dần bình thường hóa, qua đó hạn chế khả năng mở rộng biên lãi trong năm tới.

**Phí dịch vụ và danh mục đầu tư là động lực chính của thu ngoài lãi**

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi tăng 19,4% svck trong năm 2026, chủ yếu được dẫn dắt bởi thu nhập phí – cấu phần lớn nhất, chiếm 57,6% tổng Non-IL năm 2025 – cùng với hoạt động đầu tư, chiếm 18,7% và dự kiến tăng 20% svck. Chúng tôi dự phóng thu nhập phí thuần (NFI) tăng 20% svck, cao hơn mức 9,1% của năm 2025, nhờ tăng trưởng mạnh của phí ngân hàng đầu tư, đặc biệt ở các hoạt động liên quan đến trái phiếu, cùng với sự cải thiện của phí LC, quản lý dòng tiền và thanh toán. Động lực này được hỗ trợ bởi thế mạnh của TCB trong thị trường vốn nợ, vai trò ngày càng lớn trong hoạt động thu xếp/hợp vốn, cũng như việc liên tục giới thiệu các giải pháp mới để đáp ứng nhu cầu khách hàng và duy trì tăng trưởng bền vững nguồn thu dịch vụ.

**Chất lượng tài sản dự kiến duy trì tốt**

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm nhẹ về 0,94% trong năm 2026, qua đó hỗ trợ tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cải thiện lên 143,7%. Mặc dù TCB mở rộng sang các phân khúc rủi ro cao hơn như cho vay tín chấp và tài trợ hạ tầng, chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát tốt nhờ năng lực mạnh trong cấu trúc giao dịch, danh mục cho vay BDS cốt lõi chất lượng cao và độ trễ trong việc phản ánh nợ xấu trên báo cáo tài chính. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng giảm về 0,5% trong năm 2026, dù vẫn sẽ theo dõi sát tỷ lệ SML như chỉ báo sớm về rủi ro mới phát sinh trong bối cảnh vĩ mô còn tiềm ẩn bất định.

**Mức P/B hiện tại của TCB là 1,32x**, và chúng tôi cho rằng cổ phiếu vẫn còn dư địa tăng giá. Với kỳ vọng mô hình Wealthtech sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng và hiệu quả sinh lời, chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu 2,5x cho TCBS, cao hơn mức 2,0x của trung bình top 5 công ty chứng khoán.

**VCB (Báo cáo cập nhật)**
**Thông tin cổ phiếu:**

			2024	2025	2026	2027
Giá mục tiêu	VND67.100	Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	2.4%	4.0%	18.6%	18.4%
Tiềm năng tăng giá	9,5%	Tăng trưởng tín dụng svck	14.1%	15.5%	15.0%	16.0%
Tỷ suất cổ tức	0%	Biên lãi ròng (NIM)	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%
Tổng lợi tức	10%	Tỷ lệ CASA	3.0%	34%	33%	34%
Vốn hóa (tr USD)	19.461	Tỷ lệ nợ xấu	0.96%	0.58%	0.6%	0.62%
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	17	Tỷ lệ bao nợ xấu LLR	223%	259%	224%	204%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	1.908	ROE trung bình	18.6%	16.6%	16.8%	16.8%

**Luận điểm đầu tư:**
**NIM cải thiện nhờ tăng trưởng tín dụng và kiểm soát nguồn chi phí đầu vào**

Chúng tôi cho rằng VCB có thể tăng trưởng tín dụng khoảng 15% trong năm 2026 nhờ tham gia giải ngân cho các đại dự án quốc gia như dự án đường cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2, Sân bay Quốc tế Long Thành, và các dự án đường sắt đô thị tại Hà Nội và TP.HCM... Việc đẩy mạnh giải ngân khoản vay trung, dài hạn cùng với việc duy trì lượng CASA lớn ổn định cũng giúp VCB điều tiết được NIM tốt hơn các ngân hàng khác.

**Doanh thu ngoài lãi sẽ là động lực cho tăng trưởng lợi nhuận năm 2026**

Sau một thời gian chững lại của doanh thu ngoài lãi, chúng tôi dự báo năm 2026, Vietcombank sẽ ghi nhận sự tăng trưởng trở lại mạnh mẽ của doanh thu ngoài lãi, dự báo tăng khoảng 10%, nhờ các hoạt động liên quan đến xử lý nợ xấu, thu phí dịch vụ (đặc biệt là các hoạt động phí liên quan đến banca và tài trợ thương mại).

**Ngân hàng tiếp tục phát triển hệ sinh thái sản phẩm, dịch vụ**

Vietcombank đang đẩy mạnh phát triển mảng hoạt động chứng khoán thông qua kế hoạch tăng vốn cho công ty chứng khoán VCBS lên gấp gần 5 lần trước đây (từ 2,5 nghìn tỷ đồng lên 12,5 nghìn tỷ đồng) và đang có kế hoạch tham gia vào thị trường vàng khi nhà nước cấp phép, bổ sung thêm các nguồn thu nhập mới trong dài hạn.

**Hoạt động tăng vốn dự kiến thực hiện năm 2026, gia cố nguồn vốn cho VCB**

Chúng tôi cho rằng việc Thông tư 14 ra đời đang thúc đẩy nhu cầu rất lớn về vốn cho VCB. Chính vì vậy, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ thực hiện việc tăng vốn này ngay trong Quý 2 2026 và thực hiện nhằm gia cố thêm bộ đệm vốn cho VCB khi tăng trưởng tín dụng tiếp tục gia tăng gây áp lực lên CAR của ngân hàng.

**HDB (Báo cáo cập nhật)**
**Thông tin cổ phiếu:**

			2024	2025	2026	2027
Giá mục tiêu	VND39.500	Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	28,2%	28,7%	32%	25,8%
Tiềm năng tăng giá	55,5%	Tăng trưởng tín dụng svck	28,9%	23,5%	35,0%	33,0%
Tỷ suất cổ tức	0%	Biên lãi ròng (NIM)	5,2%	4,6%	4,5%	4,7%
Tổng lợi tức	56%	Tỷ lệ CASA	12,0%	12,0%	13,0%	13,0%
Vốn hóa (tr USD)	4.834	Tỷ lệ nợ xấu	1,9%	2,4%	2,3%	2,1%
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	11	Tỷ lệ bao nợ xấu LLR	68,7%	54,8%	60,3%	72,4%
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	274	ROE trung bình	25,7%	25,3%	25,5%	25,2%

**Luận điểm đầu tư:**
**Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026**

HDB nằm trong nhóm các ngân hàng được ưu tiên nhờ tham gia chương trình chuyển giao ngân hàng đặc biệt với hạn mức room tín dụng trên 30%. Cộng hưởng với sự phục hồi của mảng cho vay bán lẻ và quản trị thanh khoản tốt được phản ánh qua tỷ lệ LDR thấp hơn trung bình ngành, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ duy trì đà tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ khoảng 30-35% trong giai đoạn 2026–2027. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên lãi ròng NIM của ngân hàng có thể giảm nhẹ xuống mức 4,5% trong năm 2026 (từ mức 4,6% năm 2025), phản ánh áp lực chi phí vốn gia tăng, trong khi cần duy trì lãi suất đầu ra hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng

**Chi phí dự phòng dự kiến giảm mạnh trong năm 2026**

Trong Q1/26 chi phí dự phòng trên tổng dư nợ của ngân hàng giảm xuống còn 0,8% (từ mức 1,2% Q1/25) phản ánh áp lực trích lập dự phòng đang dần hạ nhiệt. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong 12–18 tháng tới khi chất lượng tài sản từng bước cải thiện và phần lớn chi phí dự phòng đã được ghi nhận trong các giai đoạn trước.

**Hệ sinh thái ngày càng hoàn thiện thúc đẩy tăng trưởng thu nhập ngoài lãi**

Trong năm 2025, thu nhập ngoài lãi của HDB tăng vọt 147% svck, được dẫn dắt bởi sự tăng trưởng của phí dịch vụ ngân hàng đầu tư – bao gồm phí phân phối trái phiếu – cũng như mức thu nhập cao hơn từ hoạt động bancassurance, đầu tư trái phiếu tổ chức tín dụng và thu hồi nợ xấu. Chúng tôi kỳ vọng thu ngoài lãi của ngân hàng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2026, với sự đóng góp ngày càng lớn từ các công ty con trong hệ sinh thái.

**Kỳ vọng từ kế hoạch cổ phần hóa HD Saison, HD Securities**

Liên quan đến kế hoạch niêm yết, HDB đã công bố ý định IPO các công ty HD Saison, HD Securities. Kế hoạch này được kỳ vọng sẽ củng cố bộ đệm vốn của ngân hàng, bổ sung nguồn lực để duy trì đà tăng trưởng tín dụng, đồng thời tác động tích cực đến tâm lý thị trường và định giá của ngân hàng mẹ.

# Dịch vụ tài chính

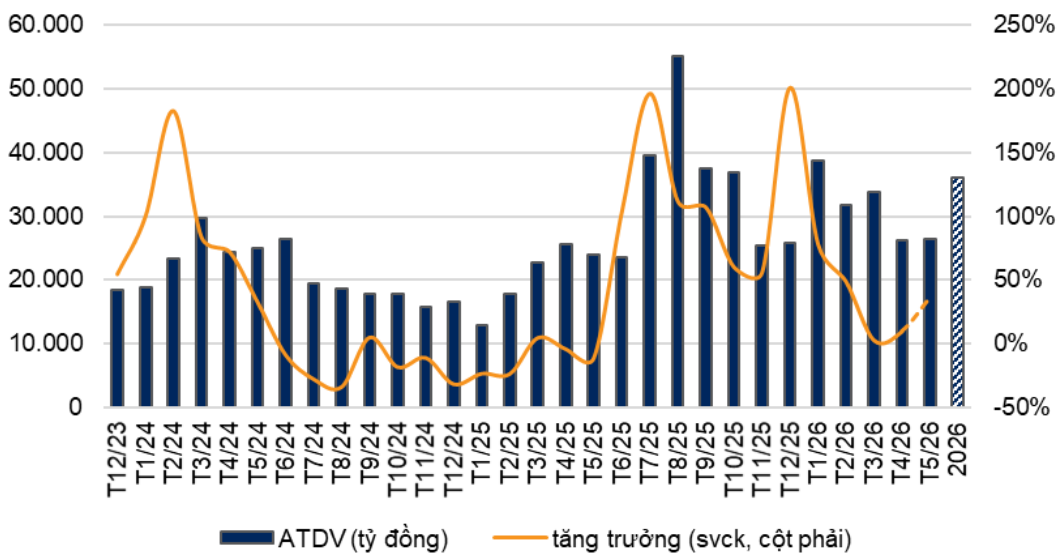
## Kỷ nguyên mới cho thị trường vốn

- Mặc dù trong Q1/2026 ngành chứng khoán đối mặt nhiều thách thức, lợi nhuận trước thuế toàn ngành vẫn duy trì tăng trưởng, chủ yếu được dẫn dắt bởi mảng cho vay ký quỹ.
- Bước sang nửa cuối năm 2026, chúng tôi cho rằng thanh khoản thị trường sẽ dần cải thiện so với mức thấp trong 5 tháng đầu năm, qua đó hỗ trợ tăng trưởng cho vay ký quỹ
- Các yếu tố dài hạn như cải cách thị trường vốn và lộ trình hướng tới việc được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng của MSCI vẫn là động lực đầu tư hấp dẫn đối với ngành chứng khoán. Bên cạnh đó, định giá P/B của ngành chứng khoán đã điều chỉnh về mức trung bình 5 năm, qua đó mở ra dư địa tăng giá trong năm 2026 khi lợi nhuận ngành được kỳ vọng cải thiện.

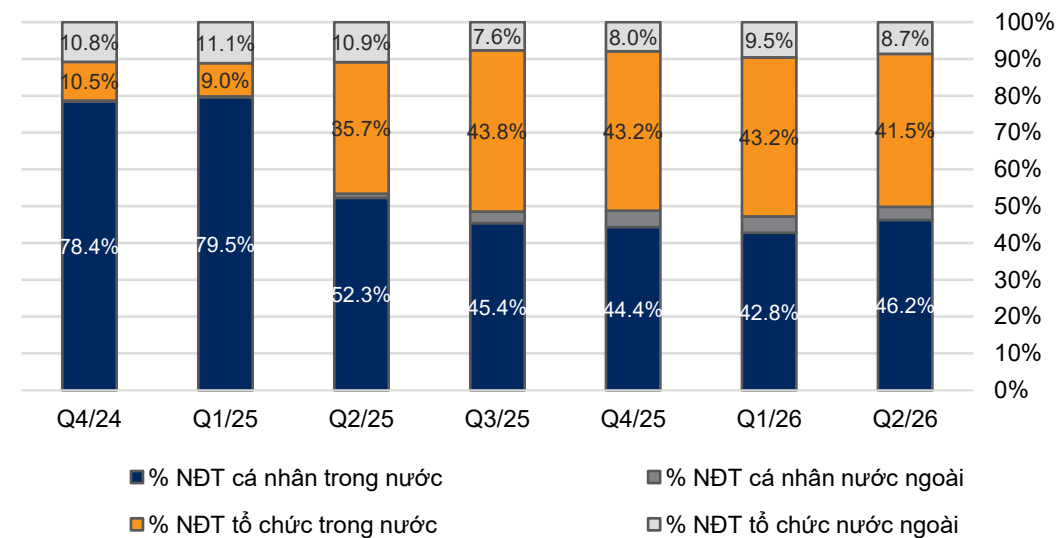


ADTV dự kiến duy trì ~34,000 tỷ/ phiên nhờ nâng hạng FTSE và hệ thống giao dịch mới

## Giá trị giao dịch trung bình 1 phiên kỳ vọng tăng 25% so với năm 2025



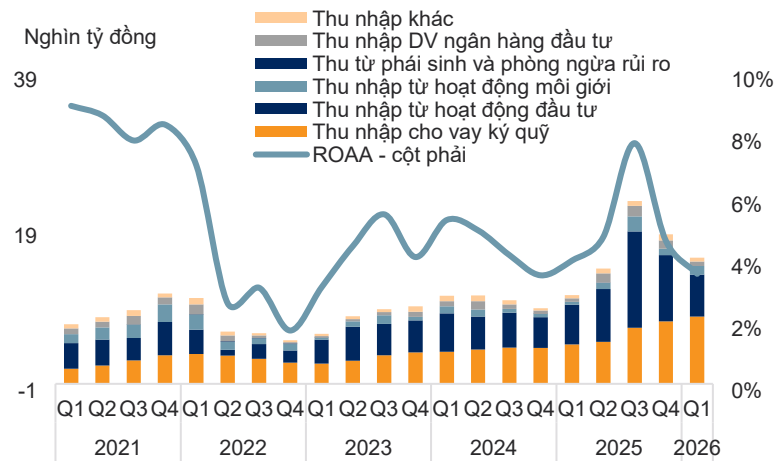
## Tỷ trọng giao dịch của khách hàng tổ chức có xu hướng tăng



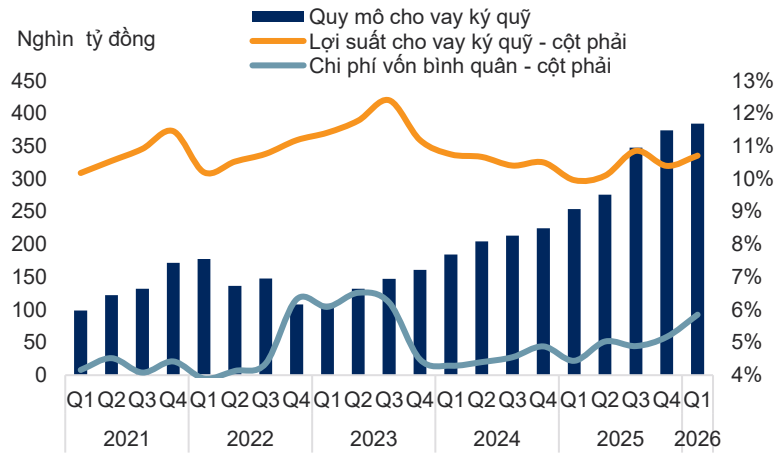
➤ **Thanh khoản thị trường duy trì ~34,000 tỷ/ phiên trong 2H26:** Chúng tôi kỳ vọng ADTV năm 2026 tăng khoảng 16% svck, nhờ dòng tiền mới sau khi Việt Nam được FTSE chính thức nâng hạng, kỳ vọng nâng hạng MSCI trong năm 2027, làn sóng IPO và hệ thống giao dịch mới (KRX). ADTV trong Q1/26 đã tăng mạnh lên khoảng 35.000 tỷ đồng/phiên (+92,8% YoY), được hỗ trợ bởi kỳ vọng nâng hạng thị trường và mặt bằng lãi suất thấp, hệ thống KRX đi vào hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền mới sau khi Việt Nam chính thức được nâng hạng theo FTSE (vào tháng 9), cùng với việc triển khai cơ chế giao dịch xuyên trưa sẽ giúp duy trì ADTV thị trường ở mức 34,000 tỷ/ phiên.

Tăng trưởng từ margin tích cực, nhưng áp lực NIM vẫn hiện hữu

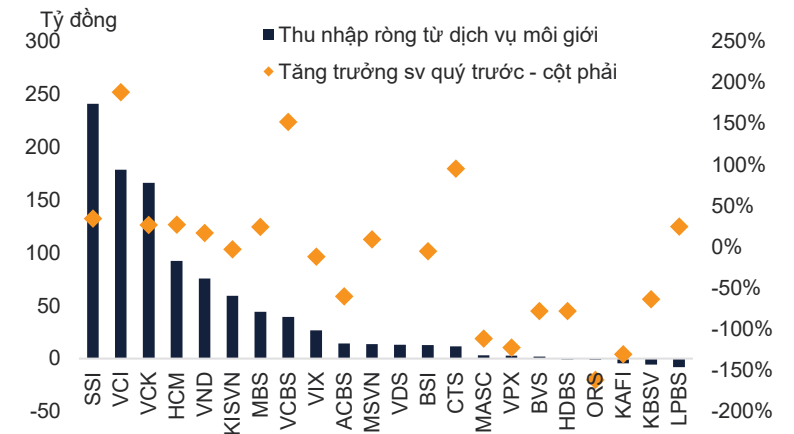
## Cơ cấu lợi nhuận toàn ngành



## Tăng trưởng quy mô cho vay ký quỹ toàn ngành...



## Tăng trưởng thu nhập môi giới svck



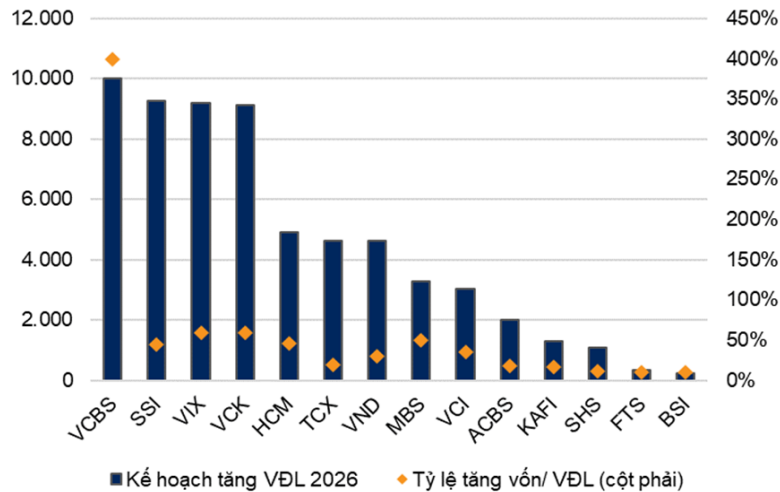
### ➤ Tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành dẫn dắt bởi tăng trưởng cho vay ký quỹ

- Trong Q1/2026, dư nợ cho vay toàn ngành tăng 2,6% sv quý trước và 51% svck, dẫn dắt bởi nhóm CTCK lớn và các công ty có liên kết với ngân hàng. Động lực tăng trưởng đến từ việc mở rộng cho vay đối với khách hàng tổ chức và các chủ doanh nghiệp. Trong nửa cuối năm 2026, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng của hoạt động cho vay ký quỹ sẽ tiếp tục được duy trì nhờ 1) thanh khoản thị trường được dự báo cải thiện, qua đó hỗ trợ nhu cầu sử dụng dư nợ margin, 2) các công ty chứng khoán tiếp tục tăng vốn hỗ trợ tăng trưởng cho vay ký quỹ
- NIM mảng cho vay ký quỹ có thể dần cải thiện vào các tháng cuối năm, khi áp lực chi phí vốn hạ nhiệt và điều kiện thị trường trở nên thuận lợi hơn, qua đó hỗ trợ hiệu quả sinh lời của mảng cho vay ký quỹ

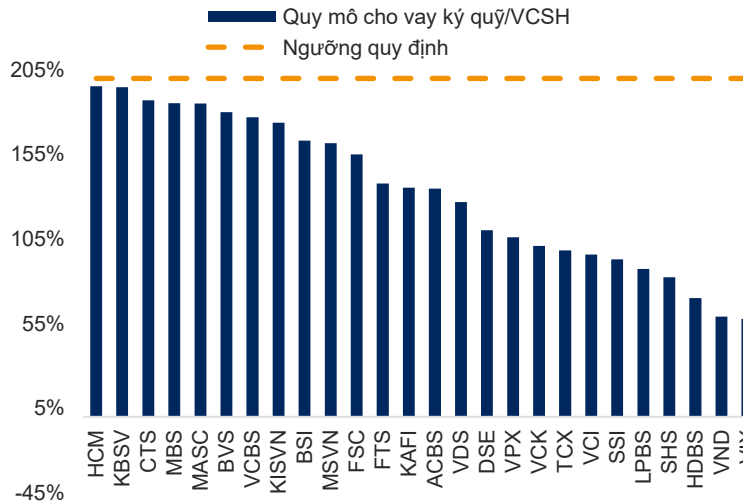
### ➤ Biên lợi nhuận mảng môi giới sẽ cải thiện nửa cuối năm 2026 khi thanh khoản thị trường cải thiện, tuy nhiên sẽ có sự phân hóa

- Chúng tôi cho rằng các CTCK có nền tảng khách hàng tổ chức và đã sở hữu thị phần môi giới lớn, tập trung vào chất lượng dịch vụ thay vì cạnh tranh phí, sẽ hưởng lợi nhiều hơn nhờ khả năng duy trì pricing power. Trong khi đó, các CTCK quy mô nhỏ có thể tiếp tục chịu áp lực biên lợi nhuận do cạnh tranh phí gay gắt để gia tăng thị phần..

## Kế hoạch tăng vốn của CTCK



## Tỷ lệ cho vay ký quỹ chạm trần tại một số công ty



## Quy định an toàn tài chính sửa đổi thúc đẩy nhu cầu tăng vốn trong dài hạn

	Trọng số rủi ro (TT91)	Trọng số rủi ro (TT102)
Trái phiếu doanh nghiệp niêm yết	Tối đa 40%	Tối đa 45% theo xếp hạng tín nhiệm
Khoản tạm ứng cho KHDN lớn	8%	50%
Hợp đồng hợp tác kinh doanh	Tối đa 100%	Tối đa 150%
Phần vốn góp vào công ty trách nhiệm hữu hạn		Nay được tính vào giới hạn đầu tư với một tổ chức; nếu vượt giới hạn, khoản đầu tư sẽ chịu thêm 30% trọng số rủi ro

- Quy mô tăng vốn toàn ngành CTCK trong năm 2025 ghi nhận mức tăng đột biến, gấp khoảng 3 lần so với năm 2024. Động lực cốt lõi đến từ làn sóng IPO của các công ty chứng khoán quy mô lớn (VPX, VCK, TCX) phản ánh nhu cầu cấp thiết trong việc củng cố năng lực tài chính để đáp ứng tốc độ tăng trưởng của thị trường. Sau thời gian tạm gián đoạn trong Q1/26 do ảnh hưởng bất ổn địa chính trị, hoạt động IPO kỳ vọng sôi động trở lại với kế hoạch niêm yết của các công ty LPBS, HDS và Kafi.
- Bên cạnh yếu tố IPO, động lực tăng vốn còn đến từ áp lực nội tại khi nhiều CTCK đã tiệm cận hoặc chạm trần tỷ lệ cho vay margin (HCM, MBS). Trong bối cảnh nhu cầu sử dụng đòn bẩy của nhà đầu tư vẫn ở mức cao, việc bổ sung vốn là điều kiện cần để duy trì và mở rộng dư nợ, qua đó bảo vệ nguồn thu cốt lõi. Đáng chú ý, nhóm CTCK liên kết với ngân hàng sẽ tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt. Hoạt động tăng vốn của nhóm này không chỉ nhằm hỗ trợ mảng cho vay ký quỹ, mà còn gắn chặt với chiến lược “beyond banking” của ngân hàng mẹ — mở rộng sang các mảng như môi giới, quản lý tài sản và ngân hàng đầu tư.
- Trong dài hạn, quy định yêu cầu về tỷ lệ an toàn tài chính đối với các công ty chứng khoán (thông tư 102/2025/TT-BTC) sẽ thúc đẩy việc tăng vốn ở những CTCK nắm giữ nhiều trái phiếu doanh nghiệp và định hướng toàn ngành tập trung vào hoạt động cốt lõi như cho vay ký quỹ, kinh doanh nguồn vốn và giấy tờ có giá, đồng thời hạn chế các nghiệp vụ không phải là hoạt động kinh doanh chính

## Phát triển thị trường vốn Việt Nam



### Mục tiêu

Quyết định 2014/QĐ-TTg (Phê duyệt Đề án nâng hạng thị trường)	Quyết định 318 (Tái cấu trúc nhà đầu tư & phát triển quỹ)	Thông tư số 102/2025/TT-BTC (Sửa đổi TT 91/2020 về an toàn tài chính)
<ul style="list-style-type: none"> <li>Nâng hạng thị trường từ Cận biên lên Mới nổi (FTSE/MSCI).</li> <li>Phát triển sản phẩm mới phục vụ nhu cầu của thị trường</li> <li>Thu hút dòng vốn ngoại (FII) quy mô lớn (ước tính 5-10 tỷ USD).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chuyên nghiệp hóa cơ cấu nhà đầu tư (tăng tỷ trọng nhà đầu tư tổ chức)</li> <li>Tăng quy mô tài sản quản lý (AUM) của các quỹ.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quản trị rủi ro hệ thống công ty chứng khoán (CTCK)</li> <li>Nâng cao "bộ đệm" vốn trước biến động thị trường.</li> </ul>



### Nội dung chính

<ul style="list-style-type: none"> <li>Cơ chế giao dịch không ký quỹ trước (Non-prefunding) cho NĐT nước ngoài.</li> <li>Lộ trình bắt buộc công bố thông tin bằng Tiếng Anh.</li> <li>Triển khai mô hình đối tác bù trừ trung tâm</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ưu đãi thuế/phí cho các Quỹ hưu trí tự nguyện, Quỹ mở.</li> <li>Nới lỏng điều kiện thành lập quỹ đầu tư.</li> <li>Khuyến khích sản phẩm hưu trí bổ sung.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Điều chỉnh hệ số rủi ro đối với cho vay ký quỹ (Margin) và tự doanh trái phiếu.</li> <li>Siết quy định về tính thanh khoản tài sản.</li> <li>Giới hạn tỷ lệ đầu tư vào các tài sản rủi ro cao.</li> </ul>
--	--	--



### Tác động

<ul style="list-style-type: none"> <li>Thanh khoản bùng nổ nhờ dòng vốn ngoại.</li> <li>Tăng doanh thu mảng môi giới và lưu ký cho CTCK top đầu.</li> <li>Thúc đẩy đầu tư công nghệ trong ngành, phát triển thêm các sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu thị trường</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giảm biến động tâm lý đám đông của nhà đầu tư nhỏ lẻ (FOMO/Panic sell).</li> <li>Thúc đẩy mảng Quản lý tài sản (Wealth Management) phát triển mạnh trong ngành chứng khoán</li> <li>Dòng tiền ổn định và dài hạn hơn</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Áp lực tăng vốn điều lệ đè nặng lên các CTCK vừa và nhỏ.</li> <li>Thúc đẩy làn sóng M&amp;A trong ngành.</li> <li>Hoạt động cho vay Margin trở nên chặt chẽ và an toàn hơn.</li> </ul>
---	--	---

**Hướng tới một thị trường vốn phát triển bền vững dài hạn, trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế**

## Đánh giá của MSCI về thị trường chứng khoán Việt Nam



### Nền tảng đã được hoàn thiện

- Việt Nam đã đạt mức đánh giá cao nhất (++) của MSCI ở nhiều tiêu chí quan trọng liên quan đến lưu ký, đăng ký/lưu ký và giao dịch.
- Điều kiện tiếp cận của nhà đầu tư nước ngoài nhìn chung thuận lợi, đặc biệt ở nhóm tiêu chí về mở tài khoản và vận hành thị trường.
- Hệ thống giao dịch mới (KRX) đi vào hoạt động giúp cải thiện năng lực xử lý và hỗ trợ các cải cách tiếp theo.



### Các nội dung đang được xử lý

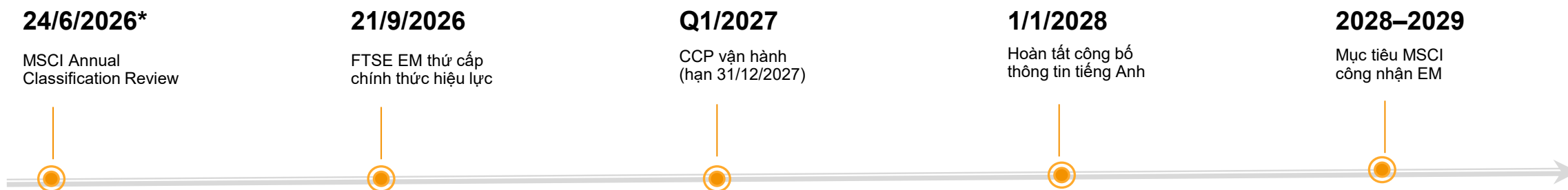
- Cơ chế CCP dự kiến vận hành từ đầu năm 2027, qua đó giải quyết một số vướng mắc liên quan đến thanh toán, cho vay chứng khoán và yêu cầu ký quỹ trước giao dịch.
- Thị trường đang từng bước hoàn thiện cơ chế công bố thông tin bằng tiếng Anh, áp dụng đầy đủ từ năm 2028.
- Quy định liên quan đến giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) tiếp tục được rà soát và điều chỉnh
- Các cơ quan quản lý đang nghiên cứu mô hình tài khoản tổng (Omnibus) nhằm nâng cao tính thuận tiện cho nhà đầu tư quốc tế.



### Những rào cản còn lại

- Chính sách nới lỏng giới hạn sở hữu nước ngoài vẫn phụ thuộc vào định hướng quản lý của nhiều cơ quan, chưa có lộ trình cụ thể.
- Việc cải cách FOL tại các ngành nghề kinh doanh có điều kiện đòi hỏi sự phối hợp giữa nhiều bộ, ngành.
- Một số yêu cầu của MSCI liên quan đến cơ chế ngoại hối và khả năng chuyển đổi dòng vốn vẫn cần thêm thời gian để hoàn thiện.

## LỘ TRÌNH & MỐC THEO DÕI

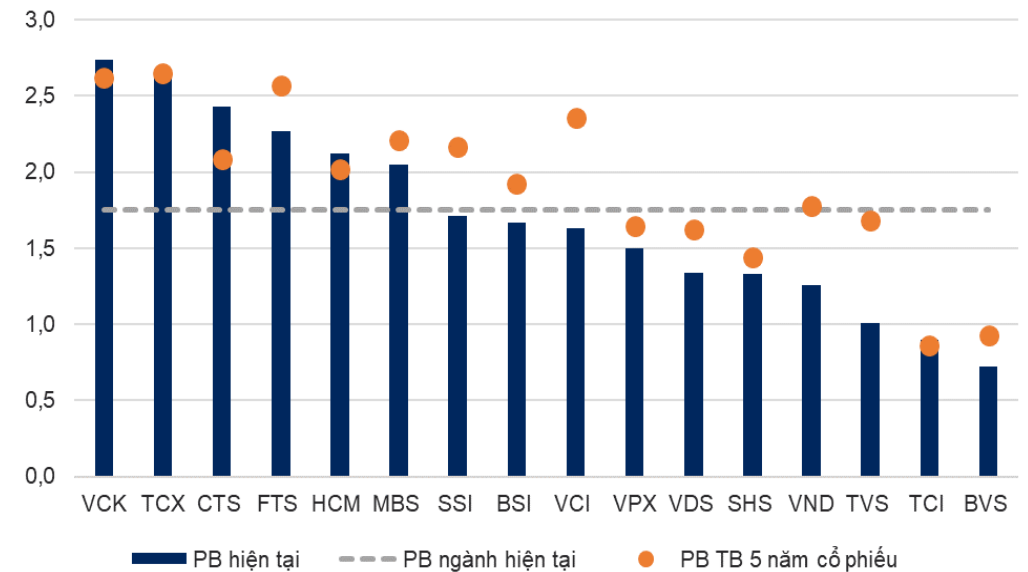


- MSCI đánh giá Việt Nam đang duy trì đà cải cách nhằm nâng cao mức độ tiếp cận của thị trường chứng khoán.
- Thông điệp trong báo cáo năm 2026 tích cực hơn đáng kể so với năm trước, phản ánh việc các giải pháp cải cách không chỉ dừng ở khâu xây dựng chính sách mà đã được triển khai trên thực tế và bắt đầu phát huy hiệu quả.

### PB ngành đang dưới mức trung bình 5 năm dù thanh khoản thị trường được kỳ vọng duy trì mức cao



### Nhiều cổ phiếu đầu ngành hiện đang giao dịch thấp hơn mức P/B bình quân lịch sử



- Định giá ngành vẫn ở mức hợp lý với P/B hiện tại khoảng 1,75x, thấp hơn mức trung bình 5 năm (1.9x), dù triển vọng lợi nhuận được hỗ trợ bởi thanh khoản thị trường cải thiện và dư nợ margin tiếp tục tăng trưởng
- Nhiều CTCK đầu ngành đang giao dịch dưới mức P/B bình quân lịch sử, mở ra dư địa tăng giá khi ADTV duy trì ở mức cao và tiến trình nâng hạng thị trường diễn ra thuận lợi. Chúng tôi ưu tiên các CTCK có tỷ lệ cho vay margin/vốn chủ sở hữu còn thấp, tạo dư địa mở rộng cho vay, cùng các doanh nghiệp có thế mạnh về khách hàng nước ngoài, dự kiến hưởng lợi từ dòng vốn ngoại sau nâng hạng FTSE và sự sôi động trở lại của thị trường vốn.

# Tiêu dùng & bán lẻ



## Ngành bán lẻ đối diện nguy cơ sức mua giảm

- World Cup và El Nino được kỳ vọng thúc đẩy nhu cầu điện máy, đặc biệt là TV và máy lạnh, trong khi xu hướng AI hỗ trợ nhu cầu nâng cấp thiết bị ICT.
- El Nino, hiệu ứng World Cup và sự phục hồi của kênh truyền thống cùng tiêu thụ sữa cao cấp được kỳ vọng hỗ trợ tăng trưởng ngành F&B trong 2H26.
- Xu hướng dịch chuyển từ GT sang MT tiếp tục tăng tốc nhờ các chính sách hiện đại hóa bán lẻ.
- Lạm phát gia tăng do xung đột Iran làm gia tăng lo ngại về xu hướng thắt chặt chi tiêu không thiết yếu.

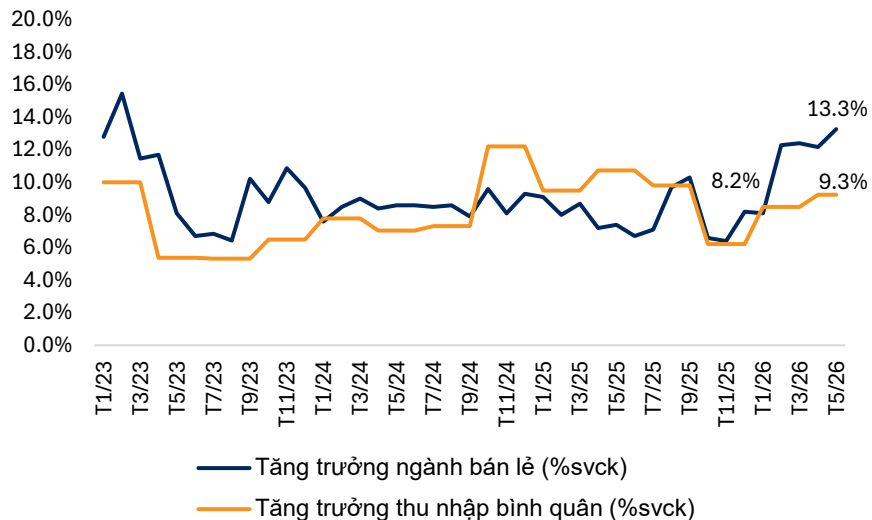
### Cổ phiếu ưa thích

Mã	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
MWG	114,600	<ul style="list-style-type: none"><li>• World Cup và El Niño được kỳ vọng thúc đẩy doanh số điện máy, đặc biệt ở nhóm TV và máy lạnh.</li><li>• Xu hướng AI tiếp tục duy trì nhu cầu nâng cấp các thiết bị ICT.</li><li>• IPO Điện Máy Xanh có thể trở thành động lực giúp gia tăng định giá của MWG.</li></ul>
PNJ	102,100	<ul style="list-style-type: none"><li>• Chính sách mua lại vàng mới giúp duy trì lợi nhuận trong bối cảnh giá vàng giảm.</li><li>• Nguồn cung nguyên liệu được cải thiện hỗ trợ doanh số trang sức vàng và mở rộng biên lợi nhuận gộp.</li><li>• Doanh thu vàng miếng phục hồi sau khi Nghị định 232 được triển khai</li><li>• Định giá hấp dẫn với P/E dự phóng khoảng 9 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình lịch sử 14 lần.</li></ul>
VNM	70.400	<ul style="list-style-type: none"><li>• Các dòng sản phẩm cao cấp tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của thị trường nội địa.</li><li>• Mở rộng kênh hiện đại (MT) và kênh trực tiếp giúp bù đắp đà tăng trưởng chậm lại của kênh truyền thống (GT).</li><li>• Campuchia trở thành thị trường tăng trưởng tiềm năng cao ở nước ngoài.</li></ul>

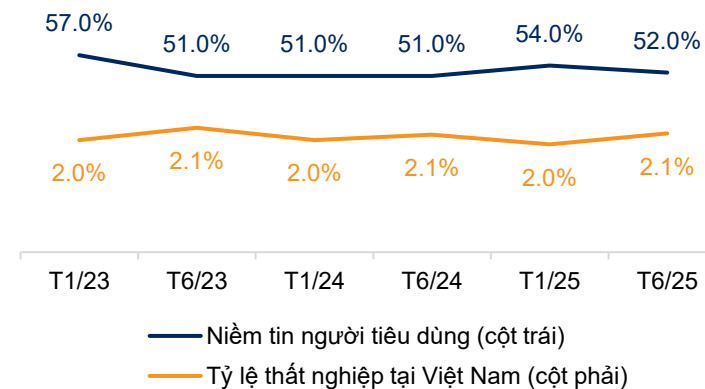
# Tiêu dùng phục hồi mạnh mẽ tuy nhiên đối diện áp lực lạm phát trong nửa cuối năm

Trong 5T26, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 11,7% so với cùng kỳ, cao hơn mức 8,1% của 5T25. Chúng tôi dự báo tăng trưởng bán lẻ sẽ chậm lại do áp lực lạm phát tăng từ xung đột Iran, khiến chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh thời gian gần đây.

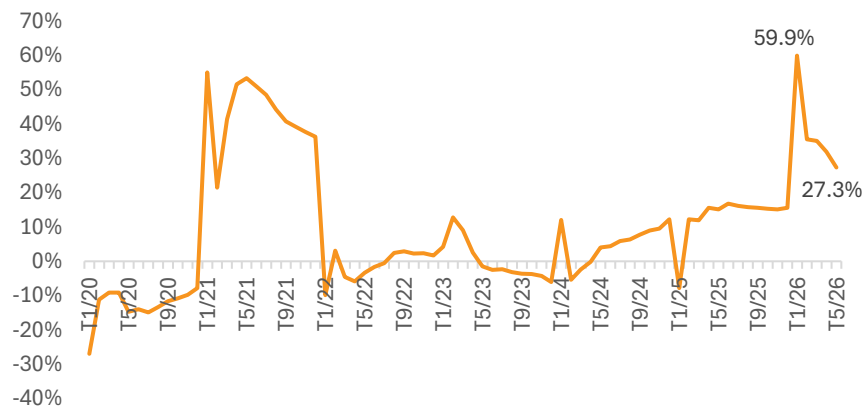
**Mảng bán lẻ duy trì tăng trưởng hai chữ số, nhưng sức mua có thể giảm trong 2H26 do lạm phát gia tăng.**



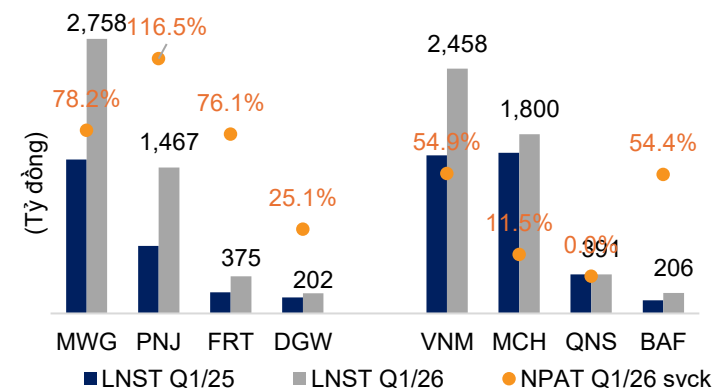
**Niềm tin người tiêu dùng hồi phục tốt nửa đầu năm, tuy nhiên tỷ lệ thất nghiệp cũng có xu hướng gia tăng**



**Nhập khẩu hàng tiêu dùng duy trì tích cực nhưng chậm dần trong nửa đầu năm**



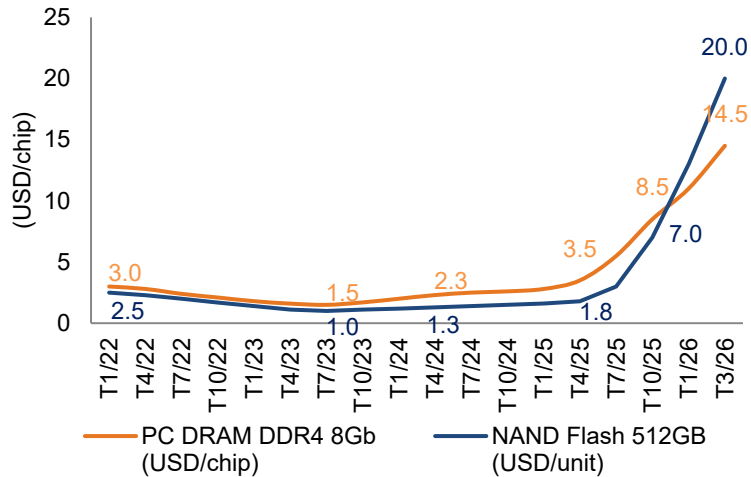
**Lợi nhuận các công ty bán lẻ và tiêu dùng tích cực trong nửa đầu năm**



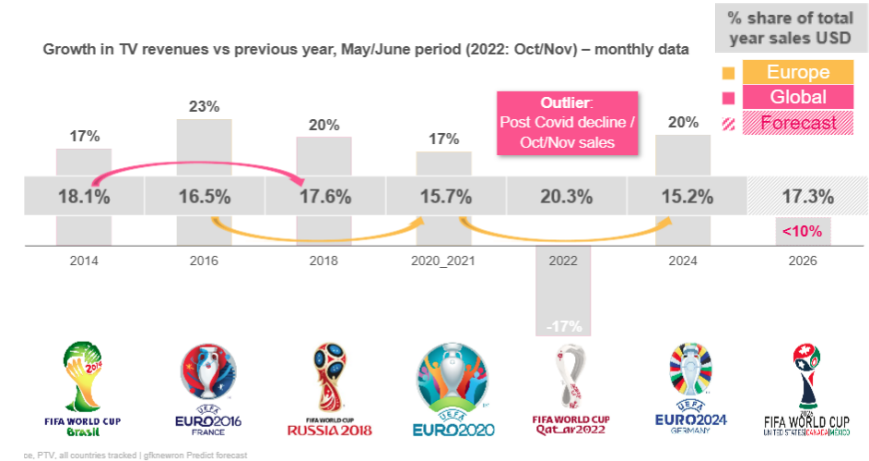
# Doanh thu hàng điện tử có thể duy trì đà tăng tuy nhiên biên lợi nhuận có thể giảm nhẹ

Lượng smartphone xuất xưởng giảm 12% YoY trong 1Q26 do giá chip nhớ tăng đẩy ASP lên mức cao kỷ lục; tuy nhiên, xu hướng cao cấp hóa giúp bù đắp một phần tác động lên doanh thu.

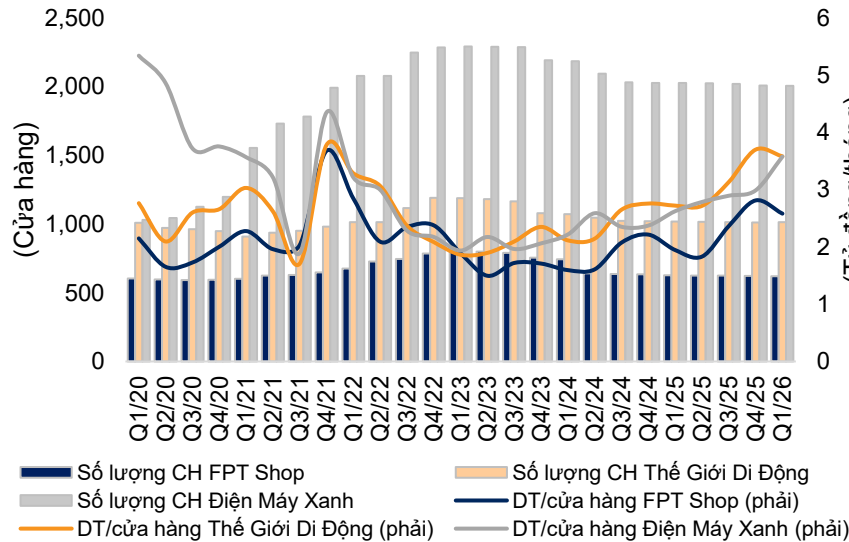
Nhu cầu AI tăng mạnh cùng hạn chế nguồn cung kim loại hiếm khiến **giá chip nhớ tăng cao, đẩy giá sản phẩm ICT tăng** khoảng 20% trong năm 2026. Các doanh nghiệp ICT có thể chuyển sang chip Trung Quốc để tối ưu chi phí.



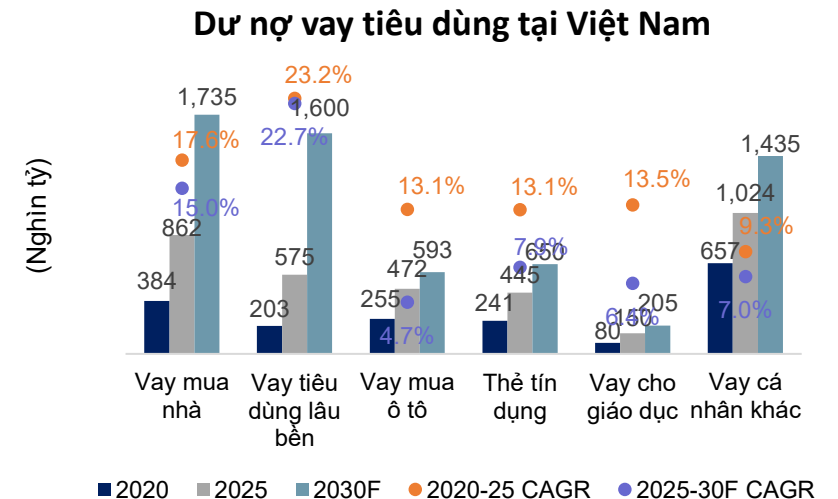
**World Cup 2026 là giải đấu lớn nhất lịch sử, có thể tác động tích cực ngắn hạn lên doanh số hàng công nghệ và điện máy, tuy nhiên, do múi giờ bất lợi và bối cảnh vĩ mô kém thuận lợi, hiệu ứng World Cup đã suy giảm trong các kỳ gần đây**



**Các nhà bán lẻ ICT/CE tiếp tục nâng cao hiệu quả vận hành về mức trước đại dịch, đồng thời giữ ổn định mạng lưới cửa hàng.**

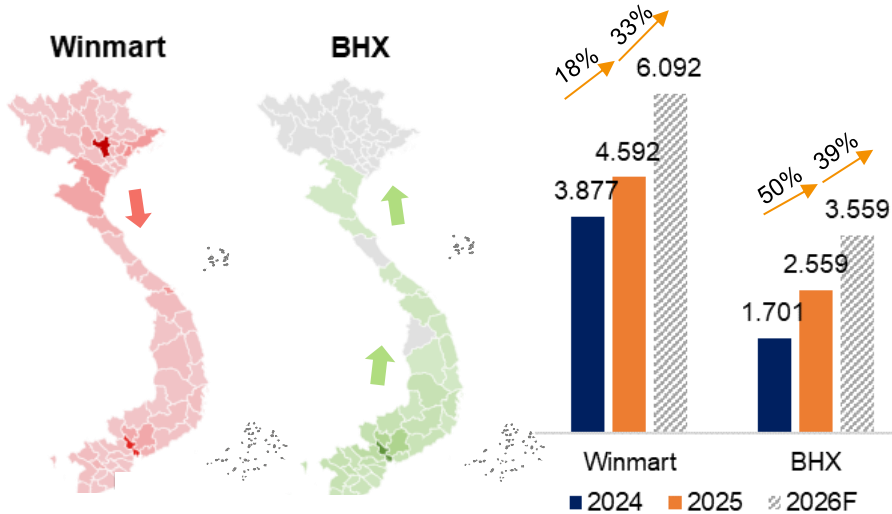


**Cho vay hàng tiêu dùng lâu bền được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ thương mại điện tử phát triển và sự mở rộng của thẻ tín dụng, BNPL.**

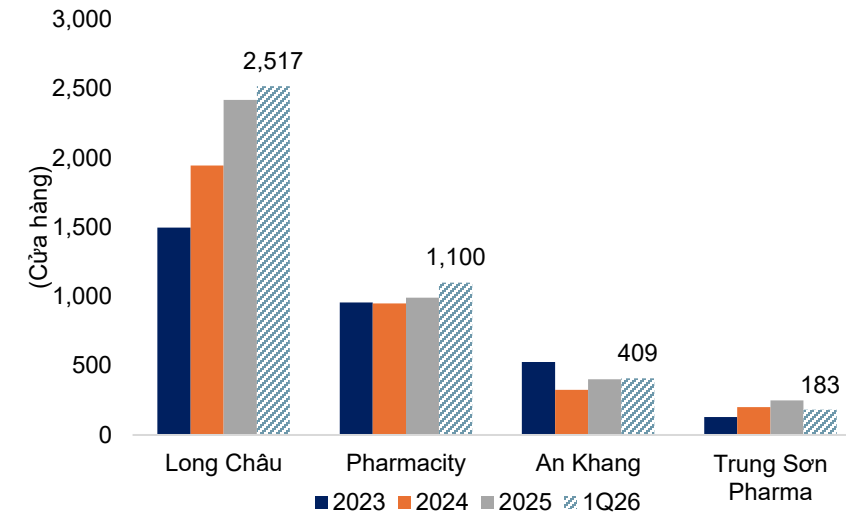


Bán lẻ thiết yếu hiện đại tiếp tục tăng tốc khi BHX, WinCommerce và Long Châu mở rộng mạng lưới, tận dụng xu hướng chuyển dịch sang mô hình bán lẻ hiện đại và nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng cao.

**Hiện đại hóa ngành bán lẻ thực phẩm tăng tốc mạnh**, với tỷ lệ thâm nhập MT tăng từ 14% năm 2022 lên 27% năm 2025.



**Long Châu duy trì mở rộng mạnh chuỗi nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng**, trong khi Pharmacy hướng tới gấp đôi số điểm bán vào năm 2030.



**Chính sách thuế mới đối với hộ kinh doanh và kế hoạch xóa bỏ chợ tạm** đang thúc đẩy xu hướng chuyển dịch tiêu dùng sang các kênh bán lẻ hiện đại.

- Nâng doanh thu tối thiểu chịu thuế hộ gia đình lên 1 tỷ/năm**
  - Nâng ngưỡng doanh thu chịu thuế của hộ kinh doanh từ 500 triệu đồng lên 1 tỷ đồng/năm
  - Hiệu lực từ 1/1/2026
- Thắt chặt kê khai thuế điện tử**
  - DN bắt buộc thực hiện các thủ tục thuế bằng hình thức điện tử
  - Bắt đầu từ 10/9/2025
- Chống hàng giả hàng nhái**
  - Chống buôn lậu, gian lận thương mại, hàng giả và xâm phạm quyền sở hữu trí tuệ.
- Đẹp chợ cóc, chợ tạm**
  - Hà Nội, HCMC triển khai đề án dẹp chợ tự phát tại nội thành
  - Quy hoạch phát triển mạng lưới chợ – siêu thị – TTTM

**Siết quản lý thuốc giả và nâng chuẩn ngành dược, trong khi mở rộng quyền lợi BHYT hỗ trợ tăng trưởng nhu cầu thuốc và dịch vụ chăm sóc sức khỏe.**

- Hoàn thiện khung pháp lý**
  - Bộ Y tế dự kiến trình Quốc hội xem xét Luật An toàn thực phẩm sửa đổi
- Phòng chống thuốc giả**
  - Chiến dịch truy quét thuốc giả của Bộ Công an trong năm 2025 dự kiến sẽ tiếp tục diễn ra trong thời gian tới
  - Sửa đổi Nghị định số 15/2018/NĐ-CP để hoàn thiện pháp lý liên quan đến thuốc giả và nâng mức xử phạt vi phạm
- Chính sách hỗ trợ bảo hiểm Y tế**
  - Nâng tỷ lệ người dân có thẻ BHYT: Chỉ thị số 52-CT/TW ngày 3/10/2025, đặt mục tiêu đến năm 2026 tỷ lệ người dân có thẻ BHYT đạt trên 95%
  - Bộ Y tế đang xây dựng lộ trình khám sức khỏe định kỳ toàn dân, miễn viện phí với hộ nghèo và người trên 75 tuổi, và tăng mức đóng BHYT

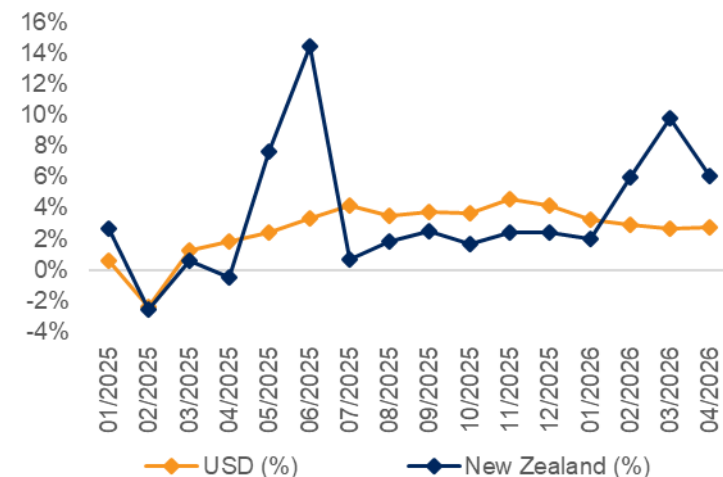
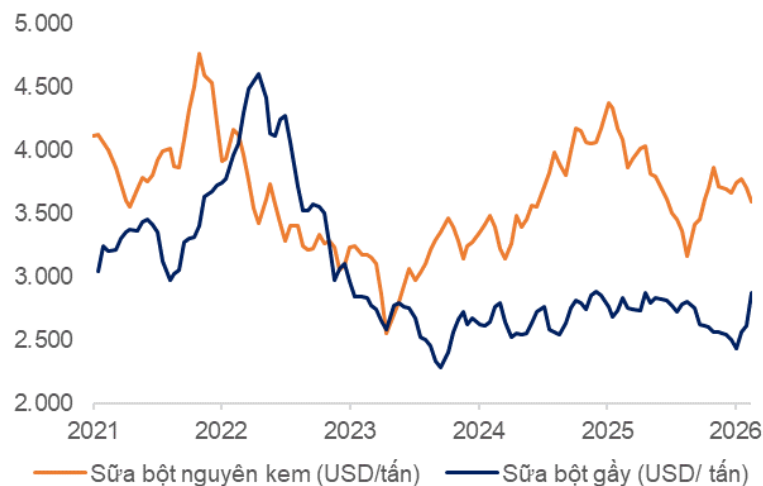
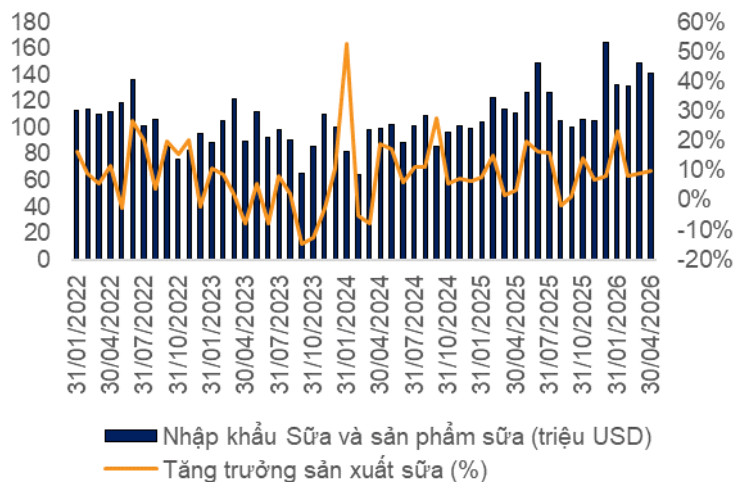
# Doanh thu ngành sữa phục hồi nhờ xu hướng cao cấp hóa

Chúng tôi dự phóng thị trường sữa duy trì tăng trưởng ổn định trong nửa cuối năm, nhờ nhu cầu tiêu dùng cải thiện trong mùa tựu trường và lễ hội. Bên cạnh đó, xu hướng cao cấp hóa giúp hỗ trợ giá bán, tăng doanh thu cho các doanh nghiệp trong ngành.

**Việc sản xuất và nhập khẩu sữa tiếp tục tăng trưởng đều cho thấy nhu cầu tiêu thụ sữa ổn định**

**Tuy nhiên, biên LN ngành sữa đứng trước rủi ro do tác động từ giá sữa đầu vào tăng trong ngắn hạn**

**Dự phóng giá đầu vào tăng sớm kết thúc do sản lượng sản xuất sữa ở các thị trường chính vẫn tăng trưởng tích cực**



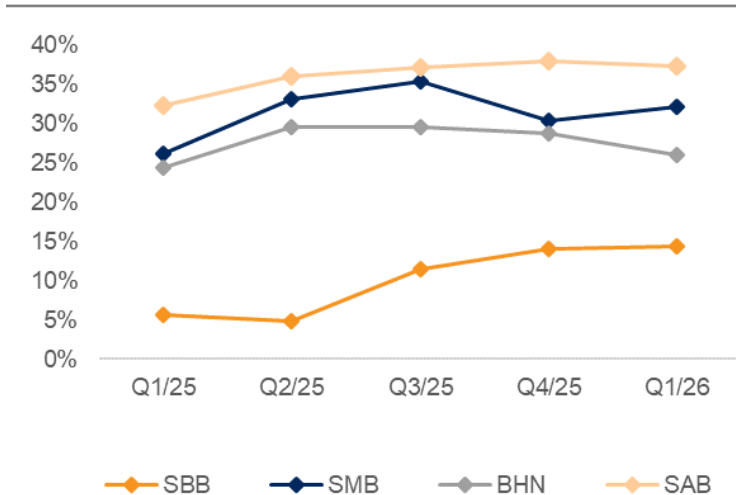
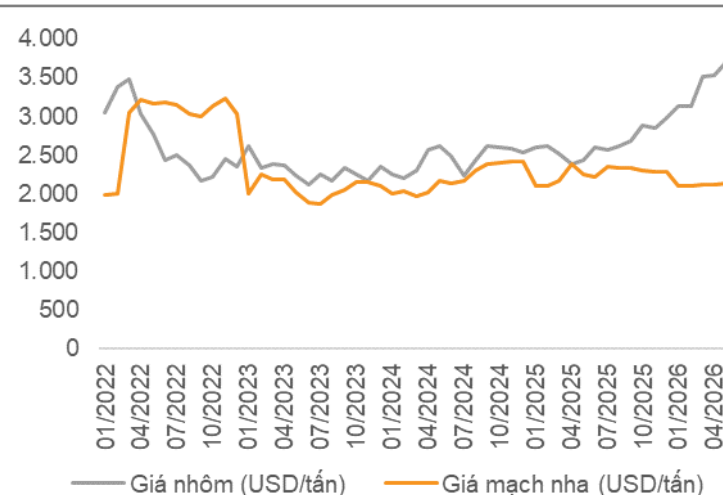
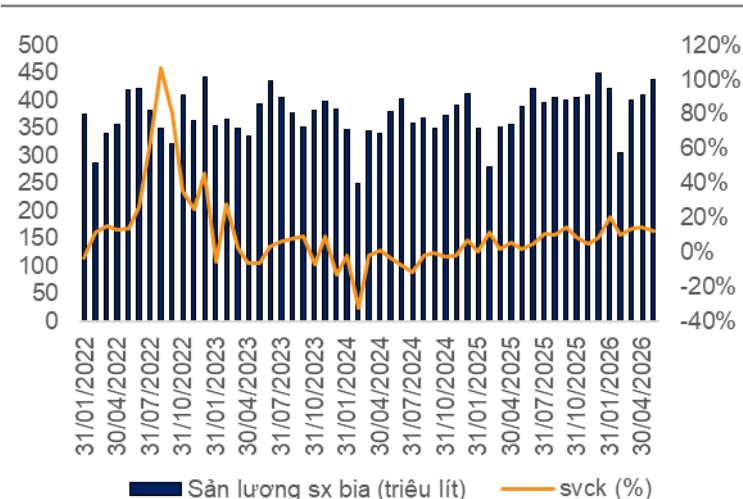
- Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa duy trì tăng trưởng ổn định từ nay đến cuối năm với mức tăng trưởng ~2%, nhờ nhu cầu cải thiện trong mùa tựu trường, mùa lễ hội và tác động tích cực từ việc siết chặt nguồn cung sữa nhập lậu.
- Giá nguyên liệu sữa đầu vào đã tăng 10% từ đầu năm đến nay, gây áp lực lên biên LN ngành sữa. Tuy nhiên, áp lực chi phí được kỳ vọng hạ nhiệt trong nửa cuối năm nhờ nguồn cung toàn cầu cải thiện, với sản lượng sữa tại Mỹ và New Zealand lần lượt tăng 2,9% và 5,6% svck và hạ nhiệt căng thẳng tại Trung Đông. Do đó, giá sữa bột nguyên kem và sữa bột gầy có thể điều chỉnh giảm trong thời gian tới, hỗ trợ cải thiện biên LN của các doanh nghiệp sữa trong Q4/26.
- VNM được kỳ vọng duy trì tăng trưởng doanh thu hai chữ số tại thị trường nội địa, đồng thời hưởng lợi từ dư địa tăng trưởng tại Campuchia trong bối cảnh căng thẳng thương mại Campuchia – Thái Lan. Bên cạnh đó, chiến dịch kỷ niệm sinh nhật 50 năm được kỳ vọng thúc đẩy doanh số bán hàng của doanh nghiệp.

Chúng tôi dự phóng thị trường bia tiếp tục chịu ảnh hưởng từ chính sách kiểm soát tiêu thụ đồ uống có cồn, cạnh tranh thị phần và biến động giá nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng sự kiện FIFA World Cup và thời tiết nắng nóng có thể hỗ trợ doanh thu trong Q3/26.

## Sản lượng sản xuất bia đi ngang, phản ánh nhu cầu tiêu thụ chưa phục hồi rõ rệt

## Tuy nhiên giá nhôm tăng trưởng mạnh từ đầu năm gây áp lực lên LN của các công ty bia

## Biên LN gộp của các doanh nghiệp bắt đầu ảnh hưởng từ Q1/26 do chi phí đầu vào tăng

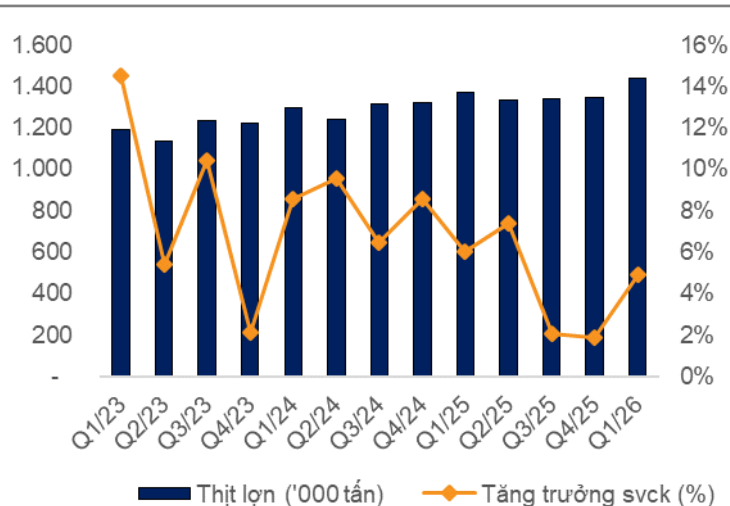


- Sản lượng bia đi ngang trong những tháng gần đây, cho thấy nhu cầu tiêu thụ chưa phục hồi rõ rệt. Tuy nhiên, SBB và BHN vẫn ghi nhận doanh thu Q1/26 tăng lần lượt 28,6% và 32,3% svck, chủ yếu đến từ việc tăng giá bán do chuyển dịch một phần thuế tiêu thụ đặc biệt và nỗ lực mở rộng kênh bán hàng.
- Trong ngắn hạn, sản lượng tiêu thụ bia có thể cải thiện trong Q3/26 nhờ yếu tố mùa vụ, thời tiết nắng nóng và hiệu ứng FIFA World Cup.
- Tuy nhiên, chính sách kiểm soát tiêu thụ đồ uống có cồn và cạnh tranh gay gắt từ đối thủ có thể tiếp tục gây áp lực trong trung & dài hạn.
- Ở chiều chi phí, theo báo cáo CMO tháng 4 năm 2026 giá nhôm dự kiến tăng 21,6% svck lên bình quân 3,200 USD/tấn trong năm 2026 do căng thẳng thương mại tại Trung Đông, gây áp lực lên biên LN gộp của các doanh nghiệp bia. Bên cạnh đó, căng thẳng thương mại Trung Quốc – Canada có thể tiếp tục ảnh hưởng đến nguồn cung mạch nha. Chúng tôi dự phóng áp lực chi phí có thể giảm nhẹ do căng thẳng tại Trung Đông có phần hạ nhiệt.

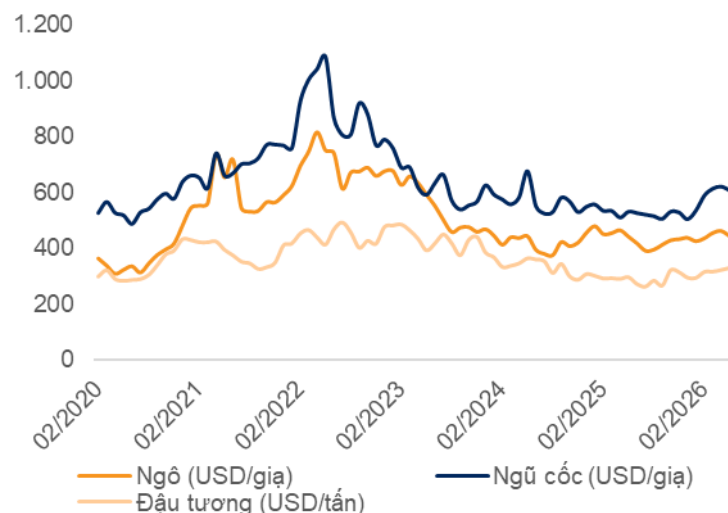
## Giá heo có thể hạ nhiệt ngắn hạn, trong khi chi phí TACN gây áp lực lên biên LN

Nửa cuối năm 2026, khi nguồn cung heo dần đi vào ổn định khiến giá bán heo giảm trước khi tăng trở lại do nhu cầu cho dịp lễ cuối năm. Tác động từ căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông gây ảnh hưởng gián tiếp tới nguyên liệu đầu vào làm giảm biên LN của các doanh nghiệp

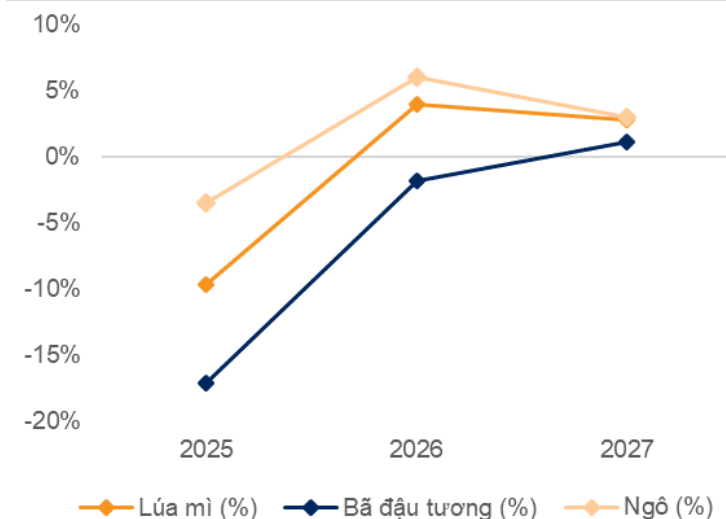
**Sản lượng heo hơi Q1/26 tăng 4,9% svck, hỗ trợ nguồn cung ngắn hạn**



**Giá nguyên liệu đầu vào TACN chịu tác động gián tiếp từ căng thẳng tại thị trường Trung Đông**



**CMO dự phóng giá nguyên liệu đầu vào TACN tăng nhẹ trong 2026 và 2027**



- Lũy kế đến tháng 4/2026, cả nước ghi nhận 445 ổ dịch và 38.879 con heo buộc phải tiêu hủy. Dù số ổ dịch thấp hơn svck, số heo tiêu hủy gần tương đương svck năm 2025, cho thấy rủi ro thiếu hụt nguồn cung vẫn hiện hữu.
- Trong Q1/2026, sản lượng heo hơi tăng 4,9% svck, giúp hỗ trợ nguồn cung ngắn hạn; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá heo có thể chỉ điều chỉnh nhẹ trước khi tăng trở lại vào cuối năm nhờ nhu cầu tiêu thụ mùa lễ hội và cận Tết. Theo đó, chúng tôi dự phóng giá heo hơi trung bình năm 2026 duy trì ở mức cao trên 60.000 đồng/kg và đạt trung bình ~62.000 đồng/kg trong năm 2026.
- Ở chiều chi phí, báo cáo CMO tháng 4 năm 2026 dự báo giá lúa mì và ngô năm 2026 lần lượt tăng khoảng 4% và 6% trong khi giá bã đậu tương giảm nhẹ 1%. Tuy nhiên, căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông có thể khiến giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tăng cao hơn dự phóng, tạo áp lực lên biên LN của các doanh nghiệp chăn nuôi. Chúng tôi ước tính giá nguyên liệu đầu vào TACN tăng ~7% svck

Pipeline IPO Việt Nam 2026 gồm các doanh nghiệp tiêu dùng lớn, có thương hiệu mạnh, sẽ giúp tăng chiều sâu thị trường, thu hút nhà đầu tư tổ chức và tạo thêm các benchmark cho tăng trưởng tiêu dùng nội địa.



**Quy mô IPO:** 179.5 triệu cổ phiếu  
**Giá trị phát hành:** 13.3 nghìn tỷ đồng  
**Tỷ lệ phát hành:** 14% vốn điều lệ  
**Sàn niêm yết:** HOSE  
**Thời gian dự kiến:** Tháng 8/2026

#### Vị thế:

- Ứng viên IPO lớn nhất trong ngành bán lẻ
- Thị phần dẫn đầu ngành bán lẻ điện tử điện máy

#### Luận điểm đầu tư:

- Dẫn đầu thị trường với lợi thế cạnh tranh vững chắc
- Cơ hội tiếp cận trực tiếp câu chuyện tăng trưởng tiêu dùng tại Việt Nam
- Cơ hội tại thị trường Indonesia



### BAO TIN MANH HAI

**Thời gian dự kiến:** 4Q26

#### Vị thế:

- Từ nhà kinh doanh vàng truyền thống sang mô hình bán lẻ trang sức hiện đại

#### Luận điểm đầu tư:

- Gia tăng thu nhập & mức sống
- Nhu cầu trang sức tăng trưởng
- Xu hướng chuyển dịch từ các cửa hàng vàng truyền thống sang các thương hiệu uy tín



**Thời gian dự kiến:** cuối 2026

#### Vị thế:

- Hệ thống từ nông trại tới bàn ăn: Thức ăn chăn nuôi – Chăn nuôi – Chế biến – Thực phẩm
- Công suất chăn nuôi lớn nhất Việt nam
- Lợi thế tài chính do thuộc tập đoàn lớn của Thái Lan

#### Luận điểm đầu tư:

- Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ thịt sạch
- Lợi thế quy mô lớn
- Tối ưu vận hành chuỗi cung ứng hiện đại



**Thời gian dự kiến:** cuối 2026

#### Vị thế:

- Thị phần sữa lớn thứ hai sau Vinamilk
- Thế mạnh thương hiệu ở mảng sữa tươi đóng hộp

#### Luận điểm đầu tư:

- Vị thế cao trong ngành
- Dây chuyền sản xuất nông nghiệp hiện đại đạt chuẩn
- Triển vọng tăng trưởng đến từ cao cấp hóa; hướng tới sản phẩm tốt cho sức khỏe

**Thông tin cổ phiếu:**

Biến động sv tháng trước (%)	-2,8%
Biến động sv năm trước (%)	22,2%
Giá mục tiêu (đ/cp)	114.600
Tiềm năng tăng giá	46,0%
Tỷ suất cổ tức	1,3%
Vốn hóa thị trường (tr USD)	4.352
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	17,7
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	-

**Luân điểm đầu tư:****World Cup & El Nino thúc đẩy nhu cầu điện máy**

Các dữ liệu lịch sử cho thấy các sự kiện thể thao lớn và thời tiết nắng nóng thường kích thích nhu cầu thay thế TV màn hình lớn và các thiết bị làm mát. Trong bối cảnh thị trường đang bước vào chu kỳ phục hồi, MWG có vị thế thuận lợi để hưởng lợi nhờ thị phần dẫn đầu và mạng lưới cửa hàng phủ rộng trên toàn quốc.

**Chu kỳ nâng cấp AI hỗ trợ doanh số ICT**

Việc phổ biến các thiết bị tích hợp AI như smartphone, laptop và PC đang thúc đẩy người tiêu dùng nâng cấp thiết bị sớm hơn dự kiến. Cùng với sự cải thiện của tâm lý tiêu dùng và thu nhập khả dụng, xu hướng này có thể hỗ trợ tăng trưởng doanh số mạnh hơn cho mảng ICT của MWG trong năm 2026.

**BHX đẩy mạnh mở rộng ra miền Bắc**

BHX đã mở rộng lên hơn 2.300 cửa hàng vào giữa năm 2026, củng cố hiện diện tại miền Trung và từng bước thâm nhập thị trường miền Bắc. Quá trình chính thức hóa hoạt động bán lẻ được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tỷ lệ thâm nhập của bán lẻ hiện đại, trong khi hiệu quả cửa hàng và chuỗi cung ứng được cải thiện sẽ giúp giảm áp lực cạnh tranh. Chúng tôi dự báo doanh thu BHX tăng 18%/20% YoY trong giai đoạn 2026/2027, nhờ mở rộng mạng lưới và doanh thu cửa hàng tích cực, đồng thời biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện nhờ lợi thế quy mô và cơ cấu sản phẩm tốt hơn.

**IPO DMX mở ra dư địa tăng định giá**

Theo các thảo luận trên thị trường, DMX có thể được định giá khoảng 3,3–4,0 tỷ USD khi niêm yết. Việc IPO riêng lẻ sẽ giúp nâng cao tính minh bạch về định giá, phản ánh rõ hơn giá trị nội tại của mảng bán lẻ điện máy và có thể thu hẹp mức chiết khấu tập đoàn hiện đang được áp dụng đối với cổ phiếu MWG.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng DT thuần	16.5%	25.9%	13.9%	9.3%	6.4%	5.1%
Tăng trưởng EPS	89.1%	25.0%	8.9%	10.0%	12.3%	10.1%
Biên lợi nhuận gộp	19.4%	18.5%	17.9%	18.0%	18.1%	18.1%
Biên LN ròng	4.5%	4.5%	4.4%	4.5%	4.8%	5.0%
P/E (x)	18.5	14.8	13.6	12.3	11.0	10.0
Rolling P/B (x)	4.0	3.2	2.6	2.2	1.9	1.7
ROAE	21.7%	21.3%	19.3%	18.1%	17.3%	16.6%
Nợ ròng trên VCSH	(27.4%)	(20.5%)	(13.2%)	(17.4%)	(13.9%)	(18.1%)

**Thông tin cổ phiếu:**

Biến động sv tháng trước (%)	-8,7%
Biến động sv năm trước (%)	29,5%
Giá mục tiêu (đ/cp)	102.100
Tiềm năng tăng giá	59,3%
Tỷ suất cổ tức	2,4%
Vốn hóa thị trường (tr USD)	61,7%
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	1.265
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	4,0

<b>Tổng quan tài chính</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Tăng trưởng DT thuần	(2,2%)	14,1%	(7,5%)	33,0%	16,3%
Tăng trưởng EPS	8,8%	7,2%	35,8%	34,7%	26,9%
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	17,6%	22,0%	19,6%	19,3%
Biên LN ròng	5,9%	5,6%	8,2%	8,3%	9,1%
P/E (x)	18,1	16,9	12,5	9,2	7,3
Rolling P/B (x)	2,1	1,9	1,7	1,9	1,6
ROAE	20,0%	19,0%	22,0%	25,6%	27,3%
Nợ ròng trên VCSH	15,2%	19,7%	27,9%	28,1%	19,1%

**Luận điểm đầu tư:****Chính sách thu mua mới cải thiện nguồn cung nguyên liệu cho mảng trang sức**

Theo chính sách thu mua mới, PNJ có thể quản lý tồn kho và rủi ro biến động giá vàng hiệu quả hơn, qua đó hạn chế tổn thất khi chi phí nguyên liệu biến động mạnh. Điều này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh giá vàng SJC gần đây đã giảm 20% trong 2Q26. Do đó, chính sách mới với việc thu mua lại theo giá thị trường của nguyên liệu giúp PNJ duy trì biên lợi nhuận trang sức dương và ổn định.

**Doanh số vàng 24K có thể tiếp tục duy trì tích cực trong 2H26**

Trong hai năm qua, tình trạng khan hiếm nguồn cung nguyên liệu vàng đã hạn chế năng lực sản xuất của toàn ngành, khiến PNJ chưa thể khai thác đầy đủ nhu cầu thị trường. Việc nguồn cung và điều kiện sản xuất được cải thiện kể từ khi Nghị định 232 có hiệu lực sẽ giúp công ty mở rộng tồn kho, ra mắt các bộ sưu tập mới và cải thiện khả năng sẵn có của sản phẩm tại hệ thống 430 cửa hàng trên toàn quốc.

Do mảng bán lẻ trang sức đóng góp 60–70% doanh thu của PNJ nhưng tạo ra hơn 90% lợi nhuận gộp nhờ biên lợi nhuận gộp cao hơn, tăng trưởng mạnh hơn tại phân khúc này có thể tạo tác động tích cực vượt trội lên lợi nhuận. Bên cạnh đó, tỷ trọng cao hơn của các sản phẩm trang sức thương hiệu và phân khúc cao cấp sẽ tiếp tục hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận gộp.

**Định giá PNJ vẫn hấp dẫn so với mức trung bình lịch sử**

Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng khoảng 9,4x, thấp hơn khoảng 37% so với mức định giá trung bình 5 năm (15x) và thấp hơn mức trung bình của các doanh nghiệp trang sức cùng ngành (14,4x). Trong khi đó, các động lực tăng trưởng dài hạn của công ty vẫn được duy trì, bao gồm thu nhập khả dụng gia tăng, quá trình đô thị hóa, xu hướng cao cấp hóa tiêu dùng và tiếp tục giành thêm thị phần từ thị trường trang sức truyền thống còn phân mảnh. Sự kết hợp giữa khả năng cải thiện lợi nhuận và quá trình tái định giá có thể tạo dư địa tăng giá đáng kể cho cổ phiếu trong năm 2026.

**Thông tin cổ phiếu:**

Biến động sv tháng trước (%)	-0,01%
Biến động sv năm trước (%)	11,2%
Giá mục tiêu (đ/cp)	70.400
Tiềm năng tăng giá	18,5%
Tỷ suất cổ tức	7,4%
Vốn hóa thị trường (tr USD)	4.699,9
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	8,6
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	2,4

Tổng quan tài chính	2024	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng DT thuần	2,3%	3,0%	4,1%	3,3%	3,7%
Tăng trưởng EPS	4,9%	(2,9%)	2,5%	2,8%	1,2%
Biên lợi nhuận gộp	41,4%	41,2%	41,3%	41,1%	40,3%
Biên LN ròng	15,3%	14,8%	14,6%	14,5%	14,2%
P/E (x)	15,1	15,5	15,1	14,7	14,5
Rolling P/B (x)	3,6	3,8	3,7	3,6	3,5
ROAE	44,9%	45,0%	46,2%	47,5%	48,0%
Nợ ròng trên VCSH	19,5%	22,2%	25,0%	21,2%	19,0%

**Luận điểm đầu tư:****Sản phẩm cao cấp hỗ trợ tăng trưởng doanh thu thị trường trong nước**

Trong bối cảnh bão hòa tại thị trường sữa Việt Nam, Vinamilk tiếp tục tập trung vào chiến lược cao cấp hóa sản phẩm và ra mắt các sản phẩm mới phù hợp với xu hướng tiêu dùng. Các sản phẩm mới dự kiến hỗ trợ cải thiện giá bán trung bình và duy trì tăng trưởng doanh thu trong nước. Chúng tôi dự phóng doanh thu trong nước của VNM tăng 3,0% svck lên 52.504 tỷ đồng, nhờ giá bán tăng 1,5% và sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ 1,8%

**Kênh hiện đại và trực tiếp bù đắp tăng trưởng chậm lại của kênh truyền thống**

Kênh bán hàng truyền thống vẫn là kênh phân phối chủ lực của Vinamilk tại thị trường trong nước, tuy nhiên tăng trưởng đã chậm lại, chủ yếu do tác động từ các quy định thuế đối với hộ kinh doanh cá thể. Trong khi đó, kênh bán hàng hiện đại và trực tiếp tiếp tục duy trì động lực tăng trưởng tích cực. Năm 2026, Vinamilk dự kiến mở thêm khoảng 200 cửa hàng mới, qua đó mở rộng hệ thống bán hàng trực tiếp đến người tiêu dùng. Chúng tôi cho rằng mạng lưới phân phối rộng hơn sẽ giúp cải thiện cơ cấu kênh bán hàng, mở rộng khả năng tiếp cận người tiêu dùng.

**Campuchia nổi lên như một thị trường tăng trưởng tiềm năng ở nước ngoài**

Tại thị trường nội địa Campuchia, Angkor Milk được kỳ vọng ghi nhận doanh thu tăng 16,4% svck 2.545 tỷ đồng, nhờ tiếp tục mở rộng hệ thống phân phối. Ở mảng xuất khẩu, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sang Campuchia tăng 30% svck khi các nhà phân phối tìm kiếm nguồn cung sữa thay thế trong bối cảnh căng thẳng thương mại Campuchia và Thái Lan. Tuy nhiên, Trung Đông vẫn là thị trường xuất khẩu chủ chốt của VNM, căng thẳng thương mại gần đây tại khu vực này có thể ảnh hưởng đến triển vọng xuất khẩu chung của công ty. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu đạt 7.694 tỷ đồng, tăng 8,3% svck.

# Bất động sản nhà ở



## Khó khăn ngắn hạn; Kiến tạo giá trị dài hạn

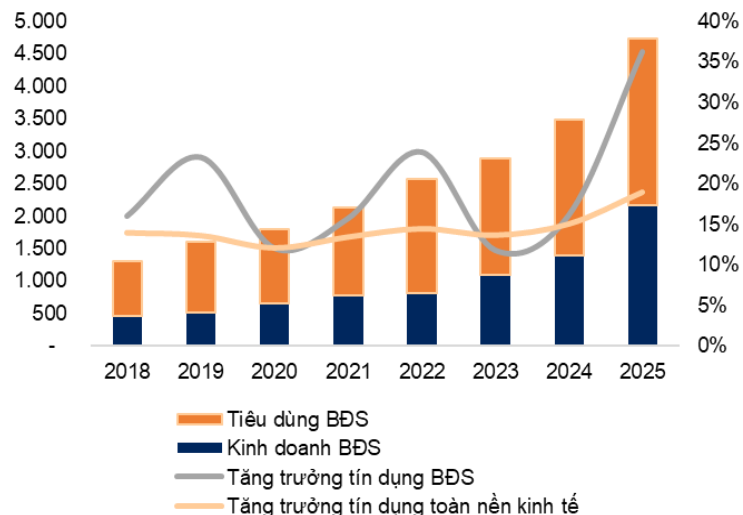
- Định hướng chính sách tập trung vào ở thực, cùng mặt bằng lãi suất cao và tín dụng BĐS thắt chặt đang thúc đẩy quá trình thanh lọc và dịch chuyển cấu trúc của ngành theo hướng ổn định hơn trong dài hạn. Các chủ đầu tư được kỳ vọng sẽ có sự cạnh tranh hơn về giá bán và chất lượng sản phẩm, mở ra chu kỳ tăng trưởng lành mạnh và bền vững hơn.
- Nội lực doanh nghiệp cải thiện nhờ dòng tiền từ hoạt động cốt lõi, kỳ vọng doanh số mở bán mới (presales) năm 2026F đạt 273 nghìn tỷ (+15% YoY) là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận 2027-2028.
- Các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn ở các khu vực kết nối, phân khúc khách hàng thuộc nhóm ở thực và có khả năng triển khai mạnh mẽ như KDH, NLG sẽ được hưởng lợi.

## Cổ phiếu ưa thích

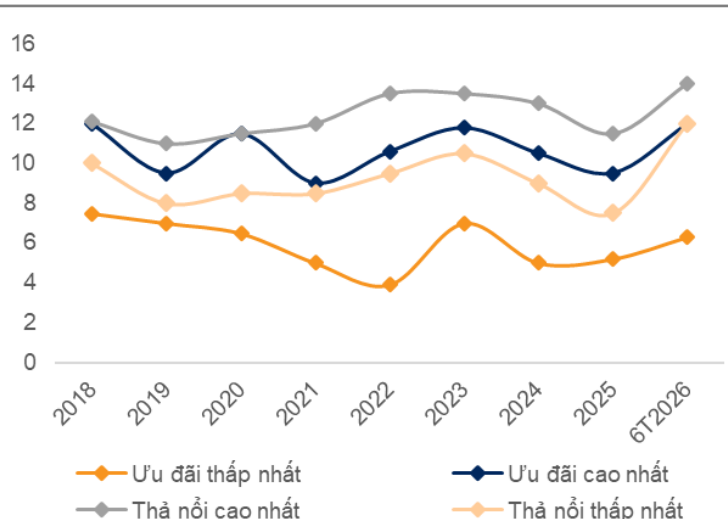
Mã	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
KDH	35.700	<ul style="list-style-type: none"><li>• Gladia dẫn dắt doanh số ký bán 2026; Solina và BTĐ là động lực từ 2027.</li><li>• Định giá hấp dẫn nhờ triển vọng doanh số ký bán và LN dài hạn tích cực</li></ul>
NLG	38.000	<ul style="list-style-type: none"><li>• Triển vọng presales (doanh số ký bán) tích cực nhờ các dự án mở bán mới</li><li>• Vị thế bền vững giúp duy trì khả năng bán hàng tốt và tăng trưởng giá bán</li></ul>

Thị trường đối mặt với nhiều thách thức khi tín dụng BĐS bị kiểm soát, lãi suất lên cao, trong khi nguồn cung tăng mạnh làm gia tăng áp lực hấp thụ

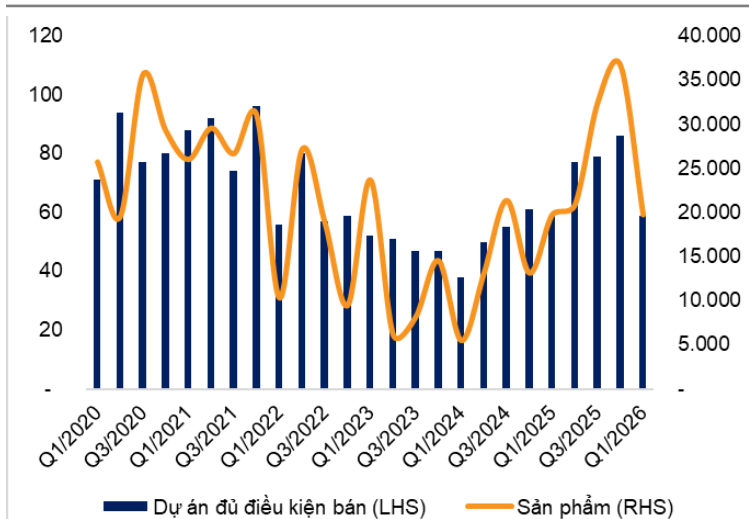
**Tín dụng BĐS bị khống chế không vượt tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế, đảo ngược xu hướng tăng cao hơn trong các năm trước**



**Lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức cao (đơn vị: %)**



**Nguồn cung dự báo tăng trong thời gian tới**



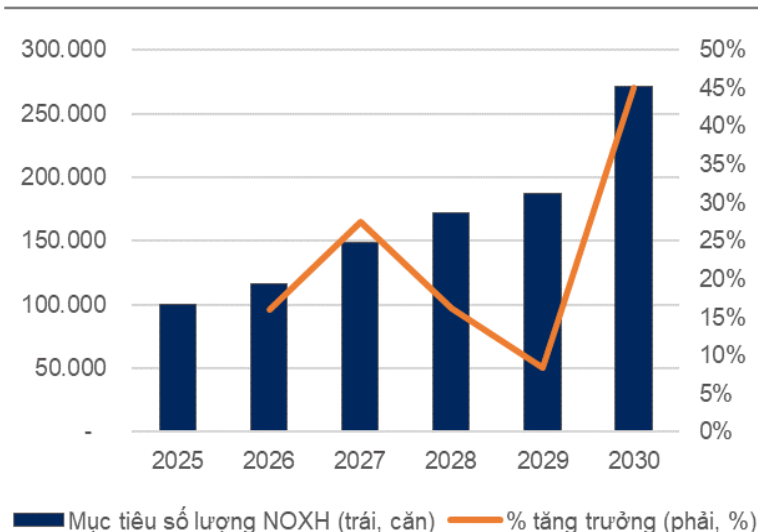
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay BĐS sẽ duy trì ở mức cao đến cuối năm do: 1> kỳ vọng lãi suất huy động duy trì ở mức cao hiện tại; và 2> room tín dụng BĐS tiếp tục bị kiểm soát (<17%), trong khi nhu cầu vay được kỳ vọng duy trì ở mức cao
- Room tín dụng cho vay BĐS bị hạn chế trong bối cảnh nguồn cung tăng mạnh sẽ làm gia tăng cạnh tranh tiếp cận vốn giữa các chủ đầu tư, trong khi các chương trình hỗ trợ lãi suất có thể tiếp tục tạo áp lực lên biên lợi nhuận
- Bên cạnh đó, nguồn cung tăng mạnh cũng sẽ gia tăng cạnh tranh bán hàng giữa các chủ đầu tư. Trong bối cảnh đó, chúng tôi ưu tiên các doanh nghiệp sở hữu dự án pháp lý rõ ràng, vị trí hưởng lợi từ hạ tầng, đáp ứng nhu cầu ở thực và có nền tảng tài chính vững mạnh

Các thông điệp và chính sách của chính phủ hướng đến tái cấu trúc nguồn cung và định hình lại trực sản phẩm theo nhu cầu thực

## Dự thảo thí điểm nhà ở thương mại giá phù hợp

	Nội dung dự thảo	Ý nghĩa
Loại hình sản phẩm	Phân khúc trung gian giữa NOXH và nhà ở thương mại thông thường; hướng đến nhóm thu nhập 15-25 triệu đồng/tháng	Nhằm hạ nhiệt lệch pha cung cầu nghiêng về phân khúc cao cấp
Giá và lợi nhuận	Biên lợi nhuận định mức của chủ đầu tư là 15%	Kiểm soát chặt chẽ chi phí cấu thành để tránh doanh nghiệp nâng khống giá bán
Cơ chế tính tiền sử dụng đất	Giao đất trực tiếp, không thông qua đấu giá hoặc đấu thầu	Điểm nghẽn pháp lý lớn nhất được khơi thông, rút ngắn thời gian chuẩn bị dự án
Điều kiện với người mua	Mỗi cá nhân chỉ được mua tối đa 1 căn. Cấm chuyển nhượng trong vòng 5 năm kể từ ngày đóng đủ tiền	Chống đầu cơ, lướt sóng ngắn hạn

## Mục tiêu nguồn cung nhà ở xã hội (NOXH) cao gấp 3 lần hiện nay



## Sáng kiến phát triển mô hình nhà ở cho thuê

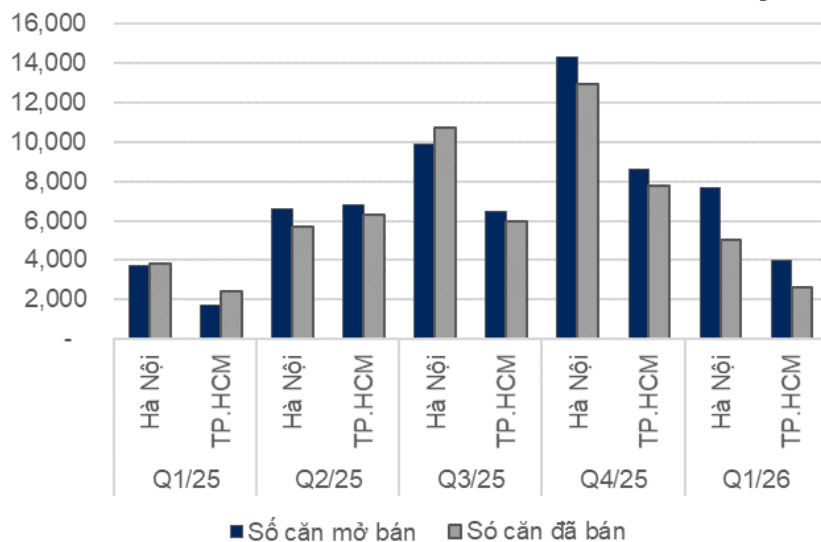


- Chính phủ quyết liệt nắn dòng vốn về nhu cầu thực. Việc ban hành đồng bộ các chính sách từ thí điểm nhà ở thương mại giá phù hợp, đẩy mạnh NOXH và phát triển mô hình nhà ở cho thuê thể hiện quyết tâm của cơ quan quản lý trong việc tái cơ cấu nguồn cung của thị trường, điều hướng dòng vốn đầu tư từ phân khúc cao cấp/hạng sang về phân khúc bình dân, góp phần thu hẹp lệch pha cung-cầu và giải quyết bài toán an sinh xã hội tại các đô thị lớn khi giá nhà đã vượt quá khả năng chi trả của đại bộ phận người dân.
- Các chính sách mới phát đi thông điệp rằng dư địa tăng trưởng nóng của các phân khúc mang tính đầu cơ đang bị thu hẹp đáng kể. Thị trường bước vào giai đoạn cạnh tranh mang tính thực chất và quyết liệt hơn về giá bán, tiện ích, phân khúc,...
- Hạ tầng (vành đai, cao tốc, metro) và quy hoạch mới đang tạo ra các cực tăng trưởng vùng ven, giúp tái định hình dòng vốn và phân bổ lại nguồn cầu. Tuy nhiên, các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất gần CBD và đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính từ sớm vẫn sẽ duy trì biên lợi nhuận vượt trội nhờ lợi thế vị trí và giá vốn thấp.

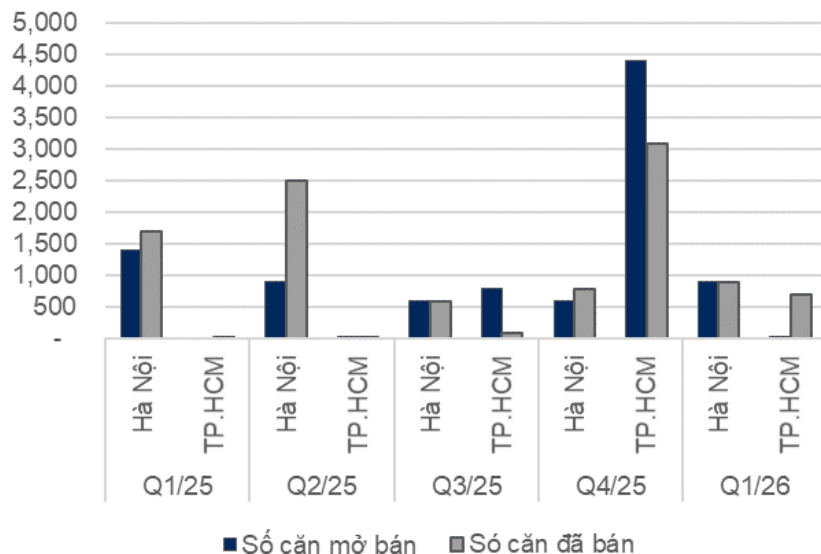
# Tuy vậy, thị trường phân hóa và tự thích nghi thay vì đóng băng

Các chủ đầu tư đẩy mạnh chính sách bán hàng ưu đãi nhằm kích cầu, trong khi cải cách pháp lý hỗ trợ tháo gỡ vướng mắc, đẩy nhanh tiến độ dự án, bảo đảm an sinh xã hội và hạn chế đầu cơ. Dù tỷ lệ hấp thụ chậm lại đáng kể, dù số lượng giao dịch vẫn tăng nhờ nguồn cung cải thiện và các chính sách bán hàng ưu đãi

Tỷ lệ hấp thụ chung cư chậm lại đáng kể, dù số lượng giao dịch vẫn tăng nhờ nguồn cung cải thiện và các chính sách bán hàng ưu đãi



Nguồn cung nhà gắn liền với đất chậm lại, song tỷ lệ hấp thụ vẫn duy trì vững chắc



Cải cách pháp lý tập trung tháo gỡ vướng mắc, đẩy nhanh thủ tục, hạn chế đầu cơ, minh bạch hóa thị trường và đảm bảo an sinh xã hội.

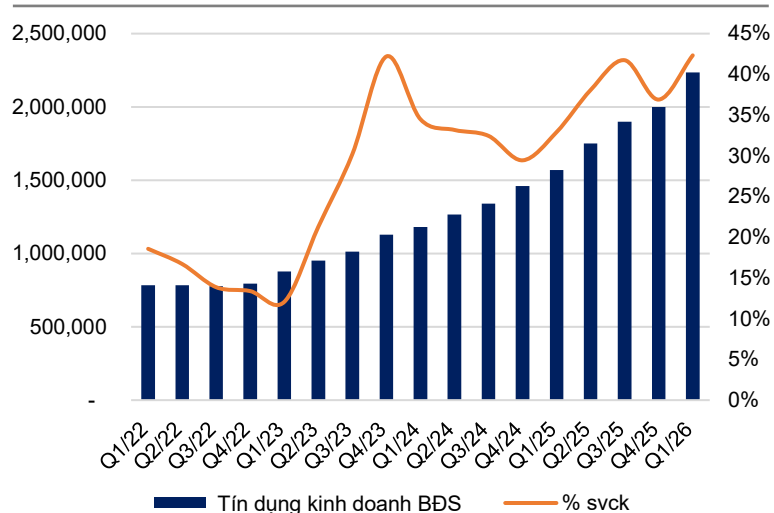
CDT tung các chính sách bán hàng ưu đãi như hỗ trợ lãi suất 0%, tăng chiết khấu và thời gian thanh toán nhằm kích cầu

MỤC TIÊU	CHÍNH SÁCH	HIỆU LỰC
Đẩy nhanh tiến độ pháp lý dự án	1. NQ 254/2025/QH15	01/01/2026; một số nội dung áp dụng từ 11/12/2025
	2. Sửa đổi Luật Đất đai 2024	Đang lấy ý kiến, dự kiến hiệu lực từ 1/03/2027 nếu được thông qua
Minh bạch hóa thị trường	1. NB 357/2025/NB-CP	03/01/2026
	2. NQ 79-NQ/TW	07/06/2026
Ổn định an sinh xã hội	1. Thí điểm nhà ở thương mại giá phù hợp	Đang lấy ý kiến
	2. Mô hình nhà ở cho thuê	Đang nghiên cứu/định hướng

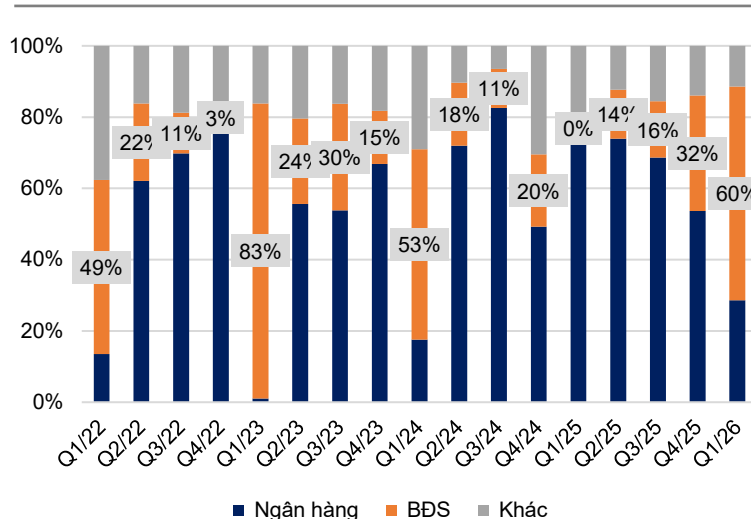
Dự án	Thời hạn thanh toán vốn tự có	Chiết khấu thanh toán sớm	Vay ngân hàng
Green Paradise (VHM)	Lên tới 18 tháng	7.5-11%	Hỗ trợ lãi suất 0% lên tới 60 tháng
Gladia (KDH&Kepple)	12 tháng	8%	Hỗ trợ lãi suất 0% trong 18 tháng
Izumi (NLG)	Lên tới 36 tháng	4.5-10.5%	Hỗ trợ lãi suất vay 9%/năm
Elyse Island (NLD)	Lên đến 24 tháng	2.5-7.5%	Hỗ trợ lãi suất 0% trong 27 tháng
The Prive (DXG)	Lên tới 30 tháng	12%	Hỗ trợ lãi suất 0% trong 24 tháng

Tín dụng ngân hàng duy trì chọn lọc, áp lực tài trợ dự án phụ thuộc vào sự phục hồi của kênh trái phiếu và cổ phiếu đối với một số doanh nghiệp.

## Cho vay kinh doanh BĐS tăng 11,8% so với đầu năm



## Tỷ trọng trái phiếu bất động sản phát hành gia tăng qua các quý gần đây



## Kế hoạch huy động vốn của các doanh nghiệp

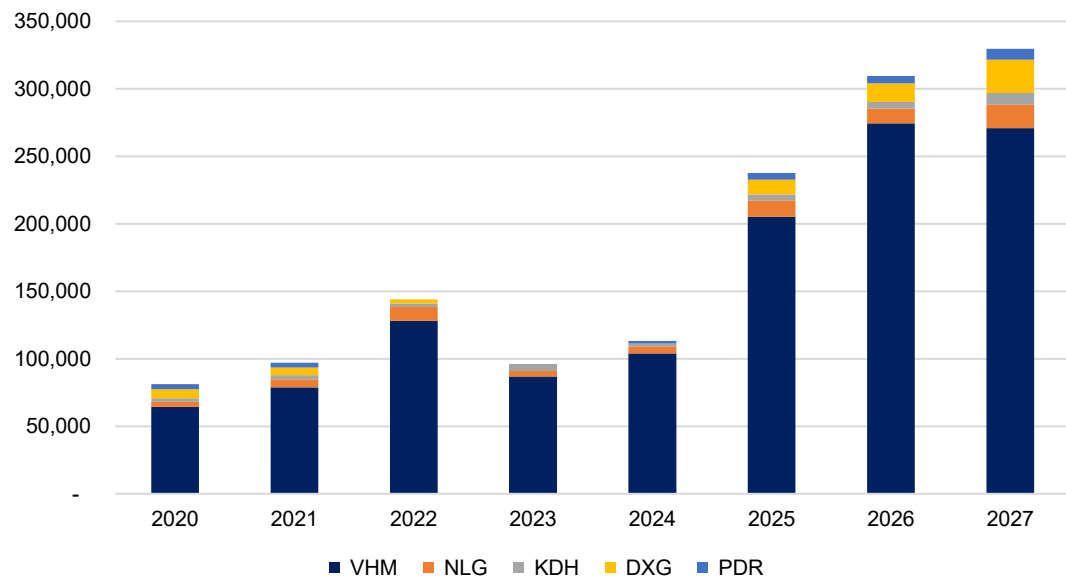
Doanh nghiệp	Kênh huy động	Giá trị (tỷ đồng)	Trạng thái
NLG	Thoái vốn dự án	n/a	Dự kiến trong năm 2026
NVL	Phát hành riêng lẻ	8,000	Dự kiến trong 2026
PDR	Thoái vốn dự án	4,000	Dự kiến Quý 3/2026 (*)
	Phát hành cho cổ đông hiện hữu	2,000	Dự kiến Quý 3/2026
KDH	*Chưa có KH		
VHM	*Chưa có KH		

(\*) Ghi chú: Kế hoạch thoái vốn dự kiến có thể thay đổi tùy thuộc vào tiến độ đàm phán với đối tác

- Tín dụng chọn lọc hướng vào nhu cầu thực. Tín dụng cho vay kinh doanh bất động sản Q1/26 tăng 11,8% sv đầu năm và 42% svck. Dòng tiền tập trung chủ yếu vào phân khúc đô thị và nhà ở có khả năng hấp thụ và tỏa dòng tiền, thay vì giải ngân đại trà.
- Kênh trái phiếu hồi phục, dẫn dắt bởi nhóm VHM. Thị trường TPDN bất động sản ấm trở lại trong Q1/2026 với giá trị đạt 24.065 (tăng ..% và chiếm 60% tổng giá trị phát hành toàn thị trường), tạo nguồn lực tái cấp vốn khi áp lực đáo hạn gia tăng trong năm
- Chủ động đa dạng nguồn vốn qua Equity & M&A. Để tài trợ cho danh mục dự án mở rộng, các doanh nghiệp tích cực lên kế hoạch huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu (NVL, PDR) hoặc cấu trúc lại danh mục tài sản thông qua M&A dự án (PDR, NLG)

Doanh số mở bán mới phục hồi mạnh 2025-2026 dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận trong 2027-2028.

## Doanh số mở bán mới dự báo phục hồi mạnh từ 2025-2026



## ... Là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ 2027-2028

### Dự phóng LNST của công ty mẹ (tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
VHM	28.831	33.371	31.801	41.107	50.120	61.009
NLG	556	484	512	701	781	1.073
KDH	1.103	716	810	1.053	1.924	1.231
DXG	215	172	253	256	369	2.517
VRE	2.778	4.409	4.096	6.446	5.429	7.831

### Tăng trưởng (% svck)

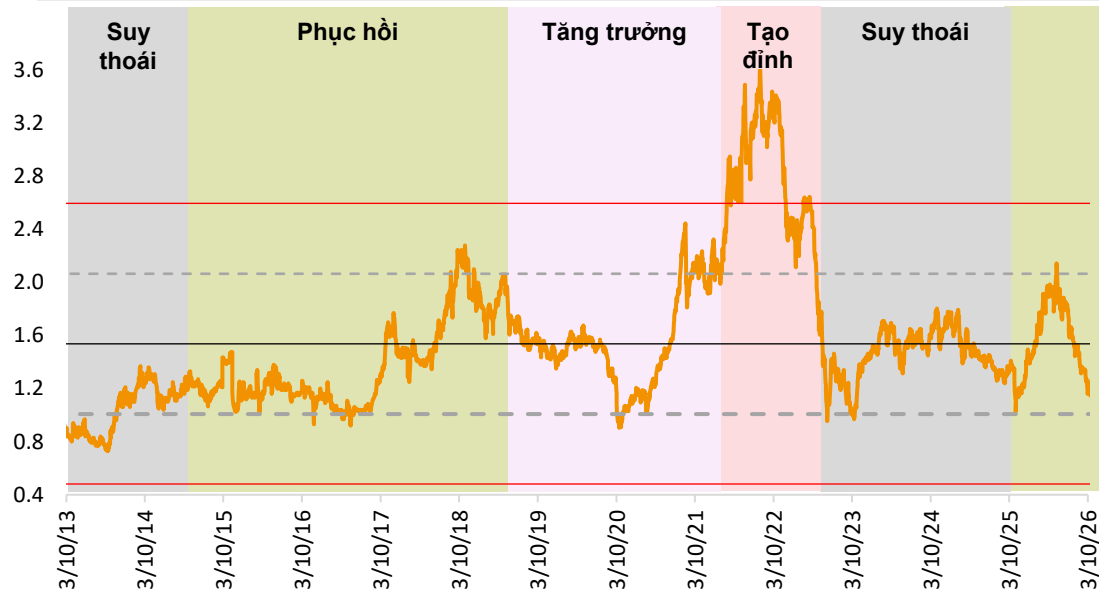
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
VHM	-26%	16%	-5%	29%	22%	22%
NLG	-48%	-13%	6%	37%	11%	37%
KDH	-8%	-35%	13%	30%	83%	-36%
DXG	-81%	-20%	47%	2%	44%	582%
VRE	111%	59%	-7%	57%	-16%	44%

- Nhìn chung, nhờ có lượng backlog lớn và tình hình tài chính đã cải thiện sau giai đoạn tái cấu trúc, các doanh nghiệp BĐS đang có sự chủ động hơn trong kế hoạch triển khai dự án và duy trì xu hướng “thanh lọc thị trường” qua các thương vụ M&A. Động lực vững chắc từ doanh số mở bán 2025-2026 vẫn sẽ dẫn dắt lợi nhuận ngành tăng trưởng ấn tượng. Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán có thể cải thiện nhẹ trong năm 2026, dù vẫn chịu ảnh hưởng từ môi trường vĩ mô kém thuận lợi, và có khả năng ghi nhận diễn biến tích cực hơn từ năm 2027 nếu mặt bằng lãi suất dần hạ nhiệt. Theo ước tính, doanh số mở bán dự phóng 2026/2027 của các doanh nghiệp BĐS theo dõi đạt lần lượt 273 nghìn tỷ (+15% svck)/ 330 nghìn tỷ (+21% svck); hoặc 37 nghìn tỷ (+14% svck)/ 59 nghìn tỷ (+60% svck) nếu loại trừ đóng góp của VHM.
- Chúng tôi dự báo LNST-CDTS giai đoạn 2026-27 của các doanh nghiệp theo dõi đạt lần lượt 59 nghìn tỷ (+18% svck) và 74 nghìn tỷ (+26% svck), được dẫn dắt bởi presales vững chắc giai đoạn 2025-2026.

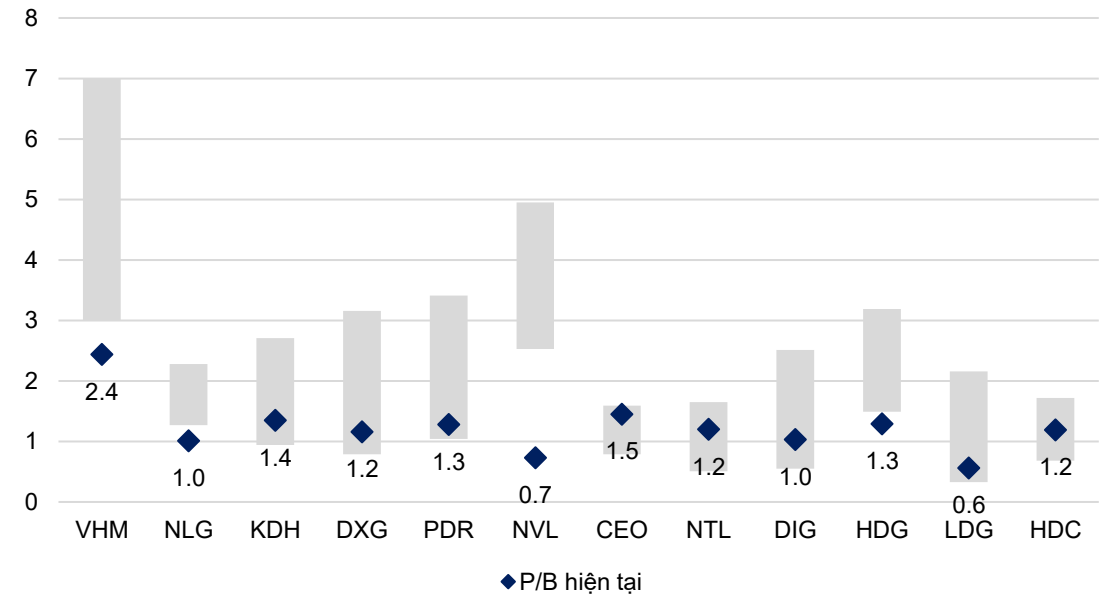
# Định giá đủ rẻ cho giai đoạn đầu của 1 chu kỳ lành mạnh hơn

Định giá của ngành BĐS đã rơi về mức cận dưới trung bình lịch sử, mở ra cơ hội tích lũy trong dài hạn khi triển vọng lợi nhuận đã rõ ràng hơn.

**Định giá của ngành bất động sản đang ở cận dưới trong khi triển vọng bán hàng đạt mức cao kỳ lục trong lịch sử**



**Hầu hết các cổ phiếu BĐS đang giao dịch ở mức cận dưới lịch sử**



- Các cổ phiếu ngành bất động sản đã trải qua đợt điều chỉnh mạnh trong Q3/25-Q2/26 và hiện đang giao dịch tại P/B trung vị = 1.2x, tương đương mức cận dưới lịch sử. Do đó, chúng tôi cho rằng cấu trúc dịch chuyển lành mạnh của thị trường trong chu kỳ mới được khẳng định bởi triển vọng lợi nhuận rõ ràng và định giá hấp dẫn là những yếu tố dẫn dắt giúp ngành tái định giá trong thời gian tới.
- Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp có quỹ đất sẵn ở các khu vực kết nối, phân khúc khách hàng thuộc nhóm ở thực và có khả năng triển khai mạnh mẽ như **KDH, NLG** sẽ được hưởng lợi.

NLG | (3Q25 Update)

**Thông tin cổ phiếu:**

Thay đổi sv tháng trước (%)	-4,5%
Thay đổi svck (%)	-18,0%
Giá mục tiêu (đ /cp)	38.000
Tiềm năng tăng giá	43,7%
Tỷ suất cổ tức	1,9%
Thị giá vốn (tr USD)	493
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	3,6
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	39,9%

Chỉ số chính	2025A	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng doanh thu (%)	-21.6%	-8.9%	3.1%	21.7%
Tăng trưởng LNST sau CĐTS (%)	36.9%	11.4%	37.4%	54.3%
Biên LN gộp (%)	41.8%	46.4%	47.2%	46.0%
Biên LN ròng (%)	16.8%	20.6%	26.5%	33.6%
P/E (x)	19.5	17.0	12.4	8.0
P/B (x)	1.0	0.9	0.9	0.8
ROAE (%)	3.6%	4.0%	4.9%	6.5%
D/E (x)	-21%	-15%	6%	10%

**Luận điểm đầu tư:**

**Triển vọng presales (doanh số ký bán) tích cực nhờ các dự án mở bán mới**

NLG ghi nhận giá trị presales kỷ lục 11,9 nghìn tỷ đồng (+128% YoY) trong năm 2025. Đà tăng tiếp tục duy trì trong 4 tháng đầu 2026, với presales đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (+35% svck) bất chấp kỳ nghỉ Tết và tình hình tâm lý người mua nhà suy yếu do lãi suất tăng. Các dự án đóng góp chính bao gồm Izumi, Southgate, Elyse Island và Sol Garden. Với danh mục dự án tập trung vào phân khúc trung cấp và nền tảng khách hàng tương đối vững chắc, chúng tôi dự báo presales giai đoạn 2026–28 sẽ tăng trưởng với CAGR 11,7% trên mức nền cao 2025, trong đó ba dự án chủ lực kể trên dự kiến đóng góp khoảng 60% tổng presales. Khúc trung cấp phục vụ chủ yếu nhu cầu ở thực, cùng với lợi thế giá bán cạnh tranh nhờ quỹ đất có giá vốn thấp sẽ giúp NLG duy trì tỷ lệ hấp thụ ổn định.

**Vị thế tốt để vượt qua bối cảnh vĩ mô hiện tại**

Chiến lược tập trung vào phân khúc trung cấp phục vụ chủ yếu nhu cầu ở thực, cùng với lợi thế giá bán cạnh tranh nhờ quỹ đất có giá vốn thấp sẽ giúp NLG duy trì tỷ lệ hấp thụ ổn định, theo quan điểm của chúng tôi. Bên cạnh đó, cơ cấu khách hàng với mức đòn bẩy tài chính thấp giúp giảm thiểu tác động từ điều kiện tín dụng thắt chặt hơn. Kết hợp với vị thế tiền mặt ròng tại cuối năm 2025, chúng tôi cho rằng NLG có đủ năng lực để thích ứng với môi trường vĩ mô kém thuận lợi, đồng thời duy trì tốt năng lực bán hàng.

**Backlog lớn hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2027–28**

Chúng tôi kỳ vọng điều kiện thị trường sẽ dần cải thiện vào cuối năm 2026, qua đó tạo điều kiện cho việc hiện thực hóa backlog hiện tại với phần lớn hoạt động bàn giao sẽ tập trung vào 2027–28. Nhờ tiến độ xây dựng tích cực, các dự án trọng điểm như Izumi và Elyse Island được kỳ vọng sẽ trở thành động lực lợi nhuận chính khi bước vào giai đoạn bàn giao. Chúng tôi ước tính hai dự án này có thể đóng góp khoảng 25% lợi nhuận của NLG trong giai đoạn 2027-28.

**Định giá ở mức chiết khấu sâu**

NLG hiện đang giao dịch tại 1,1x P/B 2025 và 1x P/B 2026, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm (1,6x) và trung bình ngành hiện tại (1,2x). Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội tích lũy hấp dẫn đối với một doanh nghiệp phát triển bất động sản chất lượng với presales vững chắc, năng lực triển khai đã được chứng minh và khả năng chống chịu tốt với biến động ngắn hạn của thị trường.

**KDH (Báo cáo cập nhật)**
**Thông tin cổ phiếu:**

			2023	2024	2025	2026	2027
Giá mục tiêu	VND35.700	Tăng trưởng DT	-27,1%	52,1%	42,2%	21,2%	45,1%
Tiềm năng tăng giá	56,7%	Tăng trưởng EPS	(35,1%)	13,2%	16,9%	38,7%	35,9%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	73,2%	52,8%	59,2%	71,2%	60,1%
Tổng tỷ suất sinh lời	56,7	Biên LN ròng	33,0%	24,6%	22,5%	18,3%	25,1%
Thị giá vốn (tr đô)	979,3	P/E (x)	36,7	45,4	37,3	20,6	17,0
GTGDBQ 3 tháng (tr đô)	3,8	P/B (x)	1,7	1,7	1,5	1,0	0,9
Room ngoại còn lại (triệu)	277	ROAE	5,2%	4,6%	5,2%	6,6%	8,3%
P/B hiện tại	1,4	Nợ ròng/VCSH	16,8%	19,2%	34,9%	33,8%	33,7%

**Luận điểm đầu tư:**
**Áp lực tăng lãi suất ngắn hạn, nhưng chính sách vẫn hỗ trợ trong dài hạn**

Lãi suất tăng trong ngắn hạn nhiều khả năng sẽ gây áp lực lên tâm lý thị trường và làm chậm khả năng hấp thụ của dự án. Điều này có thể khiến KDH phải tung thêm những chính sách hỗ trợ lãi suất cho người mua nhà để kích cầu, trong khi giá vật liệu xây dựng tăng sẽ tạo áp lực lên biên LN. Dù vậy, các nỗ lực đẩy nhanh thủ tục pháp lý sẽ giúp rút ngắn tiến độ phát triển dự án và giảm chi phí, qua đó hỗ trợ KDH cũng như các doanh nghiệp BĐS trong dài hạn.

**Gladia dẫn dắt doanh số ký bán 2026; Solina và BTĐ là động lực từ 2027**

Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán tăng 11% svck lên 6,6 nghìn tỷ đồng trong 2026, chủ yếu nhờ Gladia. Sang 2027, với các dự án dự kiến mở bán như tiếp tục mở bán phần cao tầng Gladia, The Solina, Bình Trưng Đông và KCN Lê Minh Xuân mở rộng, doanh số ký bán được dự phóng tăng lên mức kỷ lục 10 nghìn tỷ đồng, tăng 51,5% svck.

**Mở rộng quỹ đất Cát Lái giúp củng cố triển vọng lợi nhuận dài hạn**

Trong Q1/26, KDH công bố mua lại một dự án nhà ở 8,2 ha tại phường Cát Lái, TP.HCM với giá trị 2,6 nghìn tỷ đồng. Nằm liền kề Gladia và Bình Trưng Đông, dự án đã hoàn tất các thủ tục pháp lý trọng yếu và sẵn sàng bước vào giai đoạn đầu tư, xây dựng. Thương vụ này nâng tổng quỹ đất của KDH tại khu vực Bình Trưng Đông - Cát Lái lên gần 40 ha.

**Định giá hấp dẫn nhờ triển vọng doanh số ký bán và LN dài hạn tích cực**

KDH đã giảm 30% kể từ cuối 2025 trong bối cảnh lãi suất tăng và các biện pháp của Chính phủ nhằm kiềm chế đà tăng giá nhà ở. Cổ phiếu hiện giao dịch tại P/B 1,5x và P/B kỳ vọng hiện tại là 1,4x, thấp hơn ngưỡng -1 độ lệch chuẩn là 1,6x. Chúng tôi cho rằng đây là vùng định giá hấp dẫn cho tích lũy dài hạn, nhờ triển vọng doanh số ký bán tích cực, năng lực triển khai tốt, bảng cân đối lành mạnh và quỹ đất lớn tại nội thành TP.HCM.

# BĐS Khu công nghiệp



## Đón đầu chu kỳ FDI mới

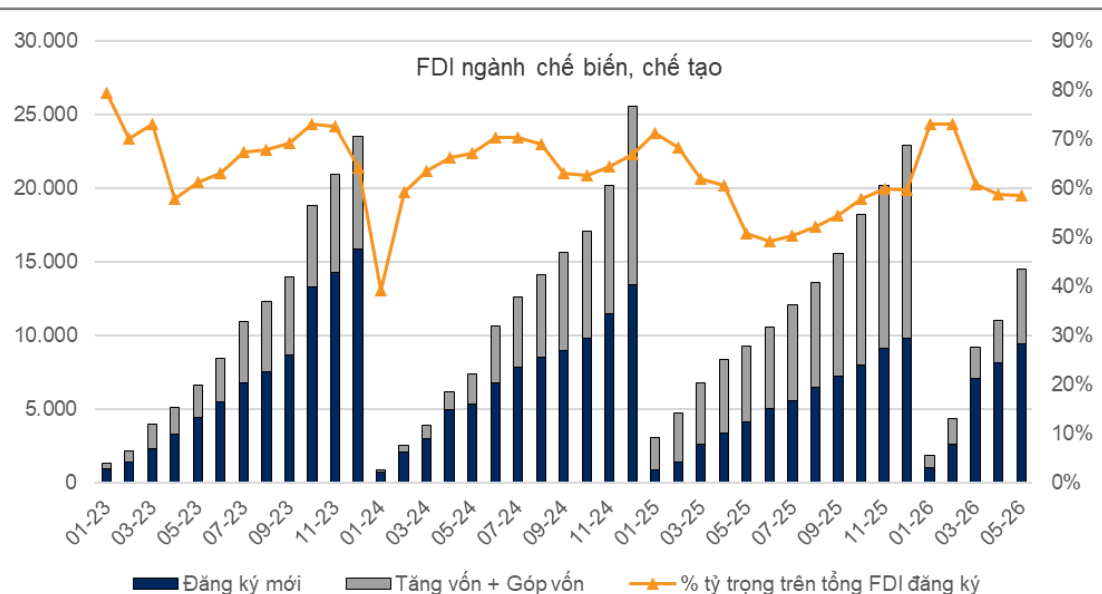
- Dòng vốn FDI đang quay trở lại với động lực đến từ các dự án sản xuất quy mô lớn, củng cố vai trò của Việt Nam trong chuỗi cung ứng khu vực.
- Trọng tâm thu hút FDI đang dịch chuyển từ quy mô sang chất lượng, đặt ra yêu cầu cao hơn đối với hạ tầng, dịch vụ hỗ trợ và khả năng kết nối chuỗi cung ứng của các KCN.
- Chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư KCN sở hữu quỹ đất chiến lược và hệ sinh thái công nghiệp toàn diện sẽ là nhóm hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng này.

## Cổ phiếu theo dõi

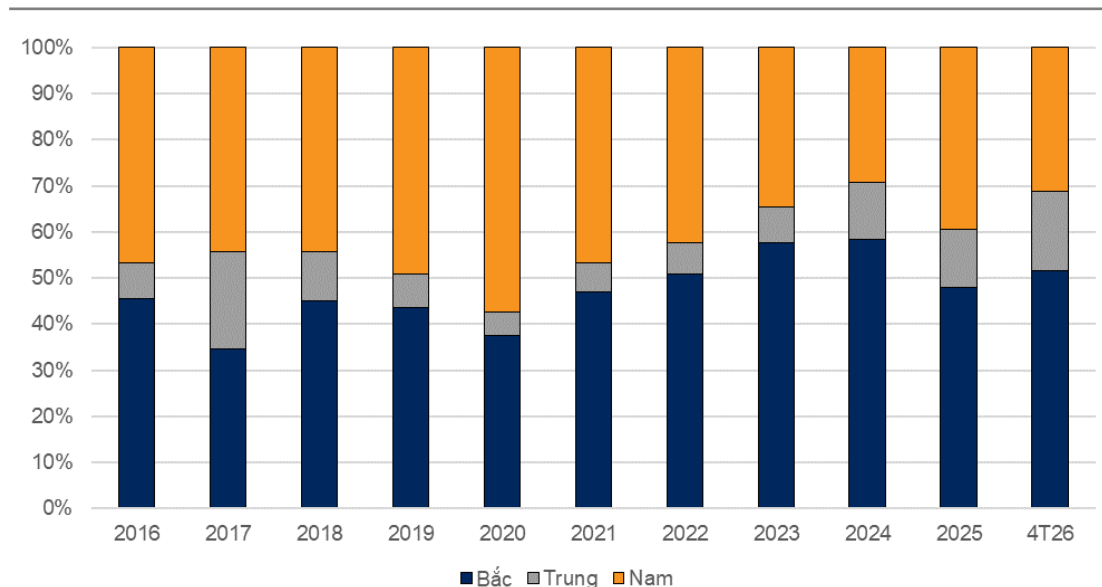
Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
KBC	35.700	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tràng Duệ 3 và quỹ đất phía Bắc mở ra chu kỳ tăng trưởng mới</li><li>• Tràng Cát có thể bắt đầu đóng góp doanh thu từ nửa cuối 2026</li><li>• Định giá hấp dẫn trước chu kỳ hiện thực hóa giá trị tài sản</li></ul>
IDC	58.000	<ul style="list-style-type: none"><li>• Quỹ đất sẵn sàng cho pha hồi phục trong giai đoạn tới</li><li>• Mảng năng lượng duy trì ổn định, bám sát tiến độ lấp đầy KCN</li><li>• Mô hình kinh doanh tích hợp tạo dòng tiền ổn định và hỗ trợ cổ tức cao</li></ul>

Trong 5T26, dòng vốn FDI được thúc đẩy bởi sự phục hồi của vốn đăng ký mới, trong đó lĩnh vực chế biến chế tạo tiếp tục giữ vai trò dẫn dắt nhờ các dự án mở rộng quy mô lớn từ các tập đoàn sản xuất toàn cầu.

## Vốn FDI đăng ký vào mảng Chế biến chế tạo tăng tốc trở lại (Đơn vị: triệu USD)



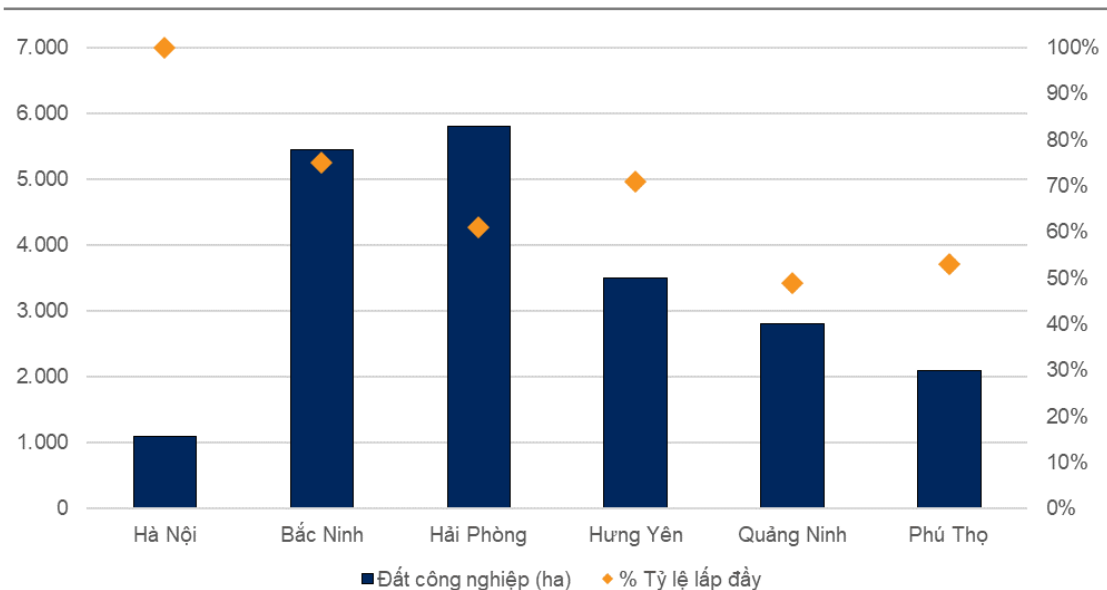
## Tỷ trọng FDI đăng ký theo miền (%)



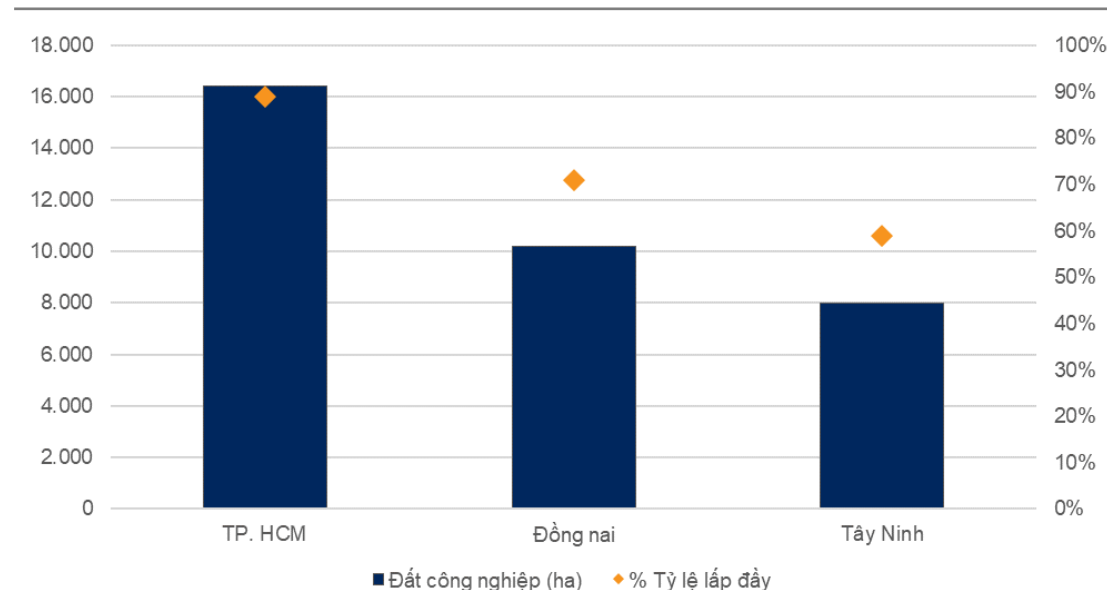
- **FDI đăng ký mới vào lĩnh vực chế biến chế tạo đạt 14,5 tỷ USD trong 5T26 (+56% svck)**, tiếp tục là động lực chính của dòng vốn FDI vào Việt Nam. Đáng chú ý, các dự án mở rộng của Samsung tại Thái Nguyên, bao gồm khoản đầu tư mới 4 tỷ USD và 1,5 tỷ USD vốn bổ sung, đóng góp khoảng 38% tổng vốn đăng ký của ngành, qua đó trở thành động lực chính cho tăng trưởng trong kỳ.
- **FDI thực hiện đạt 9,46 tỷ USD trong 5T26 (+10% svck)**, cho thấy hoạt động giải ngân vốn đầu tư nước ngoài vẫn duy trì tích cực. Đáng chú ý, lĩnh vực chế biến chế tạo tiếp tục chiếm tỷ trọng áp đảo khoảng 83% tổng vốn thực hiện, phản ánh sức hút bền vững của Việt Nam đối với các hoạt động sản xuất và xuất khẩu.
- Trong những tháng đầu năm, miền Bắc tiếp tục thu hút phần lớn dòng vốn FDI đăng ký mới nhờ sở hữu các hệ sinh thái sản xuất đã được định hình, cho phép nhà đầu tư nhanh chóng tham gia vào chuỗi cung ứng hiện hữu và tận dụng hiệu ứng cộng hưởng từ các cụm công nghiệp chuyên biệt.

Miền Bắc đang ở pha mở rộng nguồn cung và hưởng lợi từ làn sóng điện tử, trong khi miền Nam bước vào giai đoạn hấp thụ với động lực từ logistics và công nghiệp nặng

### Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy tại thị trường phía Bắc



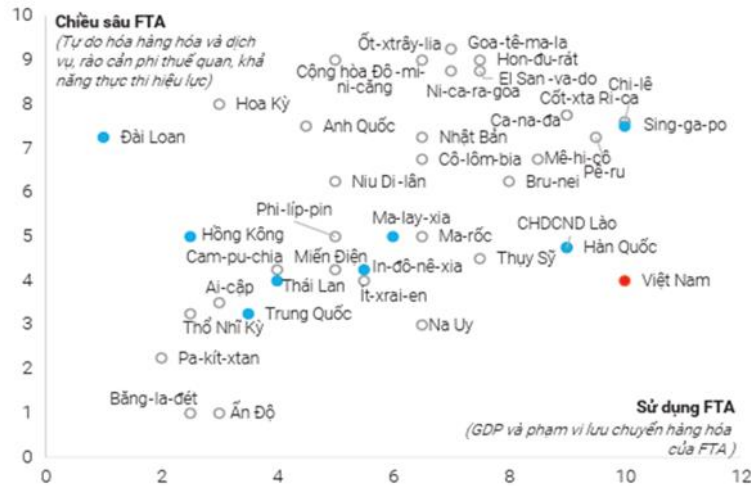
### Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy tại thị trường phía Nam



- Miền Bắc tiếp tục mở rộng nguồn cung trong Q1/26 với hơn 1.100ha mới từ Hải Phòng, Bắc Ninh và Ninh Bình, nâng tổng quỹ đất KCN lên hơn 25.100ha (+17,9% svck). Trong khi đó, nguồn cung tại miền Nam duy trì ổn định ở mức khoảng 36.400ha (+8,6% svck), phản ánh giai đoạn hấp thụ sau chu kỳ mở rộng mạnh trong năm 2025. Dù nguồn cung gia tăng, giá thuê vẫn tiếp tục tăng tại cả hai khu vực, lần lượt đạt +5,0% svck tại miền Bắc và +1,7% svck tại miền Nam. **Trong trung hạn, nguồn cung mới được kỳ vọng tiếp tục tập trung tại miền Bắc với khoảng 6.600ha trong giai đoạn 2026–2028, cao hơn mức 5.347ha dự kiến tại miền Nam trong giai đoạn 2026–2029.**
- **Tỷ lệ lấp đầy giảm tại cả hai miền trong Q1/26 chủ yếu do nguồn cung mới gia nhập thị trường.** Tại miền Bắc, nhu cầu thuê tiếp tục được dẫn dắt bởi các ngành điện tử, linh kiện điện tử và PCB, trong khi miền Nam ghi nhận hấp thụ tích cực từ các ngành thâm dụng đất như năng lượng, hóa dầu, thép và công nghiệp nặng, đặc biệt tại khu vực Cái Mép và Đất Đỏ. Chúng tôi cho rằng sự phân hóa này sẽ tiếp tục rõ nét hơn trong thời gian tới, qua đó củng cố vai trò của miền Bắc trong thu hút FDI công nghệ cao và miền Nam trong phát triển các cụm công nghiệp gắn với cảng biển và logistics.

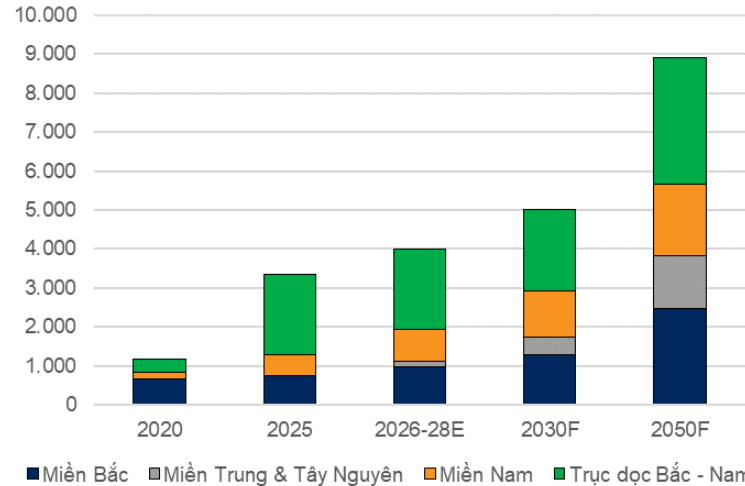
Việt Nam, với 1 độ mở kinh tế lớn, sau một giai đoạn đẩy mạnh hội nhập thương mại rộng rãi, đã chứng minh là một trong những điểm đến hấp dẫn trong mắt các quốc gia khác trước bối cảnh dịch chuyển chuỗi cung ứng

## Việt Nam mức độ hội nhập thương mại rộng rãi, theo đánh giá của World Bank

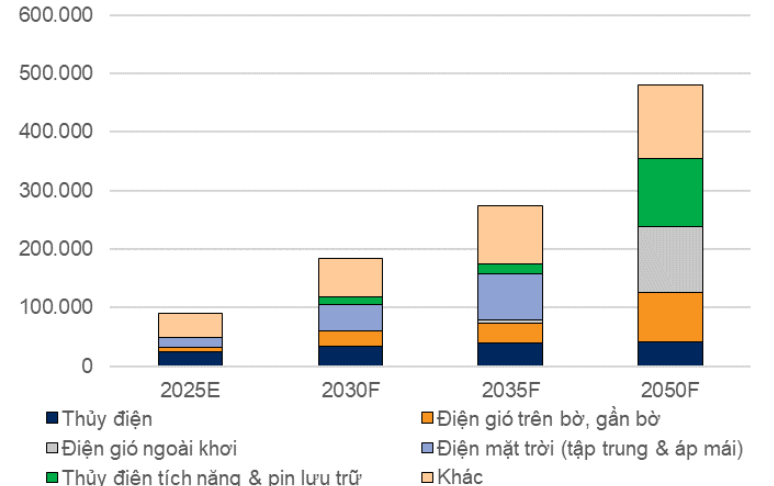


## Kế hoạch đường cao tốc chính của Việt Nam cho tới năm 2050 (Đơn vị: km)

(\*) 2050F bao gồm cả hai trục dọc Đông và Tây



## Việt Nam đẩy mạnh công suất năng lượng sạch (Đơn vị: MW)



- Việt Nam đã trở thành một mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu, với khu vực FDI đóng góp khoảng 70% giá trị xuất khẩu. Tuy nhiên, **trong bối cảnh cạnh tranh thu hút đầu tư ngày càng gia tăng và các lợi thế truyền thống như chi phí lao động hay ưu đãi thuế dần thu hẹp, khả năng nâng cấp chất lượng dòng vốn FDI sẽ đóng vai trò quyết định đối với vị thế dài hạn của Việt Nam**
- Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng thu hút FDI của Việt Nam trong dài hạn bởi: 1) môi trường chính sách ổn định và định hướng phát triển các ngành công nghệ cao; 2) nền tảng hạ tầng, logistics và năng lượng đang từng bước được hoàn thiện; và 3) xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng toàn cầu trong bối cảnh các tập đoàn tiếp tục tìm kiếm các trung tâm sản xuất mới.
- Bên cạnh việc duy trì sức hấp dẫn đối với dòng vốn quốc tế, Việt Nam đang bước vào giai đoạn tập trung nhiều hơn vào chất lượng FDI, với NQ10 được kỳ vọng sẽ đóng vai trò là khuôn khổ định hướng cho quá trình này.

Nghị quyết 10-NQ/TW của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) vừa được ban hành ngày 08/06/2026.

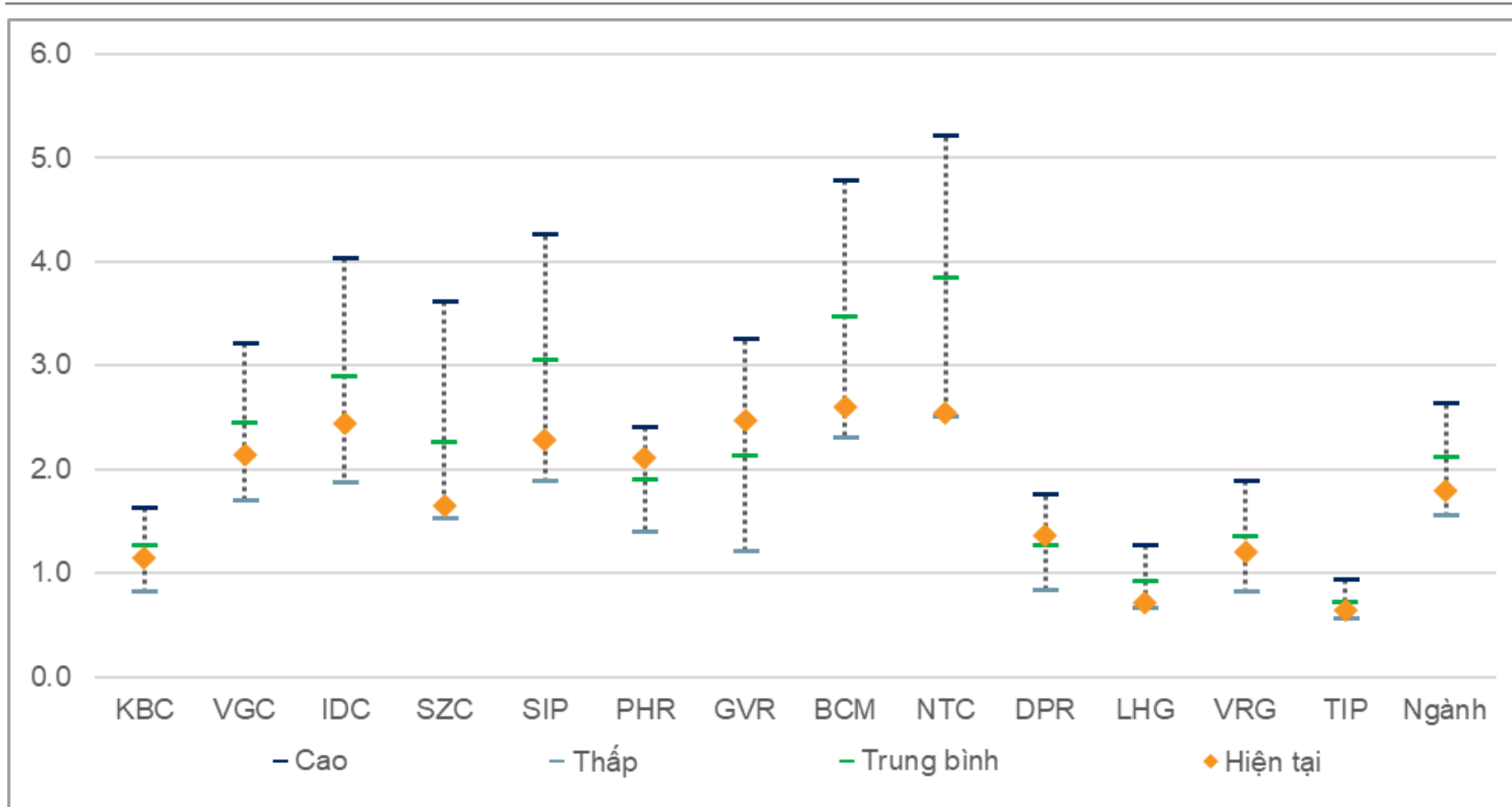
Trọng tâm	NQ50 (2019)	Thực tế đã đạt được	NQ10 (2026)	Nhận xét
<b>Thu hút FDI</b>	Vốn đăng ký giai đoạn 2021-2030: 200-300 tỷ USD; vốn thực hiện 150-200 tỷ USD	2021-25: vốn đăng ký ~190 tỷ USD; vốn thực hiện ~120 tỷ USD, bám sát lộ trình	2026-30 tiếp tục đạt mục tiêu 200-300 tỷ USD đăng ký; 150-200 tỷ USD thực hiện	Không thay đổi lớn về lượng, trọng tâm chuyển sang chất lượng
<b>Cơ cấu FDI</b>	Ưu tiên công nghệ cao, thân thiện môi trường	Điện tử trở thành ngành dẫn dắt; Samsung, LG, Foxconn, Amkor mở rộng hiện diện	75% vốn FDI từ các nền kinh tế phát triển; ưu tiên AI, bán dẫn, dữ liệu, cloud, biotech	Nâng chuẩn từ công nghệ cao sang công nghệ lõi
<b>Liên kết FDI – DN nội địa</b>	Tăng cường liên kết và lan tỏa địa	Tiến triển chậm; số supplier Việt tham gia chuỗi cung ứng còn hạn chế	10.000 DN Việt tham gia chuỗi cung ứng FDI; 500-1.000 supplier cấp 1	Lần đầu tiên có KPI định lượng rõ ràng
<b>Nội địa hóa</b>	Nâng tỷ lệ nội địa hóa	Điện tử vẫn chủ yếu 10-20%; nhiều ngành dưới kỳ vọng	45-50% tại các ngành công nghiệp chủ lực	Đây là trọng tâm lớn nhất mà NQ10 muốn xử lý
<b>Chuyển giao công nghệ</b>	Khuyến khích chuyển giao	Có cải thiện nhưng chưa tương xứng quy mô FDI	Ưu đãi gắn với cam kết R&D, đào tạo và chuyển giao công nghệ	Chuyển từ khuyến khích sang cơ chế ràng buộc
<b>R&amp;D</b>	Khuyến khích trung tâm R&D	Samsung, Nvidia, Qualcomm đã hiện diện	Thu hút thêm HQ khu vực, trung tâm R&D, trung tâm dữ liệu	Mở rộng từ sản xuất sang đổi mới sáng tạo
<b>Nhân lực</b>	Nâng cao chất lượng lao động	Thiếu hụt kỹ sư và nhân lực công nghệ cao	80% lao động qua đào tạo; tăng tỷ lệ người Việt ở vị trí kỹ thuật và quản lý	Điều kiện cần để nâng cấp chất lượng FDI
<b>KCN</b>	KCN công nghệ cao, thân thiện môi trường	Một số KCN sinh thái bắt đầu hình thành	10% KCN là KCN sinh thái; phát triển KCN chuyên ngành, thông minh	ESG được lượng hóa rõ hơn
<b>ESG / tăng trưởng xanh</b>	Thu hút dự án tiết kiệm năng lượng, bảo vệ môi trường	ESG mới ở giai đoạn đầu	Ưu đãi gắn với chuyển đổi xanh, ESG, kinh tế tuần hoàn	ESG chuyển từ tiêu chí phụ sang tiêu chí lựa chọn dự án
<b>Thị trường vốn</b>	Chưa phải trọng tâm	Chưa nâng hạng MSCI	Nâng cấp MSCI trước 2030; phát triển trung tâm tài chính quốc tế	Điểm mới đáng chú ý nhất ngoài FDI sản xuất

- Đồng thời, Nghị quyết 10-NQ/TW thể hệ mới được kỳ vọng sẽ thúc đẩy quá trình chuyển dịch từ thu hút FDI theo quy mô sang chất lượng, **tập trung giải quyết các điểm nghẽn như tỷ lệ nội địa hóa thấp, liên kết hạn chế giữa doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp trong nước, cũng như mức độ chuyển giao công nghệ chưa tương xứng**. Qua đó, Việt Nam có cơ hội tham gia sâu hơn vào các mắt xích có giá trị gia tăng cao trong chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Đối với nhóm BĐS KCN, chúng tôi cho rằng **NQ10 không tạo ra thay đổi đáng kể về nhu cầu thuê đất trong ngắn hạn**. Tuy nhiên, về dài hạn, **Nghị quyết có thể làm thay đổi tiêu chí lựa chọn KCN của dòng vốn FDI**, khi các nhà đầu tư ngày càng ưu tiên những hệ sinh thái công nghiệp có khả năng kết nối chuỗi cung ứng, nguồn nhân lực chất lượng cao và hạ tầng logistics đồng bộ. Điều này có thể gia tăng mức độ phân hóa trong ngành, tạo lợi thế cho các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất tại các trung tâm sản xuất hiện hữu và có khả năng thu hút các dự án FDI thế hệ mới.

## Nhóm cổ phiếu KCN hiện ở mức định giá hấp dẫn

Đa phần các cổ phiếu BĐS KCN hiện đang ở mức định giá P/B thấp hơn so với trung bình 3 năm.

**Phần lớn các cổ phiếu BĐS Khu công nghiệp đang giao dịch ở mức định giá thấp so với nhiều năm, cho thấy tâm lý thị trường vẫn đang rất thận trọng với ngành**



- Nhóm KCN hiện đang giao dịch dưới mức P/B trung bình 3 năm, phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước những bất định liên quan đến chính sách thương mại và biến động chính trị toàn cầu. Tuy nhiên, khi mà các nút thắt về triển vọng đang từng bước được tháo gỡ, **chúng tôi đưa ra đánh giá Khả quan đối với nhóm BĐS KCN.**
- Trong chu kỳ FDI mới, chúng tôi ưu tiên các doanh nghiệp **sở hữu quỹ đất tại các hành lang công nghiệp và KKT chiến lược, có khả năng hưởng lợi từ các dự án hạ tầng và sự hình thành của các cụm sản xuất mới.** Đồng thời, các chủ đầu tư phát triển KCN theo hướng tích hợp, cung cấp các dịch vụ phụ trợ như năng lượng và hạ tầng kỹ thuật sẽ có lợi thế lớn hơn trong việc thu hút FDI thế hệ mới và các doanh nghiệp vệ tinh trong chuỗi cung ứng.
- Dựa trên hai tiêu chí đó, chúng tôi ưa thích **KBC** và **IDC**.

**KBC | (Báo cáo cập nhật)**

<b>Thông tin cổ phiếu:</b>			<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Giá mục tiêu	VND35.700	Tăng trưởng DT thuần	491,3%	(50,6%)	140,9%	18,9%	31,0%
Tiềm năng tăng giá	24,2%	Tăng trưởng EPS	65,8%	(98,0%)	4070,9%	2,5%	52,3%
Tỷ suất cổ tức	3,4%	Biên lợi nhuận gộp	24,2%	46,2%	47,7%	56,7%	57,4%
Tổng lợi tức	27,6%	Biên LN ròng	36,1%	1,5%	31,5%	27,1%	31,5%
Vốn hóa (tr USD)	1.056	P/E (x)	11,3	560,2	13,4	13,1	8,6
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	0,8	Rolling P/B (x)	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	105,7	ROAE	11,2%	0,2%	7,9%	8,8%	12,1%
P/E trượt	18,6	Nợ ròng trên VCSH	13,9%	17,2%	75,8%	88,3%	74,7%

**Luận điểm đầu tư:**
**Triển vọng BĐS KCN dần rõ nét trở lại từ 2026**

Sau giai đoạn chịu tác động bởi biến động thương mại và địa chính trị trong thời gian vừa qua, tâm lý đối với nhóm BĐS KCN đã cải thiện đáng kể khi dòng vốn FDI quay trở lại các kế hoạch tái cấu trúc chuỗi cung ứng trung dài hạn. Hiện nay, Việt Nam đang liên tục đẩy mạnh đầu tư hạ tầng, logistics, năng lượng cùng định hướng tháo gỡ các nút thắt thể chế để hướng tới gia tăng hợp tác với dòng vốn FDI chất lượng. Chúng tôi cho rằng nhóm BĐS KCN sẽ được hưởng lợi rõ nét từ xu hướng này.

**Tràng Duệ 3 và quỹ đất phía Bắc mở ra chu kỳ tăng trưởng mới**

Nhu cầu dịch chuyển chuỗi cung ứng tiếp tục tập trung về miền Bắc đang tạo lợi thế đáng kể cho quỹ đất của KBC tại Hải Phòng, Bắc Ninh và Thái Nguyên, đặc biệt với nhóm khách hàng điện tử, bán dẫn và công nghệ cao. Bên cạnh Tràng Duệ 3, các dự án Phú Bình, Bình Giang và Quế Võ 2 mở rộng được kỳ vọng sẽ giúp nguồn thu KCN trở nên đa dạng hơn trong giai đoạn 2026–27. Chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS KCN tăng 6,6%/28,3% svck trong năm 2026–27.

**Tràng Cát có thể bắt đầu đóng góp doanh thu từ nửa cuối 2026**

Tại Tràng Cát, một số phân khu đã hình thành hệ thống đường nội khu và phân lô tương đối rõ nét, cho thấy dự án nhiều khả năng đang được chuẩn bị cho các giao dịch đầu tiên. Chúng tôi kỳ vọng KBC có thể bắt đầu triển khai bán buôn từng phần từ nửa cuối 2026, nhờ tiến độ hạ tầng kết nối tại Hải Phòng được đẩy nhanh cùng định hướng mở rộng không gian đô thị về phía Nam thành phố. Với giả định bán buôn khoảng 5ha/10ha trong năm 2026–27, Tràng Cát được kỳ vọng đóng góp khoảng 56%/79% doanh thu mảng BĐS nhà ở. Quan trọng hơn, dự án này có thể nâng biên LN gộp của KBC lên trên 56% trong giai đoạn 2026–27, mở ra chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận mới cho doanh nghiệp.

**Định giá hấp dẫn trước chu kỳ hiện thực hóa giá trị tài sản**

KBC hiện giao dịch quanh mức P/B 1,1x, thấp hơn đáng kể so với trung bình nhóm BĐS KCN. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này phản ánh sự thận trọng của thị trường đối với tiến độ thương mại hóa các dự án quy mô lớn đã tích lũy trong nhiều năm qua, đặc biệt là Tràng Cát. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng mức P/B 1,3x, nhỉnh hơn so với mức trung bình 3 năm của cổ phiếu, dựa trên kỳ vọng các dự án trọng điểm sẽ bắt đầu xuất hiện những đóng góp doanh thu thực tế rõ nét hơn trong giai đoạn 2026–27.

**IDC | (Báo cáo cập nhật)**

<b>Thông tin cổ phiếu:</b>			<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Giá mục tiêu	VND58.000	Tăng trưởng DT thuần	(3,3%)	22,2%	(2,9%)	8,8%	11,1%
Tiềm năng tăng giá	23,9%	Tăng trưởng EPS	(21,2%)	43,2%	(15,9%)	4,8%	19,5%
Tỷ suất cổ tức	5,4%	Biên lợi nhuận gộp	33,5%	37,7%	35,6%	36,4%	37,9%
Tổng lợi tức	29,3%	Biên LN ròng	19,3%	22,6%	22,5%	21,7%	23,3%
Vốn hóa (tr USD)	285	P/E (x)	9,6	6,7	8,0	7,6	6,4
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	0,8	Rolling P/B (x)	2,7	2,4	2,5	2,2	1,9
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	178	ROAE	26,9%	35,7%	30,4%	27,7%	28,5%
P/E trượt	11,2	Nợ ròng trên VCSH	20,6%	(18,3%)	(17,9%)	9,4%	(0,6%)

**Luận điểm đầu tư:**
**Quỹ đất sẵn sàng cho pha hồi phục trong giai đoạn tới**

Hiện nay, lượng diện tích sẵn sàng cho thuê của IDC ở khoảng 400ha, đa phần đến từ hai dự án KCN Hữu Thạnh và KCN Phú Mỹ 2 mở rộng. Trong giai đoạn 2026-27, chúng tôi kỳ vọng hai dự án KCN Tân Phước 1 và KCN Vinh Quang sẽ sẵn sàng đi vào hoạt động, bắt đầu đóng góp vào doanh thu của DN. Khi hai dự án này đi vào hoạt động, quỹ đất sẵn sàng cho thuê của IDC được bổ sung thêm tổng cộng 525ha, tạo ra nền tảng vững chắc cho bức tranh tăng trưởng trong trung hạn. Do vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng BĐS KCN của IDC sẽ tăng 19,8%/20,1% svck trong năm 2026-27.

**Mảng năng lượng duy trì ổn định, bám sát tiến độ lấp đầy KCN**

Mảng điện phân phối tiếp tục là nguồn thu ổn định, với sản lượng tăng trưởng theo tiến độ lấp đầy tại các KCN, đặc biệt là Hữu Thạnh. Sản lượng điện phân phối dự kiến duy trì trên 1.700 triệu kWh trong giai đoạn 2026–2027. Ngược lại, mảng thủy điện chịu áp lực trong ngắn hạn khi sản lượng dự kiến giảm khoảng 5% so với mức nền cao của năm 2025 do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino. Tổng thể, doanh thu mảng năng lượng được kỳ vọng duy trì ổn định quanh mức 3.959/3.990 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-27.

**Chúng tôi đặt giá mục tiêu 2026 ở mức P/B 2,4 lần, với mức ROE 23%**

Từ đầu năm, giá cổ phiếu IDC đã tăng hơn 30%, hiện đang giao dịch quanh mức P/B 2,9 lần, tương đương trung bình 3 năm. Với kỳ vọng ngành bước vào chu kỳ phục hồi, giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức P/B 2026 là 2,4 lần, phản ánh quan điểm IDC là doanh nghiệp đầu ngành, sẵn sàng hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi của ngành BĐS KCN với quỹ đất đa dạng, hỗ trợ cho tăng trưởng ổn định trong trung hạn. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của IDC có thể đạt CAGR khoảng 10% trong giai đoạn 3 năm tới, đồng thời duy trì ROE ở mức trên 23% trong giai đoạn 2026–2028.

Công ty	Mã CK	Vốn hóa	Doanh thu	% DT	LN ròng	%svck	D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/B hiện tại
		tr USD	2025	2025 svck	2025					
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	5.919,4	1.113,0	10,3%	244,3	65,2%	4,8	9,1	26,3	1,9
Tổng Công ty Viglacera	BCM VN	3.280,5	222,6	32,7%	135,2	67,7%	102,5	15,9	17,0	2,8
Tổng Công ty IDICO	VGC VN	1.191,7	512,1	11,8%	61,3	27,0%	48,3	16,5	14,6	2,2
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	IDC VN	957,4	330,3	-2,9%	90,5	-2,0%	71,1	32,0	8,9	2,1
CTCP Sonadezi	SIP VN	548,3	280,2	10,3%	57,8	14,7%	82,9	25,4	10,1	2,5
CTCP Cao su Phước Hòa	SNZ VN	855,9	234,4	7,8%	64,7	17,3%	34,4	17,2	9,4	1,6
CTCP Sonadezi Châu Đức	PHR VN	472,1	65,2	30,9%	26,9	74,1%	0,5	11,3	13,8	2,0
CTCP KCN Nam Tân Uyên	SZC VN	330,9	42,2	26,1%	13,3	27,6%	77,3	10,1	17,7	1,6
CTCP Long Hậu	NTC VN	226,5	14,7	194,3%	15,2	49,2%	7,2	26,9	11,5	2,9
CTCP Long Hậu	LHG VN	117	16,9	40,1%	11,4	47,0%	12,6	14,6	4,7	0,8
<i>Trung bình</i>				36,1%		38,8%	44,2	17,9	13,4	2,0
<i>Trung vị</i>				19,0%		37,3%	41,3	16,2	12,7	2,1
<b>Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc</b>	<b>KBC VN</b>	<b>1.321,4</b>	<b>257,2</b>	<b>140,9%</b>	<b>85,6</b>	<b>403,7%</b>	<b>28,8</b>	<b>9,7</b>	<b>18,6</b>	<b>1,1</b>

# Thép

## Nhu cầu xây dựng nội địa dẫn dắt tăng trưởng

- Trung Quốc tiếp tục cắt giảm sản lượng và môi trường xuất khẩu nhiều rào cản thương mại hơn đã kiềm chế tình trạng dư thừa công suất và lượng thép giá rẻ tràn vào thị trường toàn cầu, tạo nền tảng vững vàng cho giá thép phục hồi,
- Trong khi đó, thị trường thép Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhờ nhu cầu thép mạnh mẽ phục vụ cho hàng loạt dự án đầu tư công, nguồn cung BĐS mới và các biện pháp bảo hộ thương mại với thép HRC.
- Trong bối cảnh này, chúng tôi ưa thích HPG

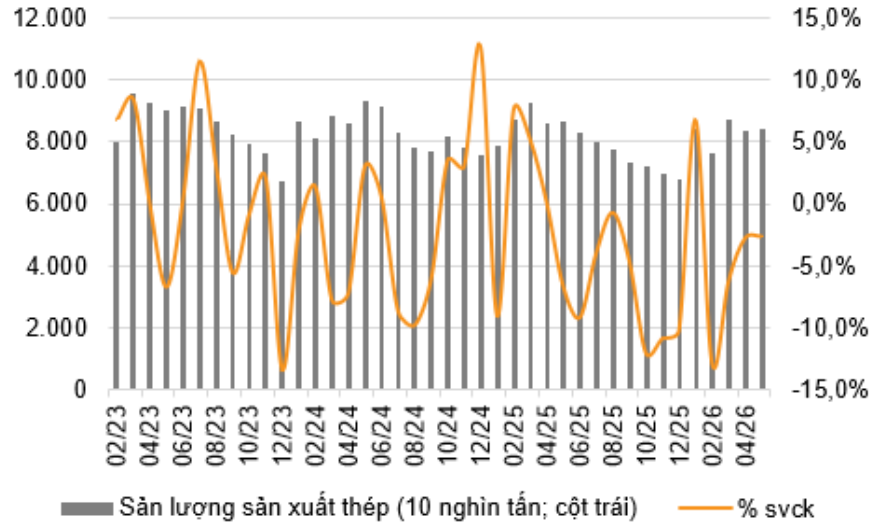
## Cổ phiếu ưa thích

Mã CP	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
HPG	33,300 (+41.1%)	<ul style="list-style-type: none"><li>• Thuế chống lẩn tránh với HRC Trung Quốc mở ra dư địa tăng trưởng cho HPG</li><li>• Hưởng lợi từ siêu chu kỳ đầu tư công và sự phục hồi của thị trường BĐS</li><li>• Giá bán duy trì xu hướng tăng khi áp lực từ thép Trung Quốc (TQ) hạ nhiệt</li><li>• Chúng tôi có quan điểm tích cực với HPG</li></ul>

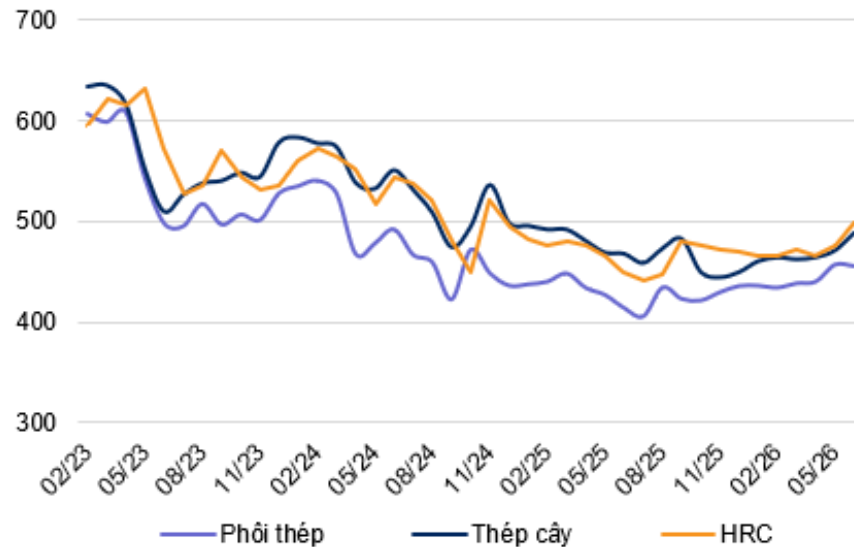


Áp lực từ thị trường thép Trung Quốc đang giảm dần nhờ các nỗ lực kiểm soát tình trạng dư cung và làn sóng bảo hộ thương mại gia tăng giúp hạn chế xuất khẩu thép giá rẻ, qua đó hỗ trợ giá thép phục hồi.

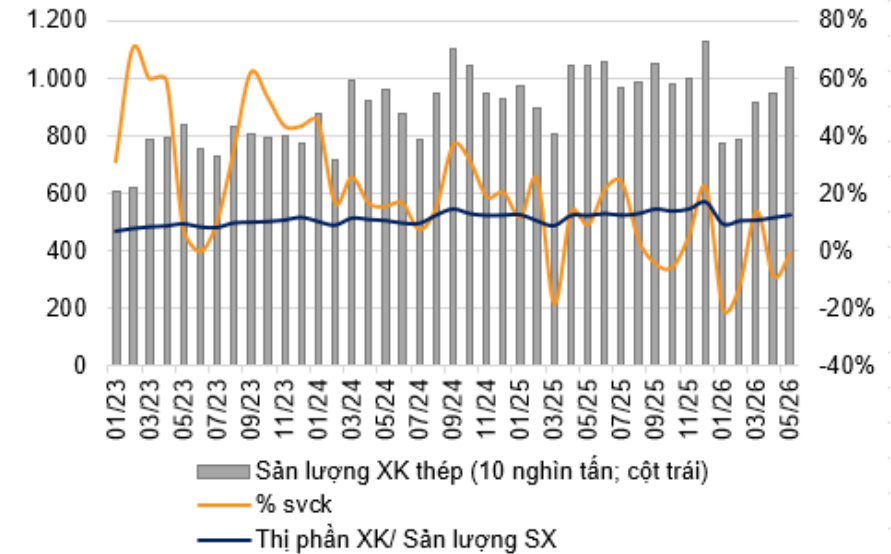
**Đà cắt giảm sản lượng tiếp tục được duy trì, với sản lượng thép 5T26 giảm 3,8% svck**



**Giá thép đã phục hồi từ vùng đáy giữa năm 2025 và nhiều khả năng tiếp tục duy trì xu hướng tích cực nhờ tình trạng dư cung được cải thiện**



**Xuất khẩu thép giảm 6,5% svck trong 5T26 khi các rào cản thương mại ngày càng siết chặt hoạt động xuất khẩu**



**Dù điều chỉnh gần đây, giá thép cây kỳ hạn vẫn cao hơn đáng kể so với cuối năm 2025, phản ánh tâm lý thị trường đang cải thiện**



# Thuế chống lẩn tránh đối với HRC TQ mở ra dư địa tăng trưởng cho các NSX nội địa

Trong T4/26, Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống lẩn tránh đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc có khổ rộng 1.800–2.300mm, qua đó hoàn thiện hàng rào bảo hộ đối với thị trường HRC trong nước và tạo động lực tăng trưởng đáng kể cho các nhà sản xuất nội địa

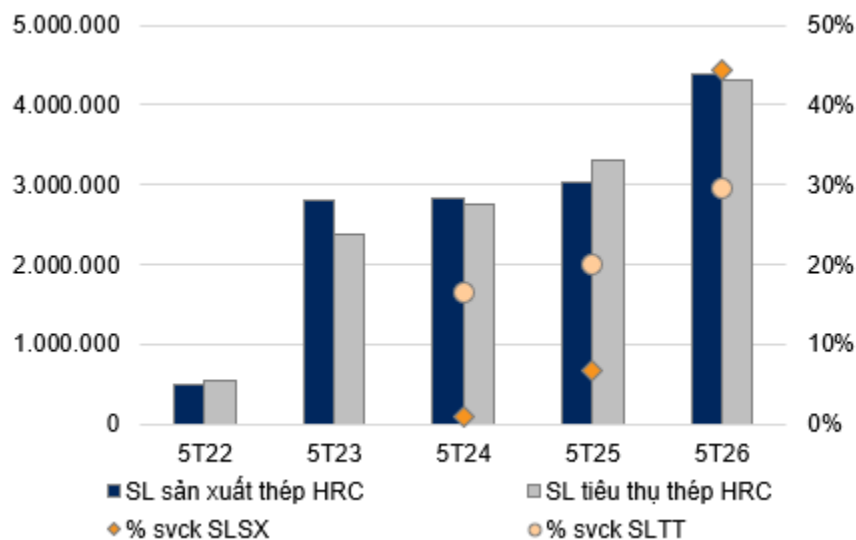
Việt Nam hiện đã thiết lập khung bảo hộ gần như toàn diện đối với HRC, qua đó củng cố đáng kể vị thế cạnh tranh của các nhà sản xuất trong nước

Văn bản	Số 1959/ QĐ - BCT	Số 612/ QĐ - BCT
Biện pháp	Chống bán phá giá	Chống lẩn tránh HRC nhập khẩu từ
Sản phẩm áp dụng	HRC nhập khẩu từ Trung Quốc	Trung Quốc (1.800mm - 2.300mm)
Mức thuế	23,1% - 27,83%	27.83%
Ngày có hiệu lực	06/07/2025	17/04/2026
Thời gian có hiệu lực	5 năm	Tạm thời

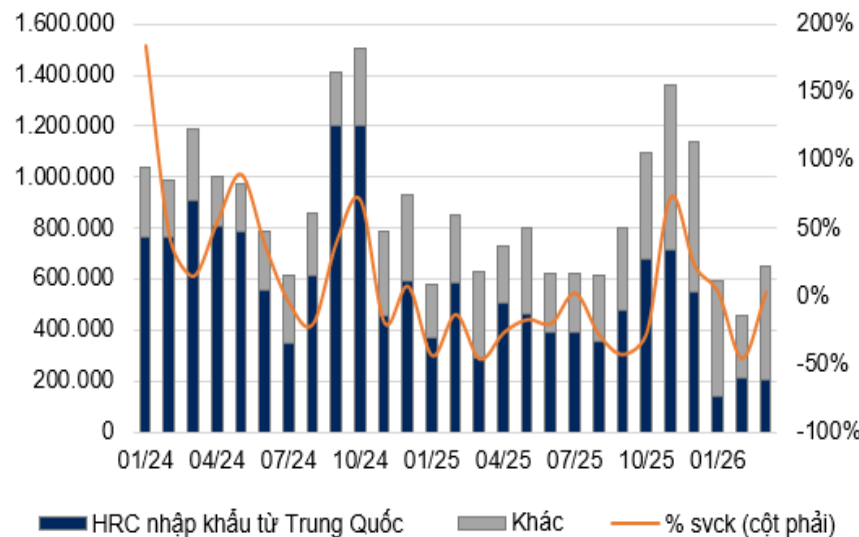
Thuế chống lẩn tránh giúp cải thiện mặt bằng giá nội địa, với giá bán bình quân HRC tăng 15,3% svck trong 5T26



Thời điểm áp thuế đặc biệt thuận lợi khi DQ2 đang tăng tốc vận hành, tạo điều kiện để các doanh nghiệp nội địa tận dụng nhu cầu thay thế hàng NK

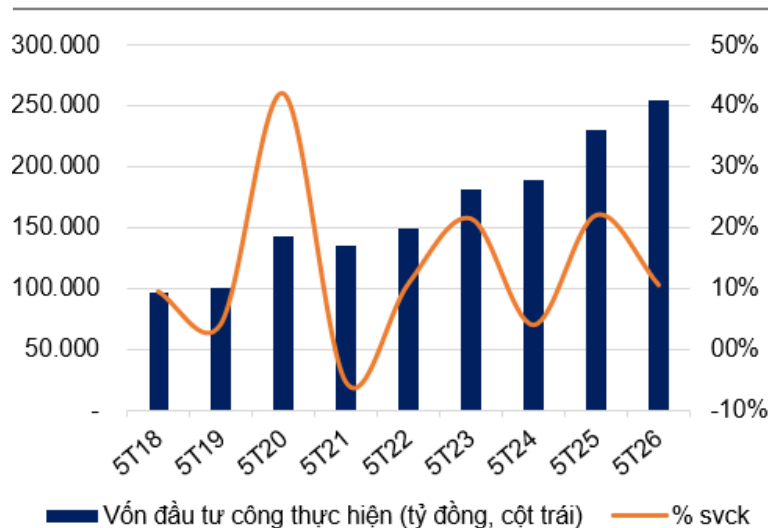


Lượng HRC nhập khẩu từ TQ đã giảm đáng kể và xu hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp diễn khi các NSX hạ nguồn chuyển dịch sang nguồn cung nội địa

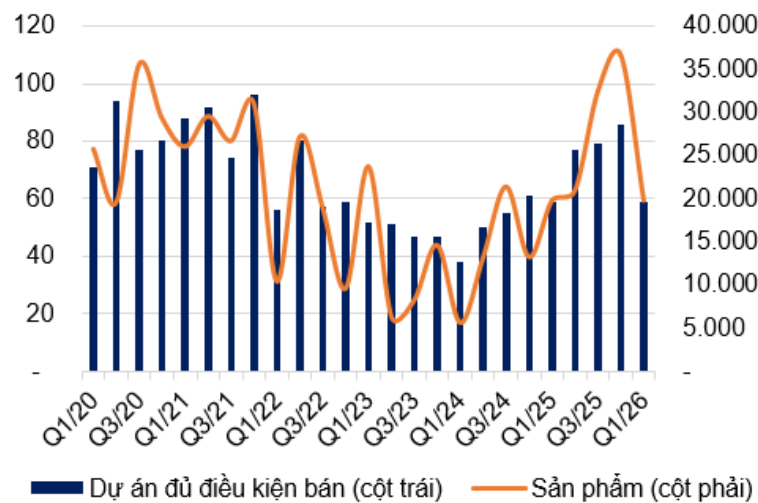


Nhu cầu thép tại Việt Nam đang bước vào một chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi tốc độ giải ngân đầu tư công gia tăng và sự phục hồi ngày càng rõ nét của hoạt động xây dựng nhà ở

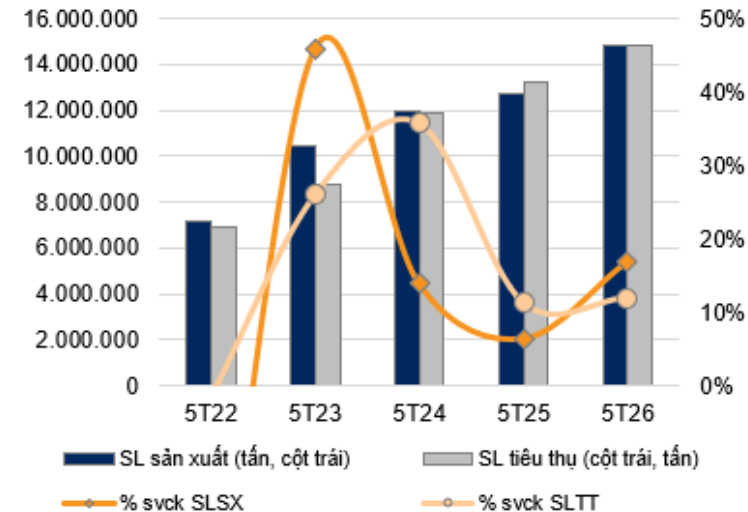
## Giải ngân đầu tư công tiếp tục tăng tốc



## Nguồn cung nhà ở mới cải thiện nhờ tháo gỡ vướng mắc pháp lý



## Sản lượng tiêu thụ thép tiếp tục tăng nhanh trong 5T26



- Trong 5T26, giải ngân đầu tư công đạt 254.525 nghìn tỷ đồng, tăng 10,5% svck và hoàn thành 24% kế hoạch năm. Để hoàn thành kế hoạch đầu tư công năm 2026, bình quân mỗi tháng còn lại cần hoàn thành 96 nghìn tỷ đồng vốn thực hiện (+11,7% sv cùng kỳ), và 109 nghìn tỷ đồng vốn giải ngân (+14,9% sv cùng kỳ). Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ cải thiện từ Q3/26. Điều này sẽ thúc đẩy tiến độ triển khai các dự án hạ tầng trọng điểm, qua đó gia tăng nhu cầu đối với vật liệu xây dựng, đặc biệt là thép.
- Thị trường bất động sản nhà ở tiếp tục phục hồi ổn định nhờ số lượng dự án được phê duyệt gia tăng và các thủ tục pháp lý ngày càng được tinh gọn. Những yếu tố này giúp khơi thông nguồn cung mới và hỗ trợ hoạt động xây dựng phục hồi.
- Được hỗ trợ bởi đà phát triển hạ tầng và hoạt động xây dựng nhà ở, sản lượng tiêu thụ thép đạt 14,8 triệu tấn trong 5T26, tăng 12% svck. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép sẽ duy trì tích cực trong giai đoạn 2026-27 khi đầu tư công và thị trường bất động sản tiếp tục tăng tốc.

**HPG (Báo cáo cập nhật)**

<b>Thông tin cổ phiếu</b>			<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Giá hiện tại	VND23.600	Tăng trưởng doanh thu	-15,9%	16,7%	12,4%	36,7%	10,9%
Tiềm năng tăng giá	41,1%	Tăng trưởng EPS	-19,4%	59,9%	7,1%	49,6%	7,5%
Tỷ suất cổ tức	1,9%	Biên LN gộp	10,9%	13,3%	15,7%	16,0%	17,0%
Tổng mức sinh lời	43,0%	Biên LN ròng	5,7%	8,7%	9,9%	11,9%	11,5%
Vốn hóa thị trường (tr USD)	7.730	P/E (x)	18,0	15,5	13,5	11,7	10,8
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	44	P/B (x)	1,2	1,6	1,6	2,1	1,8
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	2.050	ROAE	6,9%	11,1%	12,6%	18,1%	17,2%
P/E trượt 12T	9,7	Nợ ròng/ VCSH	51,7%	66,5%	64,9%	53,8%	40,4%

**Luận điểm đầu tư**
**Thuế chống lẩn tránh với HRC Trung Quốc mở ra dư địa tăng trưởng cho HPG**

Trong T4/26, Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống lẩn tránh ở mức 27,83% đối với HRC TQ, qua đó thiết lập hàng rào bảo hộ toàn diện với HRC nội địa. Mức thuế mới mở ra sự chênh lệch giá khoảng 20%, cho phép HPG mở rộng thị phần khi các NSX hạ nguồn chuyển sang sử dụng HRC nội địa thay vì nhập khẩu. Đáng chú ý, chính sách này đến đúng thời điểm DQ2 tăng tốc vận hành, giúp HPG tận dụng lợi thế để thu hút nhu cầu gia tăng từ việc thay thế hàng nhập khẩu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng HRC của HPG sẽ tăng mạnh 50,1% svck trong năm 2026.

**Hưởng lợi từ siêu chu kỳ đầu tư công và sự phục hồi của thị trường BĐS**

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép tại Việt Nam sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-27, được hỗ trợ bởi làn sóng phát triển hạ tầng quy mô lớn và sự phục hồi của thị trường bất động sản. Trong kế hoạch trung hạn 2026-30, ngân sách đầu tư công dự kiến tăng khoảng 2,5 lần, với hàng loạt dự án trọng điểm, qua đó thúc đẩy mạnh nhu cầu vật liệu xây dựng. Đồng thời, việc tháo gỡ pháp lý BĐS và đà tăng presales đang hỗ trợ hoạt động xây dựng bất động sản tăng trở lại, tiếp tục củng cố tăng trưởng tiêu thụ thép nội địa.

**Giá bán duy trì xu hướng tăng khi áp lực từ thép Trung Quốc (TQ) hạ nhiệt**

Chúng tôi kỳ vọng giá bán của HPG sẽ cải thiện trong giai đoạn 2026-27 nhờ nhu cầu nội địa tích cực và áp lực cạnh tranh từ thép TQ suy giảm. Nhu cầu xây dựng tích cực đã giúp HPG nhiều lần tăng giá thép xây dựng, với mức tăng lũy kế khoảng 10% kể từ đầu năm. Trong khi đó, việc TQ tiếp tục cắt giảm sản lượng đang hỗ trợ giá thép phục hồi, và môi trường xuất khẩu ngày càng thắt chặt sẽ kiềm chế lượng thép giá rẻ xuất khẩu ồ ạt. Đối với HRC, thuế chống lẩn tránh mới sẽ mở ra dư địa cải thiện giá bán cho các NSX nội địa. Chúng tôi dự báo giá bán thép xây dựng và HRC sẽ tăng lần lượt 3% và 7% svck trong năm 2026.

**Chúng tôi có quan điểm tích cực với HPG**

Chúng tôi hiện có quan điểm tích cực đối với HPG khi công ty bước vào chu kỳ tăng trưởng mà chúng tôi cho là “thiên thời - địa lợi” với nhiều yếu tố đồng thuận hỗ trợ đà tăng trưởng từ triển vọng ngành tích cực và các chính sách có lợi. Dù LNST trong Q1/26 tăng mạnh 168,9% svck, giá cổ phiếu HPG mới chỉ tăng 0,6% kể từ đầu năm và vẫn còn dư địa tăng giá đáng kể so với mức giá mục tiêu 33.300 đồng/cp.

# Xuất khẩu



## Vẫn còn những biến động

- Mặc dù mức thuế của Mỹ đã giảm xuống 10%, dễ chịu hơn đáng kể so với mức thuế đối ứng 20% trước đó, môi trường thương mại vẫn còn nhiều bất định khi kết quả cuối cùng của các cuộc điều tra theo Mục 301 vẫn chưa được công bố.
- Giai đoạn 150 ngày áp thuế 10% sẽ tiếp tục hỗ trợ nhu cầu trong ngắn hạn, khi các nhà NK đẩy mạnh đặt hàng trước nhằm phòng ngừa rủi ro từ những thay đổi tiềm tàng.
- Chúng tôi có quan điểm trung lập đối với ngành dệt may do áp lực từ giá bán bình quân suy yếu và chi phí đầu vào gia tăng, tuy nhiên, chúng tôi tích cực hơn đối với triển vọng ngành cá tra, kỳ vọng cá tra sẽ tiếp tục gia tăng thị phần tại các thị trường trọng điểm trong bối cảnh nguồn cung cá thịt trắng toàn cầu vẫn đang thiếu hụt.

## Cổ phiếu ưa thích

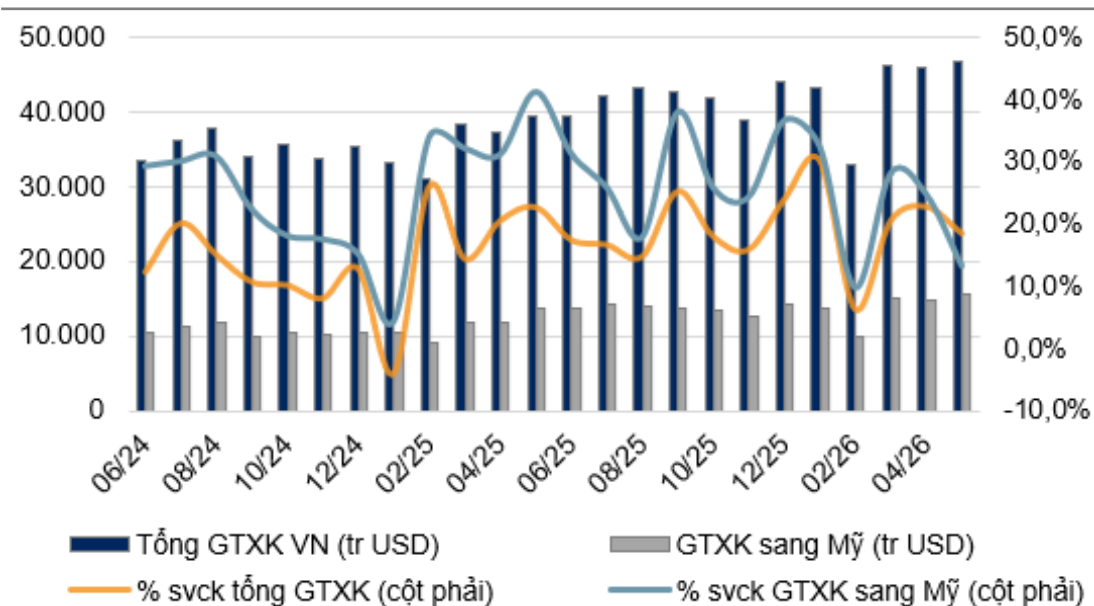
Mã CP	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
VHC	72,400 (+29,3%)	<ul style="list-style-type: none"><li>• VHC duy trì vị thế vững chắc trong bối cảnh bất ổn thương mại toàn cầu.</li><li>• Sản lượng tiêu thụ cá tra tại thị trường Mỹ và EU được kỳ vọng tăng tốc từ 2H26 nhờ cuộc khủng hoảng nguồn cung cá thịt trắng.</li><li>• Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định khi đã tăng giá bán bình quân bù đắp áp lực chi phí đầu vào.</li><li>• Định giá hiện tại vẫn hấp dẫn và còn dư địa tăng giá đáng kể.</li></ul>

Sau khi Tòa án Tối cao Mỹ phán quyết rằng các mức thuế được áp đặt theo Đạo luật IEEPA là không hợp pháp, chính quyền Trump đã thay thế bằng mức thuế tạm thời 10%, có hiệu lực trong vòng 150 ngày đến ngày 24/7, qua đó giúp mặt bằng thuế trở nên dễ chịu hơn đáng kể

## Mức thuế hiệu dụng giảm đối với phần lớn đối tác thương mại của Mỹ, bao gồm Việt Nam

	Thuế trước thuế đối ứng (3T25)	Thuế 90-ngày hoãn thuế (T4-T7/25)	Thuế đối ứng (T8/25-T2/26)	Thuế hiệu dụng (T4/26)
Bangladesh	15,0%	20,8%	31,6%	23,5%
Trung Quốc	16,8%	41,9%	34,2%	22,5%
Indonesia	4,8%	9,9%	19,6%	15,3%
Ấn Độ	2,2%	6,8%	17,8%	7,4%
Campuchia	7,5%	12,8%	26,3%	20,6%
Các nước khác	1,3%	7,2%	9,4%	6,9%
Philippines	1,2%	5,6%	10,9%	5,3%
Thái Lan	1,5%	5,8%	9,1%	5,7%
Đài Loan	0,9%	2,7%	3,6%	2,3%
<b>Việt Nam</b>	<b>3,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>12,0%</b>	<b>6,5%</b>
Trung bình	2,8%	8,7%	10,0%	6,7%

## Giai đoạn áp dụng thuế 150 ngày thúc đẩy hoạt động đặt hàng trước, đưa xuất khẩu Việt Nam lên mức kỷ lục trong tháng 5/26



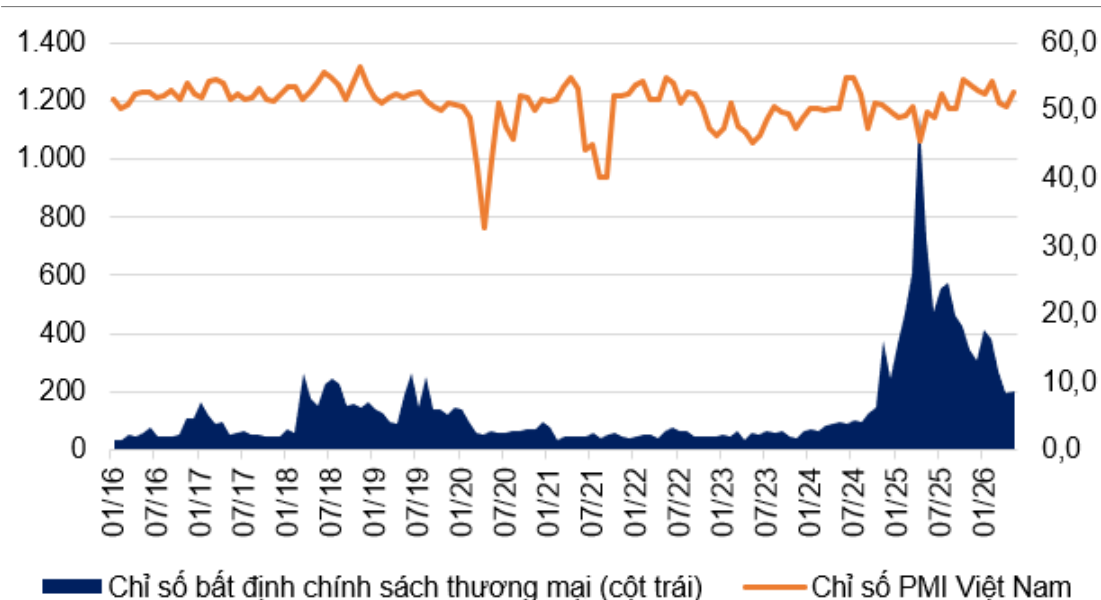
- Khung thuế tạm thời 10% đã giúp giảm đáng kể mức thuế hiệu dụng đối với hầu hết các đối tác thương mại của Mỹ. Đối với Việt Nam, mức thuế hiệu dụng giảm xuống còn khoảng 6,7%, thấp hơn nhiều so với trước đó, và duy trì ở mức cạnh tranh. Trong khi mức thuế hiệu dụng đối với hàng hóa Trung Quốc vẫn ở mức cao 23,1%, Việt Nam vẫn sở hữu lợi thế thuế quan đáng kể, qua đó củng cố sức hấp dẫn như một trung tâm sản xuất và nguồn cung thay thế.
- Khung thời gian áp dụng thuế tạm thời 150 ngày đã thúc đẩy các doanh nghiệp tăng tốc giao hàng nhằm phòng ngừa rủi ro từ những thay đổi chính sách tiềm tàng trong tương lai. Nhờ đó, xuất khẩu của Việt Nam trong 4T26 tăng 20,3% svck, trong khi xuất khẩu sang Mỹ tăng mạnh 30% svck, chủ yếu nhờ mức tăng trưởng vượt trội trong tháng 3 và tháng 5 khi các nhà sản xuất đẩy nhanh tiến độ giao hàng.
- Các nhóm ngành hưởng lợi rõ nét nhất từ xu hướng này bao gồm máy móc thiết bị và thiết bị điện - điện tử, nhờ nhu cầu tích trữ hàng hóa gia tăng từ phía các nhà nhập khẩu Mỹ.

Hoạt động xuất khẩu vẫn duy trì khả quan, tuy nhiên kết quả cuối cùng của các cuộc điều tra theo Mục 301 vẫn là rủi ro chính sách quan trọng đối với triển vọng ngành

**Mỹ đã khởi động hai cuộc điều tra theo Mục 301 liên quan đến lao động cưỡng bức và tình trạng dư thừa công suất, và có thể áp thuế bổ sung lên các mặt hàng XK chủ lực**

Mặt hàng XK	Rủi ro bị điều tra		Phạm vi áp dụng/ điều tra	
	Dư thừa công suất	Lao động cưỡng bức	Dư thừa công suất	Lao động cưỡng bức
Máy vi tính & đồ điện tử	Cao	Cao	16 đối tác thương mại	60 nền kinh tế Mức thuế đề xuất - 10%: Campuchia, EU, Indonesia, Bangladesh - 12,5%: Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ
Máy móc thiết bị	Cao	Cao		
Điện thoại & linh kiện	Cao	Cao		
Hàng dệt may	Cao	Trung bình		
Giày dép các loại	Cao	Cao		
Phương tiện vận tải & phụ tùng	Cao	Cao		
Gỗ & SP gỗ	Cao	Cao		
Thủy sản	Cao	Cao		
Hàng rau quả	Thấp	Thấp		

**Bất định chính sách thương mại neo cao khi kết quả các cuộc điều tra Mục 301 chưa được công bố, dù lo ngại về thuế quan đã phần nào hạ nhiệt. Trong khi đó, PMI duy trì trên 50 điểm**

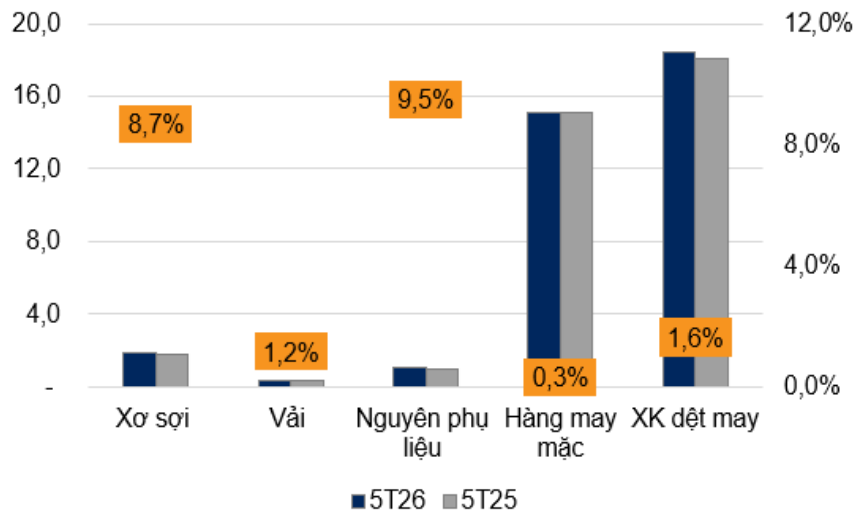


- Sau khi các mức thuế theo IEEPA bị hủy bỏ, chính quyền Trump đã khởi động hai cuộc điều tra theo Mục 301 của Đạo luật Thương mại năm 1974, tập trung vào tình trạng dư thừa công suất sản xuất và các vấn đề liên quan đến lao động cưỡng bức. Các cuộc điều tra này bao phủ nhiều đối tác thương mại, bao gồm Việt Nam, và có khả năng tác động đến phần lớn các ngành xuất khẩu chủ lực. Trong khi các biện pháp thuế đề xuất đối với nội dung lao động cưỡng bức đã được công bố, các biện pháp liên quan đến dư thừa công suất vẫn đang trong quá trình xem xét. Do đó, bất định chính sách vẫn ở mức cao dù Mỹ đã áp dụng khung thuế tạm thời 10%, thấp hơn đáng kể so với trước đó.
- PMI của Việt Nam phục hồi lên 52,8 điểm, cho thấy hoạt động sản xuất tiếp tục duy trì đà tăng trưởng. Mặc dù chi phí logistics gia tăng và các yếu tố địa chính trị tạo ra một số gián đoạn ngắn hạn, đơn hàng xuất khẩu vẫn duy trì khả quan nhờ hoạt động tích trữ hàng tồn kho và xu hướng đẩy mạnh nhập khẩu trước các thay đổi về chính sách thương mại. Điều này cho thấy đà tăng trưởng xuất khẩu trong ngắn hạn nhiều khả năng vẫn ổn định trong khi thị trường chờ đợi kết quả cuối cùng của các cuộc điều tra Mục 301 cũng như diễn biến hạ nhiệt của các căng thẳng địa chính trị.

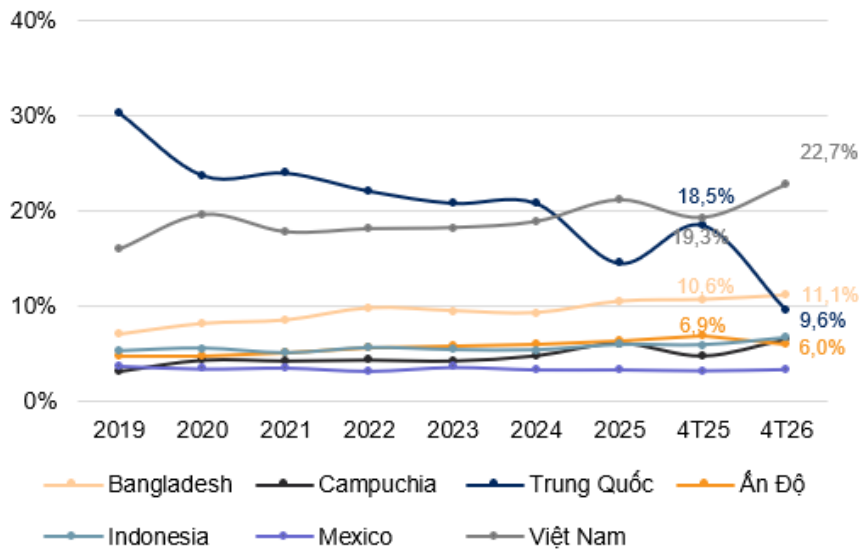
# Dệt may: Đơn hàng tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển khỏi Trung Quốc, nhưng biên lợi nhuận gặp áp lực giảm

Xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng và dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc. Tuy nhiên, biên LN nhiều khả năng gặp áp lực do giá bán duy trì ở mức thấp trong khi chi phí đầu vào còn cao

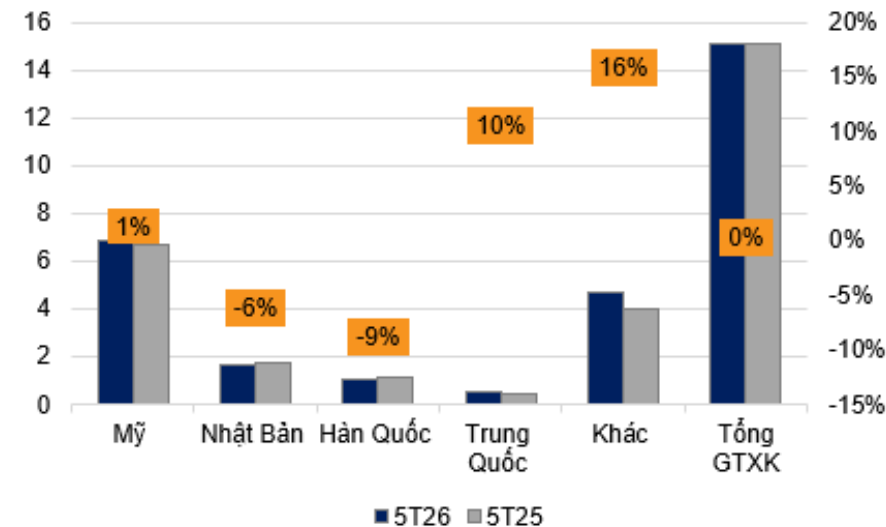
**Xuất khẩu may mặc tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, trong khi các sản phẩm khác cũng bắt đầu cho thấy dấu hiệu phục hồi (tỷ USD)**



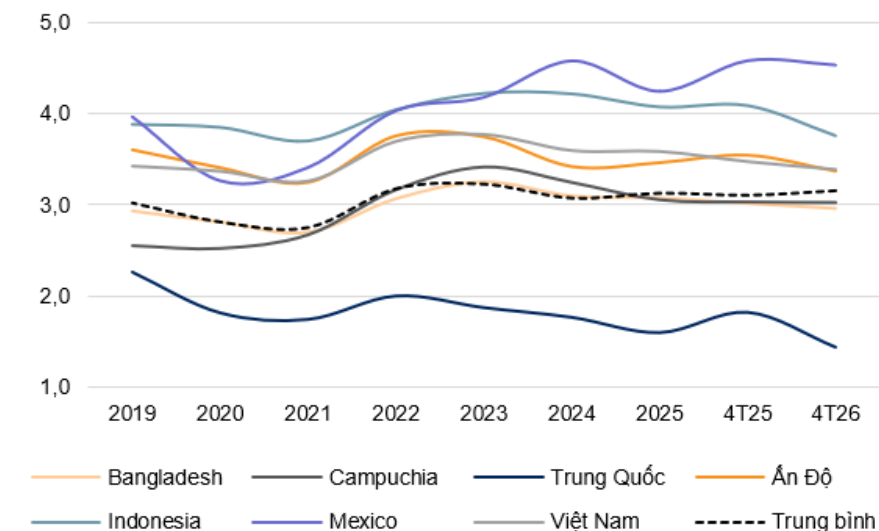
**Việt Nam tiếp tục gia tăng thị phần từ Trung Quốc, giữ vững vị thế là nhà cung cấp hàng may mặc lớn nhất cho thị trường Mỹ**



**XK sang Mỹ và các thị trường khác dẫn dắt tăng trưởng, khẳng định vai trò của Mỹ là thị trường chính và phản ánh nỗ lực đa dạng hóa thị trường (tỷ USD)**



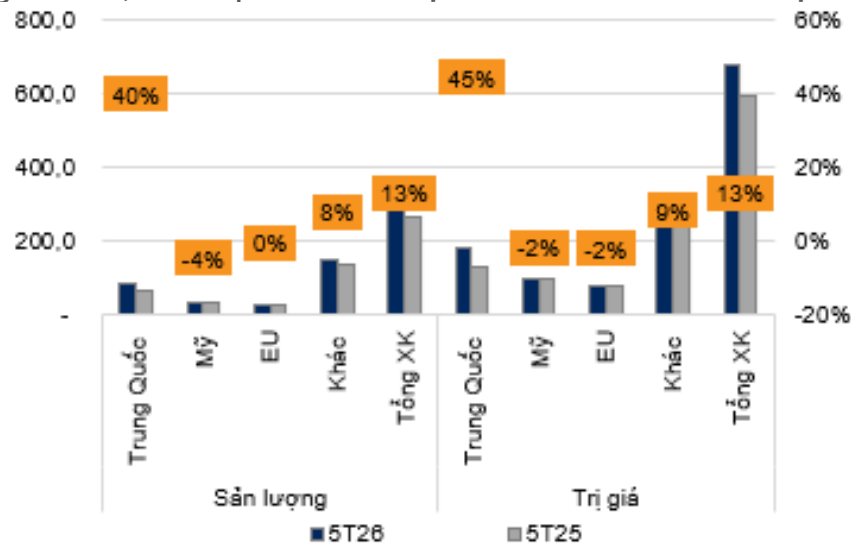
**Giá bán tiếp tục chịu áp lực trước sự cạnh tranh gay gắt trong khu vực và nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức thấp trong ngắn hạn (USD/sp)**



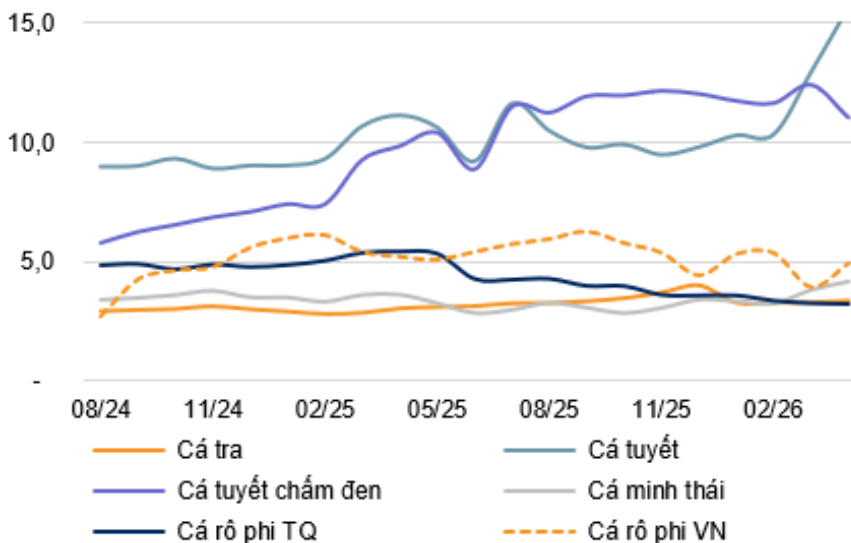
# Thủy sản: Triển vọng tích cực hơn cho cá tra trong bối cảnh khủng hoảng nguồn cung cá thịt trắng

Nguồn cung cá thịt trắng toàn cầu đang bị thắt chặt, thúc đẩy người tiêu dùng tìm kiếm các loại cá thay thế, qua đó hỗ trợ nhu cầu đối với cá tra. Trong khi đó, cá rô phi vẫn có lợi thế nhờ mức thuế cạnh tranh hơn của Việt Nam so với Trung Quốc.

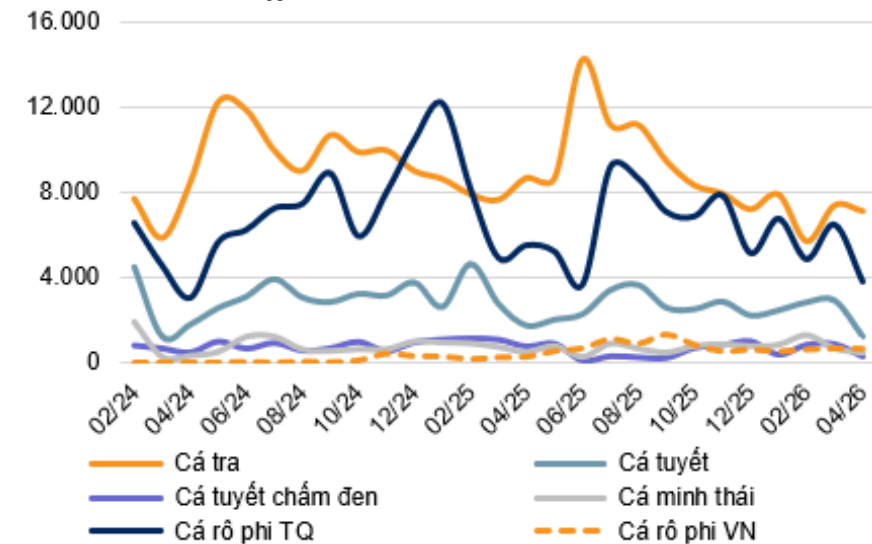
**XK cá tra tăng trưởng tích cực trong 5T26, dẫn dắt bởi sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường Trung Quốc, trong khi Mỹ và EU giảm nhẹ**



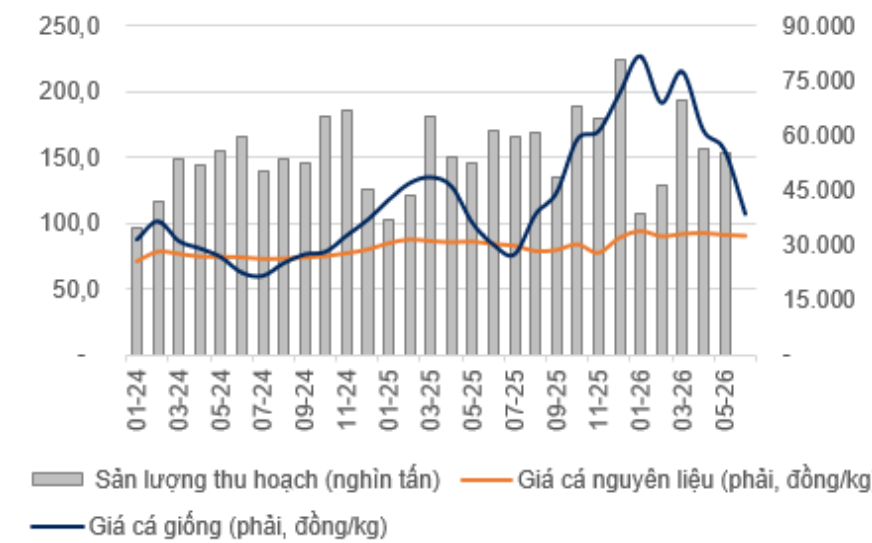
**Giá các loài cá thịt trắng khác vẫn duy trì ở mức cao, củng cố lợi thế về giá và triển vọng nhu cầu đối với cá tra (USD/kg)**



**Sản lượng NK cá tra của Mỹ duy trì ổn định và vượt trội hơn trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung diện rộng và nhu cầu tiêu dùng chậm lại trong 4T26**



**Điều kiện thả nuôi đang dần cải thiện sẽ thúc đẩy nguồn cung, giúp hạ nhiệt đà tăng giá của cá nguyên liệu và cá giống**



Công ty	Mã CP	Vốn hóa	Doanh thu	LNST	ROE	P/E trượt	P/B hiện tại	Nợ/ VC SH
		triệu USD	3T26 % svck	3T26 % svck				
<b><u>DN xuất khẩu cá tra niêm yết</u></b>								
Thủy sản Nam Việt	ANV	209,9	66,4%	48,0%	30,3%	5,2	1,5	0,6
Đầu tư và PT Đa Quốc Gia I.D.I	IDI	59,4	-0,4%	52,4%	4,2%	11,0	0,5	1,7
Thủy sản Vĩnh Hoàn	VHC	455,7	11,6%	35,3%	15,5%	8,5	1,2	0,3
<b><u>DN xuất khẩu tôm niêm yết</u></b>								
Thực phẩm Sao Ta	FMC	88,3	-29,7%	34,6%	16,0%	6,4	1,0	0,7
Thủy sản Minh Phú	MPC	239,0	100,4%	1113,7%	13,6%	8,8	1,2	1,2
<b><u>DN xuất khẩu dệt may niêm yết</u></b>								
Dệt may Hòa Thọ	HTG	56,0	4,8%	11,5%	29,9%	4,5	1,3	2,2
May Sông Hồng	MSH	144,9	0,5%	-6,8%	31,0%	6,1	1,9	0,9
Sợi Thế Kỷ	STK	59,6	-28,7%	-196,7%	-1,2%	(77,9)	0,9	1,4
Dệt may Thành Công	TCM	90,9	-0,1%	-16,0%	10,7%	9,3	1,0	0,7
Đầu tư và Thương mại TNG	TNG	94,3	29,2%	39,2%	21,1%	5,9	1,2	2,8
May Việt Tiến	VGG	67,2	-8,8%	-1,0%	18,5%	4,2	0,7	1,4
VINATEX	VGT	215,4	5,1%	32,5%	12,5%	6,1	0,7	1,0

**VHC (Báo cáo cập nhật)**

<b>Thông tin cổ phiếu</b>			<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Giá hiện tại	VND56.000	Tăng trưởng doanh thu	-24,2%	24,7%	-3,9%	15,5%	6,1%
Tiềm năng tăng giá	29,3%	Tăng trưởng EPS	-51,3%	9,5%	11,2%	18,9%	5,9%
Tỷ suất cổ tức	5,8%	Biên LN gộp	14,9%	15,1%	16,5%	16,6%	16,9%
Tổng lợi suất sinh lời	35,1%	Biên LN ròng	9,7%	10,4%	12,1%	11,6%	11,6%
Vốn hóa thị trường (tr USD)	467,8	P/E (x)	8,9	17,4	18,4	10,0	9,5
GTGDBQ 3T (tr USD)	2,2	P/B (x)	1,0	2,4	2,5	1,5	1,4
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	410,7	ROAE	11,3%	14,5%	14,5%	16,3%	15,6%
P/E trượt 12T	8,1	Nợ ròng/ VCSH	23,6%	19,0%	0,4%	13,1%	4,3%

**Luận điểm đầu tư**
**VHC sẽ bền bỉ vượt qua những biến động toàn cầu**

Chúng tôi nhận thấy còn nhiều bất ổn toàn cầu, bao gồm căng thẳng leo thang giữa Mỹ - Iran, chờ đợi kết quả cuối từ cuộc điều tra theo Mục 301 và khả năng điều chỉnh chính sách thuế của Mỹ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp từ cuộc chiến và cuộc điều tra lên HĐKD của VHC là có thể kiểm soát được. Mức thuế phổ quát 10% đã trở nên dễ chịu hơn đáng kể so với mức 20% trước đây và bảo toàn lợi thế cạnh tranh của Việt Nam. Bên cạnh đó, VHC giữ vững lợi thế tại thị trường Mỹ khi là nhà XK cá tra duy nhất được miễn thuế CBPG, theo kết quả sơ bộ POR21. Vì thế, chúng tôi tin rằng VHC sẽ đứng vững, bền bỉ vượt qua những biến động toàn cầu.

**Kỳ vọng sản lượng cá tra tăng mạnh tại Mỹ và EU trong nửa cuối năm 2026**

Thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng toàn cầu đã đẩy giá các loại cá này tăng mạnh, thúc đẩy người tiêu dùng ở Mỹ và EU chuyển hướng sang các lựa chọn thay thế có mức giá hợp lý hơn. Chúng tôi tin rằng VHC sẽ được hưởng lợi lớn từ bối cảnh này. Dù GTXK toàn ngành suy yếu trong 4T26, VHC vẫn ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ tại các thị trường chính, nhờ vị thế sẵn có tại Mỹ và chiến lược mở rộng hiệu quả sang EU. Vì vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu cá tra sẽ lần lượt tăng 20,6%/ 4,3% svck trong năm 2026/27, nhờ sản lượng tăng tốc từ nửa cuối năm 2026.

**Giá bán tăng bù đắp áp lực từ chi phí, hỗ trợ BLNG duy trì ổn định**

Chúng tôi dự báo BLNG của VHC sẽ duy trì ổn định ở mức 16,6% và 16,9% trong năm 2026/27 khi giá bán tích cực bù đắp áp lực từ chi phí. Mặt bằng giá đã được thiết lập ở mức cân bằng mới sau các đợt tăng thuế và giá cá thịt trắng bật tăng, mở ra dư địa tăng giá cho cá tra mà vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh về giá. Trong khi đó, áp lực từ chi phí cá nguyên liệu – cá giống được kỳ vọng sẽ dần hạ nhiệt vào cuối năm khi điều kiện thả nuôi cải thiện, hỗ trợ nguồn cung phục hồi. Chi phí TACN sẽ biến động nhẹ khi nguồn cung toàn cầu vẫn ở mức dồi dào.

**Tiềm năng tăng giá hấp dẫn từ mức giá hiện tại**

Mặc dù KQKD Q1/26 thấp hơn kỳ vọng và chỉ hoàn thành 17,4% dự báo trước đó, chúng tôi chỉ điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận, phản ánh kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ cá tra sẽ tăng tốc từ nửa cuối 2026, đồng thời áp lực chi phí giảm dần và giá bán cải thiện sẽ tiếp tục hỗ trợ BLN. Chúng tôi cho rằng VHC xứng đáng được giao dịch ở mức P/E dự phóng 10,0x, tiệm cận mức trung bình 5 năm, nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực với vị thế cạnh tranh vượt trội. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/E TTM 8,6x, vì thế, tiềm năng tăng giá còn hấp dẫn so với giá mục tiêu 72.400 đồng/cổ phiếu.

# Cảng & Vận tải biển



## Dòng chảy thương mại khả quan trong ngắn hạn, nguồn cung dồi dào cho tăng trưởng dài hạn

- Hoạt động đẩy hàng trước các điều chỉnh thuế quan tiềm năng của Mỹ nhiều khả năng sẽ tiếp tục hỗ trợ sản lượng container và mặt bằng giá cước trong các quý tới.
- Các đề xuất mới từ USTR được kỳ vọng sẽ tác động hạn chế đến năng lực cạnh tranh của Việt Nam, khi chênh lệch thuế quan dự kiến không đáng kể so với hiện tại và được áp dụng trên diện rộng với nhiều đối tác thương mại của Mỹ.
- Nguồn cung (hạ tầng cảng biển, đội tàu container) được dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh trong những năm tới.

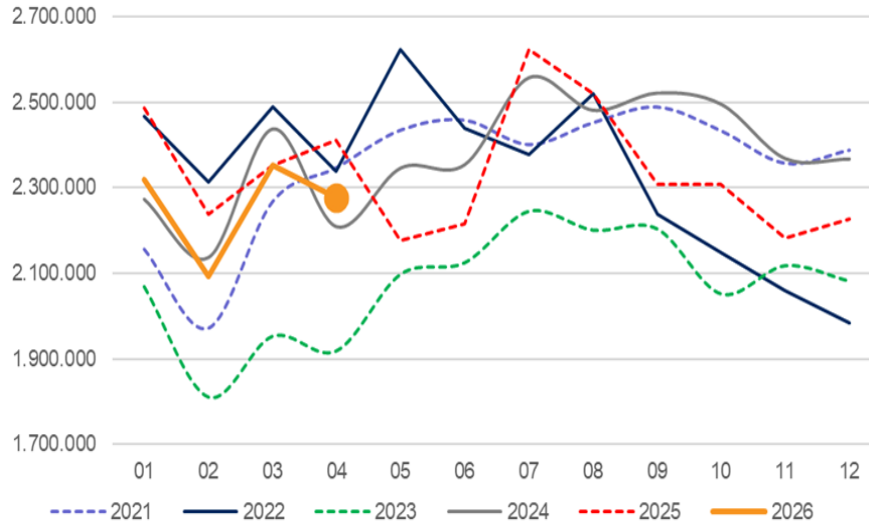
### Cổ phiếu ưa thích

Cổ phiếu	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
GMD	95.700	<ul style="list-style-type: none"><li>• Hoạt động đẩy hàng xuất khẩu sang Mỹ có thể tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng sản lượng và lợi nhuận trong Q2/26.</li><li>• Gemalink giai đoạn 2 và Nam Đình Vũ giai đoạn 3 tạo dư địa tăng trưởng sản lượng dài hạn tại hai cụm cảng chiến lược.</li><li>• GMD đang đón đầu câu chuyện trung tâm hàng hải của Việt Nam</li></ul>
PHP	50.000	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vị thế dẫn dắt tại cụm cảng Hải Phòng</li><li>• Động lực tăng trưởng đến từ bến số 3&amp;4 Cảng Lạch Huyện.</li><li>• Kỳ vọng từ kế hoạch thoái vốn của VIMC</li></ul>

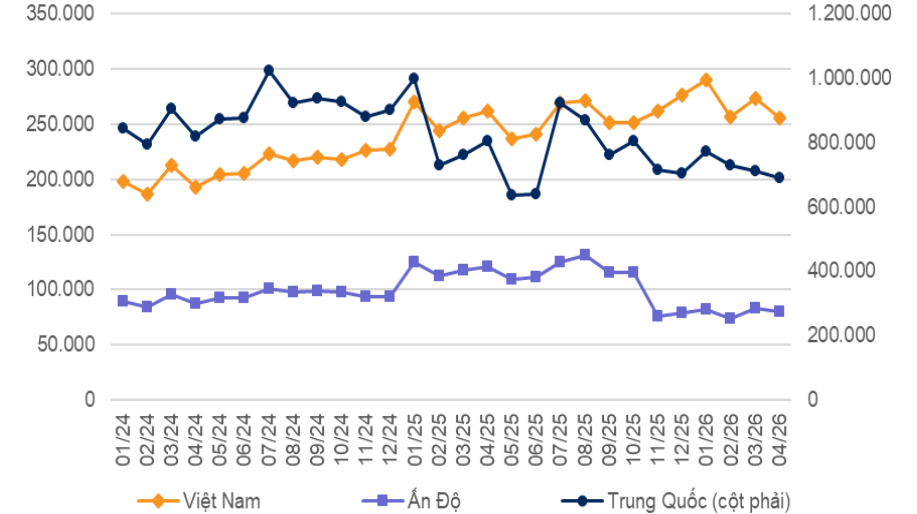
# Dòng chảy thương mại khả quan trong ngắn hạn

Tình trạng đẩy hàng trước các mốc thuế quan quan trọng có thể tiếp tục hỗ trợ sản lượng container trong ngắn hạn. Các đề xuất mới của USTR hiện chưa làm thay đổi đáng kể triển vọng thương mại cũng như năng lực cạnh tranh của Việt Nam.

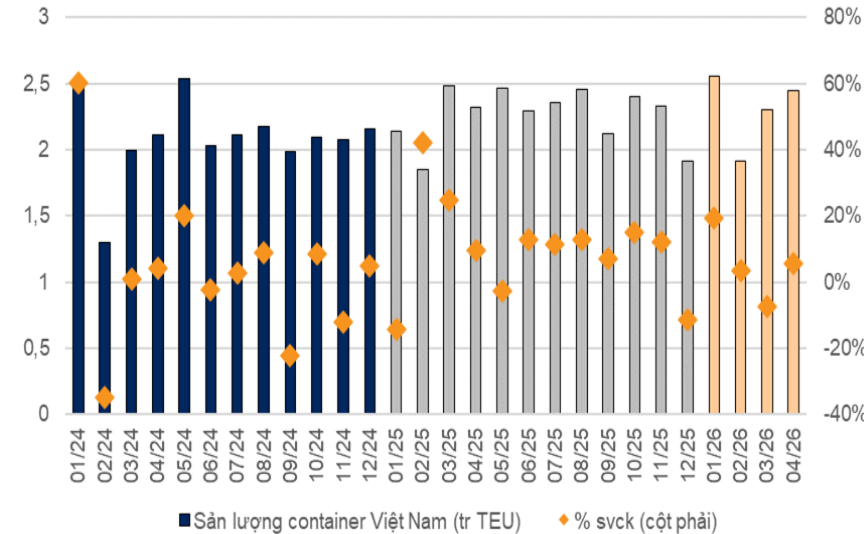
**Sản lượng nhập khẩu container hàng tháng của Mỹ (Đơn vị: TEUs)**



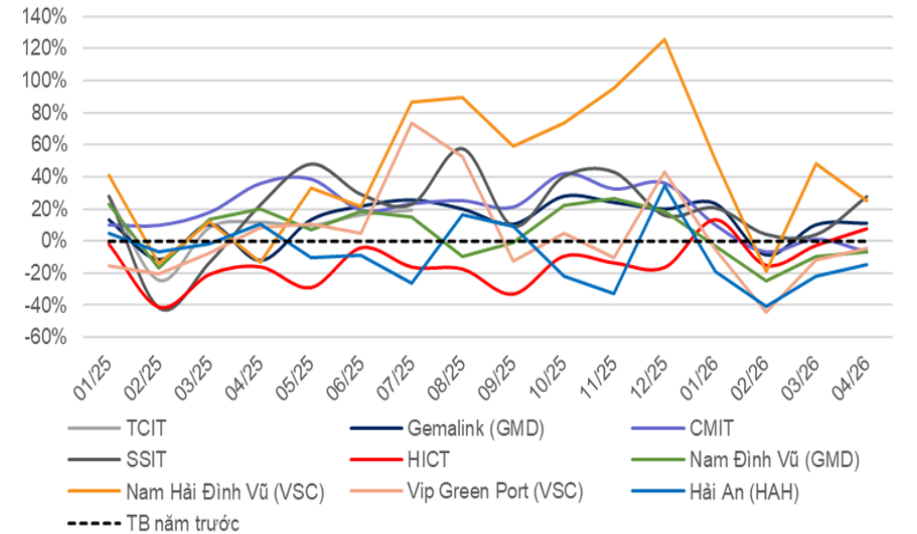
**Sản lượng container nhập khẩu của Mỹ hàng tháng từ các quốc gia Việt Nam, Ấn Độ và Trung Quốc (Đơn vị: TEUs)**



**Sản lượng container các cảng tại Việt Nam theo ước tính của chúng tôi (cập nhật vào 04/06/2026)**

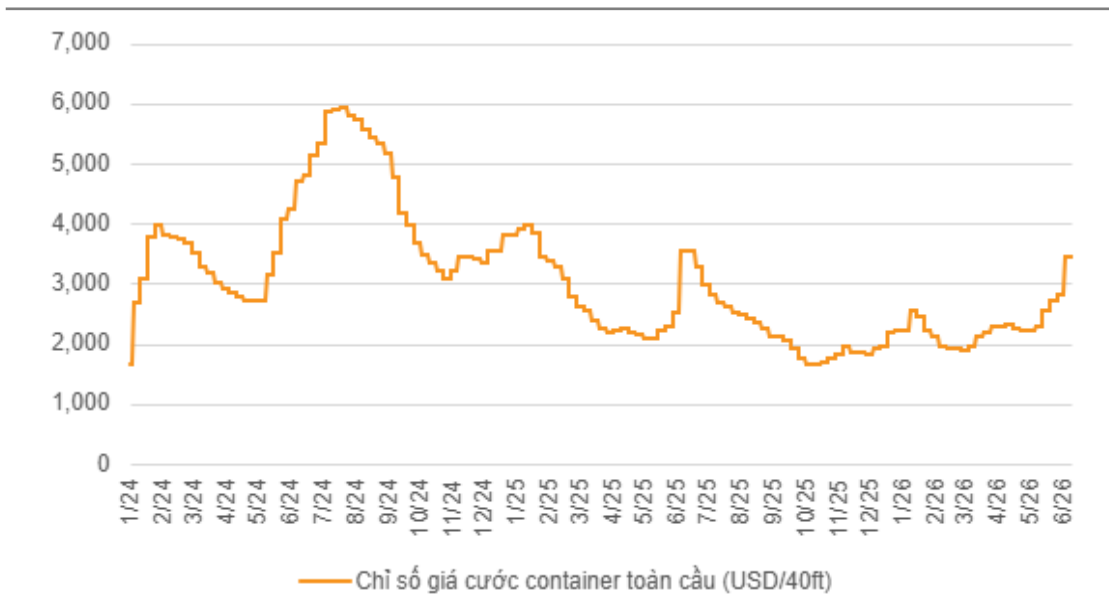


**Sản lượng khai thác tại các cảng hàng tháng so với mức trung bình năm ngoái**

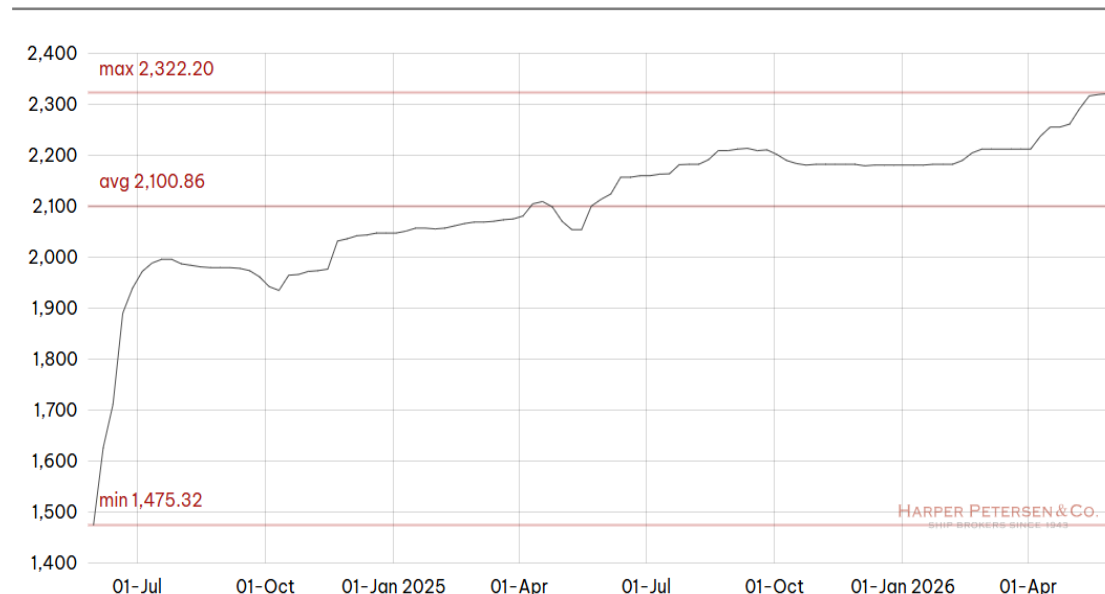


Trong bối cảnh biến động chính trị toàn cầu, giá cước container neo cao bởi giá dầu, cùng với việc Iran thực hiện đóng nhánh dưới biển Đổ hoàn toàn có thể một lần nữa tác động tới tuyến đường vận chuyển huyết mạch.

## Chỉ số container toàn cầu, theo Drewry (USD/40ft)



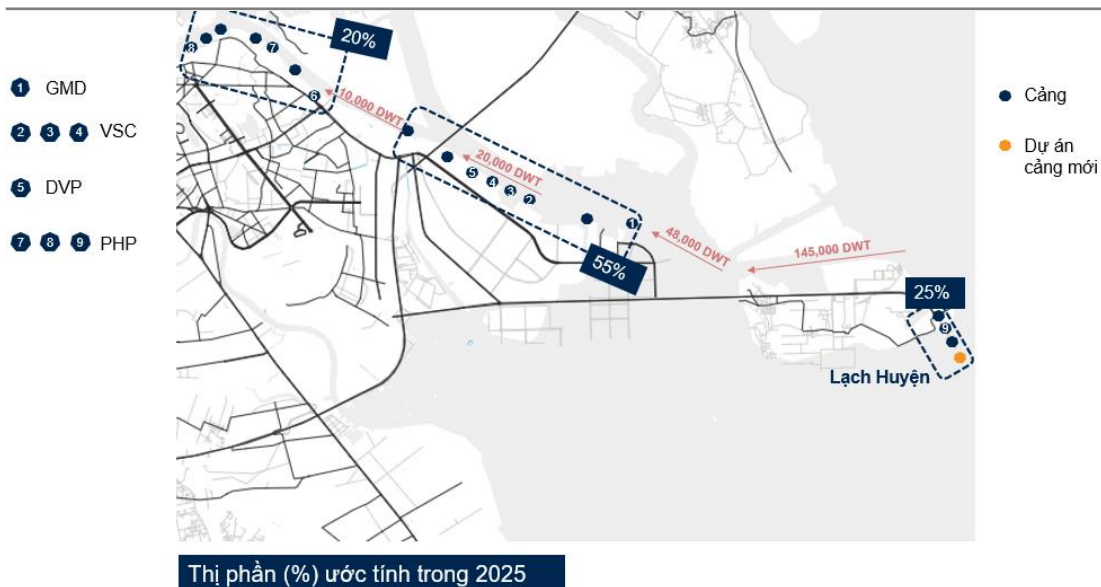
## Chỉ số giá cước cho thuê tàu container (chỉ số Harpex)



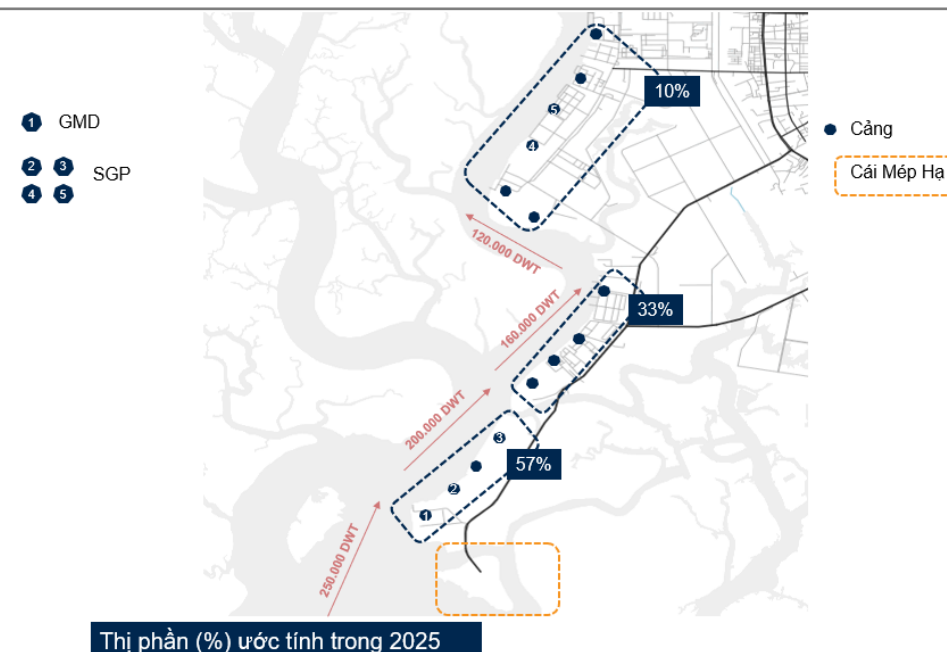
- Trái với kỳ vọng mặt bằng giá cước sẽ hạ nhiệt trong đầu năm 2026, cả giá cước vận tải container giao ngay và giá thuê tàu đều duy trì ở mức cao. Tính đến ngày 05/06/2026, chỉ số World Container Index đạt 3.433 USD/FEU, tiệm cận vùng đỉnh cùng kỳ năm ngoái. Tại thị trường Nội Á, giá cước đã tăng mạnh so với đầu năm, nổi bật ở các tuyến Thượng Hải–Nehru (Ấn Độ) và Thượng Hải–Singapore, trong khi thị trường cho thuê tàu tiếp tục cho thấy xu hướng tăng bền vững với chỉ số Harpex duy trì ở vùng cao nhất kể từ năm 2025.
- Chúng tôi cho rằng diễn biến này phản ánh sự kết hợp của nhiều yếu tố, bao gồm giá nhiên liệu neo cao, nhu cầu vận chuyển phục hồi trước mùa cao điểm, cùng những rủi ro địa chính trị tại Trung Đông. **Trong trường hợp căng thẳng leo thang hoặc các tuyến hàng hải chiến lược tiếp tục bị gián đoạn, mặt bằng giá cước nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao trong các tháng tới.** Với mùa cao điểm đang đến gần và hoạt động đẩy hàng trước các mốc thuế quan quan trọng tại Mỹ vẫn diễn ra, chúng tôi kỳ vọng thị trường vận tải container sẽ tiếp tục sôi động trong ngắn hạn.

Tại hai cụm cảng hàng đầu của Việt Nam, chúng tôi duy trì quan điểm đẩy mạnh mở rộng công suất ra ngoài phía biển trong dài hạn, đáp ứng xu hướng tàu lớn đến từ các hãng vận tải toàn cầu.

## Cụm cảng Hải Phòng



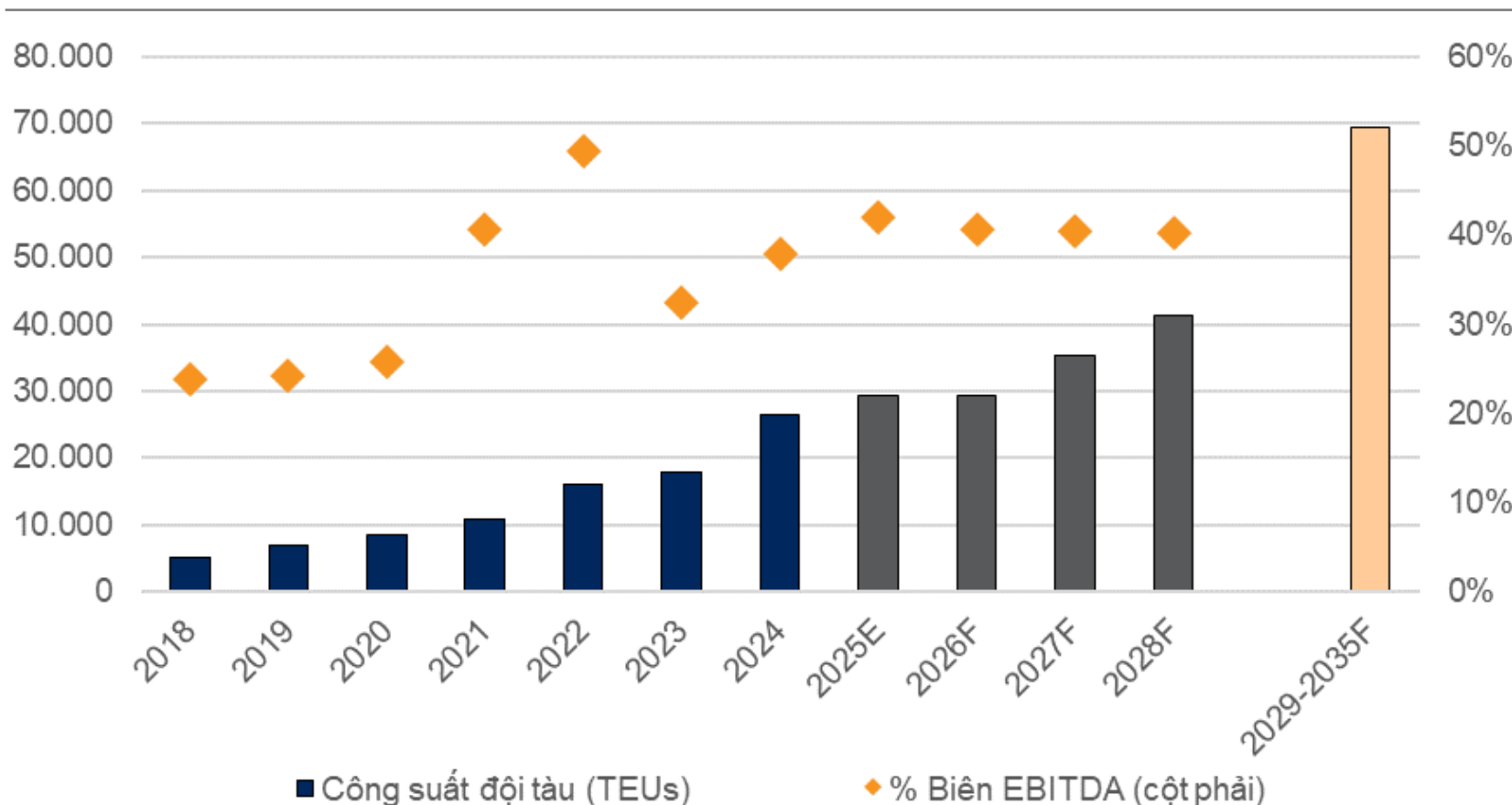
## Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (Vũng Tàu, TP. HCM)



- Tại cụm cảng Hải Phòng, bên cạnh hai dự án HTIT và HHIT đi vào hoạt động trong năm 2025, dự án Nam Đình Vũ 3 (650.000 TEUs; +40% tổng công suất) – phần mở rộng tiếp theo của cụm Nam Đình Vũ (vị trí số 1 trên hình trái) của GMD – cũng đã được đưa vào khai thác từ cuối năm. Trong trung hạn, cụm cảng dự kiến sẽ bổ sung thêm bến 7 và 8, do CMA–CGM hợp tác cùng Tân Cảng Sài Gòn, với thời điểm vận hành dự kiến trong năm 2028. Về dài hạn, năng lực hạ tầng cảng biển tại Hải Phòng tiếp tục được củng cố nhờ dự án khu bến cảng và trung tâm logistics Nam Đồ Sơn do VinGroup (VIC) đề xuất.
- Tại phía Nam, sau khi được sáp nhập vào TP.HCM, cụm cảng Cái Mép – Thị Vải vẫn duy trì vai trò đầu tàu trong hoạt động xuất nhập khẩu khu vực. Về dài hạn, Trung tâm logistics Cái Mép Hạ được xem là dự án trọng điểm, thu hút sự quan tâm của nhiều doanh nghiệp tư nhân lớn và các liên doanh quốc tế muốn tham gia đầu tư.
- Tựu chung, trong bối cảnh Việt Nam tiếp tục nỗ lực duy trì dòng vốn FDI với tầm nhìn dài hạn, **hạ tầng cảng biển là một trong những ưu tiên phát triển hàng đầu**. Việc liên tục mở rộng công suất có thể tạo áp lực cạnh tranh trong ngắn hạn, nhưng theo chúng tôi, đây là bước chuẩn bị tất yếu để đáp ứng nhu cầu thị trường đang mở rộng nhanh trong thập kỷ tới.

Hải An (HAH), đội tàu có tỷ trọng 30% thị phần hàng hóa vận tải biển container nội địa, đang liên tục gia tăng đội tàu để vươn ra biển lớn.

## Công suất đội tàu HAH và biên EBITDA, theo dự phóng trong báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi



- Về phía năng lực đội tàu container, HAH là doanh nghiệp đại diện cho đơn vị có đội tàu container hàng đầu, có kế hoạch mở rộng đội tàu, nâng cao công suất rất mạnh mẽ trong giai đoạn sắp tới. Theo ước tính của chúng tôi, trong kịch bản các series tàu đóng mới hoàn thành, công suất của HAH tăng hơn gấp đôi trong giai đoạn mười năm tới. **Lượng cung tàu mới dự kiến sẽ nguồn bổ sung dồi dào dành cho lượng hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc trong ngắn và trung hạn, và đưa hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam tới phía Tây bán cầu (châu Âu – châu Mỹ) trong dài hạn.**
- Xét chi tiết hơn về góc nhìn dài hạn, chúng tôi cho rằng lượng hàng hóa xuất nhập khẩu của Việt Nam tiếp tục duy trì tích cực. Điều này sẽ kéo theo lượng hàng hóa vận chuyển duy trì sôi động. Do đó, doanh thu hoạt động khai thác tàu – động lực tăng trưởng chính của HAH sẽ được đảm bảo trong giai đoạn dài hạn.

**GMD | (Báo cáo cập nhật)**

<b>Thông tin cổ phiếu:</b>			<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Giá mục tiêu	VND95.700	Tăng trưởng DT thuần	-1,3%	25,6%	23,0%	10,1%	8,9%
Tiềm năng tăng giá	20,2%	Tăng trưởng EPS	123,6%	(34,5%)	15,2%	11,0%	30,8%
Tỷ suất cổ tức	2,8%	Biên lợi nhuận gộp	46,2%	45,8%	45,7%	42,3%	42,7%
Tổng lợi tức	23,0%	Biên LN ròng	57,8%	30,1%	32,2%	34,5%	34,4%
Vốn hóa (tr USD)	1.237	P/E (x)	10,9	22,6	17,7	18,2	13,9
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	6,4	Rolling P/B (x)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,3
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	97	ROAE	22,9%	10,6%	12,9%	11,8%	14,1%
P/E trượt	17,2	Nợ ròng trên VCSH	5,0%	-13,0%	5,2%	24,9%	14,5%

**Luận điểm đầu tư:**
**Gemalink tiếp tục là động lực tăng trưởng chính**

Hoạt động đẩy hàng xuất khẩu sang Mỹ trước thời điểm kết thúc giai đoạn áp dụng mức thuế nhập khẩu tạm thời 10% đang hỗ trợ tích cực cho sản lượng container trong Q2/26. Chúng tôi kỳ vọng Gemalink sẽ tiếp tục là bên hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng này, sau khi ghi nhận sản lượng khoảng 525 nghìn TEU (+19% svck) trong Q1/26, qua đó giúp lợi nhuận từ công ty liên kết vượt đáng kể kỳ vọng trước đó. Bên cạnh triển vọng ngắn hạn, GMD cũng đang đẩy nhanh kế hoạch triển khai Gemalink giai đoạn 2, dự kiến đưa vào vận hành từ Q4/27. Dự án sẽ bổ sung thêm khoảng 1 triệu TEU công suất, tương đương mức tăng gần 65% so với hiện tại, củng cố vị thế dẫn đầu của Gemalink tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải trong dài hạn.

**Nam Đình Vũ mang lại dự địa tăng trưởng mới tại Hải Phòng**

Nam Đình Vũ giai đoạn 3 chính thức đi vào vận hành từ cuối năm 2025, nâng tổng công suất toàn cụm lên hơn 2 triệu TEU/năm. Đáng chú ý, sản lượng Q1/26 cho thấy cảng vẫn chưa khai thác hết công suất và thậm chí ghi nhận mức giảm svck, nhiều khả năng do quá trình điều chuyển luồng hàng của MSC sang các bến cảng mới tại Lạch Huyện. Tuy nhiên, với vị trí chiến lược ngay trung tâm khu kinh tế Đình Vũ cùng khả năng phục vụ hiệu quả các tuyến nội Á, chúng tôi cho rằng Nam Đình Vũ đang sở hữu dự địa tăng trưởng đáng kể khi hưởng lợi từ sự gia tăng của hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc, hoạt động dịch chuyển sản xuất và các dự án FDI mới tại Hải Phòng trong những năm tới.

**Các thương vụ thoái vốn tiềm năng có thể bổ sung nguồn lực cho chu kỳ tăng trưởng mới**

Bên cạnh tăng trưởng từ hoạt động cốt lõi, chúng tôi cho rằng các kế hoạch thoái vốn tại một số tài sản không trọng yếu, bao gồm dự án cao su, bất động sản và khả năng giảm tỷ lệ sở hữu tại Gemalink, có thể trở thành catalyst đáng chú ý trong thời gian tới. Các thương vụ này không chỉ giúp hiện thực hóa giá trị tài sản mà còn tạo ra dòng tiền đáng kể, qua đó hỗ trợ GMD triển khai các dự án mở rộng quy mô lớn trong giai đoạn tiếp theo.

**Đi đầu trong quá trình hình thành trung tâm hàng hải**

Tại ĐHCĐ 2026, GMD công bố chiến lược chuyển dịch từ mô hình cảng biển sang hệ sinh thái hàng hải toàn diện, với trọng tâm mở rộng sang vận tải thủy, vận tải biển và các dịch vụ hàng hải giá trị gia tăng. Chúng tôi cho rằng GMD không chỉ là bên hưởng lợi từ các đề án FTZ và trung tâm tài chính hàng hải, mà còn là một trong những doanh nghiệp đang chủ động tham gia xây dựng hệ sinh thái hàng hải mới của Việt Nam, qua đó mở rộng dự địa tăng trưởng dài hạn vượt ra ngoài hoạt động khai thác cảng cốt lõi.

**PHP | (Báo cáo cập nhật)**

<b>Thông tin cổ phiếu:</b>			<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Giá mục tiêu	VND50.000	Tăng trưởng DT thuần	(8,2%)	20,4%	5,2%	29,4%	11,5%
Tiềm năng tăng giá	28,5%	Tăng trưởng EPS	(1,6%)	42,3%	2,0%	42,8%	15,2%
Tỷ suất cổ tức	1,5%	Biên lợi nhuận gộp	35,1%	38,1%	46,8%	51,2%	51,8%
Tổng lợi tức	30,0%	Biên LN ròng	26,3%	31,1%	30,1%	33,3%	34,4%
Vốn hóa (tr USD)	483,3	P/E (x)	22,5	15,8	15,5	10,9	9,4
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	0,1	Rolling P/B (x)	2,2	2,0	1,9	1,6	1,4
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	237,5	ROAE	10,2%	13,3%	12,5%	15,9%	15,7%
P/E trượt	13,0	Nợ ròng trên VCSH	(0,3)	(0,2)	(0,0)	0,0	(0,0)

**Luận điểm đầu tư:**
**Vị thế dẫn dắt tại cụm cảng Hải Phòng**

PHP duy trì vị thế đầu ngành tại phía Bắc khi nắm giữ khoảng 25% thị phần khai thác tại cụm cảng Hải Phòng năm 2025. Theo quy hoạch, lượng hàng container tại cụm cảng Hải Phòng dự kiến tăng trưởng từ 8–12%/năm trong giai đoạn 2025–2030. Với nền tảng vững chắc và vị thế dẫn đầu hiện tại, chúng tôi kỳ vọng PHP sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng tăng trưởng chung của khu vực.

**Động lực tăng trưởng đến từ bến số 3&4 Cảng Lạch Huyện**

Dự án Bến cảng nước sâu Lạch Huyện số 3 và 4, với công suất 1,1 triệu TEU/năm, được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi của PHP trong giai đoạn 2026–2027. Dự án đã bắt đầu đi vào hoạt động từ Q2/25 và ghi nhận lợi nhuận ngay trong năm đầu tiên vận hành, đạt mức 22% công suất thiết kế vào cuối năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ khai thác sẽ tăng lên 66% trong năm 2026, qua đó đóng góp mạnh mẽ hơn vào tăng trưởng lợi nhuận của PHP. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng sản lượng bao gồm: 1) sản lượng container tại khu vực Hải Phòng tiếp tục mở rộng; 2) xu hướng dịch chuyển hàng hóa từ các cảng sông sang các cảng nước sâu khi kích thước tàu ngày càng lớn; 3) sự hợp tác giữa PHP và MSC, hãng tàu lớn nhất thế giới, giúp PHP tiếp cận tệp khách hàng rộng hơn cùng mạng lưới vận tải biển toàn cầu, từ đó hỗ trợ tăng trưởng sản lượng thông qua cảng.

**Kỳ vọng từ kế hoạch thoái vốn của VIMC**

Chúng tôi cho rằng kế hoạch thoái vốn của VIMC tại PHP tương đối khả thi trong giai đoạn tới do hai yếu tố: 1) PHP cần cơ cấu lại để đáp ứng điều kiện tỷ lệ sở hữu cổ đông nhỏ của công ty đại chúng, và 2) VIMC đang tập trung nguồn lực phát triển cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ. Phương án cơ cấu danh mục giai đoạn 2026–2030 đã được xây dựng để trình phê duyệt. Dù thời điểm cụ thể chưa được xác định, lộ trình này kỳ vọng sẽ mở ra cơ hội thu hút thêm các đối tác chiến lược quốc tế lớn cho PHP.

**Định giá hấp dẫn dựa trên triển vọng tăng trưởng vững chắc**

PHP hiện đang giao dịch ở mức P/E khoảng 13 lần, thấp hơn một chút so với mức trung bình 3 năm là 13,8 lần và cao hơn trung bình các công ty cùng ngành là 12,8 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng năm 2026 là 13,9 lần, mà theo chúng tôi là phản ánh hợp lý vị thế đầu ngành của doanh nghiệp, hiệu quả vận hành ổn định cùng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong các năm tới.

Công ty	Mã	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu 12T	%svck	LN ròng 12T	%svck	Nợ ròng/vốn CSH	ROE	P/E	P/B
			triệu USD	triệu USD	%	triệu USD	%	%	%	x	x
<b>Cảng biển nội địa</b>											
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	VN	466	105	5,2	37,9	2,0	26,0	14,2	13,0	2,0
CTCP Gemadept	GMD VN	VN	1.225	234	20,1	92,6	45,4	15,4	13,2	18,5	2,4
CTCP Container Việt Nam	VSC VN	VN	262	129	17,4	18,5	(26,4)	87,1	5,5	25,2	1,3
CTCP Cảng Sài Gòn	SGP VN	VN	181	48	10,9	14,2	181,8	1,4	12,4	13,1	1,5
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	DVP VN	VN	106	22	(15,4)	13,0	0,6	-	22,9	8,2	1,9
CTCP Cảng Đà Nẵng	CDN VN	VN	108	69	21,8	15,8	33,1	21,0	19,9	6,9	1,3
CTCP Cảng Đồng Nai	PDN VN	VN	208	61	17,8	16,8	26,5	6,4	30,0	13,4	3,7
CTCP Cảng Cát Lái	CLL VN	VN	39	16	29,3	4,0	3,4	2,0	15,9	10,1	1,6
CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng	TCL VN	VN	35	110	16,5	6,3	5,7	-	20,0	6,7	1,3
<i>Trung vị Việt Nam</i>			181	69	17,4	15,8	5,7	6,4	15,9	13,0	1,6
<i>Trung bình Việt Nam</i>			292	88	13,7	24,3	30,2	17,7	17,1	12,8	1,9
<b>Cảng biển quốc tế</b>											
Adani Ports & Special Economic ADSEZ IN	IN	IN	43.296	4.387	27,1	1.447,6	15,5	64,1	16,2	30,9	4,3
Xiamen International Airport C	600897 CH	CN	969	292	8,5	76,6	16,8	2,6	10,7	14,1	1,3
Gujarat Pipavav Port Ltd	GPPV IN	IN	756	131	26,7	58,3	29,8	1,5	21,8	14,4	3,0
Namyong Terminal PCL	NYT TB	TH	139	63	9,1	18,5	49,6	74,1	17,4	7,2	1,2
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	MY	5.034	817	40,4	264,9	20,4	28,2	28,2	18,4	4,9
Suria Capital Holdings Bhd	SURIA MK	MY	107	65	14,3	9,2	24,0	1,9	3,3	42,9	0,4
Navkar Corp Ltd	NACO IN	IN	150	59	41,9	3,4	NA	9,1	1,6	47,4	0,7
<i>Trung vị khu vực</i>			756	131	26,7	58,3	22,2	9,1	16,2	18,4	1,3
<i>Trung bình khu vực</i>			7.207	831	24,0	268,4	26,0	25,9	14,1	25,1	2,3

# Điện



## Nhu cầu tăng tốc trở lại, nhiệt điện hưởng lợi

- Sản lượng điện tăng tốc trở lại (+8.9% svck trong 5T26) nhờ hoạt động công nghiệp tích cực và nền nhiệt độ cao hơn so với trung bình nhiều năm.
- Phụ tải đỉnh lập đỉnh mới ngay trong tháng 5 và được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới, nhấn mạnh tính cấp thiết của việc đầu tư hạ tầng điện.
- Trong ngắn hạn, với việc El Niño được dự báo sẽ áp đảo trong năm nay, chúng tôi kỳ vọng nhiệt điện sẽ có nhiều dư địa để gia tăng huy động.

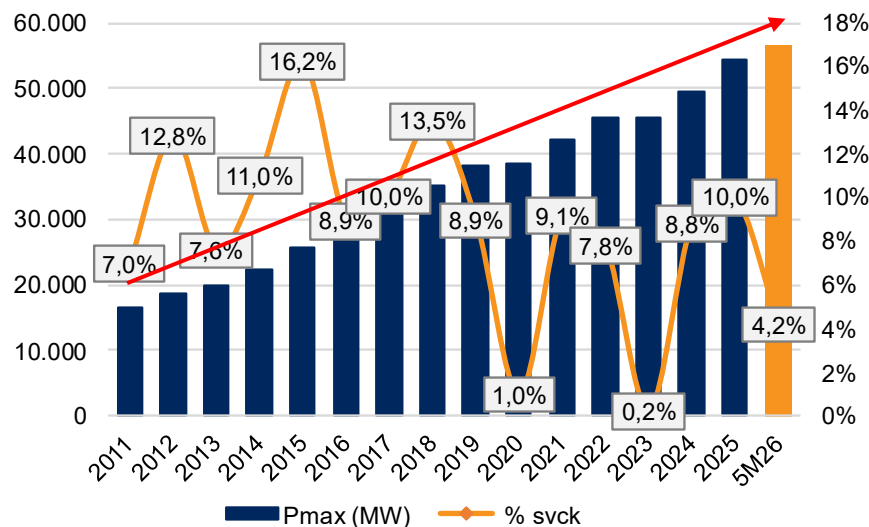
### Cổ phiếu ưa thích

Mã	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
POW	16.600 (19,4%)	<ul style="list-style-type: none"><li>• Bức tranh ngành điện hỗ trợ vai trò của POW trong hệ thống.</li><li>• NT3&amp;4 là động lực tăng trưởng chính, với triển vọng được củng cố nhờ đề xuất nâng Qc lên mức 75%.</li><li>• Điện than hỗ trợ LN ngắn hạn khi El Niño chiếm ưu thế.</li></ul>

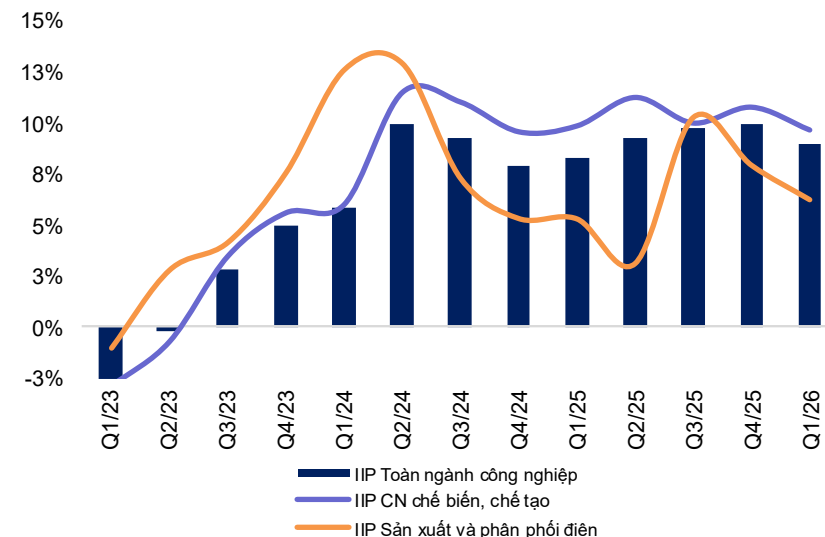
# Phụ tải điện toàn quốc tăng mạnh ngay từ đầu mùa khô 2026

Pmax liên tiếp lập đỉnh mới từ tháng 4, trong khi tiêu thụ điện và sản xuất cùng phục hồi, cho thấy áp lực huy động đang tăng nhanh trong 2Q26

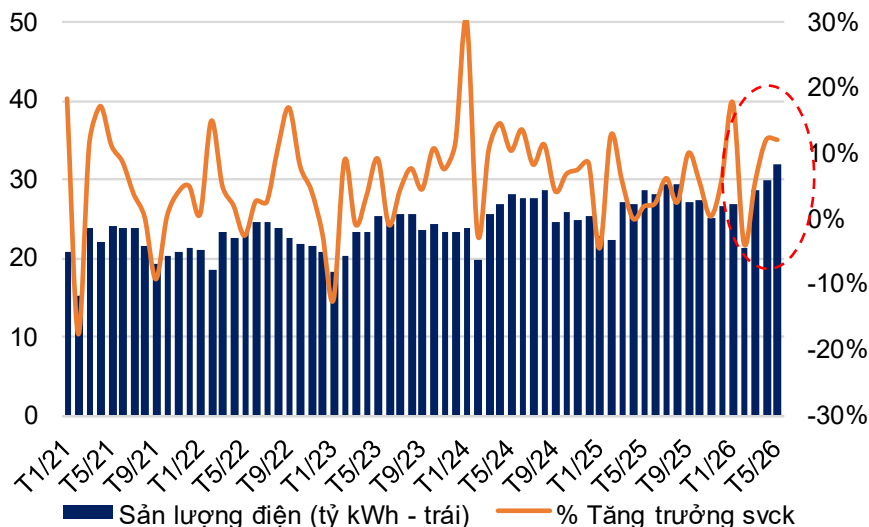
**Pmax lập đỉnh mới ngay trong 5T26, cho thấy áp lực cung ứng đã tăng mạnh từ đầu mùa khô**



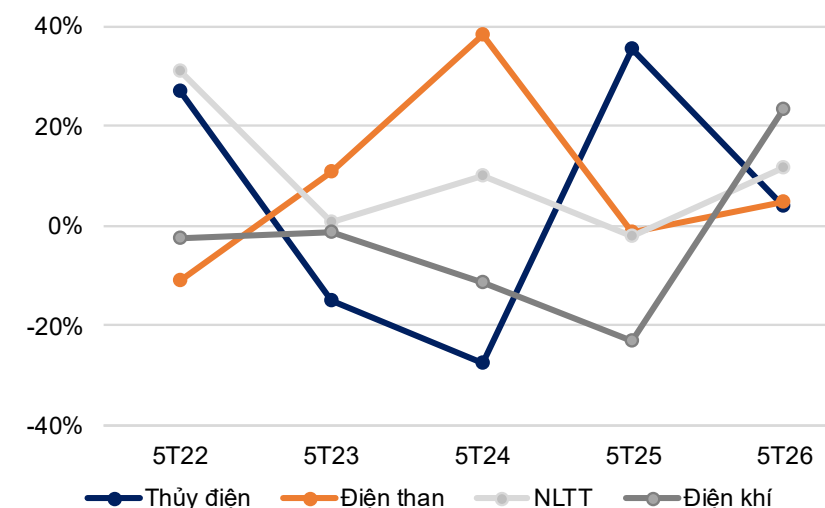
**Sản xuất công nghiệp và chế tạo duy trì tăng trưởng tích cực, củng cố nền cầu điện ngoài yếu tố thời tiết**



**Sản lượng điện tăng mạnh trong 5T26, xác nhận nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi trên diện rộng**

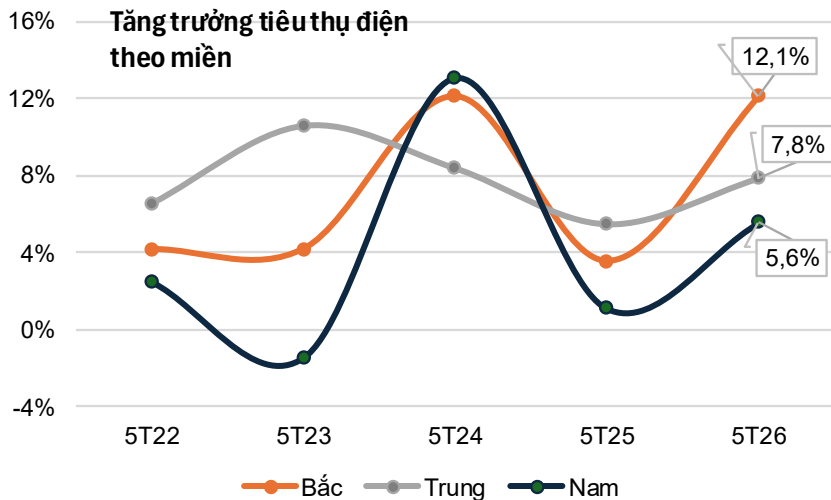


**Khi phụ tải tăng mạnh và thủy điện suy giảm do El Niño, hệ thống phải tăng huy động nhiệt điện và NLTT để bù đắp**

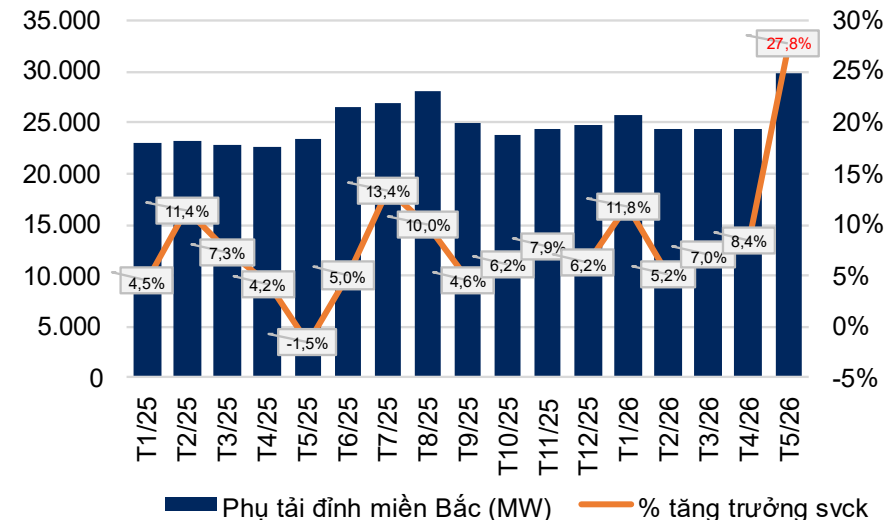


FDI sản xuất và các ngành tiêu thụ điện cao đang kéo nhu cầu điện miền Bắc tăng nhanh, Pmax tăng đột biến trong 5T26 củng cố nhu cầu bổ sung nguồn điện

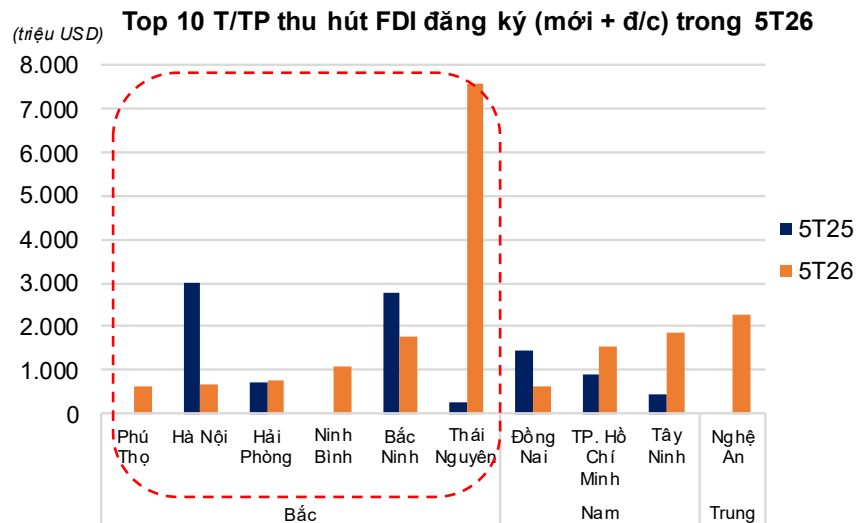
**Tiêu thụ điện 5T26 tại 3 miền đều ghi nhận tăng trưởng tích cực, miền Bắc vươn lên là khu vực dẫn đầu**



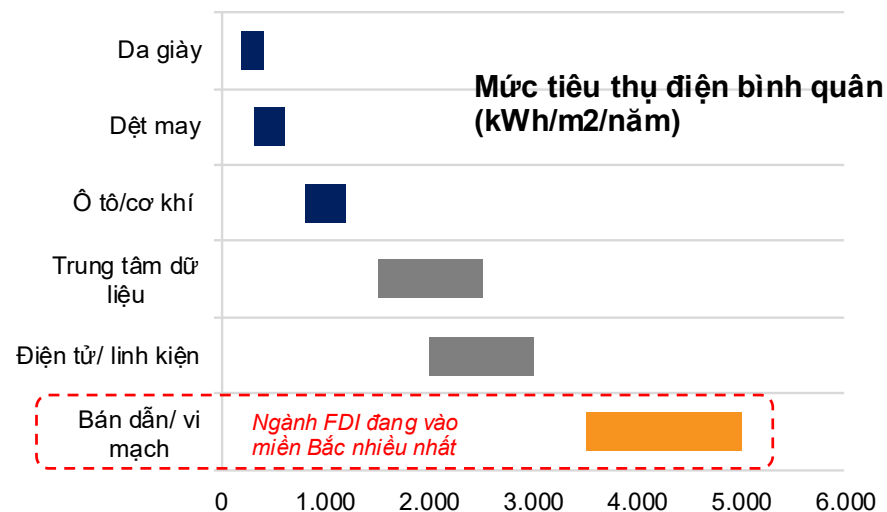
**Phụ tải đỉnh miền Bắc tăng mạnh từ tháng 4-5 năm nay cho thấy áp lực cung ứng đang quay lại rõ nét**



**FDI có sự chuyển dịch sang miền Bắc, dự kiến nhu cầu điện tại khu vực sẽ tiếp tục tăng trong thời gian sắp tới**

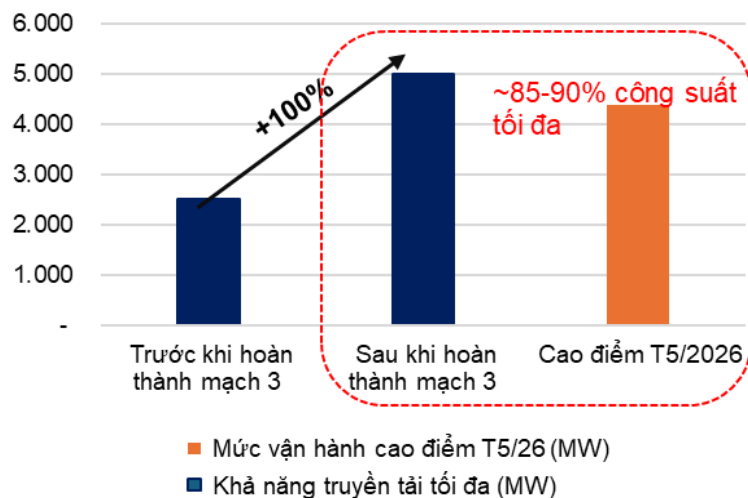


**Đề duy trì nền sản xuất bán dẫn và công nghệ cao, cần đầu tư vào nguồn điện ổn định, sạch và đáng tin cậy**

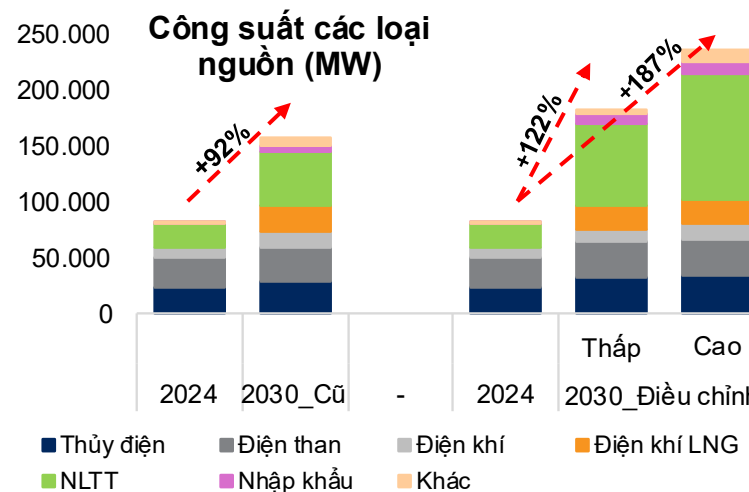


Áp lực phụ tải và giới hạn truyền tải cho thấy hệ thống cần bổ sung nguồn mới song song với phát triển lưới; QHĐ8 điều chỉnh mở rộng mạnh quy mô nguồn, nhưng cơ hội sẽ phân hóa theo tiến độ triển khai và mức độ tháo gỡ cơ chế.

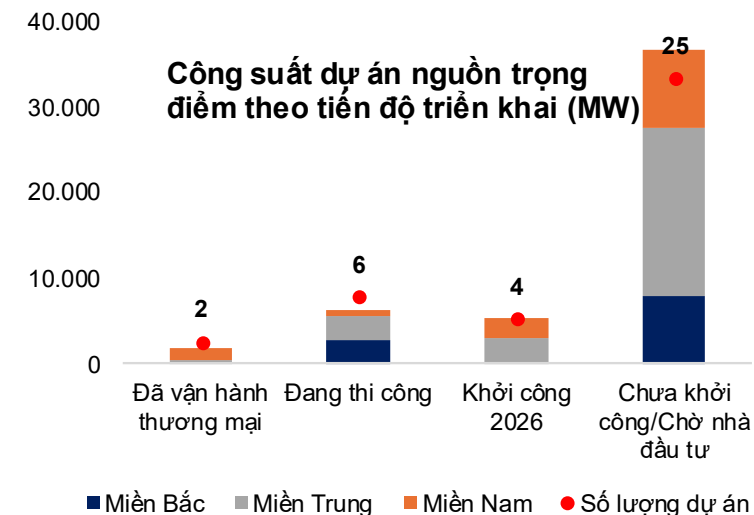
## Truyền tải hỗ trợ cung ứng, nhưng không thay thế nhu cầu nguồn mới



## QHĐ8 xác nhận chu kỳ bổ sung nguồn quy mô lớn cho các khu vực có nhu cầu



## Cơ hội đầu tư phân hóa theo tiến độ thực thi

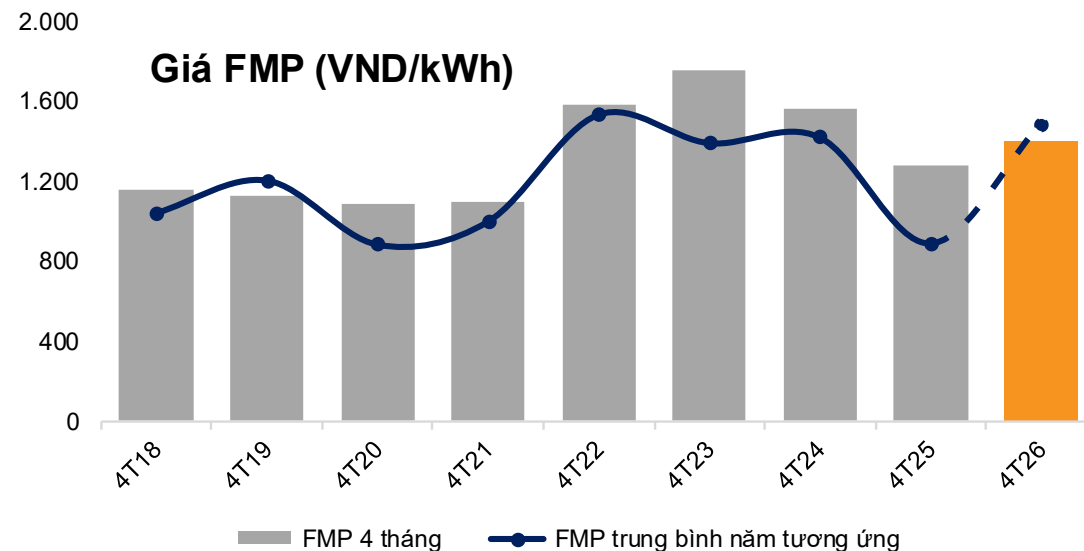
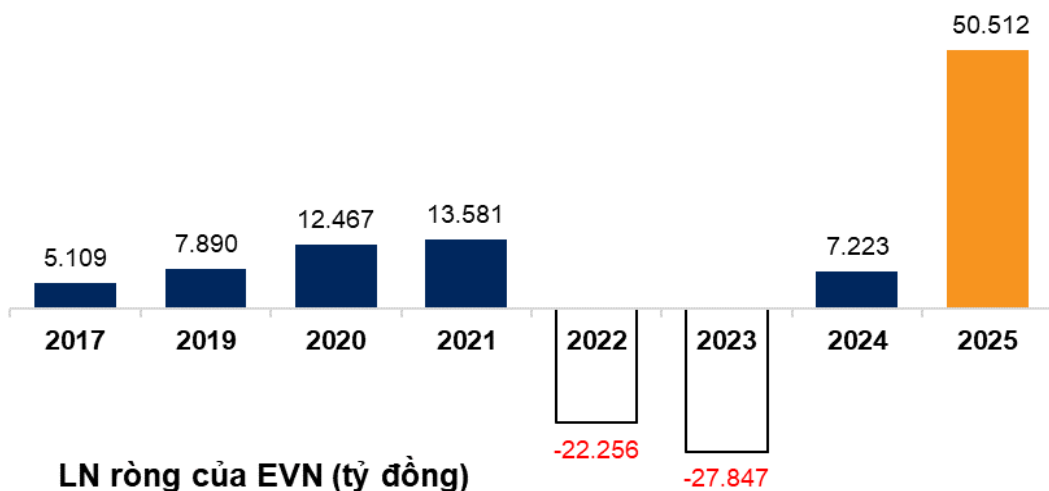


- Mạch 3 đã tăng gấp đôi khả năng truyền tải liên vùng lên khoảng **5.000MW** sau khi hoàn thành. Tuy nhiên, đợt cao điểm T5/26 vừa qua, đường dây đã vận hành ở mức **85–90% giới hạn**, cho thấy biên dự phòng truyền tải không còn quá rộng. Do đó, **đầu tư nguồn mới vẫn là ưu tiên hàng đầu**, song song đó là phát triển lưới để giảm rủi ro thiếu điện cục bộ.
- QHĐ8 điều chỉnh mở ra chu kỳ đầu tư nguồn điện quy mô lớn trên toàn quốc, trong đó **điện khí (bao gồm LNG) và NLTT** là các nhóm **nguồn chính** cần được triển khai để đáp ứng tăng trưởng phụ tải và bảo đảm an ninh năng lượng.
- Theo tiến độ danh mục dự án nguồn điện **trọng điểm quốc gia**, từ 2025 đến nay **phần lớn** công suất nguồn vẫn nằm ở nhóm **chưa khởi công**. Vì vậy, lợi ích trong chu kỳ đầu tư mới sẽ không phân bổ đều cho toàn ngành. Cơ hội hưởng lợi sẽ tập trung ở các doanh nghiệp sở hữu các dự án **trọng điểm/ưu tiên**, đã có **tiến độ rõ ràng đi cùng năng lực triển khai dự án**, như: POW (chủ đầu tư nhà máy điện LNG NT3&4, Quỳnh Lập), và GAS (chủ đầu tư hạ tầng nhập khẩu LNG).

KQKD của EVN tăng tốc rõ rệt sau các đợt điều chỉnh giá bán lẻ, trong khi FMP phục hồi thúc đẩy phần sản lượng thị trường; mức hưởng lợi do đó phân hóa theo Qc và ngoài Qc của từng loại hình

**Giá bán lẻ tăng giúp EVN cải thiện LN rõ rệt, tạo điều kiện thuận lợi hơn cho môi trường thanh toán và phân bổ Qc cho nhóm nhiệt điện**

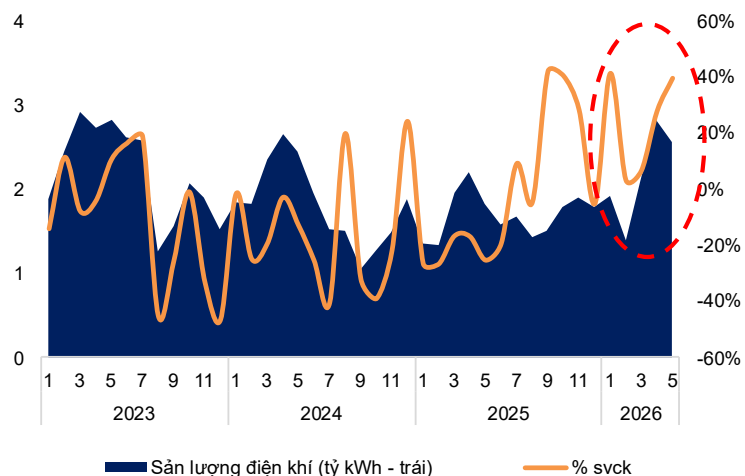
**Giá FMP đã tăng trở lại trong 4T26, và kỳ vọng sẽ tiếp tục gia tăng (svck) trong những tháng tới khi nhu cầu huy động các nguồn nhiệt điện trên TT cạnh tranh sẽ gia tăng**



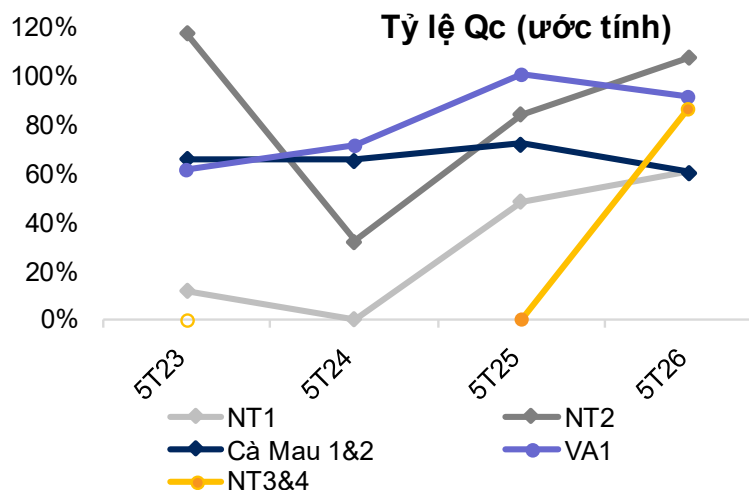
- EVN ghi nhận **LN ròng hơn 50,5 nghìn tỷ đồng** trong năm 2025, giúp xóa sạch lỗ lũy kế rất lớn từ giai đoạn trước đó. Khoản LN đột biến đến từ việc giá bán lẻ điện tiếp tục được điều chỉnh tăng 4,8% từ tháng 5/2025 trong khi chi phí phát điện trong năm giảm nhờ nguồn thủy điện tăng trưởng mạnh. Đây là yếu tố nền tích cực cho hệ thống, giúp cải thiện năng lực thanh toán của EVN và mức độ **phân bổ Qc tốt hơn** cho **nhóm nhiệt điện** khi nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng gia tăng.
- **FMP 4T26 phục hồi lên hơn VND1.400/kWh**, khi nhu cầu huy động các nguồn điện có chi phí biến đổi cao trên TT cạnh tranh gia tăng do sản lượng thủy điện suy giảm. Chúng tôi kỳ vọng FMP sẽ tiếp tục tăng trong những tháng tới (svck) khi huy động nguồn nhiệt điện trên TT cạnh tranh sẽ gia tăng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ tăng tốc và sản lượng thủy điện suy giảm do El Nino. Giá FMP cao hơn nhìn chung sẽ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của tất cả các nhà máy tham gia TT điện cạnh tranh (tính trên phần sản lượng ngoài Qc).

Nhu cầu tăng cao trong điều kiện thủy điện kém thuận lợi sẽ hỗ trợ nhu cầu huy động điện khí trong nửa cuối 2026, nhưng sản lượng phân bổ Qc và nguồn khí đầu vào sẽ quyết định hiệu quả hoạt động của từng nhà máy

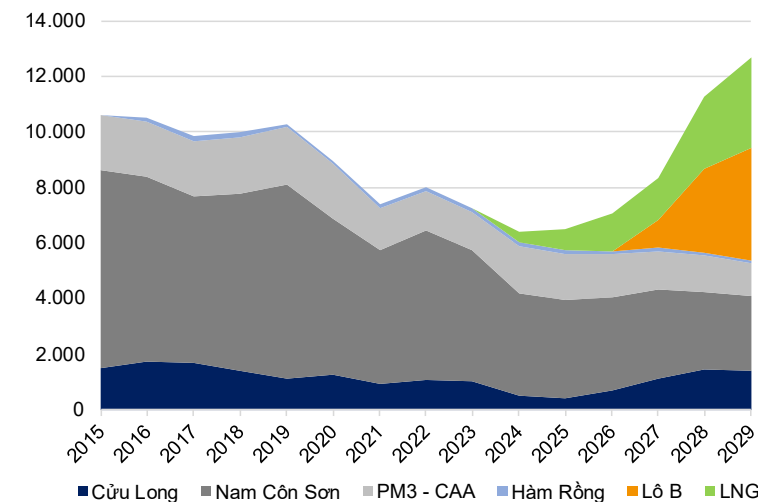
## Phụ tải cao và thủy điện kém thuận lợi giúp nền huy động điện khí tốt hơn



## Qc tăng hỗ trợ cho hiệu quả hoạt động của các nhà máy điện khí như NT1 và NT2



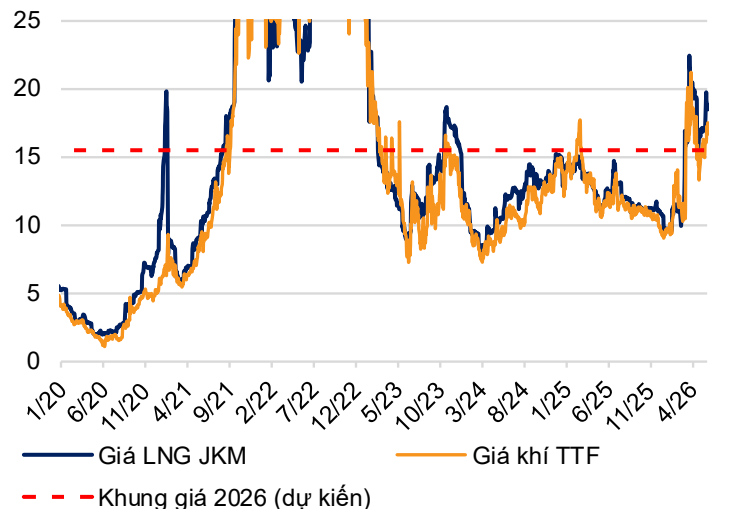
## Nguồn khí nội địa sẽ chỉ phục hồi mạnh từ năm 2027-28 khi Lô B vận hành (tr m3)



- Sản lượng điện khí 5T26 tăng mạnh **24% svck** nhờ nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao trong điều kiện thời tiết nắng nóng và đóng góp từ nhà máy điện LNG đầu tiên tại Việt Nam – NT3&4. Diễn biến này cho thấy điện khí đã qua giai đoạn đáy huy động của 2024–2025.
- Triển vọng nửa cuối năm vẫn **thuận lợi hơn cho điện khí** nhờ nhu cầu tiếp tục tăng trưởng trong bối cảnh **thủy điện kém thuận lợi do ảnh hưởng của El Nino**. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức độ hưởng lợi sẽ **phân hóa theo Qc và nguồn khí đầu vào của từng nhà máy**. Trong bối cảnh phụ tải tăng mạnh và thủy điện suy giảm, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy điện khí có nguồn khí đầu vào được đảm bảo và nằm ở những khu vực phụ tải cao như NT2 sẽ tiếp tục được phân bổ tỷ lệ Qc tốt.
- Trong trung và dài hạn, triển vọng của điện khí được hỗ trợ bởi tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện trong nước, tuy nhiên cũng sẽ bị giới hạn một phần do nguồn khí nội địa suy giảm. **Triển vọng tăng trưởng sẽ chỉ rõ nét hơn khi chuỗi dự án điện khí Lô B – Ô Môn đi vào hoạt động ổn định, dự kiến từ năm 2028.**

Dù cơ chế chuyển chi phí giúp giảm rủi ro giá nhiên liệu, điện LNG vẫn cần Qc cao hơn và dài hơn để cải thiện dòng tiền dự án và hỗ trợ tiến độ đầu tư mới

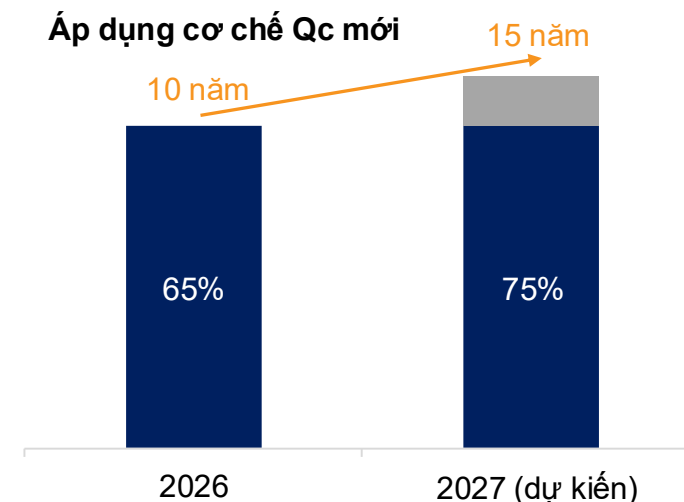
## Giá LNG biến động mạnh, nhưng rủi ro được giảm bớt nhờ cơ chế chuyển ngang



## Một số dự án bắt đầu có tiến triển, nhưng tiến độ danh mục toàn ngành vẫn chậm hơn kỳ vọng

STT	Dự án LNG	Công suất (MW)	Khu vực/miền	COD dự kiến
1	LNG Quảng Ninh	1.500	Bắc	2028-29
2	LNG Thái Bình	1.500	Bắc	2029
3	LNG Quảng Trạch II	1.500	Trung	2029-30
4	LNG Hải Lăng GD I	1.500	Trung	2029-30
6	LNG Hiệp Phước GD I	1.200	Nam	2027-28
7	LNG Long An I	1.500	Nam	2028-29
8	BOT Sơn Mỹ I	2.250	Trung	2028
9	BOT Sơn Mỹ II	2.250	Trung	2028
10	LNG Bạc Liêu	3.200	Nam	2027-30
11	LNG Nghi Sơn	1.500	Trung	2028
12	LNG Cà Ná	1.500	Trung	2028
13	LNG Quỳnh Lập	1.500	Trung	2028
14	LNG Hải Phòng GD I	1.600	Bắc	2030
15	LNG Hiệp Phước GD II	1.500	Nam	2028-30

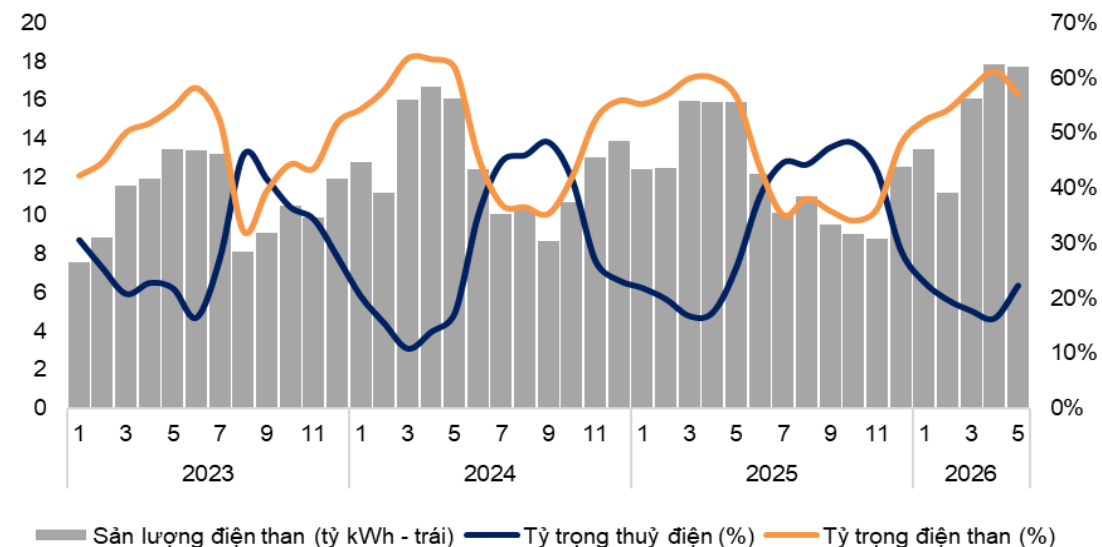
## Kỳ vọng vào đề xuất nâng Qc tối thiểu lên 75% và kéo dài thời gian áp dụng lên 15 năm



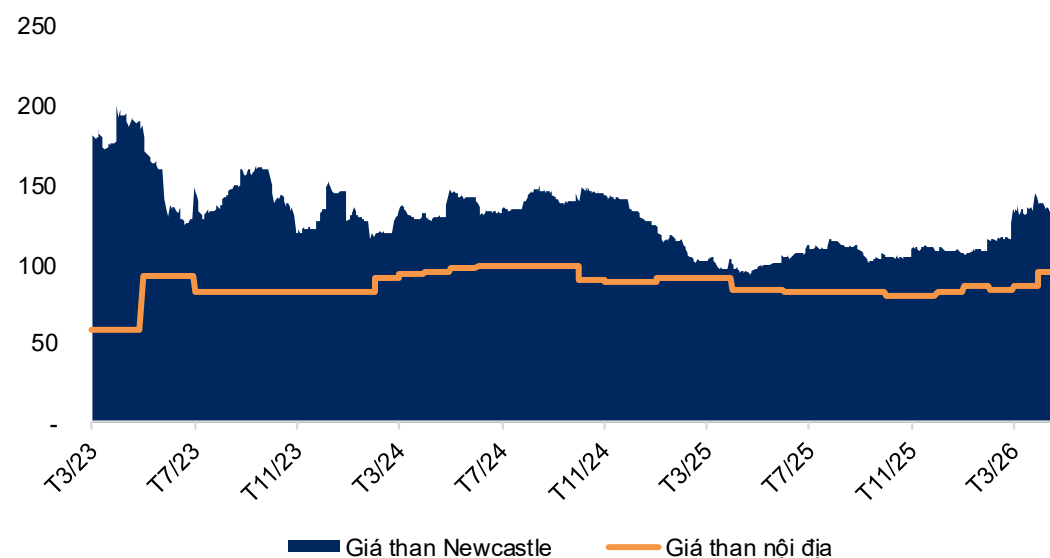
- Giá LNG toàn cầu biến động mạnh do những bất ổn về địa chính trị. Tuy nhiên, nhờ cơ chế hiện hành cho phép **chuyển ngang chi phí nhiên liệu sang giá điện và áp dụng Qc tối thiểu**, các dự án điện LNG hiện hữu (NT3&4) vẫn sẽ đảm bảo được hiệu quả hoạt động.
- Nhìn chung, **tuy tiềm năng của loại hình điện LNG theo QHĐ8 là rất lớn, nhưng tiến độ triển khai tổng thể vẫn gặp nhiều trở ngại và chúng tôi cho rằng sẽ khó đạt được mục tiêu QHĐ8 đã đề ra** do thiếu cơ chế hấp dẫn và môi trường giá LNG có nhiều bất định. Ngoài NT3&4, một số ít dự án có sự chuyển biến tích cực trong thời gian qua gồm: Hiệp Phước, Quảng Trạch II và Quỳnh Lập. Chúng tôi tin rằng cơ hội đầu tư sẽ vẫn xuất hiện ở những doanh nghiệp có danh mục các dự án đã được khởi động và có năng lực triển khai dự án điện lớn như POW (với LNG Quỳnh Lập)
- Một thông tin tích cực là Bộ Công Thương đang đề xuất nâng Qc LNG **từ 65% lên 75% và kéo dài thời gian áp dụng từ 10 lên 15 năm**. Nếu được thông qua, cơ chế này sẽ giúp giảm rủi ro huy động, qua đó nâng cao hiệu quả của các nhà máy điện LNG hiện hữu như NT3&4 và cải thiện khả năng thu xếp vốn cho các dự án điện LNG mới.

El Niño làm tăng nhu cầu huy động điện than để bù đắp thủy điện, trong khi giá than nội địa ổn định và thấp hơn giá than quốc tế giúp nhóm này duy trì lợi thế chi phí trong ngắn hạn

## Điện than thường được gia tăng huy động để bù đắp cho sự sụt giảm của nguồn thủy điện



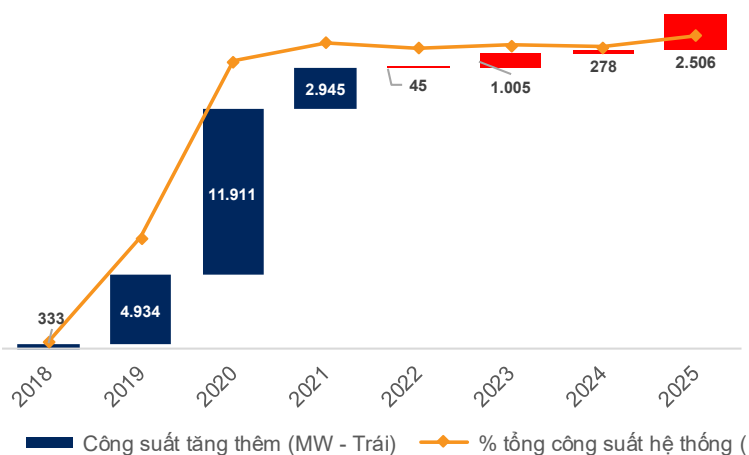
## Giá than nội địa ổn định giúp điện than duy trì lợi thế về chi phí (USD/tấn)



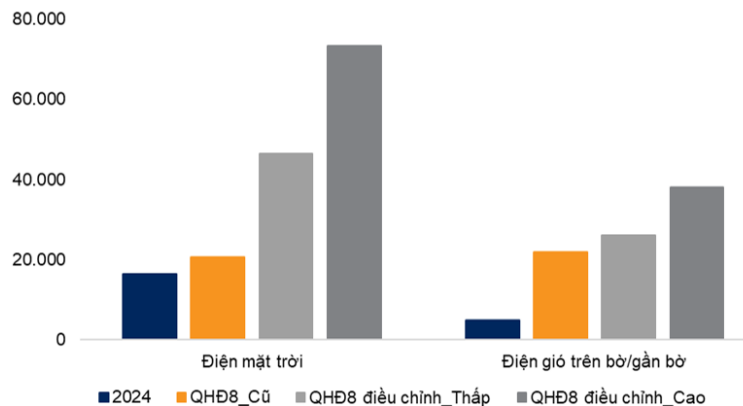
- Điện than sẽ là nhóm **hưởng lợi ngắn hạn** trong năm 2026 khi pha El Niño làm suy giảm triển vọng sản lượng thủy điện trong khi nhu cầu tiêu thụ tăng tốc. Thủy điện và điện than thường đóng góp đến gần 80% tổng sản lượng hệ thống, và trong các giai đoạn **thủy điện sụt giảm tỷ trọng, điện than sẽ được gia tăng huy động để bù đắp** sự suy giảm đó.
- Giá than trong nước thường được **kiểm soát ở mức tương đối ổn định** bất chấp sự biến động mạnh của giá thế giới, giúp duy trì **lợi thế cạnh tranh về chi phí** cho nhóm nhà máy sử dụng than nội địa. Do đó, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục phụ thuộc vào nguồn nhiệt điện than để đáp ứng nhu cầu năng lượng cho phát triển.
- Tuy nhiên, **trong dài hạn**, chúng tôi nhận thấy dư địa phát triển cho điện than là không còn nhiều khi Việt Nam sẽ không tiếp tục phát triển điện than sau năm 2030 (theo QHĐ 8) và sản lượng điện than nhìn chung cũng sẽ **từng bước được cắt giảm theo lộ trình** để đáp ứng các cam kết về môi trường.

QHĐ8 điều chỉnh mở rộng mạnh không gian phát triển NLTT đến 2030, nhưng trong giai đoạn này tốc độ mở lại chu kỳ đầu tư vẫn phụ thuộc vào cơ chế và năng lực truyền tải

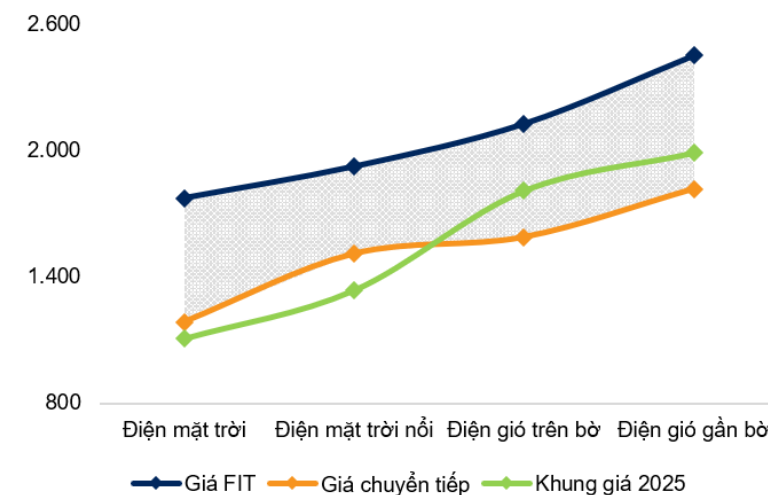
## Sau FIT, công suất NLTT bổ sung mới gần như chững lại



## Không gian phát triển của NLTT theo QHĐ8 (đến 2030) là rất lớn



## Điện gió hiện có nhiều tiềm năng triển khai theo khung giá hiện tại (đ/kWh)

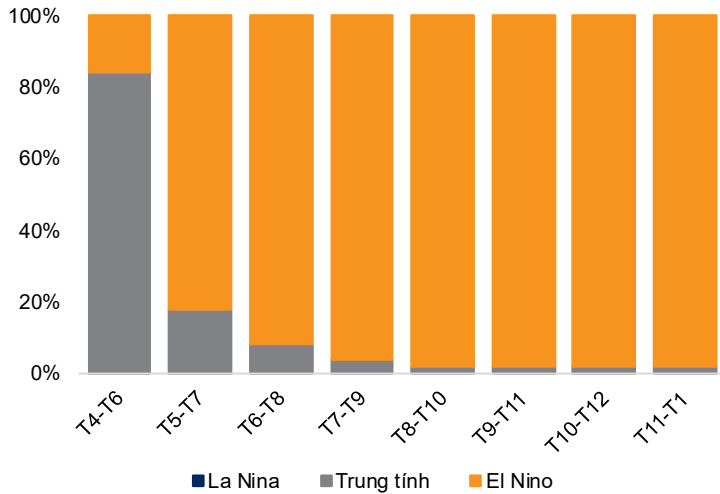


- **Dự địa dài hạn** của NLTT vẫn **rất lớn** khi QHĐ8 điều chỉnh nâng tỷ trọng NLTT lên **40–47% tổng công suất** hệ thống vào 2030, so với khoảng 26% hiện nay; điều này tạo không gian tăng trưởng đáng kể NLTT trong trung và dài hạn.
- **Chu kỳ đầu tư mới đã bắt đầu trở lại** với nhiều dự án điện gió được khởi động trong 1 năm qua tại khu vực như Tây Nam Bộ, Nam Trung Bộ và Tây Nguyên, nhưng tốc độ triển khai nhìn chung vẫn tương đối **chậm so với mục tiêu QHĐ 8 đề ra**. Chúng tôi cho rằng dù khung giá và cơ chế hiện tại đã tạo hành lang triển khai, nhưng **mức độ hấp dẫn của PPA thực tế, khả năng đấu nối và rủi ro truyền tải** vẫn là những yếu tố chính tác động đến tốc độ đầu tư vào các dự án NLTT.
- Do đó, cơ hội NLTT sẽ mở ra có **chọn lọc**, tập trung ở các doanh nghiệp có danh mục dự án ở các khu vực trung tâm NLTT, vị trí gần phụ tải và năng lực tài chính mạnh. Trong đó, **REE nổi bật nhờ danh mục các dự án NLTT đang được triển khai, cùng với năng lực thực thi và nền tảng chính vững mạnh**. Ngoài ra, HDG và GEG cũng là những doanh nghiệp có thể hưởng lợi khi bức tranh đầu tư vào NLTT có những sự chuyển biến tích cực trong thời gian tới.

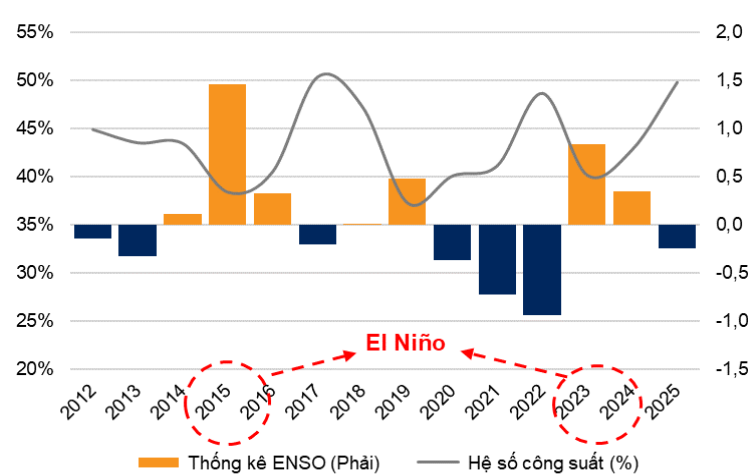
# El Niño quay lại, thủy điện kém thuận lợi hơn trong 2H26

El Niño quay lại trong 2H26 có thể khiến thủy điện suy giảm sau nền cao 2025, buộc hệ thống tăng huy động nhiệt điện than và điện khí để bù đắp.

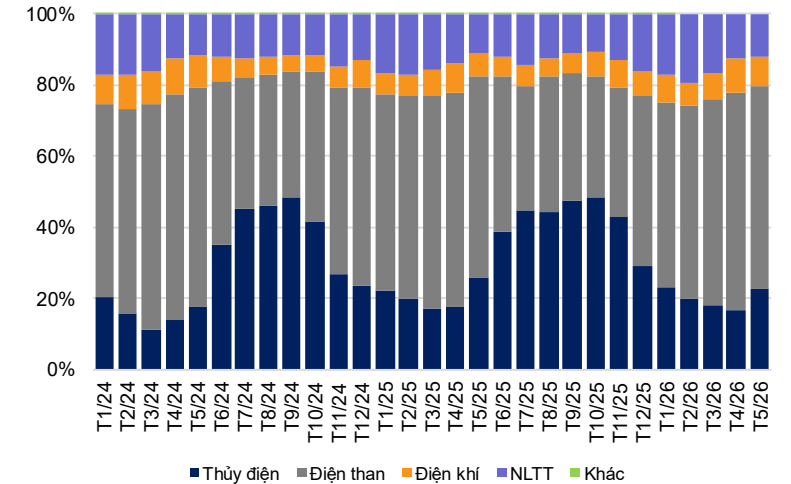
## El Niño áp đảo từ giữa năm 2026, đảo chiều nền thủy văn thuận lợi của 2025



## El Niño thường kéo giảm hiệu suất thủy điện, tạo dư địa huy động cho nhiệt điện



## Tỷ trọng đóng góp của thủy điện suy giảm svck trong 5T26



- Xác suất **El Niño tăng mạnh** từ giai đoạn T5–T7 và duy trì ở mức **áp đảo trong 2H26**; trong các pha El Niño trước đây, **hiệu suất thủy điện thường suy giảm**, cho thấy điều kiện **thủy văn** có thể **kém thuận lợi** hơn so với nền cao của năm 2025. Điều đó kéo theo việc hệ thống sẽ **tăng huy động các nguồn nhiệt điện** để bù đắp khi nhu cầu phụ tải cao.
- Nhìn chung, triển vọng của nhóm thủy điện trong nửa cuối 2026 sẽ suy giảm, đặc biệt là từ mức nền cao của nửa cuối 2025, do tác động chính của hình thái thời tiết không thuận lợi.

# So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Tên công ty	Mã cp	Vốn hóa tr USD	D/E ròng %	Tăng trưởng DT	Tăng trưởng LN	P/E (lần)		P/B (x)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
				(%) 2025	(%) 2025	Trượt	2026	Trượt	2026	Hiện tại	2026	Trượt 12T	
<b>Điện khí</b>													
PVPower	POW VN	1.563	77,6	43,2	118,3	12,4	16,2	1,1	1,0	7,0	9,0	7,1	
GENCO 3	PGV VN	975	152,9	8,7	N/A	5,9	17,1	1,4	1,4	11,9	26,7	4,4	
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2 VN	243	36,3	5,2	1.263,5	5,2	7,3	1,3	1,2	17,7	27,6	2,9	
<i>Trung bình</i>			88,9	19,0	690,9	7,8	13,5	1,3	1,2	12,2	21,1	4,8	
<b>Điện than</b>													
Tổng công ty điện lực TKV	PGV VN	975	152,9	8,7	N/A	5,9	17,1	1,4	1,4	11,9	26,7	4,4	
Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	202	-	0,7	67,3	5,2	8,6	0,9	1,0	11,5	18,9	2,1	
Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	194	-	N/A	32,2	13,1	N/A	0,8	N/A	N/A	6,5	5,2	
Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	117	-	12,0	(61,3)	14,9	22,1	0,7	0,7	3,9	4,6	20,5	
<i>Trung bình</i>			38,2	7,1	12,7	9,8	15,9	1,0	1,0	9,1	14,2	8,1	
<b>Thủy điện</b>													
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	381	54,6	62,9	92,4	11,6	N/A	2,0	N/A	N/A	17,9	7,3	
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN	203	11,6	2,5	76,4	11,3	N/A	1,6	N/A	N/A	14,2	5,7	
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN	78	6,1	(4,5)	8,0	8,9	N/A	1,9	N/A	N/A	22,0	6,3	
<i>Trung bình</i>			24,1	20,3	58,9	10,6	N/A	1,8	N/A	N/A	18,0	6,4	
<b>Năng lượng tái tạo</b>													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	188	128,4	(3,3)	517,1	11,1	12,3	1,1	0,9	7,5	11,2	8,0	
<b>Doanh nghiệp đa ngành</b>													
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	1.185	43,8	12,6	26,9	11,9	11,5	1,5	1,2	11,2	13,0	9,8	
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	326	56,0	15,8	121,2	13,0	8,8	1,3	1,1	12,7	10,3	8,5	
CTCP Tập đoàn PC1	PC1 VN	305	131,9	7,1	122,7	8,0	8,1	1,2	0,9	13,2	16,5	7,1	
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	84	54,1	N/A	585,0	4,8	N/A	0,2	N/A	N/A	4,8	23,8	
<i>Trung bình</i>			71,4	11,8	213,9	9,4	9,5	1,1	1,1	12,4	11,1	12,3	

**POW | (Báo cáo cập nhật)**
**Thông tin cổ phiếu:**

			2023	2024	2025	2026	2027
Giá mục tiêu	VND17.300	Tăng trưởng DT thuần	0,4%	7,0%	13,2%	73,8%	(3,1%)
Tiềm năng tăng giá	16,9%	Tăng trưởng EPS	(49,6%)	7,1%	118,3%	2,8%	8,7%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	Biên lợi nhuận gộp	9,5%	6,6%	13,1%	9,1%	9,2%
Tổng lợi tức	16,9%	Biên LN ròng	3,7%	3,7%	7,1%	4,2%	4,7%
Vốn hóa (tr USD)	1.666	P/E (x)	26,0	24,3	13,4	17,1	15,7
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	5,7	Rolling P/B (x)	0,8	0,9	1,0		
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	752,8	ROAE	3,3%	3,5%	7,1%	6,9%	7,0%
P/E trượt	13,7	Nợ ròng trên VCSH	5,4%	20,1%	25,8%	17,2%	2,7%

**Luận điểm đầu tư:**
**Đề xuất nâng cơ chế Qc củng cố triển vọng NT3&4**

NT3&4 đã đi vào vận hành thương mại và trở thành nguồn đóng góp lớn nhất cho tăng trưởng doanh thu của POW trong giai đoạn 2026-30. Khả năng cao Qc tối thiểu dài hạn cho điện LNG được nâng từ 65% lên 75%, đồng thời thời gian áp dụng tăng từ 10 lên 15 năm, sẽ giúp NT3&4 thu hồi tốt hơn chi phí cố định đồng thời hỗ trợ biên LN gộp của POW. Chúng tôi dự phóng NT3&4 đạt sản lượng khoảng 6,3/7,3 tỷ kWh trong năm 2026/27 và doanh thu NT3&4 dự kiến đóng góp 38%/41% tổng doanh thu của POW.

**Bức tranh ngành điện hỗ trợ vai trò của POW trong hệ thống**

Nhu cầu điện phục hồi rõ trong đầu năm 2026, với tiêu thụ điện 5T26 tăng gần 9% svck, được hỗ trợ bởi hoạt động sản xuất tích cực và thời tiết nắng nóng. Cùng với đó, tài chính EVN cải thiện mạnh khi lãi ròng 2025 đạt hơn 50,5 nghìn tỷ đồng – xóa sạch lỗ lũy kế rất lớn trước đó, giúp môi trường thanh toán và huy động điện thuận lợi hơn. Với danh mục hiện tại, POW có vị thế tốt để hưởng lợi khi hệ thống cần nhiều hơn các nguồn điện ổn định trong giai đoạn cao điểm phụ tải.

**Điện than hỗ trợ LN ngắn hạn khi El Niño chiếm ưu thế**

Trong năm 2026, VA1 tiếp tục là nguồn LN quan trọng nhờ nhu cầu huy động nhiệt điện cao hơn trong bối cảnh tiêu thụ điện tăng và El Niño chiếm ưu thế. Chúng tôi dự phóng sản lượng VA1 đạt khoảng 6,3 tỷ kWh (+5,6% svck), trong khi doanh thu được hỗ trợ thêm bởi khoản bù chênh lệch tỷ giá từ EVN. Qua đó, VA1 dự kiến đóng góp khoảng 21% LN gộp của POW, giúp bù đắp một phần mức giảm từ thủy điện

# Dầu khí



## Bước vào cao điểm chu kỳ thượng nguồn

- Mặt bằng giá dầu cao nhìn chung sẽ củng cố triển vọng của ngành dầu khí, tuy nhiên rủi ro giá dầu điều chỉnh có thể tác động đến tâm lý thị trường.
- Khủng hoảng Iran nhân mạnh tầm quan trọng của năng lực tự chủ nguồn cung năng lượng, là động lực thúc đẩy hoạt động khai thác dầu khí tại Việt Nam.
- Chúng tôi ưa thích những DN dịch vụ hưởng lợi từ chu kỳ đầu tư thượng nguồn và có HĐKD ít bị ảnh hưởng trực tiếp bởi giá dầu như PVS và PVD.

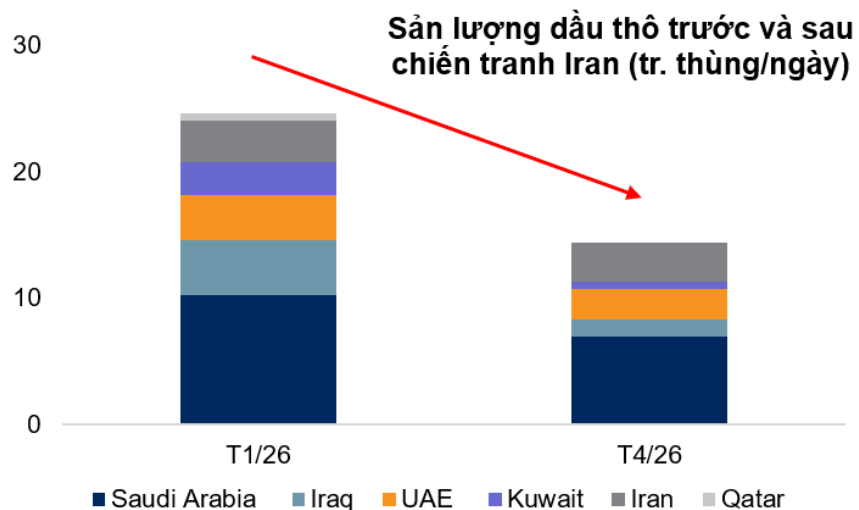
## Cổ phiếu ưa thích

Mã	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
PVS	47.700	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mạng M&amp;C hưởng lợi từ giai đoạn cao điểm của chu kỳ thượng nguồn.</li><li>• FSO/FPSO – mảng kinh doanh mang lại lợi nhuận ổn định trong dài hạn.</li><li>• Thanh khoản vững chắc tạo bộ đệm lợi nhuận và đầu tư tương lai.</li><li>• Định giá hấp dẫn so với triển vọng vững chắc của doanh nghiệp</li></ul>
PVD	38.500	<ul style="list-style-type: none"><li>• Hợp đồng khoan vững chắc và giá thuê giàn ổn định hỗ trợ tăng trưởng</li><li>• Tiếp tục mở rộng đội giàn giúp hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.</li><li>• Mạng dịch vụ giếng khoan hưởng lợi từ cao điểm chu kỳ thượng nguồn.</li><li>• Định giá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp.</li></ul>

# Giá dầu: Xung đột Trung Đông đẩy giá dầu leo thang trong năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm, và đạt mức trung bình 85 USD/thùng trong năm 2026

Việc Iran phong tỏa eo biển Hormuz đã khiến TT mất ~10tr thùng dầu thô mỗi ngày...



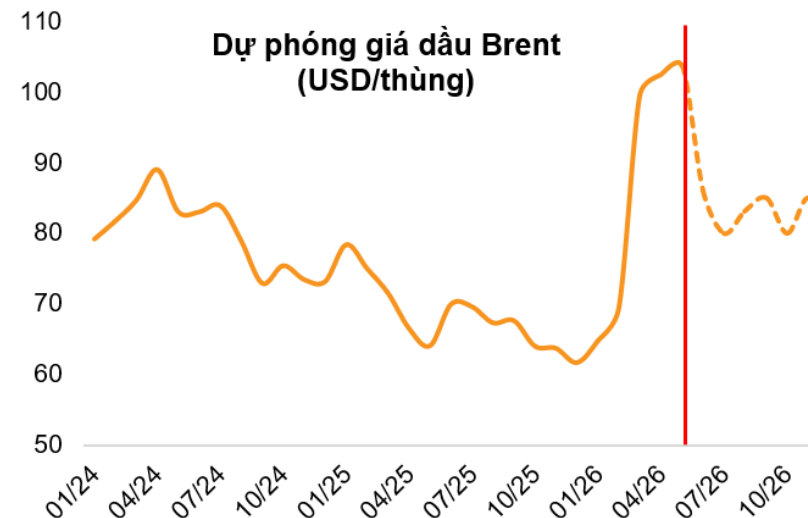
... qua đó đẩy giá dầu tăng vọt và hiện duy trì quanh 100 USD khi xung đột vẫn đang tiếp diễn



Dự phóng giá dầu trung bình năm 2026 từ các tổ chức lớn

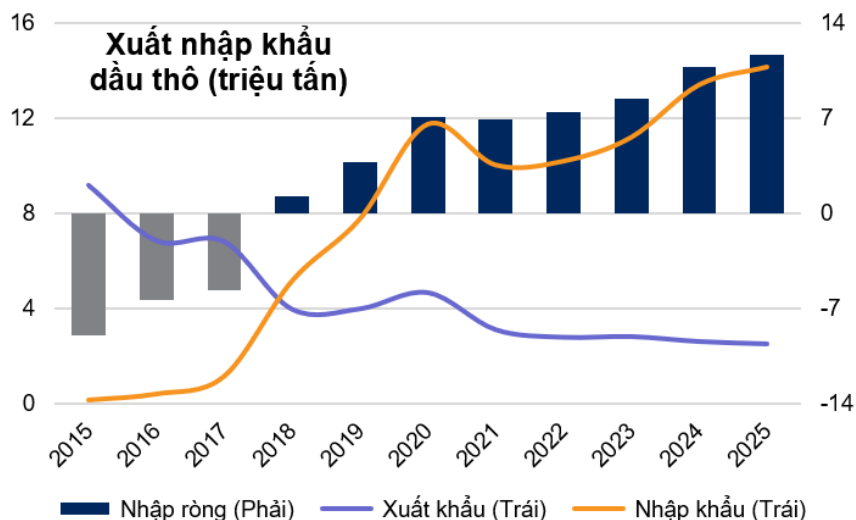
Tổ chức	Năm 2026	Thời điểm công bố
1 EIA	95.0	T5-26
2 Reuter Poll	90.4	T5-26
3 JP Morgan	96.0	T5-26
4 HSBC	95.0	T5-26
5 Barclays	100.0	T5-26
6 WB	86.0	T4-26

Với việc gần đi đến thỏa thuận, chúng tôi cho rằng giá dầu đã tạo đỉnh và sẽ đạt trung bình năm ở mức 85 USD/thùng

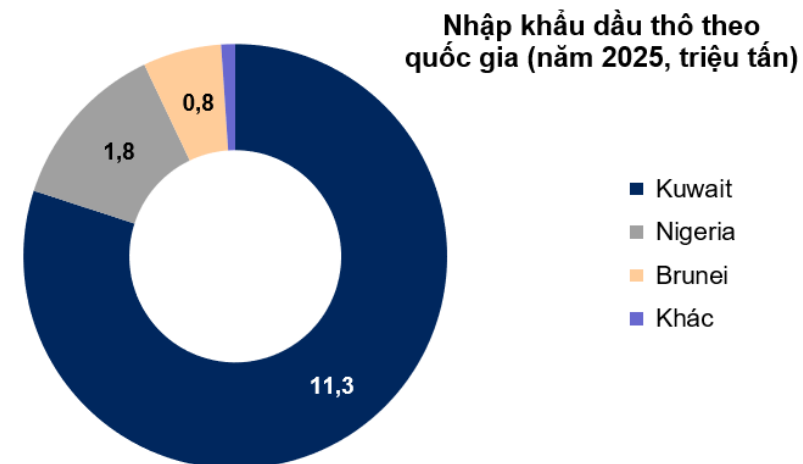


Việt Nam hiện đang phụ thuộc nhiều vào nguồn cung nhiên liệu nhập khẩu, đặc biệt là nguồn cung đến từ khu vực vùng Vịnh

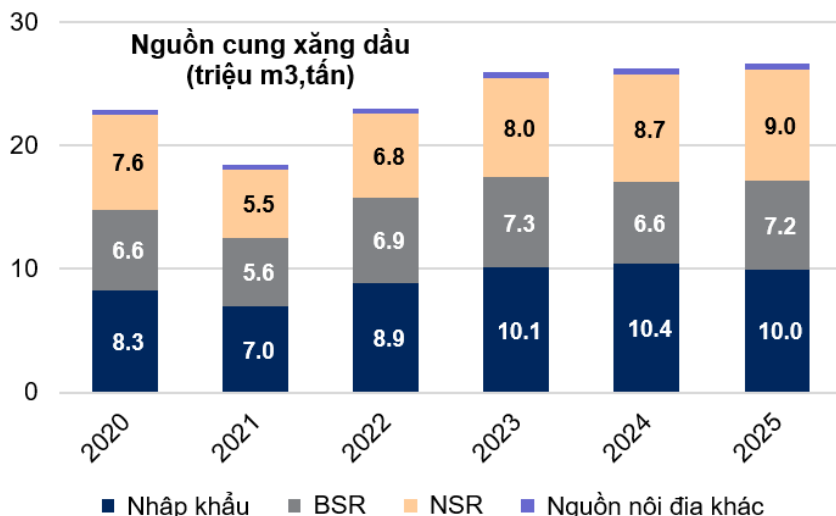
Kể từ năm 2018, Việt Nam ngày càng phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu dầu thô



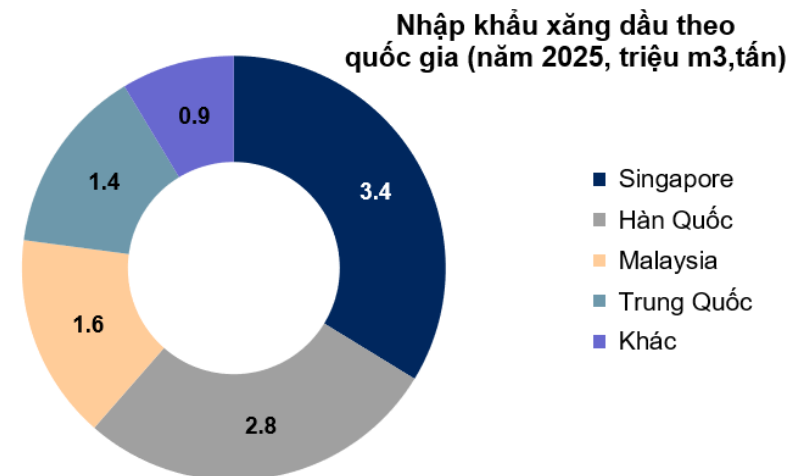
Trong đó, phần lớn dầu thô có xuất xứ từ khu vực Trung Đông (Kuwait)



Các nhà máy trong nước đáp ứng được 60-65% nguồn cung, nhưng trong đó NSR lại phụ thuộc vào dầu thô nhập khẩu

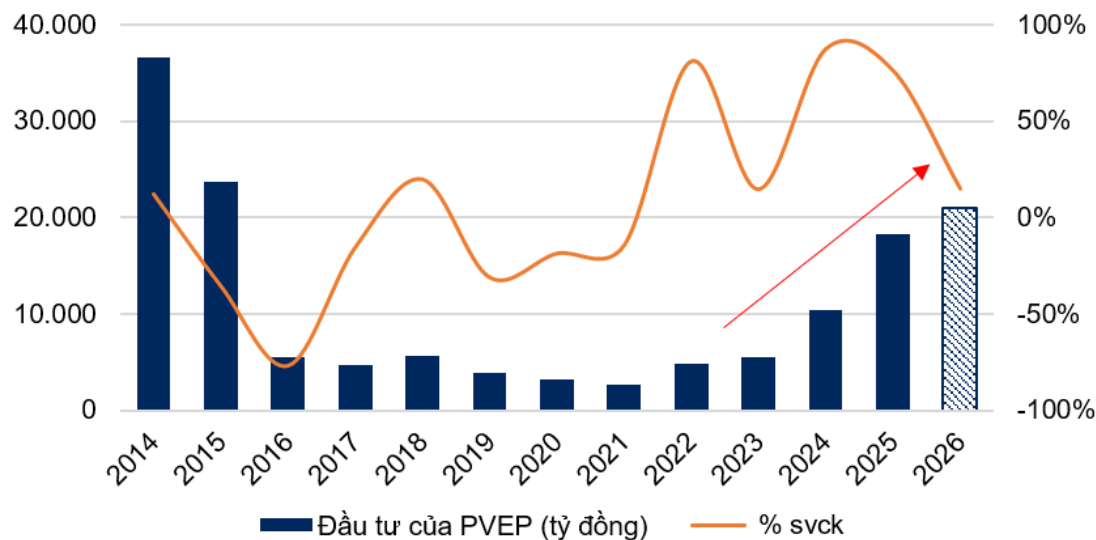


Việt Nam nhập khẩu xăng dầu thành phẩm chủ yếu từ các quốc gia trong khu vực



Việt Nam đã đẩy mạnh đầu tư vào thượng nguồn, đi cùng với việc cải cách thể chế trong lĩnh vực năng lượng kể từ năm 2022

## Đầu tư thượng nguồn tăng tốc kể từ sau đại dịch, và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026



## Chính phủ cũng rất tích cực trong việc cải cách thể chế, trong đó nhấn mạnh tầm quan trọng của nguồn cung dầu khí nội địa

2026-27E	Luật dầu khí sửa đổi	- Đơn giản hóa và rút ngắn thủ tục phê duyệt. - Trao thêm quyền cho PetroVietnam. - Cơ chế ưu đãi cho các mỏ cận biên và Hỗ trợ phát triển các dự án theo chuỗi đồng bộ
2026	Quy hoạch NLQG đến 2030 (điều chỉnh)	- Đẩy mạnh thăm dò - tối đa hóa khai thác để làm chậm đà suy giảm cung trong nước. - Nâng cao năng lực dự trữ năng lượng quốc gia và hạ tầng lọc hóa dầu.
2025	Chiến lược phát triển Petrovietnam đến 2030	PVN định hướng ưu tiên upstream: tăng trữ lượng, khai thác mỏ mới, đẩy mạnh khí & dầu - tạo thanh khoản và ổn định nguồn cung dài hạn.
2025	Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP	- Giúp PVN chủ động hơn trong triển khai các hoạt động dầu khí. - Dự kiến rút ngắn thời gian cho mỗi vòng thăm định/phê duyệt. - Tạo điều kiện khơi thông tiến độ, giảm điểm nghẽn hành chính.
2024 / 2025	QHĐ 8 (điều chỉnh)	- Điện khí (khí nội địa + LNG) đóng vai trò nguồn điện nền quan trọng. - Ưu tiên khai thác tối đa nguồn điện khí nội địa, nâng cao năng lực nhập khẩu LNG cho phát điện.
2022	Luật dầu khí	Tăng nguồn cung tiềm năng nhờ khuyến khích thăm dò – phát triển mỏ nhỏ, cận biên, cho phép cơ chế PSC linh hoạt

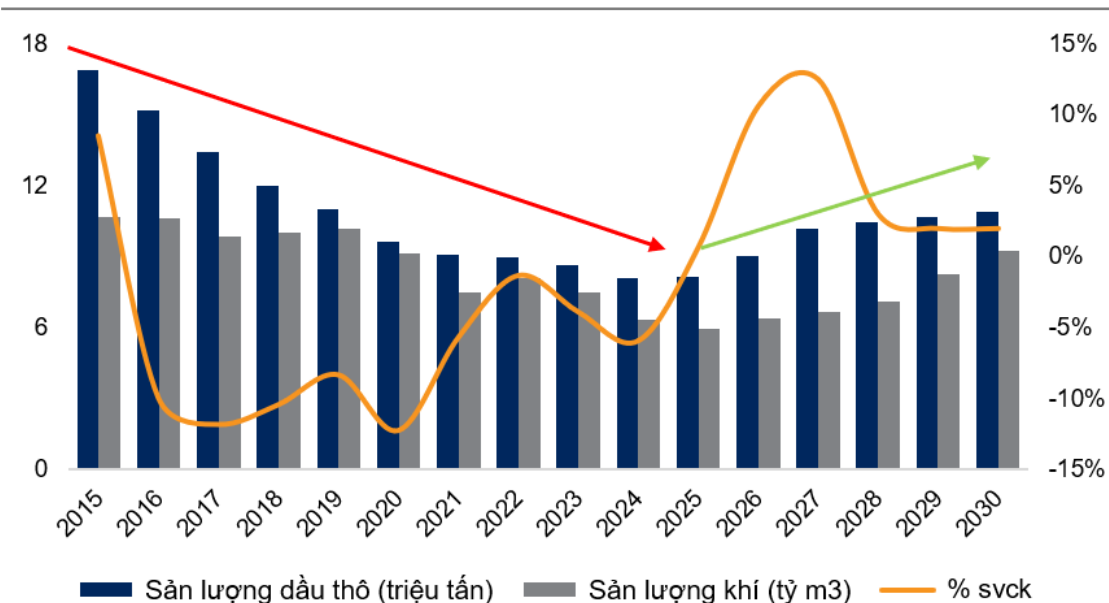
- Kể từ sau dịch Covid-19 năm 2021, PVEP (doanh nghiệp thượng nguồn của PetroVietnam) đã đẩy mạnh trở lại hoạt động đầu tư thượng nguồn, trong đó ghi nhận sự bùng nổ đầu tư trong năm 2024-25. **Tổng giá trị đầu tư giai đoạn 2022-25 cao hơn 2,6 lần so với giai đoạn trước**, là tiền đề quan trọng để hoạt động thượng nguồn tại Việt Nam bước vào giai đoạn cao điểm 2026-27.
- Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá cao **những nỗ lực của cơ quan quản lý trong việc cải cách khung pháp lý**. Hàng loạt văn bản mới như Luật Dầu khí 2023, Chiến lược năng lượng quốc gia và Nghị quyết 66 cho các dự án trọng điểm – đã góp phần tháo gỡ các điểm nghẽn, rút ngắn phê duyệt và giảm rủi ro triển khai. góp phần tái thúc đẩy đầu tư vào hoạt động dầu khí nói chung và hoạt động thượng nguồn nói riêng.
- Môi trường giá dầu cao, cải cách thể chế và tầm quan trọng của tự chủ nguồn cung năng lượng hứa hẹn sẽ **tiếp tục thúc đẩy đầu tư vào thượng nguồn** trong những năm tới.

2026-27 sẽ là giai đoạn cao điểm trong chu kỳ đầu tư thượng nguồn với việc các dự án lớn như Lô B, Lạc Đà Vàng đi vào khai thác

## 2026-27 sẽ là giai đoạn cao điểm trước khi đi vào khai thác của các dự án lớn như Lạc Đà Vàng và Lô B

Dự án	Capex (tr.USD)	Thời gian triển khai					
		2023	2024	2025	2026	2027	2028
Đại Hùng pha 3	112	[Bar chart showing activity from 2023 to 2025]					
Kinh Ngư Trắng	650	[Bar chart showing activity from 2023 to 2025]					
Lô B	6.700		[Bar chart showing activity from 2024 to 2027]				
Lạc Đà Vàng	693		[Bar chart showing activity from 2024 to 2026]				
Thiên Nga - Hải Âu	349			[Bar chart showing activity from 2025 to 2027]			
Sử Tử Trắng 2B	1.100				[Bar chart showing activity from 2026 to 2028]		
Khánh Mỹ - Đầm Dơi	395				[Bar chart showing activity from 2026 to 2027]		
Nam Du - U Minh	N/A				[Bar chart showing activity from 2027 to 2028]		

## Sản lượng khai thác dầu khí sẽ đảo chiều và tăng trưởng trở lại từ năm 2026



- **2026-27 dự kiến sẽ là giai đoạn cao điểm của chu kỳ thượng nguồn** lần này, với việc đi vào khai thác của các dự án trọng điểm như Lạc Đà Vàng (dầu, từ cuối 2026), và Lô B (khí, từ 2H27). Ngoài ra, một số dự án mới cũng vừa được khởi công trong năm nay như Sử Tử Trắng 2B, Khánh Mỹ - Đầm Dơi, với kỳ vọng sẽ đóng góp vào sản lượng từ cuối 2027-2028.
- Theo đó, chúng tôi kỳ vọng **sản lượng dầu khí nội địa sẽ quay lại chu kỳ tăng trưởng từ năm 2026** sau nhiều năm sụt giảm liên tục, trong đó sản lượng dầu thô đạt tăng trưởng kép 11,6% trong năm 2026-27 nhờ đóng góp sản lượng từ các dự đã và sắp hoàn thành như Đại Hùng pha 3, Kinh Ngư Trắng và Lạc Đà Vàng. Sản lượng khí cũng kỳ vọng bước vào pha phục hồi nhờ nhu cầu điện khí phục hồi trước khi tăng trưởng từ năm 2028-29 khi chuỗi dự án Lô B đi vào vận hành ổn định.

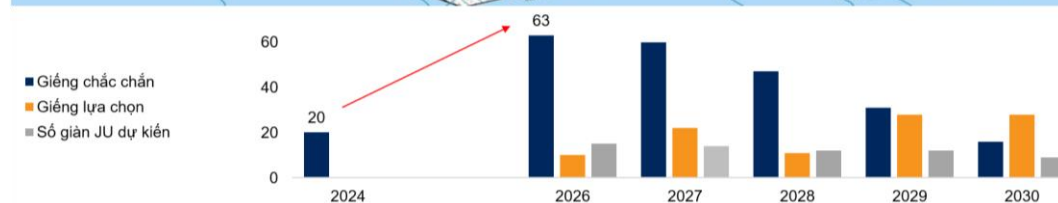
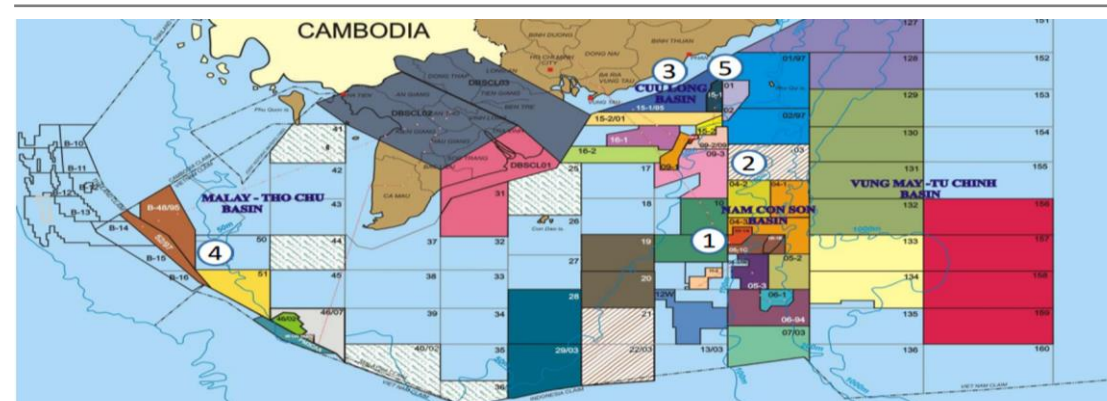
# Thượng nguồn: DN xây lắp và dịch vụ khoan hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ đầu tư thượng nguồn

Các doanh nghiệp dịch vụ thượng nguồn sẽ tiếp tục hưởng lợi trong năm 2026-27 khi khối lượng backlog khổng lồ (cả mảng xây lắp và khoan) bắt đầu chuyển hóa thành dòng doanh thu thực tế

**PVS – nhà thầu chính tham gia vào hầu hết các dự án dầu khí trọng điểm sẽ là DN hưởng lợi chính trong chu kỳ này**

**Nhu cầu giếng khoan được dự báo tăng mạnh trong 2026-28, tạo khối lượng công việc tiềm năng rất lớn cho các DN khoan**

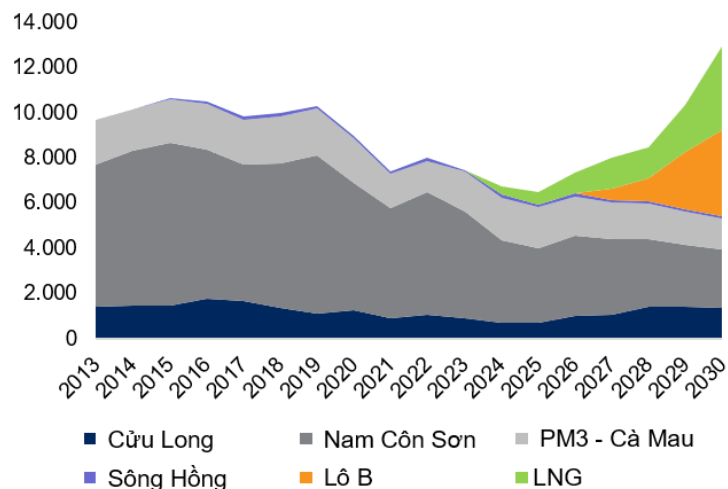
STT	Dự án / Gói thầu	Chủ đầu tư	Giá trị (tr.USD)	Doanh nghiệp trúng thầu
<b>1</b>	<b>Dự án Lô B - Ô Môn</b>			
	Thượng nguồn Lô B (EPC#1)	PQPOC	1.086	Liên danh McDermott - <b>PVS</b>
	Thượng nguồn Lô B (EPC#2)	PQPOC	300	<b>PVS</b>
	Đường ống bờ Lô B - Ô Môn	SWPOC	314	Liên danh <b>PVS</b> - Lilama 18
	Đường ống biển Lô B - Ô Môn (2 gói)	SWPOC	513	• Liên danh Vietsov - TOS • Liên danh Vietsov - Timas - TCO
	Cung cấp FSO Lô B	PQPOC	600	PTSC SEA ( <b>PVS</b> + Yinson)
<b>2</b>	<b>Lạc Đà Vàng</b>			
	EPCI giàn trung tâm LDV-A	Murphy	245	<b>PVS</b>
	Cung cấp FSO LDV	Murphy	416	PTSC AP ( <b>PVS</b> + Yinson)
<b>3</b>	<b>Thiên Nga - Hải Âu - EPCI giàn BK</b>	Zarubezhneft	N/A	Vietsov
<b>4</b>	<b>Sử Tử Trắng 2B - EPCI giàn trung tâm</b>	CLJOC	400	<b>PVS</b>
<b>5</b>	<b>Khánh Mỹ - Đầm Dơi</b>	PVEP POC	200	Vietsov ( <b>PVS</b> thầu phụ)



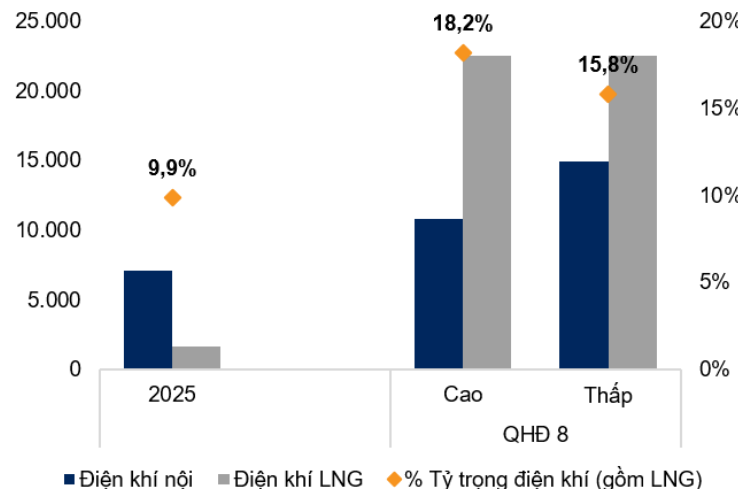
- Trong bức tranh thượng nguồn sôi động, **các doanh nghiệp dịch vụ thượng nguồn hứa hẹn sẽ ghi nhận KQKD tích cực trong giai đoạn 2026-27** khi lượng backlog khổng lồ từ các dự án dầu khí bắt đầu chuyển hóa vào doanh thu thực tế, trong đó dịch vụ xây lắp (EPCI) và dịch vụ khoan sẽ là hai hoạt động hưởng lợi lớn nhất.
- **Dịch vụ EPCI:** PVS – doanh nghiệp góp mặt trong hầu hết các dự án trọng điểm – với lượng backlog mảng xây lắp khổng lồ ~1,7 tỷ USD sẽ tiếp tục duy trì hiệu quả hoạt động tích cực khi các dự án xây lắp thường có xu hướng ghi nhận dòng doanh thu và biên LN cao khi bước vào giai đoạn cuối vòng đời dự án.
- **Dịch vụ khoan:** Nhu cầu khoan tại Việt Nam sẽ tăng tốc từ năm 2026 khi các dự án chuẩn bị đi vào giai đoạn vận hành khai thác. Số giếng “chắc chắn” dự kiến tăng gấp 3 lần vào 2026 và duy trì cao trong 2027-2028, tạo mặt bằng công việc ổn định cho các nhà thầu khoan. Với vị thế đầu ngành và đội giàn được đầu tư mở rộng, PVS sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ chu kỳ này.

Sau nhiều năm suy giảm, sản lượng phân phối khí sẽ đảo chiều tăng trở lại từ năm 2026 với sự đóng góp của LNG và Lô B (từ 2027)

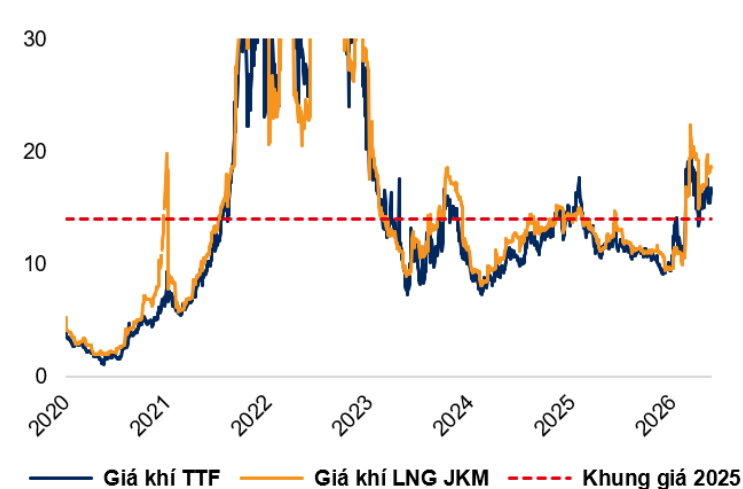
## Sản lượng khí dự kiến sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2026 (tr. m3)



## Tuy không gian phát triển điện LNG là rất lớn (theo QHĐ 8), nhưng...



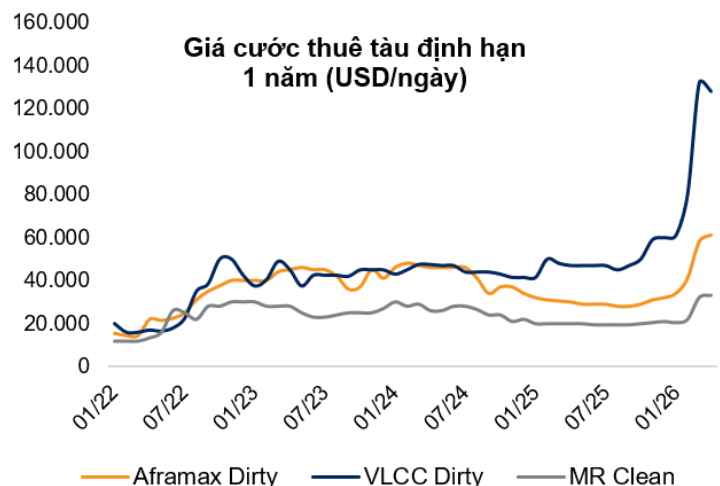
## ...giá LNG cao sẽ ảnh hưởng đến tốc độ chuyển dịch sang điện LNG tại Việt Nam



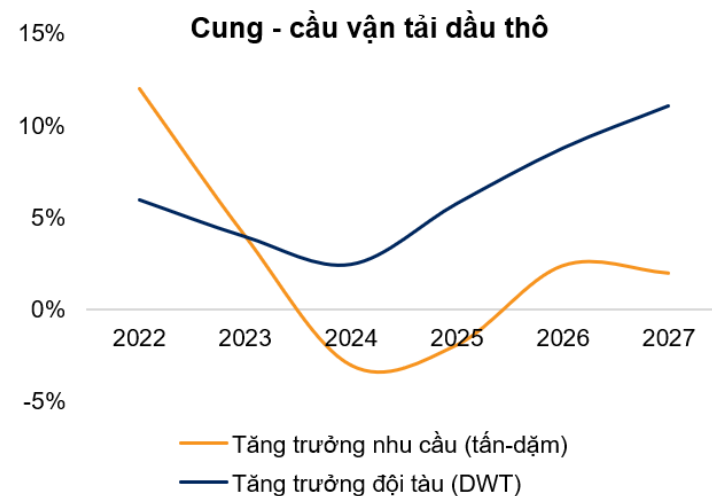
- Sau nhiều năm liên suy giảm, chúng tôi kỳ vọng **sản lượng phân phối khí thiên nhiên tại Việt Nam sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2026 (+8% svck)**, nhờ nguồn cung khí bổ sung từ việc mở rộng khai thác tại các dự án hiện hữu và đóng góp của LNG khi nhà máy điện NT3&4 chính thức vận hành và sản lượng điện khí hồi phục trong một năm El Nino áp đảo.
- Trong quá trình chuyển đổi sang năng lượng sạch, nhiệt điện khí vẫn sẽ đóng vai trò quan trọng, là nguồn điện chạy nền của hệ thống nhờ tính ổn định và linh hoạt trong vận hành và ít phát thải hơn so với nhiệt điện than. Qua đó, **điện khí sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng sản lượng phân phối khí**, trong đó LNG sẽ là động lực trong ngắn hạn trước khi Lô B đi vào vận hành ổn định từ năm 2028.
- Về triển vọng LNG, QHĐ 8 đặt ra không gian phát triển rất lớn, nhưng chúng tôi cho rằng **tốc độ chuyển dịch sang điện khí LNG sẽ ở mức khá thận trọng** do môi trường giá LNG cao trong khi cơ chế (bao tiêu) chưa hấp dẫn. Cơ hội sẽ tập trung ở những DN tiên phong với kinh nghiệm và năng lực hạ tầng sẵn có như GAS.

Triển vọng tích cực cho thị trường vận tải dầu khí trong ngắn và trung hạn khi căng thẳng địa chính trị hỗ trợ giá cước tăng và neo cao

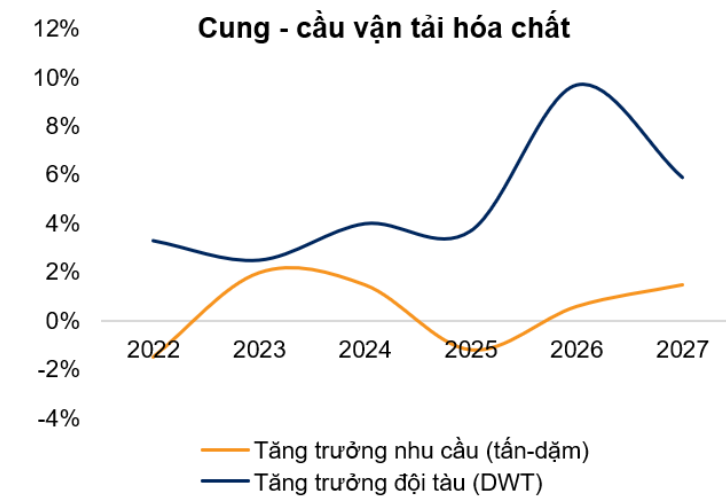
## Giá cước thuê tàu tang vọt sau khi eo biển Hormuz bị đóng



## Triển vọng cung cầu thị trường vận tải dầu thô



## Triển vọng cung cầu thị trường vận tải hóa chất

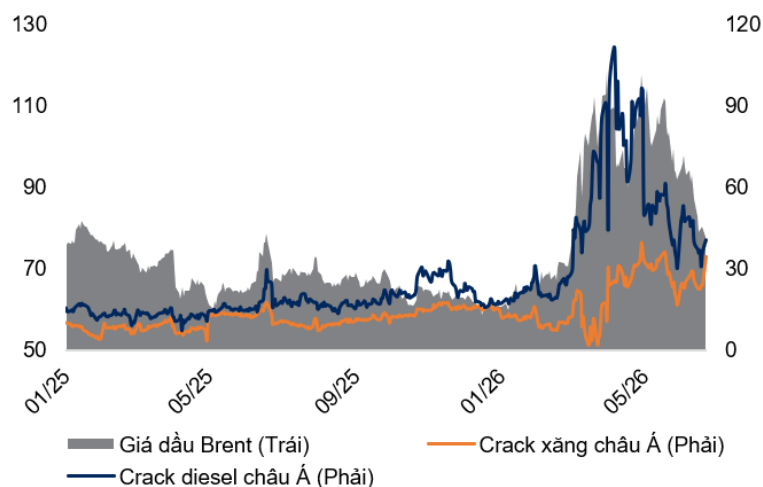


- **Vận tải dầu khí là một trong những thị trường được hưởng lợi từ xung đột Iran.** Eo biển Hormuz bị phong tỏa khiến một lượng lớn nguồn cung tàu bị mắc kẹt trong khi nhu cầu lưu trữ (trên biển) và nhu cầu vận chuyển ở các tuyến hải trình đường dài gia tăng để bù đắp cho sự thiếu hụt nguồn cung từ vùng Vịnh, qua đó đẩy giá cước thuê tàu tăng vọt.
- Chúng tôi cho rằng khi xung đột dần qua đi, **giá cước cũng sẽ giảm, nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn so với trước xung đột**, được thúc đẩy bởi: (1) sự thay đổi về mặt cấu trúc TT khi nhu cầu chuyển dịch, đa dạng nguồn cung ra khỏi khu vực vùng Vịnh là tất yếu, qua đó có thể thúc đẩy nhu cầu vận tải (dặm-tấn), và (2) phụ phí chiến tranh, chi phí bảo hiểm vẫn sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao.
- Với kỳ vọng giá cước thuê tàu tiếp tục duy trì ở mức cao, chúng tôi cho rằng những **DN có mức độ tham gia vào thị trường quốc tế cao như PVT** sẽ là DN được hưởng lợi chính

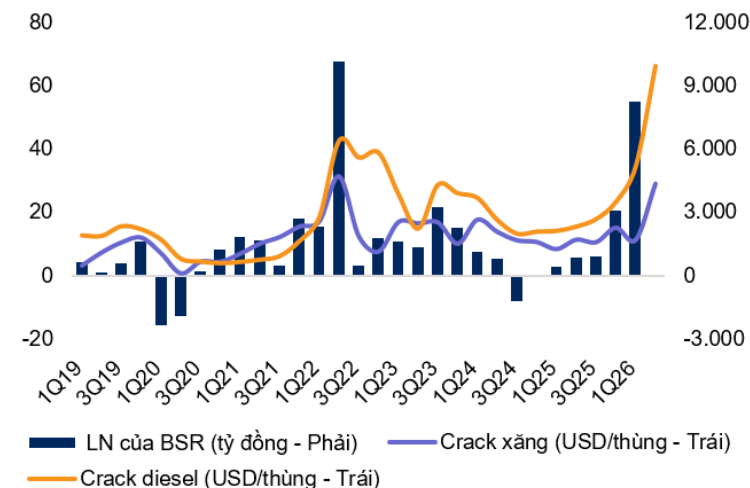
# Hạ nguồn: Áp lực có thể xuất hiện trong 2H sau nửa đầu năm bùng nổ

Sau nửa đầu năm bùng nổ, áp lực với các nhà máy lọc dầu có thể xuất hiện trong nửa cuối năm với giả định giá nhiên liệu đảo chiều

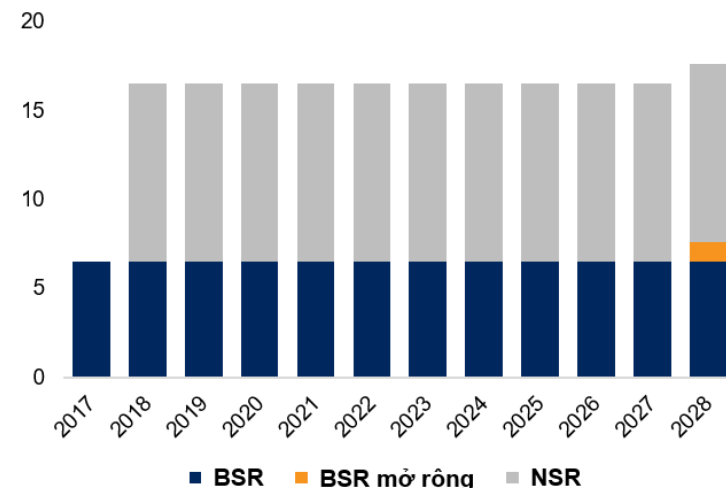
## Crack spread tăng vọt giúp các nhà máy lọc dầu hưởng lợi lớn trong nửa đầu năm (USD/thùng)



## LN của BSR thường bị tác động mạnh mỗi khi crack spread điều chỉnh từ vùng cao



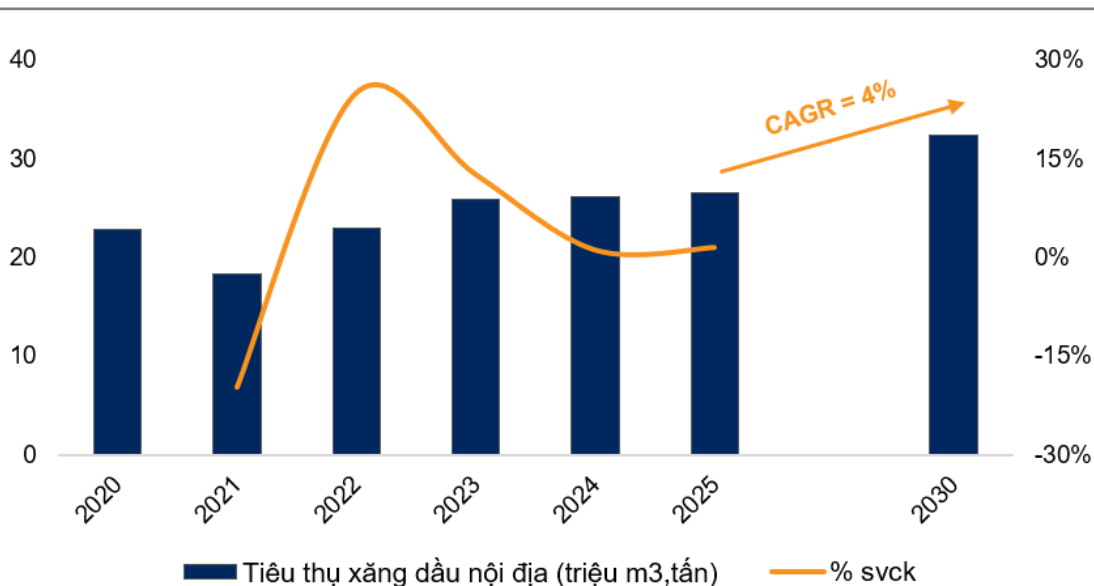
## Trong dài hạn, công suất lọc dầu của Việt Nam sẽ không tăng cho đến năm 2028 (triệu tấn)



- Xung đột Iran bùng nổ đẩy giá dầu và biên lọc dầu tăng vọt, có thời điểm vượt 100 USD/thùng (đối với crack spread diesel). **Giá xăng dầu leo thang đem lại nguồn lợi nhuận khổng lồ cho các nhà máy lọc dầu như BSR.** Với diễn biến xung đột vẫn đang tiếp diễn, chúng tôi kỳ vọng các DN lọc dầu sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận lớn trong Q2/26.
- Tuy nhiên, **cuộc xung đột này cũng mang tới rủi ro về mặt vận hành** khi nguồn cung dầu thô từ khu vực Trung Đông bị đứt gãy. Với việc phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn cung dầu thô Kuwait, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đang phải tích cực tìm kiếm nguồn cung thay thế để duy trì sản xuất, trong khi đó BSR nhìn chung không bị ảnh hưởng quá nhiều khi ít phụ thuộc vào nguồn dầu thô nhập khẩu.
- Nhìn vào triển vọng nửa cuối năm, với kỳ vọng có thỏa thuận và giá dầu (và nhiên liệu) sẽ hạ nhiệt, chúng tôi cho rằng **áp lực sẽ xuất hiện đối với KQKD của DN lọc dầu như BSR trong nửa cuối năm**, đến từ: (1) biên lọc dầu thường độ nhạy cao (tăng mạnh, giảm mạnh) với rủi ro nguồn cung, và (2) với đặc thù phải duy trì tồn kho và không sử dụng công cụ hedging, các DN lọc dầu sẽ chịu áp lực tồn kho giá vốn cao trong trường hợp giá dầu ra (giá xăng dầu thế giới) giảm.

Các DN phân phối xăng dầu trải qua một năm nhiều áp lực, đến từ xu hướng điện hóa giao thông và giá xăng dầu biến động “chưa từng có tiền lệ”

**Nhu cầu xăng dầu vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng, nhưng tốc độ sẽ bị ảnh hưởng bởi xu hướng điện hóa giao thông**



**Việc trao quyền tự quyết giá cho DN (nếu được thông qua) có thể là bước ngoặt thay đổi hoàn toàn cách thức vận hành TT**

Tiêu chí	Quy định hiện hành (NB 80/2023)	Dự thảo 10 (T4/2026)
<b>Nguyên tắc điều chỉnh giá</b>	Nhà nước quy định	Doanh nghiệp (đầu mối, phân phối) tự quyết định
<b>Công thức giá</b>	Giá cơ sở = Giá TG + CP nhập hàng + CP kinh doanh định mức + LN định mức + Thuế + Quỹ BOG	Giá bán = Giá mua xăng dầu + CP tạo nguồn + CP kinh doanh định mức + LN + Thuế
• Chi phí nhập hàng/tạo nguồn	Bộ Tài chính xem xét điều chỉnh 3 tháng 1 lần	DN tự xác định theo thực tế kinh doanh
• Chi phí kinh doanh định mức	Bộ Tài chính xem xét hàng năm và đưa ra mức cụ thể	- Nhà nước quy định mức khởi điểm, và được điều chỉnh hàng theo biến động CPI bình quân năm trước. - Định kỳ 3 năm, các Bộ ngành ra soát, điều chỉnh mức khởi điểm.
• Lợi nhuận	Định mức theo quy định (300 đ/lít)	DN tự xác định theo thực tế kinh doanh
• Cơ chế bình ổn giá	Trích quỹ BOG trực tiếp trong giá cơ sở	Nhà nước chỉ can thiệp khi TT biến động bất thường
<b>Chu kỳ điều chỉnh giá</b>	7 ngày (thứ 5 hàng tuần)	Công bố ngay sau khi DN điều chỉnh giá
<b>Cơ chế giám sát (về giá)</b>	<b>Tiền kiểm</b> , Nhà nước quy định giá từ đầu	<b>Hậu kiểm</b> , Nhà nước giám sát việc tuân thủ về giá theo các quy định pháp luật
<b>Quyền kinh doanh</b>	Thu hồi khi ngừng kinh doanh 90 ngày, không đáp ứng tổng nguồn trong 2 năm, vi phạm dự trữ và tái phạm chất lượng	<b>Bổ sung quan trọng</b> : thu hồi nếu DN không thực hiện đúng chỉ đạo về bảo đảm nguồn cung, yêu cầu dự trữ

- Các DN xăng dầu đang trải qua nửa đầu năm biến động chưa từng có tiền lệ khi giá nhập xăng dầu biến động rất mạnh khi xung đột Iran bùng nổ. Với **đặc thù ngành chịu sự chi phối của nhà nước, độ trễ trong điều chỉnh giá**, các DN lớn như PLX, OIL đã phải đẩy mạnh nhập khẩu xăng dầu để bảo đảm nguồn cung trong nước trong bối cảnh giá leo thang, và qua đó đối mặt rủi ro giảm giá hàng tồn kho.
- **Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng** để đáp ứng mục tiêu tăng trưởng kinh tế hai chữ số. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng sẽ chỉ đạt khoảng 4% mỗi năm trong giai đoạn 2026-30 do áp lực cạnh tranh đến từ xu hướng điện hóa giao thông.
- Nhìn chung, chúng tôi vẫn tin rằng dư **địa tăng trưởng của các DN lớn như PLX và OIL là tích cực** nhờ: (1) lợi thế hạ tầng pha chế giúp gia tăng nguồn cung (sơ cấp) nhờ việc chuyển đổi sang xăng sinh học E10, và (2) lợi thế quy mô và mạng lưới cửa hàng giúp các DN lớn có thể chuyển đổi sang các mô hình cây xăng tích hợp.

**PVS**
**Thông tin cổ phiếu:**

			2023	2024	2025	2026	2027
Giá mục tiêu	VND47.700	Tăng trưởng DT thuần	18,4%	22,7%	37,6%	23,7%	(2,3%)
Tiềm năng tăng giá	23,3%	Tăng trưởng LN ròng	3,7%	4,2%	72,9%	7,1%	13,6%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	5,4%	4,5%	5,7%	4,8%	5,5%
Tổng lợi tức	23,3%	Biên LN ròng	5,3%	4,5%	5,7%	4,9%	5,7%
Vốn hóa (tr USD)	769,5	P/E (x)	20,3	17,3	9,4	8,8	7,7
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	6,6	Rolling P/B (x)	1,6	1,4	1,2		
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	249,4	ROAE	8,2%	8,1%	12,9%	12,7%	13,3%
P/E trượt	10,8x	Nợ ròng trên VCSH	(61,6%)	(92,6%)	(91,7%)	(84,8%)	(80,4%)

**Luận điểm đầu tư:**
**Màng M&C hưởng lợi từ giai đoạn cao điểm của chu kỳ thượng nguồn**

PVS sẽ bước vào giai đoạn cao điểm của chu kỳ triển khai hoạt động EPCI với việc các dự án trọng điểm gồm Lạc Đà Vàng và Lô B chuẩn bị đến giai đoạn hoàn thành và vận hành lần lượt từ cuối năm 2026 và 2027. Cùng với việc bắt đầu triển khai dự án Sư Tử Trắng 2B (400 triệu USD) từ giữa năm 2026 và tiếp tục triển khai các dự án điện gió hiện hữu, chúng tôi kỳ vọng doanh thu M&C sẽ tiếp tục tăng trưởng 33% svck trong năm 2026.

**FSO/FPSO – mảng kinh doanh mang lại lợi nhuận ổn định trong dài hạn**

Với đặc thù hợp đồng thuê dài hạn và biến động vận hành thấp, mảng FSO/FPSO (đến từ các công ty LDLK) tiếp tục sẽ là trụ cột đóng góp LN chủ lực và ổn định cho PVS trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng LN từ các liên doanh FSO/FPSO sẽ đi ngang trong năm 2026, trước khi ghi nhận sự tăng trưởng 24.2%/18.5% svck trong năm 2027-28 nhờ đóng góp từ các dự án FSO mới, bao gồm FSO LDV và FSO Lô B đi vào hoạt động ổn định trong năm 2027-28.

**Thanh khoản vững chắc tạo bộ đệm lợi nhuận và đầu tư tương lai**

PVS nắm giữ gần 16 nghìn tỷ đồng tiền mặt và tỷ lệ tiền mặt ròng/VCSH lên đến 99% vào cuối Q1/26, là một trong những DN có sức khỏe tài chính vững mạnh nhất trên TTCK. Số dư tiền mặt ròng khổng lồ vừa tạo ra nguồn thu tài chính ổn định cho DN (đóng góp 14% tổng LNTT năm 2026), vừa là nguồn lực quan trọng để DN có thể triển khai các dự án mới có quy mô lớn trong dài hạn như dự án xuất khẩu điện (điện gió ngoài khơi) hay dự án sản xuất cấp ngưng.

**Định giá hấp dẫn so với triển vọng kinh doanh vững chắc**

PVS hiện giao dịch ở mức P/E trượt 10x, thấp hơn khá nhiều mức trung bình lịch sử 5 năm là 18,3x. Chúng tôi tin rằng đây là mức định giá khá hấp dẫn khi xét đến triển vọng DN sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng LN trong năm 2026-27 (từ mức nền cao của năm 2025) và những tiềm năng dài hạn đến từ định hướng phát triển các lĩnh vực kinh doanh mới.

**PVD - (Báo cáo cập nhật)**
**Thông tin cổ phiếu:**

			2023	2024	2025	2026	2027
Giá mục tiêu	VND38.500	Tăng trưởng DT thuần	6,9%	60,0%	17,3%	28,1%	3,1%
Tiềm năng tăng giá	24,0%	Tăng trưởng LN ròng	N/A	19,3%	48,8%	43,5%	17,8%
Tỷ suất cổ tức	0%	Biên LN gộp	22,5%	18,9%	19,1%	19,7%	20,6%
Tổng lợi tức	24,0%	Biên LN ròng	10,1%	7,5%	9,5%	10,7%	12,2%
Vốn hóa (tr USD)	679,5	P/E (x)	26,9	19,1	12,9	9,0	7,6
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	5,0	Rolling P/B (x)	1,1	0,8	0,8		
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	269,6	ROAE	4,1	4,6%	6,4%	8,5%	9,4%
P/E trượt	15,1x	Nợ ròng trên VCSH	(1,3%)	0,5%	11,1%	14,2%	5,9%

**Luận điểm đầu tư:**
**Chu kỳ đầu tư thượng tại Việt Nam nguồn bước vào giai đoạn cao điểm**

2026-27 sẽ là giai đoạn cao điểm của chu kỳ thượng nguồn tại Việt Nam, với các dự án trọng điểm đi chuẩn bị đi vào khai thác như Lạc Đà Vàng và Lô B. Ngoài ra, một số dự án mới cũng vừa được khởi công trong năm nay như Sư Tử Trắng 2B, Khánh Mỹ - Đầm Dơi, với kỳ vọng đi vào hoạt động từ cuối 2027-28. Môi trường giá dầu cao, cải cách thể chế và tầm quan trọng của tự chủ nguồn cung năng lượng hứa hẹn sẽ tiếp tục thúc đẩy đầu tư vào thượng nguồn trong những năm tới. Trong bức tranh thượng nguồn sôi động, các doanh nghiệp dịch vụ thượng nguồn hứa hẹn sẽ ghi nhận KQKD tích cực trong giai đoạn 2026-27 khi lượng backlog khổng lồ từ các dự án dầu khí bắt đầu chuyển hóa vào doanh thu thực tế

**Mảng dịch vụ giếng khoan hưởng lợi từ cao điểm chu kỳ thượng nguồn**

Bên cạnh mảng khoan (vốn có thể đa dạng thị trường ra nước ngoài), chúng tôi nhận thấy rằng mảng dịch vụ giếng khoan sẽ là hoạt động kinh doanh hưởng lợi chính từ chu kỳ thượng nguồn tại Việt Nam khi đây là mảng kinh doanh gắn liền với hoạt động khoan tại thị trường nội địa. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu dịch vụ giếng khoan sẽ tiếp tục tăng 15%/5% trong năm 2026-27 từ mức nền cao của năm 2025.

**Tiếp tục mở rộng đội giàn giúp hỗ trợ tăng trưởng dài hạn**

Sau khi đưa vào hoạt động 2 giàn khoan tự nâng (PVD VIII và PVD IX) trong năm 2025-26, PVD vừa tiếp tục đầu tư thêm một giàn khoan tự nâng (PVD X) trong Q2/26, tiếp tục chiến lược mở rộng năng lực khoan thông qua việc mua lại các giàn khoan cũ. Chúng tôi kỳ vọng các giàn khoan mới đầu sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng của PVD trong thời gian tới, đóng góp ~31%/37% tổng doanh thu khoan của đội giàn thuộc sở hữu (và 21%/29% tổng DT khoan) trong năm 2026-27

**Định giá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp**

PVD hiện đang giao dịch ở mức P/B gần 1,0x, là mức khá hấp dẫn khi xét đến triển vọng lợi nhuận tích cực của doanh nghiệp với kỳ vọng ROE tăng gần 50% vào năm 2027 và môi trường giá dầu cao.

# Phân bón



## Lạm phát chi phí đầu vào kim hãm tăng trưởng lợi nhuận

- Chiến sự tại Iran leo thang, khiến eo biển Hormuz gần như bị đóng cửa, giá urê/DAP thế giới đã tăng vọt 92%/36% kể từ đầu năm, giá dầu Brent cũng tăng vọt 70% kể từ đầu năm.
- Urê: Hưởng lợi ngắn hạn, nhưng áp lực giá khí đầu vào lớn hơn trong nửa cuối 2026.
- DAP: Lợi nhuận khó tăng do sức ép lạm phát chi phí đầu vào lấn át đà tăng giá bán.
- Xuất khẩu năm 2026 hưởng lợi nhưng nhu cầu tiêu thụ trong nước dự kiến yếu hơn.

### Cổ phiếu ưa thích: DCM

Mã	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
DCM	49.800	<ul style="list-style-type: none"><li>• Căng thẳng tại Trung Đông đẩy giá urê trung bình trong 2026 tăng đáng kể</li><li>• Biên LN gộp urê dự kiến thu hẹp do áp lực giá khí tăng lấn át đà tăng giá bán</li><li>• Xuất khẩu urê 2026 hưởng lợi mạnh nhờ gián đoạn nguồn cung trên thế giới</li></ul>

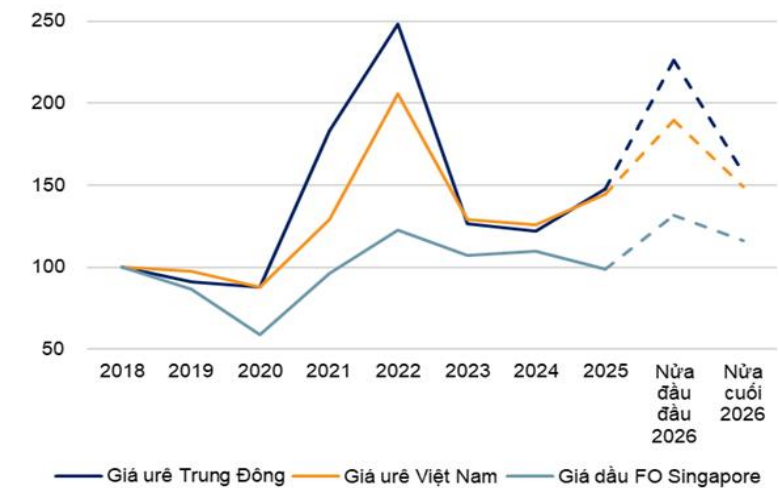
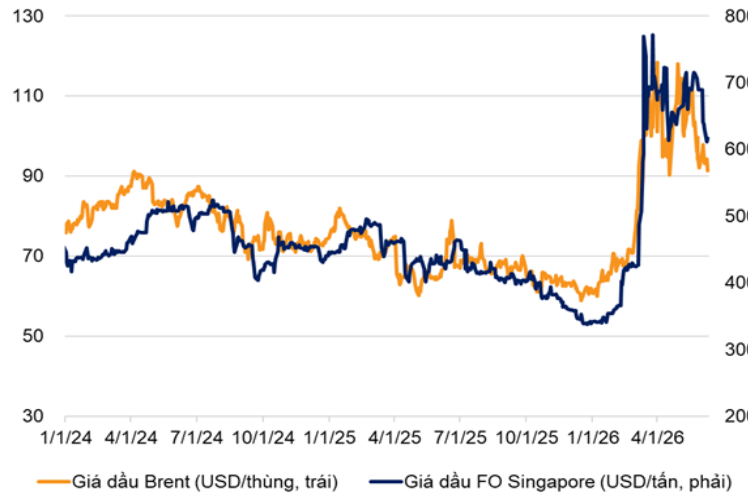
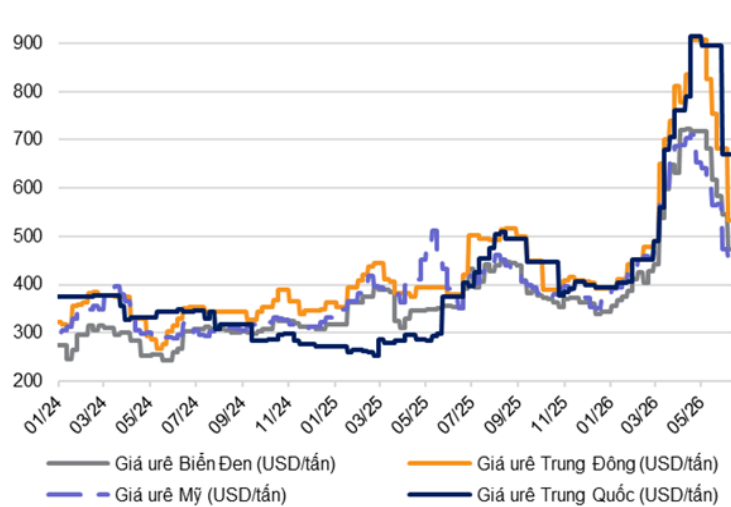
# Urê: Hưởng lợi ngắn hạn, nhưng áp lực giá khí đầu vào lớn hơn trong nửa cuối 2026

Giá urê thế giới đang hạ nhiệt trong khi giá dầu thế giới vẫn neo ở mức cao, tạo áp lực thu hẹp biên LN gộp urê trong nửa cuối 2026.

**Giá urê thế giới tăng vọt khi chiến tranh Iran bùng nổ, và đang hạ nhiệt mạnh nhờ tín hiệu đàm phán ngoại giao**

**Giá dầu Brent/FO Singapore cũng đã tăng mạnh 70%/106% kể từ đầu năm và đang chững lại ở vùng cao**

**Biên LN gộp urê mở rộng trong nửa đầu 2026 nhưng sẽ đối mặt áp lực sụt giảm trong nửa cuối năm**

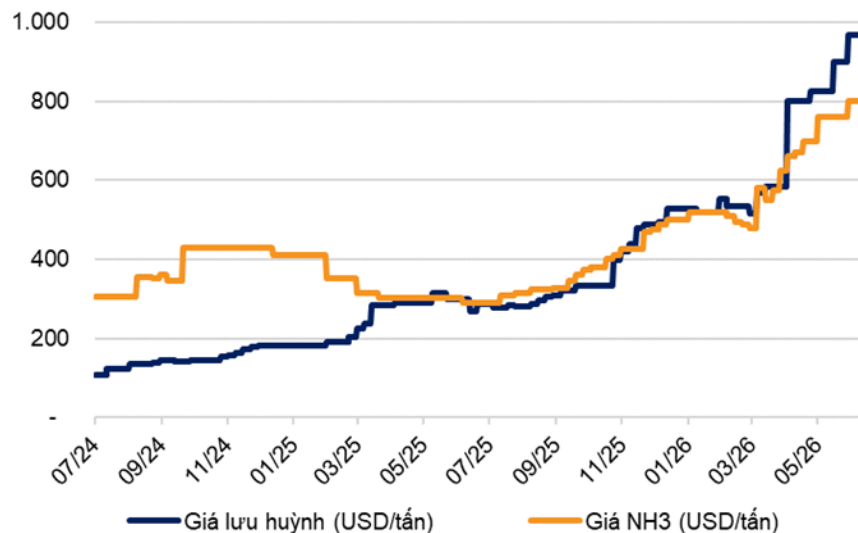


- **Giá urê thế giới (Trung Đông) tăng vọt 92% kể từ đầu năm (+61% svck trong 5T26) do chiến tranh bùng nổ và leo thang tại Iran.** Khu vực Vinh Ba Tư chiếm khoảng 46% sản lượng xuất khẩu urê toàn cầu qua đường biển. Việc gián đoạn vận chuyển và mất an ninh tại khu vực trọng điểm này khiến phần lớn nguồn cung urê toàn cầu gián đoạn. Tuy nhiên, giá urê hiện đã hạ nhiệt gần 30% từ đỉnh tháng 5 khi các bên tạm ngừng bắn và đang trong giai đoạn đàm phán.
- **Chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông tiếp tục hạ nhiệt trong nửa cuối 2026, nhưng vẫn cao hơn trước chiến tranh** do tín hiệu ngừng xung đột chưa rõ ràng và các nhà máy, cơ sở hạ tầng ở vùng Vịnh cần thời gian để khôi phục. Chúng tôi ước tính, giá urê Trung Đông sẽ tăng trung bình 30% svck trong 2026 trước khi hạ nhiệt từ 2027.
- **Giá dầu Brent/FO Singapore cũng tăng vọt 70%/106% kể từ đầu năm (bắt đầu tăng từ tháng 3), sau đó hạ nhiệt nhẹ, song vẫn duy trì ở vùng cao** khi nguồn cung dầu khí từ khu vực Trung Đông vẫn gián đoạn. Chúng tôi dự báo biên LN gộp các nhà sản xuất urê trong nước sẽ mở rộng trong nửa đầu năm nhưng áp lực thu hẹp sẽ đáng kể trong nửa cuối năm 2026 khi giá bán hạ nhiệt trong khi giá khí đầu vào dự kiến vẫn cao, với biên LN gộp cả năm dự kiến giảm 2-3 điểm % svck (trong kịch bản giá dầu Brent trung bình trong 2026 ở mức 85 USD/thùng). Tuy nhiên lợi nhuận của các nhà sản xuất urê trong 2026 dự kiến vẫn tăng đáng kể nhờ sản lượng xuất khẩu và giá bán tăng mạnh.

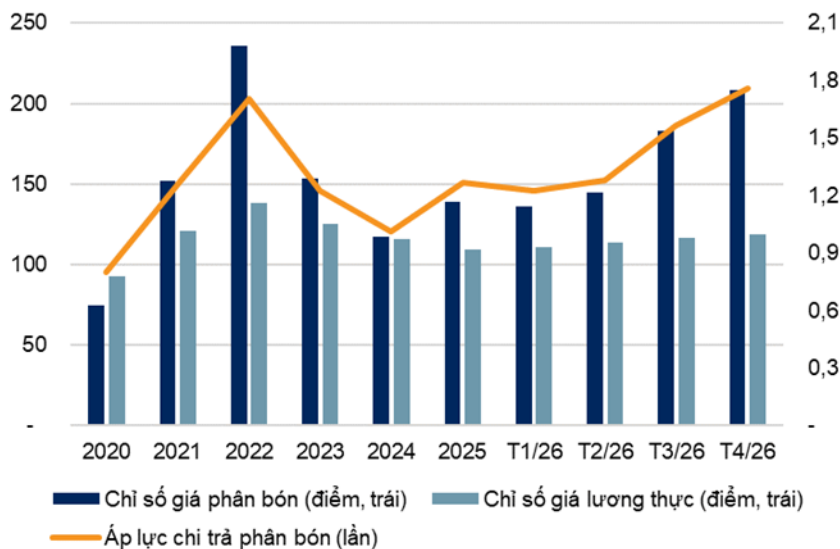
# DAP: Lợi nhuận khó tăng do sức ép lạm phát chi phí đầu vào lẫn ắt đà tăng giá bán

Chúng tôi cho rằng giá lưu huỳnh, NH3 tiếp tục neo cao trong nửa cuối 2026 khi giao thương qua eo biển Hormuz vẫn chưa khởi thông hoàn toàn. Dù giá DAP vẫn đang tăng, nhưng động lực hỗ trợ giá bán (giá lương thực) vẫn yếu, lợi nhuận 2026 dự kiến giảm so với đỉnh cao 2025.

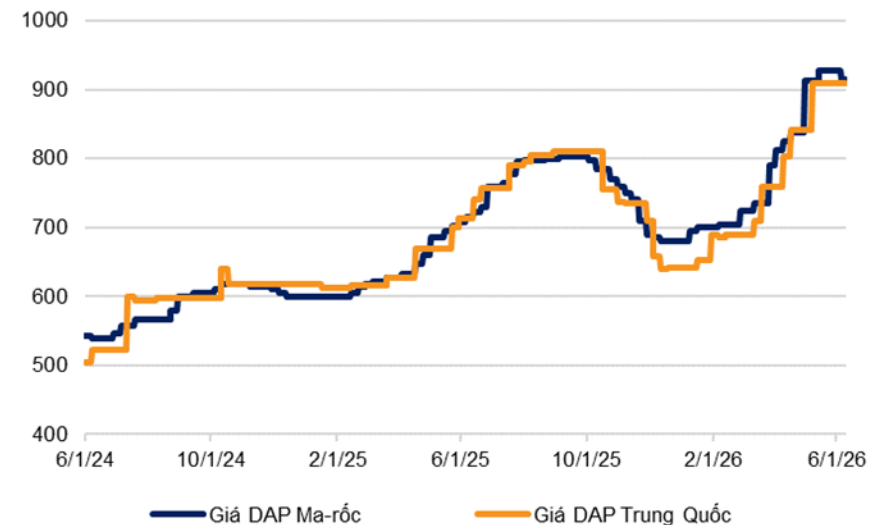
**Giá lưu huỳnh, NH3 tiếp tục tăng vọt từ nền cao, khi nguồn cung bị gián đoạn khi chiến sự leo thang**



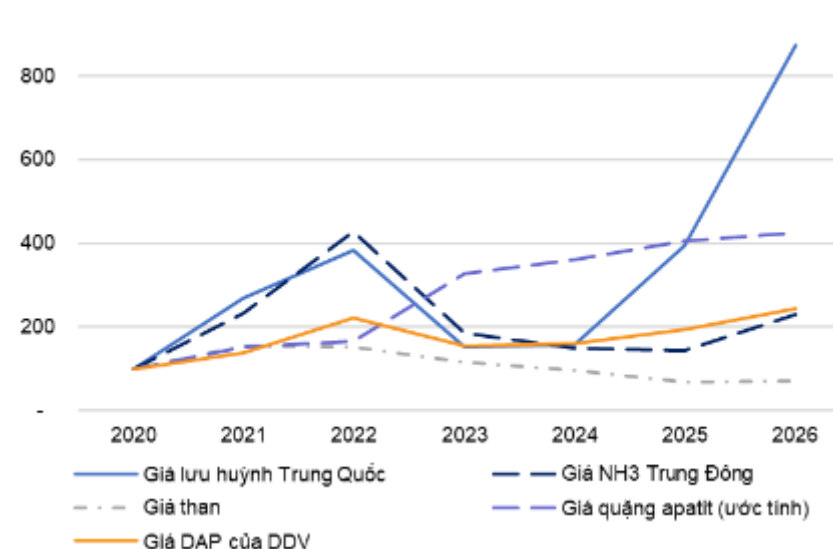
**Áp lực chi trả phân bón vượt đỉnh 2022 khi giá lương thực thấp, tạo sức ép đáng kể lên giá bán trong các tháng tới**



**Giá DAP cũng tăng trở lại sau khi tạo đáy ngắn hạn cuối 2025, nhưng vẫn chịu áp lực từ phía người mua**

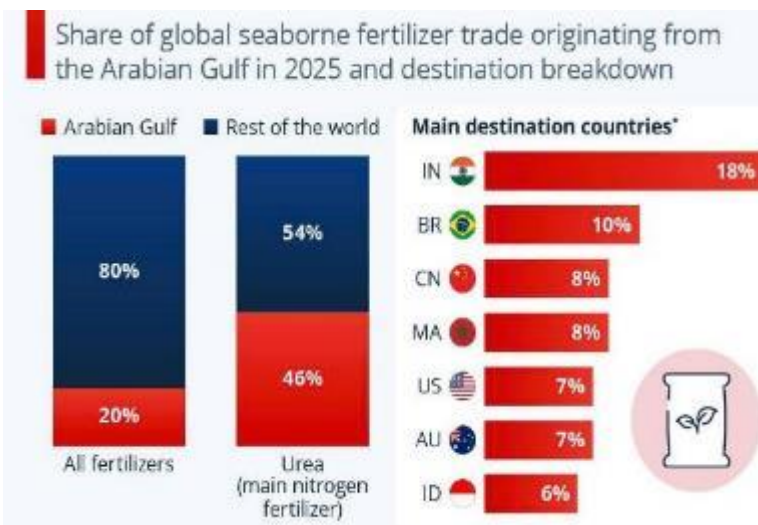


**Chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh sẽ bào mòn lợi nhuận 2026 của các nhà sản xuất DAP**

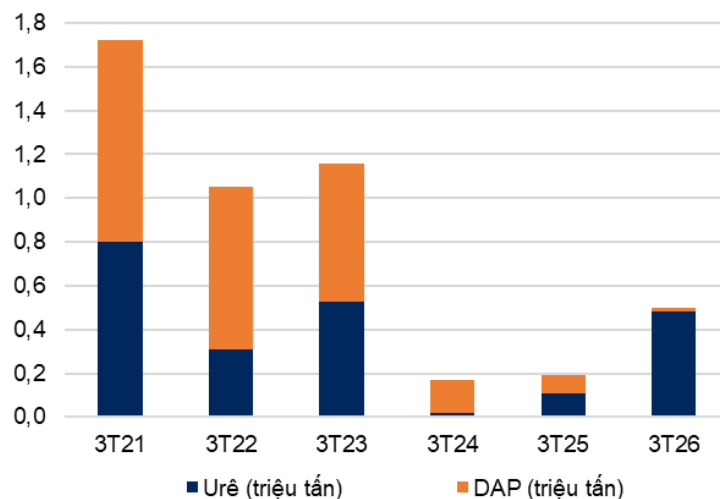


Thị trường phân bón toàn cầu nửa cuối năm 2026 đứng trước cục diện khó lường, xoay quanh 3 biến số quyết định: rủi ro địa chính trị, lộ trình mở lại xuất khẩu phân bón của Trung Quốc và nhu cầu từ Ấn Độ.

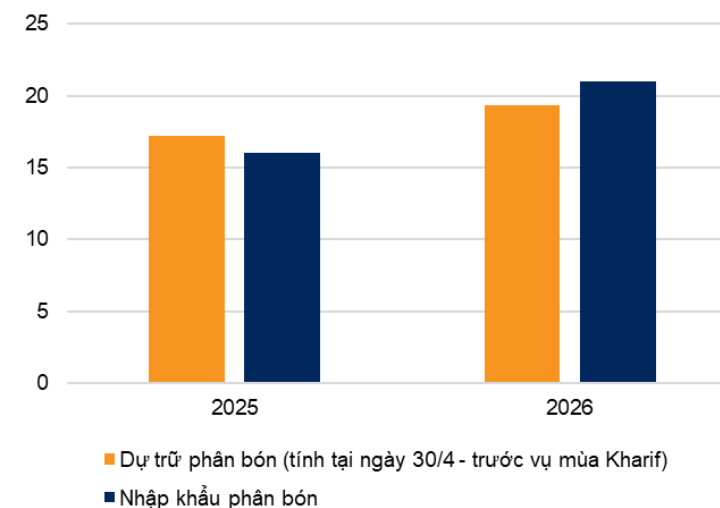
## Vịnh Ba Tư kiểm soát 20% sản lượng xuất khẩu phân bón thế giới qua đường biển



## Trung Quốc sẽ quay lại xuất khẩu urê trong tháng 6 – tháng 8, sau khi siết chặt xuất khẩu trong những tháng đầu năm



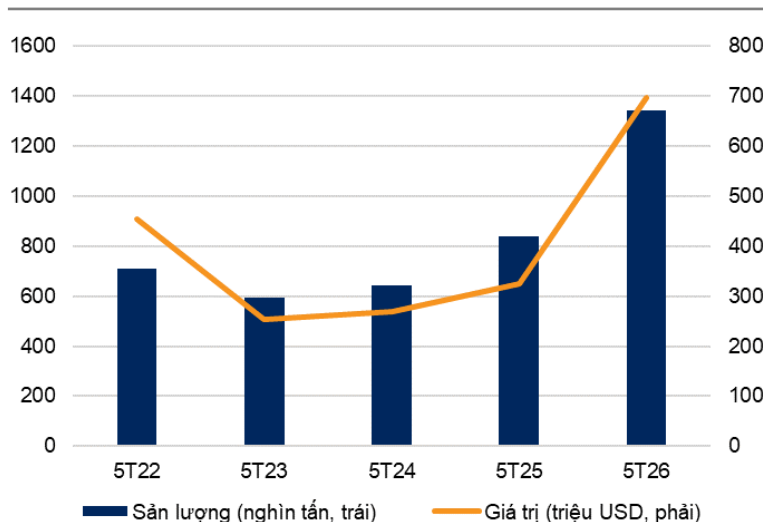
## Bất chấp mục tiêu tự chủ urê từ 2025, nhập khẩu phân bón của Ấn Độ trong 2025-26 vẫn tăng vượt mốc 21 triệu tấn



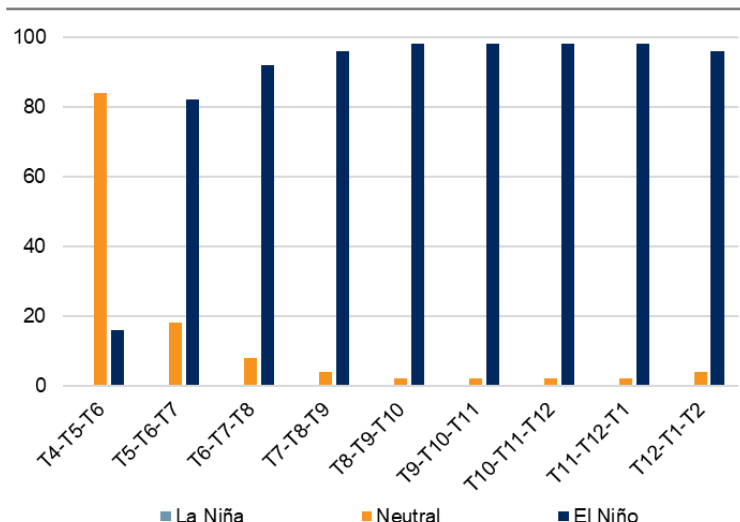
- **Xung đột tại vùng Vịnh Ba Tư và chìa khóa eo biển Hormuz:** Chúng tôi kỳ vọng xung đột tại khu vực này sẽ kết thúc sớm, tạo điều kiện để dòng chảy phân bón và nguyên vật liệu thô được tái thiết lập trong nửa cuối 2026. Điều này sẽ giảm bớt áp lực tăng giá cực đoan, tuy nhiên mặt bằng giá sẽ không giảm mạnh ngay lập tức mà giảm dần ở vùng giá cao, do cả chuỗi vận tải biển lẫn các nhà máy sản xuất đều cần thời gian để khôi phục hoàn toàn công suất và nguồn cung ra thị trường.
- **Chiến lược xuất khẩu của Trung Quốc ảnh hưởng lớn tới nguồn cung:** Với urê, Trung Quốc đã chính thức quay lại xuất khẩu urê với hạn ngạch khoảng 2 triệu tấn trong giai đoạn tháng 6- tháng 8, điều này sẽ gây áp lực giảm đáng kể lên giá phân bón thế giới trong nửa cuối năm. Ngược lại với DAP, lệnh cấm khả năng cao kéo dài đến hết tháng 8/2026 hoặc lâu hơn do giá lưu huỳnh tăng phi mã và quặng photphat bị siết chặt, giá bán dự kiến duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm.
- **Nhu cầu nhập khẩu từ Ấn Độ, nghịch lý trong chính sách tự chủ phân bón:** Chúng tôi cho rằng Ấn Độ vẫn chưa thể giảm phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu phân bón trong ngắn hạn, do tốc độ tiêu thụ nội địa tăng nhanh vượt xa tiến độ nâng công suất nhà máy, cùng với rào cản thiếu hụt nguồn cung khí LNG đầu vào. Vì vậy, các phiên đấu thầu của chính phủ dự kiến trở lại sẽ là chất xúc tác quan trọng kích hoạt tổng cầu và làm bệ đỡ cho xu hướng giá trong nửa cuối năm.

Xuất khẩu phân bón trong 2026 hưởng lợi đáng kể nhờ gián đoạn nguồn cung và giá cả leo thang trên thế giới. Tuy nhiên nhu cầu tiêu thụ trong nước dự kiến yếu hơn do chi phí phân bón tăng và ảnh hưởng tiêu cực từ El-Nino trạng thái mạnh.

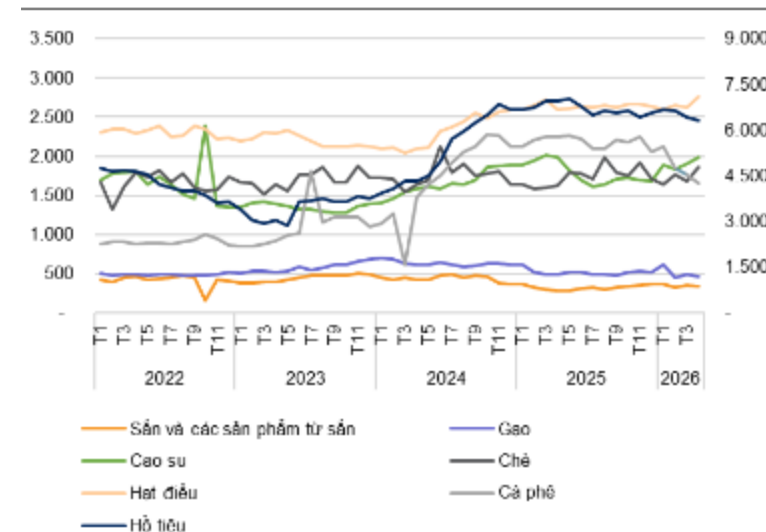
## Xuất khẩu phân bón của Việt Nam trong 5T26 tăng mạnh svck (số liệu tính đến 15/5)



## ENSO được dự báo chuyển sang trạng thái El-Nino trong phần lớn năm 2026 (%)



## Giá nông sản trong nước dường như vẫn phản ứng chậm với đà tăng giá phân bón



- **Hưởng lợi lớn từ gián đoạn nguồn cung và giá cả phân bón quốc tế leo cao**, sản lượng xuất khẩu phân bón Việt Nam tăng mạnh 60% svck trong giai đoạn từ 1/1/2026 – 15/5/2026, giá trị xuất khẩu cũng tăng mạnh 2,1 lần svck. Chúng tôi cho rằng nhu cầu từ thị trường quốc tế trong nửa cuối năm vẫn lớn do nguồn cung vẫn thiếu hụt, tạo điều kiện để các nhà sản xuất trong nước tận dụng xuất khẩu để hưởng lợi từ xu hướng giá cao.
- **Các chuyên gia dự báo hiện tượng El Niño năm 2026 có thể đạt cường độ kỷ lục kể từ năm 1987.** Tại Việt Nam, thời tiết khô hạn và xâm nhập mặn đến sớm tại Đồng bằng sông Cửu Long sẽ gây khó khăn cho việc canh tác nông nghiệp và làm suy yếu nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nửa cuối năm.
- **Giá nông sản Việt Nam trong 4T26 cho thấy phản ứng chậm với đà tăng giá phân bón.** Chúng tôi cho rằng độ trễ trong đà tăng của giá nông sản so với chi phí đầu vào sẽ làm xói mòn biên lợi nhuận của nhà nông. Áp lực này dự kiến buộc người dân phải thắt chặt chi tiêu hơn cho chăm sóc cây trồng, làm yếu đi nhu cầu tiêu thụ phân bón nội địa trong nửa cuối năm.

## So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá đồng/cp	Vốn hóa tr. USD	P/E trượt 12T x	P/B hiện tại x	ROE trượt 12T	ROA trượt 12T	Nợ/VCSH %	
CTCP phân bón Miền Nam	SFG VN	10,800	19.6	14.7	0.8	5.3%	2.0%	149	
CTCP supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	14,500	60.9	12.7	1.1	8.5%	5.0%	48.4	
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	23,500	594	13.6	1.3	11.1%	7.1%	31.0	
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	56,800	122	10.5	2.2	21.7%	8.6%	81.0	
CTCP phân bón dầu khí Cà Mau	DCM VN	36,600	716	9.2	1.6	18.6%	13.1%	17.5	
CTCP DAP - Vinachem	DDV VN	26,100	143	6.0	1.7	31.2%	23.9%	157	
<i>Trung bình</i>					11.1	1.4	16.1%	10.0%	80.6

**Thông tin cổ phiếu:**

Thay đổi giá sv tháng trước (%)	-13,9%
Thay đổi giá svck (%)	5,9%
Giá mục tiêu (đ/cp)	49.800
Tiềm năng tăng giá (%)	36,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	4,0%
Thị giá vốn (tr USD)	720
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	6,1
Sở hữu nước ngoài (tr USD)	302,9

	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	7,0%	23,6%	23,5%	-6,8%
Tăng trưởng EPS	28,0%	38,0%	75,1%	-50,5%
Biên LN gộp	18,7%	24,3%	27,1%	19,3%
Biên LN ròng	10,6%	11,8%	16,7%	8,9%
P/E (x)	16,9	12,2	7,0	14,1
P/B (x)	2,1			
ROAE	14,1%	18,8%	25,8%	12,9%

**Luận điểm đầu tư:****Căng thẳng tại Trung Đông đẩy giá urê trung bình trong 2026 tăng mạnh**

Trong bối cảnh chiến sự tại Iran leo thang, khi eo biển Hormuz gần như bị đóng cửa, khoảng 46% sản lượng xuất khẩu urê thế giới bằng đường biển phải đi qua eo biển này và đang bị mắc kẹt. Nhiều nhà sản xuất urê lớn tại Trung Đông phải tuyên bố bất khả kháng, khiến giá urea thế giới tăng vọt (+92% kể từ đầu năm). Hiện tại, giá urê đã hạ nhiệt đáng kể (-20% kể từ vùng đỉnh tháng 5) do các bên trong cuộc xung đột đã tạm ngừng bắn để đàm phán. Dù xu hướng giá sắp tới vẫn phụ thuộc nhiều vào tình hình giải quyết xung đột, chúng tôi cho rằng giá urê sẽ tiếp tục giảm dần trong nửa cuối năm do Trung Quốc cấp lại hạn ngạch xuất khẩu và kỳ vọng đàm phán tại Trung Đông sớm đạt thỏa thuận. Tuy nhiên với đà tăng mạnh trong nửa đầu năm, chúng tôi dự báo giá urê thế giới vẫn tăng trung bình 38% svck trong 2026, kéo giá bán trung bình urê của DCM tăng 20% svck. Mức tăng này thấp hơn so với mức tăng của giá thế giới, chủ yếu do nguồn cung khí nội địa ổn định và tác động từ luật thuế GTGT sửa đổi giúp giảm bớt áp lực tăng giá bán trong nước.

**Biên LN gộp urê dự kiến thu hẹp nhẹ do áp lực giá khí tăng lần 2 đã tăng giá bán**

Giá dầu Brent/FO Singapore cũng đã tăng mạnh 70%/106% kể từ đầu năm sau khi chiến sự bùng nổ và đang hạ nhiệt nhẹ, song vẫn ở mức cao. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình trong 2026 tăng 25% svck lên 85 USD/thùng, kéo theo giá dầu FO cũng tăng tương ứng, gây áp lực lên giá khí đầu vào sản xuất urê của DCM. Áp lực tăng giá khí dự kiến lần 2 đã tăng giá bán, khiến biên LN gộp urê thu hẹp khoảng 3 điểm % svck trong 2026.

**Xuất khẩu urê 2026 hưởng lợi mạnh nhờ gián đoạn nguồn cung trên thế giới**

Trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung toàn cầu, các nhà nhập khẩu urê trên thế giới cần tìm những nhà cung cấp mới để bù đắp thiếu hụt và đa dạng hóa nguồn cung. Việt Nam cũng có lợi thế và được hưởng lợi trong giai đoạn này với nguồn cung phân bón (urê) trong nước hoàn toàn đủ để cung cấp cho thị trường nội địa và còn dư địa xuất khẩu, đặc biệt là DCM với sản lượng sản xuất lớn và có thế mạnh về kênh phân phối quốc tế. Trong bối cảnh thị trường hiện tại, chúng tôi nâng dự báo sản lượng xuất khẩu urê của DCM trong 2026 với mức tăng 20% svck đạt 481,000 tấn.

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu 12T tới (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá so với ngày 19/6 (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q1/26	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2027(%)
<b>HÀNG KHÔNG</b>												
ACV	6015	1.3	2840	48,200	9.3%	1.2%	15	2.2	16.0%	3.0%	-39.6%	-22.6%
AST	122	0	4	85,400	17.0%	1.4%	10.9	4.7	47.0%	72.00%	15.8%	10.9%
HVN	2742	0.7	595	22,000	-2.2%	2.7%	8.6	7	266.3%	29%	-13%	16.6%
VJC	4105	7.9	968	130,300	-4.5%	0.5%	42.4	4.2	11.0%	58%	-30.7%	10.4%
<b>Trung bình</b>	<b>3246.0</b>	<b>2.5</b>	<b>1101.8</b>	<b>71,475</b>	<b>4.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>19.2</b>	<b>4.5</b>	<b>85.1%</b>	<b>40.5%</b>	<b>-16.8%</b>	<b>3.8%</b>
<b>BÁN LẺ</b>												
DGW	338	2.1	87	51,500	26.4%	2.5%	13.8	2.5	19.0%	98.8%	37.7%	38.4%
FRT	841	2	149	138,800	16.0%	0.3%	24.2	5	28.0%	76%	36.5%	36.0%
MWG	4351	18	1	114,600	46.0%	1.3%	14	3.2	25.0%	72,7%	25.8%	10.2%
DMX				85,000	6.3%					49%	38.4%	8.7%
PNJ	1304	3.5	12	102,100	59.0%	1.0%	9.8	2.4	28.0%	16,5%	34,7%	26,9%
<b>Trung bình</b>	<b>1,708.5</b>	<b>6.4</b>	<b>62.3</b>	<b>98,400</b>	<b>30.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>15.5</b>	<b>3.3</b>	<b>25.0%</b>	<b>74.6%</b>	<b>34.6%</b>	<b>24.1%</b>
<b>F&amp;B</b>												
MCH	6221	1.7	6100	165,000	28.9%	1.6%	23.9	9.5	42.0%	11.5%	9.6%	14.3%
BAF	413	2.5	194	40,100	13.6%	0.0%	47.3	2.5	5.0%	55.5%	486.8%	67.7%
HPA	368	0.1	361	42,300	24.2%	6.2%	5.8	2.1	34.6%	-15.2%	-18.9%	22.7%
QNS	679	0.2	275	54,000	11.8%	4.1%	8	1.4	18.0%	-0.04%	-3.30%	3.00%
VHC	479	1.5	388	72,400	23.8%	3.5%	8.6	1.3	16.0%	37.90%	11.10%	5.90%
VNM	4684	8	2398	70,400	19.3%	3.1%	13.4	3.8	28.0%	54.9%	2.5%	2.8%
<b>Trung bình</b>	<b>2140.7</b>	<b>2.3</b>	<b>1619.3</b>	<b>74,033</b>	<b>20.3%</b>	<b>3.1%</b>	<b>17.8</b>	<b>3.4</b>	<b>23.9%</b>	<b>24.1%</b>	<b>81.3%</b>	<b>19.4%</b>

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q1/26	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2027 (%)
<b>NGÂN HÀNG</b>												
ACB	4941.1	16.8	237.9	31,300	39.7%	3.4%	8.0	1.3	17.5%	17.50%	17.50%	15.30%
BID	11578.3	11.5	1436	47,200	12.8%	1.1%	9.5	1.6	18.4%	16.40%	21.50%	15.00%
CTG	9873.2	10.6	515.4	40,200	20.2%	0.9%	6.8	1.4	22.4%	64.60%	16.70%	16.90%
HDB	4821.9	11.7	268.6	38,600	52.3%	0.0%	7.0	1.6	24.5%	12.60%	31.87%	25.80%
MBB	7560.9	14.3	70.2	31,600	27.9%	0.9%	7.2	1.4	21.2%	14.40%	16.50%	21.30%
STB	5215.6	17.1	943.8	73,000	0.3%	0.0%	17.9	2.2	7.8%	-45.30%	17.00%	408.60%
TCB	8900.2	13.8	52.8	36,600	10.7%	3.0%	9.0	1.3	15.8%	12.20%	16.60%	19.40%
TPB	1686.7	5.9	109.6	21,700	35.6%	6.0%	6.0	1.0	17.6%	-1.20%	13.30%	9.80%
VCB	19338	16.9	1915.3	67,100	10.2%	0.7%	14.2	2.2	16.8%	8.70%	18.60%	18.40%
VIB	2076.2	4.3	14.7	22,000	37.1%	3.8%	7.2	1.1	16.4%	15.70%	12.90%	24.70%
VPB	7974.9	14.9	463	37,100	40.3%	1.9%	8	1.2	16.4%	59.10%	28.60%	27.70%
<b>Trung bình</b>	<b>7633.4</b>	<b>12.5</b>	<b>547.9</b>	<b>40,582</b>	<b>26.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>9.2</b>	<b>1.5</b>	<b>17.7%</b>	<b>15.9%</b>	<b>21.2%</b>	<b>53.9%</b>
<b>DỆT MAY</b>												
MSH	145	0.2	62	40,600	19.9%	2.9%	6.3	1.9	32.0%	-3.3	5.30%	-6.30%
TCM	90	0.8	2	29,800	49.0%	2.4%	10.3	1	10.0%	-16%	-13.70%	2.40%
<b>Trung bình</b>	<b>117.5</b>	<b>0.5</b>	<b>32.0</b>	<b>35,200</b>	<b>34.5%</b>	<b>2.7%</b>	<b>8.3</b>	<b>1.5</b>	<b>21.0%</b>	<b>-173.0%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>-2.0%</b>

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q1/26	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2027 (%)
<b>CÔNG NGHIỆP</b>												
BCM	2096	1	696	68,600	28.8%	2.1%	16.4	2.5	16.0%	-22%	-35%	10,0%
GMD	1248	4	95	96,400	2.3%	2.9%	18.8	2.4	13.0%	32,6%	11,1%	5,0%
HAH	346	1.7	67	55,400	4.0%	1.4%	7.5	2	27.0%	28,6%	5,1%	-3.20%
VSC	273	4.1	130	19,100	-3.0%	2.6%	26.3	1.4	6.0%	-37.30%	NA	NA
IDC	607	2.8	199	58,000	8.5%	3.6%	8.6	2.4	31.0%	-21.20%	4,8%	19,5%
KBC	1073	4	438	35,700	-0.7%	1.3%	18.3	1.1	7.0%	-57%	14,0%	47,3%
PHR	335	1	121	68,400	3.8%	2.1%	13.3	2	16.0%	192,2%	211,3%	-24.60%
VTP	427	1.5	278	129,200	99.4%	1.2%	32.8	6.1	19.0%	-0.30%	8,9%	34,8%
PHP	479	0.1	235.5	50,000	31.6%	2.3%	15.3	2.1	14.7%	114%	42.8%	15.2%
<b>Trung bình</b>	<b>764.9</b>	<b>2.2</b>	<b>251.1</b>	<b>64,533</b>	<b>19.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>17.5</b>	<b>2.4</b>	<b>16.6%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-4.2%</b>
<b>TÀI NGUYÊN CƠ BẢN</b>												
DGC	690	5	305			6.2%	7.5	1.2	17.0%	-49.50%		
HPG	7545	27	2073	33,300	42.9%	1.9%	9.4	1.4	16.0%	168.90%	48.30%	34.40%
<b>Trung bình</b>	<b>4117.5</b>	<b>16.0</b>	<b>1189.0</b>	<b>33,300</b>	<b>42.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>8.5</b>	<b>1.3</b>	<b>16.5%</b>	<b>59.7%</b>	<b>48.3%</b>	<b>34.4%</b>
<b>ĐIỆN</b>												
POW	1642.7	5.8	737.5	16,800	20.9%	0.0%	7.7	1.3	13.9%	169.6%	24.0%	15.5%
NT2	244.9	0.8	96.3	28,300	23.0%	3.1%	5.1	1.3	28.1%	387%	-22.0%	-17.0%
<b>Trung bình</b>	<b>943.8</b>	<b>3.3</b>	<b>416.9</b>	<b>22,550</b>	<b>22.0%</b>	<b>1.6%</b>	<b>6.4</b>	<b>1.3</b>	<b>21.0%</b>	<b>278.3%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-0.8%</b>

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q1/26	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2027 (%)
<b>DẦU KHÍ</b>												
BSR	4955	14.8	2354	26,800	2.9%	1.7%	10	1.9	21.0%	1973.0%	297.0%	-57.5%
GAS	7443	5.9	3492	79,600	-2.0%	2.5%	16.9	2.8	18.0%	6.8%	0.5%	-0.8%
OIL	542	1.8	35	14,900	8.0%	1.8%	40.2	1.4	3.0%	1746.0%	46.2%	11.6%
PLX	1866	6.6	107	47,700	23.4%	3.1%	30	1.9	7.0%	-672.0%	-22.7%	62.2%
PVD	656	4.8	271	38,500	24.0%	8.1%	14.7	1	7.0%	100.0%	43.5%	17.8%
PVS	758	6.4	251	47,700	23.3%	1.7%	10.3	1.3	13.0%	25.4%	7.0%	13.6%
PVT	399	5.5	143	24,250	19.5%	1.0%	9.2	1.2	13.0%	48.4%	21.7%	-6.9%
<b>Trung bình</b>	<b>2374.1</b>	<b>6.5</b>	<b>950.4</b>	<b>39,921</b>	<b>14.2%</b>	<b>2.8%</b>	<b>18.8</b>	<b>1.6</b>	<b>11.7%</b>	<b>536.8%</b>	<b>65.5%</b>	<b>5.7%</b>
<b>PHÂN BÓN – HOÁ CHẤT</b>												
DPM	607	4.6	277	22,700	-3.4%	3.7%	13.9	1.4	11.0%	96.1%	-8.3%	-9.6%
DCM	736	5.9	296	49,800	36.1%	5.5%	9.5	1.7	19.0%	91.1%	75.1%	-50.5%
DDV	145	0.7	66	38,700	48.3%	6.5%	6	1.7	31.0%	2.1%	-3.8%	-22.5%
PLC	65	0.3	32	25,200	19.4%	2.4%	310.2	1.4	0.0%	-68.6%	-5.8%	-28.6%
<b>Trung bình</b>	<b>388.3</b>	<b>2.9</b>	<b>167.8</b>	<b>34,100</b>	<b>25.1%</b>	<b>4.5%</b>	<b>84.9</b>	<b>1.6</b>	<b>15.3%</b>	<b>30.2%</b>	<b>14.3%</b>	<b>-27.8%</b>

Mã	Thị giá vốn (tr USD)	GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	Sở hữu nước ngoài (tr USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Tiềm năng tăng giá (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng Q1/26	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2026 (%)	Tăng trưởng LN ròng dự phóng 2027 (%)
<b>ĐIỆN VÀ BĐS</b>												
HDG	322	2.2	105	27,500	32.2%	2.2%	12.7	1.3	10.0%	-68%	9.1%	66.2%
PC1	332	6.8	135	30,800	44.9%	0.0%	8.6	1.3	17.0%	229.1%	-4.0%	25.2%
REE	1193	2.4	0	64,800	28.6%	1.7%	11.9	1.5	13.0%	16.80%	10.2%	6.7%
<b>Trung bình</b>	<b>615.7</b>	<b>3.8</b>	<b>80.0</b>	<b>41,033</b>	<b>35.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>11.1</b>	<b>1.4</b>	<b>13.3%</b>	<b>59.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>32.7%</b>
<b>BẤT ĐỘNG SẢN</b>												
DXG	641	8.7	155	20,500	65.3%	15.0%	71.3	1.2	2.0%	-21%	61.30%	582.30%
KDH	981	4.1	242	35,700	56.7%	1.3%	23	1.4	6.0%	35.1%	38.70%	35.90%
NLG	499	2.7	47	38,000	49.0%	1.8%	20	1	6.0%	-37%	37.40%	54.30%
VHM	22672	29.5	9633	141,300	-9.4%	4.1%	9.2	2.3	28.0%	850%	24%	23%
VRE	2,534	8.1	925	34,000	12.2%	3.4%	9.7	1.3	15.0%	25.8%	-15.80%	44.20%
VPL	6206	2.9	2767	114,400	26.1%	0.0%	54.1	4.5		1570%	253.10%	129.50%
<b>Trung bình</b>	<b>5588.8</b>	<b>9.3</b>	<b>2294.8</b>	<b>63,983</b>	<b>33.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>31.2</b>	<b>2.0</b>	<b>11.4%</b>	<b>590.5%</b>	<b>66.5%</b>	<b>144.9%</b>
<b>CÔNG NGHỆ</b>												
FPT	4627	28.5	909	118,200	67.4%	1.4%	12.6	3.1	27.0%	19.2%	13.8%	17.4%
<b>Trung bình</b>	<b>4627.0</b>	<b>28.5</b>	<b>909.0</b>	<b>118,200</b>	<b>67.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>12.6</b>	<b>3.1</b>	<b>27.0%</b>	<b>19.2%</b>	<b>13.8%</b>	<b>17.4%</b>
<b>XÂY DỰNG HẠ TẦNG</b>												
HHV	216	2.4	82	14,700	28.9%	2.0%	9.4	0.5	5.1%	23.1%	14.9%	27.1%
<b>Trung bình</b>	<b>216.0</b>	<b>2.4</b>	<b>82.0</b>	<b>14,700</b>	<b>28.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>9.4</b>	<b>0.5</b>	<b>5.1%</b>	<b>23.1%</b>	<b>14.9%</b>	<b>27.1%</b>

# KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ VNDIRECT

**Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư**

[phuong.hoangviet@vndirect.com.vn](mailto:phuong.hoangviet@vndirect.com.vn)

**Vĩ mô & Chiến lược thị trường**

Đình Quang Hình – Trưởng phòng

[hinh.dinh@vndirect.com.vn](mailto:hinh.dinh@vndirect.com.vn)

Nguyễn Bá Khương – Chuyên viên phân tích cao cấp

[khuong.nguyenba@vndirect.com.vn](mailto:khuong.nguyenba@vndirect.com.vn)

Lê Hồng Hải – Chuyên viên phân tích cao cấp

[hai.lehong@vndirect.com.vn](mailto:hai.lehong@vndirect.com.vn)

Phạm An Vy – Chuyên viên phân tích

[vy.phaman@vndirect.com.vn](mailto:vy.phaman@vndirect.com.vn)

**Sản xuất – Logistic – Khu công nghiệp**

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên phân tích

[hoang.danghuy2@vndirect.com.vn](mailto:hoang.danghuy2@vndirect.com.vn)

Nguyễn Thùy Dương – Chuyên viên phân tích

[duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn](mailto:duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn)

**Thực tập sinh hỗ trợ phân tích:**

Nguyễn Hà Phương

[phuong.nguyenha2@vndirect.com.vn](mailto:phuong.nguyenha2@vndirect.com.vn)

Ngô Thị Ánh Hồng

[hong.ngoanh@vndirect.com.vn](mailto:hong.ngoanh@vndirect.com.vn)

**Ngân hàng – Dịch vụ tài chính**

Nguyễn Mạnh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp

[tung.nguyenmanh@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenmanh@vndirect.com.vn)

Nguyễn Thảo Linh – Chuyên viên phân tích

[linh.nguyenthao3@vndirect.com.vn](mailto:linh.nguyenthao3@vndirect.com.vn)

**Năng lượng – Hóa chất**

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

[hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

Nguyễn Phạm Anh Tuấn – Chuyên viên Phân tích

[luan.nguyenanh11@vndirect.com.vn](mailto:luan.nguyenanh11@vndirect.com.vn)

Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên phân tích

[hue.duongthu@vndirect.com.vn](mailto:hue.duongthu@vndirect.com.vn)

**Bất động sản – Xây dựng – Vật liệu**

Đỗ Thị Hương – Chuyên viên phân tích

[huong.do4@vndirect.com.vn](mailto:huong.do4@vndirect.com.vn)

Nguyễn Phương Anh – Chuyên viên phân tích

[anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn](mailto:anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn)

**Tiêu dùng – Hàng không – Nông nghiệp**

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng

[ngoc.phambich@vndirect.com.vn](mailto:ngoc.phambich@vndirect.com.vn)

Nguyễn Thị Quyên – Chuyên viên phân tích cao cấp

[quyen.nguyen2@vndirect.com.vn](mailto:quyen.nguyen2@vndirect.com.vn)

Đào Thị Hồng Anh - Chuyên viên phân tích

[anh.daohong@vndirect.com.vn](mailto:anh.daohong@vndirect.com.vn)

# MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

## ĐỊA CHỈ LIÊN HỆ

### Hội sở

1 Nguyễn Thượng Hiền,  
Phường Hai Bà Trưng, Hà Nội  
ĐT: +84 24 3972 4568  
Fax: +84 24 3972 4568

### Chi nhánh Vinh – Nghệ An

204, tờ bản đồ số 01, khối Yên Vinh,  
Phường Trường Vinh, Nghệ An  
ĐT: +84 23 8730 2886  
Fax: NA

### Chi nhánh Thanh Hoá

Tầng 2, số 11 Hạc Thành  
Phường Hạc Thành, Thanh Hóa  
ĐT: +84 90 3255 202  
Fax: NA

### Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tòa nhà 90 Pasteur,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
ĐT: +84 28 7300 0688  
Fax: +84 28 3914 6924

### Chi nhánh Cần Thơ

Tầng 3 Tòa nhà STS, 11B Hòa Bình,  
Phường Ninh Kiều, Cần Thơ  
ĐT: +84 710 3766 959  
Fax: NA

### Chi nhánh Bình Dương

Tầng 1, 280 đường 30/04, Khu 03,  
Phường Thủ Dầu Một, TP. HCM  
ĐT: +84 27 4222 2659  
Fax: +84 27 4222 2660

### Chi nhánh Đà Nẵng

57 Duy Tân,  
Phường Hoa Cường, Đà Nẵng  
ĐT: +84 511 382 1111  
Fax: NA

### Chi nhánh Quảng Ninh

Tầng 1, 2, 3, Khu CC Việt Hàn,  
Phường Hồng Gai, Quảng Ninh  
ĐT: +84 98 8619 695  
Fax: NA

### Chi nhánh Nam Định

88-90 Phạm Sư Mạnh,  
Phường Nam Định, Ninh Bình  
ĐT: +84 22 8352 8819  
Fax: NA

**THANK YOU!**

