

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC QUÝ 4 2026

CTCP Chứng khoán BIDV – T10/2026



MỤC LỤC

01 Tổng quan

9T2026 Mức độ tập trung cao tại một số nhóm cổ phiếu	#03
Q4.2026 – 2027 Thanh khoản vẫn là yếu tố theo dõi chính	#07
Chiến lược đầu tư Ưu tiên cổ phiếu tăng trưởng từ động lực nội địa với định giá rẻ/ hợp lý	#12

02 Triển vọng ngành

Ngân hàng	#21
Điện – Đạm – Khí	#32
Vật liệu xây dựng – Bất động sản	#41
Xuất khẩu – Logistics – Bán lẻ	#62

03 Khuyến cáo	#73
-------------------------------	-----



NHÌN LẠI 9T2026

MỨC ĐỘ TẬP TRUNG CAO TẠI
MỘT SỐ NHÓM CỔ PHIẾU

Diễn biến thị trường chứng khoán tập trung vào một số ít cổ phiếu

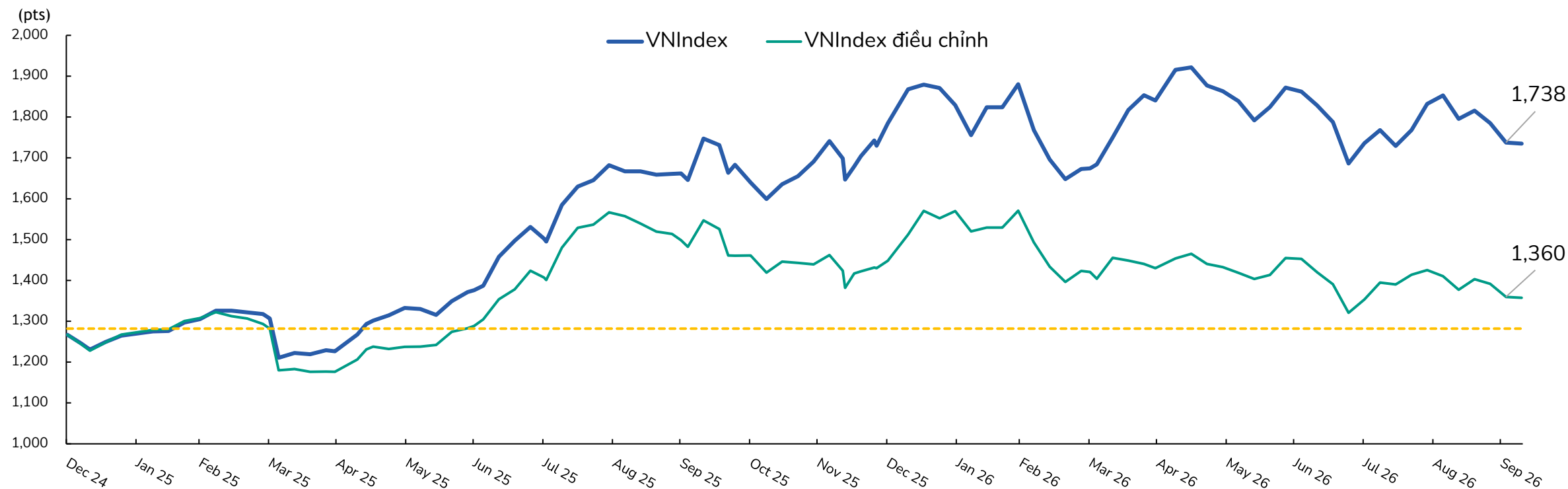
Nhìn lại Q3.2026: Trong Q3.2026, có hai sự kiện lớn chủ yếu ảnh hưởng lên thị trường:

+ Tại quốc tế, chiến tranh Iran bất ngờ trở nên căng thẳng và kéo dài hơn dự kiến (thay vì kỳ vọng hạ nhiệt dần trong Q3.2026) khiến giá dầu quay trở lại mức cao (có lúc vượt mức 100 USD/thùng), ảnh hưởng đến lạm phát chi phí đẩy

+ Tại nội địa, Việt Nam chính thức được nâng hạng lên thị trường mới nổi với kỳ vọng dòng tiền bị động sẽ đạt 1.4 tỷ USD theo 4 chặng chuyển đổi.

Tuy nhiên, nếu nhìn vào các tiêu chí quan trọng (tăng trưởng lợi nhuận, định giá và thanh khoản), thì không có quá nhiều sự thay đổi so với báo cáo trước: (i) lợi nhuận Q2.2026 ghi nhận mức tăng 50% (ii) định giá tiếp tục ở mức thấp trong lịch sử (do giá cổ phiếu không có nhiều biến động) (iii) thanh khoản vẫn thiếu hụt dù có cải thiện so với Q2.2026.

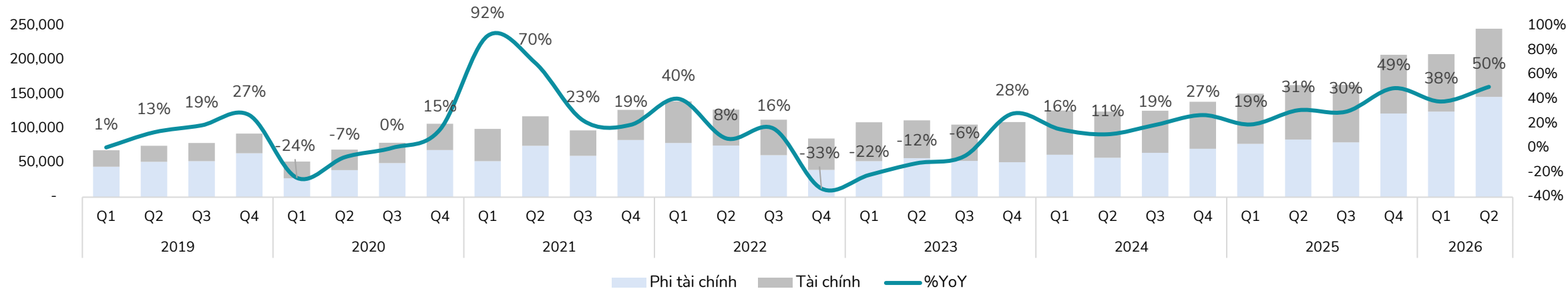
Biểu đồ: Tính đến 09/10, chỉ số VnIndex đạt mức 1,735 điểm (-2.8% YTD), chỉ số VnIndex_loại các cổ phiếu nhóm Vingroup đạt mức 1,357, (-6.2% YTD) cho thấy tình hình đà tăng của thị trường tập trung vào một số lượng ít nhóm cổ phiếu vẫn diễn ra, tương tự với tình hình của năm 2025 (năm 2025: chỉ số VnIndex tăng 40.9%, chỉ số VnIndex_loại cổ phiếu nhóm Vingroup tăng 14.3%).



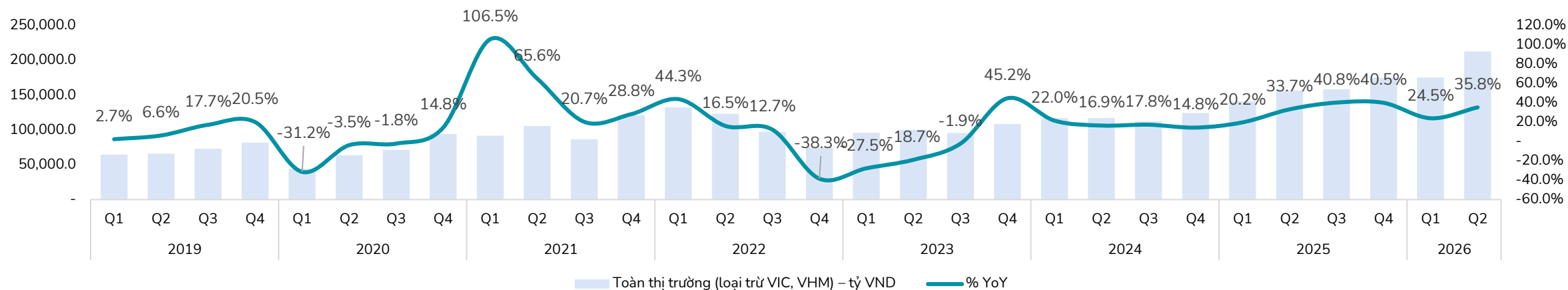


Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của thị trường vẫn tích cực

% YoY Tăng trưởng LNST toàn thị trường

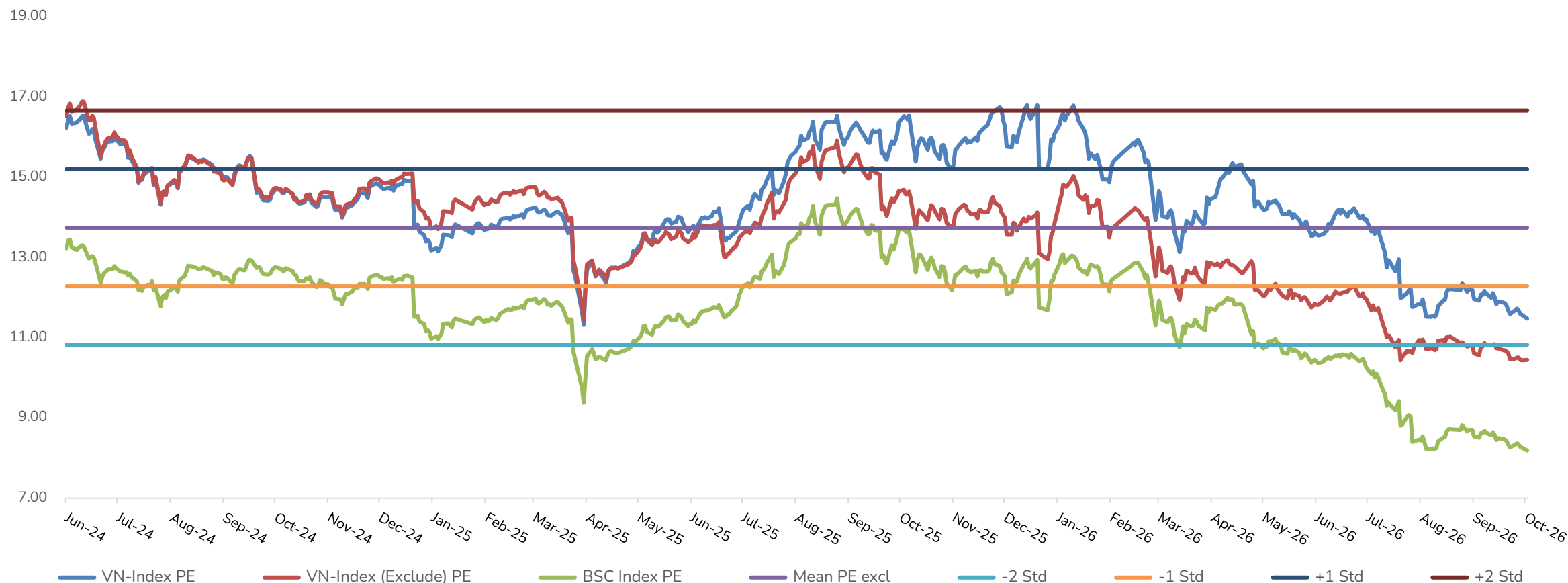


% YoY Tăng trưởng LNST toàn thị trường (loại trừ VIC VHM)



Đánh giá của BSC: Mặc dù diễn biến của thị trường (không tính cổ phiếu thuộc Vingroup) không mấy tích cực, nhưng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận 5 quý gần nhất vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng khả quan, đặc biệt Q2.2026 ghi nhận mức tăng trưởng đến 50% YoY toàn thị trường.

Định giá Vnindex_exclude đang ở mức rẻ 12.0x lần, tương đương -2 lần độ lệch chuẩn



Nguồn: BSC Research,

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 27/07/2026

PE TTM
10.8x

MEAN
14.0x

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 12/10/2026

PE TTM
10.5x

MEAN
13.7x

Đánh giá của BSC:

So với báo cáo trước, PE TTM của Vn-index exclude giảm nhẹ xuống 10.5, so với mức 10.8; cho thấy diễn biến đa phần của các cổ phiếu trên thị trường không khả quan trong Q3.2026.

Chú giải:

- P/E Vn-index_500 STOCKS: >500 mã chiếm trên 90% tỷ trọng vốn hoá.
- P/E Vn-index exclude: loại trừ đóng góp các mã VHM, VIC, VRE, VPL
- P/E BSC's Universal: Top 87 cổ phiếu BSC cover chiếm khoảng 67% tỷ trọng vốn hoá VN-Index



TRIỂN VỌNG Q4.2026 – 2027

YẾU TỐ KHÓ KHĂN DẪN CẢI THIỆN

BSC cho rằng với (i) tăng trưởng lợi nhuận 2027F kỳ vọng đạt 12% YoY (ii) định giá Vn-index (loại VIC/VHM) FW 2027 kỳ vọng đạt 9.5 (chiết khấu 30% so với trung vị 3 năm) và (iii) Xác suất lãi suất hạ trong năm 2027 đang tăng cao hơn so với báo cáo trước, **BSC tiếp tục cho rằng đây là thời điểm hợp lý để phân bổ cổ phiếu trong trung và dài hạn.**

Đối với chiến lược phân bổ ngành,

- **Ưu tiên:** BSC tiếp tục ưa thích chính các ngành/cổ phiếu đi cùng với mức tăng trưởng nội địa và định giá rẻ/hợp lý (ngân hàng, bán lẻ, vật liệu xây dựng).
- **Không ưu tiên:** BSC không ưu tiên các ngành/ cổ phiếu qua đỉnh lợi nhuận, liên quan đến rủi ro pháp lý
- **Điều thay đổi so với báo cáo trước:** BSC tích cực hơn đối với (i) Vật liệu xây dựng: nâng lên thành nhóm ngành trọng tâm khi kỳ vọng tốc độ giải ngân trong 2027 tăng mạnh ở cả Hà Nội và Hồ Chí Minh (ii) Xuất nhập khẩu khi kỳ vọng các thông tin sơ bộ về hiệp định thương mại đang cho thấy dấu hiệu khả quan. Ở chiều ngược lại, BSC hạ quan điểm đối với ngành Bất động sản nhà ở khi triển vọng bán hàng của đa phần các chủ đầu tư (trừ VHM) chưa khả quan. Tuy nhiên, cổ phiếu nhóm Bất động sản nhà ở đang giao dịch ở mức rất rẻ, nên BSC cho rằng khi có yếu tố thay đổi thực tế về lãi suất, giá cổ phiếu sẽ phản ứng lại.

Tăng trưởng lợi nhuận

- **Đánh giá chung:** 3/5
- **Tăng trưởng lợi nhuận BS universal:** kỳ vọng +26% YoY và +12% YoY trong FY2026 và FY2027. Trong đó, lợi nhuận chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.
- **Đánh giá của BSC:** Mặc dù mức tăng trưởng kỳ vọng của 2027F thấp hơn so với mức tăng của 2026, tuy nhiên, đây vẫn là mức khả quan khi xét nền lợi nhuận cao của 2026.

Định giá

- **Đánh giá chung:** 4/5
- **Định giá VN-index loại VIC/VHM:** PE TTM đạt 10.8, chiết khấu 23% so với trung vị là 14.2; giao dịch ở mức -2 lần độ lệch chuẩn. P/E FW 2027 kỳ vọng đạt 9.5.
- **Đánh giá của BSC:** BSC tiếp tục duy trì quan điểm đây là vùng định giá phù hợp để giải ngân cổ phiếu

Thanh khoản thị trường

- **Đánh giá chung:** 2/5
- **Thanh khoản trên TTCK:** Trong quý 3, tuy khối ngoại tiếp tục bán ròng (~18,000 tỷ VND) nhưng thu hẹp lại mức độ bán. Sang năm 2027, BSC kỳ vọng mức bán ròng sẽ giảm mạnh khi kỳ vọng có ~ 33,000 tỷ VND từ nâng hạng
- **Thanh khoản liên ngân hàng:** Trong quý 3, lãi suất vẫn neo ở mức cao nhưng không có đà tăng mạnh như 1H.2026.
- Sang năm 2027, BSC nhận thấy xác suất hạ lãi suất cao hơn báo cáo trước khi nhận thấy (i) mức độ quyết tâm của chính phủ tại VB 9608/NHNN – CSTT (ii) giảm mức độ “thiếu tiền” khi đẩy mạnh đầu tư công. Dù vậy, với những ngành đặc thù có nhu cầu vốn cao, lãi suất vẫn sẽ neo cao hơn mặt bằng chung.



TIÊU CHÍ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN: +26% FY2026 VÀ +12% FY 2027

Đánh giá của BSC

So với báo cáo trước (T7/2026), BSC nâng mức tăng trưởng lợi nhuận của năm 2026 lên 26% YoY (tăng 6% so với báo cáo trước) và của năm 2027 là 12% YoY.

Đối với năm 2027, trong BSC universe,

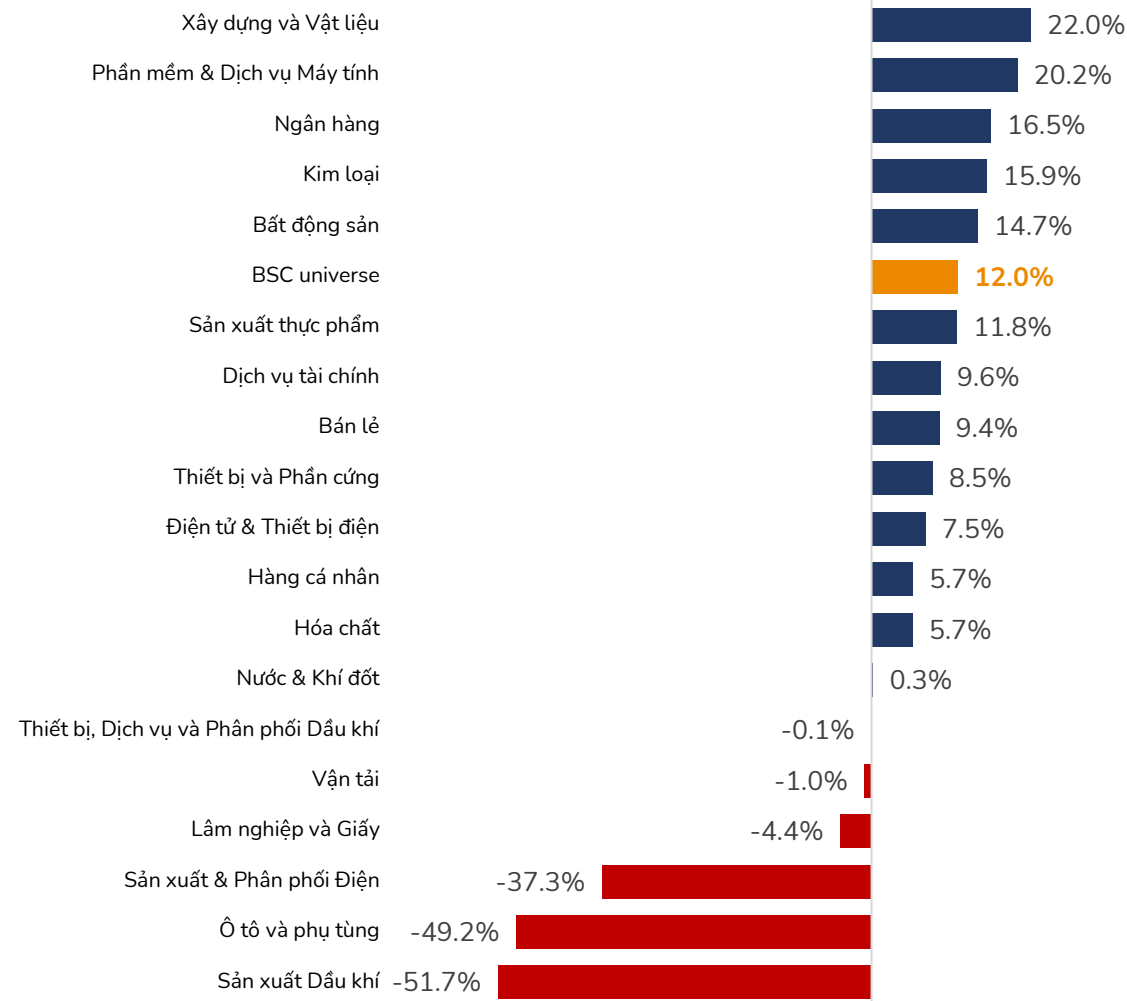
+ có 6/20 ngành kỳ vọng có mức tăng trưởng vượt trội so với mức tăng trưởng của BSC universe. Phần lớn các ngành gắn liền với tăng trưởng nội địa của Việt Nam (vd: xây dựng và vật liệu, kim loại, ngân hàng,..). Ngoài ra, có ngành Du lịch và Giải trí kỳ vọng tăng 450% (không vẽ trong biểu đồ) nhờ kỳ vọng HVN không lỗ trong năm 2027.

+ Có 8/20 ngành kỳ vọng có mức tăng trưởng dương nhưng thấp hơn mức tăng trưởng của BSC universe. Đáng chú ý, mặc dù ngành Bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn trung bình (9.4% so với 12%, chủ yếu do MWG), nhưng BSC vẫn ưu tiên MWG trong danh mục khi (i) mức định giá đã chiết khấu 8 – 9 lần (ii) chưa phản ánh hiệu quả khi Bách Hóa Xanh mở rộng.

+ Có 6/20 ngành kỳ vọng sẽ giảm NPATMI 2027 so với 2026, trong đó, mức giảm lớn nhất thuộc về Dầu khí (do BSR khi kỳ vọng mức crackspread đã qua mức đỉnh)

Lưu ý *: riêng Du lịch và Giải trí tăng 450% (chủ yếu do HVN), không có trong biểu đồ do tăng đặc biệt mạnh hơn so với các ngành khác

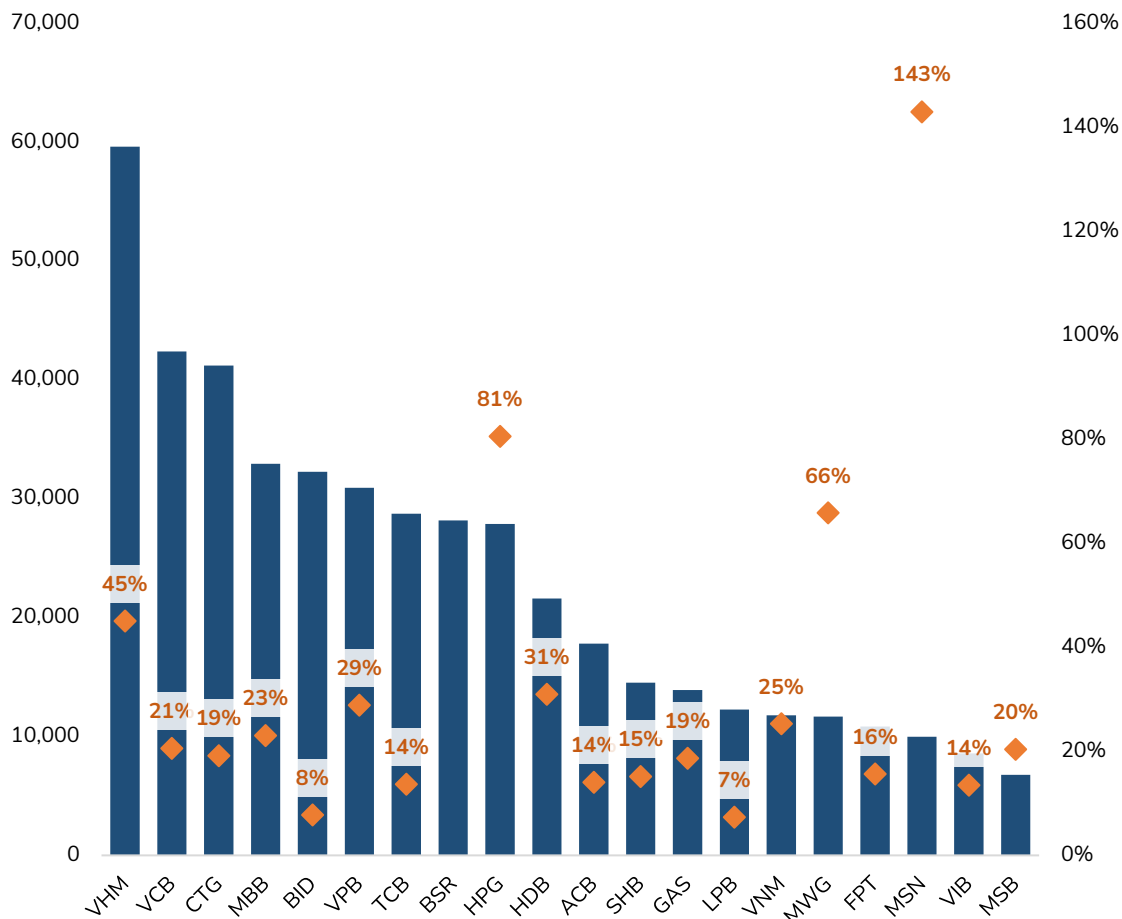
Tăng trưởng lợi nhuận 2027F theo ngành*



TIÊU CHÍ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN: +26% FY2026 VÀ +12% FY 2027

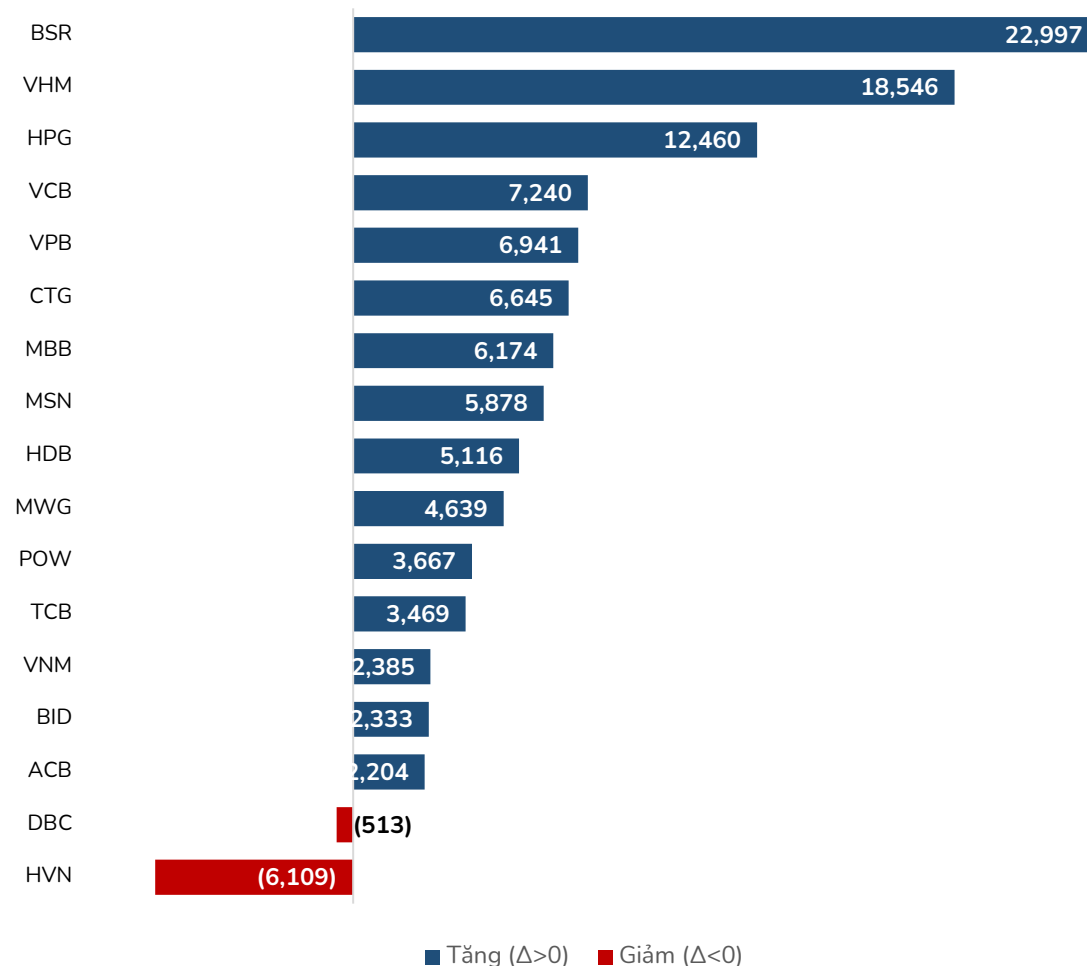
Dự phóng lợi nhuận 2026F – 2027F: So với báo cáo trước (T7/2026), BSC nâng mức tăng trưởng lợi nhuận của năm 2026 lên 26% YoY (tăng 6% so với báo cáo trước) và của năm 2027 là 12% YoY. Mặc dù tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của 2027 chậm dần, tuy nhiên, mức tăng trưởng 12% trên mức nền tăng trưởng cao của 2026 vẫn là một con số khả quan. Trong đó, ngành dự kiến tăng trưởng NPATMI mạnh nhất 2027F là: Hàng không, Bất động sản (trừ VHM),

Top 20 doanh nghiệp đóng góp lớn nhất vào tổng lợi nhuận ròng năm 2026



Lưu ý: riêng BSR tăng trưởng NPATMI 445%, vượt xa mức tăng trưởng của các cổ phiếu khác.

Top doanh nghiệp đóng góp vào mức tăng thêm của lợi nhuận toàn ngành 2026

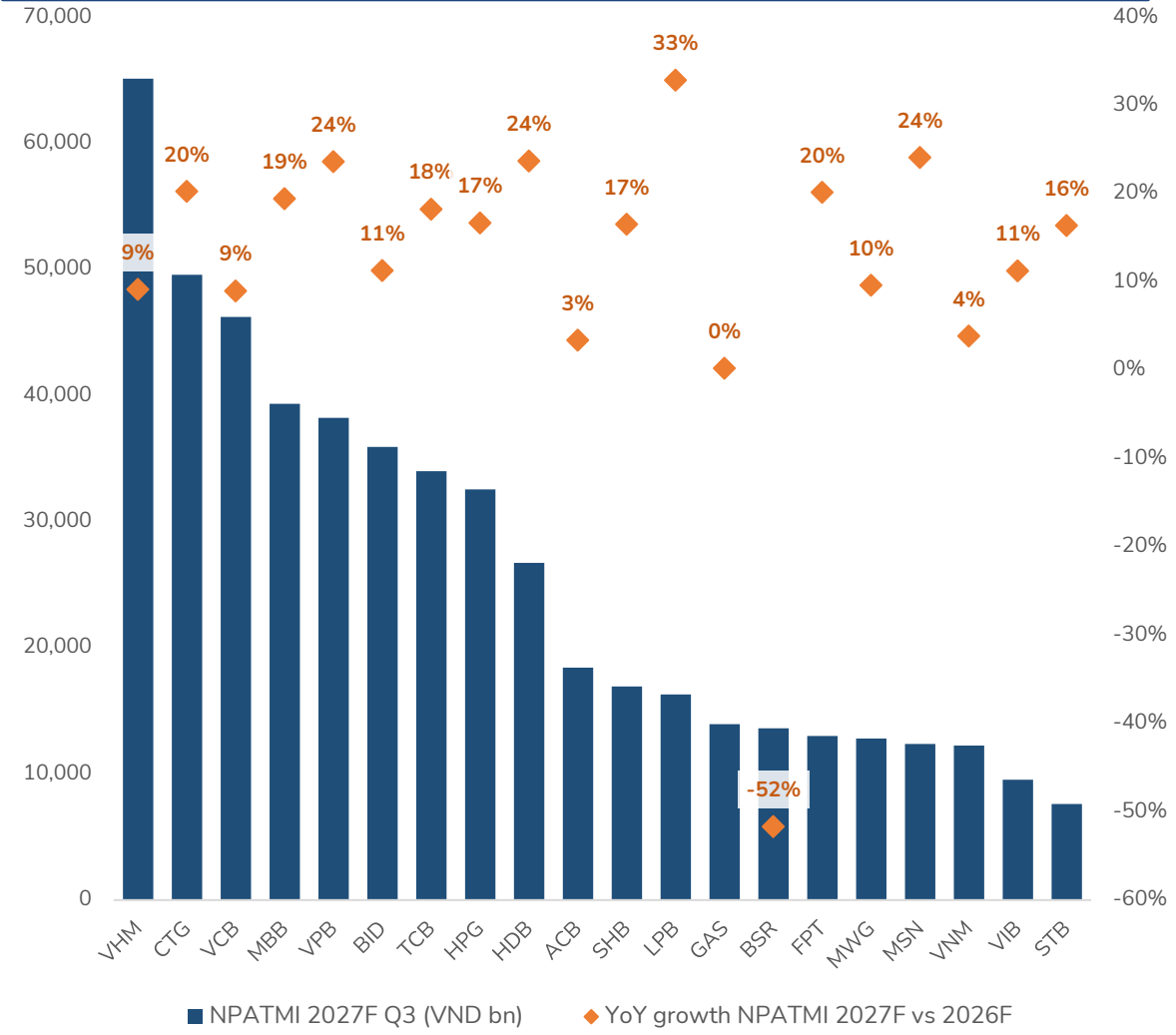




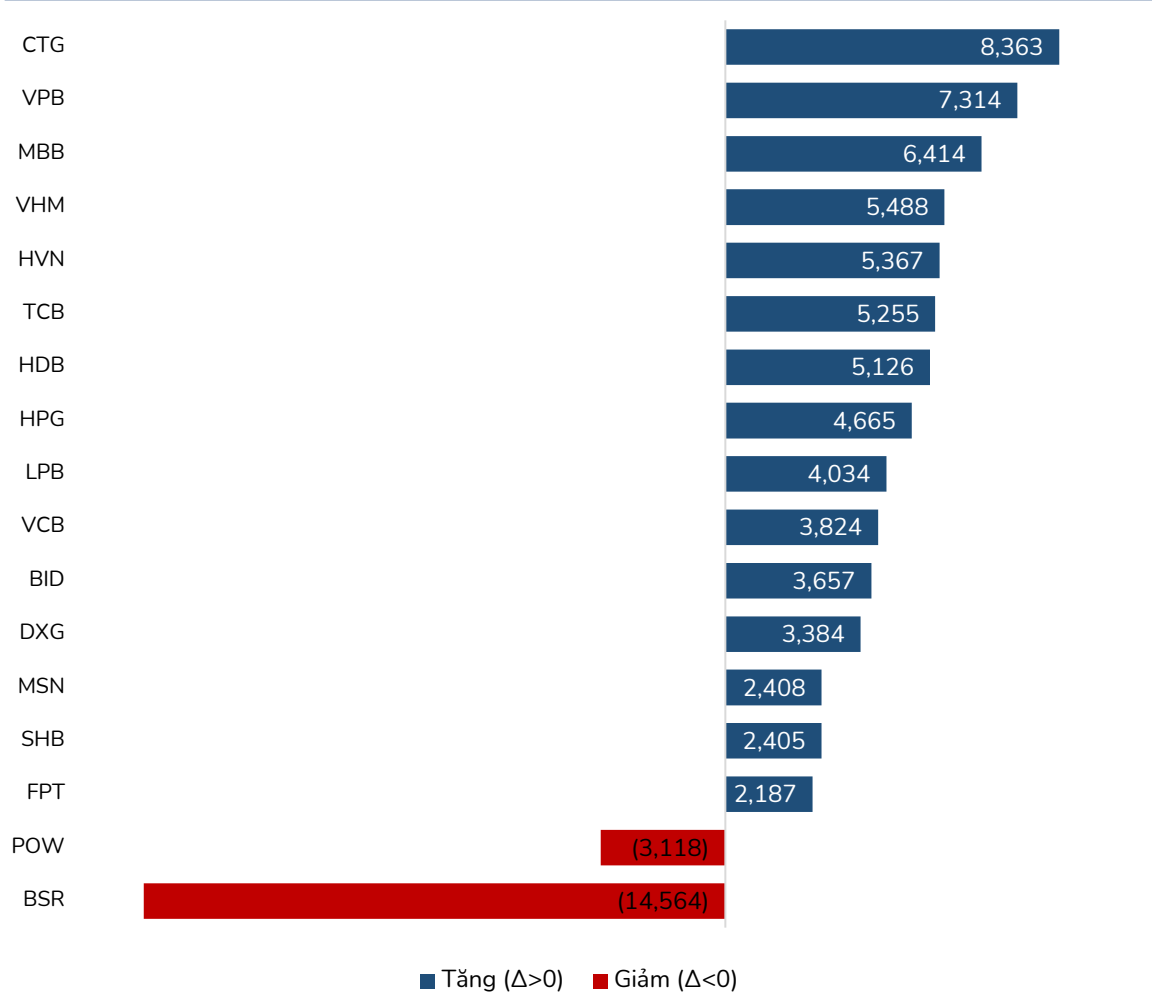
TIÊU CHÍ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN: +26% FY2026 VÀ +12% FY 2027

Dự phóng lợi nhuận 2026F – 2027F: So với báo cáo trước (T7/2026), BSC nâng mức tăng trưởng lợi nhuận của năm 2026 lên 26% YoY (tăng 6% so với báo cáo trước) và của năm 2027 là 12% YoY. Mặc dù tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của 2027 chậm dần, tuy nhiên, mức tăng trưởng 12% trên mức nền tăng trưởng cao của 2026 vẫn là một con số khả quan. Trong đó, ngành dự kiến tăng trưởng NPATMI mạnh nhất 2027F là: Hàng không, Bất động sản (trừ VHM),

Top 20 doanh nghiệp đóng góp lớn nhất vào tổng lợi nhuận ròng năm 2027

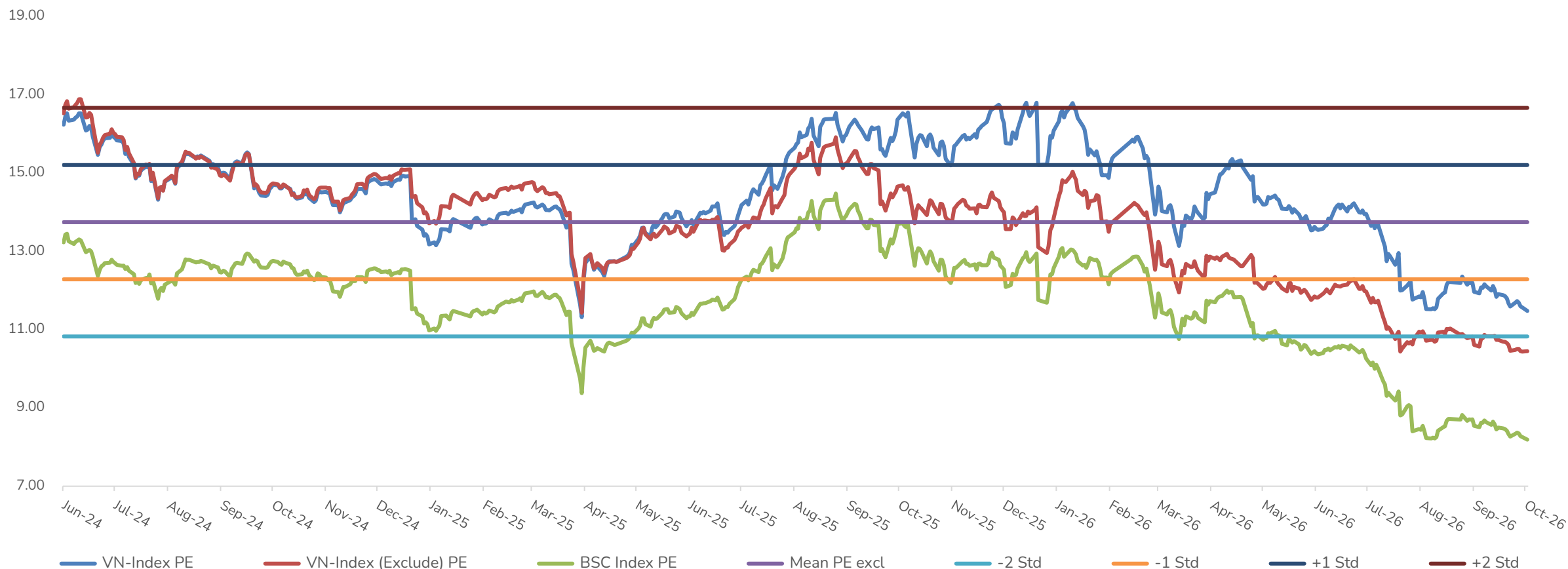


Top doanh nghiệp đóng góp vào mức tăng thêm của lợi nhuận toàn ngành 2027



■ Tăng ($\Delta > 0$) ■ Giảm ($\Delta < 0$)

Định giá Vnindex_exclude đang ở mức rẻ 12.0x lần, tương đương -2 lần độ lệch chuẩn



Nguồn: BSC Research,

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 27/07/2026

PE TTM
10.8x

MEAN
14.0x

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 12/10/2026

PE TTM
10.5x

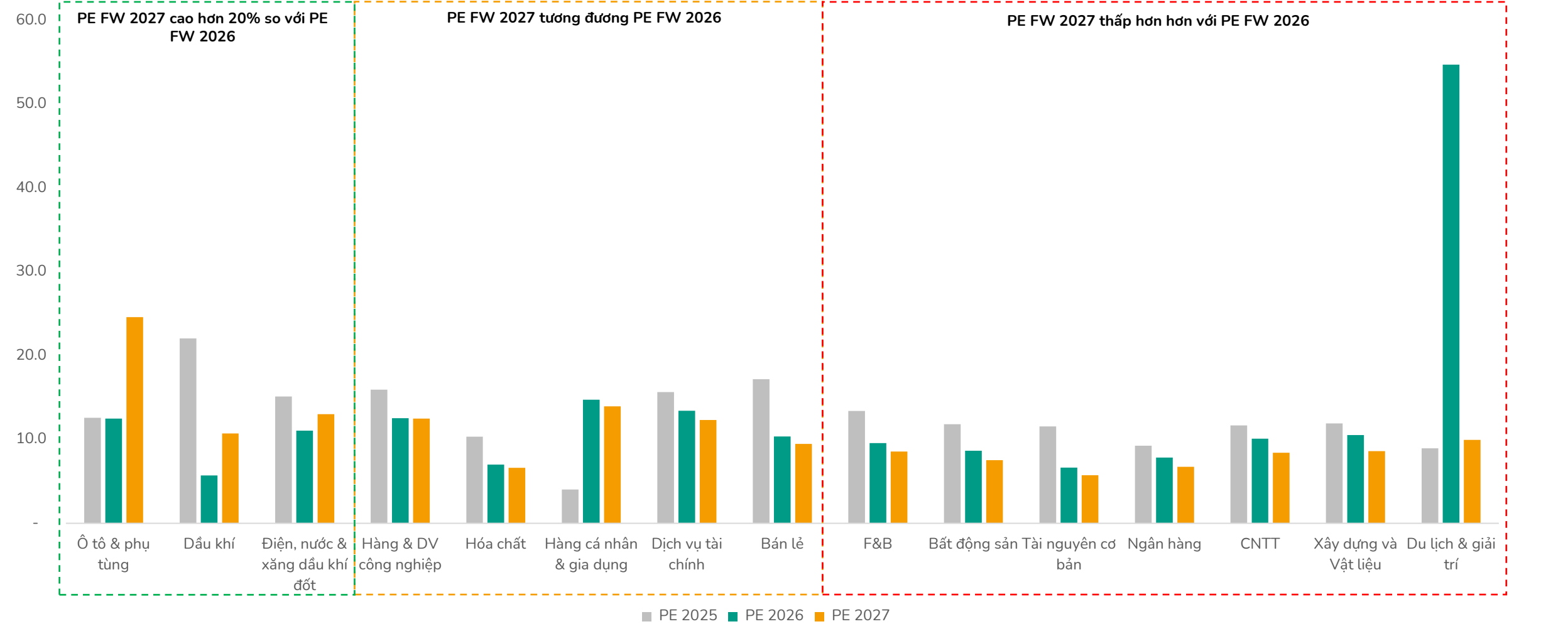
MEAN
13.7x

Đánh giá của BSC:

Với mức PE TTM là 10.5, PE FW 2027 là 9.5 (chiết khấu 30% so với mức PE trung bình), BSC nhận thấy đây là vùng giá rẻ để giải ngân cổ phiếu. Danh sách các cổ phiếu ưu tiên sẽ được đề cập từ slide 17.

Chú giải:

- P/E Vn-index_500 STOCKS: >500 mã chiếm trên 90% tỷ trọng vốn hoá.
- P/E Vn-index exclude: loại trừ đóng góp các mã VHM, VIC, VRE, VPL
- P/E BSC's Universal: Top 87 cổ phiếu BSC cover chiếm khoảng 67% tỷ trọng vốn hoá VN-Index



Tại ngày 16/10/2026:

- Số lượng ngành có PE fw 2027 thấp hơn PE fw 2026: 11/15 ngành
- Số lượng ngành có PE fw 2027 cao hơn PE fw 2026: 3/15 ngành

Tại ngày 16/10/2026:

- Ngành đang có chênh lệch lớn nhất giữa PE fw 2027 và PE fw 2026: Du lịch & giải trí
- Ngành đang có chênh lệch bé nhất giữa PE fw 2027 và PE fw 2026 : Hàng & DV công nghiệp



Thanh khoản 2027 kỳ vọng cải thiện so với năm 2026



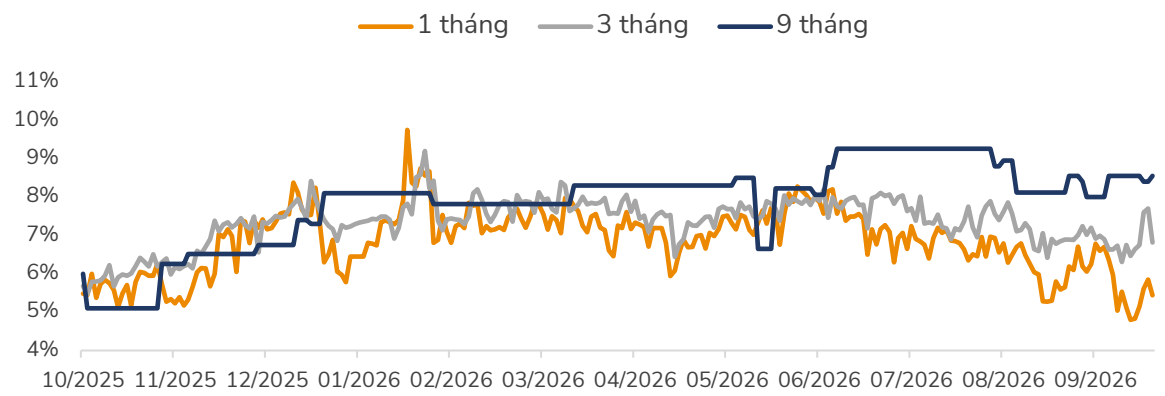
A. THỊ TRƯỜNG LIÊN NGÂN HÀNG

Cung cầu tín dụng trong năm 2027: kỳ vọng cải thiện

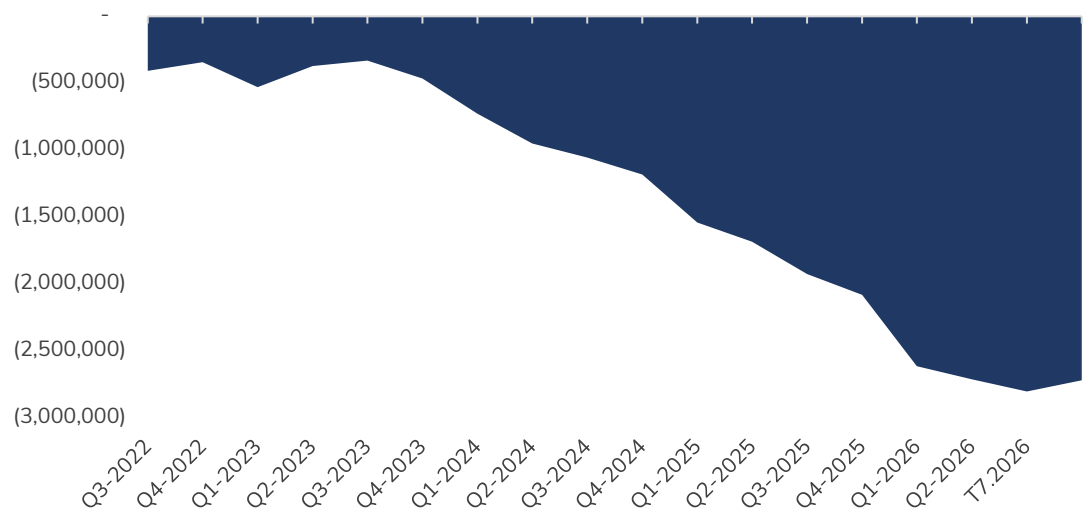
- Cầu tín dụng kỳ vọng vẫn sẽ tiếp tục cao do nhu cầu vốn lớn của các tập đoàn tư nhân
- Cung tín dụng kỳ vọng cải thiện dần khi (i) lãi suất gửi tiết kiệm hấp dẫn thu hút tiền gửi của người dân (quanh mức 8% – 10%) (ii) lãi suất liên ngân hàng hạ nhiệt trong Q3.2026 và kỳ vọng duy trì trong năm 2027 cho thấy áp lực huy động ngắn hạn bớt căng thẳng hơn

Lãi suất: Sang năm 2027, BSC nhận thấy xác suất hạ lãi suất cao hơn báo cáo trước khi nhận thấy (i) mức độ quyết tâm của chính phủ tại VB 9608/NHNN –CSTT (ii) giảm mức độ “thiếu tiền” khi đẩy mạnh đầu tư công. Dù vậy, với những ngành đặc thù có nhu cầu vốn cao, lãi suất vẫn sẽ neo cao hơn mặt bằng chung.

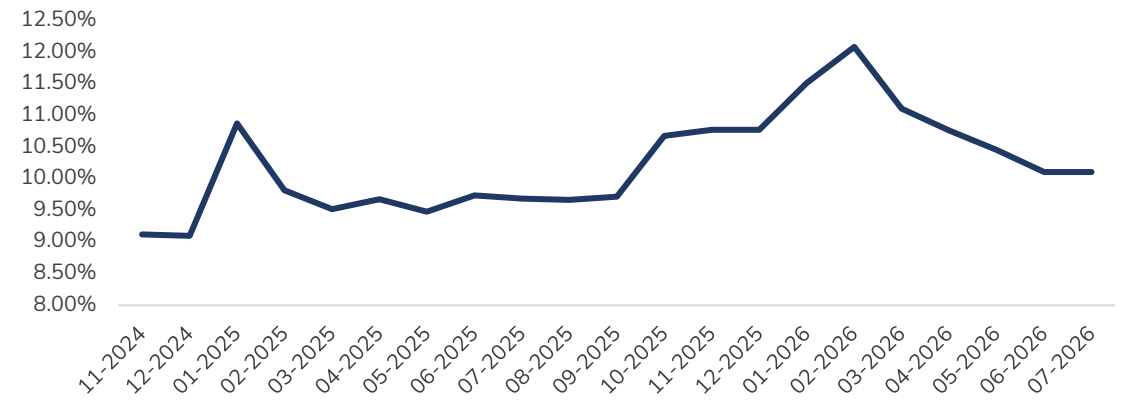
Biểu đồ: Lãi suất bình quân liên ngân hàng theo kỳ hạn 1 tháng – 3 tháng – 9 tháng đều giảm dần trong quý 3.2026



Biểu đồ: Trong T8.2026, lần đầu tiên trong 11 quý, mức chênh lệch giữa huy động với tín dụng giảm từ mức 2.8 triệu tỷ xuống 2.7 triệu tỷ



Biểu đồ: Tỷ lệ giá trị tiền mặt/ tổng phương diện thanh toán đang giảm liên tiếp trong 6 tháng gần nhất (từ 12.09% tại T2.2026 xuống 10.11% tại T7.2026)





Lãi suất neo cao nhưng giảm mức độ “thiếu tiền”



B. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Dòng tiền ra: Thu hẹp mức độ bán ròng: Lũy kế 9.2026, nước ngoài bán ròng 98,290 tỷ VND (~3.7 tỷ USD) (+0% YoY). Đà bán ròng trong Q3.2026 đã thu hẹp lại khá nhiều so với Q2.2026, tuy nhiên, BSC cho rằng một phần đà thu hẹp đến từ có dòng tiền bị động vào từ việc nâng hạng, trong khi dòng tiền bán chủ động vẫn còn.

Dòng tiền vào: Nâng hạng: kỳ vọng có ~33,000 tỷ VND (~1.27 tỷ USD) vào trong năm 2027 liên quan đến nâng hạng.

Đánh giá của BSC: Trong năm 2027, BSC kỳ vọng mức độ bán ròng của khối ngoại sẽ thu hẹp lại đáng kể so với năm 2026 khi (i) dòng tiền vào từ nâng hạng sẽ có điểm rơi chính vào năm 2027 (ii) dòng tiền bán chủ động thu hẹp dần sau khi đã bán ròng liên tiếp 4 năm liên tiếp.

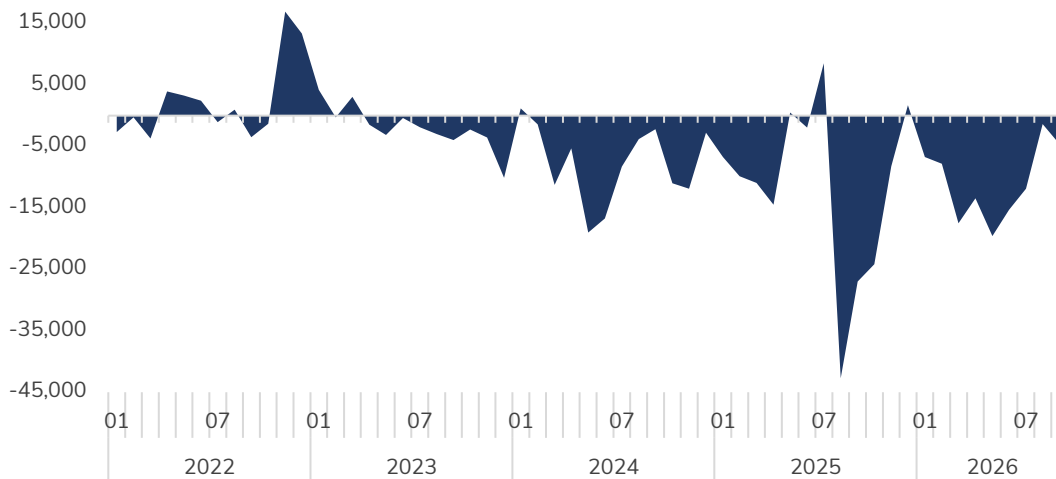
C. ĐÁNH GIÁ CỦA BSC

Duy trì quan điểm của báo cáo trước, thanh khoản vẫn đang là yếu tố cần theo dõi sát sao khi (i) tăng trưởng lợi nhuận 2027 vẫn ở mức khả quan trên mức nền cao (ii) định giá tiếp tục ở mức tốt (P/E TTM đạt mức 10.5, P/E FW kỳ vọng đạt 9.5)

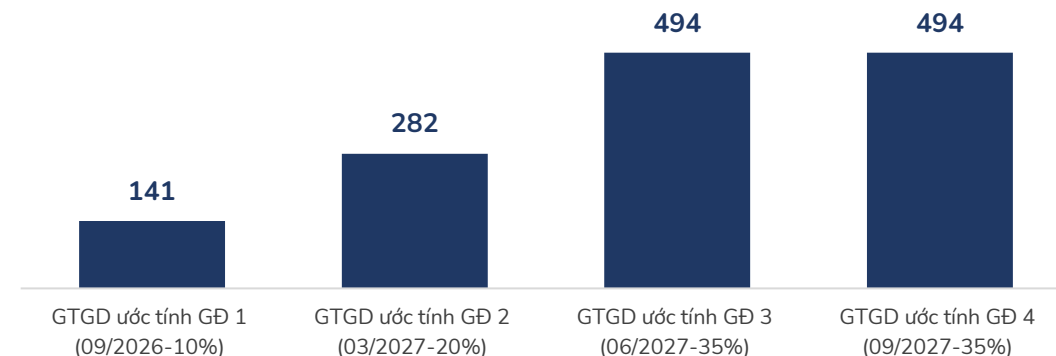
Đối với năm 2027, BSC kỳ vọng dòng tiền sẽ bớt “khan hiếm” hơn so với năm 2026 nhờ:

- (i) Thanh khoản liên ngân hàng kỳ vọng được cải thiện
- (ii) Thanh khoản tại thị trường chứng khoán kỳ vọng được thu hẹp đà bán

Biểu đồ: Giá trị nhà đầu tư nước ngoài bán ròng thu hẹp lại trong Q3.2026



Biểu đồ: Giá trị dòng tiền dự kiến phân bổ theo 4 chặng chuyển đổi sẽ rơi chủ yếu trong năm 2027



Đối với chiến lược phân bổ ngành,

- **Ưu tiên:** BSC tiếp tục ưa thích chính các ngành/cổ phiếu đi cùng với mức tăng trưởng nội địa và định giá rẻ/hợp lý (ngân hàng, bán lẻ, vật liệu xây dựng).
- **Không ưu tiên:** BSC không ưu tiên các ngành/ cổ phiếu qua đỉnh lợi nhuận, liên quan đến rủi ro pháp lý
- **Điều thay đổi so với báo cáo trước:** BSC tích cực hơn đối với (i) Vật liệu xây dựng: nâng lên thành nhóm ngành trọng tâm khi kỳ vọng tốc độ giải ngân trong 2027 tăng mạnh ở cả Hà Nội và Hồ Chí Minh (ii) Xuất nhập khẩu khi kỳ vọng các thông tin sơ bộ về hiệp định thương mại đang cho thấy dấu hiệu khả quan. Ở chiều ngược lại, BSC hạ quan điểm đối với ngành Bất động sản nhà ở khi triển vọng bán hàng của đa phần các chủ đầu tư (trừ VHM) chưa khả quan. Tuy nhiên, cổ phiếu nhóm Bất động sản nhà ở đang giao dịch ở mức rất rẻ, nên BSC cho rằng khi có yếu tố thay đổi thực tế về lãi suất, giá cổ phiếu sẽ phản ứng lại.

ƯU TIÊN

Nhóm ngành trọng tâm

Hưởng lợi từ động lực nội địa và mặt bằng định giá rẻ/ hợp lý

- **F&B và Bán lẻ tiêu dùng:** Chính sách kích thích kinh tế và xu hướng chuyển dịch ngành, tạo cơ hội để DN đầu ngành có lợi thế về mô hình vận hành tối ưu, tiếp tục mở rộng thị phần và thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trung hạn.
- **Ngân hàng:** ưu tiên các ngân hàng có dư địa tăng tín dụng lớn nhờ lợi thế ngân hàng 0 đồng, ngân hàng giải ngân vào các dự án hạ tầng trọng điểm và các ngân hàng có bộ đệm dự phòng lợi nhuận tốt.
- **Vật liệu xây dựng:** ưu tiên doanh nghiệp đầu ngành, thị phần nội địa lớn và hưởng lợi từ hồi phục BĐS và đầu tư công

KHÔNG ƯU TIÊN

Nhóm ngành kém tích cực

Các ngành qua đỉnh lợi nhuận, hoặc có rủi ro pháp lý.

- **Dầu khí:** chịu áp lực lợi nhuận toàn ngành giảm (chủ yếu do BSR) khi crack spread thu hẹp trong năm 2027
- **Phân bón:** lợi nhuận các doanh nghiệp kỳ vọng đã đạt đỉnh trong năm 2026, và giảm về mức bình thường trong năm 2027

THAY ĐỔI

Nhóm ngành nổi bật

Tích cực hơn với nhóm ngành Xuất nhập khẩu do kỳ vọng kết quả khả quan của hiệp định thương mại cùng với mức định giá rẻ

Chuyển ngành Vật liệu xây dựng lên nhóm Ưu tiên khi kỳ vọng đầu tư tăng mạnh cả ở Hà Nội và Hồ Chí Minh

- **Xuất nhập khẩu :** tuy vẫn cần chờ tín hiệu rõ ràng hơn từ nhu cầu tiêu thụ, tuy nhiên, với kỳ vọng kết quả đàm phán thương mại khả quan và mức định giá về vùng rẻ, BSC tích cực hơn đối với nhóm Xuất nhập khẩu
- **Bất động sản nhà ở:** hạ quan điểm đối với ngành Bất động sản nhà ở khi triển vọng bán hàng của đa phần các chủ đầu tư (trừ VHM) chưa khả quan. Tuy nhiên, cổ phiếu nhóm Bất động sản nhà ở đang giao dịch ở mức rất rẻ, nên BSC cho rằng khi có yếu tố thay đổi thực tế về lãi suất, giá cổ phiếu sẽ phản ứng lại.



NGÂN HÀNG – Nhóm ngành trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: VCB, MBB, VPB

Ngành: NHNN đã có một số động thái giúp giảm áp lực thanh khoản của hệ thống, kỳ vọng NIM của ngành tạo đáy và chất lượng tài sản duy trì ổn định.

Mã Call:

- **MBB:** Tăng trưởng tín dụng 30% nhờ nhận ngân hàng 0đ, nâng trần tỷ lệ NVNHCVDH lên 40% sẽ giúp hỗ trợ thanh khoản của MBB. Catalyst chào bán riêng lẻ 2.5%.
- **VCB:** Catalyst hoàn nhập dự phòng trái phiếu, tiền gửi có kỳ hạn KBNN tăng kỷ lục, định giá ở mức thấp lịch sử.
- **VPB:** Tăng trưởng tín dụng trên 30% nhờ nhận ngân hàng 0 đ và catalyst chào bán riêng lẻ 5%.

BÁN LẺ – Nhóm ngành trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: MWG, FRT, MSN

Ngành: Mở rộng thị phần nhờ xu hướng dịch chuyển ngành; đồng thời tối ưu vận hành. Tuy nhiên, cần lưu ý áp lực lạm phát, lãi suất neo cao và nền KQKD cùng kỳ cao.

Mã Call:

- **MWG:** Định giá chiết khấu về PE FW 2026=8-9lần và với định giá này chưa phản ánh tiềm năng BHX mở hiệu quả CH mới và vị thế trụ cột tăng trưởng trung hạn.
- **FRT:** thị giá hiện tại chưa phản ánh được tiềm năng tăng trưởng của Long Châu >20% và Fshop cải thiện hiệu quả
- **MSN:** Động lực tăng trưởng mạnh từ MSR và Mạng tiêu dùng tăng trưởng ổn định, thị giá hiện tại mới phản ánh một phần định giá MCH – nợ ròng chưa phản ánh tiềm năng MSR.

VẬT LIỆU XÂY DỰNG – Nhóm ngành trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: HPG

Ngành: Sản lượng tiêu thụ phục hồi dẫn dắt bởi thị trường nội địa.

Mã Call:

- **HPG:** Hưởng lợi từ (i) Sản lượng tăng nhờ nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động ổn định, (ii) Giá bán HRC tăng sau khi Việt Nam áp thuế CBPG chính thức, thuế Chống lẩn tránh đối với HRC khổng lồ.

CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – Nhóm ngành không trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: FPT

Ngành: Lượng hợp đồng ký mới +28% trong 8T.2026 nhờ hoạt động cho thuê hạ tầng AI cải thiện tích cực so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ được duy trì trong 2027, đặc biệt khi căng thẳng địa chính trị qua đi.

Mã Call:

- **FPT:** PE FW 2027 = 10 lần chiết khấu bằng -2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm (19 – 20 lần) trong bối cảnh ngành bắt đầu có xu hướng hồi phục.



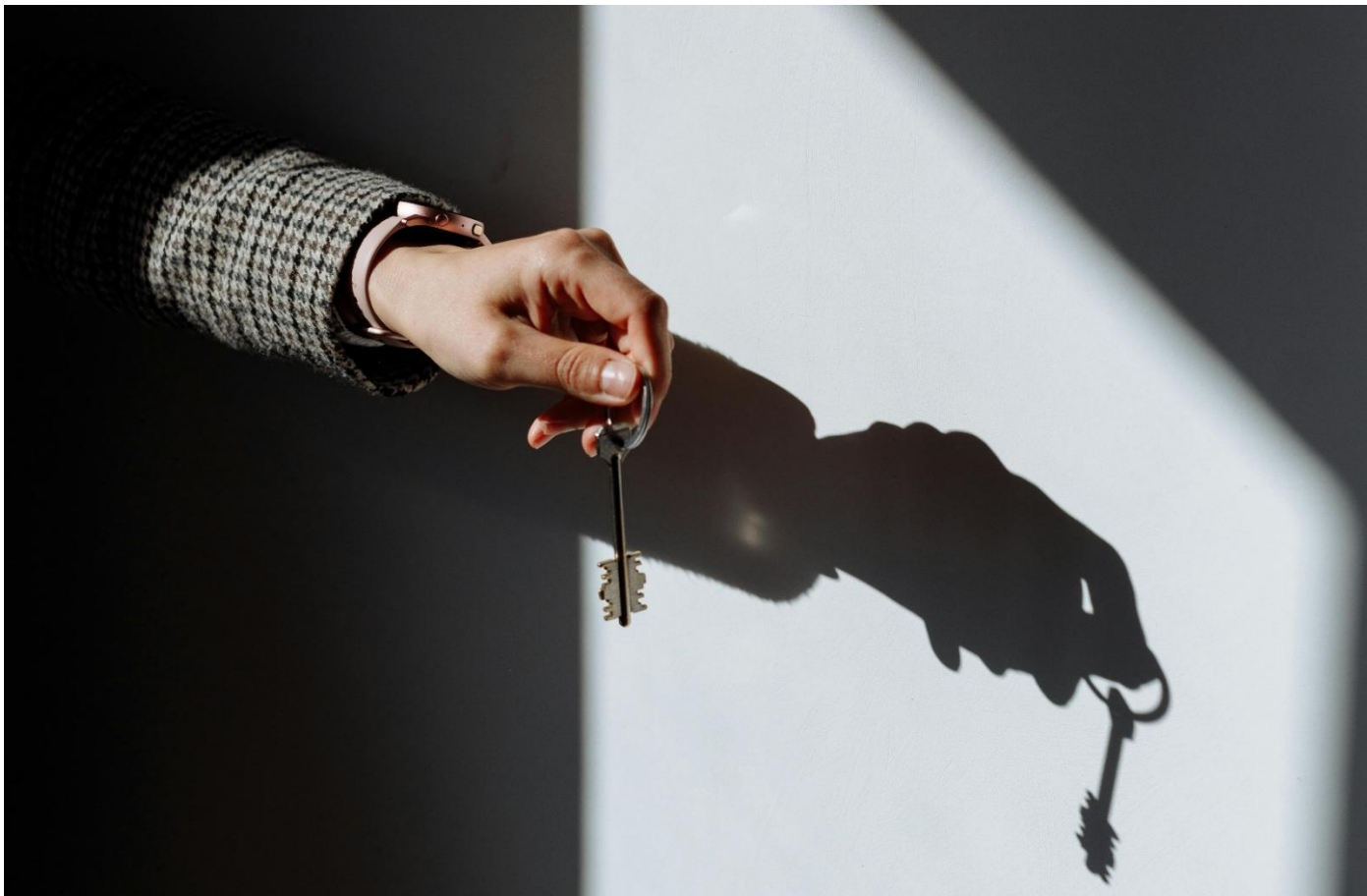
DANH SÁCH NGÀNH/CỔ PHIẾU ƯU TIÊN TOP 1

Cổ phiếu	Giá hiện tại 13/10//2026 (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside	NPATMI 2026F growth	NPATMI 2027F growth	PE FW 2026	PE FW 2027	Luận điểm đầu tư
NGÀNH NGÂN HÀNG								
VCB	56,300	77,800	38%	21%	9%	P/B 1.80	P/B 1.53	- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu dày 250% giúp giảm cú sốc từ vĩ mô. - Catalyst hoàn nhập dự phòng 3.1 nghìn tỷ VND trái phiếu và phát hành riêng lẻ 6.5%. - Định giá ở mức thấp lịch sử, PB TTM = 2.2x.
MBB	19,050	25,700	35%	23%	20%	P/B 1.15	P/B 0.93	- Tăng trưởng tín dụng 30% nhờ nhận ngân hàng 0 đ. - Thông tư 25 nâng trần tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay dài hạn từ 30% lên 40% sẽ giúp hỗ trợ thanh khoản của MBB.
VPB	24,400	31,800	30%	29%	24%	P/B 1.14	P/B 0.99	- Tăng trưởng tín dụng trên 30% nhờ nhận ngân hàng 0 đ. - Catalyst phát hành riêng lẻ 5%.
NGÀNH BÁN LẺ								
MWG	74,800	102,500	39.6%	66%	10%	9.6x	8.7x	- Định giá chiết khấu về PE FW 2026=8-9lần (thấp hơn mức trung bình 5 năm là 17 lần) - Dư địa tăng trưởng trên nền cao của năm 2026 nhờ đóng góp lợi nhuận từ DMX và BHX mở mới CH hiệu quả, nắm bắt xu hướng chuyển dịch ngành sang hướng minh bạch.
MSN	71,100	98,900	38.1%	143%	24%	10.7x	8.6x	Động lực dẫn dắt tăng trưởng từ MSR và Mảng tiêu dùng kỳ vọng tăng trưởng ổn định, thị giá hiện tại (PE FW =9-11 lần- thấp hơn đáng kể so với PE>30 lần TB 5 năm), mới phản ánh một phần định giá MCH – nợ ròng chưa phản ánh tiềm tăng MSR.
FRT	143,800	181,800	28.8%	84%	20%	19.7x	16.5x	Động lực dẫn dắt tăng trưởng chính đến từ Long Châu; thị giá hiện tại mới chỉ tương đương định giá Long Châu tại round bán chiến lược và chưa phản ánh được tiềm năng tăng trưởng của Long Châu >20% và Fshop từng bước chứng minh hiệu quả vận hành
NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG								
HPG		32,700	60%	+81%	+17%	6.2	5.3	HPG được hưởng lợi từ (i) Sản lượng tăng nhờ nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động ổn định, (ii) Giá bán HRC tăng sau khi Việt Nam áp thuế CBPG chính thức, thuế Chống lẩn tránh đối với HRC khổ lớn.
NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN								
FPT	56,300	80,600	+43%	14%	20.2%	12	10	FPT giao dịch ở định giá chiết khấu bằng -2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm (19 – 20 lần) và bắt đầu cho tín hiệu hồi phục ban đầu thông qua lượng HĐ ký mới + 28% trong 9 tháng đầu năm 2026.



DANH SÁCH NGÀNH/CỔ PHIẾU ƯU TIÊN TOP 2

Cổ phiếu	Giá hiện tại 13/10//2026 (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F growth	PE FW 2026	PE FW 2027	Luận điểm đầu tư
KBC	25,750	34,000	+32%	+21%	+15%	10	8.8	- Kỳ vọng ghi nhận bàn giao KCN cho LuxshareICT và Goertek trong Q4.2026 qua đó đạt điểm rơi bàn giao của năm. - Định giá chiết khấu về mức PB = 0.9 lần so với bình quân 5 năm = 1.3 lần
HT1	12,300	16,000	+31%	+59%	+45%	10.7	6.6	- Sản lượng kỳ vọng tăng trưởng +7-10% YoY nhờ thị trường Bất động sản hồi phục và Khu vực phía Nam đẩy mạnh đầu tư công - Định giá P/B FWD 2027F = 0.75x
VPL	78,600	100,000	+27%	+183%	+39%	45	32	Hoạt động SXKD kì vọng duy trì tăng trưởng tích cực trong chu kỳ 5 năm tới nhờ (1) hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng khách du lịch đến Việt Nam (2) bổ sung nhiều tài sản mới theo các đại dự án của Vingroup như VW Cần Giờ, VW Hạ Long Xanh.
DPR	37,350	46,000	+23%	+43%	+13%	7.6	6.7	KQKD phục hồi nhờ giá bán cao su vẫn duy trì ở mức cao trong giai đoạn địa chính trị leo thang.
TNG	17,900	21,500	+20%	+2%	+14%	6.0	5.3	- Kỳ vọng đàm phán thuế quan giữa Việt Nam và Mỹ có kết quả tích cực - Định giá chiết khấu về mức P/E FW = 5.3 lần, so với mức trung vị 3 năm = 8.1 lần
PVD	17,700	20,700	+17%	0%	+17%	16.7	14.2	- LNST 2027F +17%YoY nhờ PVD IX vận hành cả năm 2027 và PVD X vận hành thương mại từ Q3/2027 (~180 ngày); Tái ký PVD VIII (hết hợp đồng T7/2027) và PVD I ở 100-110 nghìn USD/ngày; PVD II, III có hợp đồng đến ~2028. - Định giá P/E fw 2027 = 14.2x chiết khấu gần 50% so với trung vị 5 năm.
VHC	51,000	58,100	+14%	+13%	+3%	6.9	6.8	- Kỳ vọng chiếm lĩnh thị phần đối thủ do không ảnh hưởng từ thuế POR21 - Định giá chiết khấu về mức P/E FW = 6.8 lần, so với mức trung vị 3 năm = 10.4 lần



TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ VÀ DỰ PHÓNG



Mã cổ phiếu	NPATMI FY25	NPATMI FY26	NPATMI FY27	% Tăng trưởng 2026	% Tăng trưởng 2027
Ngân hàng	183,797	220,894	255,467	20%	16%
MSB	5,629	6,777	7,177	20%	6%
STB	5,939	6,554	7,631	10%	16%
MBB	26,779	32,953	39,367	23%	19%
HDB	16,503	21,619	26,746	31%	24%
VIB	7,558	8,579	9,548	14%	11%
VPB	23,990	30,931	38,245	29%	24%
VCB	35,178	42,418	46,242	21%	9%
TCB	25,290	28,759	34,014	14%	18%
ACB	15,625	17,829	18,443	14%	3%
EIB	1,137	1,299	1,607	14%	24%
NAB	3,778	4,231	4,599	12%	9%
OCB	3,772	4,410	4,908	17%	11%
SHB	12,619	14,535	16,940	15%	17%
Bất động sản	50,051	68,538	77,305	37%	13%
NLG	701	731	867	4%	19%
PDR	515	302	445	-41%	48%
KDH	1,053	1,484	690	41%	-53%
VRE	6,446	6,108	6,517	-5%	7%
VHM	41,107	59,653	65,141	45%	9%
DXG	229	261	3,645	14%	1297%

Mã cổ phiếu	NPATMI FY25	NPATMI FY26	NPATMI FY27	% Tăng trưởng 2026	% Tăng trưởng 2027
Chứng khoán	13,359	15,902	17,426	19%	10%
SSI	4,107	4,694	4,932	14%	5%
TCX	5,683	6,102	7,103	7%	16%
VPX	3,569	5,106	5,391	43%	6%
Xây dựng	1,614	2,131	2,748	32%	29%
DPG	327	415	452	27%	9%
LCG	150	223	285	49%	28%
HHV	581	616	702	6%	14%
C4G	100	89	109	-11%	22%
CTD	456	788	1,201	73%	52%
Khu công nghiệp	5,916	7,660	8,812	29%	15%
VGC	1,402	1,441	1,604	3%	11%
IDC	1,932	1,981	2,372	3%	20%
PHR	478	1,694	1,912	254%	13%
KBC	2,104	2,544	2,924	21%	15%
Vật liệu cơ bản	18,250	30,714	35,639	68%	16%
HSG	732	571	462	-22%	-19%
HT1	274	435	872	59%	100%
HPG	15,450	27,911	32,576	81%	17%
BMP	1,229	1,216	1,052	-1%	-14%
NKG	199	227	247	14%	9%
DHA	110	85	112	-23%	32%
VLB	256	269	317	5%	18%



Tổng hợp dự báo

Mã cổ phiếu	NPATMI FY25	NPATMI FY26	NPATMI FY27	% Tăng trưởng 2026	% Tăng trưởng 2027
Thủy sản	2,362	2,716	2,935	15%	8%
ANV	999	1,178	1,355	18%	15%
VHC	1,363	1,538	1,580	13%	3%
Phân bón	3,661	4,434	4,537	21%	2%
DPM	1,074	1,544	1,355	44%	-12%
DCM	1,953	2,389	2,780	22%	16%
DDV	634	501	402	-21%	-20%
Dầu khí	19,774	45,025	30,494	128%	-32%
PVD	1,039	1,048	1,102	1%	5%
GAS	11,729	13,919	13,955	19%	0%
BSR	5,186	28,183	13,619	443%	-52%
PVS	1,821	1,875	1,818	3%	-3%
Săm lốp	121	122	62	1%	-49%
DRC	121	122	62	1%	-49%
Tiện ích	5,567	8,663	5,968	56%	-31%
HDG	769	792	1,168	3%	47%
POW	2,193	5,860	2,741	167%	-53%
GEX	1,475	1,201	1,291	-19%	7%
NT2	1,130	811	767	-28%	-5%
Hàng không	7,302	1,193	6,560	-84%	450%
HVN	7,302	1,193	6,560	-84%	450%

Mã cổ phiếu	NPATMI FY25	NPATMI FY26	NPATMI FY27	% Tăng trưởng 2026	% Tăng trưởng 2027
Hóa chất	393	494	472	26%	-4%
DHC	393	494	472	26%	-4%
Logistics	3,922	5,660	5,602	44%	-1%
HAH	1,206	1,231	1,332	2%	8%
GMD	1,677	2,915	2,726	74%	-6%
PVT	1,038	1,635	1,788	58%	9%
F&B, Bán lẻ	26,234	40,700	45,554	55%	12%
DGW	548	860	773	57%	-10%
FRT	795	1,357	1,624	71%	20%
MWG	7,037	11,676	12,803	66%	10%
DBC	1,507	994	1,055	-34%	6%
MSN	4,108	9,986	12,394	143%	24%
VNM	9,410	11,795	12,253	25%	4%
Công nghệ thông tin	10,096	11,641	13,926	15%	20%
FPT	9,369	10,837	13,024	16%	20%
ELC	127	165	179	30%	8%
CTR	600	639	723	6%	13%
Dệt may	1,004	1,047	1,107	4%	6%
MSH	612	646	652	6%	1%
TNG	392	401	455	2%	13%



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

NGÂN HÀNG: QUAN ĐIỂM KHẢ QUAN TĂNG TRƯỞNG CHỌN LỌC TRONG BỐI CẢNH NỠI LÒNG CÓ ĐỊNH HƯỚNG

BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Ngân hàng cho Q4/2026 – 2027 với dự báo LNTT nhóm 12 ngân hàng theo dõi tăng 18.3% YoY (2026F) và 17.0% YoY (2027F), trong khi định giá P/B ngành (~1.4x) thấp hơn trung bình 5 năm (1.5x). Tuy nhiên, chênh lệch tín dụng – huy động mang tính cấu trúc, nợ nhóm 2 tăng trở lại và áp lực chính sách hạ lãi suất cho vay khiến BSC ưu tiên chọn lọc thay vì đầu tư dàn trải.

- **Tín dụng nới lỏng có định hướng:** Đến 30/09/2026, tín dụng toàn hệ thống tăng 11.6% YTD (+16.69% YoY), như vậy Q3 đã giảm tốc so với nửa đầu năm (đạt mức 8.35% YTD cuối tháng 06) do lãi suất cao khiến nhu cầu vay vốn chậm lại. BSC dự báo tín dụng năm 2026F đạt ~16–17% (cao hơn định hướng ~15% của NHNN nhờ cơ chế loại trừ hạn mức cho dự án trọng điểm) và ~15–16% trong 2027F.
- **Huy động là nút thắt chính:** Huy động toàn hệ thống đạt 10.6% YTD, cải thiện so với mức 6.2% YTD cuối tháng 6 nhờ lãi suất tiết kiệm tăng cao, giúp thu hẹp nhẹ LDR từ đỉnh 117% về quanh mức 115% nhưng không giải quyết được chênh lệch cấu trúc. Huy động vốn cần phải cải thiện hơn nữa để đáp ứng nhu cầu tín dụng cao điểm cuối năm.
- **NIM phục hồi nhưng chưa bền vững:** NIM bình quân nhóm theo dõi (12 ngân hàng) phục hồi +12 bps QoQ lên 3.42% trong Q2/2026 nhờ tái định giá tài sản nhanh hơn chi phí vốn. BSC kỳ vọng NIM 2026F/2027F đi ngang quanh 3.3–3.4%, phân hóa mạnh giữa ngân hàng có CASA cao và ngân hàng phụ thuộc huy động giá cao.
- **Chất lượng tài sản xuất hiện tín hiệu sớm:** NPL nội bảng nhóm theo dõi tăng lên 1.94% (+8 bps QoQ), nợ nhóm 2 lên 1.44% (+15 bps QoQ), LLCR giảm xuống 84% – thấp nhất trong 6 năm. BSC cho rằng chi phí tín dụng sẽ là biến số chính quyết định phân hóa lợi nhuận 2027.
- **Khung pháp lý mới rõ ràng hơn:** Thông tư 50/2026/TT-NHNN thay thế Thông tư 22 chính thức xác lập lộ trình áp dụng LCR/NSFR từ 01/10/2028, kéo dài thời gian chuyển đổi và giảm rủi ro điều chỉnh bảng cân đối đột ngột trong 2027. Tác động của thông tư về dài hạn:
 1. **Cơ hội:** Ngân hàng sẽ cần tăng huy động vốn ngoại dài hạn và mua trái phiếu chính phủ. Thông tư giúp mở đường cho NHNN bỏ hạn mức tín dụng hằng năm (kỳ vọng sau năm 2030 thực hiện) và các ngân hàng đặt trọng tâm tăng trưởng tín dụng để bù đắp NIM gặp áp lực.
 2. **Rủi ro:** Ngân hàng giảm mua trái phiếu doanh nghiệp và NIM tiếp tục gặp áp lực giảm về dài hạn.

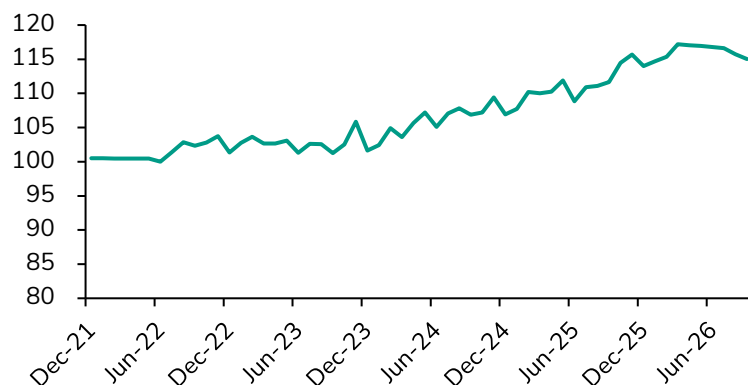
Cổ phiếu ưu tiên: BSC ưa thích **MBB, TCB, VPB** (dự địa tín dụng lớn nhờ nhận ngân hàng 0 đồng hoặc/và tham gia dự án hạ tầng được loại trừ hạn mức tín dụng). **VCB, ACB** là lựa chọn phòng thủ nhờ bộ đệm dự phòng dày và nợ xấu thấp. BSC thận trọng với **VIB** (LLCR mỏng, động lực tăng trưởng yếu).

NGÂN HÀNG: TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG VẪN CAO HƠN HUY ĐỘNG

Tín dụng toàn hệ thống đạt 20.75 triệu tỷ đồng tại 30/09/2026, tăng 11.59% YTD, chậm hơn đôi chút so với kỳ vọng của BSC do giới hạn tăng trưởng tín dụng ở mảng BĐS. Tuy nhiên, BSC vẫn giữ dự phóng tăng trưởng tín dụng toàn ngành năm 2026F sẽ đạt ~16–17% nhờ NHNN loại trừ các dự án trọng điểm và phân khúc ưu tiên khỏi hạn mức, trong khi huy động tiếp tục là ràng buộc chính.

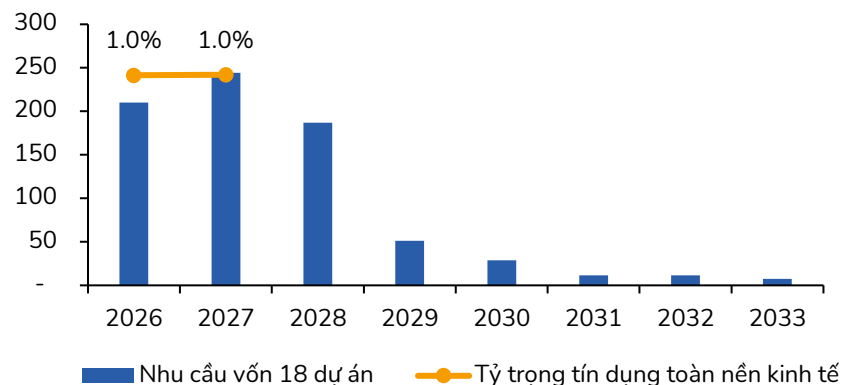
- Đến 30/09/2026, tín dụng toàn hệ thống tăng 11.6% YTD (+16.69% YoY), như vậy quý 3 đã giảm tốc so nửa đầu năm (8.35% YTD cuối tháng 6/2026) do lãi suất cao khiến nhu cầu vay vốn chậm lại, đặt biệt ở nhóm khách hàng cá nhân, bán lẻ. Nhu cầu vay vốn ở khách hàng doanh nghiệp là động lực dẫn dắt trong Q3/2026 phản ánh việc NHNN chuyển từ ưu tiên ổn định sang nới lỏng có chọn lọc, hướng đến hạ tăng.
- **Các cơ chế mở rộng dư địa tín dụng trong Q2–Q3/2026 bao gồm:** (1) loại trừ dư nợ nhà ở xã hội, BĐS KCN và (từ Q3) nhà hàng, khách sạn, khu du lịch – nghỉ dưỡng khỏi trần tăng trưởng tín dụng BĐS năm 2026; (2) Công văn 5386/NHNN-TD loại trừ tín dụng cho 18 dự án hạ tầng của Sun Group, Vingroup/VinSpeed và Masterise khỏi hạn mức, với tổng nhu cầu vốn ~752 nghìn tỷ đồng trong 8 năm (~210 nghìn tỷ đồng cần giải ngân trong 2026, tương đương ~1.1% dư nợ hệ thống cuối 2025).
- **Trong khi đó, kỷ luật hạn mức được siết chặt hơn từ 09/2026:** phần dư nợ vượt hạn mức sẽ bị trừ vào hạn mức tháng kế tiếp, vi phạm trần tín dụng BĐS chịu thêm mức phạt 0.1% hạn mức năm cho mỗi lần vi phạm. BSC nhận thấy tín dụng đang được phân bổ có chủ đích vào các dự án quy mô lớn; các ngân hàng tham gia các dự án được loại trừ (TCB, MBB, nhóm SOCBs) hoặc có hạn mức ưu đãi nhờ nhận chuyển giao bắt buộc (HDB, MBB, VPB) sẽ có lợi thế tăng trưởng vượt trội trong Q4/2026–2027.
- Nhìn về Q4/2026–2027, BSC dự báo tín dụng hệ thống đạt ~16–17% trong 2026F và ~15–16% trong 2027F, với động lực đến từ giải ngân dự án hạ tầng trọng điểm, BĐS và chương trình tín dụng ưu đãi ~407 nghìn tỷ đồng của 19 ngân hàng. Tuy nhiên, BSC cho rằng chênh lệch giữa tín dụng và huy động thị trường 1 mang tính cấu trúc, do đó cạnh tranh huy động sẽ tiếp diễn và giới hạn khả năng hạ mặt bằng lãi suất trong 2027.

Tín dụng/Tổng huy động thị trường 1 thu hẹp nhẹ trong tháng 3 liên tiếp do môi trường lãi suất cao



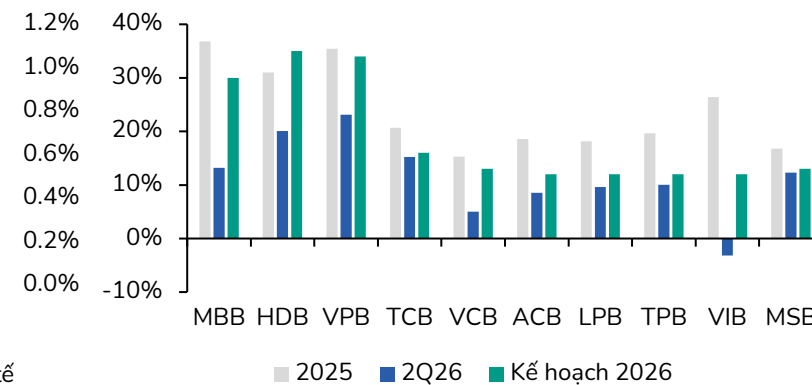
Nguồn: BSC Research tổng hợp (số liệu đến tháng 9/2026)

Nhu cầu vốn dự án trọng điểm làm tăng thêm 1 điểm % tăng trưởng tín dụng ban đầu (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Công văn 5386/NHNN

Đa số ngân hàng đều có mức tăng trưởng tín dụng tốt, bám sát kế hoạch 2026 (YTD)



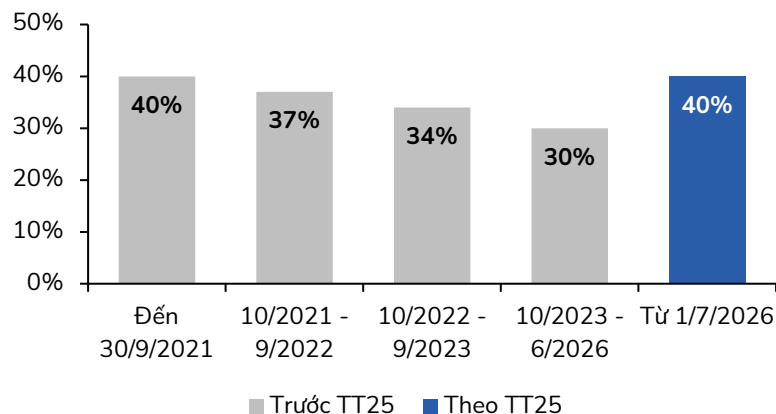
Nguồn: BCTC các ngân hàng

NGÂN HÀNG: NHNN MỞ RỘNG BỘ CÔNG CỤ HỖ TRỢ THANH KHOẢN, TRỌNG TÂM DỊCH CHUYỂN SANG TIỀN GỬI KBNN

Trong Q3/2026, NHNN và Chính phủ hỗ trợ thanh khoản bằng tái phân bổ tiền gửi KBNN, đồng thời nới các tỷ lệ an toàn (LDR, SML). BSC cho rằng các biện pháp này giảm đáng kể áp lực quy định nhưng chưa giải quyết được chênh lệch cấu trúc giữa tín dụng và huy động thị trường 1.

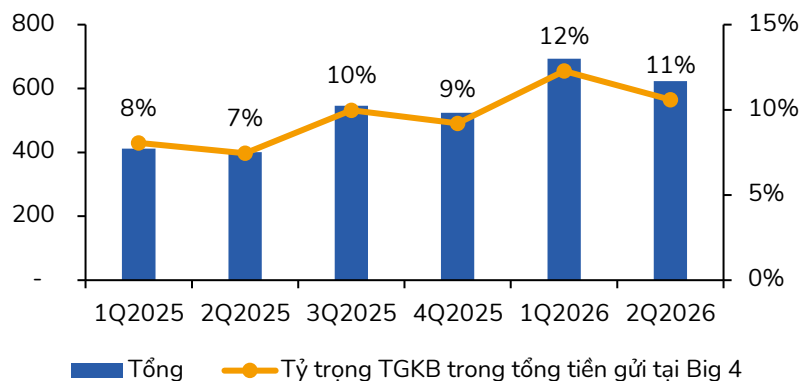
- **Nới tỷ lệ an toàn:** Thông tư 25/2026 (22/06) cho phép tính lại 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào mẫu số LDR, trao quyền cho Thống đốc điều chỉnh tỷ lệ và nâng trần SMLR từ 30% lên 40% từ 07/2026 – đảo ngược lộ trình hạ dần từ 60% xuống 30% giai đoạn 2015–2023. Từ 01/08/2026, tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn KBNN được tính vào LDR tiếp tục được nâng lên 50%. BSC ước tính trần SML mới mở thêm ~1,300 nghìn tỷ đồng dư địa cho vay trung dài hạn cho nhóm ngân hàng niêm yết.
- **Tiền gửi KBNN là kênh hỗ trợ chủ đạo:** Nghị quyết 168/2026/NQ-CP (27/06) giao Bộ Tài chính quyết định mức trần gửi ngân quỹ nhà nước tạm thời nhân rồi tại NHTM, có thể vượt mức 50% hiện hành. Với tổng ngân quỹ KBNN ước ~1.6 triệu tỷ đồng (trong đó ~750 nghìn tỷ đồng gửi tại nhóm Big 4), BSC nhận thấy SOCBs là nhóm hưởng lợi trực tiếp nhất về chi phí vốn.
- **Tái cấp vốn đang được cân nhắc:** Trong tháng 08/2026, NHNN cho biết có thể tái cấp vốn cho mục đích hỗ trợ thanh khoản, các chương trình cho vay được Chính phủ phê duyệt (nhà ở xã hội, nhà ở cho thuê) và tái cơ cấu ngân hàng. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm khi có thông tin chính thức về tái cấp vốn mới.
- **Nguồn vốn vay nước ngoài** (~8.9–9.1 tỷ USD đã/đang thu xếp) chỉ tương đương ~1.3–1.4% tổng tiền gửi hệ thống, không đủ để thay đổi cân đối vốn của ngành.
- Nhìn chung, BSC cho rằng chính sách đã chuyển từ "thắt chặt để ổn định" sang "nới lỏng có định hướng", giúp loại bỏ rủi ro thanh khoản đột biến trong Q4/2026 – đặc biệt giai đoạn cao điểm cuối năm. Tuy nhiên, khi các công cụ chủ yếu tác động lên mẫu số tỷ lệ an toàn thay vì tạo ra nguồn tiền gửi mới, ngân hàng vẫn phải cạnh tranh huy động thị trường 1, và ngân hàng có CASA cao, tiếp cận được tiền gửi KBNN sẽ có lợi thế chi phí vốn rõ rệt trong 2027.

Thông tư 25 nâng trần SMLR lên 40%



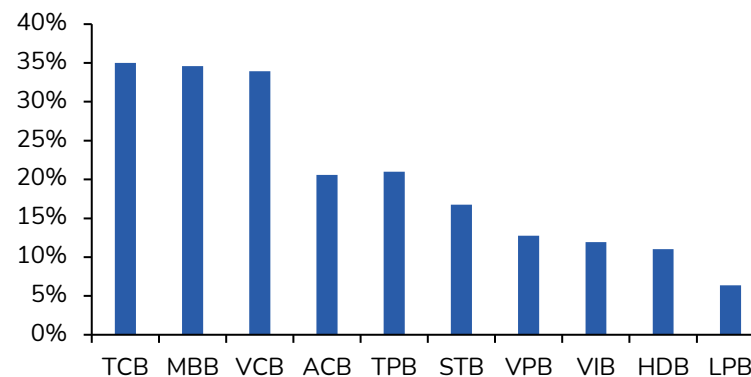
Nguồn: Thông tư 25/NHNN

TGKB tại ngân hàng quốc doanh (nghìn tỷ VND) tính vào LDR tăng từ 20% lên 50% đến 7/2028



Nguồn: BCTC ngân hàng

Ngân hàng có tỷ lệ Casa cao sẽ giúp giảm thiểu tác động tăng chi phí vốn từ thông tư 50

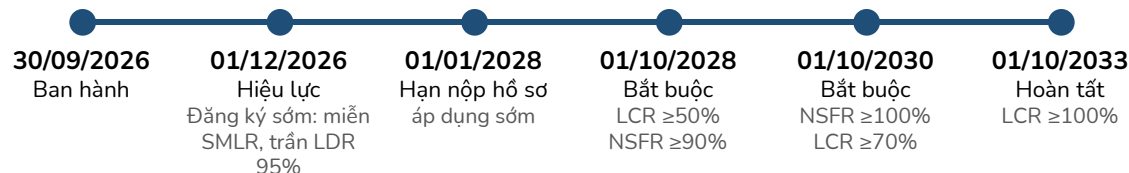


Nguồn: BCTC Q2/2026 các ngân hàng

NGÂN HÀNG: THÔNG TƯ 50/2026 XÁC LẬP LỘ TRÌNH BASEL III DÀI HƠN, GIẢM RỦI RO ĐIỀU CHỈNH BẢNG CÂN ĐỐI TRONG 2027

Thông tư 50/2026/TT-NHNN (ban hành 30/09/2026, hiệu lực 01/12/2026) chuyển trọng tâm quản trị thanh khoản từ LDR sang LCR/NSFR theo Basel III và cho phép ngân hàng tự chọn tốc độ chuyển đổi. BSC đánh giá TT50 cải thiện cấu trúc vốn nhưng không trực tiếp nâng lợi nhuận dự phóng.

Lộ trình 2026–2033: ngân hàng được chọn tốc độ chuyển đổi



Ba lựa chọn của ngân hàng

Chưa chuyển đổi

Giữ trần LDR 85% và bộ chỉ tiêu TT22 đến 30/09/2028

Theo lộ trình

Áp dụng LCR/NSFR theo bậc; miễn SMLR, **nâng trần LDR lên 95%**

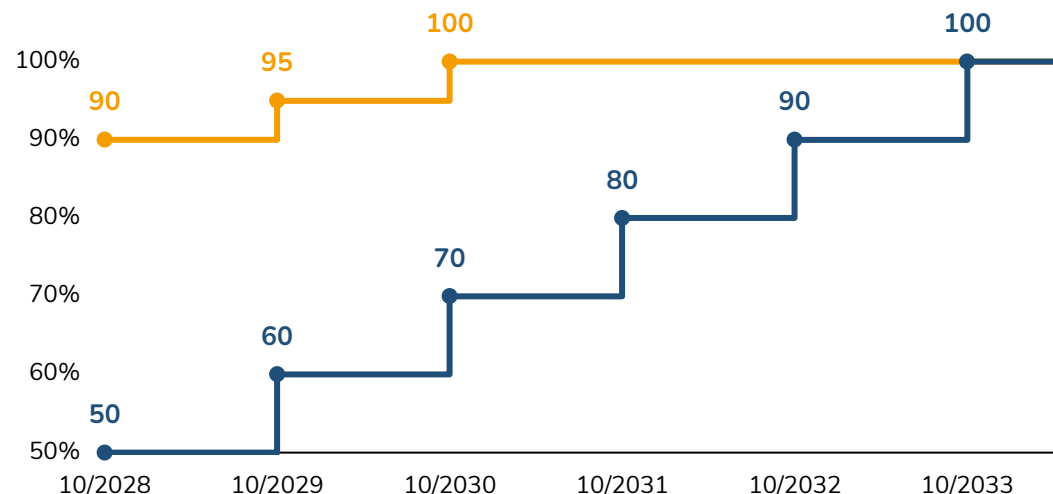
Áp dụng 100%

LCR & NSFR ≥ 100% trong 3 tháng liên tiếp, có xác nhận kiểm toán → **miễn trần LDR**

Đăng ký áp dụng sớm (hạn 01/01/2028) giúp ngân hàng được **miễn SMLR và nâng trần LDR lên 95% ngay từ 2027**, lợi thế cho nhóm thiếu dư địa LDR như MBB.

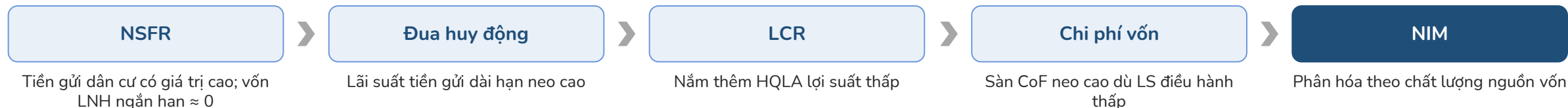
NSFR là ràng buộc đến sớm; LCR tăng 10 điểm %/năm đến 2033

Ngưỡng tối thiểu (%), áp dụng từ ngày 01 của tháng — NSFR — LCR



NSFR ≥ 90% ngay khi áp dụng là **ràng buộc thực sự trong giai đoạn 2028–2030**; LCR khởi điểm 50% nên áp lực tích lũy HQLA dần trái đến 2033.

Cạnh tranh chuyển sang vốn ổn định: chi phí vốn chưa giảm ngay, NIM phân hóa





NGÂN HÀNG: THÔNG TƯ 50/2026 XÁC LẬP LỘ TRÌNH BASEL III DÀI HƠN, GIẢM RỦI RO ĐIỀU CHỈNH BẢNG CÂN ĐỐI TRONG 2027

Thông tư 50/2026/TT-NHNN (ban hành 30/09/2026, hiệu lực 01/12/2026) chuyển trọng tâm quản trị thanh khoản từ LDR sang LCR/NSFR theo Basel III và cho phép ngân hàng tự chọn tốc độ chuyển đổi. BSC đánh giá TT50 cải thiện cấu trúc vốn nhưng không trực tiếp nâng lợi nhuận dự phóng.

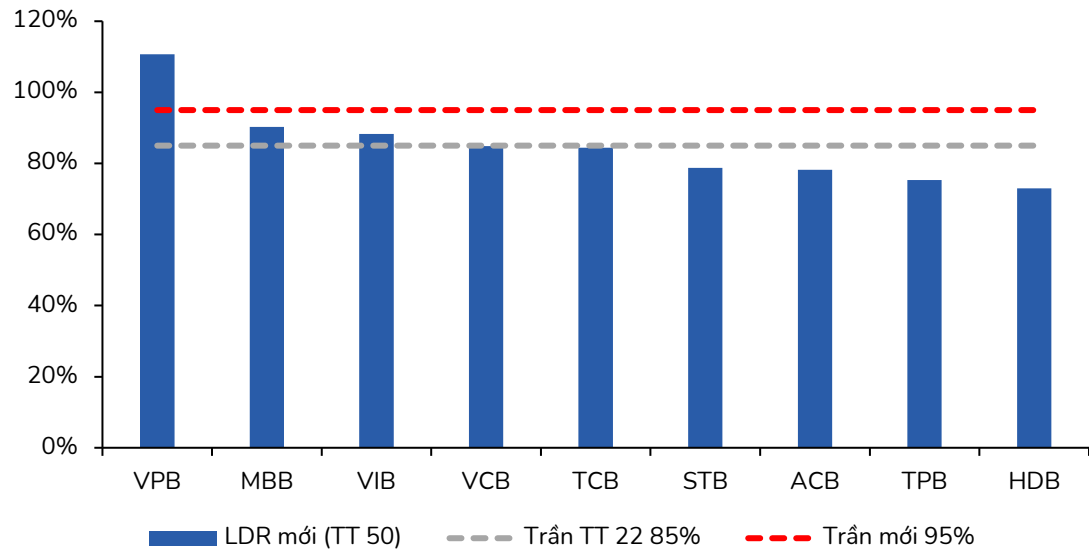
- BSC giữ nguyên dự báo NIM 2027F; tác động của TT50 lên lợi nhuận chủ yếu từ 2028 khi LCR/NSFR trở thành bắt buộc.
- Lợi thế thuộc về ngân hàng có CASA cao, tiền gửi bán lẻ lớn và sẵn HQLA (VCB, ACB); nhóm còn lại phải chọn giữa CoF cao hoặc giảm tốc tín dụng (TCB, VPB).
- Chỉ số cần theo dõi: CoF, NIM, CASA, VCSH/TTS, HQLA/TTS và thời điểm từng ngân hàng đăng ký áp dụng sớm.
- Về dài hạn, các ngân hàng sẽ cần phải đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng để bù đắp cho mức suy giảm dài hạn của NIM do sử dụng nguồn vốn có chi phí cao hơn.

Tác động của thông tư 50 đến thị trường tài chính

Cơ hội	Rủi ro
Trái phiếu chính phủ & tín phiếu NHNN: ngân hàng có xu hướng gia tăng nắm giữ tài sản này do đây là HQLA cấp 1, từ đó giảm lợi suất của trái phiếu chính phủ.	Trái phiếu doanh nghiệp: ngân hàng giảm mua, DN phát hành (chiếm đa số là lĩnh vực BĐS) chịu chi phí vốn cao hơn.
Đầu tư công: Chính phủ huy động vốn rẻ hơn, gián tiếp hỗ trợ tăng trưởng đầu tư công.	Hiệu suất tài sản giảm: HQLA sẽ có lợi suất thấp, khi tăng tỷ trọng tài sản này lên sẽ khiến NIM trung bình giảm.
Vốn ngoại dài hạn: Các ngân hàng sẽ đẩy mạnh vay nước ngoài nhiều hơn.	Có thêm yếu tố cần quan sát: cần quan sát thêm chính sách tài khóa.

Nguồn: BSC Research

LDR thuần theo cách tính mới (Điều 12 TT50): đa số ngân hàng dưới trần 95%



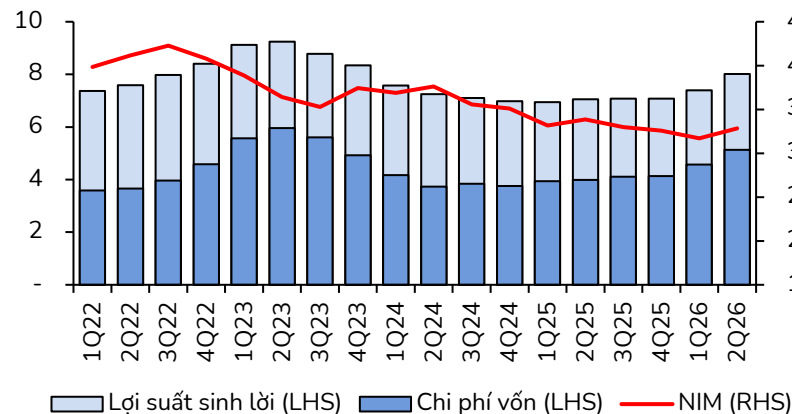
Nguồn: BSC Research ước tính theo Thông tư 50/2026-NHNN, dựa trên số liệu Q2/2026.
Số liệu LDR thực tế sẽ thấp hơn ước tính của chúng tôi.

NGÂN HÀNG: NIM PHỤC HỒI NHỜ TÁI ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN, NHƯNG DƯ ĐỊA MỞ RỘNG TIẾP BỊ GIỚI HẠN BỞI CHI PHÍ VỐN VÀ ĐỊNH HƯỚNG HẠ LÃI SUẤT

NIM bình quân nhóm theo dõi phục hồi +12 bps QoQ lên 3.42% trong Q2/2026 khi lợi suất tài sản tăng nhanh hơn chi phí vốn. BSC dự báo NIM nhóm theo dõi đi ngang quanh 3.3% trong 2026F và 3.4% trong 2027F, với phân hóa rõ nét giữa ngân hàng có CASA cao, cho vay doanh nghiệp/BDS lợi suất cao và nhóm bán lẻ phụ thuộc huy động giá cao.

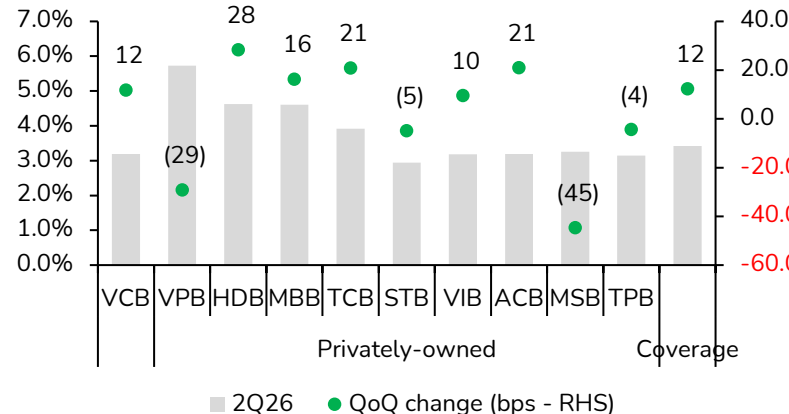
- **Lãi suất huy động duy trì mặt bằng cao:** Tại thời điểm giữa tháng 09/2026, nhóm Big 4 niêm yết lãi suất 6.6% cho kỳ hạn 6–11 tháng và 6.8% cho kỳ hạn 12–18 tháng; mức niêm yết 12 tháng cao nhất là 7.8% (ACB), trong khi lãi suất thực tế kèm điều kiện phổ biến trên 8% và có nơi lên 8.4% (TCB). Như vậy, lãi suất huy động 12 tháng bình quân nhóm Tier-1 tăng ~254 bps so với đầu năm.
- **Các yếu tố hỗ trợ NIM trong thời gian qua:** Trong Q2/2026, lợi suất tài sản bình quân tăng ~71 bps QoQ, cao hơn mức tăng ~60 bps của chi phí vốn, khi nguồn cung tín dụng bị giới hạn giúp ngân hàng có vị thế đàm phán lãi suất cho vay tốt hơn. Ngoài ra, các ngân hàng đẩy mạnh cho vay BĐS cũng giúp hỗ trợ NIM. NIM Q2/2026 của HDB (+29 bps), MBB (+16 bps), TCB và ACB (+21 bps) dẫn đầu đà phục hồi; nhóm SOCBs cải thiện quý thứ hai liên tiếp một phần nhờ nền so sánh thấp (các ngân hàng này đã giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế trong năm trước).
- **Rủi ro chính sách đối với NIM 2027:** NHNN cho biết có thể giảm hạn mức tăng trưởng tín dụng năm 2027 đối với ngân hàng không tuân thủ định hướng hạ lãi suất huy động và cho vay. Cùng với chương trình tín dụng ưu đãi (lãi suất thấp hơn 1–2 điểm % so với mặt bằng) và có xu hướng cho vay các dự án BĐS nhà ở xã hội và nhà ở cho thuê, BSC cho rằng dư địa tái định giá cho vay sẽ thu hẹp từ Q4/2026, đặc biệt với SOCBs.
- Nhìn về 2027, BSC kỳ vọng NIM nhóm theo dõi đạt ~3.3%, tương đương 2026 (SOCBs ~2.6%, NHTM tư nhân ~3.7%), được hỗ trợ bởi TG KBNN giá rẻ và tái định giá các khoản vay lãi suất cố định đáo hạn, bù đắp cho chi phí tuân thủ thông tư 50. BSC ưa thích ngân hàng có CASA ≥30% (TCB, MBB, VCB) – nhóm có khả năng bảo vệ NIM tốt nhất khi cạnh tranh huy động kéo dài.

NIM có tín hiệu tạo đáy trong Q2/2026



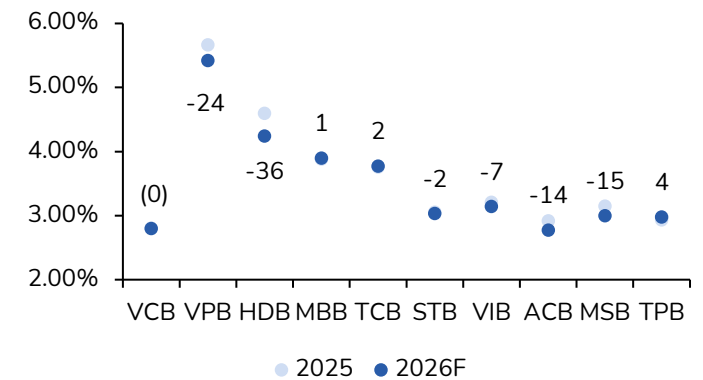
Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research tổng hợp

Mức độ phục hồi NIM Q2/2026 phân hóa mạnh



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research tổng hợp

Kỳ vọng NIM của các ngân hàng trong danh sách theo dõi giảm nhẹ 5-10 bps trong 2026



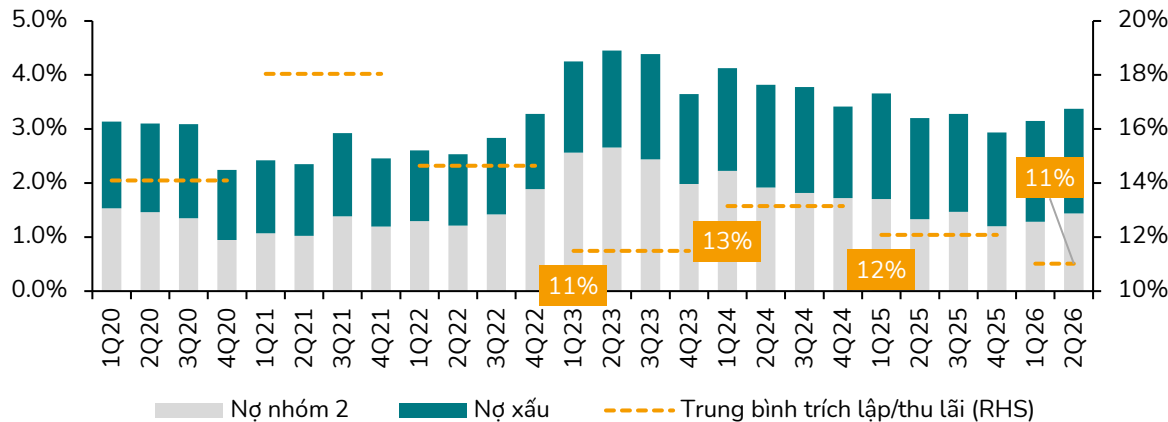
Nguồn: BSC Research dự phóng

NGÂN HÀNG: RỦI RO NỢ XẤU GIA TĂNG NẾU MẶT BẰNG LÃI SUẤT CAO KÉO DÀI, BỘ ĐỆM DỰ PHÒNG ĐANG MỎNG DẦN

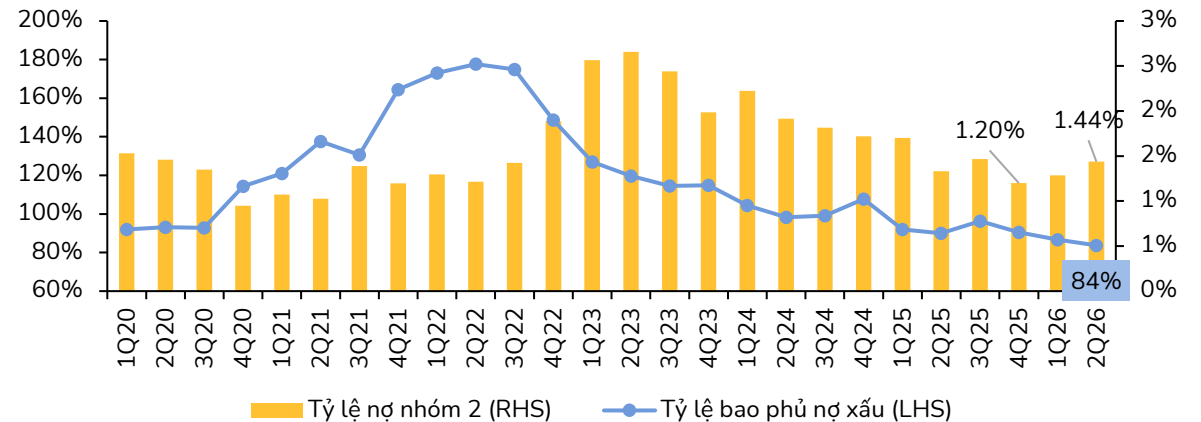
Chất lượng tài sản xuất hiện tín hiệu suy giảm sớm trong Q2/2026: NPL nội bảng nhóm theo dõi tăng lên 1.94% (+8 bps QoQ), nợ nhóm 2 lên 1.44% (+15 bps QoQ), trong khi LLCR giảm xuống 84% – thấp nhất trong 6 năm. BSC cho rằng chi phí tín dụng sẽ là biến số quyết định sự phân hóa lợi nhuận giữa các ngân hàng trong 2027.

- **Nợ xấu tăng nhẹ trở lại:** Sau khi cải thiện xuống 1.74% cuối năm 2025, NPL nhóm theo dõi tăng trở lại trong hai quý liên tiếp (1.86% Q1/2026, 1.94% Q2/2026); nợ nhóm 2 tăng từ 1.20% lên 1.44% cùng giai đoạn. LLCR giảm từ 90% (Q2/2025) xuống 84% do chi phí dự phòng Q2/2026 chỉ tăng 22% YoY, chậm hơn tốc độ hình thành nợ xấu. Nợ nhóm 2 của HDB tăng mạnh lên 4.70% (Q1/2026: 2.58%) là chỉ báo cần theo dõi sát trong Q3/2026.
- **Phân hóa bộ đệm:** VCB (LLCR 279%), TCB (126%) và ACB (105%) có bộ đệm dày, cho phép hấp thụ áp lực nợ xấu mà không ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận. Ngược lại, VIB (44%), HDB (50%), MSB (52%), VPB (56%) và STB (57%) có LLCR mỏng trong khi NPL hoặc nợ nhóm 2 ở mức cao, dự báo chi phí tín dụng duy trì cao (VPB, STB ~2.8–2.9% TTM) hoặc phải tăng thêm trong 2027.
- **Rủi ro từ BĐS và dự án quy mô lớn:** Tỷ trọng cho vay kinh doanh BĐS/tổng dư nợ ở mức cao tại SHB (~34%), VPB (~25%) và TCB (~25%), so với MBB (~14%), MSB (~14%) và HDB (~12%). Theo báo cáo bộ xây dựng, tồn kho chung cư và nhà ở riêng lẻ trong Q2/2026 lần lượt tăng khoảng 260% YoY và 53% YoY trong bối cảnh giá nhà và lãi vay ở mức cao, khiến rủi ro tập trung tăng lên nếu chu kỳ BĐS suy yếu.
- Nhìn chung, BSC cho rằng NPL sẽ tiếp tục tăng trong Q4/2026–H1/2027 do độ trễ của mặt bằng lãi suất cao lên khả năng trả nợ của khách hàng. BSC dự báo chi phí tín dụng danh sách theo dõi duy trì ~1.2% trong 2026F–2027F, và ưu tiên ngân hàng có LLCR >100% trong môi trường rủi ro gia tăng.

Tỷ lệ nợ xấu Q2/26 ổn định so với quý trước nhưng tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng tốc trong khi tỷ lệ trích lập dự phòng lại giảm

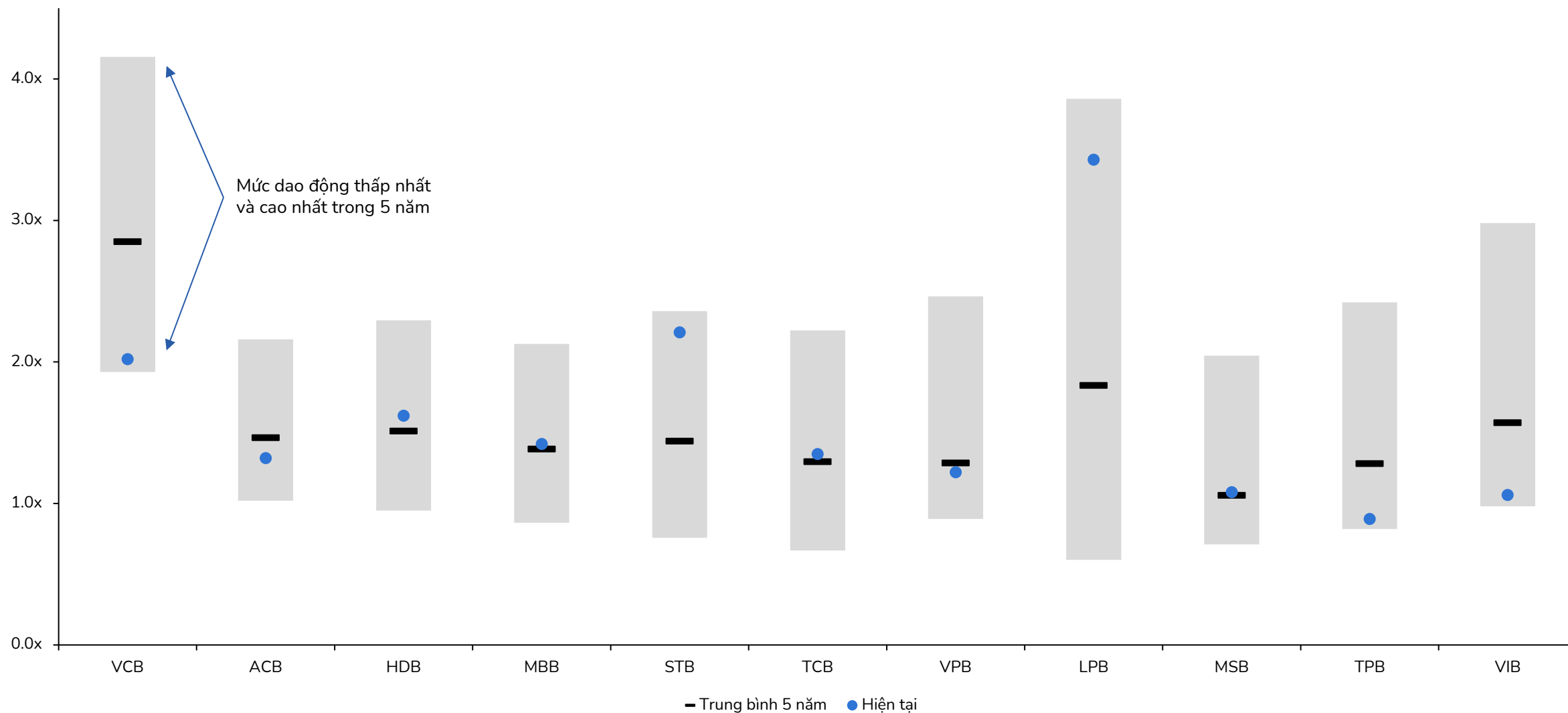


Tỷ lệ trích lập dự phòng giảm khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm theo và đạt mức thấp nhất trong 6 năm





NGÂN HÀNG: ĐỊNH GIÁ P/B NGÀNH THẤP HƠN TRUNG BÌNH 5 NĂM, NHÓM SOCBS VỀ VÙNG ĐÁY LỊCH SỬ



NGÂN HÀNG: ĐỊNH GIÁ P/B NGÀNH THẤP HƠN TRUNG BÌNH 5 NĂM, NHÓM SOCBS VỀ VÙNG ĐÁY LỊCH SỬ



P/B của từng nhóm được tính theo tổng vốn hóa và tổng VCSH SOCBS bao gồm 3 ngân hàng quốc doanh niêm yết
Tier-1 bao gồm ACB, HDB, MBB, SHB, STB, TCB, VPB
Tier-2 bao gồm EIB, LPB, MSB, NAB, OCB, SSB, TPB, VIB

Nguồn: Fiinpro, BSC Research tổng hợp

Viết tắt	Diễn giải
BCTC	Báo cáo tài chính
Basel III	Chuẩn mực quốc tế về an toàn vốn và thanh khoản
BĐS	Bất động sản
bps	Điểm cơ bản (1 bps = 0.01%)
CASA	Tiền gửi không kỳ hạn
CoF	Chi phí vốn (Cost of Funds)
HQLA	Tài sản thanh khoản chất lượng cao
KBNN	Kho bạc Nhà nước
LCR	Tỷ lệ bao phủ thanh khoản
LDR	Tỷ lệ dư nợ cho vay trên tiền gửi
LLCR	Tỷ lệ bao phủ nợ xấu bằng dự phòng
LNH	Liên ngân hàng
LNTT / LNST	Lợi nhuận trước thuế / sau thuế
LS	Lãi suất

Viết tắt	Diễn giải
NHNN (SBV)	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam
NHTM	Ngân hàng thương mại
NIM	Biên lãi ròng
NOXH	Nhà ở xã hội
NPL	Tỷ lệ nợ xấu (nợ nhóm 3–5)
NSFR	Tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng
P/B	Thị giá trên giá trị sổ sách
QoQ / YoY / YTD	So với quý trước / cùng kỳ / từ đầu năm
SMLR	Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn
SOCBs	Ngân hàng thương mại nhà nước
TG KBNN	Tiền gửi Kho bạc Nhà nước
TT50	Thông tư 50/2026/TT-NHNN
TTM	12 tháng gần nhất
VCSH / TTS	Vốn chủ sở hữu / Tổng tài sản



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN - ĐẠM - KHÍ



NGÀNH DẦU KHÍ: GIÁ DẦU CAO TRONG Q4, BÌNH THƯỜNG HÓA TỪ 2027

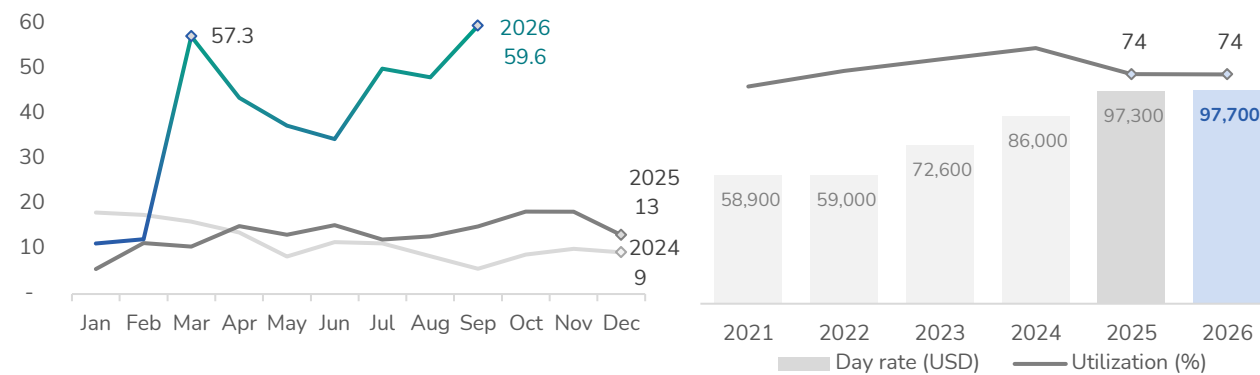
(Quay lại mục lục) BIDV SECURITIES JSC

1. Tổng quan ngành Dầu khí 9T2026:

Sản lượng dầu thô trong nước đạt **6.7 triệu tấn** (+10.4% YoY), lần đầu tăng trở lại sau 11 năm, tạo nền cho dịch vụ thượng nguồn. Lợi nhuận phân hóa rõ:

- **PVS:** backlog Lô B, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng 2B chuyển hóa thành doanh thu.
- **PVD:** hiệu suất giàn biển >99%, dayrate **90,000 - 100,000 USD/ngày**; lợi nhuận chưa tăng tương ứng do chi phí PVD IX-X và dự án Sông Đốc.
- **BSR:** vận hành **124–125%** công suất; crack spread hạ từ đỉnh Q1/2026 nhưng diesel/jet tăng mạnh trở lại trong Q3/2026.

Hình: Crackspread hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì mức cao Hình: Giá thuê giàn neo cao (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

2. Triển vọng Q4.2026 – 2027: giá dầu và crack spread

Q4.2026 – Mặt bằng giá duy trì cao

- **Brent:** BSC dự báo giá dầu đạt **90 - 100 USD/thùng**, phản ánh phần bù rủi ro địa chính trị cao hơn tăng trưởng nhu cầu trong bối cảnh OPEC+ duy trì chính sách thận trọng.
- **Crack spread tổng hợp:** ước đạt 30 – 35 USD/thùng (giảm nhẹ so với quý 3 nhưng cao hơn gấp đôi svck), do được hỗ trợ bởi tồn kho Singapore thấp nhất 5 năm, Trung Quốc ngừng xuất khẩu và nguồn cung Nga/Trung Đông gián đoạn.

2027 – Bình thường hóa dần

- **Brent:** giảm về **75–85 USD/thùng** khi dòng dầu qua Hormuz phục hồi và OPEC+ tăng công suất trở lại.
- **Crack spread tổng hợp:** giảm về **18 - 20 USD/thùng** (giảm -42% YoY, tuy nhiên vẫn cao hơn so với mức bình quân 10 USD/thùng của năm 2025). Trong đó, crack spread xăng được dự báo giảm trước và diesel giảm sau khi công suất mới tại Trung Quốc và Ấn Độ vận hành từ H2/2027.

Tổ chức (USD/thùng)	Q4.26	Q1.27	Q2.27	2026F mới	2026F cũ	2027F
Dự báo của BSC				90	75	75–85
Trung vị (Median)	87	83	80	91	76	80
Citigroup Inc	85			91	82	
BMI (Fitch Solutions)	75	70	73	88	76	71
Morgan Stanley	100	95	90	94	85	85
Standard Chartered	101	96	91	95	72	90
JYSKE BANK AS	90	85	80	92	76	80
Intesa Sanpaolo SpA	82	80	75	90	89	73
Julius Baer Group Ltd	75	67.5	62.5	88	62	63
JPMorgan Chase & Co	80	71	67	89	70	64
Landesbank Baden-Wuerttemberg	80	75	75	89	84	73
Rabobank	105	101	98	96	69	94
Goldman Sachs Group Inc	88	83	81	91	79	80
HSBC Holdings PLC	95	90	87	93	74	85

Nguồn: Bloomberg, BSC Research



PVS, PVD ĐƯỢC HỖ TRỢ BỞI BACKLOG; BSR QUA ĐỈNH LỢI NHUẬN

Doanh nghiệp	Q4.2026 – Động lực ngắn hạn	2027 – Động lực tăng trưởng	Rủi ro chính
PVS <i>Thượng nguồn – M&C</i>	- Dòng dầu đầu tiên Lạc Đà Vàng; FSO Lạc Đà Vàng (hợp đồng 416 triệu USD, 10 năm, gia hạn thêm 5 năm) đóng góp qua lãi liên doanh, liên kết từ Q4.2026. - EPCI#1 Lô B vào giai đoạn chế tạo cao điểm, ghi nhận ~50% giá trị trong 2026.	- Backlog đã ký: Lô B 673 triệu USD, Sư Tử Trắng 2B 400 triệu USD, Maydan Mahzam (Qatar) 1.5 tỷ USD, Lạc Đà Vàng 102 triệu USD. - Luật Dầu khí 2026 (hiệu lực 1/3/2027) rút ngắn phê duyệt, hỗ trợ FID mới cho mỏ nhỏ, cận biên.	- Lô B chậm so với mốc dòng khí đầu tiên Q3/2027. - Biên M&C biến động theo tiến độ ghi nhận các gói EPCI lớn và dự án quốc tế.
PVD <i>Thượng nguồn – Khoan</i>	- Thời gian hợp đồng còn lại khoảng 4,015 ngày (30/6/2026), hầu hết các giàn đã kín việc làm. - Chi phí lãi vay tăng sau khi đầu tư PVD IX–X.	PVD X vận hành thương mại từ Q3/2027 (~180 ngày); PVD IX có hợp đồng đến ~T6/2027. - Tái ký PVD VIII (hết hợp đồng T7/2027) và PVD I ở 100–110 nghìn USD/ngày; PVD II, III có hợp đồng đến ~2028.	- Giàn từ Trung Đông chuyển sang châu Á gây áp lực lên dayrate. - Khấu hao, lãi vay PVD IX–X tăng trước khi đạt hiệu suất vận hành.
BSR <i>Hạ nguồn – Lọc dầu</i>	- Crack diesel 45–55 USD/thùng (giá giao ngay Singapore đầu tháng 10 khoảng 67.7 USD/thùng); - Nhà máy vận hành 124% công suất thiết kế.	- Crack spread bình thường hóa: giảm về 18 - 20 USD/thùng (giảm -42% YoY, tuy nhiên <u>vẫn cao hơn so với mức bình quân 10 USD/thùng của năm 2025</u>). - Dung Quất mở rộng (nâng lên 171,000 thùng/ngày, vận hành 2028–2029).	- Crack spread giảm nhanh hơn dự kiến. - Lỗi tồn kho khi giá dầu giảm; đội vốn dự án mở rộng. - Chậm tiến độ dự án mở rộng (EPC 37 tháng từ 7/2026).

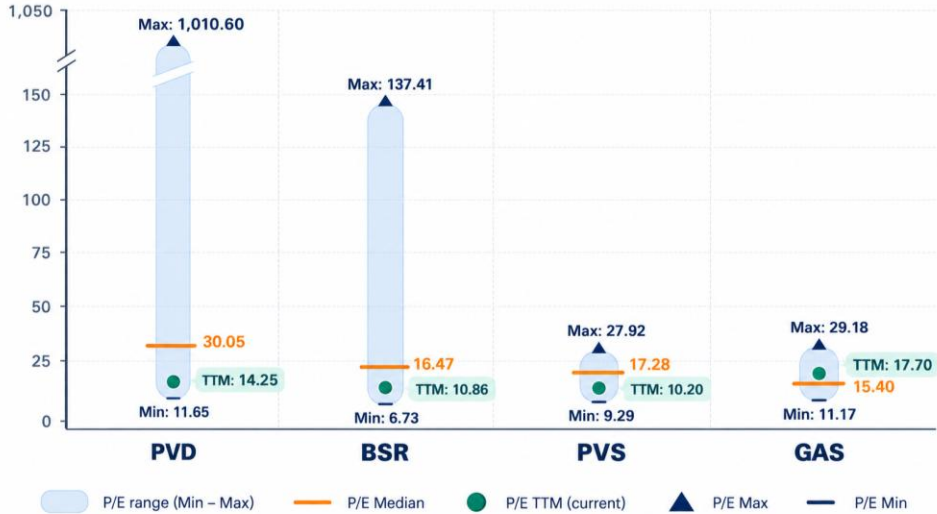


ĐỊNH GIÁ: ƯU TIÊN PVS, PVD NHỜ BACKLOG; BSR CHỜ ĐIỂM MUA TỐT HƠN

Bảng: Dự phóng và định giá PVS, PVD, BSR

Chỉ tiêu	PVS	PVD	BSR
Doanh thu 2026F (nghìn tỷ đồng)	40.3	12.5	208.6
LNST 2026F (nghìn tỷ đồng)	2.00	1.04	29.93
Doanh thu 2027F (nghìn tỷ đồng)	46.1	14.5	181.6
LNST 2027F (nghìn tỷ đồng)	1.90	1.22	14.80
Tăng trưởng LNST 2027F	-5%	+17%	-51%
EPS 2027F (đồng)	2,785	1,251	2,925
P/E 2027F	12.2x	14.6x	10.7x
P/B 2027F	0.9x	1.0x	1.6x
Giá mục tiêu (đồng)	45,000	22,600	33,800
Khuyến nghị	MUA	MUA	THEO DÕI

Bảng: Định giá P/E các doanh nghiệp dầu khí



Nguồn: BSC Research tổng hợp

3. Định giá

- **PVS, PVD:** P/E 2027F 12.2x và 14.6x, P/B 0.9x và 1.0x; định giá đã phản ánh backlog Lô B, Maydan Mahzam (PVS) và PVD X vận hành từ Q3/2027 (PVD).
- **BSR:** P/E 2027F 10.7x thấp nhất nhóm nhưng trên nền LNST giảm 51% khi crack spread bình thường hóa.

4. Quan điểm đầu tư:

- Chu kỳ lợi nhuận chuyển từ biên lọc dầu (2026) sang backlog thượng nguồn (2027); Chúng tôi ưu thích **PVS** và **PVD**.
- **MUA – PVS (45,000 đồng):** backlog Lô B, Sư Tử Trắng 2B, Maydan Mahzam; LNST 2027F -5% do nền 2026 có ~920 tỷ đồng lợi nhuận khác một lần, lợi nhuận cốt lõi vẫn tăng.
 - **MUA – PVD (22,600 đồng):** LNST 2027F +17% nhờ PVD X từ Q3/2027 và tái ký PVD VIII, PVD I.
 - **NẮM GIỮ – BSR (33,800 đồng):** Q4.2026 thuận lợi với crack diesel 45-55 USD/thùng, nhưng LNST 2027F -51% YoY.



TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN THƯƠNG NGUỒN

CẬP NHẬT 07/10/2026



Lô B - Ô Môn

Dòng khí đầu tiên: ≤ Q3/2027

Gói EPCI#1 đạt ~65%, EPCI#2 đạt ~95%; đường ống trên bờ đạt 52% cuối tháng 8/2026. Rủi ro chính chuyển sang khâu hạ nguồn: Ô Môn II-IV vận hành từ cuối 2028–2030, muộn hơn thời điểm khí về bờ.



Sư Tử Trắng 2B

Đón dòng khí đầu tiên: 29/6/2026

Giếng ST-9P đón dòng khí đầu tiên ngày 29/6/2026, lưu lượng ban đầu ~31 triệu feet khối/ngày; giếng ST-10P, ST-4PST vào khai thác trong H2/2026. PVS thực hiện hợp đồng tổng thầu giàn xử lý khí ST-CGF (~385 triệu USD) giai đoạn 2026–2028.



Lạc Đà Vàng

Dòng dầu đầu tiên: nửa đầu 10/2026

Kho nổi FSO bàn giao ngày 23/6/2026; giàn xử lý trung tâm LDV-A (>11,000 tấn) đã lắp đặt ngoài khơi, đang đấu nối và chạy thử. Dự kiến đón dòng dầu đầu tiên trong nửa đầu tháng 10/2026.



Cá Voi Xanh

Trạng thái: chưa có FID

Petrovietnam đặt mục tiêu tái khởi động dự án trong Q4/2026 và đã cơ bản xác định nhà đầu tư mới. Kịch bản tích cực: phê duyệt kế hoạch phát triển mỏ năm 2027, FID trong H2/2027–H1/2028, đón dòng khí đầu tiên khoảng 2032.



HÀNH LANG PHÁP LÝ & CHÍNH SÁCH BỔ TRỢ

Luật Dầu khí 2026 (số 10/2026/QH16)

Nội dung: Thông qua ngày 23/8/2026, hiệu lực từ 1/3/2027, thay thế Luật 2022; phân cấp phê duyệt, mở rộng ưu đãi cho mỏ nhỏ/cận biên, bổ sung quy định thu giữ và lưu trữ carbon.

Thượng nguồn (PVS, PVD): Hưởng lợi trước tiên khi thời gian phê duyệt kế hoạch phát triển mỏ và FID được rút ngắn.

Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP (hiệu lực đến 28/2/2027)

Nội dung: Giao PVN phê duyệt một số kế hoạch phát triển mỏ, điều chỉnh kế hoạch khi tổng mức đầu tư tăng dưới 10% (trừ xây thêm giàn) và báo cáo trữ lượng mỏ nhỏ.

Thượng nguồn (PVS, PVD): Rút ngắn khâu phê duyệt trung gian trong giai đoạn chuyển tiếp, trước khi Luật Dầu khí 2026 có hiệu lực.

Nghị quyết 70-NQ/TW (20/8/2025)

Định hướng: Gia tăng trữ lượng, phát triển mỏ nước sâu/xa bờ, nâng hệ số thu hồi, tận thu mỏ nhỏ/cận biên; mục tiêu thị trường khí 30–35 tỷ m³/năm.

Thượng nguồn (PVS, PVD): Hỗ trợ chu kỳ đầu tư thăm dò – khai thác dài hạn và năng lực nhà thầu dịch vụ kỹ thuật trong nước.

CỔ PHIẾU HƯỞNG LỢI TỪ CHU KỲ ĐẦU TƯ THĂM DÒ – KHAI THÁC:

DỊCH VỤ KỸ THUẬT

PVS

Lô B, ST-CGF, Lạc Đà Vàng, Cá Voi Xanh

KHOAN

PVD

Khối lượng khoan phát triển mỏ tăng

LỘC DẦU (GIÁN TIẾP)

BSR

An ninh nguồn cung dầu thô trong nước

1. Cập nhật ngành Phân bón Q3/2026:

Q3/2026 là quý thấp điểm của ngành Phân bón: giá bán điều chỉnh mạnh từ đỉnh Q2 trong khi chi phí đầu vào chưa giảm tương ứng, khiến biên lợi nhuận của cả nhóm Ure và DAP thu hẹp so với quý trước. Diễn biến thực tế lệch khỏi kịch bản cơ sở trong báo cáo gần nhất ở hai điểm: **(i) eo biển Hormuz chưa được khai thông** và **(ii) giá dầu tăng trở lại vùng USD 100/thùng**.

• Nhóm Ure (DPM, DCM) – Giá bán giảm sâu, chênh lệch giá bán – giá khí thu hẹp

Giá Ure Trung Đông (FOB) bình quân Q3 đạt USD 418/tấn (-40% QoQ), chạm đáy USD 385/tấn giữa tháng 8 (-58% so với đỉnh USD 907.5/tấn hồi tháng 4), do Trung Quốc quay lại xuất khẩu (tháng 7 đạt ~403 nghìn tấn so với ~7 nghìn tấn tháng 6) và nhu cầu yếu do trái vụ. BSC ước tính giá bán Ure bình quân Q3/2026 giảm -31% QoQ tại DCM và -31% QoQ tại DPM, cùng về ~10,800 – 10,900 đồng/kg (-2% đến -3% YoY). Về chi phí, Brent tăng từ ~USD 72/thùng đầu tháng 7 lên ~USD 103/thùng cuối tháng 9 (hợp đồng tháng 12 ~USD 102/thùng), đẩy giá khí đầu vào Q4 dự kiến tăng 7% – 10% QoQ (DCM ~11.5, DPM ~12.7 USD/mmbtu).

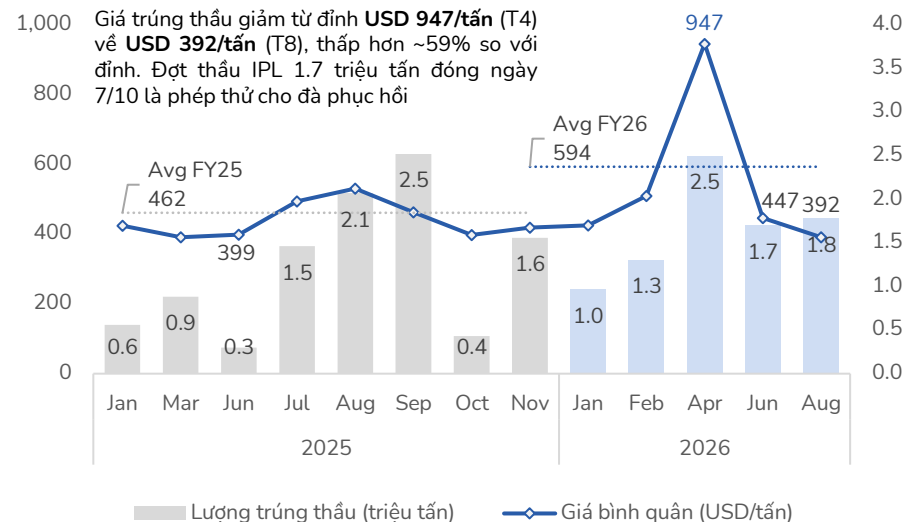
• Nhóm DAP (DDV) – Giá lưu huỳnh hạ nhiệt từ đỉnh nhưng vẫn neo cao

Giá lưu huỳnh tại Trung Quốc ở mức ~7,700 CNY/tấn (ước tính ~USD 1,150/tấn) cuối tháng 9, giảm ~13% so với cuối tháng 6 nhưng vẫn **cao gấp ~2.9 lần cùng kỳ** do Hormuz chưa khai thông và Nga gia hạn lệnh cấm xuất khẩu đến hết năm 2026. Biên gộp DAP trong Q3 vì vậy tiếp tục ở vùng thấp, **chưa xuất hiện điểm đảo chiều** như kỳ vọng trước đó.

2. Triển vọng Q4/2026 – 2027:

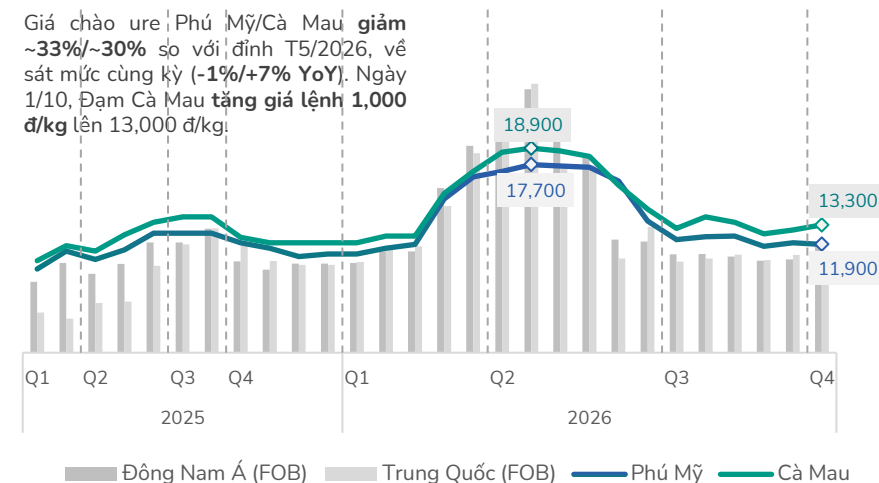
2.1 Q4/2026 – Ure phục hồi theo mùa vụ, DAP chịu thêm áp lực cạnh tranh

Hình: Kết quả các đợt thầu Ấn Độ giai đoạn 2025 – T8.2026



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Giá Ure trong nước và giá FOB quy đổi (VND/kg)



Nguồn: BSC tổng hợp

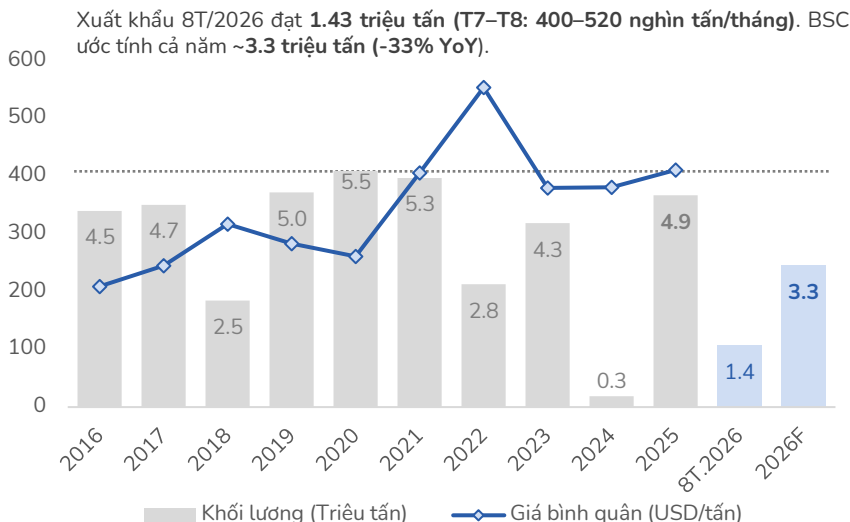
(i) Nhóm Urê (DPM, DCM) – Giá bán hồi phục, nhưng biên lợi nhuận thấp hơn Q2:

- Nguồn cung Trung Đông vẫn gián đoạn: Hormuz gần như vẫn đóng, tàu tiếp tục bị tấn công trong tháng 9; giá Ure Trung Đông hồi từ đáy USD 385/tấn (giữa T8) lên USD 450–460/tấn (cuối T9), **+17% đến +19%**.
- Nguồn cung Trung Quốc là biến số chính của giá Ure thế giới: Bắc Kinh kiểm soát xuất khẩu qua hạn ngạch, giá sàn FOB ~USD 430–440/tấn. Xuất khẩu T7–T8 tăng lên 400–520 nghìn tấn/tháng (1H.2026: ~85 nghìn tấn/tháng); nếu duy trì nhịp này, giá Ure khó vượt xa vùng giá sàn. Cả năm 2026 ước đạt **~3.3 triệu tấn (-33% YoY)**.
- Nguồn cung trong nước: Đạm Cà Mau bảo dưỡng từ 20/9 có thể làm gián đoạn nguồn cung nội địa ngắn hạn, hỗ trợ giá bán trong nước.
- Nhu cầu tiêu thụ Q4/2026: Tại thị trường quốc tế, vụ Đông Xuân và đợt thầu IPL 1.7 triệu tấn của Ấn Độ (đóng thầu 7/10) là hai lực cầu chính hỗ trợ giá.
- Chi phí đầu vào tăng: Giá khí Q4 tăng theo giá dầu (Brent bình quân T9 ~USD 102/thùng so với ~USD 84/thùng T7), khiến chênh lệch giá bán – giá khí thu hẹp so với Q2.
- Giá bán bình quân năm 2026: BSC **DUY TRÌ** dự báo giá bán Ure bình quân **+10% – 15% YoY** (DCM +14%, DPM +13%); giá bán Q4 dự kiến +5% QoQ.

(ii) Nhóm DAP (DDV) – Áp lực kép từ hàng Trung Quốc quay lại và chi phí đầu vào:

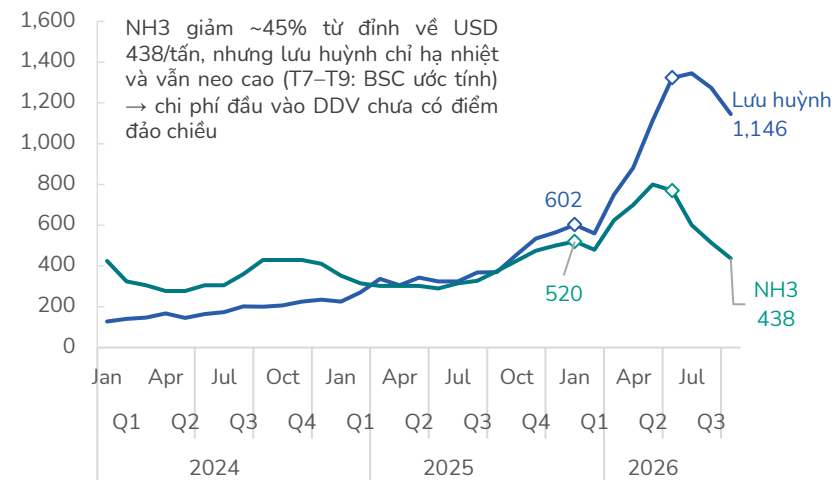
- Nguồn cung Trung Quốc quay lại*: Trung Quốc xuất khẩu phân lân trở lại từ đầu tháng 9 (sau đợt tạm dừng từ giữa tháng 3), khiến giá bán DAP trong nước chịu áp lực; BSC cho rằng áp lực này tiếp tục trong Q4/2026 khi hàng nhập khẩu về cảng tăng.
- Chi phí đầu vào*: Giá NH3 giảm ~45% từ đỉnh về USD 437.5/tấn (cuối T9), nhưng lưu huỳnh vẫn ở mức cao do nguồn cung Trung Đông và Nga gián đoạn; BSC **chưa dự phóng biên gộp DDV phục hồi trong 2026 – 2027**.

Hình: Xuất khẩu Ure của Trung Quốc giai đoạn 2016 – T8.2026



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Giá lưu huỳnh và NH3 (USD/tấn)



Nguồn: BSC tổng hợp



2.2 Triển vọng 2027 – Giá bán hạ nhiệt, lợi nhuận phân hóa

- **Nhóm Ure (DPM, DCM):** Giá bán Ure 2027 dự phóng giảm ~4% so với 2026F. Lợi nhuận phân hóa: **DCM tăng 29% so với 2026F** nhờ giá NPK (+9%) và biên gộp tăng từ 22.1% lên 23.7%; **DPM giảm 48% so với 2026F** do giá khí neo ~11.7 USD/mmbtu (cao hơn DCM ~15%), biên gộp giảm từ 16.9% xuống 14.8%.
- **Nhóm DAP (DDV):** Lợi nhuận 2026F dự phóng giảm 31% YoY và năm 2027F giảm 8% so với 2026F; biên gộp thu hẹp từ 10.3% xuống 8.9% do giá lưu huỳnh ở mức cao và hàng Trung Quốc cạnh tranh.

3. Định giá

Cả ba cổ phiếu giao dịch dưới trung vị 5 năm: DPM 8.4x (-34%), DCM 6.6x (-37%), nhưng tính trên EPS dự phóng 2026F, DCM (11.1x) xấp xỉ trung vị và DPM (16.0x) cao hơn trung vị; DDV 3.8x (-71%), sát đáy 5 năm. Chi tiết tại Bảng dự báo.

4. Quan điểm của BSC

BSC hạ quan điểm ngành Phân bón giai đoạn Q4/2026 – 2027 từ Khả quan xuống **TRUNG LẬP** do lợi nhuận 2027 phân hóa và định giá theo EPS dự phóng không còn hấp dẫn:

- **Nhóm DAP:** Chưa xuất hiện điểm đảo chiều trong khung dự phóng 2026 – 2027 do giá lưu huỳnh neo cao và hàng Trung Quốc quay lại thị trường.
- **Chất xúc tác chính sách:** Thuế VAT 5% áp dụng trọn vẹn giúp tối ưu chi phí đầu vào, củng cố vị thế nhà sản xuất nội địa trước hàng nhập khẩu.
- **NẮM GIỮ DCM:** Ưu tiên hơn DPM nhờ lợi nhuận 2027 dự phóng tăng 29% (P/E 2027F 8.6x); xem xét nâng khuyến nghị nếu giá dầu hạ nhiệt hoặc KQKD Q4 xác nhận đà phục hồi.
- **NẮM GIỮ DPM:** Lợi nhuận 2027 dự phóng giảm 48% do chi phí khí cao; tiền mặt dồi dào và cổ tức ~5.6%/năm hỗ trợ giá. Theo dõi: kết quả thầu IPL, đàm phán Mỹ – Iran về Hormuz, giá dầu.
- **NẮM GIỮ nhóm DAP (DDV):** Chờ tín hiệu giá lưu huỳnh giảm bền vững (Nga dỡ lệnh cấm xuất khẩu, Hormuz khai thông) trước khi nâng khuyến nghị.

Hình: P/E cơ bản của DPM, DCM và DDV so với trung vị 5 năm



Nguồn: BSC tổng hợp



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG – BẤT ĐỘNG SẢN

NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG – NHÌN LẠI 9T.2026

1. Triển vọng kinh doanh Q3.2026

KQKD một số doanh nghiệp sản xuất (HPG, HT1, . .) vẫn khả quan - không bị sụt giảm mạnh so với Q2 (<-15% QoQ). Nguyên nhân đến từ 2 yếu tố:

- 1. **Kịch bản chiến sự không kết thúc vào Tháng 6 như giả định của BSC.** Điều này giúp cho mặt bằng giá một số vật liệu xây dựng vẫn ở mức cao. VD: Giá xi măng đi ngang, giá thép xây dựng - 0.7% QoQ, giá tôn mạ, ống thép - 2% QoQ
- 2. **Sản lượng của một số sản phẩm tăng trưởng tốt hơn so với kỳ vọng của BSC** nhờ thị trường Bất động sản hồi phục, bất chấp Quý 3 là mùa mưa thấp điểm. Bản thân các Chủ đầu tư Bất động sản đang đẩy nhanh tiến độ thi công để bàn giao sớm.
- Nhóm xi măng (HT1, BCC): Trong Quý 3.2026, sản lượng nội địa ước tính +15% YoY, Xuất khẩu ước tính + 10% YoY.
- Nhóm thép (HPG): Sản lượng HRC toàn ngành ước + 5% YoY, sản lượng thép xây dựng toàn ngành ước +15% +20% YoY

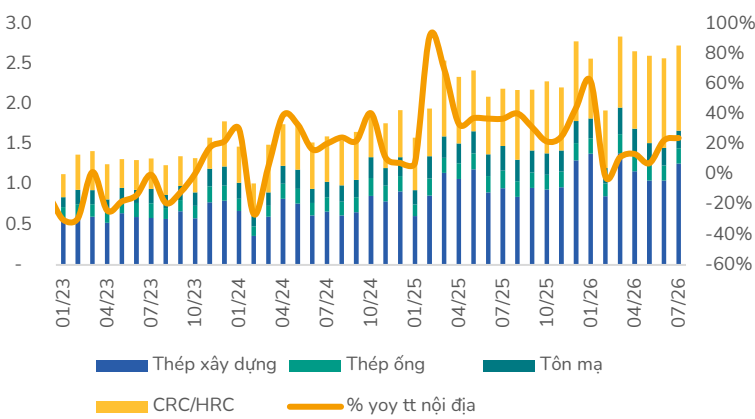
Ngược lại, KQKD một số doanh nghiệp Nhóm thương mại thép (HSG, VGS, NKG, GDA) và Nhóm nhựa (BMP, NTP) có thể bị sụt giảm mạnh do (1) mất lợi thế về hàng tồn kho giá thấp như Quý 2, (2) kênh xuất khẩu thép vẫn gặp khó, (3) Giá ống nhựa miền Bắc giảm - 20% QoQ.

Bảng: Kết quả kinh doanh 1H.2026

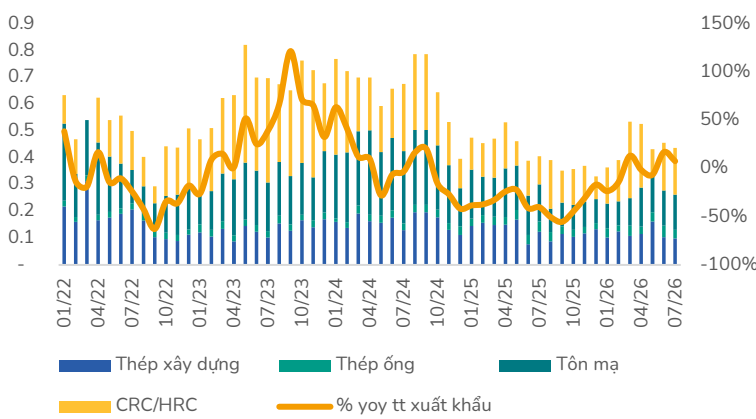
Mã	Doanh thu	%YoY	LNG	% YoY	LNST - CĐTTS	%Y oY	Dự báo Q3.2026 so với Q2
Thép							
HPG	108,870	47%	18,853	57%	15,365	102%	5,700 – 6,000 tỷ VNĐ
VGS	4,093	4%	154	26%	103	36%	-
HSG	19,498	6%	2,578	13%	505	5%	Giảm mạnh
NKG	7,447	-6%	522	-2%	126	-19%	Giảm mạnh
GDA	6,658	-19%	436	-30%	144	-4%	Giảm mạnh
Xi măng							
HT1	4,436	17%	573	41%	216	109%	100-120 tỷ VNĐ
BCC	2,098	9%	188	1%	0.54	-89%	
Nhựa							
BMP	2,822	3%	1,305	9%	671	9%	Giảm mạnh
NTP	3,794	13%	1,260	27%	732	37%	

Nguồn: BSC Research dự báo

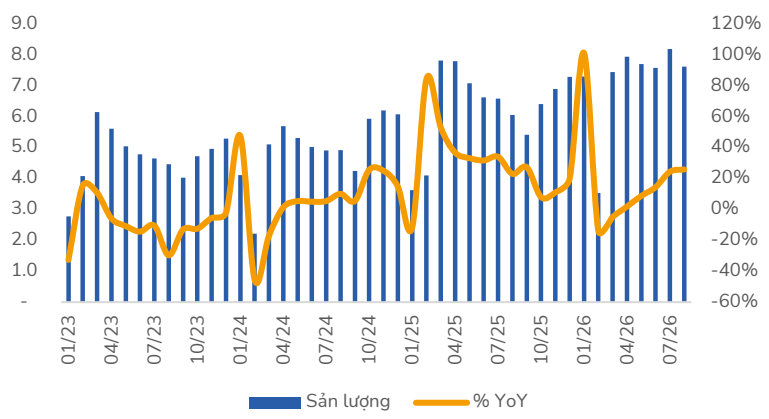
Hình: Diễn biến tiêu thụ nội địa của ngành thép



Hình: Diễn biến tiêu thụ xuất khẩu của ngành thép



Hình: Diễn biến tiêu thụ nội địa ngành xi măng



Nguồn:FiinPro



2. Triển vọng Quý 4.2026 và năm 2027: BSC kỳ vọng KQKD Quý 4 sẽ phục hồi so với Q3 nhờ:

- 1. **Giá vật liệu xây dựng tăng trở lại** do (1) nhu cầu nội địa vẫn tốt, (2) Chi phí xăng dầu vận chuyển tăng theo căng thẳng chính trị Mỹ - Iran. Cụ thể, vào đầu tháng 10, giá xi măng + 2-8% MoM. Giá thép xây dựng + 2% MoM.
- 2. **Sản lượng tăng trưởng theo tính mùa vụ**, các dự án Bất động sản tăng tốc vào cuối năm.

Triển vọng 2027F & Quan điểm đầu tư: So với Báo cáo trước đó, BSC giữ quan điểm kết quả kinh doanh tiếp tục phân hóa trong năm 2027

Nhóm ít bị ảnh hưởng bởi chi phí đầu vào tăng do căng thẳng địa chính trị, thị phần nội địa lớn:

- **Nhóm sản xuất thép có chu trình dài (HPG):** sẽ được hưởng lợi từ (i) Nền giá bán HRC tăng sau khi Việt Nam áp thuế CBPG chính thức, thuế Chống lẩn tránh đối với HRC khổ lớn, (ii) Sản lượng tăng nhờ nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động ổn định. Qua tìm hiểu, phần lớn các doanh nghiệp hạ nguồn theo đuổi chiến lược nhập hàng về giá (Tôn mạ), đã chuyển dịch từ HRC Trung Quốc sang Việt Nam. Trong Q4.2026 – 2027, BSC kỳ vọng HRC của HPG tiếp tục chiếm thêm thị phần tại các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam (VD: Khối FDI, Khối sản xuất ô tô, . .)
- **Nhóm xi măng (HT1):** Sản lượng kỳ vọng tăng trưởng khả quan (+7-+10% YoY) nhờ đẩy mạnh đầu tư công, bất động sản hồi phục – đủ tốt để bù đắp cho biến động về giá than đầu vào.

Nhóm bị ảnh hưởng mạnh bởi chi phí đầu vào tăng, căng thẳng địa chính trị.

- **Nhóm nhựa (BMP, NTP):** BSC cho rằng tỷ suất lợi nhuận của nhóm nhựa đã đạt đỉnh trong 2 năm qua. BSC cho rằng (1) Giá PVC sẽ tiếp tục biến động mạnh , (2) Giá PVC sẽ duy trì ở mức cao hơn so với trước chiến sự, ảnh hưởng tới khả năng tiêu thụ và biên lợi nhuận trong trung hạn. Bằng chứng là việc ngay sau giá PVC giảm trở lại trong Quý 3, các doanh nghiệp nhựa phải giảm giá bán để giữ sức mua.
- **Nhóm thương mại thép:** Biên lợi nhuận chịu sức ép giảm do (i) Sản lượng kênh xuất khẩu sụt giảm; và (ii) Yếu tố hỗ trợ từ giá bán tăng như trong 1H.2026 không còn.

3. **Định giá:** Đa số các cổ phiếu nhóm ngành Vật liệu xây dựng đã chiết khấu về mức giá trị hợp lý. HPG (P/E FWD 2026 = 6.1x so với trung bình P/E = 8 – 10x), HT1 (P/B FWD 2026 = 0.8x), HSG, NKG (P/B FWD = 0.5 – 0.7x so với trung bình 1 giai đoạn 1 -1.3x), BMP (P/E FWD 2026 = 9.5x). BSC ưa thích cổ phiếu HPG và HT1.

Hình: Diễn biến giá thép xây dựng



Nguồn: Thị trường thép, BSC tổng hợp

Bảng: Dự báo KQKD và định giá một số doanh nghiệp trong năm 2026

Mã	Doanh thu	%YoY	LNST - CĐT	% YoY	P/E FWD	P/B FWD
Thép						
HPG	221,570	42%	27,911	81%	6.1	1.1
HSG*	36,505	-0.1%	571	-22%	8.5	0.7
NKG	19,850	34%	227	+14%	18.5	0.5
Xi măng						
HT1	8,799	+19%	435	+59%	6.5	0.8
Nhựa						
BMP	6,109	+11%	1,216	-1%	9.5	4.0

Nguồn: BSC tổng hợp tại 2/10/2026

1. Thép: Trung Quốc tăng xuất khẩu phi thép bán thành phẩm để lách hàng rào thuế quan:

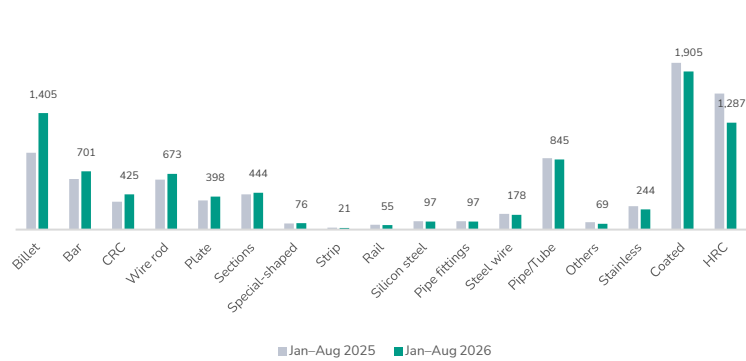
Lũy kế 8T.2026, sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc đạt 75.16 triệu tấn (-3% YoY). Đà giảm kênh xuất khẩu đã thu hẹp dần từ Quý 1 (Lũy kế: -10% YoY) đến Quý 3.2026 (Lũy kế: -3% QoQ). Mặc dù đã có các biện pháp CBPG (chủ yếu đối với HRC); tuy nhiên, Trung Quốc đang tăng xuất khẩu bán thành phẩm/ phi sang Đông Nam Á (Indonesia, Malaysia, Singapore), và Châu Phi (Nigeria, Djibouti, Kenya, Nam Phi), . . . để (1) lách thuế, (2) bù đắp phần đứt gãy chuỗi cung ứng tại Trung Đông. Lũy kế 8T.2026, tổng sản lượng xuất khẩu thép bán thành phẩm của Trung Quốc đạt 14 triệu tấn (+52% YoY). Chi tiết tham khảo tại Bảng/Hình phía dưới.

Đánh giá: So với Báo cáo trước đó, BSC thay đổi quan điểm: Sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc có thể chưa đạt đỉnh trong năm 2025. Theo đó, giá thép chủ yếu vẫn sẽ biến động đi ngang trong năm 2026 – 2027. Đối với các doanh nghiệp ngành thép, BSC giữ quan điểm thận trọng dự báo biên lợi nhuận gộp trong năm 2027.

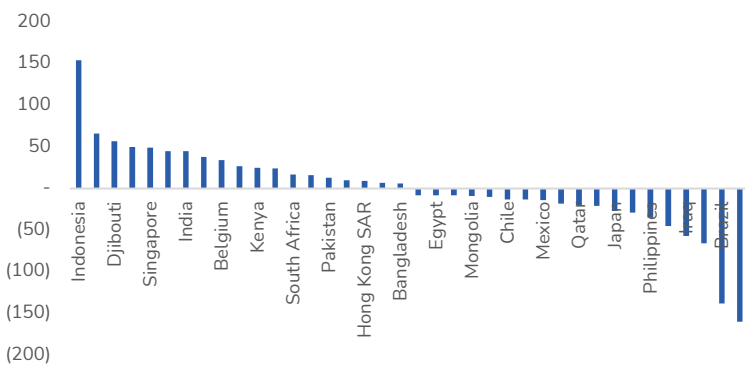
Bảng: Sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc (Đơn vị: 10,000 tấn)

Tháng	Năm 2024	Năm 2025	Năm 2026	YoY Cùng kỳ năm 2026	YoY Lũy kế đến năm 2026
Tháng 1	874.4	891.7	775.4	-13.05%	-13.05%
Tháng 2	716.8	805.5	783.7	-2.69%	-8.10%
Tháng 3	988.8	1,045.6	913.5	-12.63%	-9.90%
Tháng 4	922.4	1,046.2	949.8	-9.22%	-9.70%
Tháng 5	963.1	1,057.8	1,034.1	-2.24%	-8.10%
Tháng 6	874.5	967.8	1,032.0	6.63%	-5.60%
Tháng 7	782.7	983.6	1,012.1	2.89%	-4.40%
Tháng 8	949.5	951.0	1,015.5	6.78%	-3.00%
Tháng 9	1,015.3	1,046.5			
Tháng 10	1,118.2	978.2			
Tháng 11	927.8	998.0			
Tháng 12	972.7	1,130.1			

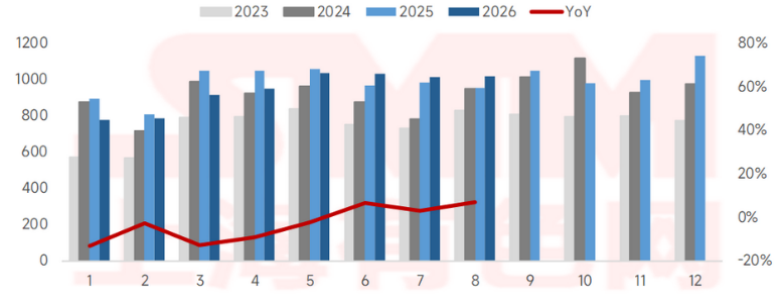
Hình: Sản lượng xuất khẩu thép bán thành phẩm của Trung Quốc (Đơn vị: 10,000 tấn) – Nguồn: BSC tổng hợp, SMM



Hình: % Tăng trưởng xuất khẩu thép Trung Quốc theo các Quốc gia (Đơn vị: 10,000 tấn) – Nguồn: BSC tổng hợp, SMM



Hình: Sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc (Đơn vị: 10,000 tấn) (Đơn vị: 10,000 tấn) – Nguồn: BSC tổng hợp, SMM



2. Nhựa:

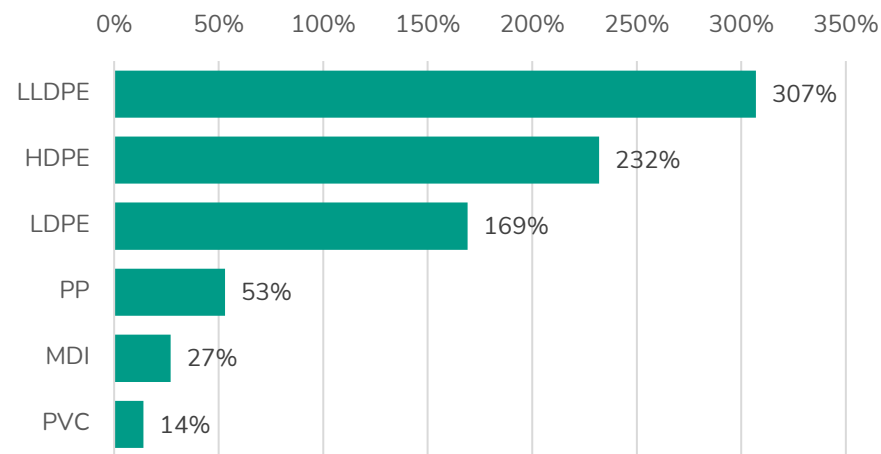
Tình trạng thiếu nguyên vật liệu sản xuất (PVC, PE, HDPE) không còn trầm trọng như Quý 2. Nguyên nhân là do Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm dầu mỏ. Lũy kế 7T.2026, sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc LLDPE + 307% YoY, HDPE + 232% YoY, PP + 53% YoY; chủ yếu đến Đông Nam Á và Nam Mỹ. Phần này đang bù đắp cho phần bị ảnh hưởng bởi đứt gãy chuỗi cung ứng tại Trung Đông.

Đánh giá: BSC cho rằng giá nguyên vật liệu vẫn khó dự báo trong thời gian tới do:

- (1) Căng thẳng địa chính trị tại Mỹ - Iran chưa rõ hồi kết.** Tại T9.2026, giá dầu Brent = 101 USD/BBL (+64% Ytd), đặt áp lực tăng giá lên các sản phẩm dẫn xuất từ dầu mỏ.
- (2) Chiến lược xuất khẩu của Trung Quốc bất định.** Ngay sau khi các doanh nghiệp tại Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu sản phẩm dầu mỏ trong 9T.2026, sản lượng hàng tồn kho sụt giảm mạnh từ 15% - 51% so với đầu năm. Có thông tin Chính phủ sẽ dừng xuất khẩu trong Tháng 10 để đảm bảo an ninh năng lượng.

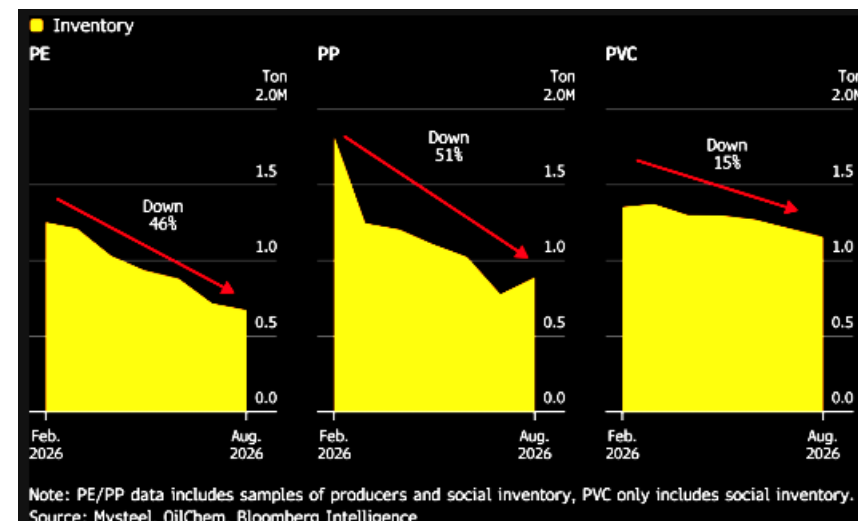
Do đó, đối với các doanh nghiệp ngành nhựa, BSC đưa ra khuyến nghị THEO DÕI do (1) Giá dầu vẫn đang ở mức cao, (2) Rủi ro biến động giá lớn như kể trên.

Bảng: Sản lượng xuất khẩu sản phẩm hóa dầu của Trung Quốc 7T.2026



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Bảng: Sản lượng tồn kho sản phẩm hóa dầu của Trung Quốc 8T.2026





NGÀNH HẠ TẦNG DÂN DỤNG – ĐI TÌM HƯỚNG ĐI MỚI TĂNG TỶ SUẤT LỢI NHUẬN

1. Tổng quan ngành:

KQKD Quý 3 nhiều khả năng sẽ sụt giảm so với Quý 2 do đây là mùa thấp điểm trong năm về nghiệm thu dự án. Tuy nhiên, so với cùng kỳ, BSC đánh giá KQKD vẫn sẽ khả quan do quy mô Backlog tăng tốt.

2. Triển vọng Q4.2026 và 2027

Trong năm 2027, BSC cho rằng tăng trưởng lợi nhuận nhóm xây dựng phần lớn đến từ tăng trưởng về Backlog:

- (1) Quy mô Backlog sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao nhờ thị trường Bất động sản hồi phục – tập trung vào các chủ đầu tư như SunGroup, VinGroup, Masterise.
- (2) Dự địa cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng dân dụng còn rất hẹp. Trong chu kỳ 2022 – 2026, các dự án Bất động sản chủ yếu rơi vào <10 chủ đầu tư lớn như Vinhomes, SunGroup, Masterise, . . . Thị trường Xây lắp cũng tương tự - tập trung các tổng thầu lớn như CTD, Newtecons, Delta, . . . Năng lực và công nghệ thi công không quá khác biệt.

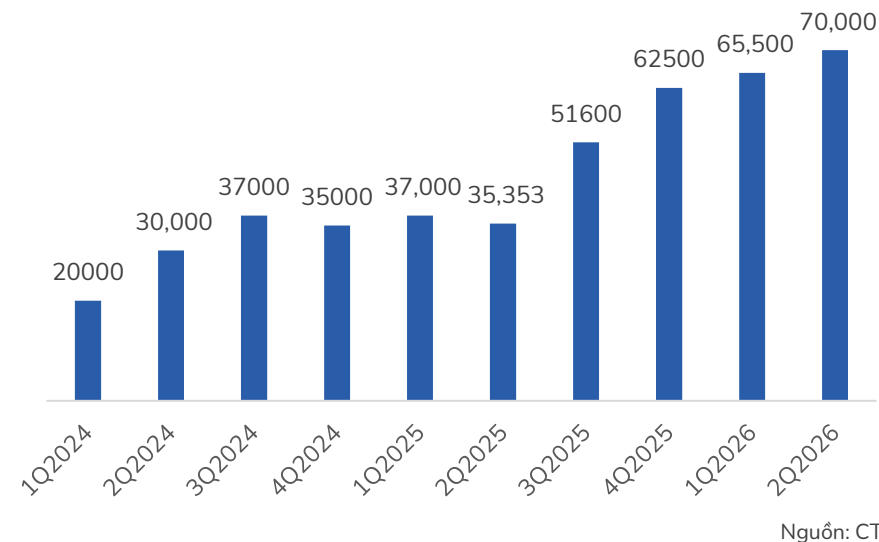
Với bối cảnh như vậy, BSC sẽ cho rằng năng lực đàm phán giá của tổng thầu và chủ đầu tư gần như tương đương. Do đó, biên lợi nhuận gộp sẽ khó có thể đạt được mức đỉnh biên lợi nhuận của chu kỳ trước (5% -6%). Hiện tại trong 2H.2026, tỷ suất lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp ở mức 4% - 4.5%. BSC cho rằng dự địa cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp cả mảng dân dụng còn rất hẹp, buộc phải chuyển đổi sang (1) Các dự án có độ phức tạp cao, (2) Các mảng xây dựng ngách ít cạnh tranh như Xây hạ tầng điện/Trạm điện, . . . để tăng được tỷ suất.

Rủi ro: Áp lực cạnh tranh gia tăng trong ngành trong năm 2027. Với việc (1) đa số công việc ngành đang đến từ các chủ đầu tư lớn (VinGroup), (2) VinCons đẩy mạnh tuyển dụng nhân sự, điều này sẽ kéo mặt bằng chi phí lương lên, ảnh hưởng tới tỷ suất lợi nhuận ròng của toàn ngành.

3. Quan điểm đầu tư & Cổ phiếu khuyến nghị:

Như đã phân tích kể trên, BSC cho rằng triển vọng kinh doanh chưa rõ ràng do bối cảnh cạnh tranh mảng dân dụng đang gia tăng. Tuy nhiên, BSC vẫn khuyến nghị MUA đối với CTD do giá cổ phiếu đang chiết khấu rất sâu P/B FWD = 0.65x

Hình: Quy mô Backlog của CTD



Hình: Định giá P/B CTD



Nguồn: Bloomberg, cập nhật ngày 9/10/2026



NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG – ĐIỂM RƠI NGHIỆM THU TRONG QUÝ 4.2026

1. Tổng quan ngành Q3.2026:

Giải ngân đầu tư công vẫn còn chậm: Lũy kế 9 tháng năm 2026, giải ngân vốn đầu tư công đạt khoảng 643,000 tỷ đồng (đạt 64.8% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao), tăng hơn 200,000 tỷ đồng (+12.9% so với cùng kỳ 2025). Mặc tổng giá trị giải ngân cải thiện nhưng vẫn còn 27 bộ, cơ quan trung ương và 15 địa phương giải ngân dưới mức bình quân.

Nguyên nhân: BSC đánh giá tốc độ giải ngân 9T.2026 tại một số bộ, ngành và địa phương vẫn còn chậm do (i) vướng mắc kéo dài trong công tác bồi thường, giải phóng mặt bằng, (ii) tình trạng thiếu hụt nguồn cung vật liệu xây dựng, đi kèm giá xăng dầu tăng tại một số dự án trọng điểm và (iii) sự chậm trễ trong thủ tục hành chính, (iv) thay đổi Luật đất đai, Luật Nhà ở, . . . Ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án mới.

Cập nhật một số dự án tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. Cụ thể:

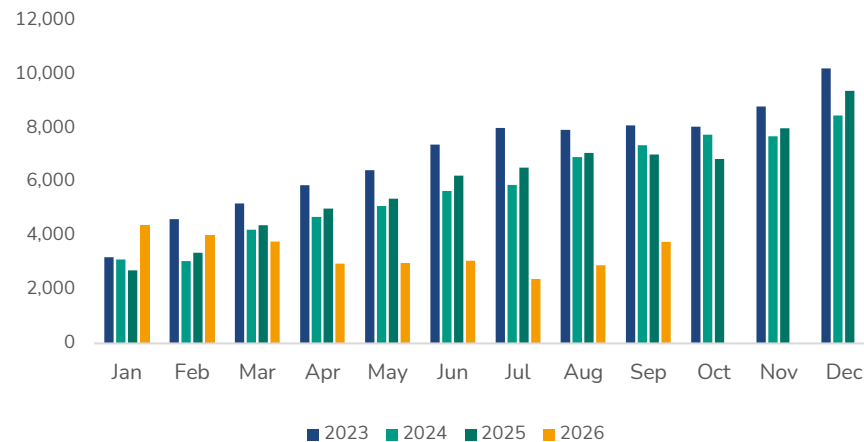
Tại Hà Nội:

- Dự án Vành đai 4 - Vùng Thủ đô: Đang được đẩy nhanh tiến độ
- Đường song hành qua Hà Nội: hoàn thành khoảng 87% khối lượng thảm bê tông nhựa, phần đấu hoàn thành và thông xe kỹ thuật 3 cầu lớn trên tuyến trước thềm Hội nghị APEC 2027.

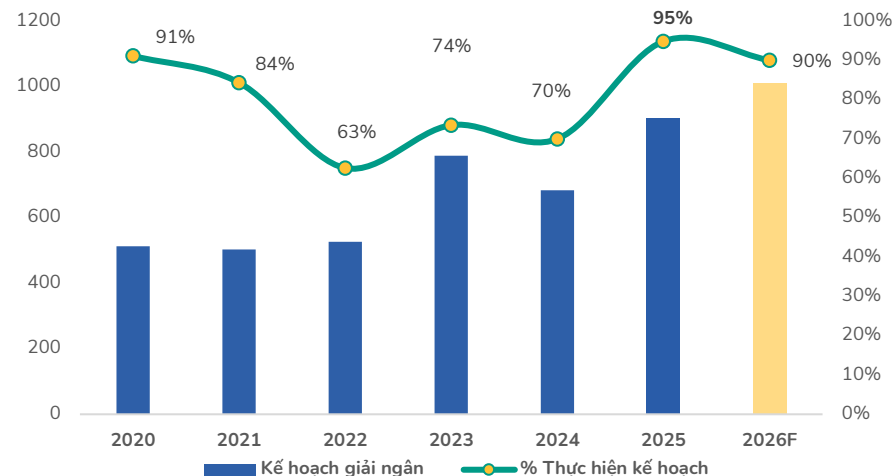
Tại TP.HCM:

- Vành đai 3 TP.HCM: Đang bước vào giai đoạn nước rút, tiến độ hoàn thành khoảng 80%.
- Dự kiến khởi công 9 dự án trọng điểm mới và hoàn thành 10 công trình (Quốc lộ 50, mở rộng đoạn nối cao tốc Long Thành, . . .) trong Quý 4/2026.

Bảng: Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công của Bộ Xây dựng theo tháng giai đoạn 2023 - 2026



Bảng: Kế hoạch và % thực hiện giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2020 - 2026



Nguồn: BSC tổng hợp, Banchero Costa



2. Triển vọng Q4.2026: Sức ép từ tăng trưởng hai con số

BSC kỳ vọng Quý 4.2026 sẽ là giai đoạn bùng nổ về khối lượng nghiệm thu tại các công trình trọng điểm khi phải đạt mức tăng trưởng GDP cả nước trên 12.5% trong quý cuối năm. Cụ thể:

a. Trọng tâm giải ngân tiếp tục tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh:

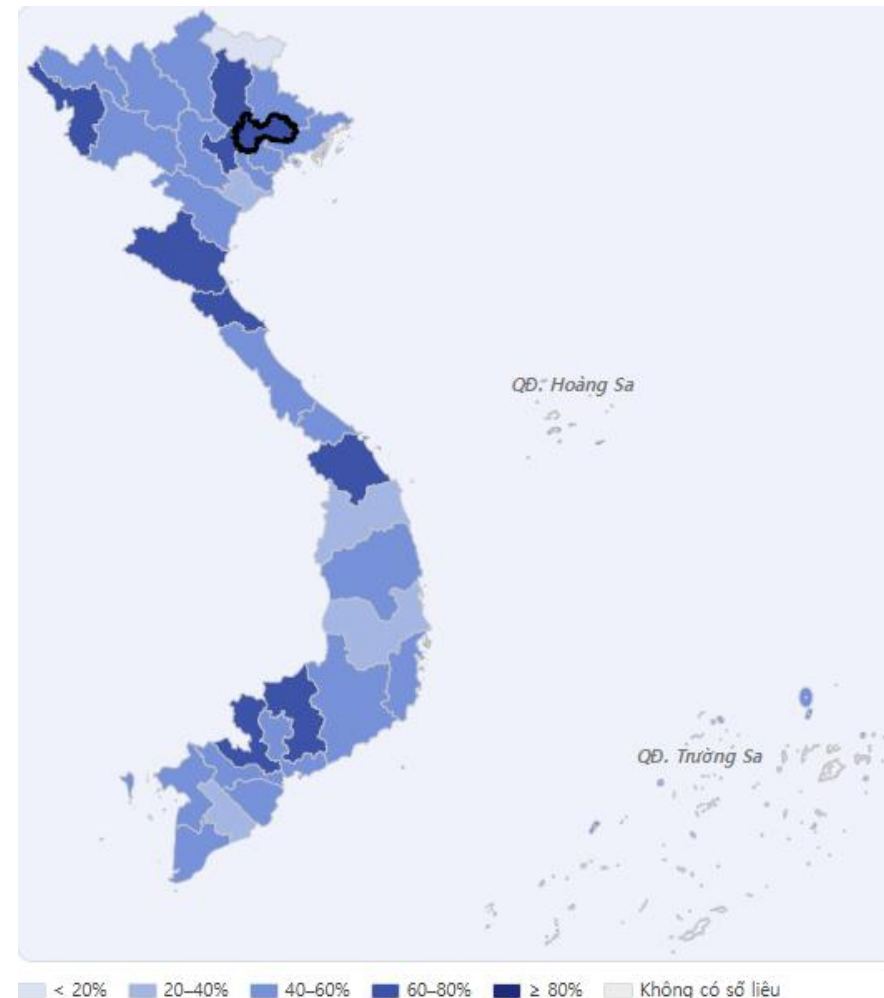
- Hà Nội: Bổ sung nguồn lực quy mô lớn khoảng 80,000 tỷ đồng vào kế hoạch đầu tư công, tập trung toàn lực cho các dự án như Tuyến Vành đai, cầu vượt sông Hồng, trục hướng tâm và đường sắt đô thị.
- TP.HCM: Cần giải ngân 16,000 tỷ đồng vốn đầu tư công còn lại để đạt mục tiêu GRDP Quý 4 trên 13.2%. Hiện tại, TP.HCM đang đẩy nhanh việc tháo gỡ vướng mắc mặt bằng tại các tuyến Metro và dự án hạ tầng lớn

b. Cam kết hoàn thành kế hoạch tại các địa phương khác: Các tỉnh như Ninh Bình, Khánh Hòa đều cam kết tỷ lệ giải ngân 100% trong Quý 4. Cụ thể, Khánh Hòa đã hoàn thành hơn 70% kế hoạch (11,000 tỷ đồng).

c. Tác động trực tiếp đến mảng xây lắp (đối với các doanh nghiệp như LCG, HHV): Nguồn vốn giải ngân lớn cùng việc đẩy nhanh gỡ vướng mặt bằng từ địa phương giúp các doanh nghiệp sở hữu Backlog lớn như LCG, HHV tăng tốc và ghi nhận điểm rơi doanh thu trong Quý 4.2026.

Theo Báo cáo ngành trước đó, BSC vẫn giữ kỳ vọng tỷ lệ thực hiện giải ngân vốn ĐTC trong năm 2026 đạt khoảng 90% kế hoạch (tương ứng 950,000 – 1,000,000 tỷ đồng).

Bảng: Tỷ lệ giải ngân theo địa phương trong năm 2026



Nguồn: BSC tổng hợp



NGÀNH XÂY DỰNG HẠ TẦNG– ĐIỂM RƠI NGHIỆM THU TRONG QUÝ 4.2026

3. Định giá và quan điểm đầu tư:

Quan điểm và chiến lược đầu tư: Ưu tiên đầu tư vào các doanh nghiệp sở hữu khối lượng Backlog dồi dào và đảm bảo tốt tiến độ thi công, đồng thời kỳ vọng điểm rơi nghiệm thu và hạch toán trong quý 4.2026.

Nhóm Xây lắp hạ tầng (LCG, HHV): Khuyến nghị MUA do đã chiết khấu cao

- Trong quý 4.2026 kỳ vọng điểm rơi nghiệm thu và hạch toán doanh thu từ khối lượng đã thi công tại các dự án Cao tốc Bắc - Nam và Vành đai.
- Định giá chiết khấu sâu: Định giá P/B FWD 2026 hiện lùi về mức 0.5x – 0.6x, đang nằm sát vùng đáy của lịch sử 3 năm.

Nhóm Vật liệu đá (VLB, DHA): Khuyến nghị THEO DÕI do chưa tăng được công suất

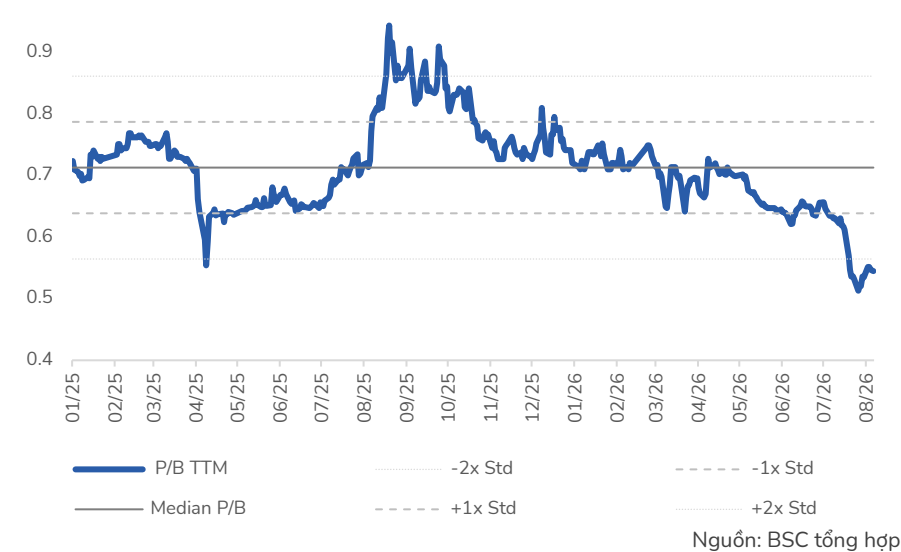
- Kết quả kinh doanh tiếp tục chịu áp lực do sản lượng tiêu thụ chưa bù đắp được đà tăng của chi phí khai thác độ sâu tăng, đồng thời các vướng mắc pháp lý về gia hạn và cấp phép nâng công suất mỏ vẫn chưa được giải quyết.

Câu chuyện năm 2027: Trọng tâm gỡ nút thắt pháp lý

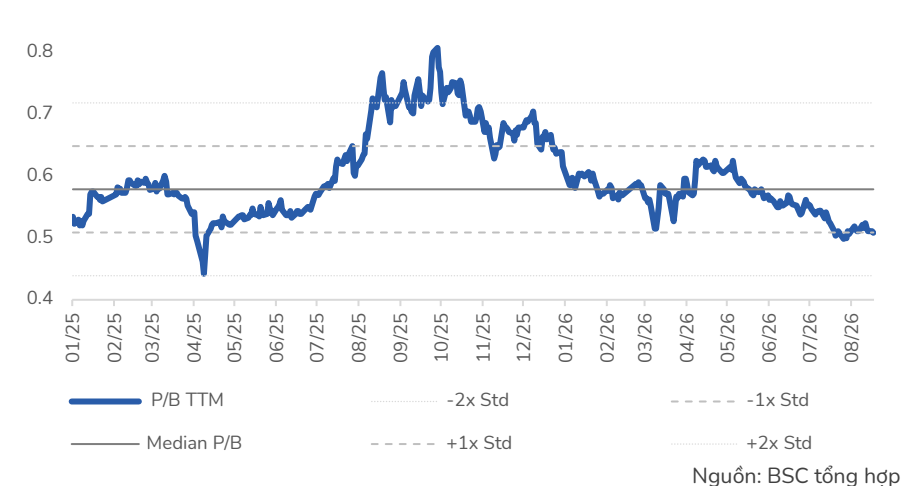
Bước sang năm 2027, câu chuyện tăng trưởng của các doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào tiến độ giải quyết các vấn đề pháp lý. BSC sẽ theo dõi và đánh giá thêm:

- Nhóm BOT (HHV, C4G): Kỳ vọng khởi thông được dòng tiền khi Nghị định xử lý vướng mắc dự án BOT giao thông đi vào thực tiễn.
- Nhóm Vật liệu đá: BSC sẽ thay đổi quan điểm đầu tư khi các mỏ đá được chính thức thông qua thủ tục pháp lý.

Bảng: Định giá P/B của LCG



Bảng: Định giá P/B của HHV



NGÀNH CAO SU – TĂNG TRƯỞNG KÉP NHỜ GIÁ CAO SU TỰ NHIÊN VÀ ĐIỂM RƠI HẠCH TOÁN ĐỀN BÙ TRONG QUÝ 4/2026

1. Cập nhật thông tin ngành 9T.2026:

KQKD 9T.2026 của các doanh nghiệp cao su toàn ngành khả quan khi hưởng lợi từ giá mủ cao su tự nhiên thế giới neo cao. Tính đến hết tháng 9, giá cao su tự nhiên đang giao dịch quanh mức 250 JPY/kg (+52% YoY) do tình hình thời tiết bất lợi gây gián đoạn nguồn cung tại các khu vực trồng cao su trọng điểm ở châu Á và (ii) ảnh hưởng gián tiếp từ việc giá dầu thế giới neo cao do căng thẳng chính trị tại Trung Đông.

2. Triển vọng Quý 4.2026 - 2027:

BSC cho rằng KQKD Quý 4.2026 và năm 2027 sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ (i) nền giá mủ cao su thế giới ở mức cao và (ii) điểm rơi hạch toán của các khu công nghiệp. Cụ thể:

- Mảng kinh doanh cốt lõi duy trì tăng trưởng tốt nhờ giá cao su tiếp tục neo cao: Giá cao su thế giới duy trì đà tăng và neo ở vùng giá cao trong Quý 3 do (i) gián đoạn nguồn cung bởi thời tiết khắc nghiệt tại các quốc gia khai thác lớn, (ii) tăng nhu cầu dự trữ nguyên liệu phục vụ sản xuất công nghiệp và lốp xe tại Trung Quốc. BSC kỳ vọng điều này tiếp tục khiến giá bán bình quân được giữ ở mức cao trong Quý 4 và năm 2027, trực tiếp gia tăng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có diện tích khai thác lớn và tỷ trọng xuất khẩu cao (như GVR, DPR, TRC) kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng doanh thu mảng cốt lõi.
- Tiếp tục ghi nhận dòng tiền từ đền bù đất khu công nghiệp: Quý 4 tiếp tục là thời điểm ghi nhận dòng tiền đền bù, cụ thể như PHR dự kiến hoàn tất hạch toán phần còn lại trong kế hoạch thu 1,619 tỷ VNĐ từ dự án khu công nghiệp VSIP III và Thaco. BSC kỳ vọng các doanh nghiệp kỳ vọng sẽ tiếp tục hạch toán dòng tiền từ phần còn lại các dự án này trong năm 2027

Hình: Diễn biến giá cao su thế giới RSS3 (JPY/kg)



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Bảng: Giá bán cao su ước tính theo quý (triệu VNĐ/tấn)

Năm	Giá bán			
	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4
2023	33.3	30.2	34.5	35.2
2024	37.3	39	39	45
2025	45	57	50	51
2026F	46.4	51.3	63	60

Nguồn: BSC tổng hợp

3. Các yếu tố mới ảnh hưởng tới triển vọng 2027:

BSC lưu ý thêm các xu hướng chính sách vĩ mô mới sẽ tạo ra lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp cao su trong năm 2027:

- Lợi thế từ quy định EUDR (Chống phá rừng của EU):** Đạo luật này bắt đầu áp dụng từ 2027, thắt chặt tiêu chuẩn đối với nguồn cung cao su nhập khẩu. Các doanh nghiệp đã sở hữu chứng chỉ quản lý rừng bền vững (FSC) như GVR, PHR sẽ gia tăng lợi thế cạnh tranh và có cơ sở để đàm phán mức giá bán cộng thêm (premium) so với mặt bằng chung.
- Tiềm năng thương mại hóa Tín chỉ Carbon:** Thị trường giao dịch tín chỉ carbon nội địa dự kiến vận hành thí điểm vào năm 2027. Với diện tích vườn cây quy mô lớn, việc hoàn thiện thủ tục chứng nhận và bán tín chỉ carbon sẽ tạo ra một nguồn doanh thu mới có tỷ suất lợi nhuận rất cao cho các doanh nghiệp trong ngành.

Hiện tại, các chính sách trên chưa chính thức được triển khai nên BSC chưa đưa các yếu tố này vào dự phóng năm 2027. Chúng tôi sẽ đánh giá và cập nhật chi tiết trong các báo cáo doanh nghiệp tiếp theo.

4. Quan điểm đầu tư và Định giá

- BSC thay đổi khuyến nghị từ **TRUNG LẬP** sang **KHẢ QUAN** đối với nhóm ngành Cao su khi các cổ phiếu đang tăng trưởng mạnh nhờ động lực kép: biên lợi nhuận mỏng cốt lõi tăng và điểm rơi hạch toán đền bù KCN vào cuối năm.

5. Cổ phiếu khuyến nghị: PHR, DPR

Bảng: Dự án và giá trị đền bù các KCN

Mã	Dự án	Giá đền bù
GVR	KCN Long Đức (giai đoạn 2), Bầu Cạn - Tân Hiệp (Đồng Nai)	N/A
PHR	VSIP III, Nam Tân Uyên mở rộng (Bình Dương)	Khoảng 2.5 - 3 tỷ đồng/ha (Riêng VSIP III ghi nhận tổng mức đền bù lên tới 3,260 tỷ đồng)
DPR	Cụm công nghiệp Tiến Hưng 1, 2; KCN Bắc/Nam Đồng Phú mở rộng (Bình Phước)	Ước tính khoảng 1.3 – 1.5 tỷ đồng/ha (Dựa trên tổng mức đền bù dự kiến 2,100 – 2,400 tỷ đồng cho 1,600 ha)
TRC	KCN Hiệp Thành (Tây Ninh)	Tổng thu nhập bất thường từ đền bù đất và thiệt hại vườn cây ước đạt khoảng 593.6 tỷ đồng (sau thuế)

Bảng: Quy mô chuyển đổi đất của các doanh nghiệp cao su

Mã	Diện tích cao su khai thác (ha)	Vùng trồng chính (ha)	Quy mô đất KCN định hướng chuyển đổi	Triển vọng	Mức độ hưởng lợi từ giá cao su
GVR	280,000	Phân bố toàn quốc, Campuchia, Lào	40,000 (Tầm nhìn 2030)	Thoái vốn Nhà nước; Cấp phép KCN mới	Trung bình
PHR	15,000	Bình Dương	2,000 (VSIP III, Tân Lập, Hội Nghĩa)	Hạch toán đền bù VSIP III	Thấp (Động lực chính từ KCN)
DPR	9,000	Bình Phước	2,000 (Bắc/Nam Đồng Phú)	Duy trì giá bán mủ cao; Đền bù KCN Tiến Hưng	Cao
TRC	7,000	Tây Ninh	600 (Hiệp Thành)	Lợi nhuận Q4 tốt nhờ giá mủ khu vực neo cao	Rất Cao (Thuần túy nông nghiệp)

Nguồn: BSC tổng hợp

1. Tổng quan ngành:

Q3.2026, hoạt động bàn giao KCN dự báo ghi nhận phân hóa mạnh. Nhóm KCN phía Bắc kỳ vọng hồi phục mạnh mẽ so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi từ xu hướng Trung Quốc +1, ở chiều ngược lại, hoạt động bàn giao ở khu vực phía Nam tiếp tục trầm lắng khi tập trung nhiều ngành nặng tính chu kỳ và phụ thuộc xuất khẩu.

2. Triển vọng Q4.2026 và 2027

Q4.2026, BSC duy trì quan điểm KQKD của nhóm KCN sẽ ghi nhận phân hóa rõ rệt trong báo cáo trước đó (chi tiết NĐT xem tại [đây](#)) khi (1) tại nhóm các KCN phía Bắc các hợp đồng bàn giao lớn bắt đầu được ghi nhận như 96 ha tại Quế Võ 2 MR cho Luxshare ICT, 33.6 ha tại Nam Sơn Hạp Lĩnh cho Goertek,... (2) trong khi đó tại khu vực phía Nam vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục.

Đối với triển vọng 2027 - BSC cho rằng tình trạng phân hóa giữa các doanh nghiệp vẫn sẽ duy trì trong ít nhất 1H.2027 do:

- Nhóm KCN phía Bắc tiếp tục hưởng lợi mạnh từ xu hướng Trung Quốc +1 nhờ vị trí địa lý kết nối thuận lợi với Trung Quốc và hạ tầng giao thông đã hoàn thiện. Trong đó, doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn tại các tỉnh hút FDI Trung Quốc trọng điểm như Thái Nguyên, Bắc Ninh, Hải Phòng như KBC sẽ có lợi thế lớn trong giai đoạn tới.
- Trong khi đó, BSC cho rằng ít nhất trong 1H.2027, hoạt động thu hút và bàn giao KCN tại phía Nam vẫn sẽ trầm lắng do ảnh hưởng từ căng thẳng địa chính trị. Ngoài ra, hạ tầng tại các tỉnh phía Nam vẫn còn đang trong giai đoạn hoàn thiện.

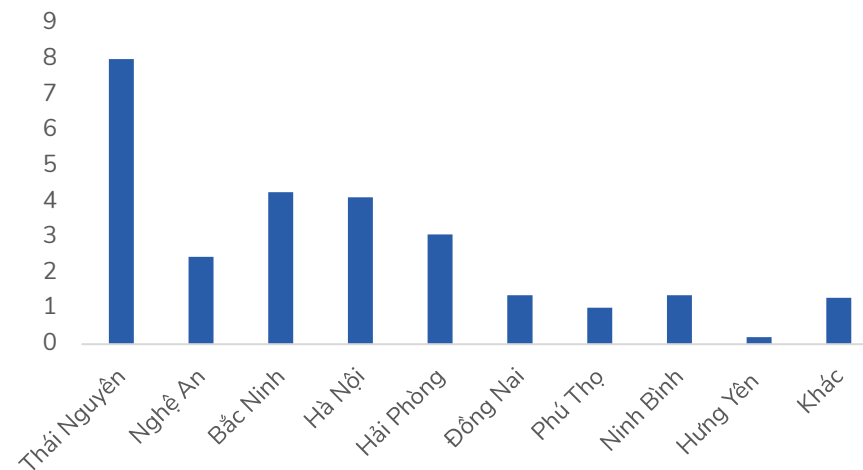
3. Quan điểm đầu tư

BSC duy trì khuyến nghị Trung Lập dựa trên quan điểm (1) KQKD của nhóm KCN trong 2026 dự báo không sự có tăng trưởng đồng đều trong bối cảnh thu hút FDI chỉ thực sự mạnh ở một số tỉnh trọng điểm phía bắc (2) mặt khác, định giá của các cổ phiếu KCN hầu hết đều đã ghi nhận chiết khấu so với bình quân 5 năm, nên chúng tôi sẽ xem xét thay đổi khuyến nghị dựa trên triển vọng ký biên bản ghi nhớ trong Q4.2026

4. Cổ phiếu khuyến nghị

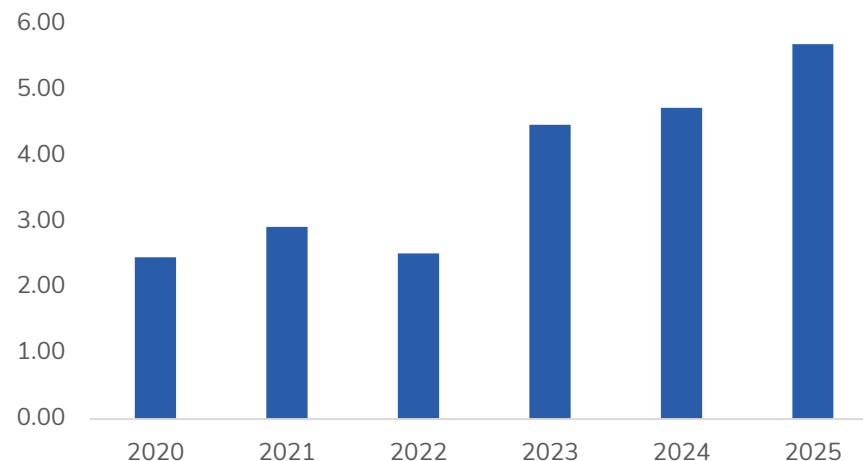
Chúng tôi lựa chọn KBC cho Q4.2026 và 1H.2027 do (1) triển vọng bàn giao KCN tích cực trong phần còn lại của 2026 và 2027 (chi tiết NĐT tham khảo tại [đây](#)) (2) định giá đã ghi nhận chiết khấu sâu so với đỉnh.

Hình: Các tỉnh phía Bắc tiếp tục thu hút FDI mạnh (tỷ USD)



Nguồn: FDI.gov

Hình: Hoạt động đầu tư của các FDI Trung Quốc vào Việt Nam tăng mạnh trong những năm gần đây (tỷ USD)



Nguồn: Finpro

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan ngành:

Thị trường bất động sản tiếp tục trầm lắng do lãi suất cao: số lượng giao dịch Q2/2026 về mức thấp nhất 5 năm (100,005 giao dịch, -36.3% YoY), giải ngân vay mua nhà giảm ~50% so với đỉnh Q4/2025, trong khi hàng tồn kho tăng +55% YoY lên 39,284 tỷ VND. Phát hành trái phiếu 8T2026 gấp 2.1 lần cùng kỳ, Nợ ròng/VCSH toàn ngành lên 0.55x, cao nhất 10 năm. **BSC cho rằng thị trường nhiều khả năng sẽ duy trì trầm lắng tới hết năm 2027.**

Tuy nhiên, nhu cầu nhà ở thực vẫn lớn nhờ cơ cấu dân số thuận lợi (tuổi trung vị 33.4–40 trong giai đoạn 2025–2050) và mật độ dân số cao (320 người/km², gấp 5.2 lần thế giới). Thị trường đang phân hóa: **các chủ đầu tư lớn có quỹ đất tại lõi đô thị, năng lực bán hàng và huy động vốn tốt sẽ tiếp tục gia cố vị thế.**

2. Triển vọng 2026-2027:

LNST 1H2026 toàn ngành tăng +312% YoY lên 58,596 tỷ VND, nhưng loại trừ VHM, mức tăng chủ yếu đến từ thu nhập tài chính. BSC dự phóng doanh số mở bán mới 2026/2027 tăng +30%/+51% YoY; loại trừ VHM, doanh số tạo đáy năm 2026 (-22% YoY) và bật tăng +44% YoY năm 2027. **Chúng tôi dự báo LNST-CDTS năm 2026/2027 của toàn ngành đạt lần lượt 64,788 tỷ VND (+45.3% YoY)/74,676 tỷ VND (+15.3% YoY) hoặc 5,135 tỷ VND (+46.9% YoY)/ 9,535 tỷ VND (+85.7% YoY) nếu loại trừ đóng góp của VHM.**

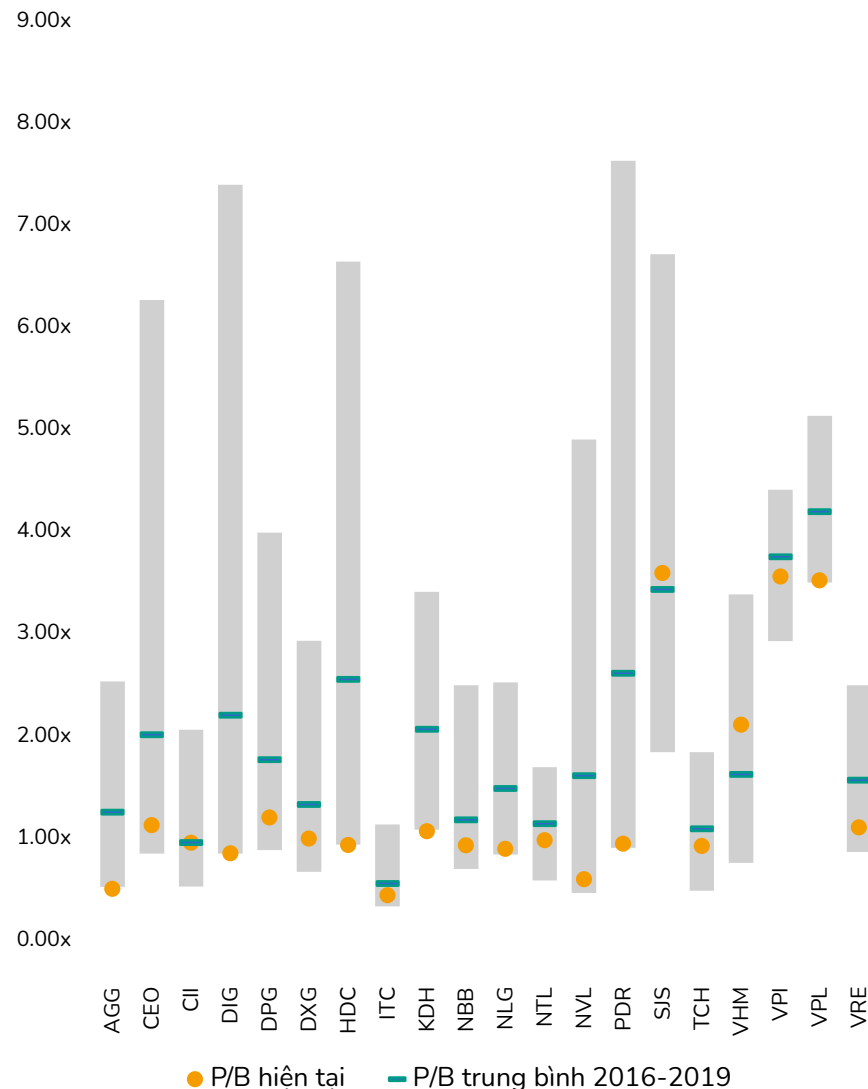
3. Quan điểm đầu tư

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Bất động sản nhưng nhận thấy thời điểm tích lũy phù hợp cho các nhà đầu tư dài hạn vì (1) **định giá P/B ngành ở mức 0.96x**, về đáy chu kỳ 2022 và thấp hơn -1 lần độ lệch chuẩn, (2) hoạt động kinh doanh cốt lõi đang tạo đáy, doanh số mở bán phục hồi từ 2027 và (3) nhu cầu nhà ở dài hạn được hỗ trợ bởi nhân khẩu học, quy hoạch đô thị và quỹ đất bám theo xu hướng TOD.

4. Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu **TCH, NLG** dựa trên chuyển động tích cực rõ nét hơn của doanh nghiệp và định giá hiện tại.

Bảng: So sánh mức định giá hiện tại và giai đoạn củng pha phục hồi ở chu kỳ trước



Nguồn: BSC Research



BẤT ĐỘNG SẢN: THANH KHOẢN KÉM – NGUỒN CUNG TĂNG

(Quay lại mục lục)

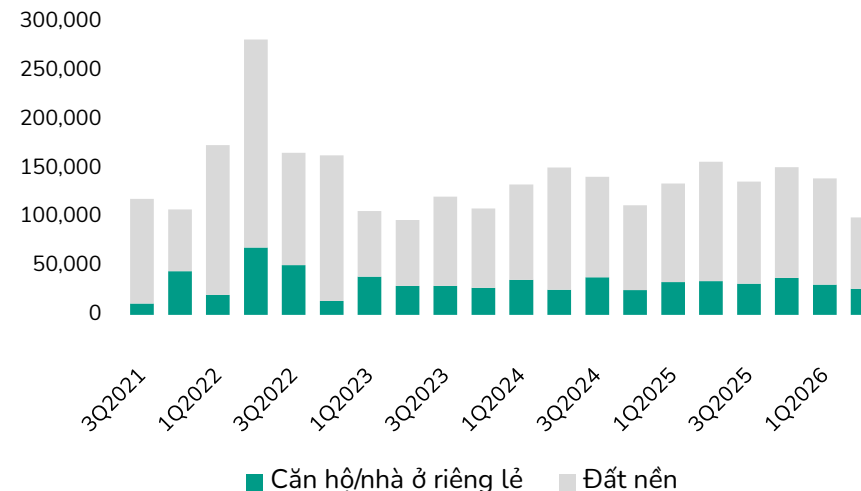
Tương tự 2023, gánh nặng lãi suất cao gây áp lực lên số lượng giao dịch khi sức mua và tâm lý của thị trường bị ảnh hưởng. Theo thống kê từ Bộ Xây dựng, tổng số lượng giao dịch trong Q2/2026 đã quay về mức thấp nhất trong 5 năm còn 100,005 giao dịch (-36.3% YoY) trong đó giao dịch đất nền giảm -40% YoY còn giao dịch chung cư nhà ở riêng lẻ giảm -23% YoY.

Mặc dù khả năng hấp thụ vẫn còn yếu tuy nhiên các chủ đầu tư vẫn tiếp tục “bung hàng” và chấp nhận thời gian bán hàng kéo dài do áp lực sống còn về dòng tiền và giải phóng hàng tồn kho. Tổng lượng hàng tồn kho sẵn sàng để bán của ngành bất động sản ở mức 39,284 sản phẩm (tăng +55% YoY, +32% QoQ) tại cuối Q2/2026 và tiếp tục tăng mạnh trong Q3/2026 đạt 51,950 sản phẩm (+98.5% YoY, +32.2% QoQ).

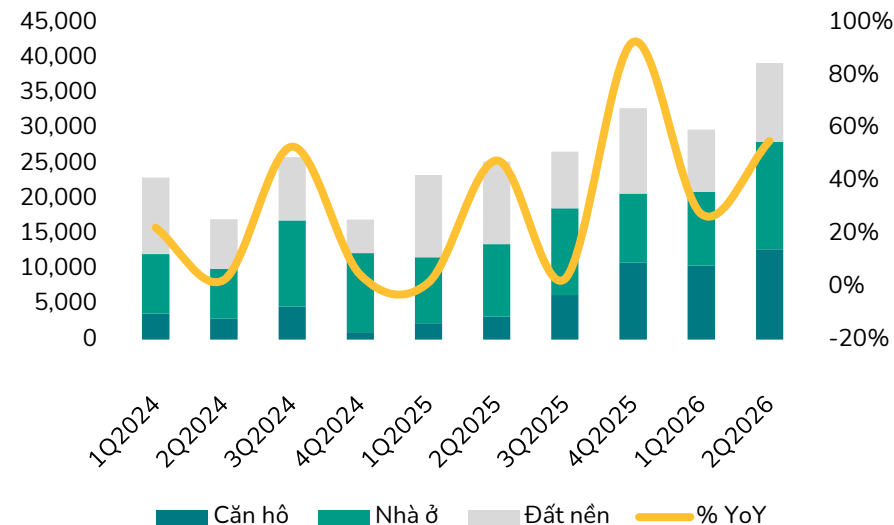
Đối với giá bán, các loại hình sản phẩm đều ghi nhận giảm nhẹ từ Q2/2026 song vẫn duy trì ở mức cao đối với các thị trường lớn. Các nguyên nhân chủ yếu vẫn đến từ (1) phần lớn nhà ở thương mại mới vẫn tập trung ở phân khúc trung cao cấp trở lên thay vì giải quyết trực tiếp thiếu hụt nhà ở vừa túi tiền, (2) chủ đầu tư cũng có thể giữ bảng giá chính thức nhưng sử dụng chiết khấu, hỗ trợ lãi suất, kéo dài thanh toán hoặc tặng nội thất để giảm giá hiệu dụng. Do đó, năm 2026–2027 hoàn toàn có thể xuất hiện tình trạng giá sơ cấp nhìn ổn định nhưng chủ sở hữu trên thị trường thứ cấp đã chấp nhận bán thấp hơn để lấy thanh khoản.

Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS vẫn còn duy trì trầm lắng cho tới hết năm 2027 do các tác nhân gây thanh khoản kém như lãi suất cao vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện. Thị trường ở thời điểm hiện tại có sự cạnh tranh hơn về giá-chất lượng và trao cho người mua nhà nhiều sự lựa chọn hơn.

Lượng giao dịch cả sơ cấp và thứ cấp rơi về mức thấp nhất 5 năm



Nguồn cung vẫn dồi dào dù khả năng hấp thụ của thị trường còn yếu



Nguồn: Bộ Xây dựng, BSC Research

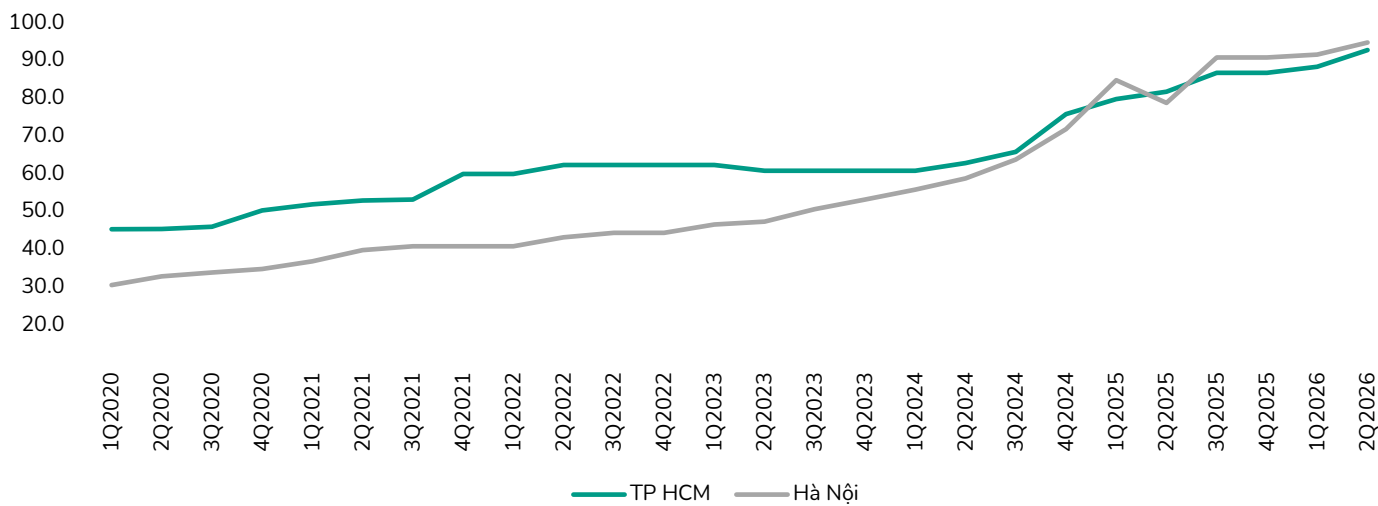


BẤT ĐỘNG SẢN: THỊ TRƯỜNG CĂN HỘ HÀ NỘI – TP HCM CÓ SỰ PHÂN HÓA

Thị trường Hà Nội ghi nhận phục hồi nhẹ trong Q2/2026 sau đợt sụt giảm trong Q1/2026: nguồn cung căn hộ đạt 8,623 sản phẩm (+26% YoY, +8% QoQ), lượng hấp thụ phục hồi về mức 6,000 sản phẩm, tương đương tỷ lệ hấp thụ ~70% nhưng vẫn thấp hơn mức 95-100% ghi nhận trong 2024-2025 và thị trường đã duy trì dấu hiệu cung vượt cầu trong 2 quý liên tiếp.

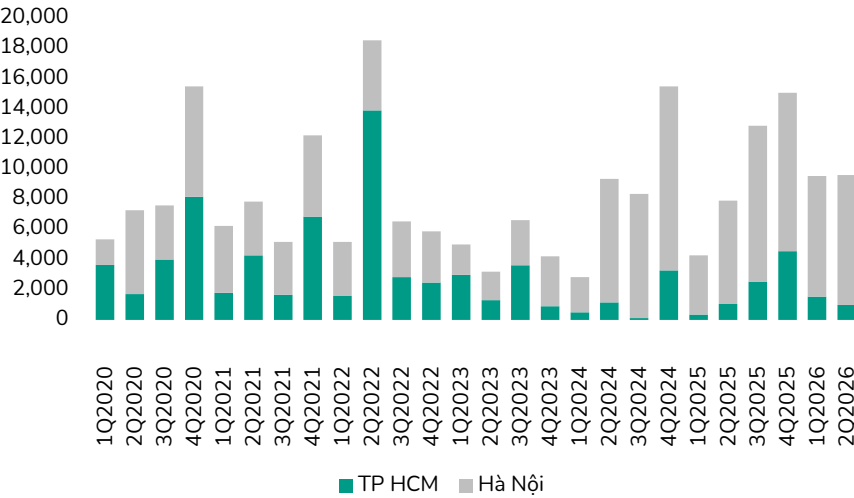
Thị trường TP HCM trong Q2/2026 vẫn ảm đạm khi nguồn cung mới giảm còn 1,000 căn (từ mức 1,300 căn trong Q1/2026), mức thấp nhất trong 2 năm qua với tỷ lệ hấp thụ đạt ~70%. Đáng chú ý, cả nguồn cung và cầu đều đang quay về mức thấp của năm 2023 và có thể thấp hơn nếu không có sự đóng góp lớn từ thị trường Bình Dương cũ. Điểm nghẽn chính vẫn nằm ở nguồn cung khi các chủ đầu tư triển khai chiến lược bán hàng “nhỏ giọt” và một số lý do khách quan khác như (1) chi phí đất, xây dựng cao, (2) quỹ đất nội thành khan hiếm, (3) hành lang pháp lý vẫn chưa thực sự thông suốt.

Giá bán sơ cấp căn hộ tại TP HCM và Hà Nội vẫn duy trì ở mức cao

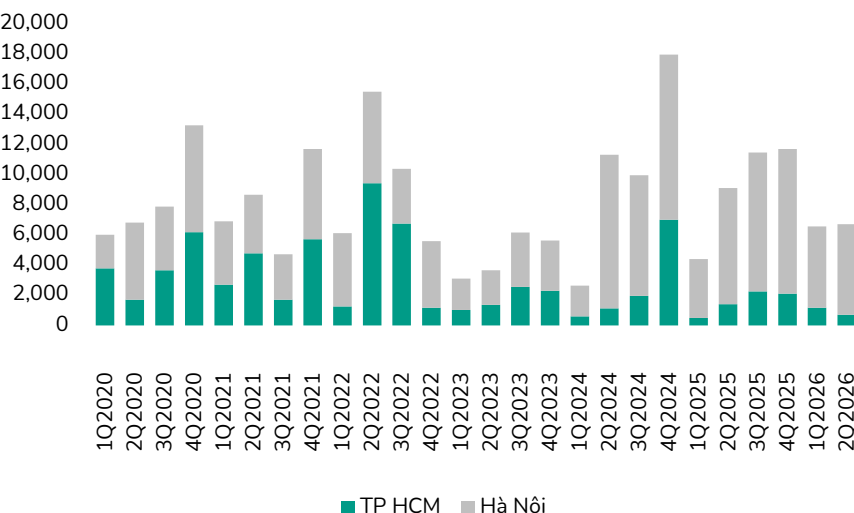


Nguồn: CBRE, BSC Research

Nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM và Hà Nội



Số lượng căn hộ tại TP HCM và Hà Nội



Nguồn: CBRE, BSC Research



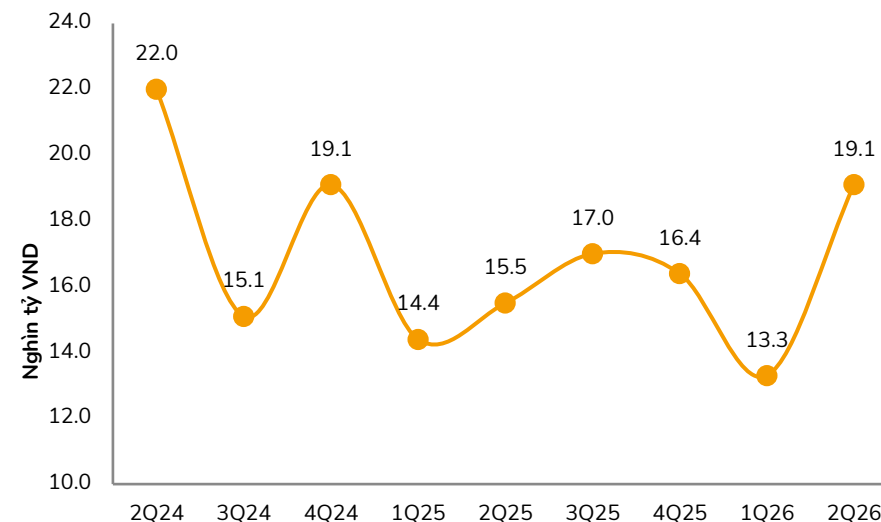
BẤT ĐỘNG SẢN: VAY MUA NHÀ CHẬM LẠI, ĐẨY NHANH TIẾN ĐỘ TẮT TOÁN

Kênh cho vay thế chấp nhà ở đang chịu áp lực từ cả hai phía: hoạt động cho vay mới chậm lại trong khi người vay đẩy nhanh tiến độ trả nợ. Nhìn vào Techcombank - đại diện tiêu biểu cho một ngân hàng tham gia tích cực trong lĩnh vực cho vay mua bất động sản, hoạt động giải ngân khoản vay mua nhà ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp đã giảm khoảng 50% so với mức đỉnh ghi nhận vào quý 4/2025, xuống mức thấp nhất trong nhiều quý, trong đó, tỷ trọng giải ngân của thị trường sơ cấp duy trì ổn định ở mức 64% tổng giá trị giải ngân. Điều này cho thấy sự sụt giảm diễn ra đều trên diện rộng thay vì sự thay đổi cơ cấu thị trường. Đối với hoạt động tắt toán các khoản vay: tỷ lệ trả nợ trước hạn đã tăng trở lại mức 19,1 trong Q2/2026 (tăng từ mức 13,3 nghìn tỷ VND của Q1/2026) — mức cao nhất kể từ Q2/2024.

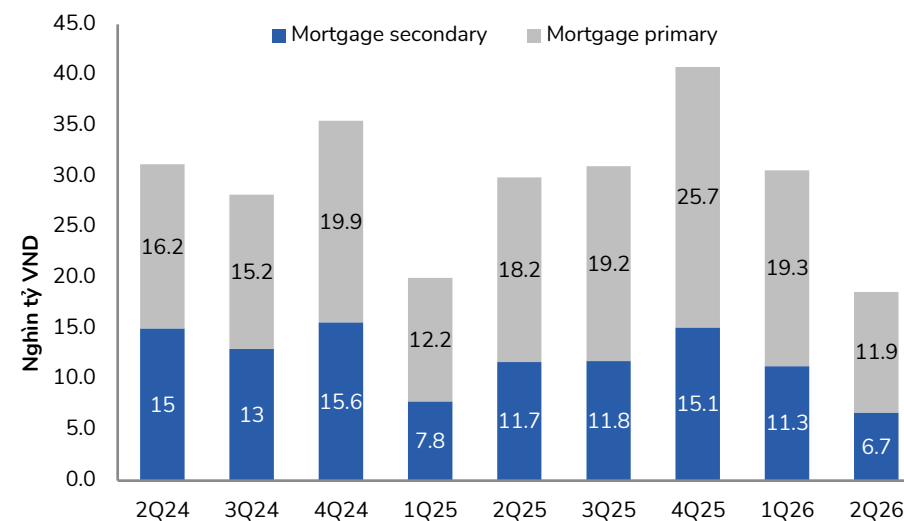
Khi lãi vay lên 12–13% và thậm chí cao hơn 14-15% ở một số dự án, người mua mới có thể vay ít và chủ yếu tận dụng nguồn vốn tự có, trong khi người mua nhà trước đây hết thời gian ân hạn nợ gốc có thể phải chịu khoản thanh toán hàng tháng lớn hơn và buộc phải bán. Áp lực giảm giá bán và tắt toán các khoản vay vì vậy thường xuất hiện đầu tiên ở thị trường thứ cấp.

Với việc cho vay mới thu hẹp trong khi tỷ lệ trả nợ trước hạn gia tăng, dư nợ tín dụng thế chấp nhà ở đang có xu hướng sụt giảm, điều này cho thấy sự sụt giảm trong nhu cầu trong 1H2026, khiến quá trình phục hồi chủ yếu dựa vào nguồn cung và các chính sách hỗ trợ thay vì được thúc đẩy bởi tín dụng thế chấp dành cho khách hàng cá nhân.

Người mua nhà bắt đầu đẩy mạnh thanh toán các khoản vay



Giải ngân vay mua nhà giảm -50% so với 4Q2025



Nguồn: Techcombank



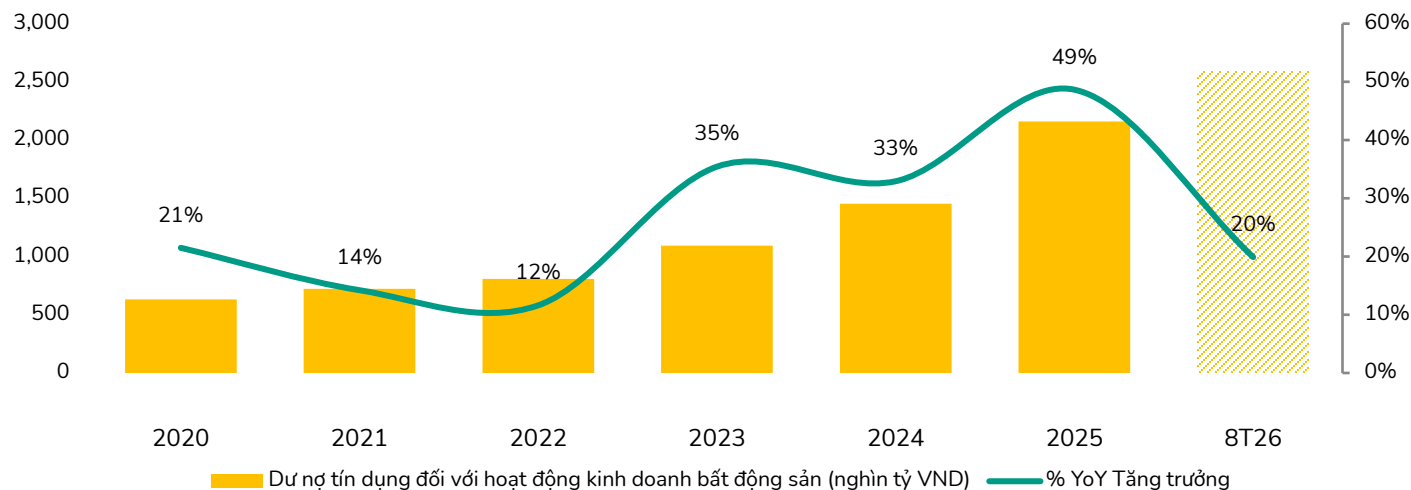
BẤT ĐỘNG SẢN: KÊNH TRÁI PHIẾU BẮT ĐẦU SÔI ĐỘNG TRỞ LẠI

(Quay lại mục lục) BIDV SECURITIES JSC

Theo dữ liệu từ VBMA, trong 8T2026 có 26 doanh nghiệp bất động sản phát hành 141,154 tỷ VND giá trị trái phiếu gấp khoảng 2.1 lần so với cùng kỳ năm 2025 và tập trung chủ yếu ở một số chủ đầu tư lớn như Vingroup, Masterise. Nhóm doanh nghiệp địa ốc phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn trái phiếu khi mà các kênh huy động truyền thống khác như thị trường cổ phiếu và thị trường bất động sản đều không thuận lợi.

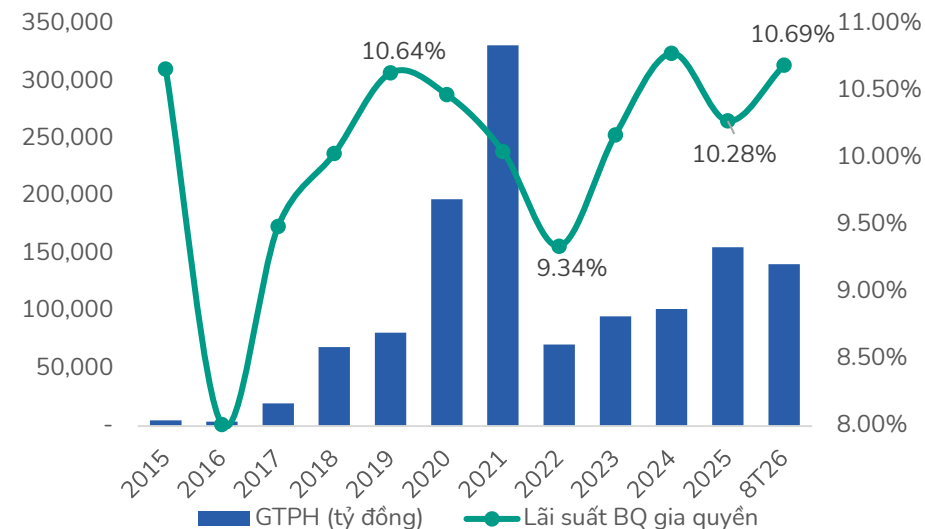
Theo Bộ Xây dựng, đến ngày hết T82/2026 dư nợ tín dụng đối với hoạt động kinh doanh bất động sản đạt 2,59 triệu tỷ đồng, tăng 19,59% so với cuối năm 2025, chiếm tỷ trọng 49,85% dư nợ tín dụng lĩnh vực bất động sản mặc dù số lượng giao dịch bất động sản giảm sâu. Điều này cho thấy các chủ đầu tư vẫn đang sử dụng đòn bẩy và sẽ tiếp tục bị đè nặng thêm bởi áp lực thanh khoản nếu sức mua không hồi phục, môi trường lãi suất cao kéo dài.

Dư nợ tín dụng đối với hoạt động kinh doanh bất động sản trong 8T2026 được kiểm soát nhưng vẫn tăng trưởng mạnh +19.59% so với cuối năm 2025



Nguồn: CBRE, BSC Research

Giá trị phát hành và lãi suất coupon trung bình của ngành BĐS



Lãi suất vay mua nhà quay về mức cao, thời hạn ưu đãi giảm còn 12-18 tháng so với 24-36 tháng như 2024-2025



Nguồn: VBMA, BSC Research



BẤT ĐỘNG SẢN: NHU CẦU NHÀ Ở TẠI VIỆT NAM VẪN RẤT LỚN

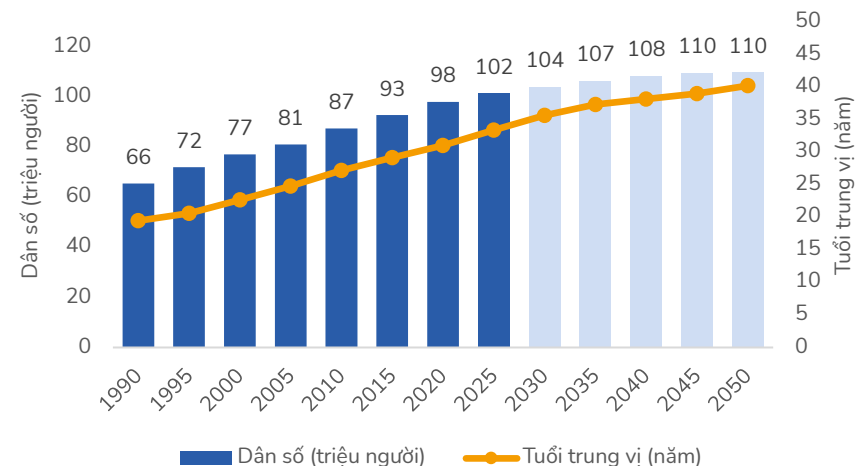
Mặc dù thị trường bất động sản đang đối mặt với nhiều thách thức ngắn hạn từ môi trường lãi suất, thanh khoản và khả năng hấp thụ của người mua, nhu cầu nhà ở trong dài hạn vẫn được hỗ trợ bởi các yếu tố nhân khẩu học mang tính cấu trúc, đặc biệt là cơ cấu dân số thuận lợi, tốc độ hình thành hộ gia đình mới và áp lực gia tăng lên quỹ đất ở:

- Cơ cấu độ tuổi đang ở giai đoạn thuận lợi nhất cho thị trường nhà ở:** tuổi trung vị tăng từ 19,5 tuổi (1990) lên 33,4 tuổi (2023) và dự kiến đạt khoảng 40 tuổi vào năm 2050. Như vậy, trong giai đoạn 2025–2050, tuổi trung vị nằm trọn trong nhóm 33.4–40 tuổi. Đây là lứa tuổi lập gia đình, tách hộ và mua nhà lần đầu, nên lực lượng người mua chủ lực đang ở quy mô lớn nhất.
- Áp lực lên quỹ đất ngày càng tăng.** Năm 2025, mật độ dân số Việt Nam là 320 người/km², gấp khoảng 5,2 lần trung bình thế giới (62 người/km²) và gấp hơn 2 lần trung bình Đông Nam Á (155 người/km²). Mức này ngang với Nhật Bản (330 người/km²) và đưa Việt Nam vào nhóm quốc gia đông đúc nhất khu vực.

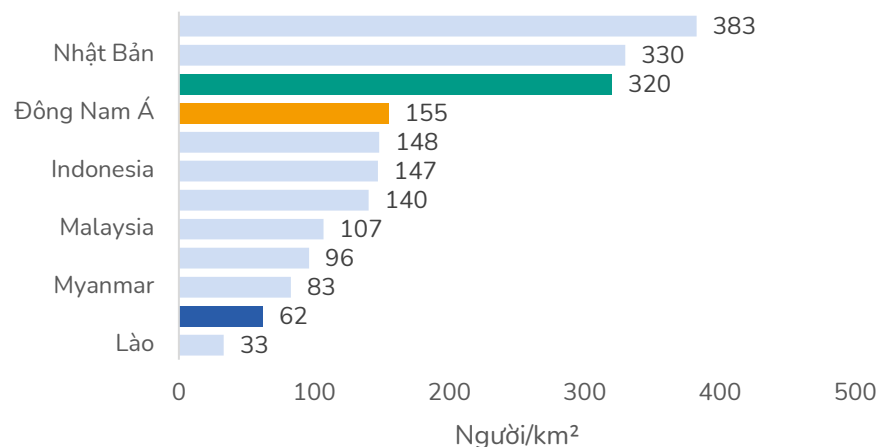
Trong bối cảnh dân số tiếp tục gia tăng và nhóm dân số trong độ tuổi mua nhà lần đầu duy trì ở quy mô lớn, nhu cầu hình thành hộ gia đình độc lập và cải thiện điều kiện sống sẽ tiếp tục mở rộng. Đây là nền tảng hỗ trợ nhu cầu nhà ở mang tính dài hạn, ít phụ thuộc hơn vào những biến động ngắn hạn của chu kỳ bất động sản.

Chúng tôi đánh giá thách thức hiện tại mang tính chu kỳ, nhu cầu nhà ở vẫn được hỗ trợ bởi các yếu tố cấu trúc dài hạn. Những khó khăn hiện tại chủ yếu ảnh hưởng đến khả năng chi trả và thời điểm ra quyết định mua nhà, thay vì làm mất đi nhu cầu nhà ở thực. Khi điều kiện tài chính và khả năng tiếp cận nhà ở được cải thiện, nhu cầu tích lũy có thể từng bước chuyển hóa thành sức mua thực tế, hỗ trợ sự phục hồi của thị trường trong trung và dài hạn.

Việt Nam: Dân số tiếp tục tăng, độ tuổi trung vị rơi đúng vào nhóm tuổi mua nhà lần đầu (từ 25-40 tuổi)



Mật độ dân số 2025: Việt Nam gấp 5 lần thế giới, 2 lần trung bình của Đông Nam Á



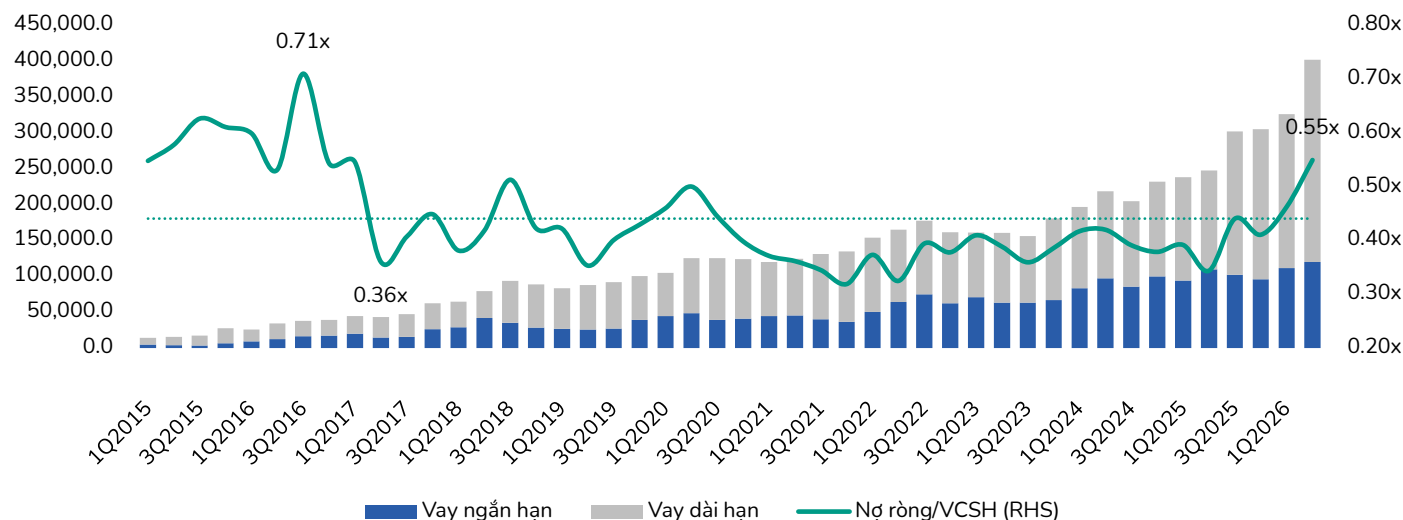
BẤT ĐỘNG SẢN: 1H2026 KQKD ĐƯỢC DẪN DẮT BỞI THU NHẬP BẤT THƯỜNG

Xét 21 doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn nhất thị trường chứng khoán, chất lượng lợi nhuận 1H2026 của các doanh nghiệp địa ốc cho thấy một bức tranh không đồng đều giữa các chủ đầu tư.

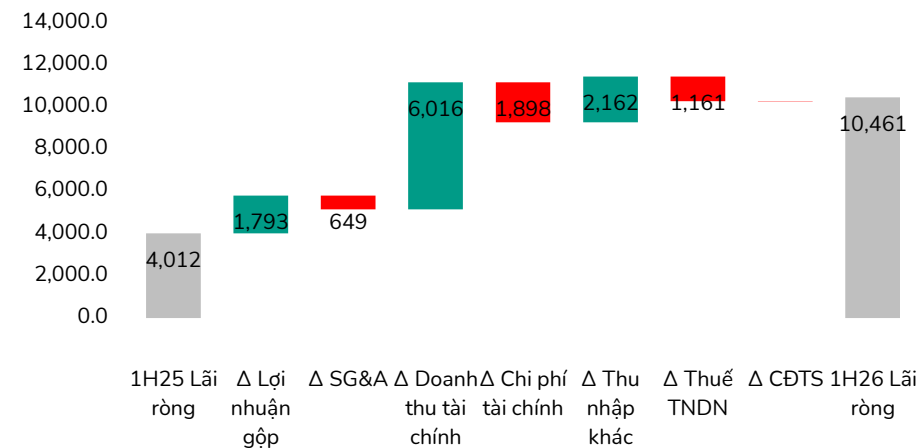
- **Đối với toàn ngành:** lợi nhuận ròng tăng +312% YoY lên mức 58,596 tỷ VND, trong đó, phần tăng lên của lợi nhuận gộp chiếm chủ đạo (tăng 58,552 tỷ VND) cho thấy tăng trưởng toàn ngành được dẫn dắt bởi hoạt động kinh doanh cốt lõi từ bàn giao dự án.
- **Đối với toàn ngành nhưng loại trừ đóng góp của VHM:** lợi nhuận ròng tăng +161% YoY lên mức 10,461 tỷ VND, tuy nhiên cơ cấu đóng góp có sự thay đổi khi thu nhập tài chính chiếm gần như toàn bộ mức tăng của lợi nhuận ròng trong khi lợi nhuận gộp cốt lõi đóng góp không đáng kể.

Bức tranh lợi nhuận trên và khả năng huy động vốn thông qua trái phiếu phản ánh phần (1) sự phân hóa giữa các chủ đầu tư lớn – nhỏ và (2) hiệu quả hoạt động cốt lõi kém khả quan của các chủ đầu tư trung bình – nhỏ.

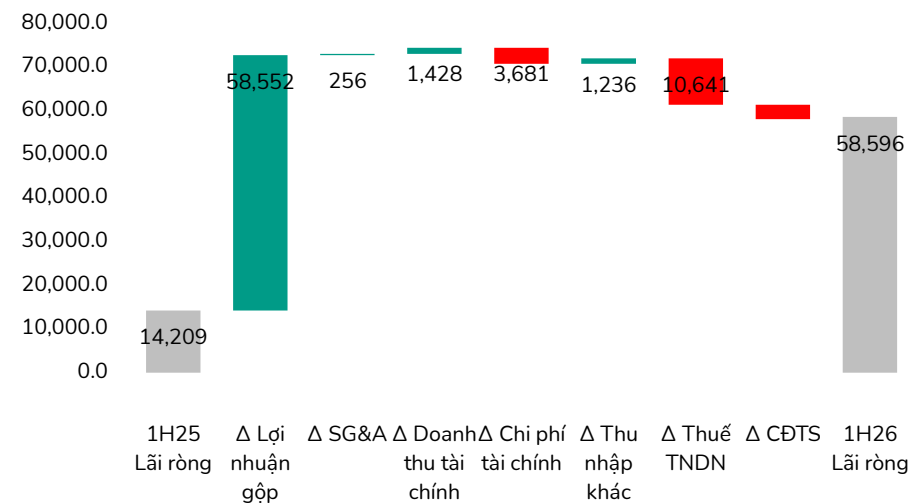
Tỷ lệ Nợ ròng/VCSH của toàn ngành đã tăng lên mức 0.55x – mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây, chủ yếu dẫn dắt bởi sự gia tăng vay nợ dài hạn +104% YoY, +31% QoQ



Cơ cấu đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận ròng 1H2026 toàn ngành Bất động sản (không bao gồm VHM)



Cơ cấu đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận ròng 1H2026 toàn ngành Bất động sản (bao gồm VHM)



Nguồn: BSC Research



BẤT ĐỘNG SẢN: DOANH SỐ MỞ BÁN MỚI TẠO ĐÁY 2026

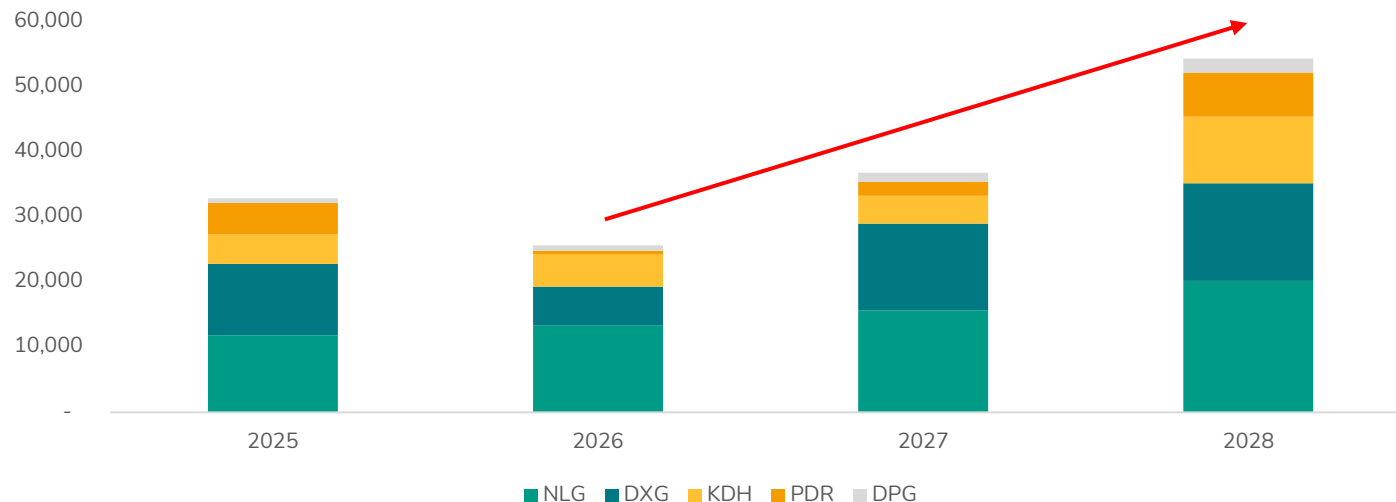
(Quay lại mục lục)

Trong bối cảnh môi trường lãi suất cao, sức mua bị ảnh hưởng và nhìn lại khởi đầu của chu kỳ bất động sản trước (2014-2016), dấu hiệu từ tỷ lệ đòn bẩy tăng mạnh cho thấy hoạt động tích lũy hàng tồn kho ở giai đoạn đầu chu kỳ mới và các doanh nghiệp BĐS vẫn đang kỳ vọng lớn vào triển vọng dài hạn của thị trường bất động sản nhờ: (1) quy hoạch chung của các thị trường chính TP HCM, Hà Nội đang kéo giãn nhu cầu nhà ở, (2) hạ tầng kết nối được đẩy mạnh và (3) cơ cấu dân số thuận lợi, nhu cầu nhà ở vẫn duy trì ở mức cao.

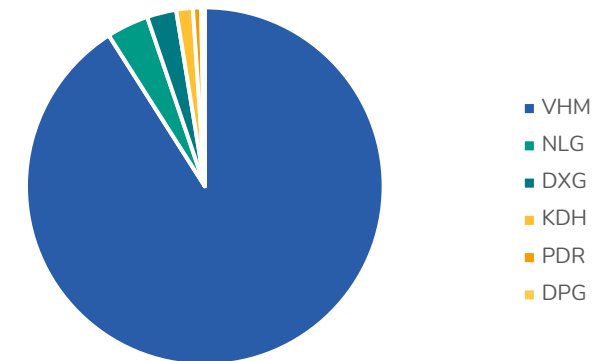
Hầu hết các doanh nghiệp BĐS trong danh mục theo dõi của BSC đều tập trung quỹ đất tại các lõi đô thị lớn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng 2026 doanh số mở bán của các doanh nghiệp sẽ tạo đáy và bắt đầu hồi phục từ 2027-2028 khi hạ tầng kết nối, điều kiện vĩ mô thuận lợi hơn.

BSC dự phóng doanh số mở bán mới năm 2026/2027 của các doanh nghiệp theo dõi tăng lần lượt +30% YoY/+51% YoY. Nếu loại trừ đóng góp của VHM, doanh số mở bán mới năm sẽ phản ánh rõ hơn tình hình của thị trường khi tăng trưởng âm -22% YoY năm 2026 và bật tăng +44% YoY năm 2027.

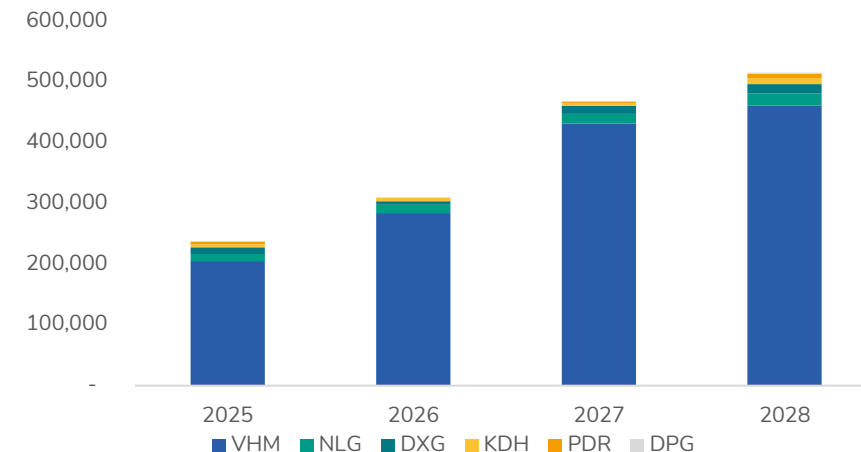
Doanh số mở bán mới của các doanh nghiệp đang theo dõi (không bao gồm VHM) được kỳ vọng tạo đáy năm 2026 và hồi phục 2027-2028



91% doanh số mở bán mới đến từ VHM



Doanh số mở bán mới của các doanh nghiệp (bao gồm VHM) có sản phẩm đáp ứng nhu cầu ở thực vẫn duy trì tăng trưởng tích cực 2026-2028

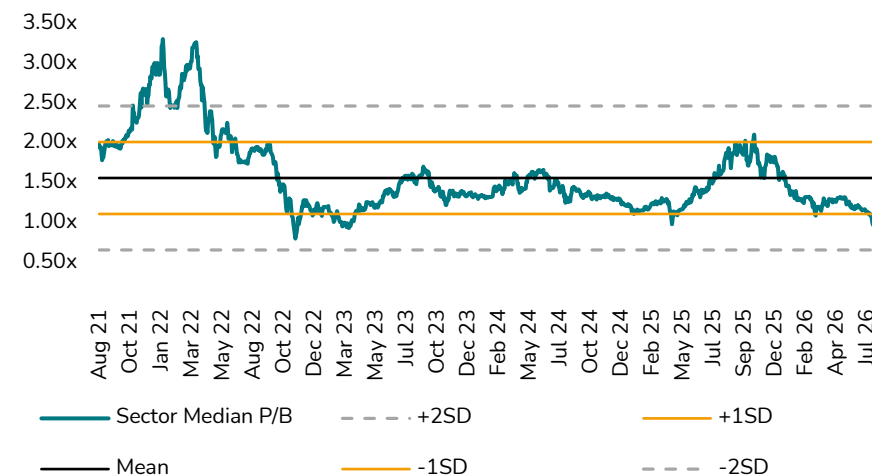


Nguồn: BSC Research

Định giá ngành BĐS đang rơi về mức đáy trước của chu kỳ năm 2022 khi đang giao dịch tại mức 0.96x và thấp hơn mức -1 lần độ lệch chuẩn. Xét trên từng cổ phiếu riêng lẻ, hầu hết các cổ phiếu ngành BĐS đều đang tiệm cận -2 lần độ lệch chuẩn ngoại trừ VHM tại +1 lần độ lệch chuẩn (P/B hiện tại 2.1x) do doanh nghiệp vẫn duy trì được năng lực bán hàng và ghi nhận lợi nhuận.

Tại thời điểm hoạt động kinh doanh cốt lõi tạo đáy, định giá ở mức đáy và triển vọng dài hạn vẫn duy trì mạnh mẽ, chúng tôi cho rằng ngành đang được giao dịch tích lũy ở vùng đáy và mở ra điểm mua hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn vì (1) nhu cầu nhà ở vẫn duy trì mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi yếu tố nhân khẩu học, quy hoạch đô thị của Chính phủ, (2) quỹ đất của các doanh nghiệp đã được tái cấu trúc để bám theo xu hướng TOD, vùng lõi đô thị. Thị trường bất động sản đang được “uốn nắn” trong ngắn hạn để tái định hình lại mô hình hoạt động, hướng đến phát triển bền vững, minh bạch hơn trong dài hạn.

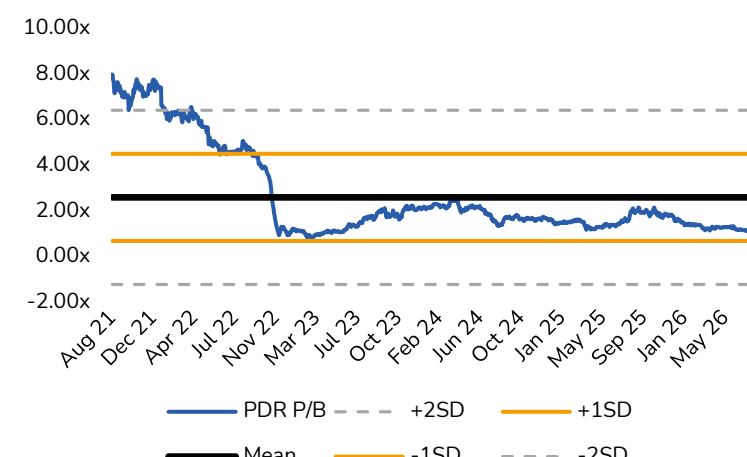
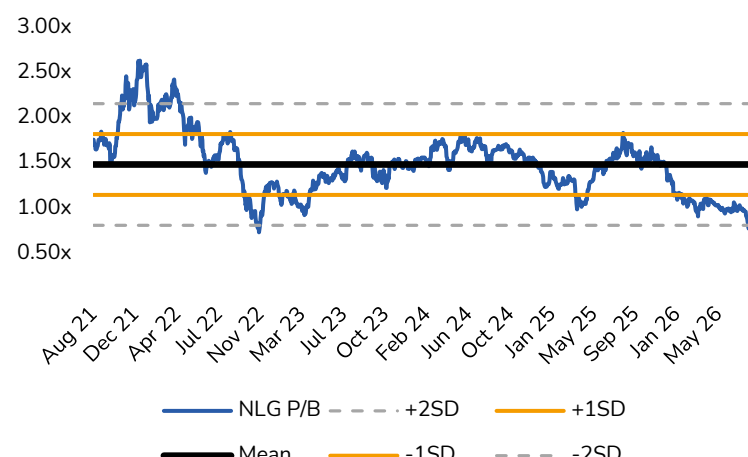
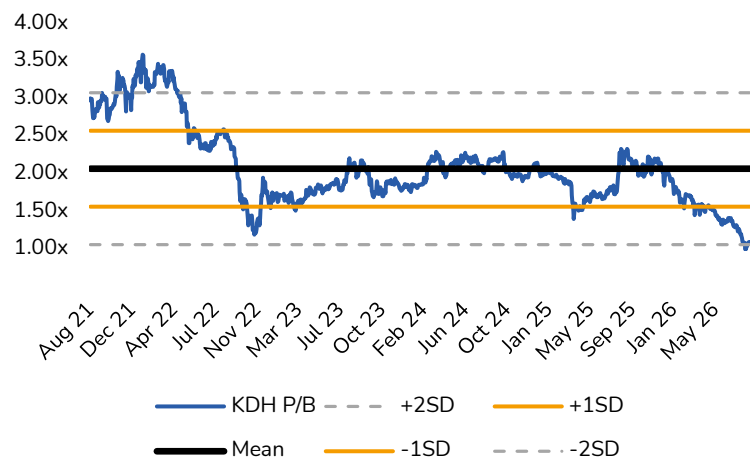
Định giá P/B của ngành bất động sản về mức đáy chu kỳ trước năm 2022 và đang giao dịch thấp hơn -1 lần độ lệch chuẩn.



Định giá P/B của KDH tiệm cận mức -2 lần độ lệch chuẩn

Định giá P/B của NLG tiệm cận mức -2 lần độ lệch chuẩn

Định giá P/B của PDR tiệm cận mức -1 lần độ lệch chuẩn





BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH XUẤT KHẨU - LOGISTICS - BÁN LẺ



KỲ VỌNG VĨ MÔ KHỞI SẮC TRONG Q4/2026 VÀ ĐẦU NĂM 2027?

Tóm tắt sự kiện và cập nhật giả định xuyên suốt năm 2026-2027:

Biến động vĩ mô toàn cầu: Tác động của giá dầu lên CPI, đan xen với thách thức lãi suất neo cao và thông tin liên quan đến phòng vệ thương mại từ Mỹ.
Số liệu vĩ mô trong nước ghi nhận những tín hiệu tích cực trong 9T/2026, đan xen nhiều thách thức 2027

Biến động vĩ mô toàn cầu

CPI TIẾP TỤC CHỊU ÁP LỰC DO GIÁ DẦU THÔ TĂNG

Diễn biến giá tăng mạnh lên mức 100-104 USD/thùng từ mức đáy của tháng 6/2026 là 72-78 USD/thùng. Các sự kiện chính:

- **Yếu tố thúc đẩy giá:** Xung đột Trung Đông leo thang, kho dự trữ dầu sụt giảm mạnh, thiếu hụt Diesel do gián đoạn hoạt động ở Nga và TQ.
- **Yếu tố kìm hãm đà tăng:** Xả kho khẩn cấp và thích ứng nguồn cung

FED DUY TRÌ LÃI SUẤT CAO

- **Lãi suất FED:** Tiếp tục tăng nhẹ 25 điểm cơ bản lên **3,75% - 4,0%** tại kỳ họp T9/2026 do áp lực lạm phát lõi của Mỹ dai dẳng.
- **Duy trì mục tiêu:** Kiểm soát lạm phát được đặt trên kỳ vọng hỗ trợ tăng trưởng

THUẾ QUAN CỦA MỸ:

Mục 301: Việt Nam và nhiều quốc gia trên thế giới
Chủ động ứng phó: Việt Nam chủ động hợp tác, cam kết đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế để hướng tới kết quả đánh giá khách quan nhất.

SỐ LIỆU VĨ MÔ TÍCH CỰC 9T/2026

- **Tổng kim ngạch XNK:** Đạt mốc kỷ lục 888 tỷ USD, tăng +30.4%YoY. Đà tăng trưởng này hướng tới mục tiêu cả năm chạm mốc 1,200 tỷ USD.
- **PMI:** Tháng 9 đạt 51.9 điểm; ghi nhận tháng thứ 15 liên tiếp nằm trong vùng mở rộng (>50 điểm)
- **Tổng mức bán lẻ & Dịch vụ tiêu dùng:** Đạt 5,926 ngàn tỷ VND (+13.4%YoY) – Loại trừ yếu tố giá +7.8%YoY

ĐỊNH HƯỚNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH PHỦ CUỐI NĂM 2026

Kích hoạt các động lực chính:

- **Đẩy mạnh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công** đạt 100% kế hoạch (hiện 9 tháng đạt 62,9%).
- **Hỗ trợ tối đa năng lực sản xuất trong nước (PMI)** và phục hồi chuỗi cung ứng logistics phục vụ cao điểm xuất khẩu cuối năm.
- **Kích cầu tổng mức bán lẻ và tiêu dùng nội địa** thông qua cải cách thuế và tăng thu nhập khả dụng cho người dân

Vĩ mô trong nước tiếp tục tích cực

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kỳ vọng KQKD năm 2026: (1) Điều chỉnh so với báo cáo gần nhất: Tăng mạnh dự phóng nhóm bán lẻ hiện đại (MWG, MSN bù đắp cho không còn khuyến nghị PNJ), cảng biển (GMD đóng góp lợi nhuận 1 lần) và tiêu dùng (VNM)(2) **Top ngành dẫn dắt tăng trưởng 2026: Bán lẻ hiện đại (+92%YoY), Cảng biển (+26%YoY), CNTT (+16%YoY) và thủy sản (+15%YoY)**

Các yếu tố cần chú ý: Chi phí đầu vào, diễn biến lãi suất neo cao gây áp lực lên nhu cầu tiêu dùng và gia tăng chi phí tài chính.

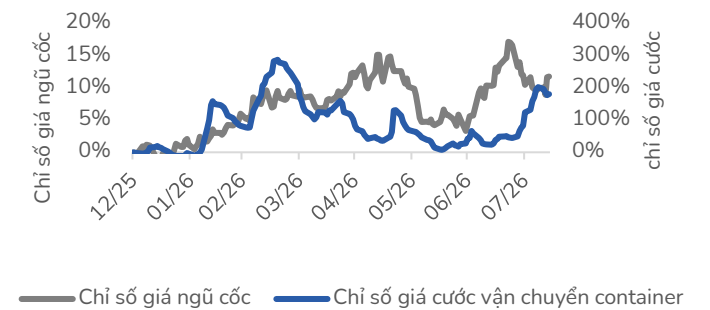
DỰ PHÓNG KQKD Năm 2026

Ngành	Doanh thu	Biên LNTT	LNST 2026e
Thủy sản	Đi ngang – cầu giảm	Giảm- giá NVL tăng	+15%
Dệt May	Tăng nhẹ - tăng đơn hàng	Giảm – giá NVL, lãi vay tăng	+4%
CNTT	Tăng –phục hồi về hợp đồng ký mới	Đi ngang	+16%
Vận tải biển	Tăng – tái ký giá cao và tàu mới	Tăng – giá cước tăng	+22.3%

	Doanh thu	Biên LNTT	LNST 2026e
Cảng	Tăng – giá tăng, sản lượng tăng	Tăng – giá tăng	+73%
Tiêu dùng	Tăng – cải thiện thị phần /giá bán	Tăng/ đi ngang – tận dụng giá NVL/ giá bù đắp chi phí	+17%
Bán lẻ	Tăng - Thị phần và giá neo cao	Tăng nhẹ - tối ưu hóa và nền cao	+92%
Hàng không	Đi ngang – duy trì	Giảm – chi phí nhiên liệu cao	-85%

ÁP LỰC LÊN KQKD 2026-2027

Chi phí đầu vào tiếp tục neo cao



Lãi suất neo cao gây áp lực lên triển vọng 2027



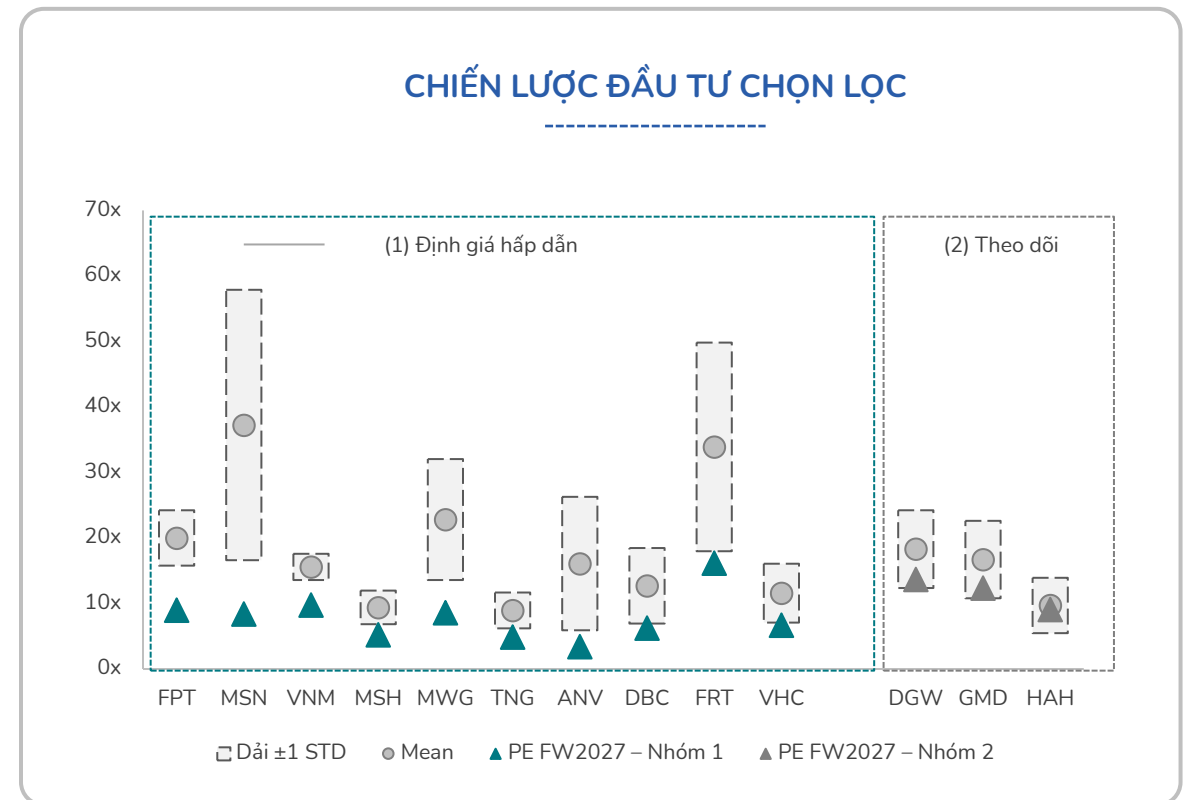
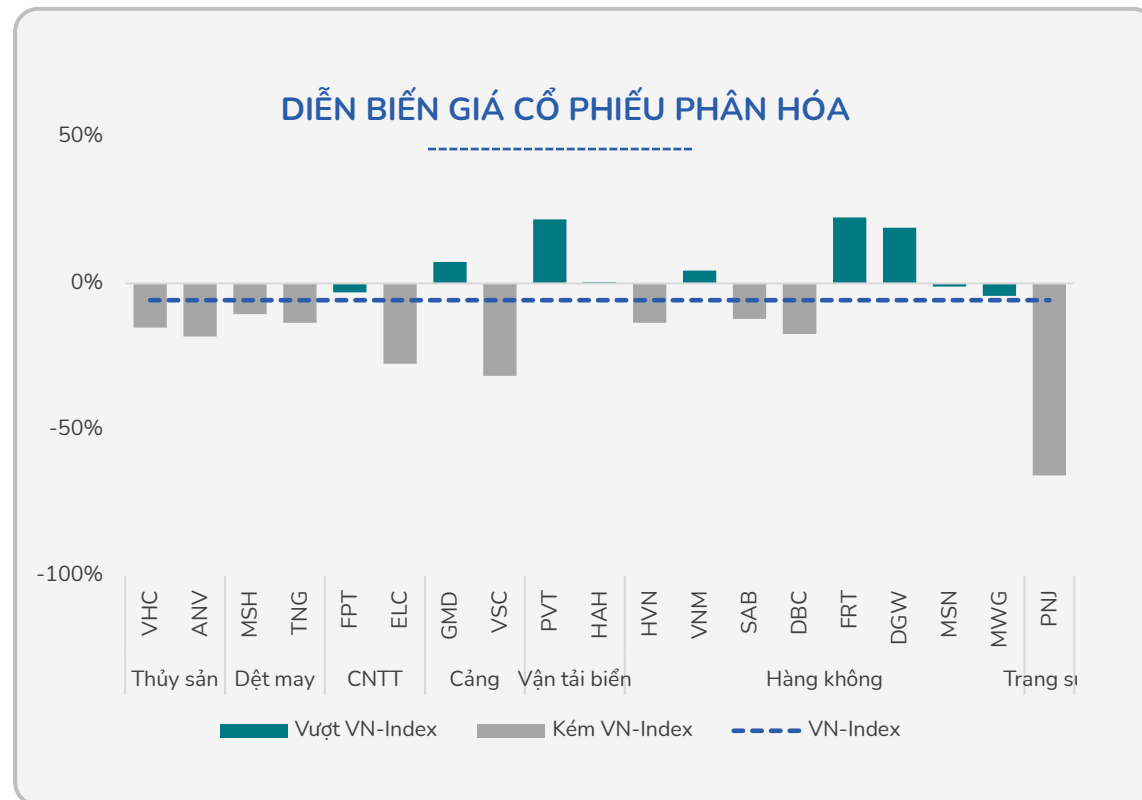
CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Diễn biến giá cổ phiếu phân hóa trong Q3.2026/Q2/2026 so với biến động thị trường (Vnindex -5.7%) :

- Nhóm tăng giá: (1) Vận tải biển +11.4% nhờ KQKD Q2/2026 tích cực và diễn biến giá cước tích cực; (2) bán lẻ +1% nhờ KQKD Q2/2026 vượt trội và catalyst (cổ tức và BLD và người có LQ đăng kí mua)
- Nhóm giảm giá: (1) Trang sức: sức ép từ ngành trang sức diễn biến phức tạp ảnh hưởng đến triển vọng ngành trong dài hạn ;(2) Dệt May/thủy sản giảm -11.7 %/-16.1% (3) Hàng không -13.4%

Chiến lược đầu tư chọn lọc: Tăng trưởng tích cực kết hợp với Định giá chiết khấu sâu

- Cổ phiếu khuyến nghị:** Bán lẻ (MSN, MWG,FRT), CNTT (FPT), Tiêu dùng (VNM)
- Cổ phiếu theo dõi: (1) **Hiệu suất cổ phiếu đã phản ánh triển vọng KQKD** :Cảng biển (GMD), Vận tải biển (HAH,PVT); (2) Chờ đợi tín hiệu: ANV, TNG,VHC





1. Tổng quan ngành:

So với những cập nhật gần nhất, KQKD Q3.2026 của các doanh nghiệp CNTT là phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi khi thị trường Nhật Bản +21% yoy duy trì tăng trưởng tích cực, ngoài ra, lượng hợp đồng ký mới +28.2% yoy nhờ ký kết hợp đồng tại AI Factory và các hợp đồng CDS khác.

2. Triển vọng Q4.2026 và 2027

Đối với Q4.2026, BSC kỳ vọng KQKD của nhóm CNTT sẽ ghi nhận tích cực hơn so với những quý trước đó và cùng kỳ nhờ (1) lượng hợp đồng ký mới ghi nhận hồi phục trong 1H.2026 kỳ vọng phản ánh rõ rệt hơn trong Q4.2026 (2) AI Factory đã đạt công suất 90% so với chỉ 60% trong cùng kỳ (3) theo yếu tố mùa vụ khi các hợp đồng thường được ghi nhận trong giai đoạn cuối năm (4) ngoài ra, tại thị trường trong nước xu hướng chuyển đổi số mạnh của khối chính phủ kỳ vọng tiếp tục tạo nguồn việc cho các doanh nghiệp.

Triển vọng 2027: BSC cho rằng triển vọng KQKD sẽ phụ thuộc vào tình hình căng thẳng tại Trung Đông do (1) thị trường APAC là thị trường nhạy cảm tình hình xuất khẩu và triển vọng kinh tế giới (2) lãi suất tại thị trường Mỹ tăng trở lại dưới áp lực lạm phát khi giá dầu tăng cao. Do vậy, trong trường hợp, xung động sớm chấm dứt, tâm lý đầu tư được cải thiện sẽ là động lực hồi phục mạnh cho các doanh nghiệp.

2. Quan điểm đầu tư

BSC duy trì khuyến nghị Khả Quan đối với nhóm CNTT do (1) ngành CNTT đã cho những tín hiệu hồi phục ban đầu thông qua lượng hợp đồng ký mới hồi phục mạnh so với cùng kỳ (2) định giá của các cổ phiếu CNTT đã được chiết khấu cơ bản phản ánh hết các rủi ro mà thị trường quan ngại trước đó (không duy trì được tăng trưởng cao, AI làm giảm khối lượng công việc).

3. Cổ phiếu khuyến nghị

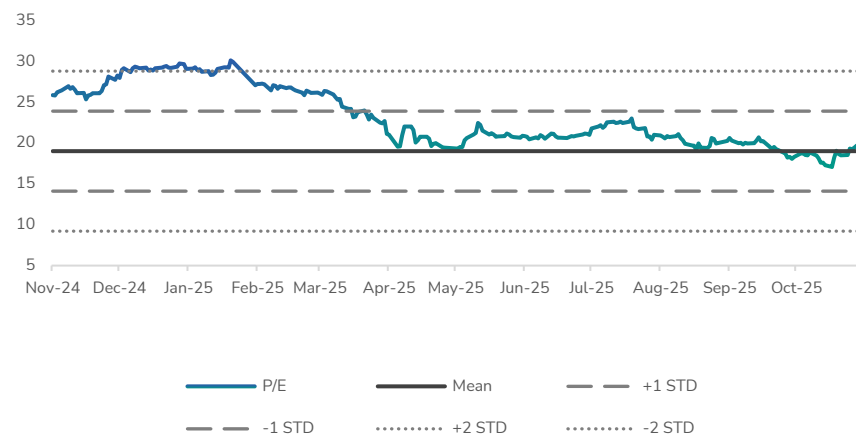
Chúng tôi lựa chọn FPT cho Q4.2026 và 2027 dựa trên quan điểm (1) định giá đã được chiết khấu về mức PE FW 2026 = 12 lần tương đương -2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm (19 -20 lần) (2) KQKD bắt đầu cho tín hiệu hồi phục ban đầu thể hiện qua lượng hợp đồng ký mới trong 4T.2026 (+33% yoy).

Hình: Lượng hợp đồng ký mới của FPT hồi phục mạnh trong 9T.2026



Nguồn: FPT

Hình: Diễn biến định giá P/E FPT



Nguồn: Bloomberg

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan ngành

8T2026, xuất khẩu cá tra đạt 649 nghìn tấn, tương đương 1,44 tỷ USD (+5,7% về lượng YoY). Động lực tăng trưởng chuyển sang Trung Quốc (+25% YoY), trong khi xuất khẩu sang Mỹ giảm 18% YoY. Kim ngạch dệt may đạt 26,9 tỷ USD, trong đó Mỹ chiếm 46%. Xuất khẩu dệt may tăng tốc từ T6, đạt đỉnh 4,0 tỷ USD trong T7 và chững lại trong T8.

2. Triển vọng Q4/2026 – 2027

Q4/2026: Biên lợi nhuận gộp là yếu tố cần theo dõi, do

- Trung Quốc và EU là động lực tăng trưởng chính cuối năm, nhưng giá xuất khẩu sang các thị trường này thấp hơn Mỹ. Việc chuyển dịch cơ cấu thị trường vì vậy gây áp lực lên biên lợi nhuận.
- Chiến sự Trung Đông giữ giá năng lượng ở mức cao, kéo giá đầu vào (xơ sợi, thức ăn thủy sản) tăng theo.

2027: Triển vọng phụ thuộc chủ yếu vào đàm phán Việt Nam – Mỹ. Thuế 12,5% theo Điều 301 (từ 24/07/2026) chỉ cao hơn mức cũ 2,5 điểm %, nên tác động không lớn. Tuy nhiên, USTR vẫn đề nghị khả năng mở rộng điều tra “dư thừa công suất” và cộng dồn thuế.

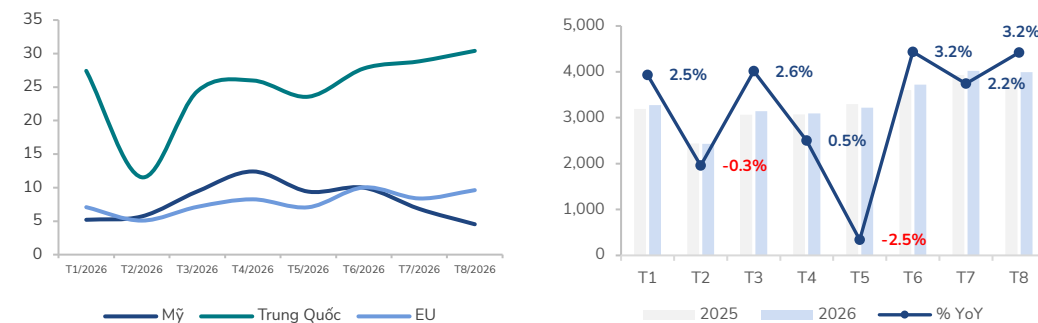
- Dệt may:** Việt Nam có cơ sở đàm phán lại thuế suất và đủ điều kiện tham gia cơ chế thuế 0% trong hạn ngạch gắn với lượng bông Mỹ. Năm 2025, Việt Nam là nhà nhập khẩu bông lớn nhất của Mỹ với kim ngạch khoảng 1,3 tỷ USD (+122% YoY).
- Cá tra:** Theo kết quả POR21, thuế chống bán phá giá tăng từ 0 lên 1,00 USD/kg (Biển Đông), 0,84 USD/kg (ANV) và 0,38 USD/kg (NTSF). VHC không nằm trong danh sách này. Thị phần tại Mỹ sẽ dồn về nhóm thuế thấp. Các doanh nghiệp còn lại phải chuyển sang Trung Quốc và các thị trường giá thấp hơn, gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp.

3. Quan điểm đầu tư

BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Xuất khẩu trong bối cảnh **(1)** biên lợi nhuận gộp chịu áp lực kéo: giá bán giảm do cơ cấu thị trường dịch chuyển, giá nguyên liệu đầu vào chưa có dấu hiệu hạ nhiệt; **(2)** thông tin đàm phán thuế quan có những tín hiệu tích cực nhưng chưa rõ ràng. Tuy vậy, nhóm cổ phiếu XNK hiện đang ở vùng hấp dẫn, với P/E chỉ khoảng 5 - 7 lần.

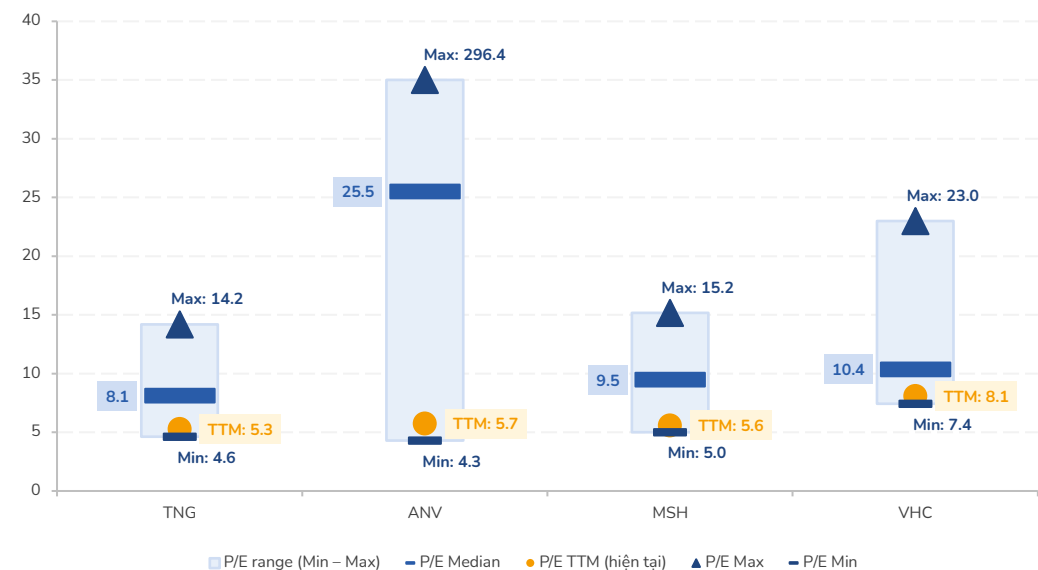
Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu **VHC** và **TNG** lần lượt do **(1)** gia tăng thị phần xuất khẩu sau khi đối thủ bị áp thuế POR21, **(2)** định giá ở vùng hấp dẫn.

Hình: Sản lượng XK cá tra đi Mỹ, Trung Quốc và EU | Kim ngạch XK dệt may



Nguồn: AgroMonitor, Cục thống kê, BSC tổng hợp

Hình: Định giá P/E của các doanh nghiệp ngành Xuất khẩu



Nguồn: Fiinpro, BSC tổng hợp

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan ngành

Lũy kế 9T/2026, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa đạt 888 tỷ USD (+30,4% YoY), tạo nền tảng cho đà tăng trưởng tích cực của ngành Cảng biển. **Tổng sản lượng thông qua các cảng cốt lõi của Việt Nam ước đạt 19 triệu TEU (+9% YoY) trong 8T/2026**, với tăng trưởng tập trung chủ yếu tại cụm cảng nước sâu:

- **Miền Bắc:** HTIT (+524% YoY), HHIT (+41% YoY)
- **Miền Nam:** Gemalink (+22% YoY), SSIT (+15% YoY), CMIT (+9% YoY)

Động lực tăng trưởng đến từ: (1) **Công suất mới** – bến 3-4 và 5-6 tại Lạch Huyện đi vào hoạt động toàn phần sau khi mở rộng. (2) **Lợi thế thuế quan** – mức thuế đối ứng của Mỹ áp lên Việt Nam tương đương các nước cạnh tranh, giúp duy trì sức hút đối với đơn hàng và dòng vốn FDI. (3) **Xu hướng tàu lớn ghé thẳng** – sản lượng dịch chuyển từ các cảng thượng nguồn và cảng sông sang cụm cảng nước sâu. Đây là lý do tăng trưởng tại các cảng nước sâu vượt xa mức bình quân toàn ngành (+9%).

2. Triển vọng Q4/2026 – 2027

Q4/2026: Kỳ vọng sản lượng gia tăng trong giai đoạn mùa cao điểm cuối năm, đặc biệt tại các cảng nước sâu khu vực Miền Nam, khi mà các tuyến khai thác phân hoá sang các thị trường phi-Mỹ, do đó giảm thiểu rủi ro hụt hàng sau giai đoạn front-loading đi Mỹ trong Q2.

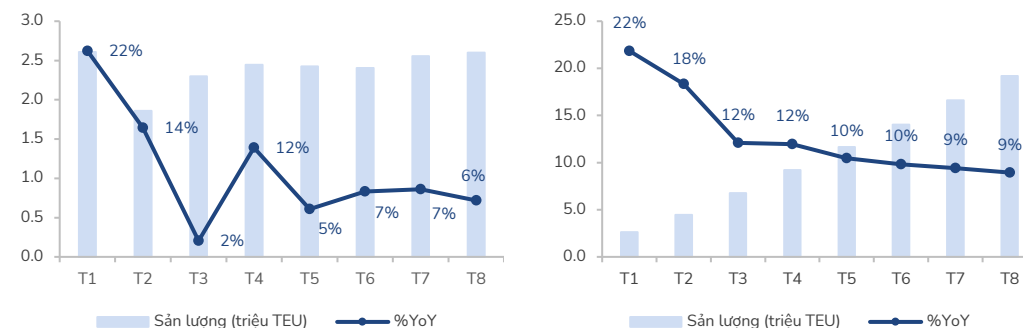
Việt Nam và Mỹ sắp hoàn tất đàm phán thương mại đối ứng: Sau 7 vòng đàm phán chính thức, Việt Nam và Mỹ đã thống nhất được phần lớn nội dung, chỉ còn một số vấn đề kỹ thuật cần xử lý trước khi hoàn thiện và ký kết. Chúng tôi cho rằng đây là yếu tố quan trọng, hỗ trợ nhu cầu xuất khẩu nói chung và sản lượng làm hàng tại các cảng nói riêng trong năm 2027.

3. Quan điểm đầu tư

BSC đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Cảng biển, đặc biệt là các doanh nghiệp sở hữu cụm cảng nước sâu trọng điểm, do (1) dư địa từ công suất mới tại Lạch Huyện và sắp tới là Cái Mép – Thị Vải, và (2) thị phần gia tăng so với các cảng sông nhờ xu hướng tàu lớn ghé thẳng cùng các tuyến đi thẳng Mỹ và EU.

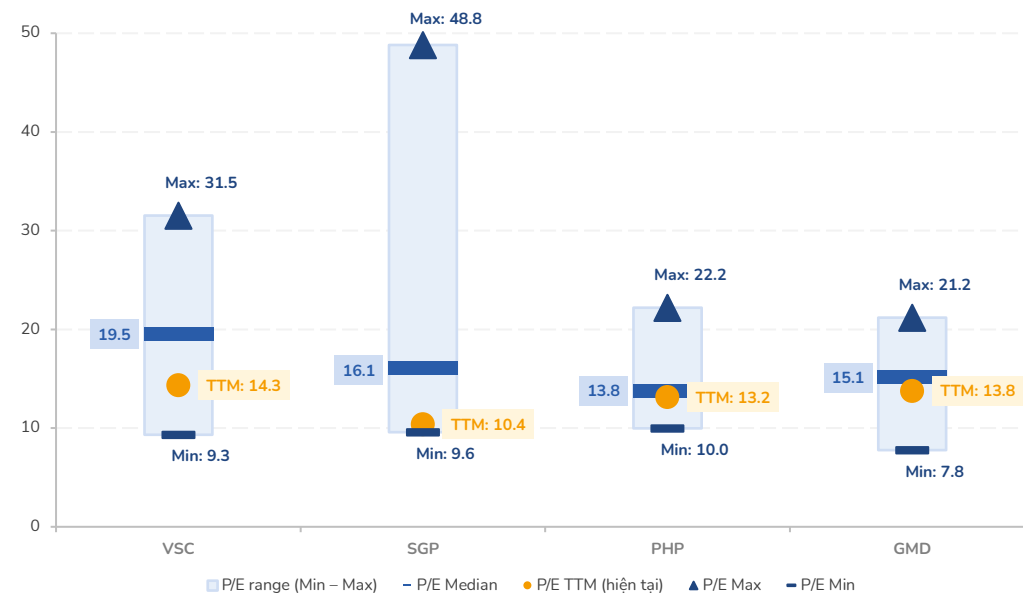
Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu **GMD** do (1) dư địa công suất tại Nam Đình Vũ giai đoạn 3, (2) sản lượng tại cảng nước sâu Gemalink diễn biến tích cực.

Hình: Sản lượng tại các cảng cốt lõi của Việt Nam theo tháng và lũy kế 8T/2026



Nguồn: VPA, BSC tổng hợp

Hình: Định giá P/E của các doanh nghiệp ngành Cảng biển



Nguồn: Fiinpro, BSC tổng hợp

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan ngành

Giá cước định hạn diễn biến tích cực trong 9T/2026, **đặc biệt tại phân khúc tàu chở dầu thô** trong bối cảnh căng thẳng tại eo biển Hormuz và chiến sự Trung Đông.

Tăng trưởng giá cước YTD cao nhất ở **tàu dầu thô** (VLCC +340%, Suezmax +300%, Aframax +131%), tiếp đến **hoá chất/thành phẩm** (LR +102%, MR +73%, Handy +70%) và **hàng rời** (Supramax +75%, Handysize +65%). **Container** tăng thấp hơn (1.700 TEU +34%, 2.700 TEU +17%, 1.100 TEU +9%) do tàu nhỏ chủ yếu khai thác nội Á, ít liên quan đến luồng hàng qua eo biển Hormuz.

2. Triển vọng Q4/2026 – 2027

Q4/2026 – Mặt bằng giá cước duy trì ở mức cao: Chúng tôi kỳ vọng các tàu tái ký hợp đồng vào cuối năm tiếp tục hưởng lợi, do giá cho thuê hiện tại cao hơn mức bình quân năm 2026 ở hầu hết các phân khúc.

2027 – Thiết lập mức nền lợi nhuận mới: Các hợp đồng tái ký trong năm 2026 có kỳ hạn trên 1 năm, dài hơn giai đoạn trước, nhằm khóa giá cước ở vùng cao. Nhờ đó, lợi nhuận 2027 được neo ở mức nền cao và ít nhạy cảm hơn với biến động giá cước giao ngay.

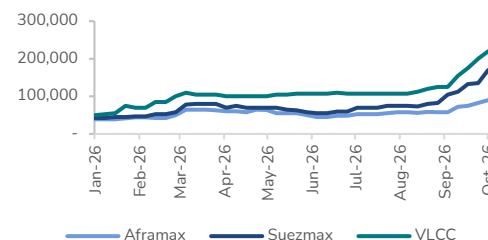
3. Quan điểm đầu tư

BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Vận tải biển. Phân khúc tàu chở nhiên liệu lỏng duy trì nền tảng tích cực như đã đề cập ở trên. Tuy nhiên, các doanh nghiệp vận tải dầu khí như PVT, PVP và PDV hiện giao dịch sát mức P/E trung vị lịch sử, cho thấy thị trường đã phản ánh tương đối đầy đủ triển vọng của mảng tàu dầu/hóa chất. **Bên cạnh đó, chúng tôi lưu ý hai yếu tố rủi ro có thể hạn chế dự địa tăng trưởng trong thời gian tới**

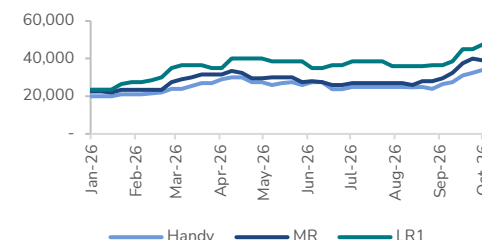
(1) Nếu chiến sự hạ nhiệt và eo biển Hormuz trở lại bình thường, tấn-dậm sẽ suy giảm, cộng hưởng với lượng tàu mới bàn giao, gây áp lực lên giá cước khi các hợp đồng hiện tại đáo hạn; **(2) Tăng trưởng đội tàu chững lại** do giá tàu tăng theo đà giá cước, khiến các doanh nghiệp vận tải biển thận trọng hơn trong đầu tư. Điều này có thể hạn chế dự địa tăng trưởng quy mô đội tàu trong năm tới.

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu **PVT** dựa trên cơ sở **(1)** hưởng lợi trực tiếp từ bối cảnh giá cước tăng khi mà doanh nghiệp sở hữu quy mô đội tàu dầu lớn nhất Việt Nam, **(2)** các hợp đồng trọng yếu được tái ký trong giai đoạn cuối năm, góp phần duy trì mức nền lợi nhuận hấp dẫn trong năm 2027.

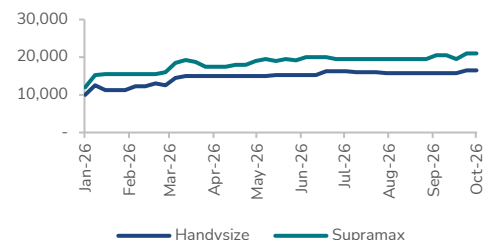
Dầu thô (1YR TCE)



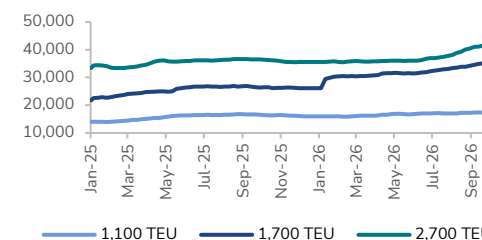
Hoá chất/TP (1YR TCE)



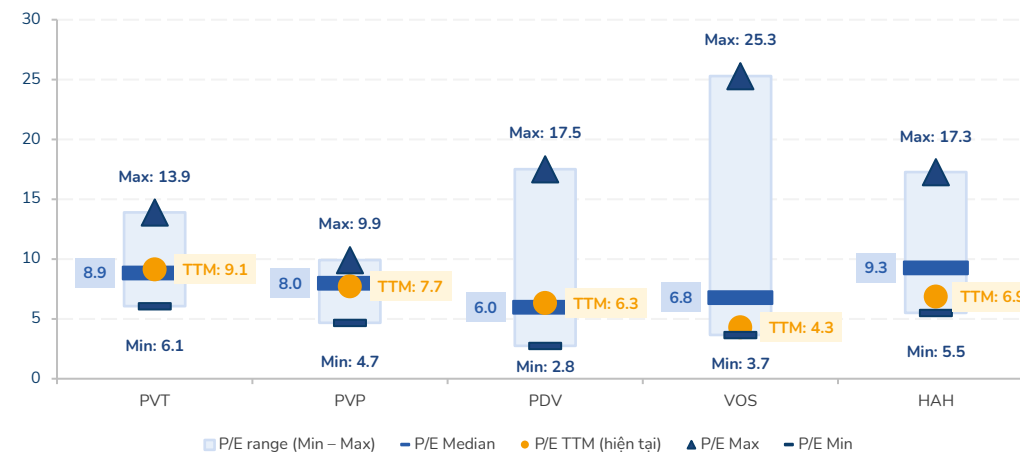
Hàng rời (1YR TCE)



Container (1YR TCE)



Bảng: Định giá P/E của các doanh nghiệp Vận tải biển



Nguồn: Fiinpro, BSC tổng hợp



1. Tổng quan ngành:

Q3.2026, KQKD của nhóm Tiêu dùng dự báo tiếp tục phân hóa, VNM kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi từ việc giảm giá nguyên vật liệu đầu vào, ở chiều ngược lại DBC dự báo giảm so với cùng kỳ do giá heo giảm và giá TACN tăng so với cùng kỳ.

2. Triển vọng Q4.2026 và 2027

Q4.2026, BSC cho rằng KQKD sẽ tiếp tục ghi nhận phân hóa:

- Nhóm sữa kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng nhờ (1) doanh nghiệp đã chốt được giá nguyên vật liệu ở vùng giá thấp cho giai đoạn cuối năm 2026 (ước tính giảm khoảng -10% yoy) (2) thị phần được bảo vệ sau khi chiến lược tái định vị hoàn thành.
- Nhóm thịt heo dự báo không có nhiều cải thiện so với những quý trước đó và cùng kỳ do (1) giá heo hơi T9.2026 = 56,500 VNĐ/kg (-6% mom, +0% yoy) duy trì xu hướng giảm trong 8 tháng liên tiếp (2) giá nguyên liệu đầu vào để sản xuất TACN tăng mạnh so với cùng kỳ (giá đậu nành +30% yoy, giá ngô +26% yoy) do ảnh hưởng từ căng thẳng địa chính trị.

Đôi với triển vọng 2027: BSC cho rằng nhóm sữa sẽ khó duy trì được tăng trưởng của năm 2026 do không còn được hưởng lợi từ nền giá nguyên vật liệu thấp và thị trường tiêu thụ chính (nội địa) đã bão hòa. Tương tự, nhóm thịt heo kỳ vọng sẽ chưa ghi nhận hồi phục mạnh do giá thịt heo dự báo đi ngang hoặc chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ do nguồn cung heo tăng khi nhiều trại lớn sẽ đi vào hoạt động từ đầu 2027.

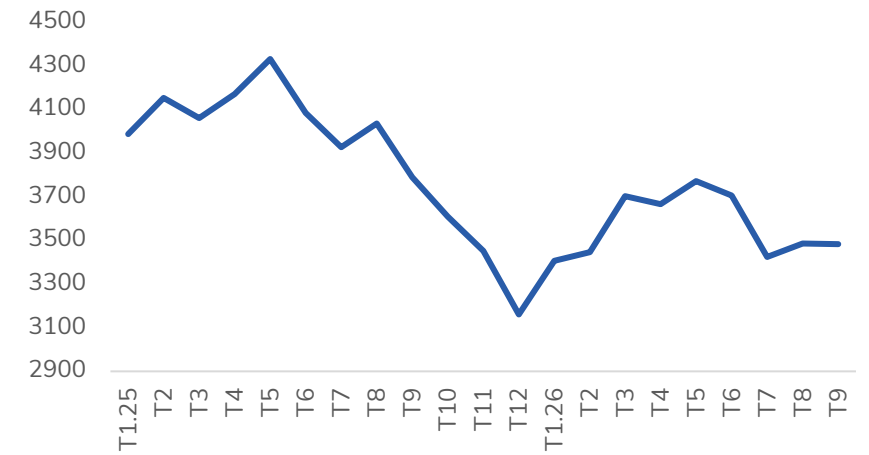
2. Quan điểm đầu tư

BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm tiêu dùng do (1) nhóm thịt heo dự báo ghi nhận KQKD giảm so với cùng kỳ trong 2026 do ảnh hưởng của giá heo giảm và giá nguyên vật liệu đầu vào tăng (2) nhóm sữa mặc dù dự báo ghi nhận KQKD tăng trưởng so với cùng kỳ, tuy nhiên trong môi trường lãi suất tăng như hiện tại, định giá của các cổ phiếu tiêu dùng trả cổ tức đều đặn hàng năm có thể bị giảm.

3. Cổ phiếu khuyến nghị

Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi đưa ra khuyến nghị với cổ phiếu VNM chủ yếu do mức định giá PE FW 2026 = 11.7 lần thấp so với mức - 2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm = 13.7 lần, BSC cũng lưu ý ngay cả trong giai đoạn KQKD suy giảm VNM cũng được giao dịch với mức P/E bình quân = 16.5 lần.

Hình: Giá sữa bột tiếp tục neo thấp so với cùng kỳ trong Q3.2026



Nguồn: Global Dairy Trade

Hình: Giá heo hơi ghi nhận giảm 7 tháng liên tiếp



Nguồn: Wichart

1. Tổng quan ngành:

Q3.2026, KQKD của nhóm Hàng Không kỳ vọng không có nhiều cải thiện so với Q2.2026 khi giá dầu JET-A1 tăng mạnh trở lại mức 171 USD/thùng tiệm cận vùng đỉnh 181 – 200 USD/thùng của năm.

2. Triển vọng Q4.2026 và 2027

Q4.2026, KQKD dự báo tiếp tục ghi nhận không hiệu quả do (1) căng thẳng tại Trung Đông quay trở lại khiến giá dầu T9.2026 = 171 USD/thùng (+70% yoy) vượt mức bình quân của Q2.2026 (khoảng 160 USD/thùng, lưu ý, tại mức giá dầu này HVN đã ghi nhận lỗ) (2) ngoài ra, các doanh nghiệp cũng chia sẻ hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ chỉ có hiệu quả khi giá dầu JET-A1 giảm về dưới mức 135 USD/thùng (3) với tình hình hiện tại ở Trung Đông, BSC cho rằng giá dầu khó có thể giảm trở lại mức này ít nhất trong Q4.2026.

Đối với triển vọng 2027, BSC bảo lưu quan điểm trong báo cáo trước đó, triển vọng 2027 sẽ phụ thuộc mạnh vào biến động giá dầu (1) trong trường hợp, căng thẳng Trung Đông qua đi, giá dầu giảm trở lại dưới mức 135 USD/thùng sẽ là điểm hỗ trợ mạnh cho sự hồi phục của các doanh nghiệp hàng không, ở chiều ngược lại, nếu giá dầu tiếp tục neo cao KQKD sẽ tiếp tục ghi nhận không hiệu quả (2) mặt khác, sản lượng hành khách du lịch đến Việt Nam kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trong 2027 và giá vé máy bay neo cao sẽ hỗ trợ phần nào cho các doanh nghiệp hàng không.

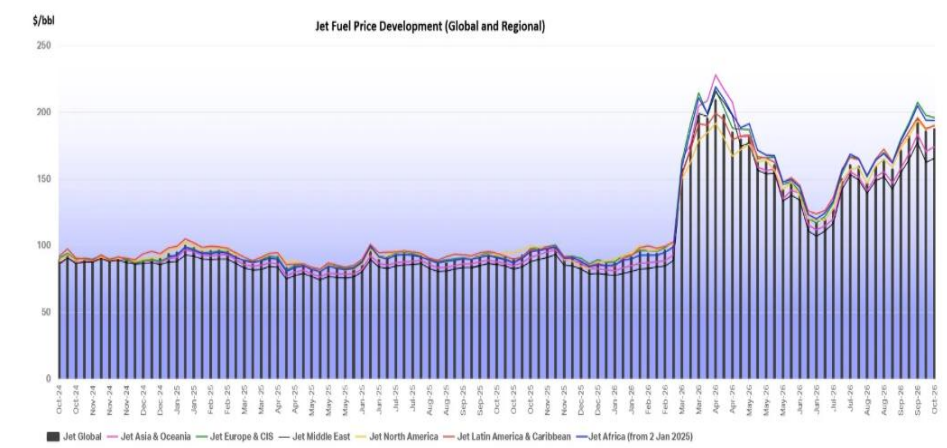
3. Quan điểm đầu tư

BSC duy trì khuyến nghị Kém khả quan đối với nhóm Hàng không do triển vọng KQKD chưa có nhiều cải thiện trong bối cảnh giá dầu JET-A1 vẫn còn neo cao. Chúng tôi sẽ thay đổi khuyến nghị trong trường hợp giá dầu JET-A1 giảm trở lại mức nền của 2025.

4. Cổ phiếu khuyến nghị

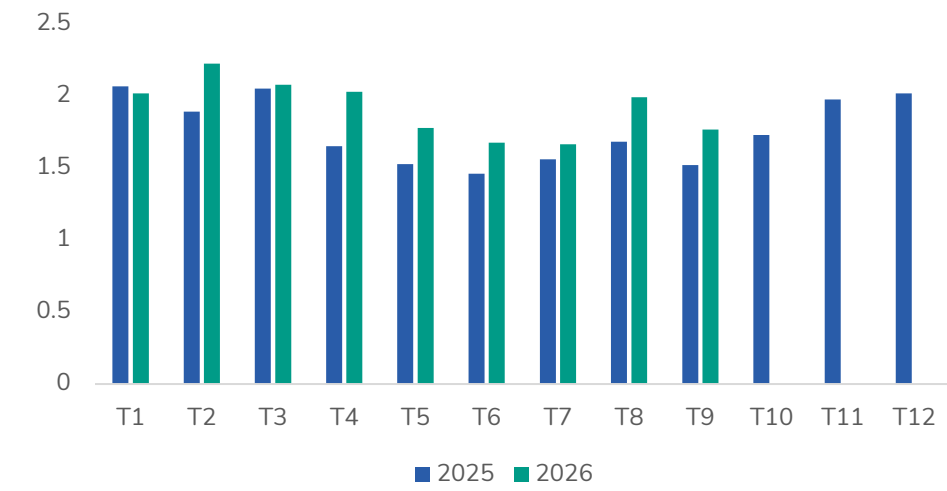
Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa đưa khuyến nghị với các cổ phiếu hàng không.

Hình: Giá dầu JET A1 T9 = 170 USD/thùng tiệm cận vùng đỉnh 2026



Nguồn: S&P Global

Hình: Sản lượng du khách đến Việt Nam duy trì tích cực trong Q3.2026



Nguồn: Cục du lịch Việt Nam

BÁN LẺ HIỆN ĐẠI: THIÊN THỜI ĐỊA LỢI NHÂN HÒA

1. Tổng quan ngành: Bất chấp áp lực từ lãi suất cao và bất ổn địa chính trị, kết quả kinh doanh 9T/2026 của ngành bán lẻ vẫn vượt kỳ vọng của BSC, dựa trên nỗ lực mở rộng thị phần trong bối cảnh mới.

Riêng Q3/2026, một số DN công bố kết quả tích cực như sau:

- **DGW:** DTT +46% nhờ nắm bắt xu hướng giá tăng và đầu tư công nghệ, đóng góp mảng kinh doanh mới.
- **DMX:** DTT +25%YoY, tăng trưởng đến từ (1) cửa hàng hiện hữu thay vì mở mới (SSSG 30%) (2) Trả chậm 0% lãi suất và dịch vụ hậu mãi mở rộng thúc đẩy sức mua trong bối cảnh giá bán tăng mà không cần đẩy mạnh chiết khấu: doanh thu từ trả chậm tăng 50% YoY (3) Động lực còn đến từ mở rộng danh mục sản phẩm và thị phần Apple tăng qua TopZone

Riêng đối với ngành trang sức và PNJ, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị ([link](#))

2. Triển vọng Q4.2026

BSC dự báo kết quả kinh doanh nhóm bán lẻ hiện đại vẫn tăng trưởng khả quan so với nền cao năm 2025. Động lực chính đến từ xu hướng chuyển dịch ngành và dư địa mở rộng quy mô lớn của các doanh nghiệp đầu ngành qua từng phân khúc:

- **Bán lẻ ICT & CE:** Tăng thị phần nhờ giảm cạnh tranh không lành mạnh, đẩy mạnh dịch vụ và tài chính tiêu dùng (mua trả chậm) nhằm tận dụng cơ hội giá bán các sản phẩm ICT neo cao và xu hướng đầu tư nâng cấp công nghệ
- **Bách hóa & Dược phẩm:** Mở rộng độ phủ bằng mô hình tinh gọn, dùng hàng chính hãng để chiếm thị phần kênh phi chính thức.

Lưu ý: lãi suất neo cao, các biến số từ vĩ mô và giá thiết bị điện tử, giá dụng cụ điện tử, giá RAM neo cao, có thể gây áp lực có độ trễ lên nhu cầu tiêu dùng chung.

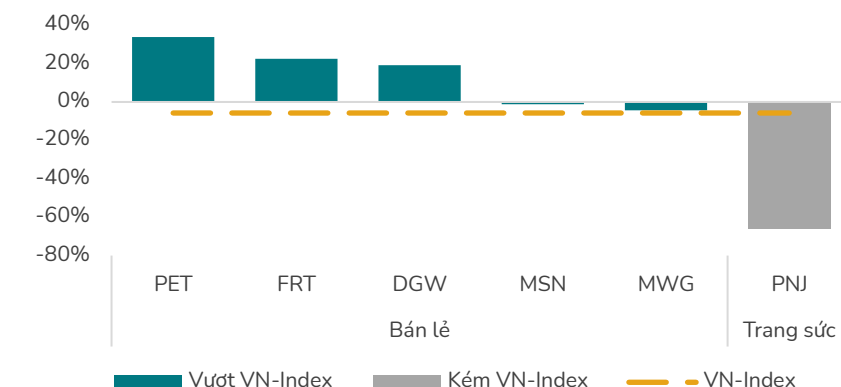
3. Quan điểm đầu tư: Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Khả quan** nhóm ngành bán lẻ hiện đại dựa trên (1) kỳ vọng KQKD năm 2026 -2030 kỳ vọng tăng trưởng từ 12-15%/năm nhờ nắm bắt xu hướng dịch chuyển ngành (2) định giá chiết khấu về vùng hấp dẫn quanh -1 lần độ lệch chuẩn, đã phản ánh những lo ngại thanh khoản hạn chế trong khi nhiều cổ phiếu tiến hành IPO (DMX).

Catalyst: Nâng hạng thị trường tạo cơ hội cho các cổ phiếu còn room ngoại.

Cổ phiếu khuyến nghị:

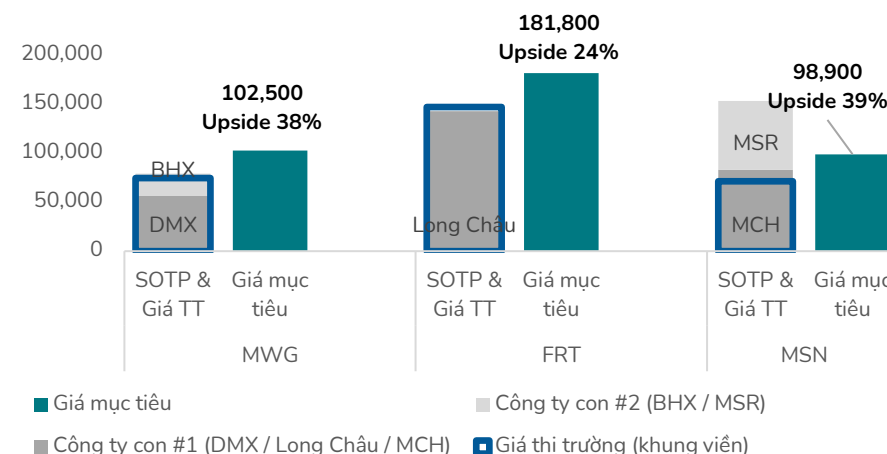
- **MWG** – định giá mới phản ánh định giá DMX+ tiền mặt và 50% định giá BHX dựa trên thương vụ 2024, chưa phản ánh được tiềm năng tăng trưởng vượt trội DMX (>45%YoY) và BHX (+77%YoY)
- **MSN** – định giá chỉ mới phản ánh định giá MCH và MSR và chưa phản ánh kỳ vọng KQKD tích cực, cam kết với cổ đông
- **FRT** – Định giá mới phản ánh định giá Long Châu tại vòng định giá PE, chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng lợi nhuận >20%/năm và hiệu quả hoạt động của FPT shop cải thiện

Hình: KQKD sơ bộ Q3/2026 của một số doanh nghiệp bán lẻ đã công bố



Nguồn: BSC thu thập

Hình: Cơ hội đầu tư đến từ khả năng tăng trưởng quy mô và định giá hợp lý



Nguồn: BSC Research

1. Tóm tắt điểm nhấn của hai làn sóng tác động lên PNJ sau sự cố P-LAB:

- **Sự kiện 1 — Khủng hoảng niềm tin & Rủi ro thanh khoản hệ thống:** Sai phạm tại P-Lab kích hoạt rủi ro hệ thống, đóng băng thanh khoản thị trường kim cương. Đối diện áp lực tiêu cực lên uy tín thương hiệu, PNJ thực hiện can thiệp bằng cam kết đảm bảo nghĩa vụ mua lại, thiết lập cơ chế kiểm soát đặc biệt và kích hoạt dòng vốn hỗ trợ từ bên liên quan. Tuy nhiên, áp lực rút vốn từ khách hàng vượt dự kiến, buộc doanh nghiệp phải thực hiện giãn tiến độ thanh toán và trích lập dự phòng giảm giá tài sản/phải trả quy mô lớn.
- **Sự kiện 2 — Dịch chuyển từ rủi ro pháp lý sang rủi ro tài chính:** Kết luận từ cơ quan quản lý và đơn vị kiểm định độc lập đã loại bỏ rủi ro pháp lý và rủi ro chất lượng sản phẩm của PNJ, song thị trường hiện tập trung vào tác động tài chính kéo dài từ chương trình mua lại và kế hoạch tăng vốn quy mô lớn nhằm củng cố thanh khoản, cùng áp lực bán từ nhóm cổ đông liên quan. Các sự kiện này đang làm dấy lên lo ngại về pha loãng, triển vọng lợi nhuận trung hạn và khả năng thay đổi cơ cấu sở hữu trong tương lai.
- CBTT ĐHĐCĐ bất thường ([link](#)): điều chỉnh KHKD năm 2026 từ lãi thành lỗ do tác động trích lập dự phòng và phương án phát hành cổ phiếu riêng lẻ.

2. Thay đổi về triển vọng trung hạn

Giả định: (i) Dựa trên KQKD T7+8/2026 và kế hoạch kinh doanh 2026; **(ii)** kỳ vọng không còn trích lập dự phòng và dòng tiền từ HĐKD được đảm bảo; **(iii)** KQKD 2027F chỉ chịu tác động từ hai biến số chính: Dự phóng doanh thu chịu tác động của niềm tin tiêu dùng và thay đổi nhu cầu và biên LNST chịu ảnh hưởng của cơ cấu doanh thu, chi phí vận hành gia tăng liên quan đến tái cấu trúc hệ thống, kích cầu & tái định vị thương hiệu và lãi vay. (chi tiết bảng dưới)

- Chúng tôi cho rằng triển vọng trung hạn của PNJ đã thay đổi đáng kể sau sự kiện P-Lab. Nếu trước đây câu chuyện đầu tư xoay quanh mở rộng thị phần và tăng trưởng lợi nhuận bền vững thì giai đoạn hiện tại chủ yếu là bài toán phục hồi. KQKD 2027F được kỳ vọng cải thiện từ mức nền thấp của năm 2026 nhưng vẫn có độ phân hóa lớn giữa các kịch bản và chưa đủ cơ sở kỳ vọng lợi nhuận quay lại mức sinh lời trung bình lịch sử (mức nền lợi nhuận trung bình GĐ 2020-2025 >1,800 tỷ VND/năm). Theo đó, biến số quan trọng nhất không còn là mở rộng hệ thống hay hiệu quả vận hành mà là tốc độ phục hồi niềm tin tiêu dùng, khả năng bình thường hóa nhu cầu đối với các sản phẩm giá trị cao và hiệu quả quản trị dòng tiền, rủi ro sau khủng hoảng.

bảng dự phóng KQKD 2027F

Chỉ tiêu	2026F (KH điều chỉnh)	2027F Thận trọng 2	2027F Thận trọng 1	2027F Cơ bản	2027F Khả quan 1
(1) GIẢ ĐỊNH CHÍNH					
Luận điểm chính	Khủng hoảng niềm tin từ T7/2026: T9–12 giảm mạnh YoY; trích lập dự phòng lớn	Cầu sụt mạnh, lẻ giảm sâu nhất; biên lẻ giữ mức khủng hoảng, gia tăng chi phí tái cấu trúc hệ thống	chi phí kích cầu và tái định vị thương hiệu bắt đầu có tác dụng	Nhu cầu phục hồi dần, biên lẻ cải thiện	Niềm tin phục hồi rõ hơn, cơ cấu lẻ tăng trở lại
(2) KẾT QUẢ KINH DOANH					
Doanh thu	39,057	23,434	27,340	31,246	35,152
%YoY	10.3%	(40.0%)	(30.0%)	(20.0%)	(10.0%)
LNST	(6,271)	(779)	(223)	567	1,067
Biên LNST	(16.1%)	(3.3%)	(0.8%)	1.8%	3.0%
EPS (VND)	(12,250)	(1,522)	(436)	1,108	2,085
BVPS (VND)	12,615	11,094	12,179	13,723	14,700

Ghi chú: EPS/BVPS dùng SLCP Q2/2026 (chưa điều chỉnh phát hành riêng lẻ). Chi phí 2027F = SG&A 6% + lãi vay ròng 1% DT + 1,000 tỷ VND chi phí nhằm tái định vị thương hiệu; LNST = LNTT do chuyển lỗ 2026.

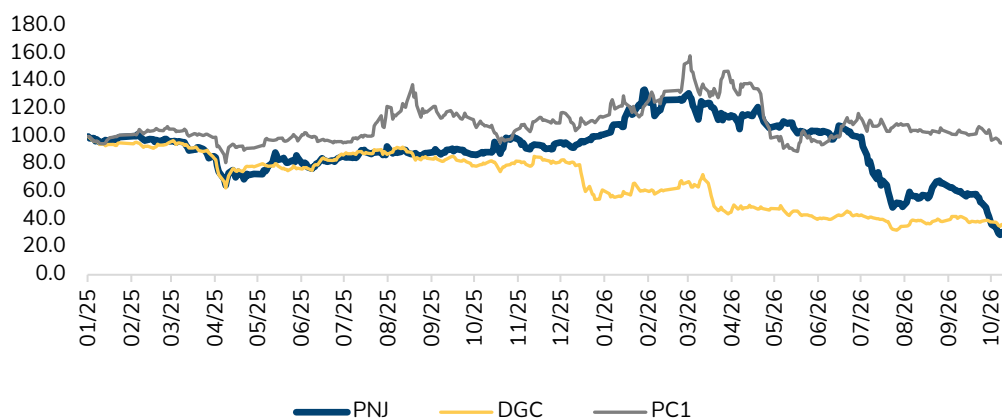
3. Góc nhìn thị trường:

- **Diễn biến giá cổ phiếu PNJ:** Mặc dù nhóm cổ phiếu có áp lực điều chỉnh mạnh từ đỉnh như DGC (-63%), PC1 (-40%), nhưng PNJ (-77%) là trường hợp chịu áp lực lớn nhất. Diễn biến này cho thấy thị trường không chỉ chiết khấu rủi ro pháp lý mà còn đang phản ánh lo ngại về tác động dài hạn tới niềm tin thương hiệu, dòng tiền và triển vọng lợi nhuận trung hạn của doanh nghiệp
- **Rủi ro:** công ty điều chỉnh kế hoạch kinh doanh năm 2026 với mức lỗ sau thuế kỷ lục 6,271 tỷ VND, nếu giá trị này được phản ánh trong báo cáo tài chính 2026 sẽ khiến EPS 12 quý của công ty ghi nhận âm khi đến kỳ đánh giá tháng 04/2027. Điều này có thể khiến cổ phiếu đối diện với nguy cơ vào sổ chờ loại ra vào tháng 04/2027 và chính thức bị loại ra vào kỳ đánh giá tháng 10/2027 ([link](#)).

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi không đưa ra khuyến nghị đối với PNJ, khi doanh nghiệp vẫn đang trong giai đoạn chuyển tiếp từ câu chuyện tăng trưởng dài hạn sang câu chuyện phục hồi sau khủng hoảng niềm tin. Mặc dù thị giá cổ phiếu đã chiết khấu đáng kể so với lịch sử, mức định giá 2027F (PE FW =17.6x và P/B 1.4 x) vẫn chưa thực sự hấp dẫn nếu đặt cạnh triển vọng lợi nhuận trung hạn còn nhiều bất định và trong bối cảnh thanh khoản thị trường chứng khoán thấp cùng với mặt bằng lãi suất tiếp tục neo cao.

Chúng tôi cho rằng cần thêm thời gian để quan sát các tín hiệu xác nhận như sự cải thiện của dòng tiền hoạt động, kết quả kinh doanh sau khi hoàn tất các khoản trích lập, tốc độ phục hồi niềm tin tiêu dùng đối với các sản phẩm giá trị cao và sự ổn định của cơ cấu sở hữu (tiếp tục theo dõi tại ĐHĐCĐ Bất thường 21/10/2026) trước khi có thể xây dựng lại luận điểm đầu tư tích cực đối với cổ phiếu.

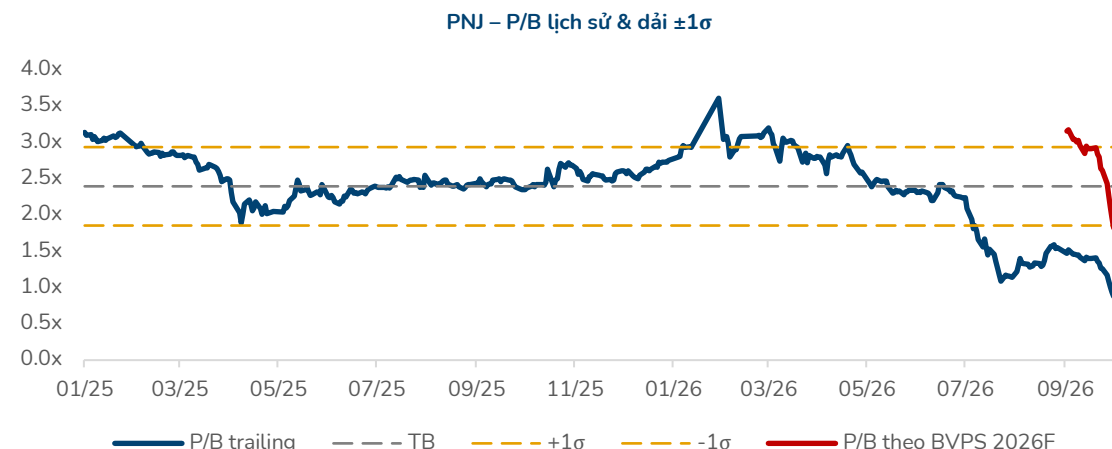
Hình: Hiệu suất PNJ so với các cổ phiếu diễn biến kém khả quan khác.



Giá cổ phiếu chuẩn hóa (02/01/2025 = 100)

Nguồn: BSC Research

Hình: Định giá PB của PNJ đã phản ánh rủi ro hiện hữu và thị trường đang chờ đợi thêm các tín hiệu tích cực hơn



Nguồn: BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

