

Triển vọng TTCK 2H2026

Qua vùng nhiễu động

Chúng tôi duy trì dự báo vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2026 ở mức 1,950 điểm, như đã đưa ra trong báo cáo chiến lược gần nhất, và tăng khoảng 5% so với vùng giá hiện tại. Vùng điểm này tương ứng:

- Mức tăng trưởng EPS 2026 của thị trường chung là 25% (tăng so với mức 11% của báo cáo gần nhất), chủ yếu nhờ kỳ vọng vào các chính sách thúc đẩy kinh tế của Chính phủ, giá dầu giảm mạnh khi xung đột Trung Đông hạ nhiệt, và lợi nhuận tăng trưởng đột biến ở VIC.
- Mức P/E hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm tương đương vùng hiện tại ở 15.1 (theo Bloomberg). Dữ liệu thực tế cho thấy vùng giá của phần đông cổ phiếu vốn hóa lớn trên sàn (ngoại trừ nhóm Vingroup) đang ở vùng hấp dẫn trong tương quan với tăng trưởng kết quả kinh doanh. Mức P/E điều chỉnh (chúng tôi tính toán lại chỉ số P/E VNIndex với giả định biến động giá cổ phiếu nhóm Vingroup tăng tương đồng với mức tăng lợi nhuận sau thuế trượt 4 quý – tức P/E nhóm này không đổi từ đầu 2025) hiện ở 11.2, tương đương vùng đáy các năm 2020, 2022, 2025. Đây là cơ sở quan trọng để chúng tôi cho rằng ngay khi các rủi ro vĩ mô trong nước hạ nhiệt (là yếu tố chúng tôi kỳ vọng sẽ xảy ra trong nửa sau 2026), phần đông các cổ phiếu sẽ có cơ hội được tái định giá lại ở mặt bằng giá cao hơn đáng kể vùng hiện tại. Dù vậy, chúng tôi chưa vội nâng mức P/E mục tiêu của chỉ số VNIndex ngay trong báo cáo này do nhận thấy bối cảnh vĩ mô quốc tế còn nhiều bất định, trong khi định giá nhóm cổ phiếu Vingroup đang ở mức cao cũng tiềm ẩn áp lực chung nếu xuất hiện xu hướng điều chỉnh ở nhóm này.

Hai rủi ro vĩ mô trọng yếu gây áp lực chính lên TTCK Việt Nam trong nửa đầu 2026 là xung đột Trung Đông và mặt bằng lãi suất huy động tăng cao sẽ dẫn hạ nhiệt trong nửa sau 2026. Trên thực tế, giá dầu đã lao dốc mạnh kể từ khi đạt đỉnh vào đầu tháng 5 trước các diễn biến đàm phán tích cực Mỹ - Iran. Đối với vấn đề lãi suất, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục neo cao nửa đầu quý 3, trước khi hạ nhiệt dần với xu hướng giảm rõ rệt xuất hiện từ đầu quý 4 (*xem thêm phần bối cảnh vĩ mô*).

Chủ đề đầu tư chúng tôi lựa chọn cho 2H 2026 là Nâng hạng thị trường, Thoái vốn doanh nghiệp nhà nước, El Nino, Xung đột Mỹ - Iran hạ nhiệt, và tăng trưởng dòng vốn FDI.

Trần Đức Anh
Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhtd@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang
Chuyên viên vĩ mô
trangnt6@kbsec.com.vn

Vũ Diệu Hà
Chuyên viên vĩ mô
havd2@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh
Chuyên viên chiến lược
anhnv3@kbsec.com.vn

07/07/2026

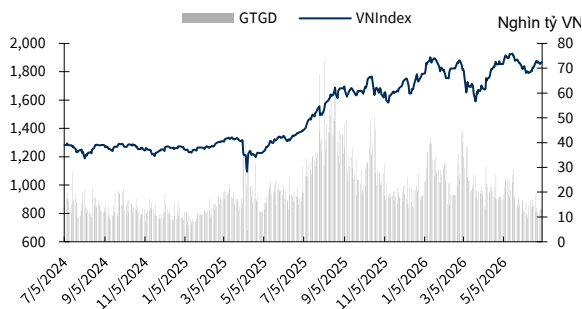
I. TRIỂN VỌNG TTCK 2026	3
II. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	7
III. BỐI CẢNH VĨ MÔ VÀ TTCK	9
1. Vĩ mô thế giới - Rủi ro hạ nhiệt	9
2. Vĩ mô Việt Nam - Áp lực từ lạm phát và tỷ giá được kiểm soát	13
IV. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ	16
1. Căng thẳng Mỹ - Iran hạ nhiệt	17
2. Nâng hạng thị trường	18
3. Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam hồi phục mạnh	20
4. Thoái vốn doanh nghiệp nhà nước	23
5. El Nino	26
V. DANH MỤC ĐẦU TƯ MẪU	31
VI. TRIỂN VỌNG NGÀNH	32
Ngân hàng	33
Bất động sản dân cư	46
BDS Khu công nghiệp	58
Bán lẻ	74
Điện	86
Công nghệ	99
Thủy sản	107
Ngành sữa	116
Logistics	124
Xây dựng	137
Dầu khí	145

I. Triển vọng TTCK 2H2026

TTCK Việt Nam giảm 4.2% trong 1H 2026

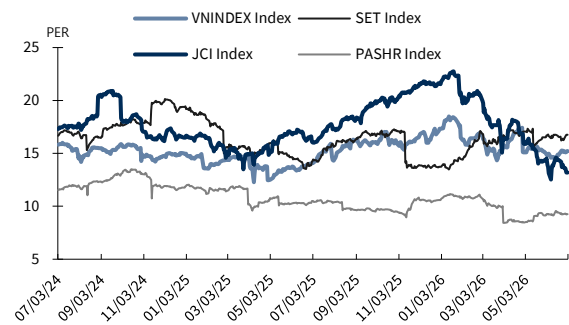
TTCK Việt Nam biến động giằng co, tăng nhẹ trong nửa đầu 2026, với diễn biến có thể chia làm 2 giai đoạn chính. Giai đoạn 1 kéo dài đến gần cuối quý 1, thị trường đi ngang trong 2 tháng đầu, trước khi lao dốc mạnh từ cuối tháng 2 trước ảnh hưởng bởi xung đột tại Trung Đông. Giai đoạn 2 là từ cuối quý 1 đến hết quý 2, thị trường có xu hướng hồi phục trở lại nhưng mang tính phân hóa rõ nét trong thời gian chờ đợi kết quả đàm phán giữa Mỹ và Iran, cùng động lực đến từ diễn biến tăng mạnh của nhóm cổ phiếu Vingroup. Tính chung cho cả nửa đầu năm, chỉ số VNIndex giảm 4.2% về điểm số so với cuối 2025, trong khi giá trị giao dịch khớp lệnh tăng 34% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



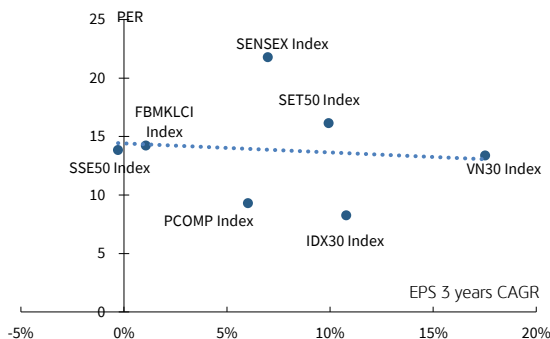
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



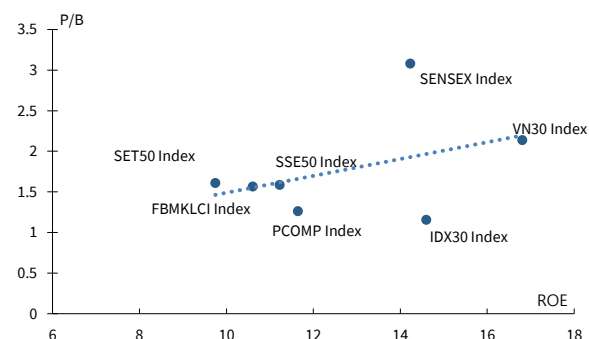
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tương quan P/E, tăng trưởng EPS các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/B, ROE các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

*Chú thích: chúng tôi ưu tiên sử dụng các chỉ số Top 30-50 cổ phiếu của các thị trường trong khu vực để đảm bảo sự tương đồng trong so sánh

Với những diễn biến hạ nhiệt tại khu vực Trung Đông vốn có tầm ảnh hưởng sâu rộng đến bối cảnh vĩ mô quốc tế cũng như Việt Nam, kết hợp với 1 vài điểm sáng vĩ mô và KQKD khả quan của doanh nghiệp, các dự báo của chúng tôi nhìn chung có phần tích cực hơn so với báo cáo gần nhất. Cụ thể:

Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết dự báo tăng trưởng mạnh

Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường cho năm 2026 lên mức 25% YoY, chủ yếu nhờ phản ánh mức tăng 200% kế hoạch lợi nhuận sau thuế của VIC (35,000 tỷ VND). Nếu loại trừ mức tăng trưởng đột biến này của VIC, tăng trưởng EPS toàn thị trường ở mức 14% YoY, với đóng góp chính đến từ mức tăng của một số nhóm có tỷ trọng lớn: Nguyên vật liệu (+40% YoY), Hàng hóa không thiết yếu (+18% YoY) và Tài chính (+14% YoY). Mức tăng trưởng này của chúng tôi phản ánh kỳ vọng vào việc Chính phủ đang nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng và tập trung nguồn lực để phát triển các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi trở thành trụ cột tăng trưởng bền vững của nền kinh tế.

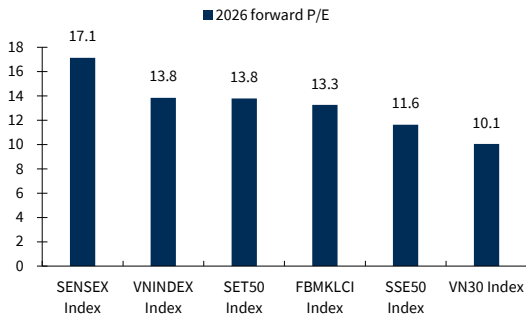
Bối cảnh vĩ mô quốc tế vẫn còn nhiều bất định, tuy nhiên mức độ rủi ro đã thấp hơn trước

Nửa đầu năm 2026, xung đột bùng phát tại eo biển Hormuz đã tạo ra cú sốc năng lượng làm chao đảo mọi dự báo vĩ mô trước đó. Tuy vậy, trong 2H2026, chúng tôi kỳ vọng môi trường đầu tư sẽ dần trở nên thuận lợi hơn khi các rủi ro lớn bắt đầu hạ nhiệt và chưa xuất hiện thêm cú sốc mới đủ mạnh để làm thay đổi xu hướng thị trường. Việc căng thẳng địa chính trị giảm bớt, giá năng lượng ổn định hơn sẽ tạo điều kiện để dòng tiền quay trở lại thị trường chứng khoán.

Mặt bằng lãi suất huy động dự báo giảm từ quý 4 trong bối cảnh áp lực tỷ giá, lạm phát được kiểm soát

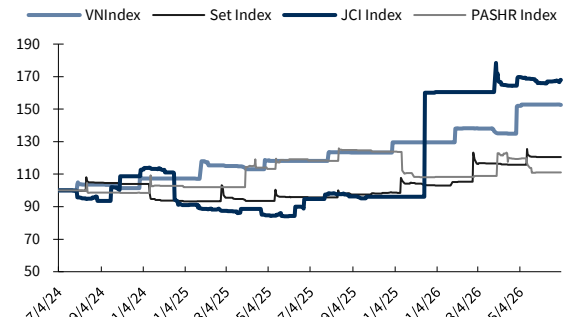
Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 ở mức khoảng 8%, dựa trên kỳ vọng bối cảnh vĩ mô toàn cầu cải thiện và các chính sách hỗ trợ của Chính phủ trong việc hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng hai chữ số. Theo đó, chính sách điều hành sẽ tập trung vào đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, khơi thông dòng vốn khu vực tư nhân, thu hút FDI, đồng thời duy trì sự cân bằng giữa mục tiêu tăng trưởng, kiểm soát lạm phát và ổn định tỷ giá. Trong bối cảnh áp lực lạm phát và tỷ giá dần hạ nhiệt, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ có thêm dư địa điều hành chính sách tiền tệ theo hướng hỗ trợ tăng trưởng. Theo đó, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất đã đang ở vùng đỉnh, sẽ tiếp tục neo cao trong quý 3, trước khi cho dấu hiệu giảm dần từ đầu quý 4 khi thanh khoản hệ thống được cải thiện nhờ đầu tư công tăng tốc và chênh lệch tăng trưởng huy động/tín dụng thu hẹp.

Biểu đồ 5. P/E forward 2026 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Định giá chỉ số VNIndex đang ở vùng hấp dẫn

PE của chỉ số VNIndex hiện đang ở mức 15.1 (theo Bloomberg), thấp hơn không đáng kể so với mức bình quân 5 năm gần nhất ở 16.1. Dù vậy, diễn biến tăng đột biến ở nhóm cổ phiếu Vingroup từ đầu năm 2025 khiến mức P/E này không phản ánh toàn diện mức định giá của phần đông các cổ phiếu trên TTCK (riêng 2 cổ phiếu VIC, VHM đã đóng góp xấp xỉ 450 điểm cho mức tăng của chỉ số VNIndex từ đầu năm 2025, và P/E của VIC hiện đang giao dịch ở mức 140 lần).

Theo đó, để đánh giá đúng hơn về vùng định giá hiện tại của chỉ số VNIndex, chúng tôi ước tính lại mức P/E của thị trường (sau đây gọi là P/E điều chỉnh) với giả định P/E nhóm cổ phiếu Vingroup giữ nguyên từ đầu năm 2025 (hay nói cách khác, biến động giá ở nhóm cổ phiếu này tương đồng với lợi nhuận trượt 4 quý). Kết quả cho thấy chỉ số này hiện đang ở mức 11.2 lần, cách không xa mức đáy Covid vào tháng 3/2020 (ở 11.3 lần), đáy của năm 2022 (ở 11.01 lần), và đáy thuế quan trong năm 2025 (ở 11.6 lần).

Biểu đồ 7. Chỉ số P/E của VNIndex



Nguồn: KBSV

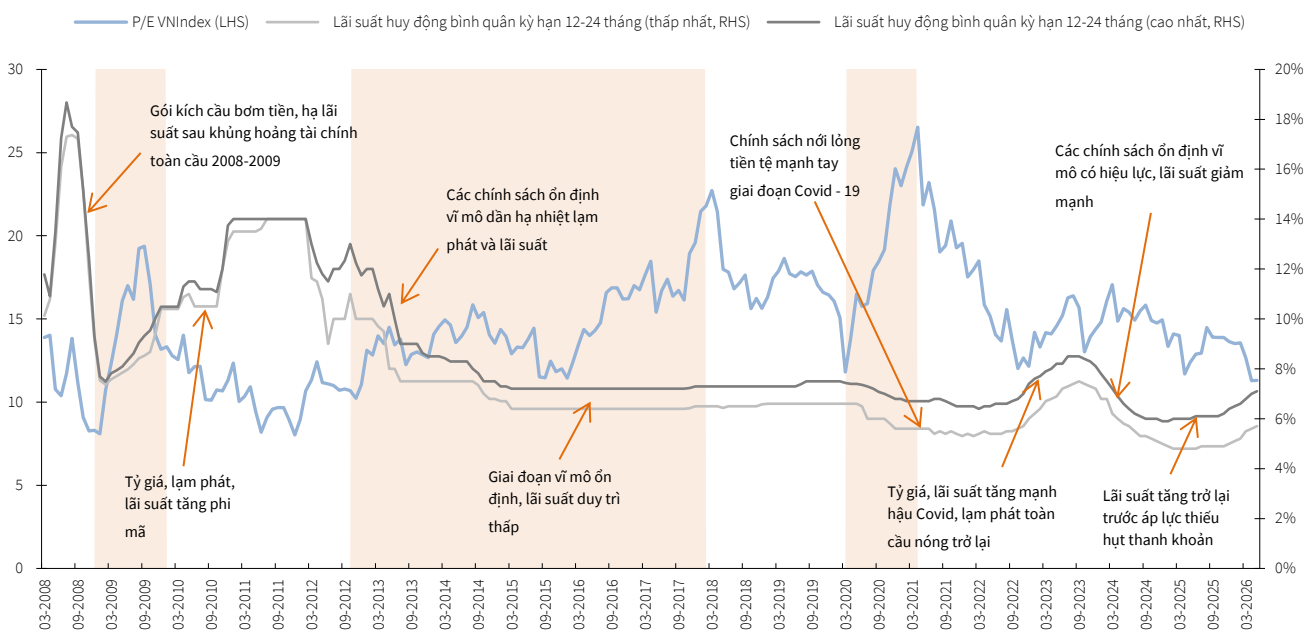
Chú thích: P/E VNIndex điều chỉnh là chỉ số P/E được chúng tôi tính toán lại với giả định P/E nhóm Vingroup không đổi từ đầu 2025.

Chỉ số VNIndex được dự báo ở quanh mức 1,950 điểm thời điểm cuối năm 2026

Đối với triển vọng thị trường trong năm 2026, với đánh giá mặt bằng lãi suất sẽ dần hạ nhiệt trong nửa sau 2026, trong khi lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục tăng trưởng mạnh, chúng tôi duy trì dự báo vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm ở 1,950, như đã được đưa ra ở báo cáo gần nhất, tương ứng mức tăng xấp xỉ 5% từ vùng giá hiện tại:

- Mức tăng trưởng EPS 2026 của thị trường chung được kỳ vọng tăng mạnh lên mức 25% (tăng so với mức 11% của báo cáo gần nhất), chủ yếu nhờ kỳ vọng vào các chính sách thúc đẩy kinh tế của Chính phủ, giá dầu giảm mạnh khi xung đột Trung Đông hạ nhiệt, và lợi nhuận tăng trưởng đột biến ở VIC (xem thêm phần *Triển vọng hoạt động kinh doanh*).
- Về mặt định giá, chúng tôi duy trì vùng P/E hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm tương đương vùng hiện tại ở 15.1. Dữ liệu thực tế cho thấy vùng giá của phần đông cổ phiếu vốn hóa lớn trên sàn (ngoại trừ nhóm Vingroup) đang ở vùng hấp dẫn trong tương quan với tăng trưởng kết quả kinh doanh. Mức P/E *điều chỉnh* hiện ở 11.2, tương đương vùng đáy các năm 2020, 2022, 2025 phản ánh tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn khi các rủi ro vĩ mô dần hạ nhiệt. Dù vậy, chúng tôi chưa vội nâng mức P/E mục tiêu của chỉ số VNIndex ngay trong báo cáo này do nhận thấy bối cảnh vĩ mô quốc tế còn nhiều bất định, trong khi định giá nhóm cổ phiếu Vingroup đang ở mức cao cũng tiềm ẩn áp lực nếu xuất hiện xu hướng điều chỉnh ở nhóm này.

Biểu đồ 8. Mối tương quan P/E VNIndex và mặt bằng lãi suất



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Chú thích: vùng in đậm thể hiện các giai đoạn P/E của TTCK tăng mạnh nhờ môi trường lãi suất thấp

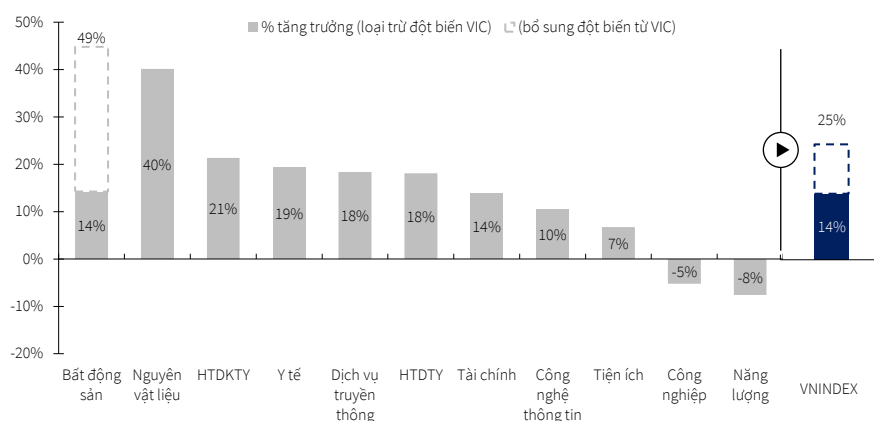
II. Triển vọng hoạt động kinh doanh

Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2026 đạt 25% YoY

Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường cho năm 2026 lên mức **25% YoY**, chủ yếu nhờ phản ánh mức tăng 200% kế hoạch lợi nhuận sau thuế của VIC (35,000 tỷ VND). Nếu loại trừ mức tăng trưởng đột biến này của VIC, tăng trưởng EPS toàn thị trường ở mức **14% YoY**, với đóng góp chính đến từ mức tăng của một số nhóm có tỷ trọng lớn: Nguyên vật liệu (+40% YoY), Hàng hóa không thiết yếu (+18% YoY) và Tài chính (+14% YoY).

Mức tăng trưởng EPS bình quân được duy trì 2 con số tiếp tục phản ánh kỳ vọng tích cực của chúng tôi vào triển vọng các doanh nghiệp niêm yết trong năm nay đặc biệt khi Chính phủ đang nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng và tập trung nguồn lực để phát triển các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi trở thành trụ cột tăng trưởng bền vững của nền kinh tế:

- **Khu vực kinh tế nhà nước đóng vai trò tiên phong quy hoạch phát triển:** Được thể hiện qua Nghị quyết 79, khu vực kinh tế nhà nước sẽ đóng vai trò tiên phong xây dựng các hạ tầng chiến lược, giúp định hướng và mở rộng các vùng kinh tế mới làm động lực tăng trưởng. Kế hoạch đầu tư phát triển giai đoạn 2026-2030 dự kiến tăng mạnh 166% so với giai đoạn trước, với tổng vốn giải ngân đạt khoảng 8.22 triệu tỷ đồng, tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt, lan tỏa dòng tiền trực tiếp đến các nhóm ngành Nguyên vật liệu và Xây dựng hạ tầng.
- **Khu vực kinh tế tư nhân được định hướng trở thành trọng tâm:** Thông qua Nghị quyết 68, kinh tế tư nhân được xác định là động lực tăng trưởng chủ đạo của nền kinh tế, mục tiêu đóng góp 55% - 58% GDP vào năm 2030 và trên 60% GDP vào năm 2045, với định hướng phát triển các tập đoàn kinh tế tư nhân có sức cạnh tranh toàn cầu. Để hướng tới mục tiêu này, các giải pháp cấp thiết đã được triển khai: Nghị quyết 68 và các chính sách tinh gọn bộ máy giúp loại bỏ các rào cản pháp lý không cần thiết, tạo điều kiện kinh doanh tối đa cho khu vực tư nhân; Chính sách nới lỏng các hạn mức quy định đối với các dự án trọng điểm mang tầm cỡ quốc gia; Khuyến khích đầu tư khoa học công nghệ;... Môi trường kinh doanh và đầu tư thông thoáng, thuận lợi hơn sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp, thương mại và sáng chế công nghệ cao.
- **Dòng vốn FDI phục hồi sẽ lan tỏa tác động tích cực:** Việt Nam trong tương lai sẽ tiếp tục là điểm thu hút dòng vốn FDI nhờ hưởng lợi kép từ 2 xu hướng chính: i) Sự cạnh tranh, phân tách ngành công nghệ giữa Mỹ - Trung Quốc thúc đẩy dòng vốn FDI dịch chuyển sang Việt Nam; ii) Siêu chu kỳ ngành công nghệ cao (AI) cũng thúc đẩy đầu tư mở rộng của các tập đoàn công nghệ cao (siêu dự án của Samsung tại Thái Nguyên như nhà máy đóng gói & kiểm thử chip bán dẫn giai đoạn 1 với giá trị ~1.5 tỷ USD). Đồng thời, sự kết hợp của các nhóm giải pháp, cơ chế thúc đẩy được nêu trong Nghị quyết 10 về phát triển kinh tế FDI được kỳ vọng sẽ cải thiện lợi thế cạnh tranh và sức hấp dẫn của môi trường đầu tư tại Việt Nam, qua đó củng cố triển vọng tích cực cho kim ngạch xuất nhập khẩu và tình hình của các doanh nghiệp BĐS KCN.

Biểu đồ 9. Dự phóng tăng trưởng EPS 2026 so với cùng kỳ

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nguyên vật liệu và tài chính dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận

Dựa vào tình hình bối cảnh chung của kinh tế vĩ mô, đánh giá xu hướng ngành, kết hợp dự phóng cụ thể ở nhóm doanh nghiệp đầu ngành, chúng tôi đưa ra dự phóng cụ thể như sau:

- **Các nhóm ngành dẫn dắt:** Những lĩnh vực hưởng lợi chính trong xu hướng sắp tới bao gồm Nguyên vật liệu (+40% YoY), Tài chính (+14% YoY). Đây là những nhóm sẽ được hưởng lợi từ làn sóng thúc đẩy đầu tư công, hoàn thiện hạ tầng khiến nhu cầu vật liệu và vốn giải ngân tăng đột biến.
- **Các nhóm ngành tăng trưởng thấp hơn:** Ngược lại, nhóm Công nghệ thông tin (+10% YoY) và Tiện ích (+7% YoY) ghi nhận tốc độ khiêm tốn hơn. Nhóm công nghệ thông tin với tỷ trọng đóng góp lớn từ FPT đang đối mặt với tình trạng giảm phát doanh thu do AI. Riêng với nhóm Tiện ích mức tăng trưởng thấp phản ánh đặc tính phòng thủ và nhu cầu ổn định.

III. Bối cảnh vĩ mô và TTCK

1. Vĩ mô thế giới - Rủi ro hạ nhiệt

Rủi ro hạ nhiệt, cơ hội tích lũy đầu tư trong 2H2026

Nửa đầu năm 2026, xung đột bùng phát tại eo biển Hormuz đã tạo ra cú sốc năng lượng làm chao đảo mọi dự báo vĩ mô trước đó. Thị trường lãi suất cũng đang phản ánh kỳ vọng về khả năng một số ngân hàng trung ương lớn phải quay lại chu kỳ thắt chặt. Đồng thời, những hoài nghi ngày càng gia tăng về mức định giá của nhóm cổ phiếu AI và nguy cơ hình thành bong bóng tài sản tiếp tục làm suy yếu khẩu vị rủi ro. Sự cộng hưởng của các yếu tố này đã gây áp lực đáng kể lên thị trường chứng khoán châu Á nói chung và Việt Nam nói riêng.

Tuy vậy, trong 2H2026, chúng tôi kỳ vọng môi trường đầu tư sẽ dần trở nên thuận lợi hơn khi các rủi ro lớn bắt đầu hạ nhiệt và chưa xuất hiện thêm cú sốc mới đủ mạnh để làm thay đổi xu hướng thị trường. Việc căng thẳng địa chính trị giảm bớt, giá năng lượng ổn định hơn tạo điều kiện để dòng tiền quay trở lại thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, chiến lược đầu tư vẫn cần duy trì sự chọn lọc và thận trọng trước các rủi ro “vùng xám”, đặc biệt là căng thẳng Trung Quốc-Đài Loan và bong bóng AI.

Bảng 10. Các yếu tố vĩ mô Thế giới tác động chính trong 2H2026

Yếu tố tác động	Đánh giá của KBSV		
	Tác động đến VNINDEX 2H2026	Xu hướng 1H2026	Dự báo xu hướng 2H2026
Xung đột Mỹ/Israel - Iran		Đỉnh điểm của xung đột Mỹ/Israel - Iran. Giá dầu tăng chạm mốc 120 USD/thùng	Xung đột Mỹ/Israel - Iran dần hạ nhiệt, giá dầu giảm về 70 - 75 USD/thùng
Chính sách của NHTW lớn		FED giữ nguyên lãi suất PBoC duy trì xu hướng cắt lãi suất, hỗ trợ tăng trưởng ECB, BOE, BOJ tăng lãi suất	FED giữ nguyên lãi suất PBoC duy trì xu hướng cắt lãi suất, hỗ trợ tăng trưởng ECB, BOE, BOJ tiếp tục tăng lãi suất
Chỉ số DXY		Tăng lên mốc 101.x, tăng 3% so với cuối năm 2025	Dự báo biến động trong vùng 98 - 103.x, tăng ~5% so với cuối 2025
Thương mại toàn cầu - Tradewar 2.0		Rủi ro hạ nhiệt với các chính sách thuế quan mới như Section 301	Thương mại toàn cầu chuyển sang xu hướng "phân mảnh" Rủi ro bất định vẫn còn, nhưng không lớn
Các rủi ro tiềm ẩn đáng chú ý		Xung đột khác: Nga - Ukraine Rủi ro vùng xám: Trung Quốc - Đài Loan Bong bóng AI	Xung đột khác: Nga - Ukraine Rủi ro vùng xám: Trung Quốc - Đài Loan Bong bóng AI

Tác động tiêu cực

Trung lập

Tác động tích cực

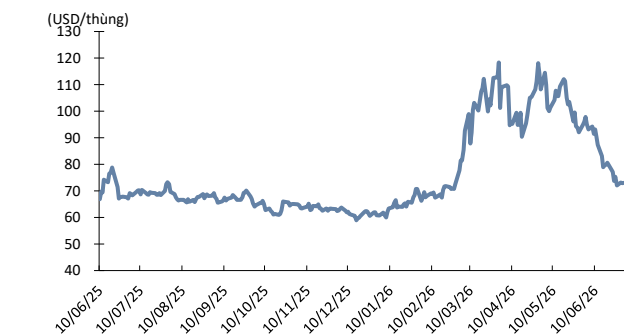
Nguồn: KBSV

Xung đột Mỹ - Iran hạ nhiệt, dự báo giá dầu bình quân 2H2026 duy trì 70 - 75 USD/thùng

Tín hiệu hạ nhiệt căng thẳng địa chính trị giữa Mỹ và Iran đã trở nên rõ nét hơn trong nửa cuối tháng 6/2026. Sau vòng tấn công trả đũa cuối tuần 27-28/6, đến ngày 29/6, hai bên thống nhất tạm dừng các cuộc tấn công mới. Hoạt động vận chuyển qua eo biển Hormuz cũng đang dần phục hồi với khối lượng vận chuyển qua eo biển Hormuz đạt khoảng 20-30% mức trước xung đột.

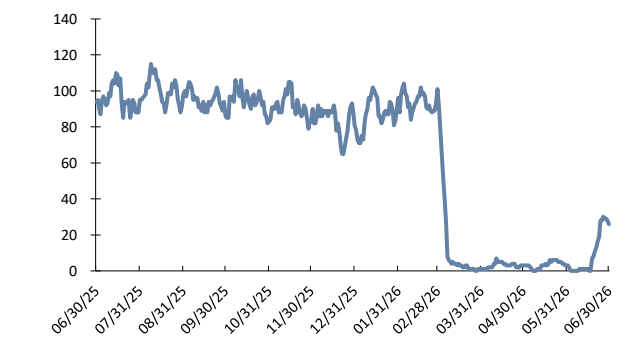
Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo giá dầu Brent bình quân 2H2026 dao động quanh 70-75 USD/thùng và hạ dự báo giá dầu bình quân năm 2026 về mức 80-85 USD/thùng. Trong đó, yếu tố hỗ trợ đà giảm chủ yếu đến từ kỳ vọng thỏa thuận ngừng bắn Mỹ-Iran tiếp tục được duy trì và dòng vận chuyển qua eo biển Hormuz phục hồi mức 30 - 50% lưu lượng trước xung đột trong quý III/2026 và quý IV/2026. Tuy vậy, giá dầu khó sụt giảm xuống mức sâu hơn, do vẫn còn các yếu tố kìm hãm, bao gồm: (1) theo EIA, tồn kho dầu toàn cầu đã giảm bình quân 6.3 triệu thùng/ngày trong quý II/2026, tồn kho của OECD xuống mức thấp nhất kể từ năm 2003 và quá trình tái tích trữ sẽ cần nhiều thời gian, trong khi một số nước nhập khẩu, đặc biệt tại châu Á, có thể đẩy mạnh việc tăng dự trữ để phòng ngừa rủi ro cú sốc mới, qua đó duy trì lực cầu hỗ trợ cho giá dầu; (2) hạ tầng năng lượng Trung Đông và Thế giới đã chịu nhiều thiệt hại tích lũy qua các cú sốc liên tiếp — từ chiến sự Nga-Ukraine đến xung đột Mỹ/Israel-Iran;

Biểu đồ 11. Giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 12. Lướt tàu dầu thô rời Vịnh Ba Tư qua Hormuz trong 7 ngày gần nhất



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 13. Những bế tắc trong đàm phán của Mỹ và Iran

Vấn đề	Lập trường Mỹ	Lập trường Iran
Quyền làm giàu uranium	Muốn Iran đình chỉ hoạt động làm giàu; đến cuối tháng 6/2026, Mỹ đã cứng hóa lập trường thành "zero enrichment" (không cho làm giàu ở bất kỳ mức nào).	Khẳng định quyền làm giàu vì mục đích dân sự; mức độ/quy mô có thể "đàm phán" nhưng không từ bỏ hoàn toàn quyền này.
Xử lý kho uranium làm giàu cao	Muốn pha loãng (down-blend) kho uranium tại chỗ, dưới giám sát IAEA.	Đồng ý cơ chế pha loãng tại chỗ dưới giám sát IAEA (Điều 8, MOU 17/6).
Thanh sát hạt nhân (cơ quan IAEA của Mỹ giám sát cơ sở hạt nhân của Iran)	Yêu cầu IAEA được tiếp cận đầy đủ để xác minh.	Về nguyên tắc đã chấp nhận cho IAEA thanh sát trở lại (1 trong 4 kết quả JD Vance công bố); phạm vi/thời hạn chi tiết chưa rõ.
Quyền kiểm soát eo biển Hormuz	Yêu cầu tự do hàng hải; không thu phí trong 60 ngày theo MOU (Điều 5) - không phải vô thời hạn.	Cam kết "nỗ lực tối đa" cho tàu qua lại miễn phí chỉ trong 60 ngày; sau đó đàm phán với Oman về quản lý dài hạn. Trưởng đoàn đàm phán Iran (Ghalibaf) tuyên bố Hormuz "sẽ không trở lại tình trạng trước chiến tranh" và Iran "sẽ nhận phí dịch vụ".
Trình tự dỡ trừng phạt / giải phóng tài sản	Muốn gắn với "mốc" cụ thể, chỉ dỡ đầy đủ khi có thỏa thuận cuối cùng được xác minh.	Muốn Mỹ sớm dỡ các lệnh trừng phạt (miễn trừ xuất khẩu dầu, giải phóng tài sản) trước khi nhượng bộ.
Phạm vi ngừng bắn	Muốn Iran chấm dứt tấn công tàu/cán cứ Mỹ, kiềm chế lực lượng đồng minh của Mỹ.	Gắn thực hiện thỏa thuận với diễn biến tại Lebanon.

Nguồn: KBSV tổng hợp

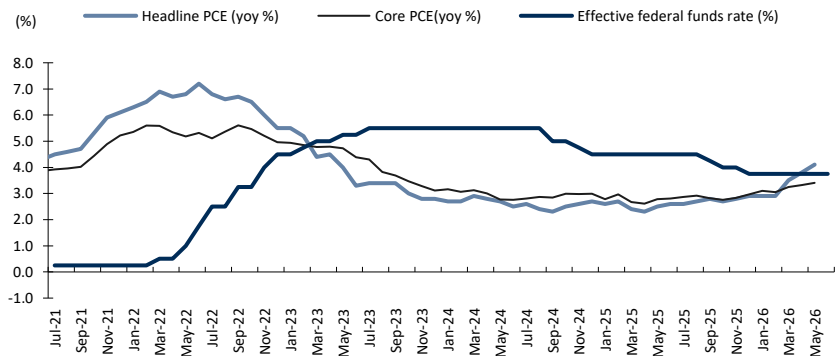
Kỳ vọng FED không tăng lãi suất vào 2H2026

Dự địa cắt giảm lãi suất của FED hiện đã thu hẹp đáng kể sau khi xung đột Mỹ - Iran xảy ra, chỉ số PCE toàn phần của Mỹ tháng 5 tăng 4.1% so với cùng kỳ; PCE lõi 3.4% so với cùng kỳ, chủ yếu do các tác động khi giá năng lượng tăng. Song song với đó, FED cũng đã phát đi tín hiệu hawkish (diều hâu) trong cuộc họp tháng 6/2026 (tham khảo thêm tại báo cáo [Fed giữ nguyên lãi suất, phát tín hiệu hawkish hơn](#))

Trong 2H2026, chúng tôi nghiêng về khả năng Fed giữ nguyên lãi suất, tuy nhiên có thể bắt đầu tăng lãi suất vào 2027, dựa trên hai lý do: (1) Fed nâng mạnh dự báo PCE cho 2026, nhưng dự báo PCE toàn phần 2027 gần như không đổi (2.3%) và PCE lõi được kỳ vọng hạ nhiệt về 2.5%. Điều này cho thấy FED chưa coi cú sốc lạm phát hiện tại (do giá xăng dầu) là một vòng xoáy lạm phát mất kiểm soát, mà nghiêng về kịch bản lạm phát sẽ dịu lại trong trung hạn — qua đó tạo dư địa để Fed không cần vội vàng trong quyết định tăng lãi suất; (2) Giá dầu đang giảm mạnh, quay về vùng 7x USD/thùng sau khi đàm phán Mỹ - Iran có tiến triển tích cực hơn, giúp giảm bớt áp lực lên lạm phát từ phía năng lượng trong nửa cuối 2026.

Biểu đồ 14. Chỉ số PCE của Mỹ và lãi suất thực tế bình quân - Federal Funds Rate của Mỹ

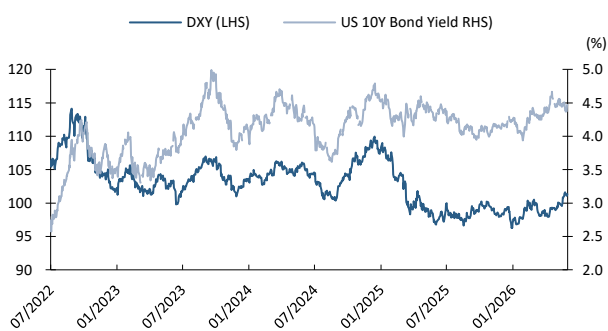
Theo nghiên cứu của chính Fed (FEDS Notes, 2023), hiệu ứng trực tiếp từ giá năng lượng thường chiếm phần lớn tác động lên lạm phát tổng thể (vòng 1), còn hiệu ứng vòng 2 nhỏ hơn, có độ trễ, và mức độ mạnh yếu phụ thuộc chủ yếu vào trạng thái thị trường lao động — thị trường lao động thắt chặt mới dễ chuyển kỳ vọng lạm phát thành tăng lương thực tế. Trong lịch sử, Fed chỉ chuyển sang xu hướng tăng lãi suất khi cú sốc năng lượng dẫn chuyển hiệu ứng lạm phát vòng 2 (second-round effects) — lan sang tiền lương và giá cả phi năng lượng.



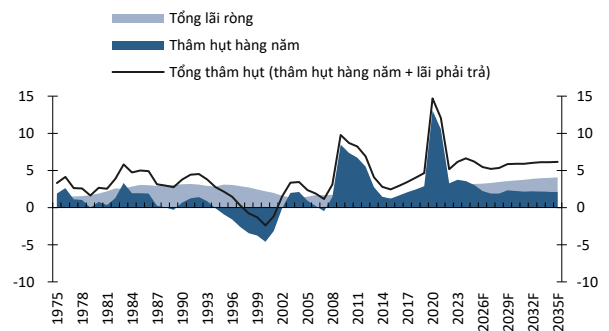
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Duy trì dự báo DXY sẽ biến động trong vùng 98 - 103

Trong 2H2026, chúng tôi duy trì dự báo DXY sẽ biến động trong vùng 98 - 103 điểm, tương đương tăng khoảng 5% so với cuối năm 2025. Dự địa tăng của đồng USD sẽ không quá lớn do sự đan xen giữa các yếu tố hỗ trợ và lực cản đà tăng, bao gồm: (1) Fed nhiều khả năng giữ nguyên lãi suất trong năm 2026 nhưng tiếp tục duy trì lập trường hawkish và có thể tăng lãi suất trong 2027, do lạm phát duy trì trên ngưỡng mục tiêu 2% và định hướng của Chủ tịch Kevin Warsh cho thấy ông đặt trọng tâm vào việc ổn định giá cả; (2) nhu cầu trú ẩn và tích trữ USD có thể suy yếu khi xung đột Mỹ-Iran hạ nhiệt; và (3) thâm hụt ngân sách cùng quy mô nợ công Mỹ tiếp tục gia tăng, làm suy giảm sức hấp dẫn dài hạn của đồng USD và hạn chế khả năng DXY duy trì xu hướng tăng mạnh.

Biểu đồ 15. Chỉ số DXY và lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ 10 năm

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 16. Nợ công Mỹ

Nguồn: Bloomberg, KBSV

2. Ví mô Việt Nam - Áp lực từ lạm phát và tỷ giá được kiểm soát

Kinh tế duy trì tốc độ tăng trưởng cao nhờ sự cải thiện bối cảnh vĩ mô thế giới và chính sách thúc đẩy tăng trưởng trong nước, qua đó hỗ trợ thanh khoản cho nền kinh tế

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 ở mức khoảng 8%, dựa trên kỳ vọng bối cảnh vĩ mô quốc tế cải thiện (*như đã phân tích ở phần trên*), cùng với các chính sách điều hành trong nước đang tập trung hỗ trợ tăng trưởng. Từ đầu năm đến nay, Chính phủ đã ban hành nhiều chính sách hỗ trợ nhằm hướng tới hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng kinh tế hai chữ số. Trong đó, nổi bật là Nghị quyết số 168/NQ-CP ban hành ngày 27/06/2026 với trọng tâm gồm đẩy nhanh giải ngân đầu tư công, thúc đẩy đầu tư tư nhân và thu hút FDI, đồng thời điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt nhằm ổn định mặt bằng lãi suất, tỷ giá và kiểm soát lạm phát. Bên cạnh đó, nghị quyết cũng cập nhật kịch bản tăng trưởng với mục tiêu tăng trưởng GDP nửa cuối năm đạt khoảng 11.9%, qua đó thúc đẩy các bộ, ngành và địa phương đẩy mạnh triển khai các giải pháp hỗ trợ tăng trưởng trong 2H2026.

Bảng 17. Tóm tắt thông tin của Nghị quyết 168/NQ-CP

Chính sách	Nội dung chính
Mục tiêu & kịch bản tăng trưởng	- Kiên định với mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm 2026 từ 10% trở lên; kịch bản tăng trưởng nửa cuối năm đạt 11.9%, trong đó chỉ tiêu theo: - Lĩnh vực: nông lâm thủy sản 4.3%, công nghiệp-xây dựng 14.3%; dịch vụ 12% - Địa phương: TP.HCM 10.2%, Hà Nội 11%, Hải Phòng & Quảng Ninh 13%, Bắc Ninh 12.5%, Hưng Yên 11.5%, Đà Nẵng 11.2%
Chính sách tài khóa	- Trình Chính phủ điều chỉnh linh hoạt một số quy định về thuế xăng dầu, nhiên liệu bay phù hợp với diễn biến giá thế giới. - Đẩy nhanh giải ngân đầu tư công, bảo đảm 100% kế hoạch; đưa ra kịch bản giải ngân chi tiết theo tuần/tháng/quý; và tháo gỡ các dự án trọng điểm. - Triển khai hiệu quả giải pháp phát triển thị trường chứng khoán, bảo hiểm, thu hút FDI, phát triển doanh nghiệp và thiết kế sản phẩm tài chính mới, thu hút dòng vốn của các nhà đầu tư quốc tế vào Trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam.
Chính sách tiền tệ	- Nâng cao chất lượng tín dụng, hướng dòng vốn tín dụng vào các lĩnh vực sản xuất, kinh doanh, lĩnh vực ưu tiên, các động lực tăng trưởng kinh tế và các dự án trọng điểm phục vụ phát triển kinh tế - xã hội. - Nghiên cứu nâng tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn của KBNN tại các NHTM vào nguồn vốn huy động của các NHTM để bổ sung thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. - Bộ Tài chính và NHNN chủ động quyết định hạn mức cụ thể sử dụng ngân quỹ nhà nước tạm thời nhàn rỗi để gửi có kỳ hạn tại NHTM (có thể vượt quá 50% khả năng ngân quỹ nhà nước tạm thời nhàn rỗi).
Sản xuất kinh doanh	- Cải thiện môi trường đầu tư kinh doanh, cắt giảm thủ tục hành chính về kiểm dịch, môi trường, xuất nhập khẩu..., giảm chi phí logistics.
Thương mại	- Xử lý điều tra theo Mục 301 và việc đàm phán thương mại đối ứng với Hoa Kỳ. - Xúc tiến thương mại theo ngành hàng/thị trường; tận dụng FTA thế hệ mới; và chiến lược xuất khẩu vào Trung Quốc, Ấn Độ. - Xử lý hiện tượng nhập siêu bảo đảm cân cán thương mại bền vững.

Nguồn: KBSV tổng hợp

Dự báo lãi suất đã tạo đỉnh và giảm dần từ đầu 4Q2026 sẽ giúp khơi thông dòng vốn và giải tỏa tâm lý thị trường, qua đó hỗ trợ kênh đầu tư nói chung, trong đó có chứng khoán

Thanh khoản hệ thống ngân hàng duy trì trạng thái thắt chặt trong nửa đầu năm ở cả thị trường 1 và thị trường 2:

- Đối với thị trường 1, chênh lệch giữa tăng trưởng dư nợ tín dụng và huy động toàn nền kinh tế, tính đến cuối tháng 6, vẫn ở mức 2.4%, khiến tỷ lệ LDR toàn ngành tiếp tục neo cao.
- Đối với thị trường 2, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng qua đêm duy trì ở mức cao, 5-6.5%, dưới sự điều tiết chủ động của NHNN thông qua thị trường OMO trước các áp lực lạm phát và tỷ giá do ảnh hưởng bởi xung đột Trung Đông.

Theo thống kê của NHNN, tính tới hết tháng 5, mặt bằng lãi suất huy động của các khoản tiền gửi cũ và mới kỳ hạn từ 12 - 24 tháng trở lên đã tăng thêm 20 - 30bps kể từ cuối tháng 3 (tương đương mức tăng 120-150bps so với cuối 2025).

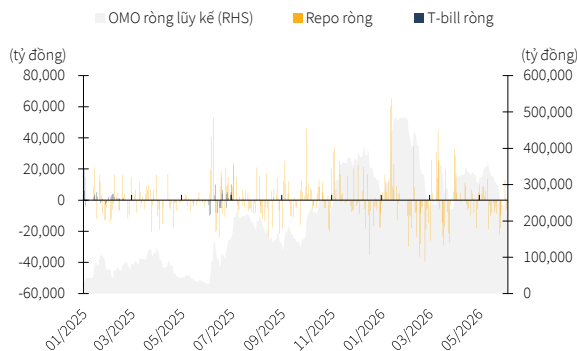
Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động đã đang ở vùng đỉnh, sẽ tiếp tục neo cao trong 3Q2026, trước khi cho dấu hiệu giảm dần từ đầu 4Q2026 nhờ: (1) tiến triển tích cực trong cục diện xung đột Mỹ - Iran được kỳ vọng sẽ giảm bớt áp lực lên giá dầu và lạm phát, (2) giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh trong nửa sau 2026, giúp nguồn vốn tồn đọng ở kho bạc được bổ sung vào hệ thống ngân hàng, và (3) các chính sách thiết thực của NHNN nhằm hỗ trợ thanh khoản hệ thống, từ đó giúp hạ nhiệt mặt bằng lãi suất.

Dự báo tỷ giá tăng trong phạm vi mục tiêu của Chính phủ, qua đó giúp NHNN có thêm dư địa để nới lỏng chính sách tiền tệ

Tính đến 26/06/2026, tỷ giá USD/VND vẫn duy trì ổn định so với cuối năm 2025, trong đó tỷ giá trung tâm +30bps YTD, tỷ giá liên ngân hàng +8bps YTD, tỷ giá chợ đen -26bps YTD, dù cán cân thương mại lũy kế 5 tháng đầu năm thâm hụt 13.8 tỷ USD. Diễn biến này chủ yếu được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI giải ngân tích cực và chênh lệch lãi suất VND-USD duy trì trạng thái dương.

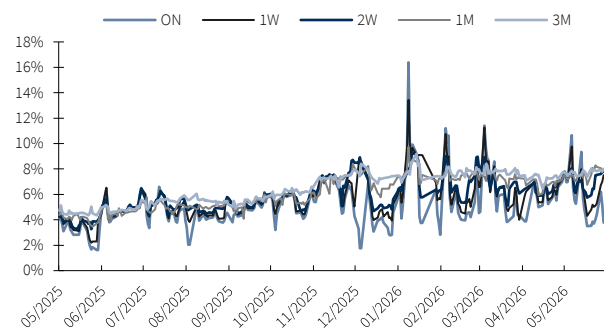
Trong 2H2026, với dự báo chỉ số DXY chỉ đi ngang, tăng nhẹ (như đề cập ở phần vĩ mô thế giới), trong khi diễn biến nhập siêu trong nửa đầu năm sẽ giảm bớt trong nửa cuối năm với kỳ vọng xuất khẩu phục hồi theo đà mở rộng của khu vực FDI công nghệ cao, và chênh lệch dương lãi suất VND-USD tiếp tục duy trì, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo mức tăng của tỷ giá 2026 xuống khoảng 1.5–2% so với cuối năm 2025.

Biểu đồ 18. Nghiệp vụ thị trường mở



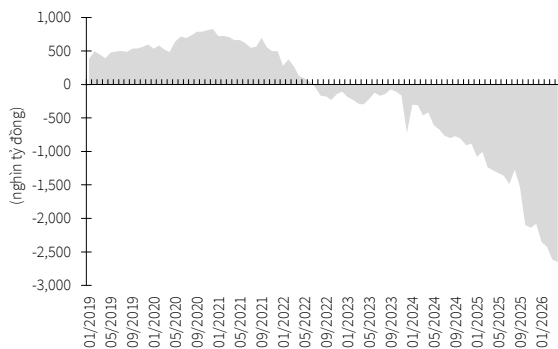
Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 19. Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



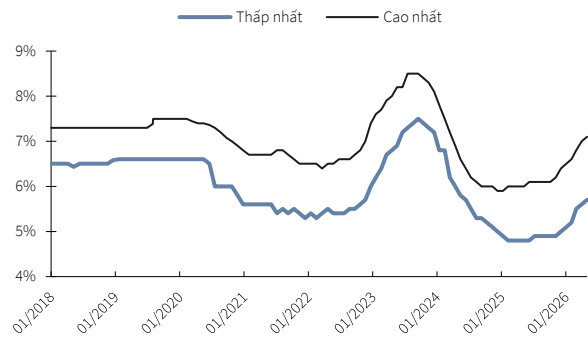
Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 20. Chênh lệch giữa huy động và tín dụng toàn nền kinh tế



Nguồn: NHNN, KBSV

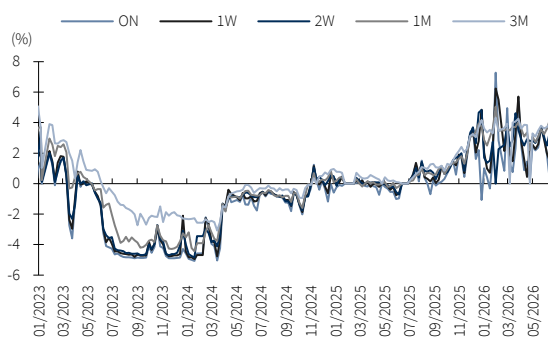
Biểu đồ 21. Diễn biến lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12-24 tháng



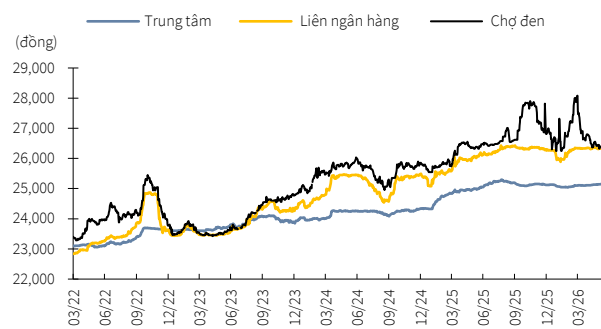
Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 22. Chênh lệch lãi suất VND-USD

Biểu đồ 23. Diễn biến tỷ giá



Nguồn: NHNN, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

IV. Chủ đề đầu tư

Chủ đề đầu tư	Nhóm ngành/ nhóm cổ phiếu hưởng lợi	Cổ phiếu tiêu biểu
Căng thẳng Mỹ - Iran hạ nhiệt	Hàng không, nguyên vật liệu, xây dựng, dầu khí	HVN, VJC, CTD, GAS
Nâng hạng thị trường	Nhóm cổ phiếu vào rổ FTSE, chứng khoán	VIC, HPG, VCB, SSI
Dòng vốn đầu tư FDI	Khu công nghiệp, công nghệ, xây lắp điện	IDC, SIP, FPT, PC1
Thoái vốn DNNN	Nhóm cổ phiếu trong diện thoái vốn	VGC, GVR, MSB, GAS
El Nino	Đường, nhiệt điện	QNS, SBT, QTP, POW

1. Căng thẳng Mỹ - Iran hạ nhiệt

Tình hình chiến sự mới nhất giúp dự phóng giá dầu trở về vùng 70-75 USD/thùng cho 2H2026

Tiến trình đàm phán hòa bình giữa Mỹ và Iran bước đầu ghi nhận những dấu hiệu tích cực thông qua Biên bản ghi nhớ (MoU) được ký kết vào ngày 17/6. Điểm sáng lớn nhất là sự đồng thuận hướng tới việc mở cửa eo biển Hormuz, theo đó Iran cam kết nỗ lực đảm bảo cho các tàu thương mại lưu thông an toàn và không thu phí trong vòng 60 ngày. KBSV dự báo giá dầu sẽ về ngưỡng 70-75 USD/thùng cho 2H2026 nhằm phản ánh những diễn biến tích cực trong việc mở cửa eo biển sẽ giải phóng lượng xăng dầu tồn kho tại các tàu vận tải bị gián đoạn hoạt động, qua đó giảm bớt áp lực thiếu hụt xăng dầu toàn cầu. Sự hồi phục của nguồn cung dầu mỏ dự kiến đem lại tác động tích cực cho một số nhóm ngành gồm: i) Hàng không, ii) Tiêu dùng, iii) Nguyên vật liệu & Xây dựng. Trong khi đó, triển vọng đối với ngành dầu khí trong nửa cuối năm sẽ có sự phân hóa.

Bảng 24. Triển vọng và rủi ro của các cổ phiếu trong nhóm ngành ảnh hưởng từ diễn biến hạ nhiệt của giá dầu

Cổ phiếu	Giá đồng thuận	Triển vọng	Rủi ro
Nhóm dầu khí			
POW	16,050	Nguồn cung LNG toàn cầu trở lại ổn định sẽ bảo đảm khả năng huy động của nhiệt điện LNG Nhơn Trạch 3&4. Giá dầu giảm cũng tăng khả năng cạnh tranh về giá thành của nhà máy điện khí.	Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh bị ảnh hưởng bởi giá thành sản xuất của các nhà máy nhiệt điện giảm khi giá nhiên liệu hạ nhiệt.
PVS	50,518	Nguồn cung LNG toàn cầu dự kiến ổn định trở lại sẽ thúc đẩy quá trình sử dụng LNG của Việt Nam, gia tăng khối lượng backlog các dự án điện khí và kho cảng.	Giá dầu hạ nhiệt khiến IRR của dự án Lô B suy giảm, gây rủi ro trì hoãn tiến độ dự án.
BSR	30,783	Thời gian phục hồi cơ sở hạ tầng lọc dầu tại Trung Đông kéo dài giúp cho Crack Spread được duy trì mức cao hơn trước xung đột.	Lợi nhuận ngắn hạn bị ảnh hưởng bởi chi phí trích lập hàng tồn kho có giá cao. Kinh tế toàn cầu suy yếu khiến nhu cầu tiêu thụ xăng dầu suy giảm.
PVT	25,927	Diễn biến giá cước vận tải dầu thô (chiếm 10% doanh thu) thuận lợi nhờ i) xu hướng khôi phục hàng tồn kho; ii) nhu cầu tàu dầu thô từ Iran sau giai đoạn cấm vận.	Doanh thu vận tải dầu thành phẩm (chiếm 45% doanh thu) đối mặt áp lực suy giảm do tàu dầu thành phẩm vào giai đoạn dư cung.
GAS	97,240	Mảng khí LNG và LPG gặp thuận lợi từ nguồn cung dồi dào hơn (chiếm 57% doanh thu).	Nguồn cung nhiên liệu quay trở lại đứt gãy/hồi phục chậm sẽ hạn chế tăng trưởng.
PLX	45,317	Nguồn cung xăng dầu trong nước ổn định, hỗ trợ hoạt động kinh doanh. Đối với PLX, việc trích lập mạnh giảm giá hàng tồn kho khiến lợi nhuận quay lại mức bình thường từ Q2.	Giá dầu tiếp tục giảm làm giá trị hàng tồn kho điều chỉnh vượt so với mức trích lập trong Q1, khiến kết quả kinh doanh kém khả quan.
Nhóm hàng không			
HVN	29,567	Nguồn cung xăng dầu trong nước ổn định, hỗ trợ hoạt động kinh doanh. Giá được giữ ở mức thấp giúp vé máy bay trở nên dễ tiếp cận và thúc đẩy chi tiêu.	Nguồn cung nhiên liệu quay trở lại đứt gãy/hồi phục chậm sẽ hạn chế tăng trưởng.
VJC	112,439		
Nhóm bán lẻ			
MWG	110,702	Tiêu dùng các sản phẩm không thiết yếu (đồ điện tử, trang sức,...) gia tăng nhờ thu nhập khả dụng của người dân được cải thiện.	Giá xăng dầu tăng mạnh do đứt gãy/phục hồi chậm ảnh hưởng tới thu nhập khả dụng.
PNJ	94,259		
Nhóm nguyên vật liệu & xây dựng			
CTD	96,665	Nguồn nhiên liệu phục vụ máy móc được bảo đảm sẽ hỗ trợ hoạt động thi công	Cung nhiên liệu phục hồi chậm làm tăng giá nguyên vật liệu, ảnh hưởng tiến độ dự án
VCG	23,100		
Doanh nghiệp vật liệu		Chi phí khai thác, vận chuyển tới công trường hạ nhiệt, thúc đẩy hoạt động xây dựng, đặc biệt tại các dự án đầu tư công ký kết theo hợp đồng trọn gói.	Nguồn cung nhiên liệu đứt gãy/phục hồi chậm làm tăng giá nguyên vật liệu, ảnh hưởng tiến độ dự án

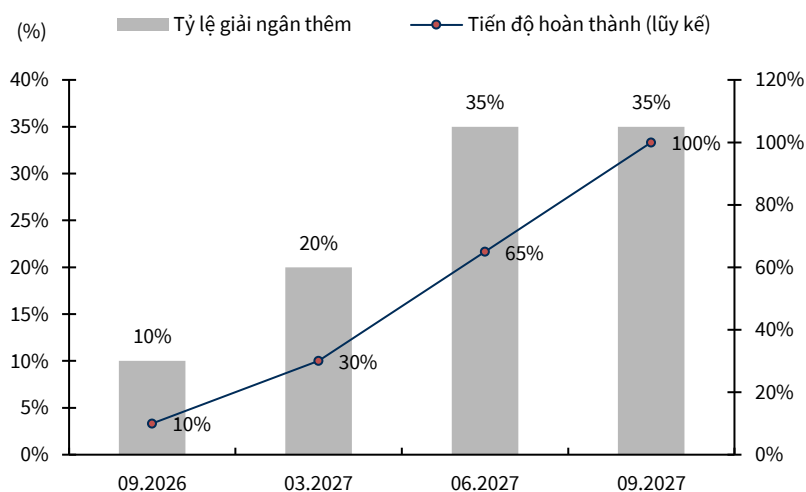
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

2. Nâng hạng thị trường

Cập nhật lộ trình nâng hạng FTSE Russell và dòng vốn kỳ vọng

Thời điểm Việt Nam chính thức gia nhập nhóm Thị trường mới nổi thứ cấp sẽ diễn ra vào tháng 09/2026. Việc loại bỏ khỏi chỉ số Frontier sẽ diễn ra một lần (single tranche), trong khi việc đưa vào chỉ số Emerging có thể chia làm nhiều đợt để đảm bảo ổn định thanh khoản (Biểu đồ 25). Giai đoạn 1 (09/2026) mang tính thử nghiệm: tỷ lệ đủ nhỏ để không gây sốc, đồng thời để khối ngoại kiểm chứng độ trơn tru của hệ thống giao dịch, đặc biệt là cơ chế Non - Prefunding. Giai đoạn 3 & 4 (06 & 09/2027) mới là điểm rơi của dòng tiền khi 70% khối lượng vốn mục tiêu dồn vào hai quý giữa 2027. Dòng tiền thụ động không bùng nổ ngay ngày đầu nâng hạng mà trải dài gần một năm sau đó. Chúng tôi đã đề cập xuyên suốt về việc nâng hạng sẽ kích hoạt sự dịch chuyển dòng vốn quy mô lớn từ các quỹ đầu tư chỉ số và quỹ chủ động toàn cầu vào Việt Nam. Dựa trên các kịch bản phân tích từ FTSE Russell, tổng giá trị dòng vốn tiềm năng dự kiến đạt mức 3-9 tỷ USD, tương ứng với trọng số ước tính từ 0.3% đến 1.1% trong rổ chỉ số FTSE Emerging All Cap. Ở chiều ngược lại, thị trường có thể đối mặt với áp lực rút vốn từ các quỹ chuyên biệt thị trường cận biên (Frontier Markets) với giá trị khoảng 0.8-1 tỷ USD. Tuy nhiên, áp lực bán này không đáng kể so với lực cầu hấp thụ mạnh mẽ từ dòng vốn mới nổi, tạo động lực quan trọng cho quá trình tái định giá tài sản và củng cố niềm tin cho lộ trình nâng hạng chính thức vào tháng 09/2026.

Biểu đồ 25. Tỷ lệ & tiến độ giải ngân theo 4 chặng



Nguồn: FTSE Russell, KBSV tổng hợp

Các nhóm cổ phiếu và Ngành kỳ vọng hưởng lợi nhất

Việc nâng hạng thị trường không đơn thuần là thay đổi phân loại mà là một quá trình tái định giá tài sản dựa trên sự nâng cấp về hạ tầng pháp lý và dòng vốn tổ chức. Các cổ phiếu đầu ngành sẽ là đối tượng hưởng lợi sớm nhất và trực tiếp nhất từ quá trình này.

- **Nhóm vốn hóa lớn:** dựa trên dữ liệu cuối 2024, FTSE Russell đã đưa ra danh sách 28 cổ phiếu (từ Small đến Largecap) đủ điều kiện vào FTSE Global All Cap Index. Mặc dù kết quả cuối cùng sẽ có sự thay đổi khi thông báo chính thức có hiệu lực vào tháng 9/2026, dựa vào các tiêu chí về mặt định lượng, KBSV cho rằng các cổ phiếu được phân loại Largecap và Midcap gần như chắc chắn tiếp tục nằm trong danh sách kỳ tới, bên cạnh một số cổ phiếu Smallcap đã có sự cải thiện lớn về mặt vốn hóa và thanh khoản
- **Nhóm Công ty Chứng khoán:** Đây là nhóm hưởng lợi kép từ sự bùng nổ thanh khoản (dự báo đạt 2-3 tỷ USD/ngày) và việc triển khai các sản phẩm tài chính mới. Các CTCK hàng đầu như SSI, TCX, VCK... sẽ gia tăng mạnh doanh thu môi giới và cho vay thông qua việc phục vụ các tổ chức môi giới quốc tế.

Biểu đồ 26. Cổ phiếu đáp ứng đủ tiêu chí để được thêm vào FTSE Emerging Index.

	Tỷ lệ Free Float	Tỷ lệ NĐTNN còn được phép mua (tính trên KL được sở hữu)	Vốn hóa (tỷ USD)	Phân loại theo FTSE Russell
VIC	35%	92%	43.5	Large
VCB	11%	29%	18.5	Large
VHM	30%	82%	16.1	Large
HPG	55%	60%	7.8	Large
VNM	40%	50%	5.0	Mid
MSN	60.00%	77%	4.2	Mid
SAB	11.00%	42%	2.5	Mid

Nguồn: KBSV tổng hợp

3. Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam hồi phục mạnh

Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam hồi phục rõ nét nhờ FDI công nghệ cao

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về chủ đề đầu tư vào các nhóm ngành được hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi mạnh mẽ của dòng vốn FDI trong giai đoạn 2026-2027, sau khi đã tạo đáy trong năm 2025 nhờ 4 động lực chính:

- (1) **Xu hướng dịch chuyển/ tăng đầu tư của các tập đoàn công nghệ cao** với 2 động lực chính: i) xu hướng cạnh tranh, phân tách ngành công nghệ giữa Mỹ - Trung Quốc, khiến các tập đoàn phải đẩy mạnh tái cấu trúc chuỗi cung ứng, dịch chuyển sản xuất/đơn hàng ra khỏi Trung Quốc; ii) siêu chu kỳ ngành công nghệ cao (AI) cũng thúc đẩy xu hướng đầu tư mở rộng của các tập đoàn công nghệ lớn và các trung tâm Data Center tại Việt Nam, một số dự án lớn điển hình của Samsung, LG, Luxshare, Goertek...
Số liệu thực tế 6 tháng đầu năm cho thấy tổng vốn đăng ký 6T2026 đạt 34.65 tỷ USD (+61% YoY); trong khi dòng vốn FDI giải ngân tính đến hết T6/2026 chỉ đạt 13.03 tỷ USD (+11.12% YoY).
- (2) **Kỳ vọng rủi ro vĩ mô thế giới hạ nhiệt sẽ giải phóng dòng vốn đầu tư.** Trong kịch bản rủi ro địa chính trị hạ nhiệt và giá dầu Brent ổn định trở lại vùng 70-75 USD/thùng vào 2H2026, tâm lý phòng vệ của các chủ đầu tư sẽ được giải tỏa, từ đó thúc đẩy nhu cầu mở rộng sản xuất của doanh nghiệp FDI.
- (3) **Chính phủ Việt Nam đang từng bước hoàn thiện khung chính sách và cơ chế ưu đãi nhằm thu hút đầu tư vào các ngành công nghệ cao, đặc biệt là bán dẫn.** Đáng chú ý, Nghị quyết 10-NQ/TW ngày 08/6/2026 và Luật Công nghệ cao có hiệu lực từ ngày 01/7/2026 được kỳ vọng sẽ tạo động lực thu hút dòng vốn từ các tập đoàn công nghệ hàng đầu (Bảng 9) (tham khảo thêm tại phần Báo cáo ngành BĐS Khu công nghiệp)
- (4) **Rủi ro thuế quan hạ nhiệt.** Chúng tôi ước tính hơn 45% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ trong năm 2025 thuộc danh mục được miễn thuế. Trong đó, phần lớn các mặt hàng công nghệ chủ lực tiếp tục được loại trừ nhất quán theo cả ba cơ chế IEEPA, Section 122 và Section 301. Điều này cho thấy Mỹ đang ưu tiên bảo vệ tính ổn định của chuỗi cung ứng công nghệ cao dịch chuyển từ Trung Quốc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng triển vọng xuất khẩu và dòng vốn FDI vào ngành công nghệ cao tại Việt Nam sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn từ các chính sách thuế quan của Mỹ trong thời gian tới.

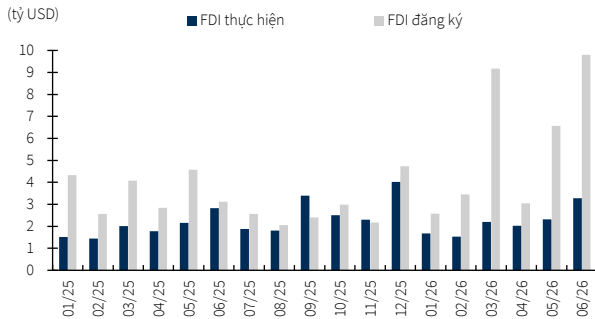
Các nhóm ngành hưởng lợi từ làn sóng FDI công nghệ cao

Theo đó, một số nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp gồm:

- Nhóm BĐS KCN: Việc mở rộng đầu tư sản xuất của nhóm doanh nghiệp FDI sẽ tạo dư địa tăng trưởng tích cực cho nhu cầu thuê đất KCN, đặc biệt là các KCN phía Bắc và KCN phía Nam (tier 1) nhờ lợi thế sẵn có trong việc thu hút FDI ngành công nghệ. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý gồm IDC, SIP, KBC, VGC, PHR.
- Nhóm xây lắp/ thiết bị điện: Điện năng tiêu thụ cho vận hành data center được dự báo tăng mạnh trong giai đoạn tới, kéo theo nhu cầu đầu tư vào hạ tầng điện như lưới truyền tải, trạm biến áp và hệ thống phân phối điện, qua đó

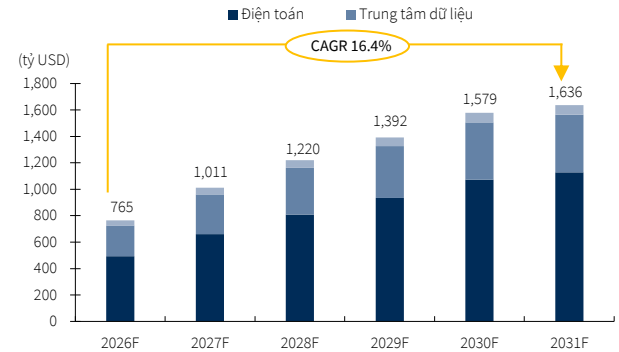
tạo dư địa tăng trưởng tích cực cho nhóm doanh nghiệp xây lắp điện. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý như PC1, TV2, TV1, GEX.

Biểu đồ 27. Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam



Nguồn: NSO, KBSV

Biểu đồ 28. Ước tính vốn đầu tư AI toàn cầu

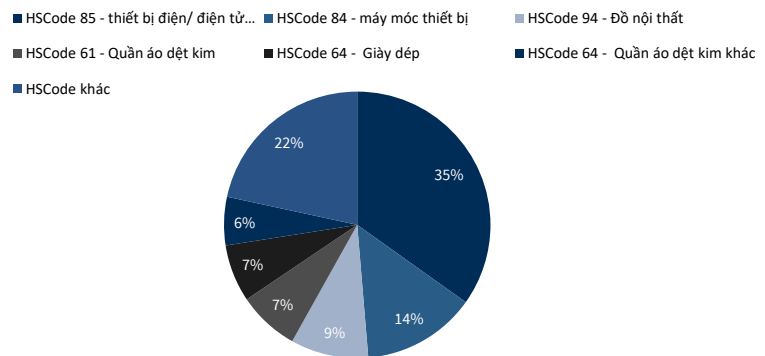


Nguồn: NSO, KBSV

Ước tính khoảng hơn 45% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ năm 2025 thuộc nhóm được miễn thuế. Trong đó, nhóm các mã HS có tỷ trọng cao như 8517, 8541, 8471, 8473 được loại ra khỏi danh sách đánh thuế của Section 301

Xem [Danh sách các mặt hàng được miễn thuế theo Section 301](#)

Biểu đồ 29. Tỷ trọng các mặt hàng xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ 2025

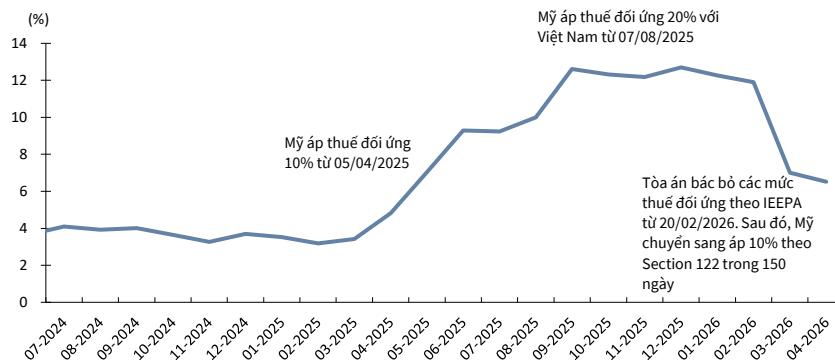


Nguồn: ITC, KBSV

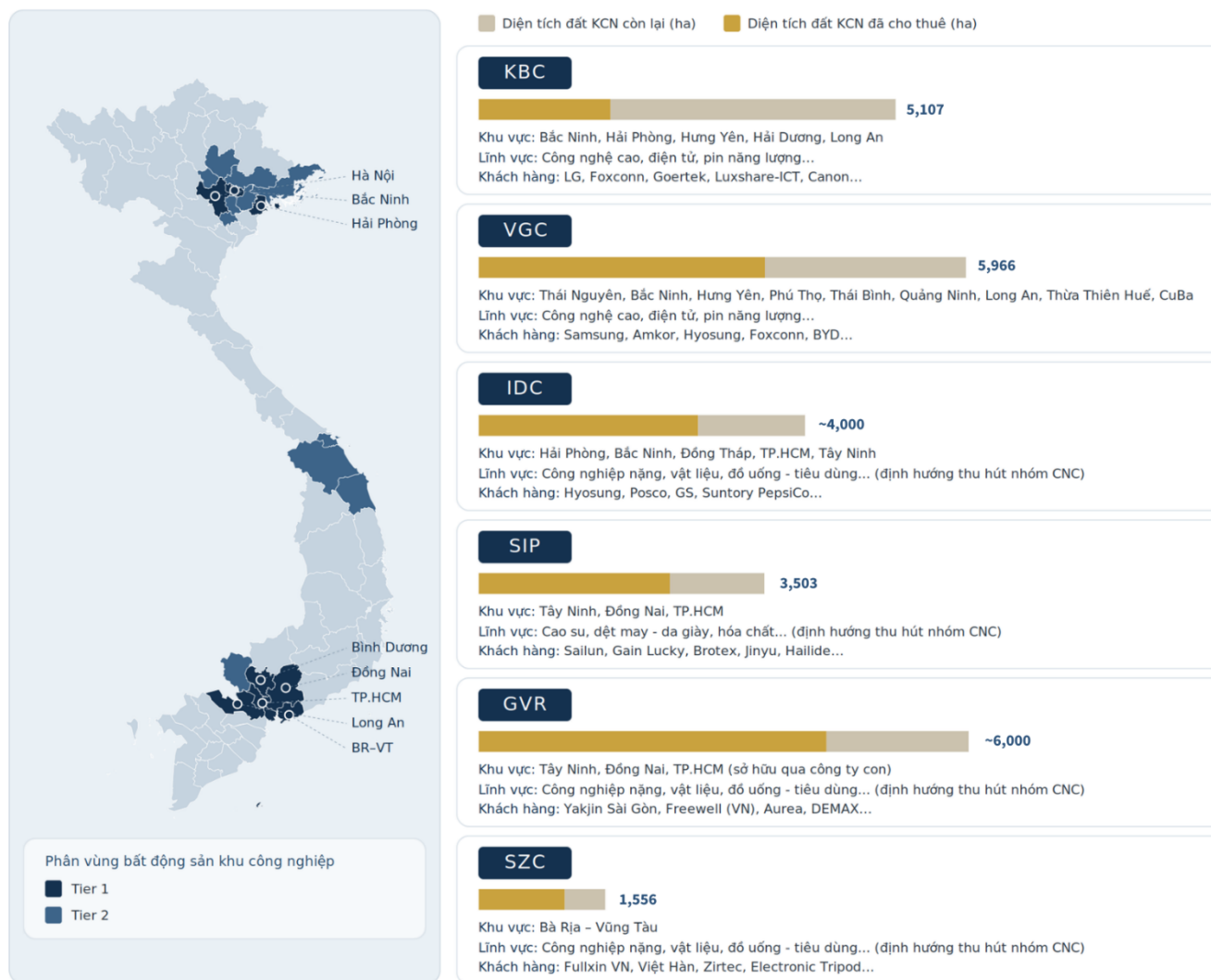
Biểu đồ 30. Thuế xuất khẩu bình quân các mặt hàng của Việt Nam vào Mỹ

Sau khi Tòa án Tối cao bác bỏ các mức thuế đối ứng áp theo IEEPA (2025), chính quyền Mỹ chuyển sang áp thuế Section 122 ở mức 10% như một biện pháp tạm thời - hết hạn vào cuối tháng 7. Để thay thế bằng nền tảng pháp lý lâu dài hơn, Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) đã kích hoạt Section 301, đề xuất áp thuế mới ở mức 10% hoặc 12.5% đối với 60 đối tác thương mại. Trong đó, Việt Nam nằm trong nhóm 12.5%.

Xem thêm tại báo cáo [Cập nhật chính sách thuế quan của Mỹ - Section 301](#)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 31. Một số doanh nghiệp BĐS KCN nổi bật

Nguồn: KBSV tổng hợp

4. Thoái vốn doanh nghiệp nhà nước

Tái phân bổ nguồn lực quốc gia là định hướng quan trọng nhằm mục tiêu thu hút đầu tư và thúc đẩy tăng trưởng

Nhà nước đang chủ động rút khỏi các lĩnh vực thương mại không cốt lõi để dồn nguồn lực đầu tư vào các ngành dẫn dắt nền kinh tế như hạ tầng, năng lượng tái tạo, công nghiệp bán dẫn và chuyển đổi số. Động lực của làn sóng này đến từ sự hội tụ của ba điều kiện: quyết tâm chính trị mạnh mẽ, hành lang pháp lý được cởi trói và nguồn lực cầu từ khối tư nhân trong nước lẫn dòng vốn ngoại. Thực trạng của khối DNNN chưa thoái vốn cho thấy áp lực cải cách là thực chất. Dù khu vực này đóng góp khoảng 29% GDP, hiệu quả sử dụng vốn còn thấp. Sở hữu Nhà nước quá đặc tại nhiều doanh nghiệp niêm yết như BSR (PVN nắm giữ 92,1%) đã khiến các doanh nghiệp này mất tư cách công ty đại chúng theo quy định pháp luật mới, tạo áp lực pháp lý có thời hạn cụ thể.

Về mặt điều hành, tháng 5/2026 ghi nhận động thái quyết liệt khi Thủ tướng trực tiếp chỉ đạo và chốt phương án cơ cấu vốn với 23 tập đoàn lớn. Trước đó, Luật 68/2025 và Nghị quyết 79-NQ/TW thiết lập cơ chế bảo vệ người ra quyết định làm đúng quy trình, đánh giá hiệu quả theo nguyên tắc tổng thể và loại trừ các yếu tố khách quan, nhằm xóa bỏ tâm lý e ngại trách nhiệm. Ở góc nhìn vĩ mô, sự cộng hưởng của việc tối ưu hóa nội lực tư nhân, thu hút vốn ngoại và nguồn thu từ thoái vốn sẽ bổ sung trực tiếp cho kế hoạch đầu tư công trung hạn quy mô 8.22 triệu tỷ đồng, tạo mắt xích quan trọng cho mục tiêu tăng trưởng GDP bền vững hai con số. Bên cạnh đó, áp lực gia tăng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng để đáp ứng tiêu chí rà soát năng hạng của MSCI và FTSE cũng là yếu tố thúc đẩy xu hướng này từ phía Chính phủ.

Các thương vụ thoái vốn trong quá khứ

Trong quá khứ, giai đoạn 2017-2018 đã từng diễn ra nhiều các thương vụ thoái vốn nhà nước (Bảng 32). Các cổ phiếu nhìn chung thường có diễn biến bật tăng mạnh trước và sau thời điểm đấu giá:

Bảng 32. Tổng hợp các thương vụ thoái vốn nhà nước

Doanh nghiệp (Mã CK)	Năm	Tỷ lệ thoái	Giá trị thương vụ	Bên mua / Đối tác
Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (SAB)	12/2017	53.59%	~110,000 tỷ VNĐ	Vietnam Beverage (ThaiBev)
Sữa Việt Nam (VNM)	11/2017 (Đợt 2)	3.33%	~8,990 tỷ VNĐ	Platinum Victory (Jardine Matheson)
XNK và Xây dựng VN (VCG)	11/2018	78.99%	~9,360 tỷ VNĐ	An Quý Hưng, BDS Cường Vũ
Nhựa Bình Minh (BMP)	03/2018	29.51%	~2,330 tỷ VNĐ	Nawaplastic (SCG Thái Lan)
FPT (FPT)	12/2017	5.96%	~2,325 tỷ VNĐ	Các quỹ đầu tư nước ngoài
Thiết bị Điện VN (GEX)	12/2015	78.74%	~2,100 tỷ VNĐ	Nhóm cổ đông trong nước
XNK Y tế Domesco (DMC)	08/2017	34.71%	~1,196 tỷ VNĐ	CFR International SPA (Abbott)

Nguồn: KBSV Tổng hợp

Thoái vốn nhà nước được kỳ vọng sẽ tạo ra hiệu ứng lan tỏa tích cực tới các doanh nghiệp trên sàn

Trước hết, các doanh nghiệp nằm trong diện thoái vốn có cơ hội cải thiện hiệu quả hoạt động nhờ cơ cấu cổ đông linh hoạt hơn, giảm bớt các ràng buộc hành chính và nâng cao chất lượng quản trị, từ đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Nhóm ngân hàng quốc doanh như BID, VCB và CTG cũng được hưởng lợi khi nguồn thu từ thoái vốn có thể hỗ trợ quá trình tăng vốn điều lệ, cải thiện hệ số an toàn vốn và mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng. Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán được hưởng lợi từ sự gia tăng các hoạt động tư vấn cổ phần hóa, đấu giá cổ phần, M&A và phát hành chứng khoán. Ở vòng tác động tiếp theo, việc nguồn lực được tái phân bổ hiệu quả hơn và tín dụng được mở rộng sẽ thúc đẩy đầu tư công cũng như đầu tư của khu vực tư nhân, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp gia tăng sản lượng, doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn tới.

KBSV đặt kỳ vọng vào nhóm cổ phiếu đầu ngành, có lợi thế cạnh tranh đặc biệt và có mức định giá thấp tương đối, sẽ đạt được dòng tiền chú ý khi xu hướng thoái vốn được đẩy mạnh.

Bảng 33. Danh sách theo dõi thoái vốn Nhà nước cho giai đoạn 2026-2027

STT	Doanh nghiệp	Ngành	Vốn hóa	Cổ đông NN	Tỷ lệ nắm giữ	Tỷ lệ thoái	ROE (4 Quý gần nhất)	P/E	P/B	Ghi chú
1	MSB	Ngân hàng	48,516	VNPT	6.10%	Toàn bộ	14%	8.26	1.10	VNPT thoái toàn bộ theo Đề án tái cơ cấu (QĐ 620/QĐ-TTg). Dời sang giai đoạn 2026-2030. Cổ đông NN khác (Bảo đảm an toàn hàng hải) cũng thoái bất thành đầu 2026.
2	NTP	Nhựa / VLXD	10,426	SCIC	37.1%	Toàn bộ	25%	10.07	2.47	Nằm trong danh sách SCIC thoái vốn đợt 1/2025 (thoái toàn bộ 37,1%). Chưa thực hiện.
3	BCM	BDS KCN	54,648	UBND TP.HCM	95.40%	Giảm về ~74% (thoái ~21%)	16%	16.03	2.50	Định hướng giảm sở hữu NN từ 95,4% xuống ~74%. Kế hoạch đấu giá tạm hoãn từ 2025.
4	HND	Điện	5,150	SCIC	9%	Toàn bộ	6%	13.12	0.83	Trong danh sách SCIC thoái vốn đợt 1/2025. SCIC dự kiến thoái toàn bộ 9% (vốn SCIC ~450 tỷ) trong giai đoạn 2026-2027. Chưa thực hiện.
5	QTP	Điện	5,231	SCIC	11.40%	Toàn bộ	19%	4.93	0.92	Trong danh sách SCIC thoái vốn đợt 1/2025. SCIC dự kiến thoái toàn bộ 11,4% (vốn SCIC ~514 tỷ) trong giai đoạn 2026-2027. Chưa thực hiện.
6	VGC	VLXD	19,010	Bộ Xây dựng	38%	Toàn bộ	15%	14.64	2.14	Bộ Xây dựng dự kiến thoái toàn bộ 38,58%. ĐHĐCĐ 25/4/2026: lãnh đạo Bộ XD khẳng định sẽ thoái ở 'thời điểm phù hợp'
7	PVI	Bảo hiểm	17,240	PVN	35%	Toàn bộ	15%	13.05	1.98	PVN phải thoái toàn bộ 35% trước 31/12/2025 (QĐ 1243/QĐ-TTg). Đã hoàn tất định giá & nộp hồ sơ lên HNX nhưng vướng pháp lý → dời sang giai đoạn 2026-2030.

8	VGI	Viễn thông	266,148	Viettel	99.03%	Tối thiểu ~9% (giảm free-float)	28%	23.91	6.00	Free-float <1%, dưới chuẩn công ty đại chúng (cần $\geq 10\%$ do ≥ 100 NĐT nhỏ lẻ nắm). Đang làm thủ tục định giá, làm việc với tư vấn & kiến nghị cơ quan NN các bước thoái vốn.
9	DMC	Dược phẩm	2,000	SCIC	34.70%	Toàn bộ	12%	9.81	1.15	SCIC thoái toàn bộ 34,71% (~12,05 triệu cp). Đã đấu giá BẤT THÀNH nhiều lần. Vẫn trong danh sách thoái vốn 2025.
10	BSR	Dầu khí	127,937	PVN	92.10%	Tối thiểu ~2.13%	22%	9.78	1.86	PVN dự kiến giảm sở hữu xuống dưới 90% (thoái ~2,13%) để đáp ứng chuẩn công ty đại chúng. Đang tìm đối tác chiến lược (hỗ trợ nguồn đầu thô/mạng phân phối) cho dự án nâng cấp - mở rộng. Chưa chốt phương án cụ thể.
11	GAS	Dầu khí	191,347	PVN	95.76%	Tối thiểu ~5.76% (chưa rõ lộ trình)	17%	16.49	2.77	Đầu 2026 PV GAS thông báo không đủ điều kiện đại chúng. Báo cáo Bộ Tài chính & Chính phủ đề xuất cơ chế riêng để PV GAS cùng một số DN quy mô lớn tiếp tục duy trì niêm yết.
12	SNZ	BDS KCN (Sonadezi)	10,485	UBND tỉnh Đồng Nai	99.50%	Chưa công bố lộ trình cụ thể	16%	8.80	1.40	Nằm trong diện sắp xếp/cơ cấu lại vốn NN nhưng chưa có thông báo phương án & tỷ lệ thoái cụ thể.
13	GVR	Cao su / Hóa chất	134,600	Bộ Tài chính	96.77%	Chưa công bố tỷ lệ cụ thể	11%	21.40	2.29	Thuộc nhóm DN tỷ USD đang cơ cấu lại vốn NN (cuộc họp Chính phủ 19/5/2026 về tiêu chí phân loại DNNN). Chưa công bố tỷ lệ thoái cụ thể.

Nguồn: KBSV Tổng hợp

Kỳ vọng tác động tích cực nhưng không mạnh mẽ và tức thời như giai đoạn 2017-2018

Kỳ vọng về hiệu ứng lan tỏa cần được nhìn nhận một cách thận trọng, bởi mức độ tác động của làn sóng lần này nhiều khả năng sẽ không mạnh mẽ và tức thời như giai đoạn 2017–2018. Điểm khác biệt cốt lõi nằm ở quy mô tỷ lệ thoái vốn: các thương vụ trước đây là những đợt bán vốn chiến lược với tỷ lệ lớn ở các cổ phiếu vốn hóa top đầu thị trường, thậm chí chuyển giao quyền chi phối cho nhà đầu tư mới, nhờ đó tạo ra cú hích đột biến về quản trị và định giá.

Trong khi đó, phần lớn các đợt thoái vốn sắp tới có thể chỉ ở tỷ lệ nhỏ — đủ để đáp ứng điều kiện công ty đại chúng hoặc cải thiện tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng, còn Nhà nước vẫn giữ vai trò cổ đông chi phối. Một số cổ phiếu có tỷ lệ thoái vốn cao, có thể kỳ vọng tác động tích cực về giá, tuy nhiên khó tác động lan tỏa chung do đây là các cổ phiếu vốn hóa tầm trung. Nhìn chung, đây là câu chuyện đầu tư mang tính chọn lọc và đòi hỏi sự kiên nhẫn, hơn là một làn sóng tái định giá đồng loạt trên toàn thị trường.

5. El Nino

Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành đường và nhiệt điện

Trong quá khứ, sự chuyển dịch sang pha thời tiết El Niño (pha ấm của hiện tượng ENSO) gây ra những thay đổi lớn về lượng mưa và nhiệt độ trên toàn cầu, khiến cho năng suất nông nghiệp ở các vùng nhiệt đới bị chịu ảnh hưởng mạnh và đẩy giá các loại hàng hóa toàn cầu lên tới 9%. Mặt khác, sự suy giảm lượng mưa ở các quốc gia này cũng khiến nhu cầu huy động nhiệt điện tăng cao do suy giảm đóng góp của loại hình thủy điện. Chúng tôi cho rằng bối cảnh xác suất xảy ra El Nino gia tăng sẽ đem lại cơ hội tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tới doanh nghiệp hoạt động trong một số lĩnh vực gồm: i) Đường và ii) Nhiệt điện.

Biểu đồ 34. Triển vọng cổ phiếu trong các nhóm ngành hưởng lợi

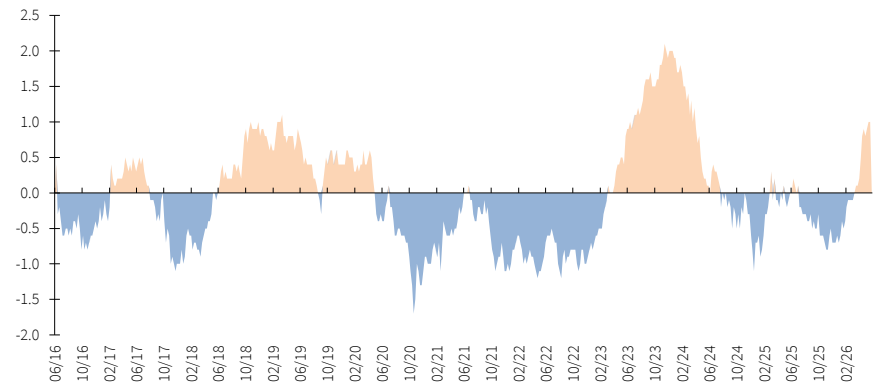
Cổ phiếu	Giá mục tiêu/dồng thuận	Mức độ tác động	Triển vọng	Rủi ro
QNS	55,533	Trung bình: Tỷ chủ vùng trồng 100%, ở quy mô lớn hơn	Giá đường tăng do sản lượng ép suy giảm khiến tồn kho các nước ở mức thấp gây ra thâm hụt thương mại đường toàn cầu	Vùng trồng của doanh nghiệp bị ảnh hưởng mạnh; sản lượng mía đường hồi phục ở Brazil khiến đà tăng giá hạ nhiệt
SBT	19,400	Trung bình: Tỷ lệ đường nhập khẩu và thương mại khoảng 30%		
SLS	n.a	Mạnh: Tỷ chủ vùng trồng 100%, ở quy mô nhỏ nên nhạy với giá đường hơn		
QTP	14,900	Mạnh: Nhiệt điện than chiếm 100% tổng sản lượng	Doanh thu cải thiện nhờ: i) Sản lượng nhiệt điện tăng do thủy điện suy giảm sản lượng, ii) Giá bán trên thị trường cạnh tranh (CGM) tăng	Tác động của El Nino không mạnh như dự kiến
POW	16,084	Mạnh: Nhiệt điện than chiếm 34%, điện khí chiếm 56% tổng sản lượng		Giá bán khiến lượng mưa suy giảm không đáng kể
PGV	25,300	Mạnh: Nhiệt điện than chiếm 53%, điện khí chiếm 32% tổng sản lượng		
NT2	27,065	Trung bình: Nhiệt điện khí chiếm 100% sản lượng của doanh nghiệp. Tuy nhiên giá khí neo theo giá dầu có mức tăng mạnh hơn giá than làm điện khí kém cạnh tranh		

Nguồn: KBSV tổng hợp

Dấu hiệu ban đầu của El Nino vào năm 2026 tạo ra những áp lực kéo tăng giá hàng hóa

Cơ quan Quản lý Khí quyển và Đại dương Quốc gia (NOAA) dự đoán sự hình thành của El Nino vào năm 2026, bắt đầu hình thành từ tháng Năm đến tháng Sáu và tăng cường độ trong suốt nửa cuối năm. Các nhà khoa học đánh giá có sự tương đồng giữa điều kiện thời tiết 2026 với El Nino năm 2023 (Biểu đồ 35). Mía đường là loại mặt hàng có nhạy cảm về giá rất lớn do có tính mùa vụ cao khi thời gian gieo trồng tập trung 1 vài tháng trong năm, thời gian trồng kéo dài từ 12-18 tháng nên khả năng trồng mới/bổ sung nguồn cung trong ngắn hạn gặp khó. Siêu El Nino 2015-2016 gây ra hạn hán nghiêm trọng trên khắp Úc và Đông Nam Á, làm suy yếu gió mùa của Ấn Độ và cắt giảm sản lượng đường toàn cầu. Đối với mặt hàng than, nắng nóng diện rộng ở các quốc gia Châu Á, nơi điện than chiếm đến 70% sản lượng ở Ấn Độ và 55% ở Trung Quốc, sẽ khiến cho nhu cầu sử dụng thiết bị làm mát gia tăng và thúc đẩy tiêu thụ than.

Biểu đồ 35. Xác suất tăng dần của El Nino

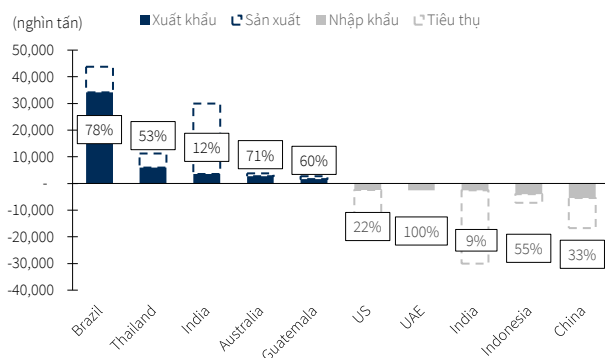


Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Pha thời tiết El Nino kỳ vọng đem lại tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp sản xuất đường nhờ mức tăng giá vượt trội...

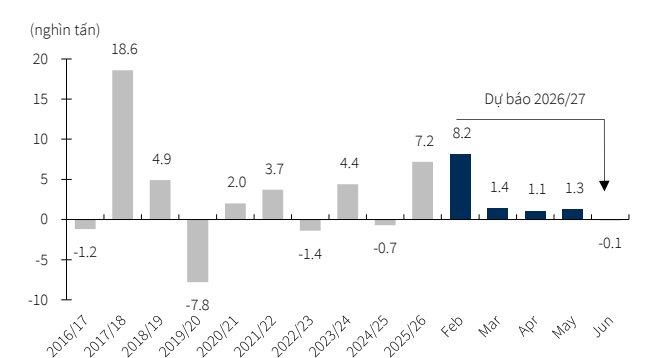
Brazil, Thái Lan, Ấn Độ lần lượt là 3 quốc gia xuất khẩu đường lớn nhất toàn cầu, với thị phần trong 2025 lần lượt 54%/9.6%/5.6%. Dưới tác động của pha thời tiết El Nino, các khu vực sản xuất đường tại Châu Á dự kiến sẽ đối mặt với hạn héo kéo dài, suy giảm nguồn nước tưới tiêu sẽ dẫn đến sụt giảm năng suất trồng trọt. Ước tính trong 2026, sản lượng đường sản xuất từ Ấn Độ và Thái Lan có thể giảm từ 8-10 triệu tấn (~12-16% sản lượng đường hằng năm của hai quốc gia), khiến cho sản lượng phục vụ xuất khẩu đường suy giảm lên tới 16% (Biểu đồ 36). Trong khi đó, dù El Nino được kỳ vọng mang lại điều kiện thời tiết tốt hơn cho vùng trồng mía của Brazil tại Nam Mỹ, nguồn cung xuất khẩu dự kiến sẽ sụt giảm nhẹ hoặc không cải thiện đáng kể bởi: i) Tình hình giá phân bón tăng vọt trong các tháng đầu năm 2026 khiến cho lợi ích kinh tế kỳ vọng của việc tái vụ mía kém hấp dẫn; ii) Giá bán ethanol đem lại tỷ suất lợi nhuận tốt hơn khiến nguồn cung mía phân bổ để làm đường giảm (Biểu đồ 38); iii) Lượng mưa đột biến tập trung vào các tháng cuối năm, trùng với thời điểm thu hoạch sẽ hạn chế khả năng khai thác và buộc các nhà sản xuất lùi thời gian chế biến sang năm sau (Biểu đồ 39). [Khả năng Ấn Độ kéo dài hạn chế xuất khẩu đường]. Do đó, trong kịch bản El Nino tiếp tục khiến thời tiết cực đoan, KBSV kỳ vọng giá đường có thể sớm chạm đáy và bật tăng mạnh trở lại nhờ vào sự suy giảm sản lượng/chế biến tại các quốc gia xuất khẩu chính và mía tiếp tục được ưu tiên cho sản xuất Ethanol.

Biểu đồ 36. Tỷ lệ xuất/nhập khẩu trong tổng sản xuất/tiêu thụ



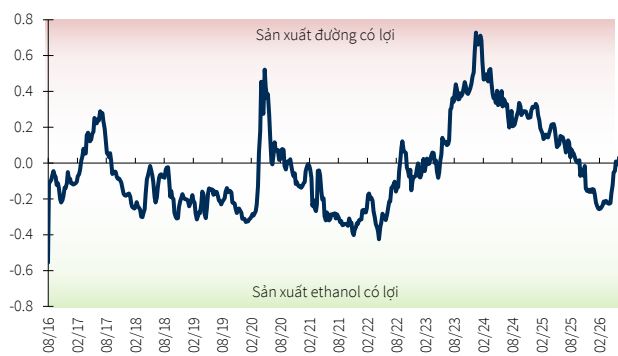
Nguồn: USDA, KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 37. Thặng dư (thâm hụt) sản xuất đường toàn cầu



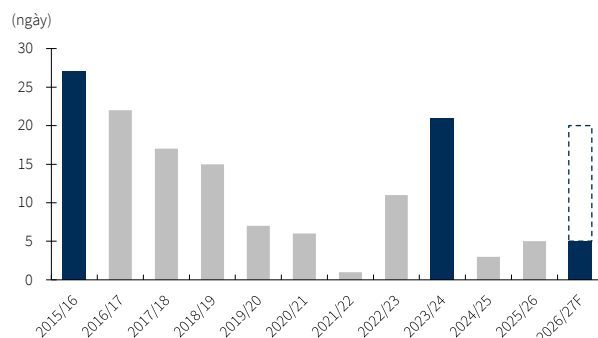
Nguồn: CZapp, KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 38. Mức ngang giá đường - cồn



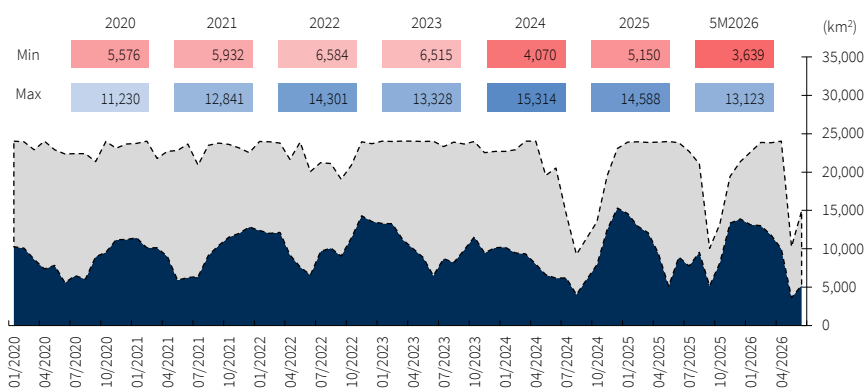
Nguồn: USDA, KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 39. Lượng mưa đột biến làm việc ép mía bị gián đoạn



Nguồn: CZapp, KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 40. Diện tích mặt hồ thủy lợi tại Ấn Độ từ 2020 - 2026



Nguồn: Central Water Commission of India, KBSV tổng hợp

...sẽ bù đắp cho sụt giảm nhẹ về
sản lượng đường của Việt Nam

Chu kỳ sinh trưởng của cây mía tại Thái Lan và Việt Nam có sự tương đồng rất lớn, chủ yếu do đặc điểm chung của đới khí hậu nhiệt đới gió mùa tại khu vực Đông Nam Á, sẽ khiến cho vùng trồng của 2 quốc gia này chịu chung một kịch bản rủi ro thời tiết khi hiện tượng El Nino quét qua từ nửa cuối năm 2026 (2H2026) đến nửa đầu năm 2027 (1H2027). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự sụt giảm nhẹ sản lượng đường của Việt Nam có thể được bù đắp bởi mức tăng mạnh hơn của giá nhờ vào tính chất phi co giãn của nhu cầu đường theo giá: Đường là mặt hàng thiết yếu với nhu cầu ổn định và việc mở rộng vùng trồng từ phía cung thường có độ trễ so với mức tăng của giá, khiến cho giá mặt hàng này vô cùng nhạy cảm với sự biến động từ phía cung. Điều này được kiểm chứng qua các đợt biến động trong quá khứ: 2005/06 - Giá tăng gấp đôi dù sản lượng mía toàn cầu chỉ giảm 2%; 2009-10 - Thâm hụt 7% nguồn cung, giá tăng gấp đôi; 2015/16 - Thiếu hụt 3% nguồn cung, giá tăng 58%.

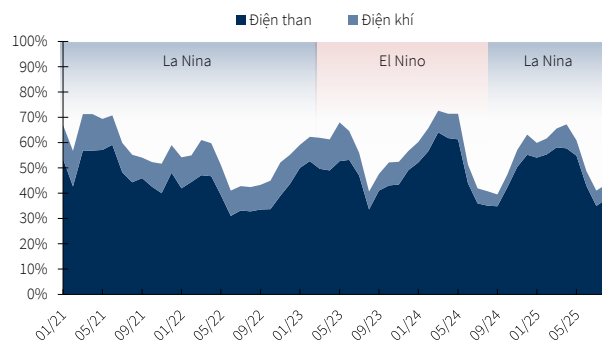
Biểu đồ 41. Lịch trồng mía của các quốc gia sản xuất lớn

Thị trường	Sản lượng đường (triệu tấn)	Vụ (% sản lượng của quốc gia)	Lịch vụ mùa											
			Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Brazil	45,9	Trung Nam (92%)												
		Đông Bắc (8%)												
		Uttar Pradesh-Thu (23%)												
Ấn Độ	30	Uttar Pradesh-Xuân (23%)												
		Maharashtra-Suru/Eksali (25%)												
		Karnataka-Tiền vụ (13%)												
Thái Lan	10,5	Mùa khô (94%)												
		Mùa mưa (6%)												
Việt Nam	1,4	Bắc, Bắc Trung Bộ-Xuân (26%)												
		Nam, Nam Trung Bộ & ĐBSCL (26%)												
		Trung, Tây Nguyên (48%)												

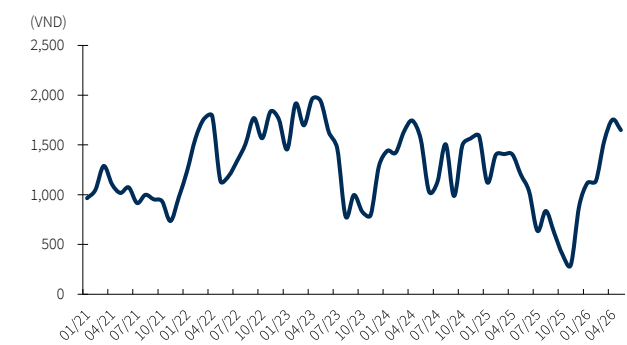
Nguồn: KBSV tổng hợp

Nhu cầu sử dụng điện phục vụ các hoạt động làm mát gia tăng, củng cố vai trò trụ cột của nhiệt điện trong tổng sản lượng điện đóng góp toàn quốc

Trong 5 tháng đầu năm 2026, sản lượng tiêu thụ điện quốc gia ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ 8.7% so với cùng kỳ, tăng tốc rõ rệt từ mức 6.5% của quý 1. Đặc biệt, đợt nắng nóng kéo dài đã tạo sức ép lớn lên hệ thống, đẩy lượng điện tiêu thụ toàn quốc trong ngày 27/05/2026 lên mức kỷ lục chưa từng có là 1.2 tỷ kWh. Với xác suất hiện tượng thời tiết El Nino tăng cao và dự kiến kéo dài đến đầu năm 2027, tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2026 được dự báo sẽ duy trì ở mức cao đạt 8.0% theo kịch bản cơ sở. Đà tăng trưởng ấn tượng này được củng cố bởi hai yếu tố chính: i) Nhu cầu sử dụng thiết bị làm mát của các hộ gia đình gia tăng đột biến nhằm đối phó với điều kiện thời tiết cực đoan; ii) Sự cộng hưởng từ mức nền tiêu thụ điện thấp trong nửa cuối năm 2025 do nền nhiệt độ mát mẻ.

Biểu đồ 42. Tỷ trọng sản lượng nhiệt điện trong sản lượng điện toàn quốc

Nguồn: USDA, KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 43. Diễn biến giá CGM

Nguồn: GENCO 3, KBSV tổng hợp

Triển vọng huy động sản lượng của các doanh nghiệp nhiệt điện đang cực kỳ khả quan. Thứ nhất, lượng mưa trung bình được dự báo suy giảm do tác động của hiện tượng El Nino từ nửa cuối năm 2026. Điều kiện thủy văn kém thuận lợi này khiến khả năng huy động của nhóm thủy điện bị sụt giảm so với mức nền cao của năm 2025, qua đó trực tiếp tạo điều kiện huy động thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện (điện than, điện khí). Cụ thể, điện than sẽ đóng vai trò trụ cột trong 2026 nhờ: 1) Nguồn cung than trong nước vẫn được duy trì ổn định, bảo đảm từ các đối tác (TKV, TCT Đông Bắc) cùng lượng dự trữ nguyên liệu dồi dào; 2) Động lực mới từ Nhà máy Vũng Áng 2 BOT được đưa vào hoạt động giúp đáp ứng kịp thời nhu cầu điện đang lên cao của miền Bắc. Đối với nhiệt điện

khí, các nhà máy khu vực Đông Nam Bộ (như NT1&2) có triển vọng tăng mạnh công suất huy động nhờ nguồn cung khí nội địa được cải thiện lên mức 7.2 – 8.5 triệu m³/ngày (tăng 25% - 38.5% YoY) , giúp các doanh nghiệp chủ động được nguồn nhiên liệu trong các tháng cao điểm.

Song song với sự bứt phá về sản lượng, mức giá bán điện trung bình của các nhà máy cũng ghi nhận biên độ cải thiện đáng kể nhờ đà tăng của giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM). Dự báo giá CGM trung bình năm 2026 sẽ được nâng lên mức 1,235 đồng/kWh (tương ứng mức tăng 38% YoY). Động lực tăng giá này chủ yếu được hỗ trợ bởi sự gia tăng của nhu cầu tiêu thụ điện toàn hệ thống cũng như xu hướng đi lên của chi phí nguyên liệu đầu vào.

V. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa tháng	Lợi nhuận kỳ vọng	PE 2026 Fw	Tăng trưởng LNST 2026 Est	Điểm nhấn đầu tư	Link báo cáo
MSN	102.70	71.40	34.4%	18.6	38%	- WCM tiếp tục mở rộng mạnh mẽ, với mục tiêu mở mới 1,000 cửa hàng trong năm 2026 (+20% cửa hàng) và tăng trưởng DT trên cửa hàng cũ 8% - Nhu cầu nhập hàng của Hộ kinh doanh bị ảnh hưởng bởi thuế khoán phục hồi, giúp doanh thu mảng tiêu dùng MCH tăng 15%-20% - BHX mở rộng ra bắc có thể sẽ khiến môi trường cạnh tranh gia tăng. Bù lại, WCM mở rộng vào nam và xu hướng dịch chuyển sang mua sắm hiện đại ngày càng tăng trưởng tích cực	MSN
MWG	121.60	78.50	47.0%	12.7	28.5%	- Chuỗi TGDD+DMX tiếp tục duy trì tăng trưởng trung bình 2 chữ số trong 2026 nhờ chu kỳ nâng cấp đồ điện tử, chu kỳ El Nino và nhu cầu BĐS bán giao - Số lượng cửa hàng mở mới của BHX có thể đạt 1000 cửa hàng trong 2026 (+25% YoY) với tăng trưởng DT trên cửa hàng cũ 2026/2027 đạt 14%/10% - Khả năng tăng doanh thu tài chính đến từ việc tận dụng phần phải trả nhà sản xuất/cung ứng sẽ tỷ lệ thuận với quy mô DT	MWG
CTG	40.00	33.60	15.3%	6.7	14%	- Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt ~ 15% trong năm 2026 với lợi thế cạnh tranh lãi suất thấp và động lực từ thúc đẩy đầu tư công - NIM cải thiện nhẹ với động lực từ tăng lãi suất cho vay và tăng tỷ trọng cho vay trung – dài hạn - Chất lượng tài sản được cải thiện, giảm áp lực trích lập dự phòng trong 1Q, bộ đệm dự phòng lớn cũng sẽ hỗ trợ bảo vệ lợi nhuận trong bối cảnh rủi ro nợ xấu của hệ thống gia tăng từ 2H.	CTG
GMD	86.40	73.00	15.0%	15.4	18%	- Sản lượng 2026/2027 tăng 8%/8% yoy. Giá dịch vụ cảng duy trì đà tăng trưởng trung bình 5-7%/năm phía Bắc, 8-10%/năm ở phía Nam giai đoạn từ nay đến 2030 - Nam Đình Vũ 3 (công suất 650,000 Teu) khai thác từ cuối 2025 và Gemalink 2 (công suất 1,000,000 Teu) dự kiến bắt đầu vận hành từ cuối 2027 đảm bảo đà tăng trưởng trung và dài hạn cho GMD - Thoái vốn cao su kỳ vọng đem về lợi nhuận bất thường cho GMD trong thời gian tới	GMD
ACB	28.10	21.60	32.5%	7.0	19.2%	- Tăng trưởng tín dụng 2026 dự kiến đạt 15% nhờ kỳ vọng cho vay phần khúc FDI/KHDN lớn tăng trưởng tốt và việc nâng vốn cho ACBS sẽ hỗ trợ tín dụng của ngân hàng mẹ - NIM dự kiến cải thiện nhờ (1) tỷ lệ CASA cải thiện nhờ dòng tiền từ cho vay nhóm KHDN lớn, và (2) đẩy mạnh cho vay trung dài hạn với IEA tốt hơn - Chất lượng tài sản trong 2026 dự kiến suy giảm nhẹ, phản ánh ảnh hưởng tiêu cực của chiến tranh và xu hướng tăng của lãi suất, nhưng vẫn được kiểm soát tốt. Áp lực trích lập giảm đáng kể so với 2025 để hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận	ACB
HPG	32.00	23.50	30.1%	8.5	32%	- Ước tính tổng sản lượng tiêu thụ tăng 23%/5% YoY trong 2026/2027 nhờ (1) nguồn cung Bất động sản dân cư gia tăng, (2) các dự án đầu tư công tiếp tục đẩy mạnh triển khai và (3) cả hai lò cao tại Dung Quất 2 đi vào hoạt động - Kỳ vọng giá thép trung bình tăng 4%/3% YoY trong 2026/2027 nhờ nhu cầu tiêu thụ gia tăng ở thị trường trong nước, ước tính biên lãi gộp đạt lần lượt 16.8%/16.9%	HPG
VGC	65.70	39.10	37.7%	11.9	15.6%	- Dòng vốn FDI hồi phục trong 2026 nhờ nhu cầu đầu tư mạnh mẽ của lĩnh vực công nghệ cao và bất ổn vĩ mô toàn cầu hạ nhiệt - Quỹ đất thương mại còn lại hơn 2400ha chủ yếu tại phía Bắc, trong đó hơn 800ha diện tích đã hoàn thiện GPMB và sẵn sàng cho thuê. Doanh số ký trong 1Q2026 đạt 80ha (+70% YoY), MOU 111ha - Mạng kinh doanh VLXD tích cực với biên LNG cải thiện nhờ thị trường BĐS hồi phục và mảng Kính được hỗ trợ bởi Việt Nam áp thuế CBPG	VGC
VCI	32.40	24.05	25.6%	n.a	n.a	- VCI với lợi thế ở mảng khách hàng tổ chức kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ câu chuyện nâng hạng thị trường khi dòng vốn ngoại quay trở lại - Dư địa tăng trưởng cho vay ký quỹ còn rộng với tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu còn tương đối thấp so với các đối thủ trong ngành - Triển vọng tăng trưởng của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn được đánh giá tích cực trong trung dài hạn	VCI

VI. Triển vọng ngành

Ngân hàng

Áp lực huy động gia tăng

Chuyên viên phân tích Vũ Diệu Hà
(+84) 24-7303-5333 havd2@kbsec.com.vn

29/06/2026

Tích cực duy trì

Khuyến nghị

ACB	MUA
Giá mục tiêu	28,100VND

TCB	MUA
Giá mục tiêu	39,700VND

MBB	MUA
Giá mục tiêu	31,400VND

Kết quả kinh doanh 1Q2026

Bước sang đầu năm 2026, bối cảnh vĩ mô bộc lộ nhiều thách thức khi áp lực lạm phát - tỷ giá, bất định từ môi trường thương mại quốc tế và các rủi ro địa chính trị tiếp tục gia tăng. Tuy nhiên, ngành ngân hàng vẫn duy trì được sự ổn định, trong đó tăng trưởng tín dụng khả quan trong 1Q2026 là động lực chính thúc đẩy thu nhập lãi thuần. Trong khi đó, NIM tiếp tục chịu áp lực thu hẹp khi lãi suất huy động tăng mạnh, tình hình thanh khoản của hệ thống chưa cải thiện, và tăng trưởng tín dụng cho bất động sản bị hạn chế. Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm trong quý này, chủ yếu là do yếu tố mùa vụ. Dù vậy, lợi nhuận trước thuế (LNTT) của 27 ngân hàng thương mại (NHTM) niêm yết vẫn tăng trưởng tương đối tích cực trong 1Q2026, đạt 94,260 tỷ đồng (+14.2% YoY).

Triển vọng 2H2026

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng ngành ngân hàng trong năm 2026, dù vẫn còn nhiều thách thức từ biến số vĩ mô. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng toàn ngành tối thiểu hoàn thành mục tiêu 15% của NHNN, nhờ đầu tư công được đẩy mạnh, xuất khẩu phục hồi theo đà mở rộng của khu vực FDI công nghệ cao, cùng định hướng điều tiết tín dụng bất động sản theo hướng chọn lọc. Trong khi đó, NIM được dự báo thu hẹp so với năm 2025 khi chi phí huy động tăng nhanh do tình hình huy động kém khả quan, trong khi lợi suất đầu ra tăng chậm hơn do chủ trương hạn chế tín dụng vào bất động sản. Về chất lượng tài sản, áp lực hình thành nợ xấu mới dự báo sẽ gia tăng từ 2Q2026 do tác động của mặt bằng lãi suất cao trong giai đoạn đầu năm, song vẫn được kiểm soát nhờ tăng trưởng kinh tế ổn định và tiến triển thuận lợi trong việc tháo gỡ pháp lý cho các dự án bất động sản.

Kỳ vọng mặt bằng định giá của ngành ngân hàng sẽ được cải thiện trong 2H2026

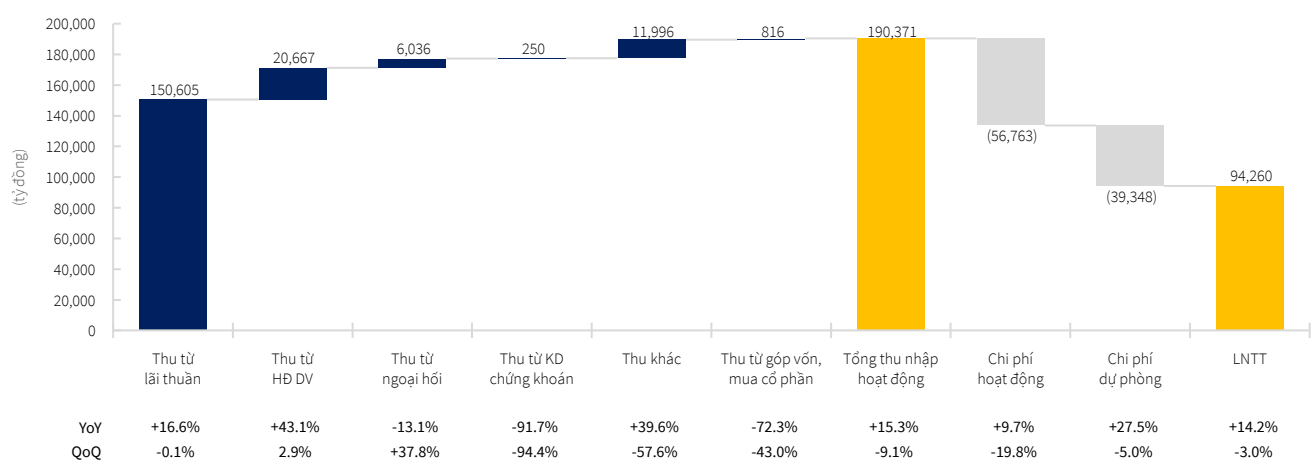
Chỉ số P/B trung bình của 27 ngân hàng niêm yết đạt 1.39x, thấp hơn trung bình 5 năm ở mức 1.46x, phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước những lo ngại về tác động của chiến tranh và áp lực huy động lên hệ thống ngân hàng. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng định giá của ngành sẽ được cải thiện trong 2H2026 nhờ bối cảnh vĩ mô khởi sắc, qua đó giảm bớt tâm lý thận trọng của nhà đầu tư và hỗ trợ quá trình tái định giá cổ phiếu ngân hàng. Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân tại các nhịp điều chỉnh với cổ phiếu ngân hàng có chất lượng tài sản tốt, tiềm năng tăng trưởng và định giá về vùng hợp lý như ACB, TCB và MBB.

KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q2026

Kết quả kinh doanh tích cực bất chấp áp lực vĩ mô

Bước sang đầu năm 2026, bối cảnh vĩ mô bộc lộ nhiều thách thức khi áp lực lạm phát - tỷ giá, bất định từ môi trường thương mại quốc tế và các rủi ro địa chính trị tiếp tục gia tăng. Tuy nhiên, ngành ngân hàng vẫn duy trì được sự ổn định, trong đó tăng trưởng tín dụng khả quan trong 1Q2026 là động lực chính thúc đẩy thu nhập lãi thuần. Trong khi đó, NIM tiếp tục chịu áp lực thu hẹp khi lãi suất huy động tăng mạnh, tình hình thanh khoản của hệ thống chưa cải thiện, và tăng trưởng tín dụng cho bất động sản bị hạn chế. Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm trong quý này, chủ yếu là do yếu tố mùa vụ. Dù vậy, lợi nhuận LNTT của 27 NHTM niêm yết vẫn tăng trưởng tương đối tích cực trong 1Q2026, đạt 94,260 tỷ đồng (+14.2% YoY).

Biểu đồ 44. Kết quả kinh doanh 1Q2026



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

Tăng trưởng tín dụng khả quan, phù hợp với định hướng của NHNN

Theo số liệu thống kê của NHNN, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống tính đến hết tháng 4 đạt 4.6% so với đầu năm, chậm hơn so với cùng kỳ 2025 (5.3%). Tuy nhiên, con số này phù hợp với định hướng thận trọng của NHNN về tăng trưởng tín dụng trong năm nay nhằm kiểm soát chất lượng tín dụng toàn hệ thống, đặc biệt là đối với lĩnh vực bất động sản.

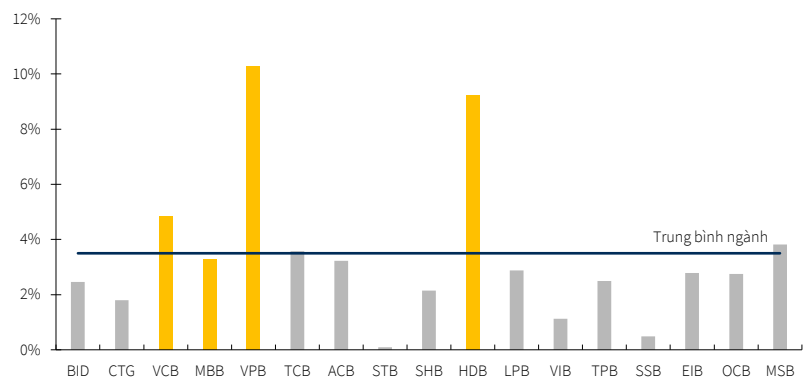
Các xu hướng chính của tăng trưởng tín dụng trong 1Q2026 bao gồm:

- (1) Về lĩnh vực, cho vay kinh doanh nhóm ngành bất động sản và xây dựng ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt trội so với các lĩnh vực kinh tế khác (Biểu đồ 46). Theo số liệu của NHNN, dư nợ tín dụng đối với hoạt động kinh doanh bất động sản tính đến hết 28/02 tăng trưởng tích cực (+11.7% YTD, +43% YoY), phản ánh sự hồi phục của thị trường bất động sản nhờ tiến triển trong công tác tháo gỡ thủ tục pháp lý cho các dự án. Đồng thời, tiến độ triển khai và thi công dự án được đẩy nhanh cũng thúc đẩy nhu cầu vốn lưu động và vốn đầu tư của các doanh nghiệp xây dựng.

- (2) Về khách hàng, cho vay KHDN tiếp tục là động lực tăng trưởng chính (+5.1% YTD), trong khi cho vay phân khúc bán lẻ tăng tương đối chậm (+1.5% YTD). Điều này phản ánh tốc độ phục hồi chưa đồng đều giữa các thành phần kinh tế, đặc biệt là khi nhu cầu tín dụng bán lẻ chịu tác động tiêu cực từ mặt bằng lãi suất tăng mạnh đầu năm.
- (3) Về kỳ hạn, cơ cấu tín dụng đang có xu hướng dịch chuyển về phía các khoản vay trung hạn và dài hạn (chiếm 47.4% tổng dư nợ cho vay, tăng 1.04ppts QoQ). Cùng với sự gia tăng nhu cầu tín dụng của nhóm KHDN, diễn biến này cho thấy các doanh nghiệp đang có xu hướng đẩy mạnh đầu tư mở rộng quy mô và triển khai các dự án mới.

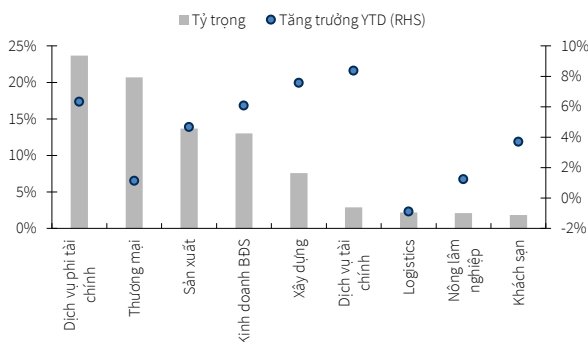
Biểu đồ 45. Tăng trưởng tín dụng 1Q2026 của các NHTM

Dẫn dắt tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là nhóm NHTM nhận tái cơ cấu ngân hàng yếu kém (ngoại trừ MBB), với mức tăng trưởng vượt trội so với nhóm NHTM còn lại (VPB +10.3% YTD, HDB +9.2% YTD, VCB +4.8% YTD).



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

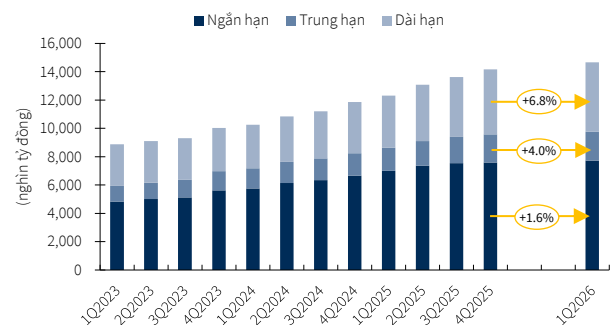
Biểu đồ 46. Cơ cấu tín dụng theo lĩnh vực 1Q2026



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

*Dựa trên số liệu công bố 1Q2026 của 14 NHTM niêm yết

Biểu đồ 47. Cơ cấu tín dụng theo kỳ hạn



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

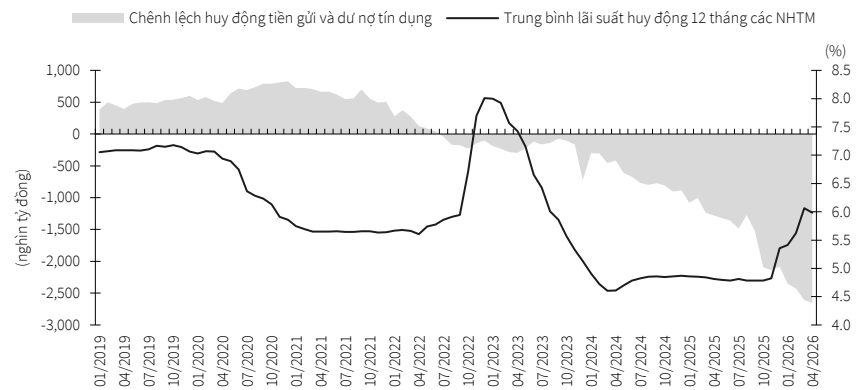
Tình hình huy động từ thị trường 1 kém khả quan, cơ cấu huy động tiếp tục dịch chuyển sang kênh GTCG và liên ngân hàng

Tính đến hết tháng 4, tăng trưởng huy động tiền gửi của toàn hệ thống chỉ đạt 1.68% YTD, khiến chênh lệch với tăng trưởng tín dụng ngày càng mở rộng. Trong đó, tăng trưởng tiền gửi khách hàng của 27 NHTM niêm yết trong 1Q2026 ở mức thấp (+0.5% YTD) bất chấp mặt bằng lãi suất huy động đầu năm tăng mạnh 2-2.5% so với cuối năm 2025. Điều này dẫn đến tỷ lệ LDR thuần ở hầu hết các NHTM tăng lên mức trên 100%, qua đó khiến tỷ lệ dư nợ tín dụng/ huy động tiền gửi của hệ thống tăng lên 1.16 lần – mức cao nhất trong lịch sử.

Nguyên nhân cho tình hình huy động kém khả quan của hệ thống ngân hàng trong 1Q2026 đến từ (1) nhu cầu sử dụng tiền mặt ở trong lưu thông gia tăng do ảnh hưởng của các chính sách thuế; và (2) một lượng vốn lớn bị ách tắc ở ngân sách nhà nước trong khi giải ngân đầu tư công chưa khởi sắc (thặng dư NSNN lũy kế 3 tháng đầu năm 2026 đạt 299.3 nghìn tỷ đồng, trong khi lượng tiền gửi KBNN tại 3 NHQD tăng thêm trong 1Q2026 chỉ đạt 157 nghìn tỷ đồng). Để bổ sung thanh khoản, các ngân hàng buộc phải chuyển dịch sang các nguồn huy động khác gồm (1) phát hành giấy tờ có giá (+9.8% YTD), (2) vay liên ngân hàng (+2.8% YTD) và (3) gia tăng tiền gửi Kho bạc tại các nhóm ngân hàng quốc doanh (NHQD). Tỷ trọng giấy tờ có giá (GTCG) và vay liên ngân hàng trong tổng huy động đã tăng thêm 70bps kể từ cuối 2025, lên mức 28.5%.

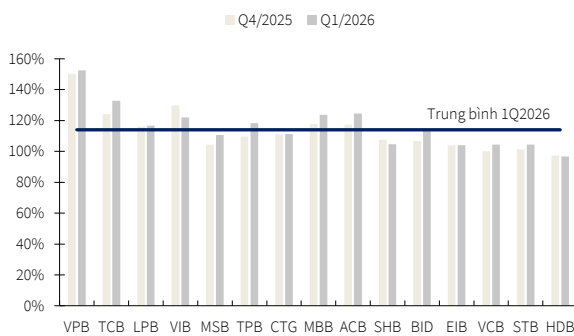
Biểu đồ 48. Chênh lệch giữa huy động và tín dụng và trung bình LSHĐ 12 tháng

Chênh lệch giữa huy động tiền gửi và dư nợ tín dụng toàn nền kinh tế tiếp tục nở rộng kể từ cuối 2025. Tính đến hết tháng 4, mức chênh lệch đạt kỷ lục 2,654 nghìn tỷ đồng (+27.6% YTD), qua đó làm gia tăng cạnh tranh lãi suất huy động giữa các NHTM.



Nguồn: Các ngân hàng, NHNN, KBSV

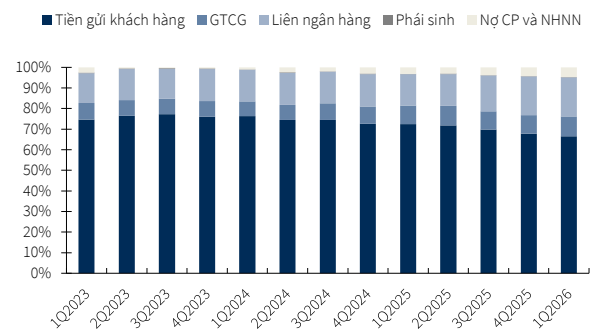
Biểu đồ 49. Tỷ lệ LDR thuần các NHTM



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

*Dựa trên số liệu công bố 1Q2026 của 14 NHTM niêm yết

Biểu đồ 50. Cơ cấu huy động



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

Áp lực thu hẹp NIM quay trở lại hệ thống ngân hàng

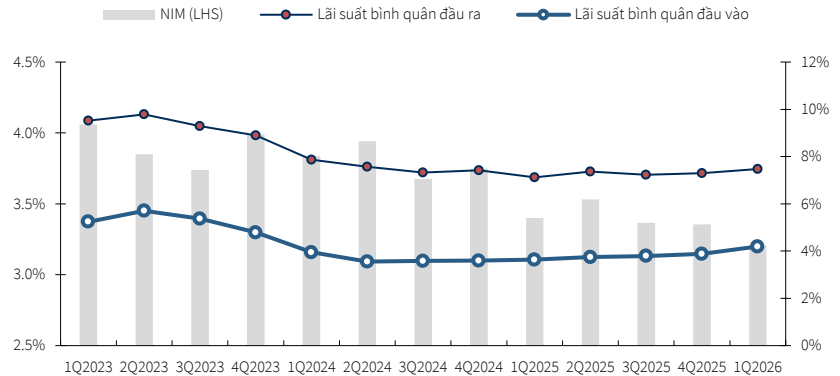
NIM theo quý của hầu hết các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đều chịu áp lực suy giảm trong quý đầu năm. Diễn biến này chủ yếu chịu tác động tiêu cực từ:

- (1) Sự cạnh tranh giữa các NHTM đẩy mạnh bằng lãi suất huy động tăng mạnh thêm 2-2.5% so với cuối 2025. Hệ quả là dòng tiền chảy về kênh tiền gửi có kỳ hạn với lợi suất tốt hơn, làm tiền gửi CASA giảm mạnh 187.5 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ CASA giảm 160bps QoQ xuống mức 20.8% - mức thấp nhất ghi nhận được kể từ 3Q2023.

- (2) Việc các NHTM tăng cường huy động qua các kênh GTCG và liên ngân hàng có chi phí vốn cao hơn để giải quyết vấn đề thanh khoản thiếu hụt.
- (3) Áp lực duy trì mức lãi suất cho vay đủ cạnh tranh để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là đối với các NHTM có tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS cao, phải tái cơ cấu danh mục tín dụng theo định hướng kiểm soát tín dụng BĐS của NHNN.

Trung bình NIM theo quý của nhóm NHTM niêm yết giảm 16bps so với quý trước, về mức thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây. Trong đó, lãi suất bình quân đầu vào tăng 31bps QoQ, nhanh hơn tốc độ tăng của lãi suất bình quân đầu ra (+18bps QoQ).

Biểu đồ 51. Lãi suất bình quân đầu vào/ra và NIM theo quý



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 52. Lãi suất bình quân đầu vào/ra vào và NIM theo quý 1Q2026 của các NHTM

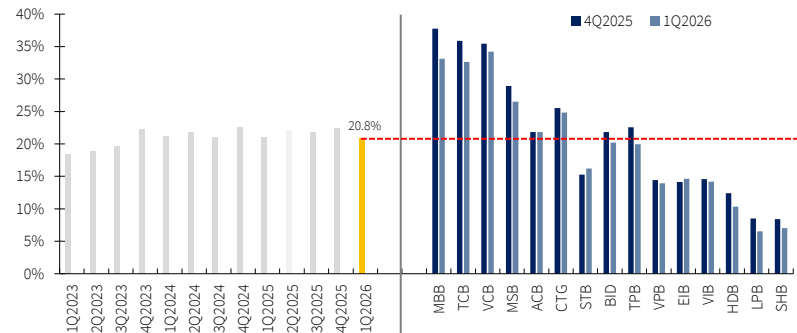
Một số ít ngân hàng (VCB, CTG, STB) ghi nhận NIM hồi phục nhẹ so với quý trước nhờ khả năng chuyển phần gia tăng chi phí vốn sang cho khách hàng. Trong khi đó, phần lớn các NHTM đều chịu áp lực thu hẹp NIM. Theo đó, HDB là ngân hàng có mức suy giảm NIM lớn nhất (-109bps QoQ), theo sau là LPB (-71bps QoQ) và BID (-54bps QoQ).

	Lãi suất bình quân đầu vào		Lãi suất bình quân đầu ra		NIM	
	Giá trị	Tăng trưởng (QoQ)	Giá trị	Tăng trưởng (QoQ)	Giá trị	Tăng trưởng (QoQ)
VCB	2.59%	0.27%	5.20%	0.40%	2.86%	0.15%
CTG	3.42%	0.16%	5.97%	0.30%	2.78%	0.14%
BID	3.49%	0.19%	5.21%	-0.36%	1.91%	-0.54%
MBB	4.00%	0.37%	7.39%	0.09%	3.81%	-0.26%
VPB	5.39%	0.33%	9.80%	-0.07%	5.27%	-0.35%
TCB	4.15%	0.65%	7.05%	0.07%	3.41%	-0.52%
ACB	4.51%	0.38%	6.84%	0.18%	2.77%	-0.16%
HDB	5.34%	0.56%	8.89%	-0.55%	3.79%	-1.09%
STB	4.52%	0.18%	6.82%	0.44%	2.72%	0.28%
MSB	3.97%	0.29%	7.01%	0.28%	3.31%	-0.04%
VIB	5.05%	0.40%	7.55%	0.22%	2.94%	-0.17%
SSB	5.14%	0.15%	7.10%	0.06%	2.47%	-0.10%
EIB	4.72%	0.44%	6.64%	-0.02%	2.17%	-0.52%
TPB	5.08%	0.19%	7.61%	-0.04%	2.83%	-0.29%
LPB	5.17%	0.19%	7.43%	-0.51%	2.67%	-0.71%
OCB	5.20%	0.49%	7.67%	0.16%	2.95%	-0.27%

Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 53. Tỷ lệ CASA

Hầu hết các NHTM trong danh mục theo dõi của chúng tôi đều ghi nhận tỷ lệ CASA suy giảm so với quý trước, trong đó MBB và TCB là hai ngân hàng chịu mức giảm mạnh nhất (lần lượt là -4.6 và -3.2ppts QoQ). Ngược lại, chỉ có EIB và STB ghi nhận sự cải thiện về tỷ lệ này.



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

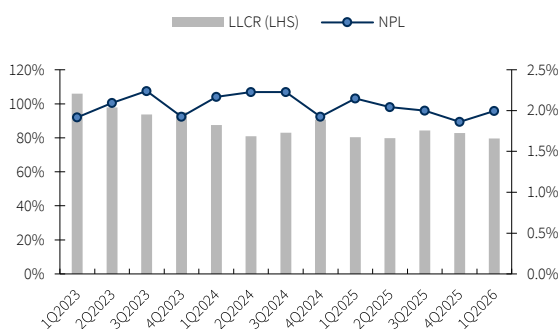
Chất lượng tài sản suy giảm nhẹ do yếu tố mùa vụ

Tính đến hết 1Q2026, tỷ lệ nợ xấu của 27 NHTM niêm yết đạt 2.0%, tăng 13bps so với quý trước. Chỉ một số ít NHTM trong nhóm theo dõi của chúng tôi ghi nhận cải thiện về chất lượng tài sản trong quý này bao gồm VIB, MSB, và CTG với tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ 3-8bps QoQ. Tỷ trọng nợ nhóm 2 cũng ghi nhận tăng 7bps QoQ, lên mức 1.23% với giá trị nợ tăng 9.8% QoQ. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân cho sự suy giảm chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng chủ yếu là do yếu tố mùa vụ của các quý đầu năm.

Chi phí trích lập dự phòng trong 1Q2026 đạt 39.3 nghìn tỷ đồng (+27.5% YoY), cho thấy các ngân hàng đang duy trì quan điểm thận trọng hơn đối với rủi ro tín dụng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng mạnh và diễn biến tiêu cực của vĩ mô thế giới có thể gây áp lực lên khả năng trả nợ của khách hàng trong thời gian tới.

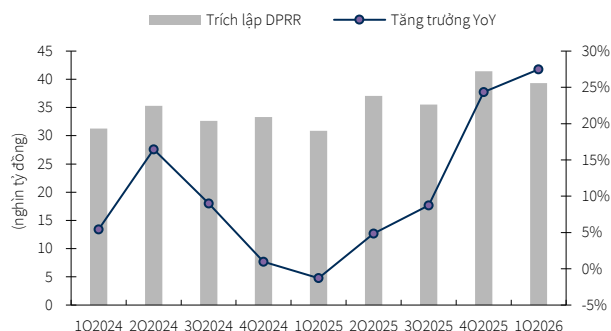
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng chỉ tăng nhẹ 6.7% QoQ, trong khi nợ xấu tăng thêm 11.1% QoQ (chủ yếu là do nợ nhóm 3 và 4 tăng mạnh lần lượt 36% và 22.3% QoQ), khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) giảm xuống 79.6% (từ mức 82.9% của 4Q2025), thấp hơn đợt giảm mạnh vào năm 2024 khi các NHTM sử dụng nhiều bộ đệm dự phòng để xử lý nợ xấu.

Biểu đồ 54. Tỷ lệ NPL và LLCR



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 55. Trích lập dự phòng rủi ro



Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

TPB là ngân hàng ghi nhận sự sụt giảm LLCR mạnh nhất (-34.6ppts QoQ) do tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng này tăng đột biến 81bps QoQ. Nhóm NHTM quy mô lớn (VPB, VCB, ACB, MBB, BID) cũng ghi nhận LLCR suy giảm, ngoại trừ CTG và TCB nhờ kiểm soát tốt chất lượng tài sản.

Biểu đồ 56. Tỷ lệ NPL, nợ nhóm 2 và bao phủ nợ xấu của các NHTM 1Q2026

	Tỷ lệ NPL	QoQ	Tỷ lệ nợ nhóm 2	QoQ	LLCR	QoQ
STB	6.62%	0.21%	0.95%	0.20%	53.2%	3.24%
VPB	3.58%	0.25%	3.11%	-0.17%	52.8%	-2.59%
OCB	3.52%	0.33%	1.93%	0.18%	55.6%	-0.17%
EIB	3.07%	0.20%	1.54%	0.35%	37.8%	16.8%
VIB	2.94%	-0.03%	2.55%	0.15%	43.1%	0.24%
MSB	2.66%	-0.03%	1.27%	0.13%	51.6%	-0.63%
HDB	2.60%	0.16%	2.58%	-0.86%	50.0%	-0.2%
TPB	2.17%	0.88%	2.46%	0.81%	58.4%	-34.7%
LPB	1.84%	0.15%	1.07%	0.09%	69.6%	-4.0%
BID	1.76%	0.28%	1.34%	0.05%	86.9%	-13.5%
MBB	1.42%	0.13%	1.06%	0.11%	92.2%	-1.51%
TCB	1.09%	0.02%	0.68%	0.18%	129.4%	1.34%
CTG	1.02%	-0.08%	1.07%	0.20%	167.2%	8.35%
ACB	0.97%	0.00%	0.71%	0.34%	114.0%	-0.2%
VCB	0.62%	0.04%	0.23%	0.07%	253.4%	-5.8%
...						
Trung bình	2.00%	0.13%	1.23%	0.07%	79.6%	-3.3%

Nguồn: Các ngân hàng, KBSV

TRIỂN VỌNG 2H2026

Lãi suất đã đang ở vùng đỉnh, dự báo sẽ giảm dần từ đầu 4Q2026

Tình trạng căng thẳng thanh khoản của hệ thống ngân hàng tiếp tục duy trì trong nửa đầu năm 2026 và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Trong khi đó, áp lực ổn định lạm phát và tỷ giá làm thu hẹp đáng kể dư địa nới lỏng của chính sách tiền tệ của NHNN so với năm 2025. Hệ quả là áp lực huy động của các NHTM gia tăng, qua đó khiến mặt bằng lãi suất huy động tăng nóng trong quý đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động đã đang ở vùng đỉnh, sẽ tiếp tục neo cao trong quý 3, trước khi cho dấu hiệu giảm dần từ đầu quý 4, nhờ:

- (1) Tiến triển tích cực trong cục diện xung đột Mỹ - Iran được kỳ vọng sẽ giảm bớt áp lực lên giá dầu và lạm phát trong nước (theo kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo giá dầu trong 2H2026 sẽ duy trì ổn định trong khoảng 70 – 75 USD/thùng). Cùng với việc tỷ giá USD/VND vẫn đang duy trì trạng thái ổn định (tỷ giá liên ngân hàng mới chỉ tăng 8bps YTD), NHNN sẽ có thêm dư địa để hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống.
- (2) Giải ngân đầu tư công dự kiến sẽ tăng tốc trong phần còn lại của năm để đạt được mục tiêu tăng trưởng 10%, qua đó giải phóng nguồn vốn dồi dào từ NSNN chảy vào hệ thống ngân hàng.
- (3) Những thay đổi trong cơ chế điều hành của NHNN nhằm hạ nhiệt mặt bằng lãi suất và giảm áp lực huy động của các NHTM (Bảng 57) dự kiến sẽ phát huy hiệu quả kể từ 3Q2026. Đồng thời, chúng tôi cũng kỳ vọng sẽ có thêm chính sách mới được đưa ra vào nửa cuối năm từ Chính phủ và NHNN để đạt mục tiêu tăng trưởng.

Chúng tôi kỳ vọng diễn biến lãi suất cho vay trong 2H2026 cũng sẽ có sự tương đồng với lãi suất huy động, nhưng với độ trễ nhất định do các ngân hàng cần thời gian hấp thụ chi phí vốn cao trong giai đoạn trước. Tuy nhiên, xu hướng giảm nhiều khả năng sẽ mang tính chọn lọc, tập trung vào các lĩnh vực được ưu tiên như xuất khẩu, sản xuất công nghiệp, hạ tầng và các ngành nghề đóng vai trò động lực tăng trưởng kinh tế, trong khi mặt bằng lãi suất đối với các lĩnh vực có mức độ rủi ro cao có thể sẽ giảm ít hơn.

Bảng 57. Các chính sách của NHNN

Chính sách	Nội dung chính	Hiệu lực
Hạ mặt bằng lãi suất	- Thông báo số 117/TB-NHNN ngày 10/4/2026 yêu cầu các NHTM giảm 0.5 - 1%/năm lãi suất tiền gửi kỳ hạn từ 6 tháng trở lên nhằm chấm dứt tình trạng cạnh tranh lãi suất. - Công văn số 3972/NHNN-CSTT ngày 14/05/2026 yêu cầu các NHNN khu vực tổ chức kiểm tra các chi nhánh NHTM trên địa bàn trong việc thực hiện chủ trương giảm mặt bằng lãi suất theo chỉ đạo của Thống đốc NHNN	Từ 10/04/2026
Thông tư 08/2026/TT-NHNN	- Sửa cách tính tỷ lệ LDR, trong đó cho phép tính thêm 20% số dư tiền gửi KBNN có kỳ hạn vào mẫu số, thay vì loại trừ hoàn toàn theo Thông tư 26/2022/TT-NHNN, nhằm giảm áp lực huy động và tạo thêm dư địa cho vay của nhóm NHQD.	Từ 15/05/2025
Thông tư 25/2026/TT-NHNN	- Duy trì cơ chế tính toán tỷ lệ LDR của Thông tư 08/2026/TT-NHNN. - Nới trần tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ 30% lên 40% nhằm giảm áp lực huy động của các NHTM (<i>xem thêm tại Báo cáo Đề xuất nới trần tỷ lệ SMLR</i>)	Từ 01/07/2026

Nguồn: KBSV tổng hợp

Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hoàn thành mục tiêu của NHNN

Sang năm 2026, dù tăng trưởng tín dụng bất động sản được kiểm soát chặt chẽ hơn, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng toàn ngành vẫn có thể tối thiểu hoàn thành mục tiêu 15% của NHNN dựa trên:

- (1) Đầu tư công tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng chủ đạo của nền kinh tế trong năm 2026, với kỳ vọng Chính phủ đẩy mạnh giải ngân các dự án hạ tầng trọng điểm sẽ thúc đẩy nhu cầu tín dụng ở các lĩnh vực xây lắp, vật liệu xây dựng, và logistics.
- (2) Thương mại kỳ vọng sẽ chuyển sang trạng thái xuất siêu kể từ 2H2026 với sự khởi sắc của hoạt động xuất khẩu trong bối cảnh dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam phục hồi, đặc biệt là ở nhóm ngành công nghệ cao, qua đó hỗ trợ nhu cầu vốn lưu động và tín dụng thương mại.
- (3) Định hướng kiểm soát tín dụng bất động sản của NHNN mang tính chọn lọc đối với các phân khúc bất động sản đầu cơ, trong khi dòng vốn vào nhà ở xã hội, khu công nghiệp, khu chế xuất và các dự án hạ tầng trọng điểm vẫn được khơi thông. Cụ thể, theo Công văn số 4551/NHNN-CSTT và 5386/NHNN-TD, tín dụng giải ngân vào nhóm bất động sản nêu trên được loại khỏi tính toán hạn mức tín dụng của các NHTM (xem thêm tại Báo cáo [Nới hạn mức tín dụng bất động sản có chọn lọc](#) và [Miễn room tín dụng cho 18 dự án trọng điểm](#)).

Trong bối cảnh đó, tăng trưởng tín dụng toàn ngành được kỳ vọng sẽ tiếp tục dẫn dắt bởi nhóm NHQD nhờ lợi thế trong việc tài trợ các lĩnh vực ưu tiên như sản xuất, xuất khẩu, FDI và các dự án hạ tầng trọng điểm. Bên cạnh đó, nhóm ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc (CGBB) cũng được dự báo sẽ tăng trưởng vượt trội nhờ lợi thế về hạn mức tín dụng cùng khả năng mở rộng phân khúc khách hàng.

Về phân khúc tín dụng, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng phần nhiều sẽ đến từ nhóm KHDN, trong khi tăng trưởng tín dụng nhóm bán lẻ dự báo sẽ chậm lại do (1) tác động tiêu cực của xung đột Mỹ - Iran lên tình hình sản xuất kinh doanh và nhu cầu trong nước và quốc tế và (2) mặt bằng lãi suất tái định ở vùng cao hơn năm 2025, qua đó làm giảm nhu cầu vay của nhóm này.

Dự báo áp lực lên NIM quay trở lại trong năm 2026

NIM của hệ thống ngân hàng dự báo sẽ suy giảm nhẹ so với 2025, chủ yếu là do sự gia tăng của chi phí vốn (COF), trong đó:

- (1) Dù kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ hạ nhiệt trong nửa sau 2026, chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ duy trì ở vùng cao hơn 2025, qua đó khiến COF nhích tăng.
- (2) Chúng tôi đánh giá áp lực thanh khoản đối với hệ thống ngân hàng vẫn là hiện hữu, qua đó buộc các ngân hàng phải dịch chuyển cơ cấu huy động sang các kênh GTCTG và liên ngân hàng có COF cao hơn. Mặt khác, lãi suất liên ngân hàng và lãi suất phát hành trái phiếu của các NHTM cũng đang neo ở mức cao, càng làm gia tăng COF.

Trong khi đó, lợi suất sinh lời trung bình được kỳ vọng chỉ cải thiện ở mức hạn chế hơn đà tăng của chi phí vốn, do xu hướng dòng tín dụng đang được nắn vào các nhóm ngành ưu tiên cùng nhóm KHDN, đặc biệt là ở các lĩnh vực sản xuất, xuất khẩu, FDI và hạ tầng có mức lợi suất thấp hơn tín dụng bán lẻ.

Ở chiều hướng ngược lại, chúng tôi kỳ vọng chính sách nới trần tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (có hiệu lực từ ngày 01/07/2026) sẽ giảm bớt gánh nặng huy động vốn kỳ hạn dài của các NHTM, qua đó phần nào hạn chế áp lực suy giảm NIM.

Chúng tôi cho rằng diễn biến của NIM sẽ có sự phân hoá giữa các ngân hàng. Cụ thể, nhóm NHQD với lợi thế mặt bằng lãi suất huy động thấp hơn trung bình ngành, kết hợp với nguồn tiền gửi KBNN, được dự báo sẽ ghi nhận NIM cải thiện. Ngoài ra, nhóm NHTM quy mô lớn, có lợi thế về CASA và được hỗ trợ thanh khoản nhờ nhận CGBB (TCB, MBB, VPB, HDB) có thể quản trị COF tăng chậm hơn so với trung bình ngành, qua đó duy trì NIM đi ngang hoặc giảm nhẹ so với 2025. Ngược lại, nhóm NHTN với quy mô nhỏ và trung bình sẽ phải đối mặt với áp lực thu hẹp NIM lớn hơn do năng lực huy động kém.

Chất lượng tài sản gặp áp lực do ảnh hưởng từ mặt bằng lãi suất tăng đầu năm

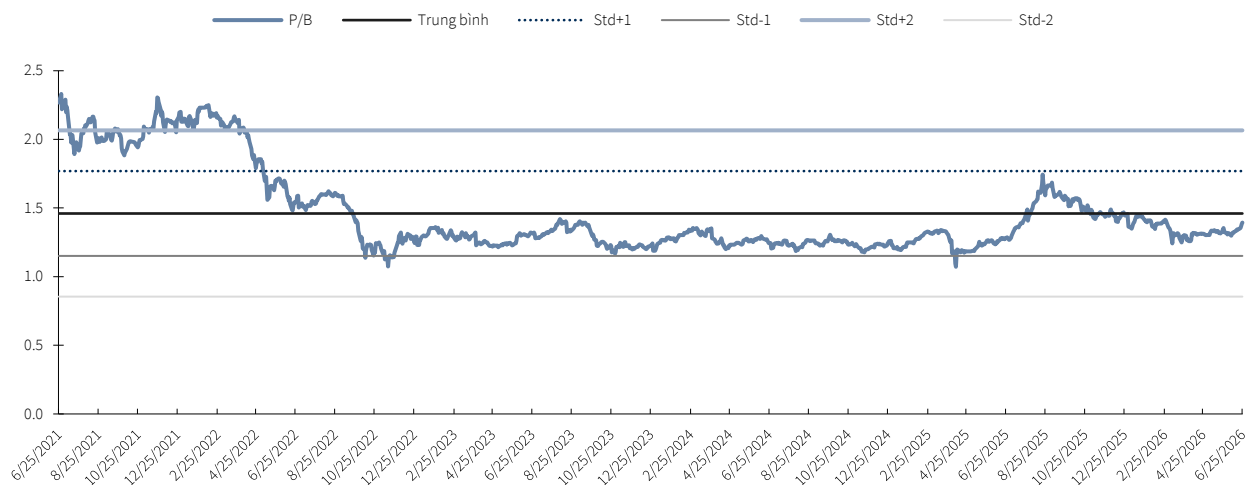
Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất tăng cao trong giai đoạn đầu năm sẽ tác động bất lợi tới nhóm khách hàng vay lãi suất thả nổi và có năng lực tài chính yếu, qua đó làm gia tăng rủi ro hình thành nợ xấu mới. Theo đó, áp lực lên chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng có thể quay trở lại từ 2Q2026, trong khi những bất ổn liên quan đến căng thẳng địa chính trị toàn cầu vẫn là biến số cần được theo dõi chặt chẽ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát tốt nhờ tăng trưởng kinh tế ổn định và tiến triển trong công tác tháo gỡ thủ tục pháp lý cho các dự án bất động sản. Chúng tôi kỳ vọng chi phí trích lập dự phòng của hệ thống có thể nhích nhẹ trong năm 2026 khi nợ xấu hình thành mới gia tăng, song áp lực gia tăng sẽ không quá lớn nhờ những thay đổi tích cực về pháp lý trong quy trình xử lý nợ theo Luật hoá Nghị quyết 42/2017. Tuy nhiên, trong bối cảnh Chính phủ đang đẩy mạnh công tác giải phóng mặt bằng nhằm thúc đẩy tiến độ triển khai các dự án hạ tầng và bất động sản trọng điểm, chúng tôi không loại trừ khả năng một số ngân hàng có tỷ trọng lớn các khoản vay được bảo đảm bằng bất động sản có thể phát sinh áp lực trích lập dự phòng.

Kỳ vọng mặt bằng định giá của ngành ngân hàng sẽ được cải thiện trong 2H2026

Chỉ số P/B trung bình của 27 ngân hàng niêm yết đạt 1.39x, thấp hơn trung bình 5 năm ở mức 1.46x, phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước những lo ngại về tác động của chiến tranh đối với nền kinh tế Việt Nam, cùng với diễn biến huy động và lãi suất có thể gây áp lực lên NIM. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng định giá của ngành ngân hàng sẽ được cải thiện trong 2H2026 nhờ bối cảnh vĩ mô khởi sắc, qua đó giảm bớt tâm lý thận trọng của nhà đầu tư và hỗ trợ quá trình tái định giá cổ phiếu ngân hàng.

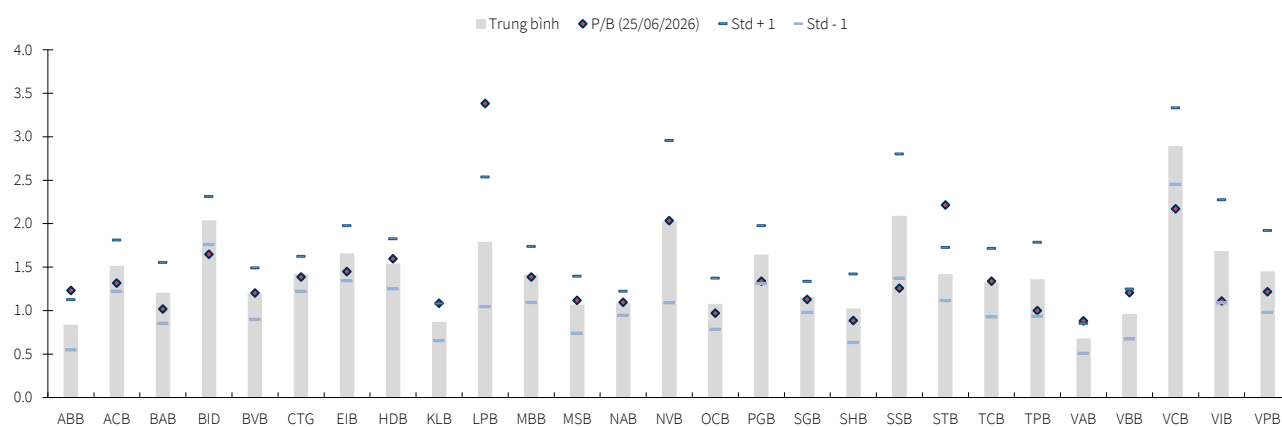
Lựa chọn cổ phiếu cho năm 2026, chúng tôi ưa thích ACB với khẩu vị rủi ro an toàn, tiềm năng cải thiện NIM và tăng trưởng LNTT rõ nét so với năm 2025 (do chịu áp lực tăng trích lập dự phòng từ Nghị định 86); MBB với tốc độ tăng trưởng vượt trội và chất lượng tài sản được kiểm soát tốt; và TCB với tiềm năng triển khai tài sản số. Hiện các cổ phiếu này đã điều chỉnh về vùng định giá hợp lý, nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân tại các nhịp điều chỉnh.

Biểu đồ 58. P/B ngành ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 59. Định giá P/B của các NHTM



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Lợi nhuận phục hồi

04/06/2026

Chuyên viên phân tích Vũ Diệu Hà
(+84) 24-7303-5333 havd2@kbsec.com.vn

Kế hoạch tăng trưởng thận trọng trong bối cảnh vĩ mô biến động

KHKD 2026 của ngân hàng đã được thông qua: (1) tăng trưởng tài sản đạt 16% YoY, (2) tăng trưởng tín dụng và huy động đạt 16% YoY, (3) LNTT tăng 14% YoY, (4) tỷ lệ NPL thấp hơn 1.2%, (5) chính sách chi trả cổ tức gồm 7% tiền mặt và 13% cổ phiếu.

Dự phóng tăng trưởng tín dụng chậm lại nhưng vẫn tích cực

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng 2026 đạt 15%, thấp hơn mục tiêu tăng trưởng của ngân hàng do định hướng thận trọng của NHNN đối với tăng trưởng tín dụng và tác động của chiến tranh Mỹ - Iran lên các lĩnh vực cho vay chủ lực. Mặt khác, động lực tăng trưởng kỳ vọng sẽ đến từ cho vay FDI, cho vay mua nhà, và nâng cao năng lực cho vay của công ty con.

NIM cả năm kỳ vọng cải thiện so với 2025

Sự sụt giảm của NIM trong quý 1 kỳ vọng sẽ đảo chiều nhờ (1) kỳ vọng lãi suất huy động giảm trong 2H2026, (2) tỷ lệ CASA cải thiện nhờ dòng tiền từ cho vay nhóm KHDN lớn, và (3) đẩy mạnh cho vay trung dài hạn với IEA tốt hơn.

Mở rộng hệ sinh thái hỗ trợ thu nhập ngoài lãi

Doanh thu phí dự kiến tăng trưởng tích cực nhờ hai động lực: thành lập công ty bảo hiểm phi nhân thọ và đẩy mạnh phát triển sản phẩm đầu tư tại các công ty con.

Chất lượng tài sản suy giảm nhẹ nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

Chất lượng tài sản trong 2026 dự kiến suy giảm nhẹ, phản ánh (1) môi trường lãi suất cho vay tăng trong quý 1 và (2) ảnh hưởng tiêu cực từ các biến số vĩ mô lên các lĩnh vực cho vay chủ lực của ngân hàng.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 28,100 VNĐ/CP

Dựa trên triển vọng kinh doanh của ngân hàng cũng như đánh giá các yếu tố rủi ro, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu ACB với giá mục tiêu 28,100 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 25.5% so với giá đóng cửa ngày 03/06/2026.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 28,100
Tăng/giảm (%)	25.5%
Giá hiện tại (03/06/2026)	VND 22,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 27,573
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	127.9/4.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	85%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	387.8/1.5
Sở hữu nước ngoài (%)	24.9%
Cổ đông lớn	Sather Gate Investments Limited (4.99%)

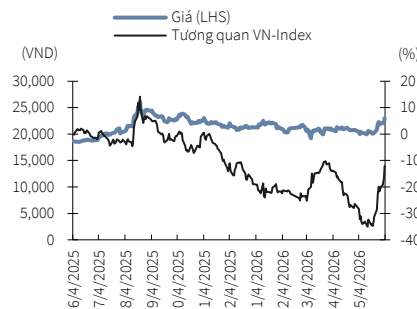
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	13.5	19.8	4.4	22.4
Tương đối	18.3	9.8	-0.3	-12.7

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	27,795	26,906	32,000	37,929
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	22,612	22,874	25,984	30,331
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	16,790	15,625	18,625	21,474
EPS (đồng/cổ phiếu)	3,759	3,042	3,209	3,699
Tăng trưởng EPS (%YoY)	-9	-19	5	15
PER (x)	6.6	8.2	7.0	6.1
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	18,685	18,401	18,319	20,378
PBR (x)	1.3	1.4	1.2	1.1
ROE (%)	21.7	17.6	18.5	19.1
Tỷ suất cổ tức (%)	4.0	4.0	2.8	4.5

Nguồn: Fiiopro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)

Vướng mắc từ bài toán huy động

15/06/2026

Chuyên viên phân tích Vũ Diệu Hà
(+84) 24-7303-5333 havd2@kbsec.com.vn

Kế hoạch kinh doanh thận trọng trong bối cảnh vĩ mô biến động

KHKD 2026 đã được thông qua, trong đó: (1) tăng trưởng tài sản đạt 28% YoY, (2) tăng trưởng tín dụng đạt 30% YoY, (3) LNTT 2026 tăng 15% YoY, (4) tỷ lệ NPL thấp hơn 1.5%, và (5) phương án phân phối lợi nhuận 2025 bao gồm 10% tiền mặt và 15% cổ phiếu. Ngân hàng đã đưa ra kế hoạch tăng thêm tối đa 22,137 tỷ đồng vốn điều lệ.

Dự báo tăng trưởng tín dụng khả quan

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng 2026 đạt 27%, thấp hơn hạn mức 35% được cấp cho ngân hàng nhận CGBB do (1) áp lực cân đối vốn huy động để đáp ứng mục tiêu tín dụng, (2) NHNN kiểm soát cho vay BĐS, và (3) xung đột Mỹ - Iran làm giảm nhu cầu vay thương mại và kinh doanh hộ gia đình.

NIM chịu áp lực trước mục tiêu tăng trưởng

Chúng tôi dự phóng NIM giảm 13bps so với năm 2025 do áp lực huy động khiến chi phí vốn duy trì ở mặt bằng cao, trong khi lãi suất cho vay dự kiến không tăng thêm theo chủ trương của ngân hàng.

Chất lượng tài sản suy giảm nhẹ nhưng vẫn được kiểm soát tốt

Chất lượng tài sản trong 2026 dự kiến suy giảm nhẹ, phản ánh ảnh hưởng tiêu cực của chiến tranh và xu hướng tăng của lãi suất trong 1Q2026 lên khả năng trả nợ của khách hàng.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 31,400 VNĐ/CP

Dựa trên triển vọng kinh doanh của ngân hàng cũng như đánh giá các yếu tố rủi ro, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 31,400 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 26.2% so với giá đóng cửa ngày 12/06/2026.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 31,400
Tăng/giảm (%)	26.2%
Giá hiện tại (12/06/2026)	VND 24,850
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 33,230
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	199.4/7.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	41,152	51,610	65,363	82,815
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	38,406	48,012	59,301	75,228
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	22,634	26,779	33,123	42,977
EPS (đồng/cổ phiếu)	4,265	3,325	4,112	5,335
Tăng trưởng EPS (%YoY)	8	-22	24	30
PER (x)	5.8	7.4	6.0	4.6
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	22,060	17,632	21,705	28,287
PBR (x)	1.1	1.4	1.1	0.9
ROE (%)	21.5	21.1	21.4	21.9
Tỷ suất cổ tức (%)	2.0	0.8	4.0	0.0

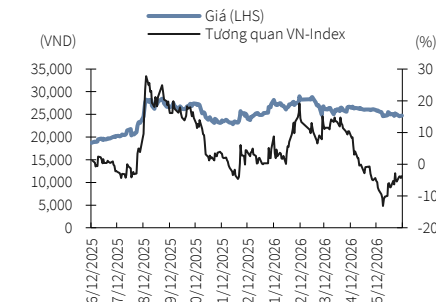
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	442.8/16.8
Sở hữu nước ngoài (%)	22.5%
Cổ đông lớn	Viettel (14.7%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.5	-6.1	3.1	34.7
Tương đối	2.9	-11.2	-6.1	-2.0



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Techcombank (TCB)

Áp lực quay trở lại trong ngắn hạn

22/05/2026

Chuyên viên phân tích Vũ Diệu Hà
(+84) 24-7303-5333 havd2@kbsec.com.vn

Kế hoạch kinh doanh 2026: Hai kịch bản dựa trên chiến tranh Mỹ - Iran

KHKD 2026 xây dựng dựa trên hai kịch bản, gồm: (1) tăng trưởng LNTT 15% YoY, tỷ lệ NPL < 1.5% khi chiến tranh sớm hạ nhiệt; và (2) tăng trưởng LNTT 7.5% YoY, tỷ lệ NPL < 2% nếu chiến tranh dai dẳng. ĐHCĐ đã thông qua phương án chi trả 7% cổ tức tiền mặt, chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 60% và phát hành 36 triệu cổ phiếu ESOP.

Tăng trưởng tín dụng 2026 có xu hướng chậm lại nhưng vẫn ở mức khả quan

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng 2026 đạt 14.5% dựa trên: (1) quyết tâm hạ tỷ trọng lĩnh vực bất động sản và đẩy mạnh cho vay đầu tư hạ tầng của ngân hàng, (2) cho vay ký quỹ được mở rộng dư địa, và (3) cho vay tín chấp được cải thiện nhờ các chính sách hỗ trợ thu nhập người dân.

Áp lực lên NIM quay trở lại trong 2026

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng NIM sẽ đi ngang so với năm 2025 do áp lực chi phí vốn vẫn hiện hữu trong bối cảnh huy động khó khăn, trong khi lãi suất cho vay khó tăng vì tình hình sản xuất kinh doanh chưa khởi sắc, cùng với định hướng hạ tỷ trọng cho vay lĩnh vực bất động sản.

Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ bởi nguồn thu ngoài lãi

Động lực cho tăng trưởng thu nhập ngoài lãi chủ yếu đến từ mảng ngân hàng đầu tư, banca, kinh doanh tài sản số, và dịch vụ dành cho nhóm khách hàng khá giả.

Chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát tốt

Chất lượng tài sản kỳ vọng được duy trì ổn định trong năm nhờ chiến lược đa dạng hóa danh mục, xu hướng hạ nhiệt của mặt bằng lãi suất và tỷ trọng khách hàng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ chiến tranh Mỹ - Iran rất thấp.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 39,700 VNĐ/CP

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 39,700 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 23% so với giá đóng cửa ngày 21/05/2026.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 39,700
Tăng/giảm (%)	23%
Giá hiện tại (21/05/2026)	VND 32,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 42,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	229.9/8.7

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	530.2/20.1
Sở hữu nước ngoài (%)	22.4%
Cổ đông lớn	MSN (14.8%)

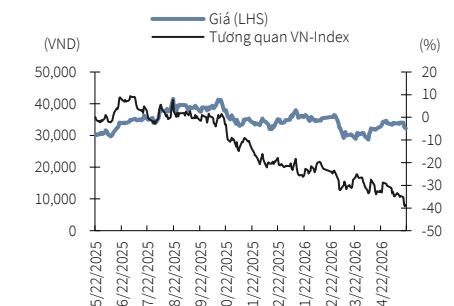
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.4	-9.9	-5.8	4.4
Tương đối	-4.8	-11.5	-20.5	-39.0

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	35,508	38,155	43,875	52,366
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	31,621	36,959	42,547	49,912
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	21,523	25,290	29,275	34,788
EPS (đồng/cổ phiếu)	3,046	3,569	4,110	4,885
Tăng trưởng EPS (%YoY)	-40	17	15	19
PER (x)	9.5	9.1	7.8	6.6
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,940	25,331	28,351	32,164
PBR (x)	1.4	1.3	1.1	1.0
ROE (%)	15.6	15.9	15.8	16.7
Tỷ suất cổ tức (%)	4.6	1.5	1.1	1.1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bất động sản dân cư

Các yếu tố cốt lõi vẫn đang được duy trì

Chuyên viên phân tích cao cấp Nguyễn Đình Thuận
(+84) 24-7303-5333 thuannd@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh cho thấy sự trái chiều giữa doanh thu và lợi nhuận trong 2025 và 1Q2026

Doanh thu của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trong 2025 đạt 583,237 tỷ VND (+64%YoY), LNST đạt 41,944 tỷ VND (+84%YoY). Nếu không tính nhóm cổ phiếu thuộc họ Vin và NVL, trong 1Q2026, doanh thu đạt 8,874 tỷ VND (-4%YoY) và LNST đạt 1,702 tỷ VND (+20%YoY).

Thị trường BĐS phục hồi có chọn lọc nhờ pháp lý khơi thông, nhưng thanh khoản phân hóa và giá vẫn neo cao trong khi nền lãi suất không ủng hộ
Quý I/2026 cho thấy hành lang pháp lý tiếp tục được hoàn thiện, tháo gỡ dự án tồn đọng và bổ sung nguồn cung mới, song dòng tiền vẫn dồn mạnh về đất nền với 108,998 giao dịch — gấp hơn 3.5 lần so với 30,857 giao dịch căn hộ và nhà ở riêng lẻ. Lượng tồn kho khoảng 29,860 căn/nền phân bổ khá đều giữa ba phân khúc (chung cư 10,496 căn, nhà riêng lẻ 10,474 căn, đất nền 8,890 nền), cho thấy áp lực hấp thụ vẫn hiện hữu dù nguồn cung được cải thiện. Điểm nghẽn lớn vẫn đang nằm ở giá. Giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội đạt trung bình 128 triệu đồng/m² và TPHCM 112 triệu đồng/m² do tập trung vào phân khúc cao cấp, bị đẩy lên bởi chi phí vật liệu, logistics và đặc biệt là mặt bằng lãi suất cùng áp lực tỷ giá, lạm phát từ biến động địa chính trị. Mức giá neo cao này trực tiếp bào mòn khả năng tiếp cận nhà ở của nhóm thu nhập trung bình và người trẻ.

Các doanh nghiệp BĐS trong nửa sau 2026 kỳ vọng vào một sự hồi phục dần dần thay vì bất phá

Lãi vay mua nhà vẫn neo ở vùng đỉnh hai năm, tiếp tục là lực cản. Tuy thị trường đang khó bất phá nhưng nhiều khả năng sẽ phục hồi dần theo hướng bền vững hơn. Những yếu tố sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi của nhóm Bất động sản sắp tới bao gồm: (1) Xu hướng tháo gỡ pháp lý, hoàn thiện cơ chế đối với thị trường Bất động sản (2) Thúc đẩy hoàn thiện hạ tầng giao thông kết nối và (3) Lãi suất kỳ vọng đi ngang trong nửa sau của năm, giúp ổn định chi phí

Những yếu tố tiêu cực đã được phản ánh nhiều vào giá

Nhóm DN BĐS mà chúng tôi quan sát hầu hết hiện đang có P/B trung bình thấp hơn P/B trung bình 5 năm. Với kỳ vọng nhiều điểm sáng tích cực trong 2026 NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu KDH, NLG.

Trung lập Duy trì

Khuyến nghị

KDH	MUA
Giá mục tiêu	39,900 VND

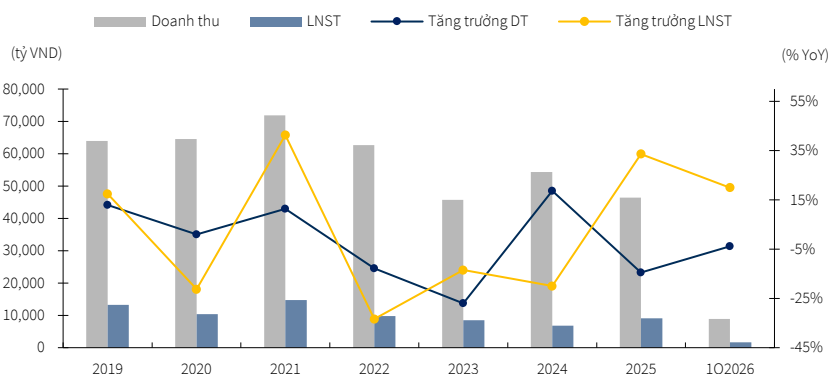
NLG	MUA
Giá mục tiêu	45,600 VND

KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh cho thấy sự trái chiều giữa doanh thu và lợi nhuận trong 2025 và 1Q2026

Doanh thu của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trong 2025 đạt 583,237 tỷ VND (+64%YoY), LNST đạt 41,944 tỷ VND (+84%YoY). Nếu không tính nhóm cổ phiếu thuộc họ Vin và NVL, lợi nhuận của các DN BĐS tiếp tục hồi phục; cụ thể, doanh thu đạt 46,449 tỷ VND (-14%YoY) và LNST đạt 9,054 tỷ VND (+34%YoY). Trong 1Q2026, loại trừ nhóm Vin và NVL, doanh thu đạt 8,874 tỷ VND (-4%YoY) và LNST đạt 1,702 tỷ VND (+20%YoY). Tuy nhiên chỉ có 37/63 DN quan sát có lợi nhuận tăng trưởng dương so với cùng kỳ, cho thấy sự phân hóa trong KQKD của các DN.

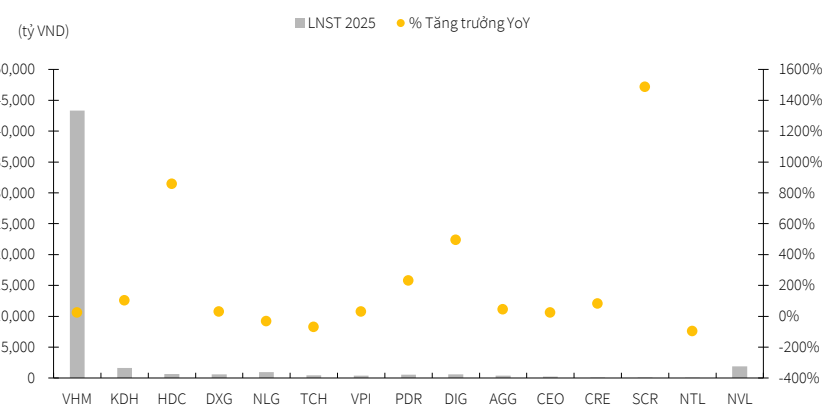
Biểu đồ 60. Kết quả kinh doanh của các DN BĐS niêm yết



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

*Số liệu không bao gồm các doanh nghiệp nhóm Vin và NVL do quy mô vượt trội so với toàn ngành

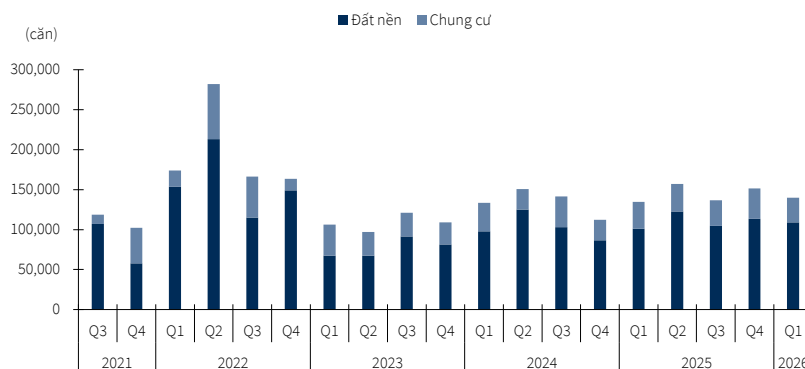
Biểu đồ 61. Lợi nhuận 2025 của một số DN BĐS



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Trong 15 doanh nghiệp BĐS mà KBSV quan sát, có 11/15 DN có LNST 2025 tăng trưởng dương so với cùng kỳ, cho thấy sự phục hồi trong KQKD.

Việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho nhiều dự án giúp doanh nghiệp đẩy nhanh tiến độ bàn giao và ghi nhận doanh thu. Cùng với đó, nhiều doanh nghiệp ghi nhận các khoản lợi nhuận lớn từ chuyển nhượng dự án, thoái vốn và hợp tác đầu tư, cộng hưởng với nền so sánh rất thấp của năm 2024 khiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tích cực sang 2025. Tuy nhiên, sự phục hồi này có tính phân hóa rõ rệt giữa nhóm doanh nghiệp.

Biểu đồ 62. Số lượng giao dịch căn hộ chung cư, nhà ở riêng lẻ, đất nền

Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

Thị trường BĐS phục hồi có chọn lọc nhờ pháp lý khơi thông, nhưng thanh khoản phân hóa và giá vẫn neo cao

Quý I/2026 cho thấy thị trường bước vào pha phục hồi nhưng chưa đồng đều giữa các phân khúc. Hành lang pháp lý tiếp tục được hoàn thiện, tháo gỡ dự án tồn đọng và bổ sung nguồn cung mới, song dòng tiền vẫn dồn mạnh về đất nền với 108,998 giao dịch — gấp hơn 3.5 lần so với 30,857 giao dịch căn hộ và nhà ở riêng lẻ. Sự lệch pha này phản ánh tâm lý nhà đầu tư vẫn ưu tiên tài sản đất nền có tính đầu cơ, trong khi cầu ở thực với chung cư bị kìm hãm bởi mặt bằng giá. Lượng tồn kho khoảng 29,860 căn/nền phân bố khá đều giữa ba phân khúc (chung cư 10,496 căn, nhà riêng lẻ 10,474 căn, đất nền 8,890 nền), cho thấy áp lực hấp thụ vẫn hiện hữu dù nguồn cung được cải thiện.

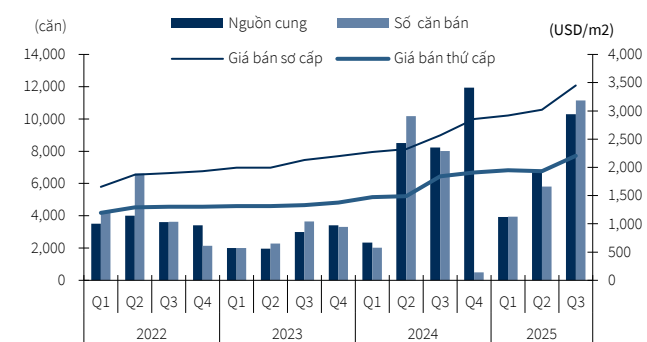
Điểm nghẽn lớn vẫn đang nằm ở giá. Giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội đạt trung bình 128 triệu đồng/m² và TPHCM 112 triệu đồng/m², bị đẩy lên bởi chi phí vật liệu, logistics và đặc biệt là mặt bằng lãi suất cùng áp lực tỷ giá, lạm phát từ biến động địa chính trị. Việc giá Hà Nội vượt TPHCM là tín hiệu đáng chú ý, cho thấy nguồn cung mới tập trung ở phân khúc cao cấp và thiếu vắng sản phẩm vừa túi tiền. Mức giá neo cao này trực tiếp bào mòn khả năng tiếp cận nhà ở của nhóm thu nhập trung bình và người trẻ — chính là lý do định hướng chính sách đang chuyển trọng tâm sang nhà ở xã hội, nhà thương mại giá rẻ và gói tín dụng 145,000 tỷ đồng ưu tiên người dưới 35 tuổi.

Trong Quý 1/2026, thị trường Hà Nội hạ nhiệt về nguồn cung sau quý bùng nổ cuối 2025 nhưng giá vẫn tiếp đà tăng ở phân khúc Chung cư; Nhà phố & Biệt thự vẫn trầm lắng

Thị trường sơ cấp Hà Nội tiếp tục tích cực về giá ở phân khúc Chung cư nhưng nguồn cung chững lại, trầm lắng ở phân khúc Nhà phố & Biệt thự, cụ thể:

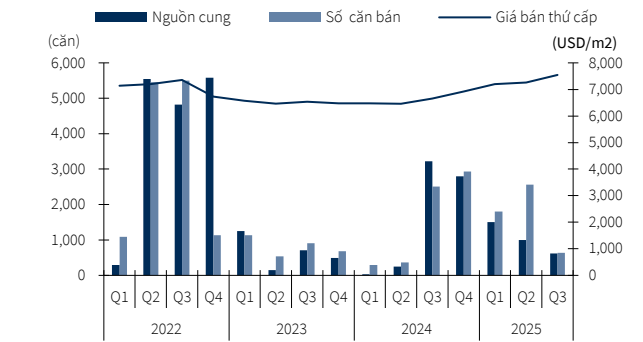
- **Căn hộ:** Quý 1/2026, nguồn cung mở mới đạt 8,010 căn (-46% qoq, +104% yoy) — hạ nhiệt sau mức đỉnh Quý 4/2025 nhưng vẫn cao gấp đôi cùng kỳ. Lượng tiêu thụ đạt 5,382 căn (-60% qoq, +36% yoy). Giá chào bán sơ cấp trung bình tiếp tục tăng vượt 101 triệu đồng/m² (+8% qoq, +33% yoy). Ở thị trường thứ cấp, giá bán trung bình đạt khoảng 61 triệu đồng/m² (+20% yoy), dù có hạ nhiệt ở một vài khu vực nhưng vẫn còn ở mức nền cao so với cùng kỳ.
- **Nhà phố & Biệt thự:** Nguồn cung mở mới Quý 1/2026 đạt 986 căn (+51% qoq, -34% yoy), cải thiện so với quý trước nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với cùng kỳ do thiếu vắng nguồn cung lớn từ các dự án đại đô thị. Lượng giao dịch đạt 947 căn (+15% qoq, -47% yoy). Giá bán thứ cấp trung bình đạt khoảng 199 triệu đồng/m² đất (+6% yoy).

Biểu đồ 63. Nguồn cung và giá bán căn hộ tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 64. Nguồn cung và giá bán thấp tầng tại Hà Nội



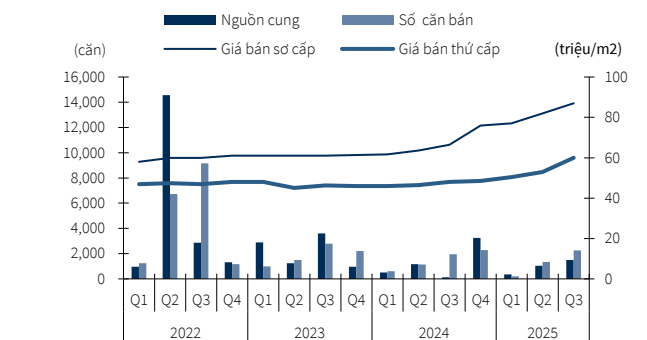
Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

Quý 1/2026, thị trường Tp. HCM duy trì đà phục hồi ở phân khúc Chung cư; nguồn cung thấp tầng lao dốc sau quý tăng mạnh cuối 2025

Thị trường Hồ Chí Minh duy trì đà phục hồi, đặc biệt tích cực về giá ở phân khúc Chung cư:

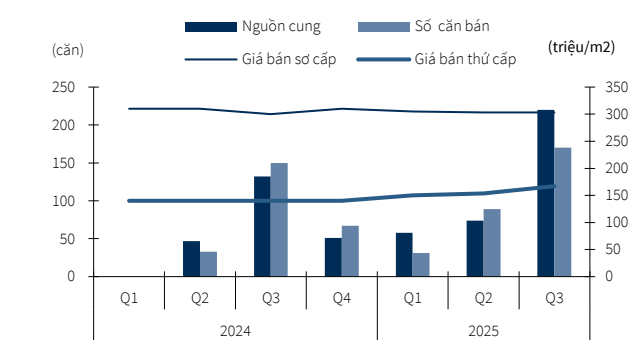
- **Căn hộ:** Quý 1/2026, nguồn cung mở mới đạt khoảng 1,642 căn (-48% qoq) nhưng tăng vọt so với nền thấp cùng kỳ (gấp gần 4.7 lần svck). Lượng tiêu thụ đạt khoảng 2,930 căn (+4% qoq, gấp ~14 lần svck), cho thấy sức cầu vẫn mạnh. Giá bán sơ cấp trung bình duy trì ở mức 92 triệu đồng/m² (+19% yoy). Áp lực tăng giá lan mạnh sang thị trường thứ cấp, đẩy giá trung bình lên 68 triệu đồng/m² (+11% qoq, +35% yoy).
- **Nhà phố & Biệt thự:** Sau quý bùng nổ cuối 2025, nguồn cung thấp tầng Quý 1/2026 lao dốc về 87 căn (-98% qoq, +50% yoy). Lượng giao dịch đạt 750 căn (-78% qoq, gấp ~24 lần cùng kỳ) nhờ hấp thụ lượng hàng tồn từ các dự án mở bán trước đó. Giá sơ cấp trung bình duy trì ổn định ở 222 triệu đồng/m² (-27% yoy), trong khi giá thứ cấp đạt 169 triệu đồng/m² (-1% qoq, +13% yoy).

Biểu đồ 65. Nguồn cung và giá bán căn hộ tại Tp. HCM



Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 66. Nguồn cung và giá bán thấp tầng tại Tp. HCM



Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

**Cập nhật kết quả bán hàng của các
DN trong danh mục theo dõi**

Trong 04 doanh nghiệp chúng tôi đang theo dõi, các doanh nghiệp đều cho thấy kết quả bán hàng/triển khai dự án tích cực hơn trong giai đoạn gần đây:

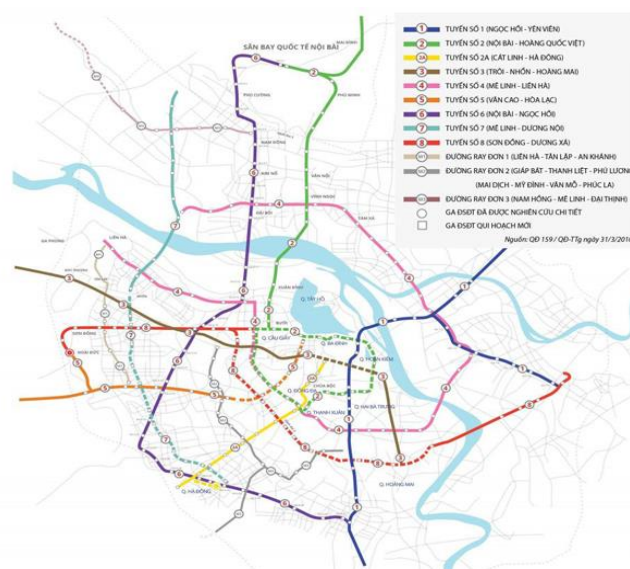
- **VHM:** ghi nhận Q1/2026 doanh thu bán hàng đạt 81.7 nghìn tỷ VND, tăng 133% yoy, đồng thời doanh số chưa ghi nhận cuối quý ở mức 20.6 nghìn tỷ VND
- **NLG:** đạt doanh số bán hàng lũy kế 4M2026 hơn 3.5 nghìn tỷ VND, tăng 36% yoy, chủ yếu đến từ Mizuki Park, Izumi, Southgate và Elyse Island
- **KDH:** đến cuối Q1/2026 đã bán lũy kế khoảng 60% trong tổng 226 căn thấp tầng tại dự án Gladia, và đang chuẩn bị mở bán phân khúc cao tầng trong 3Q2026
- **DXG:** ghi nhận Q1/2026 doanh thu hợp nhất hơn 1,467 tỷ VND, tăng 59% yoy, lợi nhuận sau thuế hơn 214 tỷ VND, tăng 173% yoy, với động lực chính đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi phục hồi và các dự án đang triển khai

TRIỂN VỌNG 2H2026

Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng kết nối sẽ mở ra cơ hội cho các dự án Bất động sản

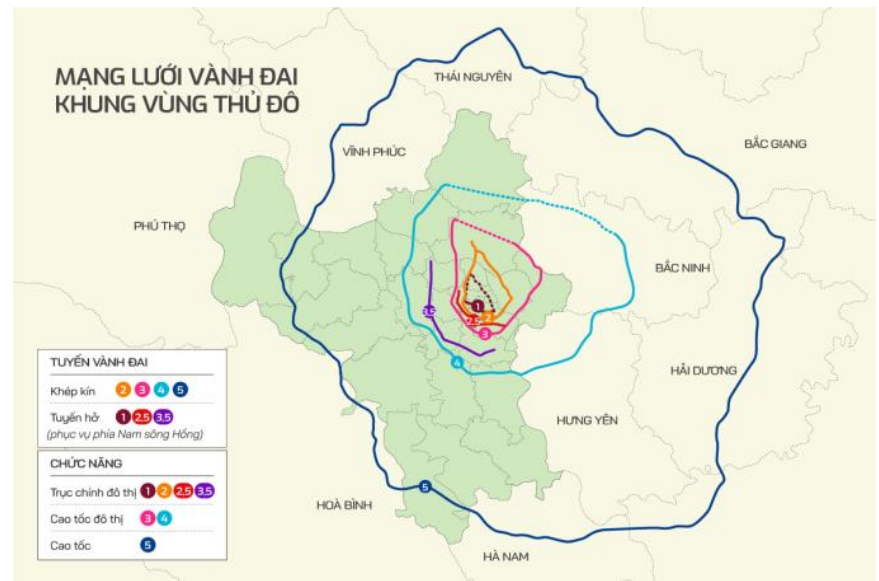
Sự phát triển đồng bộ của hệ thống hạ tầng giao thông là động lực cốt lõi thúc đẩy gia tăng giá trị và mở rộng không gian của thị trường bất động sản. Cụ thể, trong nửa cuối năm 2026, việc khởi công và đẩy mạnh tiến độ các đại dự án như đường sắt cao tốc Bắc - Nam, các tuyến vành đai cùng đường sắt đô thị tại Hà Nội và TP.HCM dự kiến tạo ra mạng lưới kết nối quy mô lớn. Việc nâng cấp hạ tầng này cải thiện trực tiếp khả năng khai thác thực tế và sự thuận tiện trong sinh hoạt, từ đó nâng cao mặt bằng giá và tạo cơ sở để các chủ đầu tư tự tin triển khai dự án mới. Đáng chú ý, phản ứng thực tế của thị trường cho thấy dòng vốn thường có xu hướng "đi trước đón đầu", khiến giá trị tài sản tại các khu vực đang hình thành hạ tầng được định giá từ sớm, ngay cả trước khi công trình đi vào vận hành hoàn chỉnh. Hệ quả tất yếu của quá trình này là sự dịch chuyển và phát triển mạnh mẽ của các dự án bất động sản tại những khu vực vùng ven xung quanh trung tâm Hà Nội và TP.HCM.

Hình 67. Quy hoạch mạng lưới các tuyến metro tại Hà Nội



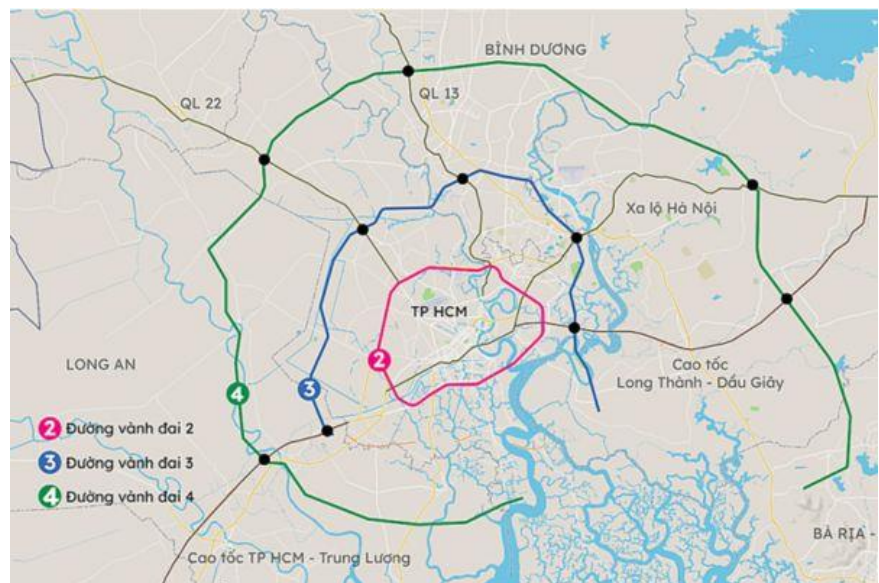
Nguồn: KBSV tổng hợp

Hình 68. Mạng lưới đường vành đai Hà Nội



Nguồn: KBSV tổng hợp

Hình 69. Mạng lưới đường vành đai TP.HCM



Nguồn: KBSV tổng hợp

Nỗ lực tháo gỡ và hoàn thiện hành lang pháp lý, định hình tăng trưởng trung và dài hạn của thị trường Bất động sản

Sự hoàn thiện liên tục của khung pháp lý đóng vai trò then chốt trong việc đẩy nhanh tiến độ dự án và khơi thông nguồn lực cho thị trường bất động sản. Cụ thể, nối tiếp đà tháo gỡ từ năm 2025 thông qua các văn bản giải quyết rào cản ngắn hạn và thiết lập cơ sở dài hạn (như Nghị quyết 171/2024/QH15, Nghị định 75/2025/NĐ-CP, Nghị quyết 206/2025/QH15 và các dự thảo thi hành Luật Đất đai), xu hướng này sẽ tiếp tục được đẩy mạnh. Trong nửa cuối năm 2026, các chính sách hỗ trợ người mua và hàng loạt dự thảo quan trọng dự kiến được thông qua sẽ định hình tầm nhìn phát triển cho toàn ngành (Bảng 70). Dưới tác động này, KBSV nhận định cơ chế quản lý minh bạch và thủ tục tinh gọn sẽ làm gia tăng đáng kể số lượng dự án mới được phê duyệt, đồng thời cung cấp cơ sở

xử lý dứt điểm các dự án đình trệ nhằm tối ưu hóa nguồn lực đang vướng mắc. Quá trình chuyển dịch pháp lý và cấu trúc thị trường này tạo ra sự phân hóa hai chiều khốc liệt đối với các doanh nghiệp. Về mặt cơ hội, định hướng ưu tiên phát triển nhà ở xã hội và mô hình nhà cho thuê chuyên nghiệp mở ra kênh tiếp cận dòng vốn ưu đãi cùng quỹ đất sạch, giúp các chủ đầu tư dịch chuyển danh mục sang sản phẩm đáp ứng nhu cầu thực gia tăng thanh khoản. Ngược lại về mặt rủi ro, các doanh nghiệp chậm thích ứng, duy trì tỷ trọng lớn ở phân khúc cao cấp và phụ thuộc đòn bẩy tài chính sẽ đối diện với áp lực dòng tiền trầm trọng, qua đó đẩy nhanh quá trình đào thải và tạo động lực cho làn sóng thâm tóm, sáp nhập để tái cơ cấu thị trường.

Bảng 70. Một số dự thảo cơ chế luật trong lĩnh vực Bất động sản

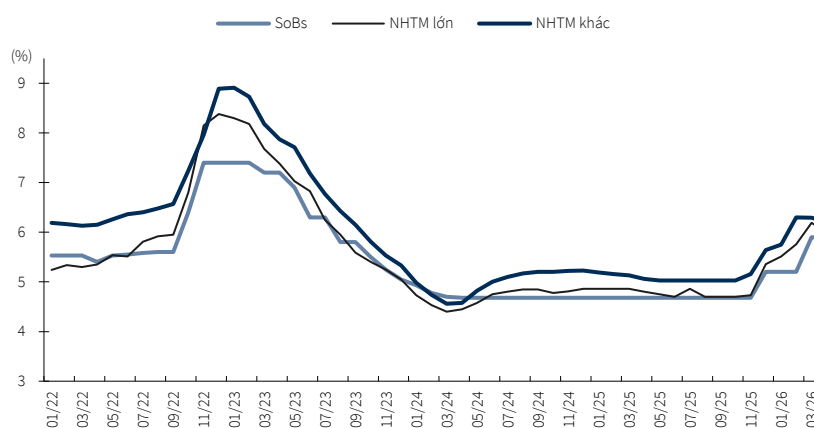
Dự thảo	Tình hình	Nội dung
Dự thảo Nghị định về xây dựng, quản lý cơ sở dữ liệu về nhà ở và thị trường BĐS (thay thế Nghị định 94/2024)	Bộ Xây dựng – đang lấy ý kiến. Thí điểm tại 5 TP: Hà Nội, TP.HCM, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ. Vận hành chính thức dự kiến quý IV/2026.	Tổ chức, cá nhân trong và ngoài nước phải kê khai dữ liệu: thông tin nhận diện; loại hình, địa chỉ, diện tích, số lượng nhà sở hữu; thời hạn, hình thức sở hữu và tình trạng pháp lý. Mỗi dự án BĐS được gán một mã số duy nhất, không thay đổi suốt vòng đời dữ liệu.
Dự thảo Luật Thuế bất động sản (thay thế Luật Thuế sử dụng đất phi nông nghiệp & nông nghiệp)	Bộ Tài chính. Dự kiến trình Quốc hội cho ý kiến và thông qua tại Kỳ họp thứ 2, Quốc hội khóa XVI, tháng 10/2026.	Đề xuất đánh thuế tài sản với người sở hữu nhiều nhà đất, đất bỏ hoang, dự án chậm triển khai. Bộ Tài chính nhận định đây là chính sách thuế mới, phạm vi điều chỉnh rộng, phức tạp, tác động lớn tới người dân, doanh nghiệp và thị trường.
Dự thảo Luật Thuế thu nhập cá nhân (thay thế) – phần thuế chuyển nhượng BĐS	Bộ Tài chính – đang lấy ý kiến.	Đề xuất áp thuế suất 20% trên thu nhập từ chuyển nhượng BĐS (giá bán trừ giá mua và chi phí), thay vì 2% trên giá trị giao dịch như hiện nay. Trường hợp không xác định được giá mua, áp thuế theo thời gian nắm giữ: dưới 2 năm: 10%; 2–5 năm: 6%; 5–10 năm: 4%; từ 10 năm trở lên và BĐS thừa kế: 2%.
Dự thảo Nghị quyết thí điểm mô hình Trung tâm Giao dịch BĐS và quyền sử dụng đất do Nhà nước thành lập	Bộ Xây dựng – trình Chính phủ. Thí điểm giai đoạn 2026–2027, trên phạm vi toàn quốc.	Trung tâm là đầu mối liên thông thủ tục: cung cấp thông tin, xác lập giao dịch điện tử, thực hiện nghĩa vụ thuế phí đến cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất. Các loại BĐS giao dịch: nhà ở có sẵn, nhà ở hình thành trong tương lai, quyền sử dụng đất đã có hạ tầng kỹ thuật, quyền sử dụng đất ở được mã hóa, định danh.
Đề án sửa đổi Luật Kinh doanh BĐS (kết hợp sửa Luật Nhà ở và một số luật liên quan)	Bộ Xây dựng / HoREA kiến nghị. Đề xuất trình kỳ họp đầu tiên Quốc hội khóa XVI, tháng 4/2026.	Trọng tâm: xây dựng cơ chế bảo đảm hoạt động kinh doanh BĐS minh bạch, lành mạnh; bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng, chủ đầu tư; tăng hiệu lực, hiệu quả quản lý nhà nước với thị trường.
Nghiên cứu chính sách thuế/phí lũy tiến với đất bỏ hoang, dự án chậm triển khai, nhà thứ hai	Bộ Tài chính chủ trì, phối hợp Bộ Xây dựng & Ngân hàng Nhà nước.	Phó Thủ tướng giao nghiên cứu đánh thuế đất hoang hóa, dự án chậm triển khai; rà soát thuế nhà đất thứ hai, thuế chuyển nhượng và thời gian sở hữu, tránh đánh thuế chồng. Đề xuất: nhà đất từ căn thứ hai trở lên không sử dụng/không cho thuê áp phí lũy tiến; dự án chậm quá 24 tháng tăng phí dần theo thời gian.

Nguồn: KBSV tổng hợp

Với nền lãi suất hiện tại, kỳ vọng vào một sự hồi phục dần dần thay vì bất phá

Lãi suất huy động đã hạ nhiệt từ đỉnh về quanh 5,9%/năm ở kỳ hạn 12 tháng nhóm quốc doanh, song lạm phát Quý 2 vượt 5% và chênh lệch tín dụng-huy động khiến dự giá giảm thêm không còn nhiều. Do độ trễ chính sách, lãi vay mua nhà vẫn neo ở vùng đỉnh hai năm, tiếp tục là lực cản chi phí vốn ngắn hạn. Điểm nghẽn là sức cầu phục hồi chậm hơn cung, với tỷ lệ hấp thụ thấp khi giá nhà neo cao. Giai đoạn sàng lọc đang mở ra cơ hội cho dự án pháp lý minh bạch, vị trí tốt cùng các khu vực hưởng lợi từ hạ tầng và phân khúc vừa túi tiền. Chúng tôi dự báo mặt bằng LSHĐ đi ngang trong 2H2026 và có thể giảm nhẹ nếu các biến số vĩ mô ổn định. Tuy thị trường đang khó bất phá nhưng nhiều khả năng sẽ phục hồi dần theo hướng bền vững hơn khi chi phí vốn ổn định đi cùng với vận động của lãi suất.

Biểu đồ 71. Lãi suất huy động 12 tháng (%)

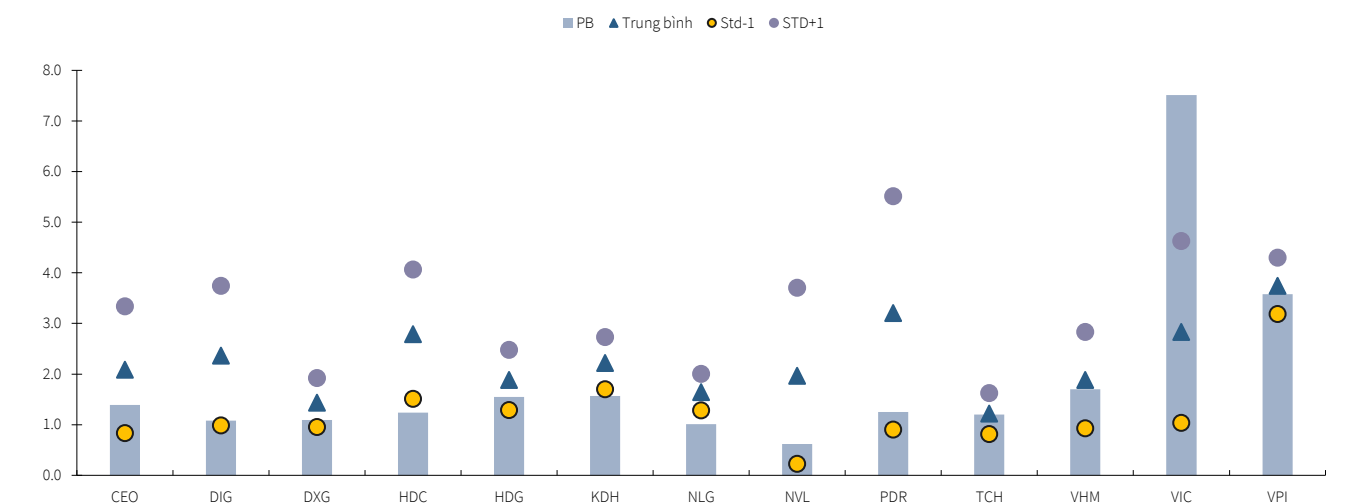


Nguồn: KBSV tổng hợp

Thông tin tiêu cực đã được phản ánh nhiều vào giá cổ phiếu

Nhóm DN BĐS mà chúng tôi quan sát hầu hết hiện đang có P/B trung bình ở mức thấp hơn P/B trung bình 5 năm. Lãi suất biến động bất lợi đối với thị trường đã được phản ánh tương đối vào giá cổ phiếu. Những yếu tố sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi của nhóm Bất động sản sắp tới bao gồm: (1) Xu hướng tháo gỡ pháp lý, hoàn thiện cơ chế đối với thị trường Bất động sản (2) Thúc đẩy hoàn thiện hạ tầng giao thông kết nối và (3) Lãi suất được dự báo đã đang ở vùng đỉnh, có thể tiếp tục đi ngang và neo ở vùng cao trong nửa đầu quý 3 nhưng sau đó sẽ có xu hướng hạ nhiệt, giúp giảm bớt áp lực cho cả phía chủ đầu tư lẫn người mua nhà. Trong giai đoạn thanh lọc như hiện tại, NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý mà chúng tôi ưu tiên bao gồm KDH, NLG.

Biểu đồ 72. P/B các cổ phiếu ngành BĐS dân cư



Nguồn: KBSV

KHANG ĐIỀN (KDH)

Mở bán tích cực tại Gladia

10/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

LNST công ty mẹ 3Q2025 ghi nhận 236 tỷ VND (+235%YoY)

Doanh thu Quý 3/2025 của KDH đạt 1,098 tỷ VND (+335%YoY), LNST công ty mẹ ghi nhận 236 tỷ VND (+235%YoY) nhờ ghi nhận từ dự án The Gladia. Kết quả 9T2025 hoàn thành lần lượt 75% và 84% kế hoạch Doanh thu và LNST của doanh nghiệp.

Dự án Gladia & The Solina sẽ là động lực chính trong Q4/2025 và 2026

KDH đã mở bán giai đoạn 1 với các sản phẩm thấp tầng thuộc dự án The Gladia, giá bán trung bình khoảng 250 triệu/m² và cho thấy tỷ lệ hấp thụ tích cực, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. KBSV cho rằng việc mở bán và ghi nhận doanh thu tại The Gladia sẽ dẫn dắt chính cho kết quả kinh doanh trong thời gian còn lại của năm và sang 2026. Tiếp nối sang 2026, KBSV kỳ vọng KDH sẽ triển khai và mở bán dự án The Solina Giai đoạn 1 (13 ha với 500 sản phẩm thấp tầng).

KDC Tân Tạo kỳ vọng được hưởng lợi từ những tháo gỡ pháp lý đối với lĩnh vực Bất động sản

KDH kỳ vọng sẽ hưởng lợi tích cực từ thay đổi của chính sách. Nghị quyết của Quốc hội quy định một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai đang được thảo luận, xem xét tại Kỳ họp Quốc hội khóa XV. Nếu các đề xuất được thông qua trong kỳ họp tháng 10, KBSV cho rằng sẽ thúc đẩy cho khâu giải phóng mặt bằng của dự án KDC Tân Tạo.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 39,900 VND/cổ phiếu

Cổ phiếu KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw là 1.8x, thấp hơn mức P/B trung bình 5 năm. Do vậy, dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 39,900 VND/cp, cao hơn 23% so với giá đóng cửa ngày 10/12/2025.

MUA Duyệt

Giá mục tiêu	VND 39,900
Tăng/giảm (%)	23%
Giá hiện tại (10/12/2025)	32,550
Giá mục tiêu đồng thuận	43,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	38/1.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	65%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	232/8
Sở hữu nước ngoài (%)	27.4%
Cổ đông lớn	CTCP Đầu tư Tiên Lộc (11%)

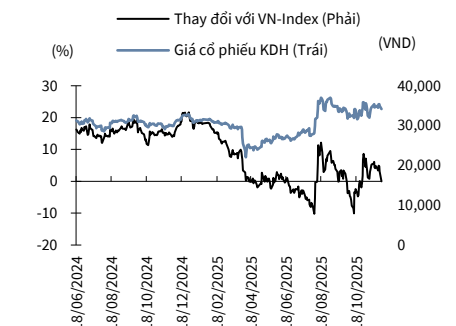
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3	-1	-2	15
Tương đối	2	-1	-3	20

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,088	3,279	4,946	6,650
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,122	1,131	2,418	3,332
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	716	810	985	1,246
EPS (VND)	895	801	974	1,233
Tăng trưởng EPS (%)	-42	-11	22	27
P/E (x)	38.	42	35	27
P/B (x)	2	1.9	1.8	1
ROE (%)	5.7	5.3	5.5	6.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

NAM LONG (NLG)

Duy trì triển vọng tích cực

08/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

LNST công ty mẹ đạt 146 tỷ VND(+8%YoY), 9M2025 đạt 55% kế hoạch năm của doanh nghiệp

Doanh thu Quý 3/2025 của NLG đạt 1,877 tỷ VND (+407%YoY), LNST công ty mẹ đạt 146 tỷ VND (+8%YoY), nhờ bắt đầu bàn giao dự án Southgate, Izumi, Akari City và Cần Thơ. Doanh thu 9M2025 của NLG đạt 3,941 tỷ VND (+376%YoY), LNST đạt 441 tỷ VND (+711%YoY). Kết quả này hoàn thành lần lượt 58% và 55% kế hoạch Doanh thu và LNST của doanh nghiệp.

Doanh số bán hàng 9M2025 đạt 5,004 tỷ VND (+42%YoY)

Doanh số bán hàng trong Quý 3/2025 đạt 1,740 tỷ VND (+129%QoQ,+42%YoY), đến từ các dự án Cần Thơ, Southgate, Akari City, Mizuki Park và Izumi City. Lũy kế từ đầu năm 2025, doanh số bán hàng đạt 5,004 tỷ VND (+42%YoY).

Dự báo doanh số bán hàng năm 2025/2026 đạt 7,675/8,842 tỷ VND (+47%/+15%YoY)

KBSV điều chỉnh dự báo doanh số bán hàng năm 2025 tăng 47%YoY đạt 7,675 tỷ VND đến từ các dự án South Gate, Mizuki Park, Cần Thơ và Izumi City dựa trên kỳ vọng khả năng hấp thụ tích cực các sản phẩm của NLG.

NLG kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy hạ tầng, dịch chuyển sang đô thị ngoài trung tâm

Các dự án lớn của NLG hiện tại chủ yếu nằm tại khu vực Đồng Nai và Long An, sắp tới kỳ vọng sẽ thay đổi tích cực nhờ phát triển hạ tầng giao thông và xu hướng dịch chuyển sang các đô thị ngoài trung tâm.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu: 45,600 VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu NLG hiện đang giao dịch dưới ở mức P/B 2025fw là 1.36x, thấp hơn trung bình P/B 5 năm của NLG là 1.6x. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 45,600 VND/cp, cao hơn 28% so với giá đóng cửa ngày 05/12/2025.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	45,600 VND
Tăng/giảm (%)	28%
Giá hiện tại (05/12/2025)	VND 35,650
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 45,838
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	17.3/0.66

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	63.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	113/4.3
Sở hữu nước ngoài (%)	45.1%
Cổ đông lớn	Chủ tịch HĐQT Nguyễn X. Quang (8.69%)

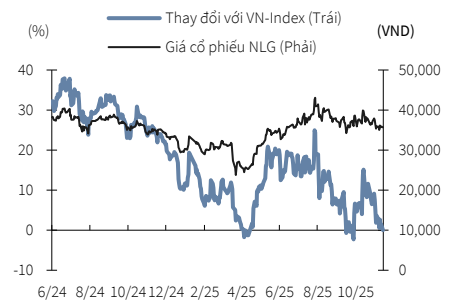
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4	-10	2	10
Tương đối	-3	-9	0	4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,181	7,196	5,495	6,085
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	942	1,783	1,257	1,424
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	484	512	621	713
EPS (VND)	1,257	1,330	1,613	1,851
Tăng trưởng EPS (%)	-13	6	21	15
P/E (x)	27.20	24.85	22.13	19.28
P/B (x)	1.40	1.32	1.36	1.29
ROE (%)	5.2	5.3	6.1	6.7
Tỷ suất cổ tức (%)	1	0	1	1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

BĐS Khu công nghiệp

Tăng trưởng về “Chất” và “Lượng”

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Thị Trang
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

07/07/2026

Tích cực thay đổi

Khuyến nghị	
VGC	MUA
Giá mục tiêu	VND 65,700
IDC	MUA
Giá mục tiêu	VND 56,400
SIP	MUA
Giá mục tiêu	VND 71,900
KBC	MUA
Giá mục tiêu	VND 35,300
GVR	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	VND 38,300

Diện tích hấp thụ đất KCN ghi nhận sự hồi phục

Trong 1Q2026, diện tích hấp thụ đất khu công nghiệp cho thấy sự phục hồi rõ nét, trong đó nhu cầu thuê đất tại miền Bắc phục hồi mạnh hơn so với miền Nam. Theo CBRE, tổng diện tích đất hấp thụ tại miền Bắc (tier 1) đạt hơn 130 ha (-35% so với mức nền cao cùng kỳ của 1Q2025), tuy nhiên cao hơn 41% so với mức hấp thụ trung bình của ba quý liền trước. Trong khi đó, tổng diện tích hấp thụ tại miền Nam đạt khoảng 55 ha, tăng 37,5% so với cùng kỳ.

Nguồn cung tiếp tục tăng, giá cho thuê tăng nhẹ

Tổng diện tích KCN được phê duyệt chủ trương đầu tư trong 1H2026 ước đạt khoảng 1,377 ha. Nguồn cung mới tiếp tục tăng tích cực nhờ quá trình phê duyệt đầu tư và hoàn thiện thủ tục pháp lý được đẩy nhanh, qua đó khiến tốc độ tăng giá thuê đất KCN chậm lại còn 3–4% YoY, thấp hơn đáng kể so với giai đoạn 2021–2023 (8-10%YoY).

Triển vọng tích cực nhờ làn sóng FDI công nghệ cao

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng nhóm doanh nghiệp BĐS KCN trong 2H2026, dựa trên kỳ vọng dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam phục hồi mạnh mẽ, nhờ: (1) xu hướng dịch chuyển và gia tăng đầu tư rõ nét của các tập đoàn công nghệ cao vào Việt Nam; (2) kỳ vọng rủi ro vĩ mô toàn cầu hạ nhiệt cùng đà giảm của giá dầu, qua đó giải tỏa tâm lý chờ đợi của dòng vốn đầu tư; (3) rủi ro thuế quan hạ nhiệt; (4) lợi thế cạnh tranh bền vững của Việt Nam về vị trí địa lý, sự ổn định chính trị và chi phí nhân công tiếp tục được củng cố sau Tradewar 2.0. Đáng chú ý, sự gia tăng các dự án R&D, AI, bán dẫn và trung tâm dữ liệu cho thấy Việt Nam đang tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu, qua đó củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn của nhóm BĐS KCN, đặc biệt với các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn và hạ tầng đồng bộ.

Định giá hấp dẫn

KBSV đánh giá triển vọng TÍCH CỰC cho nhóm doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp (BĐS KCN) trong 2H2026, chủ yếu nhờ nhu cầu thuê đất phục hồi từ các doanh nghiệp FDI trong lĩnh vực công nghệ cao. Hầu hết các doanh nghiệp đang giao dịch ở mức PBR tiệm cận -1std trung bình 5 năm. Trong đó, 4/6 doanh nghiệp mà chúng tôi theo dõi đang giao dịch ngang/hoặc thấp hơn -1std độ lệch chuẩn trung bình P/B 5 năm. Đối với cơ hội đầu tư trong 2H2026, NĐT có thể tìm kiếm cơ hội tại các doanh nghiệp có quỹ đất rộng lớn, tình hình tài chính ổn định và mức định giá hấp dẫn, một số cơ hội đầu tư đáng chú ý VGC, IDC, SIP.

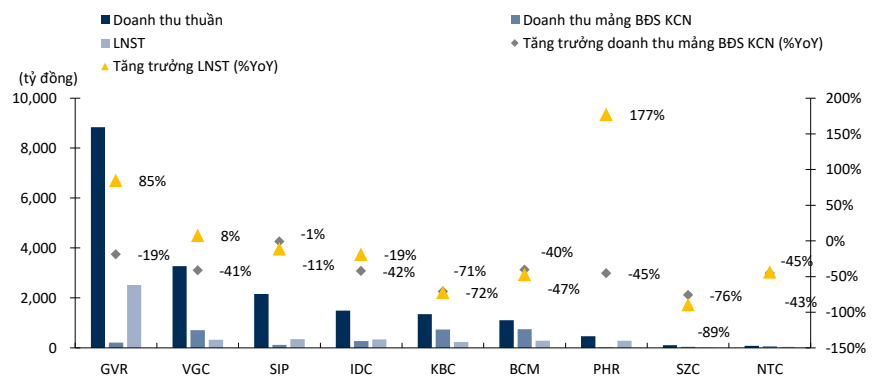
Kết quả kinh doanh 1Q2026

KQKD 1Q2026 suy giảm mang tính thời điểm, tuy nhiên doanh số ký mới phục hồi mạnh củng cố triển vọng nửa cuối năm

Trong 1Q2026, phần lớn doanh nghiệp BĐS KCN ghi nhận kết quả kinh doanh kém tích cực, chủ yếu do: (1) nhiều dự án FDI trì hoãn ký hợp đồng thuê đất trong năm 2025 trước lo ngại về rủi ro thuế quan, khiến backlog cho thuê mới chững lại, làm giảm tiến độ bàn giao, ghi nhận doanh thu trong quý đầu năm 2026; (2) một số doanh nghiệp như SZC chuyển từ ghi nhận doanh thu một lần sang phân bổ trong 50 năm. Ngược lại, lợi nhuận của GVR và PHR tăng trưởng tích cực nhờ đóng góp từ mảng cao su và thu nhập đền bù đất cao su.

Tuy nhiên, sự sụt giảm này chủ yếu mang tính thời điểm, bởi các chỉ báo dẫn dắt cho thấy nhu cầu thuê thực tế vẫn tích cực. Tính đến tháng 6/2026, diện tích đã ký (ghi nhận doanh số backlog) và diện tích ký MOU (cam kết thuê ở giai đoạn chuẩn bị ký hợp đồng thuê đất) đều ở mức cao. Cụ thể: (1) VGC: backlog 1H2026 đạt 80ha (+70% YoY), diện tích ký MOU 111ha; (2) SIP: backlog 1H2026 đạt 49ha và 2ha MOU, đã vượt xa mức 30ha ghi nhận của cả năm 2025; (3) KBC: diện tích ký MOU đạt 160ha, gần gấp đôi diện tích ghi nhận bàn giao trong 2025, 85ha; (4) IDC: backlog 65ha, tiệm cận mức 76ha ghi nhận của cả năm 2025.

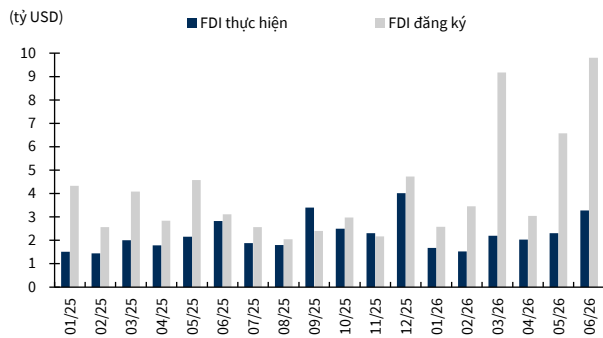
Biểu đồ 73. Doanh thu và LNST các DN BĐS KCN 1Q2026



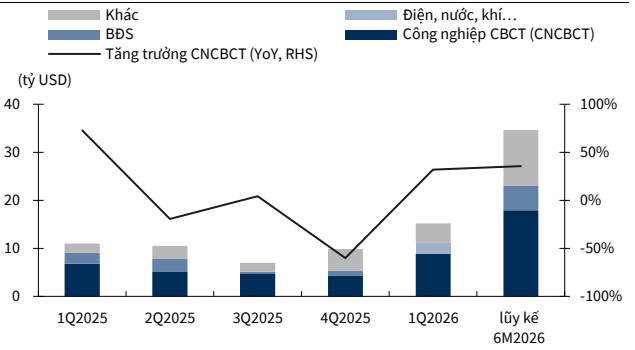
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam phục hồi rõ nét trong 6T2026, nhờ động lực chính từ ngành công nghệ cao

Dòng vốn FDI đăng ký trong 6T2026 ghi nhận sự phục hồi mạnh. Lũy kế 6T2026, vốn đăng ký đạt 34.65 tỷ USD (+61% YoY), đáng chú ý, riêng vốn đăng ký cấp mới 6 tháng đạt 17.39 tỷ USD (+87% YoY) - phản ánh sức hút của Việt Nam đối với các doanh nghiệp FDI mới. Bên cạnh đó, dòng vốn FDI giải ngân vào Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng ổn định, cho thấy tiến độ triển khai vững của các dự án hiện hữu, lũy kế 6T2026, vốn FDI giải ngân đạt 13.03 tỷ USD (+11.2% YoY) - đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của sáu tháng đầu năm trong 5 năm qua. Một số dự án đáng chú ý như Samsung, Goertek Vina, LG, Foxconn... (bảng 4)

Biểu đồ 74. Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam theo tháng

Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 75. Dòng vốn FDI đăng ký theo ngành nghề

Nguồn: GSO, KBSV

Bảng 76. Các dự án FDI đầu tư vào Việt Nam giai đoạn 2025 - 2026

Năm	Doanh nghiệp / Nhóm nhà đầu tư	Quốc gia	Dự án	Địa điểm	Quy mô vốn
2025	Qualcomm	Hoa Kỳ	R&D/AI/phần mềm	Hà Nội, TP.HCM	Chưa công bố
2025	SAP	Đức	R&D/AI/phần mềm	TP.HCM	>150 triệu EUR trong 5 năm; tương đương >175 triệu USD
2025	SkyeChip	Malaysia	Bán dẫn/PCB	Đà Nẵng	Chưa công bố
2025	IPTP Networks / AIDC De-Center	Cyprus/Singapore	Trung tâm dữ liệu/AI hạ tầng	Đà Nẵng Hi-Tech Park	Tổng cam kết ~200 triệu USD; giai đoạn 1 20 triệu USD
2025	Victory Giant Technology	Trung Quốc	Bán dẫn/PCB	Bắc Ninh	520 triệu USD
2025	Green Precision Manufacturing Vietnam	Trung Quốc	Điện tử & linh kiện	Bắc Ninh	121 triệu USD
2025	BYD Electronics (Vietnam)	Trung Quốc	Điện tử & linh kiện	Phú Thọ	Nhà máy hiện hữu 366 triệu USD; chưa nêu riêng vốn tăng thêm
2025	SHEMAR Power	Trung Quốc	Thiết bị điện/vật liệu cách điện	Bắc Ninh / Gia Bình II IP	Giai đoạn 1: 90 triệu USD; giai đoạn 2: 100 triệu USD
2025	Desay Group	Trung Quốc	Pin/năng lượng	Bắc Ninh	+25 triệu USD; tổng vốn >126 triệu USD
2025	Hailide Fibers (Hong Kong)	Hong Kong (Trung Quốc)	Sợi/dệt may kỹ thuật	Tây Ninh	+200 triệu USD; nâng tổng vốn lên 335 triệu USD
2025	Goertek Electronics Vietnam / Foxconn stake	Trung Quốc/Đài Loan	Điện tử & linh kiện	Bắc Giang	50 triệu USD
2025	Goertek Vina Smart Technology	Trung Quốc	Điện tử & linh kiện	Bắc Ninh	+130 triệu USD; tổng vốn ~540 triệu USD
2026	Luxshare-ICT	Trung Quốc	Điện tử & linh kiện	Nghệ An	+208,5 triệu USD; tổng vốn sau tăng 358,5 triệu USD
2026	Luxshare-ICT Vân Trung	Trung Quốc	Điện tử & linh kiện	Bắc Ninh/Bắc Giang	Chưa công bố
2026	AIC + KBC + đối tác quốc tế	Hoa Kỳ/quốc tế + Việt Nam	Trung tâm dữ liệu/AI hạ tầng	KCN Tân Phú Trung, TP.HCM	Khoảng 2,1 tỷ USD
2026	Evolution Data Centres / Hathor / Frontier / Evolution	Singapore	Trung tâm dữ liệu/AI hạ tầng	Khu CNC TP.HCM	Hơn 508 triệu USD
2025	G42 + FPT + VinaCapital + Viet Thai Group	UAE + Việt Nam	Trung tâm dữ liệu/AI hạ tầng	TP.HCM	Khoảng 2 tỷ USD
2026	Besi (BE Semiconductor Industries)	Hà Lan	Bán dẫn/PCB	Chưa chốt công khai	Kế hoạch tổng thể 1 tỷ USD; capex ban đầu 10-12 triệu EUR
2026	Samsung Electronics	Hàn Quốc	Bán dẫn/PCB	Thái Nguyên	1,5 tỷ USD

2026	Meiko Electronics / Meiko Yên Quang	Nhật Bản	Bán dẫn/PCB	KCN Yên Quang, Phú Thọ	500 triệu USD; nâng tổng đầu tư tại Phú Thọ lên 850 triệu USD
2026	Foxconn / Fulian Precision Technology Component	Đài Loan	Điện tử & linh kiện	Bắc Ninh	+287 triệu USD; tổng vốn Fulian gần 668 triệu USD
2026	Foxconn / Fulian Precision Technology Component	Đài Loan	Điện tử & linh kiện	Bắc Ninh	Gần +40 triệu USD
2026	Foxconn / Fushan Technology	Đài Loan	Điện tử & linh kiện	Bắc Ninh	+58,3 triệu USD

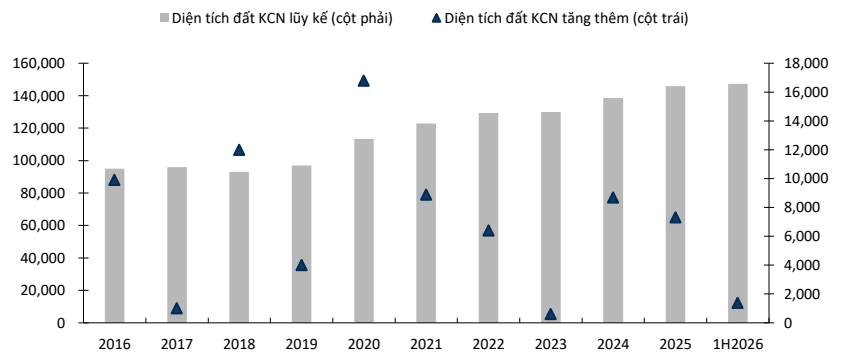
Nguồn: KBSV tổng hợp

Nguồn cung được bổ sung mạnh, trong khi nhu cầu thuê đất duy trì đà phục hồi tích cực

Về nguồn cung, trong nửa đầu năm 2026, ước tính có khoảng 1,377 ha tổng diện tích các KCN được phê duyệt chủ trương đầu tư. Ngoài ra, giai đoạn 2024–2025 cũng ghi nhận sự tăng mạnh về diện tích đất KCN được phê duyệt, với quỹ đất bổ sung lần lượt khoảng 8,700 ha (2024) và 7,300 ha (2025) — cao hơn đáng kể so với năm 2022 và 2023. Đây là tiền đề quan trọng để các chủ đầu tư KCN triển khai giải phóng mặt bằng và phát triển hạ tầng, qua đó bổ sung nguồn cung diện tích đất KCN sẵn sàng cho thuê trong giai đoạn 2026–2027.

Về nhu cầu, trong 1Q2026, diện tích hấp thụ cho thấy sự phục hồi rõ nét, trong đó nhu cầu thuê đất tại phía Bắc phục hồi mạnh hơn so với phía Nam. Theo CBRE, tại miền Bắc, tổng diện tích đất hấp thụ (tier 1) đạt hơn 130 ha (không tính MOU), cao hơn 41% so với mức hấp thụ trung bình của ba quý trước đó. Tại miền Nam, tổng diện tích đất hấp thụ đạt khoảng 55 ha (không tính MOU), tăng 37.5% so với cùng kỳ.

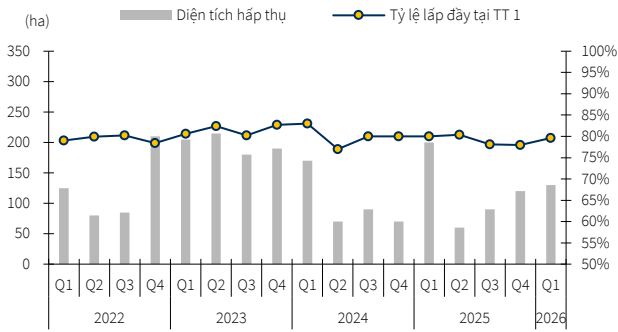
Biểu đồ 77. Nguồn cung quỹ đất KCN - diện tích các KCN đã được phê duyệt đầu tư



Nguồn: Bộ xây dựng, KBSV tổng hợp

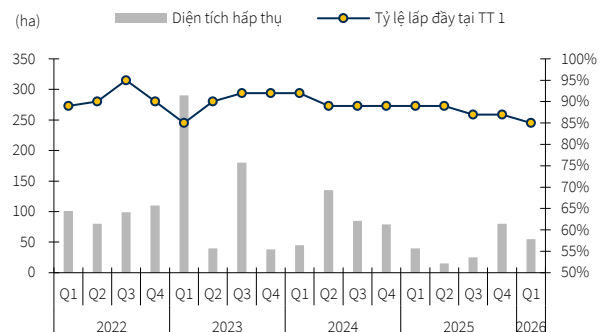
*Số liệu năm 2025 - 2026, ước tính dựa trên diện tích các KCN được Phê duyệt đầu tư

Biểu đồ 78. Diện tích hấp thụ đất KCN miền Bắc



Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 79. Diện tích hấp thụ đất KCN miền Nam

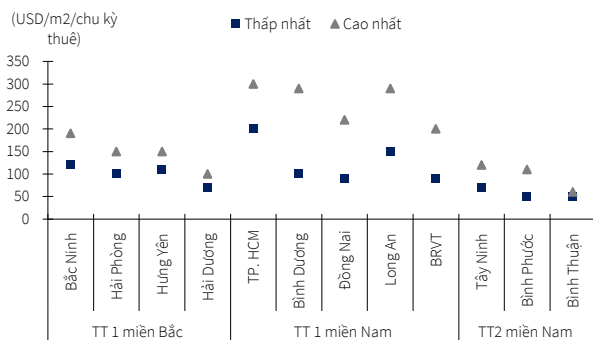


Nguồn: CBRE, KBSV

Giá cho thuê đất KCN tiếp tục tăng nhẹ

Tốc độ tăng giá cho thuê đã chậm lại tương đối so với giai đoạn 2021 - 2023, điều này chủ yếu là do nguồn cung tăng mạnh nhờ việc phê duyệt đầu tư và các thủ tục pháp lý đối với các dự án KCN đơn giản hơn. Theo CBRE, tại thị trường cấp 1 khu vực phía Bắc, giá thuê trung bình các khu công nghiệp đạt khoảng 143 USD/m²/kỳ hạn còn lại, tăng 3.0% so với cùng kỳ năm trước. Tại thị trường phía nam, nhờ tận dụng lợi thế chiến lược gần hệ thống cảng biển, các khu công nghiệp mới đã góp phần đẩy mức giá chào thuê trung bình toàn thị trường đạt 183 USD/m²/kỳ hạn thuê, tăng 4.0% so với cùng kỳ năm trước.

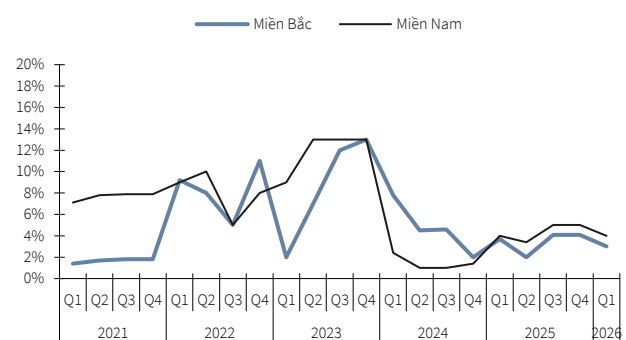
Biểu đồ 80. Giá chào thuê KCN



Nguồn: CBRE, KBSV tổng hợp

*Các tỉnh trước sáp nhập

Biểu đồ 81. Tốc độ tăng giá chào thuê trung bình tại thị trường cấp 1 (%YoY)



Nguồn: CBRE, Bộ Xây dựng, KBSV

Nhu cầu thuê nhà xưởng/kho xây sẵn (RBF/RBW) duy trì mức ổn định

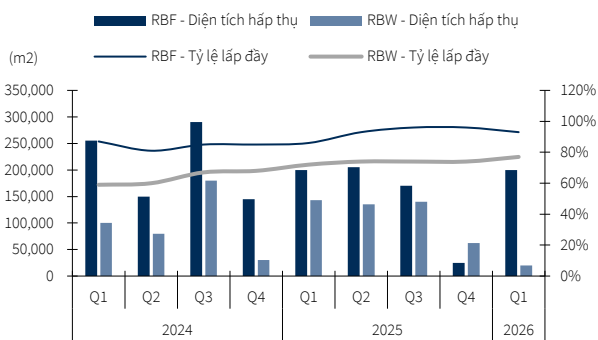
Phân khúc nhà xưởng (RBF)/ kho (RBW) ghi nhận nguồn cung chững lại, tuy nhiên tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao, phản ánh nhu cầu thuê tương đối ổn định. Cụ thể, trong 1Q2026:

- Tại miền Bắc, thị trường ghi nhận nguồn cung mới chững lại, đạt 160,000 m² tại cả hai phân khúc Nhà xưởng/kho xây sẵn, thấp hơn so với trung bình 2025 (khoảng 220,000 - 260,000 m²/quý). Đối với phân khúc Nhà xưởng, tổng diện tích hấp thụ đạt 420,000m². Tỷ lệ lấp đầy nhà xưởng xây sẵn đạt 86.4%, tăng 0.7pps QoQ, trong khi đó, nhà kho xây sẵn đạt tỷ lệ lấp đầy 80.2%, tăng khoảng 2pps QoQ.

Mặt bằng giá trung bình tại các tỉnh thành cấp 1 đạt khoảng 4.9 USD/m²/tháng đối với nhà kho xây sẵn và 5.1 USD/m²/tháng đối với nhà xưởng xây sẵn, tương ứng tăng 5.4% và 2.7% theo năm.

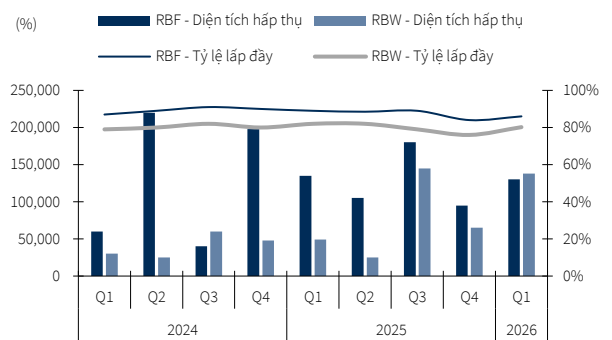
- Tại miền Nam, thị trường không ghi nhận nguồn cung mới. Tỷ lệ lấp đầy của nhà xưởng và nhà kho xây sẵn ghi nhận mức khả quan, lần lượt đạt 93% và 77%. Mặt bằng giá chào thuê của cả hai loại hình gần như không biến động so với quý trước, do áp lực cạnh tranh về giá để thu hút khách thuê, cụ thể đạt 5.2 USD/m²/tháng đối với nhà xưởng và 5.0 USD/m²/tháng đối với nhà kho.

Biểu đồ 82. Nhà xưởng (RBF)/ Nhà kho (RBW) xây sẵn tại miền Nam



Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 83. Nhà xưởng (RBF)/ Nhà kho (RBW) xây sẵn tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, KBSV

TRIỂN VỌNG 2H2026

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng nhóm doanh nghiệp BĐS KCN trong 2H2026, dựa trên kỳ vọng dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam tiếp tục phục hồi mạnh mẽ, nhờ: (1) xu hướng dịch chuyển và gia tăng đầu tư rõ nét của các tập đoàn công nghệ cao vào Việt Nam; (2) kỳ vọng rủi ro vĩ mô toàn cầu hạ nhiệt cùng đà giảm của giá dầu, qua đó giải tỏa tâm lý chờ đợi của dòng vốn đầu tư; (3) rủi ro thuế quan hạ nhiệt; (4) lợi thế cạnh tranh bền vững của Việt Nam về vị trí địa lý, sự ổn định chính trị và chi phí nhân công, tiếp tục được củng cố sau Tradewar 2.0.

Đáng chú ý, các dự án mới cho thấy Việt Nam đang từng bước tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu, với sự hiện diện ngày càng rõ của phân khúc R&D, AI, bán dẫn và trung tâm dữ liệu, cùng mức độ liên kết cao hơn giữa doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp trong nước. Đây là nền tảng cho triển vọng tăng trưởng bền vững của nhóm doanh nghiệp BĐS KCN trong trung và dài hạn — đặc biệt với các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn, vị trí thuận lợi và hạ tầng đồng bộ.

Triển vọng phục hồi mạnh mẽ của dòng vốn FDI nhờ làn sóng công nghệ cao

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp FDI vào Việt Nam tiếp tục tăng tốc trong 2H2026, qua đó thúc đẩy mạnh mẽ doanh số bàn giao đất KCN nhờ các động lực cốt lõi:

- (1) **Xu hướng dịch chuyển/ tăng đầu tư của các tập đoàn công nghệ cao.**
Trong đó, động lực tăng trưởng mạnh mẽ đến từ: i) xu hướng cạnh tranh, phân tách ngành công nghệ giữa Mỹ - Trung Quốc, khiến các tập đoàn phải đẩy mạnh tái cấu trúc chuỗi cung ứng, dịch chuyển sản xuất/đơn hàng ra khỏi Trung Quốc; ii) siêu chu kỳ ngành công nghệ cao (AI), qua đó thúc đẩy xu hướng đầu tư mở rộng của các tập đoàn công nghệ lớn tại Việt Nam, một số dự án lớn điển hình của Samsung, LG, Luxshare, Goertek....
- (2) **Kỳ vọng rủi ro vĩ mô thế giới hạ nhiệt giải phóng dòng vốn đầu tư.**
Nửa đầu năm 2026, tiến độ bàn giao đất của các doanh nghiệp BĐS KCN bị chững lại do các biến động vĩ mô và áp lực chi phí năng lượng (giá dầu tăng) khiến các doanh nghiệp FDI thận trọng hơn trong việc triển khai dự án. Tuy nhiên, trong kịch bản rủi ro địa chính trị hạ nhiệt và giá dầu Brent ổn định trở lại vùng 70 - 75 USD/thùng vào 2H2026, tâm lý phòng vệ của các chủ đầu tư sẽ được giải tỏa, từ đó thúc đẩy nhu cầu mở rộng sản xuất và hoạt động thuê đất của doanh nghiệp FDI.
- (3) **Việt Nam tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh** nhờ chi phí lao động thấp, mạng lưới FTA rộng, vị trí thuận lợi và môi trường chính trị ổn định, qua đó hỗ trợ thu hút dòng vốn FDI dài hạn.

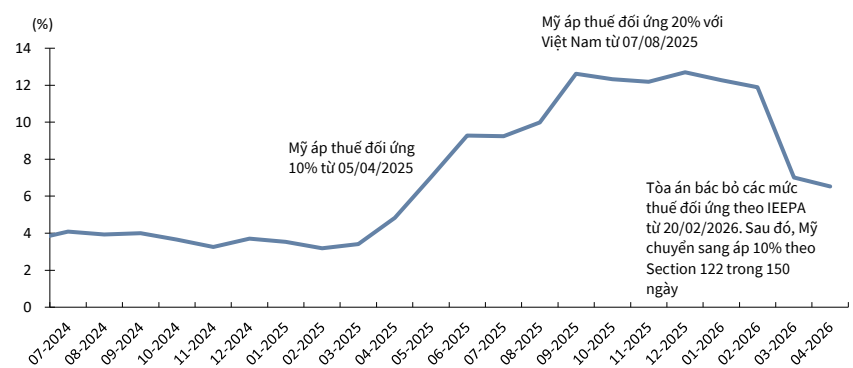
Rủi ro thuế quan đã hạ nhiệt đáng kể so với 2025

Sau khi Tòa án Tối cao bác bỏ các mức thuế đối ứng áp theo IEEPA (2025), chính quyền Mỹ chuyển sang áp thuế Section 122 ở mức 10% như một biện pháp tạm thời - hết hạn vào cuối tháng 7. Để thay thế bằng nền tảng pháp lý lâu dài hơn, Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) đã kích hoạt Section 301, đề xuất áp thuế mới ở mức 10% hoặc 12.5% đối với 60 đối tác thương mại. Trong đó, Việt Nam nằm trong nhóm 12.5%.

Xem thêm tại báo cáo [Cập nhật chính sách thuế quan của Mỹ - Section 301](#)

Chúng tôi đánh giá các tác động tiêu cực đến Việt Nam đã giảm đáng kể so với năm 2025. KBSV ước tính hơn 45% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ trong năm 2025 thuộc danh mục được miễn thuế. Trong đó, phần lớn các mặt hàng công nghệ chủ lực tiếp tục được loại trừ nhất quán theo cả ba cơ chế IEEPA, Section 122 và Section 301. Điều này cho thấy Mỹ đang ưu tiên bảo vệ tính ổn định của chuỗi cung ứng công nghệ cao dịch chuyển từ Trung Quốc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng triển vọng xuất khẩu và dòng vốn FDI vào ngành công nghệ cao tại Việt Nam sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn từ các chính sách thuế quan của Mỹ trong thời gian tới.

Biểu đồ 84. Thuế xuất khẩu bình quân các mặt hàng của Việt Nam vào Mỹ

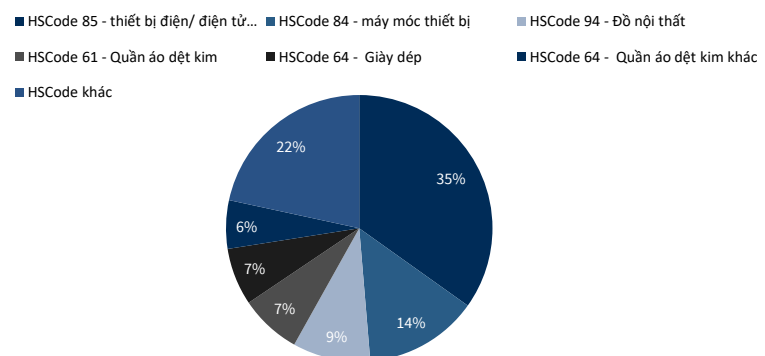


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ước tính khoảng hơn 45% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ năm 2025 thuộc nhóm được miễn thuế. Trong đó, nhóm các mã HS có tỷ trọng cao như 8517, 8541, 8471, 8473 được loại ra khỏi danh sách đánh thuế của Section 301

Xem [Danh sách các mặt hàng được miễn thuế theo Section 301](#)

Biểu đồ 85. Tỷ trọng các mặt hàng xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ 2025

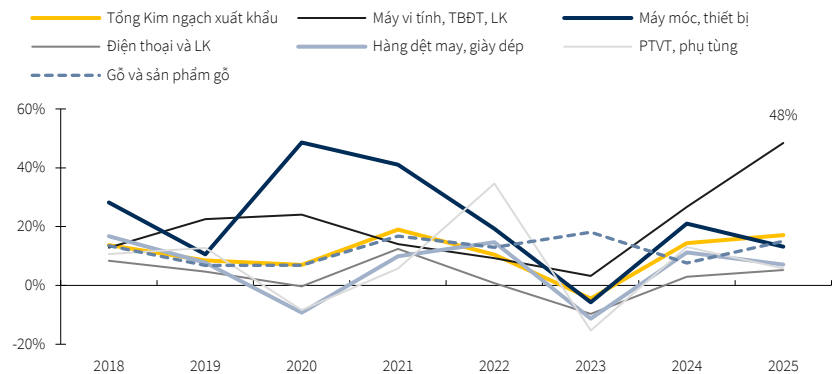


Nguồn: ITC, KBSV

Tuy nhiên, sự phục hồi của dòng vốn FDI sẽ phân mảnh, với điểm sáng thuộc về nhóm FDI ngành công nghệ cao

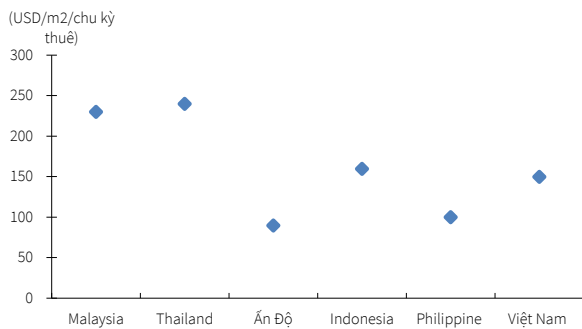
Nhóm tích cực, dòng vốn FDI công nghệ cao (điện tử, bán dẫn và AI) được kỳ vọng hồi phục rõ nét hơn nhờ nhu cầu mở rộng chuỗi cung ứng tăng và ít chịu tác động trực tiếp từ các biện pháp thuế quan mới của Mỹ. Ngược lại, nhóm dệt may, cao su, nhựa và hóa chất có thể phục hồi chậm hơn do tăng trưởng toàn cầu suy yếu khiến đơn hàng xuất khẩu tăng chậm, trong khi chi phí đầu vào và yêu cầu xuất xứ gia tăng, do đó doanh nghiệp FDI có thể thận trọng hơn trong kế hoạch mở rộng. Sự phân hóa này cũng được phản ánh qua danh mục các dự án đầu tư thực tế vào Việt Nam kể từ khi Tradewar 2.0 diễn ra 2025.

Biểu đồ 86. Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam theo mặt hàng (update 2026)



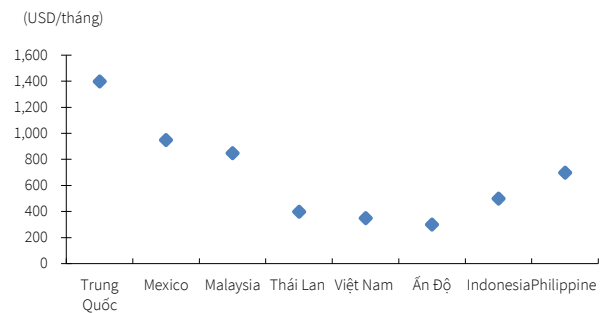
Nguồn: ITC, KBSV

Biểu đồ 87. Giá cho thuê đất KCN tại một số Quốc gia



Nguồn: CEIC, KBSV

Biểu đồ 88. Thu nhập bình quân tại một số Quốc gia



Nguồn: CEIC, KBSV

Chính sách thu hút dòng vốn FDI mang tính quyết liệt hơn của Chính phủ

Giai đoạn 2024 – 2025 đánh dấu bước tạo lập nền tảng cho tiến trình hoàn thiện khung pháp lý thu hút FDI chất lượng cao theo chiều sâu của Việt Nam. Trọng tâm của giai đoạn này là Nghị quyết 57 (12/2024), văn bản tạo đột phá trong phát triển khoa học – công nghệ và đổi mới sáng tạo, với mục tiêu nâng tỷ lệ chi cho R&D đạt 2% GDP cùng nhiều cơ chế ưu đãi thuế dành cho hoạt động đổi mới sáng tạo. Trên cơ sở định hướng đó, năm 2025 ghi nhận một loạt chính sách triển khai cụ thể: gia tăng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp, đơn giản hóa thủ tục đầu tư...

Bước sang 2026, Nghị quyết 10 (6/2026) đánh dấu bước ngoặt với định hướng thu hút "FDI thế hệ mới": chuyển từ thu hút vốn theo bề rộng sang ưu tiên chất lượng, tập trung vào công nghệ cao, chuyển giao công nghệ. Cùng với Luật Công nghệ cao (2026), Nghị quyết đã nâng các ưu đãi rời rạc trước đó thành khung định hướng tổng thể, hướng dòng vốn ngoại phục vụ mục tiêu nâng cao năng lực công nghệ và tự chủ của nền kinh tế. Những thay đổi này mở ra triển vọng tích cực cho thu hút FDI vào Việt Nam trong dài hạn.

Bảng 89. Quy định pháp lý nhằm thu hút dòng vốn FDI

Chính sách 2025	Một số điểm chính	Thời gian áp dụng
Luật thuế TNDN 2025	Ưu đãi về thuế với dự án công nghệ cao, R&D và doanh nghiệp khoa học công nghệ	1/10/2025
Nghị định 19/2025/NĐ-CP	Đơn giản hóa và đẩy nhanh thủ tục cấp phép dự án đầu tư	10/2/2025
Nghị quyết 57-NQ/TW	Đột phá phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo Mục tiêu đến năm 2030, kinh phí chi cho nghiên cứu phát triển (R&D) đạt 2% GDP Cho phép tổ chức, cá nhân nghiên cứu khoa học và phát triển công nghệ được miễn trách nhiệm dân sự khi gây thiệt hại cho Nhà nước Thu nhập của trung tâm đổi mới sáng tạo được đề xuất/thiết kế theo hướng miễn thuế tối đa 4 năm và giảm 50% số thuế phải nộp tối đa 9 năm tiếp theo;	22/12/2024
Gói ưu đãi vay 500,000 tỷ đồng (giải ngân từ 2025 - 2026)	Chương trình tín dụng đầu tư hạ tầng điện, giao thông, công nghệ chiến lược Giai đoạn năm 2025-2026, các ngân hàng thương mại dành khoảng 100 nghìn tỷ đồng (khoảng 20% quy mô của Chương trình)	2025 - 2030
Luật Công nghệ cao số 133/2025/QH15	Mở rộng phạm vi ưu đãi và hỗ trợ đối với công nghệ cao, công nghệ chiến lược, hoạt động R&D và thương mại hóa công nghệ; thúc đẩy liên kết giữa Nhà nước, doanh nghiệp, cơ sở nghiên cứu và trường đại học.	1/7/2026
Nghị quyết 10-NQ/TW năm 2026	Nghị quyết phát triển kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài. Định hướng thu hút FDI thế hệ mới theo hướng ưu tiên công nghệ cao, R&D, đổi mới sáng tạo và chuyển giao công nghệ; đồng thời tăng liên kết giữa doanh nghiệp FDI với doanh nghiệp trong nước, nâng tỷ lệ nội địa hóa và vị thế của Việt Nam trong chuỗi giá trị toàn cầu.	8/6/2026
Dự thảo		
Golden Visa	Thu hút đầu tư và nhân lực chất lượng cao từ nước ngoài bằng cách cấp quyền cư trú dài hạn (hoặc quyền định cư) cho các chuyên gia, NĐT nước ngoài.	2026

Nguồn: KBSV tổng hợp

Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam đang dịch chuyển lên phân khúc giá trị gia tăng cao, mở ra triển vọng tăng tỷ lệ nội địa hóa

Trong giai đoạn 2008 – 2023, do truyền thống dựa vào lợi thế nhân công giá rẻ, dòng vốn FDI mà Việt Nam thu hút chủ yếu tập trung ở phân đoạn Downstream (lắp ráp, kiểm thử...) với tỷ lệ nội địa hóa còn thấp. Tuy nhiên, bước sang giai đoạn 2024 – 2025, nhờ hàng loạt chính sách thu hút các dự án AI và công nghệ cao, Việt Nam đã bắt đầu đón nhận những dự án thuộc phân khúc giá trị gia tăng cao (bảng 18). Đặc biệt là sự gia tăng mạnh mẽ dự án có sự tham gia của doanh nghiệp Việt Nam. Đây chính là tiền đề quan trọng để cải thiện tỷ lệ nội địa hóa vốn còn thấp trong giai đoạn trước, đồng thời giúp thu hút dòng vốn FDI tăng trưởng bền vững và hạn chế rủi ro thương mại trong dài hạn.

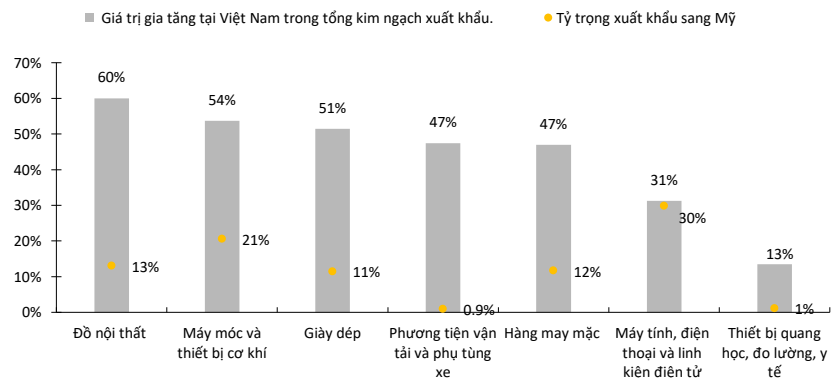
Bảng 90. Các dự án Đầu tư cho nghiên cứu – phát triển (R&D), Data Center trong giai đoạn từ năm 2024 đến năm 2026

Công ty/dự án	Trụ sở chính	Lĩnh vực	Năm ghi nhận
NVIDIA Vietnam R&D Center	Mỹ	AI, phát triển phần mềm và nền tảng AI	2024
Marvell Semiconductor Design Center – Đà Nẵng	Mỹ	Thiết kế, kỹ thuật và R&D bán dẫn	2024
SAP Labs Vietnam	Đức	Phần mềm doanh nghiệp, AI và chuỗi cung ứng số	2025
Qualcomm AI R&D Center Vietnam	Mỹ	Generative AI, agentic AI, máy tính, smartphone, ô tô và IoT	2025
AMD R&D Center tại SHTP	Mỹ	AI, điện toán hiệu năng cao và thiết kế chip	2025
Dassault Systèmes Virtual Twin & AI CoE và Industry Solutions Lab	Pháp	Virtual Twin, mô phỏng, AI, hàng không, bán dẫn và phương tiện tiên tiến	2026
Yedea Technology	Trung Quốc	EV, Trung tâm R&D	2024
Backbase	Hà Lan	Fintech, Trung tâm AI (Centre of Excellence (CoE) focused on AI)	2024
Zeiss	Đức	CoE/dịch vụ kỹ thuật công nghệ cao	2025
3M Transportation and Business Group	Mỹ	Trung tâm khoa học, Công nghệ, kỹ thuật	2024
Motorola Solutions	Mỹ	Trung tâm R&D	2024
Darbond Technology	Trung Quốc	Chất bán dẫn, thiết bị điện (Trung tâm R&D vật liệu điện tử)	2024
Các dự án có sự tham gia của doanh nghiệp Việt Nam			
FPT AI Center – Auxiliary Urban Project, Quy Nhơn	Việt Nam	R&D, đào tạo và ứng dụng AI	2024

FPT High-Tech and Semiconductor R&D Center – Đà Nẵng	Việt Nam	Công nghệ cao, AI và thiết kế bán dẫn	2025
Viettel Research & Development Center – Hòa Lạc	Việt Nam	AI, Big Data, Cloud, nền tảng số, UAV, vệ tinh và công nghệ quốc phòng	2025
VNPT – Qualcomm Excellence Center (VQEC)	Việt Nam/Mỹ	Thiết bị điện tử, thiết bị mạng và nền tảng điện toán AI	2025
CMC Creative Space Hà Nội	Việt Nam	AI, công nghệ lõi, thương mại hóa sản phẩm và hệ sinh thái R&D mở	2025
Vietnam Semiconductor Incubation Center – NIC, FPT, Alchip và các đối tác	Việt Nam/Đài Loan	Thiết kế vi mạch, thử nghiệm, ương tạo doanh nghiệp bán dẫn	2025
Viettel Hòa Lạc Data Center	Việt Nam	Data Center	2024
STT GDC – VNG: STT VNG Ho Chi Minh City 2	Singapore/Việt Nam	Data Center	2024
Da Nang International Data Center	Việt Nam	Data Center	2025
Viettel Hyperscale Data Center – Tân Phú Trung	Việt Nam	Data Center	2025
Viettel An Khánh Data Center	Việt Nam	Data Center	2025
CMC Hyperscale Data Center SHTP	Việt Nam	Data Center	2025
CMC Creative Space Hà Nội	Việt Nam	Data Center	2025
FPT Fornix HCM02	Việt Nam	Data Center	2025
Evolution DC VN HCMC	Singapore	Data Center	2026
StarMason Data Center Campus	Singapore/Việt Nam	Data Center	2026
Dự án ký MOU			
AIC – KBC – VietinBank: SGI-HCM Campus	Anh/Hồng Kông – Việt Nam	Trung tâm AI	2025
G42 – FPT – Viet Thai Group	UAE – Việt Nam	Trung tâm AI	2026
NVIDIA – Chính phủ Việt Nam: AI Data Center	Mỹ – Việt Nam	Trung tâm AI	2024
AIDC DeCenter – IPTP Networks, Đà Nẵng	Việt Nam/Cyprus	Data Center	2025

Nguồn: Hiệp hội các Quốc gia ASEAN, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 91. Giá trị gia tăng tại Việt Nam trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2024



Nguồn: ITC, Bảng Cân đối Liên ngành Việt Nam (GSO), OECD, KBSV

*Ước tính dựa trên mã HScode

Giá cho thuê đất KCN tiếp tục tăng

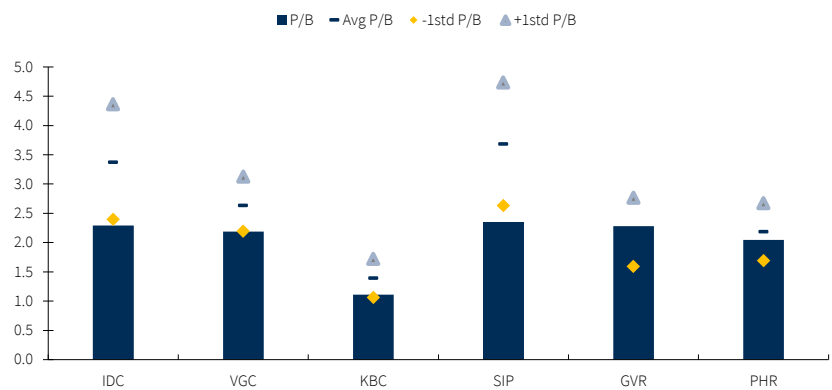
KBSV duy trì dự phóng giá chào thuê đất KCN giai đoạn 2026–2027 tiếp tục tăng khoảng 5–6% tại miền Bắc và 3–5% tại miền Nam, nhờ nhu cầu thuê phục hồi khi dòng vốn FDI cải thiện từ cuối 2026 và hạ tầng liên vùng được đẩy mạnh. Miền Bắc được kỳ vọng tích cực hơn nhờ mặt bằng giá còn thấp so với miền Nam và lợi thế gần Trung Quốc, giúp đón đầu xu hướng dịch chuyển FDI ngành công nghệ cao.

Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành BĐS KCN trong 2H2026

KBSV đánh giá triển vọng TÍCH CỰC cho nhóm doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp (BDS KCN) trong 2H2026, chủ yếu nhờ nhu cầu thuê đất phục hồi từ các doanh nghiệp FDI trong lĩnh vực công nghệ cao. Trên cơ sở đó, chúng tôi đánh giá cao triển vọng của các doanh nghiệp BDS KCN sở hữu quỹ đất lớn tại khu vực phía Bắc — nơi có lợi thế đón đầu sự dịch chuyển của dòng vốn FDI công nghệ cao; cùng các khu vực tier 1 phía Nam với hệ thống logistics và mạng lưới hạ tầng kết nối đồng bộ.

Hầu hết các doanh nghiệp đang giao dịch ở mức P/B tiệm cận -1std trung bình 5 năm. Trong đó, 4/6 doanh nghiệp mà chúng tôi theo dõi đang giao dịch ngang/hoặc thấp hơn -1std độ lệch chuẩn trung bình P/B 5 năm. Đối với cơ hội đầu tư trong 2H2026, NĐT có thể tìm kiếm cơ hội tại các doanh nghiệp có quỹ đất rộng lớn và tình hình tài chính ổn định và mức định giá hấp dẫn, một số cơ hội đầu tư đáng chú ý VGC, IDC, SIP.

Biểu đồ 92. Biểu đồ P/B của các doanh nghiệp ngành BĐS KCN



Nguồn: Bloomberg, KBSV

TCT Viglacera (VGC)

Chu kỳ mới

25/02/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

VGC nắm giữ vị thế dẫn đầu trong các mảng kinh doanh

Viglacera giữ vị thế dẫn đầu ngành VLXD (nội thất) tại Việt Nam với một số ngành nghề chính là gạch ốp lát, kính xây dựng, sứ - thiết bị vệ sinh. Trong mảng BĐS KCN, VGC sở hữu quỹ đất KCN lớn nhất khu vực phía Bắc với tổng diện tích hơn 5,966ha, đây là tiềm năng phát triển trong dài hạn của doanh nghiệp.

Mảng BĐS KCN - kỳ vọng tăng trưởng nhờ làn sóng đầu tư mạnh mẽ từ FDI ngành công nghệ

Nhu cầu thuê đất KCN giai đoạn 2026–2027 dự kiến tăng nhờ làn sóng FDI công nghệ cao, khi chu kỳ đầu tư công nghệ toàn cầu bước vào pha tăng tốc; VGC với quỹ đất lớn phía Bắc và vị trí hạ tầng thuận lợi có lợi thế đón đầu xu hướng này. Năm 2026/2027, KBSV dự báo doanh số bàn giao đất KCN của VGC đạt 130/142ha, tại KCN Phú Hà, Yên Phong IIC, Sông Công II.... Theo đó, doanh số cho thuê đất của VGC năm 2026/2027 đạt 3,919/4,342 tỷ đồng, tương đương 18.9%/+10.8%YoY.

Mảng kinh doanh VLXD - tái cơ cấu cải thiện biên lợi nhuận

KBSV ước tính doanh thu mảng VLXD 2026/2027 đạt 10,103/10,726 tỷ VND (+11%/+6.2%YoY), biên lợi nhuận gộp đạt 17% (+2.4pps), được đóng góp chính từ: (1) Mảng kính hưởng lợi khi Việt Nam đã áp dụng thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm kính từ Malaysia và Indonesia (từ 15.17% - 63.39%) và tăng sản lượng từ nhà máy VFG; (2) Mảng gạch ốp lát và mảng sứ sen vòi, thiết bị vệ sinh khác tăng trưởng ổn định nhờ thị trường BĐS hồi phục, đặc biệt gia tăng phân khúc NOXH giúp gia tăng nhu cầu VLXD phân khúc trung bình - phân khúc chính của VGC.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 65,700 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VGC với giá mục tiêu là 65,700VND/cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá 25.5% với giá đóng cửa ngày 25/02/2026.

Mua lần đầu

Giá mục tiêu	VND 65,700
Tăng/giảm (%)	25.5%
Giá hiện tại (25/02/2026)	VND 52,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 59,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	22.8/0.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	11.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	22.8/0.8
Sở hữu nước ngoài (%)	5.7%
Cổ đông lớn	GEX (50.2%)

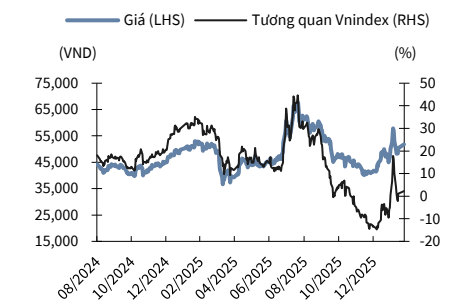
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	21.6	1.6	21.6	0.0
Tương đối	-2.1	-1.3	19.6	-2.0

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	11,906	13,315	14,931	16,053
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,602	2,115	2,370	2,786
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,105	1,403	1,622	1,907
EPS (VND)	2,649	3,557	4,112	4,835
Tăng trưởng EPS (%)	2.2	34.3	15.6	17.6
P/E (x)	17.0	12.6	12.7	10.8
P/B (x)	2.1	1.8	1.9	1.8
ROE (%)	12.2%	14.8%	15.3%	16.6%
Tỷ suất cổ tức (%)	3.5	5.7	4.0	4.6

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

Doanh số mảng BĐS KCN tăng tốc

11/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh 1Q2026 sụt giảm so với mức nền cao của cùng kỳ

Quý 1/2026, KBC ghi nhận doanh thu đạt 1,356 tỷ VND (-56%YoY) và LNST đạt 234 tỷ VND (-72% YoY). Mức sụt giảm chủ yếu do KBC chỉ bàn giao 20ha đất KCN trong 1Q2026, thấp hơn đáng kể so với mức nền cao của cùng kỳ 2025 (1Q2025, 83ha).

Kỳ vọng doanh số bàn giao đất KCN tăng trở lại trong các quý tiếp theo của 2026 và 2027

Nhu cầu thuê đất KCN giai đoạn 2026–2027 dự kiến tăng nhờ làn sóng FDI công nghệ cao, khi chu kỳ đầu tư công nghệ toàn cầu bước vào pha tăng tốc; KBC với quỹ đất lớn phía Bắc và vị trí hạ tầng thuận lợi có lợi thế đón đầu xu hướng này. KBSV dự phóng diện tích đất KCN bàn giao trong 2026/2027 đạt lần lượt 142ha/152ha, tương đương với doanh số đạt 6,415 tỷ đồng (+45.9% YoY) và 7,539 tỷ đồng (+17.5% YoY). Trong đó, doanh số bàn giao sẽ được đóng góp bởi các dự án đã ký MOU (khoảng 160 ha MOU, tính đến 1Q2026).

Điều chỉnh dự báo tiến độ bán hàng tại KĐT Trảng Cát

Chúng tôi điều chỉnh giả định ghi nhận doanh số từ KĐT Trảng Cát sang năm 2027, thay vì năm 2026 như dự báo trước. Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng và chính sách tín dụng đối với các dự án BĐS thương mại tương đối thu hẹp trong 2026, khả năng hấp thụ các dự án quy mô lớn có thể chậm hơn kỳ vọng. Do đó, chúng tôi cho rằng KBC nhiều khả năng sẽ cần thêm thời gian để tìm kiếm đối tác phù hợp và tối ưu hóa điều kiện thương mại để triển khai bán dự án.

Khuyến nghị MUA với KBC, giá mục tiêu 35,300 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 35,300 VND/cổ phiếu, cao hơn 23% so với mức giá đóng cửa 29,250 VND ngày 10/06/2026.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 35,300
Tăng/giảm (%)	23%
Giá hiện tại (10/06/2026)	VND 29,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 40,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	26.8/1.0

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	72.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	109.0/4.1
Sở hữu nước ngoài (%)	8.2%
Cổ đông lớn	Ông Đặng Thành Tâm (18.1%)

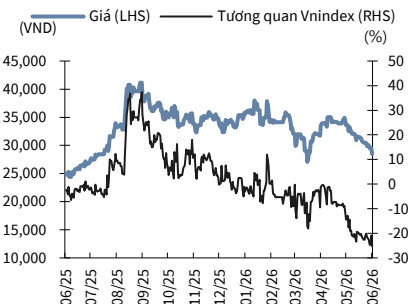
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-12.2	-8.1	-13.1	15.7
Tương đối	-8.2	-12.1	-18.0	-22.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,776	6,687	8,935	12,520
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	907	2,597	2,994	5,167
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	426	2,147	2,219	3,829
EPS (VND)	555	2,797	2,890	4,988
Tăng trưởng EPS (%)	-79	404	3	73
P/E (x)	49.0	9.7	9.9	5.7
P/B (x)	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE (%)	2.2	8.3	7.7	11.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP)

Doanh số cho thuê đất KCN hồi phục mạnh

19/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

Quý 1/2026, lợi nhuận sụt giảm do đóng góp từ thu nhập tài chính suy yếu

Quý 1/2026, SIP ghi nhận doanh thu đạt 2,165 tỷ VND (+12%YoY) và LNST đạt 357 tỷ VND (-11%YoY). Trong đó, áp lực làm giảm lợi nhuận chủ yếu đến từ việc sụt giảm thu nhập tài chính. Về cơ cấu doanh thu, mảng cung cấp điện, nước chiếm tỷ trọng lớn nhất, ghi nhận 1,687 tỷ đồng (+6% YoY); mảng cho thuê đất KCN chưa ghi nhận bàn giao diện tích KCN mới, với doanh thu đạt 116 tỷ đồng (-1% YoY) - chủ yếu ghi nhận từ việc phân bổ doanh thu 50 năm.

Doanh số cho thuê đất KCN hồi phục mạnh mẽ

Lũy kế đến 2Q2026, diện tích ký cho thuê KCN của SIP đạt 51 ha - dự kiến bàn giao trong năm 2026, tăng 76% so với tổng diện tích cho thuê cả năm 2025 (29 ha). Trong đó, KCN Phước Đông đóng góp lớn nhất với diện tích ký mới là 36.7 ha và KCN Lộc An – Bình Sơn với 14.3 ha. Năm 2026–2027F, KBSV dự báo tổng diện tích đất KCN bàn giao của SIP sẽ lần lượt đạt 70 ha và 75 ha, tương đương với doanh số đạt 2,778 tỷ đồng (+62% YoY) và 3,174 tỷ đồng (+14% YoY).

Gia tăng công suất bán điện nhờ TBA số 5 tại KCN Phước Đông đi vào hoạt động

Tháng 6/2026, SIP đã đưa vào hoạt động trạm biến áp (TBA) số 5 (110/22kV) tại KCN Phước Đông với công suất khoảng 990 triệu kWh/năm. Theo đó, KBSV dự báo sản lượng điện năm 2026F/2027F đạt lần lượt 3,794 triệu kWh (+12.4% YoY) và 4,174 triệu kWh (+10%YoY), trong đó - KCN Phước Đông đóng góp hơn 80% sản lượng điện của SIP; tương đương tổng doanh thu bán điện nước của SIP đạt 8,066 tỷ đồng (+15.3% YoY) và 9,116 tỷ đồng (+13% YoY).

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 71,900VND/cổ phiếu

Chúng tôi đánh giá cao SIP nhờ lợi thế quỹ đất rộng lớn, dòng tiền và tiềm lực tài chính ổn định. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SIP với giá mục tiêu 71,900VND/cổ phiếu.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 71,900
Tăng/giảm (%)	40%
Giá hiện tại (18/06/2026)	VND 51,200
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 76,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	12.4/0.53

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	67.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	15.2/0.6
Sở hữu nước ngoài (%)	2.3%
Cổ đông lớn	CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị An lộc (19.9%)

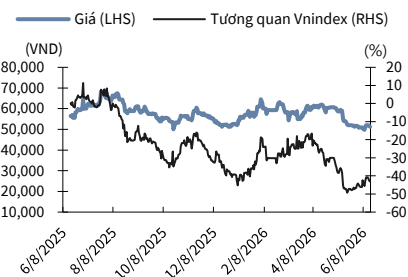
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4.4	-10.4	-1.1	-8.6
Tương đối	1.9	-16.7	-8.3	-43.0

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	7,800	8,604	9,678	10,890
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,555	1,846	1,862	2,062
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	1,164	1,356	1,345	1,489
EPS (VND)	5,530	5,601	5,556	6,151
Tăng trưởng EPS (%)	20.9	1.3	-0.8	10.7
P/E (x)	12.6	9.2	9.2	8.3
P/B (x)	3.0	2.1	1.8	1.5
ROE (%)	23.9	23.2	19.3	18.1
Tỷ suất cổ tức (%)	3.3	3.5	3.0	3.3

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

Sức bật kép từ giá cao su và thu nhập tiền đền bù đất

15/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

KQKD Quý 1/2026 tăng trưởng đột biến

Quý 1/2026, GVR ghi nhận doanh thu đạt 8,845 tỷ VND (+56%YoY) và LNST đạt 2,513 tỷ VND (+85% YoY). Mức tăng trưởng này được thúc đẩy bởi: (1) tăng trưởng mảng cao su nhờ sản lượng tiêu thụ và giá cao su tăng mạnh; (2) thu nhập ròng từ thanh lý gỗ, đền bù đất ghi nhận 1,038 tỷ đồng, tăng 2.7 lần so với cùng kỳ năm trước.

Giá cao su tăng mạnh, hỗ trợ đà tăng của mảng cao su

KBSV dự báo doanh thu mảng sản xuất và kinh doanh mủ cao su năm 2026 đạt 26,430 tỷ đồng (+13.3% YoY), biên LNG ghi nhận đạt 28.8% (+1.1pps YoY), với dự phóng sản lượng tiêu thụ cao su 2026F đạt 551,193 tấn (+3%YoY) và giá bán cao su bình quân của GVR đạt 48 triệu đồng/tấn (+10% YoY), nhờ: (1) giá dầu duy trì ở mức cao thúc đẩy giá cao su tăng; (2) xu hướng thiếu cung cao su tự nhiên toàn cầu tiếp diễn; (3) nhu cầu cao su tại Trung Quốc ổn định hoặc tăng nhẹ.

Thu nhập từ tiền đền bù đất cao su bước vào giai đoạn tăng mạnh

KBSV duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng thu nhập từ hoạt động đền bù đất cao su tại Đồng Nai, KBSV ước tính thu nhập ròng khác năm 2026F đạt 2,388 tỷ đồng (+93.9% YoY). Động lực tăng trưởng được đóng góp chủ yếu từ: Quỹ đất cao su tại Đồng Nai, ước tính diện tích đền bù ghi nhận 2,254ha trong 2026 - 2027, tại KCN Long Đức (GĐ2), KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp (GĐ1) và KCN Xuân Quế – Sông Nhạn; Quỹ đất tại Bình Dương với KCN Bắc Tân Uyên (786ha) bắt đầu ghi nhận tiền đền bù từ 2026.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với GVR, giá mục tiêu 38,300 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đánh giá tích cực về HĐKD của GVR trong năm 2026, tuy nhiên giá cổ phiếu đã tăng 35% YTD, phản ánh triển vọng của GVR trong năm 2026. Do đó, dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 38,300VND/cổ phiếu.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND 38,300
Tăng/giảm (%)	9.4%
Giá hiện tại (12/06/2026)	VND 35,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 35,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	140.4/5.3

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	26,242	29,367	32,525	32,974
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	5,001	6,366	6,900	6,894
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	3,988	5,625	7,030	7,315
EPS (VND)	997	1,406	1,758	1,829
Tăng trưởng EPS (%)	52	41	25	4
P/E (x)	41.0	25.5	20.1	19.4
P/B (x)	2.8	2.3	2.0	1.8
ROE (%)	8	10	12	11
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	1.4	0.9	0.9

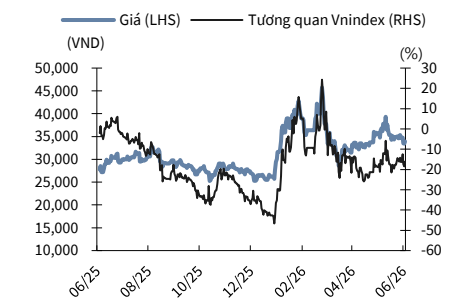
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	127.9/4.9
Sở hữu nước ngoài (%)	0.6%
Cổ đông lớn	Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (96.7%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.3	-4.8	27.4	22.3
Tương đối	2.5	-9.1	21.2	-14.8



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bán lẻ

Năm tăng trưởng của các doanh nghiệp lớn

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

30/06/2026

Kết quả 5T2026: Doanh thu nhóm DN lớn tăng trưởng gấp ~2.8 lần toàn ngành, LNST đạt mức kỷ lục. Tổng mức bán lẻ hàng hóa 5T2026 tăng 11% YoY (tương đương +6.1% sau lạm phát 4.3%). Nhóm 4 DN niêm yết lớn (MWG, FRT, PNJ, MSN) ghi nhận doanh thu 79,990 tỷ VNĐ (+28% YoY) — gấp 2.8 lần tốc độ toàn ngành. LNST tăng mạnh ở một số doanh nghiệp như PNJ +117% yoy, MSN +216% yoy, MWG +76% yoy, FRT +71% yoy, phản ánh lợi thế quy mô, thị phần cải thiện và hiệu quả vận hành ngày càng tăng của các chuỗi hiện đại.

Xu hướng hợp nhất ngành là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng dài hạn cho các chuỗi hiện đại

Phần lớn ngành bán lẻ Việt Nam vẫn còn phân mảnh với kênh truyền thống chiếm 75–80% ngành thực phẩm, ~83% ngành dược phẩm và 40–50% ngành trang sức. Các quy định mới (siết chặt và bắt buộc áp dụng hóa đơn điện tử, xóa thuế khoán hộ kinh doanh, siết kiểm soát hàng giả) đang giúp các chuỗi bán lẻ hiện đại được cạnh tranh công bằng hơn, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng dịch chuyển sang kênh này. Đây là nền tảng giúp BHX, Winmart, Long Châu và PNJ duy trì tăng trưởng cao hơn toàn ngành và ở mức hai con số trong các năm tới.

Triển vọng 2H2026 tích cực

Trong nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng các cửa hàng bán lẻ ICT-CE tiếp tục hưởng lợi từ chu kỳ thay thế thiết bị & làn sóng AI và tiêu thụ điện máy lạnh cho chu kỳ nắng nóng El Nino. Ở mảng thực phẩm/tiện lợi (BHX, WCM), KBSV kỳ vọng doanh thu/cửa hàng cũ (SSSG) duy trì tăng trưởng 10–12%/năm với quy mô các chuỗi tăng từ 10%-20% yoy số lượng cửa hàng. Ở mảng dược phẩm, Long Châu kỳ vọng tiếp tục mở rộng và tận dụng xu hướng hợp nhất của ngành, hướng tới mục tiêu 50% thị phần. Ở mảng trang sức, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ trang sức của PNJ sẽ tiếp tục tăng trưởng 2 con số, từ 10%/năm, giúp bù đắp sự sụt giảm của mảng vàng 24k do không còn hưởng lợi từ nguồn tồn kho giá rẻ.

Định giá hợp lý cho triển vọng đầu tư

Hầu hết các cổ phiếu ngành bán lẻ hiện giao dịch mức định giá dự phóng cho 2026 dưới mức P/E và P/B trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại phần nào chưa phản ánh các quan điểm lạc quan về xu hướng hợp nhất ngành và tiềm năng tăng trưởng kinh tế cao trong nước. KBSV cho rằng MWG, PNJ, MSN là những cơ hội đầu tư phù hợp với định giá hấp dẫn cho triển vọng dài hạn.

Tích cực duy trì

Recommendations	
MWG	MUA
Giá mục tiêu	121,600
MSN	MUA
Giá mục tiêu	102,700
PNJ	MUA
Giá mục tiêu	80,400
FRT	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	129,900

Kết quả kinh doanh 5T2026

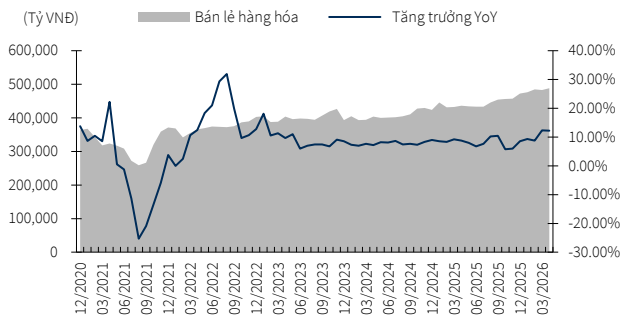
Bán lẻ toàn quốc tiếp tục tăng trưởng nhưng thấp hơn cùng kỳ, đi kèm “lạm phát cao”

Trong 5T2026, doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 2,418.8 nghìn tỷ đồng, tăng 11% YoY. Nếu loại trừ lạm phát, bán lẻ hàng hóa ước tăng 6.1% YoY, thấp hơn mức tăng 7.2% của 5T-2025, cho thấy tiêu dùng tăng chậm lại và chịu nhiều ảnh hưởng của lạm phát cao. Trong 5T2026, chỉ số giá tiêu dùng và lạm phát cơ bản tăng lần lượt 4.31% và 4.04%, với tác động chính đến từ tình hình chiến sự tại Iran khiến giá dầu tăng vọt.

Các doanh nghiệp lớn niêm yết tận dụng tốt cơ hội chiếm thêm thị phần

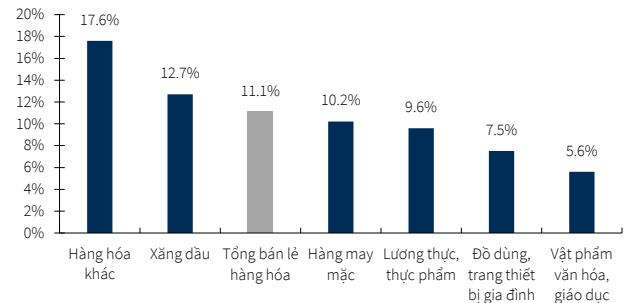
Trong quý 1-2026, nhóm 4 doanh nghiệp lớn bao gồm MWG, FRT, PNJ, MSN (tính riêng WCM) ghi nhận tổng doanh thu bán lẻ đạt 79,990 tỷ VNĐ (+28% YoY), cao hơn gấp 2.8 lần mức tăng của tổng mức bán lẻ hàng hóa trong cùng thời gian. Quy định thuế với hộ kinh doanh và thói quen tiêu dùng dịch chuyển sang kênh hiện đại là yếu tố chính thúc giúp các chuỗi bán lẻ hiện đại ngày càng thu hút khách hàng, chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng truyền thống, phân mảnh.

Biểu đồ 93. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và tăng trưởng theo tháng (%YoY)



Nguồn: GSO, Fiinpro, KBSV tổng hợp

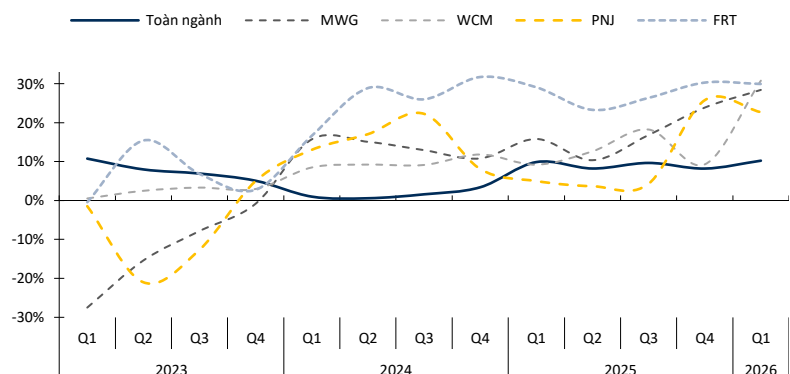
Biểu đồ 94. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa theo mặt hàng (% YoY) trong 5T2026



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Các chuỗi bán lẻ dẫn đầu tăng trưởng cao từ 20%-30% yoy trong quý 1, vượt xa mức 11% toàn ngành. Lợi thế quy mô, thương hiệu và trải nghiệm mua sắm vượt trội giúp các chuỗi hiện đại chiếm thêm thị phần ngành. Hầu hết các ngành (ngoại trừ ICT) đều còn phân mảnh và nhiều dư địa để các doanh nghiệp lớn chiếm thêm thị phần

Biểu đồ 95. Tăng trưởng doanh thu mảng bán lẻ của các doanh nghiệp và toàn ngành (bán lẻ hàng hóa) (% YoY)



Nguồn: GSO, KBSV tính toán

Tăng trưởng doanh thu và LNST của các nhà bán lẻ tương đối tích cực, đưa các cổ phiếu về mức định giá P/E và P/B tương đối hợp lý so với trung bình quá khứ.

Bảng 96. KQKD của các doanh nghiệp bán lẻ

Mã	Doanh thu	LNST	P/E hiện tại	P/E trung bình 5Y	P/B hiện tại	P/B trung bình 5Y
MSN	24,019 tỷ VNĐ (+27% yoy)	1,246 tỷ VNĐ (+216% yoy)	21	63	2.8	4.4
MWG	46,462 tỷ VNĐ (29% yoy)	2,714 tỷ VNĐ (76% yoy)	14.1	16.3	3.3	3.6
FRT	15,172 tỷ VNĐ (+30% yoy)	287 tỷ VNĐ (+71% yoy)	23	36	4.7	7.6
PNJ	17,245 tỷ VNĐ (+79% yoy)	1,467 tỷ VNĐ (+117% yoy)	9	15.9	2.3	3

Nguồn: GSO, KBSV tính toán

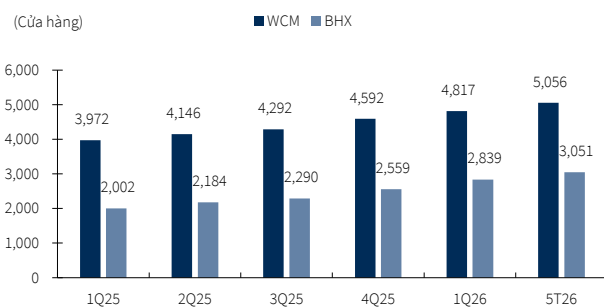
Bán lẻ thực phẩm và tiện lợi: mở rộng mạnh mẽ

Tính đến hết 5T-2026, các cửa hàng tạp hóa hiện đại tiếp tục tăng trưởng ấn tượng 2 con số nhờ mở rộng (1) quy mô cửa hàng và (2) tăng trưởng từ các cửa hàng cũ (SSSG – LFL).

- **Bách Hóa Xanh (MWG):** BHX ghi nhận doanh thu đạt 23 nghìn tỷ đồng, tăng 22.5% yoy và đã mở mới 532 cửa hàng (+21% cửa hàng) trong 5T2026. Các cửa hàng mở mới đạt EBIT dương trong quý đầu tiên ở cấp độ cửa hàng. BHX đã mở rộng sang miền Bắc với 198 cửa hàng tại vùng ven và 28 cửa hàng tại Hà Nội, tính đến cuối tháng 6. Các cửa hàng cũ của BHX ghi nhận tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng (SSSG) đạt
- **Winmart (MSN):** ghi nhận doanh thu đạt 11 nghìn tỷ VNĐ, tăng 30% YoY và đã mở 464 cửa hàng trong 5T2026. Trong đó, Winmart mở mới ở khu vực miền Nam, chiếm khoảng 73% số lượng mở mới trong kỳ, còn lại là miền Trung (18%) và miền Bắc (9%). Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ của WCM được công bố đạt 14.2% YoY trong 5T2026, cho thấy sự cải thiện ở cả chất lượng (từng cửa hàng), bên cạnh quy mô mở rộng.

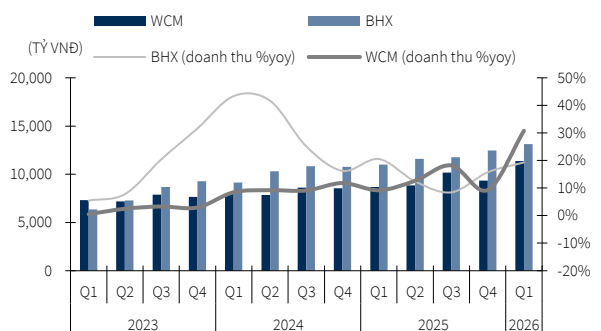
Nhìn chung, hai chuỗi bán lẻ tạp hóa hiện đại tiếp tục tận dụng tương đối tốt cơ hội để gia tăng độ phủ trên toàn quốc, chiếm thêm thị phần khổng lồ từ kênh GT (~75%-80%).

Biểu đồ 97. Quy mô cửa hàng hai chuỗi bán lẻ BHX và WCM



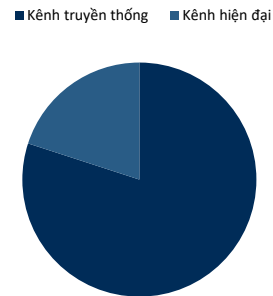
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 98. Doanh thu và tăng trưởng doanh thu (%YoY)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 99. Thị phần các kênh cửa hàng bán lẻ thực phẩm tiện lợi



Nguồn: Euromonitor

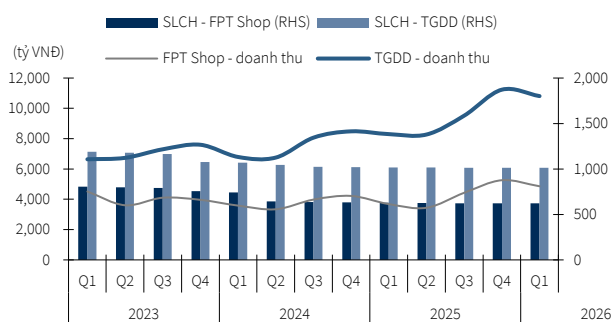
Chuỗi bán lẻ điện tử ICT-CE: chu kỳ thuận lợi

Sau giai đoạn bùng nổ mua sắm trong 2021-2022 (thời kỳ giãn cách Covid-19), các thiết bị điện tử như điện thoại thông minh và laptop đã đến chu kỳ thay thế (laptop 4-5 năm, điện thoại 2-3 năm), gia tăng nhu cầu "đổi máy và nâng cấp" mới từ 2026. Điều này thúc đẩy doanh số của các cửa hàng ICT như FPT Shop và Thegioididong trong 2026. Ngoài ra, nhu cầu nâng cấp sản phẩm để sử dụng AI tốt hơn cũng đóng góp phần nào vào doanh số các nhà phân phối điện tử.

- **FPT Shop:** doanh thu quý 1 đạt 4,859 tỷ VNĐ, tăng 32% yoy. FPT shop đóng 2 cửa hàng trong kỳ, đạt 621 cửa hàng tính đến hết quý 1-2026.
- **TGDD và Topzone:** doanh thu đạt 10,809 tỷ VNĐ, tăng 30% yoy. TGDD có 1,014 cửa hàng tính đến hết quý 1-2026, mở mới 2 cửa hàng.
- **DMX:** doanh thu đạt 21,334 tỷ VNĐ, tăng 34% yoy, chủ yếu đến từ tăng trưởng doanh thu/cửa hàng với các mặt hàng như: máy lạnh, máy giặt, tủ lạnh... tăng khoảng 20%-45% yoy. DMX hiện có 2,006 cửa hàng, giảm 2 CH so với đầu năm.

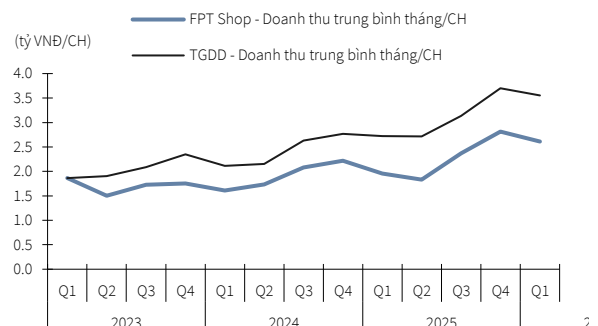
Mặc dù quy mô các chuỗi bán lẻ ICT-CE không thay đổi quá nhiều, doanh thu các chuỗi đều ghi nhận tăng trưởng trên 30% yoy, nhờ yếu tố chu kỳ ngành.

Biểu đồ 100. Số lượng cửa hàng các chuỗi ICT và quy mô doanh thu



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 101. Doanh thu trung bình/cửa hàng theo tháng các chuỗi



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

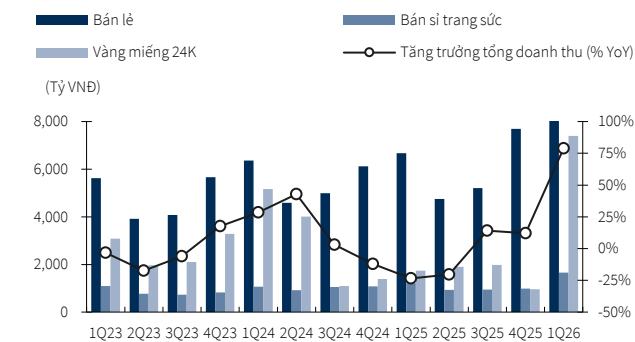
Bán lẻ trang sức: PNJ tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu

PNJ ghi nhận kết quả kinh doanh quý 1-2026 ở mức kỷ lục, với doanh thu thuần đạt 17,245 tỷ đồng (+79% YoY) và LNST vượt lên 1,467 tỷ đồng (+116.5% yoy) – cao nhất trong lịch sử công ty. Hai động lực tăng trưởng chính đến từ mảng trang sức bán lẻ (+23% yoy) và mảng vàng 24K (+324% yoy), đều duy trì đà tích cực trong kỳ.

- **Vàng 24K:** đạt 7.4 nghìn tỷ VNĐ (+324% yoy) trong quý 1, lần đầu chiếm bởi chiến lược tích lũy tồn kho ở mức giá thấp hơn trong năm 2025, tạo lợi thế cạnh tranh về chi phí khi nhu cầu vàng đầu tư vẫn ở mức cao.
- **Trang sức:** tiếp tục tăng trưởng cao, doanh thu đạt 8,191 tỷ VNĐ (+23% yoy). Mảng trang sức tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu, tận dụng tốt mùa cao điểm quý 1 với các dịp lễ Quốc tế Phụ nữ, vía Thần Tài, cưới hỏi.

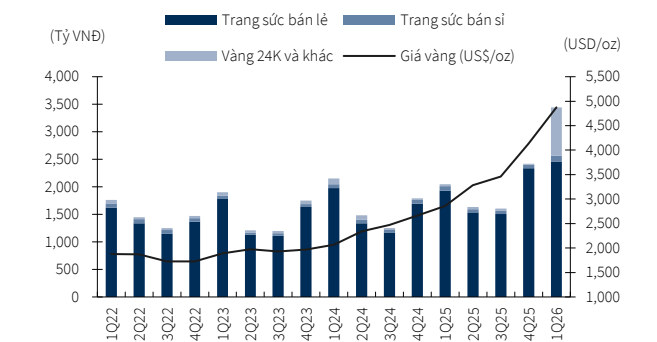
Điểm mạnh của PNJ so với thị trường chung là lợi thế nguyên liệu nhờ (1) tích trữ trước khi giá vàng tăng; (2) chính sách thu mua nguyên liệu giúp đảm bảo nguồn cung; (3) chiếm thêm thị phần từ các nhà vàng truyền thống địa phương thiếu hụt nguồn cung và bị kiểm soát chặt chẽ hơn về hóa đơn mua bán.

Biểu đồ 102. Cơ cấu doanh thu và tăng trưởng của PNJ



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

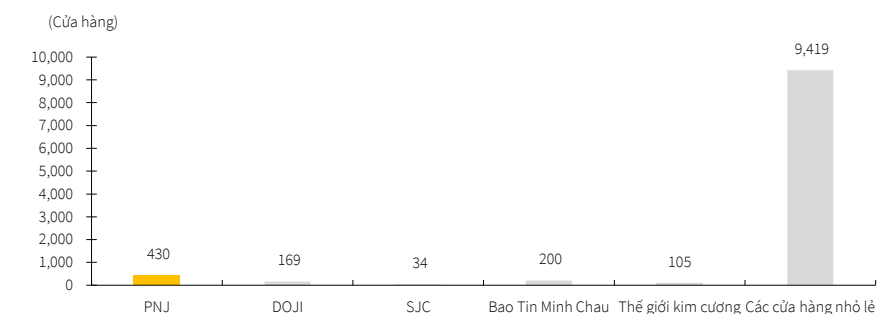
Biểu đồ 103. Cơ cấu lợi nhuận gộp các mảng của PNJ và giá vàng



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

PNJ hiện chiếm khoảng 18% toàn thị trường vàng và trang sức. Trong đó, nhóm doanh nghiệp có thương hiệu như PNJ, Doji, Thế giới Kim Cương, Vàng Bạc đá quý Mạnh Hải... hiện chiếm khoảng 30% tổng thị trường (vàng và trang sức), với 70% thị phần còn lại vẫn thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ không thương hiệu, phát triển ở quy mô địa phương.

Biểu đồ 104. Thị phần nhà bán lẻ trang sức và vàng

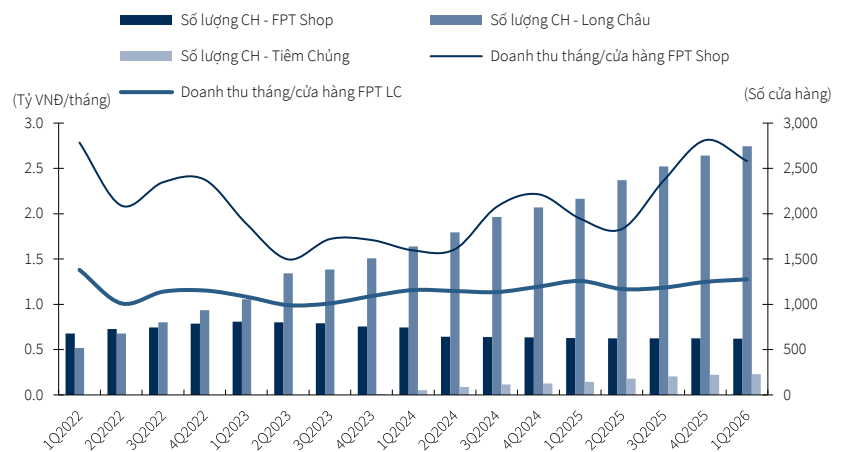


Nguồn: PNJ, KBSV tổng hợp và tính toán

Bán lẻ dược phẩm: FRT tiếp tục duy trì tăng trưởng, các chuỗi khác nỗ lực bắt kịp

Trong quý 1-2026, FPT Long Châu ghi nhận doanh thu đạt 10,302 tỷ VNĐ (+29% YoY), giữ vững vị thế dẫn đầu trong các chuỗi nhà thuốc hiện đại. Chuỗi mở mới 105 cửa hàng trong kỳ và nâng tổng mạng lưới lên 2,745 điểm (+27% YoY, +4% QoQ). Doanh thu/nhà thuốc/tháng đạt 1.3 tỷ VNĐ (+1% YoY), cho thấy sự ổn định trong khi số lượng cửa hàng mới tăng nhanh và chiến lược mở rộng ra ngoại ô trung tâm.

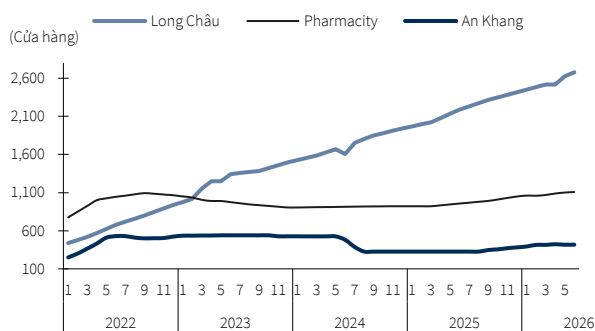
Biểu đồ 105. Số lượng cửa hàng và doanh thu trung bình của FRT



Nguồn: PNJ, KBSV tổng hợp và tính toán

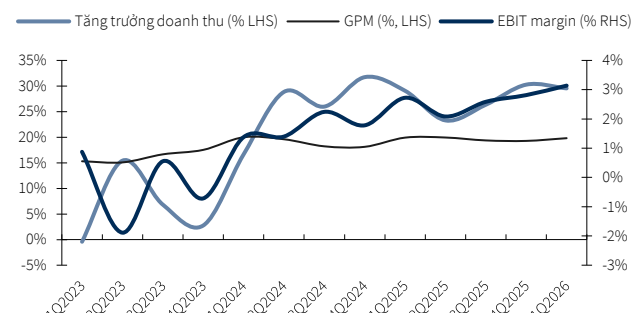
So với các đối thủ cạnh tranh, FRT tiếp tục vượt trội về quy mô điểm bán cũng như tốc độ mở mới nhà thuốc. Long Châu hiện đóng góp 68% doanh thu trong quý 1-2026, đem lại biên lợi nhuận ổn định hơn so với mảng ICT-CE truyền thống và đóng góp tích cực vào lợi nhuận hoạt động (EBIT) của FRT.

Biểu đồ 106. Số lượng cửa hàng của các chuỗi dược phẩm



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 107. Hiệu quả hoạt động của FRT



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Triển vọng 2H2026

Lạm phát hạ nhiệt và sức mua cải thiện, tập trung ở các cửa hàng bán lẻ hiện đại

Trong nửa cuối 2026, KBSV cho rằng lạm phát sẽ dần hạ nhiệt nhờ căng thẳng xung đột dần được tháo gỡ, giúp cải thiện nguồn cung dầu mỏ và giảm chi phí năng lượng trên toàn cầu. Điều này sẽ có ý nghĩa lớn với sức mua tiêu dùng và giúp kích thích tăng trưởng bền vững hơn cho ngành bán lẻ. Cùng với quyết tâm tăng trưởng kinh tế cao và sự hạ nhiệt của lạm phát, tiêu dùng thiết yếu và không thiết yếu đều được hỗ trợ tăng trưởng tích cực trong nửa cuối của 2026. Chúng tôi kỳ vọng các yếu tố hỗ trợ nhà bán lẻ hiện đại như (1) lộ trình bắt buộc áp dụng hóa đơn điện tử và xóa bỏ thuế khoán đối với HKD; (2) siết chặt kiểm soát hàng giả, sẽ tiếp tục củng cố triển vọng tăng trưởng doanh thu của các nhà bán lẻ thương hiệu lớn, vốn dựa vào mô hình kinh doanh cung cấp sản phẩm và dịch vụ chất lượng cao với giá cả hợp lý.

Bán lẻ ICT-CE: Tích cực trong ngắn hạn nhưng cẩn trọng với yếu tố chu kỳ

Trong nửa cuối 2026, mảng bán lẻ ICT & điện máy (TGDD, DMX, FPT Shop) tiếp tục được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng tích cực, nhờ chu kỳ thay thế thiết bị chưa kết thúc và xu hướng nâng cấp lên các dòng sản phẩm tích hợp AI. Riêng với Điện Máy Xanh, hai yếu tố hỗ trợ là (1) nắng nóng kéo dài do El Nino thúc đẩy nhu cầu điều hòa và thiết bị làm mát, và (2) làn sóng bàn giao bất động sản từ 2026-2027 sẽ kéo theo nhu cầu trang bị điện gia dụng. Bước sang năm 2027, các yếu tố chu kỳ sẽ dần hé lộ khi nhu cầu dồn nén từ giai đoạn COVID đã được hấp thụ phần nhiều trong 2025-2026. Dù vậy, chúng tôi dự báo thị trường ICT-CE vẫn tăng trưởng từ 8%-10% YoY nhờ nhu cầu với các mặt hàng điện tử nhằm tận dụng xu thế AI và tăng trưởng kinh tế cao thúc đẩy doanh số bền vững hơn, so với giai đoạn chu kỳ đỉnh điểm 2022-2023, bị tác động bởi cả yếu tố ngoài ngành như khủng hoảng tín dụng và bất động sản.

Bán lẻ thực phẩm và tiện lợi: quá trình “hiện đại hóa” của ngành tiếp tục

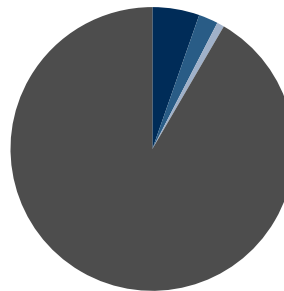
Mô hình bách hóa hiện đại (như Bách Hóa Xanh, WinCommerce) đang bước vào giai đoạn hái quả ngọt khi **thói quen tiêu dùng chuyển dịch mạnh mẽ từ chợ truyền thống sang kênh hiện đại**. Các chuỗi bán lẻ hiện đại có thể tăng cao hơn nhờ chiếm thêm thị phần từ kênh truyền thống (GT) - vốn chiếm từ 75%-80% thị phần và còn phân mảnh. Chúng tôi dự báo doanh thu/cửa hàng cũ (SSSG) của hai chuỗi BHX và WCM có thể duy trì tăng trưởng từ 10%-12%/năm trong 2026-2027. Về số lượng điểm cửa hàng, chúng tôi kỳ vọng BHX và WCM hoàn thành mở 1,000 cửa hàng/chuỗi, tương đương số lượng điểm bán tăng lần lượt 39% và 20% so với 2025, giúp duy trì tăng trưởng doanh số hai chữ số cao.

Bán lẻ dược phẩm: tăng trưởng ổn định và cạnh tranh gay gắt hơn

Thị trường bán lẻ dược phẩm vẫn còn rất phân mảnh với hơn 45,000 nhà thuốc truyền thống — tạo dư địa “hợp nhất” thị phần cho các chuỗi bán lẻ dược phẩm hiện đại trong các năm tới. Các chuỗi nhà thuốc hiện đại đang dần thay thế các hiệu thuốc gia đình nhờ lợi thế về nguồn gốc thuốc rõ ràng, danh mục hàng hóa đa dạng (đặc biệt là thuốc kê đơn ETC) và dịch vụ tư vấn của dược sĩ chuyên nghiệp. FPT Long Châu hiện dẫn đầu thị trường với khoảng 2.6 nghìn cửa hàng và doanh thu 36 nghìn tỷ VNĐ, chiếm 5% số lượng cửa hàng và 17% doanh thu toàn ngành. Đáng chú ý, công ty đặt mục tiêu chiếm tới 50% thị phần trong dài hạn — tương đương quy mô gấp ~3 lần hiện tại — cho thấy dư địa tăng trưởng của Long Châu còn rất rộng. Trong 2H2026, chúng tôi kỳ vọng Long Châu tiếp tục mở thêm khoảng 200 cửa hàng, với doanh thu bình quân/cửa hàng duy trì ổn định quanh mức 1.3 tỷ VNĐ/tháng. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng môi trường cạnh tranh sẽ gay gắt hơn khi cả An Khang và Pharmacity đang nỗ lực cải tổ mô hình cửa hàng, gia tăng số lượng mở mới và tiến gần đến điểm hòa vốn.

Biểu đồ 108. Thị phần nhà bán lẻ toàn quốc về quy mô cửa hàng

■ Long Châu ■ Pharmacity ■ An Khang ■ Khác



Nguồn: FRT, KBSV tổng hợp và tính toán

Bán lẻ trang sức: nhu cầu vàng 24K dự báo suy giảm, được bù đắp bởi trang sức

Bước sang 6T2026, sức nóng của nhu cầu vàng đầu tư (vàng miếng, vàng nhẫn 24K) kỳ vọng sẽ hạ nhiệt, sau khi giá vàng sụt giảm 25%-30% trong thời gian qua và giao dịch quanh mức 4,000 USD/oz. Điều này, theo chúng tôi, sẽ giảm kỳ vọng lợi nhuận vàng 24K của PNJ, vốn tăng trưởng đột biến trong quý 1-2026 và dựa trên nguồn nguyên liệu tích trữ giá thấp. Hiện giá vàng giao dịch ngang với mức Q3-Q4/2025, vùng PNJ thực hiện tích trữ nguyên liệu, cho thấy biên lợi nhuận mỏng này kỳ vọng sẽ hạ nhiệt.

Về cấu trúc kinh doanh dài hạn, trang sức vẫn là trụ cột cốt lõi của PNJ với vị thế thống lĩnh 50–60% thị phần trên thị trường quy mô gần 2 tỷ USD, đem lại biên gộp ổn định ở mức 28–30%. Mảng kinh doanh này sẽ hưởng lợi khi giá nguyên liệu (vàng, bạc, đá quý...) hạ nhiệt nhờ tối ưu chi phí và cải thiện sức mua của khách hàng. Chúng tôi dự phóng mảng kinh doanh này sẽ là bệ đỡ chính cho PNJ trong nửa cuối năm, nhờ khả năng chiếm thêm thị phần từ các nhà vàng nhỏ lẻ, hoạt động mạnh mẽ và phân mảnh.

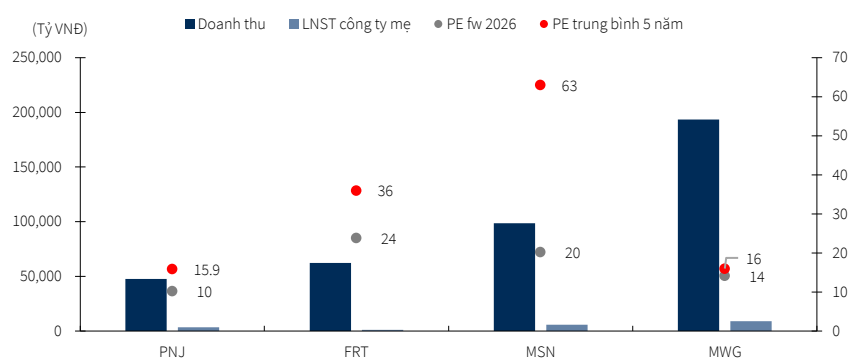
Định giá của các doanh nghiệp hấp dẫn

Nhờ kết quả kinh doanh khả quan, các doanh nghiệp bán lẻ hiện được giao dịch với mức P/E dự phóng ở mức hợp lý, thấp hơn mức trung bình quá khứ 5 năm. Mặt khác, mức trung bình 5 năm của các doanh nghiệp đều ở mức khá cao so với VN-Index (trung bình 14 lần), phản ánh kỳ vọng tăng trưởng cao của ngành bán lẻ.

PB của các doanh nghiệp nhìn chung ở mức thấp hơn quá khứ, tiệm cận mức -1 độ lệch chuẩn đối với PNJ, MSN và MWG.

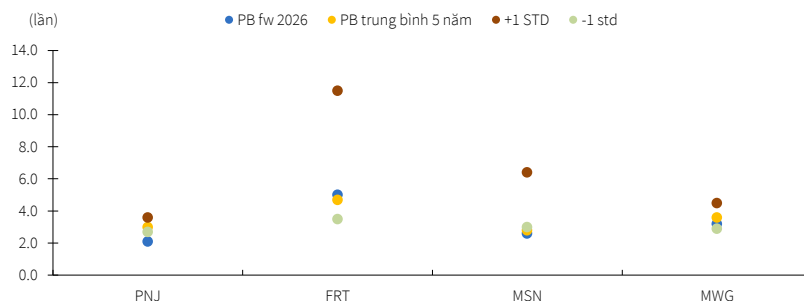
Chúng tôi duy trì dự báo khả quan về tăng trưởng quy mô doanh thu và LNST của các doanh nghiệp bán lẻ. Hầu hết cổ phiếu của các doanh nghiệp đều đã điều chỉnh từ mức đỉnh trong kỳ về mức thấp hơn định giá trung bình trong quá khứ, dựa trên P/E và P/B. Mặc dù vậy, triển vọng của các doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu vẫn vững chãi nhờ quy mô liên tục mở rộng và hưởng lợi từ xu hướng tập trung hóa ở các ngành đang phân mảnh. Vì vậy, chúng tôi duy trì quan điểm Tích Cực và đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ, MSN và MWG.

Biểu đồ 109. Dự phóng KQKD và định giá PE 2026 cho các doanh nghiệp bán lẻ



Nguồn: KBSV tính toán, Bloomberg

Biểu đồ 110. Định giá P/B và trung bình quá khứ của các doanh nghiệp trong 2026



Nguồn: KBSV tính toán, Bloomberg

Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ)

Định giá hấp dẫn cho doanh nghiệp đầu ngành

15/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

KQKD quý 1-2026 tăng trưởng cao

Trong quý 1-2026, doanh thu và LNST công ty mẹ của PNJ đạt lần lượt 17,245 tỷ VNĐ (+79% YoY) và 1,467 tỷ VNĐ (+117% YoY). Trong đó, doanh thu trang sức bán lẻ và vàng 24k đạt lần lượt 8,191 tỷ VNĐ (+23% YoY) và 7,398 tỷ VNĐ (+324% YoY), đóng góp chính vào cơ cấu doanh thu và đà tăng trưởng.

Màng vàng 24k phục hồi về mức trước giai đoạn thắt chặt nguồn cung vàng

Sản lượng vàng 24k trong quý 1-2026 phục hồi về mức trung bình 2024, thời điểm giá bán và thị trường vàng ổn định. Mặt khác, PNJ phần nào đã hiện thực hóa một phần tồn kho giá thấp mà doanh nghiệp chủ động tích trữ trong 2025.

Mảng trang sức thương hiệu duy trì tăng trưởng cao

Chúng tôi kỳ vọng mảng trang sức là động lực chính với tăng trưởng doanh thu/cửa hàng đạt 11%/12% YoY trong 2026/2027, đóng góp khoảng 58% doanh thu và 86%-93% lợi nhuận gộp. Chủ yếu, chúng tôi kỳ vọng PNJ tiếp tục chiếm thêm thị phần và gia tăng doanh số từ tệp khách hàng hiện hữu. Điều này giúp bù đắp sự sụt giảm từ biên gộp của vàng 24k, được kỳ vọng sẽ quay về mức bình thường từ 2027.

Biên lợi nhuận mảng trang sức kỳ vọng vững chắc nếu giá vàng tiếp tục sụt giảm

Giá vàng đã giảm 20-25% từ đỉnh ~5,500 USD/oz về mức 4,100-4,400 USD/oz trong quý 1-2026, cho thấy dấu hiệu của xu hướng giảm. Chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh trang sức cốt lõi của PNJ đã có định vị thương hiệu tốt và không chịu tác động của định giá vàng trên thị trường, giúp duy trì biên gộp ở mức ~30%.

Khuyến nghị MUA — Giá mục tiêu 80,400 VNĐ

KBSV dự báo LNST 2026/2027 đạt lần lượt 3,429/3,838 tỷ VNĐ, tương đương tăng trưởng 21%/12% YoY. KBSV xác định giá trị hợp lý của PNJ là 80,400 VNĐ/cổ phiếu. PNJ hiện giao dịch ở P/E 2026/27 là 10 lần/9.1 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình quá khứ (13-14 lần), cho thấy triển vọng đầu tư khá hấp dẫn.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 80,400
Tăng/giảm (%)	24%
Giá hiện tại (15/06/2026)	VND 65,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 88,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	31.6/1.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	86.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	79.1/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	46.8%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

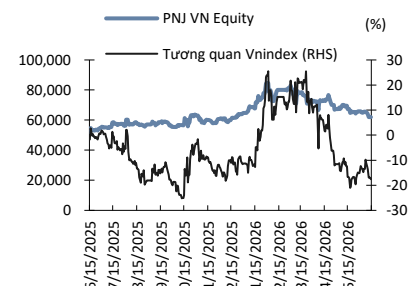
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.9	-20.4	2.3	19.2
Tương đối	-1.1	-26.1	-6.5	-17.0

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	37,823	34,976	47,732	51,767
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,670	3,538	4,280	4,776
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,113	2,829	3,429	3,838
EPS (VNĐ)	4,128	5,528	6,700	7,499
Tăng trưởng EPS (%)	7	34	21	12
P/E (x)	17	12	10	9
P/B (x)	3.1	2.6	2.6	2.6
ROE (%)	20.1	23.1	23.8	22.7
Tỷ suất cổ tức (%)	2.9	2.9	4.4	4.4

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG)

Định giá hấp dẫn

17/03/2026

Chuyên viên phân tích Nghiên Mỹ Tiến
(+84) 24-7303-5333 tienns@kbsec.com.vn

MWG ghi nhận lợi nhuận cao nhất lịch sử hoạt động

Kết thúc năm 2025, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 165,458 tỷ VND (+16.5% YoY) và LNST đạt 7,076 tỷ VND (+90% YoY), cao nhất từ khi hoạt động tới nay. Mảng ICT&CE đạt được mức tăng trưởng ấn tượng 2 chữ số trong 2025, đạt 18.2% YoY. Chuỗi BHX ước tính lãi khoảng 810 tỷ trong 2025, gấp gần 8 lần so với 2024 và mở mới 789 cửa hàng với gần 50% số lượng tại miền Trung và miền Bắc.

Chuỗi TGDD+ĐMX có cơ sở để duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong 2026

KBSV nâng dự báo tăng trưởng mảng ICT&CE lên 15% YoY trong 2026. Bên cạnh động lực từ môi trường vĩ mô được hỗ trợ bởi các chính sách và ưu thế về mặt nội tại, hoạt động của chuỗi ĐMX dự kiến được thúc đẩy tích cực hơn từ kế hoạch IPO vào cuối 2026. Doanh số của ngành hàng TV, điện lạnh kỳ vọng sẽ được cải thiện trên 10% YoY nhờ yếu tố mùa vụ trong năm nay.

BHX bước vào giai đoạn tăng tiến lợi nhuận và độ phủ nhanh chóng

Năm 2025 đánh dấu kết quả kinh doanh đột phá trong bối cảnh đang mở rộng chuỗi cửa hàng cho thấy mô hình vận hành đã đạt được hiệu quả sinh lời. Với sự hỗ trợ đồng bộ từ Chính phủ cho các chuỗi bán lẻ hiện đại và xu hướng dịch chuyển thị phần từ bán lẻ truyền thống, BHX có tiền đề vững chắc để thiết lập mức tỷ suất sinh lời từ 2.8-3.1% cho 2026, tương ứng lợi nhuận từ 1,800-2,100 tỷ đồng.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 121,600 VND

Với triển vọng tích cực của các mảng kinh doanh, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của BHX và đặc biệt là sự kiện IPO chuỗi ĐMX trong 2026 tái định giá mảng ICT&CE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG cho năm cơ sở 2026 với mức giá mục tiêu 121,600 VND/cổ phiếu.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 121,600
Tăng/giảm (%)	51%
Giá hiện tại (Mar 16)	VND 80,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 102,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	124.2/4.7

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	725.5/27.7
Sở hữu nước ngoài (%)	48.2%
Cổ đông lớn	CT TNHH Thế giới bán lẻ (10.49%)

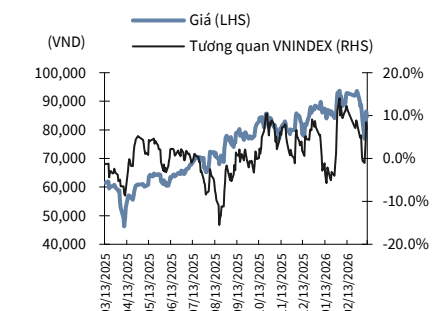
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.9	10.2	9.5	38.0
Tương đối	-2.2	5.2	5.8	8.4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	134,341	156,458	193,384	232,436
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	4,084	7,078	9,225	11,418
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	3,722	7,037	9,045	11,329
EPS (VND)	2,532	4,788	6,154	7,709
Tăng trưởng EPS (%)	2,120	89	29	25
P/E (x)	31.8	16.8	13.1	10.5
P/B (x)	4.2	3.6	2.9	2.3
ROE (%)	14.5	23.0	24.5	24.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8	0.8	0.8	0.8

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Tiếp tục duy trì sự tích cực

15/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST của công ty mẹ tăng 101% YoY trong 9T-2025

Trong 3Q25, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 21,164 tỷ VNĐ (-1.5% YoY) và 1,209 tỷ VNĐ (+72% YoY). Lũy kế 9T/2025, doanh thu và LNST thuộc CĐ công ty mẹ của MSN đạt lần lượt 58,375 tỷ VNĐ (-3% YoY) và 2,634 tỷ VNĐ (+101% YoY).

Các mảng kinh doanh tiếp tục tăng trưởng cao, giúp bù đắp sự sụt giảm của MCH

Doanh thu của MCH (mảng sản phẩm tiêu dùng) tiếp tục giảm 6% YoY (quý 2 giảm 15% YoY) bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu tại kênh truyền thống (GT) do tác động của thay đổi quy định thuế và tái cấu trúc kênh phân phối. Bù lại, mảng bán lẻ hiện đại Wincommerce và thịt thương hiệu (Meatlife) và khai khoáng MSR tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng thị trường, đem lại tăng trưởng doanh thu cao từ 18%-33% YoY trong quý 3-2025.

MCH tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số hàng năm trong giai đoạn tới

MCH dự kiến sẽ chuyển sang sản giao dịch TP HCM (HOSE) trong 2026. Doanh nghiệp tiếp tục kỳ vọng giữ được tăng trưởng khoảng 10%-15%/năm về doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2030 nhờ phát triển sản phẩm mới, xu hướng cao cấp hóa và đẩy mạnh xuất khẩu.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 98,800 VNĐ/cổ phiếu

Bằng phương pháp định giá tổng thành phần (SOTP), KBSV xác định giá trị hợp lý là 98,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá là 34% so với giá cổ phiếu hiện tại.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 98,800
Tăng/giảm (%)	34%
Giá hiện tại (15/12/2025)	VND 73,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 99,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	111.2/4.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	50%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	843.6/32.1
Sở hữu nước ngoài (%)	25.4%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

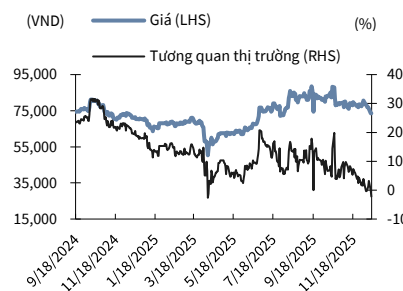
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.75	-8	-3	6.4
Tương đối	-3.05	-9.05	-24	-26.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	78,252	83,178	80,854	89,937
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,350	6,761	9,065	15,773
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	419	1,999	3,704	6,152
EPS (VNĐ)	293	1,321	2,448	4,066
Tăng trưởng EPS (%)	-88	352	85	66
P/E (x)	266	56	30	18
P/B (x)	4.2	3.7	3.3	2.8
ROE (%)	2	7	12	17
Tỷ suất cổ tức (%)	0.2	1.5	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Điện

Chính sách linh hoạt thúc đẩy môi trường đầu tư

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh
(+84) 24-7303-5333 anhnv3@kbsec.com.vn

26/06/2026

Tích cực duy trì

Khuyến nghị

POW	MUA
Giá mục tiêu	15,900 VND

REE	MUA
Giá mục tiêu	60,800 VND

GEX	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	31,900 VND

TV1	MUA
Giá mục tiêu	43,900 VND

Kết quả kinh doanh 5T/2026 của các nhà máy có sự tăng trưởng tích cực

Thủy điện tăng trưởng huy động tốt nhờ pha cuối La Nina cải thiện lượng mưa. Điện than được hỗ trợ bởi diễn biến tiêu thụ điện cả nước thuận lợi cho huy động điện than (+5% YoY) và giá bán trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) cải thiện. Điện khí nhờ điều kiện vận hành thuận lợi nên ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng.

Sản lượng điện 2026 tăng trưởng 10-12%

Chúng tôi đánh giá tiêu thụ điện sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực trong nửa cuối năm, dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện cả năm đạt 10-12% nhờ các động lực chính: i) Phục hồi của hoạt động sản xuất công nghiệp thúc đẩy tiêu dùng điện, ii) Nền nhiệt dự báo cao hơn khiến nhu cầu sử dụng thiết bị làm mát gia tăng iii) Các dự án điện quan trọng được bổ sung giúp đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ điện.

Điện than thay thế thủy điện trở thành trụ cột cung ứng, điện khí đóng góp tích cực vào tăng trưởng sản lượng

Với dự phóng tiêu thụ điện sẽ tăng trưởng ở mức cao, KBSV cho rằng điện than đóng vai trò trụ cột chính trong sản xuất điện nhờ: i) Giảm cạnh tranh với thủy điện nhờ pha thời tiết El Nino; ii) Nguồn cung nhiên liệu đáp ứng đủ nhu cầu đi kèm với diễn biến giá duy trì ổn định. Đối với điện khí, nhà máy Nhơn Trạch 3&4 khi đi vào hoạt động sẽ đóng góp vào tăng trưởng tiêu thụ điện toàn ngành. Trong tương lai, việc nâng cấp hệ thống khí thải sẽ mở đường cho các dự án mới được triển khai.

Chính sách pháp lý kỳ vọng thúc đẩy đầu tư tư nhân trong lĩnh vực năng lượng

Chính sách thúc đẩy đầu tư được cụ thể hóa thông qua Nghị quyết 56/2025, Nghị quyết 253/2025 và mới đây là dự thảo nâng tỷ lệ Qc tối thiểu lên 75% trong thời gian 15 năm sẽ thúc đẩy môi trường đầu tư theo hướng thuận lợi hơn cho nhà đầu tư, qua đó giúp nhanh chóng thực hiện hóa mục tiêu đưa điện khí trở thành trụ cột năng lượng. Triển vọng cho các dự án nhiệt điện khí LNG mới được triển khai và đi vào hoạt động là rất lớn với tổng công suất dự kiến đến 2030 là 8,824 MW (chiếm 4.8% tổng công suất cả nước).

Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Điện trong 2H2026

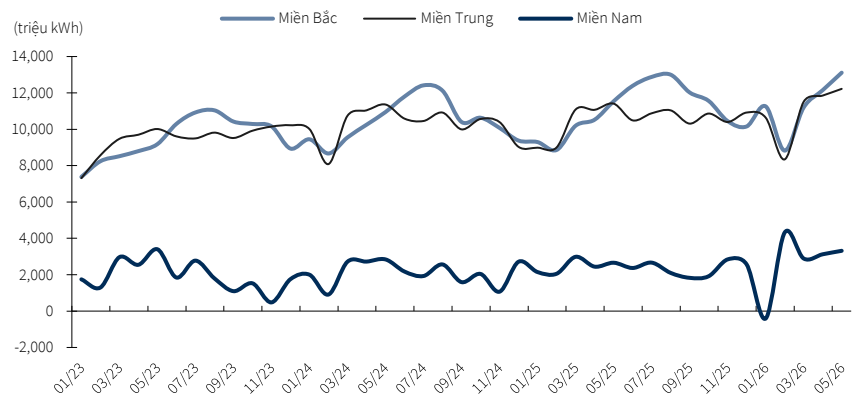
Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu phụ tải hồi phục và các chính sách mới thúc đẩy đầu tư ngành điện. Nhìn chung các doanh nghiệp sẽ ghi nhận sự hồi phục trong KQKD, trong đó một số sẽ hưởng lợi từ cơ hội đầu tư các dự án mới, tạo động lực tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị MUA với các mã: POW, REE, TV1

Kết quả kinh doanh 5T2026

Tiêu thụ điện tăng trưởng tích cực trong 5T2026 nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp dẫn dắt

Lũy kế 5 tháng đầu năm 2026, nhu cầu sử dụng điện của khối công nghiệp và hộ gia đình tăng vọt trong điều kiện thời tiết nắng nóng cực đoan trên cả 3 miền đã giúp sản lượng điện toàn hệ thống đạt mức 138.9 tỷ kWh (+8.8% YoY). Với kết quả này, toàn hệ thống đã hoàn thành khoảng 39.7% kế hoạch dự kiến đầu năm của EVN (350.2 tỷ kWh). Động lực chính thúc đẩy đà tăng trưởng tiêu thụ điện đến từ sự hồi phục tích cực của khối sản xuất công nghiệp khi chỉ số PMI 5 tháng đầu năm liên tục duy trì trên mức 50 điểm. Về khu vực, sự phân hóa tiếp tục diễn ra khi tiêu thụ điện tại phía Bắc (bao gồm Hà Nội) dẫn đầu cả nước về tốc độ tăng trưởng với mức tăng 16% so với cùng kỳ, trong khi khu vực phía Nam (bao gồm Hồ Chí Minh) ghi nhận mức tăng trưởng ổn định ở mức 7%.

Biểu đồ 111. Sản lượng điện tiêu thụ theo khu vực



Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

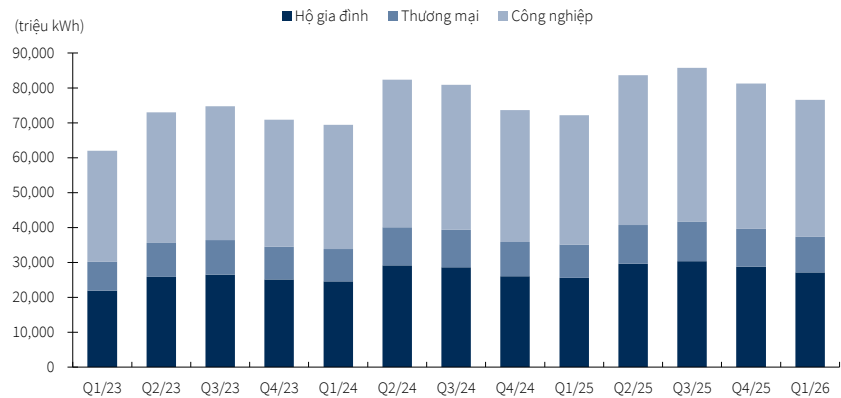
Điện than và thủy điện thay phiên nhau đóng góp tỷ trọng lớn trong tổng sản lượng

Trong 5 tháng đầu năm 2026 (5T2026), nhiệt điện than và thủy điện tiếp tục khẳng định vai trò là hai trụ cột cốt lõi khi đóng góp tới hơn 75% tổng sản lượng điện toàn hệ thống, tương ứng với mức tổng sản lượng đạt 138.9 tỷ kWh. Cụ thể, nhóm nhiệt điện than tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu tuyệt đối với sản lượng huy động đạt 76 tỷ kWh (+5% YoY), chiếm tỷ trọng lớn nhất 54.8% trong cơ cấu nguồn. Đối với nhóm thủy điện, sản lượng lũy kế 5 tháng đạt 28.4 tỷ kWh (+10.5% YoY), chiếm tỷ trọng 20.4% toàn hệ thống. Nhờ diễn biến mưa nhiều của pha cuối La Nina diễn ra trong Q1/2026, các nhà máy thủy điện được huy động kể từ tháng 3, sớm hơn 1 tháng so với cùng kỳ và duy trì mực nước thuận lợi đến đầu tháng 5.

Nhu cầu điện tăng cao hỗ trợ sản lượng huy động của điện khí

Lũy kế 5 tháng đầu năm 2026, sản lượng huy động từ nhóm tua-bin khí ghi nhận sự bứt phá tích cực, đạt mức 10.8 tỷ kWh, tương đương mức tăng xấp xỉ 23.8% so với cùng kỳ năm 2025 (đạt 8.7 tỷ kWh). Sự phục hồi về sản lượng này được dẫn dắt bởi hai động lực cốt lõi: (1) Nhu cầu phụ tải toàn hệ thống neo ở mức rất cao do ảnh hưởng của thời tiết nắng nóng gay gắt trên diện rộng; và (2) Sự đóng góp công suất mới từ đại dự án Nhơn Trạch 3 & 4 đi vào vận hành với tỷ lệ huy động được hệ thống đảm bảo ở mức tối thiểu 65% công suất. Cùng với đó, diễn biến giá phát điện trên thị trường cạnh tranh (CGM) cùng vô cùng thuận lợi, đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu của các nhà máy khí: Nhơn Trạch 1&2 5 tháng đạt 5,408 tỷ VND (+49.8% YoY), Phú Mỹ doanh thu 4 tháng đạt 5,860 tỷ VND (+7.4% YoY).

Biểu đồ 112. Sản lượng điện theo nguồn tiêu thụ tính đến Q1/2026



Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

Triển vọng 2H2026

Sản lượng điện trong 2H2026 tiếp tục tăng trưởng trên cơ sở nền nhiệt độ tăng cao và đà tăng trưởng của kinh tế

Mức tăng trưởng 8.8% YoY của sản lượng điện tiêu thụ trong 5 tháng đầu năm diễn biến tương đồng với mức tăng trưởng hơn 9% của GDP, phản ánh sức bật thực chất của nền kinh tế với động lực chính là hoạt động sản xuất kinh doanh diễn biến tích cực. Trong nửa cuối năm, chúng tôi cho rằng bối cảnh khả quan hơn của nền kinh tế toàn cầu sau cú sốc kép đến từ bất ổn thương mại và chiến sự leo thang giúp cho mục tiêu tăng trưởng 10% GDP được hoàn thành. Theo đó, KBSV duy trì dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện cả năm 2026 được duy trì ở mức 10-12%, phản ánh quan điểm về sức tiêu thụ tốt hơn của các nhóm khách hàng gồm: i) Đà tăng trưởng tiêu thụ điện của khối công nghiệp sản xuất sẽ được duy trì nhờ nhu cầu tiêu dùng trong nước và các thị trường hồi phục; ii) Nhu cầu làm mát bằng các thiết bị điện tăng cao do El Nino gia tăng xác suất khiến nền nhiệt độ cao hơn trong 2H2026; và iii) Nhu cầu sạc xe điện tại các thành phố lớn gia tăng.

Về phía nguồn cung, các dự án mới được đưa vào vận hành từ đầu năm: i) Tổ máy số 1&2 dự án BOT Vũng Áng 2 (1,330 MW) vận hành toàn bộ từ 04/2026, ii) Dự án Nhơn Trạch 3&4 (1,624 MW) vận hành thương mại từ 01/2026 giúp gia tăng kịp thời công suất phát điện trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao kể từ các đợt nắng nóng xuất hiện từ tháng 4. Trong nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng công suất phát điện cả nước sẽ được bổ sung 1,403 MW từ 2 tổ máy của nhiệt điện Quảng Trạch, dự kiến vận hành lần lượt trong tháng 7/2026 và tháng 10/2026.

Biểu đồ 113. Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm dự kiến vận hành vào trong 2026-2028

Dự án	Khu vực	Công suất	Tiến độ
Điện than			
BOT Vũng Áng 2	Hà Tĩnh	1,330	Q3/2025: Đưa tổ máy số 1 vào vận hành T4/2026: Đưa nhà máy hoạt động trở lại sau khi hoàn thành sửa kho chứa than
Nhiệt điện Quảng Trạch 1	Quảng Bình	1,403	2H/2026: Dự kiến đi vào vận hành
Nhiệt điện Long Phú	Sóc Trăng	1,200	Q2/2026: Dự kiến hoàn thành lắp đặt lò hơi Q3/2026: Dự kiến phát điện tổ máy 1 Q4/2026: Dự kiến phát điện tổ máy 2
Điện khí nội địa			
Ô Môn 1	Cần Thơ	660	Q3/2025: Thực hiện cải tạo chuyển đổi nhiên liệu nhà máy Q1/2027: Dự kiến hoàn thành cải tạo và đi vào vận hành
Ô Môn 4	Cần Thơ	1,155	Q3/2025: Khởi công xây dựng dự án 2028: Dự kiến vận hành thương mại
Điện khí LNG			
Nhơn Trạch 3&4	Đồng Nai	1,624	Q1/2026: Vận hành thương mại dự án

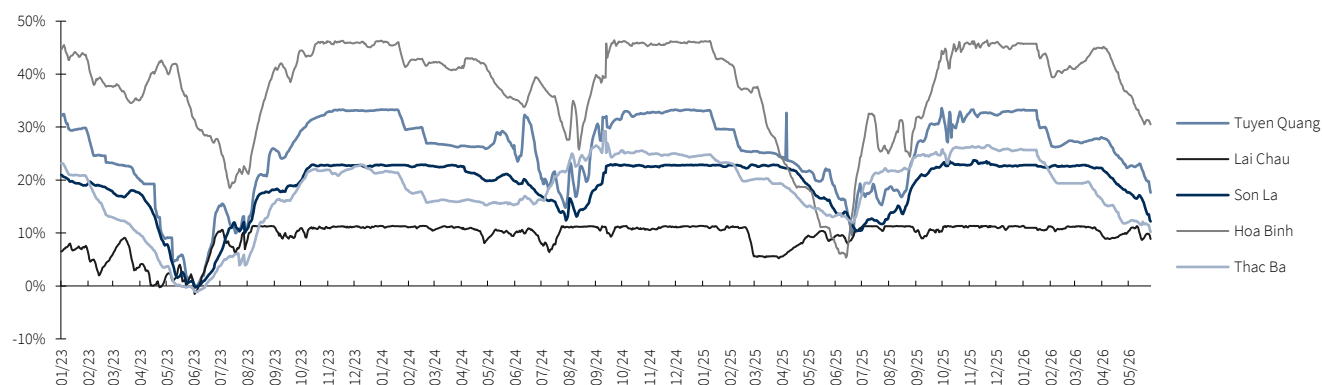
Nguồn: KBSV tổng hợp

Thủy điện bước vào giai đoạn không thuận lợi trong 2H2026 nhưng phần nào được bù đắp bởi cải thiện của giá bán

Xác suất thời tiết chuyển sang pha El Nino được dự báo sẽ tăng dần lên mức 82-98% trong nửa cuối năm, khiến cường độ mùa mưa năm nay suy giảm dẫn đến mực nước các hồ thủy điện bị ảnh hưởng tiêu cực. Sản lượng phát điện so với mức nền cao của năm 2025 do đó giảm sút, khiến cho doanh thu bước vào giai đoạn kém thuận lợi. Mặc dù vậy, tác động tiêu cực từ việc sụt giảm sản lượng sẽ

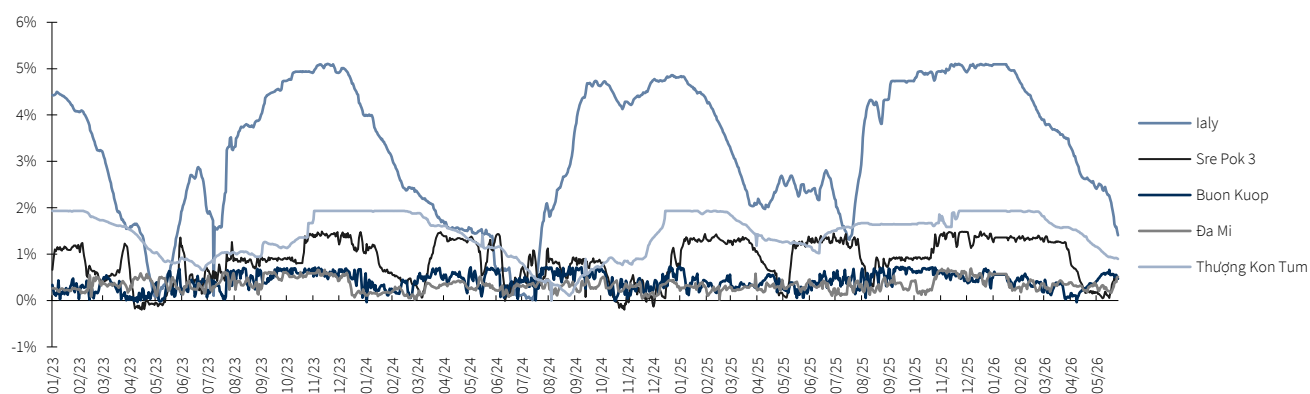
được bù đắp đáng kể nhờ cơ chế giá. Cụ thể, tỷ lệ hợp đồng của thủy điện năm 2026 tiếp tục được duy trì ở mức 95% (bằng với năm 2025), giúp các doanh nghiệp đảm bảo được dòng tiền ổn định. Hơn nữa, việc giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (FMP) liên tục neo ở mức trần (1,725 VND/kWh) trong các tháng gần đây sẽ hỗ trợ tăng giá bán điện trung bình, giúp bảo vệ biên lợi nhuận và bù đắp trực tiếp cho sự suy giảm của sản lượng phát điện.

Biểu đồ 114. Tỷ lệ vượt mức nước thấp nhất của một số hồ khu vực phía Bắc



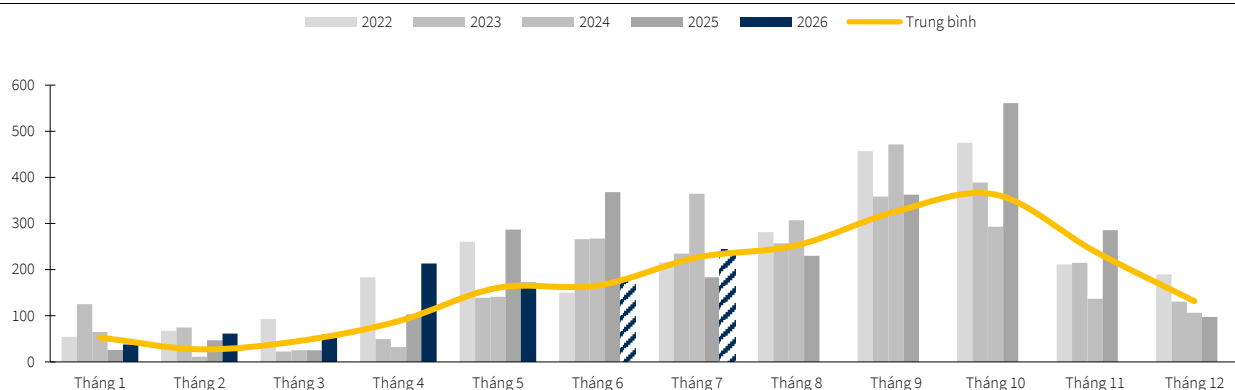
Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 115. Tỷ lệ vượt mức nước thấp nhất của một số hồ khu vực miền Trung



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 116. Dự báo lượng mưa cả nước trong tháng 06/26-07/26

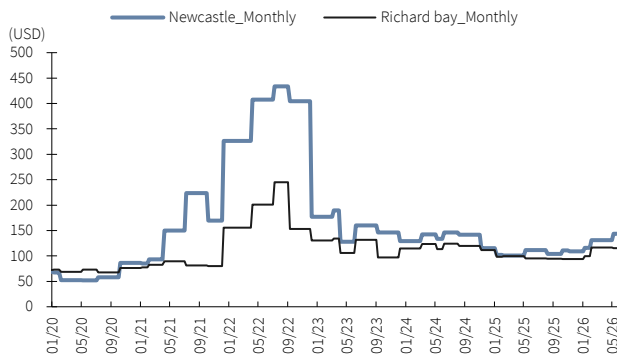


Nguồn: IMHEN, KBSV

Các nhà máy điện than trở thành trụ cột đóng góp vào tổng sản lượng điện cả nước

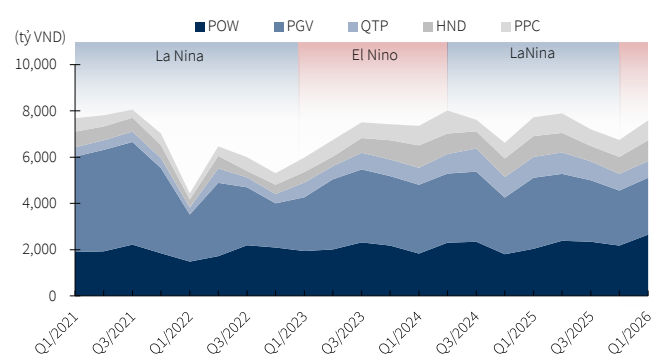
KBSV dự báo sản lượng huy động của nhóm điện than trong nửa cuối năm 2026 sẽ cải thiện đáng kể so với cùng kỳ dựa trên một số yếu tố: i) Công suất huy động được cải thiện nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi; ii) Nguồn cung nhiên liệu được duy trì ổn định đi kèm với mức tồn kho cao từ năm ngoái và iii) Diễn biến giá than nhập khẩu hồi phục và duy trì ổn định tại mức nền của 2024, bất chấp bất lợi từ căng thẳng chiến tranh. Theo đó, sản lượng huy động các nhà máy điện than sẽ được duy trì thuận lợi quanh mức 65-67 tỷ kWh trong nửa cuối năm (+5.3-8.5% YoY), góp phần đóng góp vào tổng sản lượng sản xuất điện cả năm ước đạt 155-157 tỷ kWh (+5.1% YoY).

Biểu đồ 117. Diễn biến giá than nhập khẩu



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 118. Tồn kho than dự trữ của các doanh nghiệp

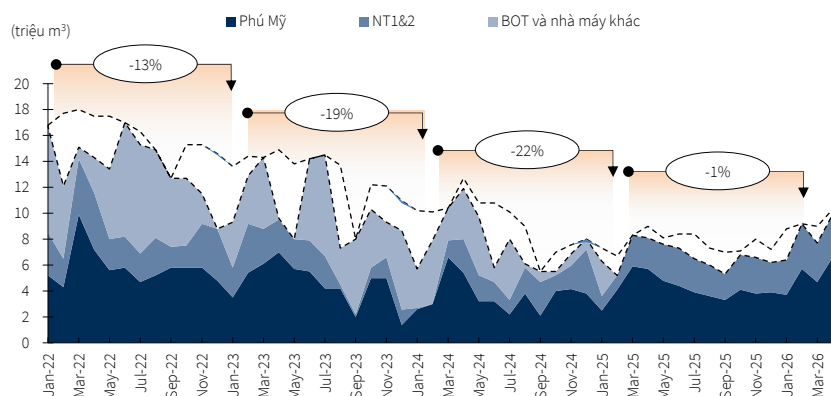


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Điện khí tăng đóng góp vào hệ thống điện nhờ nhà máy LNG Nhơn Trạch 3&4 (1,624 MW) đi vào hoạt động và nguồn cung khí trong nước ổn định.

Trong 2026, Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động với công suất vận hành tối thiểu ở mức 65% (theo Nghị định 100/2025) và có khả năng được nâng lên tối thiểu 75% (theo Tờ trình của Chính phủ) là động lực chính đóng góp vào tăng trưởng tiêu thụ điện khí. Đối với các nhà máy điện khí khác trong khu vực Đông Nam Bộ, tình trạng thiếu hụt khí sẽ được tháo gỡ nhờ các mỏ cũ được tăng khai thác cận biên và các dự án mỏ mới chuẩn bị đi vào hoạt động. Khả năng cấp khí cho khu vực Đông Nam Bộ tiếp tục được cải thiện tích cực, dự kiến duy trì ở mức 7.2 – 8.5 triệu m³/ngày (+22% YoY). Dự phóng cho 2026, sản lượng điện khí dự kiến đạt 24-25 tỷ kWh (+9.8-14% YoY), chiếm 7.6% tổng sản lượng điện cả năm.

Biểu đồ 119. Khả năng cấp khí tại Đông Nam Bộ có sự cải thiện

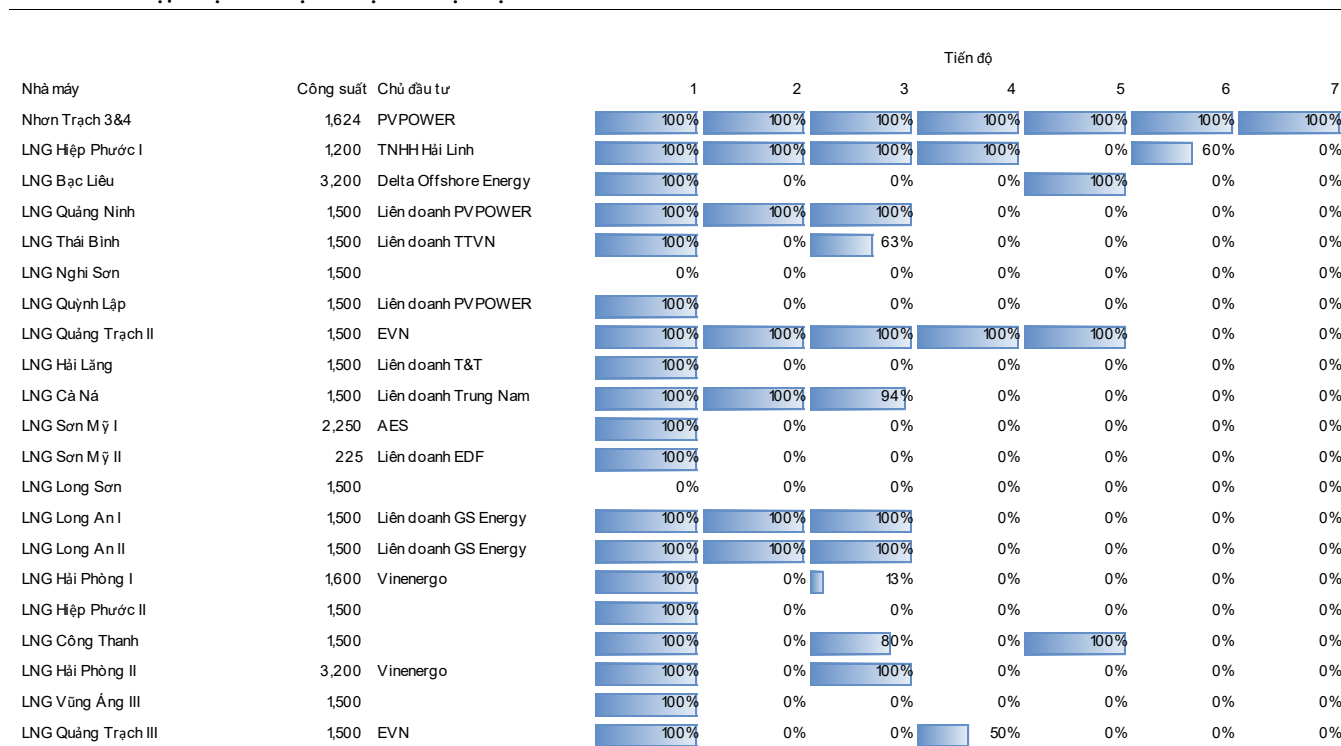


Nguồn: GENCO3, PVPOWER, EVN, KBSV tổng hợp

Chính sách pháp lý theo hướng hài hòa lợi ích kỳ vọng thúc đẩy đầu tư tư nhân trong lĩnh vực điện khí

Việt Nam thể hiện tham vọng đầu tư, mở rộng và công nghiệp hóa lĩnh vực năng lượng khí đốt đến năm 2030 với mục tiêu đạt tổng công suất điện khí là 19,685 MW, bao gồm 10,861 MW điện khí nội địa (chiếm 5.9% tổng công suất lắp đặt) và 8,824 MW điện khí LNG (chiếm 4.8% tổng công suất lắp đặt). Tuy nhiên, trong số 19 dự án hiện đã xác định được chủ đầu tư nhưng hiện mới chỉ có 2 dự án thành công chuẩn bị xây dựng (Hiệp Phước I và Quảng Trạch II) và 1 dự án vận hành (Nhơn Trạch 3&4). Nguyên nhân khó khăn đến từ: i) Cơ chế giá bán và sản lượng chưa rõ ràng, chưa đủ hấp dẫn khiến nhà đầu tư không chấp nhận đánh đổi rủi ro đầu tư dự án yêu cầu số vốn lớn; ii) Thời gian xây dựng kéo dài do khó khăn trong khâu lựa chọn nhà thầu, giải phóng mặt bằng và đặc biệt là khó khăn mua sắm vật tư do nguồn cung toàn cầu khan hiếm và iii) Giá bán và nguồn cung LNG toàn cầu biến động làm gia tăng rủi ro hoạt động cho chủ đầu tư. Trong bối cảnh đó, chính sách thúc đẩy đầu tư được cụ thể hóa thông qua Nghị quyết 56/2025, Nghị quyết 253/2025 và mới đây là dự thảo nâng tỷ lệ Qc tối thiểu lên 75% trong thời gian 15 năm sẽ thúc đẩy môi trường đầu tư theo hướng thuận lợi hơn cho nhà đầu tư, qua đó giúp nhanh chóng thực hiện hóa mục tiêu đưa điện khí trở thành trụ cột năng lượng.

Biểu đồ 120. Cập nhật tiến độ các dự án nhiệt điện khí LNG



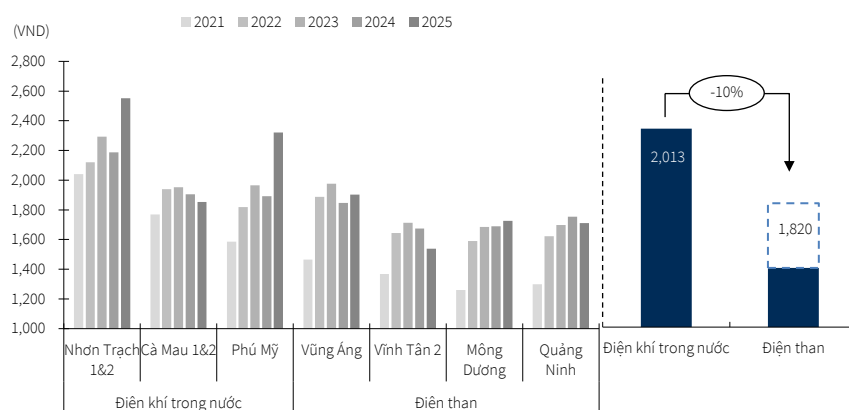
Nguồn: KBSV tổng hợp

Các giải pháp kiểm soát nồng độ khí thải sẽ cho phép các dự án điện than mới đi vào vận hành

Chiếm tỷ trọng đóng góp lớn trong tổng công suất hệ thống điện toàn quốc, việc các nhà máy điện than đứng trước nguy cơ gián đoạn hoặc bị đình chỉ vận hành trong tương lai do không đáp ứng yêu cầu về nồng độ khí thải theo quy chuẩn QCVN 19:2024/BTNMT đang tạo ra thách thức đáp ứng đủ nhu cầu điện. Các giải pháp nâng cấp hệ thống xử lý khí thải nhờ đó đóng vai trò then chốt giúp các dự án điện than đang vận hành kéo dài thời gian hoạt động, đồng thời, mở đường cho việc bổ sung vào quy hoạch các dự án điện than mới. Ngày 19/6/2026, Bộ Công thương đã ra văn bản yêu cầu các địa phương rà soát số

liệu nguồn điện, tăng cường đề xuất các dự án mới có tính khả thi cao để nhanh chóng triển khai. Trong đó điều kiện quan trọng để bổ sung các nhà máy nhiệt điện than vào trong quy hoạch là đi kèm công nghệ, phương án thu hồi, xử lý khí thải. KBSV cho rằng động thái gần đây của Bộ Công thương là cách tiếp cận linh hoạt cho chiến lược phát triển năng lượng của Việt Nam, với mục tiêu đáp ứng đồng thời 3 tiêu chí quan trọng: i) Đảm bảo cung ứng điện; ii) Giảm thiểu ảnh hưởng tới môi trường; và iii) Tối ưu chi phí. Xét về yếu tố chi phí, theo báo cáo nghiên cứu khả thi của nhiệt điện than Quảng Ninh, dù giá bán điện của nhà máy sau khi nâng cấp hệ thống xử lý khí thải sẽ tăng 164-169 VND/kWh, các nhà máy điện than sẽ tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh về giá bán so với các nguồn điện sử dụng khí đốt làm nhiên liệu có giá bán cao hơn.

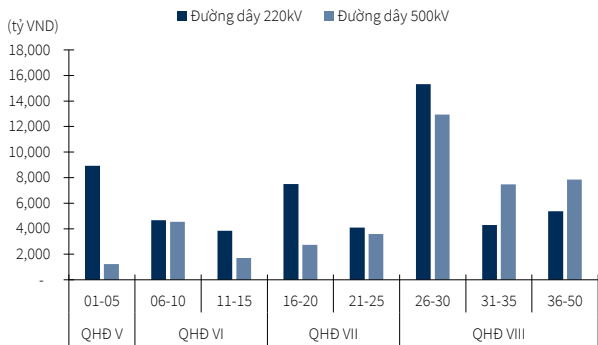
Biểu đồ 121. Giá bán điện của nhiệt điện than sau khi áp dụng hệ thống xử lý khí thải



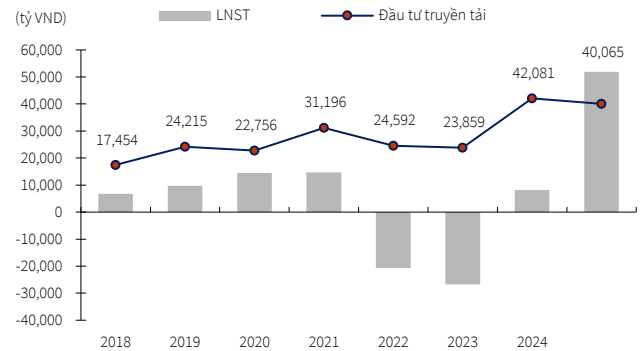
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, QTP, KBSV tổng hợp

Hạ tầng lưu trữ & Truyền tải điện trở thành mắt xích trong vận hành hệ thống điện ổn định

Trong bối cảnh phát triển hạ tầng năng lượng tái tạo là trọng tâm của QHĐ VIII, Việt Nam cần xây dựng hạ tầng lưới điện có quy mô tương xứng với mục tiêu phát triển thị trường điện năng công bằng, ổn định và bền vững. Cụ thể, QHĐ VIII điều chỉnh đặt ra mục tiêu xây dựng hơn 15,000 km đường dây 220 kV và gần 13,000 km đường dây 500KV, với mục tiêu giải tỏa/tăng liên kết công suất các nguồn điện lớn, tăng cường khả năng nhập khẩu điện từ nước ngoài. Đồng thời, việc tích hợp hệ thống BESS vào hệ thống điện mặt trời cũng sẽ tăng tính ổn định của hệ thống điện khi năng lượng hấp thụ trong giờ nắng đỉnh điểm sẽ được lưu trữ phục vụ nhu cầu điện kéo dài vào ban đêm. Với nhu cầu thi công và nguyên vật liệu lớn như vậy, KBSV cho rằng các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tư vấn, thi công xây lắp nổi bật như PC1, TV2, PVS và các doanh nghiệp cung cấp vật tư ngành điện như GEX sẽ hưởng lợi lớn nhờ năng lực chuyên môn và kinh nghiệm được chứng minh qua các dự án có quy mô tương tự.

Biểu đồ 122. Tổng vốn đầu tư đường dây ước tính trong các QHĐ

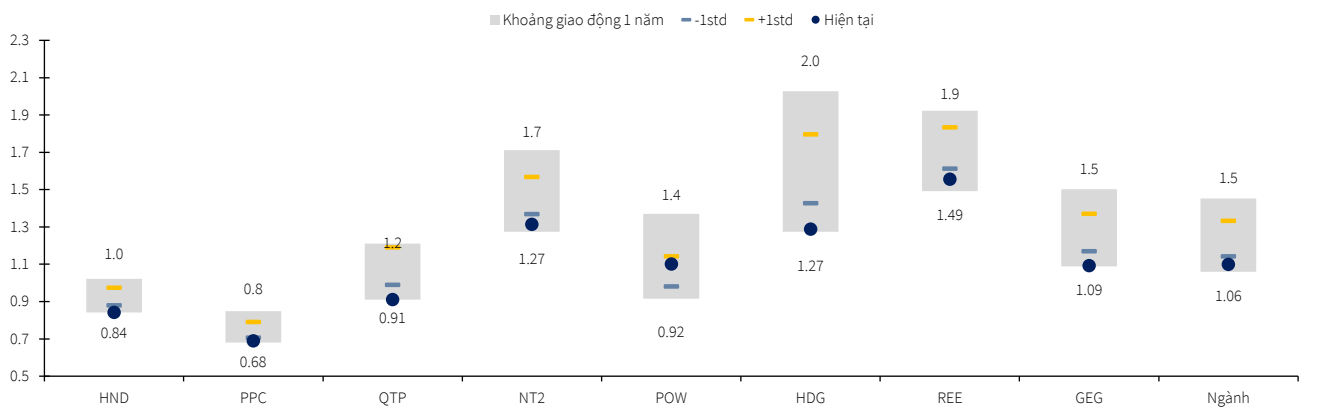
Nguồn: QHĐ các thời kì, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 123. Lợi nhuận ròng EVN và CAPEX cho truyền tải

Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

Triển vọng ngành TÍCH CỰC nhưng có sự phân hóa nhất định giữa các nhóm ngành

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện sẽ hồi phục và sự xuất hiện của những văn bản pháp lý giúp hiện thực hóa kế hoạch QHĐ VIII đề ra. Tuy nhiên, KBSV lưu ý rằng triển vọng cho từng nhóm sẽ khác biệt như đã trình bày ở trên. Về diễn biến giá, đa phần các cổ phiếu đều đã phản ánh triển vọng tăng trưởng vào giá cổ phiếu gồm nhóm thủy điện (REE, VCP, TTA) đang trên đà điều chỉnh trước thách thức tăng trưởng trong điều kiện thời tiết không thuận lợi của 2026, nhóm điện khí (POW, NT2, PGV) tăng tốt nhờ triển vọng khôi phục sản lượng toàn ngành. Trong khi đó, KBSV nhận thấy triển vọng khả quan đến từ nhóm cổ phiếu nhiệt điện than, năng lượng tái tạo và xây lắp hạ tầng điện khi giá cổ phiếu đã phản ánh hết những yếu tố tiêu cực hoặc chưa phản ánh đầy đủ triển vọng KQKD trong 2026. Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu là đại diện tiêu biểu của nhóm ngành như: i) Điện than với đại diện QTP, PPC (đang được giao dịch thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn của trung bình P/B 1 năm) sở hữu vị trí nhà máy thuận lợi cho việc phát điện; ii) Điện tái tạo với đại diện HDG, GEG (P/B giao dịch quanh mức thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn trung bình 1 năm) được định giá rẻ so với giá trị tiềm năng của các dự án hưởng giá FIT; iii) REE hưởng lợi từ xu hướng mở rộng đầu tư các dự án năng lượng tái tạo.

Biểu đồ 124. Tương quan P/B của các doanh nghiệp sản xuất điện

Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW)

Nguồn cung khí củng cố khả năng huy động

10/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Doanh thu và LNST công ty mẹ tăng đột biến nhờ Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động

Trong Quý 1/2026, POW ghi nhận Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt 12,327 tỷ VNĐ (51.3% YoY) và 1,200 tỷ VNĐ (169.7% YoY) nhờ các nhà máy điện khí Đông Nam Bộ được tăng công suất huy động và dự án Nhơn Trạch 3&4 bắt đầu đi vào hoạt động. Với kết quả trên, POW hoàn thành lần lượt 24.7%/106.7% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ.

Nhiệt điện than: Duy trì công suất nhờ nguồn cung duy trì ổn định

Chúng tôi cho rằng nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng trong 2026 sẽ kinh doanh thuận lợi, với doanh thu và sản lượng điện lần lượt đạt 10,878 tỷ VNĐ và 6,160 triệu kWh (-4%/3% YoY) nhờ: i) Xác suất diễn ra El Nino tăng cao và dự kiến kéo dài đến đầu 2027, ii) Nguồn cung than trong nước được bảo đảm từ các đối tác (TKV, TCT Đông Bắc) và dự trữ than dồi dào của doanh nghiệp ghi nhận ở mức cao trong Q1/2026.

Điện khí Đông Nam Bộ (NT1&2) và Tây Nam Bộ (Cà Mau 1&2) có triển vọng thuận lợi nhờ nguồn cung khí được cải thiện

Trong bối cảnh xác suất diễn ra El Nino tăng cao và dự kiến kéo dài đến đầu 2027, các nhà máy nhiệt điện khí của POW dự kiến được tăng công suất huy động nhờ vào nguồn cung khí nhiên liệu dồi dào: Công suất cấp khí khu vực Đông Nam Bộ trong 2026 tăng lên mức 7.2-8.5 triệu m³/ngày (tăng 25% - 38.5% YoY), khí từ dự án Nam Du – U Minh sẽ bổ sung khoảng 4.2 tỉ m³ sẽ đáp ứng nhu cầu hoạt động ổn định của nhà máy Cà Mau 1&2 trong dài hạn.

K

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 15,900 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 15,900 VNĐ/cổ phiếu.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 15,900
Tăng/giảm (%)	16.5%
Giá hiện tại (10/06/2026)	VND 13,650
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 16,050
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	41.4/1.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	30,306	34,151	53,255	51,522
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,120	3,337	3,319	2,968
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,112	2,341	2,506	2,247
EPS (VNĐ)	475	1,000	856	732
Tăng trưởng EPS (%)	0.0	0.0	-18.0	-14.0
P/E (x)	43.9	16.8	18.6	21.7
P/B (x)	1.4	1.3	1.1	1.1
ROE (%)	3.5	8.1	6.7	5.7
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	1.9	0.6	0.6

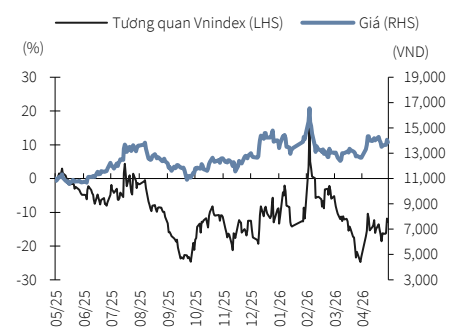
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	28.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	281.6/11.1
Sở hữu nước ngoài (%)	7.4%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Dầu khí (79.9%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7.5	-1.4	11.2	24.6
Tương đối	7.8	-1.2	-2.7	-14.2



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Định giá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng

08/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Các mảng kinh doanh thuận lợi giúp doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ cải thiện tích cực

Doanh thu Quý 1/2026 cải thiện, đạt 2,477 tỷ VND (+19% YoY/-14% QoQ), trong khi lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 714 tỷ VND (+17% YoY/+15.3% QoQ), phản ánh kết quả kinh doanh tích cực của mảng năng lượng và M&E. Với kết quả này, REE hoàn thành lần lượt 20.3%/25.4% kế hoạch doanh thu và LNST công ty mẹ 2026.

Tăng trưởng tiêu thụ điện cả nước trong Q1.2026 đạt 6.6% giúp các nhà máy của REE tăng huy động

Trong Q1.2026, mức tăng trưởng tích cực của sản lượng tiêu thụ điện cả nước tăng trưởng tích cực, giúp tăng huy động các nhà máy của REE, với thủy điện đạt xấp xỉ 1.3 tỷ kWh (+7% YoY) nhờ tình hình thủy văn thuận lợi; điện gió ghi nhận tổng sản lượng đi ngang, đạt 137 triệu kWh (+2% YoY).

Mảng M&E ghi nhận giá trị ký mới cao trong Q1.2026, tạo kì vọng hồi phục mạnh mẽ doanh thu

Là kết quả của năng lực chuyên môn được nâng cao, mảng M&E ghi nhận những dấu hiệu phục hồi tích cực trong giá trị hợp đồng ký mới trong Q1.2026, 4,865 tỷ VND (cao hơn 27.7% so với giá trị ký mới cả năm 2025). Đây là cơ sở chính để KBSV điều chỉnh dự phóng doanh thu của mảng M&E cao hơn lần lượt 23%/21% so với dự phóng trước, đạt 4,892/5,072 tỷ VND (+39%/4% YoY) trong 2026/2027.

Mảng cho thuê văn phòng: Đứng trước cơ hội lớn đóng góp vào tăng trưởng nhờ các điều kiện thuận lợi

Hội tụ bởi 3 yếu tố: i) Định hướng phát triển kinh tế Hồ Chí Minh trở thành trung tâm tài chính quốc tế; ii) Hạ tầng giao thông ngày một được hoàn thiện và iii) Chi phí thuê cạnh tranh so với chất lượng dịch vụ của E.Town 6, KBSV dự phóng doanh thu mảng cho thuê văn phòng trong 2026/2027 tăng trưởng +14%/6.2% YoY.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 60,800 VND/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 60,800 VND/cổ phiếu, cao hơn 21.1% so với giá tại ngày 08/06/2026.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 60,800
Tăng/giảm (%)	21.1%
Giá hiện tại (08/06/2026)	VND 50,200
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 64,700
Vốn hóa thị trường	31.5/1.2
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,384	10,012	11,640	12,331
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,428	2,983	3,493	3,730
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,993	2,529	2,813	2,884
EPS (VND)	4,237	4,669	4,832	4,307
Tăng trưởng EPS (%)	-20.9	10.2	-5.0	-11.0
P/E (x)	14.4	11.9	12.6	14.1
P/B (x)	1.5	1.6	1.6	1.7
ROE (%)	10.7	12.9	12.5	11.7
Tỷ suất cổ tức (%)	1.4	1.4	1.4	1.4

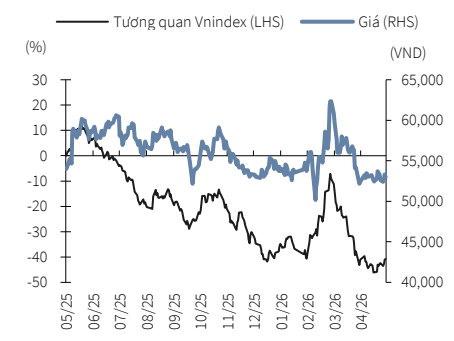
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	81.3/3.2
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.7%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.6	-2.7	-8.7	-2.4
Tương đối	-2.2	-2.5	-22.7	-41.3



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Tập đoàn Gelex (GEX)

Vững vàng tăng trưởng sau tái cấu trúc

13/02/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Năm 2025, GEX hoàn thành lần lượt 106%/154% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế

Trong năm 2025, công ty ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt 39,918 tỷ VND và 4,697 tỷ VND (+17%/30% YoY), hoàn thành lần lượt 106%/154% kế hoạch cả năm. Các mảng kinh doanh đều ghi nhận tăng trưởng tích cực 2 con số, đặc biệt mảng thiết bị điện là trụ cột tăng trưởng chính, đạt 25,248 tỷ VND doanh thu (+21% YoY).

Xu hướng đầu tư mạnh mẽ vào hạ tầng ngành điện củng cố tăng trưởng của GEE

Tăng cường và bổ sung hạ tầng truyền tải/phân phối điện là mục tiêu phát triển trong Quy hoạch điện VIII, mở ra cơ hội tăng trưởng cho GELEX nhờ sở hữu hệ sinh thái thiết bị điện đa dạng. Trong kịch bản cơ sở, doanh thu và lợi nhuận của GEE dự kiến tăng trưởng kép đến 2030 lần lượt 10% và 12% nhờ biên lợi nhuận được cải thiện thông qua việc quản lý hiệu quả hàng tồn kho.

Chu kỳ đầu tư bất động sản mạnh mẽ giúp mảng vật liệu xây dựng hồi phục, trong khi mảng khu công nghiệp tăng trưởng ổn định

KBSV ước tính doanh thu mảng VLXD 2026/2027 đạt 9,222/9,416 tỷ VND (+7%/+2%YoY), với biên lợi nhuận gộp cải thiện và duy trì mức 19-20% nhờ: i) Thị trường BDS hồi phục thúc đẩy sản lượng bán hàng; ii) Mức thuế chống bán phá giá tạo thuận lợi cho mảng kính cải thiện hiệu quả kinh doanh. Bất chấp tín hiệu chậm lại của khu vực FDI, mảng KCN & BĐS dự kiến vẫn tăng trưởng doanh thu tương đối ổn định trong 2026, đạt 4,966 tỷ VND (+8.9% YoY), tương đương 134 ha diện tích bàn giao nhờ lợi thế vị trí thuận lợi thu hút doanh nghiệp FDI.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với GEX, giá mục tiêu 31,900 VND/cổ phiếu

Kết hợp 2 phương pháp định giá FCF và EV/EBITDA, KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP GEX, với giá mục tiêu 31,900 VND, tương đương với mức lợi suất kỳ vọng 5.6% so với giá đóng cửa ngày 26/06/2026.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	31,900 VND
Tăng/giảm (%)	5.6%
Giá hiện tại (26/06/2026)	30,250 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	36,900 VND
Vốn hóa thị trường	29.8/1.2
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	34,060	39,907	45,778	50,057
Lãi/(lỗ) từ HKKD (tỷ VND)	3,733	4,935	5,572	6,337
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	1,631	1,475	1,407	1,632
EPS (VND)	1,910	1,635	1,559	1,809
Tăng trưởng EPS (%)	392.3	-14.4	-11.6	16.0
P/E (x)	23.8	27.8	23.3	16.8
P/B (x)	2.9	2.4	2.2	2.0
ROE (%)	11.7	8.3	8.8	11.4
Tỷ suất cổ tức (%)	-0.2	4.0	3.6	5.0

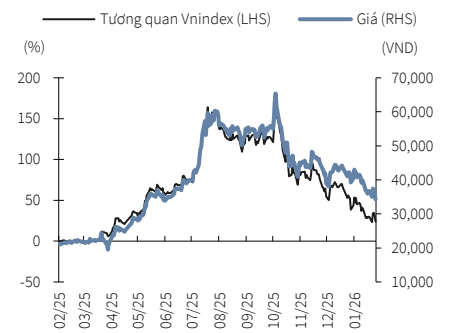
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.8/5.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	683.6/26.0
Sở hữu nước ngoài (%)	8.4%
Cổ đông lớn	Nguyễn Văn Tuấn (24%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-21.9	-26.8	-44.2	56.1
Tương đối	-16.2	-33.7	-57.6	17.9



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tư vấn Xây dựng Điện 1 (TV1)

Định giá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
(+84) 24-7303-5333 anhnv3@kbsec.com.vn

Mua

Giá mục tiêu	VND 43,900
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	30,000 – 31,000
Lợi nhuận kỳ vọng 1	44%
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	25,600 – 26,600
Lợi nhuận kỳ vọng 2	65%

Lưu ý:

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng điểm mua cho phù hợp. Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

Hoạt động kinh doanh

TV1 tập trung vào 2 mảng kinh doanh chính: (i) tư vấn, khảo sát, thiết kế kỹ thuật; (ii) sở hữu và quản lý vận hành nhà máy thủy điện. Công ty đã tham gia nhiều dự án nguồn điện trọng điểm quốc gia như: Dự án Nhà máy Thủy điện Hòa Bình mở rộng, Nhà máy Nhiệt điện Quảng Trạch I (tư vấn kỹ thuật tổng thể) và dự án LNG Nhơn Trạch 3&4 (lập Pre-FS, thẩm tra FS, thiết kế kỹ thuật). Nhà máy Thủy điện Sông Bung 5 do TV1 sở hữu có doanh thu/lợi nhuận gộp bán điện hàng năm khoảng 230/144 tỷ VND.

Tương quan mặt bằng giá

Hiện TV1 đang được giao dịch với mức P/E 6 lần, tương ứng với vùng P/E thấp hơn trung bình 5 năm của cổ phiếu. Với kì vọng kết quả kinh doanh của mảng tư vấn sẽ hưởng lợi nhờ chu kỳ mở rộng đầu tư hạ tầng ngành điện, chúng tôi cho rằng mức tái định giá P/E fw 2026 vào khoảng 8.7 lần là phù hợp với mức tăng trưởng trung bình 18% của lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2026-2030 so với giai đoạn 2021-2025 trước đó.

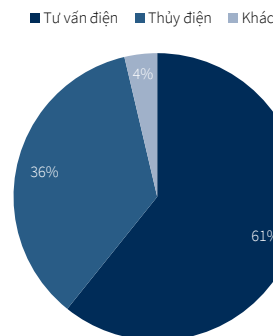
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kỳ vọng doanh thu mảng tư vấn điện bứt phá nhờ chính sách thuận lợi thúc đẩy môi trường đầu tư. KBSV ước tính tổng giá trị hợp đồng ký mới hàng năm của mảng đường dây và nhà máy điện 2026-2030 sẽ đạt 218.9/413 tỷ VND (+9.1%/+13% trung bình của 2021-2025).

Nhà máy thủy điện Sông Bung 5 vận hành ổn định, giúp duy trì bộ đệm lợi nhuận. Doanh thu và lợi nhuận gộp ước đạt 160 tỷ VND và 70 tỷ VND giai đoạn 2026-2030 (-31%/-51% so với 2021 – 2025).

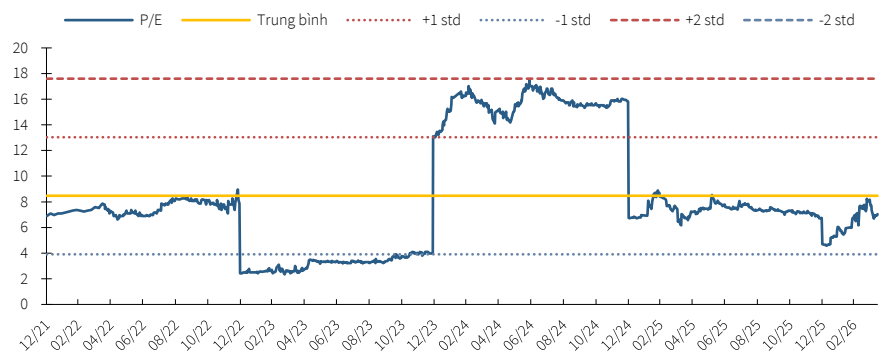
Bảng cân đối hết nợ vay, hỗ trợ cải thiện lợi nhuận hằng năm, ước tính vào khoảng 100 tỷ VND 2026 – 2030. Nếu thực hiện chi trả toàn bộ lợi nhuận, mức chi trả cổ tức là 35% (tương đương tỷ suất sinh lời cổ tức 10%), mức khá cao so với các doanh nghiệp tư vấn điện khác.

Cơ cấu doanh thu 2025



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Diễn biến P/E của doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Công nghệ

AI là động lực dẫn dắt tăng trưởng

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh
(+84) 24-7303-5333 anhnv3@kbsec.com.vn

25/06/2026

AI là động lực dẫn dắt tăng trưởng chi tiêu cho CNTT toàn cầu

KBSV quan điểm rằng chi tiêu cho công nghệ thông tin toàn cầu trong năm 2026 dự kiến sẽ hồi phục với động lực chính đến từ xây dựng trung tâm dữ liệu và phát triển phần mềm phục vụ xu thế tích hợp AI. Dự báo chi tiêu cho CNTT đạt 6,310 tỷ USD vào năm 2026, tăng 13.5% so với năm 2025, theo Gartner.

Triển vọng tăng trưởng chi tiêu đan xen bởi cơ hội và thách thức

Triển vọng tích cực cho chi tiêu IT tại thị trường Nhật Bản được tạo ra bởi sự nhảy vọt về năng suất của AI và mục tiêu thu hẹp thâm hụt kỹ thuật số. Đối với Châu Âu, tỷ lệ thâm nhập điện toán đám mây và AI tại Châu Âu còn hạn chế và xu hướng mở rộng năng lượng tái tạo sẽ mở ra dư địa tăng trưởng chi tiêu tại thị trường này. Ngược lại, thị trường Mỹ và APAC dự kiến tăng trưởng chậm 1 chữ số do nhu cầu suy yếu và áp lực thay thế từ AI.

Nền tảng AI tích hợp mô hình mã nguồn mở là mảng kinh doanh giàu tiềm năng

Tích hợp mô hình AI sử dụng mã nguồn mở là xu hướng tương lai của doanh nghiệp nhờ vào khả năng tự động hóa quy trình và tối ưu nguồn lực vận hành. Với sự am hiểu sâu sắc về nhu cầu khách hàng, các doanh nghiệp dịch vụ IT sẽ hưởng lợi từ việc đa dạng hóa doanh thu và chuyển dịch sang mảng kinh doanh mới giàu tiềm năng.

Ngành công nghệ số được thúc đẩy toàn diện tại Việt Nam

Chương trình Chuyển đổi số quốc gia giai đoạn 2025-2030 đặt mục tiêu đẩy nhanh tốc độ xử lý thủ tục hành chính, qus đó tạo ra nhu cầu chuyển đổi số rất lớn trong các bộ ngành và địa phương. Ngoài ra, các chính sách thu hút và đào tạo nhân lực chất lượng cao cũng sẽ thúc đẩy hoạt động nghiên cứu và làm chủ công nghệ lõi, qua đó tăng cường nền móng chủ quyền số của Việt Nam. Các doanh nghiệp như FPT được kỳ vọng sẽ phát triển và mở rộng hoạt động kinh doanh trong nước.

Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Công nghệ trong 2H2026

KBSV cho rằng các doanh nghiệp sẽ ghi nhận sự hồi phục tích cực trong KQKD nhờ đa dạng hóa các mảng kinh doanh mới và tăng cường kiểm soát tốt chi phí. Diễn biến giá cổ phiếu cũng mở ra cơ hội đầu tư với lợi suất kỳ vọng hấp dẫn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với FPT.

Tích cực duy trì

Khuyến nghị

FPT

MUA

Giá mục tiêu

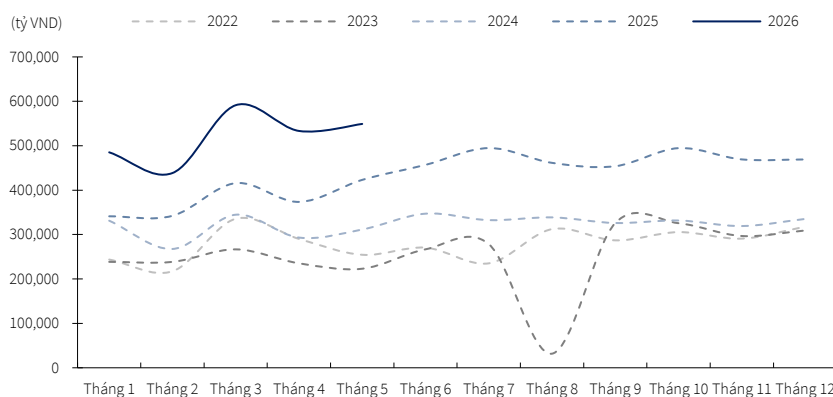
103,800 VND

Kết quả kinh doanh 5T2026

Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt

Trong 5 tháng đầu năm 2026, tăng trưởng doanh thu toàn ngành công nghệ ước đạt 37%, hoàn thành 44% kế hoạch doanh thu năm 2026. Đáng chú ý, năng suất lao động trên đầu người đã được cải thiện rõ rệt (+21% YoY) nhờ các ứng dụng hiệu quả của AI trong công việc. Về số lượng doanh nghiệp, xu hướng thành lập các công ty được duy trì ổn định. Theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Cục Quản lý đăng ký kinh doanh), đến tháng 5/2026 tổng số doanh nghiệp công nghệ số đăng ký thành lập và hoạt động đạt 80,052 doanh nghiệp, ghi nhận mức tăng 5.5% YoY.

Biểu đồ 125. Doanh thu công nghệ thông tin



Nguồn: Bộ Khoa học và Công nghệ, KBSV tổng hợp

Doanh thu dịch vụ CNTT thị trường quốc tế bị thách thức ngắn hạn bởi bất ổn kinh tế toàn cầu

Trong bối cảnh môi trường thương mại toàn cầu bất ổn, xu hướng tăng trưởng doanh thu các ngành dịch vụ CNTT cho thấy sự giảm tốc, ảnh hưởng tới hoạt động mở rộng và chi tiêu đầu tư kinh doanh chặt chẽ hơn. Theo đánh giá từ IDC, sự biến động giá dầu và khí đốt tác động tiêu cực đến triển vọng ngành đầu tư mở rộng công nghệ toàn cầu theo 2 hướng: i) Chi phí vận hành của các trung tâm dữ liệu, xưởng đúc bán dẫn, chuỗi sản xuất và logistics tăng vọt theo giá nhiên liệu; ii) Áp lực lạm phát có thể khiến các ngân hàng trung ương trì hoãn việc cắt giảm lãi suất, qua đó thắt chặt nguồn vốn và làm chậm tiến độ các dự án IT của doanh nghiệp. Tại thị trường Việt Nam, sau giai đoạn ảm đạm do sự co hẹp chi tiêu IT, giá trị hợp đồng ký mới của FPT hồi phục mạnh mẽ 31% trong 5 tháng 2026 và dẫn dắt doanh thu nước ngoài ở mức 13%. Với CMG, doanh thu cả năm (tháng 3/2025 đến 3/2026) đạt 9,560 tỷ VND (+16.5% YoY), phản ánh sự cải thiện của mảng chuyển đổi số khi mở rộng sang thị trường quốc tế bất chấp những thách thức ngắn hạn toàn cầu.

Doanh thu dịch vụ CNTT thị trường trong nước được giữ vững nhờ hoạt động chuyển đổi số

Đối với hoạt động tiêu dùng công nghệ trong nước, chính sách thúc đẩy chuyển đổi số quốc gia đã tăng cường sự hợp tác của các doanh nghiệp với khối chính phủ, bộ ban ngành trong các lĩnh vực điện toán đám mây và trí tuệ nhân tạo. Mảng kinh doanh trong nước của FPT ghi nhận doanh thu trong 5 tháng đầu năm đạt 3,239 tỷ VND, tăng trưởng 15% YoY. Bên cạnh đó, các hoạt động đầu tư hạ tầng viễn thông, thực hiện mục tiêu triển khai và phủ sóng 5G cũng diễn ra

với tốc độ khẩn trương. Nhu cầu thuê trạm 5G là rất lớn là động lực tích cực thúc đẩy doanh thu mảng hạ tầng cho thuê của CTR trong 5 tháng 2026 tăng trưởng 15% YoY, đạt 389 tỷ VND.

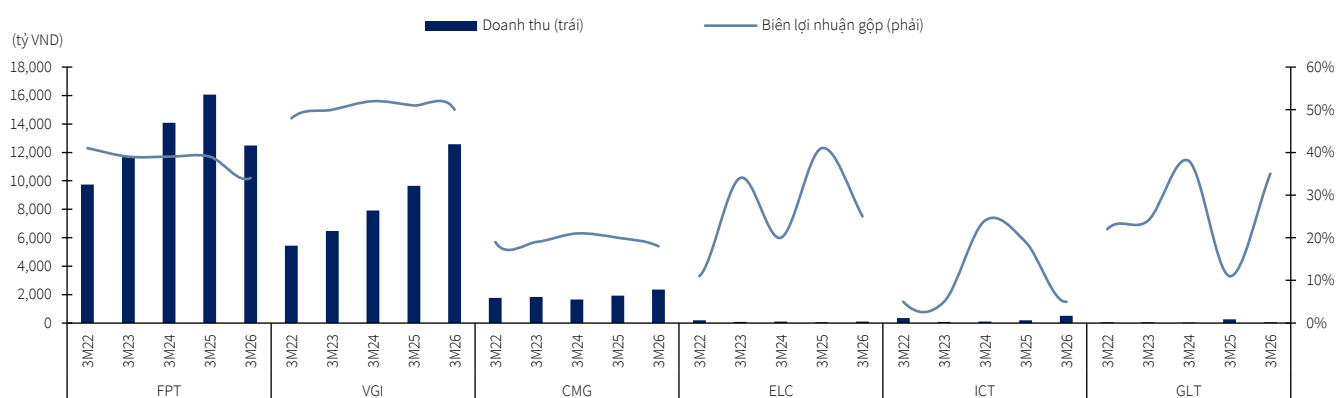
Lĩnh vực viễn thông tiếp tục tìm kiếm tăng trưởng thông qua mở rộng thị trường kinh doanh

3 tháng đầu 2026, doanh thu dịch vụ viễn thông ước đạt 102,800 tỷ đồng, tăng 6.3 % so với cùng kỳ năm 2025. Số thuê bao di động đạt hơn 120 triệu (+1.3% YoY) cho thấy thị trường viễn thông Việt Nam bước vào giai đoạn bão hòa với tốc độ tăng trưởng thấp. Sự khác biệt của sản phẩm viễn thông (tốc độ truy cập/tải xuống, giá thành, sự ổn định) không còn đáng kể khiến thị phần của các nhà mạng lớn ít biến động. Trong bối cảnh đó, chiến lược đầu tư và vận hành hạ tầng viễn thông tại các quốc gia chưa phát triển của Viettel thông qua công ty con là CTCP Đầu tư Quốc tế Viettel (UpCOM: VGI) cho thấy được thành công khi doanh thu Q1/2026 thiết lập kỷ lục mới 12,568 tỷ VND, đánh dấu quý thứ 10 liên tiếp tốc độ tăng trưởng doanh thu duy trì trên 20%.

Tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp trong 3T 2026

3 tháng đầu năm, nhóm cổ phiếu công nghệ ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực với doanh thu của 7 doanh nghiệp (FPT, VGI, CMG, SGT, ICT, ELC, GLT) đạt 28,273 tỷ VND (+15% YoY), trong đó doanh thu đến từ FPT chiếm tỷ trọng cao nhất (44%), đạt 12,480 tỷ VND (+9% YoY). Chiến lược Go Global của CMG chứng minh được sự hiệu quả, giúp doanh nghiệp đạt doanh thu và LNST lần lượt 2,367/108 tỷ VND (+23.4%/4.8% YoY). ELC ghi nhận doanh thu vượt bậc trong Q1/2026 sau khi trúng thầu các gói cung cấp thiết bị trong giai đoạn triển khai lắp đặt camera giao thông rộng rãi. VGI đánh dấu 10 quý liên tiếp tăng trưởng doanh thu trên 20%, đồng thời mô hình kinh doanh cho phép biên lợi nhuận được cải thiện đi kèm với tăng trưởng doanh thu, giúp cho LNST đạt 2,329 tỷ VND (+470,9% YoY). Tổng kết, LNST công ty mẹ của 7 cổ phiếu đạt hơn 4,940 tỷ VND (+40.3% YoY), phản ánh xu hướng tích cực của toàn ngành.

Biểu đồ 126. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành



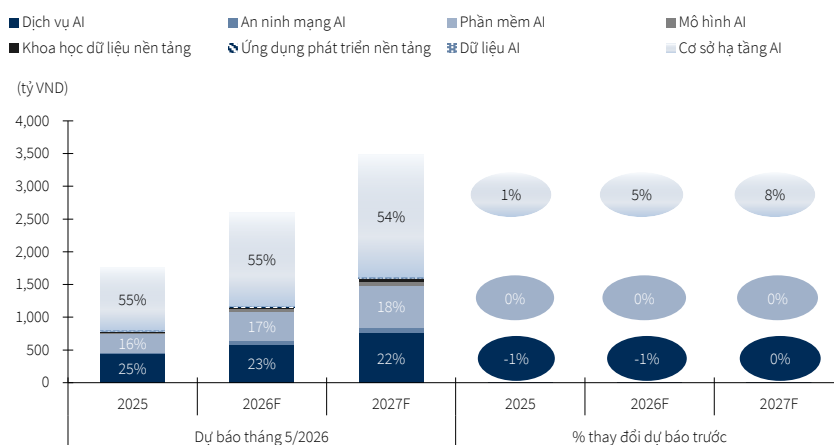
Nguồn: Báo cáo các doanh nghiệp, KBSV

Triển vọng 2H2026

AI là động lực dẫn dắt tăng trưởng chi tiêu cho CNTT toàn cầu

Chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến đạt 6,310 tỷ USD vào năm 2026, tăng 13.5% so với năm 2025, tập trung mạnh vào trung tâm dữ liệu (tăng 55.8%) và phần mềm (tăng 15.1%) nhờ nhu cầu xây dựng hạ tầng tính toán phục vụ AI. Lĩnh vực Dịch vụ CNTT được dự báo đạt 1,870 tỷ USD vào năm 2026 với tốc độ tăng trưởng 9.0%, trở thành phân khúc lớn nhất trong tổng chi tiêu CNTT toàn cầu, phản ánh xu hướng gia tăng nhu cầu tư vấn, triển khai, hiện đại hóa hệ thống, chuyển đổi số và ứng dụng AI trong doanh nghiệp. Trong tương lai, xu hướng sử dụng các mô hình AI mã nguồn mở kết hợp với các giải pháp độc quyền, nhằm tối ưu chi phí, hiệu năng và khả năng kiểm soát dữ liệu sẽ được ưu tiên.

Biểu đồ 127. Bảng dự phóng tăng trưởng chi tiêu cho AI của Gartner



Nguồn: Gartner, KBSV

Triển vọng tăng trưởng nhu cầu chi tiêu đan xen bởi cơ hội và thách thức tại các thị trường toàn cầu

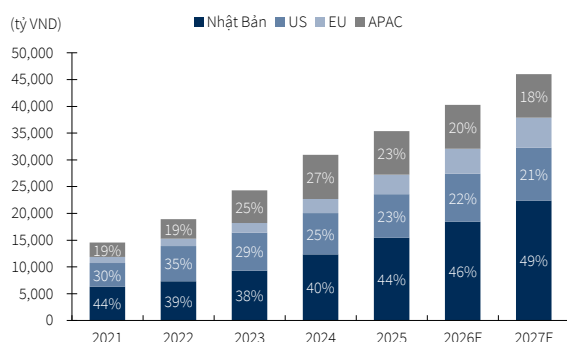
Bối cảnh kinh tế toàn cầu liên tiếp gặp thách thức trong quá trình hồi phục sau COVID 19 đến từ: i) Chiến tranh Ukraine 2022; ii) Gián đoạn thương mại toàn cầu do thuế quan 2025 và iii) Giá năng lượng leo cao do xung đột tại Iran khiến cho triển vọng chi tiêu cho lĩnh vực công nghệ trong 2026 gặp nhiều thách thức do chi tiêu dịch vụ IT của các doanh nghiệp có khả năng bị cắt giảm. Tuy nhiên xu hướng chuyển đổi và tích hợp AI trong doanh nghiệp sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ, là động lực tăng trưởng chính của ngành. KBSV đánh giá triển vọng tại các thị trường chính như sau:

- Thị trường Nhật Bản: Báo cáo của Viện Nghiên cứu Mitsubishi chỉ ra tiềm năng của AI sẽ tạo ra bước nhảy về năng suất và giá trị, qua đó cho phép Nhật Bản thu hẹp mức thâm hụt kỹ thuật số (hiện ở mức 6,000 tỷ Yên/năm do mức độ phụ thuộc nhiều vào công nghệ các doanh nghiệp quốc tế). Các chiến lược đồng bộ bao gồm: i) Mở rộng công suất Data Center tại các khu vực gần với nguồn điện tái tạo, ii) Cung cấp gói kích thích kinh tế đầu tư vào trí tuệ nhân tạo được kỳ vọng sẽ tạo động lực dài hạn, thúc đẩy khối tư nhân chuyển đổi số và tích hợp AI, qua đó tạo ra khối lượng công việc dồi dào.

dào cho doanh nghiệp dịch vụ. Tăng trưởng doanh thu của FPT tại thị trường Nhật Bản trong 2026 đạt 19% YoY.

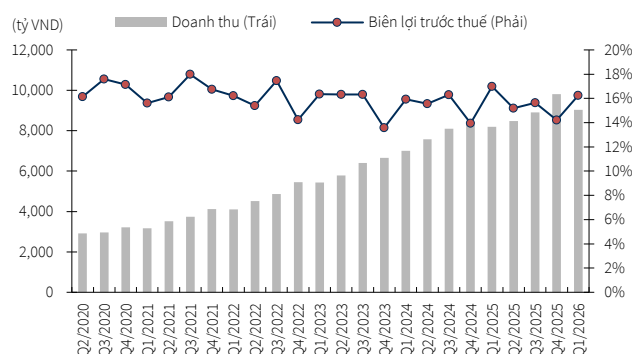
- Thị trường Mỹ và APAC: Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ cho chi tiêu công nghệ nhằm đáp ứng nhu cầu hoạt động làm việc từ xa, tốc độ của ngành đã có dấu hiệu chững lại về mức trước đại dịch. Nguyên nhân bởi doanh nghiệp quay trở lại thói quen làm việc bình thường thay vì trực tuyến; và các tác động từ môi trường kinh tế bất ổn khiến cho các quyết định đầu tư & mở rộng hạ tầng công nghệ được tái cân nhắc. Nhu cầu suy yếu đi cùng với sự xuất hiện của AI làm môi trường cạnh tranh của các doanh nghiệp gia tăng. KBSV dự báo doanh thu của FPT tại 2 thị trường APAC và Mỹ trong 2026 tăng trưởng 4.9%.
- Thị trường EU: Dù tốc độ tăng trưởng kinh tế tại EU đã chững lại nhưng triển vọng tăng trưởng của một số lĩnh vực như năng lượng dựa trên dự địa khai thác dầu mỏ sẽ tiếp tục là bộ phận tăng trưởng chi tiêu công nghệ tại thị trường này. Ngoài ra, tỷ lệ thâm nhập điện toán đám mây và AI tại Châu Âu còn hạn chế sẽ mở ra dư địa tăng trưởng của các dịch vụ IT của FPT, ước đạt tăng trưởng 2 con số trong năm 2026.

Biểu đồ 128. Dự phóng tăng trưởng doanh thu tại các thị trường của FPT



Nguồn: FPT, KBSV

Biểu đồ 129. Doanh thu và biên lợi nhuận trước thuế của FPT



Nguồn: FPT, KBSV

Đầu tư vào khả năng xử lý dữ liệu và xây dựng nền tảng AI tích hợp mô hình mã nguồn mở là mảng kinh doanh mới giàu tiềm năng trong kỷ nguyên AI

Sự phát triển của AI làm thay đổi toàn diện mô hình kinh doanh của các doanh nghiệp dịch vụ IT theo hướng chuyển dịch từ phát triển phần mềm truyền thống sang xây dựng nền tảng AI tích hợp mô hình mã nguồn mở. Với lợi thế về tốc độ và khả năng xử lý vượt trội, các mô hình ngôn ngữ lớn sẽ tăng khả năng và sự chủ động cho doanh nghiệp trong việc phát triển phần mềm mới, qua đó dần thay thế vai trò của các công ty dịch vụ truyền thống. Mặt khác, xu hướng chi tiêu mới cho công nghệ được các doanh nghiệp lựa chọn là xây dựng nền tảng AI tích hợp mô hình mã nguồn mở nhằm: i) Tự động hóa quy trình, tối ưu nguồn lực vận hành và thúc đẩy chính xác khi ra quyết định; ii) Tiết kiệm chi phí so với tự phát triển mô hình nhờ tận dụng lợi thế nguồn dữ liệu sẵn có. Với sự am hiểu sâu sắc về nhu cầu khách hàng tại thị trường bản địa đi kèm với đội ngũ nhân sự thích nghi nhanh chóng với các xu hướng mới, các doanh nghiệp dịch vụ IT sẽ đóng vai trò cung cấp giải pháp chuyển đổi số đi kèm với tích hợp AI chuyên sâu (tư vấn, thiết kế, thực thi), qua đó hưởng lợi từ việc đa dạng hóa doanh thu và chuyển dịch sang mảng kinh doanh mới giàu tiềm năng.

Biên lợi nhuận của các công ty ổn định nhờ tối ưu chi phí

KBSV cho rằng việc chuyển dịch bắt buộc của các công ty dịch vụ IT sang một dịch vụ mới, nơi nhu cầu khách hàng còn chưa đáng kể sẽ gia tăng áp lực cạnh tranh trong ngành và có thể khiến cho biên lợi nhuận trong ngắn hạn bị ảnh hưởng. Theo phân tích kịch bản của UBS, nếu năng suất tăng 30% (đồng nghĩa doanh thu từ các hợp đồng cũ giảm 30%), biên lợi nhuận EBIT có thể bị sụt giảm 25 điểm phần trăm, buộc các công ty phải lựa chọn cắt giảm nhân sự để bảo vệ lợi nhuận hoặc duy trì giữ chân nhân sự nhưng hi sinh lợi nhuận trong ngắn hạn. Tại FPT, việc tối ưu chi phí thông qua cơ cấu lại tiền lương và thu hẹp ngân sách tuyển dụng đã đem lại hiệu quả giúp FPT duy trì được biên lợi nhuận trước thuế quanh mức 15-16%. Trong dài hạn, xu hướng chuyển dịch AI diễn ra mạnh mẽ sẽ giảm bớt áp lực cạnh tranh giữa các nhà cung cấp, tạo ra môi trường kinh doanh thuận lợi với doanh thu và biên lợi nhuận của mảng chuyển đổi số & tích hợp AI đều được cải thiện.

Việt Nam trở thành thị trường trọng điểm cho doanh nghiệp khi chuyển đổi số khối Chính phủ và địa phương diễn ra sôi động

Tại thị trường trong nước, Chính phủ Việt Nam đã phê duyệt Chương trình Chuyển đổi số quốc gia giai đoạn 2025-2030, đặt mục tiêu 100% dịch vụ công được cung cấp trực tuyến mức độ 04 vào năm 2030. Việc tinh gọn bộ máy hành chính đặt ra yêu cầu rất lớn đối với các bộ ngành và địa phương trong việc chuyển đổi số nhằm thúc đẩy tốc độ xử lý thủ tục hành chính. Bằng các chính sách khuyến khích đi kèm với hành động tăng cường chỉ tiêu chuyển đổi số của khối nhà nước, các doanh nghiệp đầu ngành sở hữu kết nối hệ sinh thái công nghệ toàn cầu cùng đội ngũ nhân sự chuyên môn cao như FPT sẽ hưởng lợi từ cơ hội phát triển và mở rộng hoạt động kinh doanh.

Làm chủ công nghệ chiến lược góp phần xây dựng chủ quyền số

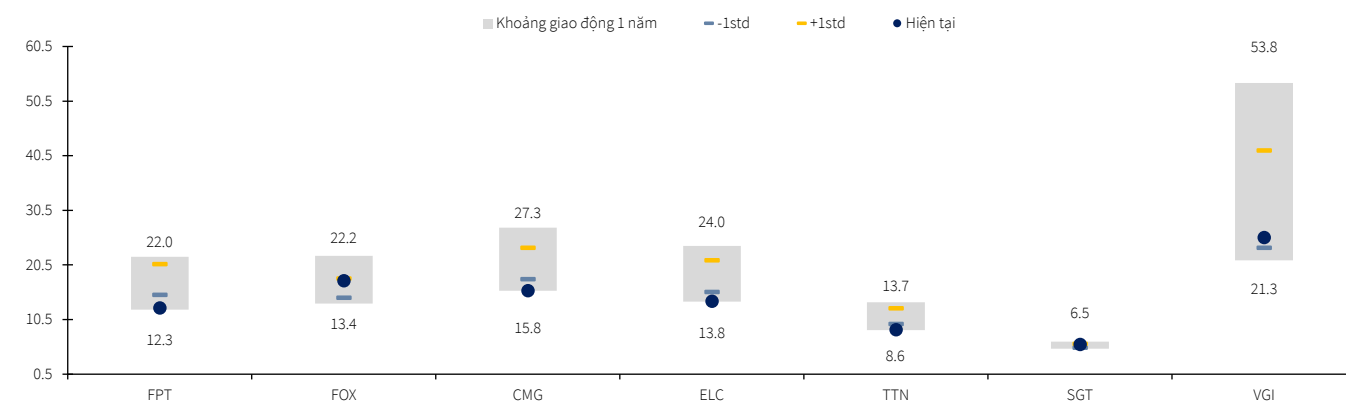
Trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị leo thang, thương mại công nghệ toàn cầu đang chứng kiến sự chia rẽ sâu sắc với sự phân mảnh đáng kể trong chuỗi cung ứng, buộc các quốc gia phải nhìn nhận chủ quyền số như một ưu tiên cốt lõi về an ninh quốc gia nhằm nỗ lực thoát khỏi sự phụ thuộc vào các nền tảng công nghệ nước ngoài. Nhu cầu tự chủ này đang được hiện thực hóa mạnh mẽ trên toàn cầu khi AI trở thành sức mạnh quốc gia; điển hình như Hàn Quốc đã tung ra 530 tỷ Won để phát triển mô hình ngôn ngữ lớn (LLM) bản địa, Canada cam kết đầu tư 2 tỷ USD cho tính toán AI chủ quyền, trong khi Nhật Bản và Ấn Độ cũng dồn lực xây dựng các hệ thống AI nội địa. Bắt nhịp với xu thế đó, Việt Nam đã có những bước tiến chiến lược thông qua Nghị quyết 57-NQ/TW, định hướng từng bước nâng cao năng lực tự chủ trong các lĩnh vực công nghệ chiến lược và cam kết ưu tiên nguồn lực quốc gia cho phát triển công nghệ lõi, hạ tầng số trọng yếu. Giữa 2025, sự góp mặt và hợp tác của các doanh nghiệp công nghệ lớn tại Việt Nam (FPT, CMG, Zalo,...) trong mục tiêu xây dựng mô hình ngôn ngữ lớn có khả năng xử lý tiếng Việt chính xác được kỳ vọng trở thành nền móng tăng cường chủ quyền số của Việt Nam.

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành CNTT

Chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC đối với ngành CNTT trong nửa cuối năm 2026. Nhu cầu chi tiêu cho lĩnh vực này sẽ hồi phục nhờ vào sự cải thiện năng suất của AI và tiềm năng từ các dịch vụ mới. Tại Việt Nam, chiến lược đa dạng hóa các mảng kinh doanh mới gồm: Data Center, các dịch vụ quản trị IT và tích hợp AI sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi đánh giá triển vọng tăng giá của FPT là khả quan khi đây là doanh nghiệp đầu ngành của Việt Nam sở hữu đội ngũ nhân sự dồi dào và thích ứng tốt với các công

nghe mới, qua đó hưởng lợi trọn vẹn từ xu hướng ngành. Đồng thời, những thông tin tiêu cực về KQKD của nhóm doanh nghiệp đã dần được phản ánh đầy đủ vào diễn biến giá cổ phiếu sau giai đoạn giảm sâu, nhờ đó mở ra cơ hội đầu tư với mức sinh lời kỳ vọng hấp dẫn.

Biểu đồ 130. Tương quan P/E 1 năm của một số cổ phiếu ngành công nghệ



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

CTCP Tập đoàn FPT (FPT)

Tái cấu trúc kinh doanh mở ra cơ hội mới

08/06/2026

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn (+84) 24-7303-5333

Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ tăng trưởng 14% YoY, đạt 2,487 tỷ VND, với động lực chính đến từ mảng dịch vụ CNTT nước ngoài

Mảng CNTT nước ngoài: Động lực tăng trưởng doanh thu từ nhu cầu chuyển đổi số và tích hợp mô hình trí tuệ nhân tạo vào doanh nghiệp

FPT đang cho thấy hiệu quả trong việc chuyển dịch mô hình kinh doanh, giúp biên LNTT kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức 15.4% trong 2026/2027

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 103,800 VND/cổ phiếu

Do không còn hạch toán FPT Telecom (FOX) là công ty con, doanh thu 1Q2026 của FPT giảm mạnh còn 12,486 tỷ VND (-22% YoY). Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ không bị ảnh hưởng bởi thay đổi hạch toán đạt 2,487 tỷ VND (14% YoY). Mảng dịch vụ CNTT tại thị trường nước ngoài tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, đạt doanh thu và LNTT lần lượt là 9,035/1,468 tỷ VND (+10% /5.5% YoY).

AI mở ra cơ hội tăng trưởng doanh thu cho FPT nhờ vào 3 khía cạnh chính: i) AI cho phép khách hàng thử nghiệm/khai phá các dịch vụ tiềm năng mới với chi phí thấp, ii) Năng suất đầu người nhờ sử dụng AI sẽ cho phép FPT tham gia trực tiếp vào các dự án có quy mô lớn hơn và đòi hỏi chuyên môn cao hơn, và iii) Việc bắt tay hợp tác với các nhà phát triển ngôn ngữ lớn (LLM) sẽ trở thành xu hướng phát triển chủ đạo.

Với FPT, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp đang có sự thích ứng nhằm nâng cao dịch vụ và đem lại giá trị gia tăng nhiều hơn cho khách hàng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận trước thuế mảng CNTT nước ngoài sẽ ổn định ở mức 15.4% nhờ duy trì chiến lược quản trị chi phí hiệu quả qua đó giúp LNTT 2026/2027 đạt 5,939/6,881 tỷ VND (8.6%/15.9% YoY).

Dựa trên định giá FCFF và P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT. Giá mục tiêu là 103,800 VND/cổ phiếu.

MUA duy trì

Giá mục tiêu VND 103,800

Tăng/giảm (%)	42%
Giá hiện tại (08/06/2026)	VND 72,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 101,700
Vốn hóa thị trường	127.4/4.8
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	62,849	70,113	56,269	63,155
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	10,508	10,989	8,205	9,134
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	7,857	9,376	10,979	12,878
EPS (VND)	5,341	5,504	5,602	5,713
Tăng trưởng EPS (%)	5.0	3.0	1.8	2.0
P/E (x)	20.6	19.4	18.4	17.8
P/B (x)	4.8	4.3	4.5	4.2
ROE (%)	26.4	25.7	24.3	23.8
Tỷ suất cổ tức (%)	3.0	3.1	1.6	1.7

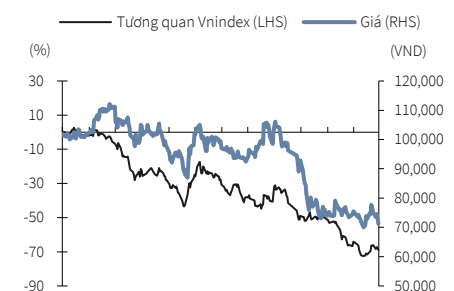
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	89.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	965.4/37.7
Sở hữu nước ngoài (%)	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Gia Bình (6.99%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.6	-22.6	-28.4	-29.7
Tương đối	-3.3	-22.4	-42.3	-68.6



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thủy sản

Nội lực ổn định, định giá dần trở nên hấp dẫn

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

07/07/2026

Xuất khẩu tôm và cá tra duy trì tăng trưởng 2 con số.

Trong 1H-2026, xuất khẩu tôm và cá tra nhìn chung tích cực, đạt lần lượt 2.3 tỷ USD, (+13% yoy) và 1.1 tỷ USD (+12.1% yoy). Nhu cầu cho thấy sự lạc quan ở hầu hết các thị trường lớn như Mỹ, Trung Quốc và Châu Âu.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp phân hóa

Ở lĩnh vực cá tra, VHC tiếp tục dẫn đầu với doanh thu thuần quý 1 đạt 2,955 tỷ VNĐ (+12% yoy) và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 266 tỷ VNĐ (+38% yoy), trong khi ANV bám sát phía sau với tăng trưởng cao với doanh thu và LNST đạt 1,841 tỷ VNĐ(+66% yoy) và 195 tỷ VNĐ (+48% yoy), nhờ đẩy mạnh nuôi cá rô phi và tận dụng khoảng trống thuế quan tại Mỹ và hưởng lợi khi chi phí thức ăn chăn nuôi chạm đáy. Ở mảng tôm, MPC dẫn đầu ngành với quy mô lớn và ghi nhận phục hồi tích cực nhờ tồn kho giá rẻ, giúp ghi nhận doanh thu và LNST đạt lần lượt 5,706 tỷ VNĐ (+100% yoy) và 208 tỷ VNĐ (+1,076% yoy). Trái lại FMC ghi nhận doanh thu giảm 29.7% yoy do duy trì bán hàng thận trọng khi chờ kết quả thuế chống bán phá giá tại Mỹ, dù LNST vẫn tăng 38% yoy đạt 41 tỷ VNĐ nhờ biên lợi nhuận cải thiện từ tồn kho tôm giá rẻ.

Triển vọng 2H2026 tích cực nhờ giá bán phục hồi

VHC được kỳ vọng hưởng lợi từ giá bán cá tra tại Mỹ phục hồi và nguồn cung cá thịt trắng toàn cầu thu hẹp, với doanh thu và LNST cả năm dự báo tăng lần lượt 16.8% và 15.3% yoy. FMC kỳ vọng duy trì tăng trưởng doanh thu 0%-5% yoy nhờ tỷ lệ tự chủ nguyên liệu cao và tiềm năng hoàn nhập dự phòng thuế CBPG.

Định giá hấp dẫn, duy trì tích cực với VHC và FMC

VHC hiện giao dịch ở mức P/E và P/B thấp hơn trung bình 5 năm, trong khi KQKD được hỗ trợ bởi triển vọng phục hồi tại Mỹ. Ở mảng tôm, FMC có mức chiết khấu hấp dẫn hơn với P/E và P/B dự phóng 2026 lần lượt 5.8x và 0.9x. Nhà đầu tư có thể giải ngân vào FMC nhờ kỳ vọng thuế CBPG thấp và tăng trưởng lợi nhuận ổn định nhờ năng lực chế biến sâu

Tích cực duy trì

Recommendations

FMC	MUA
Giá mục tiêu	35,700

VHC	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	63,000

Kết quả kinh doanh 6T2026

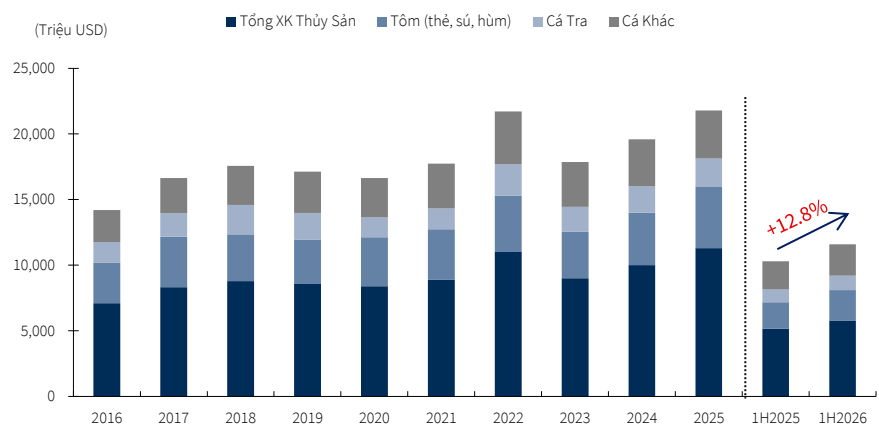
Thủy sản: tăng trưởng đan xen với những khó khăn

Xuất khẩu thủy sản Việt Nam đạt 5.8 tỷ USD trong 6T2026, tương đương mức tăng trưởng 12.8% yoy. Trong đó, xuất khẩu cá tra đạt 905 triệu USD (+12.6% yoy) trong 5 tháng đầu năm. Màng cá tra tiếp tục là sự lựa chọn protein với giá cả phải chăng ở các quốc gia và khu vực lớn, hỗ trợ tăng trưởng doanh số ổn định trong nửa đầu năm. Năng lực sản xuất cá tra tại Việt Nam tiếp tục dẫn đầu toàn cầu và chưa cho thấy sự suy giảm. Các doanh nghiệp lớn như VHC, Biển Đông và ANV tiếp tục ghi nhận doanh số tích cực nhờ nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng bình dân tiếp tục là xu hướng, trong bối cảnh kinh tế toàn cầu không quá khả quan.

Ở ngành tôm, xuất khẩu tôm chung đạt 2.3 tỷ USD, tăng 13% yoy với động lực chính đến từ nhu cầu đối với các mặt hàng tôm Hùm và tôm nguyên liệu cho chế biến thị trường Trung Quốc. Ở thị trường Mỹ, mặt hàng tôm nuôi chủ lực (tôm thẻ và tôm sú) ghi nhận sụt giảm nhẹ trong tháng 2 do chờ đợi quyết định thuế Chống bán phá giá (CBPG) tại Mỹ, trước khi phục hồi trở lại và ổn định trong các tháng tiếp theo. Mặc dù chính sách bảo hộ tại Mỹ tiếp tục phức tạp với mức thuế tổng hợp cao hơn, nhu cầu với tôm từ Việt Nam vẫn duy trì ở mức cao, giúp các doanh nghiệp đa dạng hóa sang các thị trường khác, đặc biệt là Trung Quốc và Nhật Bản.

Doanh số hai mảng xuất khẩu chủ lực tích cực.

Biểu đồ 131. Doanh số xuất khẩu chung hai ngành tôm và cá tra



Nguồn: VASEP

Các doanh nghiệp niêm yết duy trì kết quả kinh doanh khả quan

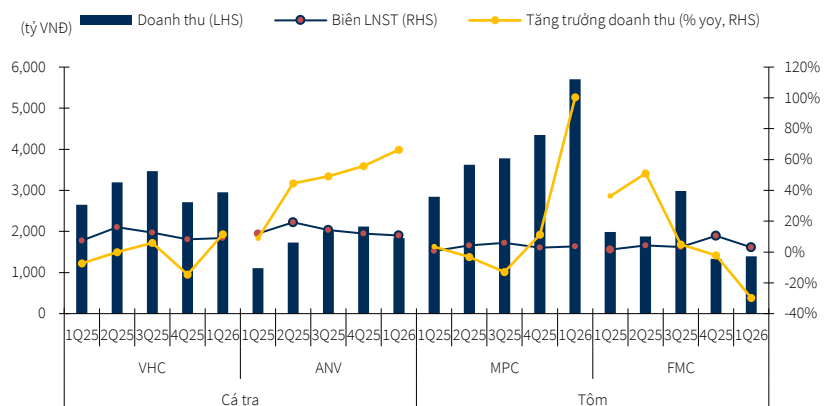
VHC và MPC tiếp tục dẫn đầu về quy mô hai mảng cá tra và tôm. Dù vậy, ANV và FMC đang nỗ lực theo sau với khoảng cách không lớn và hướng đi riêng. Tỷ lệ tự chủ của FMC đối với tôm nguyên liệu là cao nhất ngành với 30%, giúp doanh nghiệp duy trì biên lợi nhuận ổn định hơn và ít tính chu kỳ hơn MPC (tự chủ 10%). Trong khi đó, ANV đang nỗ lực đẩy mạnh phát triển cá rô phi với kỳ vọng chiếm thị phần rộng lớn từ Trung Quốc.

Nhìn chung, cả 4 doanh nghiệp đều ghi nhận LNST tăng trưởng tích cực nhờ giá vốn rẻ do mức sụt giảm mạnh của bã đậu nành trong 2024-2025. Các yếu tố như lạm phát chi phí nuôi dưỡng như được kiểm soát tốt nhờ khả năng tăng giá bán.

VHC: các mảng kinh doanh tiếp đà khởi sắc và ổn định

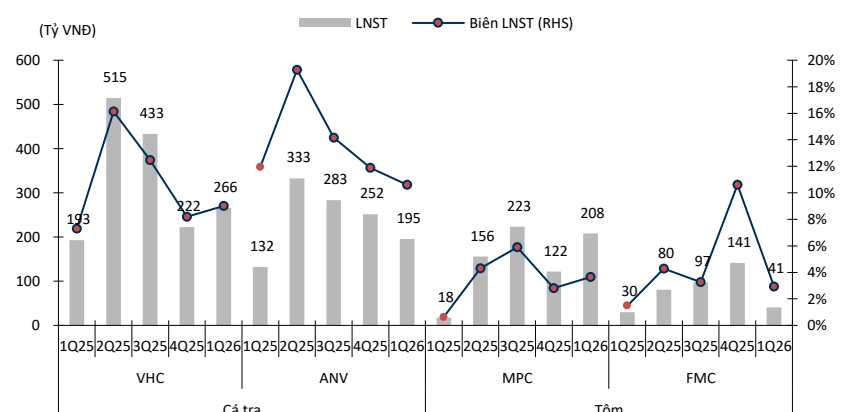
Bức tranh KQKD của các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục phân hóa trong quý 1. Ở mảng cá tra, VHC tiếp tục dẫn đầu với sản lượng vượt trội, thị phần cao ở các thị trường chính như Mỹ và Châu Âu. ANV có quy mô kinh doanh đứng ngay sau trong số doanh nghiệp niêm yết và đã duy trì được tăng trưởng cao trong thời gian gần đây nhờ gia tăng nuôi cá rô phi – giúp tận dụng được khoảng trống thuế quan tại Mỹ trong 2025 và hưởng lợi khi chi phí TACN chạm đáy. Ở mảng tôm, MPC tiếp tục là doanh nghiệp đầu ngành với quy mô lớn, ghi nhận sự phục hồi tích cực nhờ lượng tồn kho giá rẻ. Ở chiều ngược lại, FMC dù vẫn duy trì được quy mô doanh thu ổn định, nhưng biên lợi nhuận bị bào mòn bởi rào cản thuế cao tại thị trường Mỹ trọng điểm. Dù vậy, quý 1 không phải mùa cao điểm cho xuất khẩu, khiến kết quả kinh doanh có thể chưa phản ánh sát kết quả cả năm.

Biểu đồ 132. Doanh thu và hiệu quả lợi nhuận của các doanh nghiệp thủy sản



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 133. Lợi nhuận của các doanh nghiệp thủy sản



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và tính toán

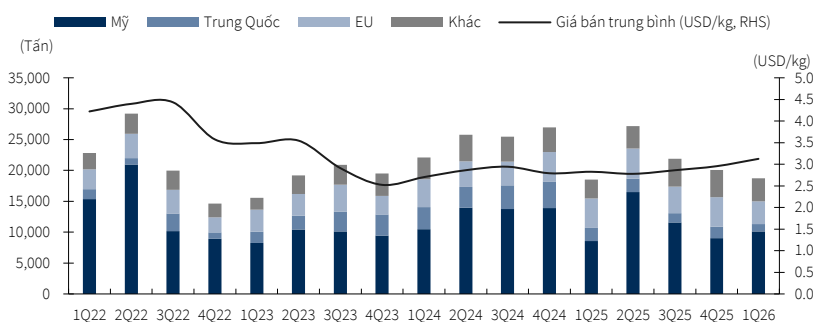
Trong quý 1, VHC ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,955 tỷ VNĐ (+12% yoy) và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 266 tỷ VNĐ (+38% yoy), với tăng trưởng đồng đều ở các mảng chính: phi lê cá tra (1,546 tỷ VNĐ, +14% yoy), Collagen & Gelatin (198 tỷ VNĐ, +21% yoy), Sa Giang (191 tỷ VNĐ, +16% yoy) và phụ phẩm (191 tỷ VNĐ, +16% yoy).

VNĐ, +16% yoy). Đặc biệt, giá bán cá tra tại Mỹ ước tăng 14% yoy nhờ nhu cầu phục hồi và tồn kho đại lý thấp so với nền thấp quý 1-2025, trong khi nguồn cung cá thịt trắng toàn cầu thu hẹp tiếp tục củng cố vị thế giá rẻ của cá tra. Lũy kế 5T/2026, hầu hết các thị trường chủ lực của VHC đều diễn biến tích cực, với tăng trưởng từng khu vực Mỹ/Châu Âu/ khác/ Trung Quốc lần lượt đạt 35%/-2%/32%/+15% yoy, đóng góp lần lượt 36%/17%/15%/7% doanh thu thuần của VHC.

VHC tiếp tục là doanh nghiệp cá tra hoạt động hiệu quả nhất nhờ chuỗi giá trị tuần hoàn, sản phẩm chất lượng cao, giúp đáp ứng tốt nhu cầu tại các thị trường cao cấp, và không cạnh tranh ở phân khúc giá rẻ.

Biểu đồ 134. Sản lượng và giá bán trung bình của mảng cá tra của VHC

Sản lượng trong quý 1-2026 đi ngang so với cùng kỳ, với sự cải thiện chủ yếu từ giá bán trung bình tại Mỹ phục hồi (3.2 US/kg, +14% yoy)



Nguồn: Dữ liệu Hải quan, KBSV tổng hợp và tính toán

FMC: sụt giảm trong nửa đầu năm

Trái với diễn biến chung của ngành tôm, FMC ghi nhận doanh thu giảm 29.7% yoy trong quý 1-2026, do công ty duy trì chính sách bán hàng thận trọng trong khi chờ kết quả thuế quan tại Mỹ. Ngoài ra, cơ cấu sản phẩm của công ty tập trung nhiều vào tôm chế biến – dòng hàng ít được ưa chuộng tại thị trường Trung Quốc, nơi chủ yếu nhập khẩu tôm thô để chế biến – khiến sản lượng tiêu thụ kém hơn mặt bằng chung toàn ngành. Dù vậy, biên lợi nhuận vẫn cao hơn cùng kỳ nhờ tiêu thụ tồn kho tôm giá rẻ, giúp LNST cổ đông công ty mẹ tăng 38% yoy, đạt 41 tỷ VNĐ. Sản lượng tôm trong tháng 5 của doanh nghiệp đã phục hồi đạt 1,861 tấn (+4.5% yoy) cho thấy sự phục hồi nhẹ khi mùa cao điểm quý 2-3 đang đến gần.

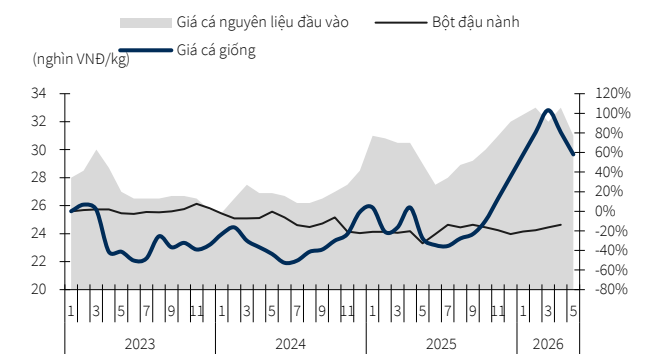
Ngoài ra, FMC cũng tiếp tục duy trì chính sách hạch toán thận trọng đối với thuế CBPG. Trong quý 1-2026, công ty nhận kết quả thuế CBPG cuối cùng tại thị trường Mỹ ở mức 4.5%, thấp hơn đáng kể so với mức 25% đã trích lập dự phòng trước đó. Tuy nhiên, do dự kiến tiếp tục là bị đơn bắt buộc trong các kỳ rà soát 2026 và 2027, FMC đã chuyển phần chênh lệch dự phòng sang hai năm này thay vì hoàn nhập. Cùng kỳ, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) công bố mức thuế sơ bộ 2026 đối với FMC là 10.76%, chủ yếu do sử dụng dữ liệu giá thức ăn chăn nuôi (TACN) và phụ gia cao bất thường, cao gấp nhiều lần thực tế. Theo thông lệ hàng năm, DOC sẽ tiếp tục rà soát – có thể bao gồm điều tra thực địa tại Việt Nam – trước khi đưa ra kết luận cuối cùng.

Chi phí nuôi của toàn ngành thủy sản neo cao

Về ngành cá tra, chi phí con giống dù chiếm tỉ trọng nhỏ (10%) nhưng liên tục tăng cao trong thời gian qua do tỉ lệ ương dưỡng thành công thấp, khiến nguồn cung eo hẹp, dẫn tới giá cá nguyên liệu cũng tăng theo. Mặc dù chi phí nuôi vẫn tương đối ổn định, tỉ lệ nuôi thành công chưa cải thiện rõ ràng trong khi nguồn cung giống hạn chế khiến chi phí nuôi toàn chuỗi tiếp tục gặp áp lực. Đối với cá tra nguyên liệu đầu vào cho chế biến, giá thu mua tại các vùng nuôi trọng điểm ĐBSCL (Đồng Tháp, An Giang, Cần Thơ) đạt mức kỷ lục lịch sử ~33,000–35,000 đồng/kg trong đầu năm 2026, tăng 5,000–7,000 đồng/kg so với cuối 2025. Nguyên nhân đến từ việc diện tích thả nuôi toàn vùng chỉ duy trì khoảng 6,000–6,500 ha – thấp hơn đáng kể so với giai đoạn cao điểm – do nhiều hộ nuôi thu hẹp quy mô sau thời kỳ thua lỗ kéo dài. Tính đến Q2-2026, cả hai nhóm giá đã hạ nhiệt dần từ đỉnh do yếu tố mùa vụ.

Về ngành nuôi tôm, dù giá tôm nguyên liệu trang trại không có xu hướng tăng giá mạnh, các mắt xích trong chuỗi nuôi tiếp tục là điểm nghẽn khiến giá thành sản xuất neo cao hơn đáng kể so với các đối thủ cạnh tranh. Ở khâu nuôi, thị trường nội địa tiếp tục phân mảnh với các hộ nhỏ lẻ chiếm khoảng 70% thị phần. Điều này khiến chi phí sản phẩm cuối của toàn ngành tiếp tục duy trì ở mức cao hơn so với hai đối thủ là Ấn Độ và Ecuador, chủ yếu đến từ mắt xích con tôm giống và tỉ lệ nuôi thành công thấp do quy trình chưa được chuẩn hóa của các hộ nuôi. Các doanh nghiệp lớn như FMC và MPC phần nào có lợi thế hơn toàn ngành ở quy mô diện tích vùng nuôi, chi phí trên sản lượng và kỹ thuật nuôi tiên tiến, nhưng cũng chỉ đảm bảo từ 10%-30% nguyên liệu tự chủ cho chế biến.

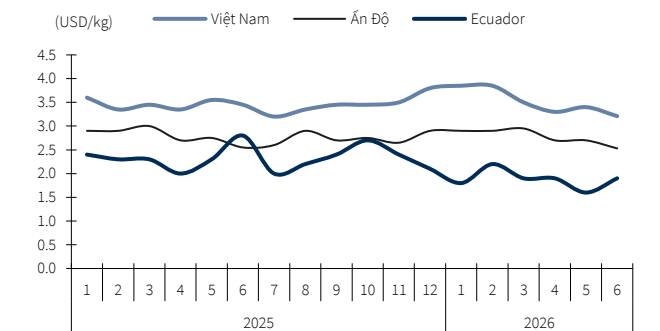
Biểu đồ 135. Chi phí sản xuất của cá tra



Nguồn: Agromonitor

Ghi chú: Dữ liệu giá bột đậu nành và cá giống so sánh với năm 2023

Biểu đồ 136. Giá tôm trang trại kích cỡ 100 con/kg– nguyên liệu đầu vào nhà máy ở các quốc gia



Nguồn: Agromonitor

Triển vọng 2H2026

Triển vọng lạc quan cho cá tra và VHC

Nguồn cung cá thịt trắng ở phân khúc cao và trung cấp như cá tuyết và cá minh thái có xu hướng giảm nhẹ, khiến giá các loài này neo cao, trong khi cá tra vẫn là lựa chọn thay thế phù hợp nhờ chi phí thấp hơn đáng kể so với đối thủ cạnh tranh. Bối cảnh lạm phát cao và tăng trưởng kinh tế kém khả quan càng thúc đẩy xu hướng dịch chuyển tiêu dùng sang các loài cá giá rẻ như cá tra và cá rô phi, trong khi tồn kho thấp tại các đại lý Mỹ được kỳ vọng giúp VHC duy trì đà tăng giá bán.

Chúng tôi dự phóng sản lượng và giá bán trung bình của VHC tại thị trường Mỹ tăng lần lượt 12% và 11% yoy, đưa tổng sản lượng xuất khẩu toàn cầu lên 91,389 tấn (+4% yoy) và doanh thu cá tra đạt 7,685 tỷ VNĐ (+18% yoy), chủ yếu nhờ đà tăng từ thị trường Mỹ. Cả năm, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của VHC đạt lần lượt 14,044 tỷ VNĐ (+16.8% yoy) và 1,572 tỷ VNĐ (+15.3% yoy).

Tôm kì vọng vẫn vững chắc

Đối với ngành tôm, chúng tôi kì vọng thị phần của tôm Việt trên thị trường vẫn vững chắc nhờ khả năng chế biến sâu, giúp tạo lợi thế khác biệt so với tôm thô từ Ấn Độ và Ecuador. Mặt khác, chúng tôi lưu ý điểm mạnh về chế biến sâu khó sao chép bởi Ấn Độ và Ecuador trong thời điểm hiện tại do hạn chế về lao động và tay nghề tại hai quốc gia này là điểm nghẽn khó có thể giải quyết. Điều này khiến Việt Nam tiếp tục là điểm đến tốt nhất đối với các thị trường cao cấp, vốn ưa chuộng các mặt hàng chế biến sẵn như bóc vỏ, tẩm bột. Bên cạnh đó, chi phí nuôi được kỳ vọng ổn định hơn nếu xung đột tại Trung Đông hạ nhiệt, qua đó giảm áp lực giá bột cá và bột đậu nành – hai yếu tố đầu vào quan trọng của thức ăn chăn nuôi tôm. Đây sẽ là một trong những động lực hỗ trợ biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tôm trong 2H2026.

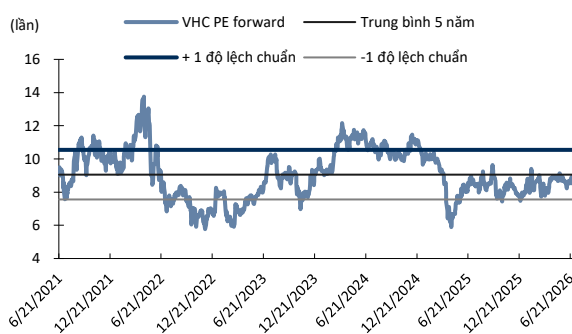
Với tỷ lệ tự chủ nguyên liệu cao nhất ngành (~30%) và năng lực chế biến sâu hàng đầu, FMC có nền tảng tốt để duy trì tăng trưởng doanh thu ở mức 0%–5% yoy. Trong đó, lợi nhuận của doanh nghiệp kì vọng tăng mạnh hơn nhờ khả năng tối ưu chi phí thông qua (1) tiết kiệm chi phí từ việc chủ động nhập khẩu tôm bố mẹ và tự sản xuất tôm giống; và (2) tiềm năng hoàn nhập dự phòng thuế CBPG, do FMC đã trích trước 10.18% – cao hơn mức kỳ vọng 0%–5%. Cả năm, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của FMC đạt lần lượt 8,198 tỷ VNĐ (+0% yoy) và 404 tỷ VNĐ (+16% yoy).

Định giá hấp dẫn

Cả hai cổ phiếu VHC và FMC đều diễn biến kém khả quan trong giai đoạn 2025-2026 do tâm lý thận trọng chung với nhóm doanh nghiệp xuất khẩu trước những biến động của thuế quan. VHC hiện giao dịch ở mức P/E và P/B trượt lần lượt là 8.4x và 1.3x, thấp hơn so với trung bình 5 năm là 9x và 1.7x. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với VHC với triển vọng nhu cầu phục hồi tại Mỹ, giúp bù đắp phần nào chi phí nguyên liệu đang tăng nhanh.

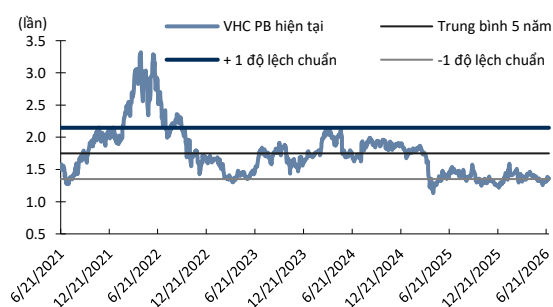
Trong khi đó, FMC có mức chiết khấu hấp dẫn hơn với P/E và P/B trượt lần lượt là 0.98x và 0.9x. Với kỳ vọng kết quả kinh doanh cải thiện, P/E và P/B dự phóng 2026 theo giá hiện tại lần lượt chỉ còn 5.8x và 0.9x. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với FMC. Nhà đầu tư giải ngân và đầu tư vào FMC trong thời gian tới, nhờ kỳ vọng mức thuế CBPG thấp và năng lực chế biến sâu sẽ hỗ trợ tăng trưởng LNST cả năm.

Biểu đồ 137. P/E forward 2026 của VHC và trung bình 5 năm



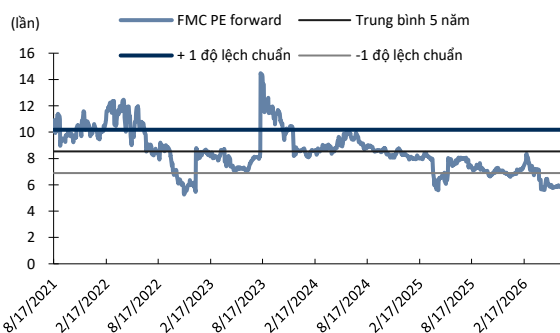
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 138. P/B hiện tại của VHC và trung bình 5 năm



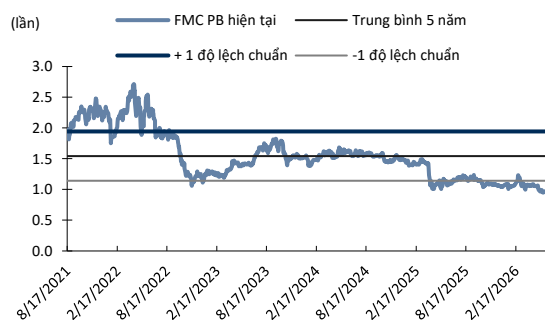
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 139. P/E forward 2026 của FMC và trung bình 5 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 140. P/B hiện tại của FMC và trung bình 5 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Thực Phẩm Sao Ta

Rủi ro thuế CBPG giảm, định giá hấp dẫn

03/04/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
quannnd@kbsec.com.vn

LNST cả năm tăng gần 14% bất chấp các rào cản thương mại & chính sách dự phòng thận trọng

Trong 4Q25, FMC ghi nhận doanh thu và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 1,335 tỷ VNĐ (-2.1% YoY) và 141 tỷ VNĐ (+28% YoY). Lũy kế, doanh nghiệp công bố doanh thu và LNST công ty mẹ đạt 8,185 tỷ VNĐ (+18.4% YoY) và 348 tỷ VNĐ (+14%YoY).

Giá bán tôm cao trên toàn cầu và nhu cầu chạy trước thúc đẩy hoạt động của FMC

Sản lượng bán hàng chung của doanh nghiệp ước đạt 24,458 tấn (+10% YOY), hoàn thành 100% dự phóng của chúng tôi và được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu thụ tích cực ở các thị trường. Trong 4Q25 và 1Q26, doanh nghiệp chủ yếu xuất khẩu sang Nhật và EU với cơ cấu chủ yếu là các mặt hàng chế biến sâu có biên lợi nhuận tốt hơn. Hiệu quả nuôi tôm tại các trang trại cũng được cải thiện, đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh.

Lợi thế về thuế CBPG tại Mỹ sẽ thúc đẩy sản lượng trong 2025

Bộ thương mại Mỹ (DOC) công bố mức thuế 25.7% với hai doanh nghiệp Việt Nam trong kì rà soát xuất khẩu năm 2023, và 4.58% đối với 22 doanh nghiệp khác thuộc bị đơn tự nguyện, bao gồm FMC. Chúng tôi kì vọng FMC sẽ tận dụng thời điểm này chiếm thêm thị phần của doanh nghiệp Việt Nam chịu thuế cao. Ngoài ra, với tư cách bị đơn trong kì rà soát năm nay (POR20, xuất khẩu của năm 2024), FMC sẽ có quyền chủ động chứng minh biên độ phá giá là 0%, qua đó giúp hoàn nhập ước tính từ 60 tỷ - 238 tỷ VNĐ, tương đương 15%-58% LNTT 2025.

Phát triển giống tôm tự nuôi, kì vọng tiết giảm chi phí và cải thiện biên lợi nhuận

FMC chính thức tham gia chuỗi nuôi tôm bố mẹ, nhập trực tiếp từ doanh nghiệp nghiên cứu gen hàng đầu thế giới, nhằm sinh sản tôm giống cho trang trại tự chủ. Chúng tôi kì vọng chiến lược này sẽ đóng góp không nhỏ vào chi phí sản xuất của doanh nghiệp, giúp cải thiện LNTT từ 12%-19%.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 56,600 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với FMC với giá mục tiêu là 56,600 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 47%.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 56,600
Tăng/giảm (%)	47%
Giá hiện tại (03/04/2026)	VND 38,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 45,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	2.517/0.1

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	23.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	3.6/0.1
Sở hữu nước ngoài (%)	31.0%
Cổ đông lớn	Pan Group (37.75%) C.P Việt Nam (24.9%)

Biến động giá cổ phiếu

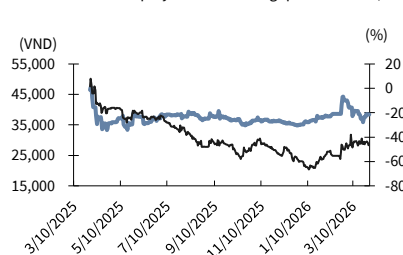
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-10.6	9.2	4.5	-18.7
Tương đối	0.4	15.4	3.9	-45.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	6,913	8,185	8,198	8,446
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	363	323	454	537
Lợi nhuận của CP công ty mẹ (tỷ VNĐ)	306	348	404	467
EPS (VNĐ)	4,675	5,328	6,178	7,143
Tăng trưởng EPS (%)	10.7	14.0	15.9	15.6
P/E (x)	8.2	7.2	6.2	-
P/B (x)	1.2	1.1	1.0	-
ROE (%)	15	16	17	18
Tỷ suất cổ tức (%)	5.2	5.2	5.2	5.2

Nguồn: Fiinpro, KBSV

FMC VN Equity ———— Tương quan Vnindex (RHS)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn

Tồn kho thấp tại Mỹ hỗ trợ tăng trưởng

15/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST quý 1-2026 tăng trưởng tương đối tích cực

VHC ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,955 tỷ VNĐ (+12% YoY) và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 266 tỷ VNĐ (+38% YoY). Hầu hết các mảng kinh doanh đều ghi nhận tăng trưởng cao, với doanh thu phi lê cá tra đạt 1,546 tỷ VNĐ (+14% YoY), doanh thu Collagen & Gelatin và Sa Giang đạt lần lượt 198 tỷ VNĐ (+21% YoY) và 191 tỷ VNĐ (+16% YoY), nhờ nhu cầu phục hồi tại các thị trường trọng điểm.

Giá bán cá tra dự báo duy trì ở mức cao do nhu cầu sản phẩm thay thế các loài cá hoang dã

Nguồn cung cá thịt trắng biển hoang dã tiếp tục bị hạn chế, khiến sản lượng nhập khẩu tiếp tục xu hướng suy giảm tại Mỹ và Châu Âu. Đề xuất gói trừng phạt thứ 21 của Liên minh Châu Âu (EU) hướng tới lệnh cấm hoàn toàn hải sản nguồn gốc Nga sẽ tạo cơ hội lớn cho các sản phẩm thay thế có chuỗi cung ứng ổn định như cá tra Việt Nam. Hiện khoảng 90% sản lượng cá Minh Thái nhập vào Châu Âu có nguồn gốc từ Nga và lách xuất sứ qua Trung Quốc.

Lạm phát chi phí tăng, được bù đắp bởi khả năng tăng giá bán

Tác động từ cuộc chiến tại Iran đang đẩy chi phí vận chuyển và chi phí chung lên cao, gây áp lực lên chuỗi giá trị cá tra. Ngoài ra, chi phí cá giống và cá nguyên liệu mua ngoài cũng liên tục lập đỉnh, tác động tiêu cực lên biên gộp của doanh nghiệp. Mặt khác, biên lợi nhuận kỳ vọng được ổn định nhờ khả năng tăng giá từ Mỹ nhờ mức tồn kho thấp và nhu cầu tiếp tục ổn định.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 60,300 VND/cổ phiếu

KBSV dự phóng doanh thu và LNST của VHC đạt lần lượt 14,044 tỷ VNĐ (+17% YoY) và 1,572 tỷ VNĐ (+15% YoY) trong 2026. Chúng tôi kỳ vọng giá bán cao hơn sẽ bù đắp được đà tăng giá của chi phí, cùng với sản lượng phục hồi tại thị trường Mỹ. Với định giá hợp lý là 60,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 5%, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu VHC.

TRUNG LẬP Thay đổi

Giá mục tiêu	VND60,300
Tăng/giảm (%)	+5%
Giá hiện tại (15/06/2025)	VND 57,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 65,850
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	13.6/0.49

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài (%)	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

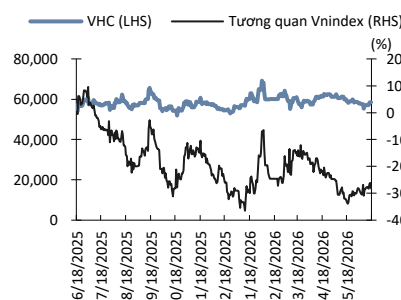
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.8	-1.8	7.3	7.3
Tương đối	5.5	-7.2	-0.4	-26.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	12,513	12,026	14,044	14,090
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,450	1,673	1,929	1,862
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,226	1,363	1,572	1,519
EPS (VNĐ)	5,463	6,073	7,501	7,248
Tăng trưởng EPS (%)	11	11	24	(3)
P/E (x)	10.5	9.5	7.7	7.9
P/B (x)	1.4	1.3	1.3	1.1
ROE (%)	14	15	16	15
Tỷ suất cổ tức (%)	7.0	0	5.2	3.5

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngành sữa

Triển vọng tích cực với doanh nghiệp đầu ngành

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

07/07/2026

Tích cực thay đổi

Recommendations

VNM	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	63,000
MCM	MUA
Giá mục tiêu	35,700

Ngành sữa tiếp tục tăng trưởng âm

Theo số liệu của Nielsen IQ, doanh thu toàn ngành sữa giảm khoảng 2.9% yoy trong quý 1/2026, khi nhu cầu tiêu dùng chịu ảnh hưởng từ tình trạng bão hòa thị trường sữa và áp lực lạm phát gia tăng. Quý 1 thông thường dù không phải cao điểm, nhưng cho thấy áp lực của biến động vĩ mô lên tâm lý tiêu dùng chung.

VNM và MCM là điểm sáng của ngành sữa

Dù xu hướng ngành tăng trưởng kém khả quan, VNM và MCM là hai doanh nghiệp ghi nhận KQKD khả quan với doanh thu quý 1 lần lượt tăng 20% và 25% yoy. Trong quý 1/2026, Vinamilk ghi nhận doanh thu tại thị trường nội địa đạt 12,080 tỷ VNĐ (+20% yoy), trong khi doanh thu xuất khẩu và công ty con đạt 4,089 tỷ VNĐ (+39% yoy) nhờ thị trường Trung Đông tích cực. Ở mảng công ty con, MCM ghi nhận doanh thu 742 tỷ VNĐ (+25% yoy) và LNST 80 tỷ VNĐ (+67% yoy), với biên lợi nhuận gộp cải thiện 400 điểm cơ bản nhờ mức nền thấp và ra mắt thương hiệu chủ chốt mới là Mộc Châu Creamery.

Triển vọng 2H2026: hai doanh nghiệp nhà Vinamilk kì vọng tăng trưởng

Đối với VNM, chúng tôi kỳ vọng những nỗ lực cải tổ toàn diện ở khâu sản phẩm, phân phối và thị trường xuất khẩu sẽ tiếp tục hỗ trợ đà phục hồi trong nửa cuối năm. Danh mục sản phẩm cao cấp mới như Greenfarm và sữa cao đậm được kỳ vọng giúp VNM duy trì vị thế dẫn đầu ngành với thị phần gần 45%. Các tín hiệu hạ nhiệt của căng thẳng xung đột tại Trung Đông kì vọng hỗ trợ hoạt động xuất khẩu phục hồi, dù kì vọng chậm lại so với quý 1. Đối với MCM, chúng tôi cho rằng việc ra mắt thương hiệu Mộc Châu Creamery đánh dấu một bước chuyển đổi mang tính cấu trúc, mở ra động lực tăng trưởng dài hạn nhờ định vị cao cấp và biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng LNST của MCM sẽ tăng trưởng 25% trong năm 2026 và duy trì CAGR lợi nhuận đạt 10%/năm trong 2026-2030.

Định giá hấp dẫn

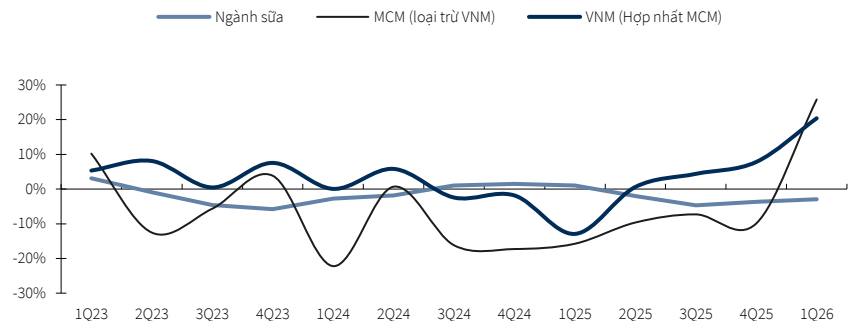
Cả hai cổ phiếu tiêu biểu ngành đang giao dịch ở mức hấp dẫn so với lịch sử. VNM hiện có P/E trượt đạt 11.2x, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 2 năm và 5 năm lần lượt là 14x và 16x. Tương tự, MCM đang giao dịch với P/E khoảng 12.3x, thấp hơn mức trung bình 2 năm và 5 năm là 14x. Chúng tôi cho rằng MCM đang là sự lựa chọn hấp dẫn hơn nhờ thay đổi mang tính cấu trúc ở mảng sữa thương hiệu riêng.

Kết quả kinh doanh 6T2026

Ngành sữa: tăng trưởng âm, nhưng VNM và MCM có diễn biến tích cực

Theo Nielsen IQ, doanh thu các doanh nghiệp sữa tăng trưởng âm ~2.9% yoy trong quý 1-2026. Các yếu tố như tiêu thụ bão hòa và lạm phát nóng lên phần nào đã khiến tiêu thụ sữa không còn đà tăng trưởng tốt trong quý đầu năm. Bất chấp bối cảnh ngành bão hòa, hai doanh nghiệp niêm yết ngành sữa tiêu biểu là VNM và MCM lại ghi nhận doanh thu lạc quan, đạt lần lượt 12,080 tỷ VNĐ (+20% yoy) và 742 tỷ VNĐ (+25% yoy).

Biểu đồ 141. Tăng trưởng doanh thu mảng bán lẻ của các doanh nghiệp và toàn ngành (bán lẻ hàng hóa) (% YoY)



Nguồn: VNM, Nielsen IQ

VNM: tích cực tại cả thị trường nội địa và nước ngoài

Thị trường nội địa: Trong quý 1-2026, doanh thu nội địa đạt 12,080 tỷ VNĐ (+20% yoy), chủ yếu nhờ mức nền thấp trong 1Q25 – thời điểm VNM thực hiện tái cấu trúc kênh phân phối sỉ, khiến các đại lý giảm đơn hàng. Hết kì, VNM hoàn tất chiến lược tái định vị thương hiệu với bộ nhận diện mới và hàng loạt sản phẩm được ra mắt, tập trung vào các dòng sản phẩm cao cấp và dinh dưỡng chuyên biệt như **Greenfarm** (sữa cao cấp từ trang trại sinh thái), sữa cao đậm, **sữa thực vật** và **sữa bột người lớn**, bên cạnh các sản phẩm truyền thống được thiết kế lại với bao bì bắt mắt. Thị phần VNM ước tăng thêm 1% nhờ chiến lược thương hiệu mới.

Thị trường nước ngoài: Doanh thu xuất khẩu và công ty con ở nước ngoài đạt 4,089 tỷ VNĐ (+39% yoy), nhờ hoạt động xuất khẩu sang thị trường truyền thống là Iraq tiếp tục tích cực. Đầu quý 2, hoạt động xuất khẩu gặp gián đoạn tạm thời do ảnh hưởng từ xung đột tại Iran – tác động trực tiếp đến Iraq, thị trường xuất khẩu trọng điểm của Vinamilk. Tuy nhiên, công ty đã nhanh chóng triển khai các tuyến vận tải thay thế, từng bước khôi phục hoạt động bình thường ở thời điểm hiện tại.

- Biên lợi nhuận: Biên gộp chung trong quý 1-2026 đạt 42.7%, tăng 230 bps yoy, nhờ cơ cấu sản phẩm cao cấp và sự tăng trưởng mạnh mẽ từ thị trường nước ngoài. Ngoài ra, chi phí bột sữa nhập khẩu và thức ăn chăn nuôi ổn định cũng là yếu tố hỗ trợ mức biên lợi nhuận phục hồi thuận lợi.

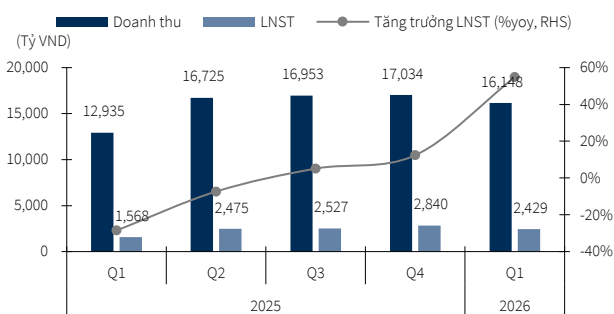
MCM: phục hồi với mức nền thấp và ra mắt thương hiệu sữa mới

Khác với VNM, MCM chủ yếu kinh doanh tại thị trường nội địa và đặc biệt tại miền Bắc. Trong quý 1-2026, MCM ghi nhận doanh thu đạt 742 tỷ VNĐ (+25% yoy) và LNST đạt 80 tỷ VNĐ (+67% yoy). Nhu cầu các sản phẩm của công ty phục hồi so với mức nền thấp trong 2025 – thời điểm bị gián đoạn kênh phân phối, giúp khôi phục biên lợi nhuận gộp, tăng 400 bps.

Trong kì, MCM có những động thái đẩy mạnh các chương trình quảng bá thương hiệu Mộc Châu Creamery (MCC), kì vọng là sản phẩm chủ lực trong thời gian tới và đẩy mạnh các phương thức truyền thông thương hiệu. Hình ảnh sản phẩm Mộc Châu Creamery xuất hiện rộng rãi tại nhà ga sân bay, bảng điện ngoài trời, thang máy chung cư... giúp gia tăng nhận diện thương hiệu MCC sau khi các sản phẩm mới được ra mắt.

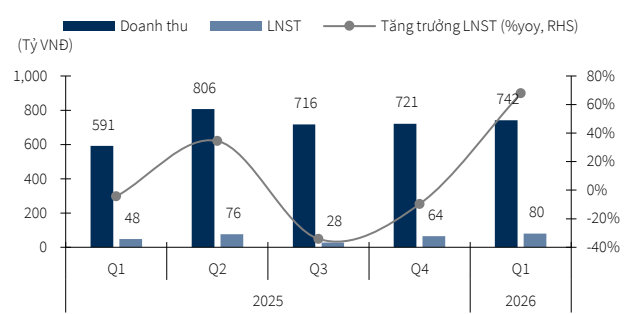
Về kênh phân phối và bán hàng, MCC đã dần được đưa vào các chuỗi siêu thị lớn và nổi tiếng như Lotte, Coop Mart, Mega Market... Hiện MCC chiếm khoảng 5% doanh thu của MCM, với giá bán cao hơn các sản phẩm thường của MCM khoảng 15%-20%, giúp dần đóng góp vào việc cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Biểu đồ 142. KQKD của VNM



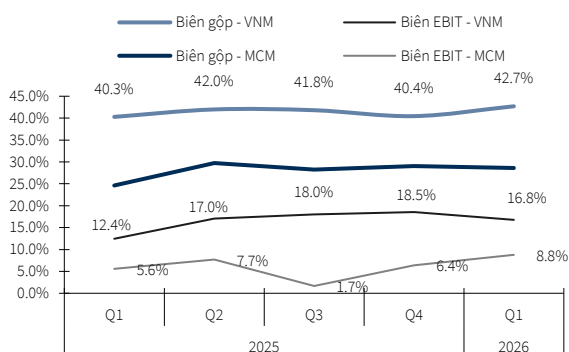
Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 143. KQKD của MCM



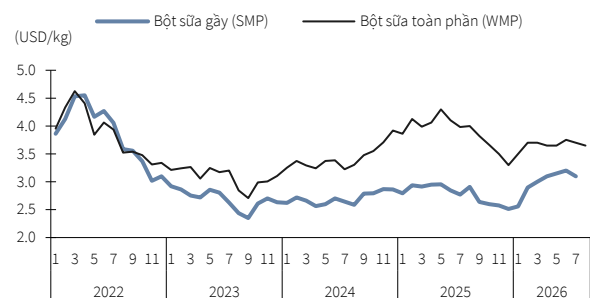
Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 144. Biên lợi nhuận của VNM và MCM



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 145. Giá bột sữa gầy và toàn phần



Nguồn: CLAL, KBSV tổng hợp

Chi phí được duy trì ở mức ổn định

Khoảng 50% nhu cầu nguyên liệu của VNM đến từ bột sữa nhập khẩu – sản xuất với giá rẻ do năng suất sữa cao ở các quốc gia như New Zealand, Châu Âu và Mỹ. Giá bột sữa toàn phần và sữa gầy duy trì ở mức thấp trong nửa cuối 2025, giúp VNM vẫn ghi nhận mức chi phí thấp, hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận cao cho các mặt hàng sử dụng nhiều bột sữa như sữa đặc, sữa dinh dưỡng, sữa chua, sữa bột. Ngược lại, MCM chỉ sử dụng sữa tươi trong quá trình sản xuất, khiến các chi phí của công ty chủ yếu đến từ chăn nuôi bò sữa (40% giá vốn). Giá đậu nành và ngô tiếp tục duy trì ở mức bình ổn từ cuối 2025, giúp chi phí của MCM tương đối ổn định.

Triển vọng 2H2026

Thị trường sữa tiếp tục tăng trưởng yếu

Về tổng cầu ngành sữa, chúng tôi kì vọng sẽ không có quá nhiều thay đổi về nhu cầu tiêu dùng chung. Mặt khác, chúng tôi có quan điểm tích cực với các doanh nghiệp có đầu tư mạnh mẽ vào phát triển sản phẩm và quảng bá thương hiệu tốt, nổi bật là VNM và MCM, sẽ tiếp tục dẫn dắt thị trường chung và đem lại tăng trưởng khả quan. Nỗ lực đổi mới thương hiệu và cung cấp các sản phẩm đa dạng, giàu dinh dưỡng là hướng đi tất yếu để duy trì vị thế cạnh tranh và doanh thu trong bối cảnh nhu cầu khó tăng trưởng cao.

VNM: tiếp đà phục hồi

Tại thị trường nội địa, VNM với sự cải tổ mạnh mẽ ở khâu sản phẩm, phân phối và bán hàng kì vọng giúp duy trì được vị thế dẫn đầu ngành sữa. Các sản phẩm mới của Vinamilk như Greenfarm, Cao Đạm, sữa đặc trị được kì vọng giúp duy trì vị thế đầu ngành sữa với thị phần gần 45%, hỗ trợ đạt được mức **tăng trưởng một chữ số** và bảo vệ biên gộp trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng sữa đi ngang. Ở khu vực nước ngoài, chúng tôi kì vọng doanh thu xuất khẩu phục hồi từ Q3, sau khi bị gián đoạn nhẹ trong giai đoạn quý 2 do căng thẳng từ xung đột địa chính trị.

Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của VNM đạt lần lượt 66,514 tỷ VNĐ (+4.5% yoy) và 9,624 tỷ VNĐ (+2.3% yoy) trong 2026. VNM tiếp tục là cổ phiếu cổ tức hấp dẫn với tỷ suất cổ tức trên thị giá hiện tại ước tính 7%–8%/năm.

MCM: thay đổi mang tính cấu trúc

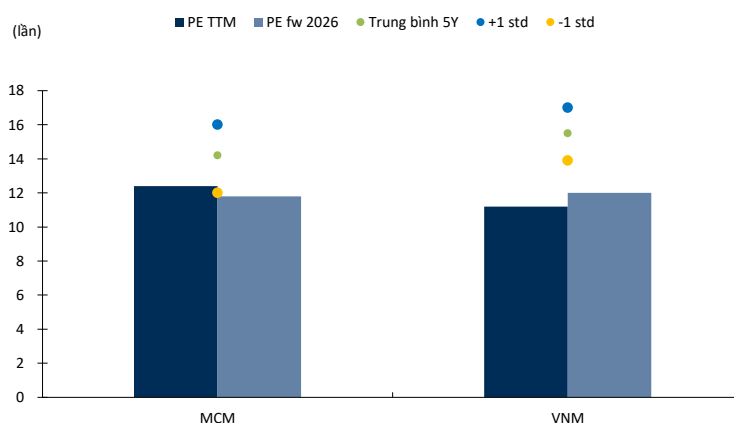
Sản phẩm mới Mộc Châu Creamery ra mắt cùng với kế hoạch mở rộng kênh phân phối phản ánh chiến lược phát triển thương hiệu riêng ngày càng rõ nét của MCM với định vị cao cấp, ít cạnh tranh trực tiếp hơn với công ty mẹ. Đây sẽ là động lực tăng trưởng chính trong 2H2026 và trung-dài hạn. Cùng với đó, trang trại bò sữa mới (4,000 con) kì vọng tăng 25% quy mô sữa trong các năm tới, đảm bảo mức tăng trưởng bền vững cho chiến lược dài hạn của MCM. Trong 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sữa thương hiệu Mộc Châu và sữa nguyên liệu tăng trưởng lần lượt 14% và 5% yoy, đưa tổng doanh thu tăng 11% yoy. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của MCM đạt lần lượt 3,154 tỷ VNĐ (+11% yoy) và 271 tỷ VNĐ (+25% yoy) trong 2026 và duy trì CAGR lợi nhuận khoảng 10%/năm trong giai đoạn 2026–2030.

Định giá hấp dẫn

VNM đang giao dịch ở mức định giá thấp, với P/E trượt đạt 11.2x, so với mức trung bình 2 năm và 5 năm lần lượt là 14x và 16x. Chúng tôi cho rằng danh mục sản phẩm được cải thiện đáng kể, cùng với nỗ lực bình ổn thị trường xuất khẩu trọng điểm – đặc biệt là Trung Đông – sẽ là động lực giúp VNM duy trì hiệu quả kinh doanh như mọi năm.

Đối với MCM, cổ phiếu đang giao dịch với P/E đạt 12.3x, thấp hơn mức trung bình 2 năm và 5 năm là 14x. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với MCM, dựa trên triển vọng phục hồi của mảng sữa thương hiệu riêng.

Biểu đồ 146. Định giá PE và tương quan quá khứ của MCM và VNM



Nguồn: Bloomberg

Công ty Cổ phần Mộc Châu

Giai đoạn bước ngoặt của thương hiệu 70 năm tuổi

19/05/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST quý 1/2026 tăng 68% YoY

Trong 1Q26, doanh thu và LNST của MCM đạt lần lượt 742 tỷ VNĐ (+25.4% YoY) và 80 tỷ VNĐ (+68% YoY). Trong đó, mảng sữa thương hiệu Mộc Châu ghi nhận doanh thu tăng 26% YoY, giúp biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ. Doanh thu bán sữa nguyên liệu cho công ty mẹ VNM tiếp tục tích cực.

Ra mắt thương hiệu Mộc Châu Creamery

Tiếp nối chiến dịch tái định vị của công ty mẹ, MCM ra mắt thương hiệu Mộc Châu Creamery, với định vị thương hiệu cao cấp, nhấn mạnh giá trị sữa di sản gần 70 năm làm nghề. Với chiến lược mới, chúng tôi kì vọng đóng góp doanh thu mảng sữa thương hiệu sẽ tăng trưởng ổn định, giúp cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn.

Đặt mục tiêu mở rộng sang phía Nam với dư địa thị trường còn lớn

Thị trường phía Nam có tiềm năng tăng trưởng cao nhất với nhu cầu tiêu dùng cao, ưa thích các sản phẩm mới. Doanh nghiệp kì vọng tăng 5,000 điểm bán mới (+8%) trong 2026.

Hai dự án thuộc tổ hợp “Thiên đường Sữa Mộc Châu” chuẩn bị vận hành

Trang trại bò sữa mới sẽ đi vào hoạt động từ Q2-2026, mở rộng quy mô đàn tăng 4,000 con (+15% so với hiện hữu). Khi tối đa công suất, đàn bò mới sẽ cung cấp thêm 20 nghìn tấn sữa/năm, +25% so với sản lượng hiện hữu và chủ yếu sử dụng cho dòng sản phẩm Mộc Châu Creamery.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 34,200 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp FCFF và PE mục tiêu 12 lần với LNST 2026. Giá hợp lý là 34,200 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 20%. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MCM.

MUA Lần đầu

Giá mục tiêu	34,200 VNĐ
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (/20)	VND 28,400
Giá mục tiêu đồng thuận	na
Vốn hóa thị trường	3.1/0.1
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	31.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	1.0/0.0
Sở hữu nước ngoài (%)	0.0%
Cổ đông lớn	Vinamilk (49%)

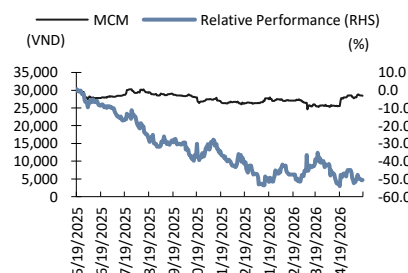
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	11.4	4.8	7.0	-4.4
Tương đối	5.3	-0.9	-9.9	-53.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	2,917	2,835	3,154	3,377
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	152	224	288	303
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	220	216	271	307
EPS (VNĐ)	1,999	1,961	2,464	2,793
Tăng trưởng EPS (%)	-41.3	-1.9	25.7	13.3
P/E (x)	14.3	14.5	11.6	10.2
P/B (x)	1.4	1.4	1.4	1.3
ROE (%)	9	9	12	13
Tỷ suất cổ tức (%)	7.0	7.0	7.0	7.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Khó khăn ngắn hạn, triển vọng dài hạn ổn định

15/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

KQKD quý 4 tăng trưởng cao ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu

Doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ trong 4Q25 phục hồi mạnh mẽ, đạt lần lượt 17,034 tỷ VNĐ (+10% YoY) và 2,840 tỷ VNĐ (+12% YoY). Lũy kế 2025, VNM ghi nhận doanh thu và LNST cổ đông mẹ lần lượt đạt 63,646 tỷ VNĐ (+3% YoY), hoàn thành 99% và 97% kế hoạch kinh doanh từ đầu năm.

Nhu cầu nội địa tiếp đà phục hồi, trong khi xuất khẩu tiếp tục tích cực trong kì

Trong 4Q25, doanh thu tại nội địa tăng 7.8% YoY, cho thấy hiệu quả của chiến lược tái định vị thương hiệu và ra mắt các dòng sản phẩm mới. Xuất khẩu tiếp tục là điểm sáng với mức tăng trưởng 26% YoY về doanh thu, với động lực chính từ thị trường Trung Đông.

Cuộc xung đột tại Trung Đông tác động tiêu cực đến nhu cầu trong ngắn hạn

Cuộc xung đột tại Trung Đông hiện khiến tình hình xuất khẩu tạm thời đóng băng. Thị trường này chiếm khoảng 70%-80% xuất khẩu hàng năm của doanh nghiệp, tương đương 7% tổng doanh thu. Chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu sẽ sụt giảm trong nửa đầu năm, dựa trên kịch bản căng thẳng sẽ dần hạ nhiệt trong nửa cuối năm, giúp các đơn hàng dần phục hồi. Triển vọng dài hạn đối với thị trường này vẫn tương đối lạc quan, nhờ mối quan hệ lâu năm và tiềm năng tăng trưởng cao của nhu cầu sữa tại đây.

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 63,000 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu hợp lý của cổ phiếu VNM trong 2026 là 63,000 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương tỉ suất lợi nhuận là 5%. Vì vậy, chúng tôi nghị TRUNG LẬP cho cổ phiếu VNM.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND63,000
Tăng/giảm (%)	5%
Giá hiện tại (15/03/2025)	VND 61,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 71,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	135.6/5.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	265/10.3
Sở hữu nước ngoài (%)	50.8%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

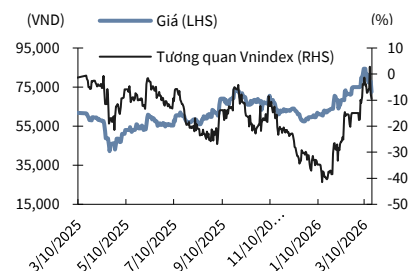
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-12.2	-4.7	-1.6	-1.3
Tương đối	-5.4	-4.4	-4.1	-29.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	61,783	63,646	64,738	67,226
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	10,664	10,209	10,850	11,263
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	9,392	9,410	9,178	9,660
EPS (VNĐ)	4,494	4,503	4,391	4,622
Tăng trưởng EPS (%)	6%	0%	-2%	5%
P/E (x)	13.5	13.5	13.8	13.2
P/B (x)	3.9	4.1	4.3	4.3
ROE (%)	29	30	30	33
Tỷ suất cổ tức (%)	7.2	7.2	7.2	7.2

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Logistics

Sản lượng tăng, áp lực chi phí hiện hữu

KQKD 1Q2026 của các doanh nghiệp logistics duy trì tăng trưởng tích cực

Sản lượng container qua cảng biển tăng 12% yoy, trong khi tổng lượt khách hàng không tăng 16.4% yoy hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của phần lớn các doanh nghiệp. LNST 1Q2026 của GMD/PHP/SGP tăng 23%/90%/31% yoy, HAH tăng 28% yoy và AST tăng 85% yoy.

Cảng biển tiếp tục hưởng lợi từ tăng trưởng thương mại và mặt bằng giá dịch vụ cải thiện

Mục tiêu tăng trưởng GDP 10% năm 2026 cùng các chính sách thúc đẩy sản xuất, đầu tư và tiêu dùng kỳ vọng duy trì nhu cầu vận chuyển hàng hóa ở mức cao. Bên cạnh đó, việc nâng khung trần giá dịch vụ cảng nước sâu thêm 10% từ tháng 2/2026 và các dự án mở rộng công suất tại Gemalink, Cái Mép và Lạch Huyện sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của nhóm cảng biển.

Giá cước giao ngay dự kiến hạ nhiệt trong 2H2026, trong khi giá thuê tàu định hạn tiếp tục neo cao tác động trái chiều lên nhóm vận tải biển

Giá cước giao ngay 2Q2026 được hỗ trợ bởi xu hướng nhập hàng sớm do lo ngại thay đổi về thuế và bất ổn địa chính trị, dự kiến hạ nhiệt trong 2H2026 khi các yếu tố hỗ trợ ngắn hạn suy yếu. Giá thuê tàu định hạn kỳ vọng tiếp tục neo cao đến 2027 nhờ nhu cầu tàu feeder vẫn ở mức cao. Tuy nhiên, nguồn cung tàu mới tăng nhanh hơn nhu cầu vận tải và khả năng tuyến Suez bình thường hóa có thể gây áp lực lên giá cước từ năm 2027.

Nhu cầu đi lại và hạ tầng mở rộng tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng hàng không

Lưu lượng hành khách Việt Nam dự kiến tăng bình quân 8.5%/năm giai đoạn 2026–2030 nhờ thu nhập cải thiện, chính sách thị thực thuận lợi, mạng bay mở rộng và hạ tầng bay được nâng cấp mở rộng. Các doanh nghiệp hạ tầng và dịch vụ như ACV, AST tiếp tục hưởng lợi từ tăng trưởng lượt khách, trong khi triển vọng lợi nhuận của HVN và VJC phụ thuộc nhiều vào biến động giá nhiên liệu.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với ngành logistics trong 2H2026

Cảng biển và hàng không tiếp tục được hỗ trợ bởi tăng trưởng nhu cầu sản lượng và mở rộng công suất, trong khi vận tải biển phù hợp với chiến lược lựa chọn các doanh nghiệp có tỷ trọng cho thuê định hạn cao. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng 2H2026 có thể chậm hơn nửa đầu năm khi hiệu ứng nhập hàng sớm suy giảm và bất ổn địa chính trị tiếp tục gây biến động luồng hàng và chi phí vận chuyển. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý bao gồm GMD, ACV.

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

30/06/2026

Tích cực duy trì

Recommendations

GMD	MUA
Giá khuyến nghị	VND 86,400
ACV	MUA
Giá khuyến nghị	VND 50,800
HAH	MUA
Giá khuyến nghị	VND 64,400
SCS	TRUNG LẬP
Giá khuyến nghị	VND 56,400

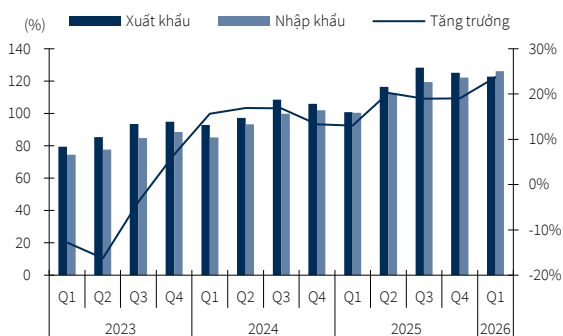
KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q2026

KQKD doanh nghiệp cảng biển duy trì đà tăng tích cực nhờ tăng trưởng thương mại và điều chỉnh giá dịch vụ

Trong 1Q2026, sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển cả nước đạt hơn 6 triệu TEU, tăng 12% yoy. Tăng trưởng sản lượng cùng các đợt điều chỉnh giá dịch vụ tăng lên 5–15% tại hầu hết các cảng đã hỗ trợ KQKD doanh nghiệp cảng biển. Cụ thể, doanh thu của GMD/PHP/SGP tăng lần lượt 14%/29%/11% yoy, trong khi lợi nhuận tăng 23%/90%/31%.

Đà tăng của ngành tiếp tục được duy trì trong 5T2026, với sản lượng container qua cảng đạt khoảng 15 triệu TEU (+14% yoy), nhờ (1) kim ngạch xuất nhập khẩu tăng 25% yoy lên 445.12 tỷ USD và (2) hoạt động sản xuất phục hồi, thể hiện qua PMI tháng 5 đạt 52.8 điểm. Bên cạnh sản lượng tăng, việc khung trần giá dịch vụ cảng nước sâu được nâng 10% từ đầu tháng 2/2026 cũng cải thiện mặt bằng giá, qua đó hỗ trợ đồng thời doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp cảng.

Biểu đồ 147. Kim ngạch XNK từ 2023 đến nay



Nguồn: GSO

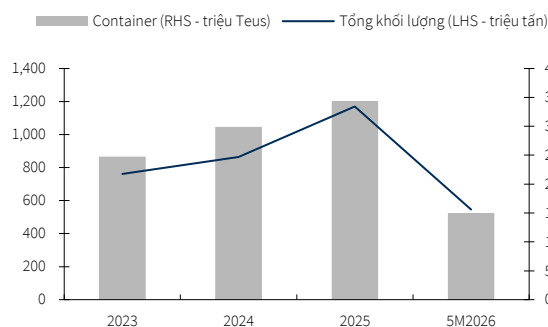
Giá cước vận tải phục hồi mạnh trong 2Q2026, trong khi giá thuê tàu định hạn tiếp tục neo cao

Chỉ số giá cước vận tải container Drewry suy yếu trong 1Q2026 do mức nền cao và nguồn cung tàu mới gia tăng, trước khi phục hồi hơn 60% từ cuối tháng 4 và đạt 4,166 USD/container 40 feet vào ngày 25/6 - mức cao nhất trong 18 tháng. Đà tăng được thúc đẩy bởi: (1) hoạt động nhập hàng sớm và mùa cao điểm đến sớm trước lo ngại về các thay đổi chính sách thuế quan từ tháng 7 và (2) các hãng tàu bắt đầu áp dụng phụ phí nhiên liệu khi căng thẳng Mỹ–Iran làm gia tăng giá nhiên liệu.

Tại Việt Nam, các hãng tàu bắt đầu điều chỉnh giá cước và áp dụng phụ thu từ nửa cuối tháng 3 để bù đắp chi phí nhiên liệu, song do biểu giá mới chỉ có hiệu lực từ cuối quý nên tác động lên doanh thu 1Q2026 còn hạn chế và dự kiến phản ánh rõ hơn từ 2Q2026, đồng thời mức tăng cước chủ yếu nhằm bù đắp chi phí nên chưa chuyển hóa đáng kể thành cải thiện biên lợi nhuận.

Giá thuê tàu định hạn ổn định hơn giá cước giao ngay và tiếp tục duy trì trên mức trung bình ba năm. Nhu cầu tàu feeder cỡ vừa và nhỏ vẫn tích cực khi các hãng tàu ưu tiên ký hợp đồng dài hạn để bảo đảm năng lực vận chuyển trong bối cảnh địa chính trị bất ổn và mạng lưới trục – nan hoa được mở rộng.

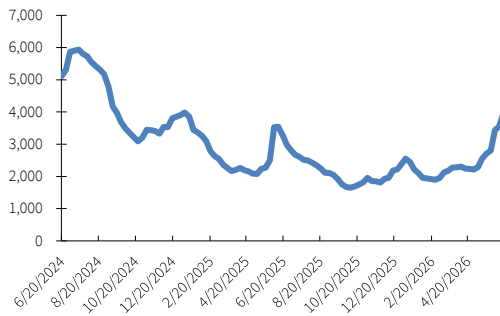
Biểu đồ 148. Sản lượng hàng container qua cảng biển cả nước



Nguồn: Cục Hàng hải & Đường thủy Việt Nam

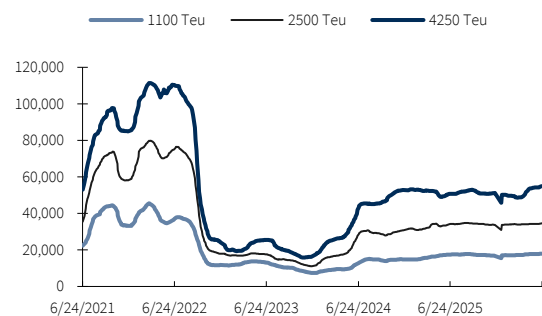
Diễn biến này hỗ trợ duy trì doanh thu ổn định cho HAH trong bối cảnh giá cước giao ngay biến động, đồng thời cải thiện cơ cấu lợi nhuận nhờ tỷ trọng mảng cho thuê tàu của HAH tăng. Doanh thu và LNST 1Q2026 của HAH ghi nhận 1,265/351 tỷ VND (+8%/28% yoy).

Biểu đồ 149. Chỉ số giá cước vận tải Drewry (USD/40ft)



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 150. Chỉ số giá cho thuê T/C Harpex cho size tàu nhỏ (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg

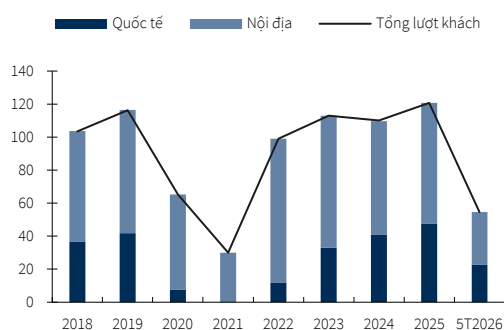
Khách quốc tế dẫn dắt tăng trưởng nhóm hạ tầng và dịch vụ hàng không trong 5T2026

1Q2026, tổng lượt khách qua các cảng hàng không Việt Nam ghi nhận 24.19 triệu lượt (+16.4% yoy), trong đó khách quốc tế/nội địa lần lượt đạt 14/10.2 triệu lượt (+19.4%/12.6% yoy). Lũy kế 5 tháng đầu 2026, tổng lượng khách qua các cảng hàng không Việt Nam đạt 54.6 triệu lượt (+10% yoy), trong đó khách quốc tế/nội địa lần lượt đạt 22.6/32 triệu lượt (+18%/5% yoy). Đà tăng được hỗ trợ bởi nhu cầu du lịch phục hồi, chính sách thị thực thuận lợi và việc các hãng bay khôi phục và mở mới nhiều đường bay quốc tế. Tăng trưởng sản lượng tiếp tục hỗ trợ KQKD nhóm hạ tầng và dịch vụ hàng không. ACV ghi nhận doanh thu/ LNST hợp nhất 1Q2026 tăng 8%/7% yoy dù biên gộp giảm do chi phí khấu hao tăng, trong khi AST ghi nhận doanh thu và LNST tăng 44%/85% yoy nhờ lượng khách cải thiện và mở rộng điểm kinh doanh tại các nhà ga mới.

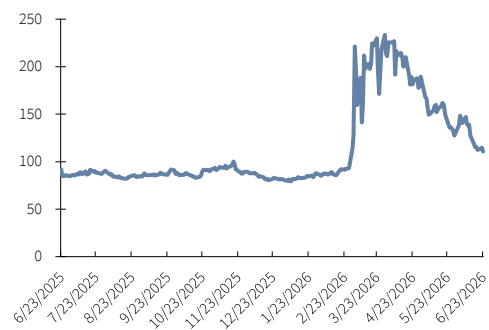
Giá nhiên liệu và gián đoạn mạng bay Trung Đông gây áp lực lên vận tải hành khách và hàng hóa

Căng thẳng Trung Đông từ giữa tháng 2 khiến giá Jet A1 tăng mạnh từ khoảng 85–90 USD/thùng lên gần 190 USD/thùng vào cuối tháng 4, trước khi hạ nhiệt dần trong tháng 5–6 và hiện về quanh 110 USD/thùng. Giá nhiên liệu cao cùng rủi ro thiếu nguồn cung buộc các hãng ưu tiên nguồn lực cho các tuyến trọng yếu và quốc tế có hiệu quả cao hơn. Cụ thể, HVN đã cắt giảm một số chuyến nội địa từ tháng 4, trong khi VJC điều chỉnh giảm tần suất khai thác nhiều tuyến nội địa.

Tuy nhiên, KQKD 1Q2026 của HVN và VJC vẫn tăng trưởng tích cực do giá nhiên liệu chỉ tăng mạnh từ nửa sau quý, trong khi cao điểm Tết và tăng trưởng khách quốc tế tiếp tục hỗ trợ doanh thu. HVN ghi nhận doanh thu/LNST tăng 21%/29% yoy trong khi VJC tăng 17%/58%. Đối với vận tải hàng hóa, việc các hãng vùng Vịnh cắt giảm chuyến khiến doanh thu/LNST của SCS chỉ tăng 2%/2% yoy do tỷ trọng hàng quốc tế suy giảm. Tác động đầy đủ của chi phí nhiên liệu tăng cao dự kiến sẽ phản ánh rõ hơn vào KQKD của doanh nghiệp từ 2Q2026.

Biểu đồ 151. Số lượt khách qua cảng hàng không Việt Nam

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 152. Giá nhiên liệu bay Jet A1 khu vực châu Á (USD/thùng)

Nguồn: Bloomberg

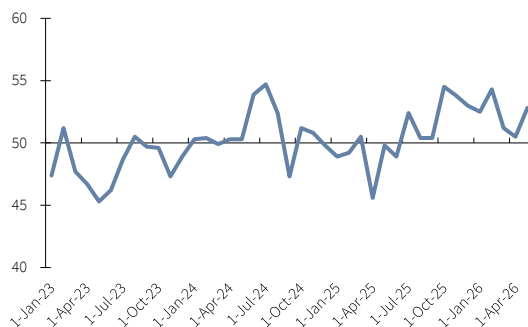
TRIỂN VỌNG 2H2026

Nhu cầu logistics kỳ vọng tiếp tục giữ đà tăng trưởng tích cực

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu logistics tiếp tục tăng trong 2H2026 và trung hạn, được hỗ trợ bởi: (1) các chính sách thúc đẩy sản xuất, đầu tư và tiêu dùng nhằm hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng GDP 10% năm 2026 kỳ vọng duy trì nhu cầu vận chuyển hàng hóa ở mức cao, (2) PMI tháng 5 phục hồi lên 52.8 điểm cho thấy sản lượng và đơn hàng mới đang cải thiện, tạo nền tảng để nhu cầu logistics duy trì xu hướng mở rộng trong các tháng tới và (3) nhu cầu đi lại tiếp tục cải thiện nhờ thu nhập gia tăng, mạng bay mở rộng và hạ tầng hàng không được nâng cấp. IATA dự báo nhu cầu hành khách khu vực châu Á – Thái Bình Dương tăng 5% trong năm 2026, trong khi lưu lượng hành khách Việt Nam kỳ vọng đạt CAGR khoảng 8.5% giai đoạn 2026–2030. Tuy nhiên, tăng trưởng logistics trong 2H2026 có thể chậm hơn đầu năm khi hiệu ứng nhập hàng sớm trước lo ngại liên quan đến các thay đổi thuế quan dần suy giảm, trong khi bất ổn địa chính trị tiếp tục gây biến động luồng hàng và chi phí vận chuyển.

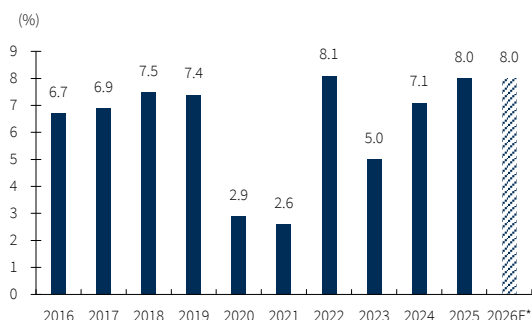
Trong bối cảnh trên, nhóm cảng biển gồm GMD, PHP, VSC sẽ hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua cảng – được thúc đẩy bởi tăng trưởng hoạt động xuất nhập khẩu. Nhóm hàng không gồm ACV, SCS, AST, HVN và VJC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu đi lại và vận chuyển hàng hóa gia tăng, dù mức độ cải thiện lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào mức độ biến động giá nhiên liệu và đặc điểm hoạt động của từng doanh nghiệp.

Biểu đồ 153. PMI sản xuất Việt Nam từ 2023 đến nay



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 154. GDP Việt Nam



Nguồn: Bloomberg

*Số liệu KBSV dự phóng

Mở rộng hạ tầng logistics tạo dư địa tăng trưởng trong trung và dài hạn cho ngành

Chúng tôi đánh giá mở rộng hạ tầng là động lực tăng trưởng trung–dài hạn cho toàn chuỗi logistics. Chính phủ tiếp tục chủ trương đẩy mạnh đầu tư công vào hạ tầng giao thông kết nối bao gồm các dự án trọng điểm nâng cấp hoàn thiện tuyến cao tốc Bắc – Nam, vành đai 3 và vành đai 4 Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh, các tuyến metro đô thị cùng với trục kết nối đến các khu công nghiệp, cảng biển và sân bay, kỳ vọng góp phần giảm áp lực lên hạ tầng hiện hữu, nâng cao hiệu quả khai thác cảng biển và cảng hàng không.

Về hạ tầng cảng biển, dự án cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ vừa được chấp thuận chủ trương đầu tư trong tháng 4/2026, dự án Cái Mép Hạ dự kiến khởi công tháng 7/2026, cùng dự án Gemalink 2 vừa động thổ tháng 4/2026, dự kiến khai thác từ cuối 2027 kỳ vọng có thể đưa Việt Nam thành trung tâm trung chuyển trong tương lai, kéo thêm dòng hàng về cho cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn cho cả khối cảng Việt Nam.

Về hạ tầng hàng không, quy hoạch điều chỉnh năm 2025 đặt lộ trình tăng quy mô hệ thống cảng hàng không từ 23 sân bay hiện nay lên 30 vào 2030 và 33 vào 2050. Trong bối cảnh nhiều sân bay lớn đã chạm ngưỡng và vượt công suất thiết kế, việc đồng loạt triển khai các dự án xây mới, nâng cấp và mở rộng cảng hàng không kỳ vọng cải thiện năng lực và chất lượng phục vụ cho nhóm dịch vụ mặt đất (ACV, AST), vừa nổi trăn khai thác để các hãng tăng tần suất và quy mô đội bay, qua đó hỗ trợ lưu lượng hành khách lẫn hàng hóa. Các dự án lớn đáng chú ý trong thời gian tới bao gồm: cảng HKQT Long Thành giai đoạn 1, cảng HKQT Gia Bình và dự án mở rộng CHK Phú Quốc.

Bảng 155. Các dự án hàng không chủ lực triển khai trong giai đoạn từ nay đến 2030

Dự án	TMDT (tỷ VND)	Công suất hiện tại (triệu khách)	Công suất MR (triệu khách)	Kế hoạch xây dựng	Tiến độ
Long Thành GĐ 1	109,000	0	25	2023-2026	Xây dựng từ cuối tháng 10/2023, đường cất hạ cánh, đường lăn, sân đỗ đã hoàn thành và đón chuyển bay kỹ thuật đầu tiên vào 15/12/2025. Thời gian dự kiến bắt đầu khai thác thương mại lùi xuống cuối 2026.
Long Thành GĐ 2	76,600	25	25	2028-2031	ACV được giao làm chủ đầu tư giai đoạn 2 vào tháng 1/2026
MR nhà ga T1 Đà Nẵng	9,936	6	8	2026-2029	Trong 2025 CHK đã hoạt động vượt 25% công suất thiết kế. Công trình mở rộng bao gồm diện tích xây dựng 36,243m ² , diện tích sàn sử dụng 96,000m ² . Dự kiến khởi công trong 2H2026 và hoàn thành vào đầu 2029.
Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng	2,690	2	5	2025-2027	Khởi công từ 3Q2025, kế hoạch hoàn thành giữa 2027. Có phương án dự trù mở rộng lên 10 triệu khách/năm khi có nhu cầu
Nhà ga T2 - Đồng Hới	1,843	0.5	3	2024-2026	Bao gồm nhà ga hành khách và công trình phụ trợ trên diện tích 1.2 ha, khởi công tháng 4/2025, dự kiến vận hành từ quý 4/2026.
Mở rộng CHK Cà Mau	2,400	0.3	0.2	2024-2026	Khởi công vào tháng 4/2025, dự kiến hoàn thành và khai thác trở lại từ tháng 10/2026.
Cảng HKQT Gia Bình	141,236	0	30	2025-2030 (GD1)	Công suất có thể mở rộng lên 1 triệu khách khi có nhu cầu.
MR CHK Phú Quốc	22,000	4	20	2025-2027	Kế hoạch mở rộng công suất lên 50 triệu khách vào 2050. Đang tiến hành GPMB, dự kiến hoàn thiện sơ bộ và bước đầu khai thác từ 2027 phục vụ APEC 2027

Nguồn: KBSV tổng hợp

Ngành cảng biển kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng trong 2026

Hoạt động cảng biển trong 2H2026 dự kiến tiếp tục tích cực nhờ: (1) kim ngạch xuất nhập khẩu kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng dù có thể chậm lại so với nửa đầu năm (KBSV dự phóng kim ngạch XNK 2026 đạt tăng trưởng 20% yoy) và (2) việc Bộ GTVT thông qua tăng 10% khung giá dịch vụ cảng nước sâu từ 1/2/2026 cùng với việc mặt bằng giá dịch vụ tại Việt Nam vẫn đang ở mức thấp

hơn 30-40% so với các nước trong khu vực tạo dư địa cải thiện giá trong tương lai.

Giá dịch vụ phía Nam dự kiến sẽ tăng nhanh hơn ở phía Bắc (lần lượt ở mức 7-9%/năm và 4-6%/năm) do (1) hầu hết các cảng tại Cái Mép – Thị Vải hiện đã hoạt động vượt công suất thiết kế và (2) nguồn cung mới ở khu vực phía Nam trong 2 năm tới còn hạn chế. Trong khi đó, các cảng phía Bắc chịu cạnh tranh lớn hơn khi một loạt bến mới như Lạch Huyện 3-4 (1.1 triệu TEU), Lạch Huyện 5-6 (2.2 triệu TEU) và Nam Đình Vũ 3 (650.000 TEU) đi vào hoạt động trong 2025.

Ngoài ra, nhà đầu tư cần lưu ý rủi ro về giá nhiên liệu duy trì cao, làm tăng chi phí vận chuyển và ảnh hưởng đến nhu cầu thương mại, tác động đến sản lượng hàng hóa thông qua cảng nếu căng thẳng địa chính trị kéo dài.

Nhóm cổ phiếu cảng biển hiện đang giao dịch tại vùng định giá tương đối hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng. Các cổ phiếu đáng chú ý là cổ phiếu của những doanh nghiệp sở hữu lợi thế rõ rệt về vị trí cảng, còn dư địa tăng trưởng sản lượng hoặc có câu chuyện mở rộng công suất trong thời gian tới như GMD, PHP, SGP.

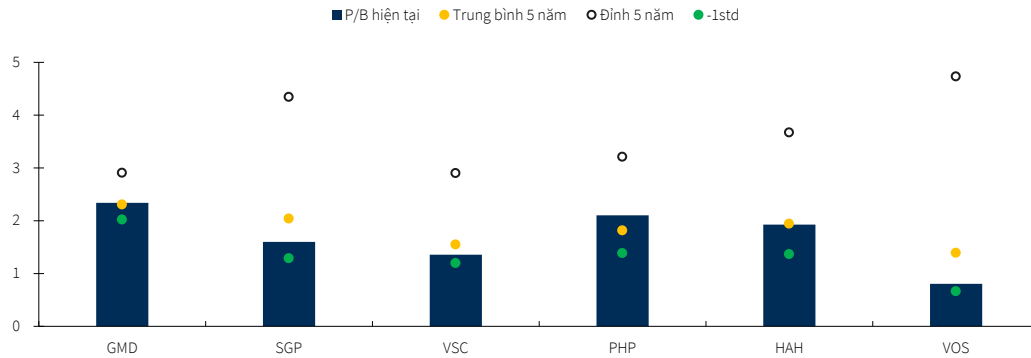
Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với khối vận tải biển trong 2H2026

Thị trường vận tải container dự kiến duy trì thuận lợi trong đầu 2H2026, tuy nhiên giá cước có thể hạ nhiệt dần về cuối năm khi các yếu tố hỗ trợ ngắn hạn như mùa cao điểm, nhập hàng sớm và gián đoạn địa chính trị suy giảm. Trong khi đó, giá thuê tàu định hạn kỳ vọng tiếp tục neo cao đến 2027 nhờ nhu cầu tàu feeder gia tăng khi mô hình trục – nan hoa được đẩy mạnh, cũng như nhu cầu thuê tàu gia tăng trước những lo ngại về biến động địa chính trị.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá triển vọng trung hạn của ngành kém thuận lợi hơn do nguồn cung tàu tăng nhanh gây áp lực giảm lên giá cước vận tải và giá thuê tàu, làm suy yếu biên lợi nhuận của các hãng tàu khi mà (1) công suất đội tàu toàn cầu dự kiến tăng 6-9%/năm giai đoạn 2027-2029, trong khi nhu cầu vận tải chỉ tăng khoảng 4-6%/năm và (2) việc tuyến Suez bình thường hóa có thể bổ sung tới 10% năng lực vận chuyển, gia tăng dư cung tàu.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu vận tải biển HAH nhờ tỷ trọng cho thuê tàu định hạn cao và các hợp đồng dài hạn đã ký, giúp ổn định doanh thu và giảm mức độ nhạy cảm với biến động giá cước giao ngay. Bên cạnh đó, kế hoạch mở rộng đội tàu trong giai đoạn 2027-2030 tạo dư địa tăng trưởng công suất và lợi nhuận trung hạn.

Biểu đồ 156. P/B các cổ phiếu cảng và vận tải biển



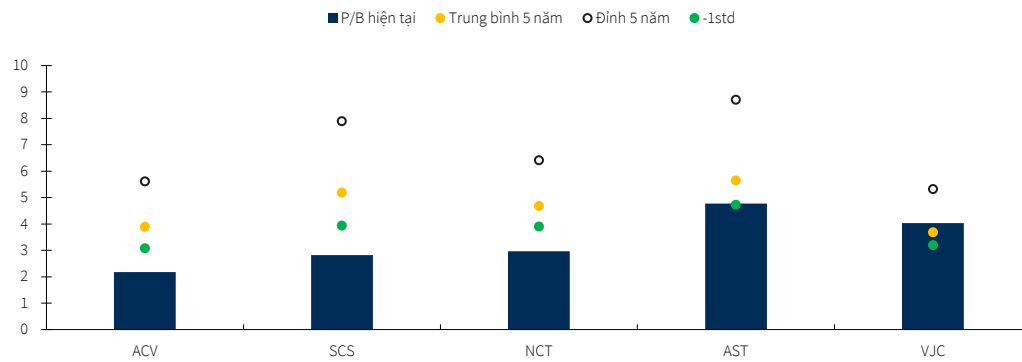
Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi nhận định tích cực với nhóm cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không nhưng cần lưu ý rủi ro biến động giá nhiên liệu

Nhận định tích cực của chúng tôi đối với nhóm cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không đến từ tiềm năng tăng trưởng bền vững của cả mảng hành khách quốc tế, nội địa và vận tải hàng hóa trong năm 2026. Số lượt khách quốc tế/nội địa năm 2026 dự kiến tăng lần lượt khoảng 8–10%/3–5% yoy và đạt CAGR 8–9%/4–5% giai đoạn 2026–2030 nhờ (1) xu hướng phục hồi bền vững của du lịch quốc tế và nhu cầu đi lại nội địa khi thu nhập gia tăng, (2) các hãng bay liên tục mở rộng đội tàu bay và tăng tần suất các tuyến bay hiện hữu, mở mới nhiều đường bay quốc tế và (3) kế hoạch mở rộng công suất tại các sân bay lớn và đưa vào vận hành các dự án mới từ 2027 sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng dài hạn cho toàn ngành.

Đối với các hãng hàng không, triển vọng lợi nhuận còn phụ thuộc lớn vào diễn biến nhiên liệu. Trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị còn khó đoán định, giá Jet A1 được dự báo tiếp tục hạ nhiệt nhẹ trong kịch bản cơ sở, nhưng vẫn tiềm ẩn rủi ro tăng giá trở lại nếu nguồn cung bị gián đoạn. Rủi ro chính cần lưu ý bao gồm khả năng giá nhiên liệu tăng trở lại, biến động tỷ giá và nguồn cung tàu bay phục hồi chậm hơn dự kiến hạn chế khả năng mở rộng công suất của hãng bay.

Nhà đầu tư có thể cân nhắc các mã cổ phiếu có cơ cấu tài chính lành mạnh, câu chuyện tăng trưởng rõ ràng như ACV, AST, HVN, VJC. Hiện ACV và SCS đang giao dịch ở mức P/B dưới mức trung bình 5 năm 2 lần độ lệch chuẩn, phản ánh phần nào lo ngại về chi phí khấu hao cao của ACV trong thời gian tới và khả năng dịch chuyển hàng quốc tế sang Long Thành của SCS. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi thêm các câu chuyện liên quan như biến động giá nhiên liệu – chi phí chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí doanh nghiệp vận tải hàng không – với cổ phiếu HVN, VJC, câu chuyện liên quan đến khả năng trúng thầu vận hành nhà ga hàng hóa tại Long Thành của SCS, câu chuyện lãi lỗ tỷ giá và mức ảnh hưởng của sân bay Gia Bình lên ACV, kết hợp với vùng giá phù hợp để ra quyết định đầu tư.

Biểu đồ 157. P/B các cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không

Nguồn: Bloomberg

CTCP Tập đoàn Gemadept (GMD)

Duy trì tăng trưởng bền vững

04/06/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhnntn@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh 1Q2026 tiếp tục tăng trưởng tích cực

Doanh thu thuần của GMD 1Q2026 đạt 1,452 tỷ VND (+14% yoy). Tổng sản lượng qua hệ thống cảng GMD đạt 1.23 triệu Teu (+8% yoy). LNTT 1Q2026 của GMD ghi nhận 716 tỷ VND (+23% yoy). Doanh thu và LNTT 1Q2026 của GMD lần lượt hoàn thành 22%/26% doanh thu và LNTT kế hoạch 2026.

Nam Đình Vũ dự kiến lấp đầy 85% công suất trong 2026

Nam Đình Vũ dự kiến đạt sản lượng 1.7 triệu TEU (85% công suất thiết kế) trong năm 2026 nhờ (1) giai đoạn 3 đi vào hoạt động từ 4Q2025 và (2) khả năng tiếp nhận tàu của cảng được nâng lên 55,000 DWT từ cuối 2025, hỗ trợ cảng thu hút thêm các tuyến dịch vụ mới và duy trì sức cạnh tranh với cụm cảng Lạch Huyện.

Gemalink là động lực tăng trưởng của GMD trong dài hạn

Sản lượng Gemalink dự kiến tăng 5% trong 2026 do hạn chế công suất, trước khi cải thiện lên 9-10%/năm từ 2028 nhờ (1) Gemalink giai đoạn 2 (1 triệu Teu) đã khởi công trong 2Q2026, kỳ vọng đi vào khai thác từ cuối 2027 và (2) Gemalink 3 dự kiến triển khai từ cuối 2026 sẽ tiếp tục mở rộng dư địa tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp.

Giá dịch vụ kỳ vọng duy trì đà tăng ổn định từ nay đến 2030

Giá dịch vụ tại các cảng GMD kỳ vọng duy trì đà tăng trung bình 5-7%/năm tại phía Bắc và 8-10%/năm tại phía Nam giai đoạn 2026-2030, được hỗ trợ bởi dư địa tăng giá còn lớn so với khu vực và khung trần giá dịch vụ tại cảng nước sâu vừa được Bộ GTVT nâng 10% từ 01/02/2026.

Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 86,400 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD, giá mục tiêu là 86,400 VND/cổ phiếu, cao hơn 17.9% so với mức giá đóng cửa ngày 03/06/2026.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 86,400
Tăng/giảm (%)	17.9%
Giá hiện tại (03/06/2026)	VND 73,399
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 86,700
Vốn hóa thị trường	31.3/1.2
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,832	5,956	6,984	8,032
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,419	2,914	3,513	4,184
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,455	1,756	2,066	2,465
EPS (VND)	4,276	3,839	4,845	3,797
Tăng trưởng EPS (%)	-41%	-10%	26%	-22%
P/E (x)	17.1	19.1	15.1	19.3
P/B (x)	2.3	2.1	2.0	3.0
ROE (%)	14%	15%	18%	20%
Tỷ suất cổ tức (%)	3%	4%	3%	4%

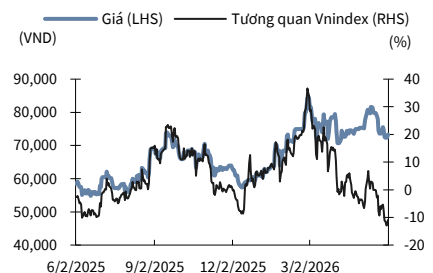
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	92.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	123.5/4.7
Sở hữu nước ngoài (%)	41.2%
Cổ đông lớn	Quỹ ETF DCVFMVN DIAMOND (5.43%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.7	-9.5	16.9	25.3
Tương đối	-15.8	-46.4	-21.1	-21.2



Nguồn: Bloomberg, KBSV

TCT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)

Định giá hấp dẫn giữa chu kỳ đầu tư đỉnh

10/06/2026

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

ACV tăng trưởng chậm lại trong 1Q2026

1Q2026, ACV ghi nhận doanh thu đạt 6,840 tỷ VND (+8% yoy). Trong đó, doanh thu hàng không chiếm tỷ trọng 83%, ghi nhận 5,709 tỷ VND (+6% yoy), tăng trưởng chậm lại do ACV đã hoàn thành chuyển nhượng sân bay Phú Quốc cho Sun Group vào 1/1/2026. LNST đạt 3,346 tỷ VND(+7% yoy).

Lượt khách qua cảng hàng không Việt Nam duy trì tăng trưởng bền vững giai đoạn từ nay đến 2030

Chúng tôi kỳ vọng số lượt khách hàng không Việt Nam sẽ duy trì tăng trưởng bền vững với CAGR giai đoạn 2026-2030 đạt khoảng 8.5% nhờ: (1) nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không tiếp tục tăng cùng sự gia tăng của tầng lớp trung lưu và định hướng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở mức cao của Chính phủ, và (2) năng lực khai thác được mở rộng thông qua kế hoạch tăng quy mô đội tàu, phát triển các đường bay mới và chuỗi dự án nâng cấp, mở rộng hạ tầng cảng hàng không.

Số lượt khách quốc tế/nội địa của ACV dự kiến đạt tăng trưởng trung bình 7.3/3.6%/năm giai đoạn 2026-2030

Tăng trưởng hành khách quốc tế và nội địa thông qua hệ thống cảng hàng không của ACV dự kiến đạt CAGR lần lượt 7.3% và 3.6% giai đoạn 2026–2030, thấp hơn mức tăng trưởng chung của toàn thị trường hàng không Việt Nam do một phần tăng trưởng lưu lượng hành khách sẽ được hấp thụ bởi các sân bay ngoài hệ thống ACV trong những năm tới, bao gồm dự án Cảng hàng không Gia Bình và Phú Quốc.

Cảng HKQT Long Thành đảm bảo tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho ACV

Dự án Cảng HKQT Long Thành 1 đang được đẩy nhanh tiến độ, dự kiến hoàn thành và bắt đầu khai thác thương mại từ đầu 2027 bổ sung công suất 25 triệu khách/năm cho ACV. Cùng với việc ACV trở thành chủ đầu tư của Long Thành giai đoạn 2, cảng hàng không Long Thành kỳ vọng sẽ đảm bảo tăng trưởng cho ACV trong dài hạn.

Chúng tôi khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 50,800 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACV, giá mục tiêu là 50,800 VND/cổ phiếu, cao hơn 16.8% so với giá đóng cửa ngày 09/06/2026.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 50,800
Tăng/giảm (%)	16.8%
Giá hiện tại (09/06/2026)	VND 43,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 51,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	155.8/5.9

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	35.9/1.4
Sở hữu nước ngoài (%)	1.8%
Cổ đông lớn	Bộ Tài chính (35.4%)

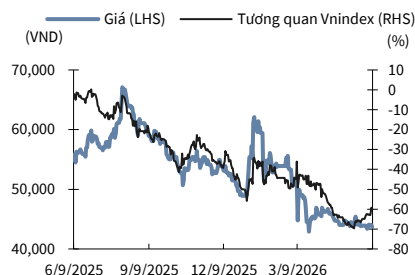
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.6	-2.5	-17.7	-21.7
Tương đối	4.9	-10.8	-20.2	-58.4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	22,597	25,898	28,319	30,674
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	14,431	14,834	16,184	15,878
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	10,546	10,474	11,367	11,160
EPS (VND)	4,787	3,019	3,173	3,115
Tăng trưởng EPS (%)	44.3	-36.9	5.1	-1.8
P/E (x)	9.1	14.4	13.7	14.0
P/B (x)	0.0	0.0	1.9	1.6
ROE (%)	19.7	17.3	15.7	13.4
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An(HAH)

Chuẩn bị cho chu kỳ tăng trưởng mới

19/06/2026

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhnntn@kbsec.com.vn

KQKD 1Q2026 duy trì tăng trưởng tích cực

1Q2026, HAH đạt doanh thu thuần 1,265 tỷ VND (+8% yoy). Tuy nhiên, lợi nhuận gộp ghi nhận mức tăng mạnh, 29% yoy do biên gộp có sự cải thiện đáng kể so với 1Q2025 nhờ (1) tăng hiệu quả hoạt động khai thác cảng do giảm bớt tình trạng quá tải trước đây và (2) tăng tỷ trọng cho thuê tàu – mảng có biên lợi nhuận cao. LNST 1Q2026 ghi nhận 351 tỷ VND (+28% yoy), hoàn thành 28% kế hoạch cả năm.

Giá cước vận tải duy trì thuận lợi trong năm 2026 nhưng được dự báo sẽ điều chỉnh giảm vào 2027

Giá cước vận tải của HAH tiếp tục được hỗ trợ trong năm 2026 nhờ diễn biến tích cực của thị trường container toàn cầu và nội Á. Theo đó, giá cước vận tải bình quân của HAH dự kiến tăng 2% yoy trong 2026 trước khi điều chỉnh giảm 3%/năm trong giai đoạn 2027-2028 do tình trạng dư cung tàu.

Giá thuê tàu duy trì ở mức tích cực trong năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng giá thuê tàu tiếp tục được hỗ trợ nhờ nhu cầu tàu duy trì tích cực trong bối cảnh các hãng tàu đẩy mạnh mô hình trục - nan hoa và bất ổn địa chính trị kéo dài. Giá thuê tàu bình quân của HAH tăng 3% yoy trong 2026 trước khi giảm lần lượt 3%/2% yoy trong giai đoạn 2027-2028 do rủi ro dư cung đội tàu toàn cầu.

Tăng trưởng sản lượng vận tải ổn định trong dài hạn

Mặc dù sản lượng vận tải năm 2026 dự kiến giảm 2% yoy do giảm số tàu tự vận hành, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ phục hồi từ năm 2027, CAGR 2027 – 2029 đạt 5.4% nhờ (1) nhu cầu vận tải nội Á kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng và gia tăng thương mại nội Á và (2) nỗ lực mở rộng mạng lưới tuyến vận tải quốc tế và kế hoạch mở rộng đội tàu của HAH.

Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 64,400 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HAH – giá mục tiêu 64,400 VND/cổ phiếu, tương đương với mức sinh lời 18.6% so với giá đóng cửa ngày 18/06/2026.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 64,400
Tăng/giảm (%)	18.6%
Giá hiện tại (18/06/2026)	VND 54,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 69,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	9.2/0.3

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,992	5,091	5,515	5,711
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	980	1,748	1,890	1,875
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	650	1,207	1,283	1,288
EPS (VND)	5,055	6,830	6,813	6,841
Tăng trưởng EPS (%)	52%	35%	0%	0%
P/E (x)	6.4	8.0	8.0	7.9
P/B (x)	2.1	1.0	1.7	1.4
ROE (%)	20%	26%	21%	18%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	1.7%	1.6%	1.6%

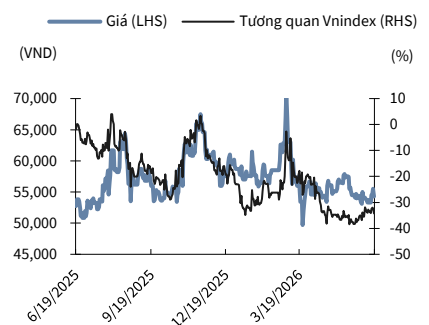
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	64.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	42.5/1.6
Sở hữu nước ngoài (%)	11.1%
Cổ đông lớn	CTCP Container Việt Nam (17.69%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.2	-3.0	-5.6	2.9
Tương đối	2.1	-10.8	-13.0	-32.5



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn(SCS) Thách thức từ Long Thành

22/06/2026

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

KQKD 1Q2026 tăng trưởng nhẹ

1Q2026, SCS ghi nhận doanh thu 272 tỷ VND (+2% yoy), hoàn thành 21% doanh thu kế hoạch 2026. Biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 78% (giảm 3 ppts so với 1Q2025) do tỷ trọng khách quốc tế giảm khi các chuyến bay Trung Đông bị cắt giảm mạnh từ tháng 2/2026. LNST đạt 218 tỷ VND (+2% yoy), hoàn thành 23% LNST kế hoạch 2026.

Mạng bay Trung Đông phục hồi hỗ trợ sản lượng SCS từ 2H2026

Mạng bay Trung Đông, đặc biệt Qatar Airways, đang phục hồi nhanh, giúp sản lượng hàng quốc tế của SCS cải thiện từ 2H2026, bù đắp phần sản lượng sụt giảm trong 1H2026, dự kiến đạt 224 nghìn tấn – đi ngang so với 2025.

Áp lực từ Long Thành chưa đáng kể trong ngắn hạn, tuy nhiên sẽ dần gia tăng trong trung hạn

Chúng tôi kỳ vọng sau khi các hạ tầng kết nối với sân bay Long Thành được hoàn thiện, tỷ lệ phân bổ chuyến bay quốc tế giữa Long Thành và Tân Sơn Nhất sẽ dao động quanh khoảng 75%/25%. Tỷ trọng phân bổ hàng quốc tế tại TP. Hồ Chí Minh qua Long Thành 2H2027/2028/2029 dự kiến sẽ đạt 20%/35%/55%.

Cổ tức 2026 dự kiến ở mức 5,000 VND/cổ phiếu

Chúng tôi cho rằng SCS sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao trong các năm tới. Mức cổ tức năm 2026 dự kiến ở mức 5,000 VND/cổ phiếu, tương đương tỷ suất cổ tức 8.8% so với mức giá đóng cửa ngày 19/06/2026.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 56,400 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với cổ phiếu SCS, mức giá mục tiêu 56,400 VND/cổ phiếu.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND 56,400
Tăng/giảm (%)	12%
Giá hiện tại (19/06/2026)	VND 50,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 71,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	4.8/0.2

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	1,037	1,197	1,266	1,278
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	785	941	1,023	987
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	693	751	818	789
EPS (VND)	6,547	7,112	7,932	7,653
Tăng trưởng EPS (%)	41%	9%	12%	-4%
P/E (x)	8	7	6	7
P/B (x)	4	3	3	3
ROE (%)	49%	48%	46%	39%
Tỷ suất cổ tức (%)	10%	12%	12%	10%

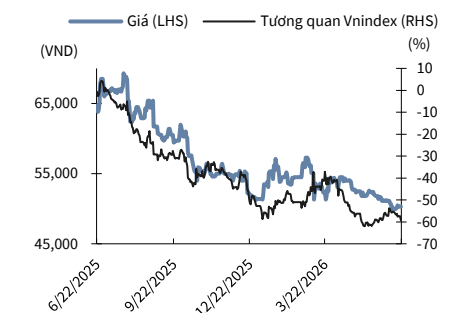
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	6.9/0.3
Sở hữu nước ngoài (%)	9.4%
Cổ đông lớn	CTCP Tập đoàn Gemadept (33.42%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.9	-3.8	-3.3	-22.3
Tương đối	-0.1	-14.5	-7.5	-57.5



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Xây dựng

Nguồn cung công việc tích cực

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

30/06/2026

Tích cực duy trì

Recommendations

KQKD 1Q2026 phân hóa theo tiến độ dự án và cơ cấu doanh thu. Doanh thu CTD, VCG và PC1 tăng 17–32% yoy được hỗ trợ bởi backlog lớn và đều ghi nhận đóng góp từ bất động sản trong 1Q2026, trong khi LCG giảm 20% do các dự án còn ở giai đoạn xử lý nền. Biên lợi nhuận phân hóa theo tỷ trọng các mảng hoạt động và khả năng kiểm soát chi phí đầu vào, với CTD và HHV cải thiện trong khi LCG và PC1 suy giảm.

Xây dựng dân dụng tiếp tục phục hồi. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới năm 2026 dự kiến đạt khoảng 36,000 căn tại Hà Nội và hơn 21,000 căn tại TP.Hồ Chí Minh cho thấy nguồn công việc tiếp tục tích cực trong 2026. Tuy nhiên, lãi suất và tín dụng kém thuận lợi có thể ảnh hưởng đến khả năng hấp thụ và tiến độ triển khai dự án mới, khiến nguồn việc tập trung ở các dự án có pháp lý hoàn chỉnh và chủ đầu tư có năng lực tài chính tốt, tạo lợi thế cho doanh nghiệp xây dựng có năng lực như CTD.

Nguồn việc xây dựng công nghiệp tích cực trong trung hạn nhưng tốc độ triển khai chậm lại trong ngắn hạn. FDI đăng ký trong 5T2026 tăng 34.9% yoy, tạo dư địa bổ sung nguồn việc xây dựng công nghiệp trong các năm tới. Tuy nhiên, quá trình chuyển hóa vốn đăng ký thành dự án thi công cần thời gian, trong khi nguồn cung kho và nhà xưởng xây sẵn năm 2026 dự kiến thấp hơn mức kỷ lục năm 2025, cho thấy tốc độ triển khai nguồn việc mới đang chậm lại.

Đầu tư công và lưới điện tiếp tục mở rộng nguồn việc cho nhóm nhà thầu hạ tầng

Kế hoạch đầu tư công năm 2026 đặt ra là 1.08 triệu tỷ VND, trong khi đầu tư lưới điện truyền tải giai đoạn 2026–2030 đặt kế hoạch giải ngân 18.1 tỷ USD, cùng với nhu cầu về hạ tầng giao thông và hạ tầng điện ở mức cao đảm bảo triển vọng nguồn công việc cho doanh nghiệp xây lắp hạ tầng trong dài hạn.

Duy trì quan điểm tích cực với xây dựng dân dụng và hạ tầng, trung lập với xây dựng công nghiệp. CTD, VCG, LCG và HHV là các cổ phiếu đáng chú ý nhờ năng lực triển khai và backlog lớn trong bối cảnh định giá P/B của nhóm nhìn chung đang ở vùng tương đối hấp dẫn.

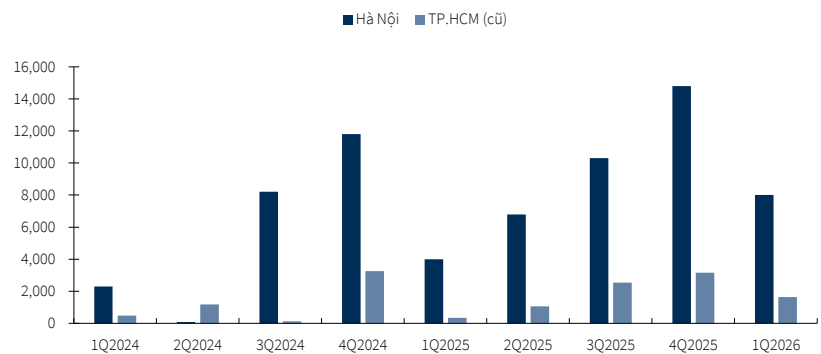
Kết quả kinh doanh 1Q2026

Xây dựng bất động sản dân dụng phục hồi

Theo CBRE, trong 1Q2026, Hà Nội ghi nhận 8,010 căn mở bán mới, gấp đôi cùng kỳ và cao nhất trong quý đầu năm kể từ 2021, trong khi TP. Hồ Chí Minh (cũ) đạt 1,642 căn (+369% yoy). Tổng nguồn cung căn hộ mới tại hai thị trường lớn đạt gần 9,700 căn, cho thấy hoạt động phát triển và mở bán dự án đã cải thiện rõ rệt so với nền thấp đầu năm 2025.

Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất và chi phí vốn cao cùng việc tín dụng bất động sản tiếp tục được kiểm soát chặt khiến tiến độ triển khai và thanh toán tại một số dự án trong 1Q2026 còn chậm, qua đó hạn chế mức độ chuyển hóa đà phục hồi của thị trường thành doanh thu và dòng tiền của các nhà thầu. Đồng thời, cơ cấu nguồn cung thiên về phân khúc cao cấp, nguồn việc xây dựng tập trung vào các dự án quy mô lớn, yêu cầu năng lực thi công và tài chính cao. Các doanh nghiệp xây dựng có uy tín, kinh nghiệm như CTD tiếp tục có lợi thế trong việc trúng thầu và duy trì backlog, trong khi các nhà thầu quy mô nhỏ hơn gặp khó khăn trong cạnh tranh và tiếp cận dự án.

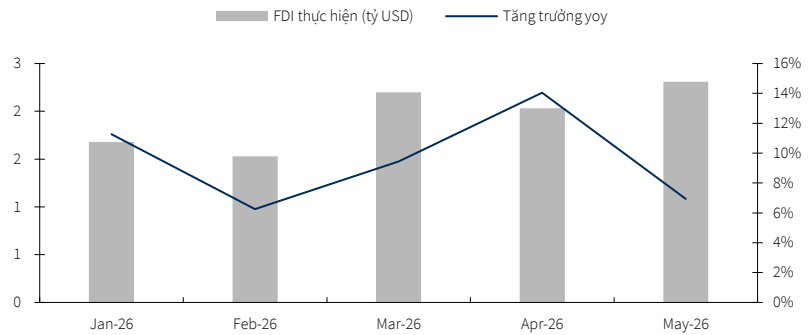
Biểu đồ 158. Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh (cũ)



Nguồn: CBRE

Xây dựng công nghiệp duy trì nhờ các dự án hiện hữu, nguồn việc mới chậm lại

Trong 5T2026, vốn FDI thực hiện đạt 9.75 tỷ USD, tăng 9.6% yoy, cho thấy các dự án hiện hữu tiếp tục được giải ngân và mở rộng công suất. Tuy nhiên, tại thị trường cấp 1 miền Bắc, diện tích kho và nhà xưởng xây sẵn hoàn thành trong 1Q2026 chỉ đạt hơn 160,000 m², giảm khoảng 30% yoy. Diễn biến trái chiều này cho thấy dòng vốn FDI chủ yếu được giải ngân vào các dự án đang thực hiện, chưa chuyển hóa tương ứng thành nguồn cung xây dựng mới, trong khi các chủ đầu tư vẫn thận trọng với quyết định triển khai dự án trước bất định thuế quan và áp lực chi phí vật liệu gia tăng.

Biểu đồ 159. FDI thực hiện trong 5 tháng đầu 2026

Nguồn: GSO

Giải ngân đầu tư công 5T2026 hoàn thành 21.6% kế hoạch

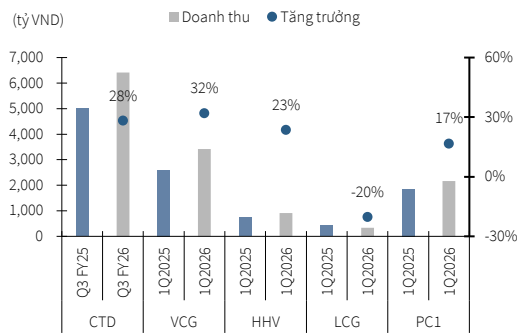
Giải ngân đầu tư công trong 5T2026 đạt 219 nghìn tỷ VND (+14% yoy), tương đương 21.6% kế hoạch, cho thấy hoạt động xây dựng hạ tầng đã cải thiện so với cùng kỳ tuy tiến độ thực hiện vẫn còn thấp so với quy mô kế hoạch năm. Nguồn việc hiện tập trung tại các dự án sân bay, cao tốc, vành đai và hạ tầng đô thị như sân bay Long Thành giai đoạn 1, Vành đai 3 TP.Hồ Chí Minh, Vành đai 4 Hà Nội và các tuyến cao tốc liên vùng. Tuy nhiên, tiến độ nhiều dự án còn chậm do vướng giải phóng mặt bằng, thiếu nhân công và nguồn cung vật liệu. Riêng tại sân bay Long Thành, biến động nhân sự quản lý đã ảnh hưởng đến tiến độ một số hạng mục, kéo theo doanh thu các nhà thầu tham gia (bao gồm cả VCG) ghi nhận từ Long Thành trong 1Q2026 thấp hơn kỳ vọng.

KQKD các doanh nghiệp xây dựng có sự phân hóa

Biên lợi nhuận gộp của nhóm doanh nghiệp xây dựng có sự phân hóa trong 1Q2026, phụ thuộc vào cơ cấu doanh thu và mức độ chịu tác động từ chi phí đầu vào. Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp nổi bật trong ngành xây dựng bao gồm:

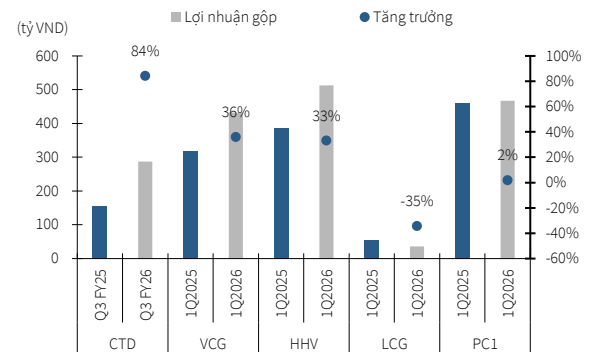
- CTD ghi nhận tăng trưởng doanh thu mạnh nhờ lượng backlog lớn với các dự án của Vinhomes, Masterise. Biên gộp cải thiện từ 3.1% lên 4.5% nhờ (1) mức nền thấp 2025 do tái cấu trúc, (2) giá ký các hợp đồng mới tốt hơn và (3) trong kỳ CTD chưa chịu ảnh hưởng đáng kể từ đà tăng giá nguyên vật liệu nhờ đã mua và chốt giá khối lượng lớn từ trước.
- HHV ghi nhận tăng trưởng đến từ cả mảng xây dựng hạ tầng và BOT. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 53% lên 57% do mảng doanh thu chính là BOT không chịu nhiều ảnh hưởng từ biến động giá nguyên vật liệu, biên gộp cải thiện nhờ lưu lượng xe tăng.
- VCG ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận được hỗ trợ bởi dự án Diamond Tower được bàn giao. Biên gộp tăng nhẹ do tăng tỷ trọng doanh thu bàn giao bất động sản – mảng có biên gộp cao hơn.
- LCG ghi nhận KQKD suy giảm do hầu hết các dự án đều đang ở giai đoạn xử lý đất nền, doanh thu và lợi nhuận thấp hơn so với các giai đoạn còn lại.
- PC1: doanh thu tăng chủ yếu đến từ xây lắp điện và dự án Tháp Vàng Gia Lâm – 2 mảng có biên thấp hơn các mảng hoạt động còn lại, kéo theo biên gộp giảm từ 25% trong 1Q2025 xuống 22% trong 1Q2026.

Biểu đồ 160. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp xây dựng



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 161. Tăng trưởng lãi gộp các doanh nghiệp xây dựng



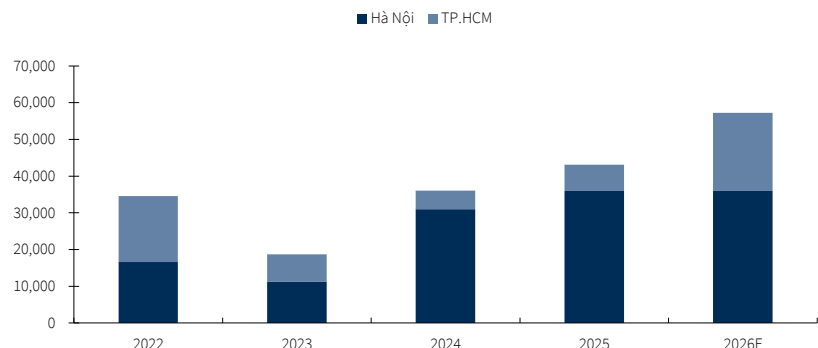
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

TRIỂN VỌNG 2H2026

Xây dựng bất động sản dân dụng tiếp đà hồi phục

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới trong năm 2026 dự kiến duy trì tích cực, với Hà Nội đạt khoảng 36,000 căn (tương đương năm 2025), trong khi TP. Hồ Chí Minh cũ đạt hơn 21,000 căn, tăng 200% yoy, đảm bảo nguồn công việc cho các doanh nghiệp xây dựng dân dụng trong 2H2026. Động lực chính cho tăng trưởng nguồn cung căn hộ mới đến từ (1) việc pháp lý dự án tiếp tục được tháo gỡ sau khi các luật sửa đổi về đất đai, nhà ở và kinh doanh bất động sản đi vào thực thi giúp đẩy nhanh quá trình phê duyệt và tái khởi động các dự án đình trệ và (2) hạ tầng giao thông nội đô, liên vùng tiếp tục được hoàn thiện. Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất và chi phí vốn kém thuận lợi hơn cuối năm 2025, cùng việc tín dụng bất động sản được kiểm soát chặt có thể ảnh hưởng đến khả năng hấp thụ, kéo theo tiến độ triển khai dự án mới chậm lại và phân hóa theo năng lực tài chính của chủ đầu tư. Các doanh nghiệp xây dựng có quan hệ hợp tác lâu năm và uy tín với các chủ đầu tư lớn như CTD sẽ có lợi thế hơn trong việc tiếp cận và trúng thầu các dự án.

Biểu đồ 162. Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh (cũ) (căn)



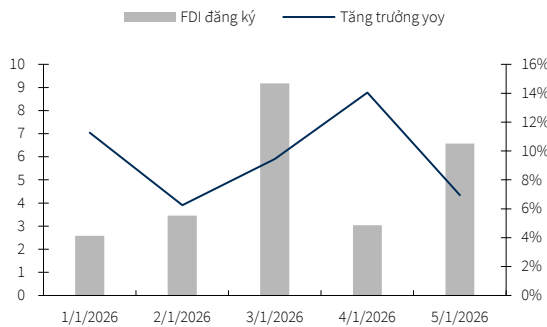
Nguồn: CBRE

Nguồn việc xây dựng công nghiệp tích cực trong trung hạn nhưng tốc độ triển khai chậm lại trong ngắn hạn

Chúng tôi nhận định trung lập với triển vọng xây dựng công nghiệp. Tổng vốn FDI đăng ký trong 5T2026 đạt 24.81 tỷ USD, tăng 34.9% yoy, tạo nền tảng cho nguồn việc trung hạn nhưng cần thời gian để chuyển hóa thành các dự án thi công. Trong ngắn hạn, CBRE dự báo nguồn cung kho và nhà xưởng xây sẵn năm 2026 vẫn ở mức cao nhưng thấp hơn mức kỷ lục năm 2025, cho thấy tốc độ triển khai dự án mới đang chậm lại.

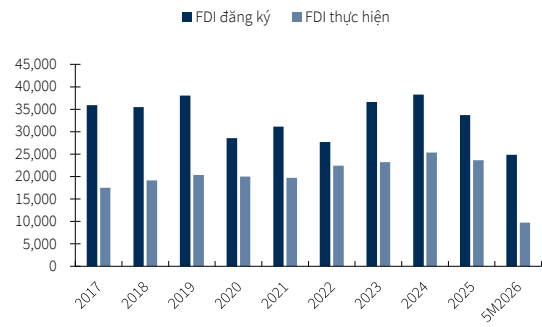
Theo đó, CTD và VCG vẫn có cơ hội bổ sung backlog từ các dự án FDI, tuy nhiên mức độ ghi nhận phụ thuộc vào tiến độ thực tế (VCG đặt mục tiêu ký mới 2,000–3,000 tỷ VND hợp đồng FDI trong năm 2026). Bên cạnh đó, nhu cầu hạ tầng điện tại các khu công nghiệp có thể tạo thêm nguồn việc gián tiếp cho PC1.

Biểu đồ 163. FDI đăng ký trong 5T2026



Nguồn: GSO

Biểu đồ 164. FDI đăng ký và thực hiện giai đoạn 2017 – 2025 (nghìn USD)



Nguồn: GSO

Nhà thầu hạ tầng tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn giải ngân đầu tư công

Năm 2026 được kỳ vọng là năm cao điểm của đầu tư công với động lực đến từ (1) kế hoạch giải ngân 1.08 triệu tỷ VND của chính phủ nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP 10% và (2) luật Xây dựng sửa đổi giúp đơn giản hóa thủ tục và rút ngắn thời gian chuẩn bị dự án. Nguồn việc tập trung tại sân bay Long Thành giai đoạn 1, đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, các tuyến cao tốc Bắc – Nam và vành đai đô thị, qua đó tiếp tục hỗ trợ backlog của nhóm nhà thầu hạ tầng như VCG và HHV.

Đáng chú ý, việc Hà Nội khởi công 5 tuyến metro dài khoảng 303.5 km, tổng vốn sơ bộ hơn 1.3 triệu tỷ VND (do Vinhomes – VinSpeed làm tổng thầu EPC), cùng các tuyến Bến Thành – Cần Giở và Hà Nội – Quảng Ninh kỳ vọng mở rộng đáng kể quy mô nguồn việc xây lắp liên quan đến hạ tầng đường sắt. Trong giai đoạn 2026–2030, các dự án này cùng kế hoạch xây thêm 2,000 km cao tốc, tuyến đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam và các tuyến kết nối cảng biển – sân bay kỳ vọng sẽ tạo dư địa bổ sung backlog đáng kể cho các doanh nghiệp xây lắp trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, mức độ hưởng lợi cụ thể vẫn phụ thuộc vào khả năng trúng thầu, cách phân chia gói thầu, tiến độ giải phóng mặt bằng và triển khai thực tế của các dự án trên.

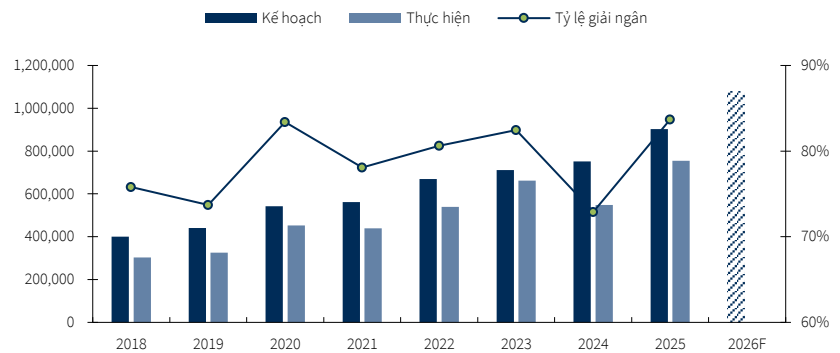
Bảng 165. Một số dự án đầu tư công trọng điểm

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Khởi công	Hoàn thành
Sân bay Long Thành GD1	109,000	2021	2026
Đường vành đai 3 TP.Hồ Chí Minh	75,378	2023	2027
Dự án thành phần 3 - vành đai 4 Hà Nội	56,293	2025	2028
Cao tốc TP.Hồ Chí Minh - Long Thành - Dầu Giây MR	16,314	2025	2027
Đường vành đai 4 TP.Hồ Chí Minh GD1	120,412	2025	2028
Đường sắt tốc độ cao Hà Nội – Quảng Ninh	157,640	04/2026	2028
Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam	1,713,548	Tháng 12/2026	2035
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	203,231	Tháng 12/2025	2030
Tuyến metro 1,2,8,10,14 Hà Nội	1,300,000	Tháng 06/2026	2030

Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 166. Kế hoạch và thực hiện giải ngân đầu tư công 2018 – 2026F

Giải ngân đầu tư công trong 5T2026 đạt khoảng 219 nghìn tỷ VND, tương đương 21.6% kế hoạch.



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Nguồn việc xây lắp điện duy trì tích cực

Nguồn việc xây lắp điện tiếp tục được hỗ trợ trong dài hạn bởi kế hoạch đầu tư 18.1 tỷ USD vào lưới điện truyền tải giai đoạn 2026–2030 theo Quy hoạch Điện VIII, bao gồm gần 13,000 km đường dây 500 kV và 15,300 km đường dây 220 kV. Nhu cầu đầu tư ngày càng cấp thiết khi phụ tải điện liên tục lập đỉnh mới, gây áp lực lên khả năng truyền tải. Cùng với đó, sự mở rộng của khu công nghiệp, nhà máy bán dẫn, trung tâm dữ liệu và năng lượng tái tạo cũng gia tăng nhu cầu xây dựng trạm biến áp, đường dây đấu nối và hạ tầng điện nội bộ.

Tuy nhiên, các cuộc điều tra sai phạm tại một số doanh nghiệp xây lắp và tư vấn điện có thể khiến quá trình phê duyệt, đấu thầu và nghiệm thu trở nên thận trọng hơn, qua đó gia tăng rủi ro chậm tiến độ triển khai dự án mới, ảnh hưởng đến tốc độ tăng backlog cũng như kéo dài thời gian chuyển hóa backlog hiện hữu thành doanh thu và dòng tiền của các doanh nghiệp trong ngành.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với nhóm cổ phiếu xây dựng dân dụng và hạ tầng

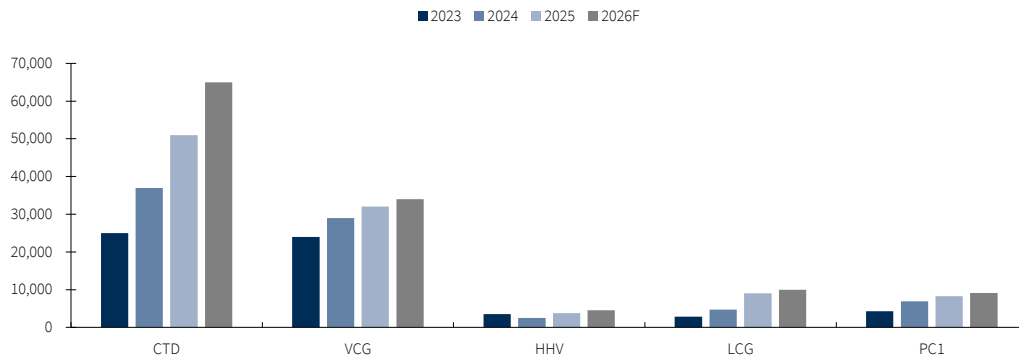
Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với khối ngành xây dựng dân dụng và hạ tầng với động lực đến từ (1) nguồn việc trong 2H2026 dự kiến tiếp tục được hỗ trợ bởi sự phục hồi của bất động sản nhà ở, (2) quy mô đầu tư công lớn và (3) nhu cầu đầu tư lưới điện cao. Trong khi đó, triển vọng xây dựng công nghiệp được chúng tôi đánh giá ở mức trung lập do động lực từ tăng trưởng FDI được cân bằng bởi độ trễ triển khai dự án và bất ổn thương mại.

Các rủi ro đối với triển vọng lợi nhuận cần chú ý bao gồm: (1) giá vật liệu, nhân công và nhiên liệu duy trì ở mức cao (dù giá nhiên liệu có thể tiếp tục hạ nhiệt trong thời gian tới, rủi ro tăng trở lại vẫn hiện hữu nếu căng thẳng địa chính trị leo thang), (2) cạnh tranh giá thầu trong xây dựng dân dụng và (3) độ trễ giải phóng mặt bằng làm chậm tiến độ thi công và ghi nhận doanh thu. Tuy nhiên, tác động của chi phí đầu vào lên biên lợi nhuận phần nào được giảm nhẹ khi mặt bằng giá trúng thầu đã cải thiện đáng kể so với giai đoạn 2023–2024 nhờ giá bán bất động sản tăng giúp các chủ đầu tư có dư địa chấp nhận mặt bằng chi phí xây dựng cao hơn.

Hiện tại, nhóm cổ phiếu xây dựng đang giao dịch ở mức giá tương đối hấp dẫn, quanh mức dưới P/B trung bình 5 năm một lần độ lệch chuẩn. Các cổ phiếu

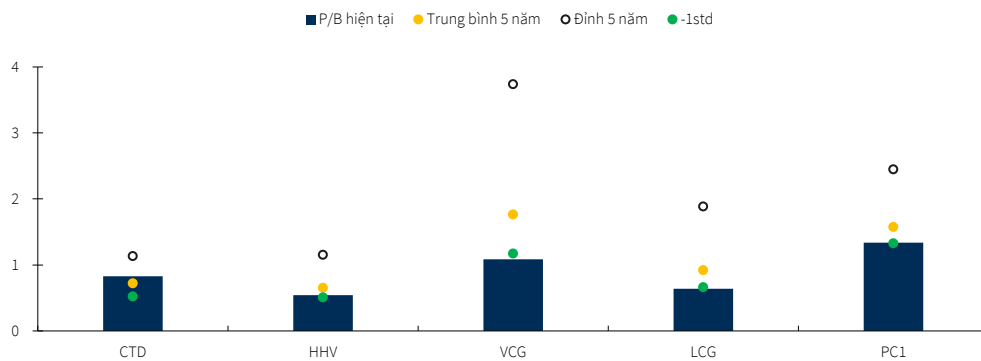
đáng chú ý gồm CTD với lợi thế về năng lực thi công, khách hàng lớn và khả năng kiểm soát chi phí, VCG, LCG và HHV hưởng lợi từ backlog đầu tư công lớn, trong đó HHV có thêm dòng tiền BOT tăng trưởng ổn định. Đối với PC1, dù triển vọng dài hạn được hỗ trợ bởi nhu cầu đầu tư lưới điện và hạ tầng điện công nghiệp, chúng tôi cho rằng cần tiếp tục quan sát kết luận điều tra và tác động đến tiến độ đấu thầu, ký mới hợp đồng trong thời gian tới.

Biểu đồ 167. Backlog 2023 – 2026F một số doanh nghiệp xây dựng



Nguồn: KBSV tổng hợp và dự phóng

Biểu đồ 168. P/B các cổ phiếu xây dựng tiêu biểu



Nguồn: Bloomberg

Dầu khí

Triển vọng giữa các phân khúc có sự phân hóa

Chuyên viên phân tích ngành Trần Thị Ngọc Quỳnh
(+84) 24-7303-5333 quynhntn@kbsec.com.vn

29/06/2026

Tích cực duy trì

Recommendations

GAS	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	83,200VND
BSR	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	25,100VND

Giá dầu thô sẽ tiếp tục neo ở vùng cao so với giai đoạn trước chiến tranh

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent bình quân giai đoạn 2H2026 đạt mức 70–75 USD/thùng trong kịch bản cơ sở. Triển vọng thị trường dầu thô sẽ phụ thuộc chủ yếu vào hai yếu tố: (1) diễn biến đàm phán giữa Mỹ và Iran, đặc biệt liên quan đến quyền kiểm soát và thu phí tại Eo biển Hormuz, qua đó ảnh hưởng đến tốc độ phục hồi của hoạt động hàng hải qua tuyến đường này; và (2) tốc độ phục hồi hoạt động khai thác và xuất khẩu dầu tại Trung Đông.

[Thượng nguồn] Các dự án trọng điểm tạo động lực tăng trưởng EPCI

Tiến độ triển khai ở giai đoạn cao điểm của các dự án Lô B - Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B và Lạc Đà Vàng sẽ tạo ra khối lượng công việc EPCI (Thiết kế, Mua sắm, Xây dựng & Lắp đặt) lớn, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cho các doanh nghiệp thượng nguồn.

[Thượng nguồn] Triển vọng cung cầu giàn khoan tự nâng vẫn thuận lợi trong dài hạn

Chúng tôi nhận định giá cước sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi trạng thái cung cầu tương đối thắt chặt của thị trường jack-up (giàn khoan tự nâng), trong bối cảnh nguồn cung hạn chế do vùng giá cước hiện tại không kích thích nhu cầu đóng giàn khoan mới, trong khi nhu cầu dự kiến tăng trở lại nhờ hoạt động thăm dò và khai thác gia tăng tại Đông Nam Á và Trung Đông.

[Trung nguồn] Thị trường khí LNG nội địa có thể phải chịu nhiều áp lực về chi phí đầu vào

Mặt bằng giá LNG quốc tế duy trì ở mức cao sẽ gây áp lực lên chi phí đầu vào của thị trường LNG Việt Nam trong phần còn lại của năm 2026, trong bối cảnh Việt Nam vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nguồn LNG nhập khẩu theo các hợp đồng giao ngay.

[Hạ nguồn] Mặt bằng crack spread ở vùng cao được duy trì

Chúng tôi kỳ vọng crack spread sẽ tiếp tục duy trì ở mặt bằng cao trong nửa cuối năm 2026, phản ánh sự thắt chặt của thị trường dầu thành phẩm.

Định giá ở vùng cao so với lịch sử, phản ánh tiềm năng tăng trưởng 2026

Chúng tôi đánh giá dư địa tái định giá của nhóm cổ phiếu dầu khí không còn nhiều khi mặt bằng P/B hiện tại đã tương đương P/B trung bình 5 năm.

Kết quả kinh doanh 1Q2026

KQKD 1Q2026 nhìn chung tương đối tích cực

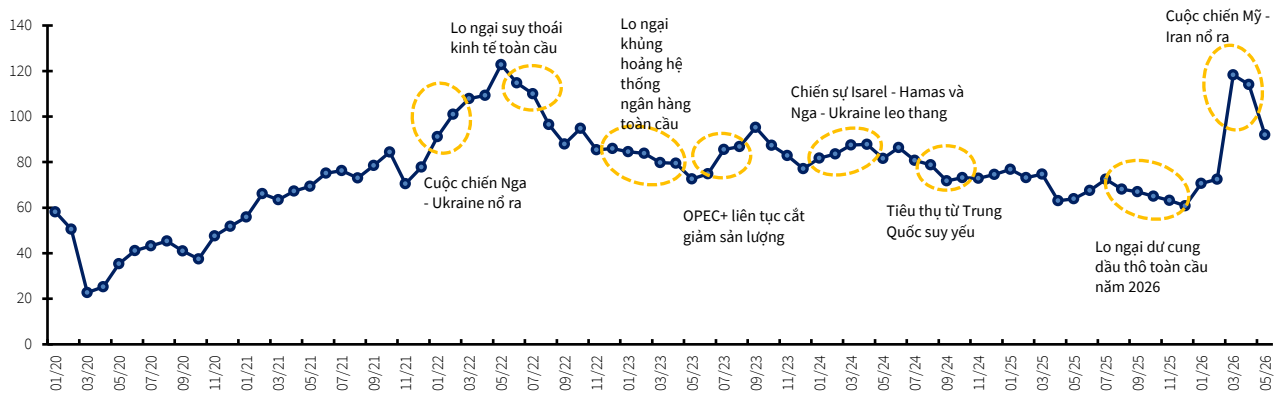
Nhóm thượng nguồn (PVD, PVS) ghi nhận tăng trưởng khả quan trong 1Q2026. PVS đạt mức tăng doanh thu và LNST lần lượt là 45% và 25% YoY, nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi tích cực. PVD ghi nhận doanh thu và LNST tăng 126% và 100% YoY, được hỗ trợ bởi mặt bằng giá cho thuê giàn khoan và hiệu suất khai thác cải thiện, trong khi chi phí tài chính tăng mạnh do gia tăng vay nợ đầu tư gây áp lực lên lợi nhuận.

Nhóm trung nguồn (PVT, GAS) tiếp tục duy trì đà tăng trưởng. PVT ghi nhận doanh thu và LNST tăng lần lượt 50% và 48% YoY, nhờ mặt bằng cước vận tải thuận lợi cùng với việc mở rộng quy mô đội tàu. Trong khi đó, GAS đạt mức tăng trưởng doanh thu 48% YoY và LNST 7% YoY, chủ yếu nhờ giá khí đầu ra tăng và đóng góp tích cực từ hoạt động kinh doanh LNG/trading, dù biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi giá vốn hàng bán gia tăng.

Nhóm hạ nguồn (BSR, PLX) ghi nhận kết quả phân hóa. BSR nổi bật với doanh thu và LNST tăng lần lượt 44% và 1,973% YoY, nhờ hưởng lợi từ xu hướng tích cực của crack spread. Ngược lại, PLX ghi nhận doanh thu tăng 45% YoY trong khi LNST giảm 672% YoY, chủ yếu do trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho.

Giá dầu biến động mạnh do tác động từ xung đột địa chính trị tại Trung Đông

Giá dầu thô Brent bình quân 5M2026 đạt mức 92 USD/thùng do tác động của xung đột địa chính trị tại Trung Đông. Sang đến tháng 6/2026, sau khi Mỹ và Iran đạt được thỏa thuận tạm thời về ngừng bắn, giá dầu đã giảm về quanh mốc 70-75 USD/thùng, phản ánh kì vọng của thị trường về việc dứt gãy chuỗi cung ứng được giải quyết. Xung đột tại Trung Đông đã rút khoảng 9-10 triệu thùng dầu/ngày khỏi thị trường dầu mỏ toàn cầu, tạo ra một trong những cú sốc cung lớn nhất trong những năm gần đây. Để duy trì nguồn cung cho thị trường quốc tế, một số quốc gia đã phải giải phóng dự trữ dầu chiến lược (SPR), đồng thời tăng cường sử dụng các tuyến vận chuyển thay thế.

Biểu đồ 169. Diễn biến giá dầu thô Brent giai đoạn 2020-2026 (USD/thùng)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

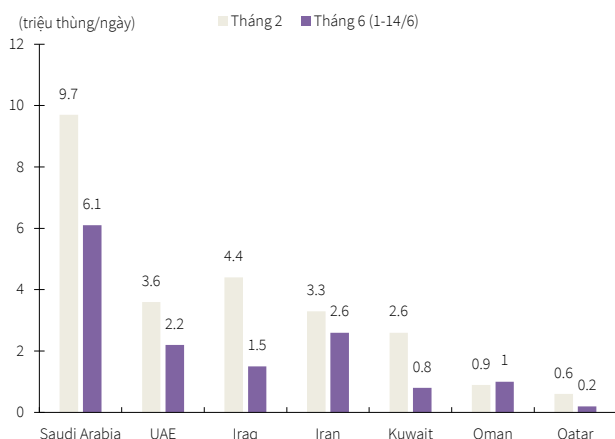
TRIỂN VỌNG 2H2026

Giá dầu thô có thể giảm nhanh nhưng sẽ tiếp tục neo ở vùng cao hơn tương đối so với giai đoạn trước chiến tranh

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent bình quân giai đoạn 2H2026 đạt mức 70–75 USD/thùng trong kịch bản cơ sở. Triển vọng thị trường dầu thô sẽ phụ thuộc chủ yếu vào hai yếu tố: (1) diễn biến đàm phán giữa Mỹ và Iran, đặc biệt liên quan đến quyền kiểm soát và thu phí tại Eo biển Hormuz, qua đó ảnh hưởng đến tốc độ phục hồi của hoạt động hàng hải qua tuyến đường này; và (2) tốc độ phục hồi hoạt động khai thác và xuất khẩu dầu tại Trung Đông. Tại thời điểm viết báo cáo này, Mỹ và Iran đã đạt thỏa thuận mở cửa Eo biển Hormuz trong vòng 60 ngày không thu phí. Bên cạnh đó, tốc độ phục hồi nguồn cung dầu sẽ phụ thuộc đáng kể vào mức độ thiệt hại của cơ sở hạ tầng dầu khí cũng như quy mô sản lượng bị tạm ngừng khai thác (production shut-ins). Mức độ shut-in càng lớn, thời gian khôi phục sản lượng càng kéo dài. Chúng tôi kỳ vọng Saudi Arabia và UAE sẽ phục hồi sản lượng nhanh hơn Iraq, Kuwait và Qatar nhờ mức độ gián đoạn hoạt động khai thác thấp hơn (Biểu đồ 170).

IEA dự báo thị trường dầu toàn cầu sẽ quay trở lại trạng thái thặng dư từ 4Q2026. Kịch bản này dựa trên giả định dòng chảy thương mại qua Eo biển Hormuz cần khoảng 2–3 tháng để trở lại bình thường. Đồng thời, nguồn cung dầu bắt đầu phục hồi từ 3Q2026 và vượt nhu cầu từ tháng 10/2026, đưa thị trường sang trạng thái thặng dư nhẹ. Trong khi đó, EIA đưa ra kịch bản thận trọng hơn khi dự báo thị trường dầu sẽ tiếp tục thiếu hụt nguồn cung trong suốt năm 2026, dựa trên giả định hoạt động tàu thuyền được khôi phục từ 3Q2026 và sản lượng dầu Trung Đông trở lại mức trước xung đột vào 1Q2027.

Biểu đồ 170. Sản lượng dầu chịu ảnh hưởng bởi xung đột Trung Đông (triệu thùng/ngày)



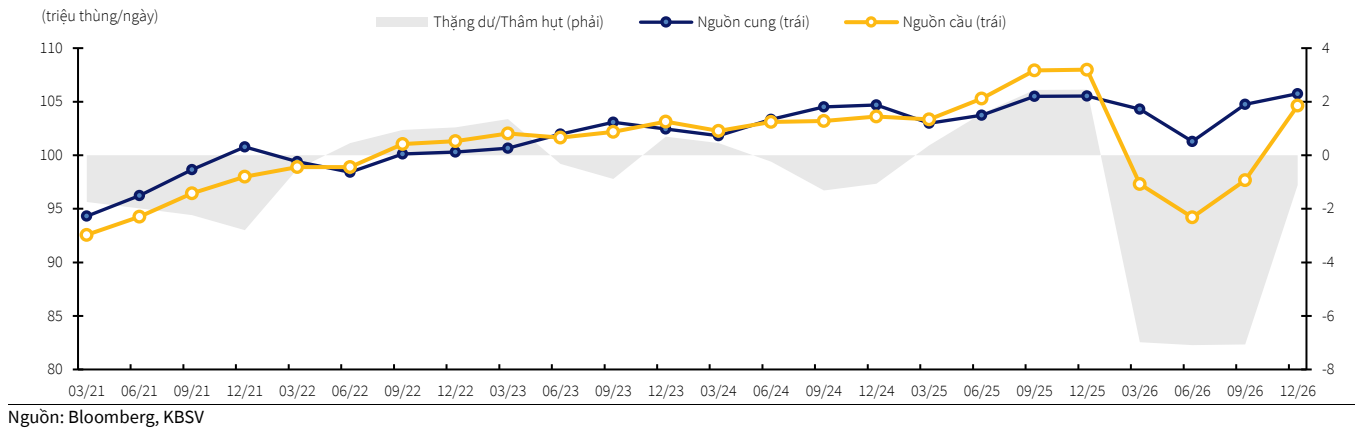
Nguồn: EIA, Wood Mackenzie, KBSV

Bảng 171. Dự báo giá dầu thô Brent của các tổ chức cho năm 2026 và 2027 (USD/thùng)

Tổ chức	Ngày dự báo	3Q2026	4Q2026
Citigroup Inc	22/06/2026	75.0	70.0
JPMorgan Chase & Co	19/06/2026	104.0	98.0
Commerzbank AG	18/06/2026	85.0	80.0
Bank of America Merrill Lynch	17/06/2026	79.0	73.0
Fitch Solutions	17/06/2026	75.0	71.0
Standard Chartered	16/06/2026	85.0	80.5
Goldman Sachs Group Inc	15/06/2026	84.0	80.0
Trung vị		85.3	80.0
Giả định của KBSV		75.0	70.0

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 172. Dự báo thặng dư/thâm hụt nguồn cung dầu thô năm 2026 (triệu thùng/ngày)



[Thượng nguồn] Các dự án trọng điểm tạo động lực tăng trưởng EPCI

Chúng tôi lạc quan về triển vọng phân khúc thượng nguồn dầu khí giai đoạn 2026-2027. Tiến độ triển khai ở giai đoạn cao điểm của các dự án Lô B - Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B và Lạc Đà Vàng sẽ tạo ra khối lượng công việc EPCI (Engineering, Procurement, Construction & Installation – Thiết kế, Mua sắm, Xây dựng & Lắp đặt) lớn, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cho các doanh nghiệp thượng nguồn.

Biểu đồ 173. Tổng quan tiến độ và khối lượng công việc của các dự án dầu khí thượng nguồn trọng điểm

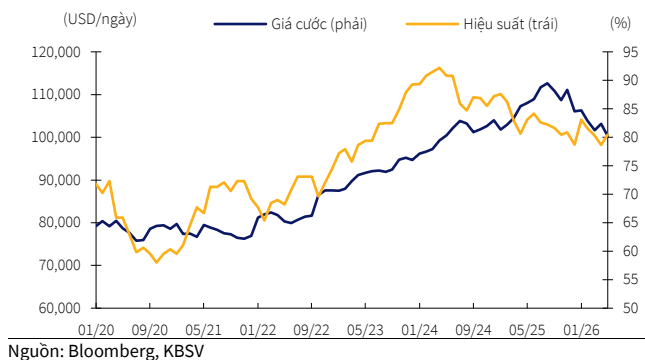
Dự án	Capex ước tính (triệu USD)	Trữ lượng thu hồi	Tiến độ 1H2026	Khối lượng công việc và kỳ vọng	Thời gian khai thác dự kiến		
					2026	2027	2028
Lạc Đà Vàng	693	63 triệu thùng dầu	Đang triển khai gói thầu EPCIC	PVS tham gia liên doanh cung cấp FSO (>400 triệu USD, 10+5 năm)			
Sư Tử Trắng 2B	1,300	20 tỷ m3 khí	Đang triển khai gói thầu EPCIC; dự kiến khởi động chương trình khoan từ T7/2026	PVS được trao gói thầu EPCIC (380 triệu USD); giàn khoan PVD I tham gia thực hiện các hoạt động khoan của dự án			
Thiên Nga - Hải Âu	350	7.4 tỷ m3 khí	Đang triển khai gói thầu EPCIC; dự kiến khởi động chương trình khoan từ T10/2026	PVD tham gia chiến dịch khoan			
Đại Hùng Nam	477	22 triệu thùng dầu 0.9 tỷ m3 khí	Đang trong giai đoạn thi công (Construction) thuộc gói thầu EPCI	PVS được trao gói thầu EPCI			
Lô B - Ô Môn	6,400	107 tỷ m3 khí	Đang triển khai công tác lắp đặt và đấu nối (Installation) trong gói thầu EPCI; dự kiến khoan vào Q3/2027	PVS được trao các gói thầu EPCI 1, 2, 3 (>1 tỷ USD), cung cấp FSO (600 triệu USD, 14+9 năm); giàn PVD VI tham gia thực hiện các hoạt động khoan của dự án			
Khánh Mỹ - Đầm Dơi	N/A	4 tỷ m3 khí	Đã ký kết hợp đồng EPCI	PVS được trao gói thầu EPCI			
Nam Du - U Minh	380	5.6 tỷ m3 khí	Đã ký FDP và GSPA, hoàn thiện các thủ tục phát triển mỏ và tiêu	Kỳ vọng các gói thầu EPCI và hợp đồng khoan cho PVS và PVD			

Nguồn: Hiệp hội Năng lượng Việt Nam, KBSV

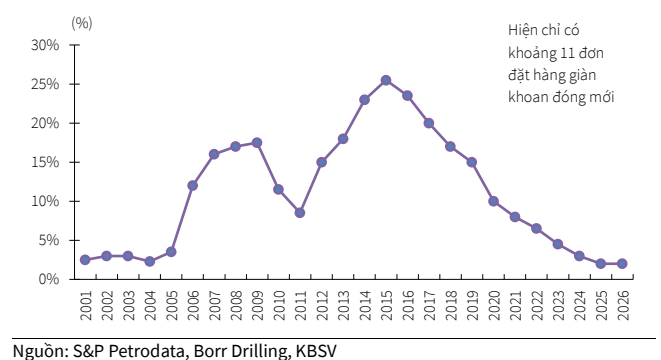
[Thượng nguồn] Triển vọng cung cầu giàn khoan tự nâng vẫn thuận lợi trong dài hạn

Giá thuê ngày và hiệu suất hoạt động của giàn khoan tự nâng (jack-up) đã giảm so với mức đỉnh thiết lập trong giai đoạn 2024–2025, song vẫn duy trì ở mức cao. Chúng tôi nhận định giá cước sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi trạng thái cung cầu tương đối thắt chặt của thị trường jack-up, trong bối cảnh nguồn cung hạn chế do vùng giá cước hiện tại không kích thích nhu cầu đóng giàn khoan mới, trong khi nhu cầu dự kiến tăng trở lại nhờ hoạt động thăm dò và khai thác gia tăng tại Đông Nam Á và Trung Đông.

Biểu đồ 174. Giá cước thuê (USD/ngày) và hiệu suất khai thác (%) giàn tự nâng loại IC 361-400



Biểu đồ 175. Tỷ lệ đơn đóng mới (orderbook/fleet) của giàn Jack-up (%)



[Trung nguồn] Triển vọng thị trường tàu dầu thô duy trì cân bằng trong trung hạn

Sau thời gian gián đoạn tại Eo biển Hormuz, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vận tải dầu thô sẽ phục hồi trong 2H2026, qua đó hỗ trợ duy trì mặt bằng cước tàu dầu thô ở mức hiện tại. Trong trung hạn, mặc dù tỷ lệ orderbook/fleet hiện ở mức 20%, lượng công suất dự kiến được bàn giao vẫn thấp hơn 18% công suất do nhóm tàu có tuổi đời cao cung cấp.

[Trung nguồn] Dầu Iran quay lại thị trường và tái xây dựng tồn kho thúc đẩy nhu cầu tàu dầu

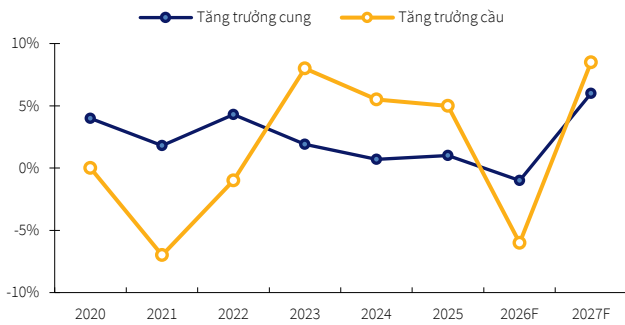
Một yếu tố cần theo dõi là khả năng Mỹ dỡ bỏ lệnh trừng phạt đối với dầu Iran trong dài hạn. Trong giai đoạn bị cấm vận, phần lớn dầu Iran được vận chuyển bằng shadow fleet (đội tàu vận tải cũ, không đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn vận tải quốc tế). Tại thời điểm viết báo cáo, Mỹ đã tạm thời dỡ bỏ các lệnh trừng phạt đối với xuất khẩu dầu của Iran trong thời hạn 60 ngày. Nếu các lệnh trừng phạt được gỡ bỏ hoàn toàn, dầu Iran có thể dần chuyển sang đội tàu thương mại thông thường, qua đó thúc đẩy quá trình thanh lý một phần shadow fleet. Đồng thời, hoạt động tái xây dựng tồn kho dầu toàn cầu sẽ hỗ trợ nhu cầu tàu dầu thô trong trung hạn. IEA ước tính nhu cầu phục vụ việc tái xây dựng dự trữ dầu chiến lược sẽ đóng góp thêm khoảng 1 triệu thùng/ngày vào tổng nhu cầu dầu toàn cầu.

[Trung nguồn] Triển vọng thị trường tàu dầu thành phẩm đối mặt với áp lực dư cung

Chúng tôi cho rằng nhu cầu vận tải dầu thành phẩm sẽ phục hồi chậm trong 2H2026 do ảnh hưởng từ việc gián đoạn công suất lọc dầu tại Trung Đông. BIMCO dự báo nhu cầu vận tải dầu thành phẩm (tấn-dặm) năm 2026 giảm 2.5% đến 4.5% YoY, trong khi nguồn cung đội tàu tăng 4.5% đến 5.5% YoY (Biểu đồ 9). Bên cạnh đó, tỷ lệ orderbook/fleet hiện ở mức trên 20%, cao hơn khoảng 6% công suất do nhóm tàu có tuổi đời cao cung cấp. Các chỉ báo này cho thấy thị

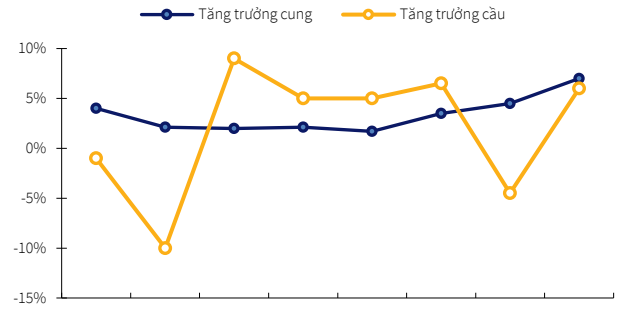
trường tàu dầu thành phẩm đã đang và sẽ đối mặt với áp lực dư cung trong giai đoạn tới.

Biểu đồ 176. Dự báo tăng trưởng cung - cầu tàu dầu thô giai đoạn 2026F-2027F (%)



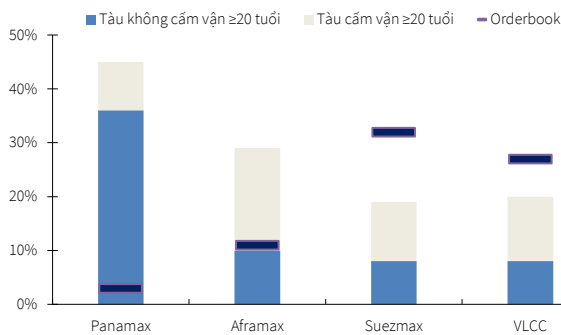
Nguồn: BIMCO, KBSV

Biểu đồ 177. Dự báo tăng trưởng cung - cầu tàu dầu thành phẩm giai đoạn 2026F-2027F (%)



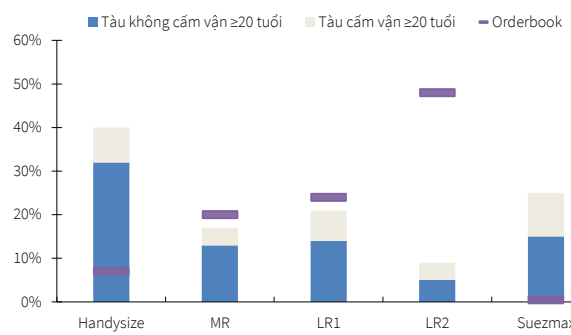
Nguồn: BIMCO, KBSV

Biểu đồ 178. Cơ cấu đơn hàng đóng mới tàu dầu thô (%)



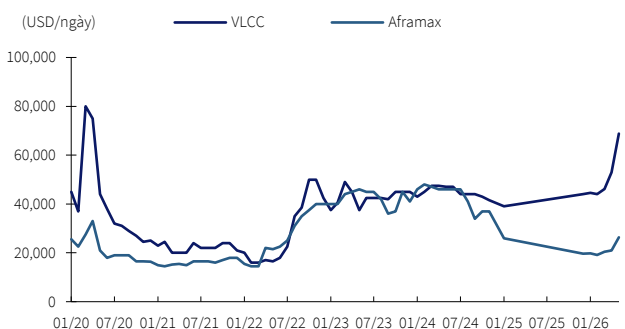
Nguồn: BIMCO, KBSV

Biểu đồ 179. Cơ cấu đơn hàng đóng mới tàu dầu thành phẩm (%)



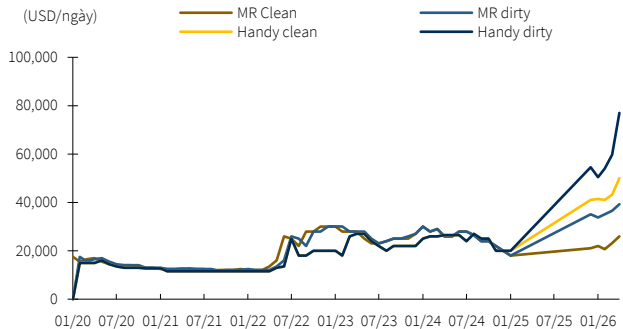
Nguồn: BIMCO, KBSV

Biểu đồ 180. Giá cước định hạn tàu dầu thô 2020-2026 (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 181. Giá cước định hạn tàu dầu thành phẩm 2020-2026 (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

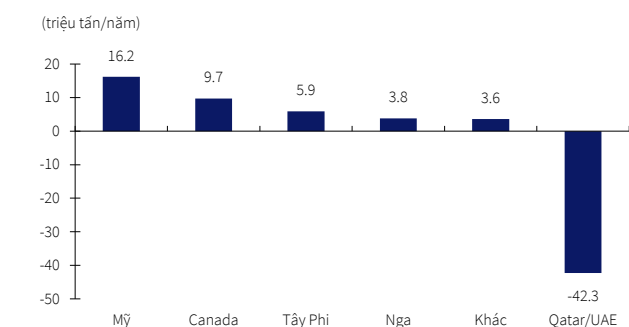
[Trung nguồn] Giá LNG duy trì ở mặt bằng cao do nguồn cung hạn chế và nhu cầu tái bổ sung tồn kho

Chúng tôi kỳ vọng giá LNG sẽ duy trì ở mức cao hơn tương đối so với giai đoạn trước chiến tranh trong nửa cuối năm 2026, trong bối cảnh thị trường LNG toàn cầu tiếp tục chịu áp lực từ nguồn cung hạn chế. Theo dự báo của Rystad Energy, thị trường LNG năm 2026 có thể thiếu hụt khoảng 16 triệu tấn, với nhu cầu đạt 436 triệu tấn trong khi nguồn cung chỉ đạt khoảng 420 triệu tấn, do nguồn cung bổ sung chưa đủ bù đắp phần thiếu hụt của các cơ sở hạ tầng tại Trung Đông bị tàn phá bởi chiến tranh.

Về phía cung, Qatar tiếp tục là yếu tố then chốt của thị trường LNG toàn cầu. Theo QatarEnergy, các thiệt hại đối với cơ sở hạ tầng LNG đã làm gián đoạn khoảng 12.8 triệu tấn LNG mỗi năm, tương đương khoảng 17% công suất xuất khẩu LNG của nước này trong thời gian dự kiến từ 3–5 năm. Theo Bloomberg, sản lượng từ các dự án LNG mới tại Bắc Mỹ được đánh giá là chưa đủ để bù đắp hoàn toàn phần nguồn cung bị thiếu hụt từ Qatar và UAE (Biểu đồ 182).

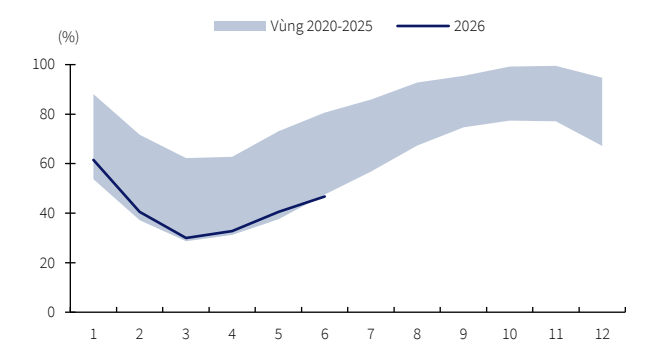
Về phía cầu, châu Âu và châu Á tiếp tục là hai động lực tiêu thụ LNG lớn nhất. Theo Quy định Dự trữ Khí đốt (EU/2022/1032), các quốc gia thành viên EU phải đảm bảo mức lấp đầy kho chứa khí (gas storage) đạt tối thiểu 80% trước mùa đông hàng năm nhằm đảm bảo an ninh năng lượng. Tính đến ngày 22/06/2026, mức tồn kho khí của EU mới đạt khoảng 46% công suất lưu trữ, mức thấp nhất trong vòng 6 năm (Biểu đồ 183). Điều này đồng nghĩa với việc khu vực này sẽ cần tiếp tục nhập khẩu khoảng 35.7 tỷ Sm³ khí (tương đương 26 triệu tấn LNG) trong những tháng tới để hoàn thành mục tiêu dự trữ trước mùa sưởi ấm. Tại châu Á, khu vực này đã nhập khẩu khoảng 82% lượng LNG xuất khẩu của Qatar trong năm 2025. Do đó, bất kỳ sự gián đoạn nào từ Qatar đều làm thắt chặt nguồn cung LNG tại châu Á, ít nhất cho đến khi hoạt động vận tải năng lượng qua Eo biển Hormuz trở lại trạng thái bình thường.

Biểu đồ 182. Dự báo thay đổi nguồn cung LNG 2026 (triệu tấn/năm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 183. Tỷ lệ dự trữ khí đốt của EU (%)



Nguồn: GIE (Gas Infrastructure Europe), KBSV

[Trung nguồn] Thị trường khí LNG nội địa có thể phải chịu nhiều áp lực về chi phí đầu vào trong năm 2026

Mặt bằng giá LNG quốc tế duy trì ở mức cao sẽ gây áp lực lên chi phí đầu vào của thị trường LNG Việt Nam trong phần còn lại của năm 2026, trong bối cảnh Việt Nam vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nguồn LNG nhập khẩu theo các hợp đồng giao ngay.

Ở trong nước, Chính phủ đã ban hành Nghị định 56/2025/NĐ-CP và Nghị định 100/2025/NĐ-CP nhằm hoàn thiện cơ chế chuyển giá LNG vào giá điện (pass-through) và cơ chế sản lượng hợp đồng (Qc) cho các dự án điện khí LNG. Các chính sách này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giảm thiểu tác động của biến động giá LNG toàn cầu đối với hiệu quả vận hành và khả năng thu hồi chi phí của các nhà máy điện LNG.

[Hạ nguồn] Mặt bằng crack spread ở vùng cao được duy trì

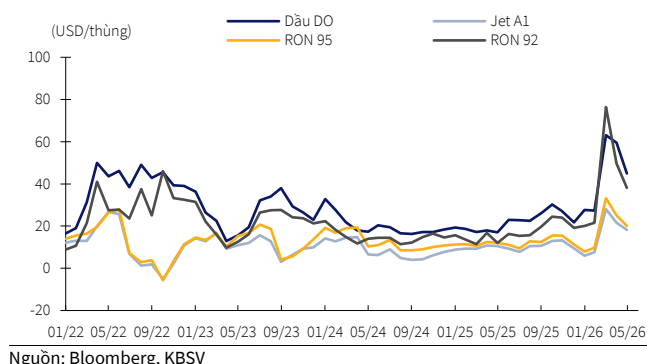
Crack spread đã điều chỉnh đáng kể từ vùng đỉnh thiết lập trong tháng 3 nhưng vẫn duy trì cao hơn mức trước khi xung đột Trung Đông bùng phát (Biểu đồ 184). Chúng tôi kỳ vọng crack spread sẽ tiếp tục duy trì ở mặt bằng cao trong nửa cuối năm 2026, phản ánh sự thắt chặt của thị trường dầu thành phẩm.

Về phía cung, các cơ sở lọc dầu tại Trung Đông bị ảnh hưởng bởi chiến sự được dự báo sẽ cần một khoảng thời gian đáng kể để khôi phục hoạt động, ít nhất đến đầu năm 2027. Bên cạnh đó, các nhà máy lọc dầu tại châu Á chỉ có thể đưa công suất vận hành trở lại mức bình thường khi nguồn cung dầu thô đầu vào được cải thiện, tức là sau khi các dòng chảy thương mại và thị trường dầu thô toàn cầu phục hồi về trạng thái trước chiến tranh. Ngoài ra, tồn kho các sản phẩm dầu thành phẩm tại Singapore đang neo ở vùng thấp cũng là một yếu tố khác hỗ trợ crack spread. Do đó, chúng tôi dự báo nguồn cung dầu thành phẩm sẽ phục hồi chậm trong nửa còn lại của 2026.

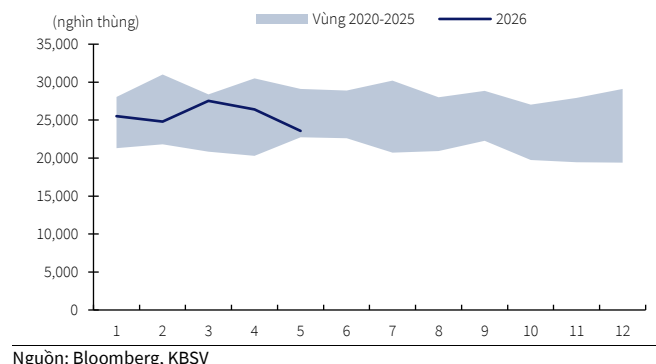
[Hạ nguồn] Chính sách xuất khẩu của Trung Quốc là yếu tố rủi ro đối với crack spread khu vực

Một yếu tố cần theo dõi là chính sách xuất khẩu dầu thành phẩm của Trung Quốc. Kể từ tháng 3, Trung Quốc đã áp dụng các biện pháp hạn chế xuất khẩu do lo ngại rủi ro thiếu hụt nguồn cung năng lượng trong nước dưới tác động của căng thẳng tại Trung Đông. Tuy nhiên, nhu cầu tiêu thụ nội địa vẫn tương đối yếu, dẫn đến lượng tồn kho dầu thành phẩm gia tăng. Trong trường hợp Trung Quốc nới lỏng các hạn chế hiện tại và cho phép xuất khẩu trở lại với quy mô lớn hơn, nguồn cung này có thể gây áp lực thu hẹp crack spread tại châu Á.

Biểu đồ 184. Crack spread các sản phẩm lọc dầu (USD/thùng)



Biểu đồ 185. Diễn biến tồn kho middle và light distillates tại châu Á (nghìn thùng)

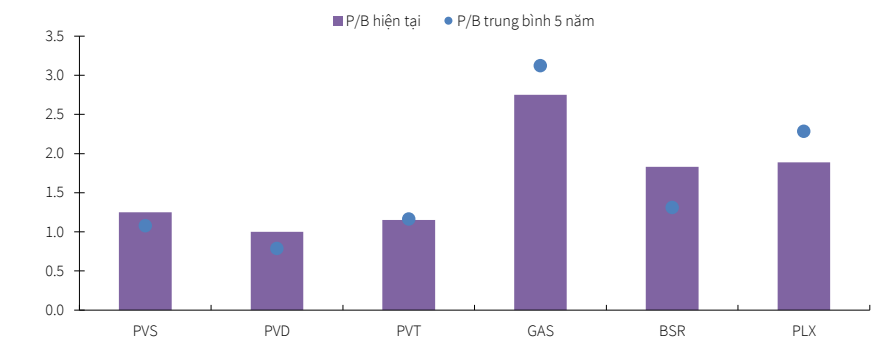


**Định giá ở vùng cao so với lịch sử,
phản ánh tiềm năng
tăng trưởng trong 2026**

Định giá P/B của đa số doanh nghiệp dầu khí đã bằng hoặc vượt mức trung bình 5 năm, ngoại trừ GAS và PLX vẫn giao dịch dưới ngưỡng này.

Chúng tôi đánh giá dư địa tái định giá của nhóm cổ phiếu dầu khí không còn nhiều khi mặt bằng P/B hiện tại đã tương đương P/B trung bình 5 năm. Đối với phân khúc thượng nguồn, động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ khối lượng công việc lớn tại các dự án dầu khí trọng điểm, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và backlog cho các doanh nghiệp dịch vụ dầu khí. Trong khi đó, kết quả kinh doanh của nhóm trung và hạ nguồn sẽ phụ thuộc đáng kể vào diễn biến của giá cước vận tải, giá bán đầu ra và crack spread.

Biểu đồ 186. Tương quan P/B hiện tại của các doanh nghiệp dầu khí so với mức trung bình 5 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Phụ lục 1. Mức độ thiệt hại và thời gian sửa chữa ước tính đối với các cơ sở hạ tầng năng lượng tại Trung Đông

Cơ sở	Quốc gia	Mức độ	Loại tài sản	Mức độ cần sửa chữa	Thời gian sửa chữa
Ras Laffan	Qatar	Cao	LNG + Nhà máy lọc dầu	Rất cao	Rất dài
South Pars (cụm mỏ)	Iran	Cao	Mỏ khí ngoài khơi	Rất cao	Rất dài
Nhà máy lọc dầu Sitra	Bahrain	Cao	Nhà máy lọc dầu	Cao	Dài
Pearl GTL	Qatar	Trung bình	Cơ sở hạ nguồn	Cao	Dài
Nhà máy lọc dầu Tehran	Iran	Trung bình	Nhà máy lọc dầu	Trung bình	Trung bình
Mỏ khí Shah	UAE	Trung bình	Mỏ khí trên bờ	Trung bình	Trung bình
Kho dầu Shahrhan	Iran	Trung bình	Cơ sở hạ nguồn	Thấp	Trung bình
Kho dầu Shahid Dolat Oil Depot	Iran	Trung bình	Cơ sở hạ nguồn	Thấp	Trung bình
Kho dầu Shahr-e Rey Oil Depot	Iran	Trung bình	Cơ sở hạ nguồn	Thấp	Trung bình
Nhà máy lọc dầu Lanaz	Iraq	Trung bình	Nhà máy lọc dầu	Thấp	Trung bình
Nhà máy lọc dầu Ruwais	UAE	Trung bình	Nhà máy lọc dầu	Thấp	Ngắn
Bab & Habshan	UAE	Thấp	Mỏ khai thác khí và xử lý khí	Rất thấp	Ngắn
Nhà máy lọc dầu Haifa	Israel	Thấp	Nhà máy lọc dầu	Rất thấp	Ngắn

Nguồn: Rystad Energy, KBSV

Phụ lục 2. Tiến độ các dự án dầu khí trọng điểm tại Đông Nam Á

Dự án	Quốc gia	Nhà điều hành	FID ban đầu	FID mới	Loại mỏ	Chi phí phát triển (tỷ USD)	Sản lượng đỉnh (nghìn thùng/ngày)	Trữ lượng (triệu thùng)	Yếu tố thúc đẩy nhanh FID
Northern Hub IDD	Indonesia	Eni	4Q2026	1Q2026 *	Khí	11.6	195	1,027	- Giá dầu cao và định giá doanh nghiệp hấp dẫn trước hoạt động M&A. - Tiềm năng xuất khẩu LNG ngắn hạn trước khi nhu cầu trong nước tăng mạnh.
Southern Hub IDD	Indonesia	Eni	4Q2026	1Q2026 *	Khí	3.5	108	640	
Hải Sư Vàng	Việt Nam	Murphy Oil	1Q2030	4Q2028	Dầu	3.5	95	350	- Giá dầu toàn cầu duy trì ở mức cao. - Thành công của giếng thăm lượng HSV-2X.
Megah	Malaysia	Petronas	2Q2029	3Q2028	Dầu	3.0	70	250	- Giá dầu toàn cầu cao. - Khả năng tích hợp với phát hiện Tepat.
Kenyalang Cluster	Malaysia	TotalEnergies	4Q2028	1Q2028	Khí	2.0	60	220	- Là dự án trọng điểm trong danh mục sau các thương vụ M&A tại Malaysia.
Sakakemang	Indonesia	MedcoEnergi	2Q2027	4Q2026	Khí	0.45	13.5	60	- Điều chỉnh thiết kế nâng công suất. - Hoạt động M&A gần đây và khả năng kết nối với cơ sở Sumban.
Bussabong	Thái Lan	PTTEP	4Q2026	2Q2026	Dầu	0.13	10	17	- Đẩy nhanh phát triển mỏ nhằm phục vụ nhu cầu khí từ các lô G3/65 và đáp ứng nhu cầu trong nước.
Wassana	Thái Lan	Valeura Energy	2Q2025	2Q2025 **	Khí	0.12	7.5	17	- Đẩy nhanh phát triển nhằm đưa dự án vào vận hành từ 4Q2026. - Giá dầu toàn cầu ở mức cao.

Nguồn: Rystad Energy, KBSV

CTCP TCT Khí Việt Nam (GAS)

Động lực tăng trưởng từ khí khô và LNG

16/06/2026

Chuyên viên phân tích Trần Thị Ngọc Quỳnh

quynhntn@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

Kết quả kinh doanh 1Q2026 có sự cải thiện nhờ căng thẳng địa chính trị ở Trung Đông

Doanh thu Q1/2026 tăng trưởng tích cực 48% YoY, chủ yếu nhờ (1) giá bán khí tăng từ đầu tháng 3/2026 và (2) tăng trưởng từ hoạt động trading LNG/LPG quốc tế. Trong khi đó, LNST-CDTS tăng chậm hơn, ở mức 7% YoY, do áp lực tăng của chi phí giá vốn hàng bán từ hoạt động trading, khiến biên lợi nhuận gộp của 2 mảng chủ lực khí khô và LNG/LPG lần lượt giảm -7.4/-2.3 ppts svck.

Giá dầu neo cao hỗ trợ biên lợi nhuận các mỏ hiện hữu, song các nguồn khí mới với chi phí khai thác cao có thể làm thu hẹp biên lợi nhuận mảng khí khô

Giá dầu duy trì ở mặt bằng cao sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận tại các mỏ khí hiện hữu của GAS nhờ cơ chế giá bán tham chiếu dầu. Trong khi đó, các dự án khí mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng và doanh thu nhưng có giá miêng giếng cao hơn đáng kể, làm thu hẹp chênh lệch giữa giá bán và giá mua khí đầu vào. Do đó, biên lợi nhuận mảng khí khô có thể chịu áp lực khi tỷ trọng khí từ các mỏ mới gia tăng trong trung và dài hạn.

LNG trở thành động lực tăng trưởng doanh thu mới, đồng thời hợp đồng dài hạn với Shell giúp giảm thiểu rủi ro biến động giá đầu vào

LNG đang trở thành động lực tăng trưởng mới của GAS khi doanh thu mảng này tăng mạnh 300.9% YoY trong năm 2025. Trong bối cảnh giá LNG thế giới duy trì ở vùng cao do gián đoạn nguồn cung và nhu cầu nhập khẩu gia tăng, việc GAS ký hợp đồng LNG dài hạn đầu tiên với Shell giúp đảm bảo nguồn cung ổn định, đồng thời giảm thiểu rủi ro biến động giá đầu vào so với việc phụ thuộc hoàn toàn vào thị trường giao ngay.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 83,200 VND/cổ phiếu

Kết hợp 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu GAS, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 83,200 VND/cổ phiếu, tương ứng mức upside 1.7% so với giá đóng cửa ngày 16/06/2026.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND 83,200
Tăng/giảm (%)	1.7%
Giá hiện tại (16/06/2026)	VND 81,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 97,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	199.1/7.7

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	103,604	135,197	176,408	186,453
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	12,042	13,125	15,868	14,589
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	10,398	11,414	13,579	12,826
EPS (VND)	4,354	4,647	5,528	5,222
Tăng trưởng EPS (%)	-12.4	6.7	19.0	-5.5
P/E (x)	18.8	17.6	15.1	15.6
P/B (x)	3.2	3.0	2.7	2.4
ROE (%)	17.2	17.1	18.0	15.3
Tỷ suất cổ tức (%)	7.2	2.5	2.4	2.5

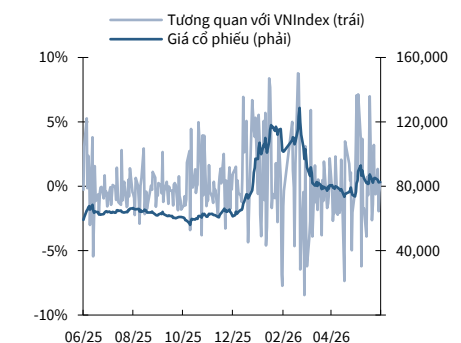
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	5.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	177.4/6.8
Sở hữu nước ngoài (%)	2.1%
Cổ đông lớn	PVN (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7.8	-14.5	19.0	23.3
Tương đối	10.4	-15.0	29.9	39.3



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)

Biên lọc dầu phục hồi trong ngắn hạn

07/05/2026

Chuyên viên phân tích Trần Thị Ngọc Quỳnh
(+84) 24-7303-5333
quynhhtn@kbsec.com.vn

Doanh thu và LNST-CĐTS 1Q2026 tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt đạt 44%/1,973% yoy

Trong quý 1/2026, doanh thu của BSR tăng trưởng chủ yếu nhờ giá nhiên liệu tăng mạnh trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung từ xung đột Trung Đông. LNST-CĐTS tăng 1,973% yoy, phản ánh đà tăng crack spread của bốn sản phẩm chủ lực do tình trạng thiếu hụt nguồn cung trên thị trường.

Mở rộng biên lợi nhuận trong ngắn hạn

Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực đối với BSR trong ngắn hạn nhờ hưởng lợi từ việc thắt chặt nguồn cung dầu thô và sản phẩm lọc do xung đột tại Trung Đông.

Biên lợi nhuận trung hạn đối mặt áp lực tái cân bằng cung – cầu

Triển vọng lợi nhuận trung và dài hạn của BSR đối mặt với rủi ro thu hẹp khi cấu trúc cung – cầu toàn cầu dần bớt thắt chặt. Áp lực giảm crack spread có thể gia tăng nhờ kế hoạch nâng sản lượng của UAE sau khi rời OPEC, cùng với việc Trung Quốc nối lại xuất khẩu xăng dầu trong bối cảnh nhu cầu nội địa suy yếu và tồn kho sản phẩm chưng cất nhẹ tại châu Á duy trì ở mức cao.

Động lực tăng trưởng cốt lõi từ Dự án Nâng cấp Mở rộng (NCMR)

BSR khẳng định vị thế trụ cột trong an ninh năng lượng quốc gia với khả năng vận hành ổn định mức 110-120% công suất thiết kế. Dự án NCMR là yếu tố then chốt giúp nâng công suất lên 171,000 thùng/ngày (tương đương 116% công suất hiện tại), đồng thời tạo bước ngoặt tối ưu chi phí nhờ khả năng linh hoạt chuyển đổi sang các nguồn dầu chưa và dầu nặng giá rẻ.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu VND 25,100/cổ phiếu

Kết hợp 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu BSR chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu VND 25,100/cổ phiếu, tương ứng mức downside -6.0% so với giá đóng cửa ngày 06/05/2026.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND25,100
Tổng mức sinh lời (%)	-6.0%
Giá hiện tại (06/05/2026)	VND26,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND29,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	133,695/5.1

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ free-float (%)	8.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	547.6/20.8
Sở hữu nước ngoài (%)	1.4%
Cổ đông lớn (%)	PVN (92.1%)

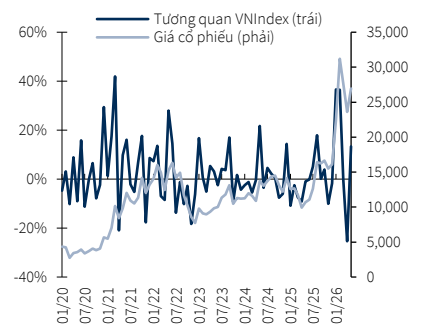
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.4	2.4	10.0	16.8
Tương đối	1.5	9.6	59.2	168.3

Dự phóng LQLD & định giá

Năm tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	123,027	141,582	194,178	128,220
EBIT (tỷ VND)	-722	4,538	10,393	3,388
LN sau CĐTS (tỷ VND)	631	5,214	10,655	4,543
EPS (VND)	203	1,040	1,702	726
Thay đổi EPS (%)	-92.7	412.3	63.7	-57.4
P/E (x)	123.6	24.1	14.7	34.6
P/B (x)	1.4	2.1	1.8	1.7
ROE (%)	1.1	8.6	15.2	6.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.7	0.8	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.